

**普洛药业 (000739.SZ) API+制剂一体化布局, CDMO 业务快速成长**

2021年06月05日

**——公司首次覆盖报告**
**投资评级: 买入 (首次)**
**苑建 (分析师)**
**蔡明子 (分析师)**
**王斌 (分析师)**

yuanjian@kysec.cn

caimingzi@kysec.cn

wangbin@kysec.cn

证书编号: S0790520070009

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790520070005

日期	2021/6/4
当前股价(元)	26.58
一年最高最低(元)	31.46/18.76
总市值(亿元)	313.25
流通市值(亿元)	313.22
总股本(亿股)	11.79
流通股本(亿股)	11.78
近3个月换手率(%)	75.25

**● 原料药、CDMO 和制剂三大板块协同发展, 首次覆盖给予“买入”评级**

普洛药业坚定执行“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”的发展战略, 三大板块协同发展, 近年来公司经营效率不断提升, 业绩进入快速增长期。公司 CDMO 业务快速成长, API+制剂一体化布局在仿制药集采中优势明显。我们预计 2021-2023 年收入分别为 91.66/106.26/122.02 亿元, 同比增长 16.3%/15.9%/14.8%, 归母净利润为 10.67/13.76/17.40 亿元, 同比增长 30.7%/28.9%/26.5%, 当前股价对应 PE 分别为 29.4/22.8/18.0 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

**● CDMO 业务厚积薄发, 有望进入快速增长期**

公司与多家国际知名医药巨头和兽药龙头建立了长期合作关系, 具有较好的客户认可度和信任度。公司在原料药领域深耕多年, 具备“化学合成+生物发酵”双轮驱动的技术能力, 在 CDMO 临床后期和商业化阶段的生产工艺、质量控制具有较大优势。目前公司各类、各阶段 CDMO 项目数量均呈现出快速增长态势, 研发人员数量持续增加, 承接临床前期项目能力将大大提升, 产能扩充也在同步进行, 我们认为公司 CDMO 业务成长动力充足。

**● 原料药和中间体业务稳健增长, 集采常态化下制剂业务迎来发展良机**

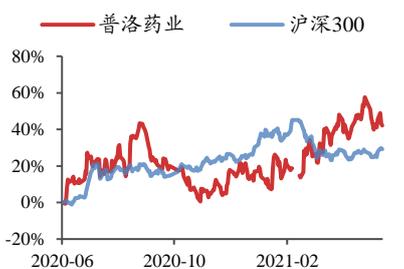
原料药行业竞争格局持续优化, 壁垒不断增强, 目前公司多个品种市场份额领先, 预计仍能保持较好的盈利能力, 对应的下游制剂仍具有一定成长性, 且近年来也有多个新品种陆续完成登记, 有望提供新的业绩增量, 预计原料药和中间体业务稳健增长。受到疫情和乌苯美司胶囊退出医保的影响, 2020 年制剂业务收入出现下滑但结构出现积极变化, 左乙拉西坦片于 2019 年 9 月集采中标后销售额快速提升。此外左氧氟沙星片也已经于 2021 年 2 月在集采中标, 后续还有注射用头孢他啶、注射用头孢呋辛钠和盐酸金刚片等多个潜在市场空间较大的品种申报/通过一致性评价以及获批上市, 在集采常态化背景下有望迎来放量良机。

**● 风险提示:** 创新药研发度下滑, CDMO 项目数量增速放缓; 商业化阶段 CDMO 对应下游制剂销售不及预期; 制剂销售不及预期; 原料药价格/销量波动等。

**财务摘要和估值指标**

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,211	7,880	9,166	10,626	12,202
YOY(%)	13.1	9.3	16.3	15.9	14.8
归母净利润(百万元)	553	817	1,067	1,376	1,740
YOY(%)	49.3	47.6	30.7	28.9	26.5
毛利率(%)	32.4	28.0	31.2	33.1	34.0
净利率(%)	0.0	10.4	11.6	12.9	14.3
ROE(%)	14.7	18.6	20.6	21.6	22.0
EPS(摊薄/元)	0.47	0.69	0.91	1.17	1.48
P/E(倍)	56.6	38.4	29.4	22.8	18.0
P/B(倍)	8.3	7.1	6.1	4.9	4.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**股价走势图**


数据来源: 贝格数据

## 目 录

1、 厚积薄发，公司经营效率不断提升 .....	4
1.1、 普洛药业：原料药、CDMO 和制剂三大板块协同发展的龙头医药企业 .....	4
1.2、 经营效率持续改善，CDMO 板块利润贡献度不断提升 .....	5
2、 客户资源丰富，承接项目和研发团队数量快速增长，兽药业务独树一帜，CDMO 板块有望进入快速增长期 .....	7
3、 原料药和中间体业务有望继续稳健增长 .....	12
4、 制剂产品梯队完善，借助集采东风有望实现弯道超车 .....	15
5、 盈利预测与投资建议 .....	18
5.1、 关键假设 .....	18
4.2、 盈利预测与估值 .....	18
5、 风险提示 .....	19
附： 财务预测摘要 .....	20

## 图表目录

图 1： 公司包含 CDMO、原料药和制剂 3 大业务板块 .....	4
图 2： 普洛药业进入业绩快速增长期 .....	5
图 3： 原料药/中间体、CDMO 收入占比较大 .....	5
图 4： 制剂毛利占比较大，但 2020 年有所下降 .....	5
图 5： 公司 ROE 持续提升，总资产周转率和净利率持续向好 .....	6
图 6： 2020 年公司资本开支规模开始回升 .....	6
图 7： 2017 年起公司固定资产周转率进入上升通道 .....	6
图 8： 2020 年公司员工数量开始回升 .....	7
图 9： 公司人均收入和利润稳步提升 .....	7
图 10： 2020 年公司整体毛利率有所下降，但净利率继续提升 .....	7
图 11： 公司各项费用率管控良好 .....	7
图 12： 药物进入临床后期和商业化阶段后，需求量提升 .....	8
图 13： 全球兽用药市场规模稳健增长 .....	10
图 14： 中国兽用药市场规模总体保持增长态势 .....	10
图 15： 全球兽用药龙头市占率较高 .....	11
图 16： Zoetis 收入增速超过整体市场增速 .....	11
图 17： 与全球创新药龙头相比，Zoetis 毛利率并不低 .....	11
图 18： Zoetis 净利率处于较好水平 .....	11
图 19： 近年来头孢拉啶价格有所上涨 .....	13
图 20： 近年来头孢克肟价格有所上涨 .....	13
图 21： 普洛得邦制药净利率总体呈上升态势 .....	14
图 22： 山东汉兴医药收入、利润和净利率呈上升态势 .....	14
图 23： 头孢地尼和头孢他啶等第三代头孢抗生素样本医院销售额稳健增长 .....	14
图 24： 各沙坦类降压药销量基本呈稳健上涨态势 .....	14
图 25： 近年来公司制剂总体销量有所下滑 .....	16
图 26： 2020 年公司制剂收入出现下滑 .....	16
图 27： 2020 年乌苯美司胶囊样本医院销售额大幅下滑 .....	16
图 28： 普洛药业的左乙拉西坦市占率快速提升 .....	16

图 29: 振东泰盛的注射用氟氯西林钠市占率较高.....	17
图 30: Esseti Farmaceutici Srl 的注射用头孢呋辛钠市占率较高.....	17
图 31: 海南海灵的注射用头孢他啶市占率较高.....	17
图 32: H Lundbeck A/S 的盐酸美金刚片市占率较高.....	17
表 1: 公司与多家国际医药、兽用药巨头建立了合作关系.....	8
表 2: 公司 CDMO 项目数量、研发团队规模快速增长.....	9
表 3: 普洛药业 API 产品包括头孢系列、精神系列、心脑血管系列多个产品.....	12
表 4: 普洛药业中间体包括抗生素、沙坦类和氨基酸类等.....	13
表 5: 公司历年均有在建多个原料药技改、扩产项目.....	15
表 6: 公司近年来新增多个原料药新品种.....	15
表 7: 普洛药业制剂产品储备较为丰富.....	17
表 8: 公司原料药和中间体稳健增长, 制剂业务开始回升, CDMO 业务快速增长.....	18
表 9: 公司 2021 年估值略低于可比公司.....	19

## 1、厚积薄发，公司经营效率不断提升

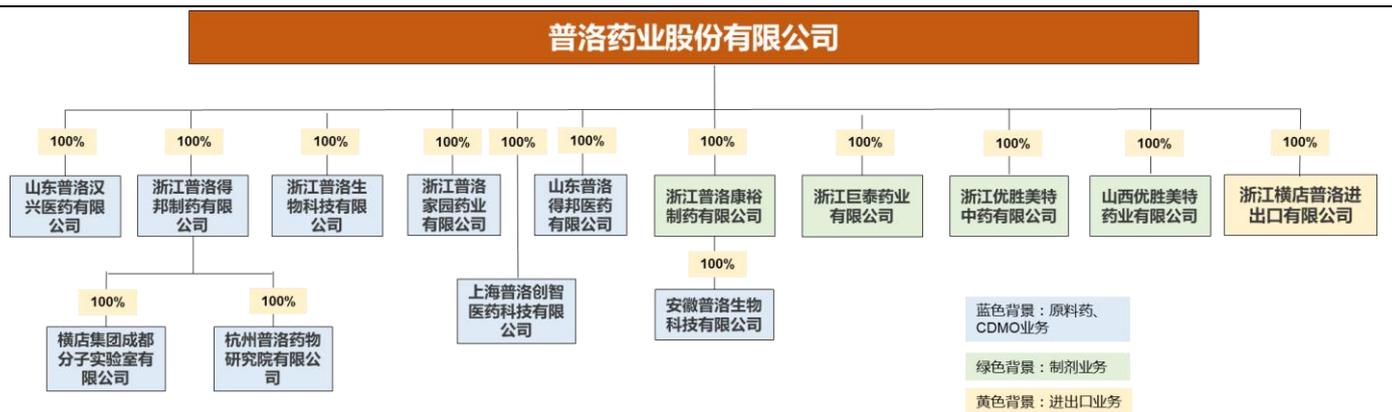
### 1.1、普洛药业：原料药、CDMO 和制剂三大板块协同发展的龙头医药企业

普洛药业是横店集团旗下医药产业平台，公司坚定执行“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”的发展战略，三大板块协同发展。公司旗下有原料药中间体生产工厂 7 家（化学合成 5 家，生物发酵 2 家），制剂生产工厂 3 家（含中药 1 家），制剂销售公司 1 家，进出口贸易公司 1 家。公司在工信部最新公布的 2019 年度医药工业企业百强榜单中列第 46 位，原料药进出口列第 2 位。

公司主要产品和业务包括：（1）原料药中间体，包括口服头孢系列、口服青霉素系列、精神类系列、心脑血管类系列和兽药原料药中间体系列；（2）合同研发生产服务，包括研发服务、专利期内的商业化产品、专利过期的商业化产品等；（3）制剂，包括抗感染类、心脑血管类、精神类和抗肿瘤类等。

公司控股股东为横店集团控股有限公司，实际控制人为横店社团经济企业联合会。公司旗下拥有多家子公司、分别从事原料药、CDMO、制剂和原料药出口流通等多项业务。

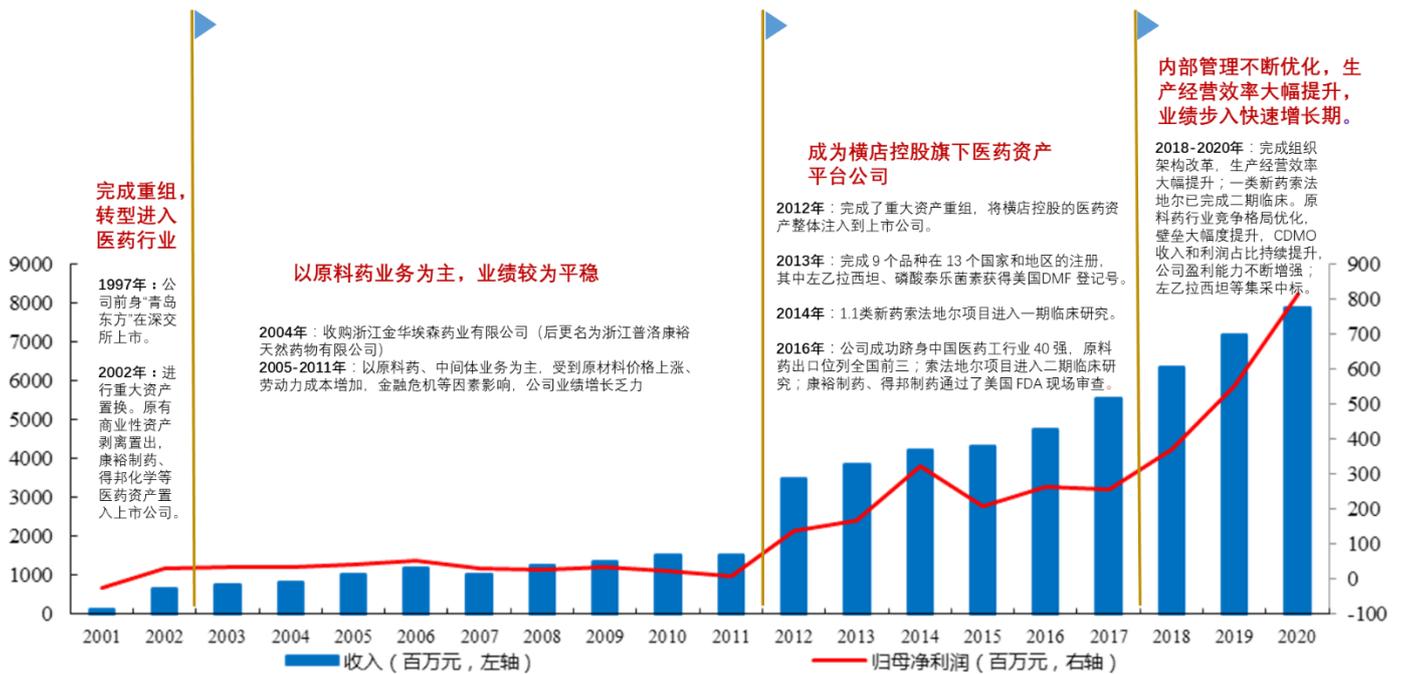
图1：公司包含 CDMO、原料药和制剂 3 大业务板块



资料来源：公司公告、开源证券研究所

2017 年末，公司管理团队对企业发展战略和管理架构进行了重大调整，采用了“事业部+职能”的管理组织架构模式，下设原料药事业部、CDMO 事业部、制剂事业部三个事业部，各自负责产品销售和研发。组织架构变革后公司管理更加扁平化，生产、销售和研发等各项资源也得到统一组织，经营管理效率大幅提升。2018 年起公司发展步入了新阶段，原料药、CDMO 和制剂 3 大板块均呈现向上增长态势，2020 年公司实现营业收入 78.80 亿元 (+9.28%)，归母净利润 8.17 亿元 (+47.58%)，扣非后归母净利润为 6.91 亿元 (+30.48%)。2021 年 1 季度，公司实现营业收入 19.67 亿元 (+15.63%)，归母净利润 2.17 亿元 (+40.34%)，扣非归母净利润 1.90 亿元 (+32.06%)，业绩继续保持高速增长态势。

图2: 普洛药业进入业绩快速增长期

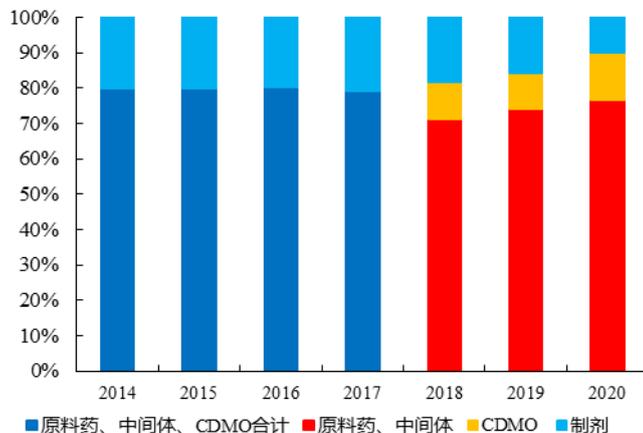


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 1.2、经营效率持续改善, CDMO 板块利润贡献度不断提升

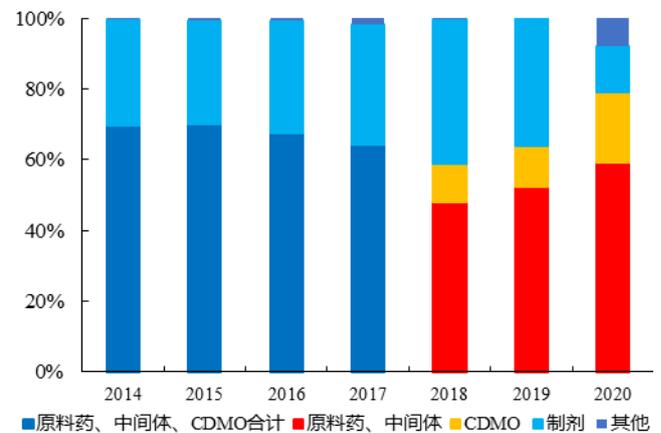
公司收入由原料药和中间体、CDMO 和制剂 3 部分组成 (2018 年前公司未分别披露原料药和中间体、CDMO 业务收入和毛利, 仅合计披露了原料药、中间体和 CDMO 收入和毛利)。从收入角度看, 原料药和中间体收入占比最高, 是公司的支柱性业务之一。CDMO 业务收入近年来快速增长, 占比从 2018 年的 10.41% 提升至 2020 年的 13.39%。从毛利角度看, 2014-2018 年公司制剂业务毛利占比有所增加, 预计与“两票制”后制剂由低开转为高开有关, 2019 年起制剂业务毛利占比有所下降, 一方面是由于原料药和中间体、CDMO 业务收入占比提升, 盈利能力提高, 另一方面则是由于疫情影响导致 2020 年公司制剂收入出现下滑。

图3: 原料药/中间体、CDMO 收入占比较大



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

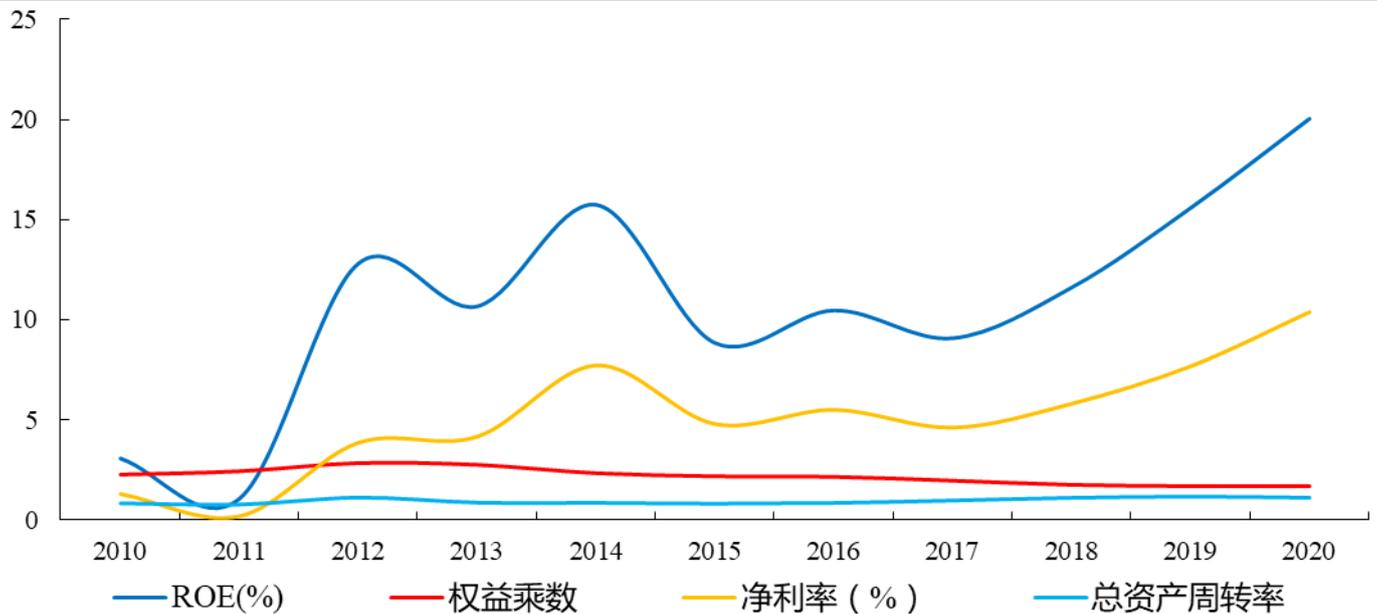
图4: 制剂毛利占比较大, 但 2020 年有所下降



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

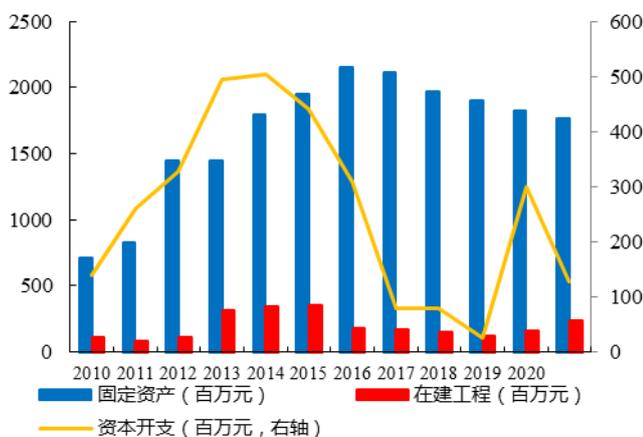
公司 ROE 呈持续提升态势，2020 年达到了 20.18%，为近年最高水平。进行杜邦分析后可以看出来，公司 ROE 提升主要是由于：(1)盈利能力增强，体现为公司毛利率基本处于提升态势，各项费用管控良好，费用率等稳中有降，净利率持续提升；(2)2020 年以前公司虽然未进行较大规模的资本开支，但通过经营效率的改善带动产能利用率提升和产品结构优化（CDMO 收入占比提升），体现为公司总资产周转率保持在较高水平，特别是在 2017 年公司进行组织架构优化后固定资产周转率进入上升轨道，2020 年达到近年来最高水平；(3)公司员工数量虽然有所下降，但人均收入和利润均持续改善，一方面体现出公司持续推进以“人均毛利”为生产型子公司主要绩效考核指标显现成效，另一方面也体现出公司生产经营效率提升以及盈利水平更高的 CDMO 业务收入占比提高带来的积极变化。

图5：公司 ROE 持续提升，总资产周转率和净利率持续向好



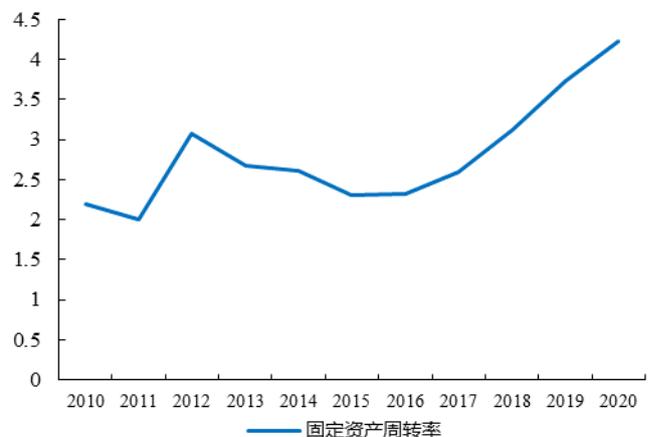
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020 年公司资本开支规模开始回升



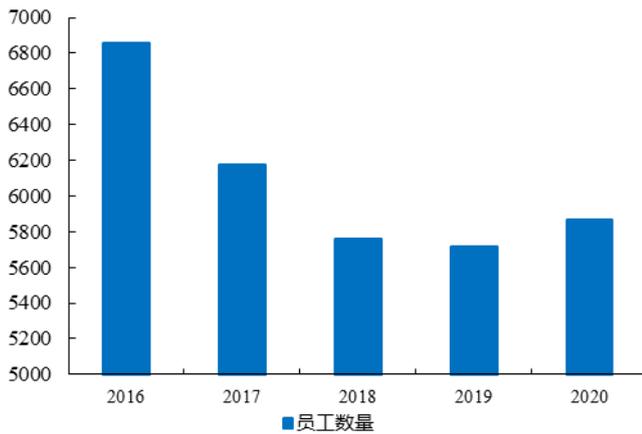
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2017 年起公司固定资产周转率进入上升通道



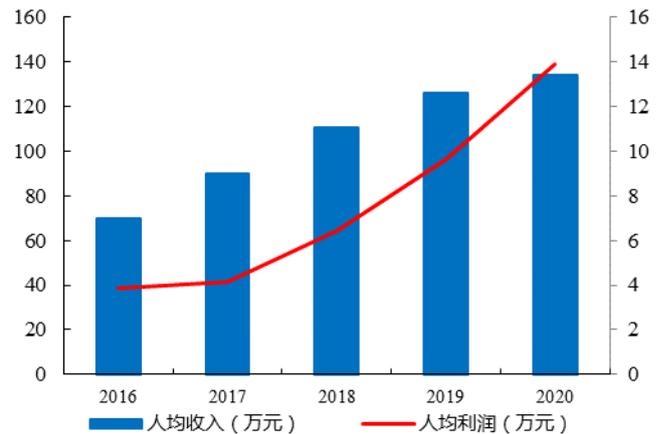
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8: 2020 年公司员工数量开始回升



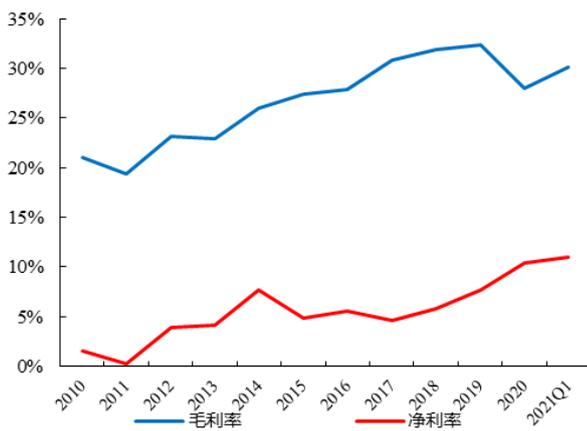
数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 公司人均收入和利润稳步提升



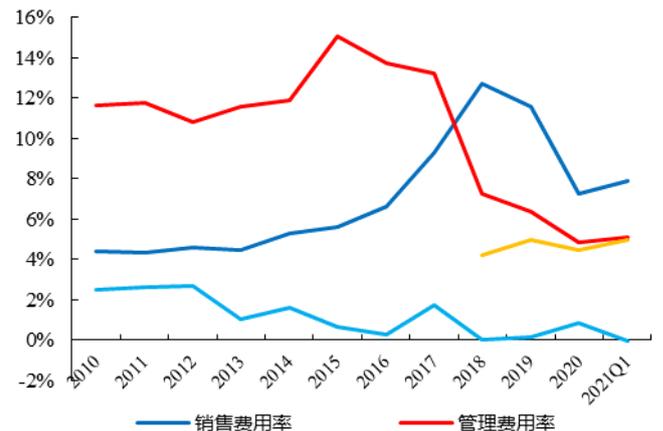
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 2020 年公司整体毛利率有所下降, 但净利率继续提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 公司各项费用率管控良好



数据来源: Wind、开源证券研究所

## 2、客户资源丰富, 承接项目和研发团队数量快速增长, 兽药业务独树一帜, CDMO 板块有望进入快速增长期

公司的 CDMO 业务具有雄厚的客户资源积累和技术优势。通过分析整理公司历年公告中披露的关于 CDMO 业务相关情况可以看出, 公司已经与多家国际知名医药巨头和兽药龙头建立了长期合作关系。目前公司主要工厂都获得美国 FDA、日本 PMDA、欧盟认证通过, 具备国际大药企合格供应商的资质, 具有较好的客户认可度和信任度, 有望持续获得新增订单。

公司单独成立了 CDMO 事业部, 下辖横店研发部、上海研发部以及横店、东阳、山东、安徽等七大生产工厂, 能够为全球制药公司提供从临床早期研究直至药品上市全生命周期所需的医药中间体及原料药定制研发生产服务。其中横店研发部主要从事临床三期至商业化生产项目的研究和放大生产, 上海研发部主要从事临床前或临床早期项目的开发以及 FTE 业务, 横店三家工厂专注于原料药的生产, 山东两家

工厂专注于中间体的生产，东阳、安徽工厂专注于生物发酵产品的生产。

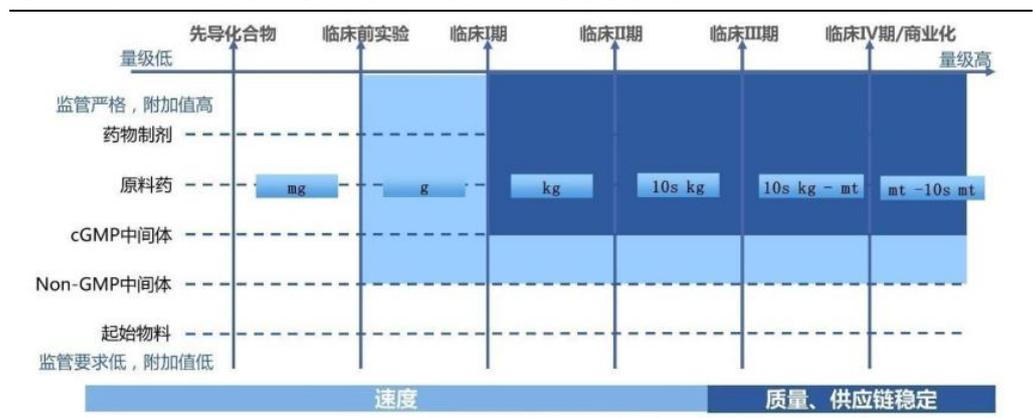
**表1: 公司与多家国际医药、兽用药巨头建立了合作关系**

公告时间	内容
2015.12	公司覆盖的大客户包括辉瑞、诺华、默克、阿斯利康、吉列德、Lonza 等，服务产品分布于临床研究（主要为临床二期和三期的项目）和商业化生产两个阶段，产品治疗领域包括心血管、精神类、抗病毒等。
2019.4	公司 CDMO 业务是化学合成+生物发酵的模式，过去几年公司对 CDMO 做了一个“降速换挡”的战略调整，公司由早期的以起始原料+注册中间体为主逐步转变为以注册中间体+API 为主，API 比中间体更加稳定，附加值更高，
2019.8	与硕腾比利时公司于近日签署了《主供货协议》，就原合作项目的产品供应和新增三个 CDMO 项目的技术转移、生产等条款达成约定。
2019.11	与 Bracco 公司就签署了《战略合作协议》，就两个 CDMO 项目的生产和供应等条款达成约定。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

创新药进入临床后期和商业化阶段后，需求量通常会从克、千克级别上升到吨级别，因此客户会从在临床 I/II 期阶段更加看重速度，转为看重企业的质量及 EHS 管理体系、产品持续稳定供应能力、成本优化控制等方面的能力。公司在原料药领域深耕多年，在合成工艺和放大生产方面具有独特的优势，具备“化学合成+生物发酵”双轮驱动的技术能力，能够为创新药的生产工艺的开发及优化提供技术支持，降低成本提高利润并保证长期稳定的供应。因此我们认为公司在 CDMO 临床后期和商业化阶段的生产工艺、质量控制和客户资源积累方面具有较大优势。

**图12: 药物进入临床后期和商业化阶段后，需求量提升**



资料来源：凯莱英公告

通过梳理公司历次披露的《投资者关系活动记录表》和公告中的信息可以看出，公司正在进行的 CDMO 项目和报价 CDMO 项目数量均呈现持续增长态势。具体来看，临床前期项目数量明显增加，主要是受益于公司近年来大力扩张 CDMO 研发人员数量，研发能力不断提升，承接临床前期项目能力持续增强。

同时公司也提升 CDMO 板块产能，2021 年 5 月 29 日发布的《投资者关系活动记录表》中披露：“预计在今年 9 月份会有一个改造后的多功能 CDMO 车间投入使用”

用。更多的一些产能建设预计在明后年陆续投放。多功能的平台，除了这几个以外还有两个大的车间，分别在明年和后年完成。高活车间的建设预计在明年年底完成，该车间有一部分已经被客户项目承包，另一部分我们在跟一些客户谈一些新的项目。所以整体来说整个 CDMO 产能的建设比现有产能要大很多”。

我们认为临床前期项目数量的增长有助于公司在创新药研发早期就接触到客户和项目，持续为临床后期/商业化阶段 CDMO 项目引流，随着创新药逐步向临床后期推进，公司凭借先发优势有望获取相应的商业化订单并通过持续的产能扩张满足客户需求，促进 CDMO 板块健康持续发展。

**表2: 公司 CDMO 项目数量、研发团队规模快速增长**

公告时间	内容
2019.11	公司 CDMO 项目包括在生产在研发的，临床前期约 30 个，上市专利期内的约 15 个，上市非专利期内的约 45 个，其他项目约 15 个。其中兽药项目约为 15 个。
2019.12	公司 CDMO 研发目前有两块，分别在横店和上海，横店主要以放大生产为主，上海主要做前期的研发。目前上海有研发人员 30 多人，横店有研发人员 70 多人，项目也增加了很多，研发人员上预计要增加到 200 人左右。
2020.8	<p>化学合成产品、生物发酵产品、人用药、兽用药、研发系列产品都取得了明显的增长，数字已在半年报中体现。上半年新报价项目 188 个，正在进行的 CDMO 项目 185 个，其中研发项目（临床 III 期以前，不包括 III 期）85 个，III 期以后及商业化的项目 65 个，兽药项目 25 个，其他商业化项目（化妆品、电子化学品等）10 个，验证期的商业化项目 18 个。项目总数比上年同期增长 30% 左右，特别是临床前以及临床 I 期的项目明显增加，主要受益于公司研发能力的提升。</p> <p>公司已与 30 余家国内创新药客户签订了保密协议，并与部分客户开展了业务合作。</p> <p>目前 CDMO 研发人员已增加至 150 人，并在上海新增 3700 平米实验场地。</p>
2020.10	公司的报价项目达到 375 个，正在进行的项目 198 个，其中研发的有 86 个，人用药 74 个，兽药 24 个，其他包括电子化学品和化妆品等 14 个。198 个项目中有 29 个是商业化的验证项目，公司目前处于验证期的 29 个商业化项目，在未来 1-2 年都会转商业化。整个项目数量比去年同期增长约 40%。现在正在进行的项目 198 个项目里，人用药的商业化项目有 74 个，兽药的商业化项目有 24 个。
2021.3	<p>公司新报价 CDMO 项目有 540 个；正在进行的 CDMO 项目有 200 个，其中研发服务项目 88 个，商业化人用药项目 74 个，商业化兽药项目 25 个，其他商业化项目 13 个。本年度项目数较去年同期增长 40% 左右，其中临床前及 I 期、II 期项目增加较为明显。</p> <p>截止 2020 年末，公司已与国内 70 余家创新药客户签订了保密协议，并已与部分客户开展了业务合作。</p> <p>目前有研发人员 160 人（CDMO），未来五年计划扩充至 1000 人。</p>
2021.4	2020 年 1 季度新报价的项目数同比增长 53%，项目总数同比增长 74%，活跃项目同比增长 58%，人用药商业化项目增加了 50%，兽药商业化项目增长 33%，其他的增长 25%，临床三期的项目同比增长 89%。
2021.5	<p>从项目数量来看，2021 年 1-5 月，活跃项目的数量比去年同期增长了 80%，有 240 多个。新报价的数量有 280 多个，比去年同期增长了 170%。人用药的商业化项目增长了 54%，动保的商业化项目增长了 18%，其他商业化项目增长了 25%，客户在三期的项目增长了 180%，研发的项目增长了 240%</p> <p>现在整个 CDMO 研发人员已经达到了 200 多人，而且还在大量的扩招中。到 2021 年 9 月份，预计能接近 250-300 人，而且研发人员数量这几年还在持续的大幅度扩张中。</p>

资料来源：公司公告、开源证券研究所

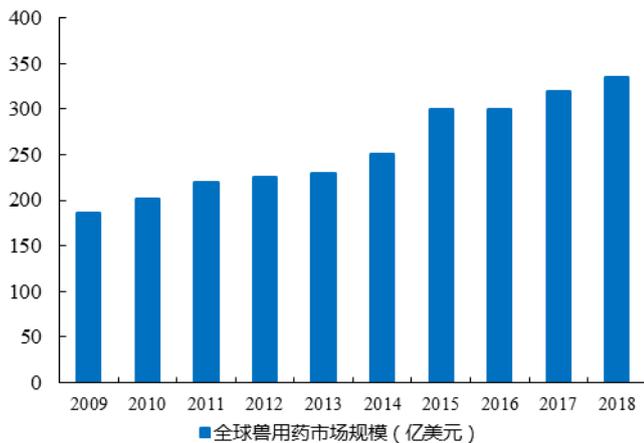
除了人用药外，公司的兽用药 CDMO 业务也颇具看点。国际动保联盟(IFAH)的数据显示，截至 2018 年全球动物保健用药市场规模为 335 亿美元（不包括中国），按产品类型划分，化学药品(抗感染药、抗寄生虫药、其他化药)占比为 58%，生物制品占比为 30%，药用药物饲料添加剂占比为 12%。2009-2018 年全球兽用药市场规模从 186 亿美元增长到 335 亿美元，年复合增速为 7.6%。硕腾测算 2019 年全球兽用药

市场增速为 2%。

全球动保龙头之一的 Elanco 招股书中数据显示，2017 年全球动物保健用药市场规模为 320 亿美元，与 IFAH 的数据相符，其中食用动物（Food Animal）用药市场规模为 212 亿美元，伴侣动物用药市场规模为 108 亿元，并预计 2017-2023 年全球动物健康产业预计将以 5% 左右的复合增速成长。

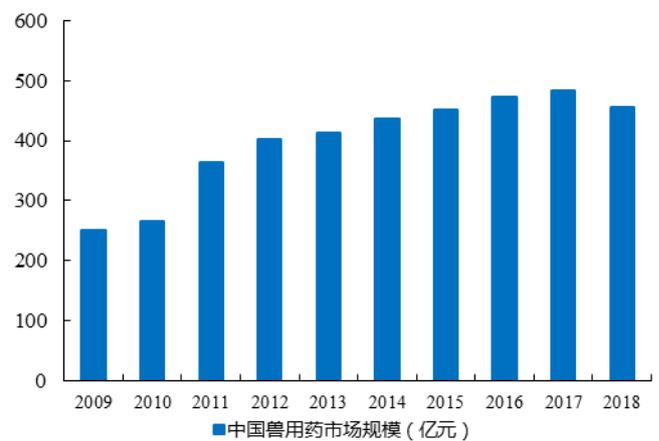
根据中国兽药协会的统计，2018 年我国兽用药市场规模为 456.1 亿元，其中生物制品市场规模为 132.92 亿元，占比为 29%，化学院及其他占比为 61%。

