

2020 年 07 月 23 日

景峰医药 (000908.SZ)

公司业绩有望改善，创新管线收获可期

■参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液、心脑宁等在售品种有望为公司提供稳定现金流：

现有产品覆盖心脑血管、抗肿瘤、骨伤科疾病、妇儿、消化系统、抗感染等多个领域，有望为公司提供稳定现金流。其中，公司的参芎葡萄糖注射液 2019 年实现样本医院销售 1.34 亿元，同比增长 6.72%。2020 年该品种进入了大部分省份的医保目录，且公司聚焦于开拓等级医院、民营医院、县域及以下医疗市场，预计其销售有望持续稳定增长；玻璃酸钠注射液 2019 年样本医院销售为 2.60 亿元，同比增长 4.50%，生化学工业、山东博士伦、上海景峰、昊海生物市占率分别为 36.04%、34.97%、14.61%和 13.10%，景峰医药市占率位居前三；心脑宁是公司的独家品种，竞争格局良好，2019 年实现样本医院销售 4831.58 万元。

■氟比洛芬酯注射液有效缓解术后及癌症疼痛，2020 年有望获批上市：

手术量和癌症患者人数逐年攀升，有望推动术后及癌症镇痛市场需求的增长。术后镇痛方面，我国住院手术人次由 2011 年的 3272.9 万增长至 2017 年的 5365.4 万，手术量的持续增加有望带动术后镇痛用药市场规模的增长；癌症镇痛方面，根据国家癌症中心的统计数据，近 10 年来恶性肿瘤发病率每年保持约 3.9% 的增幅，癌症患者人数的攀升有望推动癌症镇痛市场需求的增长。氟比洛芬被广泛应用于术后及癌症疼痛治疗，其样本医院销售从 2014 年的 5.77 亿元增长至 2019 年的 8.85 亿元，CAGR 约为 8.92%。2019 年北京泰德、武汉大安的氟比洛芬酯注射液分别占据 90.38% 和 9.62% 的市场份额，竞争格局良好。根据公司公告，公司的氟比洛芬酯注射剂处于发补资料和研制现场检查阶段，按照当前研发进展推测，年内有望取得生产批件，未来氟比洛芬酯注射液有望成为公司销售增长的重要增量。

■交联玻璃酸钠注射液研发进展顺利，上市后有望逐步替代短效制剂：

公司的重磅在研品种交联玻璃酸钠注射液主要用于治疗骨性关节炎。骨关节炎的治疗阶段分为由浅入深的基础治疗、药物治疗、手术治疗。在关节腔注射药物当中，玻璃酸钠同时具备较高的安全性和有效性，已成为骨关节药物治疗阶段最常用的治疗药物之一。玻璃酸钠注射液在骨科领域的销售持续增长，销售收入由 2012 年的 12.41 亿元持续增长至 2018 年的 50.38 亿元。公司的重磅在研品种交联玻璃酸钠注射液相较于传统非交联玻璃酸钠注射液具有更长的半衰期，体内存留时间更长，能有效降低患者用药频率、改善用药质量。根据公司公告，公司的交联玻璃酸钠注射液处于临床 I 期总结、II 期临床启动的阶段，按照目前研发进展推算，该产品有望 2023 年获批上市，上市后有望逐步

公司深度分析

证券研究报告

综合

投资评级 **买入-A**

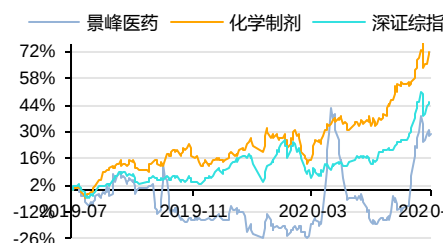
首次评级

股价 (2020-07-23) **5.60 元**

交易数据

总市值 (百万元)	4,926.74
流通市值 (百万元)	4,014.68
总股本 (百万股)	879.77
流通股本 (百万股)	716.91
12 个月价格区间	3.23/6.20 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	29.2	-15.74	-16.69
绝对收益	45.45	11.33	30.23

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001
mashuai@essence.com.cn

冯俊曦

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520010002
fengjx@essence.com.cn

相关报告

■重磅生物药 JZB01 有望成为治疗心衰的有效药物，销售空间对标新活素：

2018 年景峰医药的注射用重组人 B 型利钠肽（JZB01）获批临床，按照公司公告披露的临床进度（完成 I 期临床样品生产）推测，预计 2023 年申报生产。根据 2018 年中国心力衰竭诊断和治疗报告，重组人利钠肽是用于治疗急性心衰的有效药物。与传统的利尿剂、硝酸酯类药物、硝普钠等相比，重组人利钠肽明显改善患者血流动力学和呼吸困难的相关症状，且用药安全性更高，已成为心衰领域被广泛认可的常用药物。未来 JZB01 的销售空间有望对标西藏药业的冻干重组人脑利钠肽（新活素），2019 年西藏药业的冻干重组人脑利钠肽在样本医院销售额高达 4.52 亿元，同比增长 54.05%。

■投资建议：预计 2020-2022 年分别实现营收 19.83 亿元、24.85 亿元、30.14 亿元，分别同比增长 47.51%、25.33%、21.30%；实现归母净利润 0.68 亿元、1.44 亿元、2.14 亿元，分别同比增长 107.67%、112.52%、48.92%；EPS 分别为 0.08 元/股、0.16 元/股、0.24 元/股；首次给予买入-A 的投资评级。

■风险提示：药品研发失败风险；药品降价大于预期风险；新冠肺炎疫情发展超预期对经济造成重大负面影响

摘要(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	2,585.7	1,344.0	1,982.5	2,484.6	3,013.8
净利润	186.8	-882.8	67.8	144.0	214.4
每股收益(元)	0.21	-1.00	0.08	0.16	0.24
每股净资产(元)	2.82	1.81	2.42	2.58	2.82

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	26.4	-5.6	72.7	34.2	23.0
市净率(倍)	2.0	3.1	2.3	2.2	2.0
净利率	7.2%	-65.7%	3.4%	5.8%	7.1%
净资产收益率	7.5%	-55.6%	3.2%	6.3%	8.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	7.4%	-20.6%	3.7%	5.9%	7.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

内容目录

1. 景峰医药：深耕特色仿创药，有望迈出低谷期.....	5
1.1. 拥有丰富化学药、生物药、中成药制造和研发经验的医药集团	5
1.2. 董事长叶湘武为公司实际控制人，持股占比 19.80%	5
1.3. 经历 2019 年业绩低谷时期，2020 年公司业绩有望逐步恢复.....	6
2. 现有品种覆盖多用药领域，支撑公司持续业绩.....	7
3. 研发管线为公司可持续发展蓄能，重磅品种有望陆续上市	10
3.1. 交联玻璃酸钠注射液研发进展顺利，上市后有望逐步替代短效制剂	12
3.2. 氟比洛芬酯广泛应用于术后及癌症疼痛治疗	14
3.3. 重磅生物药 JZB01 有望成为治疗心衰的有效药物，销售有望对标新活素.....	16
4. 盈利预测与投资建议.....	18
5. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：景峰医药公司发展历程.....	5
图 2：景峰医药公司股权结构图	6
图 3：景峰医药历年营收情况（亿元）	6
图 4：景峰医药历年归母净利润情况（亿元）	6
图 5：景峰医药历年营收占比情况.....	7
图 6：景峰医药历年毛利率情况	7
图 7：参芎葡萄糖注射液样本医院销售.....	8
图 8：参芎葡萄糖注射液竞争格局.....	8
图 9：玻璃酸钠注射液样本医院销售	9
图 10：玻璃酸钠注射液竞争格局	9
图 11：榄香烯注射液样本医院销售	9
图 12：榄香烯注射液竞争格局.....	9
图 13：心脑宁口服胶囊样本医院销售	10
图 14：心脑宁口服胶囊竞争格局	10
图 15：景峰医药研发投入情况.....	10
图 16：景峰医药研发人员情况.....	10
图 17：玻璃酸钠上下游产业链梳理.....	12
图 18：骨科领域玻璃酸钠销售收入（亿元）	13
图 19：历年国内住院手术人次（万人）	14
图 20：中国癌症患者总数及患癌概率	14
图 21：氟比洛芬酯注射液样本医院销售情况.....	错误!未定义书签。
图 22：国内氟比洛芬酯注射剂市场竞争格局.....	16
图 23：西藏药业冻干重组人脑利钠肽样本医院销售情况	17
图 24：冻干重组人脑利钠肽竞争格局	17
图 25：景峰医药营收拆分	18
表 1：景峰医药现有主要产品梳理.....	8
表 2：截止 2019 年公司主要在研产品梳理	11
表 3：骨关节炎治疗指南.....	13
表 4：术后及癌症疼痛治疗药物梳理	15
表 5：临床试验证实氟比洛芬酯有效缓解术后疼痛	15
表 6：急性心衰药物治疗手段梳理.....	17

