

## 营销专家, 蓄势待发

——誉衡药业(002437)公司投资价值分析

### 核心观点

**1、鹿瓜多肽市场增长空间广阔。**鹿瓜多肽注射液是公司主要的盈利品种。2010年上半年,鹿瓜多肽收入同比增长27%,我们预计未来3年鹿瓜多肽继续保持稳定增长趋势。其增长主要来自四个方面:1)骨折愈合用药市场稳定增长;2)医院市场覆盖率提升;3)用药水平和治疗剂量提升;4)新适应症推广。

**2、二线品种和代理品种齐发力。**注射用吉西他滨的专利纠纷问题已基本解决,公司将加大该品种的市场推广力度。目前吉西他滨的销售额不足5000万,未来成长空间非常广阔。2010年上半年,主要代理品种均获得较快增长,其中前列地尔增长达到500%。随着代理品种的收入比重提高,对业绩贡献也将逐步显现。

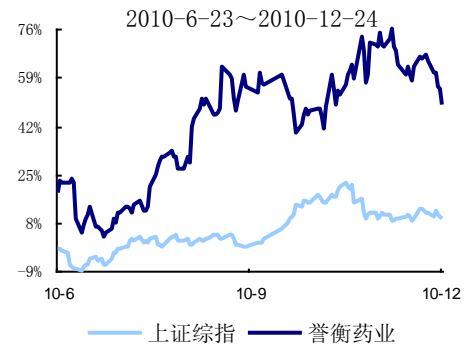
**3、产品为王,筹备未来。**公司丰富的产品储备归功于管理层对“产品为王”理念的坚定不移。只要有合适的品种,公司就会积极的购买。目前公司仍有8.13亿的超募资金,不排除继续购买新的品种。公司的研发投入逐年加大,不断推动新产品上市,同时公司与日本明治制药的继续合作也可能带来新的品种。

**4、新产品陆续上市,高成长值得期待。**若审批顺利,丰富的产品线将陆续上市,公司长期增长的趋势将逐步确立。头孢米诺将在2011年上市,收入预计达到5000万元。银杏内酯B预计在明年年初获得新药证书,未来销售额应在5亿元以上。注射用秦龙苦素预计在2011年中期结束III期临床,未来销售额应在3亿元以上。

**5、营销专家,多品种成功演绎。**公司在传统代理销售模式基层上衍生出独特的“TRP”营销模式,即“电话营销(T)+驻地招商(R)+会议营销(P)”。该模式成功整合公司、社会、客户等各方面资源,统一代理商和公司之间的利益,是公司营销优势的核心。在该模式下,公司成功培育出鹿瓜多肽这一过亿品种。公司旗下的经纬医药同时也是18个产品的全国总代理。前列地尔和脱氧核酸钠注射液等代理品种也即将突破1亿元。

**6、给予公司“短期-推荐,长期-A”的投资评级。**我们预计2010-2012年的EPS分别为1.33元、1.96元和2.65元。按照12月24日75.00元/股的收盘价计算,对应的市盈率为57倍、38倍和28倍。公司后续产品储备丰富,而且具有较强的市场营销能力。随着新产品陆续上市,公司的增长潜力将逐步体现,因此给予公司“短期-推荐,长期-A”的投资评级。

### 股价走势图



### 基础数据

总股本(万股)	14000.00
流通股(万股)	3500.00
52周内股价区间(元)	50.0-92.6
总市值(亿元)	105.00
总资产(亿元)	4.42
每股净资产(元)	2.74
目标价	6个月 12个月

### 相关报告

- 《国都证券-公司研究-调研简报-誉衡药业(002437):产品梯队不断丰富,高成长值得期待》 2010-11-11
- 《国都证券-公司研究-新股研究-誉衡药业(002437):快速成长的化学制药企业》 2010-06-01

### 财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	430	614	873	1144
同比增速(%)	55.99	42.84	42.11	31.10
净利润(百万)	130	186	275	371
同比增速(%)	22.92	42.52	48.16	34.89
EPS(元)	0.93	1.33	1.96	2.65
P/E	81	57	38	28

研究员:徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940210060003

联系人:胡博新

电话: 010-84183363

Email: huboxin@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

## 正文目录

<b>1. 鹿瓜多肽市场增长空间广阔</b>	<b>4</b>
1.1 骨折愈合用药市场概况	4
1.2 公司稳居市场龙头地位	6
1.3 未来增长仍具广阔市场空间	6
<b>2. 二线品种和代理品种齐发力</b>	<b>7</b>
2.1 吉西他滨具备增长潜力	8
2.2 代理品种放量，业绩贡献增加	9
<b>3. 产品为王，筹备未来</b>	<b>10</b>
3.1 产品为王理念成就今日誉衡	10
3.2 研发优势带来丰富产品线	10
<b>4. 新产品陆续上市，高成长值得期待</b>	<b>11</b>
4.1 头孢米诺：明星产品，11年开始投放市场	11
4.2 银杏内酯B：大市场中的特色品种	12
4.3 秦龙苦素：临床即将结束，优势已经奠定	14
<b>5. 营销专家、多品种成功演绎</b>	<b>15</b>
5.1 专业团队组合，独创销售模式	15
5.2 多品种成功演绎，积累扎实渠道基础	16
<b>6. 盈利预测与投资评级</b>	<b>17</b>
6.1 盈利预测	17
6.2 投资建议	17
<b>7. 风险提示</b>	<b>18</b>
7.1 产品价格下降风险	18
7.2 新产品批准慢于市场预期	18

## 图表目录

图 1: 全国 65 岁以上人口及占总人口比重.....	4
图 2: 02、04-06 年北京地区 50 岁以上的骨折发生率.....	4
图 3: 骨折愈合用药注射剂市场销售额 (亿元).....	5
图 4: 三种注射剂型的骨折愈合用药的销售额 (亿元).....	5
图 5: 鹿瓜多肽市场竞争情况.....	6
图 6: 鹿瓜多肽注射液收入增长及预测 (万元).....	7
图 7: 国内类风湿性关节炎药物市场.....	7
图 8: 国内抗骨质疏松药物市场.....	7
图 9: 吉西他滨原研药全球销售额.....	8
图 10: 国内样本医院吉西他滨销售额.....	8
图 11: 注射用吉西他滨收入增长及预测 (万元).....	9
图 12: 2007-2009 年研发费用及占销售收入比例.....	11
图 13: 04-09 年样本医院银杏叶制品市场.....	13
图 14: 2009 年九城市样本医院心脑血管中成药排名.....	13
图 15: 04-09 年国内肝病用药市场 (亿元).....	14
图 16: 04-09 年国内肝病中药市场 (亿元).....	14
图 17: 代理模式示意图.....	15
表 1: 鹿瓜多肽注射液与骨肽、复方骨肽注射液的对比.....	5
表 2: 鹿瓜多肽粉针和水针不良反应比较.....	5
表 3: 样本医院吉西他滨市场份额.....	8
表 4: 样本医院注射用盐酸吉西他滨各品牌医院平均购进价 (元/支).....	8
表 5: 经纬医药收入和净利润.....	9
表 6: 公司在研产品目录.....	10
表 7: 注射用头孢米诺规格及市场情况.....	11
表 8: 头孢米诺市场及占头孢类品种份额.....	12
表 9: 头孢米诺市场格局.....	12
表 10: 不同银杏叶制剂活性成本比例及特色.....	13
表 11: 神威药业舒血宁销售额及增速预测.....	13
表 12: 样本医院市场肝病用药前十大品种.....	14
表 13: 正大天晴甘利欣注射用及胶囊收入及增速 (单位: 万港元).....	15
表 14: 公司应收账款和应收账款周转率.....	16
表 15: 子公司经纬医药代理品种.....	16
表 16: 分产品收入预测.....	17
附录: 财务预测表.....	19

## 1. 鹿瓜多肽市场增长空间广阔

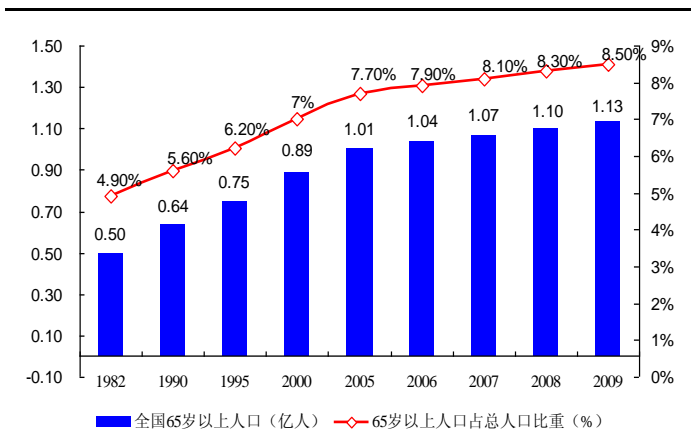
鹿瓜多肽注射液是公司主要的盈利品种，其销售增速是影响公司业绩的关键因素。2010年上半年，鹿瓜多肽注射液收入同比增长27%，我们预计未来3年鹿瓜多肽注射液继续保持稳定增长。

### 1.1 骨折愈合用药市场概况

鹿瓜多肽注射液为骨科类处方药，是由梅花鹿四肢骨和中草药甜瓜籽经高科技生物技术分离，提纯制成的复方制剂。临床上，鹿瓜多肽主要用于加快骨折愈合速度，同时也应用于治疗风湿及类风湿、肌肉骨骼系统流行病和骨质疏松等疾病。

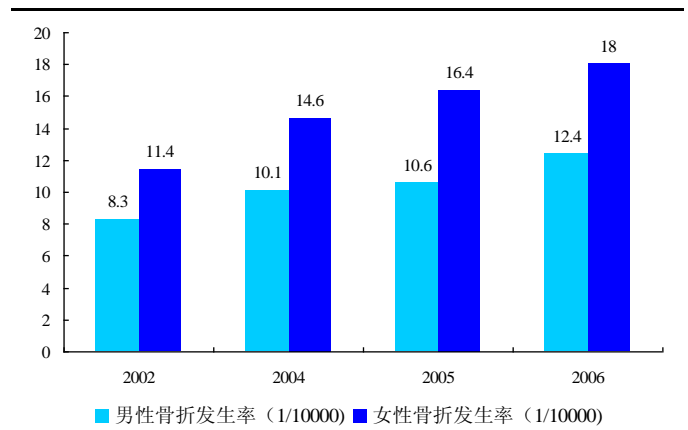
骨折是鹿瓜多肽注射液的主要适应症。近年来，随着人口老龄化的加速，骨折发病率逐年增加。据统计在美国，每年约有1/3的65岁或以上成年人发生跌倒，而80岁以上者，跌倒的比率更是高达50%~80%。对于65岁以上的老年人因跌倒而发生骨折的概率为87%。

图 1：全国 65 岁以上人口及占总人口比重



资料来源：统计局、国都证券研究所

图 2：02、04-06 年北京地区 50 岁以上的骨折发生率

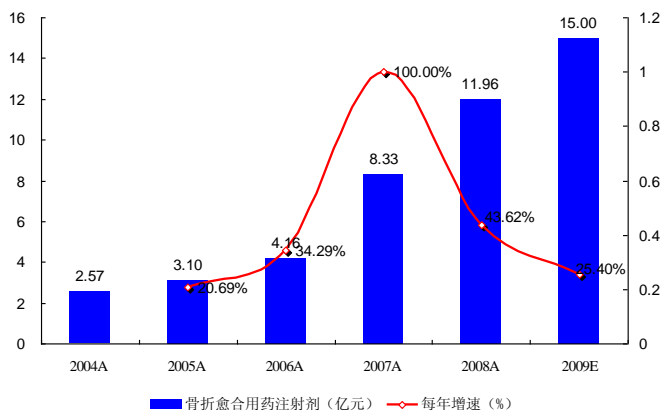


资料来源：CNKI、国都证券研究所

经过一段时间修复，骨折部位一般会自然愈合，但仍有5%-10%的病人出现骨折愈合缓慢或者无法愈合。对于老年人或者健康状况较差的病人，其发生骨折不愈合的概率更高。为加快骨折愈合的速度，病人往往需要借助药物治疗。

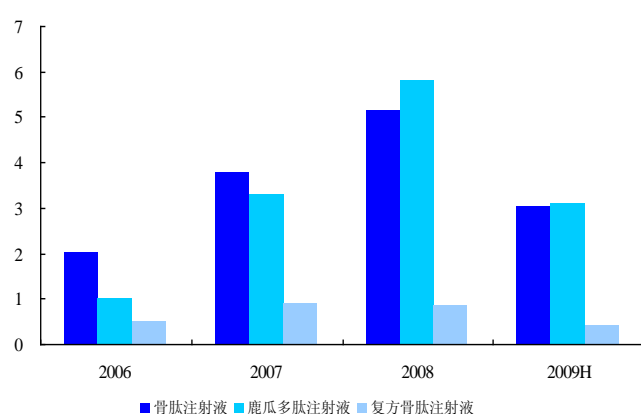
为加快骨折愈合，西医主要采用手术治疗(骨移植)和物理疗法(超声和脉冲电磁治疗)，而药物治疗则较为缺乏。中医中药在骨折治疗上有着悠久的历史，品种也较多，常见剂型如外敷膏剂和口服丸型。注射剂型的骨科中药起步相对较晚，2000年骨肽注射液才开始上市，2004年才被纳入医保乙类范围。由于注射剂型生物利用度高、加快骨折愈合速度明显，最近几年在学术推广的带动下获得迅速增长。2004年的至2008年骨折愈合用药注射剂市场由2.50亿元上升的年的12.15亿元，年增长率超过25%。

图 3: 骨折愈合用药注射剂市场销售额 (亿元)



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

图 4: 三种注射剂型的骨折愈合用药的销售额 (亿元)



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

注射剂型的骨折愈合药物品种较少。目前主要品种有五个, 分别为: 骨肽注射液、鹿瓜多肽注射液、复方骨肽注射液、硫酸软骨素 A 注射液和谷康泰灵注射液。鹿瓜多肽注射液虽然上市时间较晚, 但其在安全性和疗效等各个方面都具有明显优势。最近几年该产品增长逐年加快, 2006 年至 2008 年三年复合增长率达到 75%, 2008 年鹿瓜多肽注射液样本医院采购额为 5.93 亿元, 2009 年 1-6 月样本医院采购金额已经超过 3.2 亿元, 市场占有率为 46%。

表 1: 鹿瓜多肽注射液与骨肽、复方骨肽注射液的对比

药品名称	最高零售价	安全性	有效性
鹿瓜多肽注射液	47.50 元	水针剂未见严重不良反应	有相关的基础研究支持, 同时具有消炎镇痛作用, 加快骨折愈合速度
骨肽注射液	12.00 元	严重不良反应 106 例	有相关的基础研究支持, 但不含消炎镇痛成分
复方骨肽注射液	29.65 元	严重不良反应 40 例	缺乏基层研究支持, 临床使用较小

注: 不良反应统计来自中国知网文献分析

资料来源: 公司招股书、国都证券研究所

鹿瓜多肽主要有水针和粉针两种剂型。水针最早由公司开发, 并于 2002 年获得药监局生产批文。粉针剂型则是江世和迪龙药业通过仿制而来。对于多肽类药物, 一般粉针剂型的稳定性要好于水针剂型, 其发生不良反应的概率略低, 但我们查阅了历年关于鹿瓜多肽不良反应的报道, 却发现粉针不良反应率高于水针。

表 2: 鹿瓜多肽粉针和水针不良反应比较

剂型分类	上市时间	不良反应例数	不良反应症状
水针	2002 年	6 例	高热、胸闷
粉针	2006 年	9 例	胸闷、气促、面色潮红、过敏性休克

注: 不良反应来自中国知网文献分析

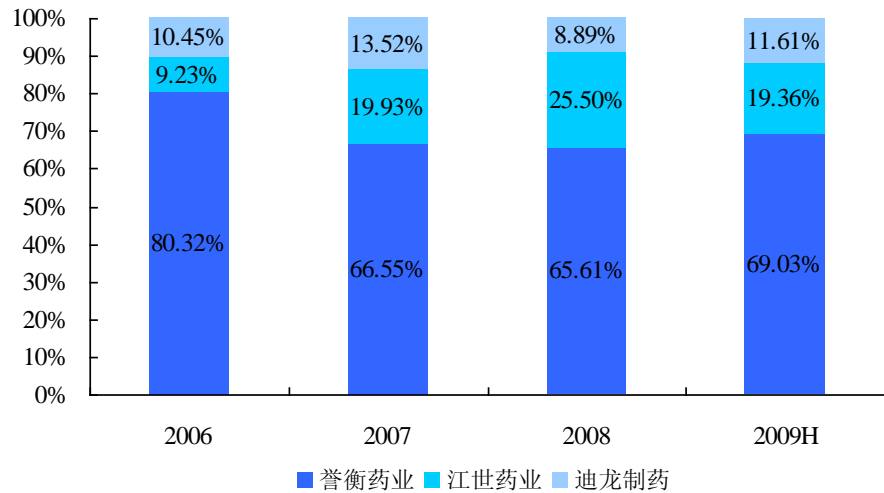
资料来源: CNKI、国都证券研究所

我们推测粉针不良反应高首先其仿制工艺不成熟有关。首先分离纯化工艺不能很好的清除过敏源。其次, 对比水针工艺, 粉针缺少最后关键的消毒和灯检工序, 不排除混入不溶的致敏颗粒, 因此在产品品质上, 水针剂型反而具有一定的优势。

## 1.2 公司稳居市场龙头地位

在鹿瓜多肽市场中，公司一直稳居市场首位。2006 年粉针开始上市，2007 年和 2008 年因为公司产能的不足，两家竞争对手乘机抢占了部分市场。2009 年，公司加大了产量供应，上半年市场份额已经有所恢复。

图 5: 鹿瓜多肽市场竞争情况



资料来源：SFDA 南方所、国都证券研究所

作为鹿瓜多肽注射液的原研企业，公司具有多方面的优势：

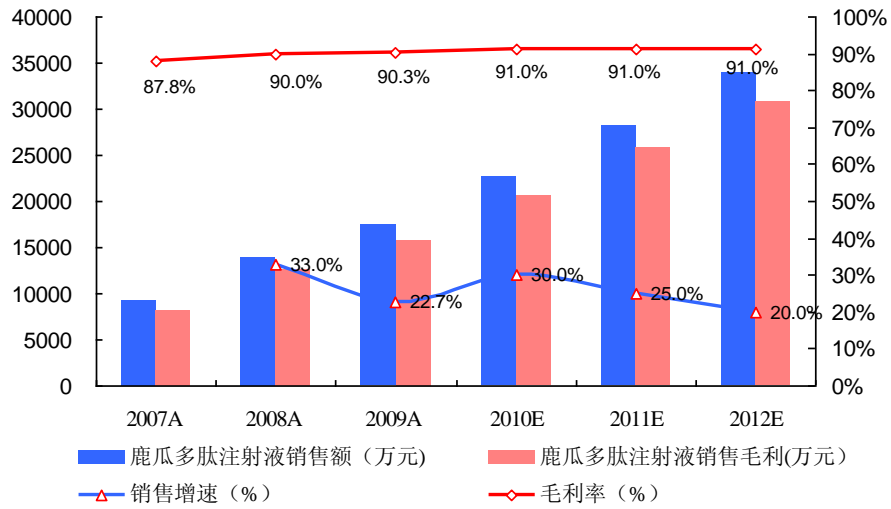
- 1) 独家专利保护。公司于 2005 年 6 月获得了国家知识产权局授予的“促进骨折愈合和关节损伤修复的药物组合物及其制备方法和应用”发明专利证书，保护期限 20 年。除了已经获得批文的江世药业和迪龙制药外，保护期内药监局不会审批新的生产企业。
- 2) 单独定价。2007 年获发改委单独定价权，也是国内骨科治疗注射剂中唯一单独定价品种。最近 3 年招标价格基本保持稳定。
- 3) 内部控制标准高，安全性高于同类品种。
- 4) 学术推广，对代理商的支持比较到位。

江世药业和迪龙药业也主要是代理模式，但其总体实力仍与公司有一定差距。在终端支持方面，公司具有学术营销支持的优势。未来几年，随着新产能的陆续释放，公司市场地位将更加巩固。

## 1.3 未来增长仍具广阔市场空间

2010 年上半年，鹿瓜多肽注射液收入同比增长 27%，继续保持稳步增长的趋势。我们预计未来 3 年鹿瓜多肽注射液继续保持稳定增长的趋势，其增长空间主要来自以下四个方面：1) 人口老龄化推动的骨折愈合市场稳定增长。2) 医院市场覆盖率提高。目前鹿瓜多肽已经覆盖了 83%左右的三级和二级医院，部分二级医院和大量的一级医院仍是空白市场。3) 用药水平的提升和治疗剂量的加大。4) 风湿、类风湿性疾病以及骨质疏松等新适应症拓宽。

图 6: 鹿瓜多肽注射液收入增长及预测 (万元)

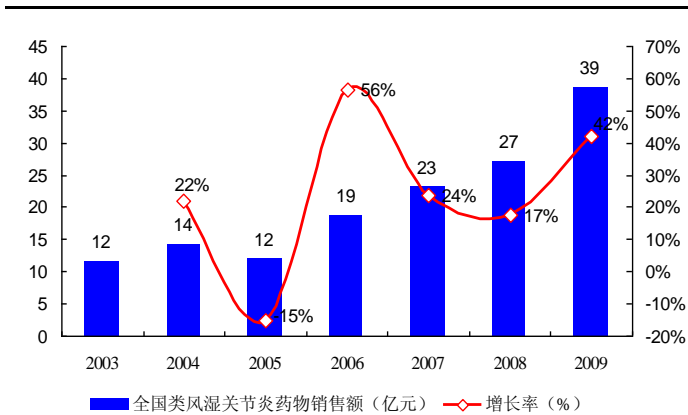


资料来源: 公司公告、国都证券研究所

考虑到产品的市场定位,公司目前的销售重点放在用药水平提高和适应症拓宽两方面。在用药水平提高方面,公司加大学术推广支持力度,提高医生对产品的认识程度。在安全性,有效性方面突出鹿瓜多肽的优势,实现对同类竞争品种的替代。同时医生的单位用药量也存在提升的空间,目前鹿瓜多肽标准的单次使用剂量为 8-12ml。实践上剂量越大,治疗效果越明显。为加快骨折愈合的速度,临床医生一般愿意加大剂量治疗,而且鹿瓜多肽的最大耐受量非常高,剂量调整有足够的安全区间。

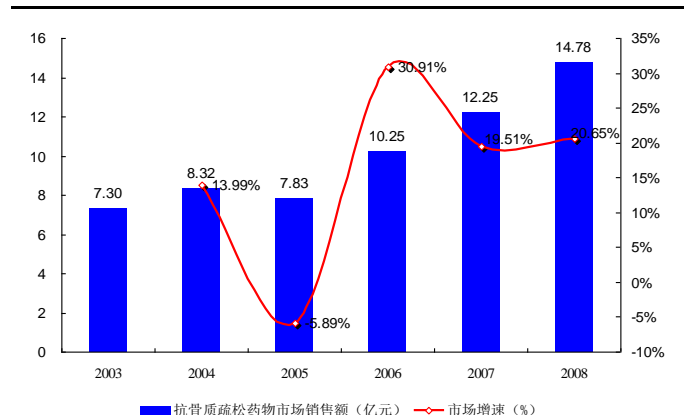
在适应症扩展方面,风湿、类风湿性疾病以及骨质疏松类疾病是公司目前拓展重要方向。此类疾病具有治疗周期长,用药量大,需长期用药等特点,国内又拥有庞大的患者人群,因此市场空间非常广阔。

图 7: 国内类风湿性关节炎药物市场



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

图 8: 国内抗骨质疏松药物市场



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

## 2. 二线品种和代理品种齐发力

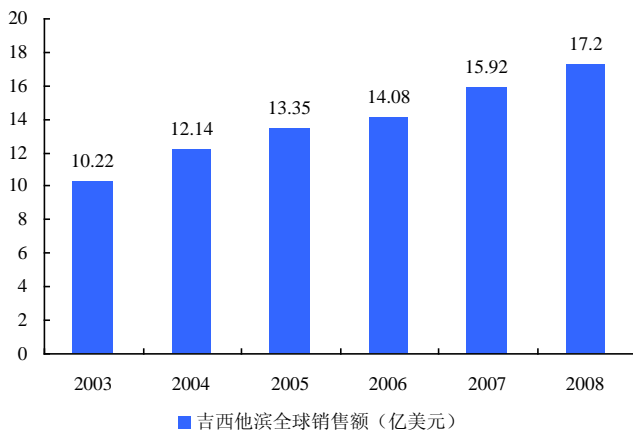
二线品种吉西他滨和代理品种快速增长是公司业绩成长的亮点。伴随市场的打开和渠道的完善,吉西他滨和代理品种将会有不错的增长。

## 2.1 吉西他滨具备增长潜力

注射用盐酸吉西他滨属于抗代谢类肿瘤药。1995年由美国伊莱利利公司开发成功，并在欧洲上市。1996年FDA正式批准吉西他滨用于治疗胰腺癌和非小细胞肺癌治疗。2008年吉西他滨的全球销售额达到17.2亿元。

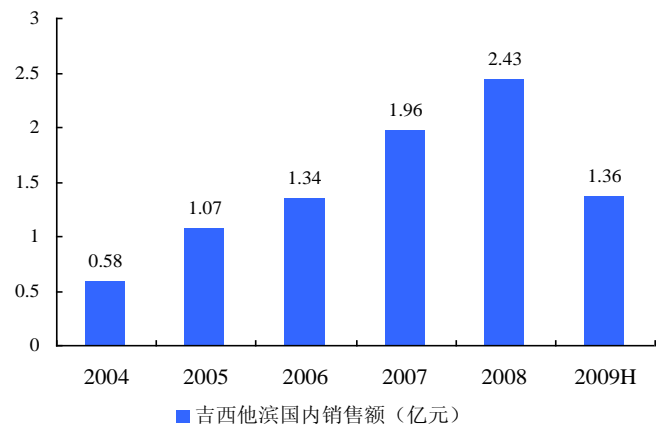
抗代谢类肿瘤药作为联合化疗的常规用药，临床使用量大。阿糖胞苷和5-氟尿嘧啶等一代抗代谢类肿瘤药已在临床上普遍应用。1999年吉西他滨获SFDA批准并引入临床。凭借高效低毒的优势，吉西他滨迅速取代其他一代品种并成为第一大抗代谢类肿瘤药。2008年，吉西他滨在样本医院的销售额已达到2.4亿元。

图 9: 吉西他滨原研药全球销售额



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

图 10: 国内样本医院吉西他滨销售额



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

公司于04年7月获得注射用吉西他滨生产批文。因为一直存在专利纠纷，公司并没有大力拓展市场。从样本医院的市场来看，公司市场份额仍非常低。

表 3: 样本医院吉西他滨市场份额

公司名称	2006A	2007A	2008A	2009H
美国伊莱利利公司	64.45%	56.93%	53.07%	51.00%
江苏豪森药业股份有限公司	31.68%	38.65%	42.48%	45.51%
誉衡药业	3.88%	4.42%	4.45%	3.49%

资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

2008年底北京市高级法院已经判定礼来(美国伊莱利利公司)在专利案败诉。2009年礼来向最高人民法院申请再审，从目前的情况来看，最高法院审理的可能性较小。同时药监局先后批准了正大天晴等4家企业的生产吉西他滨，可见专利保护已基本失效。从今年开始，公司已经加大对吉西他滨的销售力度。

作为后来者，公司的优势并不明显，尤其是进入礼来牢牢把握的三级医院市场难度较大。抗代谢类肿瘤药作为联合化疗的常规用药，使用范围广，二级医院存在一定的市场空间。公司也主动下调了产品价格，逐步向二级医院等中低端市场渗透。

表 4: 样本医院注射用盐酸吉西他滨各品牌医院平均购进价 (元/支)

公司名称	规格	医院平均购进价 (元/支)			
		2009H	2008A	2007A	2006A
美国伊莱利利公司	0.2g	443	443	420	456

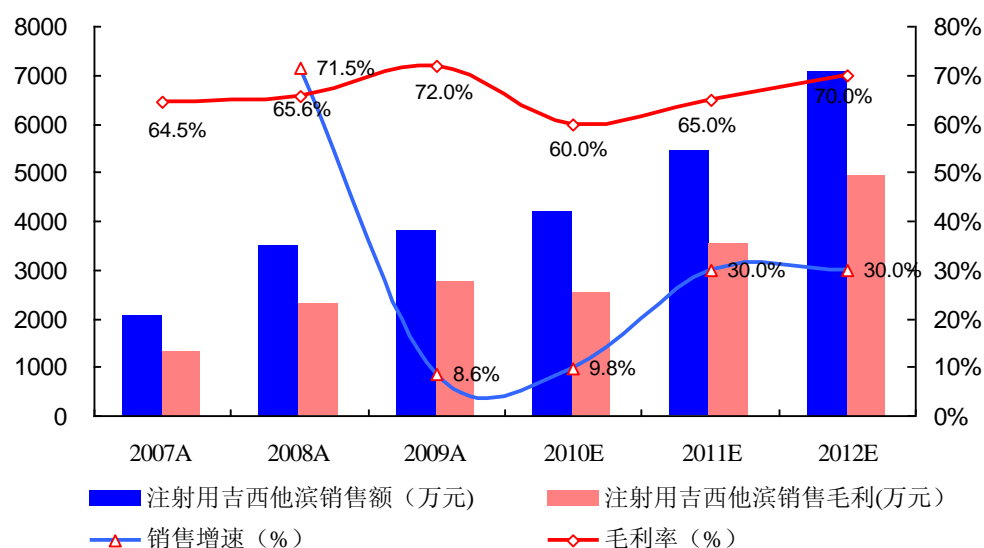


	1.0g	2013	1998	1943	2021
江苏豪森药业股份有限公司	0.2g	247	247	265	263
	1.0g	972	1,081	1,219	1,185
誉衡药业	0.2g	256	252	248	259
	1.0g	1,114	1,105	1,130	-

资料来源：SFDA 南方所、国都证券研究所

考虑到产品价格下调，2010 年吉西他滨销售增速将小于销量增长，同时毛利率也有所下滑。作为一个抗肿瘤的大品种，目前却只有 4000 万的销售额。只要公司调整好策略，未来吉西他滨增长的空间依然非常广阔。

图 11：注射用吉西他滨收入增长及预测（万元）



资料来源：公司公告、国都证券研究所

## 2.2 代理品种放量，业绩贡献增加

公司代理品种主要由子公司经纬医药负责。经纬医药目前是多品种的全国总代理。虽然代理业务的收入比重较高，但因为毛利率低，利润比重不高。

表 5：经纬医药收入和净利润

项目	2007A	2008A	2009A	2010H
营业收入 (万元)	3328	7530	18603	11422
收入占比 (%)	20.28%	27.32%	43.27%	48.37%
净利润 (万元)	4	84	1096	-
利润占比 (%)	0.05%	0.79%	8.42%	-

资料来源：公司公告、国都证券研究所

2010 年上半年，主要代理品种均获得较快增长。其中代理产品 DNA 在黑龙江、广东、河北、江苏、河南等 16 个省区进入地方医保目录，目录执行后 DNA 产品获得较高的增长。代理产品锌钙特医院及 OTC 终端进一步深入，比去年同期有较大幅度增长。曼新妥（前列地尔脂微球载体制剂）凭借优异的缓释特性逐步扩大市场的覆盖率，较去年同比增长 500%。随着代理品种的收入比重提高，对业绩贡献也将逐步显现。

### 3. 产品为王，筹备未来

#### 3.1 产品为王理念成就今日誉衡

作为一家成立只有 10 年时间的中型企业，公司却拥有着丰富的产品储备。目前，公司拥有在研的 1 类新药 7 个，其中处于临床阶段的新药有 3 个，结束临床研究的新药 1 个。

表 6: 公司在研产品目录

在研品种	医疗效果和适用领域	注册分类	目前进度
银杏内酯 B 注射剂	心脑血管用药	中药 1 类	结束 III 期临床
注射用秦龙苦素	肝病用药	中药 1 类	II 期临床
美迪替尼	抗肿瘤药	化药 1 类	临床前研究
MEDX-02	抗肿瘤药	化药 1 类	临床前研究
MEDX-08	抗肿瘤药	化药 1 类	临床前研究
注射用头孢他啶他唑巴坦钠 (3: 1)	头孢类抗生素	化药 1 类	临床试验研究
注射用头孢噻肟钠他唑巴坦钠 (3: 1)	头孢类抗生素	化药 1 类	临床试验研究
注射用环酯红霉素	大环内酯类抗生素	化药 2 类	临床前研究
米屈肼注射液+原料	心脑血管用药	化药 3 类	临床试验研究
氯丙酰左卡尼汀原料+注射液	治疗缺血性心脏病	化药 3 类	临床前研究
地西他滨原料+注射液	抗肿瘤药	化药 3 类	临床前研究
苯磺酸氨氯地平/阿托伐他汀钙片	血脂调节药	化药 3 类	临床前研究
雷尼酸锶干混悬剂	促进骨折愈合药物	化药 3 类	临床前研究
非布索坦片+原料	痛风治疗药	化药 3 类	技术审评
奈拉滨注射液+原料	抗肿瘤药	化药 3 类	临床前研究
富马酸尼唑苯酮注射液+原料	治疗缺血所致的脑功能障碍	化药 3 类	临床前研究
匹卡米隆片+原料	脑功能改善药	化药 3 类	临床前研究
注射用多尼培南+原料	抗生素	化药 3 类	临床前研究
头孢卡品酯片+原料	头孢类抗生素	化药 3 类	临床前研究
头孢卡品酯片+原料	头孢类抗生素	化药 3 类	临床前研究
注射用头孢拉宗+原料	头孢类抗生素	化药 3 类	临床前研究
伊伐布雷定片+原料	慢性稳定型心绞痛治疗	化药 3 类	临床前研究

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

丰富的产品梯队归功于管理层对“产品为王”理念的坚定不移。一旦发现有合适的品种，公司就会积极采用各种方式购买。2000 年公司董事长力排众议以 168 万元的买下已濒临破产的黑龙江康复研究所附属药厂，获得鹿瓜多肽注射液。2003 年，公司在实力仍较为薄弱的情况下，以 1400 万的价格买下注射用吉西他滨。2008 年，公司排除各大竞争对手，与花城制药合作获得银杏内酯 B 注射剂。

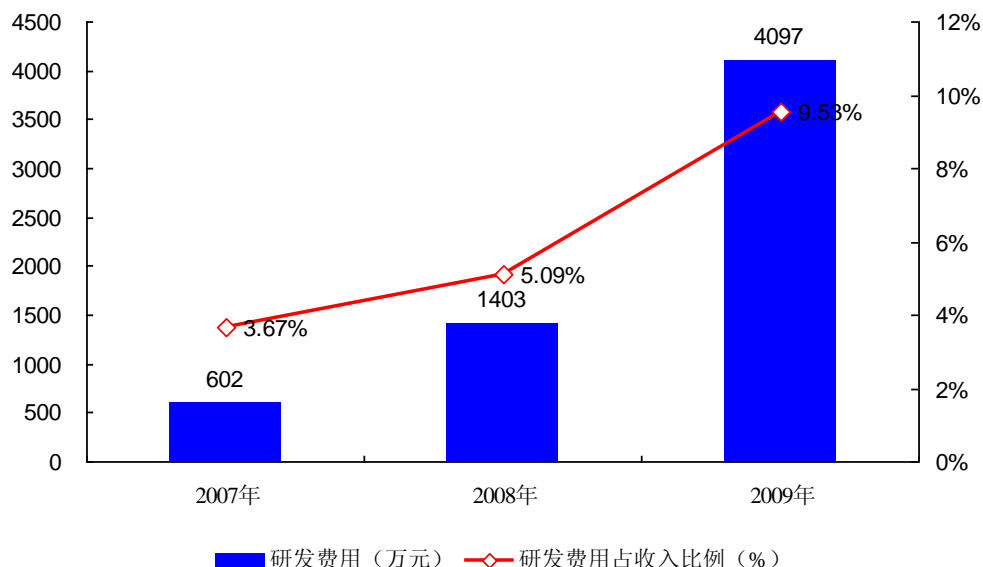
上市后公司再度出击，以 6500 万元的价格获得美迪替尼及其衍生物的全部知识产权。公司目前仍有 8.13 亿的超募资金，我们不排除公司继续收购新品种的可能。

#### 3.2 研发优势带来丰富产品线

公司获得新品种的能力除了与管理层敏锐的市场嗅觉有关，与公司积累的研发优势密不可分。公司研发工作由富有多年营销和研发经验的曹捷先生领衔，旗下设有产品研发中心和子公司美迪康信，其中研发中心负责产品研发任务，而美迪康信则从事医药研究外包，并帮助公司选择合适的产品。公司最近三年每年的研发投入比重一直在 3% 以

上，远高于行业平均水平。

图 12: 2007-2009 年研发费用及占销售收入比例



资料来源：公司公告、国都证券研究所

随着外部购买品种的难度加大，依靠自身研发积累将是公司获得新品种的重要方式。2008 年公司通过研究获得头孢米诺的合成路线，其生产成本仅为日本明治制药的一半。以此为基础，公司通过为明治提供原料药，获得 5g 装的销售权。公司在产品申报方面具备丰富的经验，未来可能会协助明治公司注册新的品种。借此机会，公司将争取明治新产品的代理销售权。

## 4. 新产品陆续上市，高成长值得期待

若审批顺利，丰富的产品线将陆续上市，公司长期增长的趋势将逐步确立。从目前进度来看，头孢米诺、银杏内酯 B 注射液和注射用秦龙苦素将先后上市。

### 4.1 头孢米诺：明星产品，11 年开始投放市场

头孢米诺最早由日本明治制果公司开发，并在日本上市。20 世纪 90 年代国家药监局批准明治制果公司的注射用粉针（规格：1g/支）在我国上市，商品名为“美士灵”（Meicelin）。1999 年头孢米诺在中国行政保护终止，广东立国制药等先后获得生产批文。国内企业的生产的规格主要是 1g/支和 0.5g/支。

表 7: 注射用头孢米诺规格及市场情况

规格	市场参考价格	生产企业	用法用量
0.5g/支	56 元/支	上海新先锋	静脉滴注时，每 1 g 溶于 100-150 mL 葡萄糖液或电解质溶液
1g/支	130 元/支	明治制果	

资料来源：国家药监局、国都证券研究所

头孢米诺为头霉素衍生物，属于第三代头孢菌素。在抗菌谱上，头孢米诺具有独特的优势。除了对革兰氏阴性菌有较强作用外，头孢米诺对厌氧菌也有效果，是抗细菌、厌氧菌混合性感染临床所使用的药物。在临床上，头孢米诺广泛用于扁桃体、呼吸道、

泌尿道、胆道、腹腔、子宫等部位感染治疗。

2004 年头孢米诺被纳入医保乙类目录，并在国产化的推动下迅速增长。**2009 年头孢米诺已成为医院市场中第四大头孢品种，市场终端销售额为 22.73 亿元。**

**表 8: 头孢米诺市场及占头孢类品种的份额**

品名	2007 年		2008 年		2009 年	
	销售额 (亿元)	市场份额 (%)	销售额 (亿元)	市场份额 (%)	销售额 (亿元)	市场份额 (%)
头孢米诺	15.76	5.13%	18.44	5.25%	22.73	5.39%

资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

虽然国内头孢米诺的生产企业众多,但份额主要集中在明治制果以及最先仿制的一些企业。2008 年明治制果在样本医院的市场份额为 23.89%,在市场覆盖率上明治的优势并非常不明显。

**表 9: 头孢米诺市场格局**

排序	厂家	商品名	市场份额
1	日本明治制果株式会社	美士灵	23.89%
2	江西南昌立健药业有限公司	立健咪诺	14.82%
3	华北制药集团有限责任公司		12.73%
4	深圳立健药业有限公司	立健咪诺	6.41%
5	上海新先锋药业有限公司		5.08%
6	江苏华源药业有限公司		4.90%
7	苏州万庆药业有限公司		4.47%
8	深圳信立泰药业有限公司		3.10%

资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

公司此次从明治获得 0.5g 规格的头孢米诺,将继续使用商品名“美士灵”并按照原研药标准进行招标。由于规格不同,公司与明治实行招标分开。市场划分方面,公司主要拓展明治没有覆盖或者销售较为薄弱的市场。

目前公司已经完成各省的招商工作,也参与了部分省市的招标工作。从已完成招标的地区来看,中标价格属于原研药的定价范围。抗生素销售普遍以代理销售模式为主,流通差价率是影响销售的重要因素。按照目前出厂价测算,公司给予代理商的差价有充足的利润空间。明治 1g 规格的头孢米诺对国内市场覆盖并不充分,公司的头孢米诺仍有较大的成长空间。我们预测 2011 年头孢米诺上市后将会有不错的增长。

## 4.2 银杏内酯 B: 大市场中的特色品种

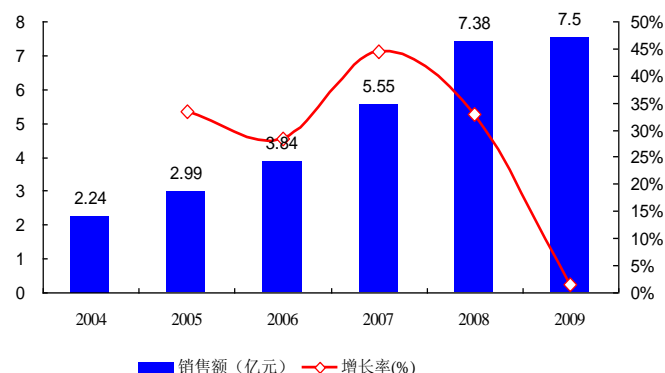
银杏叶提取物制剂虽然作为中药品种,但因为作用机理研究已较为透彻,在国际市场上有着较高的认同度。在欧洲,银杏提取物制剂已有 40 多年的应用历史。在美国,银杏叶提取物已被 2008 年版的《美国药典》所收录。2008 年全球银杏叶提取物制剂、保健品和化妆品市场已超过 70 亿美元,是目前全球最大的植物药品种。

在临床上,银杏叶提取物被归为神经系统药物。实际上银杏提取物在促进循环系统的活化、抗氧化作用、抗衰老功能、抗老年痴呆和眼部视网膜病变等方面发挥重要作用,因此也被作为**神经系统和心脑血管疾病的双跨品种**。

面对广阔的市场和较高的市场认同度,国内企业纷纷开发银杏提取物产品。片剂、胶囊、注射剂及复方等各种剂型先后上市。目前银杏提取物制剂已成为心脑血管类制剂

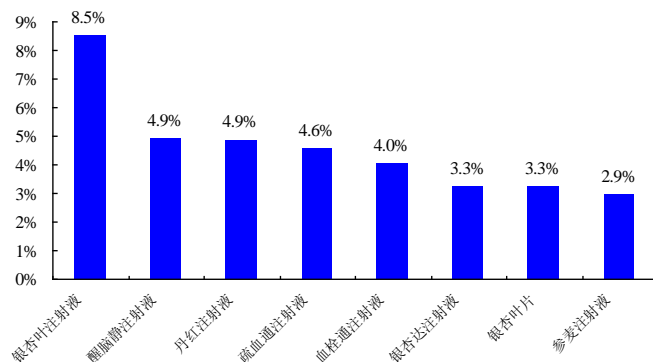
第一品种。在样本医院市场中，银杏叶注射液位于各心脑血管中成药的首位。

图 13: 04-09 年样本医院银杏叶制品市场



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

图 14: 2009 年九城市样本医院心脑血管中成药排名



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

目前已经上市的银杏提取物制剂全为多组分混合物，主要成分包括银杏内酯类 (A、B、C、M、J)、黄酮类和有机酸类。现代药理研究表明银杏内酯 B 对 PAF (导致心脑血管的主要因素) 产生的拮抗作用最强。最近几年的银杏类新药开发也主要围绕银杏内酯 B 展开。

表 10: 不同银杏叶制剂活性成分比例及特色

品种	活性成分	产品特点
金纳多	含 GBE 17.5 mg, 黄酮苷 4.2 mg	成分明确, 上市较早
银杏达莫注射液	银杏总黄酮 9.0~11.0 mg/支, 双嘧达莫 3.6~4.4 mg	中西结合效果较好, 临床推广
舒血宁注射剂	黄酮苷 1.68 mg GA 0.3 mg/支, 银杏叶酸 ≤2μg/g	GA 宣传, 低致敏宣传
达那康	含黄酮苷 24%, 银杏内酯 3.1%, BB2.9%	专业化突出配比
海王银杏叶片	含黄酮苷 24%, 银杏内酯 6%	品牌战略, 广告宣传好
扬子江银杏天保	含黄酮苷 24%, 银杏内酯 6%	医院临床推广
康恩贝天保宁	40 mg/片, 其中黄酮苷 9.6 mg	成分明确, 品牌宣传, 临床推广
银杏内酯 B 注射液	银杏内酯 B	单组份, 安全性高, 临床推广

资料来源: CNKI、国都证券研究所

如果银杏内酯 B 能顺利开发上市, 其单组份优势和药理数据将很好的支持其学术推广。借此优势, 我们预计银杏内酯 B 将成为一个重量级的品种。参考同类产品的销售额, 我们预计银杏内酯 B 的销售额应该在 5 亿元以上。

表 11: 神威药业舒血宁销售额及增速预测

年份	2005A	2006A	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售额 (万元)	1252	3331	9214	13687	20048	28067	36488	47434
增长率 (%)		166.04%	176.65%	48.54%	46.48%	40%	30%	30%

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

目前银杏内酯 B 注射液的已完成 III 临床, 正处于专家评审阶段。从实验结果分析, 银杏内酯 B 注射液在安全性和有效性都优于对照品种 (金纳多), 所以我们认为通过审批, 获得新药证书难度不大。公司于今年 12 月增持了花城制药 20% 的股权, 体现公司对该产品有充足的信心。如果审批工作顺利, 我们预计 2011 年初, 公司即可获得新药证书。

### 4.3 秦龙苦素：临床即将结束，优势已经奠定

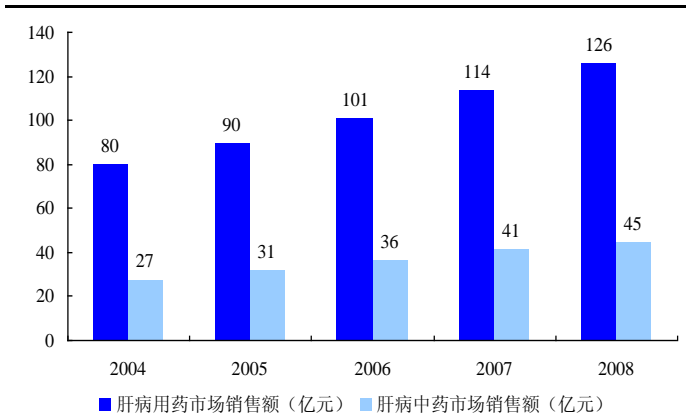
注射用秦龙苦素为秦艽提取物龙胆苦苷的冻干粉针。龙胆苦苷作为肝病用药已有广泛研究，传统中医很早就以龙胆泻肝汤(含龙胆草)治疗肝胆湿热、目赤肿痛等症状。由于龙胆苦苷的不稳定，口服生物利用度低，西北大学孙文基教授等经过多年研究，开发出注射剂型。2009年公司以2500万元的价格获得秦龙苦素的两项专利权。

目前注射用秦龙苦素已进入III期临床，完成病例150多例。大约再完成100例病例，III期临床就可结束。按当前进度，我们预计2011年中期即可完成临床工作。

作为植物提取物制剂，注射用秦龙苦素中龙胆苦苷的纯度接近95%，具有较高的安全性。在毒理实验中，使用大剂量的注射秦龙苦素，未见动物毒性反应。从临床启动至今，也未见有一例不良反应。在疗效方面，II期结果显示秦龙苦素对降低病人黄疸症状优于对照品(茵栀黄注射液)。

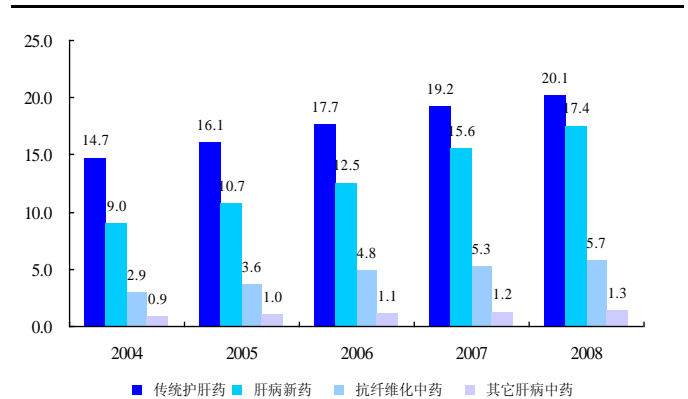
2008年我国整个肝病用药市场约为125.6亿元，其中西药81.1亿元，中药44.5亿元。虽然西药用量仍然大于中药，但中药增长迅速，比例在逐年提高。在保肝护肝和抗纤维化方面，中药有着独特优势。

图 15: 04-09 年国内肝病用药市场 (亿元)



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

图 16: 04-09 年国内肝病中药市场 (亿元)



资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

西药护肝品种中，甘草酸系列、多烯磷脂酰胆碱、水飞蓟素系列实际上也是来自于植物提取物。天然植物药在肝病领域中具有明显的优势。

表 12: 样本医院市场肝病用药前十大品种

序号	品种名	市场份额
1	谷胱甘肽	14.78%
2	甘草酸系列	13.75%
3	拉米夫定	7.87%
4	阿德福韦酯	6.28%
5	多烯磷脂酰胆碱	5.97%
6	硫普罗宁	5.75%
7	门冬氨酸钾镁	5.32%
8	核糖核酸	3.96%
9	熊去氧胆酸	3.88%
10	水飞蓟素系列	3.77%

资料来源: SFDA 南方所、国都证券研究所

护肝药的第一大品种应属甘草酸二铵，其的代表品种是正大天晴的甘利欣。2005年甘利欣销售额曾到达 3.2 亿港元。因为专利到期，06 年之后甘利欣的销售额有所下降。注射用秦龙苦素在 03 年申请的专利，上市后仍有相当长的保护期，其上市后的销售额有望超越甘利欣。

表 13: 正大天晴甘利欣注射用及胶囊收入及增速 (单位: 万港元)

年份	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
销售额 (万港元)	20043	23438	24627	30132	31957	25709	26414	26937	23957
增长率 (%)		16.94%	5.08%	22.35%	6.06%	-19.55%	2.74%	1.98%	-11.06%

资料来源: 公司公告、国都证券研究所

## 5. 营销专家、多品种成功演绎

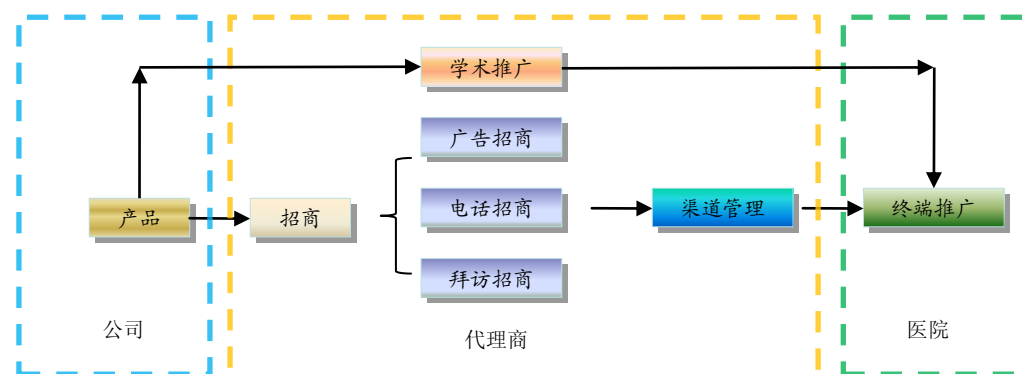
### 5.1 专业团队组合，独创销售模式

公司董事长朱吉满先生作为国内最早的一批销售经理人，对药品销售有着丰富的经验。从 1992 年至今，朱吉满先生曾先后担任地区经理和市场部经理等职位。除了董事长外，公司副董事长王东绪先生，副总经理杨红冰先生以及研发总监曹捷先生都具有多年的销售经验。同时医药营销界的精英蔡天先生还担任公司高级顾问。如此专业的团队组合，在国内医药市场中是绝无仅有的。

目前公司的销售队伍大约在 200 人左右。与公司合作的代理商超过 2000 个，主导产品的覆盖医院超过 3000 家。

公司在传统代理销售模式基层上衍生出独特的“TRP”营销模式：“电话营销(T)+驻地招商(R)+会议营销(P)”。该模式成功整合公司、社会、客户等各方面资源，统一代理商和公司之间的利益，是公司营销优势的核心。

图 17: 代理模式示意图



资料来源: 公司公告、国都证券研究所

以下我们从代理模式的思路去分析该模式的优势:

产品是招商模式的第一要素，产品的盈利空间和独特性制约着该模式的各个环节。公司产品多属于特色品种，例如鹿瓜多肽注射液为单独定价品种，渠道的盈利空间充足而且稳定。产品的优势决定了公司在整个环节中处于主动地位。

招商无疑是整个代理模式的核心。进医院是专科药品销售的第一门槛，不同代理商与医院的关系层次不同，对产品招标及定价都有重要的影响。上量是第二道门槛，代理商代理的产品众多，对产品有较大的选择性。找到合适的代理商无疑是该模式成败的关键。

广告招商是最常见的招商模式，并为大量的中小企业所使用。其优点是能迅速完成招商，而且不需要太多的销售人员。但该模式招来的代理商可能参差不齐，渠道也很难管理。电话招商和拜访招商（上门招商）针对性强，但是各地渠道代理商众多，招商效率很难保证。针对以上问题，公司另辟蹊径，创造出电话招商（T）和上门招商（R）两种结合的模式。首先公司根据掌握的“经销商数据库”对目标地区代理商的进行首次筛选，电话招商中心的人员再进行第二次筛选，并将有价值的信息反馈给驻地人员。驻地人员有针对性的拜访合适的代理商。三次高效率的筛选保障公司能够最快找到合适的代理商。

渠道方面，公司坚持“共赢”理念维持与代理商的合作关系，保障与公司合作的代理商都能从中获得稳定的回报。在管理上，公司对代理商有较高掌控力度。借助产品的优势，目前公司在销售回款上基本采用先付款后发货的方式。体现在报表上，公司应收账款非常少。

**表 14: 公司应收账款和应收账款周转率**

年份	2007A	2008A	2009A	2010H
销售收入（万元）	16411	27561	42993	23615
应收账款（万元）	31	-	72	0
应收账款周转率	38	1742	1182	-

资料来源：公司公告、国都证券研究所

经销商队伍参差不齐，对产品理解不足是代理模式的常见弊端。为此，公司自建了一只学术推广队伍，根据代理商需求定期组织“学术会议”。学术推广（会议营销P）已经成为专科处方药营销的主要模式。电话营销(T)、驻地招商(R)和会议营销(P)三项结合构成公司销售模式的核心。

## 5.2 多品种成功演绎，积累扎实渠道基础

公司的销售模式已经在代理和自主产品上获得成功的验证。公司自主产品鹿瓜多肽注射液 09 年收入已到达 1.74 亿元的收入，今年预计超过 2 亿元。代理品种中，公司是 18 个品种的全国总代理商。按照今年上半年增速测算，前列地尔和脱氧核酸钠注射液收入也将突破 1 亿元。

**表 15: 子公司经纬医药代理品种**

序号	名称	代理区域	09 年销售金额（万元）
1	脱氧核苷酸钠注射液 2ml	全国（除北京、辽宁、吉林外）	4778
2	注射用派拉西林舒巴坦钠 1.25g	全国	4084
3	葡萄糖酸钙锌口服溶液 12 支	全国	3736
4	前列地尔注射液	全国	2551
5	葡萄糖酸钙锌口服溶液 24 支	全国	1714
6	泮托拉唑钠肠溶胶囊 7 支	全国（除黑龙江外）	544
7	葡萄糖酸钙锌口服溶液 6 支	全国	267
8	注射用呋布西林钠 0.5g	全国	212



9	葡萄糖酸钙锌口服溶液 18 支	全国	208
10	萆薢分清丸 6g	全国	137
11	注射用克林霉素磷酸酯 0.6g	全国	79
12	美沙拉秦肠溶片	全国	69
13	康艾扶正胶囊 36 粒	全国	67
14	注射用盐酸托泊替康 2mg	全国	40
15	注射用转化糖 0.25g	全国	34
16	泮托拉唑钠肠溶胶囊 14 粒	全国	27
17	注射用吠布西林钠 0.25g	全国	23
18	注射用哌拉西林舒巴坦钠 2.5g	全国	12

资料来源：公司公告、国都证券研究所

公司销售模式所积累的渠道为新产品上市奠定了市场基础。后续的抗生素产品，如头孢米诺和哌拉西林舒巴坦钠，将继续沿用该模式进行推广。对于其他专科类新药，如银杏内酯 B 和秦龙苦素，公司将自建销售队伍，走学术营销路线进行推广。

## 6. 盈利预测与投资评级

### 6.1 盈利预测

我们预计鹿瓜多肽继续保持稳定增长；注射用吉西他滨因为年降价，2010 收入增速低于销售量增速，2011-2012 年在不考虑降价的情况下快速增长。头孢米诺 2011 年开始实现收入，预计在 5000 万左右，2012 年上升至 1 亿元。代理销售品种继续保持快速增长。

表 16: 分产品收入预测

单位: 百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
鹿瓜多肽注射液	92	139	173	225	282	338
增长率		51.18%	24.49%	30.00%	25.00%	20.00%
注射用吉西他滨	205	351	381	418	544	707
增长率		71.51%	8.55%	9.81%	30.00%	30.00%
注射用头孢米诺					50	100
增长率						100.00%
代理销售	33	75	186	312	445	585
增长率		126.26%	147.07%	67.61%	42.56%	31.57%
其他	18	26	32	35	42	50
增长率		42.17%	24.95%	8.20%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告、国都证券研究所

### 6.2 投资建议

根据以上分产品的收入假设，我们预计 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.33 元、1.96 元和 2.65 元。按照 12 月 25 日 75.00 元/股的收盘价计算，对应的市盈率为 57 倍、38 倍和 28 倍。公司后续产品储备丰富，而且具有较强的市场营销能力。随着新产品陆续上市，公司增长潜力将逐步体现，因此给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

## 7. 风险提示

### 7.1 产品价格下降风险

随着注射用吉西他滨生产企业增加，市场竞争将进一步加剧。公司已经在今年调整了产品的价格，不排除明年继续降价。

### 7.2 新产品批准慢于市场预期

银杏内酯 B 注射液和注射用秦龙苦素均属于中药注射液。目前国内中药注射液审批仍处于停滞阶段，正式放宽的时间具有不确定性。受此影响，两个品种审批可能会慢于市场预期。

**附录：财务预测表**

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	231.40	1405.34	1578.19	1882.85	<b>营业收入</b>	429.93	614.13	872.76	1144.19
现金	87.97	1196.05	1232.53	1533.92	营业成本	187.32	288.38	414.64	533.06
应收账款	0.72	0.20	1.03	0.72	营业税金及附加	1.95	2.76	3.93	5.15
其它应收款	46.87	87.51	128.76	139.52	营业费用	50.18	65.71	94.26	123.57
预付账款	71.97	64.92	155.78	128.64	管理费用	32.80	39.30	50.62	61.79
存货	23.57	55.14	59.59	78.47	财务费用	3.84	-1.83	-16.31	-18.55
其他	0.30	1.51	0.51	1.59	资产减值损失	1.69	2.46	3.49	4.58
<b>非流动资产</b>	211.08	287.05	366.09	441.75	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	70.66	70.66	70.66	70.66	投资净收益	-0.42	0.00	0.00	0.00
固定资产	113.70	163.56	220.77	273.65	<b>营业利润</b>	151.74	217.35	322.14	434.59
无形资产	21.61	47.19	67.11	88.70	营业外收入	1.20	1.23	1.78	2.35
其他	5.10	5.63	7.54	8.73	营业外支出	0.02	0.25	0.36	0.47
<b>资产总计</b>	442.48	1692.39	1944.28	2324.61	<b>利润总额</b>	152.92	218.33	323.56	436.48
<b>流动负债</b>	154.95	168.87	167.20	218.94	所得税	22.68	32.75	48.53	65.47
短期借款	92.00	59.67	67.89	73.19	<b>净利润</b>	130.24	185.58	275.02	371.01
应付账款	11.05	27.55	28.03	38.58	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	51.90	81.65	71.29	107.18	<b>归属母公司净利润</b>	130.24	185.58	275.02	371.00
<b>非流动负债</b>	0.00	0.41	0.39	0.38	<b>EBITDA</b>	156.39	235.77	335.34	455.36
长期借款	0.00	0.22	0.24	0.26	<b>EPS (元)</b>	1.24	1.33	1.96	2.65
其他	0.00	0.19	0.16	0.12					
<b>负债合计</b>	154.95	169.27	167.60	219.32					
少数股东权益	0.00	0.00	0.01	0.01					
股本									
资本公积金									
留存收益									
归属母公司股东权益	287.53	1523.11	1776.67	2105.28					
<b>负债和股东权益</b>	442.48	1692.39	1944.28	2324.61					

现金流量表					主要财务比率				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E		2008	2009E	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>	143.24	184.25	141.32	434.14	<b>成长能力</b>				
净利润	130.24	185.58	275.02	371.01	营业收入	55.99%	42.84%	42.11%	31.10%
折旧摊销	0.00	19.88	28.97	38.57	营业利润	39.56%	43.24%	48.21%	34.91%
财务费用	3.84	-1.83	-16.31	-18.55	归属母公司净利润	22.92%	42.50%	48.20%	34.90%
投资损失	0.42	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	9.06	-19.66	-146.28	43.15	毛利率	56.43%	53.04%	52.49%	53.41%
其它	-0.31	0.28	-0.08	-0.04	净利率	30.29%	30.22%	31.51%	32.43%
<b>投资活动现金流</b>	-96.69	-96.12	-107.93	-114.20	ROE	45.29%	12.18%	15.48%	17.62%
资本支出	26.97	76.05	78.99	75.67	ROIC	35.09%	11.59%	14.11%	16.26%
长期投资	-69.58	0.00	0.00	0.00	<b>偿债能力</b>				
其他	-139.30	-20.07	-28.94	-38.53	资产负债率	35.02%	10.00%	8.62%	9.43%
<b>筹资活动现金流</b>	-0.87	1019.96	3.09	-18.55	净负债比率	59.37%	35.41%	40.69%	33.53%
短期借款	40.00	-32.33	8.22	5.30	流动比率	1.49	8.32	9.44	8.60
长期借款	0.00	0.22	0.02	0.02	速动比率	1.34	8.00	9.08	8.24
普通股增加					<b>营运能力</b>				
资本公积增加					总资产周转率	1.19	0.58	0.48	0.54
其他	-40.87	1052.07	-5.16	-23.87	应收帐款周转率	1187.74	1327.01	1421.84	1312.20
<b>现金净增加额</b>	45.68	1108.08	36.48	301.39	应付帐款周转率	18.16	14.94	14.92	16.01

资料来源：公司报表、国都证券

**国都证券投资评级**

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

**免责声明**

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

**国都证券研究员及其研究行业一览表**

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴焯	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com	刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com	魏静	机械	weijing@guodu.com
赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com	胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com
张婧	建筑建材	zhangjingyj@guodu.com	王双	石化	wangshuang@guodu.com
汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com	李韵	纺织服装	liyun@guodu.com
吕爱兵		lvaiying@guodu.com	苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com
吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com