图13: 全球兽用药市场规模稳健增长



数据来源：IFAH、开源证券研究所

图14: 中国兽用药市场规模总体保持增长态势

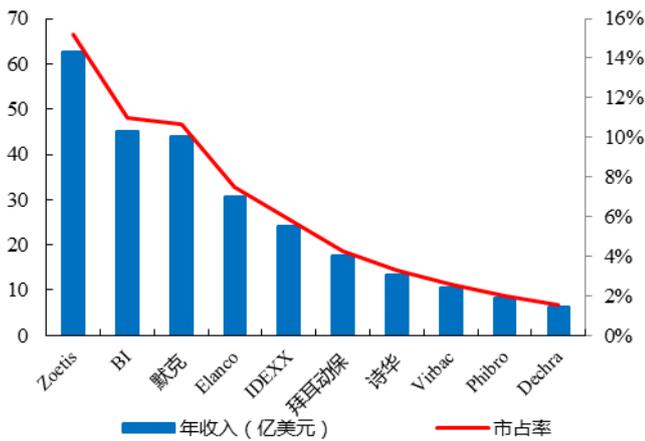


数据来源：中国兽药协会、开源证券研究所

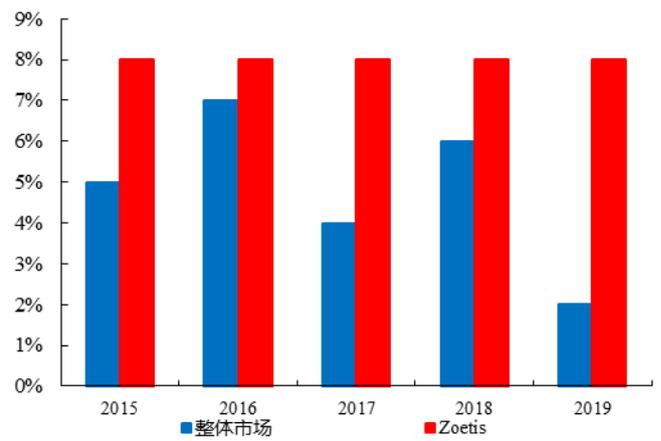
全球兽用药市场集中度较高。我们测算 2019 年全球兽用药前 3 强 Zoetis、BI 和默克的市占率分别为 15.23%、10.99% 和 12.48%，CR5 和 CR10 分别为 50.64% 和 64.39%。Zoetis 披露的数据显示，该公司近年来收入增速超兽药市场平均水平，也体现出兽药市场集中度在提升，龙头企业强者恒强。

与人用药相比，兽用药生命周期更长。例如勃林格殷格翰 2020 年销售额达 4.06 亿欧元的 frontline®（中文商品名“福来恩”），其活性成分为非泼罗尼（Fipronil）和甲氧普烯（S-methoprene），其中非泼罗尼（氟虫腈）最早是由法国的罗纳普朗克农化公司 1987 年开发研制。2020 年销售额达 3.12 亿欧元的 heartgard®（中文商品名“犬心保”），其活性成分为伊维菌素和双羟萘酸噻嘧啶，其中伊维菌素是在上世纪 80 年代首先由默克公司商品化并广泛应用于农业、畜牧业和医药行业的分子。

兽用药 CDMO 行业同样具有较高的进入壁垒，Zoetis 在年报中披露其选择 CDMO 合作伙伴的标准，包括：（1）能够以最为优化的成本提供满足质量标准的产品；（2）具备利基产品和技术能力；（3）足够的产能；（4）公司具有良好的财务效率。我们认为企业一旦与兽药龙头企业建立合作关系，切入到其供应链之中，有望长期保持合作关系，持续承接新的项目；同时由于兽药生命周期较长，收入持续性和稳定性也较高。因此我们认为兽用药 CDMO 业务具有较强的稳定性和成长性。

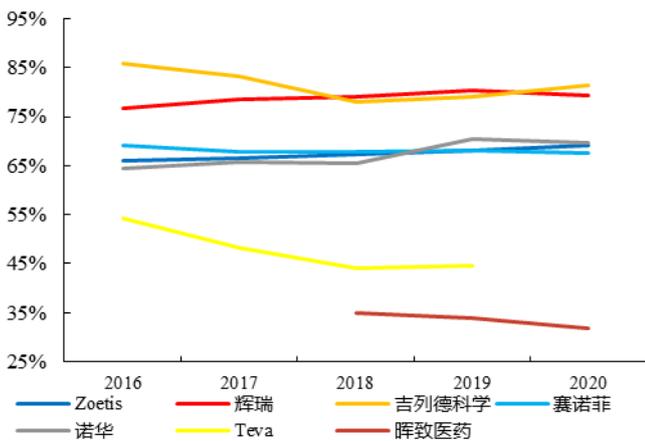
**图15: 全球兽用药龙头市占率较高**


数据来源: IFAH、相关公司公告、开源证券研究所

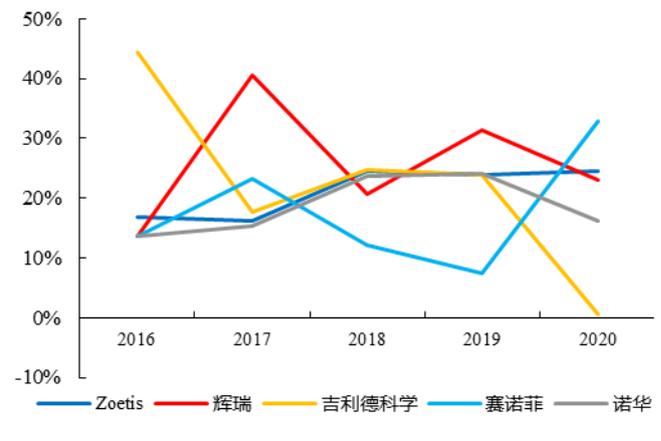
**图16: Zoetis 收入增速超过整体市场增速**


数据来源: Zoetis、开源证券研究所

我们将全球兽用药龙头 Zoetis 的毛利率和净利率与辉瑞等全球创新药龙头进行了对比。与全球创新药龙头相比, Zoetis 毛利低于辉瑞和吉利德科学, 与赛诺菲和诺华接近, 远高于仿制药龙头 Teva 和晖致医药, 净利率也处于较高水平。由于龙头兽药企业的盈利能力并不弱, 因此我们认为其对于成本的敏感度较低, 兽用药 CDMO 项目具有较好的盈利水平。

**图17: 与全球创新药龙头相比, Zoetis 毛利率并不低**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图18: Zoetis 净利率处于较好水平**


数据来源: Wind、开源证券研究所

我们认为公司 CDMO 业务将继续保持快速增长态势, 主要由于: (1) 项目和客户数量持续增长。截至 2020 年末公司正在进行的 CDMO 项目有 200 个, 其中研发服务项目 88 个, 商业化人用药项目 74 个, 商业化兽药项目 25 个, 其他商业化项目 13 个 (电子化学品、化妆品、少量农药), 项目数较 2019 年同期增长 40% 左右; 截至 2020 年末公司新报价 CDMO 项目有 540 个, 与 2020 年中报披露的数据相比增加 352 个。2021 年 1-5 月公司各类项目数量同比仍保持快速增长势头; (2) 公司 CDMO 业务项目产品包括 API、注册中间体和 RSM, 随着研发项目的推进和与客户合作的不断深入, 预计 API 和注册中间体占比将不断提升, 单个项目产值和毛利率也会有所增加; (3) 公司 CDMO 研发人员数量将持续增加, 2021 年 3 月 11 日发布的《投资者关系活动记录表》中披露, 未来五年左右 CDMO 业务整体研发人员目标是 1000 人 (目前是 160 人), 公司承接临床前期项目能力将持续提升, 临床前期项目收入体量和项目数量有望持续增加; (4) 2020 年公司资本开支 (购建固定资产、无形资产

和其他长期资产支付的现金减去处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额) 金额为 3.00 亿元, 达到近年来最高水平, 产能扩张将成为临床后期和商业化 CDMO 业务增长的有力支撑。

### 3、原料药和中间体业务有望继续稳健增长

公司原料药和中间体包括口服头孢系列、口服青霉素系列、精神类系列、心脑血管类系列和兽药原料药中间体系列, 多个产品在欧美等海外规范市场完成注册认证。

公司的头孢克肟、盐酸金刚烷胺、麻黄碱等原料药占有重要市场地位, 盐酸安非他酮、阿莫西林侧链系列、沙坦联苯母核、氟苯尼考母核、AE 活性酯、吉他霉素等具有市场主导地位。控股股东横店集团控股有限公司发布的《2020 年度第四期超短期融资券募集说明书》中披露: 公司目前原料规模化生产品种 70 多个, 销售过亿品种有 13 个, 羧酸、安非、沙坦、D-乙酯等品种占全球市场绝对份额。系列产品中, 氧氟沙星产量全球第一, 邓钾盐、柱晶白霉素、氟氯苯胺等原料药和中间体均为国内最大。

**表3: 普洛药业 API 产品包括头孢系列、精神系列、心脑血管系列多个产品**

产品	认证情况
头孢克肟	国内 GMP
头孢地尼	国内 GMP
头孢丙烯	国内 GMP
头孢他啶	国内 GMP
头孢西丁钠	国内 GMP
头孢呋辛钠	国内 GMP
头孢拉定/精氨酸	In-house
盐酸头孢他美酯	国内 GMP
琥珀酸美托洛尔	国内 GMP、美国 DMF、欧盟 COS
硫酸氢氯吡格雷	国内 GMP、美国 DMF、欧盟 COS
替米沙坦	国内 GMP、美国 DMF
美他沙酮	美国 DMF
金刚烷胺盐酸盐	国内 GMP、美国 DMF
左乙拉西坦	国内 GMP、美国 DMF、欧盟 COS
盐酸安非他酮	国内 GMP、美国 DMF
富马酸喹硫平	国内 GMP、美国 DMF
盐酸美金刚	国内 GMP
盐酸左氧氟沙星	国内 GMP、美国 DMF、WHO、PMDA
氧氟沙星	欧盟 COS、WHO
盐酸伪麻黄碱	美国 DMF、欧盟 COS
氢溴酸右美沙芬	国内 GMP、美国 DMF
阿维菌素	国内兽药登记、美国 FDA
酒石酸泰乐菌素	国内兽药登记、美国 FDA、EU GMP
伊维菌素	美国 DMF、欧盟 COS