1. 景峰医药：深耕特色仿创药，有望迈出低谷期

1.1. 拥有丰富化学药、生物药、中成药制造和研发经验的医药集团

湖南景峰医药股份有限公司于 2009 年起步，经过股权并购与重组，于 2014 年成功登陆深交所完成上市。公司主要业务涉及化学药、生物药和中成药的研发、生产与销售，经过十余年在制剂领域的经营和发展，已实现对心脑血管、肿瘤、骨科、儿科、妇科等重大疾病领域仿创药的广泛覆盖。目前，公司拥有国家 GMP 认证的二十余条制剂和原料药的生产线以及其他数条通过国际认证的原料药生产线，积极走出一条与国际市场接轨的产业化路径。

图 1：景峰医药公司发展历程

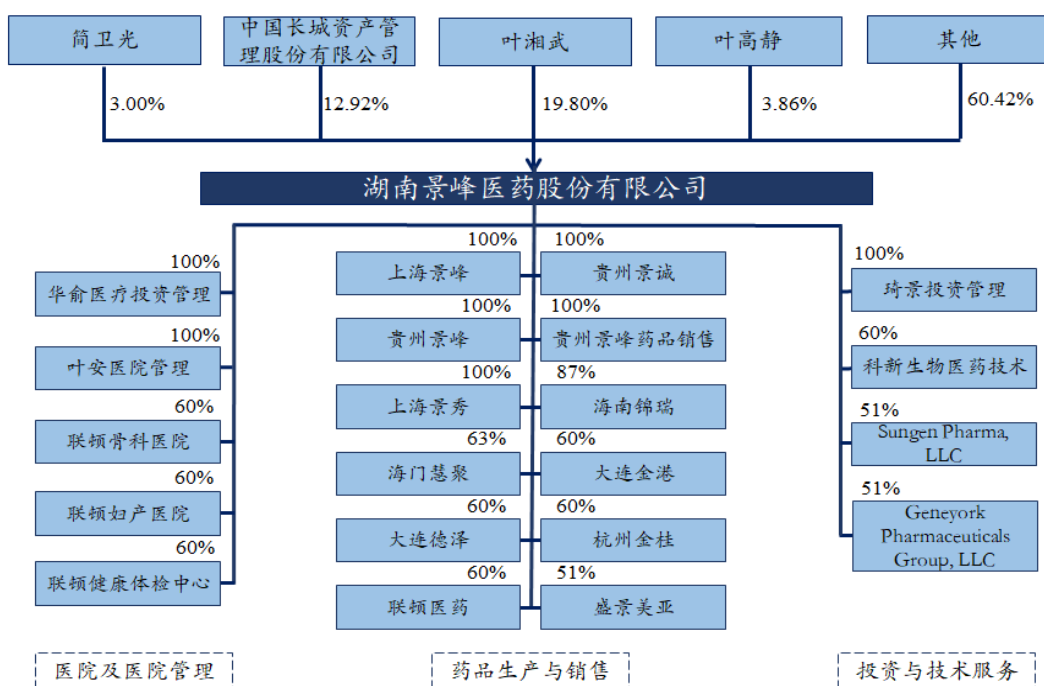


资料来源：公司公告、公司官网、安信证券研究中心

1.2. 董事长叶湘武为公司实际控制人，持股占比 19.80%

公司董事长兼总裁叶湘武为公司的实际控制人，共计持有上市公司 19.80% 的股份。目前，公司拥有分布在上海、贵州、辽宁、海南和江苏等地的 21 家子公司，经营领域包括药品生产与销售、医院及医院管理、投资与技术服务。

图 2：景峰医药公司股权结构图

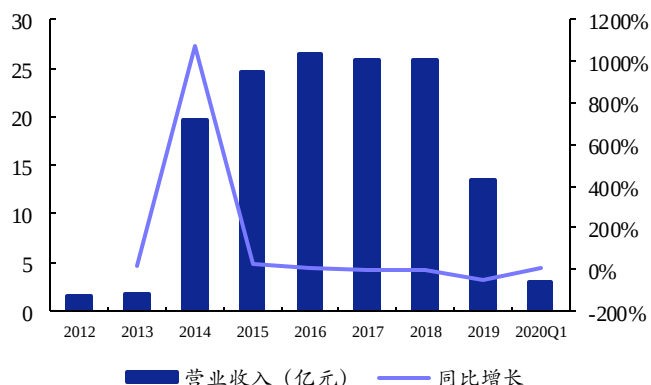


资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

1.3. 经历 2019 年业绩低谷时期，2020 年公司业绩有望逐步恢复

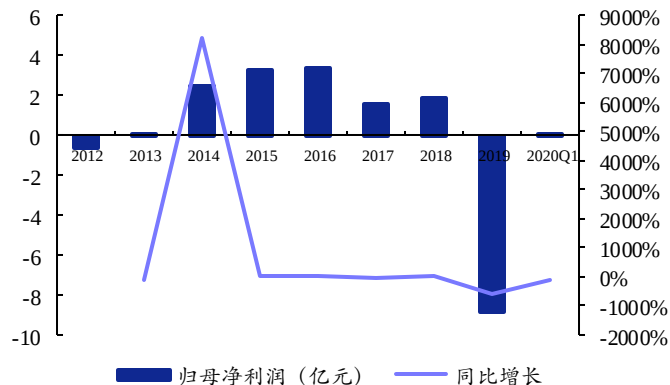
受政策影响 2019 年业绩下滑，2020 年业绩有望逐步恢复。2019 年公司实现营业收入为 13.44 亿元，是近 5 年来的低谷，主要受到医保控费、重点监控、辅助用药等政策影响；2019 年公司实现归母净利润-8.83 亿元，主要受到计提商誉减值、核心品种参茸葡萄糖注射液未进入新版医保目录、营销改革导致销售费用增加等影响。2020 年核心品种参茸葡萄糖注射液进入大部分省份医保目录，预计 2020 年公司销售逐步恢复稳定，业绩有望扭亏为盈。

图 3：景峰医药历年营收情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

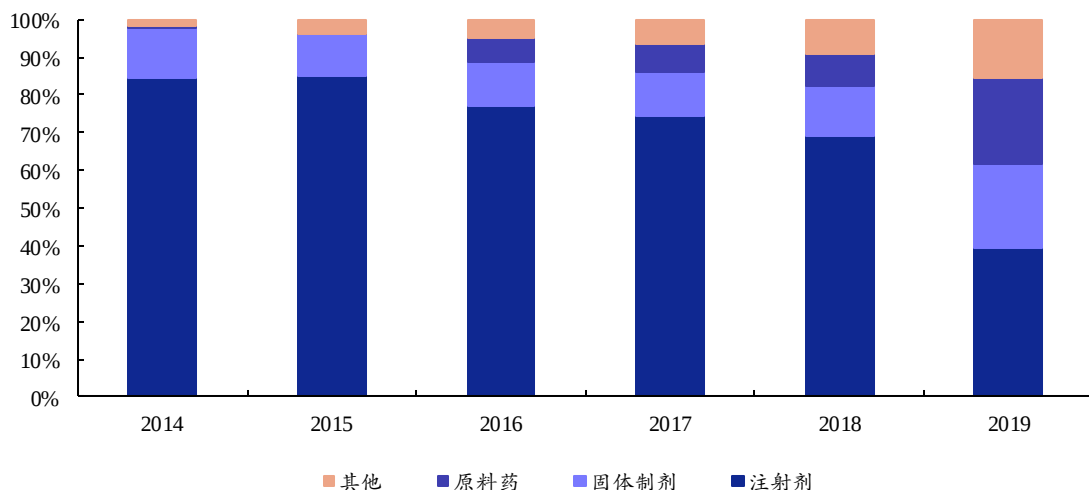
图 4：景峰医药历年归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

营收由注射剂、固体制剂、原料药和其他业务四大板块构成。2019 年注射剂、固体制剂、原料药、其他业务营收占比分别为 39.50%、22.36%、22.37%、15.78%。

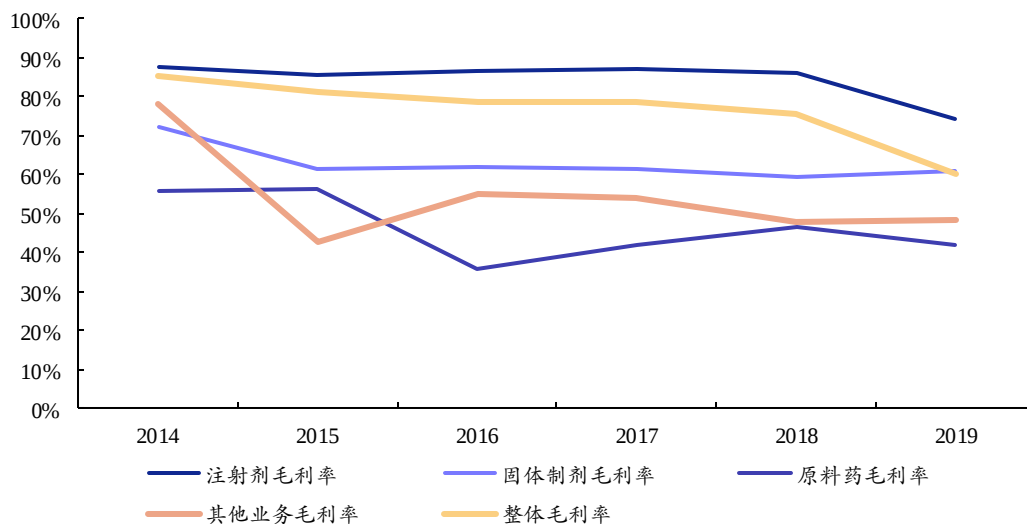
图 5：景峰医药历年营收占比情况



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

2019 年公司的整体毛利率为 60.04%。其中，注射剂、原料药、固体制剂业务的毛利率分别为 74.39%、41.77%、61.07%。

图 6：景峰医药历年毛利率情况



资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

2. 现有品种覆盖多用药领域，支撑公司持续业绩

公司现有产品覆盖心脑血管、抗肿瘤、骨伤科疾病、妇儿、消化系统、抗感染等多个领域。其中，参芎葡萄糖注射液、玻璃酸钠注射液、榄香烯乳状注射液等化药核心品种以及心脑血管口服胶囊等特色中药品种为公司创造了稳定收入，共同支撑公司的持续业绩。

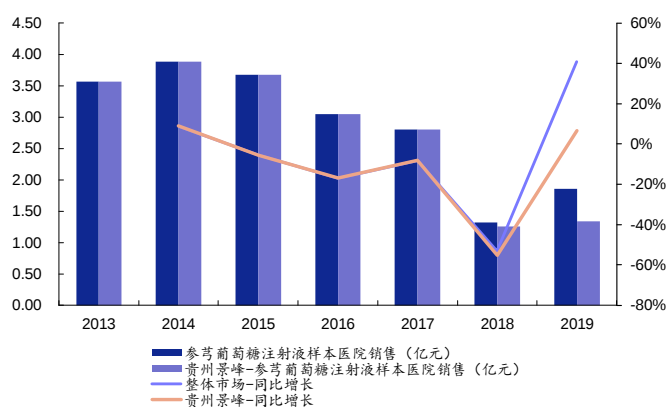
表 1：景峰医药现有主要产品梳理

产品名称	主要适应症	2019 年样本医院销售	2019 年竞争格局	医保情况
参芎葡萄糖注射液	具有抗炎性损伤、抗氧化应激、抗血栓形成的作用，保护缺血靶器官；适用于缺血性卒中、椎基底动脉供血不足、心肌梗死、心绞痛、心力衰竭、慢性肾小球肾炎、肾功能衰竭以及糖尿病并发症等	1.85 亿元	贵州景峰 72.19%； 通化天实 27.81%	乙类医保
玻璃酸钠注射液	适用于变形性膝关节病和肩关节周围炎的辅助治疗	2.60 亿元	生化学工业 36.04%； 山东博士伦 34.97%； 上海景峰 14.61%； 昊海生物 13.10%	乙类医保
榄香烯注射液	合并放、化疗常规方案对肺癌、肝癌、食道癌、鼻咽癌、脑瘤、骨转移癌等恶性肿瘤增强疗效，降低放、化疗的毒副作用，并可用于介入、腔内化疗及癌性胸腹水的治疗	2.28 亿元	大连华立金港 52.52%； 石药集团 47.48%	乙类医保
心脑宁口服胶囊	具有活血益气、通经镇痛的作用，用于气滞血瘀的胸痹、头痛、眩晕，以及冠心病、脑动脉硬化见上述症状者	--	--	乙类医保

资料来源：公司公告、公司官网、Wind 医药库、安信证券研究中心

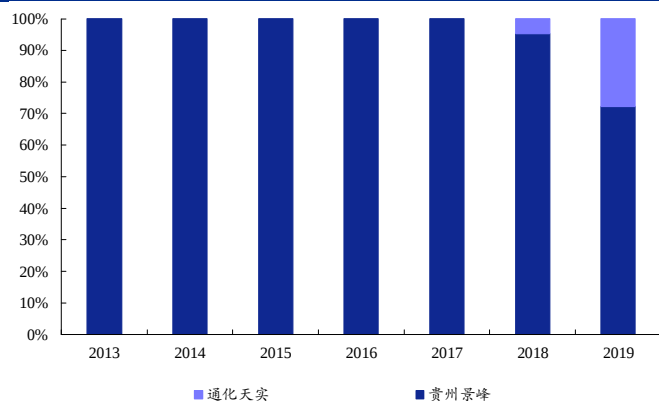
参芎葡萄糖注射液具有抗炎性损伤、抗氧化应激、抗血栓形成的作用，能有效保护缺血靶器官，主要适用于缺血性卒中、椎基底动脉供血不足、心肌梗死、心绞痛、心力衰竭、慢性肾小球肾炎、肾功能衰竭以及糖尿病并发症的治疗。参芎葡萄糖注射液 2019 年实现样本医院销售 1.85 亿元，同比增长 40.76%，贵州景峰和通化天实的市占率分别为 72.19%、27.81%。其中，2019 年贵州景峰的参芎葡萄糖注射液实现样本医院销售 1.34 亿元，同比增长 6.72%。2020 年公司该品种进入了大部分省份的医保目录（过渡期 1-3 年），且公司聚焦于开拓等级医院、民营医院、县域及以下医疗市场，预计其销售有望持续稳定增长。

图 7：参芎葡萄糖注射液样本医院销售



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

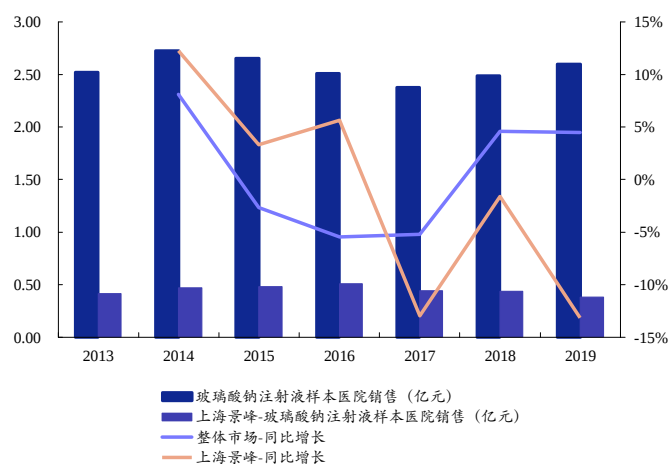
图 8：参芎葡萄糖注射液竞争格局



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

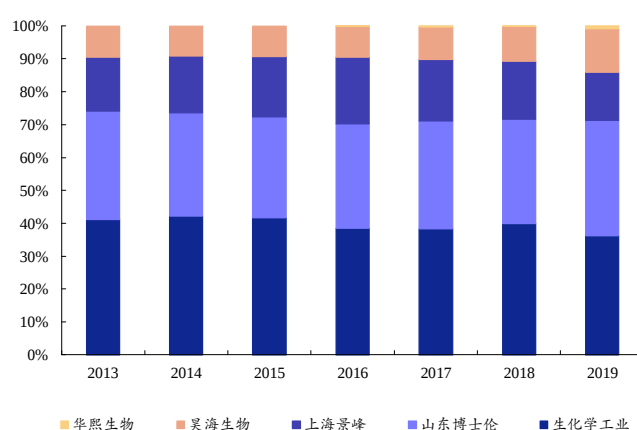
玻璃酸钠注射液主要用于变形性膝关节病和肩关节周围炎的辅助治疗。玻璃酸钠注射液 2019 年样本医院销售为 2.60 亿元，同比增长 4.50%，生化学工业、山东博士伦、上海景峰、昊海生物市占率分别为 36.04%、34.97%、14.61%和 13.10%，景峰医药市占率位居前三。

图 9：玻璃酸钠注射液样本医院销售



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

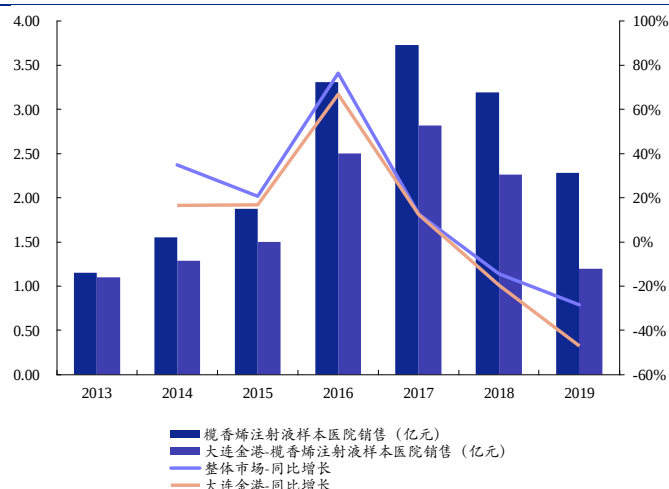
图 10：玻璃酸钠注射液竞争格局



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

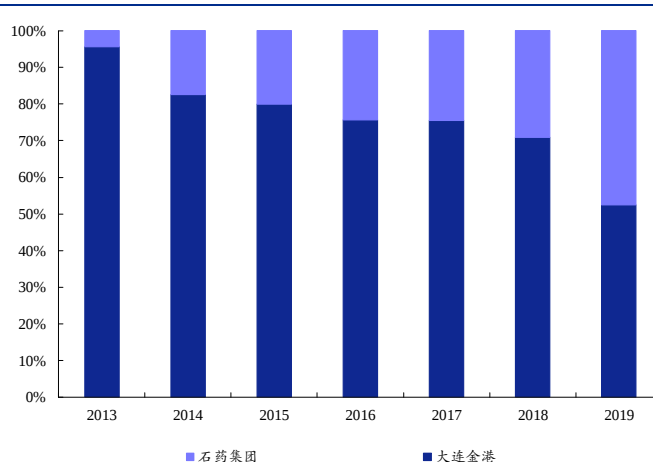
榄香烯注射液针对合并放、化疗常规方案对肺癌、肝癌、食道癌、鼻咽癌、脑瘤、骨转移癌等恶性肿瘤能有效增强疗效，同时降低放、化疗的毒副作用，临床上常用于介入、腔内化疗及恶性胸腹水的治疗。榄香烯注射液 2019 年样本医院销售为 2.28 亿元，同比下降 28.47%，景峰医药子公司大连华立金港、石药集团市占率分别为 52.52%、47.48%。其中，2019 年大连华立金港的榄香烯注射液实现样本医院销售 1.20 亿元，同比下降 46.99%，该品种销售下滑的主要原因是：（1）产品工艺提升和名称变更，导致各省医保需要重新备案，短期影响产品销售；（2）新版医保目录对该品种支付范围从原来的“限肿瘤介入治疗、腔内化疗及恶性胸腹水的患者”缩窄为“限恶性胸腹水的胸腔内或腹腔内注射治疗”。考虑到该品种当前各省医保备案逐步完成，预计未来销售有望持平。

图 11：榄香烯注射液样本医院销售



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

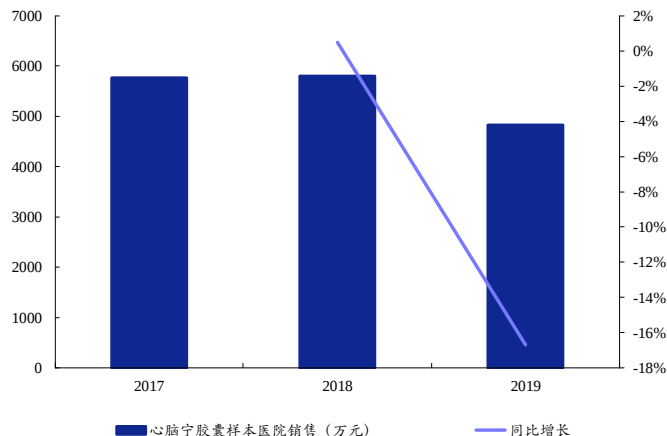
图 12：榄香烯注射液竞争格局



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

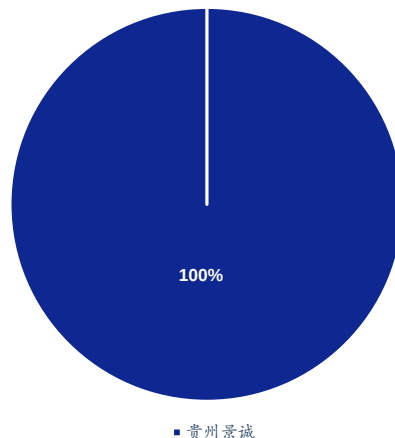
心脑宁口服胶囊具有活血益气、通经镇痛的作用，适用于气滞血瘀的胸痹、头痛、眩晕，以及冠心病、脑动脉硬化见上述症状者。心脑宁是公司的独家品种，竞争格局良好，2019年贵州景诚生产的心脑宁口服胶囊实现样本医院销售 4831.58 万元。

图 13：心脑宁口服胶囊样本医院销售



资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

图 14：心脑宁口服胶囊竞争格局

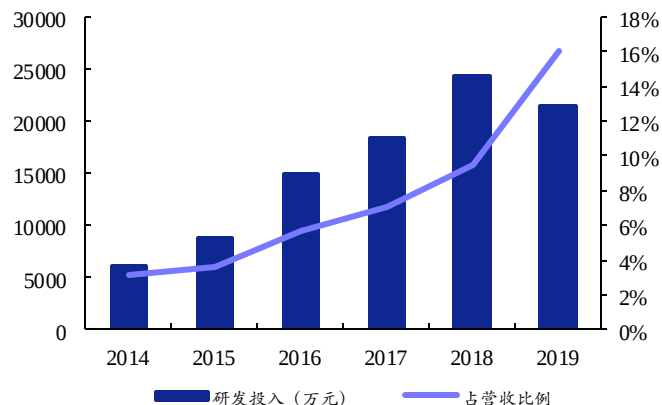


资料来源：Wind 医药库、安信证券研究中心

3. 研发管线为公司可持续发展蓄能，重磅品种有望陆续上市

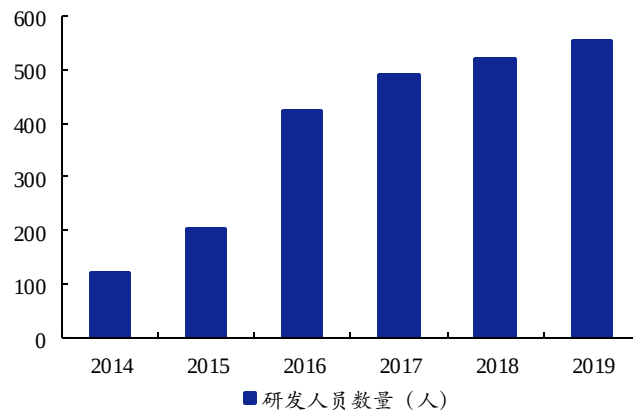
研发投入持续提升，为公司可持续增长蓄能。公司坚持“走与国际接轨的仿制药产业化道路”战略，在研发上加快落实“短长结合、以短养长、以快为主”的策略，加大研发投入，完善研发管线。公司采用自研与联合开发的合作研发模式，目前已形成以总部研发中心为核心、链接各发酵技术平台、高分子交联技术平台、预灌封制剂产业化平台、纳米制剂平台、复杂注射剂平台的总体布局。同时，公司注重研发人员的队伍建设，逐步优化人才招聘与培养模式，并通过研发项目激励加快促进项目进程。公司的研发费用从 2014 年的 6195.45 万元提升至 2019 年的 2.15 亿元，研发费用率从 2014 年 3.17% 提升至 2019 年的 15.99%，研发人员总数从 2014 年的 121 人提升至 2019 年的 552 人。当前公司的研发管线涵盖心脑血管、骨科、抗肿瘤、抗过敏、抗病毒、镇痛和止吐等多个治疗领域。

图 15：景峰医药研发投入情况



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

图 16：景峰医药研发人员情况



资料来源：公司公告、安信证券研究中心

表 2：截止 2019 年公司主要在研产品梳理

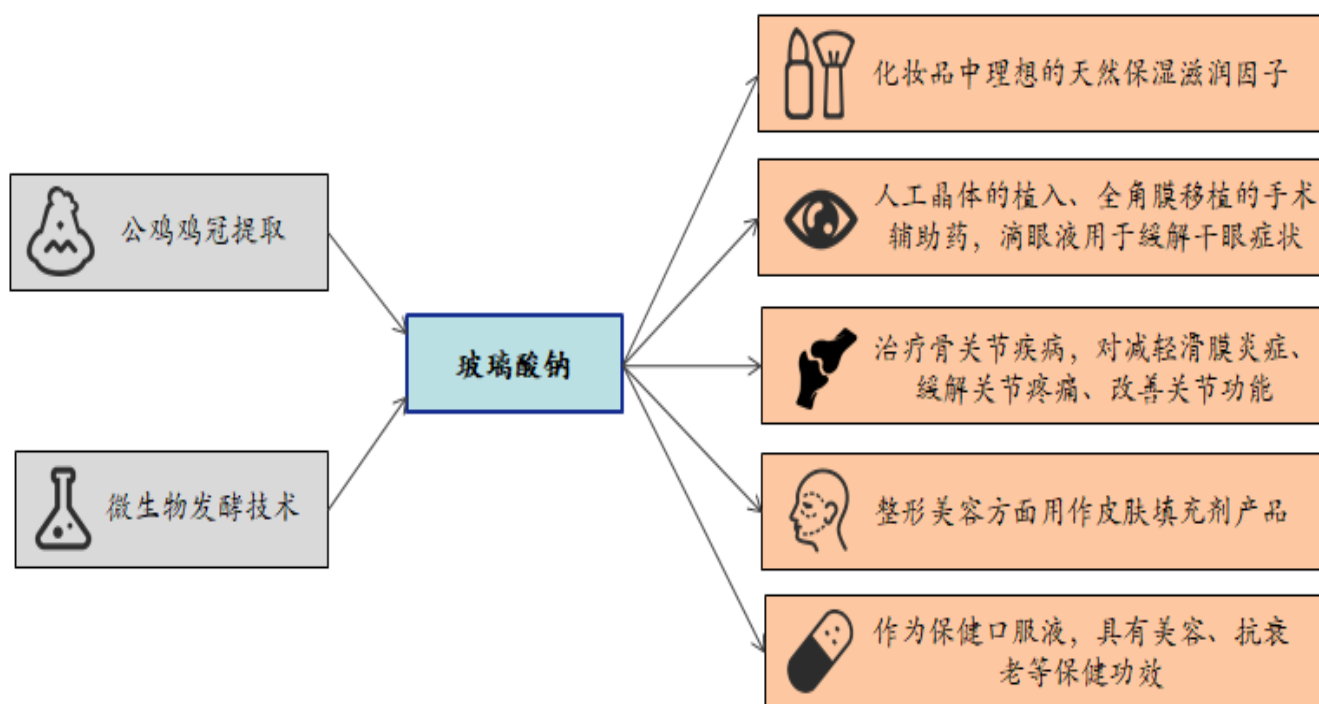
序号	研发品种	适应症	研发进展
1	氟比洛芬酯注射液（3 类）	术后及癌症镇痛	发补资料和研制现场检查阶段
2	氟比洛芬酯注射液（原 1.6 类、新 2 类）	解热	II 期临床总结中
3	交联玻璃酸钠注射液	骨性关节炎	临床 I 期总结，II 期临床启动
4	JZB01	心力衰竭的治疗	临床推进中，完成 I 期临床样品生产
5	HA4	眼科手术中一种辅助用粘弹性保护剂，适用于多种眼科手术	延续注册，即将获批上市
6	HA5	眼科手术中一种辅助用粘弹性保护剂，适用于多种眼科手术	延续注册，即将获批上市
7	JZB28	抗肿瘤类	临床推进中
8	JZB34	抗过敏类	临床推进中
9	JS01	抗肿瘤类	中试放大（国际化项目）
10	JS02	抗肿瘤类	小试研究中
11	来曲唑片（新 4 类）	抗肿瘤类	完成申报生产，注册申请已获正式受理
12	伏立康唑片（新 4 类）	抗真菌类	完成申报生产，注册申请已获正式受理
13	普瑞巴林胶囊（新 4 类）	神经痛用药	完成申报生产，注册申请已获正式受理
14	JRC05	儿童哮喘	完成注册批生产
15	JF1902	止吐药	小试研究中（国际化项目）
16	JF1901	消化系统	小试研究中（国际化项目）
17	JF1903	高血压、心力衰竭	小试研究中
18	JF1906	消化系统	中试工艺开发进行中
19	JF1907	神经系统用药	小试研究中（国际化项目）
20	JF1908	抗肿瘤类	小试研究中
21	JF1909	神经系统用药	中试放大中
22	JF1910	抗肿瘤类	小试研究中
23	JF1912	预防栓塞	小试研究中
24	JS03	止吐药	完成中试工艺开发（国际化项目）
25	JS06	抗肿瘤类	完成中试工艺开发（国际化项目）
26	JS07	止吐药	完成工艺验证（国际化项目）
27	注射用盐酸吉西他滨	抗肿瘤类	一致性评价补充申请已获正式受理
28	注射用兰索拉唑	消化系统	一致性评价中
29	盐酸替罗非班氯化钠注射液	心血管类	一致性评价补充申请已获正式受理
30	盐酸替罗非班注射用浓溶液	心血管类	一致性评价中
31	盐酸伊立替康注射液	抗肿瘤类	一致性评价补充申请已获正式受理
32	泼尼松片(10,20,50 mg)	激素类药肾上腺皮质	已获批美国 ANDA
33	泼尼松片(2.5,5mg)	激素类药肾上腺皮质	已获批美国 ANDA
34	泼尼松片(1 mg)	激素类药肾上腺皮质	已获批美国 ANDA
35	安非他命混合盐速溶片	激素类药精神类用药	已获批美国 ANDA
36	安非他命混合盐缓释胶囊	精神类用药	已获批美国 ANDA
37	盐酸双环胺注射液	肠胃类	已获批美国 ANDA
38	甲泼尼龙片	消炎类	已获批美国 ANDA
39	利卡多因膏剂	心、脑血管类	已获批美国 ANDA
40	福沙匹坦	止吐类	已获批美国 ANDA
41	盐酸雷诺嗪缓释片	心、脑血管类	已获批美国 ANDA
42	SG105	抗生素类药	已申报美国 ANDA
43	SG501	抗生素	已申报美国 ANDA
44	SG502-2	止吐类	已申报美国 ANDA
45	SG512	皮质激素类	已申报美国 ANDA
46	SG504	抗肿瘤辅助药	已申报美国 ANDA

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心

3.1. 交联玻璃酸钠注射液研发进展顺利，上市后有望逐步替代短效制剂

玻璃酸钠广泛作为临床保湿剂、润滑剂、缓释剂使用。玻璃酸钠（又称透明质酸钠）主要以公鸡鸡冠提取或微生物发酵技术获取，其在生物医药、生物材料、功能食品以及化妆品等领域的应用已在国内外得到广泛认可。根据美国 FDA 批准药物规定，玻璃酸钠在临床上以保湿剂、润滑剂、缓释剂为主要功能，可通过关节内注射、肌肉注射、玻璃体内注射、局部给药等途径给药。

图 17：玻璃酸钠上下游产业链梳理



资料来源：普华永策、安信证券研究中心

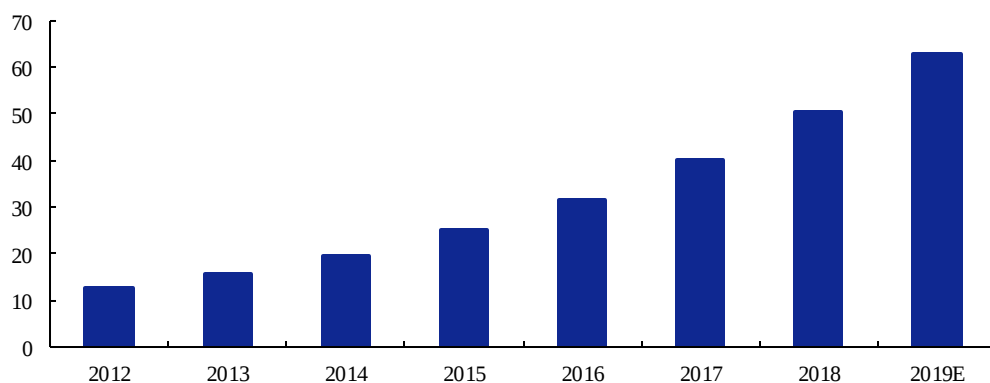
玻璃酸钠注射液已成为骨关节炎治疗常用药物。骨关节炎为国内常见疾病，对于骨关节炎的治疗，依据患者年龄、性别、体重、自身危险因素、病变部位及程度，中华医学会骨科学分会提出阶梯化和个体化的治疗方案，治疗阶段分为由浅入深的基础治疗、药物治疗、手术治疗。在关节腔注射药物当中，玻璃酸钠同时具备较高的安全性和有效性，已经成为骨关节炎药物治疗阶段最常用的治疗药物之一。

表 3：骨关节炎治疗指南

治疗阶段	代表方法	治疗内容	潜在风险/问题
基础治疗	健康教育	通过口头或书面形式进行知识宣教并帮助患者建立长期监测机制	--
	运动治疗	在医生指导下选择正确的运动方式，制定个性化的运动方案	不合适的运动方式可能导致病情恶化
	物理治疗	常用方法包括水疗、冷疗、热疗、经皮神经电刺激、按摩、针灸等	经皮神经电刺激、针灸的使用尚存争议
	行动辅助	减少受累关节负重，必要时可在医生指导下选择合适的行动辅助器械，如手杖、拐杖、助行器、关节支具等	口服 NSAIDs 类药物存在包括上消化道、脑、肾、心血管等方面的风险，与其他药物共用可能降低疗效、产生不良反应
药物治疗	非甾体抗炎药	局部外用药物：包括各种 NSAIDs 类药物的凝胶贴膏、乳胶剂、膏剂、贴剂等；全身应用药物：分为口服药物、针剂、栓剂	口服 NSAIDs 类药物存在包括上消化道、脑、肾、心血管等方面的风险，与其他药物共用可能降低疗效、产生不良反应
	镇痛药物	对 NSAIDs 类药物不耐受者，可使用非 NSAIDs 类药物、阿片类镇痛剂、对乙酰氨基酚与阿片类药物的复方制剂	阿片类药物的不良反应和成瘾性发生率相对较高
	关节腔注射药物	糖皮质激素、医用几丁糖、生长因子和富血小板血浆， 注射药物中玻璃酸钠的有效性和安全性更有优势	无菌操作要求高；糖皮质激素的反复注射对软骨造成不良影响
	缓解症状的慢作用药物	包括双醋瑞因、氨基葡萄糖等	无法确认是否能延缓疾病进展
	抗焦虑药物	用于长期持续疼痛的患者，尤其对 NSAIDs 类药物不敏感的患者	可能会产生口干、胃肠道等的不良反应
	中成药	包括含有人工虎骨粉、金铁锁等有效成分的口服中成药及外用膏药	作用机制和长期疗效尚待确认
手术治疗	关节软骨修复术	采用组织工程及外科手段修复关节表面损伤的透明软骨	对退行性关节炎的老年患者、多处损伤、激素引起坏死等效果较差
	关节镜清理术	通过关节镜下摘除游离体、清理半月板碎片及增生的滑膜	对关节间隙狭窄明显患者的作用有限
	截骨术	多用于膝关节炎，能最大限度地保留关节，包括胫骨近端截骨术、股骨远端截骨术、腓骨近端截骨术	远期疗效有待研究
	人工关节置换术	包括髋关节置换术、膝关节置换术、肩关节置换术、肘关节置换术、踝关节置换术	存在术后并发症风险

资料来源：中华医学会骨科学分会、安信证券研究中心

玻璃酸钠注射液在骨科领域的销售持续扩大。根据智研咨询的数据，玻璃酸钠注射液在骨科领域的销售收入由 2012 年的 12.41 亿元持续增长至 2018 年的 50.38 亿元，预计 2019 年的销售约为 63.04 亿元。随着老龄化问题的不断凸显，玻璃酸钠注射液在骨科领域的销售有望长期持续增长。

图 18：骨科领域玻璃酸钠销售收入（亿元）


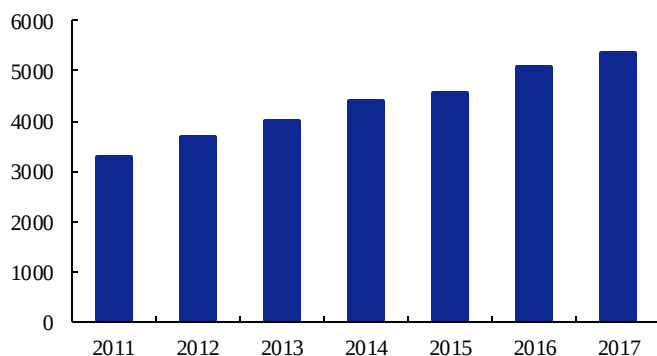
资料来源：智研咨询、安信证券研究中心

重磅在研产品交联玻璃酸钠注射液研发进展顺利，上市后可有望替代短效制剂。公司的重磅在研品种交联玻璃酸钠注射液主要用于治疗骨性关节炎，当前处于临床 I 期总结、II 期临床启动的阶段。交联玻璃酸钠的分子量和粘弹性更接近于年轻健康人群的膝关节滑液，因此其注射液相较于传统非交联玻璃酸钠注射液具有更长的半衰期，体内存留时间更长，能有效降低患者用药频率、改善用药质量。目前，国内交联玻璃酸钠注射剂产品主要来自 Genzyme Biosurgery 和 Genzyme Europe B.V 等，尚无国产交联玻璃酸钠注射剂上市销售。上海景峰的交联玻璃酸钠注射液上市后可有望逐步替代目前市面上的短效制剂。

3.2. 氟比洛芬酯广泛应用于术后及癌症疼痛治疗

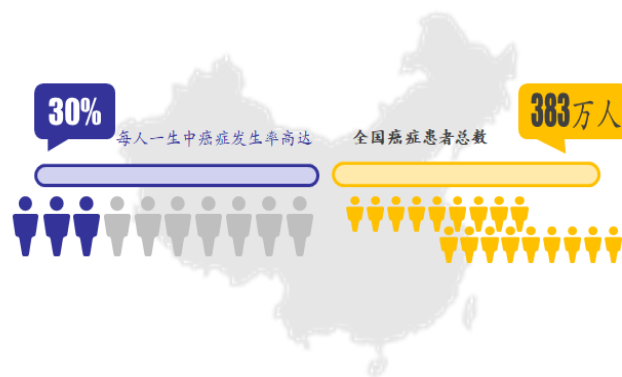
手术量和癌症患者人数逐年攀升，有望推动术后及癌症镇痛市场需求的增长。术后镇痛方面，近年来我国住院手术人次呈持续攀升态势，由 2011 年的 3272.9 万增长至 2017 年的 5365.4 万，年均复合增长率约为 7.32%，手术量的持续增加有望带动术后镇痛用药市场规模的增长。癌症镇痛方面，根据国家癌症中心的统计数据，2015 年国内癌症人数高达 392.9 万人，恶性肿瘤的发病率高达 275.80/10 万人，近 10 年来恶性肿瘤发病率每年保持约 3.9% 的增幅，癌症患者人数的攀升有望推动癌症镇痛市场需求的增长。

图 19：历年国内住院手术人次（万人）



资料来源：前瞻产业研究院、安信证券研究中心

图 20：中国癌症患者总数及患癌概率



资料来源：国家癌症中心、安信证券研究中心

NSAIDs 类药物氟比洛芬酯广泛应用于术后及癌症疼痛治疗。术后及癌症疼痛治疗的常用药物包括对乙酰氨基酚、NSAIDs 类药物、阿片类药物等三大类，适用于不同疼痛程度和患者个体情况。氟比洛芬酯是临床广泛使用的非甾体抗炎药（NSAIDs 类药物），能有效起到手术后及各种癌症的镇痛效果。氟比洛芬酯注射液静脉给药后，释放的氟比洛芬乙酸乙酯被血中酯酶迅速水解成其活性代谢物氟比洛芬，通过在脊髓和外周抑制环氧化酶减少前列腺素的合成，降低手术创伤引起的痛觉过敏状态。相较于对乙酰氨基酚和阿片类药物，NSAIDs 类药物具备无中枢抑制作用、可在术后立即使用、不良反应少、成瘾性低等优势。

表 4：术后及癌症疼痛治疗药物梳理

用药种类	适用情况	主要优点	主要缺点
对乙酰氨基酚	主要用于轻、中度疼痛	比非甾体抗炎药(NSAIDs)安全, 用于不能使用 NSAIDs 的患者(如哮喘史或溃疡史的患者)	具有封顶效应, 成人每日最大剂量 4g, 超过剂量后肝毒性的发生率增加
NSAIDs 类药物	主要用于轻、中度疼痛或重度疼痛的协同治疗, 分非选择性 NSAIDs 和选择性环氧合酶 2 抑制剂(COX-2 抑制剂)	无阿片类药物的不良反应、能降低运动性疼痛, 是多模式镇痛的重要组成部分; 与阿片类药物联用可使阿片类相关的术后恶心和呕吐减少 30%	具有封顶效应, 不应超量给药; 有心肌梗、脑梗史者避免使用 COX-2 抑制剂
阿片类药物	主要用于中、重度疼痛	吗啡是疼痛治疗中应用最广泛的药物, 有效镇痛; 芬太尼没有活性代谢物, 起效迅速	常见的不良反应包括呼吸抑制、术后恶心、呕吐和瘙痒; 芬太尼贴剂禁用于急性疼痛的治疗; 合成的阿片类药物哌替啶的主要代谢物去甲哌替啶的蓄积会导致神经毒性

资料来源：中国医学科学院北京协和医院药剂科、安信证券研究中心

临床试验证实氟比洛芬酯有效缓解术后疼痛。根据北京大学第一医院骨科、妇产科、人民医院普外科对术后患者的临床研究, 在其多中心随机双盲平行安慰剂对照试验中, 将受试者分为两组, 分别给予氟比洛芬酯和安慰剂(氟比洛芬酯组 99 例, 安慰剂组 98 例)进行治疗。观察单次用药后的 6 小时, 两组的疼痛强度(PI) 随时间推移降低, 氟比洛芬酯组各时点的疼痛强度差(PID) 均显著高于安慰剂组。两组中度以上疼痛缓解率(PAR) 随时间推移增加, 氟比洛芬酯组用药后 0.5 小时达 54.5%, 3-5 小时达 92.9% 以上; 安慰剂组用药后 0.5 小时仅 7.1%, 3-5 小时为 27.6%-37.8%。该试验证明氟比洛芬酯能有效缓解术后疼痛。

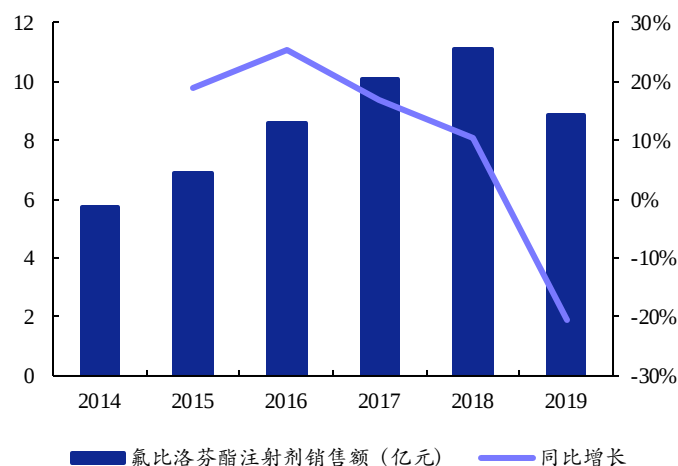
表 5：临床试验证实氟比洛芬酯有效缓解术后疼痛

相关项目	组别	例数	疼痛指标	0.25h	0.5h	1h	2h	3h	4h	5h	6h
试验分组	氟比洛芬酯组	99	PI	4.3±1.0	3.5±1.1	2.8±1.3	2.3±1.4	2.0±1.3	1.7±1.3	1.4±1.3	1.3±1.3
			PID	1.1±0.8	1.9±0.9	2.6±1.1	3.1±1.1	3.4±1.2	3.7±1.2	4.0±1.3	4.1±1.4
			PAR(n%)	11.1	54.5	76.8	88.9	92.9	97.0	98.0	98.0
	安慰剂组	98	PI	4.8±1.1	4.6±1.1	4.3±1.1	4.1±1.1	3.9±1.2	3.7±1.2	3.5±1.4	3.3±1.5
			PID	0.2±0.5	0.5±0.7	0.7±0.8	1.0±0.8	1.1±1.0	1.3±1.1	1.5±1.3	1.7±1.5
			PAR(n%)	1.0	7.1	10.2	23.5	27.6	31.6	37.8	43.9
试验对象	年龄 18-70 岁（60 岁以上者要求一般状况良好）、骨科、普外科、妇产科中等手术后疼痛患者 197 例，疼痛强度评分 4-6										
试验设计	将试验药（氟比洛芬酯注射液，每支 5 毫升 50mg）和对照药（安慰剂，每支 5 毫升，内含脂肪乳）进行盲法随机编码，采用区组随机方法，区组长度为 10，按照 1:1 的比例均衡分配给试验组和对照组。试验组与对照组双盲用药，二组用药方法一致，一次性缓慢静脉注射 1 支 5 毫升药物。										
主要结论	临床试验结果显示氟比洛芬酯注射液可以有效缓解术后疼痛。氟比洛芬酯组的显效率、有效率、部分有效率、无效率分别为 89.9%、8.1%、2.0%、0，安慰剂组分别为 25.5%、18.4%、39.8%、16.3%。氟比洛芬酯注射液的总体有效率明显高于对照组，两组有效率差异具有显著性。										

资料来源：CNKI、安信证券研究中心

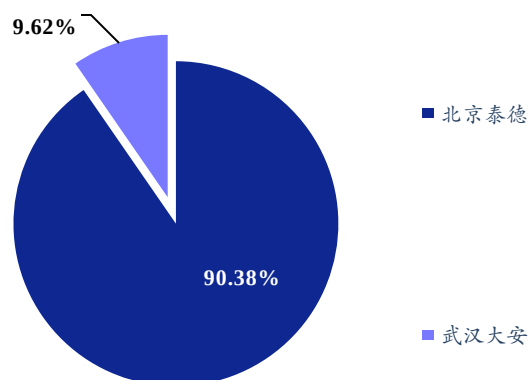
目前氟比洛芬酯注射剂国内市场主要由泰德制药所主导。氟比洛芬酯注射液样本医院销售从2014年的5.77亿元增长至2019年的8.85亿元，CAGR约为8.92%。2019年北京泰德、武汉大安的氟比洛芬酯注射液的样本医院市占率分别为90.38%和9.62%，该品种竞争格局良好。

图 21：氟比洛芬酯注射液样本医院销售情况



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 22：国内氟比洛芬酯注射剂市场竞争格局



资料来源：Wind、安信证券研究中心

景峰医药的氟比洛芬酯注射剂有望年内获得生产批件。当前公司正有序推进氟比洛芬酯注射剂的研发，目前处于发补资料和研制现场检查阶段。按照当前研发进展推测，年内有望取得生产批件，未来氟比洛芬酯注射液有望成为公司销售增长的重要增量。

3.3. 重磅生物药 JZB01 有望成为治疗心衰的有效药物，销售有望对标新活素

重磅生物药 JZB01 有望成为治疗心衰的有效药物。2018 年景峰医药的注射用重组人 B 型利钠肽获批临床。重组人 B 型利钠肽是一种应用生物重组技术合成且与人内源性 BNP 结构等相同的肽类物质，在心力衰竭的治疗上发挥重要作用，能有效改善血流动力学的状态以及心脏功能，使心衰患者的症状得到迅速而显著的缓解。根据 2018 年中国心力衰竭诊断和治疗报告，重组人利钠肽是用于治疗急性心衰的有效药物。与传统的利尿剂、硝酸酯类药物、硝普钠等相比，重组人利钠肽在明显改善患者血流动力学和呼吸困难的相关症状的同时，对急性心衰患者安全性更高且适用范围更广，已成为心衰领域被广泛认可的常用药物。

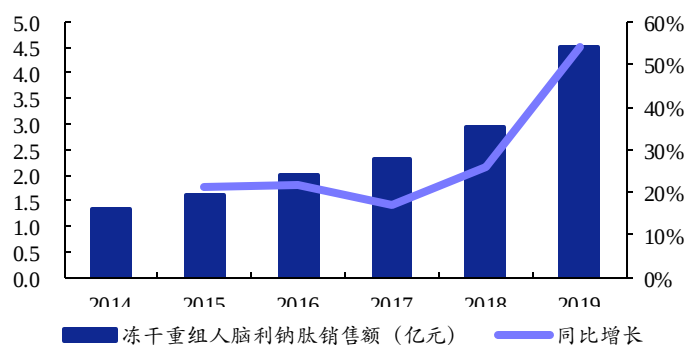
表 6：急性心衰药物治疗手段梳理

用药种类	药品名称	适用情况	药物特点/注意事项
镇静药物	阿片类药物，如吗啡	可缓解焦虑和呼吸困难	急性肺水肿患者谨慎使用
利尿剂	呋塞米、托拉塞米、布美他尼	有液体潴留证据的急性心衰患者均应使用利尿剂	既往没有接受过利尿剂治疗的患者，宜先静脉注射呋塞米；应用增加肾血流的药物，如小剂量多巴胺或重组人利钠肽
血管扩张药	硝酸酯类药物	适用于急性心衰合并高血压、冠心病心肌缺血、二尖瓣反流的患者	硝酸酯类药物持续应用可能发生耐药
	硝普钠	适用于严重心衰、后负荷增加以及伴肺淤血或肺水肿的患者	硝普钠（使用不应超过 72 h）停药应逐渐减量，并加用口服血管扩张药，以避免反跳现象
	重组人利钠肽	可明显改善患者血流动力学和呼吸困难的相关症状；对于急性心衰患者安全性高	--
	乌拉地尔	可用于高血压合并急性心衰、主动脉夹层合并急性心衰的患者	--
正性肌力药物	多巴酚丁胺、多巴胺、磷酸二酯酶抑制剂、左西孟	适用于低血压（收缩压<90 mmHg）和/或组织器官低灌注的患者	正在应用β受体阻滞剂的患者不推荐应用多巴酚丁胺和多巴胺；常见不良反应有低血压、心动过速、心律失常等，用药期间应持续心电、血压监测；血压正常、无器官和组织灌注不足的急性心衰患者不宜使用
血管收缩药	去甲肾上腺素、肾上腺素	适用于应用正性肌力药物后仍出现原发性休克或合并明显低血压状态的患者	可能导致心律失常、心肌缺血和其他器官损害
洋地黄类药物	西地兰	适用于房颤伴快速心室率（>110 次/min）的急性心衰患者	急性心肌梗死后 24h 内应尽量避免使用
抗凝治疗	低分子肝素	用于深静脉血栓和肺栓塞发生风险较高且无抗凝治疗禁忌证的患者	--
改善预后的药物	β受体阻滞剂、ACEI/ARB/ARNI、醛固酮受体拮抗剂	用于慢性 HFrEF 患者出现失代偿和心衰恶化，如无血流动力学不稳定或禁忌证	血流动力学不稳定（收缩压<85mmHg，心率<50 次/min），血钾>5.5mmol/L 或严重肾功能不全时应停用

资料来源：中华心血管病杂志、安信证券研究中心

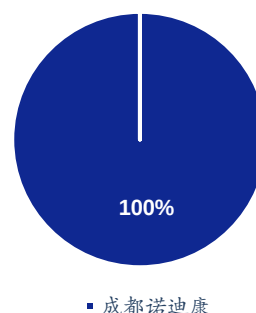
JZB01 项目研发进展顺利，未来销售空间有望对标新活素。公司的 JZB01 项目有望对标西藏药业的独家产品新活素，2019 年西藏药业的冻干重组人脑利钠肽在样本医院销售额高达 4.52 亿元，同比增长 54.05%。JZB01 项目目前已完成 I 期临床样品生产，按照临床进度推测，预计 2023 年有望申报生产。

图 23：西藏药业冻干重组人脑利钠肽样本医院销售情况



资料来源：Wind、安信证券研究中心

图 24：冻干重组人脑利钠肽竞争格局



资料来源：Wind、安信证券研究中心

4. 盈利预测与投资建议

基于现有业务和以下关键假设，我们预计 2020-2022 年分别实现营收 19.83 亿元、24.85 亿元、30.14 亿元，分别同比增长 47.51%、25.33%、21.30%；实现归母净利润 0.68 亿元、1.44 亿元、2.14 亿元，分别同比增长 107.67%、112.52%、48.92%；EPS 分别为 0.08 元/股、0.16 元/股、0.24 元/股；PE 分别为 73 倍、34 倍、23 倍，首次给予买入-A 的投资评级。

- (1) 假设 2020-2022 年注射剂业务分别同比增长 65%、30%、25%，毛利率分别为 85%、85%、85%；
- (2) 假设 2020-2022 年原料药业务分别同比增长 25%、20%、18%，毛利率分别为 55%、55%、55%；
- (3) 假设 2020-2022 年固体制剂业务分别同比增长 55%、25%、20%，毛利率分别为 61.05%、61.05%、61.05%；

图 25：景峰医药营收拆分

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	24.59	26.41	25.84	25.86	13.44	19.83	24.85	30.14
同比增长		7.38%	-2.15%	0.08%	-48.02%	47.51%	25.33%	21.30%
毛利润	19.96	20.81	20.31	19.56	8.07	13.65	17.25	21.05
毛利率	81.15%	78.82%	78.62%	75.66%	60.04%	68.87%	69.41%	69.85%
其中：注射剂	20.84	20.30	19.21	17.88	5.31	8.76	11.39	14.23
同比增长		-2.56%	-5.40%	-6.89%	-70.31%	65%	30%	25%
毛利润	17.84	17.55	16.72	15.38	3.95	7.45	9.68	12.10
毛利率	85.61%	86.44%	87.06%	86.00%	74.39%	85.00%	85.00%	85.00%
原料药	0.02	1.59	1.82	2.18	3.01	3.76	4.51	5.32
同比增长		8715.56%	14.59%	19.81%	37.69%	25%	20%	18%
毛利润	0.01	0.57	0.76	1.02	1.26	2.07	2.48	2.93
毛利率	41.77%	46.50%	41.77%	35.67%	56.53%	55.00%	55.00%	55.00%
固体制剂	2.75	3.18	3.08	3.44	3.00	4.66	5.82	6.99
同比增长		15.90%	-3.19%	11.67%	-12.68%	55%	25%	20%
毛利润	0.01	0.57	0.76	1.02	1.26	2.84	3.55	4.26
毛利率	61.32%	61.78%	61.74%	59.32%	61.07%	61.05%	61.05%	61.05%
其他主营业务	0.99	1.33	1.73	2.35	2.12	2.65	3.13	3.60
同比增长		34.38%	29.94%	36.06%	-9.79%	25%	18%	15%
毛利润	0.42	0.73	0.93	1.13	1.03	1.30	1.53	1.76
毛利率	42.80%	54.88%	53.84%	48.00%	48.57%	49.00%	49.00%	49.00%

资料来源：公司公告、Wind、安信证券研究中心估算

5. 风险提示

药品研发失败风险：

公司研发项目以自主研发及授权引进在研产品为主，具有技术难度大、前期投资大、审批周期长的特点。新药研发过程复杂且情况多变，存在新药研发失败的风险；

药品降价大于预期风险：

随着医保控费的力度加强，我国药品降价的趋势仍将持续。随着医药市场竞争的加剧以及医院药品招投标采购等系列药品价格调控政策的进一步推广，存在药品降价大于预期且对公司盈利能力产生不利影响的风险；

新冠肺炎疫情发展超预期对经济造成重大负面影响：

新冠肺炎如果超预期发展，有可能导致全球经济景气度下行和国内经济增速放缓，影响消费者实际可支配收入，进而影响消费者在医疗保健方面的支出，从而影响公司经营业绩；

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,585.7	1,344.0	1,982.5	2,484.6	3,013.8	成长性					
减:营业成本	629.4	537.1	617.1	760.0	908.5	营业收入增长率	0.1%	-48.0%	47.5%	25.3%	21.3%
营业税费	39.3	19.4	30.7	36.8	43.7	营业利润增长率	-1.2%	-456.3%	-111.2%	98.5%	46.2%
销售费用	1,197.9	906.5	896.1	1,118.1	1,356.2	净利润增长率	15.3%	-572.6%	107.7%	112.5%	48.9%
管理费用	239.8	271.1	289.8	323.0	361.7	EBITDA 增长率	41.3%	-89.4%	267.2%	49.0%	32.6%
财务费用	82.1	98.5	36.9	34.6	38.1	EBIT 增长率	44.8%	-103.8%	-889.5%	70.6%	41.0%
资产减值损失	16.1	-306.0	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	5.7%	-395.6%	-113.7%	70.6%	41.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.4%	-24.0%	6.9%	7.8%	6.5%
投资和汇兑收益	-0.1	66.5	-	-	-	净资产增长率	10.1%	-32.2%	28.2%	6.0%	8.4%
营业利润	254.9	-908.4	101.9	202.2	295.6	利润率					
加:营业外净收支	-11.2	-11.4	-10.3	-10.9	-10.9	毛利率	75.7%	60.0%	68.9%	69.4%	69.9%
利润总额	243.8	-919.8	91.6	191.2	284.8	营业利润率	9.9%	-67.6%	5.1%	8.1%	9.8%
减:所得税	45.2	1.8	18.3	38.2	57.0	净利润率	7.2%	-65.7%	3.4%	5.8%	7.1%
净利润	186.8	-882.8	67.8	144.0	214.4	EBITDA/营业收入	21.5%	4.4%	10.9%	13.0%	14.2%
						EBIT/营业收入	17.9%	-1.3%	7.0%	9.5%	11.1%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	2021E	运营效率					
货币资金	512.1	405.5	396.5	496.9	602.8	固定资产周转天数	103	234	178	146	122
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	228	349	184	167	169
应收账款	813.1	735.3	421.1	959.2	715.1	流动资产周转天数	360	586	338	313	313
应收票据	777.3	62.2	543.6	215.6	705.3	应收账款周转天数	103	207	105	100	100
预付账款	117.9	53.2	272.5	128.6	350.9	存货周转天数	38	80	48	47	47
存货	268.9	326.3	205.1	449.3	333.0	总资产周转天数	703	1,283	804	684	616
其他流动资产	101.1	201.2	102.5	134.9	146.2	投资资本周转天数	532	929	562	482	425
可供出售金融资产	21.0	-	14.0	11.7	8.6	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.5%	-55.6%	3.2%	6.3%	8.6%
长期股权投资	322.7	297.8	297.8	297.8	297.8	ROA	3.8%	-21.2%	1.6%	3.1%	4.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	7.4%	-20.6%	3.7%	5.9%	7.7%
固定资产	782.8	963.3	993.4	1,015.6	1,029.9	费用率					
在建工程	266.5	268.7	268.7	268.7	268.7	销售费用率	46.3%	67.4%	45.2%	45.0%	45.0%
无形资产	348.2	365.2	357.7	350.2	342.7	管理费用率	9.3%	20.2%	14.6%	13.0%	12.0%
其他非流动资产	895.7	671.4	637.3	601.1	587.0	财务费用率	3.2%	7.3%	1.9%	1.4%	1.3%
资产总额	5,227.1	4,350.1	4,510.3	4,929.7	5,387.9	三费/营业收入	58.8%	94.9%	61.7%	59.4%	58.3%
短期债务	730.0	1,091.1	833.1	910.2	971.5	偿债能力					
应付账款	307.5	292.3	387.3	427.5	555.5	资产负债率	45.2%	55.4%	44.8%	46.5%	46.9%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	82.6%	124.0%	81.1%	86.7%	88.2%
其他流动负债	345.5	285.1	299.0	347.9	337.9	流动比率	1.87	1.07	1.28	1.41	1.53
长期借款	76.0	1.0	35.1	96.3	119.1	速动比率	1.68	0.87	1.14	1.15	1.35
其他非流动负债	905.9	738.9	465.7	508.0	541.5	利息保障倍数	5.64	-0.18	3.76	6.85	8.77
负债总额	2,365.0	2,408.3	2,020.2	2,289.9	2,525.5	分红指标					
少数股东权益	378.4	353.8	359.0	367.9	381.0	DPS(元)	-	-	0.00	0.00	0.00
股本	416.7	416.7	879.8	879.8	879.8	分红比率	0.0%	0.0%	1.8%	0.6%	0.8%
留存收益	2,066.9	1,170.8	1,251.3	1,392.1	1,601.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2,862.1	1,941.8	2,490.1	2,639.8	2,862.4						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	198.5	-921.6	67.8	144.0	214.4	EPS(元)	0.21	-1.00	0.08	0.16	0.24
加:折旧和摊销	104.8	98.8	77.4	85.3	93.2	BVPS(元)	2.82	1.81	2.42	2.58	2.82
资产减值准备	16.1	322.3	-	-	-	PE(X)	26.4	-5.6	72.7	34.2	23.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.0	3.1	2.3	2.2	2.0
财务费用	83.9	105.0	36.9	34.6	38.1	P/FCF	-58.1	-508.2	-9.7	87.7	61.3
投资损失	0.1	-66.5	-	-	-	P/S	1.9	3.7	2.5	2.0	1.6
少数股东损益	11.7	-38.7	5.5	9.0	13.4	EV/EBITDA	6.0	50.7	27.7	19.0	14.3
营运资金的变动	25.9	480.7	-150.7	-197.2	-202.0	CAGR(%)	-8.3%	-162.8%	-26.6%	-8.3%	-162.8%
经营活动产生现金流量	350.9	36.2	36.9	75.7	157.0	PEG	-3.2	0.0	-2.7	-4.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-199.7	-50.8	-114.0	-97.6	-96.9	ROIC/WACC	0.8	-2.3	0.4	0.7	0.9
融资活动产生现金流量	-112.6	-94.0	68.1	122.4	45.7	REP	1.0	-0.4	4.6	2.7	1.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马帅、冯俊曦声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	徐逸岑	18019221980	xuyc@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	刘晓萱	010-83321365	liuwx1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	杨萍	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034