



投资评级：买入(维持)

金城医药(300233)

目标价:37.0 元

被市场忽略的全球双料龙头

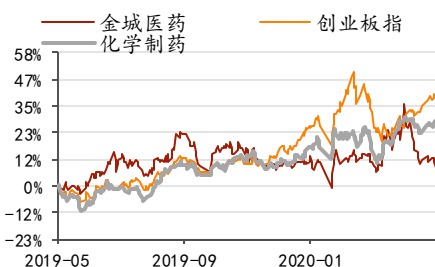
市场数据 2020-05-14

收盘价(元)	19.37
一年内最低/最高(元)	16.75/24.68
市盈率	18.9
市净率	1.95

基础数据

净资产收益率(%)	5.47
资产负债率(%)	27.0
总股本(亿股)	3.93

最近 12 月股价走势



联系信息

张文录 分析师
SAC 证书编号: S0160517100001
zhangwenlu@ctsec.com

相关报告

- 1 《金城医药(300233):业绩符合预期,中长期增长确定性强》 2020-01-21
- 2 《金城医药(300233):谷胱甘肽茶多酚片获批,在第二增长引擎生物发酵上继续提升产业链附加值》 2019-10-11
- 3 《金城医药(300233):业绩略超预期,头孢与生物发酵板块齐发力》 2019-08-28

● 头孢侧链中间体全球龙头,新产品与 CMO 带动业绩快速增长。

头孢的核心竞争力在于关键侧链中间体。公司头孢中间体产品有 AE 活性酯和三嗪环、头孢他啶、呋喃铵盐、头孢克肟和头孢地尼活性酯等,全球平均市占率 50-60%。毛利率近 40%,远高于原料药上市公司均值,竞争格局良好。未来的增长动力在于传统头孢侧链中间体的稳定增长与价格稳中趋升,同时研发新的中间体与原料药、CMO 定制产品。随着头孢呋辛酸(呋喃铵盐的下游)、培南类高级中间体和泊沙康唑等投产,将带动中间体与原料药板块三年业绩复合增速 20%。

● 谷胱甘肽原料在农业领域的应用具有爆发力。

生物发酵平台型公司,全球谷胱甘肽原料药绝对龙头。其提高动物的抗氧化性能、生长性能、抗应激能力和繁育能力,近年来在水产、猪、鸡、羊和牛等动物中得到广泛的应用;促进植物的光合作用,提高植物抗性,起到增产、提高品质等效果,在水稻和马铃薯等种植上实现商业化应用。这些生物学功效带来潜在的经济效益,是其达到万吨“维生素”级产品的实践基础。谷胱甘肽产能从 2019 年的 200 吨扩产到目前的 500 吨,2022 年有望满产,三年复合增速将达到 30%以上。

● 集采大势所趋,头孢注射剂将带来公司业绩爆发式增长。

公司制剂转型是原料企业中最快之一,2019 年头孢制剂收入超过 6.5 亿元。通过与下游客户——国外头孢原料药厂商签订战略合作独家原料药供应商协议(已与意大利 ACS DOBFAR、欧洲 SANDOZ、印度 NECTAR 和韩国 Kyongbo 等世界主流头孢原料药企业建立了战略合作关系,自建原料药,将最大发挥公司原有头孢侧链中间体全球龙头的能量。差异化策略,通过中间体寡头优势、申请为参比制剂、增加临床新适应症与儿童剂型、一致性评价等提高核心竞争壁垒和定价能力。目前头孢曲松、头孢他啶和头孢唑啉等注射剂将通过再评价,存量市场已达百亿以上。研发投入达到营收近 10%,几乎是原料药行业均值的一倍。已经在头孢制剂和新原料药上获得大的收获,长期增长动能足。

盈利预测: 预计 2020-2022 年净利润为 4.48/6.13/8.15 亿元,对应 PE 为 17.0/12.4/9.3 倍,维持“买入”的投资评级。目标价 37.0 元。

风险提示: 谷胱甘肽销量不达预期;商誉减值风险。

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	3,008	2,795	3,141	3,983	4,979
增长率	7.9%	-7.1%	12.4%	26.8%	25.0%
归属母公司股东净利润(百万)	264	203	448	613	815
增长率	-7.8%	-23.0%	120.2%	36.9%	33.0%
每股收益(元)	0.67	0.52	1.14	1.56	2.07
市盈率(倍)	28.9	37.5	17.0	12.4	9.3

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

内容目录

1、 头孢侧链中间体全球龙头不断横向纵向扩展.....	4
1.1 头孢中间体的发展历史.....	4
1.2 非头孢类中间体、原料药品种的开发.....	5
1.2.1 泊沙康唑原料药—潜力十亿元级别新产品.....	6
1.2.2 富马酸比索洛尔是新兴增长品种.....	6
1.3 医用中间体与原料药板块业绩情况.....	7
2、 谷胱甘肽或成为下一个大品种“维生素”.....	8
2.1 生物公司经营业绩情况.....	8
2.2 谷胱甘肽业务将迎来爆发式增长.....	8
2.2.1 谷胱甘肽及衍生产品的农业应用将是爆发点.....	9
2.2.2 药用级谷胱甘肽市场稳定增长.....	11
2.2.3 保健食品和化妆品用谷胱甘肽刚刚起步.....	12
2.3 腺苷蛋氨酸：生产工艺难度更大的高毛利品种.....	13
2.4 吡咯喹啉酮（PQQ）新药项目：子宫内膜异位症蓝海市场.....	14
3、 头孢侧链中间体—头孢原料药—高品质头孢注射剂全产业链扩张.....	14
3.1 头孢制剂千亿市场群英逐鹿.....	14
3.2 公司头孢制剂业务发展历程.....	17
3.3 金城模式：头孢注射剂再评价与新药开发并驾齐驱.....	19
3.3.1 注射剂一致性评价行业政策展望.....	21
3.4 研发与投资并购等模式快速补充抗感染产品线新药.....	22
3.4.1 氯喹那多-普罗雌烯阴道片.....	22
3.4.2 利他唑酮—革兰阳性菌耐药的新希望.....	23
3.4.3 对外投资新药.....	24
3.5 制剂产品经营情况分析.....	24
4、 盈利预测与投资评级.....	25
4.1 同行业上市公司毛利率和研发支出比较.....	25
4.2 盈利预测与风险提示.....	26

图表目录

图 1：公司在产头孢侧链中间体竞争格局.....	5
图 2：富马酸比索洛尔中国销售情况（万元）.....	6
图 3：头孢中间体/医化与生物营收情况（万元）.....	7
图 4：头孢中间体/医化与生物毛利情况（万元）.....	7
图 5：头孢中间体/医化与生物发酵产品毛利率情况.....	7
图 6：谷胱甘肽及衍生产品在农业中的应用范围.....	9
图 7：谷胱甘肽生物肥的实验成果.....	10
图 8：还原性谷胱甘肽在饲料添加中应用.....	10
图 9：谷胱甘肽药品相关生产厂家.....	11
图 10：国内谷胱甘肽药品销售情况.....	11
图 11：国内谷胱甘肽制剂市场竞争格局.....	11
图 12：国内部分谷胱甘肽保健品情况.....	12
图 13：2013-2018 年腺苷蛋氨酸市场增长情况.....	13
图 14：腺苷蛋氨酸市场竞争格局.....	13
图 15：全身抗感染药物城市公立医院市场规模（万元）.....	15
图 16：全身抗感染药物城市公立医院用药占比.....	15

图 17: 头孢类抗菌素占比抗感染药物超过 50%.....	15
图 18: 公立医院主要头孢产品市场规模占比.....	15
图 19: 公司主要头孢产品基本涵盖主流的一二三代头孢产品.....	16
图 20: 金城金素子公司基础抗感染用药组合.....	16
图 21: 公司产品的竞争情况.....	17
图 22: 上市公司收购前金城金素经营层股东权益情况.....	18
图 23: 中美头孢注射剂价格对比.....	22
图 24: 2015-2019 制剂收入 (万元) 与增速	24
图 25: 2015-2019 制剂产品毛利率情况.....	24
表 1: 公司财务及预测数据摘要.....	1
表 2: 子公司金城泰尔 (沧州厂区) 主要原料药品种.....	5
表 3: 泊沙康唑国内市场申报情况.....	6
表 4: 在研发中的原料药品种	7
表 5: 金城金素样本医院头孢注射剂销售情况.....	17
表 6: 公司头孢制剂新增适应症补充注册情况.....	20
表 7: 氯喹那多-普罗雌烯阴道片是十亿元级别新产品.....	23
表 8: 金城医药头孢侧链活性酯及医用化工业务与原料药行业毛利率对比..	25
表 9: 金城医药研发投入比重在原料药公司中绝对佼佼者	25
表 10: 营业收入预测表.....	26
表 11: 经营性业绩预测表.....	27

写在前面：

全市场都在推荐原料药企业。看似触发因素是疫情带来的供给紧张，带来国内原料药企业的价值上升。但其实，原料药行业背后已经有三个基本共识，他们是投资原料药行业根基，这些共识目前还没有任何能被打破的迹象。

原料药企业的价值在提升的三个共识：供给侧改革带来的行业龙头效应；后带量采购时代仿制药的竞争核心是原料药竞争；中国拥有完善的上游化工产业链、工程师红利和三四线城市的优质劳动力和能源土地，所有这些优势是欧美、印度和东南亚等地不完全具备的。全球的医药原料产业有望继续转移到中国。疫情期间，美政府说这个产业不能受制于中国，要“自主可控”。但从市场规律的角度来说，这不现实。我们说医药行业具有哑铃型结构，在产业链的前端研发和后端营销是核心竞争力。大制药公司前端除了研发外，更加注重投资并购补充新产品线，消灭潜在竞争。社会化工分使得研发的中后段和生产段外包越来越多。这样更有利于大企业降低成本，提高企业净资产收益率；轻资产，遇到重大风险容易规避。跨国制药公司把原料药中心设在美欧，不符合市场发展规律。在此背景下，中国企业将凭借工程师人员红利，完善的产业链优势和物流优势，现代化高效率的智造工厂赢得未来。

1、 头孢侧链中间体全球龙头不断横向纵向扩展

1.1 头孢中间体的发展历史

公司是头孢抗生素侧链中间体全球龙头，中国最大的头孢类医药中间体公司。抗生素行业经过 2011-2012 年限抗令，引发行业供给侧改革，公司经过短期阵痛后淘汰同行成为行业巨头。在 2011 年，抗感染领域由于限抗令竞争最激烈的时候，公司头孢侧链中间体和医用化工的业绩从 2010 年的 0.56 亿元跌倒 2012 年中期 0.13 亿。也正是这个时候我们从行业角度判断，对公司产品的信心（公司 2012 年初第三代头孢抗生素中间体活性酯关键技术及产业化项目获得国家科技进步奖二等奖，这是制药技术的最高荣誉殿堂），相信公司将凭借强大的技术工艺、产品质量优势将把其他小厂商淘汰掉，形成行业寡头格局。这个板块未来的增长动力在于传统头孢中间体品种的稳定增长与价格稳中趋升，头孢抗菌素产业链的竞争核心多数在于核心侧链中间体的竞争；同时，研究与开发新的头孢中间体与原料药品种、CMO 定制品种。

目前，公司主要的头孢中间体产品有 AE 活性酯和三嗪环、头孢他啶活性酯、呋喃铵盐、头孢克肟活性酯和头孢地尼活性酯等产品，全球平均市占率 50-60%。接下来一到两年内将要投产的有 500 吨头孢呋辛酸原料药（呋喃铵盐的下游）、500 吨培南类高级中间体和泊沙康唑原料药等项目，将带动中间体与原料药板块三年业绩复合增速 20%。我们认为这只是公司从头孢中间体到原料药迈出的第一步，未来公司将继续延伸从中间体到原料药领域的优势。

图 1：公司在产头孢侧链中间体竞争格局

头孢中间体分、子公司	产品	预计全球市占率	对应下游抗菌素制剂品种	主要竞争对手
昆仑公司	AE-活性酯	55%	头孢曲松、头孢噻肟	普洛药业、河北合佳医药
	头孢他啶活性酯	70%	头孢他啶、氨曲南	普洛药业
	呋喃铵盐	40%	头孢呋辛	江苏清泉化学
	氨曲南主环	50%	氨曲南	北京迈劲医药
柯瑞公司	头孢克肟活性酯	70%	头孢克肟	普洛药业
	头孢地尼活性新酯	60%	头孢地尼	普洛药业、浙江华方医药
汇海公司	三嗪环	45%	头孢曲松、头孢噻肟	河北合佳医药、淄博东方易能医化

数据来源：财通证券研究所

公司生产的头孢侧链中间体和原料药主要用于合成的下游制剂产品为头孢曲松、头孢噻肟、头孢呋辛、头孢他啶、头孢克肟和头孢地尼等用量较大的抗生素产品。抗感染领域虽然是较为传统的医药细分领域，但没有可替代品。国内市场规模约两千亿，其中头孢类产品占比一半。全球人用抗生素的消耗量预计维持在 5% 左右的增速，其中二三代抗生素头孢曲松、头孢噻肟、头孢他啶和头孢呋辛等消耗量更大，这是公司稳健快速增长的现金奶牛业务。

1.2 非头孢类中间体、原料药品种的开发

公司开发的非头孢类中间体和原料药品种绝大多数为自用，用以应对未来带量采购，除了公司主力产品硝呋太尔系列和匹多莫德等产品，近两年新开发的潜力大品种有普罗雌烯/氯喹那多（在 3.4 研发与投资并购等模式快速补充抗感染产品线新药章节中讨论）和泊沙康唑和富马酸比索洛尔等。

表 2：子公司金城泰尔（沧州厂区）主要原料药品种

药品名称	批准文号	批准日期
氯诺昔康	国药准字 H20052227	2015/7/22
蒙脱石	国药准字 H20067104	2018/4/4
硝呋太尔	国药准字 H20051562	2015/4/24
氯喹那多	国药准字 H20060667	2016/1/20
盐酸克林霉素棕榈酸酯	国药准字 H20059808	2017/3/15
匹多莫德	国药准字 H20113342	2016/9/6
普罗雌烯	国药准字 H20052598	2015/7/23
富马酸比索洛尔	国药准字 H20057558	2015/12/11

数据来源：药智网、财通证券研究所

1.2.1 泊沙康唑原料药—潜力十亿元级别新产品

公司泊沙康唑 (posaconazole) 原料药的中长期目标是全球市场, 近期国内已经通过 NMPA 受理, 上市在即。泊沙康唑是伊曲康唑的衍生物, 于 2006 年在 FDA 上市的第二代三唑类抗真菌药物。商品名为 NOXAFIL, 原研厂家为 SCHERING (现为默沙东)。临床上一般用于曲霉病、接合菌病及镰刀菌病的治疗, 亦可用于部分氟康唑耐药的念珠菌属感染的治疗, 临床主要应用在移植性宿主病、癌症化疗及艾滋病病毒感染等多种近年发病率高升的治疗领域中, 未来前景可期。泊沙康唑的主要剂型为肠溶片和口服液, 全球市场超过 7 亿美金, 按照 20% 的原料药需求, 静态市场空间已经达到 10 亿元级别。泊沙康唑目前国内只有默沙东在销售, 2018 年销售额近 1.5 亿 (米内城市公立医院数据), 同比增长 142%, 泊沙康唑国内市场正在迅猛增长的初期。目前国内有上海宣泰海门申报注射剂型, 奥赛康和成都圣诺申报注射剂, 其中成都圣诺是与原料药同时申报中。2019 年 10 月, 泊沙康唑肠溶片被列入国家《第一批鼓励仿制药品目录》, 后续将会加速审批泊沙康唑仿制药上市, 金城医药的原料药需求也将随之爆发。

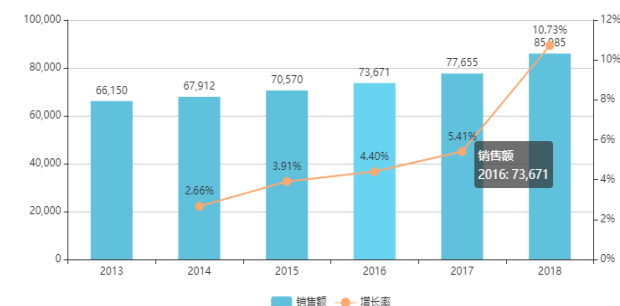
表 3: 泊沙康唑国内市场申报情况

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	NMPA 企业名称
CYHS1900121	泊沙康唑肠溶片	化药 4	仿制	2019/2/19	上海宣泰海门药业
CYHS1800214	泊沙康唑注射液	化药 3	仿制	2018/8/22	江苏奥赛康药业
CYHS1700635	泊沙康唑	化药 3	仿制	2018/8/15	成都圣诺生物制药
CYHS1700636	泊沙康唑注射液	化药 3	仿制	2018/8/15	成都圣诺生物制药

数据来源: 药智网、财通证券研究所

1.2.2 富马酸比索洛尔是新兴增长品种

图 2: 富马酸比索洛尔中国销售情况 (万元)



数据来源: 米内数据、财通证券研究所

比索洛尔主要用于治疗高血压，可单独使用或与其他抗高血压药合用；充血性心力衰竭的治疗等。2018 年富马酸比索洛尔片全球销售额约为 14.05 亿美元，中国销售额约为 12.55 亿元人民币，样本医院增速依然较快，2018 年超过 10%。

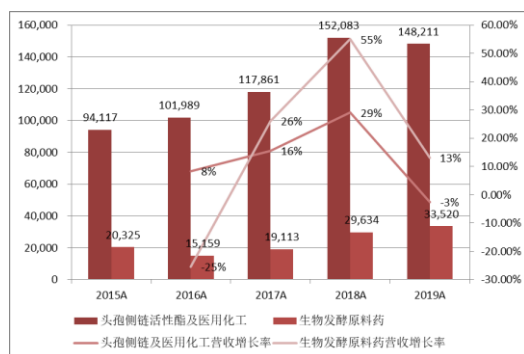
表 4：在研发中的原料药品种

产品 / 项目名称	产品类别	预计市场规模	进展情况	近期拟达到的目标
泊沙康唑	原料药 + 制剂	10 亿级以上	小试处方、工艺开发；完成小试研究并开展中	完成小试研究并开展中试
枸橼酸托法替布	原料药	——	申报资料整理	提交申报

数据来源：公司公告、财通证券研究所

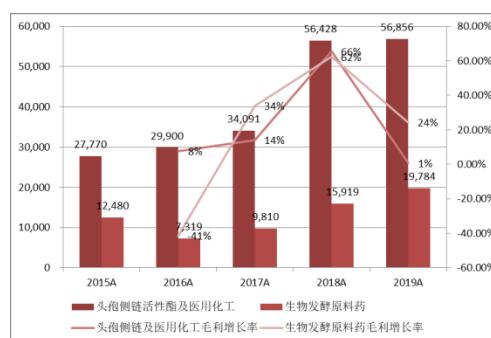
1.3 医用中间体与原料药板块业绩情况

图 3：头孢中间体/医化与生物营收情况（万元）



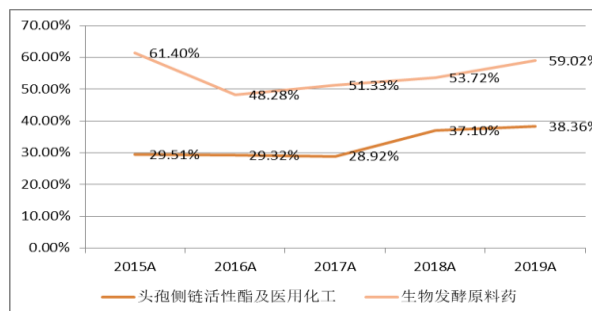
数据来源：wind、财通证券研究所

图 4：头孢中间体/医化与生物毛利情况（万元）



数据来源：wind、财通证券研究所

图 5：头孢中间体/医化与生物发酵产品毛利率情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

头孢侧链中间体及医用化工业务过去五年稳定增长，2015-2019 年营业收入复合增长率 12.02%，营业利润复合增长率 19.62%，毛利率 38.36%。从 2017 年开始公司中间体毛利率持续上升，由于竞争格局好、产品的供应紧张和大炼化成本的下降，毛利率有望继续小幅提升。2019 年收入增速放缓的主要原因是公司 AE 活性酯技术改造所致，另外 2018 年基数过高。2019 年此部分业务净利润约 2.80 亿，占公司经营性业绩的比重约 70%。

2、谷胱甘肽或成为下一个大品种“维生素”

2.1 生物公司经营业绩情况

生物发酵，金城医药增长第二引擎，谷胱甘肽或成为下一个大品种“维生素”。2016-2019 年，金城生物公司三年营业收入复合增速 30.28%，营业利润复合增长率 39.30%。2019 年金城生物子公司营业收入 3.35 亿元，同比增长 13%，占比工业收入 12%；毛利率 59.2%。此部分 2019 年净利润 0.95 亿元，占公司经营性业绩的比重约 24%。

生物发酵工程技术壁垒高，工业化生产难度较大，技术上需要长时期的调试 pH 值、溶氧、温度和补料时间等多因素的正相交实验，使得微生物成长曲线更加适合，产品得率更高，加上 GMP 认证的时间，从实验室到工业化生产难度很大。金城医药是生物发酵平台型公司，目前主要产品有谷胱甘肽和腺苷蛋氨酸等。公司是全球谷胱甘肽原料药绝对龙头。

2.2 谷胱甘肽业务将迎来爆发式增长

谷胱甘肽是人体内源性物质，具有重要生理功能的天然活性肽。它由谷氨酸、半胱氨酸及甘氨酸组成，广泛分布在哺乳动物、植物和微生物细胞内。谷胱甘肽分为还原型谷胱甘肽(reduced glutathione, GSH)和氧化型谷胱甘肽(oxidized glutathione, GSSG)。GSH 在生物体内有多种重要的生理功能，特别是对维持活生物体内适宜的氧化还原环境具有至关重要的作用。其生理功能主要包括：抗氧化功能、解毒功能、GSH 和 GSSG 组成氧化还原对在调控巯基平衡、作为半胱氨酸的稳定贮存体、GSH 参与氨基酸的跨膜运输等功能。谷胱甘肽广泛应用于药品、保健品、功能食品化妆品、饲料添加和生物肥等领域。

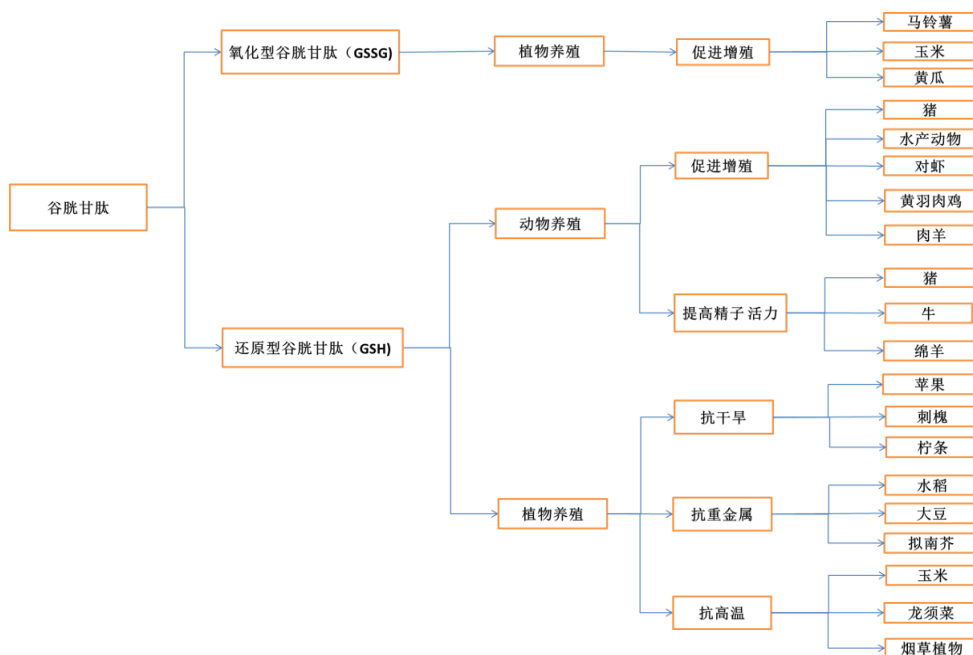
谷胱甘肽在未来市场的应用前景：谷胱甘肽提高动物的抗氧化性能、生长性能、抗应激能力和繁育能力，近年来在水产、猪、鸡、羊和牛等动物中得到广泛的应用；促进植物的光合作用，提高植物抗性，起到增产、提高品质等效果，在水稻和马铃薯等种植上实现商业化应用。这些生物学功效带来潜在的经济效益，是其达到万吨“维生素”级产品的实践基础。未来在生物肥和饲料添加剂领域将具有爆发潜力。

为什么说谷胱甘肽有潜力成为一个大品种“维生素”。在 2016 年之前，谷胱甘肽主要应用还是在药品上，包括谷胱甘肽注射剂、口服、滴眼液等剂型，适应症用于酒精、病毒、药物及其他化学物质导致的肝损伤的辅助治疗，用于电离射线所致治疗性损伤的辅助治疗，用于各种低氧血症的辅助治疗等。之前全球的药用级供应商主要为协和发酵和金城医药等。2016 年开始经历过谷胱甘肽行业激烈厮杀后，击退日本协和发酵后成就谷胱甘肽行业龙头地位。2019 年公司药用级市场份额达到 90% 以上。在国外，以保健品为主要客户，每年保持 20% 的增速。未来巨大的市场空间在农业领域，作为生物肥和饲料添加等。这是新的增量，已经打破公司谷胱甘肽的成长天花板。为此，公司再次扩充产能，从产能 2013 年前的 60 吨扩大 200 吨以上，到 2019 年再次扩产到 500 吨，预计 2019 年谷胱甘肽销量达到 190 吨，2020 年预计达到 260 吨，2022 年将满负荷生产。

2.2.1 谷胱甘肽及衍生产品的农业应用将是爆发点

谷胱甘肽及衍生产品农业应用将是爆发点，长期有望达到万吨级的产业。在农业中主要用作生物肥，促进光合作用。首先在马铃薯上实现商业化生产，对马铃薯的增产等有很高的性价比；其次在水稻、蔬菜等应用也在逐渐进入商业化阶段。第二个应用领域在动物保健领域。谷胱甘肽在动物生产中的研究主要集中在提高动物的抗氧化性能、生长性能、抗应激能力和繁育能力，近年来在水产动物、猪、鸡、羊和牛等动物中得到广泛的应用。目前销售量最大的是日本，其次是中国和巴西等，已经被十三个国家农业部门批准使用。

图 6：谷胱甘肽及衍生产品在农业中的应用范围



数据来源：财通证券研究所

谷胱甘肽成份的肥料在农业领域已有应用，能够促进光合作用，提高植物抗性，起到增产、提高品质等效果，其主要有效成分即为氧化型谷胱甘肽。

图 7：谷胱甘肽生物肥的实验成果

		试验地	增产率	备注
GGSH	马铃薯	中国	5%~28%	有种子与地区差异，整体效果较好
	玉米	美国	17%	
	黄瓜	日本	45%	

数据来源：财通证券研究所

根据《育肥猪日粮中添加谷胱甘肽的使用效果试验》，将谷胱甘肽 1:500 稀释后添加辅料进行饲育，饲育 50 天后对比发现，添加 20 mg/kg 谷胱甘肽比对照组重 5kg，增重 1kg 耗料量比对照组降低了 10.03%，还能增加胴体瘦肉率，降低脂肪率，而每千克饲料仅需增加 0.02 元成本，性价比较高。目前，金城生物先后联合中国海洋大学、中国科学院海洋研究所、广东省农科院等国内知名院所，就谷胱甘肽在水产动物(鱼虾)中的营养生理功能展开系统研究，发现谷胱甘肽能在促进大西洋鲑、南美白对虾等水产动物的生长方面具有显著作用；金城生物还与广东省农科院动物所、四川农业大学等建立合作关系，通过 I 期实验证明谷胱甘肽在促进仔猪生长、改善肠道健康、增强免疫力等方面也具有显著作用。未来，公司将进一步加强谷胱甘肽在水产养殖、动物饲料以及农业等领域的应用及推广，不断开发谷胱甘肽产品新用途新领域，为下游企业提供谷胱甘肽衍生物等产品。

图 8：还原性谷胱甘肽在饲料添加中应用

类型	物种	饲料组成	平均日增重	增重1kg 耗料量	结论	性价比
GSH	猪	基础饲料	773.4 ±42.6	3.49	能显著提高饲料利用率，降低脂肪率，节约饲料、改善育肥猪品质	仅需加0.02元，性价比高。
		基础饲料+20mg/kg	871.4±25.7	3.14		
	鸡	基础饲料	差异不明显	/	对增重有一定促进作用	较低
		基础饲料+80mg/kg				
	肉羊	基础饲料	80.4±20.0	/	促进肉羊的增长，提高饲料转化率，提高了羊肉的嫩度和系水力	仅需加0.5元，性价比较高。
		基础饲料+500mg/kg	92.1±22.3	/		
	水产生物					?

数据来源：财通证券研究所

2.2.2 药用级谷胱甘肽市场稳定增长

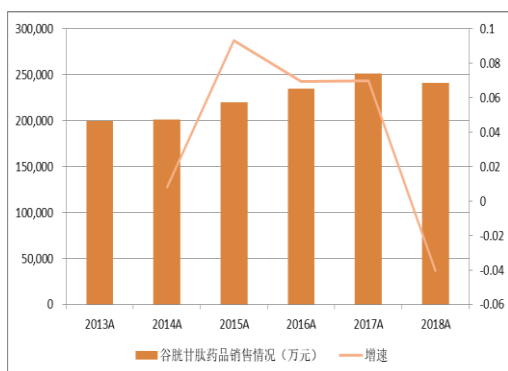
图 9：谷胱甘肽药品相关生产厂家

剂型	商品名	适应症	生产厂家
注射用还原型谷胱甘肽	阿拓莫兰	用于酒精及某些药物（化疗药、抗肿瘤药、抗结核药、精神抑郁药、抗抑郁药、扑热息痛）导致的中毒的辅助治疗。用于酒精、病毒、药物及其他化学物质导致的肝损伤的辅助治疗。用于电离射线所致治疗性损伤的辅助治疗。用于各种低氧血症的辅助治疗。	复星医药（重庆药友制药）
注射用还原型谷胱甘肽	双益健		复旦复华（上海复旦复华药业）
注射用还原型谷胱甘肽	松泰斯		昆明积大制药
注射用还原型谷胱甘肽	泰特		意大利福斯卡玛
注射用还原型谷胱甘肽	绿汀诺		山东绿叶制药
注射用还原型谷胱甘肽	古拉定		PharminvestSPA(斯德)
还原型谷胱甘肽片	阿拓莫兰	角膜溃疡、角膜上皮剥离、角膜炎、初期老年性白内障。	复星医药（重庆药友制药）
谷胱甘肽滴眼液	依士安		ISEI COMPANY
还原型谷胱甘肽滴眼液	天亿		武汉五景药业有限公司

数据来源：丁香用药助手、财通证券研究所

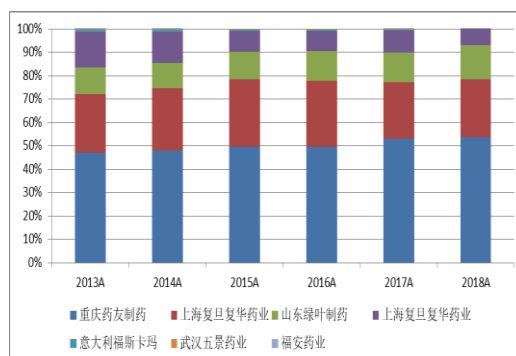
谷胱甘肽临床药品包括还原性谷胱甘肽注射剂、还原性谷胱甘肽片和滴眼液等，适应症为用于酒精、病毒、药物及其他化学物质导致的肝损伤的辅助治疗，用于电离射线所致治疗性损伤的辅助治疗，用于各种低氧血症的辅助治疗等。还原性谷胱甘肽眼滴液，适应症为角膜溃疡、角膜上皮剥离、角膜炎、初期老年性白内障。注射和口服剂型包括多家公司多款产品（阿拓莫兰、双益健、松泰斯、泰特、绿汀诺、古拉定、阿拓莫兰、依士安、天亿等），眼滴液有两家公司生产（ISEI COMPANY、武汉五景药业有限公司）。

图 10：国内谷胱甘肽药品销售情况



数据来源：米内数据、财通证券研究所

图 11：国内谷胱甘肽制剂市场竞争格局



数据来源：米内数据、财通证券研究所

临床端是公司 2018 年之前谷胱甘肽快速增长的原因。2018 年米内城市公立医院销售额达到 24 亿元以上，其中片剂达到 4 亿元，增速 10% 左右，注射剂略微下滑。下滑的原因主要是仿制药采购价格的下降，整体原料药消耗量预计增长 5-10%。也从另一个方面验证了公司谷胱甘肽的增长不再依赖于国内药品市场。谷胱甘肽（钠）原料药有批文的企业国产 2 家：金城生物和浙江海正；进口 2 家，日本协和和意大利 ICI 公司。浙江海正销售量很少，日本协和年度总销量 15 吨左右，2018 年 8 月 10 日美国 FDA 给日本协和位于日本山口的生产场所（谷胱甘肽的注册产地）出具了警告信，警告信指出其原料药生产严重违反 cGMP 的行为。预计 2019 年国内市场全年谷胱甘肽原料药需求量近 150 吨，增速在 5% 以上，金城医药市场份额 90% 以上。下游客户主要为重庆药友、上海复旦复华和山东绿叶等。

2.2.3 保健食品和化妆品用谷胱甘肽刚刚起步

谷胱甘肽在国外市场主要用于保健品和化妆品等，抗氧化，提高免疫力，保肝和排毒美白等功效。主要市场分布：北美、欧洲、东南亚、其他市场（包括韩国\印度\巴基斯坦\澳洲和南美等市场），国内市场刚刚起步。主要品牌有美国普丽普莱、美国 GNC 健安喜、美国 Drinkwel 君可为、新加坡 LAC 利维喜等品牌，国产品牌有金城医药的美白和保肝类保健食品 2017 年获批的花青肽美系列，2018 年获批的谷胱甘肽面膜肽谷幽兰等。2018 年四季度金城医药谷胱甘肽系列保健食品和面膜等开始销售，主要渠道在美容院线和医美渠道，内服谷胱甘肽保健品、外用谷胱甘肽美容套盒搭配科学导入仪器，其他 OTC 和电商新零售等也开始铺货。2019 年 10 月获批谷胱甘肽茶多酚片，功效为对化学性肝损伤有辅助保护作用。在开发完成谷胱甘肽美白产品系列，近日获批对于饮酒和熬夜等问题的护肝解毒产品谷宜甘牌谷胱甘肽茶多酚片上市，公司是全球做的最细分的谷胱甘肽保健品厂家。公司保健品定位高端，强产品组合有望成就大事业。

图 12：国内部分谷胱甘肽保健品情况

成分	品牌	功效	产品量	推荐用量	价格（元）	日均费用（元）
谷胱甘肽	美国普丽普莱	美白、增强免疫力、抗衰老	250mg/每粒，60粒每瓶	每日2粒	129	4.3
谷胱甘肽	美国GNC健安喜	排毒美白	500mg/每片，60片每瓶	每日1片	383	6.4
还原型谷胱甘肽、维生素C、混合草本提取物（葡萄籽等）	美国Drinkwel君可为	保肝	250mg/每粒，60粒每瓶	每日2粒	160	5.3
左旋谷胱甘肽、葡萄籽、朝鲜蓟等	新加坡LAC利维喜	美白	36g/30包	每日1包	339	11.3

数据来源：京东网、财通证券研究所

保健食品原料药应用领域的竞争对手有：开平牵牛，酶催化法；安徽古特生物，酶催化法；湖南福莱格生物，酶催化法；深圳邦泰生物，酶催化法。开平牵牛只是有少量出口；安徽古特生物在安徽安庆市新建谷胱甘肽 GMP 生产车间，其生产工艺采用酶促法生产谷胱甘肽。由于下游保健品公司对原料药价格不敏感，对质量要求更高，所以金城医药优势更大，约占中国出口总量的 80%。

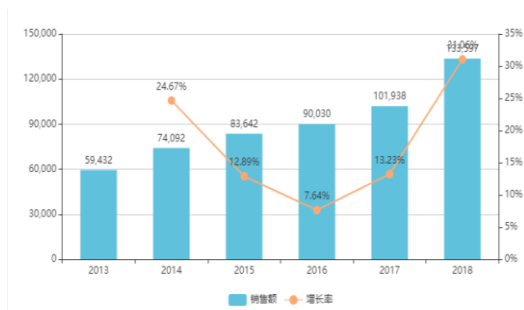
2.3 腺苷蛋氨酸：生产工艺难度更大的高毛利品种

腺苷蛋氨酸 (S-adenosyl-L-methionine, SAM) 是蛋氨酸与 ATP 形成的一种中间物质，为存在于人体内的一种生理活性分子。SAM 在体内参与很多代谢途径，通过转甲基化、转硫化和多胺合成等发挥作用，表现出广泛和多样的治疗作用，对肝功能紊乱、抑郁症、关节炎等均有一定的疗效。

腺苷蛋氨酸产品其主要有两种盐的形式：对甲苯磺酸腺苷蛋氨酸和丁二磺酸腺苷蛋氨酸。对甲苯磺酸腺苷蛋氨酸用于保健品，功效是缓解关节疼痛和改善情绪。丁二磺酸腺苷蛋氨酸用于药品，治疗肝脏疾病，目前作为保健品级别的使用供应国外市场。

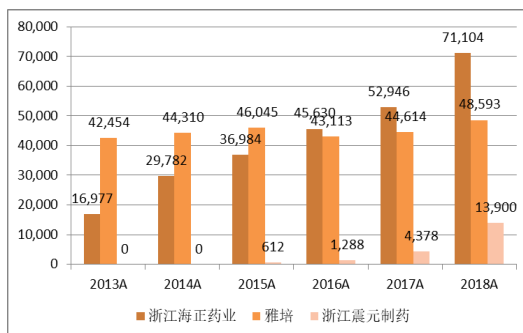
腺苷蛋氨酸有两种盐的形式：对甲苯磺酸腺苷蛋氨酸和丁二磺酸腺苷蛋氨酸。对甲苯磺酸腺苷蛋氨酸用于保健品，功效是缓解关节疼痛和改善情绪。丁二磺酸腺苷蛋氨酸用于药品，目前在临床上用于肝硬化前和肝硬化所致肝内胆汁郁积；妊娠期肝内胆汁郁积。目前公司主要出口保健品级别的对甲苯磺酸腺苷蛋氨酸，主要市场是北美、印度、南美和欧洲，目前公司拥有 60 吨产能，预计公司 2018 年销量在 12 吨，2019 年 20 吨。药品级丁二磺酸盐市场主要供应欧洲、俄罗斯和印度等国外市场，公司完成了非无菌原料药的备案申报。目前正在俄罗斯联合终端客户提交注册，预计在今年形成销售。腺苷蛋氨酸原料药价格在 200 万/吨左右，盈利能力突出，中长期公司将继续增加产能。

图 13：2013-2018 年腺苷蛋氨酸市场增长情况



数据来源：米内数据、财通证券研究所

图 14：腺苷蛋氨酸市场竞争格局



数据来源：米内数据、财通证券研究所

国内市场主要是药品销售，分为注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸和丁二磺酸腺苷蛋氨酸

酸肠溶片两种剂型。初始治疗使用注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸(每天 500-1000mg, 肌肉或静脉注射, 共两周), 随后使用丁二磺酸腺苷蛋氨酸肠溶片维持治疗(每天 1000-2000mg, 口服)。根据米内数据, 腺苷蛋氨酸中国公立医院放大版, 2018 年销售额达 13.36 亿元, 同比增长 31.06%。海正药业和雅培是有注射剂和口服两个剂型, 浙江震元只有注射剂型。根据海正药业 2017 年年报注射用腺苷蛋氨酸销售 999 万支(0.5g 规格), 与上一年基本持平, 中标价在 50-58 元之间, 预计针剂销售额在 5 亿元以上。金城医药腺苷蛋氨酸的增长点在于: **第一, 国外保健品和药品原料的增长; 第二, 预计明年底前拿到制剂的批文认证。是一个 10 亿级别的产品。**

2.4 吡咯喹啉醌(PQQ)新药项目: 子宫内膜异位症蓝海市场

2018 年 6 月份, 公司与南京舒鹏生物科技有限公司签署了《关于在中国合作开发 PQQ 一类新药项目备忘》, 子宫内膜异位症是一种常见的妇科慢性病, 国内约有 3500-4000 万患者, 现有治疗方式严重依赖于激素用药, 副作用大, 不利于长期使用, 针对该疾病开发一种安全有效的一类新药市场巨大。

2018 年 7 月份, 南京舒鹏收购南京三众医药科技有限公司 100% 股权, 并以其持有的吡咯喹啉醌、其衍生物和/或盐新的药用用途以及药用组合物项目发明专利进行增资。生物公司以现金 1000 万元分两期进行增资, 增资完成后将持有南京三众 30% 股权。各方一致同意以南京三众作为开发 PQQ 一类新药项目实施主体, 进行相关药学、临床研究和药品批件的申请。

各方一致承诺, 生物公司是本项目原料药的唯一供应方。生物公司有偿向南京三众提供 PQQ 原料药, 按照申报要求进行相关杂质和药学研究, 提供相关材料, 整理并申报原料 DMF, 通过生产车间 GMP/cGMP 认证。如未来南京三众转让本项目相关批件的, 生物公司应为受让方吡咯喹啉醌原料药的唯一供应方, 否则南京三众不得转让本项目产品相关批件。

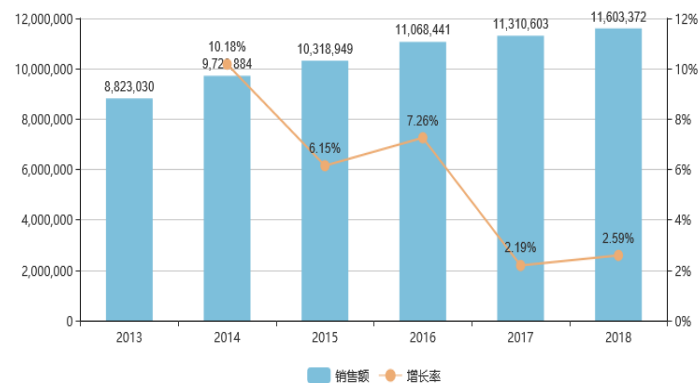
3、 头孢侧链中间体—头孢原料药—高品质头孢注射剂全产业链扩张

3.1 头孢制剂千亿市场群英逐鹿

2018 年米内网城市公立医院放大版抗感染药物占比 16.88%, 同比增速 5.91%。按照中国消费终端药品市场 18000 亿, 化学药占比 70%, 抗感染占比 16.88%推算, 预计抗感染药物整体市场规模在 2127 亿元。头孢类是最大品类抗菌素, 占比稳定在 50% 以上, 是一个千亿级以上的市场。根据 PDB 样本医院数据, 注射剂剂型过去五年平均占比在 86%, 再考虑到药店和基层等有部分头孢销售不在统计范围内, 预计注射剂整体占比在 75% 左右, 达到 800 亿级别市场。这 800 亿市场中, 主要的十余个头孢注射剂品种市场份额占比一半以上, 其中绝大多数主流的一二三代品种金城医药具有, 包括头孢哌酮(舒巴坦 1:1、2:1)、头孢呋辛、头孢曲松、头孢噻肟、头孢他啶、头孢西丁、头孢唑啉、头孢硫脒、头孢尼西和头孢

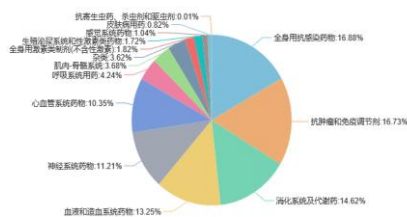
匹罗等。

图 15：全身抗感染药物城市公立医院市场规模（万元）



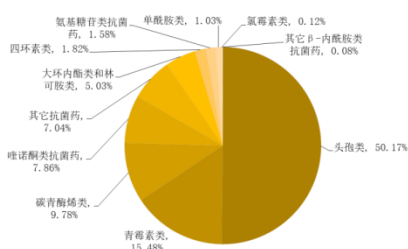
数据来源：米内数据、财通证券研究所

图 16：全身抗感染药物城市公立医院用药占比



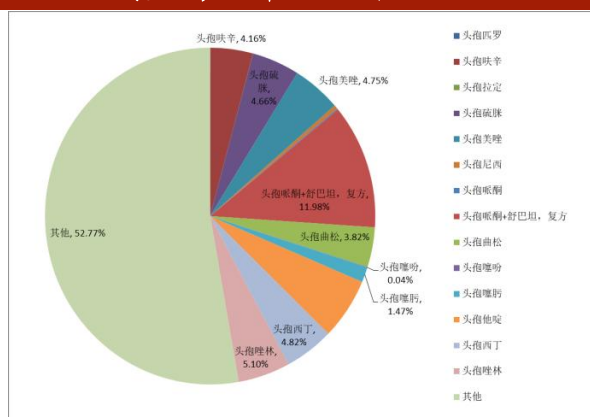
数据来源：PDB、财通证券研究所

图 17：头孢类抗菌素占比抗感染药物超过 50%



数据来源：PDB、财通证券研究所

图 18：公立医院主要头孢产品市场规模占比



数据来源：PDB、财通证券研究所

目前公司有头孢制剂批文四十余个，头孢品种涵盖了市场上大部分主流的一二三四代头孢菌素，主要有头孢呋辛、头孢他啶、头孢曲松、头孢哌酮、头孢哌酮舒巴坦（1:1）、头孢哌酮舒巴坦（2:1）、头孢噻肟、头孢唑啉、头孢西丁、头孢氨苄和头孢克洛等。上图红色代表金城医药已经有注册文号的产品。

图 19：公司主要头孢产品基本涵盖主流的一二三四代头孢产品

头孢产品	特点	主要产品
第一代	耐青霉素酶，对革兰阳性菌（包括耐青霉素的金黄色葡萄球菌）相当有效。	头孢硫脒、头孢唑啉、头孢噻吩、头孢拉定、头孢噻啶、头孢氨苄、头孢乙腈、头孢吡硫、头孢羟氨苄。
第二代	对革兰阳性菌的抗菌效能与第一代相近或较低，而对革兰阴性菌的作用较为优异。	头孢呋辛、头孢西丁、头孢尼西、头孢美唑、头孢孟多、头孢克洛、头孢替安、头孢丙烯、头孢雷特。
第三代	第三代头孢菌素对革兰阳性菌的抗菌效能普遍低于第一代，对革兰阴性菌的作用较第二代头孢菌素更为优越。	头孢噻肟、头孢哌酮（舒巴坦 1:1、2:1）、头孢他啶、头孢曲松、头孢克肟、头孢唑肟、头孢甲肟、头孢匹胺、头孢替坦、头孢泊肟酯、头孢他美、头孢地秦、头孢噻肟、头孢地尼、头孢特仑、头孢拉奈、拉氧头孢、头孢布烯、头孢米诺、头孢罗齐。
第四代	对革兰阳性菌（包括耐青霉素的金黄色葡萄球菌）和革兰阴性菌作用都很突出。	头孢匹罗、头孢吡肟、头孢唑肟。

数据来源：药智数据、财通证券研究所

图 20：金城金素子公司基础抗感染用药组合



数据来源：公司公众号、财通证券研究所

大的品种中，注射用头孢哌酮舒巴坦复方近百亿市场由辉瑞制药舒普深占据 90% 以上市场；注射用头孢呋辛由外资 Esseti Farmaceutici(依赛特大药厂)和 Medochemie(麦道甘美)占比 2/3；注射用头孢曲松罗氏罗氏芬占比 80% 以上；注

射用头孢噻肟、头孢唑林和头孢他啶分别由华北制药、华润三九和长江润发占据；
 注射用头孢西丁由海南海药、扬子江和现代制药占据一半以上市场。

图 21：公司产品的主要竞争情况

产品	预估市场规模 (亿元)	占头孢注射剂市场比	生产厂家	品种市占率
头孢呋辛	31	4.16%	生产厂家 (共34家)	
			Esseti Farmaceutici (依	37.19%
			塞特大药厂)	
			Medochemie (麦道甘美)	27.39%
头孢哌酮+舒巴坦, 复方	90	11.98%	GSK (葛兰素史克)	13.26%
			生产厂家 (共38家)	
			Pfizer (辉瑞)	90.19%
			山东罗欣药业	1.66%
头孢曲松	29	3.82%	白云山	1.60%
			生产厂家 (共34家)	
			上海罗氏制药	80.59%
			台湾泛生制药	10.19%
头孢噻肟	11	1.47%	华润三九	2.26%
			生产厂家 (19家)	
			华北制药	87.60%
			上海医药	6.43%
头孢他啶	44	5.91%	安徽威尔曼制药	4.10%
			生产厂家 (39家)	
			长江润发 (海南海灵)	82.36%
			GSK (葛兰素史克)	7.86%
头孢西丁	36	4.82%	Antibioticos (安替比奥)	2.40%
			生产厂家 (26家)	
			海南海药	24.78%
			扬子江	19.62%
头孢唑林	29	3.80%	现代制药 (国药致君)	10.97%
			生产厂家 (21家)	
			华润三九	93.93%
			深圳立健药业	2.39%
			金城金素 (金城医药)	1.87%

数据来源：米内数据、PDB、财通证券研究所

表 5：金城金素样本医院头孢注射剂销售情况

样本医院 (万元)	2016A	2017A	2018A	2019A
头孢他啶	3	922	4,781	7,004
头孢曲松	146	1,716	4,350	5,847
头孢唑林	0	1,092	3,573	4,194
头孢呋辛	18	688	1,378	2,768
头孢硫脒	2,297	1,679	1,886	1,543
头孢噻肟	1	39	383	541
头孢拉定	0	66	184	306
头孢西丁	2	0	0	270
总和	2,477	6,204	16,535	22,473
增长率		150%	167%	36%

数据来源：米内数据、财通证券研究所

3.2 公司头孢制剂业务发展历程

公司主要的头孢中间体品种竞争格局稳定后, 公司开始着手向下游头孢菌素制剂

布局。公司在 2014 年 6 月公司收购上海天宸药业（已更名为上海金城药业），标志公司开始进入终端制剂生产领域。2015 年 8 月公司收购中山道勃法（现为金城金素）51%股权，公司步伐从抗菌素中间体扩展到制剂领域，这是一个历史转折时刻，公司真正意义上踏上了抗感染领域的道路。公司向自然人股东傅苗青成立的中山道勃法（现为金城金素）增资并控股 51%，引进头孢曲松、头孢噻肟、头孢他啶等头孢菌素针剂品种，开始进入头孢制剂领域。

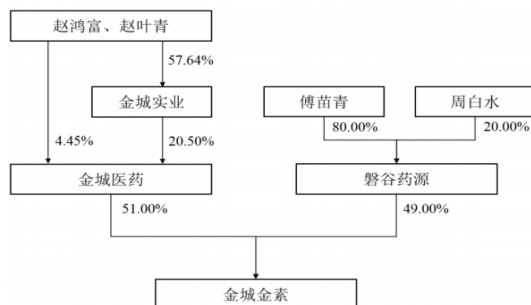
2016 年 6 月，公司与下游多年合作客户意大利 ACS DOBFAR SPA 公司签订合作，引进原研品质的的头孢唑林钠和头孢西丁钠等针剂原料药，国内生产成头孢注射剂并实现销售。意大利 ACS DOBFAR 是全球头孢抗生素类药物的领导者，其诸多产品均收载纳入美国 FDA 橙皮书目录（参比制剂），特别是头孢类药物，如头孢唑林钠、头孢西丁钠、头孢羟氨苄等。其制剂同时在欧美及日本、澳洲等发达国家及地区许可上市。

从 2017 年公司提出“国际化元年”以来，公司积极推进产品、市场、研发与投资的国际化，通过创新发展模式和资本并购，做了许多有效尝试，而这些经验都将作用于引进国外原料药培育本土化上。公司的原料药平台发展壮大后，也会积极拓展海外市场合作新渠道，为公司培育新的经济增长点。

以 ACS DOBFAR 为模式，公司通过“自主创新+国际合作”、“实业+资本”的发展模式，与济南大学建有 2 个工作站、3 个实验室，与欧洲 SANDOZ、印度 NECTAR、韩国京保 Kyongbo 等世界主流头孢原料药企业均建立了战略合作关系。与下游印度、欧洲等客户合作，将于 ACS DOBFAR 的合作模式进行复制，实现国内中间体—欧洲与印度等原料药供应—国内制剂的全产业链布局。同时，2019 年公司成立了原料药管理中心，从长期开始做头孢原料药的规划。

2019 年 6 月上市公司购买傅、周持有的磐谷药源的 67.35%的股权，实现间接收购金城金素 33%的股权，进而持有金城金素 84%的股权。傅、周将股权收购所得 1.66 亿现金扣除相关费用后，以 18 元/股的价格增持上市公司股权，从而使得傅、周团队的利益与上市公司绑定一致。

图 22：上市公司收购前金城金素经营层股东权益情况



数据来源：公司公告、财通证券研究所

3.3 金城模式：头孢注射剂再评价与新药开发并驾齐驱

金城医药的头孢制剂商业模式有三点，通过差异化策略，打造“金品头孢、金城智造”。

第一，通过与头孢中间体下游客户头孢原料药厂商签订战略合作、独家原料药供应商协议、自建原料药等，尽快补齐产业链短板，形成头孢侧链中间体——头孢原料药——制剂一体化优势。公司头孢侧链中间体主要有 AE-活性酯、头孢他啶活性酯、呋喃铵盐、头孢克肟活性酯和三嗪环等，这些中间体的寡头格局有利于公司向下游扩张制剂，包括头孢曲松、头孢噻肟、头孢他啶和头孢呋辛等。

第二，抢先注射剂一致性评价第一梯队，甚至部分产品如头孢唑林、头孢西丁直接申请参比制剂，争取市场先机。头孢唑林和头孢西丁是金城医药和原研公司意大利 ACS DOBFAR 合作产品，独家采购 DOBFAR 原料药国内生产制剂，有能力申请为参比制剂，增加产品壁垒和定价能力。

第三，增加新适应症与儿童规格等提高产品附加值，新适应症和儿童剂型得到市场保护，将得到全国市场准入的可能。通过增加新适应症和独家剂型规格等博取差异目标市场，公司注射用头孢曲松钠通过申请新适应症获得新药资格，或有单独招标的资格，并且要做临床促销。注射用头孢唑林有儿童剂量独家 0.25g 剂型，儿童用药独家规格。通过增加新适应症和剂型规模来增加产品的销售壁垒和定价能力。

目前，已经有三个重磅品种完成了一致性评价工作，分别为注射用头孢唑林、头孢曲松和头孢他啶三个基础品种，目前合计市场规模在 100 亿元以上。后续仍有十余个头孢品种注射剂等进行一致性评价或改良型、创新药等进行申报。通过差异化竞争与传统的一致性评价产品拉开竞争层级，提高产品竞争力。也是公司研发投入超过 3 亿元、占比收入近 10% 的原因。

金城金素头孢系列三个基础品种，十大品规注射用头孢唑林钠安斯夫 ANCEF® (0.25g、0.5g、1.0g)、第三代头孢制剂注射用头孢曲松钠曲索芬® (0.25g、0.5g、1.0g) 以及注射用头孢他啶泰司汀 TAZIDIME® (0.25g、0.5g、1.0g、2.0g)，均为国家首家新增适应症品种，并同时获得一致性评价受理。

安斯夫 ANCEF® 是美国头孢唑林钠专利药上市品牌，采用 ACS DOBFAR 进口原料，FDA 橙皮书 RS 标准制剂国内地产化，原研制品质，有效成分含量及有关物质控制指标均高于国家标准。为《国家基本药物目录》品种，主要作用于需氧革兰阳性球菌，仅对少数革兰阴性杆菌有一定抗菌活性，“手术预防”首选用药，“骨骼和关节感染”可选用药，首家新增“生殖系统感染”适应症，明确儿童使用剂量较国家标准减半，并申请发明专利。目前头孢唑林国内市场规模在 30 亿元左右，华润三九占比 90% 左右市场。

注射用头孢他啶泰司汀 TAZIDIME®, 是 2018 年度中国最具创新力制剂品种, 国家科学技术进步奖产业化品种, 泰司汀 TAZIDIME®注射用头孢他啶收录《国家基本药物目录》, 是治疗院内获得性感染和铜绿假单胞菌感染的首选用药, 适用于敏感肠杆菌科细菌等革兰阴性杆菌所致的严重感染包括单一或双重感染。首家新增“妇科感染, 包括子宫内膜炎、盆腔蜂窝组织炎和其他由大肠埃希菌引起的女性生殖道感染”适应症, 并申请发明专利。目前头孢他啶国内市场规模在近 50 亿元左右, 海南海灵占比 80%左右市场。

第三代头孢制剂曲索芬®注射用头孢曲松钠--2019 年度中国最具创新力制剂品种, 国家科学技术进步奖产业化品种, 曲索芬®注射用头孢曲松钠收录《国家基本药物目录》, 半衰期长一天只需给药一次, 长程手术推荐用药, 不可与含钙制剂合并使用。首仿增加“免疫功能低下患者之感染; 肾脏 (及泌尿道) 感染。”适应症, 于 2018 年 9 月 19 日全球首家获得“细菌性心内膜炎”的临床批件, 并申请发明专利。为减少耐药细菌的产生, 规范本品临床安全性、有效性和质量可控性的科学数据指导要求, 现已经国家药品监督管理局批准同意曲索芬®注射用头孢曲松钠开展细菌性心内膜炎临床试验。注射用头孢曲松钠是由罗氏公司开发的第三代广谱半合成头孢菌素类抗菌素, 于 1984 年在美国 FDA 获准上市, 商品名为“Rocephin” (罗氏芬), 1996 年专利到期, 是罗氏公司最畅销的品种之一, 并在中国由上海罗氏制药有限公司实行原研地产化, 目前销售额在 30 亿元以上。

表 6: 公司头孢制剂新增适应症补充注册情况

序号	药品名称	申请/审批内容(增加新适应症)	受理/批准日期
1	注射用头孢他啶	增加国内已批准新适应症: 1. 血液/腹膜透析和持续性非卧床腹膜透析 (CAPD) 相关感染; 2. 中枢神经系统感染 (包括脑膜炎); 3. 头孢他啶可用于对其它抗菌药物 (包括氨基糖苷类和头孢菌素类) 耐药的感染。可联同氨基糖苷类或其他多数 β -内酰胺类抗生素使用, 例如在严重中性粒细胞减少时。在怀疑是脆弱拟杆菌感染时, 可与另一种抗厌氧菌抗生素合用; 4. 预防围手术期尿路感染: 用于行前列腺手术 (经尿道切除术) 的患者。	2017. 04. 10
2	注射用头孢曲松钠	增加国内已批准新适应症: 1. 免疫功能低下患者之感染; 2. 肾脏及泌尿道感染。	2017. 06. 23
3	注射用头孢呋辛钠	增加国内已批准新适应症 1. 产褥期和妇产科感染, 如盆腔炎等; 2. 预防 (感染)。	2017. 11. 22
4	注射用头孢西丁钠	增加国外已批准新适应症: 预防 (感染): 注射用头孢西丁钠也可用于接受未污染的胃肠道手术, 以及经阴道子宫切除、经腹腔镜子宫切除或剖腹 (宫) 产等手术前的预防感染。	2017. 11. 22
5	注射用头孢唑林钠	增加国外已批准新适应症: 1. 生殖系统感染, (如前列腺炎、附睾炎); 2. 妇科感染 (如前庭大腺炎, 宫腔感染, 子宫附件炎, 子宫旁结缔组织炎)。	2017. 12. 07
6	注射用头孢噻肟钠	增加国外已批准新适应症: 1. 治疗由淋病奈瑟氏菌 (包括产生青霉素酶菌株) 引起的无合并症淋病 (单纯性尿道炎、子宫颈和直肠感染); 2. 当治	2018. 02. 01

疗盆腔炎患者且疑似病原体之一为沙眼衣原体时，需联合应用抗衣原体药物进行治疗；3、当感染是/或怀疑为需氧菌与厌氧菌的混合感染时（如：腹腔感染和盆腔感染），可将头孢噻肟与甲硝唑等抗厌氧菌药物联合使用；4. 本品也可用于经腹部或阴道的子宫切除术、胃肠道和泌尿生殖道手术等手术前的预防感染，以及在进行剖腹产手术时，于术中（在夹紧脐带后）和术后使用本品以预防感染。

- | | | | |
|----|--------------|---|--------------|
| 7 | 注射用头孢
哌酮钠 | 增加国外已批准新适应症：1. 子宫内膜炎和其他妇科生殖道感染；2. 肠球菌感染；3. 联合用药，头孢哌酮与氨基糖苷类药物的联合治疗被证实有协同疗效作用，已经治愈许多革兰氏阴性杆菌的病例。 | 2018. 04. 11 |
| 8 | 注射用头孢
他啶 | 增加国外已批准新适应症：妇科感染，包括子宫内膜炎、盆腔蜂窝织炎和其他由大肠埃希菌引起的女性生殖道感染。 | 2018. 05. 24 |
| 9 | 注射用头孢
曲松钠 | 增加国外已批准新适应症：1. 急性细菌性中耳炎；2. 盆腔炎 3. 细菌性子宫内膜炎；4. 梅毒。 | 2018. 06. 25 |
| 10 | 头孢羟氨苄
胶囊 | 首创的新适应症具体如下：“（治疗）由敏感菌引起的妇科感染”。〔用法用量〕由原先“口服，成人一日 1~2g，分 2~3 次服用。小儿每日每 kg 体重 50mg，分 2 次服用。”变更为：“头孢羟氨苄胶囊对酸稳定，可饭前饭后口服。与食物一起服用可能有助于减少由于口服头孢菌素而偶尔发生的潜在的胃肠道疾病。 | 2018. 11. 30 |
| 11 | 注射用头孢
唑林钠 | 增加本品 0. 25g 规格及增加本品 1. 0g 规格，增加的 0. 25g 为国内首家上市，填补了国内市场空白。 | 2020. 02. 21 |

数据来源：财通证券研究所

3.3.1 注射剂一致性评价行业政策展望

一、带量采购不在唯低价是取，不再单一厂商供货，采用 N-1、1.8 倍规则有利于市场的充分竞争，而不是恶性竞争；同时，新适应症和儿童剂型等保护将享受产品溢价能力。优秀的企业由于成本控制和规模效应、老药新用等，长期获得行业平均利润率以上的回报，其他企业则反之。这个时候，有实力的大企业一定会快马加鞭完成一致性评价抢占先机，而不是犹豫做还是不做。可以从企业的研发投入能看出一些迹象，金城医药 2019 年研发费用 2.64 亿，同比增长 21%，占比工业收入比重为 9.4%。主要投入方向在注射剂再评价、临床新增适应症和新原料药品种开发上。长期来看，应是设计动态医保支付标准 DRG，高于此标准的报销比例大幅降低，让产品的价格贴近医保支付标准

二、一致性评价通过的企业多了，企业利润会不会很薄。我们认为，首先注射剂一致性评价的难度要远高于普通口服剂型，一个是走量为主、一个是走质和量。注射剂的申报难度大，美国这样大量使用仿制药的国家，每年注射剂仿制药批文也相当有限。注射剂公司的净利润率一般都在保持在 20% 以上。国内完成注射剂一致性评价没有五到十年的时间是不可能实现的。产品未来长期降价空间是多少。我们给不了确切的答案，但是可以参考美国的价格，认为国内由于规模效应比美国便宜 50% 左右是相对合理的。从我们总结的数据来看，国内目前的注射剂价格

相对美国还是便宜的。

图 23：中美头孢注射剂价格对比

通用名	国内厂商产品	国内价格	对标美国产品	美国药房仿制药价格（美元对人民币汇率按6.9计算）
注射用头孢曲松钠（1g）	罗氏制药：罗氏芬	51	罗氏芬	30
注射用头孢唑林（1g）	金城医药	33	通用名产品平均价	69
注射用头孢呋辛（1.5g）	MEDOCHEMIE	42	通用名产品评价价	60

数据来源：财通证券研究所

三、无论通过何种方式申报，速度一定要快。因注射剂不像口服做生物等效性实验，而是按照新化学四类或者欧美获批转报而通过。国内基本上所有的头孢品种都没有国际认证，以走新四类申报为主。这不仅包括传统意义的杂质谱以及杂质含量的比较，更是包括了遗传毒性杂质的研究，残留溶剂、晶型、颗粒度、堆密度等理化指标的研究，从质量和稳定性上综合对原料药进行评价，确保质量不低于原研。公司与欧洲印度等符合欧美原料药认证的公司合作，无疑获得成功的时间成本更低，有先发优势。同样，这也是为什么金城医药头孢注射剂产品刚刚销售三年销售额达到 6.55 亿元的原因，高质量带来良好的定价能力。

3.4 研发与投资并购等模式快速补充抗感染产品线新药

3.4.1 氯喹那多-普罗雌烯阴道片

普罗雌烯是 Theramex Monaco 公司研制开发的雌激素类甾体药物。1975 年首次在美国上市，先后又在比利时、希腊、意大利、南韩和瑞士等 10 多国上市，国外应用很成熟。氯喹那多普罗雌烯阴道片，原研 MERCK 摩纳哥赛若美制药厂。普罗雌烯是一种合成的不对称雌二醇二醚，研究提示，与传统的局部用雌激素制剂比较，普罗雌烯穿透阴道或表皮上皮细胞的能力较差，全身吸收以及全身性激素反应很小。局部用药时，普罗雌烯具有抗阴道或宫颈粘膜萎缩的作用。氯喹那多-普罗雌烯阴道片是 2019 年新进医保品种，治疗除淋球菌感染外的任何原因引起的白带增多，局部雌激素药。由于普罗雌烯的原料药壁垒高，所以之前供应不足导致市场推广不利，目前解决原料药问题已经解决。同时，公司具有最为完善的普罗雌烯制剂相关产品，北京金城泰尔拥有普罗雌烯系列产品批准文号 3 个，是国内该产品剂型最全的生产企业。2019 年下半年已有北京、甘肃、湖北、江西、辽宁、广西、山东等地挂网成功，同时引进专业学术推广服务商对现有市场人员进行系统培训，并组织开展科室会、城市会、全国会等专业学术推广活动，通过细化、可控的销售任务考核，2020 年普罗雌烯销售预计可实现快速增长，市场潜力大，十亿元以上品种。

表 7：氯喹那多-普罗雌烯阴道片是十亿元级别新产品

药品名称	药品规格	生产单位	批准文号	批准日期	医保类别
普罗雌烯乳膏	10g:0.1g	江西德成制药	国药准字 H20046587	2015/12/24	乙
普罗雌烯阴道用软胶囊	10mg	北京金城泰尔制药	国药准字 H20059607	2015/7/31	乙
普罗雌烯	-----	北京斯利安药业	国药准字 H20052184	2015/7/22	
氯喹那多-普罗雌烯阴道片	每片含氯喹那多 200mg、普罗雌烯 10mg	北京金城泰尔制药	国药准字 H20063405	2015/7/31	乙
普罗雌烯乳膏	10g:0.1g	北京金城泰尔制药	国药准字 H20059606	2015/7/31	乙
普罗雌烯	-----	亚宝药业集团股份	国药准字 H20050043	2015/8/31	
氯喹那多/普罗雌烯阴道片	每片含氯喹那多 200mg, 普罗雌烯 10mg	亚宝药业四川制药	国药准字 H20051504	2015/8/26	乙
普罗雌烯	-----	北京金城泰尔制药	国药准字 H20052598	2015/7/23	
氯喹那多-普罗雌烯阴道片	氯喹那多 0.2g, 普罗雌烯 10mg	北京斯利安药业	国药准字 H20065500	2017/1/19	乙
普罗雌烯阴道胶丸	10mg	浙江安宝药业	国药准字 H20045762	2015/4/16	

数据来源：药智数据、财通证券研究所

3.4.2 利他唑酮—革兰阳性菌耐药的新希望

2020 年 1 月 21 日，金城医药通过孙公司广东赛法洛药业有限公司与四川赛卓药业股份签订了《新药研发项目转让合同》，以 1900 万的价格获得一类新药利他唑酮干混悬剂临床试验批件（批件号为：【2018L02182】）及全套申报资料和其他技术资料，以及相关技术成果。利他唑酮属于恶唑烷酮类抗菌药物，为国家十二五重大科技专项中的新药创制项目，其原专利权人为中国医学科学院生物技术研究。利他唑酮是继磺胺类和喹诺酮类之后新上市的一种结构全新的化学合成抗菌药物，其独特的作用机制和良好的抗菌活性，抗菌谱覆盖了革兰阳性球菌，被认为是解决革兰阳性菌耐药的新方向和新希望，适用于由金黄色葡萄球菌（甲氧西林敏感或耐药的菌株）引起的医院或社区获得性肺炎，皮肤和皮肤软组织感染、万古霉素耐药的屎肠球菌感染等。利他唑酮的潜在竞品利奈唑胺的城市公立医院市场销量数据已达 18.05 亿元，同比增长 24%，主要厂家有辉瑞和江苏豪森等。抗感染领域之所以增长缓慢，很大一部分原因是缺乏新药，均是在仿制药层次上的竞争，走量为主。金城医药坚定在抗感染、妇儿科等领域发展，有望成为行业发展的标杆。

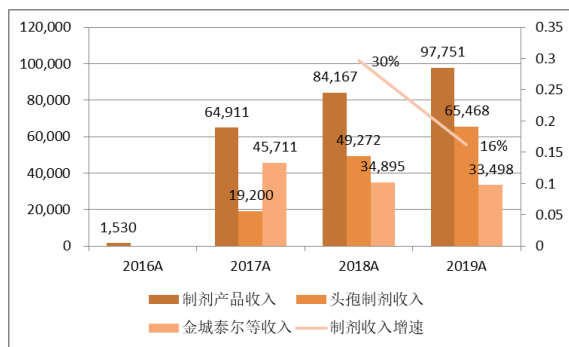
3.4.3 对外投资新药

2017 年 8 月份，公司与意大利 In4tech s.r.l 等共同在意大利成立合资企业 Hyalblue s.r.l (海宝露)，公司持有股权比例为 40%。生产销售透明质酸系列产品，现已取得了由欧盟认证机构 IMQ S.p.A 颁发的防蓝光透明质酸滴眼液的 CE 认证证书。目前正在设计生产线，生产设备计划于 2020 年年底完成安装，2021 年将对整个欧盟进行销售。2021 年年初准备报材料出口进入中国。

公司深度参与上海仟德股权投资合伙企业和淄博金方恒健股权投资等多只私募股权基金，已投资美国 NASDAQ 上市公司 INOVIO 和 TOCA，分别在 HPV 病毒治疗、基因疗法、多抗体类生物药等方面布局，有望为上市公司不断输入优质的商业化项目。

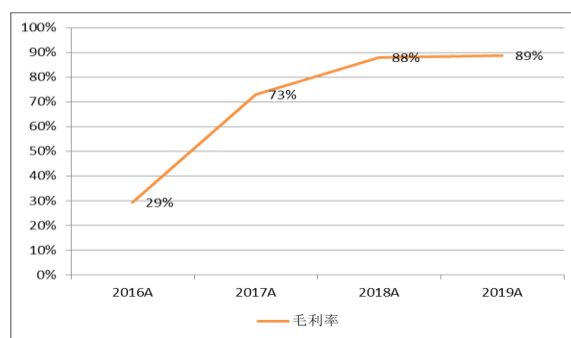
3.5 制剂产品经营情况分析

图 24：2015-2019 制剂收入（万元）与增速



数据来源：wind、通证证券研究所

图 25：2015-2019 制剂产品毛利率情况



数据来源：财通证券研究所

公司 2019 年制剂收入 97,751 万元，同比增长 16%，其中以头孢为主的金城金素收入 65,468 亿，以匹多莫德和硝呋太尔为主的金城泰尔收入 33,498 万（以底价代理销售为主，固表观收入规模较小）。2019 年整体毛利率达到 89%。2018 年匹多莫德适用症受到了限制，同时 2018 年是收购业绩承诺的最后一年。双重问题使得 2018 年实际销量下滑，导致 2019 年整体渠道库存偏高，销售继续小幅下滑。我们认为从 2020 年开始金城泰尔有望步入正轨，稳健发展。第一，新品种将接力老品种，硝呋太尔制霉菌素的龙头作用将带动氯喹那多普罗雌烯系列产品增长，共科室，共渠道。普罗雌烯目前有三个规格，包括乳膏、阴道用软胶囊、阴道片，是市场上规格最全的，氯喹那多普罗雌烯为新进医保品种。另外，富马酸比索洛尔和依匹斯汀片（抗过敏）等新品将推动金城泰尔的增长。匹多莫德规范用药短期让所有公司都有阵痛，公司启动了验证性临床试验，这也是行业洗牌的一个过程。

4、盈利预测与投资评级

4.1 同行业上市公司毛利率和研发支出比较

我们选取了行业具有代表性的特色原料药公司，金城医药的医用化工的毛利率近两年开始远高于行业加权平均水平。从收入上看，仅次于普洛药业和天宇股份，高于其他原料药公司，在品种结构上与普洛药业相似，金城医药的毛利率更高。金城医药的中间体竞争格局良好，无新的竞争对手进入。随着研发投入占比进入平台期，折旧摊销比例在下降，上游大炼化的成本下降，毛利率和净利率水平有较大上升空间。

表 8：金城医药头孢侧链活性酯及医用化工业务与原料药行业毛利率对比

	营业收入（万元）			营业成本（万元）			毛利率			数据来源
	2017A	2018A	2019A	2017A	2018A	2019A	2017A	2018A	2019A	
普洛药业	428,737	520,065	601,629	318,908	400,060	452,222	25.6%	23.1%	24.8%	中间体+原料药业务 造影剂+喹诺酮原料药业务 特色原料药及中间体业务
司太立	67,288	84,585	124,482	41,718	50,053	70,638	38.0%	40.8%	43.3%	
九洲药业	106,030	114,388	101,310	78,495	80,643	66,640	26.0%	29.5%	34.2%	
天宇股份	118,828	146,696	211,060	73,907	87,627	92,640	37.8%	40.3%	56.1%	
同和药业	29,644	26,546	41,250	18,803	18,759	29,122	36.6%	29.3%	29.4%	医药原料药+中间体业务 原料药+中间体业务 公司总收入
富祥股份	95,815	115,465	133,364	59,216	72,865	75,984	38.2%	36.9%	43.0%	
奥翔药业	24,019	24,389	30,791	9,511	13,498	14,847	60.4%	44.7%	51.8%	
行业加权平均	870,360	1,032,134	1,130,648	600,558	723,504	756,364	31.0%	29.9%	35.5%	头孢侧链活性酯及医用化工
金城医药	117,861	152,083	148,211	83,770	95,655	91,355	28.9%	37.1%	38.4%	

数据来源：Wind、财通证券研究所

表 9：金城医药研发投入比重在原料药公司中绝对佼佼者

	总营业收入（万元）		研发费用（万元）		研发费用率		数据来源
	2018A	2019A	2018A	2019A	2018A	2019A	
普洛药业	637,640	721,071	26,965	35,989	4.2%	5.0%	中间体+原料药业务 营业总收入数据
司太立	89,047	130,884	6,613	7,778	7.4%	5.9%	
九洲药业	186,223	201,682	8,715	9,450	4.7%	4.7%	营业总收入数据
天宇股份	146,696	211,060	7,946	11,225	5.4%	5.3%	
同和药业	26,712	41,306	2,536	3,633	9.5%	8.8%	营业总收入数据
富祥股份	116,343	135,405	5,288	5,946	4.5%	4.4%	
奥翔药业	24,389	30,791	3,437	4,775	14.1%	15.5%	营业总收入数据
行业加权平均	1,227,050	1,358,960	61,500	72,491	5.0%	5.4%	

金城医药	265,884	279,482	21,811	26,392	8.2%	9.4%
------	---------	---------	--------	--------	------	------

数据来源: Wind、财通证券研究所

金城医药 2019 年研发费用 2.64 亿, 同比增长 21%, 占比工业收入比重为 9.4%。主要投入方向在注射剂再评价、临床新增适用症和新原料药品种开发上。研发投入是为了转型升级和可持续发展, 反应出公司长足的发展动力。研发投入主要是在头孢注射剂、特色原料药等项目上, 近两年十余个头孢注射剂开展一致性评价。其中, 三个品种已经完成再评价, 注射用头孢曲松及其新适用症、注射用头孢唑啉及其新适用症与儿童剂型、注射用头孢他啶及其新适用症等, 还有泊沙康唑等重磅原料药是研发的收获。带量采购等政策带来业绩中长期弹性。

4.2 盈利预测与风险提示

公司估值长期处于低估状态, 主要原因: 1、产业并购基金北京锦圣投资中心(有限合伙) 25.05%的退出问题; 2、需要拉动公司业绩高速成长的板块。我们认为谷胱甘肽业务新应用的开发, 已经进入了业绩爆发阶段, 是拉动业绩增长的确定性动力。谷胱甘肽有望将成为一个大品种维生素级别的产品。制剂产品也将随着带量采购等政策进入爆发期, 随着头孢曲松、头孢他啶和头孢唑啉等品种的过评, 公司的头孢注射剂将带来头孢中间体——头孢原料药——头孢注射剂这个链条将腾飞, 行业政策的受益者。中间体和原料药随着 CMO 和新产品投放将保持稳健增长。

分业务 PE 估值法: 谷胱甘肽子公司金城生物预计未来三年复合 35%-40%的增速, 2019-2022 年净利润分别为 0.95/1.09/1.50/2.20 亿, 处于爆发初期, 给予 2020 年 40-50 倍 PE, 对应估值在 43.6-54.5 亿元。头孢侧链中间体及医用化工与制剂板块预计 2019-2022 年净利润分别为 2.59/3.39/4.63/5.95 亿元净利润, 同比增长 31%/37%/28%, 处于带量采购等政策带来的高速增长阶段, 给予 2020 年 30 倍 PE (化学原料药行业估值在 35 倍左右), 对应市值在 101.7 亿。第一目标市值 143.8 亿, 对应目标价 37.0 元。

表 10: 营业收入预测表

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (万元)	114,442	117,148	201,885	269,579	279,759	314,071	398,313	497,855
营业收入增长率		2%	72%	34%	4%	12%	27%	25%
头孢侧链活性酯及医用化工	94,117	101,989	117,861	152,083	148,211	163,032	200,529	240,635
头孢侧链及医用化工营收增长率		8%	16%	29%	-3%	10%	23%	20%
生物发酵原料药	20,325	15,159	19,113	29,634	32,309	42,002	57,542	80,559
生物发酵原料药营收增长率		-25%	26%	55%	9%	30%	37%	40%

头孢制剂收入	19,200	49,272	65,741	78,889	102,556	133,323
头孢制剂增长率		157%	33%	20%	30%	30%
金城泰尔等收入	45,711	38,590	33,498	30,148	37,685	43,338
金城泰尔增长率		-16%	-13%	-10%	25%	15%

数据来源：公司公告、财通证券研究所

表 11：经营性业绩预测表

净利润（万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性净利润拆分	35,400	44,825	61,290	81,509
经营性净利润增长率		27%	37%	33%
金城生物	9,500	10,925	14,967	22,002
金城生物净利润增长率		15%	37%	47%
金城泰尔	2,812	2,500	5,000	7,000
金城金素（84%）	3,429	6,000	10,000	15,000
上海素智	(2,933)	0	500	1,000
头孢侧链活性酯及医用化工	23,964	26,360	32,423	38,907
头孢侧链及医用化工净利润增长率		10%	23%	20%

数据来源：公司公告、财通证券研究所

预测假设：1、中间体与原料药新产能投放顺利，价格稳定；2、金城泰尔随着氯喹那多-普罗雌烯阴道片等的上市，业绩开始快速恢复增长；3、金城金素的头孢制剂随着带量采购的深入快速放量（上市公司拥有 84% 的权益）；4、上海金城素智的头孢等产品投放后开始扭亏。

预计 2020-2022 年净利润为 4.48/6.13/8.15 亿元，增长率分别为 120.2%/36.9%/33.0%，EPS 分别为 1.14/1.56/2.07 元，对应 PE 为分别为 17.0/12.4/9.3 倍，维持“买入”的投资评级。目标价 37.0 元。

风险提示：头孢中间体和原料药新增产能投放不达预期；谷胱甘肽销量不达预期；商誉减值风险。

公司财务报表及指标预测											
利润表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,008	2,795	3,141	3,983	4,979	成长性					
减:营业成本	1,502	1,161	1,288	1,603	2,024	营业收入增长率	7.9%	-7.1%	12.4%	26.8%	25.0%
营业税费	43	36	44	56	70	营业利润增长率	8.1%	-57.8%	261.5%	38.4%	32.5%
销售费用	449	576	628	757	896	净利润增长率	-7.8%	-23.0%	120.2%	36.9%	33.0%
管理费用	281	303	618	777	946	EBITDA 增长率	46.8%	63.1%	-39.1%	28.1%	26.6%
财务费用	-4	6	1	-9	-13	EBIT 增长率	62.2%	80.2%	-44.9%	36.5%	32.4%
资产减值损失	167	-303	-	22	26	NOPLAT 增长率	-9.0%	-60.5%	327.5%	36.4%	32.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.1%	-7.4%	4.3%	2.5%	0.6%
投资和汇兑收益	1	-0	-	-	-	净资产增长率	3.8%	-0.1%	8.2%	9.5%	11.5%
营业利润	368	155	562	777	1,030	利润率					
加:营业外净收支	2	160	-	-	-	毛利率	50.1%	58.5%	59.0%	59.8%	59.4%
利润总额	370	315	562	777	1,030	营业利润率	12.2%	5.6%	17.9%	19.5%	20.7%
减:所得税	88	101	94	130	173	净利润率	8.8%	7.3%	14.3%	15.4%	16.4%
净利润	264	203	448	613	815	EBITDA/营业收入	24.5%	43.0%	23.3%	23.5%	23.8%
资产负债表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	18.8%	36.5%	17.9%	19.3%	20.4%
货币资金	722	990	818	1,110	1,642	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	141	164	151	107	75
应收账款	737	716	715	1,055	1,102	流动营业资本周转天数	63	66	62	68	68
应收票据	81	-	174	47	230	流动资产周转天数	216	262	243	215	225
预付帐款	25	36	8	12	13	应收帐款周转天数	82	94	82	80	78
存货	285	252	249	375	412	存货周转天数	32	35	29	28	28
其他流动资产	32	196	82	103	127	总资产周转天数	610	701	614	490	439
可供出售金融资产	109	-	-	-	-	投资资本周转天数	416	440	385	313	255
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	9	23	23	23	23	ROE	6.6%	5.0%	10.2%	12.9%	15.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.3%	3.8%	9.1%	11.3%	13.3%
固定资产	1,179	1,373	1,255	1,115	971	ROIC	8.1%	3.1%	14.3%	18.7%	24.1%
在建工程	318	329	384	452	535	费用率					
无形资产	535	504	454	404	354	销售费用率	14.9%	20.6%	20.0%	19.0%	18.0%
其他非流动资产	1,256	1,172	960	1,015	1,031	管理费用率	9.3%	10.9%	19.7%	19.5%	19.0%
资产总额	5,287	5,592	5,124	5,712	6,442	财务费用率	-0.1%	0.2%	0.0%	-0.2%	-0.3%
短期债务	337	316	-	-	-	三费/营业收入	24.1%	31.7%	39.7%	38.3%	36.7%
应付帐款	239	269	339	400	533	偿债能力					
应付票据	10	13	4	5	6	资产负债率	22.7%	27.0%	13.7%	15.2%	16.2%
其他流动负债	342	579	284	380	401	负债权益比	29.3%	36.9%	15.9%	18.0%	19.3%
长期借款	162	206	-	-	-	流动比率	2.03	1.86	3.27	3.44	3.75
其他非流动负债	109	124	78	85	102	速动比率	1.72	1.65	2.87	2.96	3.31
负债总额	1,199	1,508	704	871	1,042	利息保障倍数	-142.75	165.87	453.98	-86.00	-79.77
少数股东权益	79	21	41	75	117	分红指标					
股本	393	393	393	393	393	DPS(元)	0.25	0.20	0.39	0.57	0.76
留存收益	3,656	3,693	3,986	4,373	4,890	分红比率	37.2%	38.7%	34.5%	36.8%	36.6%
股东权益	4,088	4,085	4,420	4,841	5,399	股息收益率	1.3%	1.0%	2.0%	3.0%	3.9%
现金流量表	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	282	214	448	613	815	EPS(元)	0.67	0.52	1.14	1.56	2.07
加:折旧和摊销	175	189	168	168	168	BVPS(元)	10.20	10.34	11.14	12.12	13.44
资产减值准备	167	302	-	22	26	PE(X)	28.9	37.5	17.0	12.4	9.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.9	1.9	1.7	1.6	1.4
财务费用	15	18	1	-9	-13	P/FCF	21.4	13.3	-28.1	14.1	9.5
投资收益	-1	0	-	-	-	P/S	2.5	2.7	2.4	1.9	1.5
少数股东损益	18	11	20	34	42	EV/EBITDA	9.7	5.7	9.1	6.8	4.9
营运资金的变动	-287	-181	-41	-264	-148	CAGR(%)	31.8%	58.8%	17.2%	31.8%	58.8%
经营活动产生现金流量	352	578	595	565	890	PEG	0.9	0.6	1.0	0.4	0.2
投资活动产生现金流量	-409	-93	-55	-67	-83	ROIC/WACC	0.8	0.3	1.4	1.8	2.3
融资活动产生现金流量	86	-221	-712	-206	-274	REP	2.6	7.0	1.4	1.0	0.7

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所 注: 管理费用中包含研发费用

信息披露**分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

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、发表或引用，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。