资料来源: 公司网站、CDE、FDA、EMA、中国兽医药品监察所、开源证券研究所

**表4: 普洛药业中间体包括抗生素、沙坦类和氨基酸类等**

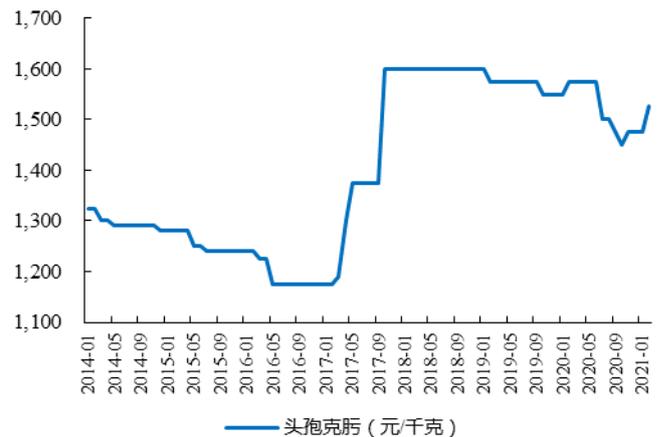
产品	分类
D(-)苯甘氨酸邓盐、D(-)对羟基苯甘氨酸邓盐、D(-)对羟基苯甘氨酸、D-对羟基苯甘氨酸甲酯、D-对羟基苯甘氨酸甲酯盐酸盐、AE 活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯 (MICA ESTERS)、头孢地尼活性酯 (MEAT)、头孢地尼活性新酯 (T15-AE2)、头孢克肟、头孢地尼中间体 (7-AVCA)、头孢他啶侧链酸活性酯, (TAEM)、头孢地尼侧链酸 (ATOA)、素类去甲基噻肟酸乙酯 (EHATA)、氨噻肟酸 (ATMA)、氨噻肟酸乙酯 (EMATA)、甲酰氨噻肟酸 (NF-ATMO)、7-ACP、头孢丙烯中间体 (7-APRA)。	青霉素类、头孢菌
杂螺环酮盐酸盐、邻氯苯腈、4'-甲基-2-氰基联苯、4'-溴甲基-2-氰基联苯。	沙坦类
L-丝氨酸、D-丝氨酸、DL-丝氨酸、D-苯丙氨酸。	氨基酸类

资料来源: 公司网站、开源证券研究所

2016 年起由于环保、安全生产等各类监管逐步严格, API 行业运营成本、环保和安全标准等大幅提高, 行业进入壁垒提升, 不规范的小企业面临停产减产, 行业供给出现收缩。此外上游原材料也由于供应紧张等因素, 原料出现涨价。公司代表性原料药品种如头孢拉啶、头孢克肟等也出现一定幅度上涨且价格持续保持在高位。我们认为 API 行业未来呈现强者恒强的趋势, 行业龙头企业在产品质量、环保、安全生产等多方面优势明显, 市占率有望不断提升, 行业竞争格局不断优化, 预计原料药和中间体仍将保持较好的盈利能力。

**图19: 近年来头孢拉啶价格有所上涨**


数据来源: Wind、开源证券研究所

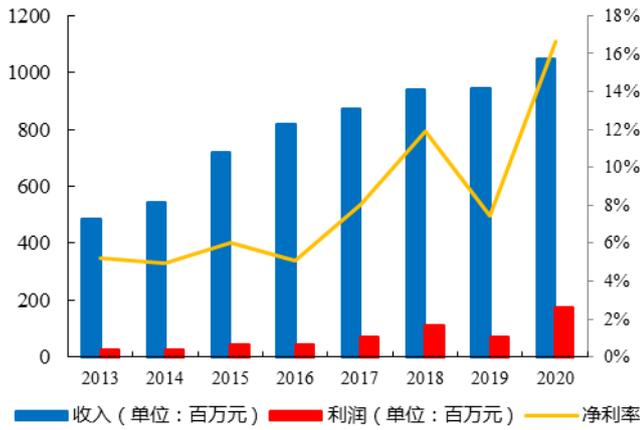
**图20: 近年来头孢克肟价格有所上涨**


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司原料药和中间体板块近年来盈利能力持续提升。例如以头孢类抗生素 API 为主子公司得邦制药近年来收入、净利润和净利率整体呈现稳步增长态势。以抗生素中间体、兽药中间体为主的子公司山东汉兴医药在 2020 年收入、利润和利润率均达到最好水平。

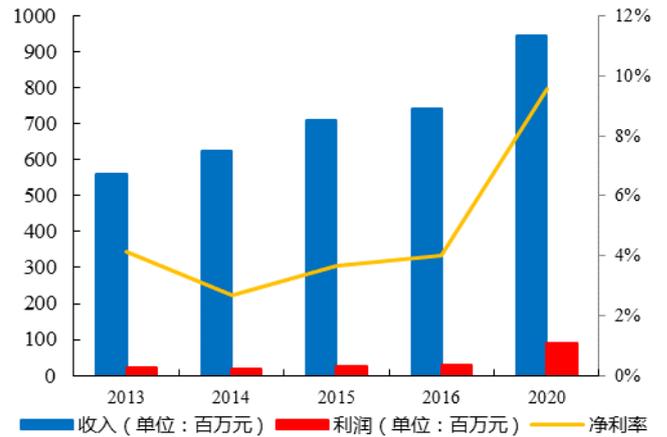
我们认为公司原料药和中间体业务有望保持稳健增长, 主要由于: (1) 公司近年来持续通过技改等手段不断提升原料药和中间体产能, 满足市场需求; (2) 公司原料药和中间体对应的下游制剂仍具有一定成长性。例如第三代头孢抗生素头孢地尼和头孢他啶, 2019 年样本医院销售额分别为 7.14 亿元和 8.41 亿元, 2012-2019 年 GAGR 分别为 8.23% 和 11.47%。沙坦联苯 (4'-甲基-2-氰基联苯)、溴代沙坦联苯 (4'-溴甲基-2-氰基联苯) 是缬沙坦、厄贝沙坦、氯沙坦和坎地沙坦等沙坦类降压药物的关键中间体, 其中厄贝沙坦在 2019 年进入全国集采, 降价后患者经济负担减轻, 销量大幅增加; (3) 公司近年来也有多个新增原料药品种, 如盐酸美金刚、琥珀酸美托洛尔等, 且对应制剂市场规模可观, 有望成为新的增长点。

图21: 普洛得邦制药净利率总体呈上升态势



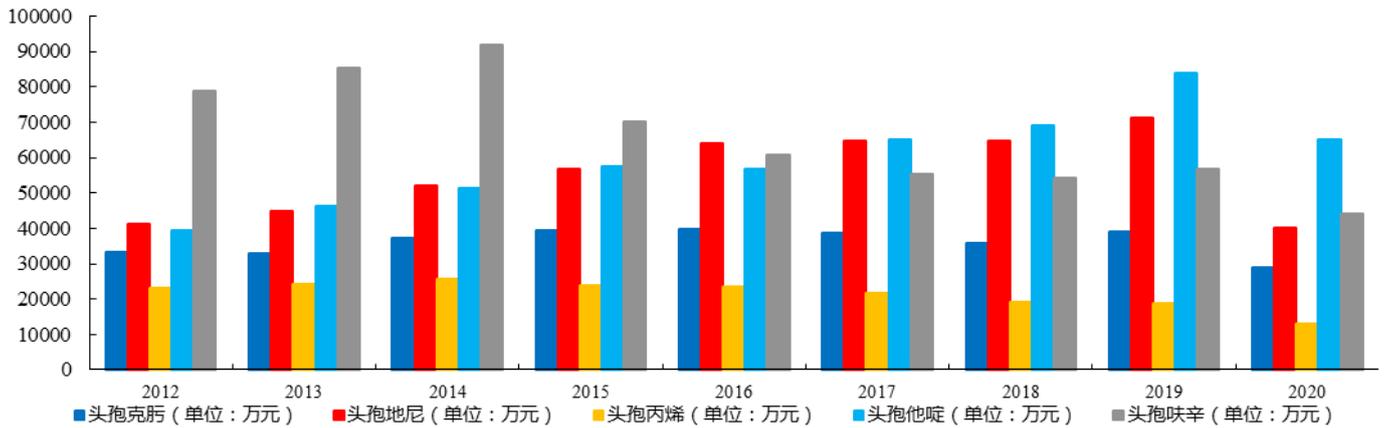
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图22: 山东汉兴医药收入、利润和净利率呈上升态势



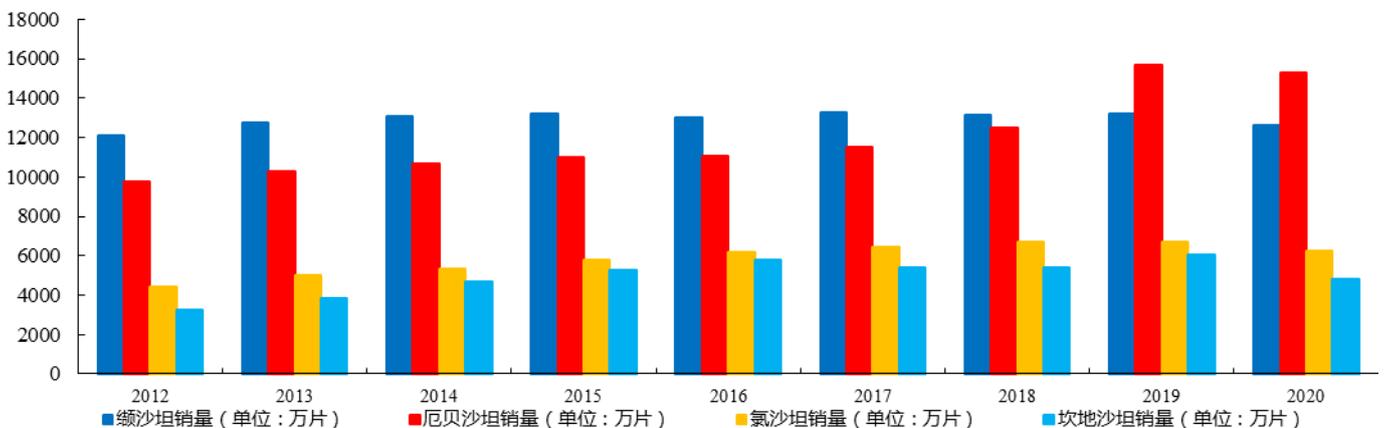
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图23: 头孢地尼和头孢他啶等第三代头孢抗生素样本医院销售额稳健增长



数据来源: PDB、开源证券研究所

图24: 各沙坦类降压药销量基本呈稳健上涨态势



数据来源: PDB、开源证券研究所

**表5: 公司历年均有在建多个原料药技改、扩产项目**

年份	项目
2016年	汉兴医药科技 D-乙酯扩产及环保工程; 汉兴医药科技 MVR 项目; 普洛得邦制药头孢丙烯车间改造; 普洛得邦制药头孢类无菌原料药生产线; 普洛得邦制药青类无菌原料药车间。
2017年	汉兴医药科技 D-乙酯扩产及环保工程; 安徽康裕制药厂区工程。
2018年	普洛康裕氢溴酸右美沙芬技改扩产; 普洛家园药业 J1301 生产线技改; 汉兴医药科技 D-乙酯扩产及环保工程; 普洛家园药业氟苯尼考生产线技改。
2019年	普洛康裕制药氢溴酸右美沙芬技改扩产; 普洛康裕制药合成十一车间设备提升改造; 汉兴医药科技羧酸甲酯扩产项目; 普洛家园药业原料药多功能车间建设项目; 普洛家园药业生产线产品技术改造。
2020年	普洛康裕制药合成十一车间设备提升改造; 浙江普洛生物多拉菌素生产线建设项目; 普洛汉兴医药羧酸甲酯扩产项目。

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

**表6: 公司近年来新增多个原料药新品种**

产品	企业	更新时间	状态	制剂市场规模
盐酸帕洛诺司琼	普洛康裕	2021-1-7	未与上市制剂关联	60485 万元
盐酸美金刚	普洛康裕	2019-4-1	已经与上市制剂关联	20466 万元
琥珀酸美托洛尔	普洛家园	2019-2-18	未与上市制剂关联	60163 万元
氟氯西林钠	普洛得邦	2019-3-4	已经与上市制剂关联	8657 万元
右旋糖酐铁 165	普洛家园	2019-1-8	未与上市制剂关联	5290 万元

资料来源: CDE、PDB、开源证券研究所 (制剂市场规模为 2020 年 PDB 数据; 更新时间 CDE 原辅包登记平台中的信息)

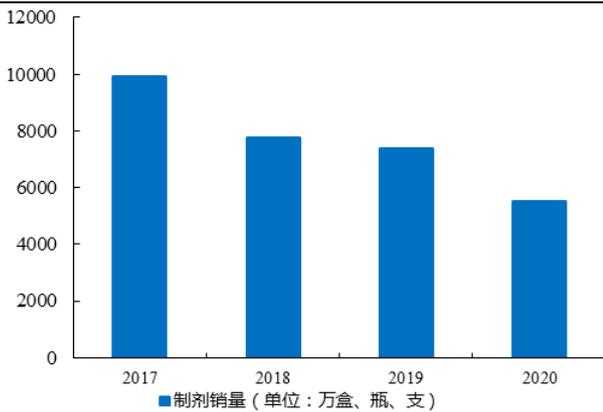
## 4、制剂产品梯队完善，借助集采东风有望实现弯道超车

2020 年公司制剂收入和销量均出现下滑，主要是由于：(1)疫情导致药品需求下降；(2)重点品种乌苯美司胶囊退出全国医保目录，样本医院数据显示，2020 年乌苯美司胶囊销售额仅为 9576 万元，同比下滑近 60%。

近年来公司已经有左乙拉西坦片、左氧氟沙星片和盐酸美金刚片等多个制剂按照新 4 类申报生产并获批上市，其中左乙拉西坦片在 2019 年全国集采扩围成功中标，左氧氟沙星片在 2021 年 2 月在全国集采中成功中标，首年约定采购额为 1375 万元，采购周期为 3 年，预计实际采购额将超出约定额。目前公司已经有注射用头孢呋辛钠、注射用头孢他啶等多个制剂申报了一致性评价；琥珀酸美托洛尔缓释片、注射用氟氯西林钠和头孢克肟颗粒等多个制剂按照化药新四类要求申报生产。

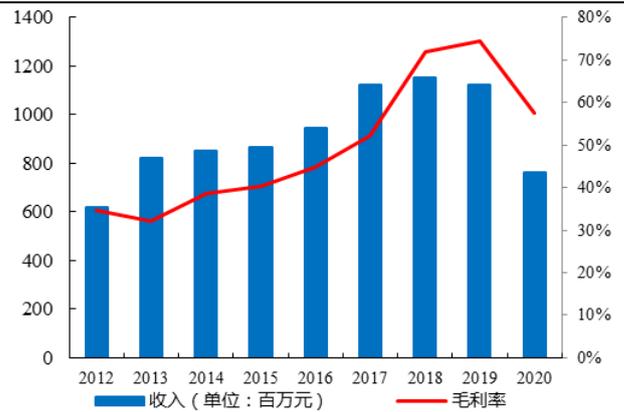
我们认为随着疫情后国内药品需求将逐步回归正常，乌苯美司胶囊虽然退出医保目录，但通过开拓自费市场，依靠品牌效应进行推广销售等措施仍有增长空间，左乙拉西坦片和左氧氟沙星片继续放量，2021 年公司制剂业务有望迎来恢复性增长。

图25: 近年来公司制剂总体销量有所下滑



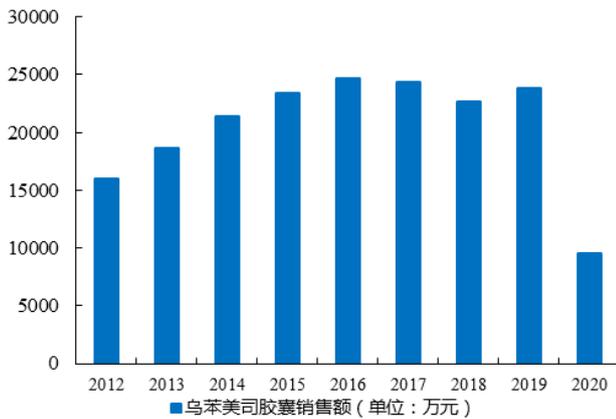
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图26: 2020 年公司制剂收入出现下滑



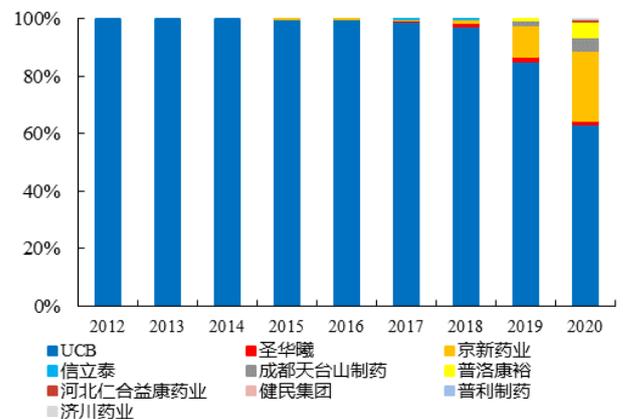
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图27: 2020 年乌苯美司胶囊样本医院销售额大幅下滑



数据来源: PDB、开源证券研究所

图28: 普洛药业的左乙拉西坦市占率快速提升



数据来源: PDB、开源证券研究所

中长期来看, 公司制剂产品线储备丰富, 近年来公司新获批上市、申请上市、申报/获批一致性评价的品种, 2020 年仅样本医院合计销售规模就达到 26.07 亿元。多个大品种如注射用头孢呋辛钠 (申请一致性评价, 样本医院数据显示公司产品市占率不高)、注射用头孢他啶 (申请一致性评价, 样本医院数据显示公司产品市占率不高)、注射用氟氯西林钠 (申报生产) 和盐酸美金刚片 (2021 年获批) 有望在集采中获得可观的业绩增量。

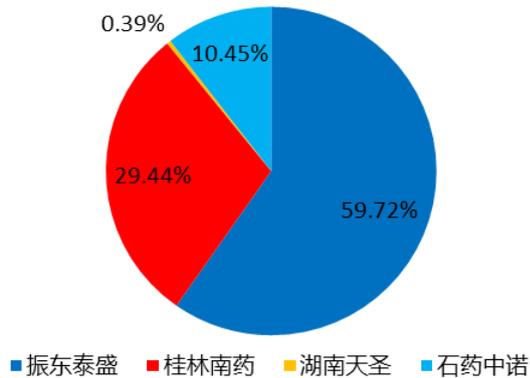
未来国内仿制药集采将制度化、常态化, 行业回归制造业属性, 盈利模式发生重大变化, 成本控制能力、产能规模等成为核心竞争力, 而对于“销售能力”的要求被大幅度弱化。公司近年来获批、申报生产/一致性评价的制剂均可自产原料药, 生产成本和供应链稳定性优势明显, 集采中标后有望迅速放量。制剂业务具有较好的成长性。

表7: 普洛药业制剂产品储备较为丰富

产品	竞争格局	目前进度	市场规模	原料药
左乙拉西坦片	圣华曦、信立泰等多家企业	2019年获批上市, 视同过评	2.62亿元	可自产
琥珀酸美托洛尔缓释片	阿斯利康独家	申报生产	5.44亿元	可自产
左氧氟沙星片	第一三共、新昌制药厂等多家企业	2020年获批上市, 视同过评	2.33亿元	可自产
头孢克肟颗粒	国药致君等多家企业	申报生产	5594万元	可自产
盐酸美金刚片	灵北、石药欧意等多家企业	2021年获批上市, 视同过评	2.02亿元	可自产
右旋糖酐铁注射液	Solupharm等3家企业	申报生产	1735万元	可自产
注射用氟氯西林钠	瑞阳制药等多家企业	申报生产	8617万元	可自产
吡达帕胺片	施维雅、力生制药等多家企业	通过一致性评价	176万元	可自产
注射用头孢呋辛钠	葛兰素史克、苏州东瑞等多家企业	申报一致性评价	4.19亿元	可自产
注射用头孢他啶	葛兰素史克、海灵化药等多家企业	申报一致性评价	6.52亿元	可自产
阿莫西林胶囊	科伦药业等多家企业	通过一致性评价	1501万元	可自产
头孢克肟片	白云山、成都倍特等多家企业	通过一致性评价	1.19亿元	可自产

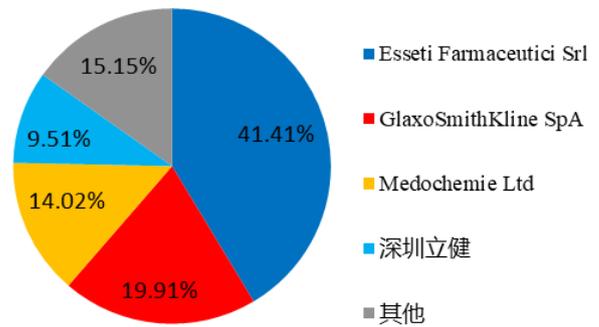
资料来源: 米内网、PDB、CDE、开源证券研究所 (市场规模为2020年该品种样本医院销售额; “可自产”指的公司已经将相关制剂品种对应的原料药在CDE原辅包平台登记注册)

图29: 振东泰盛的注射用氟氯西林钠市占率较高



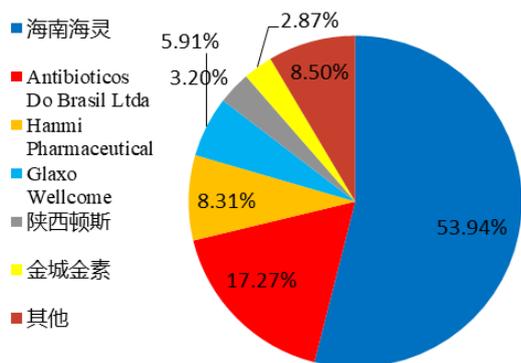
数据来源: PDB、开源证券研究所

图30: Esseti Farmaceutici Srl 的注射用头孢呋辛钠市占率较高



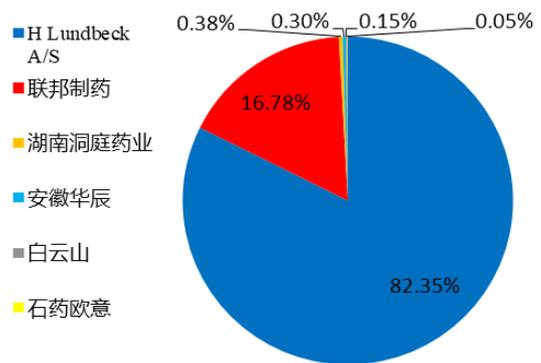
数据来源: PDB、开源证券研究所

图31: 海南海灵的注射用头孢他啶市占率较高



数据来源: PDB、开源证券研究所

图32: H Lundbeck A/S 的盐酸美金刚片市占率较高



数据来源: PDB、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

### 5.1、关键假设

(1).原料药和中间体业务目前仍然是公司利润的重要来源之一。行业竞争格局持续优化，壁垒不断增强，目前公司多个品种市场份额领先，预计仍能保持较好的盈利能力，原料药和中间体对应的下游制剂仍具有一定成长性，且近年来也有多个新品种陆续完成登记，未来有望提供新的业绩增量。2021年随着猪存栏量的恢复，兽药销量和价格也维持在较好水平。我们预计2021-2023年公司原料药和中间体业务收入增速分别为10.50%/10.50%/10.00%，毛利率稳中有升。

(2).受到疫情和乌苯美司胶囊退出医保的影响，2020年制剂业务收入出现下滑，但我们预计公司制剂收入结构出现积极变化，左乙拉西坦片于2019年9月集采中标后，2020年销售额快速提升。此外左氧氟沙星片也已经于2021年2月在集采中标，后续还有注射用头孢他啶、注射用头孢呋辛钠和盐酸金刚片等多个潜在市场空间较大的品种申报生产或通过一致性评价，在集采常态化背景下有望迎来放量良机。我们预计2021-2023年公司制剂业务收入增速分别为36.18%/24.52%/11.94%。

(3).公司CDMO项目数量持续增长，产能持续扩充，研发团队实力不断增强，我们认为公司CDMO业务收入将进入高速增长期，预计2021-2023年收入增速分别为40.00%/35.00%/35.00%。

**表8: 公司原料药和中间体稳健增长，制剂业务开始回升，CDMO业务快速增长**

业务	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>原料药和中间体</b>					
收入(百万元)	5294	5931	6554	7242	7966
yoy	16.69%	12.00%	10.50%	10.50%	10.00%
毛利率	23.14%	21.98%	23.50%	24.00%	24.20%
<b>制剂</b>					
收入(百万元)	1125	760	1035	1289	1443
yoy	-2.40%	-32.42%	36.18%	24.52%	11.94%
毛利率	74.52%	57.63%	65.00%	70.00%	72.00%
<b>CDMO</b>					
收入(百万元)	722	1055	1477	1994	2692
yoy	8.81%	46.14%	40.00%	35.00%	35.00%
毛利率	37.29%	41.62%	42.50%	43.00%	43.50%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 4.2、盈利预测与估值

我们预计2021-2023年收入分别为91.66/106.26/122.02亿元，同比增长16.3%/15.9%/14.8%，归母净利润为10.67/13.76/17.40亿元，同比增长30.7%/28.9%/26.5%，当前股价对应PE分别为29.4/22.8/18.0倍。

我们选择了九洲药业、凯莱英和博腾股份作为可比公司，目前公司估值低于可

比公司，主要是由于 CDMO 业务收入和利润占比较低，随着公司 CDMO 业务的快速增长，其收入和利润占比的提升也将带来估值的提升，公司有望迎来业绩和估值的“双击”，首次覆盖给予“买入”评级。

表9: 公司 2021 年估值略低于可比公司

证券代码	证券简称	收盘价(元)	EPS				PE(倍)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600079	九洲药业	42.82	0.47	0.73	0.97	1.24	92.40	59.49	44.77	35.02
603707	博腾股份	69.76	0.60	0.82	1.11	1.48	120.80	88.39	65.30	48.97
002399	凯莱英	376.20	2.98	4.07	5.41	7.06	129.17	94.58	71.15	54.52
平均							114.13	80.82	60.41	46.17
000739	普洛药业	26.09	0.69	0.91	1.17	1.49	38.40	29.40	22.80	18.00

数据来源: Wind、开源证券研究所(收盘价日期为 2021.6.4, 普洛药业为开源证券研究所预测数据, 其他使用 Wind 一致预期预测数据)

## 5、风险提示

创新药研发景气度下滑, CDMO 项目数量增速放缓; 商业化阶段 CDMO 对应下游制剂销售不及预期; 制剂销售不及预期; 原料药价格/销量波动等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	3958	4917	6007	6721	8648
现金	1036	2194	2439	3410	4264
应收票据及应收账款	1025	1084	1852	1320	2266
其他应收款	7	12	13	14	16
预付账款	121	187	141	244	199
存货	993	1086	1208	1378	1549
其他流动资产	776	354	354	354	354
<b>非流动资产</b>	2565	2577	2966	3370	3781
长期投资	122	122	142	166	194
固定资产	1899	1823	2237	2661	3084
无形资产	331	345	305	266	230
其他非流动资产	212	288	282	277	274
<b>资产总计</b>	6523	7495	8973	10090	12428
<b>流动负债</b>	2562	2896	3590	3504	4298
短期借款	50	330	330	330	330
应付票据及应付账款	2010	1929	2449	2486	3099
其他流动负债	501	638	811	688	868
<b>非流动负债</b>	193	208	211	211	211
长期借款	0	0	4	4	3
其他非流动负债	193	208	208	208	208
<b>负债合计</b>	2755	3104	3801	3715	4509
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1179	1179	1179	1179	1179
资本公积	438	438	438	438	438
留存收益	2152	2774	3481	4379	5515
<b>归属母公司股东权益</b>	3768	4391	5171	6375	7920
负债和股东权益	6523	7495	8973	10090	12428

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1360	1060	952	1614	1533
净利润	553	817	1067	1376	1740
折旧摊销	357	26	61	72	82
财务费用	13	67	4	24	22
投资损失	21	-62	-14	-14	-17
营运资金变动	368	-93	-152	171	-279
其他经营现金流	48	305	-14	-14	-15
<b>投资活动现金流</b>	-441	106	-422	-448	-462
资本支出	32	317	368	380	383
长期投资	-359	383	-20	-30	-28
其他投资现金流	-768	806	-74	-97	-106
<b>筹资活动现金流</b>	-706	79	-286	-195	-217
短期借款	-564	280	0	0	0
长期借款	0	0	4	-0	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	4	0	0	0	0
其他筹资现金流	-146	-202	-290	-195	-217
<b>现金净增加额</b>	216	1206	245	971	854

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	7211	7880	9166	10626	12202
营业成本	4877	5677	6309	7112	8048
营业税金及附加	44	39	64	67	74
营业费用	835	574	733	893	976
管理费用	458	384	463	531	586
研发费用	360	350	449	521	586
财务费用	13	67	4	24	22
资产减值损失	-43	-24	-10	-35	-30
其他收益	89	95	84	89	89
公允价值变动收益	-10	47	8	9	9
投资净收益	-21	62	14	14	17
资产处置收益	4	9	6	6	6
<b>营业利润</b>	644	970	1265	1631	2061
营业外收入	2	2	4	3	3
营业外支出	12	11	14	15	16
<b>利润总额</b>	634	961	1256	1619	2048
所得税	80	144	189	243	308
<b>净利润</b>	553	817	1067	1376	1740
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	553	817	1067	1376	1740
EBITDA	963	941	1268	1623	2035
EPS(元)	0.47	0.69	0.91	1.17	1.48

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.1	9.3	16.3	15.9	14.8
营业利润(%)	31.3	50.5	30.5	28.9	26.4
归属于母公司净利润(%)	49.3	47.6	30.7	28.9	26.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	32.4	28.0	31.2	33.1	34.0
净利率(%)	7.7	10.4	11.6	12.9	14.3
ROE(%)	14.7	18.6	20.6	21.6	22.0
ROIC(%)	13.2	15.8	18.0	19.1	19.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	42.2	41.4	42.4	36.8	36.3
净负债比率(%)	-21.1	-38.0	-36.9	-45.1	-47.1
流动比率	1.5	1.7	1.7	1.9	2.0
速动比率	1.0	1.2	1.2	1.4	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	6.4	7.5	6.2	6.7	6.8
应付账款周转率	3.1	2.9	2.9	2.9	2.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.69	0.91	1.17	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	1.15	0.90	0.81	1.37	1.30
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.73	4.39	5.41	6.72
<b>估值比率</b>					
P/E	56.6	38.4	29.4	22.8	18.0
P/B	8.3	7.1	6.1	4.9	4.0
EV/EBITDA	31.2	31.4	23.1	17.5	13.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn