

金城医药 (300233)

证券研究报告

2020 年 05 月 29 日

头孢&谷胱甘肽双料龙头，集团作战布局亿级蓝海市场

编者按：我们天风中小市值团队于本年初发布了行业深度研究《寻找 A 股中的“隐形冠军”系列》报告，并开始对各行业隐形冠军标的进行深度挖掘。本报告为公司深度《隐形冠军系列》的第二篇，我们联合了医药团队共同为您解读金城医药。

金城医药：双料龙头和它的“集团作战”隐形冠军成长策略

公司是全国最大的头孢类医药中间体生产企业、全球谷胱甘肽原料药市场的绝对龙头，走的是典型的集团作战式的隐形冠军成长路径，在各业务板块中都有冠军或准冠军品种。我们从 3 个问题来分析公司核心竞争力：

- 1、限抗背景下为何是公司头孢业务至今立于不败之地？** 头孢类抗生素预计总市场规模约 1000 亿元。2011 年至今，多项调控政策使头孢市场产能出清，公司从三方面抓住了这一成为行业龙头的机会：**1) 成为头孢侧链中间体龙头后，打造了完整的头孢产业链。**头孢制剂的核心竞争在侧链中间体，公司市占率达 60% 以上后向下延伸，现已形成国内头孢制剂全产业链布局；**2) 制剂产品聚焦高品质的头孢注射剂研发。**公司现有头孢制剂批文 40 余个，覆盖市场主流品种，营收增长快。2020 年注射剂再评价政策出台对公司是利好；**3) 致力突破抗生素行业痛点，持续挖掘新品种。**
- 2、国内仅两张的稀有资质就能使公司谷胱甘肽龙头地位稳固？** 谷胱甘肽是人体源性物质，是具有重要生理功能的天然活性肽，目前在国内外医药、食品等行业已有较多应用，近来在动植物领域的商业用途也不断被开发。**谷胱甘肽对应的是一个百亿级的市场。**谷胱甘肽原料药行业进入门槛高，主要有规模化工艺程序复杂、认证 GMP 需要时间、菌种需不断更新三大难点。**公司拥有年产 200 吨的产能，并有新增产能正在建，是全球谷胱甘肽原料药市场的绝对龙头。**公司在谷胱甘肽原料药的基础上，在保健品、生物肥和饲料等应用方面也有探索，未来有望成为业绩增长点。
- 3、医药新政持续引发产业洗牌，公司能打新品储备几何？** 原料药和新药将成为竞争关键：**公司旗下金城泰尔主打特色专科药：**1) 硝咪太尔&匹多莫德，各占 1/4 公立渠道份额；2) 普罗雌烯，公司拥有国内最全批文，2020 年全部中标，预计有望快速增长；3) 富马酸比索洛尔、泊沙康唑是下游需求快速上升的新品种；4) 卡贝缩宫素，因品种间替代有望打开十亿级市场；**公司近年来也在通过设立投资平台对外投资潜力新产品，**包括参股东方略-研发全球首个用于人乳头瘤病毒疫苗 VGX-3100；合资设立海宝露，推出防蓝光滴眼液等。

盈利预测&投资建议：公司自 19 年起停止化工贸易业务，我们下调 20-21 年营收和净利润。我们预计 2020-2022 年，公司实现营收 31.54/39.05/50.15 亿元（20-21 年前值为 36.56/42.21 亿元），净利润 4.38/5.86/7.88 亿元（20-21 年前值为 5.81/6.47 亿元），对应 EPS 1.11/1.49/2.01 元。我们看好金城医药高品质头孢注射剂连续过审并中标、以谷胱甘肽为主的生物特色原料药应用市场不断扩大、特色专科药及对外投资新药潜力品种持续储备，给予 2020 年 35 倍 PE，目标价 38.85 元，维持“买入”评级。

风险提示：医药行业政策/商誉减值/药品研发风险

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,007.97	2,794.82	3,154.16	3,904.77	5,015.33
增长率(%)	7.89	(7.09)	12.86	23.80	28.44
EBITDA(百万元)	736.24	1,200.63	728.78	940.90	1,216.87
净利润(百万元)	263.86	203.29	437.82	586.14	788.49
增长率(%)	(7.84)	(22.96)	115.37	33.88	34.52
EPS(元/股)	0.67	0.52	1.11	1.49	2.01
市盈率(P/E)	34.70	45.04	20.91	15.62	11.61
市净率(P/B)	2.28	2.25	2.10	1.93	1.75
市销率(P/S)	3.04	3.28	2.90	2.34	1.83
EV/EBITDA	6.78	6.01	11.68	8.44	6.48

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	23.4 元
目标价格	38.85 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	393.15
流通 A 股股本(百万股)	367.38
A 股总市值(百万元)	9,199.76
流通 A 股市值(百万元)	8,596.69
每股净资产(元)	10.53
资产负债率(%)	25.76
一年内最高/最低(元)	25.35/16.75

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

戴飞 联系人
daifei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《金城医药-半年报点评:半年报业绩靓丽，特色产业链高速发展》2019-08-30
- 《金城医药-年报点评报告:业绩实现稳步增长，继续完善抗生素产业链布局》2019-04-03
- 《金城医药-季报点评:业绩延续稳健增长趋势，与东方略合作布局肿瘤创新药》2018-10-30



内容目录

1. 双料龙头和它的“集团作战”隐形冠军成长策略	4
1.1. 16 年头孢产业链+8 年谷胱甘肽原料药，“隐形冠军”如何长大？	4
1.2. 研发投入逐年提升打磨前端实力，环保治理亲力亲为免除后顾之忧	5
1.3. 业绩亮点：特色原料药及制剂板块营收正起飞，毛利率大幅增长	6
2. 限抗背景下为何是公司头孢业务至今立于不败之地？	7
2.1. 头孢侧链中间体龙头，打造完整头孢产业链	7
2.2. 聚焦高品质头孢注射剂，这些品种值得期待	9
2.3. 致力突破抗生素行业痛点，新品种持续挖掘	10
3. 国内仅两张的稀有资质就能使公司谷胱甘肽龙头地位稳固？	12
3.1. 使用对象从人到动植物，谷胱甘肽下游应用大有可为	12
3.2. 复杂工艺优质+协同技术研发，铸就竞争优势护城河	14
3.3. 配合腺苷蛋氨酸+PQQ，生物特色原料药业绩渐释放	15
4. 医药新政持续引发产业洗牌，公司能打新品储备几何？	17
4.1. 特色专科药：形成原料药平台应对带量采购，持续推进新品种评审进展	17
4.1.1. 硝呋太尔&匹多莫德，各占 1/4 公立渠道份额	18
4.1.2. 普罗雌烯：拥有国内最全批文，2020 年全中标	19
4.1.3. 富马酸比索洛尔、泊沙康唑，关注新品进展	20
4.1.4. 卡贝缩宫素：品种间替代有望打开十亿级市场	21
4.2. 对外投资新药：抗肿瘤和免疫调节剂、防蓝光滴眼液	22
5. 盈利预测&投资建议	23
6. 风险提示	24

图表目录

图 1：金城医药板块布局示意图	4
图 2：公司研发支出&同比增速（亿元，%）	5
图 3：研发支出占营收比例（%）	5
图 4：金城医药营收&同比增速（亿元，%）	6
图 5：金城医药归母净利润&同比增速（亿元，%）	6
图 6：金城医药分部营收（亿元）	6
图 7：金城医药制剂分部营收&毛利率（亿元，%）	6
图 8：金城医药毛利率与净利率（%）	7
图 9：中国销售终端药品市场规模（亿元，%）	7
图 10：头孢类抗生素占据抗生素市场主流地位（%）	7
图 11：金城医药头孢中间体分部营收&毛利率（亿元，%）	8
图 12：金城医药其它医药化工产品分部营收&毛利率（亿元，%）	8
图 13：3 家医药化工全资子公司历年净利润情况（亿元）	9
图 14：医药化工产品历年产量（吨）	9
图 15：公司头孢制剂批文（部分）在抗生素领域的布局储备示意图	9

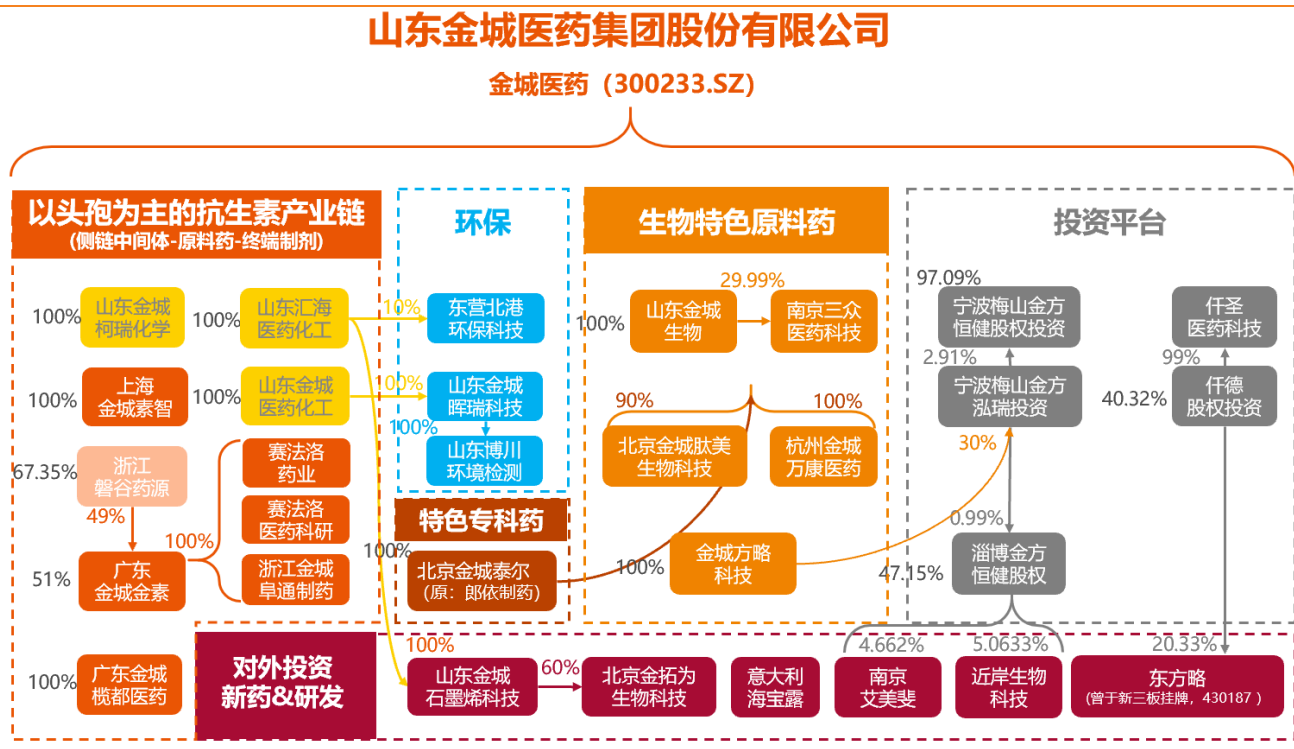
图 16: 金城金素样本医院头孢注射剂销售情况 (亿元, %)	10
图 17: 金城金素营收&净利润&净利率 (亿元, %)	10
图 18: 亚胺培南/美罗培南抗菌谱分布示意图	11
图 19: “特殊使用”类抗生素市场规模不断扩大	11
图 20: 美罗培南在公立医院的历年销售趋势 (万元, %)	11
图 21: 亚胺培南西司他丁钠在公立医院的历年销售趋势 (万元, %)	11
图 22: 谷胱甘肽缺乏是最可能导致严重症状和死亡的原因的假设-示例图	13
图 23: 谷胱甘肽主要应用方向梳理	13
图 24: 谷胱甘肽公立医院市场趋势 (万元, %)	14
图 25: 全球美白市场规模逐年增长 (亿美元, %)	14
图 26: 谷胱甘肽制备工艺	15
图 27: 腺苷蛋氨酸的分类&用途&功效	16
图 28: 腺苷蛋氨酸公立医院市场趋势 (万元, %)	16
图 29: 金城医药生物特色原料药分部营收 (亿元, %)	16
图 30: 金城医药生物特色原料药分部毛利率 (%)	16
图 31: 妇科抗感染药和抗菌剂城市公立渠道销售趋势 (万元, %)	17
图 32: 性激素及生殖系统调节剂城市公立渠道销售趋势 (万元, %)	17
图 33: 朗依妇科®全生命周期产品矩阵	18
图 34: 2019 年公司硝呋太尔占该品种公立医院销售额的 25.37%	19
图 35: 2019 年公司匹多莫德占该品种公立医院销售额的 24.79%	19
图 36: 普罗雌烯城市公立渠道历年销售趋势 (万元, %)	20
图 37: 2019 年公司普罗雌烯尚仅占该品种公立医院销售额的 0.1%	20
图 38: 富马酸比索洛尔城市公立渠道历年销售趋势 (万元, %)	21
图 39: 泊沙康唑城市公立渠道历年销售趋势 (万元, %)	21
图 40: 缩宫素城市公立渠道历年销售趋势 (万元, %)	22
图 41: 卡贝缩宫素城市公立渠道历年销售趋势 (万元, %)	22
表 1: 金城泰尔原料药批文一览	17
表 2: 公司硝呋太尔和匹多莫德对应批文一览	18
表 3: 硝呋太尔&匹多莫德最新中标情况	19
表 4: 硝呋太尔&匹多莫德主要在研产品	19
表 5: 金城泰尔普罗雌烯对应批文一览	20
表 6: 普罗雌烯产品最新中标情况	20
表 7: 金城泰尔富马酸比索洛尔批文一览	21
表 8: 富马酸比索洛尔最新中标情况	21
表 9: 富马酸比索洛尔主要在研产品	21
表 10: 金城医药业绩拆分 (百万元)	23
表 11: 有原料药业务的制药公司估值对比 (截至 2020 年 5 月 25 日)	24

1. 双料龙头和它的“集团作战”隐形冠军成长策略

1.1. 16 年头孢产业链+8 年谷胱甘肽原料药，“隐形冠军”如何长大？

山东金城医药集团股份有限公司于 2004 年成立于山东省淄博市，2011 年 6 月在创业板上市（金城医药，300233），主营以头孢侧链中间体为主的医药中间体、生物特色原料药、以及终端制剂等药品的研产销。公司是全国最大的头孢类医药中间体生产企业、国内唯一拥有谷胱甘肽原料药批文的生产商，也是全球谷胱甘肽原料药市场的绝对龙头。

图 1: 金城医药板块布局示意图



资料来源：Wind，金城医药公众号，天风证券研究所

金城医药走的是典型的“集团作战”隐形冠军成长路径。根据赫尔曼·西蒙的《隐形冠军》，“集团作战”的隐形冠军指的是一家集团拥有多个冠军产品或者冠军子企业，这样的打法在隐形冠军企业中为数不多。此类企业具有的关键特质是，其各个业务单位相对独立，各自具备典型的隐形冠军特征，包括内部业务聚焦，外部重视市场份额的占领，同时又呈现出前端有小兵团作战，背后有大平台支撑，最终提升整个集团综合竞争力的特点：

从旗下布局来看：

我们将公司业务板块划分为三部分：1) 以头孢为主的抗生素产业链，现已打通从侧链中间体-原料药-高品质注射剂的完整环节；2) 生物特色原料药，主要以谷胱甘肽为主，同时布局有潜力的大品种；3) 特色专科药、以及对外投资的新药。**每个板块中都有各自的冠军品种或准冠军品种**，前者已经在全球市场上多年占有绝对领先的份额，而后者则存在一经推出便有望占领对应市场，成为冠军的潜质。

从历史沿革来看：

- 公司 2004 年起家于头孢侧链中间体，后主要通过收购的方式进入了头孢注射剂领域，至今已有 16 年，现已成为全国最大的头孢类医药中间体生产企业。自 2014 年起，公司先后收购上海天宸药业（现上海金城药业）、中山道勃法（现金城金素）等终端制剂生产商，以进入下游头孢制剂领域。2016 年，通过与客户 ACS DOBFAR SPA 达成合作，打通原料药供应环节，从此实现对中间体、原料药、制剂各环节的链接，完成了对头孢完整产业链的构建；

- 公司于 2009 年进入生物特色原料药领域，成立山东金城生物药业，后深耕该领域达 8 年。谷胱甘肽是公司在该领域的主打产品，相关技术由公司于 2009 年从日本株式会社钟化签订《技术许可合同书》获得。2012 年，公司获得我国药监局批文。目前公司已成长为谷胱甘肽原料药领域龙头，并积极展开在下游保健品、饲料、生物肥等领域产品的应用探索；
- 同时，公司以多种方式前瞻布局新药领域，包括于 2015 年收购金城泰尔向妇儿科终端制剂领域的业务延伸；2017 年在意大利成立合资公司 Hyalblue s.r.l (海宝露)，生产销售防蓝光透明质酸滴眼液；2018 年与东方略达成合作，获取美国宫颈癌病毒治疗性疫苗等应用前景广阔的产品等等。

从市场扩张来看：

公司的头孢中间体产品广泛应用于下游主流抗生素制剂，客户包括印度卡瓦伦特、阿拉宾度、意大利 ACS DOBFAR 等海外制药巨头以及齐鲁安替、广西科伦、焦作丽珠等国内知名头孢菌素类药物生产商；公司生产的头孢粉针制剂已有多品种成功中标进入公立医院渠道；公司在开辟国内市场的同时，也在继续加强海外新客户拓展，产品远销日本、德国、意大利、韩国、印度等十几个国家和地区。

1.2. 研发投入逐年提升打磨前端实力，环保治理亲力亲为免除后顾之忧

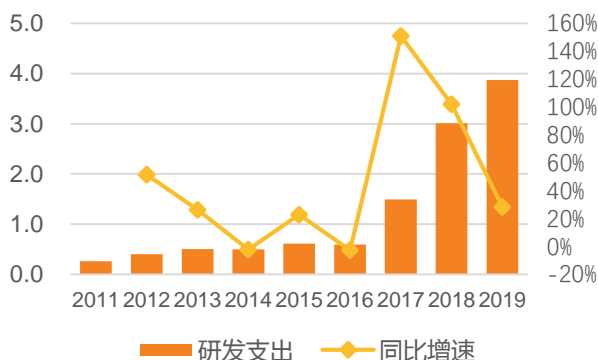
未来药厂间的竞争是科研实力的竞争，而存活的关键要素之一是不被环保治理拖垮：

- 研发方面：公司投入连年提升，公司价值受到国家和行业认可。

公司拥有国家级和山东省级的技术中心，并已搭建专注于头孢类医药中间体、生物制药、终端制剂领域研发团队，并与包括清华大学在内的多所大学科研院所达成长期合作。截至 2019 年，公司累计拥有专利 140 余项。从公司研发投入来看，2019 年公司投入 3.87 亿元，同比增 28.43%，呈现逐年高速增长的趋势，且其占总营收比例也逐年提高，2019 年已达到 13.84%，远高于化工和原料药行业的平均值。

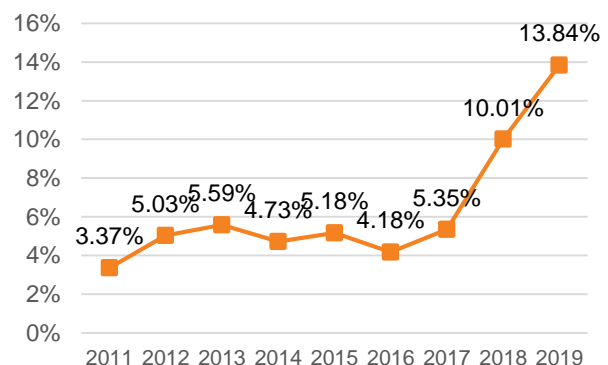
公司的价值连续多年受到了国家和行业认可。公司是国家高新技术企业、国家火炬计划企业、山东省科技攻关计划实施单位，公司“第三代头孢抗菌素中间活性酯关键技术及产业化项目”于 2012 年获得国家科技进步二等奖。公司上榜“中国制药工业百强”、“中国医药行业成长 50 强”、“中国化药百强”、“最具创新力上市公司”等，公司子公司金城柯瑞被国家工信部评为“第三批制造业单项冠军企业”、山东制造硬科技 TOP50；金城医化成为中国石油和化工企业 500 强、中国精细化工百强、山东省优质品牌、山东省质量标杆企业。

图 2：公司研发支出&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：研发支出占营收比例（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

- 环保方面：公司拥有自己的环保治理公司，是省内的模范企业。

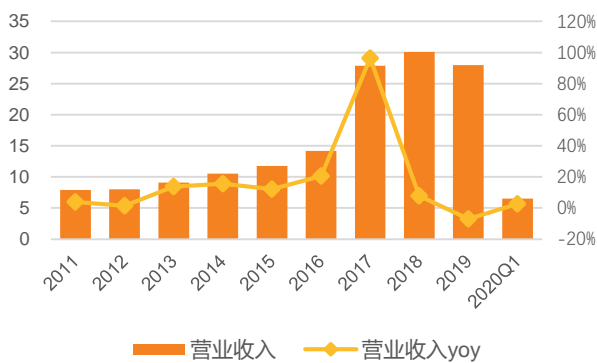
公司旗下金城医化、金城生物、金城柯瑞、金城晖瑞以及汇海医药分别是淄博市、东营市的重点排污单位。公司重视环保工作，始终贯彻环保优先、绿色发展理念来开展工作。公司拥有包括东营北港环保科技、山东金城晖瑞科技、山东博川环境检测在内的多个环保类全资孙公司。我们认为，比起外聘第三方环保公司，公司自己的环保公司对自身所排放的三废成份更了解，也更能及时、灵活、低成本地给出适合公司的解决方案。2019 年，金城医化获得“2019 年度国家级创建环境友好型企业先行先试单位”荣誉称号；汇海医药通过安全生产标准化二级企业（危险化学品）认定，医药化工板块各子公司均为安全生产标准化二级企业（危险化学品）。

1.3. 业绩亮点：特色原料药及制剂板块营收正起飞，毛利率大幅增长

通过对公司财务的分析，我们认为亮点有三：

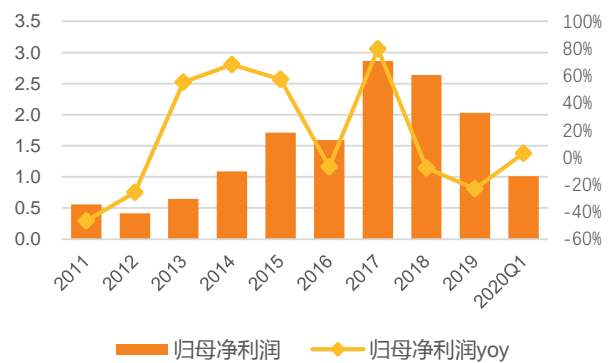
1、公司业绩具有隐形冠军企业成长特点，多年来保持稳步上行趋势。2019 年，公司实现营收 27.95 亿元，净利润 2.03 亿元。2011-2019 年，公司营收 CAGR 达 17.14%，归母净利润 CAGR 达 17.49%。公司于 2014 年后着力向下游延伸，使终端制剂业务快速成长为公司业务新支柱，再推业绩大幅增长。公司盈利能力整体呈上行趋势，仅因 2018、2019 年受金城泰尔商誉计提减值 1.22、2.9 亿元影响略有下降。2020 年公司开局良好，第一季度实现营收 6.51 亿元，同比增 2.57%，归母净利润 1.01 亿元，同比增 3.02%。

图 4：金城医药营收&同比增速（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：金城医药归母净利润&同比增速（亿元，%）

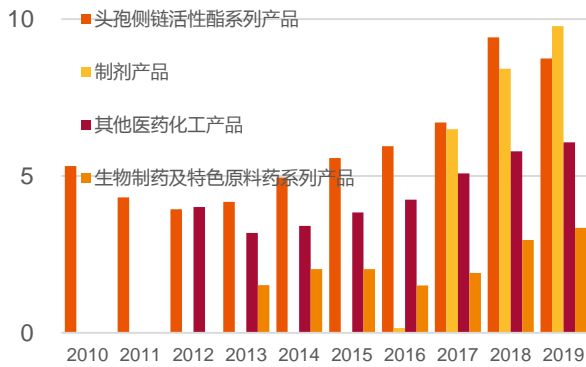


资料来源：Wind，天风证券研究所

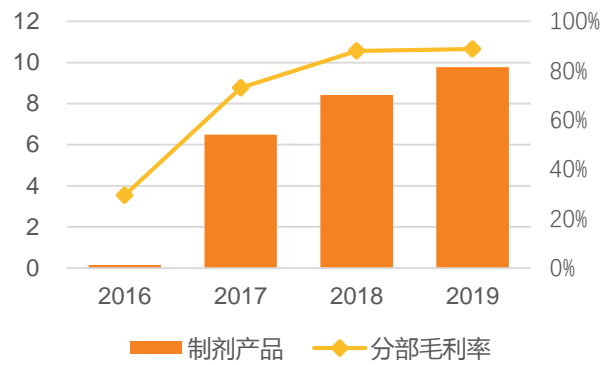
2、医药化工中间体作为传统业务长期稳定支撑公司业绩，生物特色原料药&终端制剂业务成长迅速。根据公司板块分类来看，头孢侧链中间体和其他医药化工产品共同组成公司的医药化工板块，2019 年二者分别占总营收的 31.28%和 21.75%，多年来贡献了公司的主要营收；终端制剂业务自 2016 年后快速增长，主要原因是 1）打通了原料药供给环节主推头孢注射剂放量；2）收购金城泰尔合并了特色专科药业务。2019 年，该分部实现营收 9.78 亿元，同比增 16.14%，占总营收的 34.98%，已超头孢侧链中间体，成为公司第一分部营收来源；生物特色原料药以谷胱甘肽、腺苷蛋氨酸为主，该板块受益谷胱甘肽 200 吨/年产能和腺苷蛋氨酸 60 吨产能/年逐渐释放推动业绩稳步上行。2019 年，该分部实现营收 3.35 亿元，同比增 13.11%，占总营收比例的 11.99%。

图 6：金城医药分部营收（亿元）

图 7：金城医药制剂分部营收&毛利率（亿元，%）



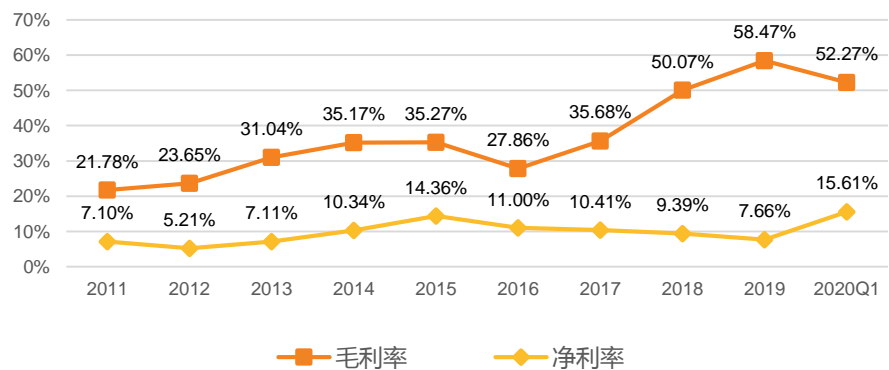
资料来源：Wind，天风证券研究所



资料来源：Wind，天风证券研究所

3、受益高毛利产品占比提升，公司毛利率 4 年增长超 30pct。2019 年，公司毛利率为 58.47%，较 2016 年提升 30.61pct，顺利从 2011-2015 年的第一波上涨后拐点再上升；公司近年净利率主要是受到研发投入 2016 年起持续增大的影响，2019 年降至 7.66%，较 2016 年降 3.34pct。我们认为，随过往对研发的投入在高毛利产品的增长上持续体现，未来有望带动净利率企稳回升。

图 8：金城医药毛利率与净利率（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

由于公司 2020 年初已有多个制剂品种中标、生物特色原料药预计受益谷胱甘肽新增产能释放和年底腺苷蛋氨酸放量再增长，整体来看，我们认为公司 2020 年业绩有望再创新高。

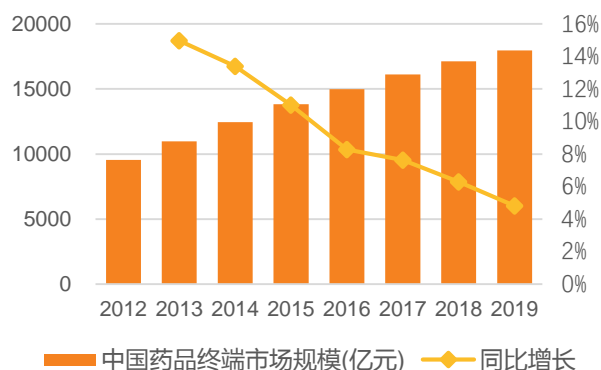
2. 限抗背景下为何是公司头孢业务至今立于不败之地？

2.1. 头孢侧链中间体龙头，打造完整头孢产业链

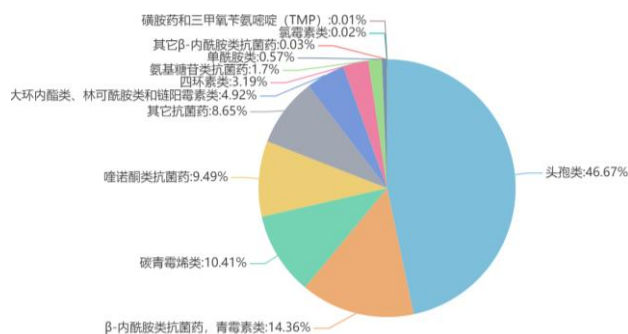
头孢类作为抗生素最大品类，总市场规模约在 1000 亿元左右。根据米内网数据，2019 年中国消费终端药品市场近 18000 亿元，抗感染药物整体市场规模约在 2000 亿元。其中，头孢类是最大品类的抗生素，占比约在整体市场规模的 50%。头孢类制剂可分为注射、口服、外用，注射剂因相对具有更高的稳定性而成为市场主力，预计未来占比或可企稳在 75% 以上，市场规模在 750 亿元。

图 9：中国销售终端药品市场规模（亿元，%）

图 10：头孢类抗生素占据抗生素市场主流地位（%）



资料来源：米内网，天风证券研究所



资料来源：米内网，天风证券研究所

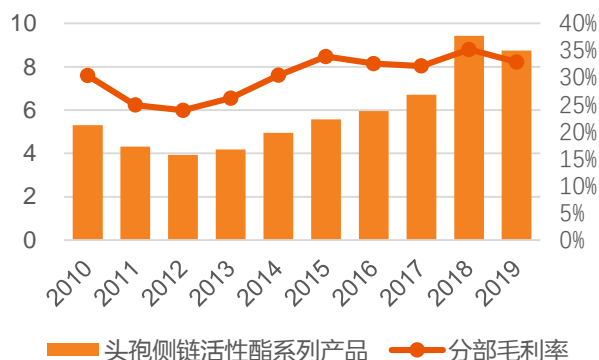
2011 年至今，包括《限抗令》在内的多项调控政策使头孢市场竞争格局发生较大改变。2011 年，药品降价、基本药物招标、抗菌药物分级管理办法等多项调控政策，使整个医药行业都受到很大冲击，特别是头孢类抗生素首当其冲，主要厂家纷纷停产、减产，市场需求下降，在成本上涨与药品价格下降的双重挤压下，行业利润水平也大幅降低。在市场规模总量增长受限的前提下，头孢产业链各环节企业需要从技术、研发、产品、环保、资金等多个维度在产能出清的过程中占领出局企业的市场份额，才有可能在变革完成时留在行业里并成为龙头企业。

面对产能出清，公司主要从技术、产品、品牌三方面入手抓住了提升头孢市场集中度的机会。在 2010 年，金城医药尚以较为单一的头孢侧链中间体为主营产品，下游头孢制剂市场受限也给公司业务带来较大影响。公司头孢侧链中间体和医用化工业绩从 2010 年的 0.56 亿元降至 2012 年的 0.39 亿元，产品毛利率同样出现明显下跌。但公司凭借 1) 提升技术工艺，公司 2012 年初落实第三代头孢抗菌素中间体活性酯关键技术及产业链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；2) 优化产品质量，公司坚持新环保理念，围绕节能减排、溶剂替代、循环利用加强对现有产品工艺技术的改造，各产品收率、质量指标稳步提升，能源及动力消耗持续下降，节能减排取得明显成效，提升了产品市场竞争力；3) 加强品牌建设，公司借助 2011 年成功登录创业板，各级政府、媒体及社会各界，对金城医药的认可度大幅提升。公司重视对商标的保护，截至 2019 年，公司新增注册商标 145 件，累计拥有注册商标 421 件，企业品牌影响力和美誉度进一步提升。从 2012 年下半年起，公司相关板块业绩一路回升，至 2015 年底，公司头孢中间体业绩达到 5.57 亿元，完成对淘汰厂家市场份额的占有，成为国内领先的抗生素制药生产企业。目前，公司已成为全球中最具竞争力的头孢侧链生产企业。

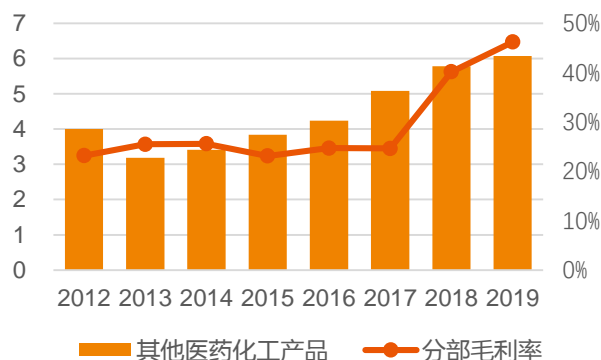
头孢制剂的核心竞争在侧链中间体，公司凭借龙头优势带动整体医药化工中间体板块业绩快速提升。目前，公司医药化工业务主要由山东金城柯瑞化学、山东汇海医药化工、山东金城医药化工 3 家全资子公司主要经营。主要产品有：AE-活性酯、头孢克肟活性酯、头孢他啶活性酯（TAEM）、三嗪环、呋喃铵盐（SMIA）等几十个品种，目前在售产品 30 多个。整体来看，金城医药在医药化工领域是行业内的龙头企业，主要产品平均市场占有率达 60% 以上。近年来，产业公司全方位开展技术创新工作，优化现有工艺，进一步巩固了产业公司在产品领域的技术领先优势和市场主导地位。

图 11：金城医药头孢中间体分部营收&毛利率（亿元，%）

图 12：金城医药其它医药化工产品分部营收&毛利率（亿元，%）

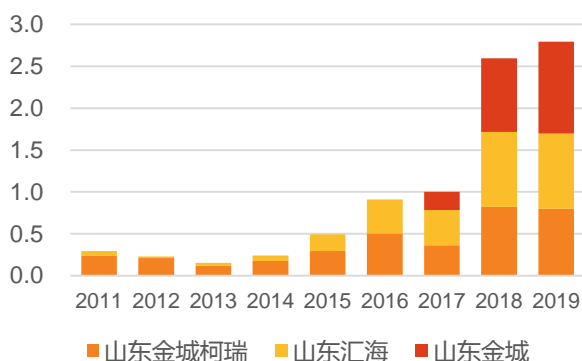


资料来源: Wind, 天风证券研究所



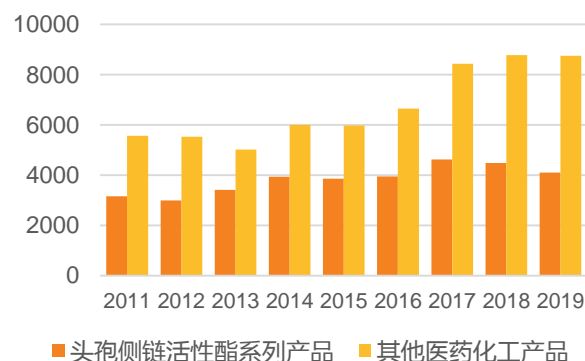
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 13: 3 家医药化工全资子公司历年净利润情况 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 14: 医药化工产品历年产量 (吨)



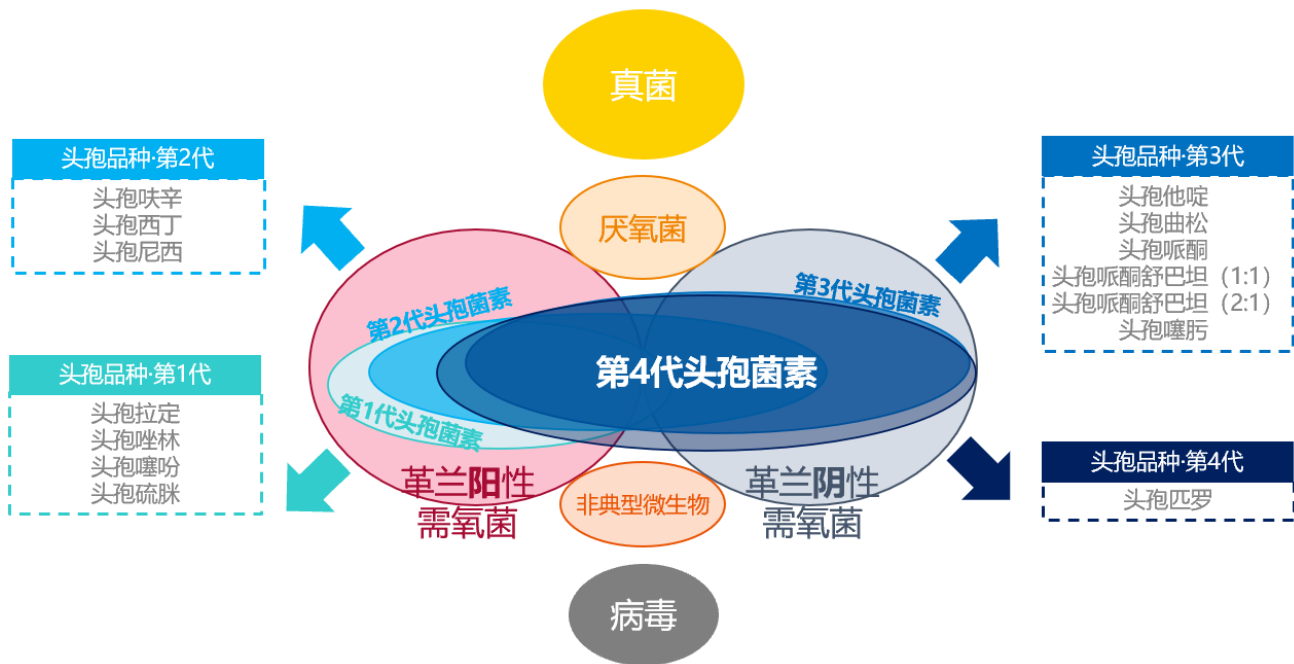
资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司在头孢中间体领域的竞争格局稳定后，开始着手向下游头孢菌素制剂布局。2014 年 6 月，公司收购上海天宸药业（现上海金城素智药业），进入终端制剂生产领域；2015 年 8 月，收购中山道勃法（现广东金城金素药业）51% 股权，使公司获得抗生素制剂批文和生产能力，从此公司从化工中间体生产商真正意义成为抗感染药品生产商。后公司于 2019 年通过收购浙江磐谷药源 67.35% 股权再次对金城金素加码，现公司对其直接及间接持股比例已达 84%；2016 年 6 月，公司与下游多年合作客户意大利 ACS DOBFAR 公司签订合作，引进原研品质的头孢唑啉钠和头孢西丁钠等头孢针剂原料药，打通连接中间体和制剂间的原料药环节，此后不断将该模式与下游印度、欧洲等客户复制合作模式，现已形成“进口原料、国内制剂”的国内头孢制剂全产业链布局。

2.2. 聚焦高品质头孢注射剂，这些品种值得期待

目前，公司拥有头孢制剂批文 40 余个，品种覆盖了市场上大部分主流的一、二、三、四代头孢菌素。我们绘制了基于细菌类型抗菌谱的公司头孢制剂品种分部示意图，可见公司储备已覆盖市场上主流品种。值得一提的是，公司头孢制剂以注射剂为主，公司拥有第一代-头孢硫脒；第二代-头孢呋辛、头孢西丁、头孢尼西；第三代-头孢哌酮（舒巴坦 1: 1、2: 1）、头孢曲松、头孢噻肟、头孢他啶；第四代-头孢匹罗。在头孢注射剂近 750 亿元的市场上，主要的 10 余个品种占市场份额一半以上，公司拥有其中大部分品种。

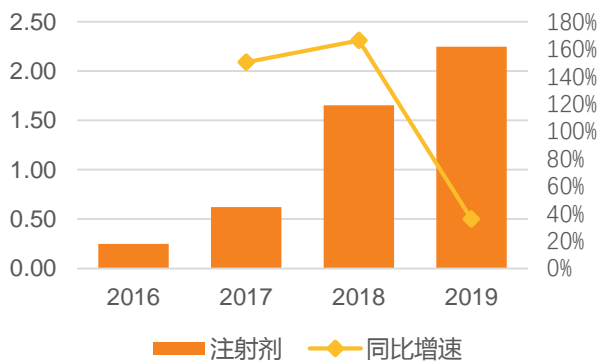
图 15: 公司头孢制剂批文 (部分) 在抗生素领域的布局储备示意图



资料来源：金城医药公司公告，公众号-药物与用药安全，天风证券研究所

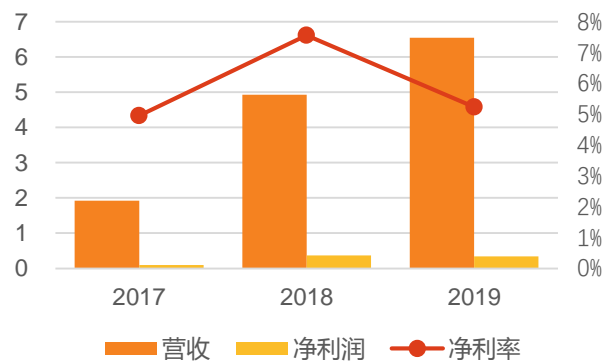
公司子公司广东金城金素是公司旗下主要负责生产头孢注射剂的公司。金城金素拥有 40 余个头孢菌素类粉针剂产品批文，通过国际知名药企如意大利 ADC DOBFAR 等合作，实行“进口原料、国内分装”的生产经营模式。根据米内网数据，金城金素的头孢注射剂营收呈现高速增长的趋势，2019 年总和达 2.25 亿元，同比增 36%。

图 16：金城金素样本医院头孢注射剂销售情况（亿元，%）



资料来源：米内网，天风证券研究所

图 17：金城金素营收&净利润&净利率（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注射剂再评价政策出台，有助公司注射剂产品继续快速占领市场份额。2020 年 5 月，《国家药监局关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告（2020 年第 62 号）》发布，其中提及“已上市的化学药品注射剂仿制药，未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的品种均需开展一致性评价”。目前，公司有 3 个品种正在进行注册，分别是注射用头孢唑林钠（已递交申请至 CDE，专业审评中）、注射用头孢他啶（已递交申请至 CDE，综合审评中）、注射用头孢曲松钠（已递交申请至 CDE，专业审评中）。此三品种对应市场规模已超百亿元，我们认为，公司作为行业中的第一梯队，有望在因率先进入集采而获得先发红利。

2.3. 致力突破抗生素行业痛点，新品种持续挖掘

细菌抗药性逐步增强是抗生素行业面临的重要挑战。近年来，携带 NDM-1、MCR-1 等耐

药基因的超级细菌大量出现，使全球公共健康面临威胁。对于我国来说，前些年对抗生素的滥用或将提前暴露在危机面前的可能性。现在，人们既要科学使用现有抗生素，还要研发新作用机制的抗生素。然而细菌基数庞大且繁殖速度快，产生耐药性的速度远远快于抗生素研发速度。

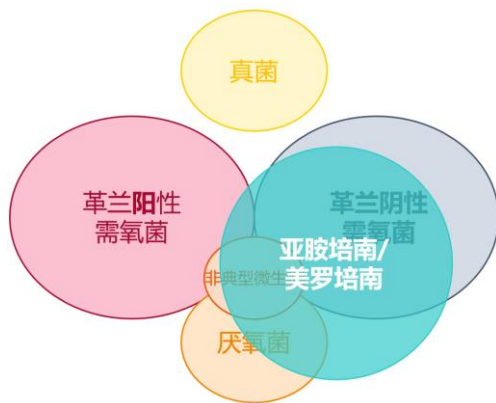
根据米内网数据，目前，市场上常用的抗生素按市场份额占比排序依次为：头孢菌素类（46.67%）、β-内酰胺类&青霉素类（14.36%），碳青霉烯类（10.41%），喹诺酮类抗菌药（9.49%）。公司在头孢品类已有成熟布局的基础上，为应对抗生素行业痛点，也在从两种途径入手，开发原来以头孢为主的抗生素业务新增长点：

途径一：挖掘市面上已有品种的增长性机会

根据药渡数据，尽管抗生素市场规模整体增长趋势已经放缓，但“特殊使用”类的抗生素市场仍呈现规模不断扩大的趋势，替代了部分使用不断减少的品种空出的空间。我们在“特殊使用”类抗生素品种中发现，公司在美罗培南、厄他培南、亚胺培南等β-内酰胺类抗生素上均有布局：

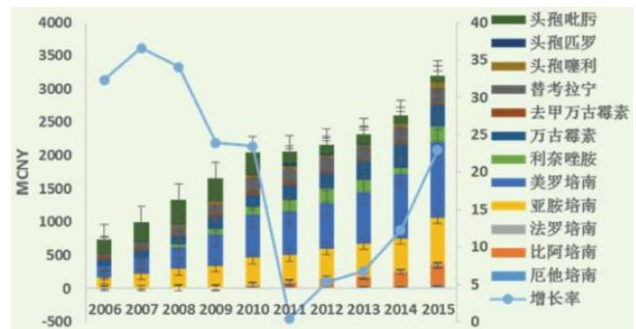
- **美罗培南中间体**：其制剂对应公立医药 2019 年销售规模 53 亿元，同比增长 12.59%。公司于 2017 年公布在研产品信息，美罗培南侧链中间体的研制处于完成产品中试阶段；2018 年申请《美罗培南侧链中间体及其制备方法》的发明专利（201811018334.6）。从该品种中间体推出速度来看，我们认为其有望于近年实现量产。
- **厄他培南中间体**：公司于 2017 年公布在研产品信息，厄他培南侧链中间体的研制处于完成产品小试阶段；2018 年完成工艺开发，拟根据市场需求进行生产。
- **亚胺培南西司他丁钠**：对应公立医药 2019 年销售规模达 22 亿元。该品种具有头孢第一代和第三代的集合优势，可视为美罗培南的进阶版。根据公司新闻，我们发现公司已拥有该种药品。2020 年新冠疫情期间，公司子公司广东金城金素向当地红十字会捐赠了价值 260 多万元的药物亚胺培南西司他丁钠。

图 18：亚胺培南/美罗培南抗菌谱分布示意图



资料来源：公众号-药物与用药安全，天风证券研究所

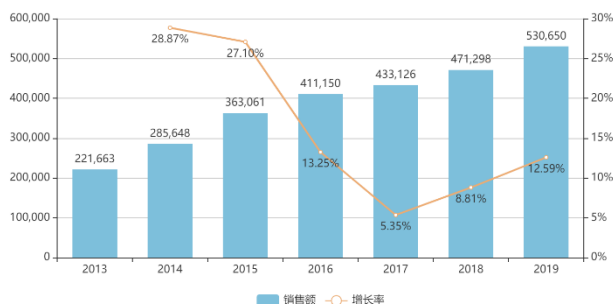
图 19：“特殊使用”类抗生素市场规模不断扩大



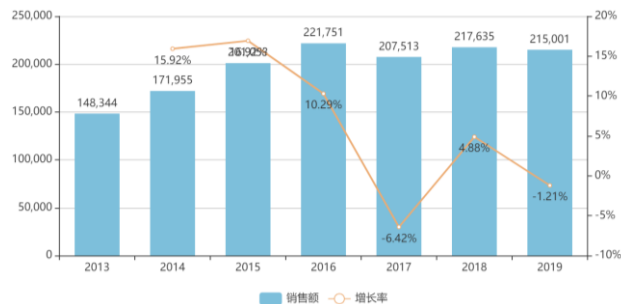
资料来源：公众号-药渡，天风证券研究所

图 20：美罗培南在公立医院的历年销售趋势（万元，%）

图 21：亚胺培南西司他丁钠在公立医院的历年销售趋势（万元，%）



资料来源：米内网，天风证券研究所



资料来源：米内网，天风证券研究所

途径二：引进更具耐药性的抗生素品种

公司从当前抗生素行业的痛点入手，寻找可应对细菌抗药性逐渐增强这一挑战的品种。

- **利他唑酮。**2020 年 1 月，公司控股孙公司广东赛法洛药业与四川赛卓药业签订了《新药研发项目转让合同》，拟转让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，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。此次技术转让完成后，公司在注重基础头孢抗生素发展的同时，开发新型恶唑烷酮类抗生素以助力解决革兰阳性菌耐药问题，在丰富公司抗生素的产品线的同时，也将为公司业绩提供新的增长点。

3. 国内仅两张的稀有资质就能使公司谷胱甘肽龙头地位稳固？

3.1. 使用对象从人到动植物，谷胱甘肽下游应用大有可为

谷胱甘肽是什么？谷胱甘肽（Glutathione）是人体内源性物质，是具有重要生理功能的天然活性肽。该物质早在 1921 年由霍普金斯（Frederick Gowland Hopkins）发现，这位科学家是剑桥大学生物化学系的创始人，还因一生中发现了多种维生素，被授予了诺贝尔奖。谷胱甘肽是由谷氨酸、半胱氨酸、甘氨酸缩合而成的活性三肽，广泛分布于：1）在人体中，在婴幼儿时期，体内含量最高，随着年龄增长而减少；2）在自然界中，主要存在于酵母菌、动物肝脏、肌肉及血细胞中，一些植物也含有较高的谷胱甘肽，比如西红柿。

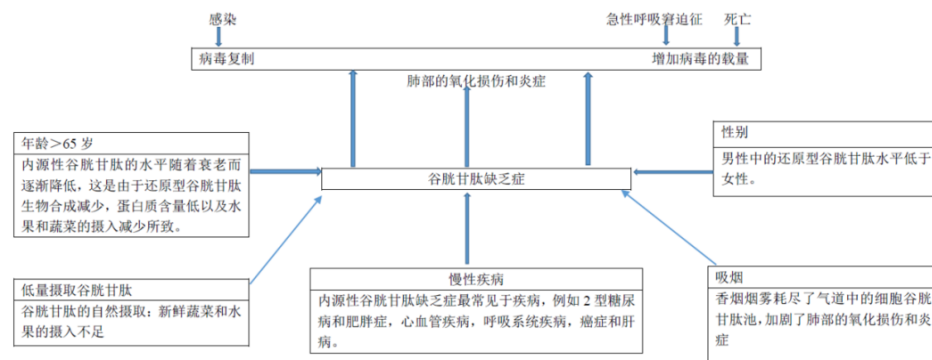
谷胱甘肽起什么作用？谷胱甘肽在细胞内以还原型（GSH）和氧化型（GSSG）两种形式存在，其在生物体内具有多种重要的生理功能：1）参与细胞内的氧化还原反应；2）参与胞内代谢循环；3）维持细胞还原状态；4）参与 DNA 的合成、修复及蛋白质的合成。保持适宜的 GSH/GSSG 比率是细胞生存的关键，其中还原型谷胱甘肽的合成被认为是细胞抵抗氧化损伤和自由基产生的一种关键防御机制。

目前，谷胱甘肽在国内外的医药、食品等行业已有较多应用。

- **在医药领域，**谷胱甘肽主要应用于清除自由基、提高免疫力、护肝、解毒，并因此具有的美白作用在医美领域广泛应用，是美白针、部分美白护肤品和口服美白保健品的主要成分。其对辐射病及辐射防护、抗过敏、增加视力及眼科疾病、抗衰老、改善某些疾病的病程和症状等也具有作用。
- **在食品领域，**以谷胱甘肽为功能的活性因子，还可制成不同类型的功能食品，如饮料、嗜好品(糖果等)、乳制品、面类食品、发酵食品以及专为一类特殊人群(如孕妇、婴幼儿及病人等)生产的口服保健品等。

同时，由于内源性谷胱甘肽缺乏是多种人类疾病发病机理的重要因素，其医用价值仍在被持续挖掘。2020年初，新冠疫情肆虐全球，根据《医药地理》于2020年5月发布的《谷胱甘肽的内源性缺乏是新型冠状病毒感染最可能导致严重症状和死亡的原因：基于文献数据和自身观察的假设》提及：“谷胱甘肽的抗病毒作用是非特异性的，因为已知还原型谷胱甘肽（GSH）抑制各种类型病毒的复制，因此，有理由相信谷胱甘肽也对新型冠状病毒具有抑制作用。”该研究团队的观察结果表明：“与轻症患者相比，中重度 COVID-19 感染患者的谷胱甘肽水平较低，ROS 水平较高，ROS/GSH 比值更高，这表明新型冠状病毒 SARS-CoV-2 不能在细胞谷胱甘肽水平较高的情况下主动复制，且较轻的临床症状则表明病毒载量较低。这使得谷胱甘肽成为用于治疗各种病毒感染的有前途的药物。”

图 22：谷胱甘肽缺乏是最可能导致严重症状和死亡的原因的假设-示例图



资料来源：公众号-医药地理，库尔斯克国立医科大学基因和分子流行病学研究所，Alexey V Polonikov，天风证券研究所

近年来，谷胱甘肽在动植物领域的商业用途也在不断被开发：

- 在植物种植领域，根据《植物谷胱甘肽研究进展》（2010，江西农业学报），谷胱甘肽是植物中普遍存在的硫醇，在还原硫的贮存和运输、蛋白质合成及植物抗逆性方面均有重要作用。应用方面，根据《钟化有机水溶肥——肽丰收~(TM)在草莓上的应用效果》（2019，中国农技推广），日本钟化株式会社推出的钟化有机水溶肥——肽丰收™，具有显著的增产增收和品质提升效果。
- 在动物养殖领域，根据《谷胱甘肽发酵生产及其在动物饲料工业中的应用》（2019，江汉大学学报），在动物保健领域，谷胱甘肽作为一种高效且安全的新型饲料添加剂，具有增强免疫、节约饲料、促进生长、改善肉类品质的功能。且其广泛使用能显著减少动物养殖过程中抗生素的用量，保障动物食品安全。

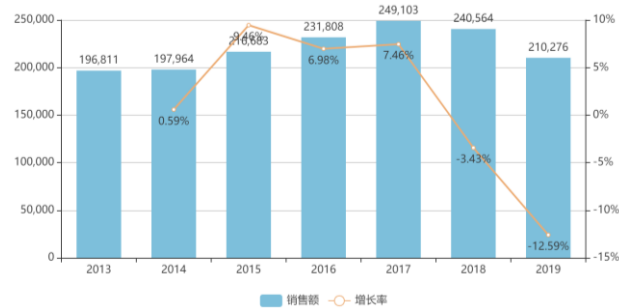
图 23：谷胱甘肽主要应用方向梳理



资料来源：金城医药公告&公众号，天风证券研究所

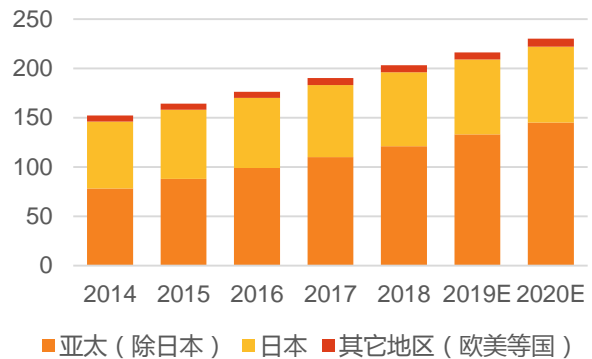
医疗和保健品市场规模增长+动植物应用市场蓝海待开发，我们认为谷胱甘肽对应的的是一个百亿级的市场。谷胱甘肽的应用方向多样，仅从公立医院谷胱甘肽市场销售规模来看，近年来已保持在 20 亿元以上；未来随更多医疗用途的谷胱甘肽品种推出，再叠加亚洲消费者对美白和全球消费者对抗衰老的需求，以及谷胱甘肽于生物肥和饲料添加剂的应用商业化刚刚起步，我们认为，谷胱甘肽下游应用市场潜力大，这也同样有利于提升上游原料药公司、技术研发公司的业绩。

图 24：谷胱甘肽公立医院市场趋势（万元，%）



资料来源：米内网，天风证券研究所

图 25：全球美白市场规模逐年增长（亿美元，%）



资料来源：Global Industry Analysts，天风证券研究所

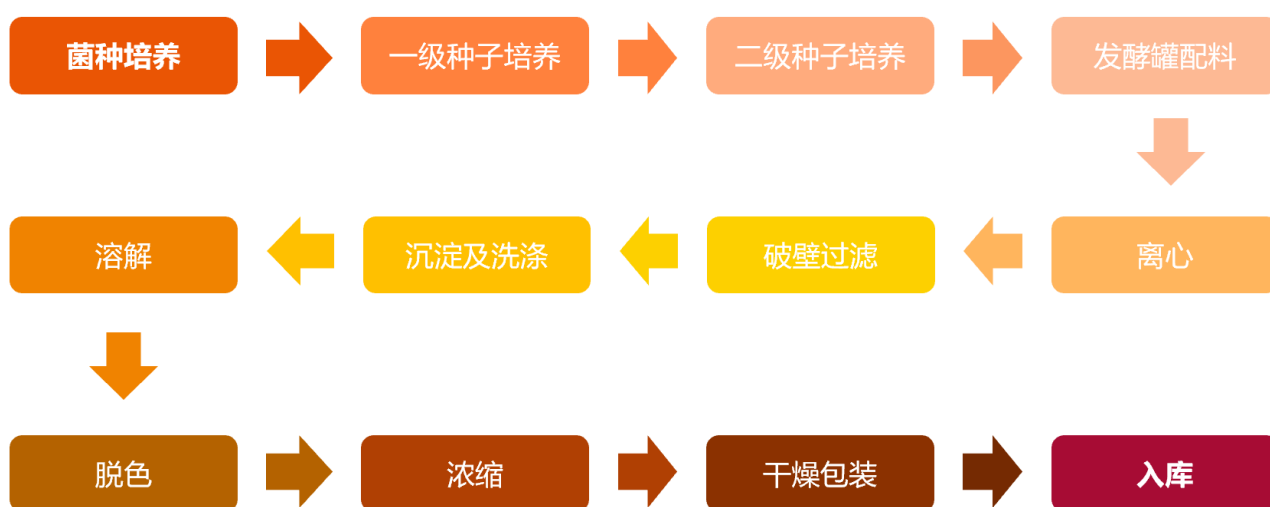
3.2. 复杂工艺优质+协同技术研发，铸就竞争优势护城河

公司是我国唯二拥有谷胱甘肽生产资质的企业，拥有年产 200 吨的产能，是全球谷胱甘肽原料药市场的绝对龙头。公司于 2007 年 7 月与日本钟化株式会社达成谷胱甘肽的合作开发协议，经过一年多的攻关，公司成功地完成了谷胱甘肽的小试和中试研究工作，且技术指标超过日本的指标，该项目于 2009 年 11 月试产成功。2012 年，公司 200 吨/年谷胱甘肽原料药车间于 8 月底建成，10 月获得原料药批文，12 月份通过新版 GMP 认证，并获得《药品 GMP 证书》。从此，我国市场彻底结束了该产品原料依赖进口的局面，填补了国内空白，公司也自此迈出了由医药化工向生物制药战略转型的第一步。目前，谷胱甘肽的主要生产厂商是公司和日本协和，且公司占领市场的大部分份额。

谷胱甘肽原料药行业进入门槛较高，主要有以下 3 个难点：

- **难点一、规模化工艺程序复杂。**谷胱甘肽原料药工业化难度较大，目前可用于谷胱甘肽原料药工业化生产的方法为微生物发酵法，技术上需要长时间的调试多种参数，包括 pH 值、溶氧、温度和补料时间等，使得微生物成长环境更加适合、产品获得率更高。
- **难点二、认证 GMP 需要时间；**
- **难点三、菌种需要不断更新。**公司谷胱甘肽原料药项目采用的是国外进口的谷胱甘肽菌种，同时联合开发利用液糖和酵母粉作为主要原料的发酵新工艺，从而形成的国内先进的新工艺。值得注意的是，谷胱甘肽的菌种是需要不断更新的，这就要求公司与提供菌种的技术公司（即日本钟化）保持良好的合作关系。根据 2012 年谷胱甘肽原料药项目可行性研究报告、关于获得谷胱甘肽原料药批文及项目进展的公告和 2018 年半年报，日本钟化目前既是公司谷胱甘肽菌种的提供者，也是公司谷胱甘肽原料药的客户。**我们认为这点是公司的一项特殊壁垒。**

图 26：谷胱甘肽制备工艺



资料来源：金城医药《谷胱甘肽原料药项目可行性研究报告》，天风证券研究所

公司在谷胱甘肽原料药的基础上，在保健品、生物肥和饲料等应用方面也有所探索，未来有望成为业绩增长点。保健品领域，2016，公司取得了谷胱甘肽保健品批文（谷胱甘肽葡萄糖维生素 CE 片）；2019 年，公司谷胱甘肽茶多酚片获得保健食品注册证书；生物肥和饲料领域，公司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。另外，含有谷胱甘肽成份的肥料在农业领域已有应用，如：日本株式会社钟化的“有机水溶肥料-肽丰收™”。肽丰收™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。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。

3.3. 配合腺苷蛋氨酸+PQQ，生物特色原料药业绩渐释放

公司生物特色原料药除谷胱甘肽外，还有腺苷蛋氨酸和 PQQ 等多个品种：

➤ 腺苷蛋氨酸

腺苷蛋氨酸（S-adenosyl-L-methionine, SAM）为存在于人体内的一种生理活性分子，是蛋氨酸与 ATP 形成的一种中间物质。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。其中，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。

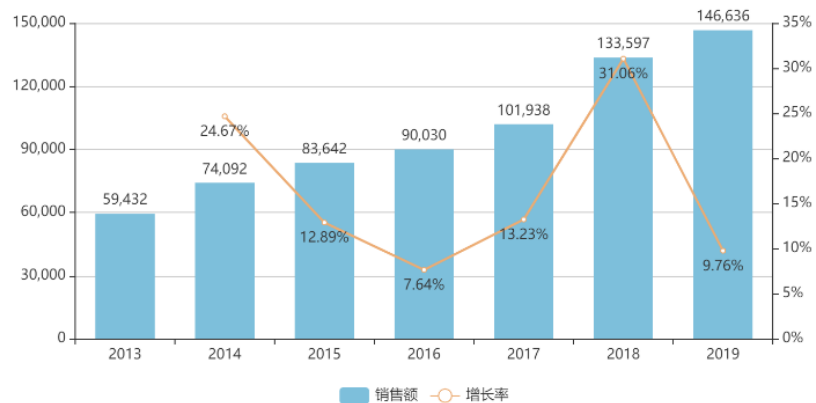
根据公司 2020 年 4 月的投资者交流公告，目前公司主要出口保健品级别的对甲苯磺酸腺苷蛋氨酸，主要市场是北美、印度、南美和欧洲。目前公司拥有 60 吨产能，2019 年销量在 20 吨左右，价格在每吨 85 万元左右；药品级丁二磺酸盐市场主要在欧洲、俄罗斯和印度，丁二磺酸盐需要在相关市场做注册，已启动俄罗斯和印度市场的注册工作，目前正在俄罗斯联合终端客户提交注册，药品级丁二磺酸盐价格每吨 200 万元左右，预计在 2020 年底形成销售，未来市场前景广阔。

图 27：腺苷蛋氨酸的分类&用途&功效



资料来源：公司 2019 年年报，天风证券研究所

图 28：腺苷蛋氨酸公立医院市场趋势（万元，%）



资料来源：米内网，天风证券研究所

➤ PQQ（吡咯喹啉醌）

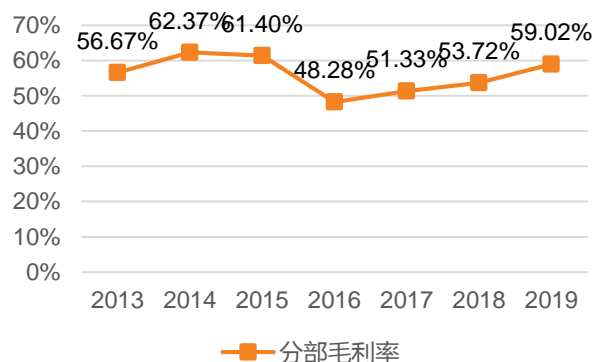
吡咯喹啉醌（Pyrroloquinoline quinone, PQQ）是一种氧化还原酶辅基，被世界医学界称为“第十四种维生素”，是一种新型水溶性维生素。公司对 PQQ 在保健品和药品均有布局。保健品方面：2017 年，公司维生素 PQQ 保健品进入美国食品添加剂安全性认证，获得 GRAS NOTICE；药品方面：2015 年，南京舒鹏生物科技就 PQQ 在子宫内膜异位症的应用申请了专利《吡咯喹啉醌、其衍生物和/或盐新的药用用途以及药用组合物》（CN104856996B），并于 2018 年 1 月公开。根据人民网 2017 年数据，国内约有 4000-6000 万子宫内膜异位症患者。现有治疗方式多依赖激素用药，且副作用大。而该项发明所涉药物及药物组合能够在体外显著抑制子宫内膜异位细胞是增殖，可显著减小子宫内膜异位损伤的尺寸，基本无副作用，且特别是该治疗不妨碍且有助于妊娠。2018 年，公司子公司金城生物参股南京舒鹏生物科技子公司南京三众医药，同年就开发吡咯喹啉醌（PQQ）新药项目签署合作协议，联合开发 PQQ 一类新药。

图 29：金城医药生物特色原料药分部营收（亿元，%）

图 30：金城医药生物特色原料药分部毛利率（%）



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 医药新政持续引发产业洗牌, 公司能打新品储备几何?

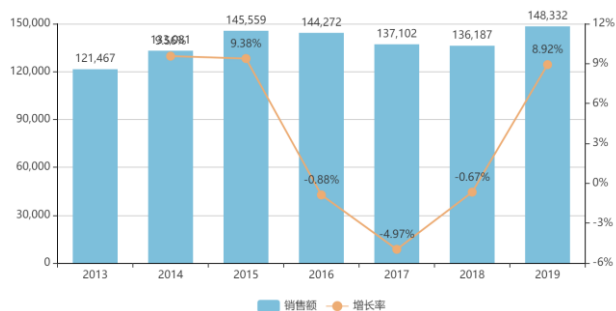
仿制药一致性评价、带量采购等政策出台背景下, 原料药和新药将成为竞争关键。我们将从特色妇科用药、对外投资的新药二个角度梳理目前可予以重点关注的品种。

4.1. 特色专科药: 形成原料药平台应对带量采购, 持续推进新品种评审进展

2017 年, 公司通过收购朗依制药 (现金城泰尔) 实现向以妇儿科为主的特色专科终端制剂领域延伸。金城泰尔拥有药品研发、生产、销售为一体的完整产业链, 是国家级高新技术制药企业。公司目前拥有 7 项专利、8 个产品剂型、23 个药品注册批件、24 项注册商标、8 个产品剂型。主要产品涵盖妇科类、调节免疫类、抗过敏类、心血管类。公司旗下有北京顺义北务制剂和河北沧州医药园区原料药两大生产基地, 具备年产数十亿粒的制药能力。产品销售网络遍及全国 29 个省市自治区, 覆盖三甲以上医院 2500 多家, 是中国最具成长性制药企业之一。

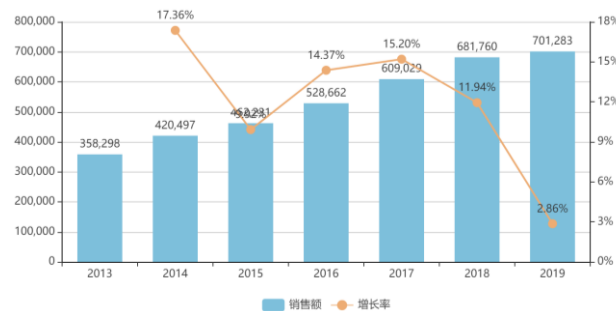
根据米内网数据, 公司妇科用药产品所在的妇科用药市场, 2019 年仅公立医院渠道已有近百亿销售规模。

图 31: 妇科抗感染药和抗菌剂城市公立渠道销售趋势 (万元, %)



资料来源: 米内网, 天风证券研究所

图 32: 性激素及生殖系统调节剂城市公立渠道销售趋势 (万元, %)



资料来源: 米内网, 天风证券研究所

2020 年, 公司新增原料药平台, 所生产的原料药可供自有的特色专科药使用, 也可外销。现有可销售产品包括: 匹多莫德、硝呋太尔、富马酸比索洛尔, 即可内用也可外销; 普罗雌烯、氯喹那多、氯诺昔康等二期已开工建设; 计划对外合作有甲芬那酸、苯溴马隆 2 个原料药和索拉非尼 2 个中间体; 另有阿考替安、托法替布及舒更葡糖钠等一系列品种在研中。

表 1: 金城泰尔原料药批文一览

批文文号	产品名称	英文名称	批准日期	进口国产
------	------	------	------	------

国药准字 H20059808	盐酸克林霉素棕榈酸酯	Clindamycin Palmitate Hydrochloride	2017-03-15	国产
国药准字 H20051562	硝呋太尔	Nifuratel	2015-04-24	国产
国药准字 H20052598	普罗雌烯	Promestriene	2015-07-23	国产
国药准字 H20113342	匹多莫德	Pidotimod	2016-09-06	国产
国药准字 H20060667	氯喹那多	Chlorquinaldol	2016-01-20	国产
国药准字 H20052227	氯诺昔康	Lornoxicam	2015-07-22	国产
国药准字 H20057558	富马酸比索洛尔	Bisoprolol Fumarate	2015-12-11	国产
国药准字 H20067104	蒙脱石	Montmorillonite	2018-04-04	国产

资料来源：米内网，天风证券研究所

公司特色专科药主要有：硝呋太尔制霉菌素阴道软胶囊、硝呋太尔胶囊、富马酸比索洛尔胶囊、氯喹那多普罗雌烯阴道片等产品，以上产品均纳入 2019 版国家医保目录，其中公司新升级产品氯喹那多普罗雌烯阴道片作为一种非抗生素类广谱抗菌剂被新增纳入医保目录。

2019 年，金城泰尔继续整合新产品、新包装、新渠道，深挖潜在品种优势，致力于打造女性全生命周期产品。根据金城泰尔公司官网，郎依妇科®全生命周期产品包括：朗依®硝呋太尔制霉菌素阴道软胶囊、朗依君®硝呋太尔胶囊、朗依可宝净®氯喹那多普罗雌烯阴道片、朗依唯田®匹多莫德分散片、朗依更宝芬®普罗雌烯阴道用软胶囊/乳膏、朗依卡贝欣®卡贝缩宫素注射液。

图 33：郎依妇科®全生命周期产品矩阵



资料来源：药微讯，天风证券研究所

4.1.1. 硝呋太尔&匹多莫德，各占 1/4 公立渠道份额

目前，公司主力产品为硝呋太尔和匹多莫德，且公司正加速丰富相关制剂品种，并在积极进行一致性评价的申报。公司目前拥有 3 个硝呋太尔制剂产品和 1 个匹多莫德制剂产品，均已在 2020 年前后中标。根据米内网数据，此二类产品在公立医院销售额占比分别为 25.37%和 24.79%，各自占据 1/4 的市场。此外，根据公司 2019 年年报，硝呋太尔有 1 个制剂品种正在申报一致性评价，已完成中试及验证。另有一个制剂品种在开发；匹多莫德有 1 个制剂品种在进行临床有效性研究。

表 2：公司硝呋太尔和匹多莫德对应批文一览

批文文号	产品名称&规格	英文名称	批准日期	进口国产
国药准字 H20051563	硝呋太尔制霉菌素阴道软胶囊 硝呋太尔 0.5g，制霉菌素 200,000 单位	Nifuratel Nystatin Vaginal Soft Capsules	2015-05-19	国产
国药准字 H20080299	硝呋太尔胶囊 0.1g	Nifuratel Capsules	2018-03-15	国产
国药准字 H20094086	硝呋太尔胶囊 0.2g	Nifuratel Capsules	2018-04-20	国产

国药准字 H20060718 匹多莫德分散片 0.4g

Pidotimod Dispersible Tablets

2016-01-11

国产

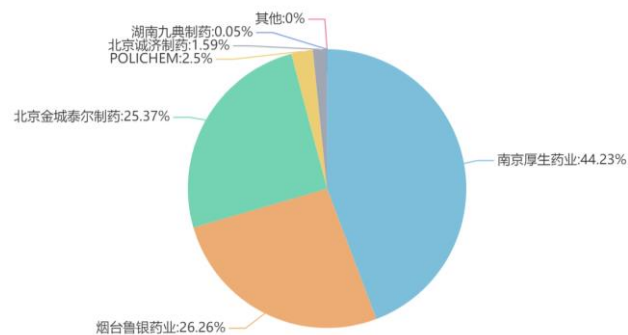
资料来源：米内网，天风证券研究所

表 3：硝咪太尔&匹多莫德最新中标情况

药品名称	剂型数	规格数	覆盖 区域数	单价 (最低)	单价 (平均价)	单价 (中值)	单价 (最高)	中标 记录数	最新中标时间	最早中标时间
硝咪太尔胶囊	1	2	18	1.25	1.59	1.35	3.3	45	2020-02-28	2020-02-28
硝咪太尔制霉素 阴道软胶囊	1	1	8	4.9	5.29	5.03	6.6	23	2020-02-28	2020-02-28
匹多莫德分散片	1	1	16	6.11	6.78	6.39	9.12	27	2019-12-17	2019-12-17

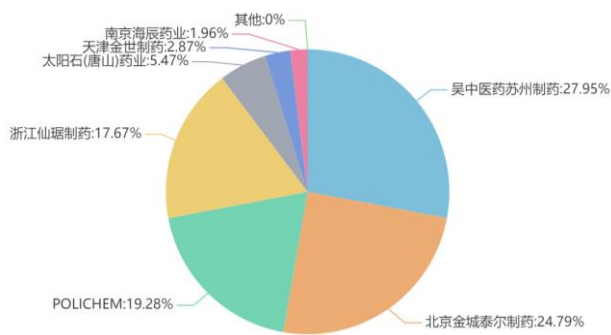
资料来源：米内网，天风证券研究所

图 34：2019 年公司硝咪太尔占该品种公立医院销售额的 25.37%



资料来源：米内网，天风证券研究所

图 35：2019 年公司匹多莫德占该品种公立医院销售额的 24.79%



资料来源：米内网，天风证券研究所

表 4：硝咪太尔&匹多莫德主要在研产品

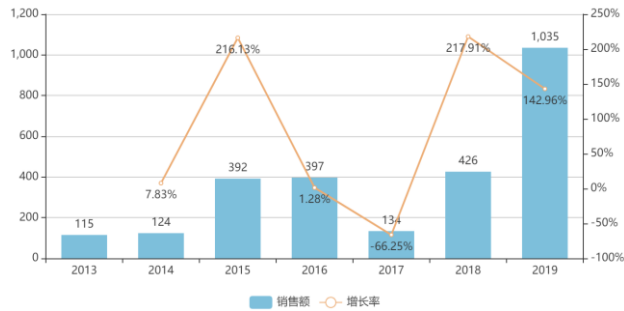
产品名称	产品类别	用途	进展情况	近期拟达到的目标
硝咪太尔制霉菌素阴 道软胶囊项目开发	制剂	治疗由细菌、滴虫、念珠菌引起的外阴、阴道感染和阴道混合性感染	完成中试及验证	完成体外评价
硝咪太尔胶囊一致性 评价	制剂	细菌性阴道病、滴虫性阴道炎、念珠菌性外阴阴道病	正在稳定性考察	注册申报
匹多莫德分散片临床 有效性研究	制剂	辅助治疗反复发作的尿路感染	通过伦理审查	完成入组

资料来源：金城医药 2019 年年报，天风证券研究所

4.1.2. 普罗雌烯：拥有国内最全批文，2020 年全中标

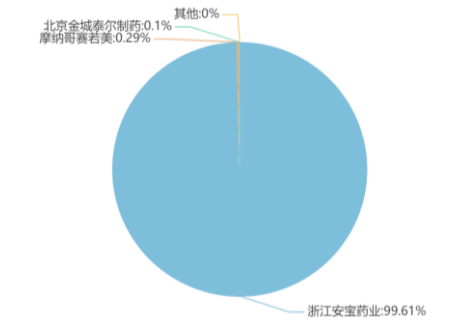
普罗雌烯，为严格局部作用的雌激素，能刺激阴道基底细胞增殖、分裂，促进粘膜细胞分化、成熟，修复阴道粘膜，具有间接降低阴道 PH 值的作用，同时还可促进阴道乳杆菌增殖产生乳酸，可保护阴道微生态健康。该药品在国外应用已经成熟，而国内应用尚处起步。根据米内网数据，2019 年，城市公立医院渠道销售额仅 1035 万元，同比增 142.96%，属快速成长品种。目前，金城泰尔是国内拥有普罗雌烯制剂品种最全的厂家，有 3 个品种，且 2019 年，公司新升级产品氯喹那多普罗雌烯阴道片作为一种非抗生素类广谱抗菌剂被新增纳入医保目录；2020 年 4 月，公司 3 个品种已全部招采中标。我们预计该产品销售额 2020 年有望实现快速增长。

图 36：普罗雌烯城市公立渠道历年销售趋势（万元，%）



资料来源：米内网，天风证券研究所

图 37：2019 年公司普罗雌烯尚仅占该品种公立医院销售额的 0.1%



资料来源：米内网，天风证券研究所

表 5：金城泰尔普罗雌烯对应批文一览

批文文号	产品名称&规格	英文名称	批准日期	进口国产
国药准字 H20059607	普罗雌烯阴道用软胶囊	Promestriene Vaginal Soft Capsules	2015-07-31	国产
国药准字 H20059606	普罗雌烯乳膏	Promestriene Cream	2015-07-31	国产
国药准字 H20063405	氯喹那多普罗雌烯阴道片	Chlorquinaldol Promestriene Vaginal Tablets	2015-07-31	国产

资料来源：米内网，天风证券研究所

表 6：普罗雌烯产品最新中标情况

药品名称	剂型数	规格数	覆盖区域数	单价 (最低)	单价 (平均价)	单价 (中值)	单价 (最高)	中标记录数	最新中标时间	最早中标时间
普罗雌烯阴道用软胶囊	1	1	9	5.4	24.03	26.67	32.67	17	2020/4/16	2020/4/16
普罗雌烯乳膏	1	1	8	29.6	188.17	218	229.2	16	2020/4/16	2020/4/16
氯喹那多普罗雌烯阴道片	1	1	3	4.75	4.75	4.75	4.75	3	2020/4/3	2020/4/3

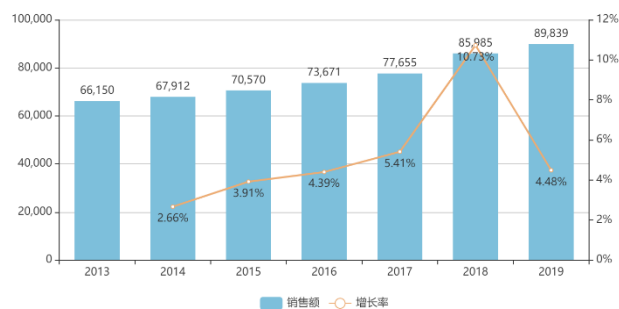
资料来源：米内网，天风证券研究所

4.1.3. 富马酸比索洛尔、泊沙康唑，关注新品进展

未来可重点关注下游市场需求快速上升的新品种：

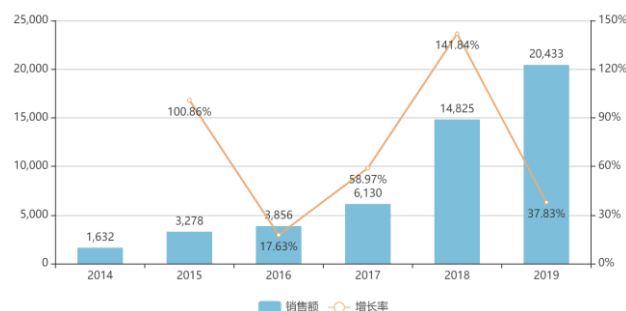
- **富马酸比索洛尔**，用于原发性高血压的治疗。根据米内网数据，2019 年城市公立医院渠道中富马酸比索洛尔销售额近 9 亿元，同比增 4.48%，多年来呈现稳步上升的趋势。公司目前有 3 个不同规格的富马酸比索洛尔胶囊批文。截至 2019 年，公司有一个新剂型和一个一致性评价项目在研发；2020 年有一个剂型已中标。
- **泊沙康唑**，用于预防侵袭性曲霉菌和念珠菌感染及治疗口咽念珠菌病。根据米内网数据，2019 年城市公立医院渠道中泊沙康唑销售额为 2.04 亿元，同比增 37.83%，多年来快速增长的趋势。目前，公司正在进行泊沙康唑原料药及肠溶片的研发。已完成抗真菌类泊沙康唑原料的申报。为了未来把泊沙康唑打造成公司的主力产品，公司已开始谋划利用公司全产业链的研发生产能力（泊沙康唑两个起始物料产业公司技术中心已经立项），以降低成本，增强市场竞争力，迅速抢占市场。

图 38：富马酸比索洛尔城市公立渠道历年销售趋势（万元，%）



资料来源：米内网，天风证券研究所

图 39：泊沙康唑城市公立渠道历年销售趋势（万元，%）



资料来源：米内网，天风证券研究所

表 7：金城泰尔富马酸比索洛尔批文一览

批文文号	产品名称&规格	英文名称	批准日期	进口国产
国药准字 H20073196	富马酸比索洛尔胶囊 5mg	Bisoprolol Fumarate Capsules	2015-10-19	国产
国药准字 H20000043	富马酸比索洛尔胶囊 2.5mg	Bisoprolol Fumarate Capsules	2015-05-19	国产
国药准字 H20073197	富马酸比索洛尔胶囊 10mg	Bisoprolol Fumarate Capsules	2014-10-16	国产

资料来源：米内网，天风证券研究所

表 8：富马酸比索洛尔最新中标情况

药品名称	剂型	规格	覆盖 区域数	单价 (最低)	单价 (平均价)	单价 (中值)	单价 (最高)	中标 记录数	最新中标时间	最早中标时间
富马酸比索洛尔胶囊	1	1	5	0.77	0.93	0.93	1.08	9	2020/1/9	2020/1/9

资料来源：米内网，天风证券研究所

表 9：富马酸比索洛尔主要在研产品

产品名称	产品类别	用途	进展情况	近期拟达到的目标
富马酸比索洛尔胶囊一致性评价	制剂	用于高血压，冠心病（心绞痛）及心力衰竭	小试处方、工艺开发	优化工艺
富马酸比索洛尔胶囊新产品技术开发	制剂	用于高血压，冠心病（心绞痛）及心力衰竭	增加适应症申请已上报药监局	等待审批
泊沙康唑原料药及肠溶片的研发	原料药 +制剂	预防侵袭性曲霉菌和念珠菌感染及治疗口咽念珠菌病	小试处方、工艺开发	完成小试研究并开展中试

资料来源：金城医药 2019 年年报，天风证券研究所

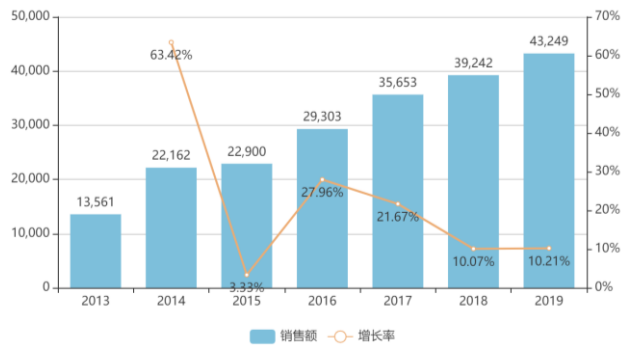
4.1.4. 卡贝缩宫素：品种间替代有望打开十亿级市场

根据公司 2020 年 4 月的投资者交流公告，公司终端制剂板块可期待新品还包括“卡贝缩宫素”。目前公司已收到现场检查通知书，预计 9、10 月份以药品持证方式取得国内首家批件。

卡贝缩宫素与催产素、自身品种间存在替代可能。缩宫素也称“催产素”，产后出血是产妇死亡的最常见原因，而催产素是预防产后出血的标准疗法。卡贝缩宫素是一种催产素类

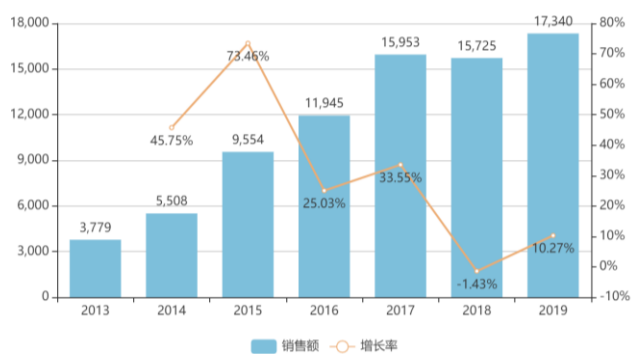
似物，临床上同样应用于预防子宫收缩乏力和产后出血。目前催产素和卡贝缩宫素均需要冷藏，这在实践中已成为该类药品的一大痛点。该领域中较新的研究（《热稳定型卡贝缩宫素与催产素预防阴道分娩后出血的比较》Mariana Widmer, M.Sc.等，2018 年，中文版可见于 NEJM 医学前沿）表明，研究人员对一种新型热稳定型卡贝缩宫素制剂和催产素进行了比较：该热稳定型卡贝缩宫素无须冷链运输，其控制产后出血效果与催产素间无显著差异，而其与原有非热稳定型制剂的区别仅在于辅料。根据米内网数据，2019 年，我国城市公里渠道中缩宫素销售额在 4.32 亿元，同比增 10.21%，且多年保持稳定的增长趋势；卡贝缩宫素销售额在 1.73 亿元，同比增 10.27%，较 2013 年的 0.38 亿元已翻 5 倍。我们认为，卡贝缩宫素的未来市场一方面来自在预防产后出血领域应用的需求增长，或存替代催产素市场可能；另一方面来自卡贝缩宫素内部，热稳定型制剂对非热稳定型制剂的替代。

图 40：缩宫素城市公立渠道历年销售趋势（万元，%）



资料来源：米内网，天风证券研究所

图 41：卡贝缩宫素城市公立渠道历年销售趋势（万元，%）



资料来源：米内网，天风证券研究所

4.2. 对外投资新药：抗肿瘤和免疫调节剂、防蓝光滴眼液

公司近年来也在通过设立投资平台对外投资潜力新产品：

- **参股东方略，研发抗肿瘤药物。**2016 年 7 月，公司参与设立上海仟德股权投资合伙企业，出资 5000 万元，持股比例 40.32%。2016 年 9 月，上海仟德收购北京东方略生物医药科技股份有限公司（430187.OC，东方略，现已退市），出资 1.215 亿元，持股比例 30.76%，为第一大股东。东方略拥有 VGX-3100 在大中华区开发及商业化的权利，VGX-3100 由 Inovio Pharmaceuticals（INO.O，NASDAQ）授权，已于国外处三期临床试验中。VGX-3100 是全球首个开发用于人乳头瘤病毒（HPV）相关癌病变的治疗性疫苗。
- **合资设立海宝露，推出防蓝光滴眼液。**2017 年 8 月，公司与意大利 In4tech s.r.l 等公司共同在意大利成立合资企业 Hyalblue s.r.l（海宝露），公司持股比例为 40%。海宝露主营透明质酸系列产品的生产和销售，现已取得了由欧盟认证机构颁发的防蓝光透明质酸滴眼液的 CE 认证证书。研究表明，眼睛所受到的“蓝光危害”是一种不易察觉的慢性过程，高能蓝光能够穿透视网膜持续对眼球末端黄斑区造成伤害，导致眼部感光细胞病变。公司产品上市后，可以满足广大长期使用显示器、LED 屏幕等电子产品人群的健康保护需求。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，预计初步能够销售 18 万支，每支价格为 5-6 欧元，销售额预计为 90 万-108 万欧元。2021 年年初准备报材料出口进入中国，获得批准后，销售额将会快速增长。我们认为，从该款产品的特性来看，若其在国内顺利获得批准，有望在国内数字经济时代背景下打开亿级市场。
- **投资艾美斐生物，支持抗肿瘤新药研发。**公司子公司金方恒健基金投资南京艾美斐生物医药科技有限公司，目前持股比例 4.662%。艾美斐的主要研究领域为肿瘤免疫抑制性微环境，主要开发抗肿瘤新药。

5. 盈利预测&投资建议

盈利预测的基本假设：

- 1) 头孢侧链活性酯系列产品&其他医药化工产品：公司医药产品潜力品种产能将持续扩充，业绩随产能将逐年释放叠加制剂产品带量采购而增长；
- 2) 制剂产品：头孢注射剂品种持续通过一致性评价并中标；金城泰尔沧州项目二期投产顺利；
- 3) 生物制药及特色原料药系列产品：谷胱甘肽 200 吨/年产能继续增加；腺苷蛋氨酸 60 吨产能逐渐释放。

表 10：金城医药业绩拆分（百万元）

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
头孢侧链活性酯系列产品	分部营收	942.36	874.34	948.48	1161.52	1486.26
	同比增速	40.56%	-7.22%	8.48%	22.46%	27.96%
	分部成本	610.68	586.76	631.55	768.53	990.15
	同比增速	34.26%	-3.92%	7.63%	21.69%	28.84%
	毛利率	35.20%	32.89%	33.41%	33.83%	33.38%
其他医药化工产品	分部营收	578.47	607.77	651.52	771.81	1013.74
	同比增速	13.83%	5.07%	7.20%	18.46%	31.35%
	分部成本	345.87	326.78	369.93	438.23	565.42
	同比增速	-9.66%	-5.52%	13.20%	18.46%	29.02%
	毛利率	40.21%	46.23%	43.22%	43.22%	44.22%
制剂产品	分部营收	841.67	977.51	1116.16	1371.54	1665.75
	同比增速	29.67%	16.14%	14.18%	22.88%	21.45%
	分部成本	100.37	109.78	129.23	158.80	190.93
	同比增速	-42.58%	9.38%	17.71%	22.88%	20.24%
	毛利率	88.08%	88.77%	88.42%	88.42%	88.54%
生物制药及特色原料药系列产品	分部营收	296.34	335.20	438.00	599.90	849.58
	同比增速	55.04%	13.11%	30.67%	36.96%	41.62%
	分部成本	137.15	137.36	175.20	254.47	349.45
	同比增速	47.42%	0.15%	27.55%	45.25%	37.32%
	毛利率	53.72%	59.02%	60.00%	57.58%	58.87%
化工贸易	分部营收	349.13	0.00	0.00	0.00	0.00
	同比增速	-54.61%	-100.00%			
	分部成本	307.93	0.00	0.00	0.00	0.00
	同比增速	-55.22%	-100.00%			
	毛利率	11.80%	0			
合计	总营收	3007.97	2794.82	3154.16	3904.77	5015.33
	同比增速	7.89%	-7.09%	12.86%	23.80%	28.44%
	总成本	1502.00	1160.69	1305.91	1620.03	2095.95
	同比增速	-16.24%	-22.72%	12.51%	24.05%	29.38%
	毛利率	50.07%	58.47%	58.60%	58.51%	58.21%

资料来源：Wind，天风证券研究所

估值分析：我们选择了制药板块中拥有原料药制造的上市公司与金城医药进行对比，这些公司包括博瑞医药、凯莱英、华北制药、健友股份、红日药业、通化东宝、海普瑞、云南白药、博雅生物、富祥药业、常山药业、白云山。根据 Wind2020 年一致预测，剔除极值后，PE 平均在 35 倍。

表 11：有原料药业务的制药公司估值对比（截至 2020 年 5 月 25 日）

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	市盈率 PE(TTM)	Wind 一致预测 PE		
				截至 2020/5/25	2020E	2021E
688166.SH	博瑞医药	185.69	143.96	119.06	83.90	51.45
002821.SZ	凯莱英	469.32	82.36	64.26	49.27	38.15
600812.SH	华北制药	130.30	70.20	58.19	43.38	35.01
603707.SH	健友股份	443.30	67.12	52.22	39.39	29.14
300026.SZ	红日药业	152.99	45.46	36.51	29.47	25.46
600867.SH	通化东宝	318.93	39.13	32.33	26.43	21.96
002399.SZ	海普瑞	259.42	32.12	25.07	20.39	16.53
000538.SZ	云南白药	1,116.45	24.17	24.81	21.98	19.67
300294.SZ	博雅生物	137.32	31.73	23.59	19.12	17.64
300497.SZ	富祥药业	74.74	22.23	18.99	15.30	12.36
300255.SZ	常山药业	48.52	22.32	16.51	13.08	10.11
600332.SH	白云山	424.86	16.57	13.17	11.83	12.09

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司自 19 年起停止化工贸易业务，我们下调 20-21 年营收和净利润。我们预计 2020-2022 年，公司实现营收 31.54/39.05/50.15 亿元（20-21 年前值为 36.56/42.21 亿元），净利润 4.38/5.86/7.88 亿元（20-21 年前值为 5.81/6.47 亿元），对应 EPS 1.11/1.49/2.01 元。我们看好金城医药高品质头孢注射剂连续过审并中标、以谷胱甘肽为主的生物特色原料药应用市场不断扩大、特色专科药及对外投资新药潜力品种持续储备，给予 2020 年 35 倍 PE，目标价 38.85 元，维持“买入”评级。

6. 风险提示

医药行业政策风险：近几年医药体制改革不断深入，医药政策频出，仿制药一致性评价、国家带量采购等政策的出台及实施，对医药行业影响较大；医保控费、招标降价等政策也对公司药品销售业务带来较大的不确定性。

商誉减值风险：公司收购朗依制药 100% 股权，确认了较大额度的商誉。虽然报告期金城泰尔（原“朗依制药”）已计提较大商誉减值，但若金城泰尔未来经营中不能较好地实现预期收益，那么标的资产所形成的商誉仍存在减值风险。

药品研发风险：医药企业存在着在研产品投资高，周期长，研发成果具有不确定性的风险。在研发期内，可能会因为政策、经济、法律或者市场等因素导致项目中止或达不到预期效果，也可能存在产品研发成功投放到市场后市场发生重大变化的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	722.08	990.04	914.71	1,464.29	1,504.60	营业收入	3,007.97	2,794.82	3,154.16	3,904.77	5,015.33
应收票据及应收账款	817.91	715.89	838.43	961.34	1,350.31	营业成本	1,502.00	1,160.69	1,305.91	1,620.03	2,095.95
预付账款	24.56	36.16	35.29	50.52	61.26	营业税金及附加	43.29	36.41	42.04	53.04	66.77
存货	285.28	251.90	285.12	381.08	480.82	营业费用	448.97	575.95	615.06	704.81	825.02
其他	31.85	196.18	87.29	110.04	139.57	管理费用	280.87	303.50	283.87	352.21	468.93
流动资产合计	1,881.69	2,190.17	2,160.84	2,967.28	3,536.55	研发费用	218.11	263.92	299.65	361.19	473.95
长期股权投资	8.56	23.44	23.44	23.44	23.44	财务费用	(3.97)	6.16	6.92	0.23	(4.71)
固定资产	1,179.03	1,373.12	1,462.03	1,514.42	1,531.89	资产减值损失	166.95	(303.29)	0.00	0.00	0.00
在建工程	317.96	329.13	233.48	188.09	142.85	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	622.09	695.14	640.73	586.33	531.92	投资净收益	0.93	(0.09)	0.00	0.00	0.00
其他	1,277.27	981.40	887.88	898.52	904.58	其他	(17.09)	596.25	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	3,404.91	3,402.22	3,247.57	3,210.80	3,134.69	营业利润	367.92	155.33	600.71	813.26	1,089.42
资产总计	5,286.59	5,592.39	5,408.41	6,178.08	6,671.25	营业外收入	8.15	169.92	6.18	5.00	5.59
短期借款	337.00	316.00	132.51	77.68	12.79	营业外支出	5.97	10.09	4.91	4.00	4.45
应付票据及应付账款	249.24	282.31	173.01	438.57	388.72	利润总额	370.10	315.16	601.98	814.26	1,090.56
其他	342.19	579.23	378.71	532.23	598.04	所得税	87.78	101.15	144.48	195.42	261.73
流动负债合计	928.43	1,177.53	684.23	1,048.48	999.55	净利润	282.31	214.01	457.51	618.84	828.82
长期借款	161.60	205.60	200.00	200.00	200.00	少数股东损益	18.45	10.72	19.68	32.69	40.33
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	263.86	203.29	437.82	586.14	788.49
其他	108.52	124.42	113.59	115.51	117.84	每股收益(元)	0.67	0.52	1.11	1.49	2.01
非流动负债合计	270.12	330.02	313.59	315.51	317.84						
负债合计	1,198.55	1,507.55	997.82	1,363.99	1,317.39						
少数股东权益	78.57	20.67	40.36	73.05	113.38	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	393.15	393.15	393.15	393.15	393.15	成长能力					
资本公积	2,571.40	2,503.08	2,503.08	2,503.08	2,503.08	营业收入	7.89%	-7.09%	12.86%	23.80%	28.44%
留存收益	3,656.33	3,692.50	3,977.08	4,347.89	4,847.33	营业利润	8.06%	-57.78%	286.74%	35.38%	33.96%
其他	(2,611.40)	(2,524.57)	(2,503.08)	(2,503.08)	(2,503.08)	归属于母公司净利润	-7.84%	-22.96%	115.37%	33.88%	34.52%
股东权益合计	4,088.05	4,084.84	4,410.59	4,814.09	5,353.86	获利能力					
负债和股东权益总计	5,286.59	5,592.39	5,408.41	6,178.08	6,671.25	毛利率	50.07%	58.47%	58.60%	58.51%	58.21%
						净利率	8.77%	7.27%	13.88%	15.01%	15.72%
						ROE	6.58%	5.00%	10.02%	12.36%	15.05%
						ROIC	8.13%	3.02%	13.29%	16.60%	23.39%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	22.67%	26.96%	18.45%	22.08%	19.75%
净利润	282.31	214.01	437.82	586.14	788.49	净负债率	-5.03%	-9.04%	-12.23%	-23.54%	-22.91%
折旧摊销	175.24	189.31	121.14	127.41	132.17	流动比率	2.03	1.86	3.16	2.83	3.54
财务费用	15.09	17.81	6.92	0.23	(4.71)	速动比率	1.72	1.65	2.74	2.47	3.06
投资损失	(0.93)	0.09	0.00	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	(306.00)	(276.02)	(216.84)	142.99	(528.49)	应收账款周转率	3.94	3.64	4.06	4.34	4.34
其它	186.48	432.78	19.68	32.69	40.33	存货周转率	11.14	10.41	11.75	11.72	11.64
经营活动现金流	352.20	577.98	368.73	889.47	427.79	总资产周转率	0.59	0.51	0.57	0.67	0.78
资本支出	275.90	167.07	70.83	78.08	47.67	每股指标(元)					
长期投资	4.90	14.88	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.67	0.52	1.11	1.49	2.01
其他	(689.97)	(275.40)	(130.83)	(158.08)	(97.67)	每股经营现金流	0.90	1.47	0.94	2.26	1.09
投资活动现金流	(409.17)	(93.45)	(60.00)	(80.00)	(50.00)	每股净资产	10.20	10.34	11.12	12.06	13.33
债权融资	516.60	620.64	375.25	330.94	277.80	估值比率					
股权融资	(36.11)	(55.96)	14.56	(0.23)	4.71	市盈率	34.70	45.04	20.91	15.62	11.61
其他	(394.16)	(785.22)	(773.87)	(590.60)	(619.99)	市净率	2.28	2.25	2.10	1.93	1.75
筹资活动现金流	86.33	(220.55)	(384.06)	(259.89)	(337.48)	EV/EBITDA	6.78	6.01	11.68	8.44	6.48
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	8.81	7.06	14.01	9.76	7.26
现金净增加额	29.35	263.99	(75.33)	549.58	40.31						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com