

原料药产能释放、CDMO 放量，迎来二次成长

买入（首次）

2021 年 12 月 29 日

证券分析师 朱国广

执业证号：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证号：S0600520090002

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	435	604	825	1,296
同比（%）	5.4%	38.7%	36.6%	57.1%
归母净利润（百万元）	70	88	151	261
同比（%）	45.0%	26.1%	70.5%	73.3%
每股收益（元/股）	0.54	0.43	0.73	1.27
P/E（倍）	41.5	57.9	34.0	19.6

投资要点

■ **公司是高增速+高确定性的高端特色原料药龙头：**公司专注于提供高质量、高壁垒原料药产品，主要品种均有 DMF 文件，且通过多地区 GMP 检查，具备专利原料药快速跟进能力。短期来看，新产能释放、技改完成、上游涨价传导、替格瑞洛等新品放量将快速修复短期业绩；长期来看，新品种原料药专利到期后快速跟进、CDMO 业务放量提供长期业绩支撑。根据我们测算，2021-2026 年原料药收入年复合增速有望保持 30%，CDMO 业务提供业绩弹性，据产能估计 2025 年公司收入很可能突破 20-25 亿元。

■ **增量 1：公司具备专利悬崖后快速仿制的能力，GMP 产能帮助公司稳抓机会：**近年大批重磅专利原研药相继到期，带来仿制药放量的同时推动原料药的需求快速提升。公司做好充分的项目储备，包括利伐沙班、阿哌沙班、米拉贝隆、非布司他、维格列汀、7-甲氧基萘满酮等多个重磅产品。其中，替格瑞洛在 2021 年 3 月通过 CDE 审批，6 月通过 GMP 检查，将率先为公司提供高毛利收入。**产能方面，**新建二厂区保证新产品产能供应，其中一期四个合成车间已进入设备安装调试阶段，根据公司预计，2022 年 4 月可试生产。一期厂房产能对应 5 亿元收入，二期对应 10 亿元收入，产能的释放保证公司未来新品种的快速增长。

■ **增量 2：2021 是 CDMO 爆发元年，2022-2025 年提高业绩弹性：**公司依托酶催化、微通道反应等技术和 GMP 生产能力，客户包括全球前 20 原研药企。公司订单充足，常规生产商业化品种 7 个，完成报批和正在报批的品种 17 个，在研品种近 30 个。**产能方面，**公司新建二厂区部分产能用于 CDMO 业务，打破现阶段产能瓶颈问题。公司 2021 年前三季度 CMO/CDMO 项目销售额同比增长 66.8%，业务开始进入放量周期。随着现有项目放量和推进，加上先签订的扩展，我们预计 2022 年收入可达 1 亿元，CDMO 收入将迎来爆发期，为公司提供高弹性、高毛利收入。

■ **存量：存量品种受益于产能扩张和技改：**公司老品种均保持稳定增长。其中加巴喷丁在 2021 年完成技改和扩产，2022 年产能将从 1000t 扩产到 1800t，2021 年开始有望迎来快速放量，毛利率有望对比 2019 年迎来 15-20pct 的回升。塞来昔布在下游客户石药和百洋中标集采后进入放量期，仍有上升空间；日本注册成功后，也将提供增量收入。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 0.88、1.51、2.61 亿元，增速分别 26.1%、70.5%、73.3%，2021-2023 年 P/E 估值分别为 58X、34X、20X；基于公司原料药新品种放量在即和 CDMO 业务将进入爆发期，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**环保政策收紧；成本向下游传导不及预期；新产品审批和放量不及预期；CDMO 业务不及预期；汇兑损益风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	24.87
一年最低/最高价	12.15/33.83
市净率(倍)	6.23
流通 A 股市值(百万元)	4247.83

基础数据

每股净资产(元)	4.24
资产负债率(%)	51.99
总股本(百万股)	205.86
流通 A 股(百万股)	170.80

内容目录

1. 高端原料药市场起家，成长性与确定性兼具	4
2. 产能释放+专利悬崖推动原料药业务迅速放量	8
2.1. 原料药业务具备质量管理体系，贡献主要营收	8
2.2. 存量品种奠定公司业绩基本盘	9
2.3. 专利悬崖与产能释放奠定公司成长基调	13
3. CDMO 业务：成功转型，未来 3 年将成业绩支柱	16
3.1. 较强的研发能力和 GMP 生产能力助力转型 CDMO 业务	16
3.2. 产能瓶颈突破，CDMO 业务有望迎来快速增长	17
4. 盈利预测与投资评级	18
4.1. 关键假设和收入拆分	18
4.2. 盈利预测与估值	21
5. 风险提示	22

图表目录

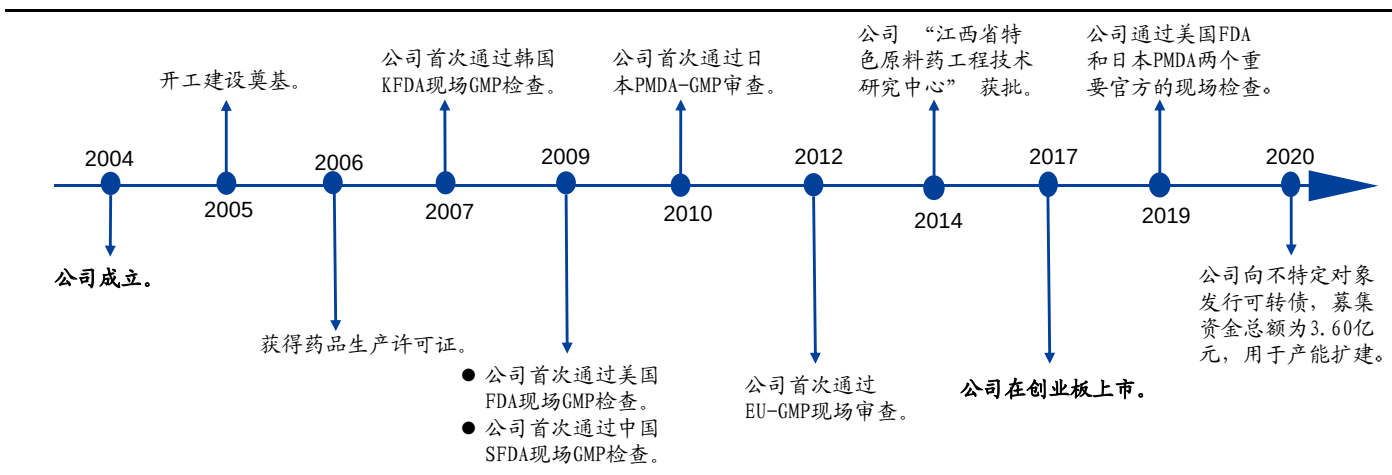
图 1: 公司发展历程	4
图 2: 公司股权结构 (截至 2021 年三季报)	4
图 3: 公司营业收入及增速情况	6
图 4: 公司归母净利润及增速情况	6
图 5: 公司单季度营业收入及增速情况	6
图 6: 公司单季度归母净利润及增速情况	6
图 7: 公司毛利率与净利率情况	7
图 8: 公司期间费用率情况	7
图 9: 公司 ROE、总资产及固定资产周转率情况	7
图 10: 公司资本性支出及在建工程情况	7
图 11: 2013-2021H1 同和药业按地区销售情况	8
图 12: 2013-2019 年公司主要原料药销售额变化 (亿元)	10
图 13: 公司瑞巴派特 2012-2019 年毛利率变化	10
图 14: 2012-2020 年瑞巴派特制剂样本医院销售额	10
图 15: 2012-2020 年加巴喷丁制剂样本医院销售额	11
图 16: 公司加巴喷丁 2012-2019 年毛利率变化	11
图 17: 2012-2020 年塞来昔布制剂样本医院销售额	12
图 18: 塞来昔布胶囊 (0.2g) 集采中标情况	12
图 19: 2015-2019 年公司替格瑞洛全球与中国销量	12
图 20: 2017-2019 年公司主要产品全球市占率	13
图 21: 年产 10 吨替格瑞洛项目对应营收 (万元)	13
图 22: 全球面临专利悬崖风险的药品销售额	14
图 23: 2012-2020 年利伐沙班制剂样本医院销售额	15
图 24: 2014-2021 年前三季度研发投入情况	17
图 25: 研发人员构成 (截至 2021H1)	17
表 1: 公司管理层情况介绍	5
表 2: 同和药业在售原料药详情	9
表 3: 同和药业在研原料药详情	14
表 4: 公司一厂区技改品种情况	15
表 5: 同和药业二厂区部分药品对应销售额 (万元)	16
表 6: 公司二厂区产能计划	17
表 7: 公司收入拆分及预测	19
表 8: 可比公司估值对比 (数据截至 2021 年 12 月 21 日)	21

