



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

原料药市场价格总体平稳 地塞米松磷酸钠价格大涨 ——原料药板块2023Q4跟踪报告

西南证券研究发展中心
2024年3月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

核心观点

2023Q4原料药最新报价及行情回顾（报价截至2023年12月31日）：

- **价格上涨品种：大宗原料药中，维生素类：**维生素B1在12月的价格为151元/千克(环比+16.2%，同比+33%)，维生素D3价格为56.5元/千克(同比+10.8%)，维生素B6价格为144.5元/千克(环比1.4%，同比+25.1%)，烟酸价格为37.5元/千克(同比+29.3%)，维生素B2价格为100元/千克(同比+17.6%)；**抗生素及中间体类：**7-ACA价格为450元/千克(环比-6.3%，同比+2.3%)，硫氰酸红霉素价格为520元/千克(同比+5.1%)；**激素类：**皂素12月价格为550元/千克(同比+10%)，地塞米松磷酸钠价格为45000元/千克(同比+260%)；**解热镇痛药类：**安乃近价格为98元/千克(同比+3.7%)。
- **价格持平品种：大宗原料药中，心血管原料药类：**马来酸依那普利价格为825元/千克，赖诺普利价格为2400元/千克，均在近一年内价格无变化，缬沙坦12月价格为725元/千克(同比+0%)，厄贝沙坦价格为640元/千克(同比+0%)。
- **价格下降品种：大宗原料药中，维生素类：**叶酸价格为182.5元/千克(环比-1.4%，同比-11%)，生物素价格为34元/千克(环比-5.6%，同比-17.1%)，维生素E价格为64.5元/千克(环比+11.2%，同比-17.3%)，维生素A价格为84元/千克(环比+17.5%，同比-23.5%)，泛酸钙价格为57.5元/千克(环比+0.9%，同比-60.3%)；**抗生素及中间体类：**6-APA价格为340元/千克(同比-8.1%)，青霉素工业盐价格为160元/BOU(同比-5.9%)；**解热镇痛药类：**阿司匹林价格为24.5元/千克(同比-9.3%)，扑热息痛价格为33.5元/千克(同比-52.1%)，布洛芬12月价格为125元/千克(环比-28.6%，同比-47.9%)，咖啡因价格为165元/千克(同比-9.6%)。**特色原料药中，心血管原料药类：**阿托伐他汀钙价格为1300元/千克(同比-13.3%)；**培南类：**4-AA 12月价格为1400元/千克(同比-17.6%)；**肝素及其盐：**12月价格为5356.5美元/千克(环比-12.4%，同比-49.7%)。

核心观点

核心观点：

- **短中期维度**：12月地塞米松磷酸钠同比大幅上涨，12月肝素及其盐报价环比大幅下降，建议密切关注地塞米松磷酸钠、及肝素类价格变动趋势。
- **长期维度**：三条路径打开特色原料药长期成长空间。1) “原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间；2) 优异M端能力带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期；3) 基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。
- **投资建议**：建议关注健友股份、川宁生物、博瑞医药、九洲药业等。
- **风险提示**：原料药价格不及预期；产品销量不及预期；突发停产整顿风险；原料药行业政策风险。

2023年12月大宗原料药和特色原料药报价

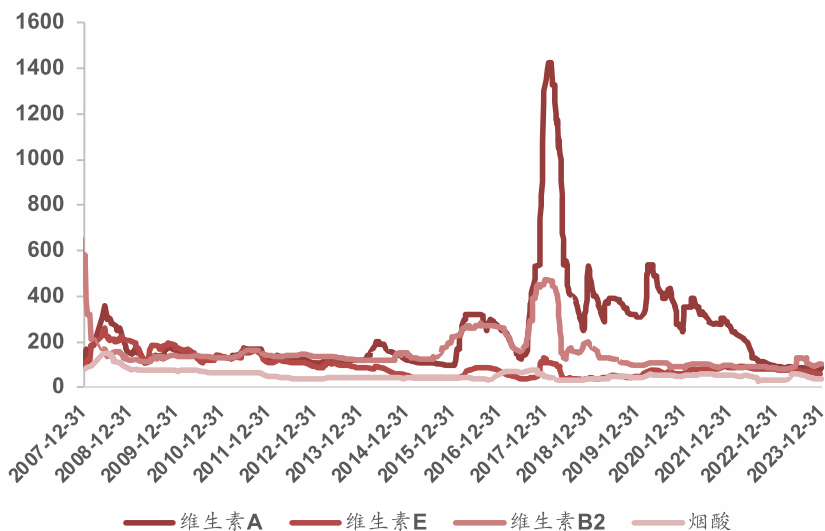
2023年12月原料药最新报价及行情回顾

原料药类别	原料药产品	最新报价 (元/千克)	环比变化	同比变化	年初至今涨跌幅	历史最高价 (元/千克)	历史最低价 (元/千克)
维生素	维生素A	84	17.5%	-10.2%	-23.5%	1425	74.5
	维生素B1	151	16.2%	33.0%	14.5%	630	101
	维生素E	64.5	11.2%	-17.3%	-25.6%	260	34
	维生素B6	144.5	1.4%	25.1%	27.8%	560	107.5
	泛酸钙	57.5	0.9%	-60.3%	-60.7%	750	52
	烟酸	37.5	0.0%	29.3%	29.3%	150	27.5
	维生素B2	100	0.0%	17.6%	17.6%	850	82.5
	维生素D3	56.5	0.0%	10.8%	13.0%	600	40
	叶酸	182.5	-1.4%	-11.0%	-9.8%	3100	150
	生物素	34	-5.6%	-17.1%	-12.2%	330	34
抗生素及中间体	硫氰酸红霉素	520	0.0%	5.1%	5.1%	540	270
	青霉素工业盐	160	0.0%	-5.9%	-5.9%	212.5	47
	6-APA	340	0.0%	-8.1%	-8.1%	490	135
	7-ACA-酶法	450	-6.3%	2.3%	9.1%	1000	330
激素类药	地塞米松磷酸钠	45000	0.0%	260.0%	260.0%	45000	7300
	皂素	550	0.0%	10.0%	10.0%	1050	130
解热镇痛药	安乃近	98	0.0%	3.7%	3.7%	102.5	37
	阿司匹林	24.5	0.0%	-9.3%	-9.3%	40	16
	咖啡因	165	0.0%	-9.6%	-9.6%	235	52
	扑热息痛	33.5	0.0%	-52.1%	-52.1%	70	18
	布洛芬	125	-28.6%	-47.9%	-27.1%	240	67.5
心血管原料药	马来酸依那普利	825	0.0%	0.0%	0.0%	900	380
	赖诺普利	2400	0.0%	0.0%	0.0%	8000	2400
	缬沙坦	725	0.0%	0.0%	0.0%	2200	625
	厄贝沙坦	625	0.0%	0.0%	0.0%	1200	525
	阿托伐他汀钙	1300	0.0%	-13.3%	-13.3%	7000	1300
培南类	4-AA	1400	0.0%	-17.6%	-17.6%	2600	800
肝素(美元/千克)	肝素及其盐	5356.5	-12.4%	-49.7%	-42.6%	15848.9	507.1

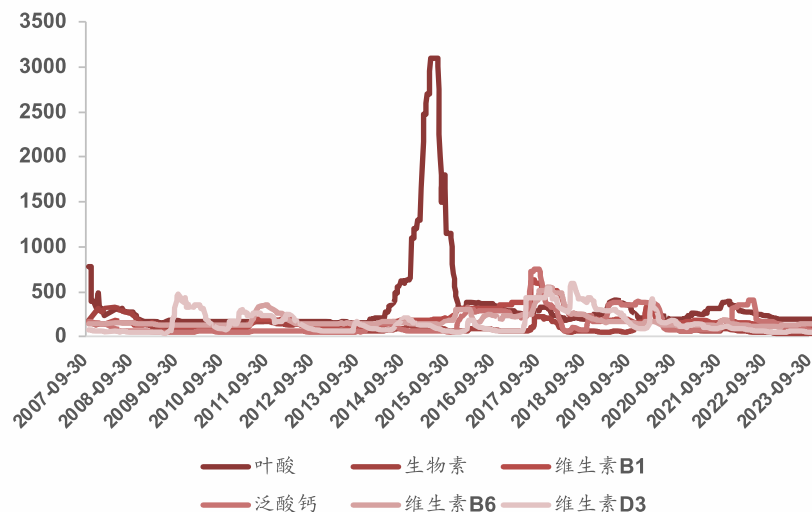
1.1 维生素：维生素市场总体平稳，叶酸、生物素价格环比下降

- **价格上涨品种**：根据Wind统计数据，VA、VE、VB1、VB6、泛酸钙在2023年12月的报价分别为84元/千克、64.5元/千克、151元/千克、144.5元/千克、57.5元/千克，环比上涨17.48%、11.21%、16.15%、1.4%、0.88%。
- **价格持平品种**：根据Wind统计数据，其他维生素产品如VD3、烟酸、VB2在2023年12月报价分别为56.5元/千克、37.5元/千克、100元/千克，环比保持不变。
- **价格下降品种**：根据Wind统计数据，叶酸、生物素在2023年12月的报价分别为182.5元/千克、34元/千克，环比下降1.35%、5.56%。

2007-2023年12月维生素产品价格(元/千克)



2007-2023年12月其他维生素产品价格(元/千克)

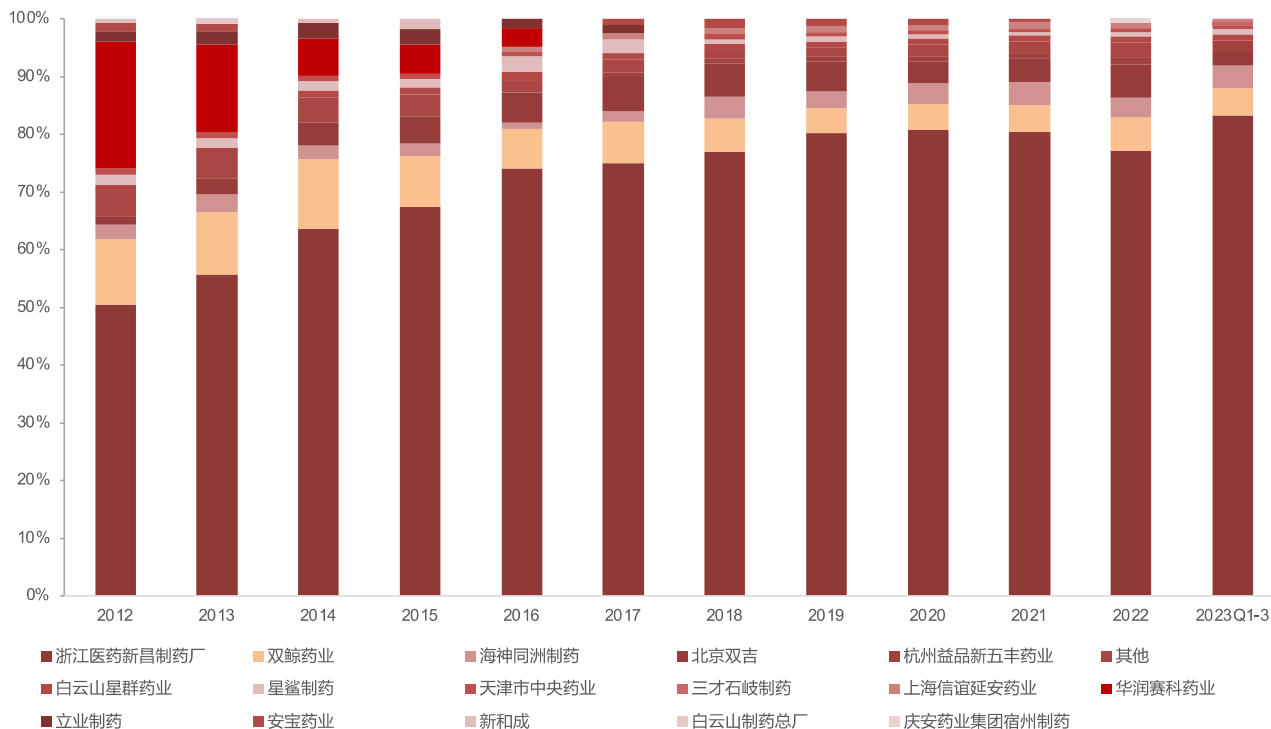


1.1 维生素：维生素市场总体平稳，叶酸、生物素价格环比下降

按单品种各生产企业历年销售占比看：

□ VE：根据PDB数据库统计，2012年至2023Q1-3 VE的主要生产商为浙江医药，每年占有所有生产商销售比例总体上升，2023Q1-3占有所有生产商销售比例为81.65%，2022年占比为77.2%。2023Q1-3销售占比前三的生产商为浙江医药(81.65%)、双鲸药业(4.61%)、海神同洲(3.81%)。

2012-2023Q1-3维生素E各生产企业历年销售占比

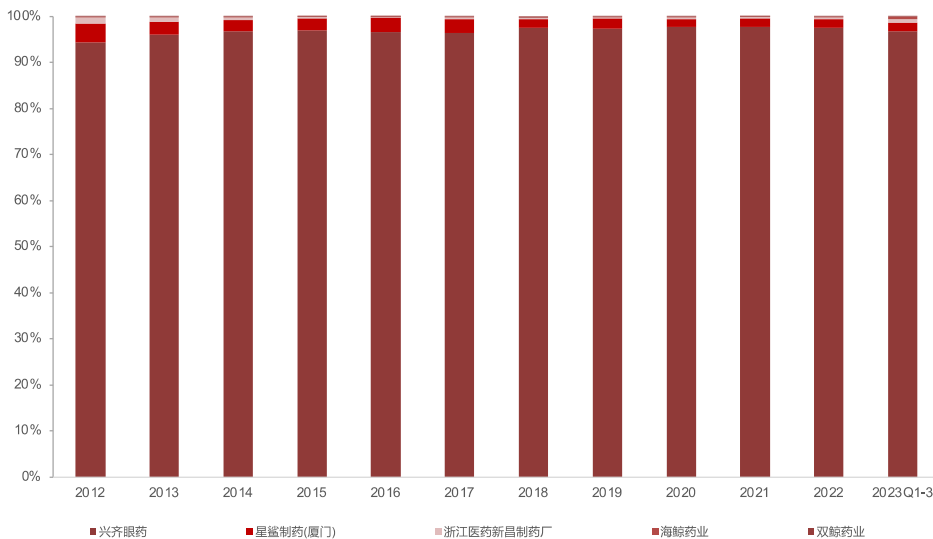


1.1 维生素：维生素市场总体平稳，叶酸、生物素价格环比下降

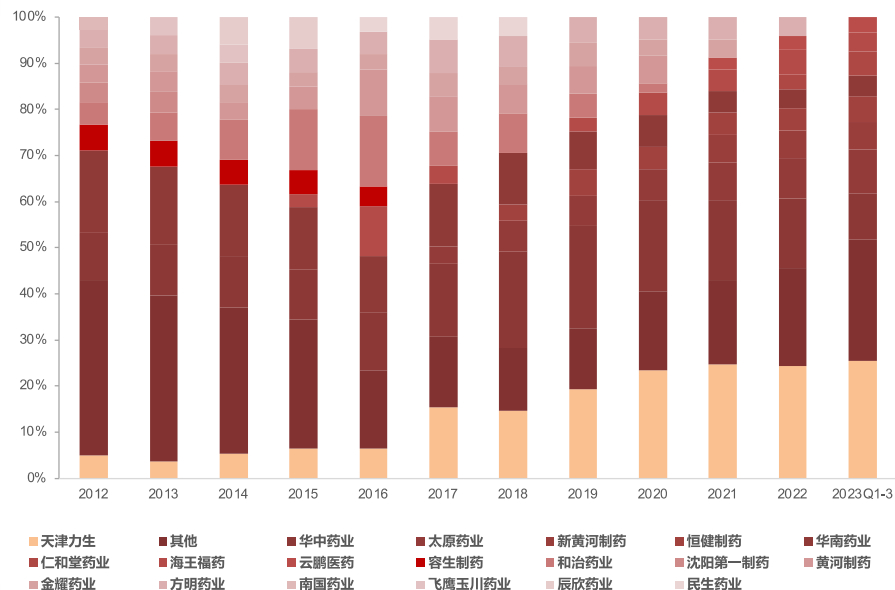
按单品种各生产企业历年销售占比看：

- VA**：根据PDB数据库统计，2012年至2022年VA的主要生产商为兴齐眼药，每年占有所有生产商销售比例均超过90%，2022年占有所有生产商销售比例为97.5%，2023Q1-3占比为96.74%。占有所有生产商销售比例第二的是国药控股子公司星鲨制药，2022年占有所有生产商销售比例为1.9%，2023Q1-3占比为1.94%。其余生产商近年占比均小于1%。
- VB1**：根据PDB数据库统计，华中药业在2017年至2019年VB1的销售额占有所有生产商销售额比例最大，2020年至2023Q1-3力生制药占有最大销售份额。除其它生产商外，2023Q1-3销售占比前三的生产商为力生制药(25.41%)、华中药业(9.94%)、太原药业(9.55%)。

2012-2023Q1-3维生素A各生产企业历年销售占比



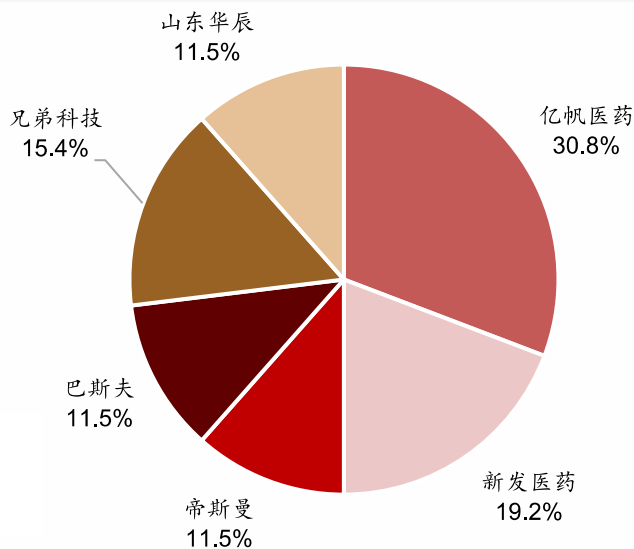
2012-2023Q1-3维生素B1各生产企业历年销售占比



1.1 维生素：维生素市场总体平稳，叶酸、生物素价格环比下降

- 2022年全球泛酸钙产能约26000吨，世界市场呈高度寡头垄断格局，具有泛酸钙产能的企业仅亿帆医药、兄弟科技、山东新发、山东华辰、帝斯曼和巴斯夫六家。其中亿帆医药是全球泛酸钙行业龙头，公司公开数据显示，2022年亿帆医药拥有8000吨泛酸钙产能，占总产能约30.8%。新发医药的泛酸钙产能约5000吨，占总产能约19.2%；兄弟科技产能约4000吨，占总产能约15.4%；山东华辰拥有约3000吨泛酸钙产能，占总产能约11.5%，四家中国企业合计拥有泛酸钙产能约20000吨，占总产能约76.9%，说明我国是泛酸钙产出的主要国家。巴斯夫和帝斯曼的泛酸钙产能均为3000吨，占总产能约11.5%。

2022年泛酸钙各生产企业历年销售占比

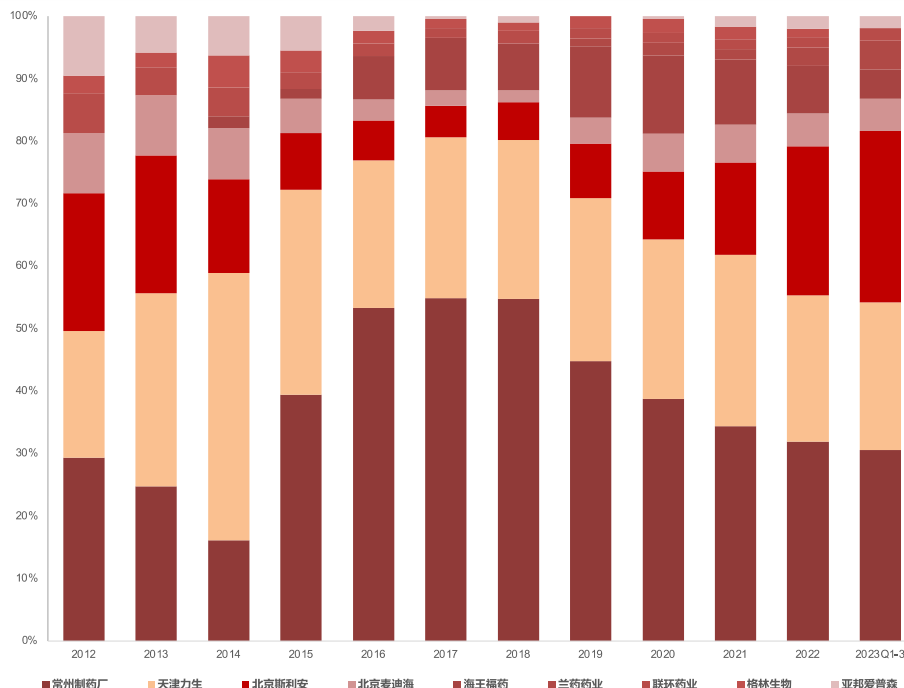


1.1 维生素：维生素市场总体平稳，叶酸、生物素价格环比下降

按单品种各生产企业历年销售占比看：

- **叶酸**：根据PDB数据库统计，2012年至2023Q1-3叶酸的销售额主要由常州制药厂、力生制药和斯利安药业占有，2019年开始海王福药制药每年也占有约10%销售份额。2023Q1-3销售占比前五的生产商为常州制药厂(29.22%)、斯利安药业(26.28%)、力生制药(22.62%)、麦迪海药业(4.99%)、海王福药制药(4.47%)。
- **VD3**：根据PDB数据库统计，2012年至2020年VD3生产商仅有通用药业。

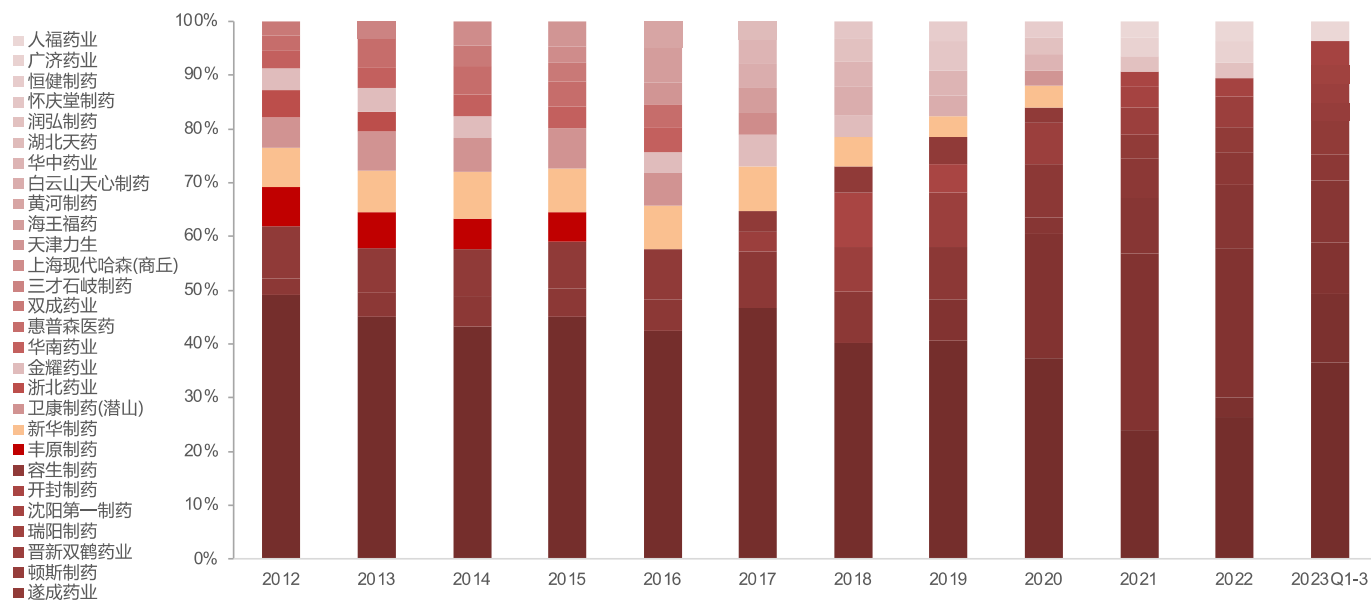
2012-2023Q1-3叶酸各生产企业历年销售占比



1.1 维生素：维生素市场总体平稳，叶酸、生物素价格环比下降

- **VB6**：根据PDB数据库统计，除其他生产商以外，在2012年至2016年VB6的主要生产商为容生制药，2017年至2019年VB6的销售额除其他生产商外占有所有生产商销售额比例最大的生产商分别为方明药业(10.7%)、开封制药(10.1%)、晋新双鹤药业(10.2%)，科伦药业在2020年VB6的销售额占有所有生产商销售额比例为23.2%，为除其他生产商外占比最大的企业，2021年占比进一步增大至32.8%，超过其他生产商为占比最大的企业，2022年占比为27.8%。除占比30.9%的其它生产商，2023Q1-3销售占比前五的生产商为国润制药(13.17%)、民生药业(12.1%)、科伦药业(9.84%)、遂成药业(6.65%)、方明药业(4.95%)。

2012-2023Q1-3维生素B6各生产企业历年销售占比



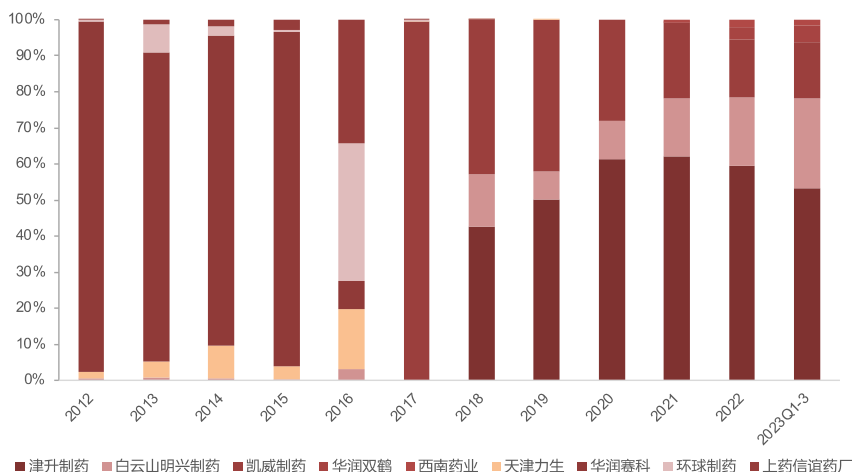
1.1 维生素：维生素市场总体平稳，叶酸、生物素价格环比下降

按单品种各生产企业历年销售占比看：

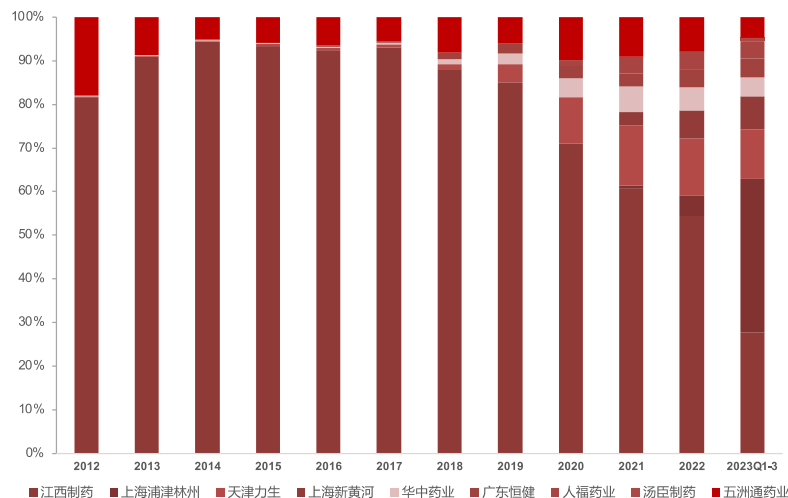
□ **烟酸**：根据PDB数据库统计，2012年至2015年烟酸的主要生产商为华润双鹤子公司华润赛科，2016年环球制药和上药信谊药厂分别占有38%和34.4%的销售份额，2017年则由凯威制药占据99.3%销售份额，2018年津升制药和凯威制药分别占有42.6%和42.7%销售份额，2019年至2023Q1-3年津升制药占有最大销售份额。2023Q1-3销售占比前三的生产商为津升制药(53.22%)、白云山明兴制药(24.84%)、凯威制药(15.79%)。

□ **VB2**：根据PDB数据库统计，2012年至2022年VB2的主要生产商为江西制药，2023Q1-3变为上海浦津林州。2012年至2019年五洲通药业的VB2销售额占有所有生产商销售额比例第二，其中2012年至2017年除江西制药和五洲通药业外其余生产商占比均不足1%，2020年至2022占有所有生产商销售比例第二的是力生制药。2023Q1-3销售占比前五的生产商为上海浦津林州制药(33.8%)、江西制药(26.74%)、力生制药(11.1%)、新黄河制药(7.26%)、广东恒建(4.17%)。

2012-2023Q1-3 烟酸各生产企业历年销售占比



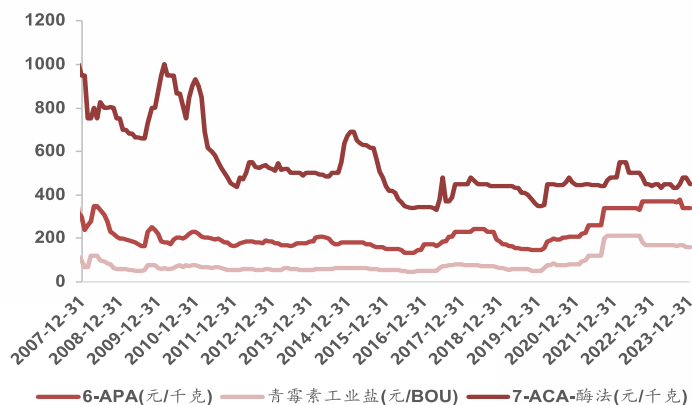
2012-2023Q1-3 维生素B2各生产企业历年销售占比



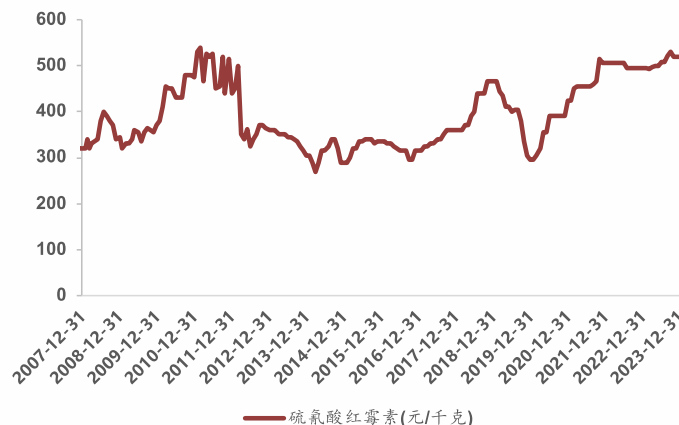
1.2 抗生素及中间体：12月报价保持相对平稳

- **7-ACA**：根据Wind数据，2023年12月7-ACA报价450元/千克，环比下降6.25%，同比上升2.27%。
- **6-APA、青霉素工业盐**的报价分别为340元/千克、160元/BOU，环比持平。青霉素工业盐价格从2020年开始持续上涨，价格在2021年10月至2022年8月维持在212.5元/BOU持续处于高位并保持平稳，2022年12月下降至170/BOU，同比下降5.88%，6-APA同比下降8.11%。
- **硫氰酸红霉素**：根据Wind数据统计，硫氰酸红霉素的最新报价为520元/千克，环比持平，同比上涨5.05%。硫氰酸红霉素作为合成罗红霉素、阿奇霉素等大环内酯类抗生素的重要原料，因疫情加之全球环保措施趋严导致许多厂商停产或减产，总体产能下降，同时欧洲发现硫氰酸红霉素既可以防止动物或家禽生病又可以加快生长速度，需求变大，在供给下降需求增加的情况下，2020年开始硫氰酸红霉素价格开始不断上涨，2023年12月价格相较于2020年2月上涨70.5%。

2007-2023年抗生素中间体产品价格



2007-2023年硫氰酸红霉素产品价格(元/千克)



1.3 激素类药：地塞米松磷酸钠同比大幅上涨

- 根据Wind统计数据，地塞米松磷酸钠和皂素的最新报价分别为45000元/千克和550元/千克，环比无变化，与去年同期相比价格分别上升260%、上升10%。
- 地塞米松作为一种广泛应用于临床的激素药物，在新冠疫情期间，被用于治疗重症和危重症患者，减轻炎症和提高生存率，曾被视作新冠重症唯一有效药。随着新冠疫情的好转，新冠病毒毒性减弱，进入重症和危重的患者比例逐渐减少；且新冠特效药价格进一步下降(国产新冠口服液每疗程价格在千元以内)，激素类药物的需求量减少，导致地塞米松的价格回落。2023年11月地塞米松价格上涨明显，主要受供求关系影响，包括成本压力上涨、利润不足、质量要求提高，临床急救药品需求短缺等影响。

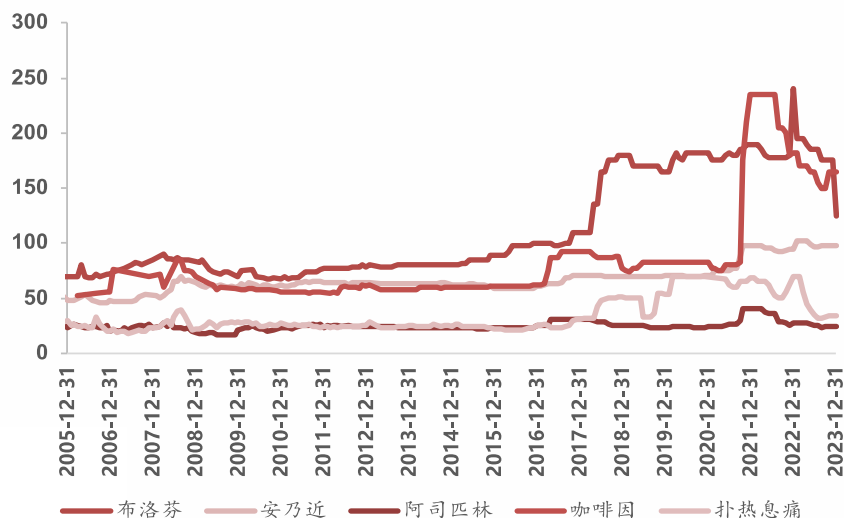
2005-2023年激素类产品价格(元/千克)



1.4 解热镇痛药：12月报价平稳

- 根据Wind统计数据，阿司匹林、扑热息痛12月价格分别为24.5元/千克（环比+0%，同比-9.26%）、33.5元/千克（环比+0%，同比-52.14%），布洛芬、安乃近、咖啡因的12月最新报价分别为125元/千克、98元/千克、165元/千克，布洛芬环比下降28.57%，其他均无变化，同比分别为下降47.92%、上涨3.7%、下跌9.59%。
- 扑热息痛自2020年Q1价格出现大幅上涨以来，始终维持在高位。受新冠疫情发展的影响，许多人使用扑热息痛缓解轻度的发热和疼痛等症状。这种情况导致扑热息痛的需求量上升。因为供应和生产的时间有限，供给端无法立即增加，供不应求导致价格上涨。随着时间的推移，疫情扩散得到控制，药品的需求量减少，且药品的生产和供应链恢复正常，导致扑热息痛价格回调。

2005-2023年解热镇痛产品价格(元/千克)

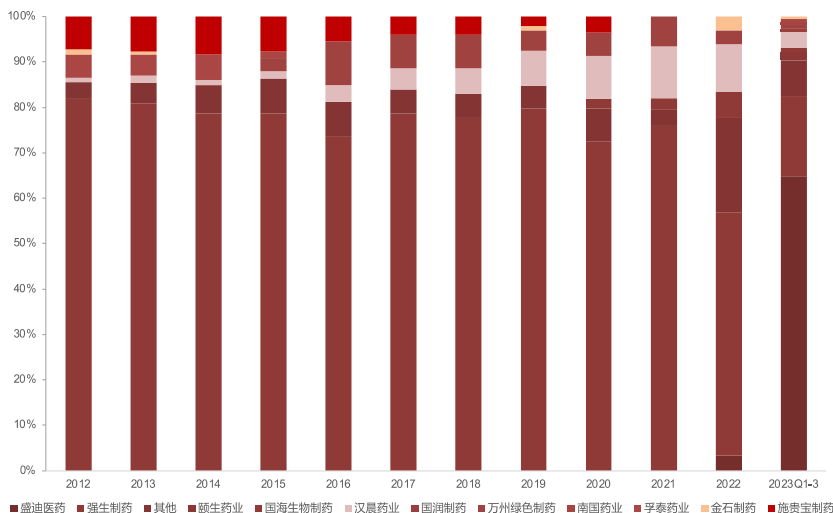


1.4 解热镇痛药：12月报价平稳

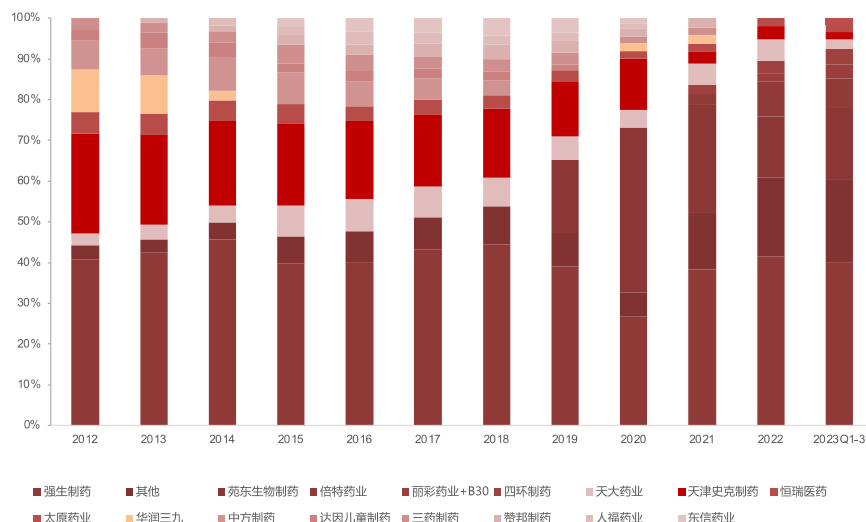
按单品种各生产企业历年销售占比看：

- 扑热息痛**：根据PDB数据库统计，2012年至2021年扑热息痛的主要生产商为强生制药，占比在70%左右，2022年强生制药仍是第一大生产商，但销售占比降低至48.6%。2023Q1-3降为第二位，销售17.73%，2012年至2015年BMS的扑热息痛销售额占比位列第二，2016年至2018年占比位列第二的是万州绿色制药，2019年至2022年扑热息痛销售额占比位列第二的是汉晨药业。2023Q1-3销售占比前三的生产商为盛迪医药(64.78%)、强生制药(17.73%)、汉晨药业(3.4%)。
- 布洛芬**：根据PDB数据库统计，2012年至2022年期间除2020年以外布洛芬主要生产商为强生制药，每年占有所有生产商销售比例在40%左右，2022年占有所有生产商销售比例为40%，2023Q1-3占比为40.11%。2020年苑东生物占有最大销售份额。2023Q1-3销售占比前三的生产商为强生制药(40.11%)、苑东生物(17.74%)、成都倍特(7%)。

2012-2023Q1-3扑热息痛各生产企业历年销售占比



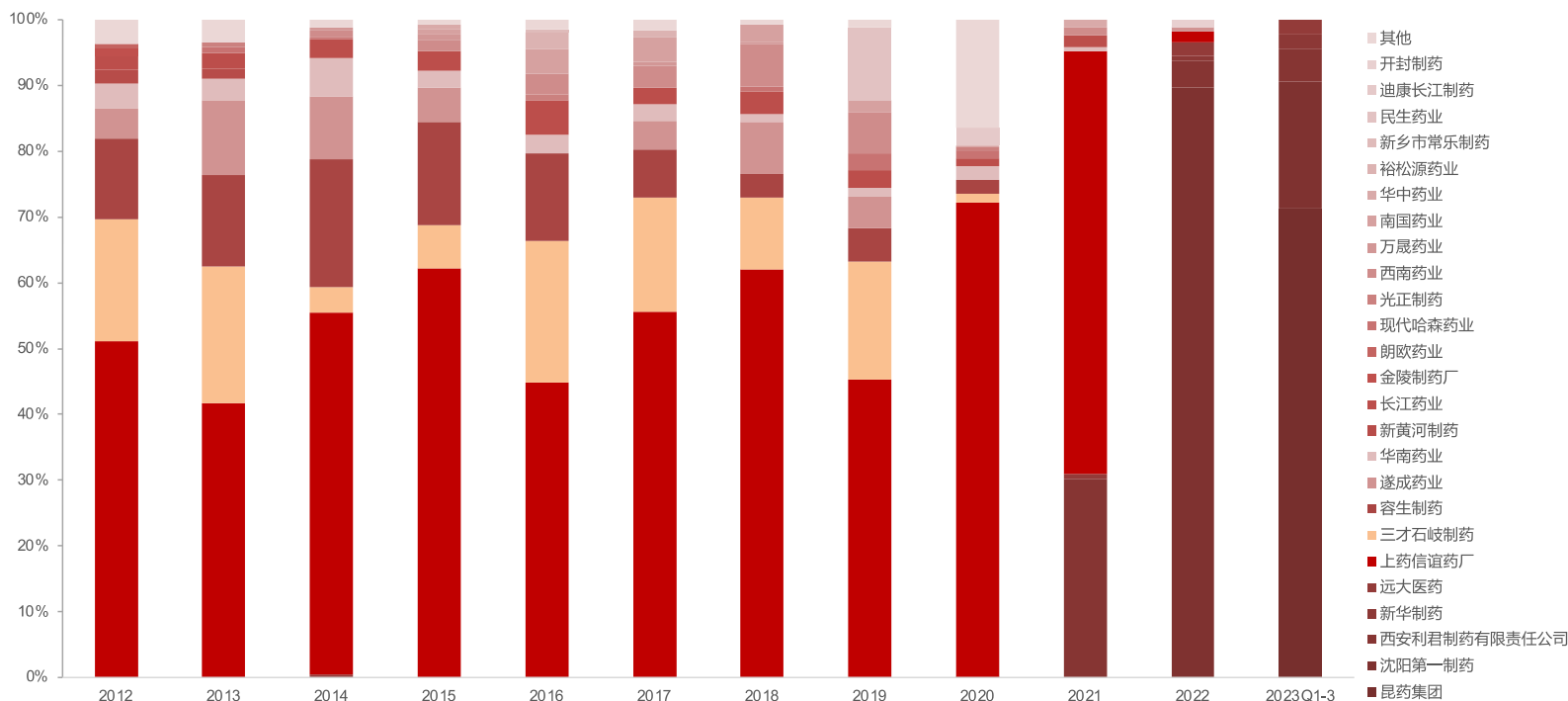
2012-2023Q1-3布洛芬各生产企业历年销售占比



1.4 解热镇痛药：12月报价平稳

- 安乃近：根据PDB数据库统计，2013年至2021安乃近的主要生产商为上药信谊药厂，2021年占比为64.2%，2022年占所有生产商销售比例为1.6%，产量减少可能由于近年安乃近相关药品因副作用原因禁用，需求量降低，同时2022年东北制药集团沈阳第一制药异军突起，一跃成为2022年安乃近第一大生产商，销售占比近90%，挤占了市场的绝大多数份额。2023Q1-3销售占比前三的生产商为昆药集团(71.29%)、沈阳第一制药(19.32%)、西安利君制药有限公司(4.87%)。

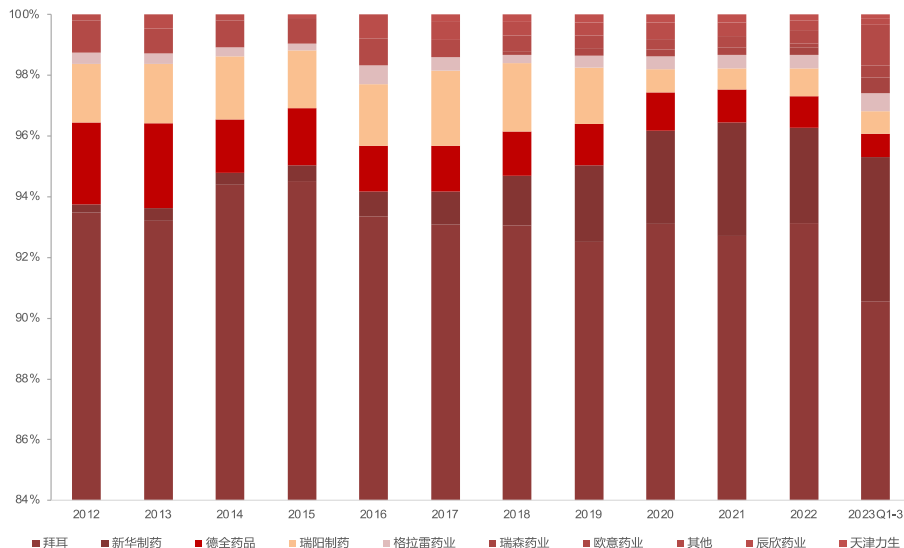
2012-2023Q1-3 安乃近各生产企业历年销售占比



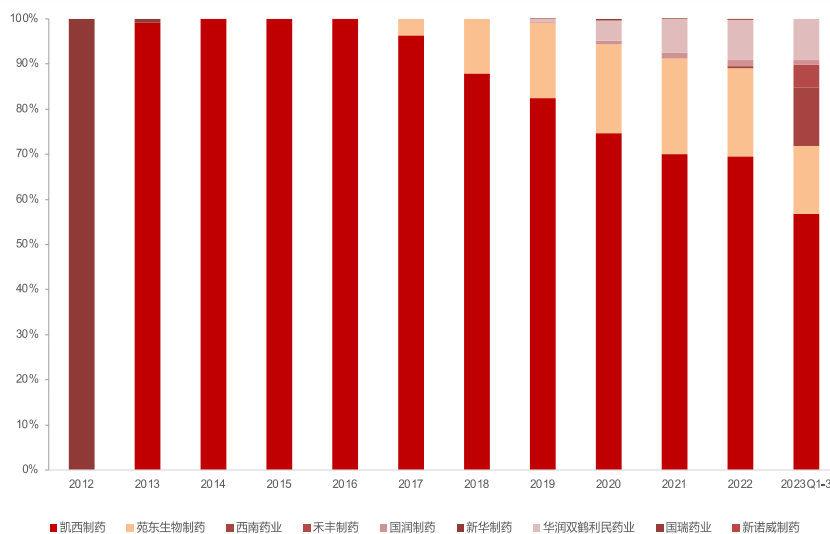
1.4 解热镇痛药：12月报价平稳

- 阿司匹林**：根据PDB数据库统计，2012年至2022年阿司匹林的主要生产商为拜耳，每年占有所有生产商销售比例均超过90%，2012年和2013年占比第二的是德全药品，2014年至2018年瑞阳制药的阿司匹林销售额占有所有生产商销售额比例第二，2019年至2023Q1-3阿司匹林销售额占有所有生产商销售额比例第二的是新华制药。2023Q1-3销售占比前三的生产商为拜耳(90.56%)、新华制药(4.76%)、德全药品(0.76%)。
- 咖啡因**：根据PDB数据库统计，2013年至2022年咖啡因的主要生产商为凯西制药，2017年开始苑东生物占据一定市场份额且占比不断提高，2017年苑东生物的咖啡因销售额占有所有生产商销售额比例为3.6%，至2022年该比例增加至19.9%。2023Q1-3销售占比前三的生产商为凯西制药(56.73%)、苑东生物(15.11%)、西南药业(12.75%)。

2012-2023Q1-3 阿司匹林各生产企业历年销售占比



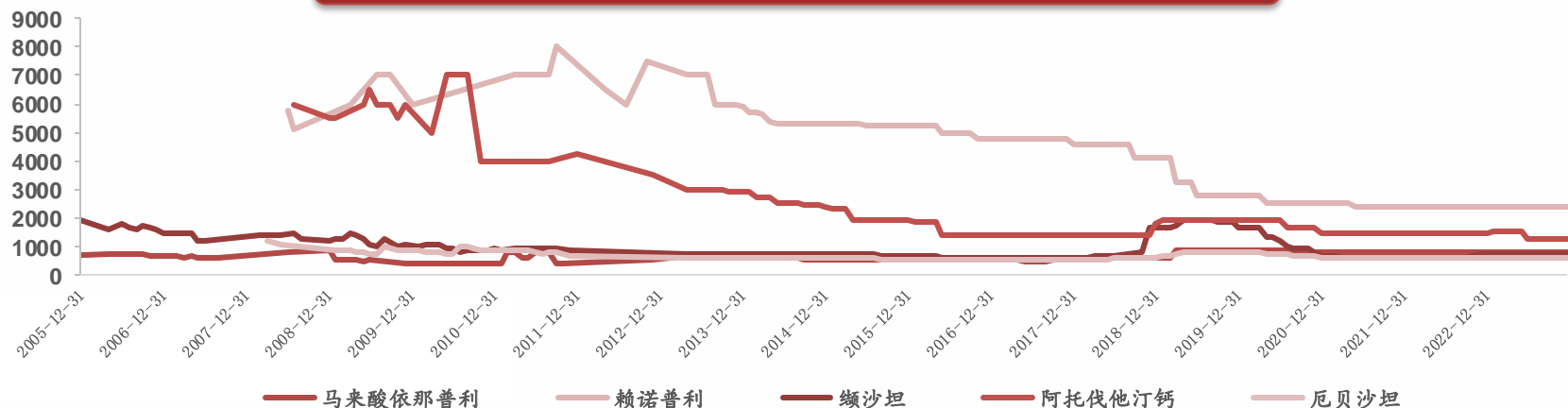
2012-2023Q1-3 咖啡因各生产企业历年销售占比



2.1 心血管原料药：药品报价相对稳定

- 根据Wind统计数据，马来酸依那普利、赖诺普利、缬沙坦、阿托伐他汀钙、厄贝沙坦的最新报价分别为825元/千克、2400元/千克、725元/千克、1300元/千克和625元/千克。马来酸依那普利、赖诺普利、缬沙坦和厄贝沙坦环比均保持不变，阿托伐他汀钙环比下降13.3%；缬沙坦同比下跌1.4%，厄贝沙坦同比下跌2.3%，马来酸依那普利、赖诺普利和阿托伐他汀钙同比均无变化。
- 心血管类原料药相对稳定，阿托伐他汀钙价格自2020年12月以来始终保持1500元/千克，2023年1月上涨至1525元/千克，2023年6月下跌至1300元/千克。缬沙坦价格从2021年3月保持625元/千克，2022年10月开始上涨，2023年1月上涨至735元/千克；厄贝沙坦价格自2021年4月以来维持在640元/千克，2022年10月下降至625元/千克，2023年1月上涨至635元/千克，2023年5月上涨至640元/千克，2023年11月下跌至625元/千克；赖诺普利的价格自2021年5月开始保持2400元/千克；马来酸依那普利价格从2020年11月开始维持825元/千克，已持续35个月。

2005-2023年心血管原料药产品价格(元/千克)



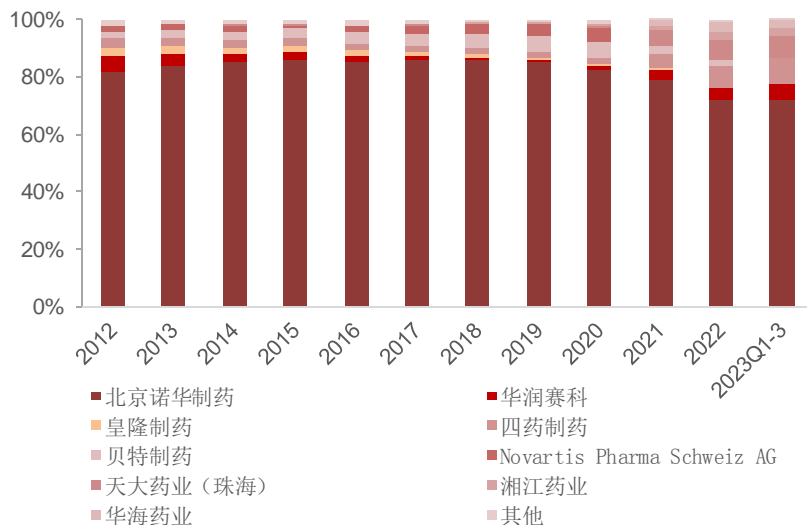
2.1 心血管原料药：药品报价相对稳定

按单品种各生产企业历年销售占比看：

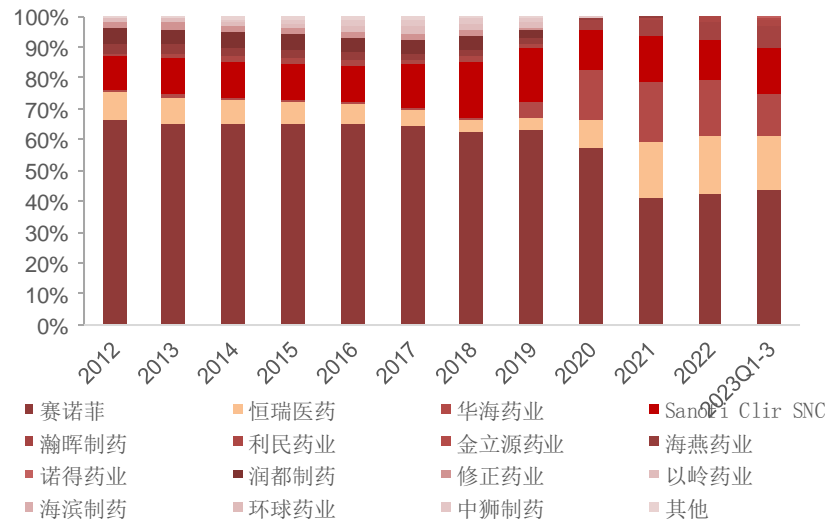
□ **缬沙坦**：根据PDB数据库统计，2012年至2023年缬沙坦主要生产商为北京诺华制药，每年占有所有生产商销售比例在80%左右，近五年占比总体呈下降趋势，2022年所有生产商销售比例为71.6%，2023年Q1-3占比为72.13%。2023Q1-3销售占比前三的生产商为北京诺华制药(72.13%)、四药制药(8.84%)、天大药业(7.63%)。

□ **厄贝沙坦**：根据PDB数据库统计，2012年至2023年厄贝沙坦的主要生产商为赛诺菲(杭州)制药，每年占有所有生产商销售比例呈下降趋势，2022年占有所有生产商销售比例为42.4%，2023Q1-3占比为42.9%。近年恒瑞医药和华海药业开始占据一定市场份额，2022年恒瑞医药厄贝沙坦销售额占比位列第二，占比为18.9%，2023Q1-3占比为17.45%；2022年华海药业的厄贝沙坦销售额占比位列第三，占比为17.7%，2023Q1-3占比为13.57%。

2012-2023Q1-3缬沙坦各生产企业历年销售占比



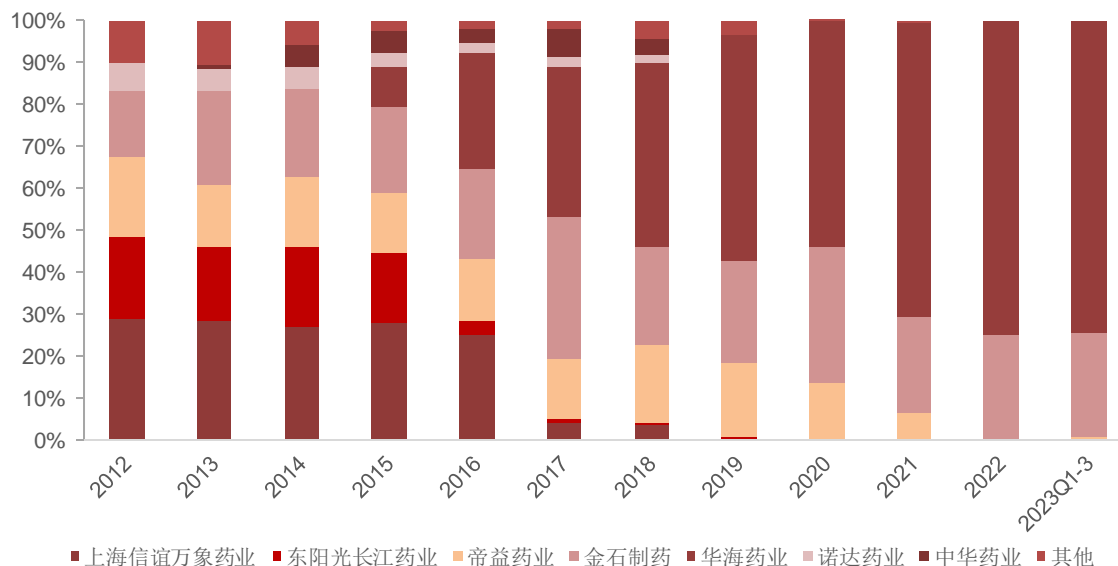
2012-2023Q1-3厄贝沙坦各生产企业历年销售占比



2.1 心血管原料药：药品报价相对稳定

- **赖诺普利**：根据PDB数据库统计，2012年至2015年赖诺普利的市场份额主要由上海信谊万象药业、东阳光长江药业、帝益药业和金石制药占据，其中上海信谊万象药业销售额占有所有生产商销售比例最大，占比超过25%，其余三家生产商占比在20%左右。2016年华海药业开始占有较大市场份额，2016年华海药业的赖诺普利销售额占有所有生产商销售比例为27.3%，东阳光长江药业开始失去赖诺普利市场，占比仅3.4%，上海信谊万象药业占比也略有下降，销售额占有所有生产商销售比例为24.8%。2016年至2023年Q1-3华海药业的赖诺普利销售额占有所有生产商销售比例最大，金石制药的赖诺普利销售额占有所有生产商销售比例第二。2023年Q1-3赖诺普利的生产商仅有华海药业(74.53%)、金石制药(24.8%)、帝益药业(0.67%)。

2012-2023Q3赖诺普利各生产企业历年销售占比



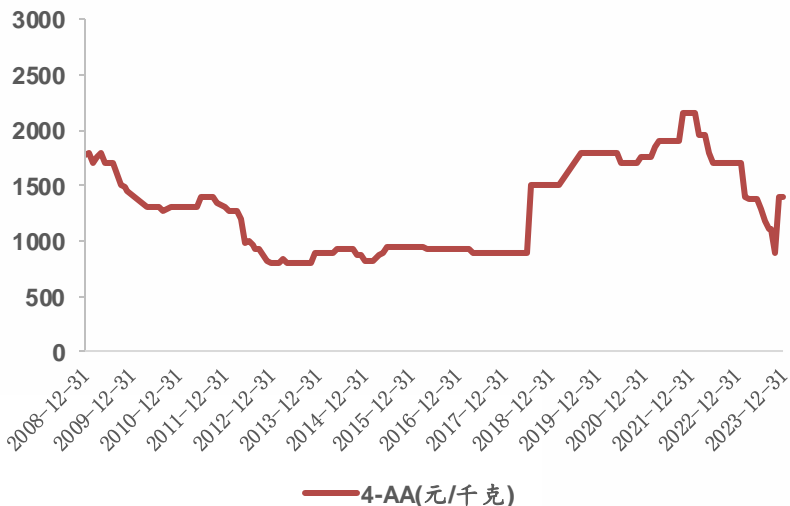
2.2 培南类：4-AA报价环比上涨

□ 根据Wind统计数据，截至12月31日，4-AA的最新报价为1400元/千克，环比无变化，同比下降17.65%。

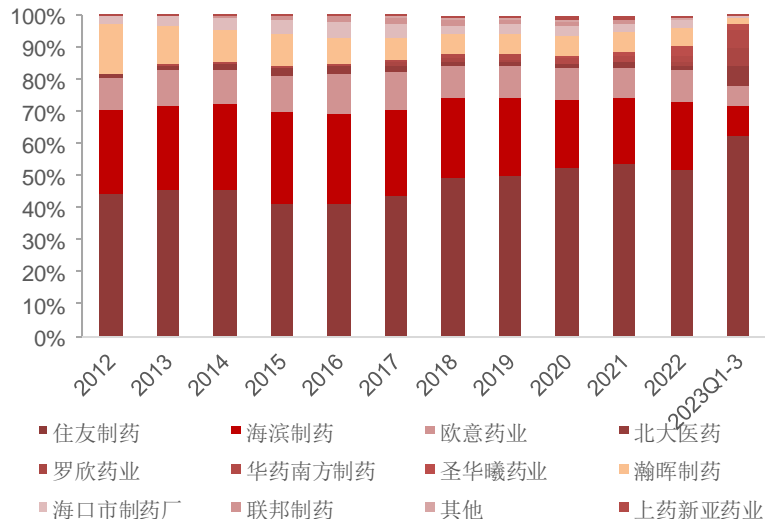
按单品种各生产企业历年销售占比看：

□ **美罗培南**：根据PDB数据库统计，2012年至2023年美罗培南的主要生产商为住友制药，每年占有所有生产商销售比例在50%左右，2023年Q1-3销售比例突破60%。除住友制药以外2012年至2023年美罗培南的市场主要由海滨制药、瀚晖制药和欧意药业占据，其中海滨制药多是除住友制药外第二大生产商。2023Q1-3多家企业销售额占比接近且超过5%，欧意药业的美罗培南销售额占有所有生产商销售比例6.24%，北大医药的美罗培南销售额占有所有生产商销售占比6.5%，罗欣药业的美罗培南销售额占有所有生产商销售占比5.24%，华药南方制药的美罗培南销售额占有所有生产商销售占比5.7%。2023Q1-3销售占比前三的生产商为住友制药(62.34%)、海滨制药(9.1%)、北大医药(6.51%)。

2008-2023年4-AA产品价格(元/千克)



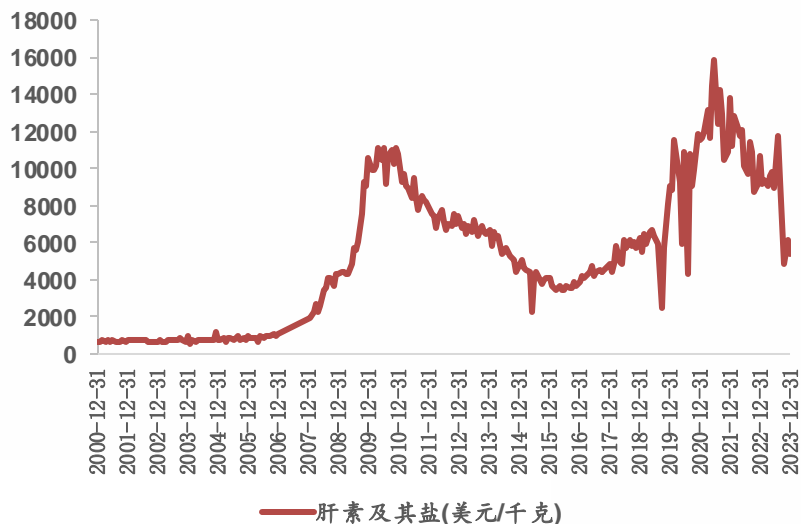
2012-2023Q3 美罗培南各生产企业历年销售占比



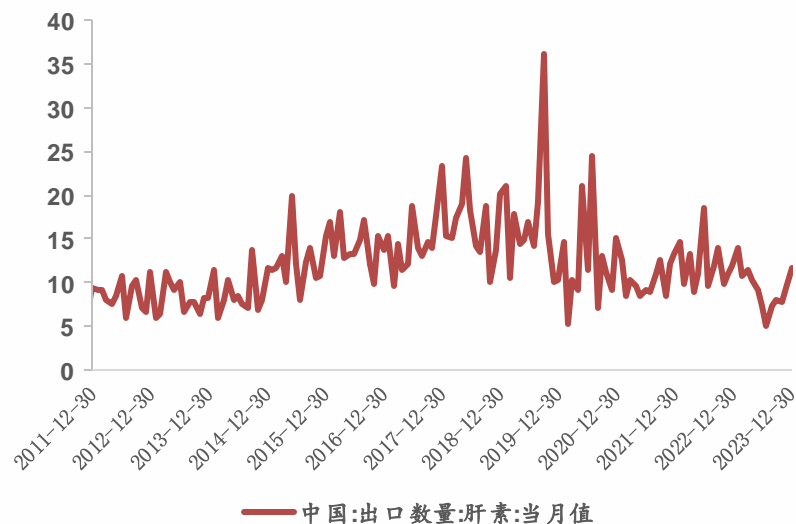
2.3 肝素：出口均价环比下降，近年价格处于高位

- 根据Wind统计数据，2023年12月肝素的出口平均价格为5356.47美元/千克，报价环比下跌12.4%，同比下降49.71%。2023Q4我国肝素出口量为28.81吨，与去年同期相比下降11.79%。肝素出口价格自2020年11月超过1万美元/千克以来，持续在1.2万美元/千克附近波动，最高出口价格为2021年6月的1.6万美元/千克。此后出口价格震荡下行，2023年1月价格下跌到1万美元/千克以下，2023年7月价格回升到1万美元/千克以上，此后一路跌至5356.47美元/千克。

2000-2023年肝素出口平均价格(美元/千克)



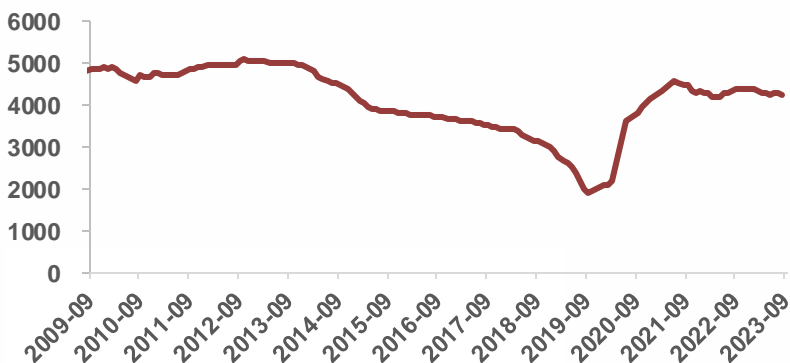
2011-2023年肝素月出口数量(吨)



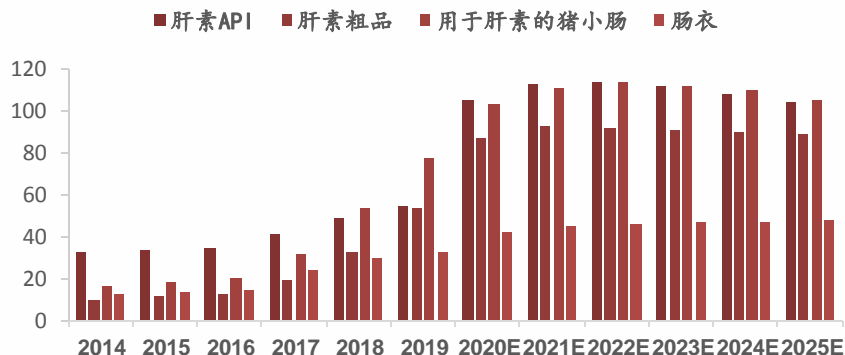
2.3 肝素：出口均价环比下降，近年价格处于高位

- 肝素上游原料主要来源于猪小肠，我国拥有较高的生猪出栏量，生猪养殖和屠宰量占全球50%以上，猪小肠资源丰富，是全球最大的肝素原料药出口国。根据国家统计局数据，2019年生猪出栏5.4亿头，与正常年份相持平，2020年我国生猪出栏量为5.2亿头，2021年生猪出栏量为6.7亿头，2022年我国生猪出栏量为7亿头，2023年生猪出栏量为7.3头。2019年全年生猪出栏量为5.4亿头(-21.6%)，主要受2018年下半年起非洲猪瘟疫情爆发影响；2020年全年生猪出栏量为5.3亿头(-3.2%)，猪小肠供给端进一步紧缩；2021年全年生猪出栏量为6.7亿头(+28.9%)，呈大幅回升状态；2023年全年生猪出栏量为7.3亿头(+3.8%)，延续回升的趋势。过去几年养猪行业去产能化，能繁母猪存栏量从2014年开始持续下降，2019年首次跌破2000万并于2019年9月达到最低点；2020年开始反弹，2022年12月能繁母猪存栏量为4390万头，逐步恢复到去产能化最初时期水平。2023年12月末能繁母猪存栏4142万头，环比下降2.31%，同比下降5.65%。
- **上游原料供给减少叠加下游肝素产品需求增加推动肝素价格上涨。**根据弗若斯特沙利文预测，肝素粗品的价格从2014年的10.3美元/mega上涨到2019年的53.3美元/mega，年复合增长率为38.9%；肝素API的价格从2014年的33美元/mega上涨到2019年的54.3美元/mega，年复合增长率为10.5%。预计未来4年肝素粗品价格维持在90美元/mega附近，肝素API价格维持在110美元/mega左右，价格处于高位。

2009-2023年中国能繁母猪生猪存栏量(万头)



2014-2025年全球肝素原料药及上游原料价格及预测(美元/mega)



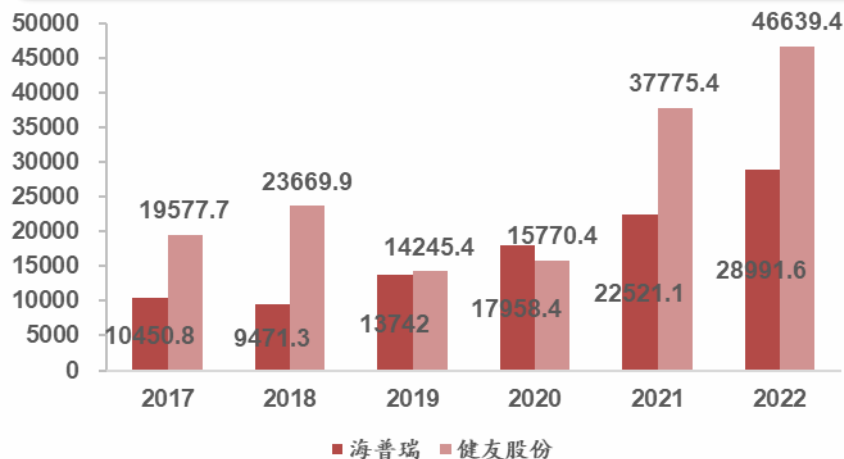
2.3 肝素：出口均价环比下降，近年价格处于高位

- 肝素原料药行业上市企业较多，东诚药业、海普瑞、健友股份、常山药业、红日药业等，我们选取该行业两个龙头企业海普瑞和健友股份，通过分析两家企业近五年肝素原料药生产量和库存量，观察肝素行业近年发展趋势：
- **从生产量看：**健友股份和海普瑞在2019年和2020年生产量出现下滑，2019年海普瑞生产量为8.7万亿单位，较上一年减少20%，2020年生产量为7.5万亿单位，与2019年相比减少14.6%；2019年健友股份生产量为4.2万亿单位，与上一年相比增加0.2%，2020年生产量为4万亿单位，较2019年减少5.9%。2021年随着非洲猪瘟疫情缓解，两家生产产能均恢复到2018年的水平，海普瑞2022年生产量已超过2018年水平。
- **从库存量看：**2022年海普瑞库存量为2.9万亿单位，与上一年相比增加28.7%，近五年复合增长率为29.1%；2021年健友股份库存量为3.8万亿单位，与上一年相比增加139.5%，近四年复合增长率为17.9%。两家生产商近年为减少原材料价格上涨带来的损失并有效降低生产成本，持续增加肝素的库存，但大量存货也导致近年肝素销量出现下滑。同时，原料药企业大量囤货也会造成供给量减少，从而导致价格上升。随着全球疫情影响逐步减弱，医疗体系及用药回归常态，需求疲软导致价格下降回落正常区间。

2017-2022年健友股份和海普瑞肝素生产量(亿单位)



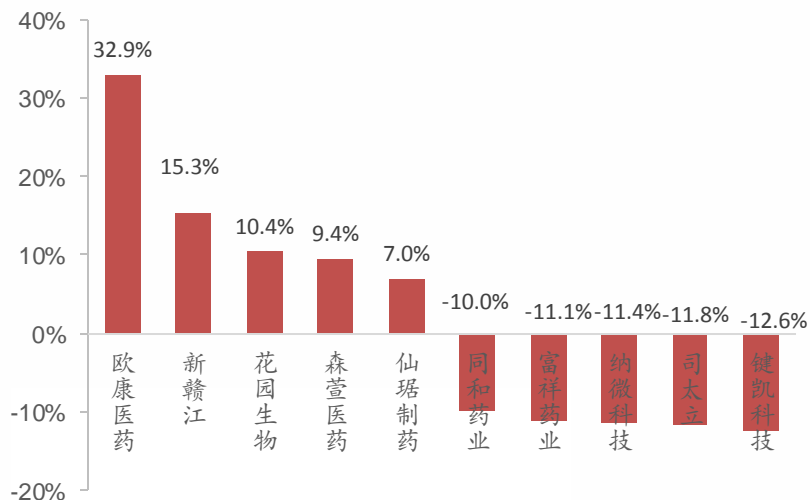
2017-2022年健友股份和海普瑞肝素库存量(亿单位)



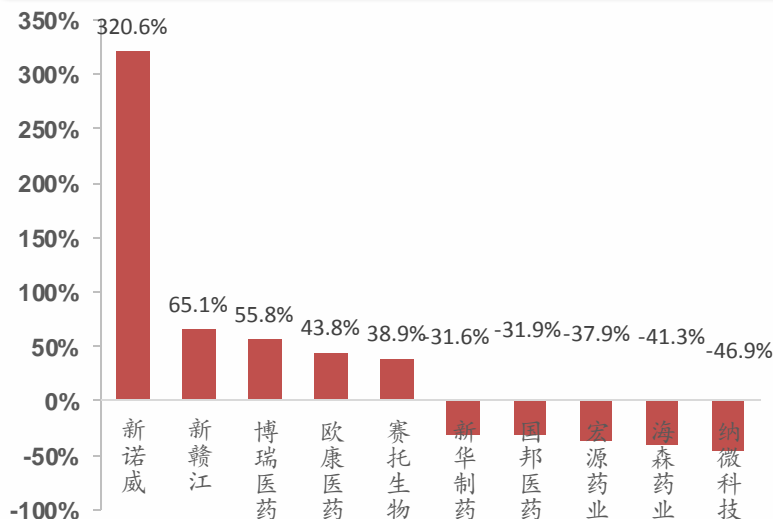
3 原料药上市企业经营情况及个股涨跌幅

- **原料药板块共选取47家公司。**2023年12月申万原料药指数下跌3.4%，跑赢申万化学制药指数0.58%，跑赢申万医药指数0.14%。2023年12月原料药板块涨幅排名前五的个股分别为：欧康医药(+32.9%)、新赣江(+15.3%)、花园生物(+10.4%)、森萱医药(+9.4%)、仙琚制药(+7%)。2023年12月原料药板块跌幅排名前五的个股分别为：同和药业(-10%)、富祥药业(-11%)、纳微科技(-11.4%)、司太立(-11.8%)、键凯科技(-12.6%)。
- **2023年以来申万原料药指数上涨2.5%，跑输申万化学制药指数3%，跑输申万医药指数4%。**2023年以来原料药板块涨幅排名前五的个股分别为：新诺威(+320.6%)、新赣江(+65.1%)、博瑞医药(+55.9%)、欧康医药(+43.8%)、赛托生物(+39%)。2023年以来原料药板块跌幅排名前五的个股分别为新华制药(-31.7%)、国邦医药(-31.9%)、宏源药业(-37.9%)、海森药业(-41.3%)、纳微科技(-47%)。

12月原料药个股涨跌幅排名



2023年以来原料药个股涨跌幅排名(截至20231231)

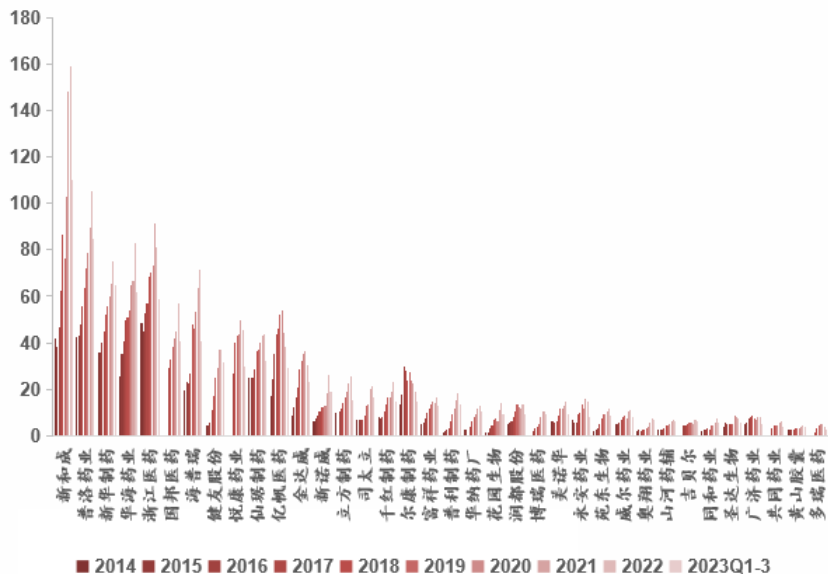


3 原料药上市企业经营情况及个股涨跌幅

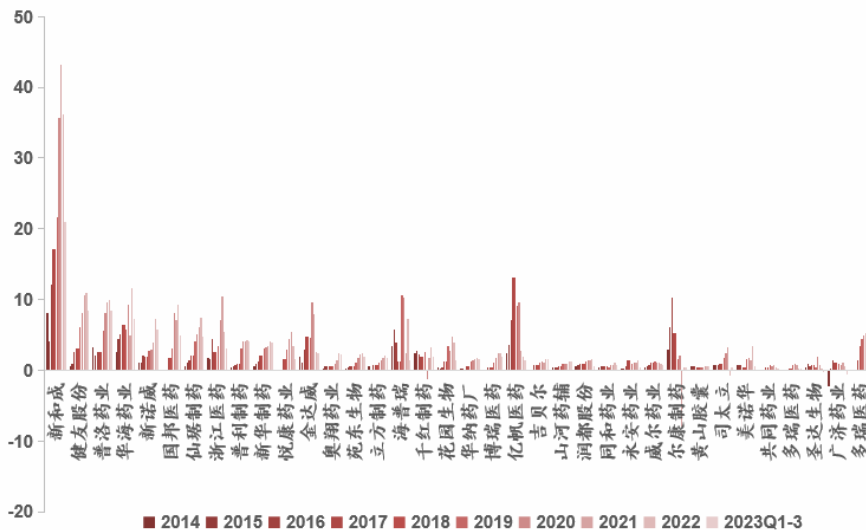
从原料药上市企业经营情况看：

- 2023Q1-3原料药企业营业收入排名前五的分别为：新和成(110.1亿元)、普洛药业(85亿元)、新华制药(65亿元)、华海药业(62.1亿元)、浙江医药(58.8亿元)。
- 2023Q1-3原料药企业归母净利润排名前五的分别为：新和成(21亿元)、健友股份(8.4亿元)、普洛药业(8.5亿元)、华海药业(7.2亿元)、新诺威(5.8亿元)。

2011-2023Q3原料药上市企业营业收入(亿元)



2011-2023Q3原料药上市企业归母净利润(亿元)



原料药板块2023年三季度报总结

2023Q1-3原料药板块收入略降，盈利能力下滑

原料药板块共选取39家公司，2023Q1-3原料药板块实现收入764.1亿元（-1.1%），归母净利润89.3亿元（-19.9%），扣非归母净利润83.2亿元（-21.9%）；分季度看，板块2023Q3实现收入235.8亿元（-5.7%），归母净利润23.5亿元（-22%），扣非归母净利润21.4亿元（-28.6%）。2023Q1-3原料药板块收入端略降，在行业去库存周期、非法规市场价格竞争影响下盈利能力下滑。

从盈利水平看，利润端短期承压，2023Q1-3原料药板块毛利率（34.8%，-0.9pp）、净利率（11.6%，-2.7pp）下滑明显，其中销售费率（7.6%，+0.2pp）、管理费率（6.9%，+0.4pp）、财务费率（-0.2%，+0.7pp）、研发费率（6.0%，+0.6pp）均持续提升。2023Q3利润端仍有承压，销售费率（7.6%，环比+0.3pp）、管理费率（7.5%，环比+0.7pp）、财务费率（1.0%，环比+3.7pp）、研发费率（6.6%，环比+0.2pp）环比持续提升。随着外部环境压力缓解，行业竞争格局优化、企业经营效率提升、费率下行、规模效应扩大有望推动盈利能力提升。

原料药板块21Q3-23Q3业绩速览

(亿元)	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
单季度收入	226.5	268.1	256.8	265.7	250.1	275.2	272.1	256.1	235.8
同比增速	16.8%	24.5%	11.2%	10.4%	10.4%	2.6%	5.9%	-3.6%	-5.7%
归母净利润	32.2	18.2	41.0	40.5	30.1	20.5	32.9	32.9	23.5
同比增速	-6.4%	-33.1%	4.5%	-5.4%	-6.6%	12.2%	-19.7%	-18.7%	-22.0%
扣非归母净利润	28.5	12.1	37.4	38.5	29.9	17.8	30.1	31.7	21.4
同比增速	-0.6%	-29.4%	2.9%	0.5%	-1.5%	37.7%	-20.9%	-18.7%	-28.6%

原料药板块21Q3-23Q3盈利能力指标概览

	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
毛利率	37.9%	35.2%	37.6%	35.5%	34.0%	32.8%	35.2%	34.6%	34.5%
净利率	14.2%	6.8%	16.0%	15.2%	12.0%	7.4%	12.1%	12.8%	10.0%
销售费率	8.2%	7.0%	7.2%	7.2%	8.0%	7.7%	7.8%	7.3%	7.6%
管理费率	7.1%	7.2%	6.1%	6.3%	7.1%	7.1%	6.3%	6.8%	7.5%
财务费率	0.6%	1.6%	1.1%	-1.9%	-1.8%	0.8%	1.2%	-2.7%	1.0%
研发费率	5.5%	5.6%	4.9%	5.4%	5.9%	6.1%	5.1%	6.4%	6.6%

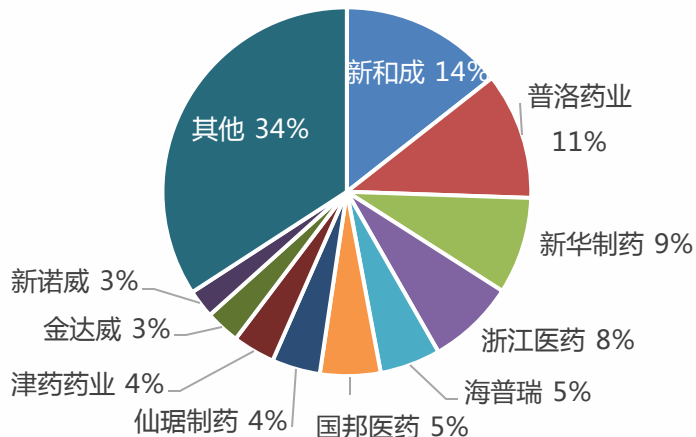
原料药板块2023年三季度报总结

2023Q1-3头部企业贡献近一半业绩，收入、利润贡献集中度较低

2023Q1-3：原料药板块实现收入764.1亿元，19家样本公司收入实现正增长，2家公司收入增速超30%、10家公司净利润增速超30%；2家公司收入增速超50%，6家公司净利润增速超50%。

从收入贡献看，2023Q1-3新和成、普洛药业、新华制药、浙江医药、海普瑞贡献比例为14%、11%、9%、8%、5%；从净利润贡献看，新和成、普洛药业、新诺威、国邦医药、仙琚制药贡献比例为23%、10%、7%、5%、5%。

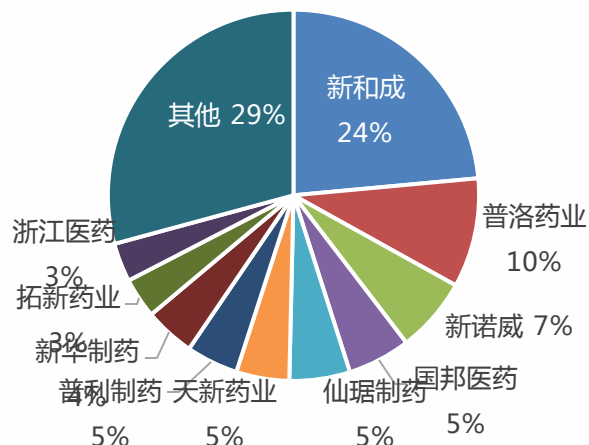
2023Q1-3板块收入占比



板块2023Q1-3业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-1.10%	2	2	19	20
占比		5%	5%	49%	51%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	-19.94%	6	10	18	21
占比		15%	26%	46%	54%

2023Q1-3板块归母净利润占比

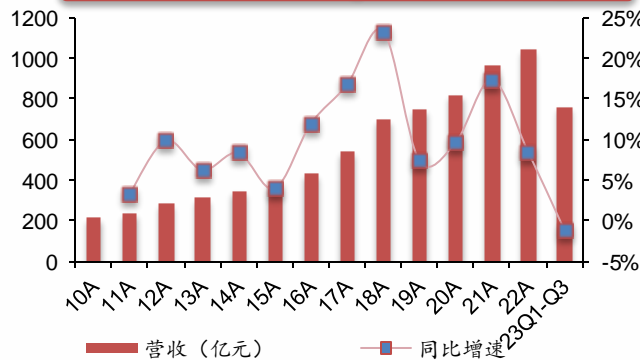


原料药板块2023年三季度报总结

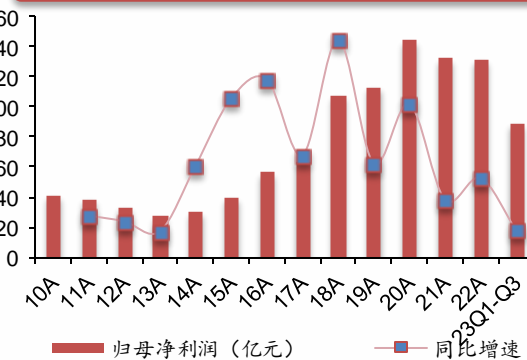
累计季度表现

2023Q1-3收入略降，利润端受制于去库存周期、非法规市场价格竞争等因素短期承压。原料药板块2023Q1-3收入总额764.1亿元（-1.1%）；归母净利润总额为89.3亿元（-19.9%）；扣非净利润总额为83.2亿元（-21.9%）。收入端较22年同期略降、利润端短期承压，主要由于前三季度国际客户去库存，Q1执行原有订单出货量仍较高、Q2以来出货量放缓，夏季停产检修以及非法规市场价格竞争激烈带来的原料药产品价格下滑等因素所致。

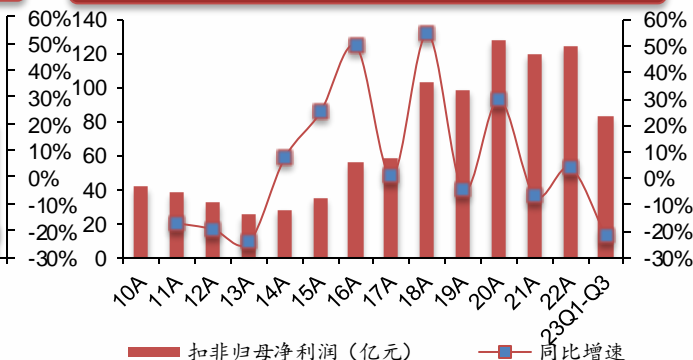
2010年~2023Q1-3收入及增速



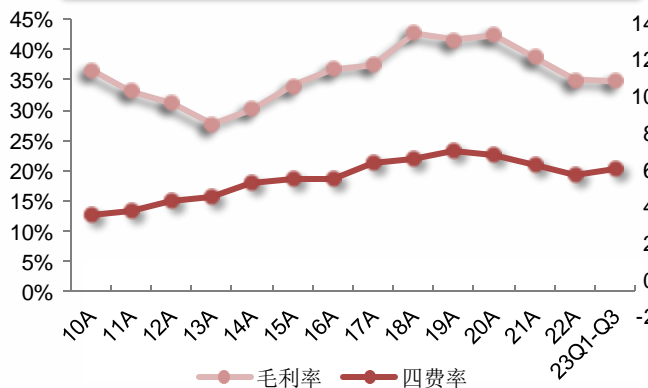
2010年~2023Q1-3归母净利润及增速



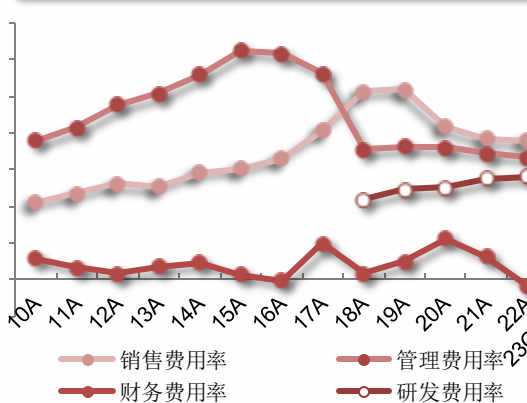
2010年~2023Q1-3扣非归母净利润收入及增速



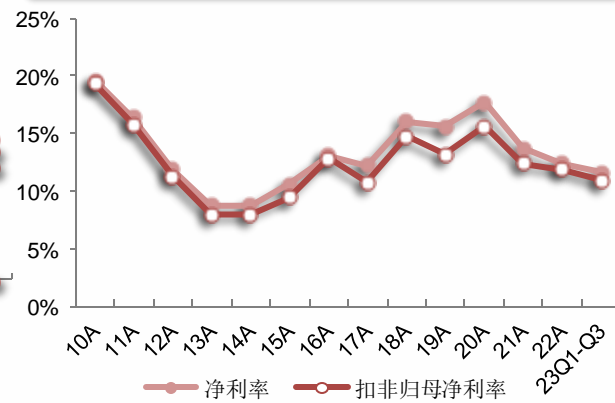
2010年~2023Q1-3毛利率与四费率变化趋势



2010年~2023Q1-3期间费用率变化趋势



2010年~2023Q1-3净利率变化趋势



www.swsc.com.cn

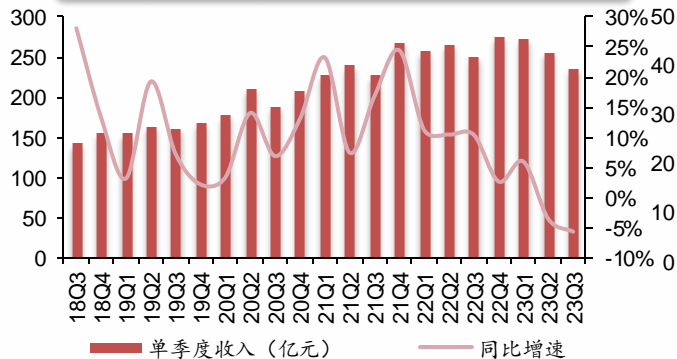
数据来源：Wind，西南证券整理

原料药板块2023年三季度报总结

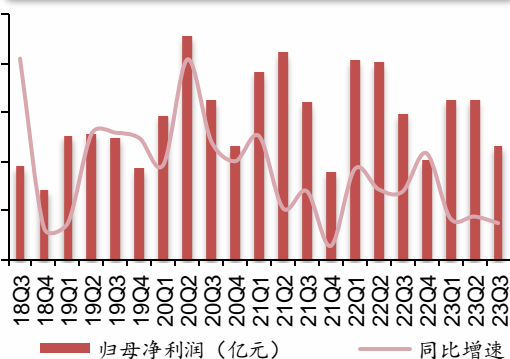
单季度表现

23Q3收入端增速持续下滑，利润端明显承压。 2023Q3实现收入235.8亿元（-5.7%），归母净利润23.5亿元（-22%），扣非归母净利润总额为21.4亿元（-28.6%）。2023Q2-Q3收入端增速持续下滑、利润端明显承压，预计Q4原材料成本下行持续缓解毛利率压力，汇兑收益等财务因素或将对制剂出口属性较强的公司净利润形成正向贡献。

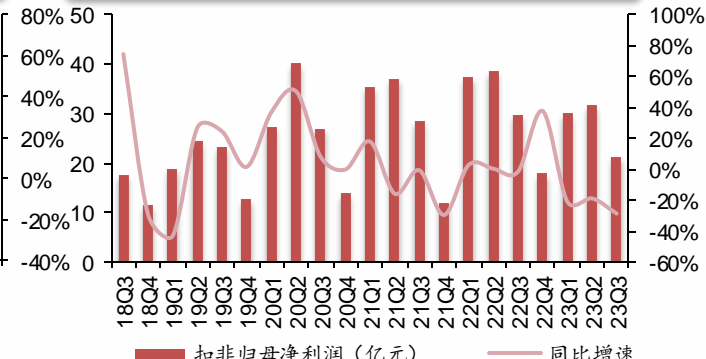
18Q3~23Q3收入及增速（单季度）



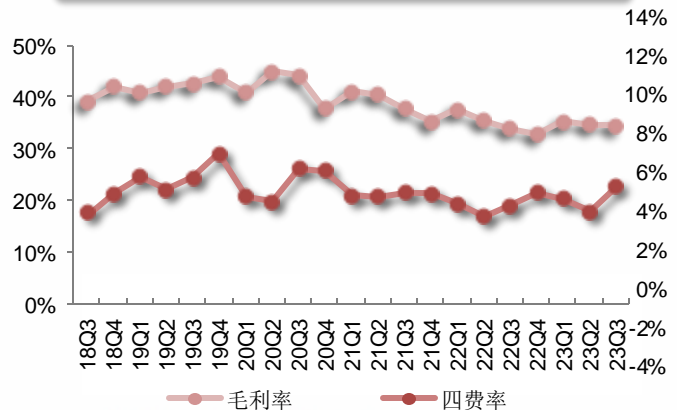
18Q3~23Q3归母净利润及增速（单季度）



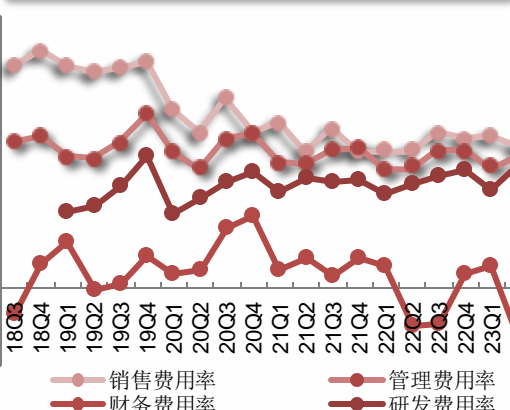
18Q3~23Q3扣非归母净利润及增速（单季度）



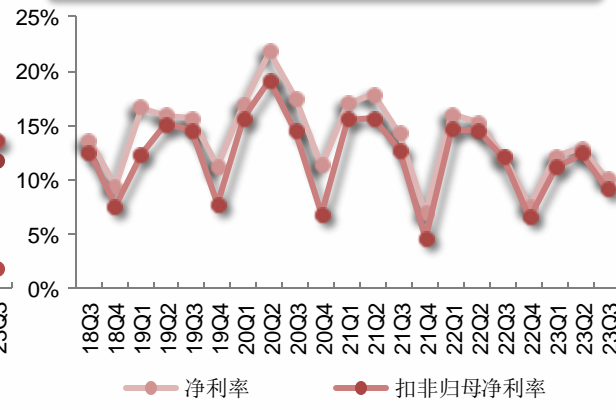
18Q3~23Q3毛利率与四费率变化趋势



18Q3~23Q3期间费用率变化趋势



18Q3~23Q3净利率变化趋势



www.swsc.com.cn

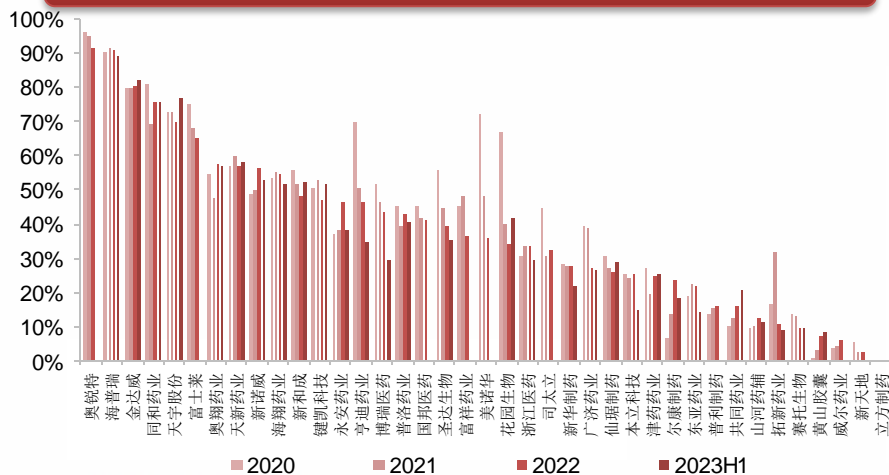
数据来源：Wind，西南证券整理

原料药板块2023年三季度报总结

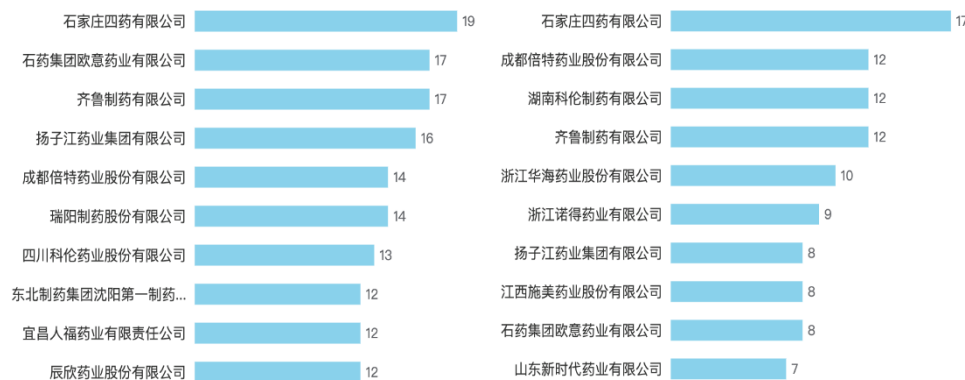
制剂出口加速+集采放量打开成长空间

- ❑ **“原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间。**《“十四五”医药工业发展规划》鼓励原料药企业向下游延伸，加速推进“原料药+制剂”一体化，巩固先进制造优势。
- ❑ **海外出口加速：**2018年起，获批ANDA的本土药企数量显著提升，2017-2021年复星医药、东阳光、健友股份、人福医药、华海药业等原料药及制剂企业新获ANDA数位居前列，其中健友股份2022年海外收入25.5亿元，收入体量显著高于国内业务（11.6亿元）；普洛药业2023H1海外收入24.1亿元（+12.2%）。
- ❑ **国内集采放量：**带量采购模式为原料药企业省去销售环节，具备成本与质量优势的光脚品种借助集采有望以量换价，加速国内市场放量。以华海药业为例，受益于集采中标，2022年公司实现国内制剂收入37.5亿元（+31.1%），截至2023H1获批并通过一致性评价产品50个、获批原料药登记号60个，快速放量有望持续。

2020-2023H1部分原料药及制剂企业海外收入占比



2022、2023H1我国API及制剂公司制剂获批数量Top10 (个)

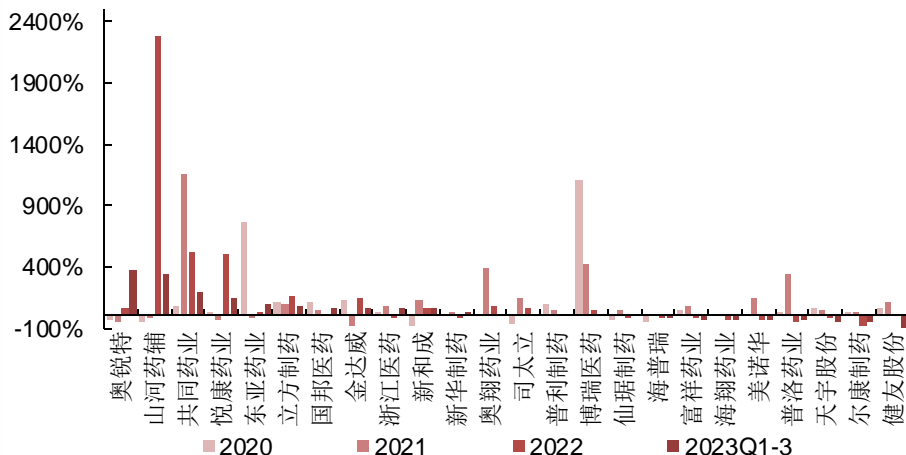


原料药板块2023年三季度报总结

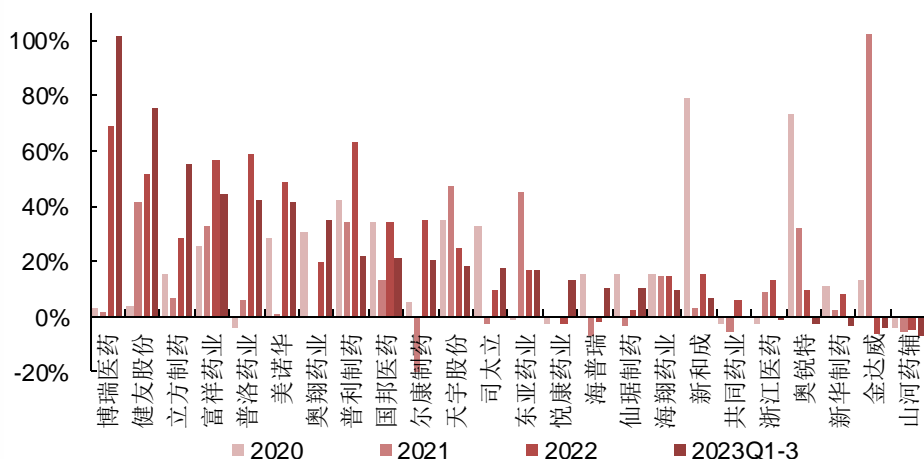
优异M端能力带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期

- ❑ 原料药产业是中国医药新制造核心发力点之一，具备自身产能升级与承接全球产业链转移的成长性，向高端创新药CDMO拓展逻辑清晰，长期确定性高。近年奥翔药业、普洛药业、天宇股份等企业CDMO收入占比持续提升，其中2022年奥翔药业CDMO收入占比达53%，天宇股份CDMO毛利率达50%以上，优异的M端能力为原料药企业带来穿越周期属性的业绩弹性。
- ❑ 步入产能释放周期的原料药企业成长性值得关注。从在建工程来看，2023Q1-3奥锐特、山河药辅、共同药业、悦康药业等企业增速较高，均保持100%以上增速；从绝对值来看，新和成、普利制药、博瑞医药2023Q1-3在建工程分别为50.9亿元、17.2亿元、16.7亿元；从固定资产来看，2023Q1-3博瑞医药、健友股份、立方制药等企业高速增长，增速均超50%；从绝对值来看，2023Q1-3新和成、浙江医药、新华制药等固定资产均超30亿元。

部分A股API及制剂企业在建工程增速



部分A股API及制剂企业固定资产增速



原料药板块2023年三季度报总结

创新驱动的高稀缺性、高壁垒业务值得关注

- **基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。**以东诚药业为例，2014年公司战略转型高技术壁垒的核医药产业，聚焦肿瘤、神经退行性疾病、心脑血管疾病等重点领域，目前已形成“筛查-诊断-治疗”放射性药品全覆盖，满足市场的精准诊疗需求。博瑞医药也凭借核心药物研发技术平台实现“仿+创”双轮驱动：1) 仿制药：发力稀缺性高、技术难度高的药物仿制，目前已掌握恩替卡韦、卡泊芬净、米卡芬净钠等40余种高端药物的生产核心技术；2) 创新药：孵化高度差异化、较大临床获益产品，截至2022年末，公司自主研发长效多肽靶向偶联药BGC0228已开展四个剂量组爬坡研究，安全性和药代动力学良好；多肽类降糖药BGM0504注射液已获批开展减重和2型糖尿病适应症临床试验，目前已完成Ia期临床给药和观察，初步数据显示良好药效(体重下降)、安全性和药代动力学特征。高稀缺性、高壁垒创新赛道有望打破周期属性，长期成长确定性高。

东诚药业核医药业务板块

产品名称	主要应用
氟[¹⁸ F]脱氧葡萄糖注射液 (¹⁸ F-FDG)	诊断用核素药物，PET-CT显像的主要显像剂，主要用于恶性肿瘤的早期诊断筛选、肿瘤分期、疗效评价、愈后评估等，也可用于测定心脏及脑中的葡萄糖代谢，用于冠心病及神经精神病的早期诊断、鉴别诊断及指导治疗
云克注射液 (锝[⁹⁹ Tc]亚甲基二膦酸盐注射液)	治疗用核素药物，主要用于治疗类风湿关节炎，同时在强直性脊柱炎等自身免疫性疾病和骨科疾病以及肿瘤骨转移中也有应用，并具有较好的疗效。药品的放射性剂量水平低于天然本底辐射，环保部门和药监部门对云克注射液进行了豁免管理，按普通处方药进行使用管理
碘[¹²⁵ I]密封籽源	治疗用核素药物，主要治疗浅表、胸腹腔内的肿瘤(如头颈部肿瘤、肺癌、胰腺癌、早期前列腺肿瘤)，也适用于经放射线外照射治疗残留的肿瘤以及复发的肿瘤
锝[^{99m} Tc]标记药物	PECT医学显像剂，根据标记的化合物不同，临床医学显像的应用也不同，可用于心肌病和冠状动脉疾患等鉴别诊断、全身或局部骨显像、肾显像等
尿素[¹⁴ C]胶囊	诊断用核素药物，鉴别和诊断胃幽门螺旋杆菌感染
碘[¹³¹ I]化钠口服液	短半衰期核素药物，诊断、治疗药，用于诊断和治疗甲亢和甲状腺癌

4 投资建议和风险提示

核心观点：

- **短中期维度**：12月地塞米松磷酸钠同比大幅上涨，12月肝素及其盐报价环比大幅下降，建议密切关注地塞米松磷酸钠、及肝素类价格变动趋势。
- **长期维度**：**三条路径打开特色原料药长期成长空间**。1) “原料药+制剂”一体化巩固制造优势，制剂出口加速+集采放量打开成长空间；2) 优异M端能力带来业绩弹性，CDMO业务步入产能释放周期；3) 基于创新技术平台的高稀缺性、高壁垒业务有望打破周期属性，长期成长确定性高。
- **投资建议**：建议关注健友股份、川宁生物、博瑞医药、九洲药业等。
- **风险提示**：原料药价格不及预期；产品销量不及预期；突发停产整顿风险；原料药行业政策风险。

4 投资建议和风险提示

九州药业（603456）：CDMO业务稳健增长，盈利能力持续提升

事件：发布2023年中报，上半年实现营收32.6亿元，同比增长10.2%；实现归母净利润6.2亿元，同比增长32.8%；实现扣非归母净利润6.1亿元，同比增长30.8%。其中单Q2实现营收15亿元，同比下降4.9%；实现归母净利润3.4亿元，同比增长31%；实现扣非归母净利润3.4亿元，同比增长24%。

业绩符合预期，CDMO板块实现快速增长。公司CDMO板块2023H1实现收入24.8亿元（+25.9%），收入占比达76.3%，实现快速增长。公司已形成可持续的临床前/临床I、II、III期漏斗项目结构，同时服务的客户项目中最优项目占比越来越大，丰富的CDMO项目数持续推动公司成长。2023H1公司成功通过1个NDA新药项目上市前现场核查；公司承接项目中已上市项目29个（22年同期23个），处于III期临床项目66个（22年同期末55个），处于I期和II期临床试验839个（22年同期末662个），项目涵盖抗肿瘤、抗心衰、抗病毒、中枢神经和心脑血管等治疗领域。

原料药板块增长阶段性承压。公司原料药板块2023H1实现收入6.9亿元（-10.9%），收入占比达21.3%，Q2增速阶段性承压。公司加快原料药制剂一体化进程，利用自有原料药平台优势，充分发挥上下游协同效应，加快原料药与制剂一体化产业链布局。2023H1公司磷酸西格列汀原料药获批上市；公司已有18个仿制药制剂项目处于不同研发报批阶段，其中1个项目已获ANDA批文3个项目已视同通过一致性评价，1个项目处于FDA审批中，4个制剂项目目前分别处于CDE审评审批不同阶段。

自建+外延结合，全面提升CDMO业务产能。自建：1）瑞博台州（一期）生产车间及配套设施完成主体建设，已逐步进入设备安装；2）浙江瑞博喷雾干燥生产车间完成车间改造及设备安装，预计2023H2投入使用；3）瑞博苏州中试车间合成反应区主体设备安装完成，预计2023H2交付使用；药物科技车间完成升级改造并投入使用，多个产品转移验证生产正在进行中；4）瑞博美国已开展中试车间二期安装设计工作。外购：1）2023H1顺利完成瑞华中山100%股权交割与整合工作，完善原料药、制剂一站式CDMO服务能力。整合完成后，瑞华中山在保留原有片剂、软膏剂等生产能力基础上将快速构建口服液、软胶囊高活性固体制剂等生产能力，进一步拓宽服务范围，提升服务能力，成为公司制剂CDMO业务的重要支点。

盈利预测与投资建议。预计2023-2025年EPS分别为1.42元、1.82元、2.33元，维持“买入”评级。

风险提示：原料药价格下跌风险，CDMO业务或不及预期，行业竞争加剧风险。

4 投资建议和风险提示

健友股份（603707）：单季度收入创新高，制剂业务加速国际化

事件：公司2022年实现营业总收入37.1亿元，同比+0.7%，实现归母净利润10.9亿元，同比+3%。扣非净利润10.8亿元，同比+5.5%；2023Q1实现营业总收入13.1亿元，同比+11.1%，实现归母净利润3.3亿元，同比+0.7%。

疫情及国际物流影响带来短期波动，制剂业务加速国际化进程。2022年公司业绩短期承压，营业收入增速为0.7%，归母净利润增速为3%。制剂实现收入24.6亿元，收入占比为66.2%；原料药实现收入11.1亿元，收入占比为29.9%。2023Q1收入持续增长，总营收同比增加11.1%，达近五年单季度总营收最高，归母净利润同比增加0.7%。盈利能力：2022年毛利率为50.7%（-4.3pp），净利率为29.3%（+0.4pp），2023Q1毛利率为52.4%，净利率为25.4%，毛利率下降主要由制剂销量快速增加及运输成本上升所致；费用率：2022年销售费率为12.2%（-0.1pp），2023Q1销售费率进一步下滑至9.2%，主要由于销售推广费用下降；2022年管理费率为11.6%（+2.3pp），2023Q1为7.7%，主要由管理人员薪酬增加叠加折旧摊销费用所致。

注射剂国际化战略加速，中美双报品种快速放量。1) 海外：2019年10月收购的美国企业Meitheal 2022营收11.8亿元，净利润-0.8亿元，部分产品在美市占率稳定；2022年公司获FDA注射剂ANDA批件22个，累计获79个ANDA批件，批件数居国内注射剂企业之首，拥有6条通过美国FDA批准的生产线，已成为美国注射剂销售管线最完整的供应商之一。2) 国内：凭借中美双报注册优势，公司抢占注射剂一致性评价市场先机，2022陆续获多个批件，国内制剂销售收入较去年同期持续增长。2022年共9种主要药品中标第七批国家集采。2023年，那屈肝素注射剂、依诺肝素注射剂分别以第一顺位、第二顺位中标第八批集采。新上市品种集采后将在第三季度快速放量，公司国内无菌注射剂市场地位或将持续提升。

风险提示：肝素原料药价格及销量或不及预期；制剂产品销售或不及预期；ANDA获批或不及预期；研发进展或不及预期。

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

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

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

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

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

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

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



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn				