

普洛药业 (000739.SZ)

买入 (首次评级)

原料药-CDMO-制剂三维共振，业绩有望提速

投资要点：

➤ 原料药行业周期底部向上，多重催化下长期成长空间有望开启

2023年国内原料药产业受22年疫情相关订单导致的高基数以及下游制剂厂商消化疫情期间的库存影响，包括公司在内的多家原料药企业业绩出现短期波动。当前原料药产量单月同比增长明显，24H1国内原料药产量同比回正，出口量持续增长，或意味着原料药去库存已接近尾声，需求端有望提振。同时考虑到海外专利悬崖下仿制药原料药及制剂出海空间巨大，原料药-制剂一体化企业有望充分受益。

➤ 原料药业务为基石，人用及兽用药双轮驱动

公司深耕原料药领域30余载，原料药、中间体业务近年来产销率水平高，表现出良好的经营韧性。2024H1公司该业务营业收入达47.0亿元，同比增长11.9%。公司产品品类丰富，领域涵盖人用、兽用药物原料药和中间体，并陆续推出原料药新品种，2024H1有2个API品种注册获批，20个原料药品种新递交国内外DMF。公司原料药产品目前获美国DMF认证的原料药25个品种，目前处于有效期内的CEP证书10个，有利于进一步拓宽国际市场、打开成长空间。

➤ 制剂借助集采放量，一致性评价工作持续推进

2024H1公司制剂收入6.8亿元，同比增长18.4%，近年来总体表现较为稳健。2020年至今制剂毛利率均维持在50%以上，充分发挥原料药-制剂一体化优势，2024Q1-3制剂毛利率提升明显。2023年公司新增6个品种，产品矩阵不断完善，同时公司持续推进制剂一致性评价，截至24Q1-3已有19个产品通过一致性评价。2021年公司陆续中标第四批、第五批集采；在第七批集采中3个品种中标。预计公司后续将持续借力集采放量。

➤ CDMO订单量持续增长，先进产能建成落地打开成长天花板

公司不断提升CDMO研发能力，从起始原料加注册中间体逐渐转型到注册中间体加API，随着产品向高附加值拓展，业务整体毛利在稳步提升。在手订单数量持续增长，24H1公司报价项目、进行中项目及API项目均同比增长，剔除特殊订单后业务收入稳健增长，同时公司持续与国内外创新药企拓宽合作关系，客户数量的快速增长，至2024H1公司签订保密协议的企业已达512家，有望为公司业绩长期发展提供基础。近年来一系列的研发平台和先进产能的建成投用大幅提升了公司CDMO业务竞争力，看好后续发展。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为11.3/13.4/16.3亿元，归母净利润增速分别为7%/19%/21%。采用可比公司估值法，2024-2026年可比公司平均PE分别为19X/15X/12X，考虑到公司原料药-制剂一体化优势及CDMO业务的高成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

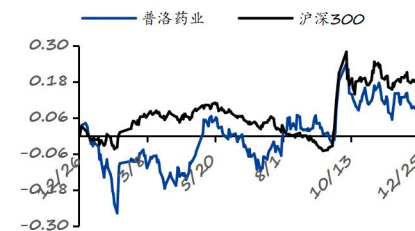
➤ 风险提示

原料药价格下跌风险，安全生产事故风险，原料药及制剂销售不及预期，新品研发与推广不及预期，CDMO订单获取不及预期

基本数据

日期	2024-12-25
收盘价:	16.23元
总股本/流通股本(百万股)	1,169.32/1,168.86
流通A股市值(百万元)	18,970.65
每股净资产(元)	5.63
资产负债率(%)	50.61
一年内最高/最低价(元)	18.96/10.66

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	10,545	11,474	12,341	13,871	15,725
增长率	18%	9%	8%	12%	13%
净利润(百万元)	989	1,055	1,128	1,344	1,630
增长率	4%	7%	7%	19%	21%
EPS(元/股)	0.85	0.90	0.96	1.15	1.39
市盈率(P/E)	18.8	17.6	16.5	13.8	11.4



市净率 (P/B)	3.4	3.0	2.7	2.4	2.1
-----------	-----	-----	-----	-----	-----

数据来源：公司公告、华福证券研究所

正文目录

1 原料药行业龙头，原料药-制剂-CDMO 全面布局	5
1.1 35 年老牌药企，原料药-制剂-CDMO 三大业务协同发展	5
1.2 原料药业务为基石，营收及利润稳健增长	6
2 人用+兽用原料药双布局，高端化进程持续推进	8
2.1 原料药量价边际改善明显，长期成长空间或有望开启	8
2.2 原料药及中间体业务持续增长，高端化布局推进	10
3 制剂：充分发挥原料药制剂一体化优势	13
4 CDMO：在手订单充沛，业绩有望持续快速释放	15
5 盈利预测与投资建议	18
5.1 盈利预测	18
5.2 投资建议	19
6 风险提示	20

图表目录

图表 1：公司发展历程	5
图表 2：公司股权结构图（截至 24Q1-3）	6
图表 3：2015-24Q1-3 公司营业收入稳健增长	6
图表 4：2015-24Q1-3 公司归母净利润稳健增长	6
图表 5：2018-24H1 公司收入构成情况	7
图表 6：2024H1 收入构成（百万元）	7
图表 7：2019-24H1 公司三大业务收入增速情况（%）	7
图表 8：2013-24Q1-3 公司毛利率及净利率水平	7
图表 9：2018-24H1 公司分产品毛利率情况	7
图表 10：公司各项费用率情况（%）	8
图表 11：2016-2024H1 中国原料药产量（万吨）	8
图表 12：2023-2024H1 中国原料药月度产量（万吨）	8
图表 13：2017-2024H1 中国原料药出口金额	9
图表 14：2017-2023 中国原料药出口数量	9
图表 15：原料药价格跟踪	10
图表 16：2014-2024H1 公司原料药及中间体收入	10
图表 17：2016-2024H1 公司原料药及中间体毛利率	10
图表 18：公司中间体原料药产销及库存情况（万吨）	11
图表 19：公司中间体原料药产销率（%）	11
图表 20：公司主要原料药及中间体产品	11
图表 21：公司产品获美国 DMF 认证情况（截至 24Q1-3）	12
图表 22：公司产品获欧盟 CEP 认证情况	13
图表 23：2014-2024H1 公司制剂收入	13
图表 24：2016-2024H1 公司制剂毛利率	13
图表 25：2016-2023 年公司制剂产销量及库存情况（亿盒/瓶/支）	14
图表 26：公司通过一致性评价制剂品种	14
图表 27：公司历次国家集采中标情况	15
图表 28：2014-2024H1 公司 CDMO 收入	16
图表 29：2016-2024H1 公司 CDMO 毛利率	16
图表 30：2020-24H1 公司签订保密协议企业数量（家）	16
图表 31：2020-24H1 公司各项目数量（个）	16
图表 32：2020-24H1 公司进行中项目组成（个）	16
图表 33：2020-24H1 公司商业化项目构成（%）	17
图表 34：24H1 公司商业化项目数量（个）	17
图表 35：2018-2023 年公司 CDMO 产销量及库存情况（吨）	17
图表 36：公司业绩拆分预测表	19



图表 37: 可比公司估值表	20
图表 38: 财务预测摘要	21



1 原料药行业龙头，原料药-制剂-CDMO 全面布局

1.1 35 年老牌药企，原料药-制剂-CDMO 三大业务协同发展

“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”，三大业务协同发展。普洛药业创立于 1989 年，历经 30 余年的发展，已实现原料药+制剂+CDMO 全面布局：1) 做精原料：公司深耕原料药领域 30 余载，已成行业龙头；2) 做强 CDMO：CDMO 业务发展 20 余年，正在进行“原料药+中间体”到“中间体+API”的转型升级；3) 做优制剂：制剂业务具备原料药自产优势，借力集采及进军海外市场，具备增长潜力。公司旗下有原料药生产工厂 7 家（其中，化学合成工厂 5 家，生物发酵工厂 2 家），制剂生产工厂 2 家。产品涉及心脑血管、抗感染、精神类、抗肿瘤等治疗领域。