1. 高端原料药市场起家，成长性与确定性兼具

公司成立于 2004 年，并于 2017 年登陆创业板。主要从事特色化学原料药和医药中间体的研发、生产和销售。主要产品有抗癫痫类、抗溃疡类、解热镇痛及非甾体抗炎类、抗高血压类、抗抑郁类、抗病毒类、抗血栓类。目前公司不仅为仿制药企业供应原料药及中间体，也逐步以合同加工的形式为原研药（专利持有人）配套生产原料药中间体。公司产能及产品质量在中国也处于领先水平，截至 2020 年底，拥有从 50 到 20000 立升的各类搪瓷、金属反应釜 500 多只，总体积 300 多万立升。

海外市场方面，公司以高端市场起家，长期重点推动欧盟、北美、日本及韩国等国外规范市场的拓展，因此对质量管理有着极为严格的要求。主要原料药品种均有 DMF 文件，Q7 等相关的 ICH 文件；主要原料药品种通过 NMPA、US-FDA、PMDA，MFDS 和德国等官方机构的 GMP 检查，每年接待几十次官方和客户的质量审计。此外，公司与国际大客户保持着长期合作关系，积累了丰富的经验，也是国内为数不多的产品在欧美日韩都取得较大规模均衡销售的企业。

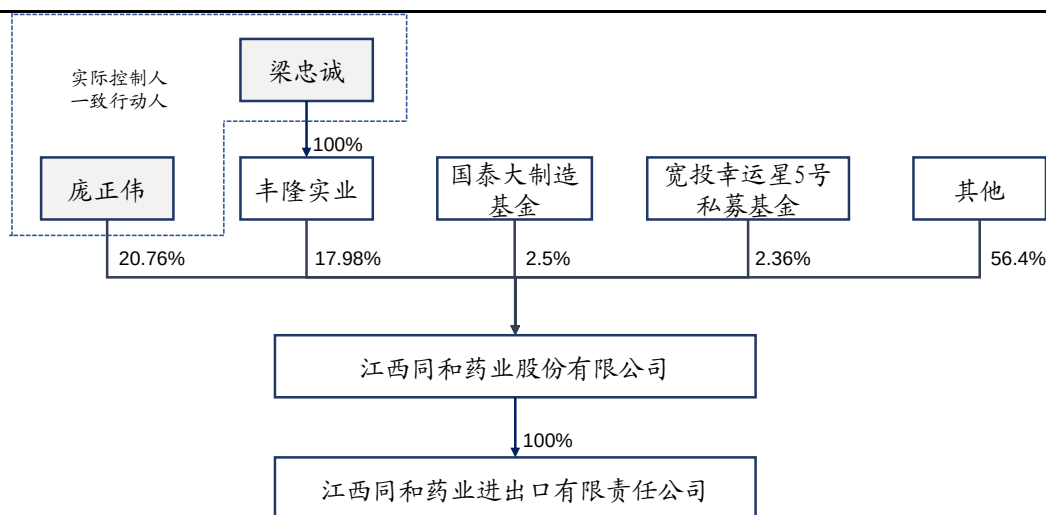
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司股权结构清晰，实控人持股比例集中。截至 2021 年三季报，公司董事长、总经理庞正伟先生持有公司股份 20.76%，副董事长梁忠诚先生通过丰隆实业间接控股 17.98%，两人为一致行动人，合计持股 38.74%。

图 2：公司股权结构（截至 2021 年三季报）



数据来源：WIND，东吴证券研究所

公司管理层具备丰富的行业经验，且在公司任期长，稳定性强。公司高级管理人员庞正伟、梁忠诚、蒋元森先生等人均在公司成立初期便于公司任职至今，并在加入公司前积累了丰富的行业相关经验，助力公司行稳致远发展。

表 1：公司管理层情况介绍

姓名	职位	入职时间	简介
庞正伟	董事长， 总经理	2005 年	本科学历，工程师。历任浙江海门制药厂抗癌药车间技术员，浙江海门橡胶一厂生产技术科科长、副厂长，浙江东大集团董事、医药化工部经理，台州中业医药化工有限公司总经理。
梁忠诚	副董事长	2005 年	本科学历，历任 DICONEX LTD.销售主任，ROSAN PHARM LTD.销售经理，SANIVER LTD.总经理。2005 年 6 月至今任公司副董事长及丰隆实业董事。
蒋元森	董事， 副总经理	2005 年	本科学历，正高级工程师。历任台州市椒江化工二厂副厂长，台州进出口商品检验局、台州出入境检验检疫局化验室主任。 宜春市学科带头人，从事药物合成、检测分析和质量管理工作 30 余年，负责或参与申请多项发明专利，其中已授权 8 项；曾获得江西省科技进步奖 3 项，宜春市科技进步奖 4 项。
黄国军	董事， 副总经理	2005 年	本科学历，高级工程师。历任浙江工学院建德防腐设备有限公司技术科长，浙江省新安江车闸总厂新产品开发部经理，建德市科技实验厂研发部主任，台州泉丰医药化工有限公司新产品开发部主任。负责或参与申请多项发明专利，其中已授权 4 项；曾获得省科技进步奖 2 项，市科技进步奖 2 项。
周志承	董事会秘书， 副总经理	2014 年	工商管理硕士，经济师，先后担任江西水泥厂销售公司副经理、办公室副主任、江西万年青水泥股份有限公司劳动人事部副部长、证券部部长，江西仁和制药有限公司副总经理，江西赣锋锂业股份有限公司副总裁、董事会秘书、贝谷科技股份有限公司副总裁、董事会秘书。
胡锦涛	财务负责人	2004 年	本科学历，高级会计师。先后在广东汉宾公司、高安市公安局工作。

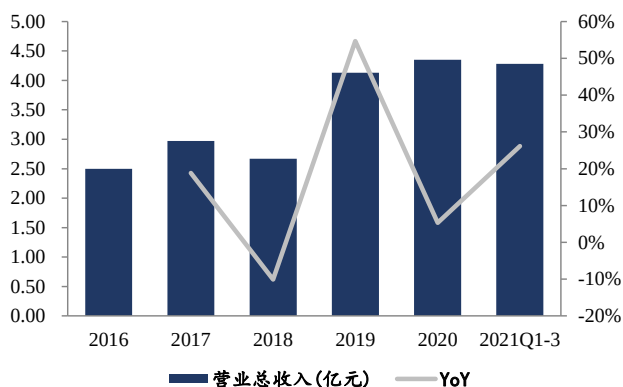
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

业绩增长稳中向好，利润端短期承压。从收入端看，公司营业收入从 2016 年的 2.50 亿元增长至 2020 年的 4.35 亿元，CAGR 为 14.85%。2021 年前三季度收入 4.28 亿元，同比增长 26.13%。业绩稳健增长主要得益于三方面：1) 产品方面，塞来昔布、替格瑞洛等品种与下游制剂关联获批，陆续实现放量。2) 产能方面，技改与扩建规划持续进行。3) 业务方面，公司积极布局 C(D)MO 业务，随着产能进一步释放，也将迎来进一步发展。综上，我们预计公司收入端未来仍将维持较高的增长率。

从利润端看，公司 2021 年前三季度归母净利润为 0.67 亿元，同比增长 10.00%，归母净利润增速下滑主要因为毛利率下降。公司 2021 年前三季度毛利率为 30.16%，同比下降 4.52pct，主要原因：1) 加巴喷丁等产品技术改造，导致开工率降低；2) 2021 年上游原材料大幅度涨价；3) 2021 年下半年多地区限电；4) 出口运费增加；5) 汇率波动。

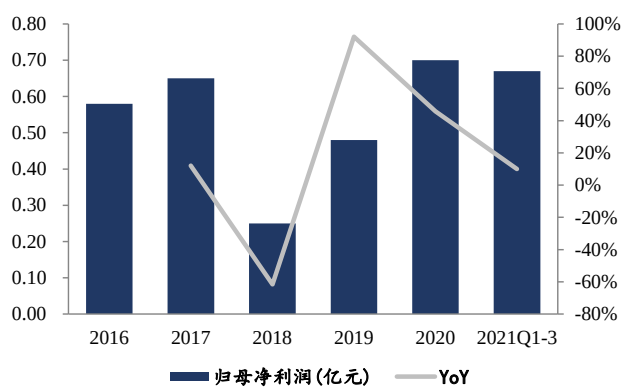
2021 年 Q4 业绩有望改善，短期拐点已现。大宗原材料在 Q4 开始普遍出现降价，且海运费、人民币汇率波动趋稳，限电普遍结束，外在不利因素逐渐消退。同时，公司生产工艺技改完成，以加巴喷丁为例，在 2021-2023 年业绩放量后毛利率有望较 2019 年增加 15-20pct。此外，替格瑞洛等新品内销放量和 CDMO 业务进入爆发期也将为公司提供高毛利收入。我们预计公司收入和利润端在 Q4 出现拐点，开始明显改善。

图 3：公司营业收入及增速情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

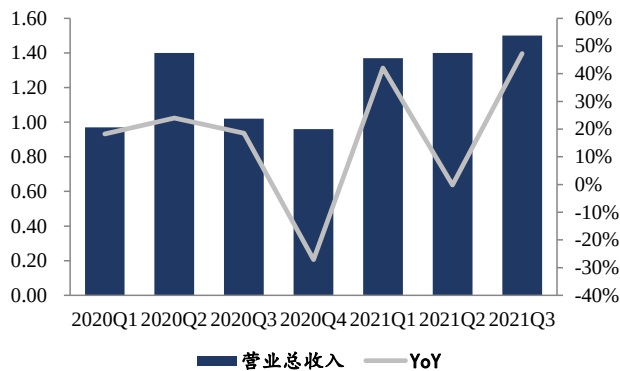
图 4：公司归母净利润及增速情况



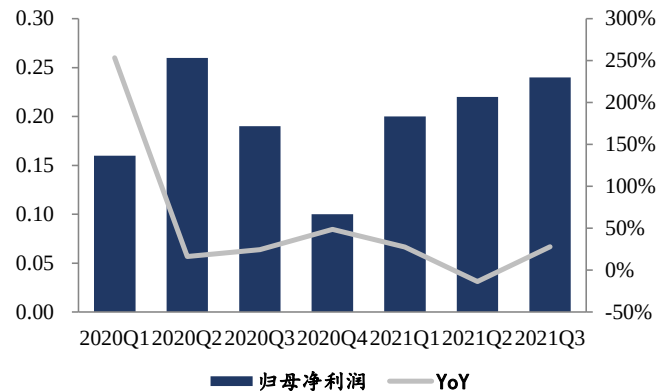
数据来源：WIND，东吴证券研究所

图 5：公司单季度营业收入及增速情况

图 6：公司单季度归母净利润及增速情况

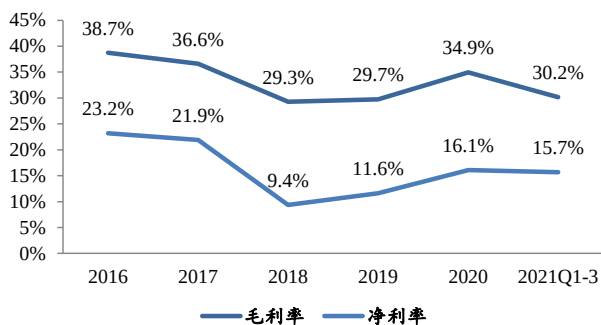


数据来源: WIND, 东吴证券研究所



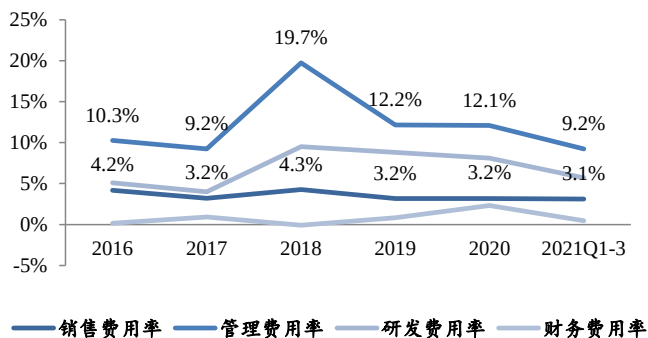
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 7: 公司毛利率与净利率情况



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 8: 公司期间费用率情况

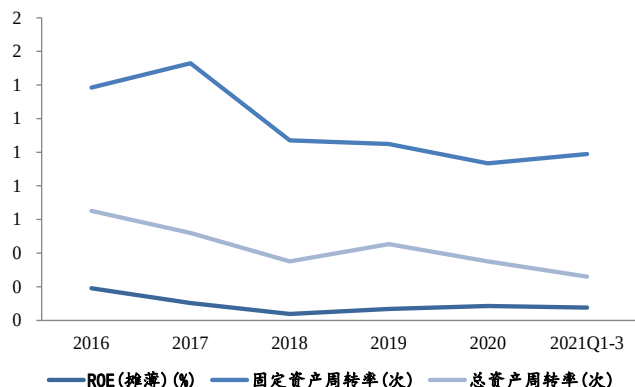


数据来源: WIND, 东吴证券研究所

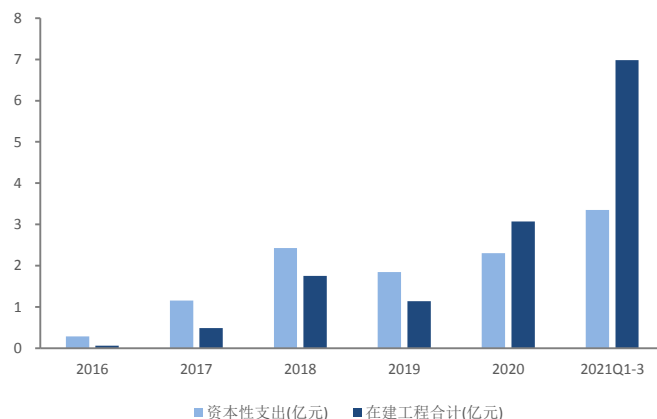
资产利用效率将进一步优化, 公司业绩仍有较大提升空间。自 2018 年起公司固定资产周转率略有下滑, 主要系公司进行产能扩建, 投放初期需要爬坡, 利用率不高所致。随着公司新建产能逐步成熟, 资产利用效率有望进一步提升, 同时将进一步改善 ROE、毛利率、净利率等盈利指标。从资本性支出及在建工程等前瞻性指标来看, 公司 2021 年前三季度资本性支出 3.35 亿元, 超过 2020 全年投入, 近年来在建工程金额也持续提升。两项指标决定了企业未来的收入规模上限, 也彰显了企业对未来业绩增长的信心。

图 9: 公司 ROE、总资产及固定资产周转率情况

图 10: 公司资本性支出及在建工程情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所



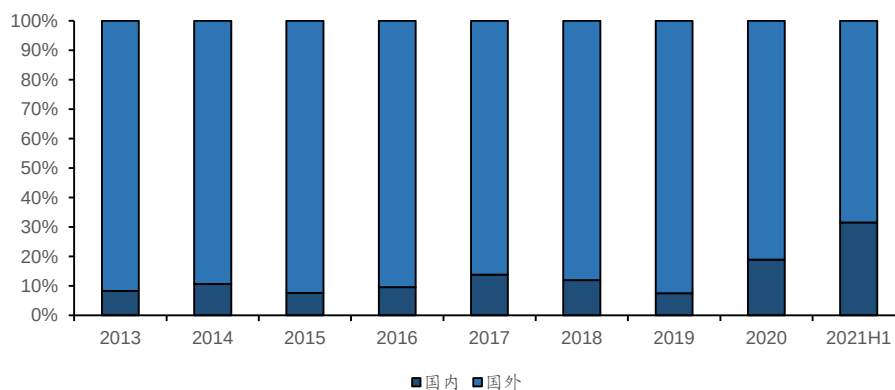
数据来源：WIND，东吴证券研究所

2. 产能释放+专利悬崖推动原料药业务迅速放量

2.1. 原料药业务具备质量管理体系，贡献主要营收

立足高端市场，具备高标准质量体系。公司长期重点推动欧盟、北美、日本及韩国等国外规范市场的拓展，2013-2019 年来主营业务出口收入占比在 85%以上，其中来自欧盟、北美、日本及韩国等主要规范市场的销售收入占比达到 60%以上。公司成立之初即以高端日本市场起家，日本市场对产品质量和纯度、质量管理体系和生产现场的清洁卫生要求极为严格，原料药总杂质不得高于 0.05%甚至 0.02%，而国际通用的 ICH 指南要求仅为 0.10%。在与规范市场客户的合作中，公司严格按照 cGMP 规范建立了一套质量管理体系，并且 EHS 体系和项目管理能力均有了系统性提升。截至 2021 年中，公司先后通过了 13 次中国 NMPA、4 次美国 FDA、2 次欧盟 EDQM、5 次日本 PMDA、3 次韩国 MFDS 等多个国家的官方药政检查；拥有符合美国 FDA、欧盟 EDQM、中国 NMPA 和 ICH 等标准的 cGMP 质量管理体系，6 个产品在欧盟、2 个产品在美国、3 个产品在日本、6 个产品在韩国、3 个产品在中国等国家完成主文件注册并通过药政当局的现场 GMP 检查。我们认为以上质量体系建设为公司产品质量的安全性和有效性提供了根本保障，在原料药监管趋严的背景下为公司获得各国药企的持续订单、业绩的稳健增长提供了坚实的质量保证。

图 11：2013-2021H1 同和药业按地区销售情况



数据来源：WIND，东吴证券研究所

2.2. 存量品种奠定公司业绩基本盘

截至 2021 年中报，同和药业原料药现有老品种 7 个，基本完成研发工作的品种 17 个，实验室储备品种 30 左右。目前在售品种主要包括 10 种原料药及沙坦类等其他中间体。

表 2：同和药业在售原料药详情

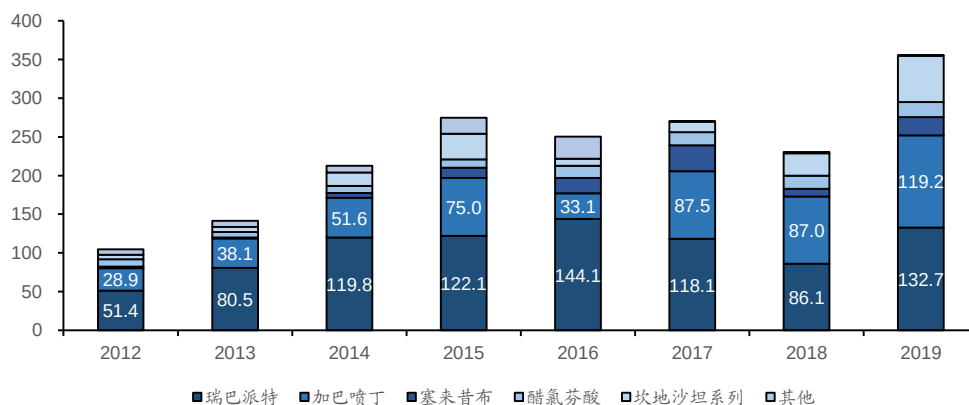
药品系列	产品名称	质量标准	销售峰值 (亿 美 元)	峰值时间	专利到期 时间	是否纳入 集采
神经系统用药（抗癫痫）	加巴喷丁	EP/USP	28	2000	2010	第四批
消化系统用药（抗溃疡病）	瑞巴派特	JP/JPC	3.14	2016	2002	否
解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药	醋氯芬酸	EP/BP	0.52	2009	2005	否
	塞来昔布	EP/USP	33	2004	中国： 2014.11	第三批
					美国： 2015.12	
循环系统用药（抗高血压）	坎地沙坦酯	EP/USP	>20	-	2012	第二批
	替米沙坦	EP/USP	-	-	2014	第四批
治疗精神障碍药（抗抑郁）	盐酸文拉法辛	EP/CP	39.3	2008	2008	否
抗病毒类	阿扎那韦硫酸盐	企标	15.7	2011	中国： 2017.4	否
抗血栓类	达比加群酯	Local GMP , WC	17	2017	美国： 2014.1	否
					美国、巴 西： 2021.12	
					欧洲、日 本： 2023.2	

替格瑞洛	Local GMP , 15.9 WC	2020	韩国：第三批、2021.11 第四批
			美国：2024.10
			欧洲：2024.12
			(12 国)，其
			他已到期

数据来源：FDA，EDQM，药智网，东吴证券研究所整理

其中瑞巴派特与加巴喷丁为公司两个较大单品。根据 2020 年 10 月公司可转换债券募集说明书，两大单品 2019 年销售额分别为 1.33 亿元与 1.19 亿元，占公司总营收分别为 32%与 29%。

图 12：2013-2019 年公司主要原料药销售额变化（亿元）

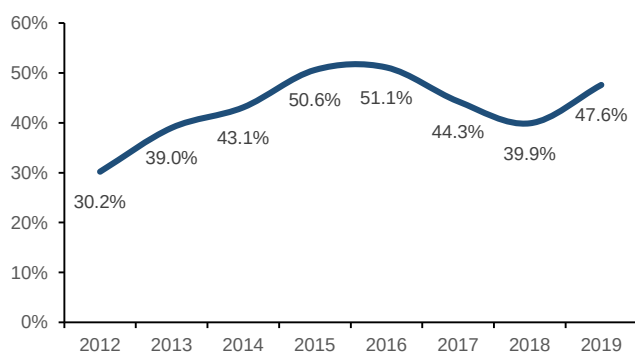


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

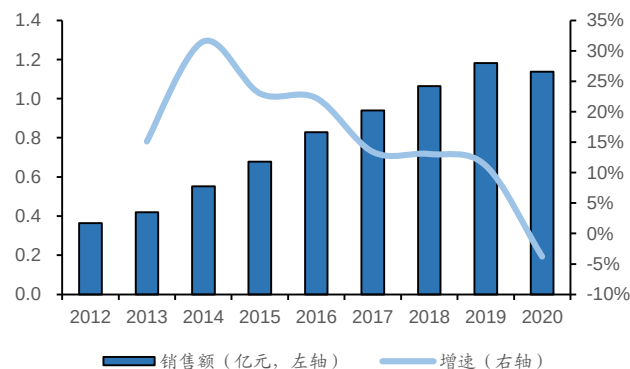
瑞巴派特全球最大供应商，营收有望稳中有增。瑞巴派特为消化系统抗溃疡用药，主要用于胃溃疡、急性胃炎、慢性胃炎的急性加重期胃黏膜病变的改善，公司为全球最大瑞巴派特供应商，2019 年销量 174.7 吨，全球市占率达到 50.7%。公司瑞巴派特 2019 年毛利率为 47.6%，2018 年受原料供应影响毛利降低，其余年份波动主要系在不同国家销售价格存在变化。根据 PDB 样本医院销售数据，瑞巴派特片剂与胶囊 2020 年销售额为 1.14 亿元，受疫情影响略有下降，2012-2019 年销售额复合增长率为 18.3%。而且公司瑞巴派特产品采用钾盐精制技术合成，相比传统方法具有杂质低、溶剂全面回收的优点，产品品质在客户中认可度非常高。我们认为瑞巴派特下游制剂存在稳步增长的空间，作为公司最成熟的品种，较高的毛利率有望为公司带来稳定利润。

图 13：公司瑞巴派特 2012-2019 年毛利率变化

图 14：2012-2020 年瑞巴派特制剂样本医院销售额



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所



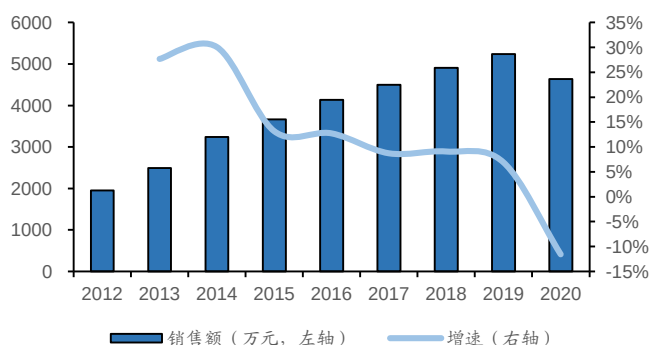
数据来源: PDB, 东吴证券研究所

加巴喷丁技改放量, 毛利营收有望双重提升。加巴喷丁主要用于难治的不全性癫痫, 也广泛用于治疗包括带状疱疹后遗神经病、糖尿病神经病变等在内的神经病理性疼痛。原研厂家为辉瑞, 在 2000 年销售峰值达 28 亿美元, 专利于 2010 年过期, 根据样本医院用药销量, 2019 年加巴喷丁制剂销售额为 5242 万元, 2012-2019 年 CAGR 为 15.2%, 目前仿制药产品仍处于放量阶段, 进一步带来原料药需求的增加。公司加巴喷丁 2019 年销量为 433 吨, 在全球市占率约为 10.9%; 根据公司公告的调研纪要, 公司预计全球加巴喷丁消耗量约为 6000 吨, 同和药业 2022 年产量有望达到 1000 吨, 市占率有望提升至 17%。

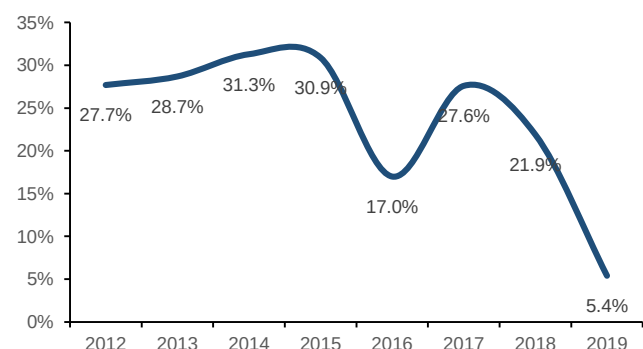
公司加巴喷丁产品毛利率在 2021 年后有望维持在 20%-30%, 2019 年下降至 5% 主要因为其为 IPO 募投项目, 属投产首年, 车间产量 420.47 吨, 产能利用率仅为 52.56%, 资产折旧等固定费用大幅提高了单位制造成本。2019 年后公司针对加巴喷丁进行工艺研究, 原料成本较老工艺下降 20% 左右, 目前成本已不高于竞争对手且已 FDA 认证, 下游老客户已经全部完成认证变更。我们认为在 2021 年公司加巴喷丁完成技改后, 该品种毛利率有望恢复到正常水平, 2022 年销量或突破 1000 吨, 产能利用率进一步提升后毛利率有望达到 20%-30%, 毛利率与总营收的提升值得期待。

图 15: 2012-2020 年加巴喷丁制剂样本医院销售额

图 16: 公司加巴喷丁 2012-2019 年毛利率变化



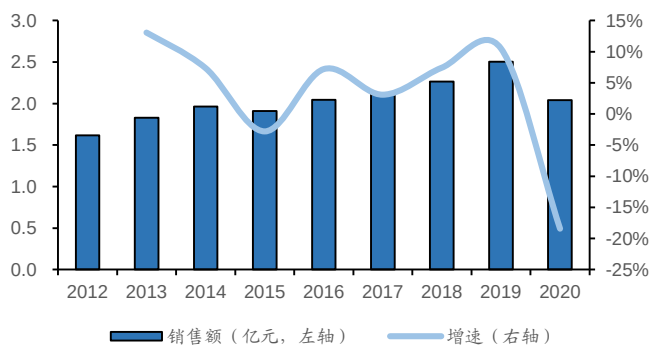
数据来源: PDB, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

制剂集采为塞来昔布带来大幅提升空间。塞来昔布主要用于缓解骨关节炎、强直性脊柱炎的症状和体征，治疗成人急性疼痛，销售峰值在 2013 年达到 29.2 亿美元，专利在中国和美国分别于 2014/2015 年过期，开始逐渐放量，2019 年样本医院药品销量为 2.51 亿元，同比增长 10.5%，公司塞来昔布原料药 2019 年销量为 49.5 吨，占全球份额为 11.32%，处于行业第一梯队，并且于 2020 年 7 月通过 CDE 审批。塞来昔布胶囊（0.2g）纳入第三批国家集采，于 2020 年 11 月开始陆续执行。其中公司主要客户石药集团欧意药业、青岛百洋制药分别中标 5193 万片与 2459.3 万片。假设实际采购量为中标量的 2.5 倍，则单这两家客户为公司塞来昔布带来的增量即可超过 38.3 吨，对应销售额为 1187-1837 万元。同时日本市场塞来昔布也在放量，拿到注册证后将会带来进一步增量。公司已经将塞来昔布产能从 150t/a 扩大至 200t/a，公司预计 2023 年可达满产。我们认为塞来昔布作为公司较新品种，我们预计 2022 年销量将超过 150 吨，有较大成长空间。

图 17：2012-2020 年塞来昔布制剂样本医院销售额



数据来源：PDB，东吴证券研究所

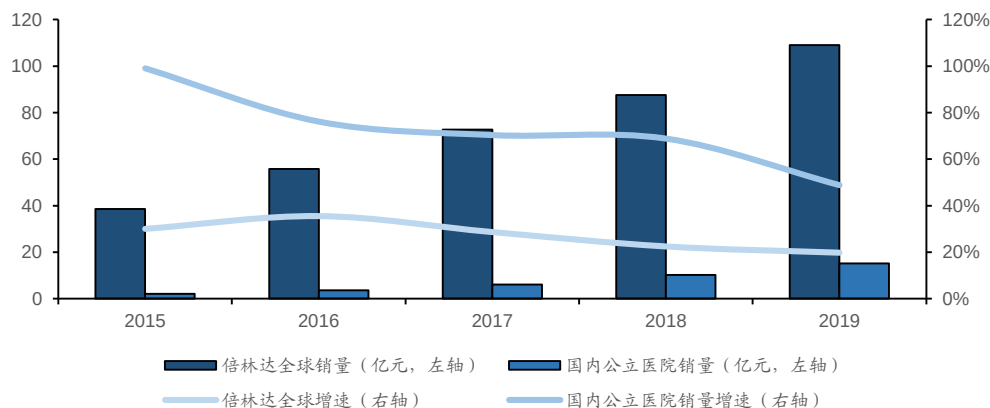
图 18：塞来昔布胶囊（0.2g）集采中标情况

企业名称	中标价格 (元/粒)	约定采购量 (万片)
欧意药业	0.313	5193.0
青岛百洋制药	0.382	2459.3
四川国为制药	0.567	1990.3
正大清江制药	0.683	1742.0

数据来源：药智网，公司公告，东吴证券研究所

其他新品有望迎来快速放量。除以上三个品种外，公司其他既有产品例如醋氯芬酸、坎地沙坦酯等在全球市场亦有较高占有率。其中替格瑞洛于 2021 年 3 月通过 CDE 审批，6 月通过药品 GMP 现场检查，极大利好公司在国内市场的拓展，根据我们的测算，预计 2022 年新品种原料药销量有望接近亿元。替格瑞洛为小分子抗凝血药，是心血管领域的重磅产品，原研厂家为阿斯利康，商品名倍林达，2012 年 11 月在中国获批上市，已进入 2019 年国家医保乙类目录。倍林达 2019 年全球销售额为 109 亿元，2015-2019 年复合增长率为 29.7%；国内公立医院 2019 年市场销量为 15.15 亿元，过去 5 年 CAGR 高达 65.3%，我们预计未来 2021-2026 年间业绩仍能保持 30% 左右年复合增速。

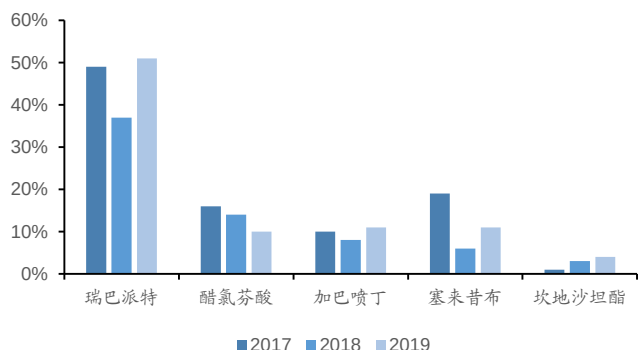
图 19：2015-2019 年公司替格瑞洛全球与中国销量



数据来源：阿斯利康年报，艾美达样本公立医院数据，东吴证券研究所

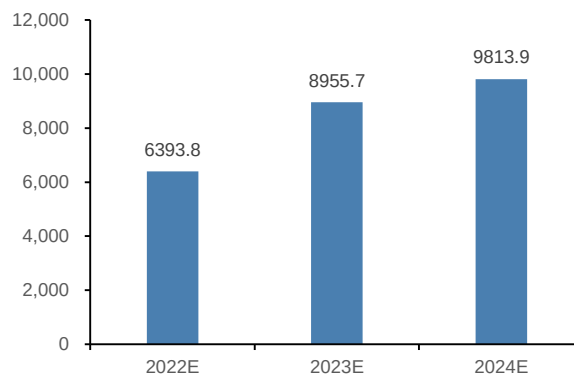
公司发行的可转债募集资金投向即包含年产 10 吨替格瑞洛产线，并自主研发产品制备技术，获得国家发明专利授权，创新性强，反应步骤少、转化率高，生产成本低廉，具有较强的市场竞争力，公司预计募投项目将在 2022/2023/2024 年分别为公司贡献 6394/8956/9814 万元。此外，塞来昔布，替格瑞洛，文拉法辛三个品种在 2021 年前三季度销售额占总营收的比例已超 30%；利伐沙班，加巴喷丁，米拉贝隆，非布司他，维格列汀 5 个新品种已经发补。我们认为随着公司陆续推出的新产品专利到期，原料药需求有望迅速增长，促进公司营收快速增长。

图 20: 2017-2019 年公司主要产品全球市占率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 21: 年产 10 吨替格瑞洛项目对应营收 (万元)

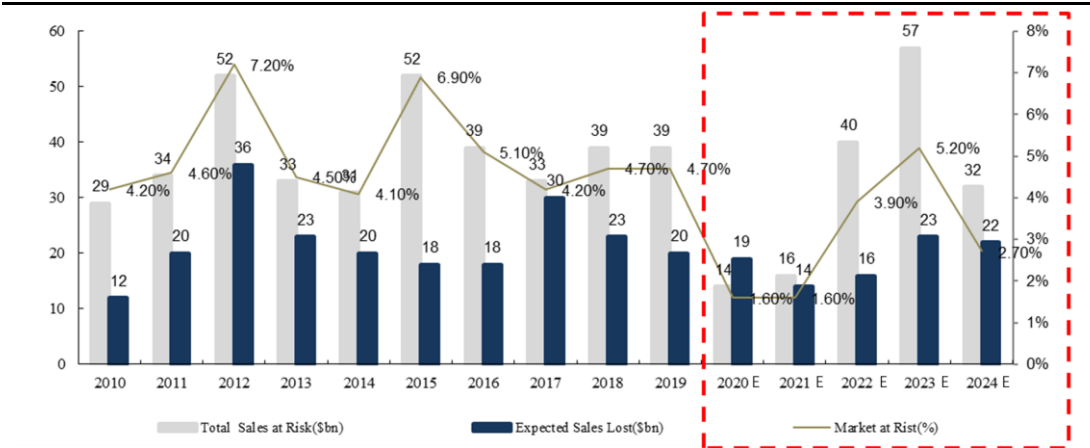


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.3. 专利悬崖与产能释放奠定公司成长基调

专利悬崖接踵而来，带动 API 需求量持续增加。2013-2030 年间，全球药品中共有 1666 个化合物专利到期，而根据统计，2020-2024 年间，具有到期风险的专利药呈现急剧增加的趋势，合计市场规模达 1590 亿美元。我们认为，未来 5 年，大批世界级畅销专利名药相继到期为国际通用市场的繁荣提供了强大原动力，进而带动 API 需求量持续增加。

图 22: 全球面临专利悬崖风险的药品销售额



数据来源：Evaluate Pharma，东吴证券研究所（注：红框内为预测值）

前瞻性布局抢占市场先机。公司新产品的选择一般会经历充分的调研，包括疗效、工艺乃至安全环保方面，凭借管理层丰富的行业经验，基本早于下游客户的立项时间，抢占先发优势。此外，公司所选在研品种大部分为专利悬崖后的大品种。以公司利伐沙班为例，原研厂家为拜耳，为其销售最好的药物之一，得益于中国与欧洲销量显著增长，2020 年全年销售额达到 45.15 亿欧元，同比增长 9.4%；外加合作方强生在美国的销售，全球峰值销售额曾达到约 75 亿美元。中国样本医院 2020 年销售额为 9.98 亿元，2012-2020 年 CAGR 高达 30.9%，仍处于放量阶段。我们认为公司凭借高端规范市场的经验与产品质量以及前瞻性的产品布局，有望快速抢占专利悬崖下的原料药增量市场。

表 3: 同和药业在研原料药详情

药品系列	产品名称	质量标准	销售峰值 (亿美元)	峰值时间	专利到期时间	是否纳入集采
抗血栓类	利伐沙班	Local GMP, WC	75	2020	中国: 2020 韩国: 2021 欧盟: 2023 美国: 2024	否
	阿哌沙班	Local GMP, WC	121.5	2019	美国: 2022.9	第三批
泌尿类	米拉贝隆	Local GMP, WC	15.3	2019	中国/韩国: 到期 美国: 2022.3 欧盟: 大部 分到期	否
抗痛风类	非布司他	Local GMP, WC	9.3	2020	美国: 2019.3	第三批
抗糖尿病类	维格列汀	Local GMP, WC	13	2019	中国/美国: 已到期	第三批

欧洲：11 国

2022.9

韩国：2022.3

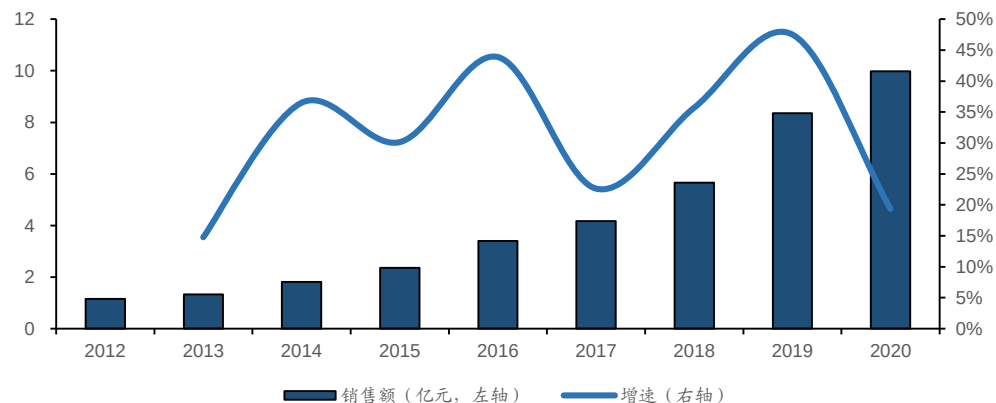
美国：第四批
2025.11

日本：2030.3

恩格列净 Local GMP 38.5 2020

数据来源：公司公告与官网，FDA，EDQM，东吴证券研究所整理

图 23：2012-2020 年利伐沙班制剂样本医院销售额



数据来源：PDB，东吴证券研究所

产能扩建稳步推进，支持新产品放量。公司产能建设稳步推进，2017 年公司使用 IPO 募集资金建设年产 800 吨加巴喷丁、150 吨塞来昔布等原料药，2019 年 3 月建设完成，产能达 1645 吨/年。2020 年为承接替格瑞洛、利伐沙班等新品种的生产，优化部分工艺，对一厂区实施技改，将部分专用车间改为多功能车间，产能进一步提升，满产情况下可支持 8 亿元营收，在公司计划中主要用于生产成熟品种，加巴喷丁、塞来昔布等品种产能利用率将有进一步提升。

表 4：公司一厂区技改品种情况

产品名称	产能	产品名称	产能
瑞巴派特	190t/a	替米沙坦	20t/a
醋氯芬酸	90t/a	加巴喷丁	1800t/a
维格列汀	10t/a	达比加群酯	10t/a
阿齐沙坦	5t/a	利伐沙班	40t/a
米拉贝隆	3t/a	阿扎那韦	30t/a
替格瑞洛	3t/a	非布司他	30t/a
盐酸文拉法辛	30t/a	L-脯氨酸酰胺	30t/a
坎地沙坦酯	25t/a	塞来昔布	200t/a
合计			2516t/a

数据来源：环评报告（2021 年），东吴证券研究所

2020 年公司发行可转债募集资金 3.6 亿元用于建设年产 100 吨 7-甲氧基萘满酮、

30 吨利伐沙班等原料药及 20 亿片（粒）口服固体制剂项目，即二厂区，将分三期进行，其中一期四个合成车间及配套基础设施已经完成，现在设备安装调试阶段，公司预计 2022 年 4 月即可试生产，2022 年底转固。二厂区主要用于生产公司新品种及拓展 CDMO 业务，其中替格瑞洛、米拉贝隆、维格列汀、7-甲氧基萘满酮等均为较大品种，根据在手订单及询价沟通等情况，我们预计 2022-2024 年单以上四个品种可分别贡献 2.1、2.9、3.4 亿元营收。二厂区完全投产后可支持 20 亿元收入。根据下游的确定性需求与公司新产品的持续性放量，我们认为公司有望成为在未来 5-10 年迅速成长的原料药企业。

表 5：同和药业二厂区部分药品对应销售额（万元）

项目	投产后第一年	投产后第二年	投产后第三年
达产率	50%	80%	100%
维格列汀	9166.36	13248.00	15614.25
替格瑞洛	6393.79	8955.73	9813.94
米拉贝隆	3292.48	4442.99	4843.59
7-甲氧基萘满酮	1655.04	2648.07	3310.09
总销售收入	20507.67	29294.79	33581.87

数据来源：公司可转债募集说明书，东吴证券研究所

3. CDMO 业务：成功转型，未来 3 年将成业绩支柱

公司对 CDMO/CMO 业务提早布局，为客户提供临床前、临床至商业化的服务。公司 CDMO/CMO 客户包括全球排名前 20 的原研药企，已同多个客户达成合作。公司成立了专门的 BD 团队，2021 年前三季度 CMO/CDMO 项目销售额同比增长 66.8%，增速快于原料药、中间体增速。公司较强的研发能力、完善的 GMP 生产体系为承接 CDMO 订单打下基础，同时随着公司产能的逐步落地，CDMO 业务有望快速发展，我们预计公司 2022 年 CDMO/CMO 收入或超过 1 亿元。

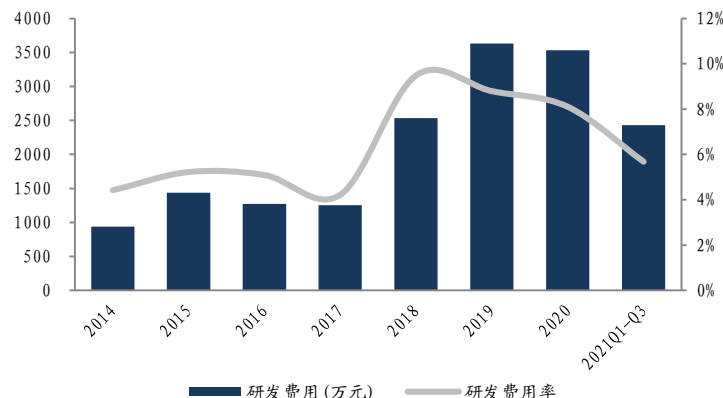
3.1. 较强的研发能力和 GMP 生产能力助力转型 CDMO 业务

研发实力是公司开拓 CDMO 业务的重要保证。公司在营业收入快速增长的同时，进一步加大对研发的投入。研发费用从 2014 年的 940 万元增长至 2020 年的 3530 万元。截至 2021 半年报，公司研发人员 300 余人，研发技术人员占公司总人数比例达到 30% 以上。公司研发人员种类齐全，覆盖了市场专利的追踪分析、先进技术的前瞻性研究、从事新工艺研发、放大生产、工艺优化、产品质量检测及杂质分析、DMF 文件编写、国内外注册认证等医药制造的主要方面。打造了完整的研发体系。

公司注重产品的早期研发，较高的研发投入强度达成了较多的产品技术储备。截至 2021 年 12 月，公司常规生产的商业化品种有 7 个，已经完成报批和正在报批的品种有 17 个，在研品种将近 30 个。公司已为 CMO/CDMO 项目专门成立了研发团队。在产品线上的微通道反应、酶催化反应、光催化反应、连续加氢反应、粉体输送技术、

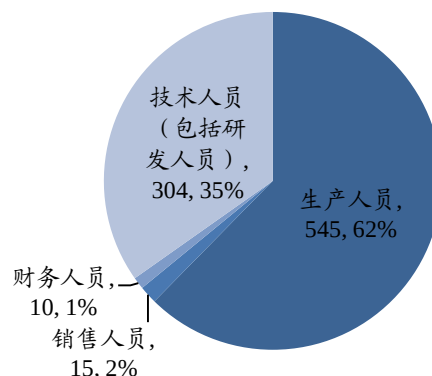
连续化自动化生产等都有较高程度的应用。截至 2021 年半年报，公司共拥有授权国内发明专利共 18 项，欧洲发明专利 1 项，逐渐形成具备全球竞争力的高纯度产品研发生产能力及相应工艺技术能力。较强的研发能力为公司承接 CDMO 项目提供了保证。

图 24: 2014-2021 年前三季度研发投入情况



数据来源: wind, 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图 25: 研发人员构成 (截至 2021H1)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司拥有全面的 cGMP 质量体系，并获得国际国内的认可。在与规范市场客户的合作中，公司的 cGMP 体系、EHS 体系和项目管理能力均有了系统性提升，自身综合管理能力大大加强。公司严格按照 cGMP 规范建立了一套质量管理体系，并确保整个生产质量管理工作贯彻执行。公司先后通过了 13 次中国 NMPA、4 次美国 FDA、2 次欧盟 EDQM、5 次日本 PMDA、3 次韩国 MFDS 等多个国家的官方药政检查。公司拥有符合美国 FDA、欧盟 EDQM、中国 NMPA 和 ICH 等标准的 cGMP 质量管理体系，6 个产品在欧盟、2 个产品在美国、3 个产品在日本、6 个产品在韩国、3 个产品在中国等国家完成主文件注册并通过药政当局的现场 GMP 检查，为产品质量的安全性和有效性提供了根本保障，为获得各国药企的持续订单、业绩的稳健增长提供了坚实的质量保证。

3.2. 产能瓶颈突破，CDMO 业务有望迎来快速增长

由于产能受限，公司 CDMO 业务发展相对缓慢。随着一厂区技改完成以及二厂区产能逐步落地，公司产能瓶颈实现突破，CDMO 业务将快速增长。

公司 2017 年 IPO 的募投项目全部建在一厂区，经历建设、试产、药政报批、市场营销，到 2021 年已开始发挥效力，2022 年可以实现生产达峰。公司二厂区占地面积 366 亩，是一厂区的 3 倍，计划建成 7 个合成车间。公司预计一期项目将于 2022 年初开始试生产，2023 年初正式投产。二厂区二期项目 2022 年上半年开始兴建，有望 2024 年投产使用。一期项目重点品种包括替格瑞洛、米拉贝隆和维格列汀、7-甲氧基茶满酮等品种，同时中试车间能力将较一厂区扩大 10 倍；二期项目将覆盖除一期以外的其他新品种及 CMO/CDMO 项目。

表 6: 公司二厂区产能计划

产品	产能	具体情况
7-甲氧基萘满酮	100 吨	-
原料药	260 吨	利伐沙班（30 吨）、维格列汀（50 吨）、米拉贝隆（20 吨）、阿哌沙班（10 吨）、替格瑞洛（20 吨）、盐酸文拉法辛（100 吨）、达比加群酯（30 吨）
口服固体制剂	20 亿片（粒）	加巴喷丁胶囊（6.5 亿粒）、加巴喷丁片（2.0 亿片）、盐酸文拉法辛缓释胶囊（6.0 亿片）、醋氯酚酸片（5.5 亿片）

数据来源：债券募集说明书公司，东吴证券研究所

随着 2021 年下半年部分项目的逐步放量，以及公司一厂区产能的提升、二厂区一期的建成，公司接受新项目的能力进一步增强，CMO/CDMO 项目在公司收入占比有望不断提升，我们预计 2022 年 CMO/CDMO 项目收入会超过 1 亿元。

长期来看，在突破产能瓶颈后，公司积极整合研发资源，扩大 CMO/CDMO 业务，同时利用多年积累的开发高纯度产品的能力，提供低成本高品质产品的解决方案，积极与头部的原研公司与仿药公司进行更多的项目合作，我们预计在 CDMO 业务的推动下，公司业绩有望进入快速增长期。

4. 盈利预测与投资评级

4.1. 关键假设和收入拆分

基于公司 1) 新产品获批放量；2) CDMO 业务进入成长期；3) 技术改造影响消除，且明显提高部分品种毛利率等逻辑，我们预计公司未来两年营业收入将保持 35% 以上的高增速。具体假设如下：

一、传统原料药及中间体业务：

1.1 抗溃疡病药(瑞巴派特)：瑞巴派特目前受限于产能瓶颈，随着扩产的 40 吨瑞巴派特的落地，2021 年该原料药收入有望恢复正增长。

1.2 抗癫痫药(加巴喷丁)：加巴喷丁在 2020 年处于新工艺的变更报批阶段，生产量和销售量大幅下降。为应对影响，公司主动降低印度等低毛利市场的销售，毛利率在 2020 年有所回升。随着新产能放量和工艺改善完成，明年加巴喷丁将迎来新一轮爆发增长；公司预测毛利率在 2022 年后对比 2019 年有 15-20pct 的恢复。

1.3 抗高血压药(坎地沙坦酯系列)：坎地沙坦原料药将在 2022 年将迎来涨价，短期内（2022 年）给该品种带来一定增长；但是该品种总体受限于产能瓶颈，2022 年后业绩保持平稳。

1.4 解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药(塞来昔布、醋氯芬酸)：该产品线在 2022 年有望迎来快速增长，尤其是塞来昔布在 2020 年 7 月通过 CDE 审评，且下游客户欧意和百洋进入中标集采，内销收入增速放量快。

1.5 抗抑郁药(盐酸文拉法辛): 文拉法辛在 2021 年扩产后, 将为 2022 年提供高毛利收入。

二、新品种和 CDMO 业务

公司共布局 17 个原料药新品种, 随着维格列汀、利伐沙班、非布司他等新产品专利过期, 公司新品种原料药收入将迎来收获期。根据公司的估算, 二厂区新建产能有望在 2023 年初开始投产, 且在当年业绩将快速放量; 我们预测 2026 年后新品种收入有望超过 7 个老品种。

其中, 替格瑞洛在 2021 年 3 月获批, 国内市场将快速放量目前该品种受限于产能(于一区生产), 公司计划在二区扩产, 目标产能 30 吨, 将成为公司一大重要产品。

公司 CDMO 业务以创新药为主, 客户主要为全球 TOP20 原研厂家。公司订单情况良好, 由于创新药 CDMO 项目主要以 II 期为主, 短期增量来自于三个老品种中间体的快速放量。

表 7: 公司收入拆分及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (百万元)	413.06	435.42	603.79	824.91	1295.59
yoy		5.4%	38.7%	36.6%	57.1%
毛利率	29.74%	34.94%	35.37%	37.36%	39.83%
毛利 (百万元)	122.84	152.14	213.58	308.17	516.04
1. 老品种原料药和中间体					
营业收入 (百万元)	399.55	405.23	503.39	640.91	725.59
yoy		1.4%	24.2%	27.3%	13.2%
毛利率	28.8%	33.9%	33.9%	35.5%	35.8%
毛利 (百万元)	115.00	137.24	170.90	227.37	259.54
1.1 抗溃疡病药(瑞巴派特)					
营业收入 (百万元)	132.77	120.05	137.34	141.16	148.79
yoy		-9.6%	14.4%	2.8%	5.4%
销量 (吨)	174.7	157.7	180.0	185.0	195.0
yoy		-9.7%	14.2%	2.8%	5.4%
单价 (万元/吨)	76.0	76.1	76.3	76.3	76.3
毛利率	47.6%	44.9%	45.5%	46.0%	47.0%
毛利 (百万元)	63.17	53.95	62.49	64.93	69.93
1.2 抗癫痫药(加巴喷丁)					
营业收入 (百万元)	119.20	79.04	125.00	210.00	270.00

yoy		-33.7%	58.1%	68.0%	28.6%
销量 (吨)	433.0	283.9	500.0	1000.0	1350.0
yoy		-34.4%	76.1%	100.0%	35.0%
单价 (万元/吨)	27.5	27.8	25.0	21.0	20.0
毛利率	5.4%	9.6%	21.0%	25.0%	27.0%
毛利 (百万元)	6.42	7.62	26.25	52.50	72.90

1.3 抗高血压药(坎地沙坦酯系列)

营业收入 (百万元)	60.96	55.91	51.00	64.75	63.00
yoy		-8.3%	-8.8%	27.0%	-2.7%
销量 (吨)	34.5	31.4	30.0	35.0	35.0
yoy		-9.1%	-4.4%	16.7%	0.0%
单价 (万元/吨)	176.6	178.2	170.0	185.0	180.0
毛利率	23.5%	26.1%	20.0%	26.0%	26.0%
毛利 (百万元)	14.30	14.58	10.20	16.84	16.38

1.4 解热镇痛及非甾体抗炎镇痛药(塞来昔布、醋氯芬酸)

营业收入 (百万元)	43.17	58.77	95.55	110.00	118.80
yoy		36.1%	62.6%	15.1%	8.0%
销量 (吨)	95.3	128.7	210.0	250.0	270.0
yoy		35.0%	63.2%	19.0%	8.0%
单价 (万元/吨)	45.3	45.7	45.5	44.0	44.0
毛利率	34.7%	33.6%	33.0%	35.0%	35.0%
毛利 (百万元)	15.00	19.73	31.53	38.50	41.58

1.5 抗抑郁药(盐酸文拉法辛)

营业收入 (百万元)	7.76	33.50	34.50	50.00	50.00
yoy		331.6%	3.0%	44.9%	0.0%
销量 (吨)	4.0	14.3	15.0	20.0	20.0
yoy		253.3%	5.2%	33.3%	0.0%
单价 (万元/吨)	192.3	234.9	230.0	250.0	250.0
毛利率	42.6%	65.8%	65.0%	65.0%	65.0%
毛利 (百万元)	3.31	22.05	22.43	32.50	32.50

1.6 其他老品种

营业收入 (百万元)	35.69	57.97	60.00	65.00	75.00
yoy		62.4%	3.5%	8.3%	15.4%
毛利率	35.9%	33.3%	30.0%	34.0%	35.0%

毛利（百万元）	12.81	19.31	18.00	22.10	26.25
---------	-------	-------	-------	-------	-------

2. 新品种原料药及中间体

营业收入（百万元）	13.51	30.19	50.40	84.00	390.00
yoy		123.4%	66.9%	66.7%	364.3%
毛利率	58.0%	49.3%	35.0%	35.0%	35.0%
毛利（百万元）	7.84	14.90	22.68	37.80	175.50

2.1 抗凝血类药(替格瑞洛)

营业收入（百万元）	13.51	30.19	50.40	84.00	140.00
yoy		123.4%	66.9%	66.7%	66.7%
销量（吨）	1.1	3.5	6.3	12.0	20.0
yoy		230.6%	79.1%	90.5%	66.7%
单价（万元/吨）	1270.2	858.4	800.0	700.0	700.0
毛利率	58.0%	49.3%	45.0%	45.0%	45.0%
毛利（百万元）	7.84	14.90	22.68	37.80	63.00

2.2 其他新品种

营业收入（百万元）					250.00
毛利率					45.0%
毛利（百万元）					112.50

3. CDMO 业务

营业收入（百万元）			50.00	100.00	180.00
yoy				100.0%	80.0%
毛利率			40.0%	43.0%	45.0%
毛利（百万元）			20.00	43.00	81.00

数据来源：WIND，公司公告，东吴证券研究所

4.2. 盈利预测与估值

公司为特色原料药及中间体龙头之一，且开始向 CDMO 化转型，我们选取了天宇股份、司太立、普洛药业、美诺华、奥翔药业作为特色原料药可比公司，九洲药业作为 CDMO 业务可比公司。根据我们的测算，公司 2022 年 PE 估值约为 34 倍，低于行业可比公司平均的 35 倍。

表 8: 可比公司估值对比（数据截至 2021 年 12 月 28 日）

代码	公司	收盘价 (元)	归母净利润（亿元）			P/E（倍）			市值（亿元）
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	

300702.SZ	天宇股份	47.98	6.67	3.60	5.84	25.0	46.4	28.6	167.0
603520.SH	司太立	60.49	2.39	3.45	5.54	62.0	43.0	26.8	148.2
000739.SZ	普洛药业	35.29	8.17	10.60	13.71	50.9	39.2	30.3	415.9
603538.SH	美诺华	34.85	1.67	2.22	2.98	31.1	23.5	17.5	52.1
603456.SH	九洲药业	56.68	3.81	6.54	8.35	124.0	72.2	56.5	471.9
603229.SH	奥翔药业	36.17	0.87	1.56	2.15	119.6	66.6	48.3	103.8
可比公司平均						64.9	49.8	34.6	
300636.SZ	同和药业	24.87	0.70	0.88	1.51	41.5	57.9	34.0	51.2

数据来源：WIND，公司公告，东吴证券研究所（九洲药业、司太立为东吴研究所推算估值，其余可比公司为 wind 一致预期估值）

我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 0.88、1.51、2.61 亿元，增速分别 26.1%、70.5%、73.3%，2021-2023 年 P/E 估值分别为 58X、34X、20X，基于公司 1) 原料药老品种保持稳定增长；2) 原料药新品种专利到期在即，将逐渐放量；3) CDMO 进入爆发元年，未来 3 年将保持高增速；首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

环保政策收紧：我国计划原料药生产高质量化、绿色化，存在相关环保政策可能持续收紧的风险。

成本向下游传导不及预期：上游原材料可能存在向下游传导不及预期的风险。

新产品审批和放量不及预期：新产品 1) 存在审批速度、注册节奏等不及预期；2) 放量规模不及预期的风险。

CDMO 业务不及预期：CDMO 业务主要为 I/II 期项目，存在研发失败风险，和板块收入不及预期风险。

汇兑损益风险：人民币存在升值的风险。

同和药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	665	747	805	1,045	营业收入	435	604	825	1,296
现金	280	326	283	333	减:营业成本	283	390	517	780
应收账款	20	64	88	111	营业税金及附加	1	2	3	5
存货	335	321	396	555	营业费用	14	19	28	52
其他流动资产	30	37	38	45	管理费用	17	22	29	49
非流动资产	802	987	1,083	1,173	研发费用	35	48	59	98
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	10	22	22	22
固定资产	448	714	860	955	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	307	226	176	172	加:投资净收益	0	0	0	2
无形资产	22	21	21	21	其他收益	5	3	4	6
其他非流动资产	26	26	26	26	资产处置收益	-2	-4	-6	-8
资产总计	1,468	1,735	1,888	2,218	营业利润	78	99	166	290
流动负债	258	359	361	431	加:营业外净收支	0	0	0	0
短期借款	209	209	209	209	利润总额	78	99	166	290
应付账款	31	82	87	127	减:所得税费用	8	10	15	29
其他流动负债	18	68	65	95	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	393	393	393	393	归属母公司净利润	70	88	151	261
长期借款	69	69	69	69	EBIT	82	122	189	312
其他非流动负债	324	324	324	324	EBITDA	134	216	308	454
负债合计	651	752	754	824	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	0	0	0	每股收益(元)	0.54	0.43	0.73	1.27
归属母公司股东权益	817	983	1,133	1,394	每股净资产(元)	6.35	4.77	5.50	6.77
负债和股东权益	1,468	1,735	1,888	2,218	发行在外股份(百万股)	129	206	206	206
					ROIC(%)	5.3%	7.0%	10.0%	14.3%
					ROE(%)	8.6%	9.0%	13.3%	18.7%
					毛利率(%)	34.9%	35.4%	37.4%	39.8%
					销售净利率(%)	16.1%	14.6%	18.3%	20.2%
					资产负债率(%)	44.4%	43.4%	40.0%	37.1%
					收入增长率(%)	5.4%	38.7%	36.6%	57.1%
					净利润增长率(%)	45.0%	26.1%	70.5%	73.3%
					P/E	41.46	57.95	33.99	19.61
					P/B	3.55	5.21	4.52	3.67
					EV/EBITDA	23.84	24.81	17.55	11.81
现金流量表 (百万元)									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	80	276	203	314					
投资活动现金流	-229	-283	-220	-239					
筹资活动现金流	398	53	-25	-25					
现金净增加额	244	45	-42	49					
折旧和摊销	52	95	120	142					
资本开支	-229	-284	-221	-241					
营运资本变动	-61	64	-98	-121					

数据来源: WIND, 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>