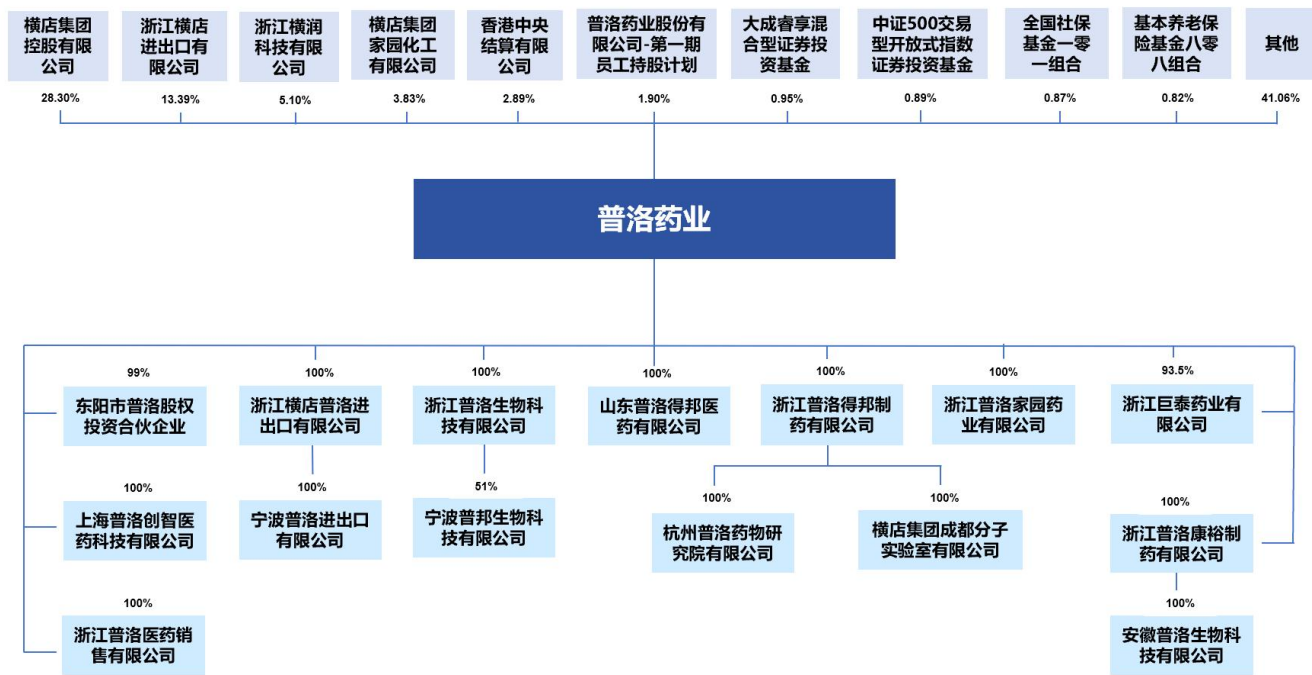
图表 1：公司发展历程



数据来源：普洛药业官网，公司公告，金华市医药与健康协会，证券时报网，华福证券研究所

公司股权结构集中，实际控制人为东阳市横店社团经济企业联合会。公司控股股东为横店集团控股有限公司，直接持股 28.30%，通过子公司通过浙江横润科技有限公司、横店集团家园化工有限公司、浙江横店进出口有限公司、横店禹山运动休闲有限公司间接持有公司 5.10%、3.83%、10.04%、0.79% 的股权。据公司 2024 半年报，东阳市横店社团经济企业联合会通过横店集团控股间接持有公司 24.7% 股权，为普洛药业实际控制人。

图表 2：公司股权结构图（截至 24Q1-3）

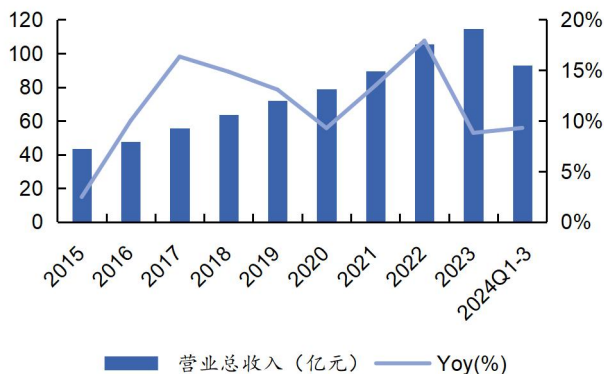


数据来源：iFinD，公司公告，华福证券研究所

1.2 原料药业务为基石，营收及利润稳健增长

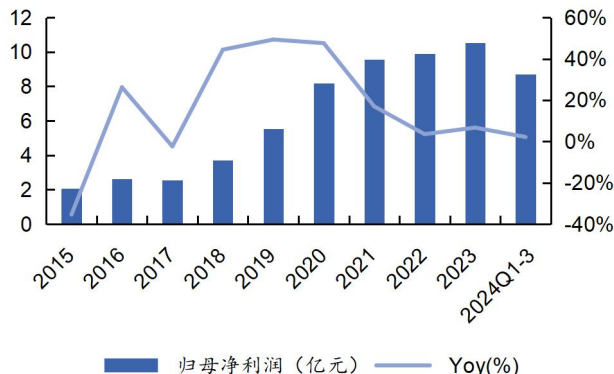
公司近年来营收及利润实现稳健增长。复盘公司近年来业绩表现，营收及利润均实现稳健增长，2023 年公司实现营业总收入 114.74 亿元，同比增长 8.81%；归母净利润 10.55 亿元，同比增长 6.69%；扣非归母净利润 10.26 亿元，同比增长 22.73%。2024Q1-3 公司营业总收入 92.90 亿元，同比增长 9.30%，归母净利润 8.70 亿元，同比增长 2.15%，扣非归母净利润 8.31 亿元，同比增长 0.40%。

图表 3：2015-24Q1-3 公司营业收入稳健增长



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 4：2015-24Q1-3 公司归母净利润稳健增长



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

“原料药、中间体”业务为公司业绩的基石，制剂业务平稳增长，CDMO 业务表现业绩波动。2024H1 公司“原料药、中间体”业务营业收入 47.0 亿元，同比增加 11.9%，贡献公司主要业绩，CDMO 业务收入 10.3 亿元，同比下滑 9.8%，剔除特殊项目影响，营业收入和毛利同比仍保持正常增长。制剂业务营收 6.8 亿元，同比增加 18.4%。

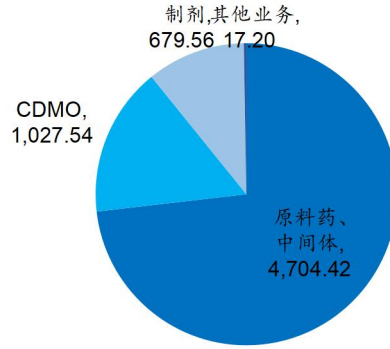


图表 5: 2018-24H1 公司收入构成情况



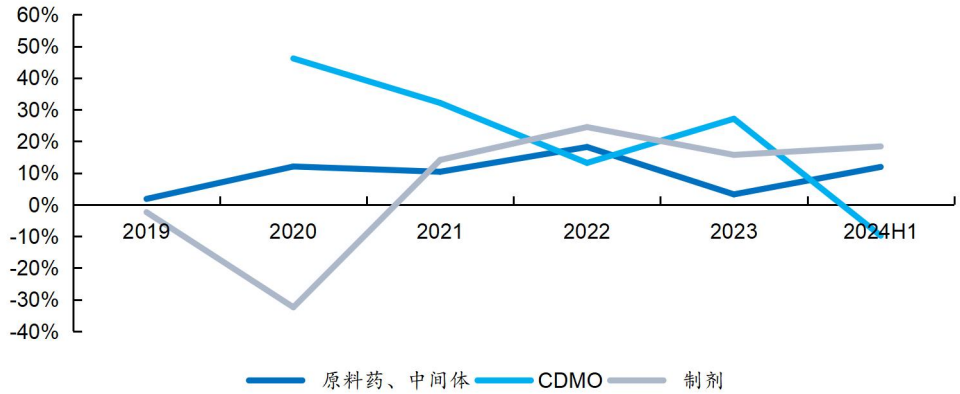
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 6: 2024H1 收入构成 (百万元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

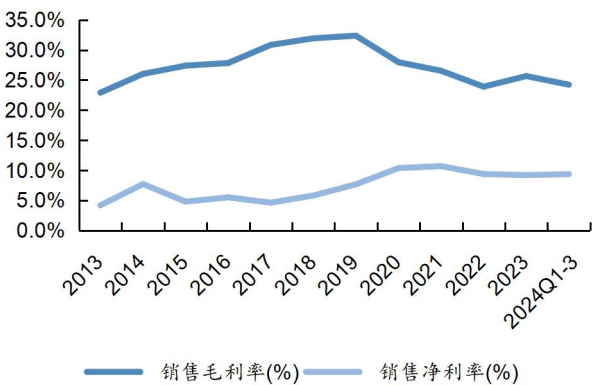
图表 7: 2019-24H1 公司三大业务收入增速情况 (%)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

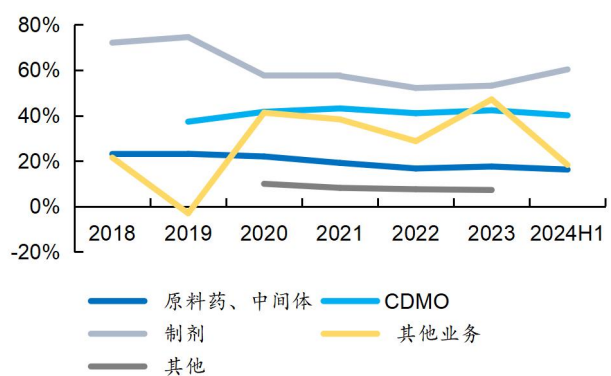
毛利率及净利率保持稳定, 制剂业务毛利率较高。分业务看, 公司制剂业务毛利率相对较高。2024H1 年, 制剂业务毛利率为 60.3%, 原料药及中间体销售毛利率为 16.2%, CDMO 毛利率则为 40.1%。总体看, 2024H1 年公司毛利率及归母净利率分别为 24.2%和 9.4%, 近年来受到制剂业务毛利率波动及各业务占比波动影响, 公司整体毛利率有所下降, 净利率总体维持稳定。

图表 8: 2013-24Q1-3 公司毛利率及净利率水平



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 9: 2018-24H1 公司分产品毛利率情况

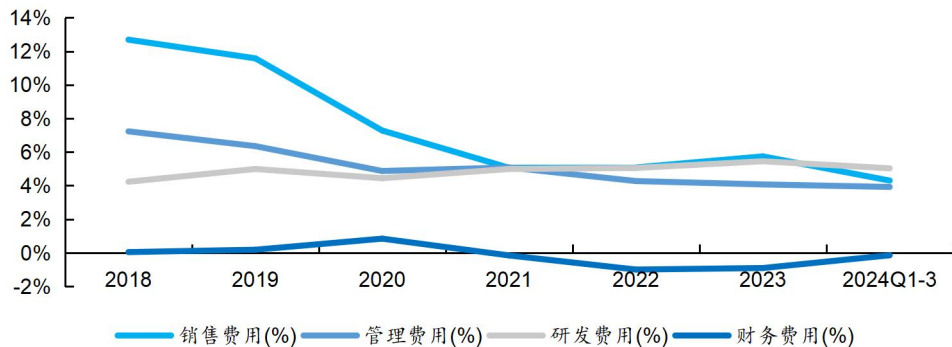


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

费用端持续优化, 增厚公司利润水平。2018-2024Q1-3 看, 公司整体费用率呈现下降趋势, 其中销售费用率降幅明显, 由 2018 年的 12.7%降至 2024Q1-3 的 4.3%,



管理费用率、研发费用率相对维持稳定。近年来公司费用端管控卓有成效，盈利能力显著增强。

图表 10：公司各项费用率情况（%）


数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

2 人用+兽用原料药双布局，高端化进程持续推进

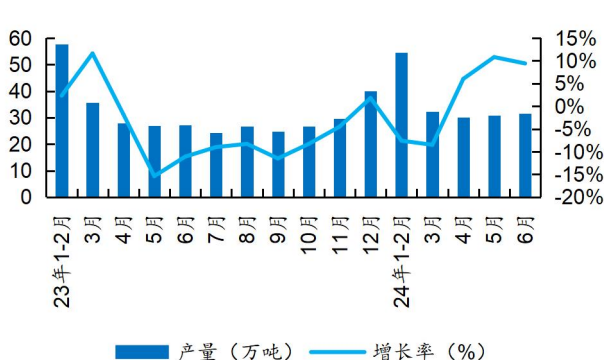
2.1 原料药量价边际改善明显，长期成长空间或有望开启

2023 年国内原料药受下游去库存影响，产量下降。由于传统大宗原料药技术门槛低，早期国内传统大宗原料药产量呈现出高速增长趋势，导致国内大宗原料药产能过剩，叠加疫情导致的原料药厂家产能扩建，国内原料药产能及库存出现过剩。2023 年中国药品原药产量 347.1 万吨，同比下降 4.3%。我们认为，下降的原因主要是 22 年疫情相关订单导致的高基数以及下游制剂厂商消化疫情期间的库存导致需求下降。

原料药产量单月同比增长明显，去库存或已步入尾声。月度数据看，24 年上半年原料药产量整体趋势向好，其中 M4-M6 产量同比增速分别为 6.0%、10.8%、9.4%。累计值看，2024 年 1-6 月我国化学药品原药产量累计约为 179.2 万吨，较上一年同比增长约为 2.3%。24H1 国内原料药产量同比回正，或意味着原料药去库存已接近尾声，需求端有望提振。

图表 11：2016-2024H1 中国原料药产量（万吨）

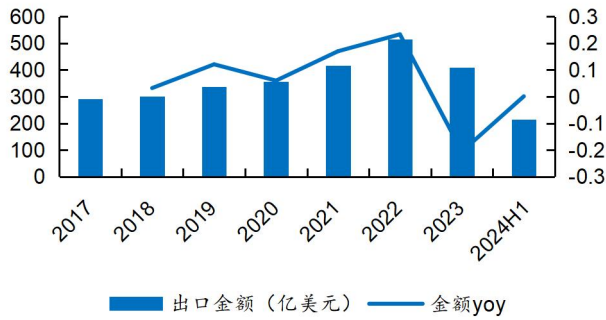

数据来源：华经情报网，前瞻产业研究院，国家统计局，中商产业研究院，

图表 12：2023-2024H1 中国原料药月度产量（万吨）


数据来源：中商产业研究院，国家统计局，观研报告网，华福证券

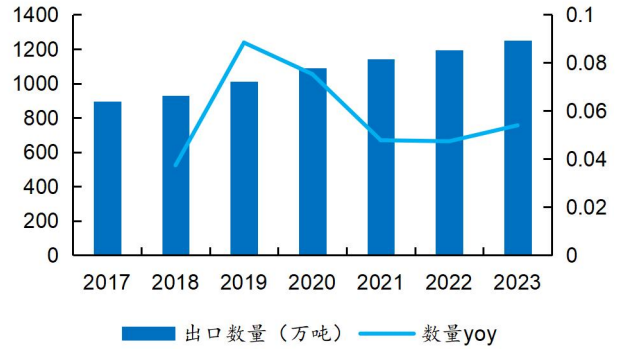
24H1 原料药出口量持续增长，出口金额持平，看好 2024 全年原料药出口情况。
 2024 年上半年，原料药出口金额 213.4 亿美元，与去年同期基本持平，出口量看，24H1 原料药出口数量同比增长 23.4%，体现出下游需求的逐步回暖。从当前趋势看，我们认为 2024 全年原料药出口金额有望与 2023 年持平，显示出原料药去库存阶段或已接近尾声，需求端复苏较为明显，看好 24 年全年原料药出口量表现。

图表 13: 2017-2024H1 中国原料药出口金额



数据来源: 中国医药保健品进出口商会, 医药经济报, 前瞻产业研究院, 人民资讯, PMEC, 华福证券研究所

图表 14: 2017-2023 中国原料药出口数量



数据来源: PMEC, 中国医药保健品进出口商会, 医药经济报, 前瞻产业研究院, 人民资讯, 华福证券研究所

库存出清叠加供需关系改善等因素，多种原料药价格已触底回升。原料药价格在经历 2023 年产能过剩导致的价格低谷后，随着下游库存逐步出清以及供需关系改善，当前已逐步出现底部反弹态势。我们梳理了主要的几大类原料药价格趋势。截至 24M10，抗生素、激素、维生素等多种原料药价格普遍较年初有所上涨，抗生素中，7-ACA 价格较年初上涨 11.1%；激素原料药中，皂素、双烯价格出现显著上涨，年初至今涨幅分别为 14.5%及 13.7%；维生素受供需关系改善及巴斯夫路德维希港基地火灾影响，VA、VB1、VD3、VE、叶酸等主要品种均出现不同程度的涨价。跌幅较为明显的原料药品种主要为解热镇痛药及肝素，心血管原料药整体表现平淡，仍处于底部区间。



图表 15: 原料药价格跟踪

类别	名称	价格 (元/kg)	月度环比	年度同比	年初至今涨跌幅
抗生素原料药及中间体	硫氰酸红霉素	560	0.0%	7.7%	7.7%
	青霉素工业盐	150	0.0%	-11.8%	-6.3%
	6-APA	350	0.0%	2.9%	6.1%
	7-ACA (酶法)	500	2.0%	4.2%	11.1%
	7-ADCA	520	0.0%	0.0%	0.0%
维生素	维生素A	161	-10.6%	122.1%	122.1%
	维生素B1	235	16.9%	80.8%	70.9%
	维生素B2	92	-11.5%	-3.2%	-8.0%
	维生素B6	172.5	6.2%	21.1%	21.1%
	维生素D3	260	7.2%	360.2%	360.2%
	维生素E	147.5	13.5%	145.8%	147.9%
	烟酸	48.5	1.0%	29.3%	29.3%
	叶酸	340	86.3%	70.0%	88.9%
	泛酸钙	54	0.0%	-5.3%	-1.8%
心血管原料药	缬沙坦	650	0.0%	-10.3%	-3.7%
	厄贝沙坦	625	0.0%	-1.6%	2.5%
	替米沙坦	1050	0.0%	-4.5%	0.0%
	赖诺普利	2150	0.0%	-10.4%	-4.4%
	马来酸依那普利	825	0.0%	0.0%	0.0%
激素	地塞米松磷酸钠	45000	0.0%	361.5%	0.0%
	氢化可的松	5700	0.0%	0.0%	0.0%
	皂素	630	0.0%	12.5%	14.5%
	黄体酮	1900	0.0%	-3.8%	-2.6%
	醋酸甲地孕酮	2700	0.0%	0.0%	0.0%
	双烯	1080	0.0%	12.5%	13.7%
解热镇痛	阿司匹林	21	0.0%	-14.3%	-8.7%
	布洛芬	165	0.0%	-5.7%	32.0%
	对乙酰氨基酚	26	4.0%	-22.4%	-7.1%
	咖啡因	110	15.8%	-33.3%	-33.3%
肝素	肝素 (美元/kg)	3807	-8.6%	-20.8%	-34.2%

数据来源: wind, 华福证券研究所 注: 维生素数据截至 24.11.28, 其他数据截至 24M10

2.2 原料药及中间体业务持续增长, 高端化布局推进

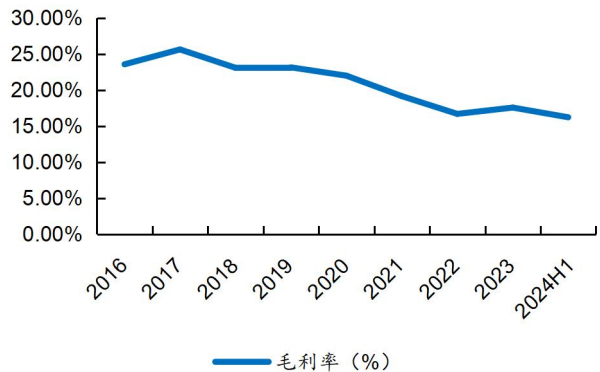
原料药及中间体业务为公司业绩的基石, 收入持续增长。2023 年, 公司原料药及中间体营收 79.9 亿元, 同比增长 3.2%, 在原料药市场整体景气度低迷的外部环境下实现了正增长; 2024H1 公司“原料药、中间体”业务营业收入 47.0 亿元, 同比增加 11.9%, 表现相对亮眼。毛利率水平看, 2024H1 原料药、中间体业务毛利率为 16.2%, 略有下滑, 主要是 23H1 公共卫生事件放开后几种抗病毒原料药涨价拉高了基数, 导致 24 年 1-3 季度毛利率同比下滑 2.56pct。

图表 16: 2014-2024H1 公司原料药及中间体收入



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 17: 2016-2024H1 公司原料药及中间体毛利率

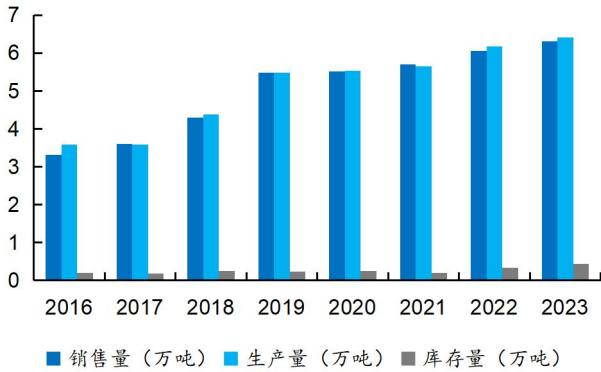


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

公司原料药中间体产销情况良好, 库存水平低。公司原料药及中间体产销率水

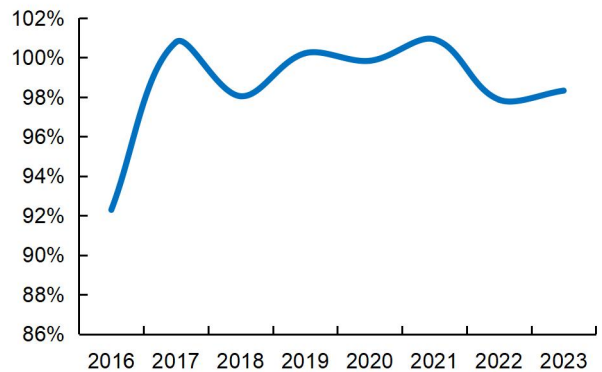
平高。2023年，公司中间体原料药销量为6.3万吨，同比增长4.3%，即使在下游原料药去库存周期的背景下，公司原料药销量仍然实现正增长，凸显其经营韧性。2023年公司原料药产量为6.4万吨，库存量0.4万吨，2017年来公司产销率始终维持在95%以上，产销情况良好。

图表 18：公司中间体原料药产销及库存情况(万吨)



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

图表 19：公司中间体原料药产销率(%)



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

产品品类丰富，领域涵盖人用、兽用药物原料药和中间体。原料药及中间体方面，公司拥有人用药、兽用药等类型，其中，人用药包括抗感染类、抗肿瘤类、心脑血管类以及精神类等多个领域，拥有独特的市场竞争优势，头孢克肟、盐酸金刚烷胺、(伪)麻黄碱等原料药品种占有重要市场地位；兽药主要是抗生素主流品种，应用于动物养殖和保健。

图表 20：公司主要原料药及中间体产品

类别	产品
原料药	多西环素；头孢克肟；头孢地尼；头孢丙烯；头孢他啶；头孢他啶/碳酸钠；头孢西丁钠；头孢呋辛钠；头孢拉定/精氨酸；盐酸头孢他美酯；氟氯西林钠；氧氟沙星；左氧氟沙星；盐酸左氧氟沙星；甲磺酸左氧氟沙星；盐酸金刚烷胺；盐酸金刚乙胺；
	琥珀酸美托洛尔；酒石酸美托洛尔；左旋沙丁胺醇酒石酸盐；磷酸西他列汀；美他沙酮；盐酸安非他酮；左乙拉西坦；替米沙坦；富马酸喹硫平；盐酸氟西汀；兰索拉唑；匹维溴铵；硫酸氢氯吡格雷；厄贝沙坦；聚维酮碘；盐酸帕洛诺司琼；盐酸美金刚；盐酸屈他维林；洛伐他汀
中间体	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，MAEM(Z)；头孢克肟侧链酸活性酯，MICA ESTERS；头孢地尼活性酯，MEAT(Z)；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；去甲基噻吩酸乙酯，EHATA；氨基噻吩酸，ATMA；氨基噻吩酸乙酯，EMATA；甲酰氨基噻吩酸，NF-ATMO；7-ACP；头孢丙烯中间体，7-APRA
	杂螺环酮盐酸盐；邻氯苯腈；4'-甲基-2-氨基联苯，OTBN；4'-溴甲基-2-氨基联苯，BR-OTBN
	L-丝氨酸；D-丝氨酸；DL-丝氨酸；D-苯丙氨酸
其他	丝氨酸；4,6-二氯-5-氟嘧啶；L-2-氨基丁酰胺盐酸盐；对甲砒基苯甲醛；5-氯-2-硝基苯胺；对氯苯丝氨酸乙酯；苯茨三嗪；邻硝基苯甲醛；D-对甲砒基苯丝氨酸乙酯；对羟基苯乙基甲醚；间氯苯丙酮；对羟基苯乙醇；N(2)-L-丙氨酸-L-谷氨酰胺；邻苯二甲酰亚胺基-L-丙氨酸-L-谷氨酰胺；左旋樟脑磺酸；(S,S)-2,8-二氮杂双环-(4,3,0)壬烷；(1R,2S)-2-(3,4-二氯苯基)环丙胺 (R)-扁桃酸盐
兽药	氟苯尼考预混剂；吉他霉素预混剂；酒石酸泰乐菌素可溶性粉；吉他霉素；磷酸泰乐菌素预混剂；硫酸粘菌素；酒石酸泰乐菌素；马度米星铵预混剂；芬茶达唑；恩拉霉素预混剂；硫酸安普霉素；芬茶达唑；硫酸粘菌素预混剂；吉他霉素；马度米星铵；氟苯尼考

数据来源：公司官网，华福证券研究所



陆续推出原料药新品种，国内外市场并驾齐驱。2023年，公司有9个API品种注册获批，并递交了15个原料药国内外DMF；24H1，公司有2个API品种注册获批，20个原料药品种新递交国内外DMF（包括4个IND）。公司近年来积极推进原料药海外注册申报工作，以提高产品毛利和国际竞争力。1）公司原料药产品在美国、欧盟获得的批文不断增加，目前获美国DMF认证的原料药有25个品种，目前处于有效期内的CEP证书有10个，充分体现了公司产品质量、生产管理能力和技术能力得到了美国、欧盟等市场的认可，有利于进一步拓宽国际市场，进一步打开成长空间。

图表 21：公司产品获美国 DMF 认证情况（截至 24Q1-3）

序号	产品	首次登记年代	状态
1	琥珀酸地文拉法辛	2023	已激活
2	盐酸文拉法辛	2022	已激活
3	氢溴酸右美沙芬	2020	已激活
4	右旋糖酐铁	2015	已激活
5	磷酸西格列汀	2015	已激活
6	拉罗匹仑	2012	已激活
7	盐酸金刚烷胺	2011	已激活
8	左乙拉西坦	2011	已激活
9	酒石酸左沙丁胺醇	2011	已激活
10	硫酸氢氯吡格雷	2011	已激活
11	厄贝沙坦	2011	已激活
12	美他沙酮	2011	已激活
13	富马酸喹硫平	2010	已激活
14	酒石酸美托洛尔	2010	已激活
15	替米沙坦	2010	已激活
16	氢溴酸安非他酮	2009	已激活
17	左氧氟沙星	2006	已激活
18	美索巴莫	2006	已激活
19	洛伐他汀	2006	已激活
20	琥珀酸美托洛尔	2006	已激活
21	盐酸伪麻黄碱	2005	已激活
22	盐酸安非他酮	2005	已激活
23	普瑞巴林	2015	未激活
24	美他沙酮	2010	未激活
25	辛伐他汀	2005	未激活

数据来源：医药魔方，华福证券研究所



图表 22: 公司产品获欧盟 CEP 认证情况

序号	产品	首次登记年代	状态	状态(官方)
1	氢溴酸右美沙芬	2021	已激活	有效
2	氧氟沙星	2021	已激活	有效
3	左氧氟沙星	2020	已激活	有效
4	硫酸氢氯吡格雷	2020	已激活	有效
5	头孢克肟	2019	已激活	有效
6	酒石酸美托洛尔	2016	已激活	有效
7	左乙拉西坦	2013	已激活	有效
8	硫酸氢氯吡格雷	2013	已激活	有效
9	琥珀酸美托洛尔	2007	已激活	有效
10	盐酸伪麻黄碱	2005	已激活	有效

数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所

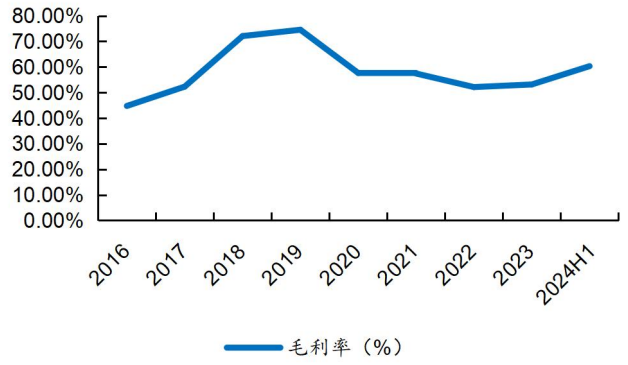
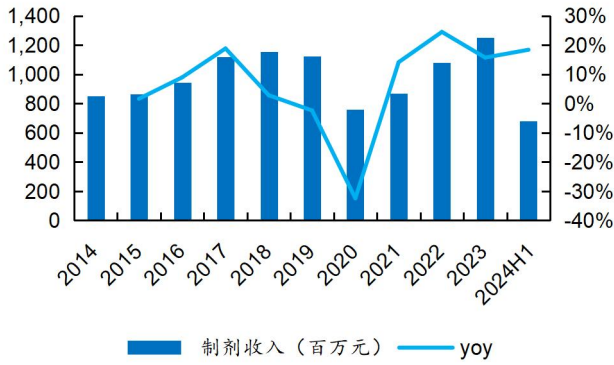
加码高端原料药生产, 积极布局多肽等前沿 API。公司产能建设持续推进, 2024 年期间, 303、304 高端原料药生产车间于 3 月份建设完成并投入使用, 标志着企业高端制造能力再上新台阶; 为提高公司产品竞争力, 降低生产成本, 对战略品种 07101 实施了新工艺、新产能升级改造, 预计 12 月建设完成; 对 07110 实施产业链延伸, 新建 AH22081 生产线; 为满足市场需求, 对战略品种 AP091 实施扩产改造; 根据公司战略规划, 拟建设一条多肽生产线, 满足多肽产品的生产需求, 拟投资 3 亿元, 设计产能 1.2-2 万升, 目前产能建设正处于设计阶段。

3 制剂: 充分发挥原料药制剂一体化优势

制剂业务持续稳健增长, 毛利率维持高位。2023 年公司制剂业务实现收入 12.5 亿元, 同比增长 15.7%, 2024H1 制剂收入 6.8 亿元, 同比增长 18.4%。历史复盘看, 近年来除了 2020 年公司制剂业务受新冠疫情和乌苯美司退出医保目录的影响, 收入有所下降, 其余年份均增长较为稳健。毛利率水平看, 2020 年至今制剂毛利率均维持在 50% 以上, 2024Q1-3 制剂毛利率提升明显, 主要原因为 1) 集中生产制剂产品, 生产效率大幅提升, 综合成本下降; 2) 部分产品销售模式调整优化。未来预计制剂毛利率仍将维持稳定。

图表 23: 2014-2024H1 公司制剂收入

图表 24: 2016-2024H1 公司制剂毛利率

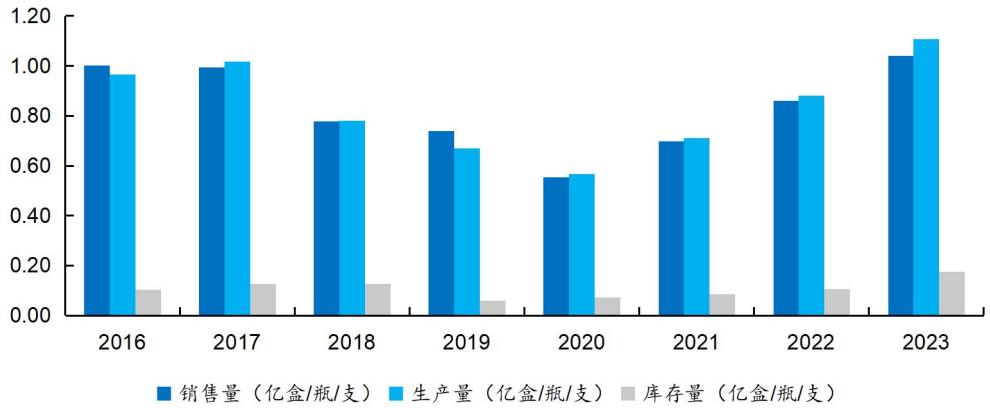


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

产销量: 制剂产品产销水平较高。从生产、销售情况来看, 公司除 2020 年受新冠疫情和乌苯美司退出医保目录的影响导致制剂产销量显著下降外, 2021-2023 年产销量情况均持续增长, 2023 年实现年产量 1.11 亿盒/瓶/支, 同比增长 26%, 实现销售量 1.04 亿盒/瓶/支, 同比增长 21%。

图表 25: 2016-2023 年公司制剂产销量及库存情况 (亿盒/瓶/支)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

制剂品种矩阵不断完善, “原料药-制剂”一体化优势明显, 一致性评价持续推进。 公司拥有 120 多个制剂品种, 主要涉及抗感染类、心脑血管类、抗肿瘤类、中枢神经系统类、中成药等领域; 主要品种有头孢菌素类、青霉素类、乌苯美司、左乙拉西坦、琥珀酸美托洛尔、盐酸金刚乙胺、左氧氟沙星、治伤软膏、辛芩颗粒等, 上述制剂以自产原料为主, 充分发挥原料药-制剂一体化优势。2023 年, 公司新增盐酸金刚烷胺片、盐酸安非他酮缓释片等 6 个品种, 产品矩阵不断完善。同时公司持续推进制剂一致性评价, 截至 24Q1-3 已有 19 个产品通过一致性评价。制剂业务加快推进“多品种”发展策略, 2023 年已立项 25 个新项目并在持续新增中, 预计未来制剂品种会快速增长, 从 2026 年开始每年会有 15-20 个品种上市。

图表 26: 公司通过一致性评价制剂品种

序号	药品	持证商	最新批准日期
1	阿莫西林胶囊	浙江巨泰药业有限公司	2024-09-03
2	头孢克肟片	浙江巨泰药业有限公司	2024-08-23
3	左乙拉西坦片	浙江普洛康裕制药有限公司	2024-08-09



4	盐酸安非他酮缓释片(II)	浙江普洛康裕制药有限公司	2023-09-28
5	盐酸金刚烷胺片	浙江普洛康裕制药有限公司	2023-09-12
6	酒石酸美托洛尔片	浙江普洛康裕制药有限公司	2023-02-22
7	吸入用乙酰半胱氨酸溶液	浙江普洛康裕制药有限公司	2022-09-14
8	酒石酸美托洛尔注射液	浙江普洛康裕制药有限公司	2022-08-30
9	头孢克肟片	浙江普洛康裕制药有限公司	2022-07-12
10	盐酸帕洛诺司琼注射液	浙江普洛康裕制药有限公司	2022-06-28
11	注射用氟氯西林钠	浙江巨泰药业有限公司	2022-04-08
12	琥珀酸美托洛尔缓释片	浙江巨泰药业有限公司	2021-09-30
13	头孢克肟颗粒	浙江巨泰药业有限公司	2021-09-24
14	乌苯美司胶囊	浙江巨泰药业有限公司	2021-06-29
15	注射用头孢呋辛钠	浙江巨泰药业有限公司	2021-06-10
16	盐酸美金刚片	浙江普洛康裕制药有限公司	2021-01-30
17	左氧氟沙星片	浙江普洛康裕制药有限公司	2020-10-15
18	吲达帕胺片	浙江普洛康裕制药有限公司	2020-05-13
19	注射用头孢他啶	浙江巨泰药业有限公司	2020-04-30

数据来源：医药魔方，华福证券研究所

公司持续推进制剂品种进入集采，看好后续集采放量。1) 2021年，公司制剂业务迎来拐点，左氧氟沙星片、注射用头孢他啶陆续中标第四批、第五批集采；在第七批集采中，公司头孢克肟颗粒、头孢克肟片、琥珀酸美托洛尔缓释片中标，3个品种采购期均为3年。未来看，公司持续不断推进一致性评价工作，为后续集采进行准备，看好公司制剂通过集采放量。

图表 27：公司历次国家集采中标情况

集采轮次	中标品种	规格	中标价	执行时间（开始）	执行时间（结束）
国采第一批扩围	左乙拉西坦片	0.25g	2.4	2019-12-01	2020-12-01
国采第四批	左氧氟沙星片	0.5g	2.4	2021-04-30	2024-04-30
国采第五批	注射用头孢他啶	0.5g	5.39	2021-10-15	2024-10-15
国采第五批	注射用头孢他啶	1.0g	9.16	2021-10-15	2024-10-15
国采第七批	琥珀酸美托洛尔缓释片	47.5mg	0.66	2022-11-20	2025-11-20
国采第七批	头孢克肟颗粒	50mg	0.36	2022-11-15	2025-11-15
国采第七批	头孢克肟片	0.1g	0.45	2022-11-30	2025-11-30

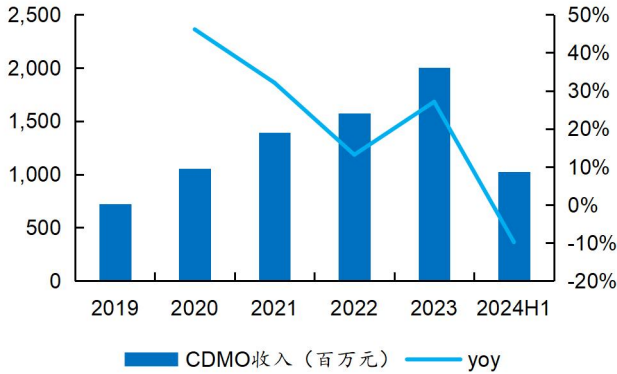
数据来源：医药魔方，华福证券研究所

4 CDMO：在手订单充沛，业绩有望持续快速释放

公司CDMO业务历经长期发展，“起始原料药+注册中间体”到“注册中间体+API”的转型升级策略有望促进其盈利能力持续增强。公司CDMO业务经历二十余年的发展，具备“化学合成+生物发酵”双轮驱动的技术能力，截至2023年，CDMO研发人员已超过500人。近年来公司CDMO业务营收增速明显，2023年营收20.0亿元，同比增加27.1%，2024H1实现收入10.3亿元，同比下降9.8%，剔除特殊项目影响，营业收入和毛利同比仍保持正常增长。毛利率方面，2023年和2024H1毛利率分别为42.3%和40.1%，24H1毛利率下降的主要原因是研发阶段项目增长更快、且

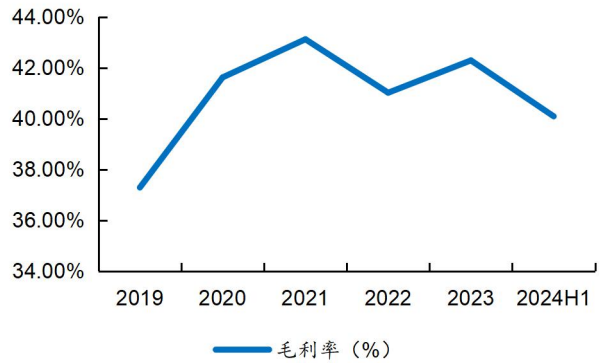
交付较多，随着项目逐渐进展到商业化阶段，毛利率仍将会稳定在 35%-45%之间。

图表 28：2014-2024H1 公司 CDMO 收入



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

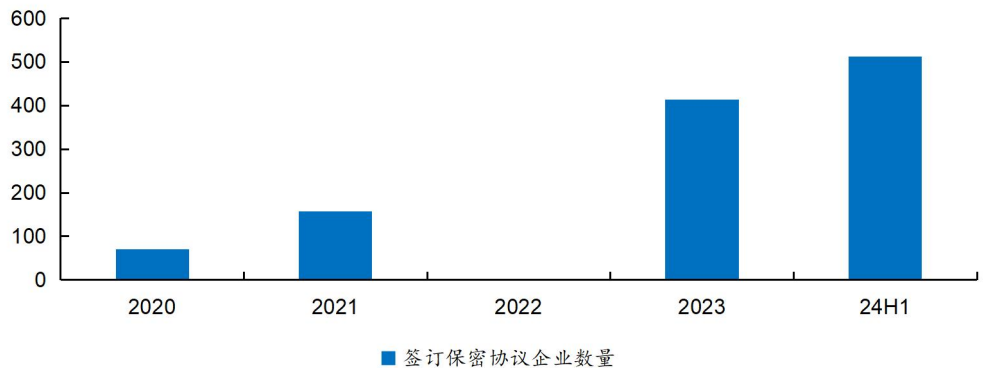
图表 29：2016-2024H1 公司 CDMO 毛利率



数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

客户合作持续深化，收入来源以国外客户为主。近年来公司持续与国内外创新药企拓宽合作关系，2020 年公司签订保密协议的国内企业数量仅 70 家，到 2024H1 与公司签订保密协议的国内外企业已达到 512 家，客户数量的快速增长反映出公司 CDMO 业务发展的迅速。当前公司 CDMO 在海外市场收入主要来源于欧洲、北美、日本等国家和地区。

图表 30：2020-24H1 公司签订保密协议企业数量（家）

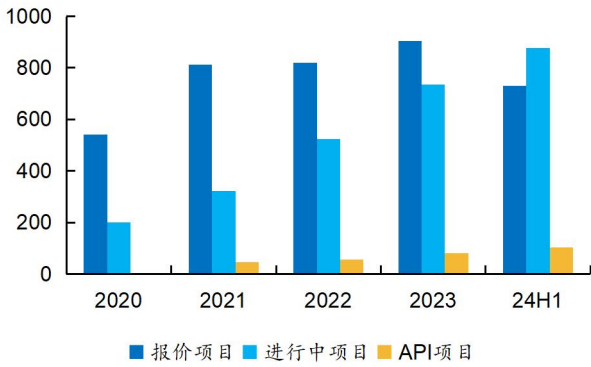


数据来源：公司公告，华福证券研究所 注：2022 年末披露，2020 年数据为国内签订保密协议企业数量

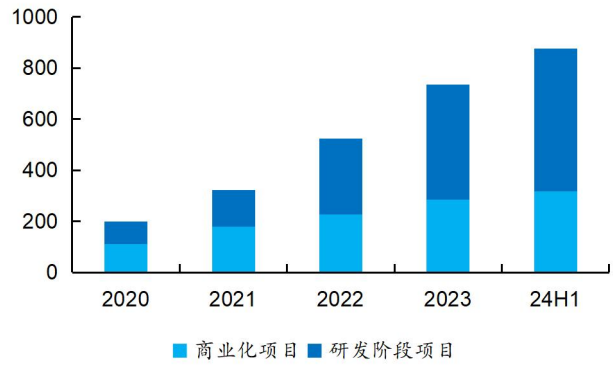
在手订单数量持续增长，研发阶段项目增长迅速。24H1 期间，公司报价项目 731 个，同比增长 51%；进行中项目 876 个，同比增长 44%，其中，商业化阶段项目 317 个，同比增长 28%，包括人用药项目 228 个，兽药项目 48 个，其他项目 41 个；研发阶段项目 559 个，同比增长 54%。公司还持续推进从“起始原料药+注册中间体”到“起始原料药+注册中间体+API+制剂”的业务转型升级。截至 24H1，API 项目总共 103 个，同比增长 49%；其中 18 个已经进入商业化阶段，13 个正在验证阶段，还有 72 个 API 项目处于小试研发阶段。

图表 31：2020-24H1 公司各项目数量（个）

图表 32：2020-24H1 公司进行中项目组成（个）

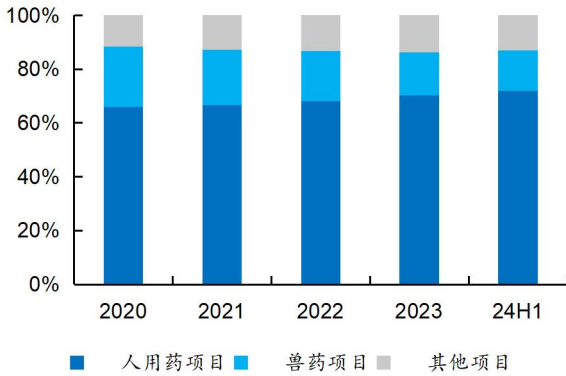


数据来源：公司公告，华福证券研究所



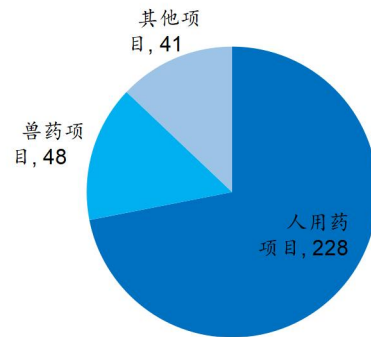
数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 33：2020-24H1 公司商业化项目构成 (%)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

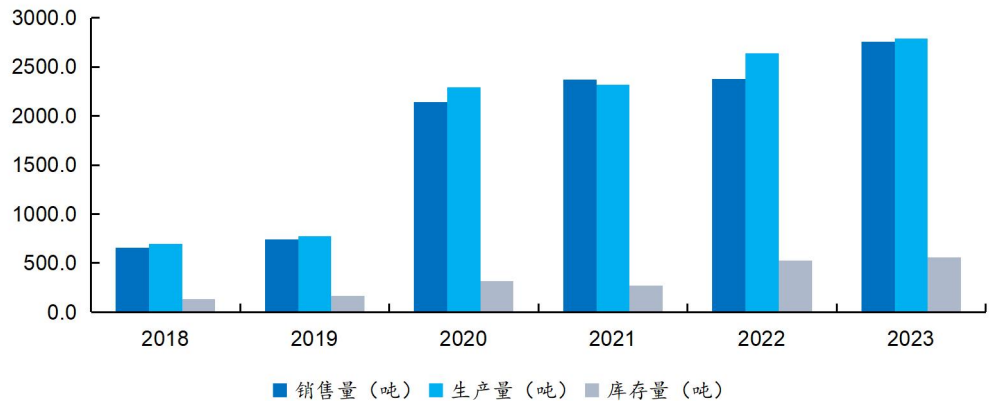
图表 34：24H1 公司商业化项目数量 (个)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

CDMO 产销量情况：生产量及销售量稳步增长，产销量维持高位。复盘近年来公司 CDMO 产销量情况，可以观察到其 2020 年后生产量和销售量水平快速提升，且产销率均维持在相对较高的水平。2023 年公司 CDMO 业务生产量 2788.1 吨，同比增长 5.8%，销售量 2754.2 吨，同比增长 16.0%，库存量 562.1 吨，同比增长 6.40%。

图表 35：2018-2023 年公司 CDMO 产销量及库存情况 (吨)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

新技术平台有望持续赋能 CDMO 业务竞争力，先进产能建成落地打开成长天花板。普洛药业 CDMO 事业部拥有三个研发中心，分别位于美国波士顿，中国上海浦东和中国浙江横店。先进产能方面，公司现已建有 CDMO 多功能柔性生产车间、高



活化合物车间、流体化学车间等多个高端制造车间和生产线，可充分满足临床前期到商业化的生产需要，可为全球创新药客户提供全面、专业、优质、高效的研发生产服务。2023年，随着公司 CDMO 新研发大楼、CDMO 多功能中试车间等一系列研发、生产项目建成投用，公司 CDMO 业务综合竞争力显著增强。研发实力方面，横店本部新的 CDMO 研发大楼已投入使用。先进产能方面，CDMO 多功能中试车间已投入使用，可充分满足临床前期到临床期的生产需要；高活化合物车间已投入使用，配有两条中间体大线，和两条 API 小线，已经完成若干个高活项目，并与客户形成合作；还新增了两条流体生产线。这一系列的研发平台和先进产能的建成投用，大幅提升了公司 CDMO 业务竞争力。此外，公司建立的流体化学、合成生物学与酶催化、晶体与粉体、PROTAC、ADC 等技术平台持续为业务赋能；工艺安全实验室和分析测试中心两个技术支持平台能力进一步增强。

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

- 1、公司原料药、中间体业务：**1) 原料药行业周期底部向上，24H1 国内原料药产量同比回正，出口量持续增长，多种原料药价格出现回暖，或意味着原料药去库存已接近尾声，需求端有望提振。2) 公司新品种国内外注册进度稳步推进，有望为公司带来长期发展动力；3) 公司逐渐推进从起始原料加注册中间体逐渐转型到注册中间体加 API 等高附加值产品转型，产品结构的改善将逐步提升盈利能力，并且公司产能持续扩建，为公司业绩增长奠定基础；4) 我们预计公司原料药、中间体业务 2024 年-2026 年收入增速分别为 10%/11%/11%，24-26 年毛利率为 16.50%/17.00%/17.00%。
- 2、CDMO 业务：**1) 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；2) 公司实行从“起始原料药+注册中间体”到“注册中间体+API”的转型升级策略，CDMO 业务盈利水平将持续提升；3) 尽管 24 年公司受 23 年高基数影响拖累表现增速，公司 CDMO 在手订单数量及签订保密协议客户数量均持续增加，看好未来 CDMO 业务发展。4) 我们预计公司 CDMO 业务 2024 年-2026 年收入增速分别为-5%/15%/20%，24-26 年毛利率为 40.0%/40.0%/40.0%。
- 3、制剂业务：**1) 公司制剂业务 2020 年短期承压，自 21 年恢复正增长；2) 三个品种中标第七批集采，后续有望持续借力集采、集采续标放量，公司制剂业务有望保持高速增长；3) 公司大部分制剂产品原料均可自产，具备显著的成本优势，公司持续推进一致性评价，未来申报进度有望加速，业绩有望提速；4) 我



们预计公司制剂业务 2024 年-2026 年收入增速分别为 11%/17%/18%，24-26 年毛利率为 54.0%/53.0%/53.0%。

图表 36：公司业绩拆分预测表

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
原料药、中间体					
销售收入（百万元）	7,736.94	7,987.06	8,799.06	9,788.07	10,892.17
收入 yoy	18.2%	3.2%	10%	11%	11%
毛利率（%）	16.69%	17.56%	16.50%	17.00%	17.00%
收入占比（%）	73.4%	69.6%	71.3%	70.6%	69.3%
CDMO					
销售收入（百万元）	1,577.47	2,004.98	1,904.73	2,190.44	2,628.53
收入 yoy	13.2%	27.1%	-5%	15%	20%
毛利率（%）	41.02%	42.29%	40.00%	40.00%	40.00%
收入占比（%）	15.0%	17.5%	15.4%	15.8%	16.7%
制剂					
销售收入（百万元）	1,079.76	1,249.22	1,381.01	1,610.53	1,893.99
收入 yoy	24.5%	15.7%	11%	17%	18%
毛利率（%）	52.13%	53.14%	54.00%	53.00%	53.00%
收入占比（%）	10.2%	10.9%	11.2%	11.6%	12.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	39.10	33.92	33.92	37.31	41.05
收入 yoy	20.5%	-13.2%	0%	10%	10.0%
毛利率（%）	28.72%	47.11%	20.00%	20.00%	20.00%
收入占比（%）	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他					
销售收入（百万元）	111.64	198.97	218.87	240.76	264.83
收入 yoy	8.7%	78.2%	10%	10%	10.0%
毛利率（%）	7.55%	7.23%	7.50%	7.50%	7.50%
收入占比（%）	1.1%	1.7%	1.8%	1.7%	1.7%

数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所预测

5.2 投资建议

选取与公司业务相近的原料药行业公司华海药业、国邦医药、同和药业、仙琚制药、川宁生物、奥锐特作为可比公司进行估值。2024-2026 年可比公司平均 PE 分别为 19X/15X/12X，首次覆盖给予“买入”评级。


图表 37: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价(元)		EPS(元)			PE(倍)			
		2024/12/26	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
605507.SH	国邦医药	20.68	1.10	1.47	1.80	2.16	18.8	14.1	11.5	9.6
300636.SZ	同和药业	8.06	0.28	0.32	0.43	0.56	28.9	25.2	18.6	14.4
002332.SZ	仙琚制药	10.12	0.57	0.69	0.85	1.04	17.8	14.6	11.9	9.7
301301.SZ	川宁生物	12.26	0.42	0.64	0.77	0.87	29.2	19.0	16.0	14.1
605116.SH	奥锐特	20.85	0.71	0.96	1.26	1.60	29.4	21.8	16.6	13.0
600521.SH	华海药业	17.85	0.57	0.89	1.11	1.33	31.3	20.1	16.1	13.4
	平均值						25.9	19.1	15.1	12.4
000739.SZ	普洛药业	15.91	0.9	1.0	1.1	1.4	17.6	16.5	13.8	11.4

数据来源: ifind, 华福证券研究所 注: 华海药业 EPS 取自华福研究所预测, 其他公司取自 ifind 一致预期

6 风险提示

原料药价格下跌风险: 原料药经过 23 年产能过剩导致的跌价后, 若后续下游需求减弱或上游产能过剩, 则可能出现价格再度下降风险, 若终端价格体系失衡, 将对公司产品动销和业绩兑现造成影响。

安全生产事故风险: 原料药企业若发生生产安全事故可能导致额外的监管风险、订单延迟交付、下游客户丢失等经营风险, 影响公司业绩。

原料药及制剂销售不及预期: 随着行业竞争加剧, 公司存在原料药及制剂销售不及预期风险。

新品研发与推广不及预期: 若公司产品研发失败或推广销售能力较差则对公司造成较大经营风险。

CDMO 订单不及预期影响: 若公司因外部环境变化、自身生产能力等原因导致 CDMO 订单承接不及预期, 将对公司相关业务开展造成不利影响。



图表 38：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,581	3,702	5,282	7,042	营业收入	11,474	12,341	13,871	15,725
应收票据及账款	2,106	2,129	2,254	2,555	营业成本	8,529	9,374	10,469	11,808
预付账款	257	281	314	354	税金及附加	56	49	55	63
存货	2,083	2,070	2,311	2,607	销售费用	658	531	596	676
合同资产	0	0	0	0	管理费用	467	494	555	629
其他流动资产	341	370	415	471	研发费用	625	617	694	786
流动资产合计	8,368	8,552	10,577	13,030	财务费用	-104	-27	-51	-77
长期股权投资	85	85	85	85	信用减值损失	-15	5	-10	-10
固定资产	3,001	3,069	3,175	3,162	资产减值损失	-92	-80	-80	-50
在建工程	542	542	392	242	公允价值变动收益	0	10	20	20
无形资产	320	315	310	305	投资收益	-22	-10	10	10
商誉	20	20	20	20	其他收益	104	90	80	100
其他非流动资产	431	435	439	443	营业利润	1,220	1,321	1,576	1,911
非流动资产合计	4,400	4,466	4,421	4,257	营业外收入	1	3	5	5
资产合计	12,768	13,017	14,998	17,287	营业外支出	17	6	10	10
短期借款	808	51	0	0	利润总额	1,205	1,318	1,571	1,906
应付票据及账款	4,127	4,073	4,853	5,656	所得税	149	191	228	276
预收款项	0	0	0	0	净利润	1,055	1,127	1,343	1,630
合同负债	430	494	555	629	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	112	150	160	180	归属母公司净利润	1,055	1,128	1,344	1,630
其他流动负债	831	883	960	1,056	EPS (按最新股本摊薄)	0.90	0.96	1.15	1.39
流动负债合计	6,308	5,651	6,529	7,520					
长期借款	19	169	319	469					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	211	226	256	276					
非流动负债合计	230	394	574	744					
负债合计	6,537	6,045	7,103	8,265					
归属母公司所有者权益	6,223	6,965	7,888	9,015					
少数股东权益	8	7	7	7					
所有者权益合计	6,230	6,972	7,895	9,022					
负债和股东权益	12,768	13,017	14,998	17,287					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,031	1,687	2,310	2,406
现金收益	1,510	1,652	1,856	2,137
存货影响	-282	14	-242	-296
经营性应收影响	-121	33	-78	-291
经营性应付影响	-200	-16	790	822
其他影响	124	5	-17	34
投资活动现金流	-677	-617	-489	-390
资本支出	-717	-614	-515	-416
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	40	-3	26	26
融资活动现金流	-301	-948	-241	-256
借款增加	94	-607	99	150
股利及利息支付	-383	-443	-518	-619
股东融资	0	-10	0	0
其他影响	-13	112	179	214

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	8.8%	7.6%	12.4%	13.4%
EBIT 增长率	21.4%	17.4%	17.7%	20.4%
归母公司净利润增长率	6.7%	6.8%	19.2%	21.3%
获利能力				
毛利率	25.7%	24.0%	24.5%	24.9%
净利率	9.2%	9.1%	9.7%	10.4%
ROE	16.9%	16.2%	17.0%	18.1%
ROIC	16.3%	18.5%	18.9%	19.6%
偿债能力				
资产负债率	51.2%	46.4%	47.4%	47.8%
流动比率	1.3	1.5	1.6	1.7
速动比率	1.0	1.1	1.3	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转天数	53	50	48	48
存货周转天数	82	80	75	75
每股指标 (元)				
每股收益	0.90	0.96	1.15	1.39
每股经营现金流	0.88	1.44	1.98	2.06
每股净资产	5.32	5.96	6.75	7.71
估值比率				
P/E	18	16	14	11
P/B	3	3	2	2
EV/EBITDA	107	96	85	73

数据来源：公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn