

司太立（603520）深度研究报告

原料药制剂齐发力，持续高增长可期

- ❖ **原料药制剂齐发力，持续高增长可期。**司太立是全球碘造影剂领域的龙头企业之一。2019-2020年，在行业景气度持续提升的背景下，借助原料药品种的持续放量、海神的并表，公司呈现出爆发式的增长态势。而站在当下的时点来看，我们认为：1）全球造影剂领域空间广阔且公司竞争优势明确，具备进一步快速放量的潜力；2）国内造影剂制剂的集采已箭在弦上，公司有望显著受益。原料药和制剂业务齐发力，公司未来的持续高增长可期。
- ❖ **造影剂原料药：竞争优势稳固，新产能有望快速放量。**目前，公司原料药业务形成了以碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇三个造影剂品种为核心，多个原料药或中间体品种为补充的丰富产品梯队，是全球除原研企业外最大的造影剂原料药供应商。从品种细节上看，公司三个核心品种全球市占率依然存在很大的成长空间，具备明确的增长前景。展望未来，我们预计随着新产能的释放，公司原料药业务有望在较长周期内延续快速放量状态，并为公司提供显著、持续的利润增量。
- ❖ **国内制剂：东风已至，爆发在即。**早在2012年，公司便在上海金山建立生产基地，着力推进从造影剂原料药向制剂的一体化延伸。2020年，公司成功获批了碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇等三个符合一致性评价标准的制剂产品，并有碘佛醇、碘美普尔、碘普罗胺、钆贝葡胺等品种处于研发的不同阶段。近期，第五批集采报量的名单已陆续在各省药械集采中心网站披露，碘海醇、碘克沙醇位列其中。作为拥有明确综合成本优势的新进入者，我们认为公司有望显著受益。一旦集采中标，有望短期内便带来较大的利润弹性。
- ❖ **全球造影剂市场仍为原研把控，公司未来成长空间广阔。**目前，全球造影剂领域（原料药+制剂）的合计规模已超过60亿美金，且维持5%以上的平稳增长状态。从竞争格局来看，原料药和仿制药玩家稀少，市场仍主要由原研企业把控。未来几年中，除原料药和国内制剂业务具备高增长潜力外，公司也有希望通过并购基金等形式进一步强化对产业链的把控，不断向全球造影剂龙头的远期目标迈进。从赛道规模来看，公司利润和市值还存在着较大的提升空间。
- ❖ **盈利预测、估值及投资评级。**综合考虑公司原料药业务的爆发潜力和集采可能对公司国内制剂业务产生的积极影响，我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为4.46、6.36、8.32亿元，同比增长87.0%、42.6%和30.7%，EPS分别为1.82、2.60、3.40元。当前股价对应2021-2023年PE分别为35/24/19倍。考虑到公司明确较快的增长前景，以及一体化下更为稳固的产业链竞争力，我们认为应适当给予较高的估值水平。给予2021年45-50倍PE，对应目标区间为82.03-91.14元。首次覆盖，给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示：**1、公司制剂未进集采或集采放量不达预期；2、原料药产能建设注册进度不达预期；3、原材料涨价风险。

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万)	1,367	2,129	2,802	3,553
同比增速(%)	4.5%	55.7%	31.7%	26.8%
归母净利润(百万)	239	446	636	831
同比增速(%)	40.2%	87.0%	42.6%	30.5%
每股盈利(元)	0.97	1.82	2.60	3.39
市盈率(倍)	65	35	24	19
市净率(倍)	8	7	5	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2021年5月7日收盘价

强推（首次）

目标价区间：82.03-91.14元

当前价：63.01元

华创证券研究所

证券分析师：高岳

邮箱：gaoyue@hcyjs.com

执业编号：S0360520110003

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：张泉

邮箱：zhangquan@hcyjs.com

执业编号：S0360521040001

公司基本数据

总股本(万股)	24,490
已上市流通股(万股)	24,424
总市值(亿元)	163.6
流通市值(亿元)	163.16
资产负债率(%)	54.9
每股净资产(元)	7.7
12个月内最高/最低价	98.5/43.84

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

在本篇报告中，我们围绕公司的基本面和产业趋势，细致剖析了公司原料药和制剂两大业务板块当前的市场地位，并结合公司的战略规划，对其短中期的成长性和远期成长空间进行了较为详细的推演。

投资逻辑

我们认为，造影剂产品进入集采目录，为公司制剂业务放量铺平了道路。公司未来有望实现从原料药龙头到一体化龙头的跨越。展望未来，公司有望依托在原料药端的核心竞争力，实现原料药及制剂产品的共同放量，稳步向全球碘造影剂龙头进军。

关键假设、估值与盈利预测

我们认为，在未来几年中：

- 1) 公司原料药业务随着新产能的投产，2021年起有望进入快速放量周期。而随着规模效应进一步显现，我们预计原料药业务有望给公司带来较大的利润拉动。
- 2) 公司制剂业务也有望在2021年正式进入收获期。作为拥有明确综合成本优势的新进入者，一旦集采中标，公司有望短期内获得较大的利润弹性。随着公司后续更多新品种的获批及老品种的放量，我们预计公司制剂业务有望在未来几年保持较强的爆发力。

综合考虑公司原料药业务的爆发潜力和集采可能对公司国内制剂业务产生的积极影响，我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为4.46、6.36、8.32亿元，同比增长87.0%、42.6%和30.7%，EPS分别为1.82、2.60、3.40元。当前股价对应2021-2023年PE分别为35/24/19倍。考虑到公司明确较快的增长前景，以及一体化下更为稳固的产业链竞争力，我们认为应当给予较高的估值水平。给予2021年45-50倍PE，对应目标区间为82.03-91.14元。首次覆盖，给予“强推”评级。

目 录

一、原料药制剂齐发力，未来高增长可期.....	6
二、造影剂原料药业务：竞争优势稳固，新产能有望快速放量	8
（一）产能加速释放，保障短中期原料药业务高速增长	8
（二）三大核心品种竞争优势稳固，中长期原研替代空间广阔	10
（三）在研原料药品种丰富，未来有望成为公司业绩新的增长点	14
三、制剂业务：东风已至，爆发在即	14
（一）造影剂集采已箭在弦上，即将开启	15
（二）碘海醇、碘克沙醇等品种均具备良好竞争格局和爆发潜力	15
（三）后续品种研发有序推进，有望逐步实现造影剂产品全面覆盖	17
四、全球造影剂市场仍为原研把控，公司未来成长空间广阔	19
五、看好公司未来成长，给予“强推”评级	20
六、风险提示	20

图表目录

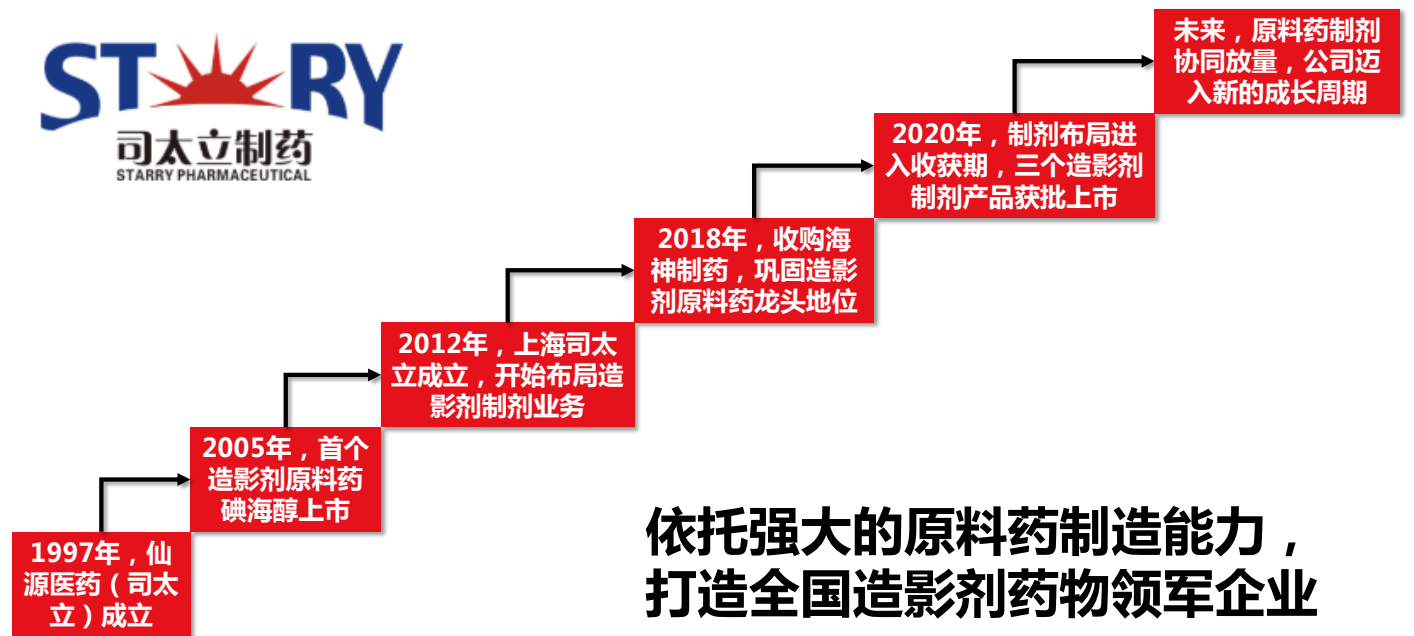
图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司营收情况（亿元）	6
图表 3 公司归母净利润情况（亿元）	6
图表 4 公司碘造影剂制剂申报及获批情况	7
图表 5 全球市场各类别造影剂市场份额（2018 年）	7
图表 6 分地区全球造影剂市场份额（2018 年）	7
图表 7 公司造影剂业务收入情况（亿元）	8
图表 8 公司造影剂业务毛利及毛利率	8
图表 9 公司主要原料药及中间体品种产能利用率情况	8
图表 10 2019 年公司三大原料药品种产销情况（吨）	9
图表 11 公司主要原料药及中间体品种产能情况（吨）	9
图表 12 公司新产能建设计划情况	10
图表 13 公司三大原料药品种情况	10
图表 14 全球碘海醇原料药需求情况（吨）	11
图表 15 全球碘海醇原料药市场规模情况（亿元）	11
图表 16 公司碘海醇收入情况	11
图表 17 公司碘海醇毛利及毛利率情况	11
图表 18 全球主要碘海醇生产厂家	11
图表 19 全球碘帕醇原料药需求情况（吨）	12
图表 20 全球碘帕醇原料药市场规模情况（亿元）	12
图表 21 公司碘帕醇收入情况	12
图表 22 公司碘帕醇毛利及毛利率情况	12
图表 23 全球主要碘帕醇生产厂家	12
图表 24 全球碘克沙醇原料药需求情况（吨）	13
图表 25 全球碘克沙醇原料药市场规模情况（亿元）	13
图表 26 公司碘克沙醇收入情况	13
图表 27 公司碘克沙醇毛利及毛利率情况	13
图表 28 全球主要碘克沙醇生产厂家	14
图表 29 公司部分在研原料药品种	14
图表 30 第五批集采中涉及的造影剂品种	15
图表 31 国内通过一致性评价的碘海醇制剂厂家	15
图表 32 公司碘海醇收入弹性测算	16
图表 33 国内通过或申报一致性评价的碘克沙醇制剂厂家	16

图表 34	公司碘克沙醇收入弹性测算	16
图表 35	国内通过或申报一致性评价的碘帕醇制剂厂家	17
图表 36	公司碘帕醇收入弹性测算	17
图表 37	近年来公司研发投入及占比情况	18
图表 38	2019 年国内主要 X 射线造影剂品种市场情况	18
图表 39	主要钆造影剂销售情况（亿元）	18
图表 40	主要超声造影剂销售情况（亿元）	18
图表 41	公司子公司上海司太立亏损情况（亿元）	19
图表 42	美国碘造影剂批文情况	20

一、原料药制剂齐发力，未来高增长可期

司太立成立于 1997 年，在造影剂领域拥有超过二十年的深厚积淀，是国内规模最大、品种最全的碘造影剂原料药生产企业。公司在国际市场也具备了一定的话语权，在欧洲、日本、韩国等地均占据较大的市场份额，是全球碘造影剂原料药领域的龙头企业之一。

图表 1 公司发展历程

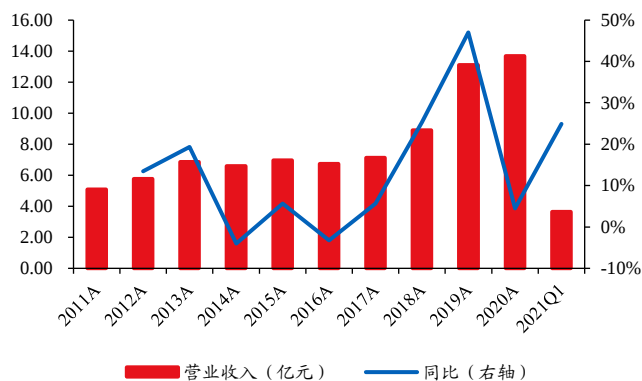


资料来源：公司官网，华创证券

2018 年，公司完成对海神制药的收购，实现了国内碘造影剂原料药领域第一和第二公司的合并，进一步巩固了自身在碘造影剂原料药领域的话语权。合并完成后，除原研外，公司的碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇原料药的产能均处于行业的绝对领先地位。

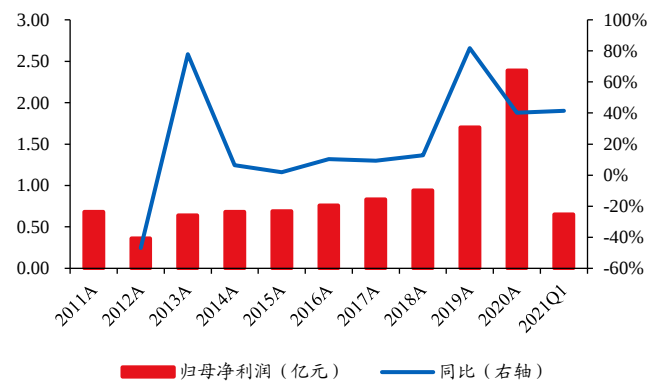
2018 年以来，伴随行业景气度的提升、海神的并入，公司原料药业务开始进入高速爆发周期。2020 年，公司实现营业收入 13.67 亿元，归母净利润 2.39 亿元，分别同比增长 4% 和 40%。2021 年一季度，公司实现营业收入 3.64 亿元，归母净利润 0.65 亿元，分别同比增长 25% 和 41%。利润端的快速增长，体现出公司和海神间较好的协同效应及规模优势。

图表 2 公司营收情况（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 3 公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

同时，从 2020 年开始，公司布局多年的造影剂制剂业务也进入到了正式的收获期。碘帕醇注射液、碘海醇注射液和碘克沙醇注射液三个制剂产品首家通过国家新 4 类注册（视同通过“药物一致性评价”），后续造影剂系列品种研发有序推进。

图表 4 公司碘造影剂制剂申报及获批情况

序号	产品名称	所处阶段	进展情况	报送时间
1	碘海醇注射液	已获批	——	2020 年 6 月获批
2	碘帕醇注射液	已获批	——	2020 年 5 月获批
3	碘克沙醇注射液	已获批	——	2020 年 8 月获批
4	碘佛醇注射液	注册申报	已报送 CDE（技术审评）	2018 年 12 月首次申报
5	碘美普尔注射液	注册申报	已报送 CDE（技术审评）	2019 年 6 月首次申报
6	碘普罗胺注射液	原料药工艺研究	稳定性研究及申报资料撰写中	——
7	钆贝葡胺注射液	原料药工艺研究	验证阶段	——

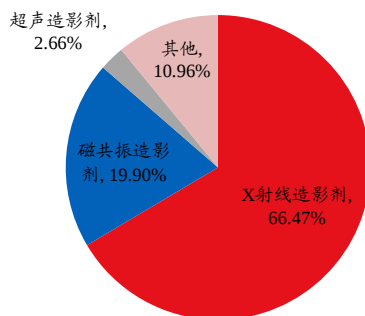
资料来源：CDE，华创证券

站在当前时点来看，我们认为公司的高速增长仍有望在未来较长周期中持续：

- 1) 过去几年，公司原料药一直处于供不应求的满负荷状态。2021 年起，随着新产能的陆续投产，公司原料药业务有望延续快速放量状态。产量增长带来的规模效应也有望进一步显现，我们预计原料药业务有望在较高毛利率水平下继续给公司带来较大的利润拉动。
- 2) 公司制剂业务也有望在 2021 年正式进入业绩爆发期。碘海醇、碘克沙醇两个品种都有望通过今年的集采快速放量。随着公司后续更多制剂品种的获批及参与集采，我们预计公司制剂业务有望在未来几年保持较强的爆发力。

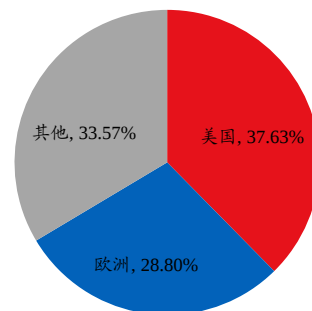
而从更长周期的维度分析，公司在全球造影剂领域仍存在着非常广阔的成长空间。根据 Newport Premium 数据，2018 年全球造影剂市场规模为 60.8 亿美金，且主要市场份额仍集中在欧美发达国家。未来随着新兴市场的兴起，全球造影剂市场规模仍有望保持较快增长趋势。依托于全球广阔的市场空间和过去二十年积累起的领先优势，公司具备向中大型市值公司不断迈进的潜力。

图表 5 全球市场各类别造影剂市场份额（2018 年）



资料来源：Newport Premium、转引自公司公告，华创证券

图表 6 分地区全球造影剂市场份额（2018 年）



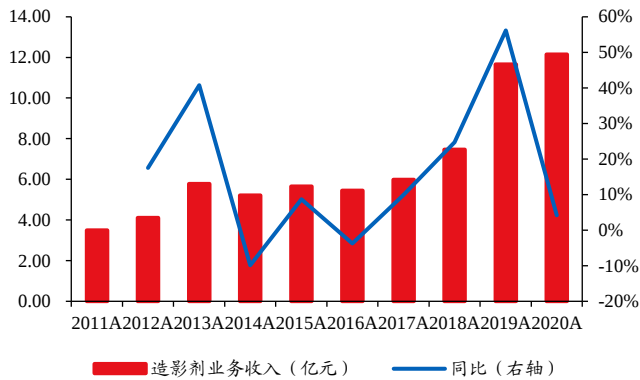
资料来源：Newport Premium、转引自公司公告，华创证券

二、造影剂原料药业务：竞争优势稳固，新产能有望快速放量

造影剂原料药业务是公司目前业务的核心。考虑到公司制剂业务仍处于亏损状态，原料药业务对公司的实际利润贡献甚至要高于报表呈现的总利润。目前，公司的造影剂原料药以碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇为核心，三个品种上均拥有较大的产能，并通过了多国的质量认证拥有较强的全球竞争能力。

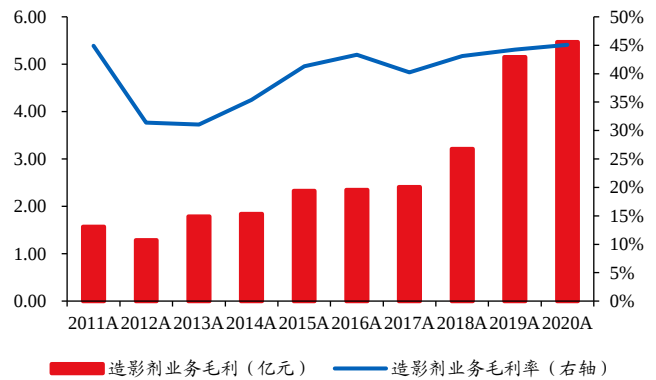
2018 年，在完成对海神药业的并购后，公司在碘造影剂原料药领域的竞争优势得到进一步的强化，无论在品种布局还是产能规模上与竞争对手相比都已具备了较大的优势。2019 年公司造影剂业务实现收入 11.65 亿元，同比增长 56%，毛利 5.15 亿元，毛利率 44.2%。2020 年上半年，公司造影剂业务实现收入 6.70 亿元，同比增长 17.50%，实现毛利 3.27 亿元，毛利率 48.79%。在营收继续保持良好增长的同时，毛利率也有进一步的提升，显示出母公司与海神制药间良好的协同效应。

图表 7 公司造影剂业务收入情况（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

图表 8 公司造影剂业务毛利及毛利率

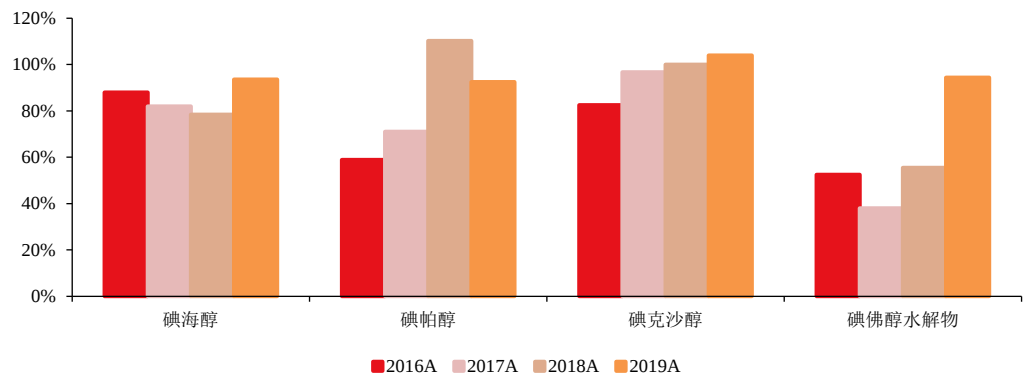


资料来源：Wind，华创证券

（一）产能加速释放，保障短中期原料药业务高速增长

短期来看，公司造影剂原料药业务的核心矛盾在于供给能力，而非终端需求。事实上，2019 年时公司的造影剂产能便已经接近满负荷状态。根据公司公告的披露，2019 年公司碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇及碘佛醇水解物四个产品的产能利用率分别为 93.54%、92.43%、103.89%和 94.36%。

图表 9 公司主要原料药及中间体品种产能利用率情况

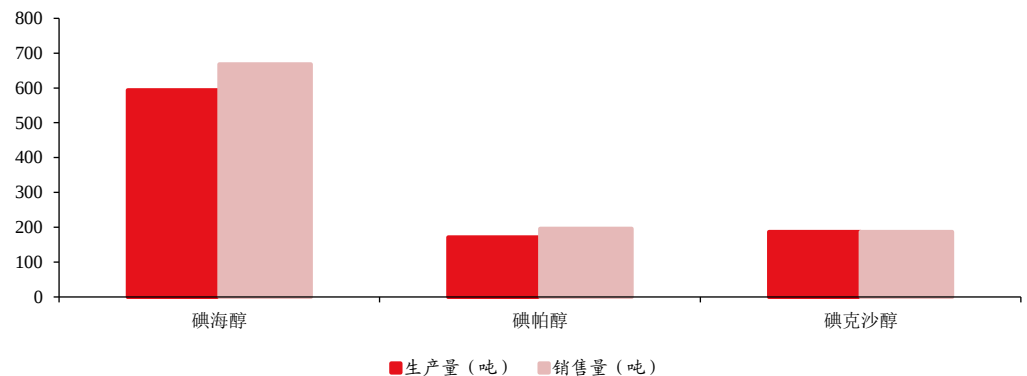


资料来源：公司公告，华创证券

从产品销售情况来看，2019 年公司碘海醇、碘帕醇和碘克沙醇的销量分别为 668、

196、187 吨，均大于当年的实际生产数量，公司原料药产品均处于供不应求的状态。

图表 10 2019 年公司三大原料药品种产销情况（吨）

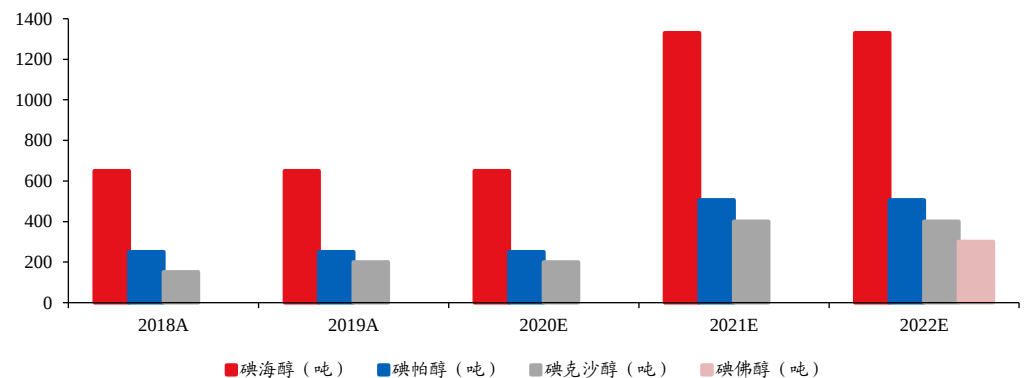


资料来源：公司公告，华创证券

根据公司公告的披露，我们认为公司产能不足的情况有望在 2021 年得到缓解。2019 年 12 月 28 日，公司公告“年产 2035 吨 X 射线造影剂原料药技改及扩产项目（二期）”已建设完成并进行试生产。这一项目的落地，意味着公司在碘海醇和碘帕醇这两个品种的产能上均有翻倍的增长。然而考虑到 12 个月左右的客户认证周期和 2020 年 7 月公司仙居厂区发生的爆炸事故，我们判断这部分产能在 2020 年并没有得到有效的释放。

2020 年 11 月，公司公告称受爆炸影响的碘造影剂系列产品生产车间均已恢复正常生产。我们认为，随着爆炸对公司生产影响的消除，以及新产能客户认证的逐步完成，公司造影剂产能有望在 21 年得到有效的释放，公司原料药业务也有望在 21 年迎来爆发式的增长。

图表 11 公司主要原料药及中间体品种产能情况（吨）



资料来源：公司公告，华创证券

此外，公司最新一轮的产能建设也在实施的过程当中，包括 1500 吨碘化物、1200 吨三碘异酞酐、300 吨碘佛醇、5 吨钆贝葡胺及 195 吨定制医药中间体。我们认为，随着公司新产能的陆续投产，公司造影剂原料药业绩有望赢来持续的释放周期。而随着规模效应进一步显现，我们预计原料药业务有望在较长周期内给公司带来持续的利润拉动力。

图表 12 公司新产能建设计划情况

序号	项目	项目投资总额 (万元)	募集资金投资金额 (万元)
1	年产 1500 吨碘化物及研发质检中心项目	15,069.53	13,200.00
2	年产 300 吨碘佛醇、5 吨钆贝葡胺造影剂原料药项目	19,649.16	17,500.00
3	年产 195 吨定制医药中间体项目	8,993.45	8,000.00
4	年产 1200 吨三碘异酞酰氯项目	11,848.58	5,000.00
5	环保设施提升改造项目	4,250.00	3,500.00
6	补充流动资金	20,000.00	20,000.00
合计		79,810.72	67,200.00

资料来源：公司公告，华创证券

（二）三大核心品种竞争优势稳固，中长期原研替代空间广阔

根据 Newport Premium 的数据,2018 年全球 X 射线造影剂原料药整体规模约为 10000 吨,其中前五大碘类造影剂原料药市场规模约为 8000 吨,2012-2018 年复合增长率约为 6.8%,预计未来年增速在 5%-10%之间。

由于较高的技术难度和巨大的规模效应,目前全球的原料药及制剂市场的供应商依然以原研为主。公司经过 20 余年持续不断的投入,在碘海醇、碘帕醇及碘克沙醇三个品种上已合计拥有了超过 2000 吨的产能,与其他原料药供应商相比处于绝对领先地位,在规模上,也已具备了和原研直接竞争的能力。

目前,公司碘克沙醇、碘海醇和碘帕醇原料药的全球市占率分别只有 24%、19%和 10%,仍具备广阔的提升空间。我们认为,随着仿制药对原研不断替代,公司原料药产品仍有望在长周期内保持较快的增长。

图表 13 公司三大原料药品种情况

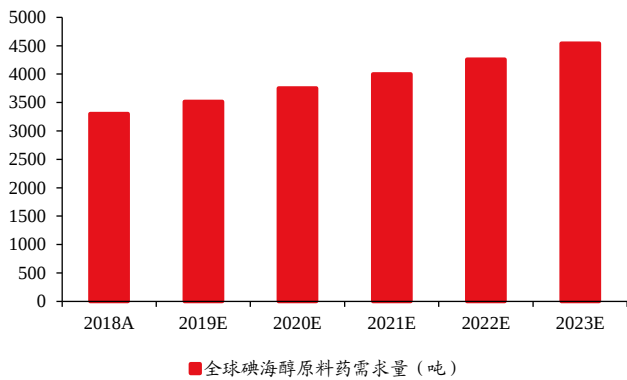
产品名称	公司现有 产能(吨)	公司 2019 年销 量(吨)	全球市场需求(2018 年,单位:吨)	公司市占率 预计	全球主要玩家
碘海醇	1350	668	3300	19%	GE(原研)、司太立、Divis、Hovione、海昌药业
碘克沙醇	400	187	700	24%	Bracco(原研)、司太立、Divis、DongKook、Hospira、Hovione
碘帕醇	505	196	2000	10%	GE(原研)、司太立、Bracco、恒瑞医药

资料来源：Newport Premium、转引自公司公告，华创证券

■ 碘海醇

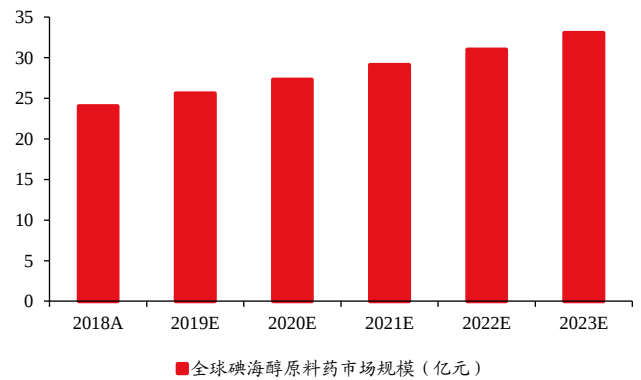
碘海醇是全球用量最大的碘造影剂品种。2018 年,碘海醇原料药的全球消耗量约为 3,300 吨,较 2017 年增长约 9%。根据 Newport Premium 的预测,到 2023 年,碘海醇原料药全球消耗量有望达到 4541 吨,2018-2023 年复合增速为 6.6%。按照公司 2019 年碘海醇的平均售价 728 元/公斤测算,到 2023 年,全球碘海醇原料药市场规模有望达到 33 亿元。

图表 14 全球碘海醇原料药需求情况（吨）



资料来源：Newport Premium、转引自公司公告，华创证券预测

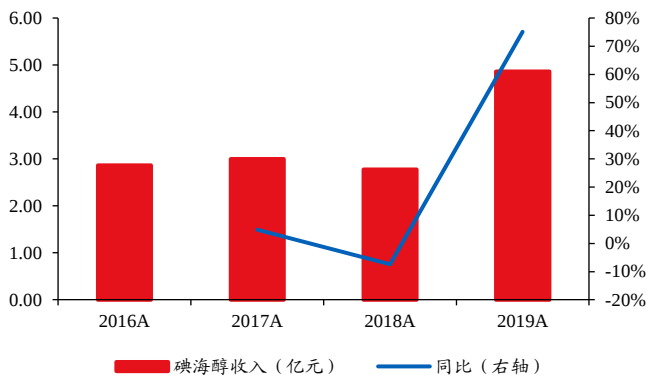
图表 15 全球碘海醇原料药市场规模情况（亿元）



资料来源：Newport Premium、转引自公司公告，华创证券预测

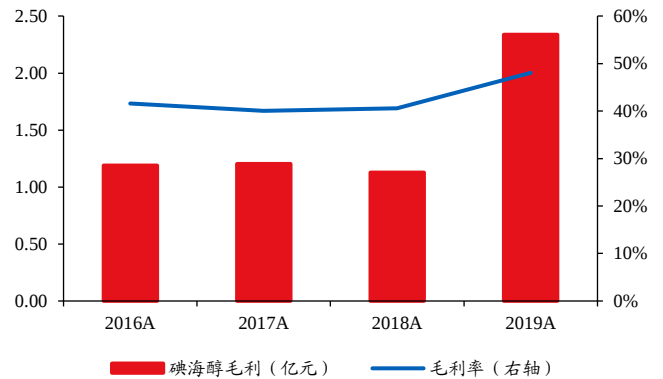
2019 年，公司碘海醇原料药实现销量 668 吨，销售收入 4.86 亿元，同比增长 75%，实现毛利 2.34 亿元，毛利率 48%。按照销量测算，全球市占率约为 19% 左右。

图表 16 公司碘海醇收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 公司碘海醇毛利及毛利率情况



资料来源：公司公告，华创证券

目前，全球拥有大规模碘海醇原料药供应能力的厂商主要有 GE、司太立、Divis、Hovione、海昌药业五家，除原研 GE 外，公司的产能及产量均占据绝对的领先地位。与其他供应商相比，公司先发优势及规模效应也较为明显。随着公司新产能的投产，公司的优势地位有望进一步巩固，并通过对原研产品的替代实现市占率的进一步提升，为公司带来可观的业绩弹性。

图表 18 全球主要碘海醇生产厂家

厂商名称	所属国家	所属集团
GE Healthcare AS	挪威	General Electric Co
浙江司太立制药股份有限公司	中国	浙江司太立制药股份有限公司
Divi's Pharmaceuticals Pvt Ltd	印度	Divi's Laboratories Ltd
Hovione FarmaCiencia SA	葡萄牙	Hovione
浙江海昌药业有限公司	中国	北京北陆药业股份有限公司

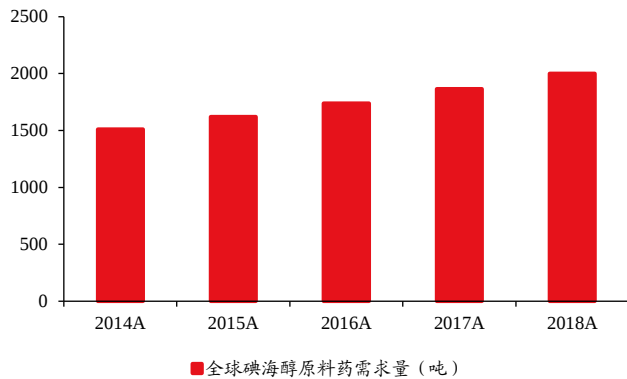
资料来源：Newport Premium、转引自公司公告，华创证券

■ 碘帕醇

碘帕醇是仅次于碘海醇的全球用量第二的碘造影剂品种。2018 年，碘帕醇原料药的全球消耗量约为 2,000 吨，2014 到 2018 年碘帕醇原料药全球消耗量复合增长率为 7.3%。

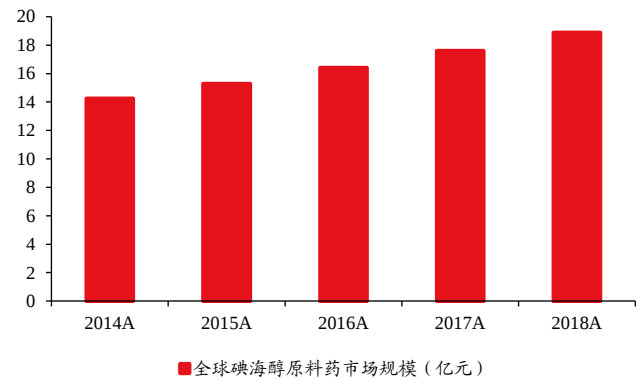
按照公司 2019 年碘帕醇的平均售价 944 元/公斤测算，2018 年，全球碘帕醇原料药市场规模约为 19 亿元。

图表 19 全球碘帕醇原料药需求情况（吨）



资料来源：Newport Premium、转引自公司公告，华创证券

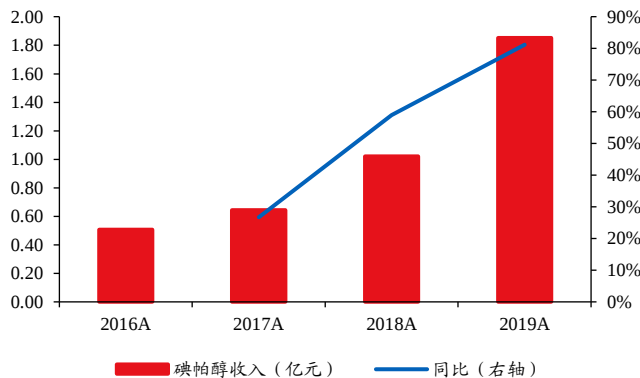
图表 20 全球碘帕醇原料药市场规模情况（亿元）



资料来源：Newport Premium、转引自公司公告，华创证券

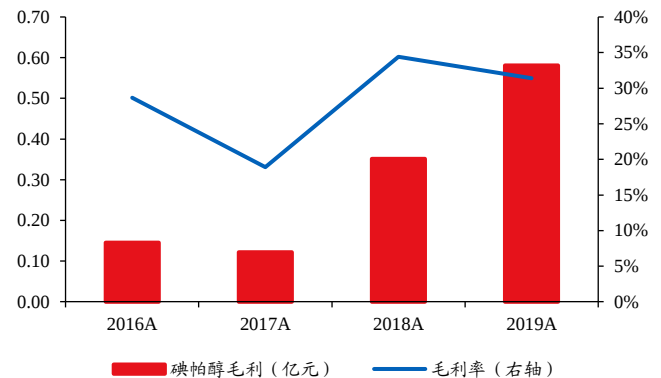
2019 年，公司碘帕醇原料药实现销量 196 吨，销售收入 1.85 亿元，同比增长 81%，实现毛利 0.58 亿元，毛利率 31%。按照销量测算，全球市占率约为 10% 左右。

图表 21 公司碘帕醇收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 22 公司碘帕醇毛利及毛利率情况



资料来源：公司公告，华创证券

目前，全球拥有大规模碘帕醇原料药供应能力的厂商主要有 Bracco、司太立、Divis、DongKook、Hospira、Hovione 六家，原研 Bracco 的产能及产量均占据全球领先地位。与碘海醇相比，公司碘帕醇原料药进入市场的时间较短，在下游制剂端也缺乏强大的仿制药厂家对原研进行有效的替代。进而导致公司碘帕醇目前的市占率及毛利率均处于较低的水平。

值得关注的是，2020 年公司碘帕醇注射剂获得国家药品监督管理局的注册批件，新的原料药产能也已于 2020 年建成投产。我们认为，制剂批件的获得有望极大的增强公司在碘帕醇产业链上的竞争能力，展望未来，公司碘帕醇原料药的市占率及毛利率水平均有望向碘海醇靠拢，成长空间广阔。

图表 23 全球主要碘帕醇生产厂家

厂商名称	所属国家	所属集团
Bracco Imaging SpA	意大利	Bracco SpA
浙江司太立制药股份有限公司	中国	浙江司太立制药股份有限公司
Divi's Laboratories Ltd	印度	Divi's Laboratories Ltd

厂商名称	所属国家	所属集团
DongKook Pharmaceutical Co Ltd	韩国	DongKook Pharmaceutical Co Ltd
Hospira Boulder Inc	美国	Pfizer Inc
Hovione FarmaCiencia SA	葡萄牙	Hovione

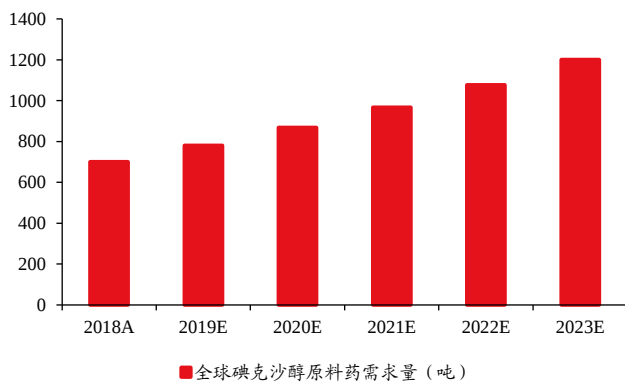
资料来源：Newport Premium、转引自公司公告，华创证券

■ 碘克沙醇

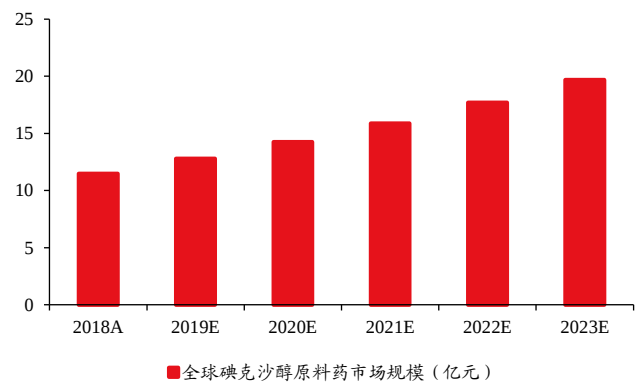
碘克沙醇是全球用量最大的第三代碘造影剂品种，与前两代造影剂相比，实现了渗透压与血液等渗，有效的解决了由于渗透压不同所可能产生的一系列不良后果。与二代造影剂相比有较为明显的临床优势，非常适合脑和心肌以及一些危重情况下的造影。

2018年，碘克沙醇原料药的全球消耗量近700吨，较2017年增长约10%。根据Newport Premium的预测，到2023年，碘克沙醇原料药全球消耗量有望突破1200吨，2018-2023年复合增速为11.38%。按照公司2019年碘克沙醇的平均售价1641元/公斤测算，到2023年，全球碘克沙醇原料药市场规模有望接近20亿元。

图表 24 全球碘克沙醇原料药需求情况（吨）



图表 25 全球碘克沙醇原料药市场规模情况（亿元）

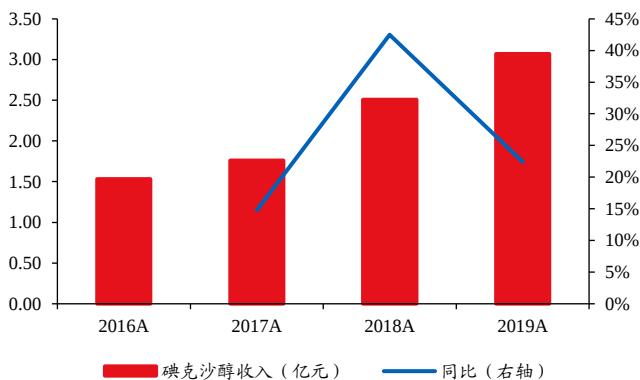


资料来源：Newport Premium、转引自公司公告，华创证券预测

资料来源：Newport Premium、转引自公司公告，华创证券预测

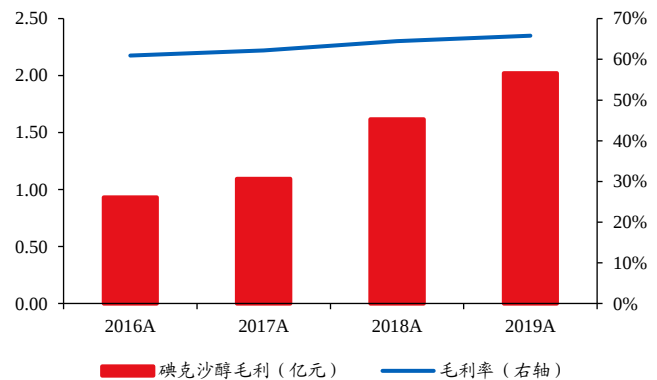
2019年，公司碘克沙醇原料药实现销量187吨，销售收入3.07亿元，同比增长22%，实现毛利2.02亿元，毛利率66%。按照销量测算，全球市占率约为24%左右。

图表 26 公司碘克沙醇收入情况



资料来源：公司公告，华创证券

图表 27 公司碘克沙醇毛利及毛利率情况



资料来源：公司公告，华创证券

与二代碘造影剂相比，公司在三代碘造影剂碘克沙醇的竞争中不仅具备优势地位，

拥有更高的毛利率，并且竞争格局也更为良好。目前，全球拥有大规模碘克沙醇原料药供应能力的厂商主要只有 GE、Bracco、司太立、恒瑞四家，公司碘克沙醇的供应也始终处于较为紧张的状态。展望未来，随着公司产能瓶颈的打开，公司有望通过下游仿制药企业更为强势的竞争格局迅速扩大碘克沙醇的市场份额，贡献更多的业绩弹性。

图表 28 全球主要碘克沙醇生产厂家

厂商名称	所属国家	所属集团
江苏盛迪医药有限公司	中国	江苏恒瑞医药股份有限公司
浙江司太立制药股份有限公司	中国	浙江司太立制药股份有限公司
Bracco Imaging SpA	意大利	Bracco SpA
GE Healthcare AS	挪威	General Electric Co

资料来源：Newport Premium、转引自公司公告，华创证券

（三）在研原料药品种丰富，未来有望成为公司业绩新的增长点

除碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇三个主要的原料药品种外，公司在其余造影剂原料药品种上也都已经进行了布局。根据 2019 年年报的披露，碘美普尔、碘普罗胺、碘佛醇、钆贝葡胺等原料药品种均已处于研发的不同阶段，有望在未来成为公司新的业绩增长点。

图表 29 公司部分在研原料药品种

研发项目（含一致性评价项目）	药（产）品基本信息	研发（注册）所处阶段	进展情况	已申报的厂家数量	已批准的国产仿制厂家数量
API 项目 1	非离子型单体造影剂碘美普尔工艺研究	注册申报	提交 CDE, 技术审评中	2	0
API 项目 2	三碘异酞酰氯路线合成碘普罗胺的研究	稳定性研究及申报资料撰写中	回收溶剂工艺验证完成；国内注册质量研究基本完成，稳定研究进行中	1	0
API 项目 3	碘佛醇合成研究	注册申报	收到 CDE 补充研究通知，补充研究中	1	1
API 项目 4	钆贝葡胺的质量研究与工艺优化	验证阶段	分析方法验证开展中，及合规改造中	1	1

资料来源：公司公告，华创证券

三、制剂业务：东风已至，爆发在即

当前，制剂业务在公司业务版图中收入占比较小，且依然处于亏损的状态。然而随着造影剂集采的落地和公司制剂品种的拓展，我们认为制剂业务有望成为公司利润的重要组成部分。

（一）造影剂集采已箭在弦上，即将开启

近期，第五批集采报量的名单已陆续在各省药械集采中心网站披露，碘海醇、碘克沙醇位列其中。根据此次机构报量的时间推断，我们认为第五轮集采有望在今年上半年完成竞标，集采对相关企业的的影响也有望在下半年开始逐步体现。

图表 30 第五批集采中涉及的造影剂品种

序号	产品名称	目前通过一致性评价的公司（包括原研）
1	碘海醇注射剂	GE、司太立、扬子江、北陆药业
2	碘克沙醇注射剂	GE、司太立、恒瑞医药、扬子江、正大天晴

资料来源：医药魔方，华创证券整理

根据此前集采的规则，在符合“申报品种资格”的实际申报企业数小于或等于 5 家的情况下，只有一家企业需要出局，其余企业只要符合报价要求，均可进入集采的名单之中。并且造影剂产品原料药成本很高，目前市场上主流的造影剂企业产品的毛利率多在 70% 上下（恒瑞&北陆药业）。综合以上两点分析，我们认为本轮集采中造影剂产品的降价幅度有限，且具备原料药生产能力的公司具备较大的竞争优势。

我们认为，新一轮集采目录中造影剂相关品种的出现，意味着造影剂系列品种有望正式纳入国家集采的范围。作为拥有明确综合成本优势的新进入者，我们认为公司有望显著受益。一旦集采中标，有望短期内便带来较大的利润弹性。

（二）碘海醇、碘克沙醇等品种均具备良好竞争格局和爆发潜力

2012 年，公司在上海成立分公司上海司太立，专门负责造影剂制剂的研发工作。经过 8 年的持续投入，2020 年，公司碘海醇、碘帕醇、碘克沙醇三个制剂品种获批，成功实现了在制剂技术上的突破。如何打通终端渠道，实现销售放量，成为了公司制剂业务发展的唯一障碍。

■ 碘海醇

根据公司年报披露，2019 年国内碘海醇市场规模为 27.09 亿元，较 2018 年增长 7.54%。根据米内网的数据，目前通过一致性评价的企业有公司、扬子江和北陆药业三家。

图表 31 国内通过一致性评价的碘海醇制剂厂家

序号	公司名称	一致性评价情况	通过或申报一致性评价的时间	2019 年市占率
1	扬子江	通过一致性评价	2021 年 1 月	46.15%
2	通用电气	原研	原研	33.24%
3	司太立	新四类获批	2020 年 6 月	0%
4	北陆药业	通过一致性评价	2020 年 7 月	12.94%

资料来源：米内网，CDE，华创证券

我们按照四家企业参与集采进行测算，考虑到相关企业较高的制造成本和良好的竞争格局，我们在假设最终价格降幅 40%，公司通过集采抢占全国 25% 的市场份额，碘海醇的集采中标有望给公司带来 4.06 亿元的收入增量。考虑到公司原料药一体化的成本优势，我们认为利润增量有望超过 1 亿元。

图表 32 公司碘海醇收入弹性测算

公司碘海醇收入弹性测算（按照 2019 年的市场规模，单位：亿元）		市占率假设		
		20%	25%	30%
价格降幅假设	30%	3.79	4.74	5.69
	40%	3.25	4.06	4.88
	50%	2.71	3.39	4.06

资料来源：PDB，中国医药工业信息中心，华创证券测算

■ 碘克沙醇

根据公司年报披露，2019 年国内碘克沙醇市场规模为 49.71 亿元，较 2018 年增长 38.43%。目前通过一致性评价的企业有公司、恒瑞医药、扬子江和正大天晴四家，此外北陆药业正在申报一致性评价的过程当中。按照申报企业申报的时间推断，我们预计最终参与集采的有司太立、扬子江、正大天晴、恒瑞医药和 GE 五家企业。

图表 33 国内通过或申报一致性评价的碘克沙醇制剂厂家

序号	公司名称	一致性评价状况	通过或申报一致性评价的时间	2019 年市占率
1	通用电气	原研	原研	34.60%
2	司太立	新四类获批	2020 年 8 月	0.00%
3	扬子江	是	2020 年 12 月	11.98%
4	正大天晴	新四类获批	2020 年 12 月	0.56%
5	恒瑞医药	一致性评价获批	2019 年 3 月	51.01%
6	北陆药业	一致性评价评审中	2020 年 7 月	1.85%

资料来源：米内网，CDE，华创证券

我们按照五家企业参与集采进行测算，考虑到相关企业较高的制造成本和良好的竞争格局，我们在假设最终价格降幅 40%，公司通过集采抢占全国 15% 的市场份额，碘克沙醇的集采中标有望给公司带来 4.47 亿元的收入增量。考虑到公司原料药一体化的成本优势，我们认为利润增量有望超过 1 亿元。

图表 34 公司碘克沙醇收入弹性测算

公司碘克沙醇收入弹性测算（按照 2019 年的市场规模，单位：亿元）		市占率假设		
		10%	15%	20%
价格降幅假设	30%	3.48	5.22	6.96
	40%	2.98	4.47	5.97
	50%	2.49	3.73	4.97

资料来源：PDB，中国医药工业信息中心，华创证券测算

■ 碘帕醇

根据公司年报披露，2019 年国内碘帕醇市场规模为 15.09 亿元，较 2018 年下滑 0.11%，目前通过一致性评价的企业有公司和正大天晴两家，此外科伦药业和北陆药业两家正在申报一致性评价或新四类注册的过程当中。虽然该品种并未出现在第五批集采的名单之中，不过考虑到目前通过一致性评价的厂家数已经符合集采要求，我们认为碘帕醇未来

被纳入集采的可能性较高。

图表 35 国内通过或申报一致性评价的碘帕醇制剂厂家

序号	公司名称	一致性评价状况	通过或申报一致性评价的时间	2019 年市占率
1	博莱科	原研	原研	89.81%
2	司太立	新四类获批	2020 年 5 月	0.00%
3	正大天晴	新四类获批	2020 年 7 月	0.00%
4	北陆药业	一致性评价评审中	2020 年 7 月	10.19%
5	科伦药业	新四类审批中	2019 年 7 月	0.00%

资料来源：米内网，CDE 华创证券

按照四家企业参与集采进行测算，考虑到相关企业较高的制造成本和良好的竞争格局，我们在假设最终价格降幅 35%，公司通过集采抢占全国 20% 的市场份额，碘帕醇的集采中标有望给公司带来 1.96 亿元的收入增量。考虑到公司原料药一体化的成本优势，我们认为利润增量有望超过 0.5 亿元。

图表 36 公司碘帕醇收入弹性测算

公司碘克沙醇收入弹性测算(按照 2019 年的市场规模, 单位: 亿元)		市占率假设		
		15%	20%	25%
价格降幅假设	25%	1.70	2.26	2.83
	35%	1.47	1.96	2.45
	45%	1.24	1.66	2.07

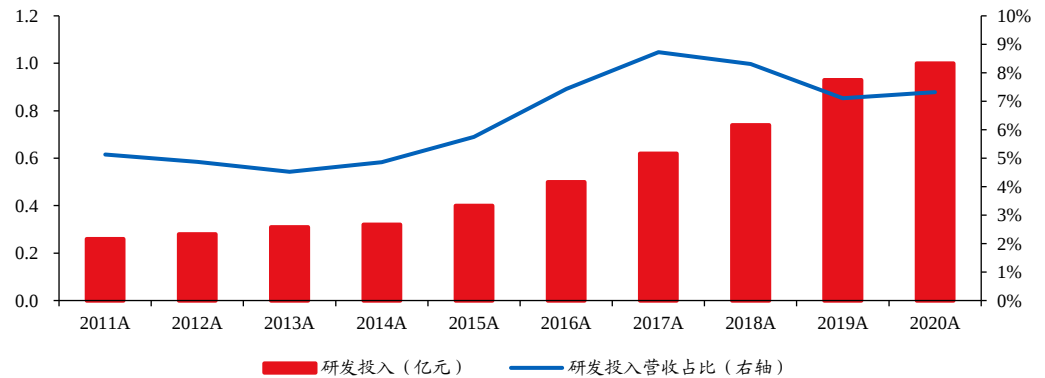
资料来源：PDB，中国医药工业信息中心，华创证券测算

综上所述，我们认为碘海醇和碘克沙醇一但集采中标，有望给公司带来超过 2 亿元的利润增量，如果考虑集采降价带来的渗透率提升，我们认为这两个品种集采给公司实际带来的利润增量还有较大的可能超过我们的预期。展望未来，碘帕醇一但进入集采，也有望为公司带来更多的利润增量。

（三）后续品种研发有序推进，有望逐步实现造影剂产品全面覆盖

目前，公司已有三个碘造影剂制剂品种新四类获批。我们认为，这三个品种的获批，意味着公司已经实现了在造影剂制剂技术上的突破。根据公司年报的披露，除了已经获批的三个品种外，碘造影剂领域的碘佛醇、碘美普尔、碘普罗胺和钆造影剂领域的钆贝葡胺等品种也已处于研发的不同阶段。随着研发投入的加大，我们认为公司后续造影剂品种的研发有望有序推进，实现对主流造影剂品种的全覆盖。

图表 37 近年来公司研发投入及占比情况



资料来源：公司公告，华创证券

根据中国医药工业信息中心的数据，2019 年，全国医院市场 X 射线造影剂市场规模达到 139.45 亿元，同比增长 19.63%。并且在国内肿瘤、心血管疾病以及神经系统疾病的诊断需求提升的推动下，国内 X 射线造影剂市场规模将保持持续的快速增长。

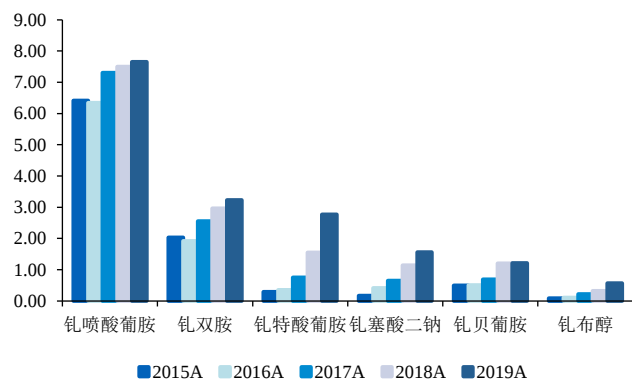
图表 38 2019 年国内主要 X 射线造影剂品种市场情况

药品通用名	市场规模 (亿元)	占比	年增长率
碘克沙醇	49.71	35.65%	38.43%
碘海醇	27.09	19.43%	7.54%
碘佛醇	17.56	12.59%	11.34%
碘普罗胺	15.13	10.85%	10.44%
碘帕醇	15.09	10.82%	-0.11%
其他品种	14.87	10.66%	36.53%
总计	139.45	100%	19.63%

资料来源：PDB，中国医药工业信息中心，华创证券

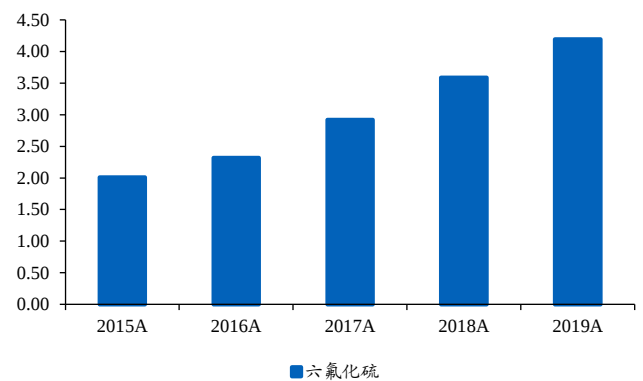
除了目前规模体量较大的 X 射线造影剂外，近年来以钆造影剂为主的磁共振造影剂和以六氟化硫为主要品种的超声造影剂也表现出较快的增长趋势。根据米内网数据，2019 年，我国 6 个主要钆造影剂和六氟化硫的总销售已达 21.18 亿元，同比增长 16%。

图表 39 主要钆造影剂销售情况 (亿元)



资料来源：米内网，华创证券（米内样本医院放大数据）

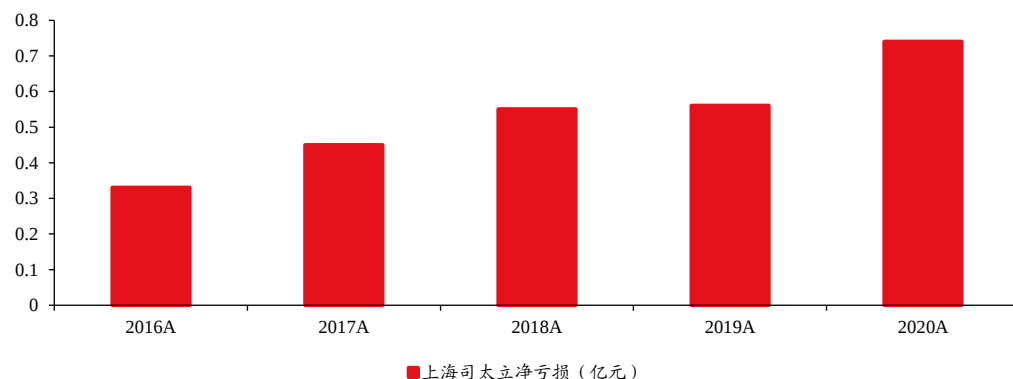
图表 40 主要超声造影剂销售情况 (亿元)



资料来源：米内网，华创证券（米内样本医院放大数据）

截至 2020 年上半年，负责公司制剂业务运营的上海分公司仍处于较为严重的亏损状态，考虑到公司制剂产品 2020 年新获批，我们认为上海司太立全年的亏损依然会维持在 5000 万左右。基于第五轮集采的时间判断，我们认为今年公司制剂业务有较大的概率实现扭亏。长期来看，面对市场规模超过 150 亿元，仍在快速增长的国内造影剂市场，公司制剂业务的成长潜力值得我们高度关注。

图表 41 公司子公司上海司太立亏损情况（亿元）



资料来源：Wind，华创证券

四、全球造影剂市场仍为原研把控，公司未来成长空间广阔

站在全球市场的角度分析，造影剂行业的制剂端仍多由原研把控，仿制药整体替代率仍然很低。除原料药和国内制剂两大业务外，公司亦在通过自主开拓和外部合作等多元化的方式，不断强化向全球不同区域市场的渗透，以期进一步提升全球份额并产业链的把控力。

虽然公司并未在公开披露具体的海外制剂发展策略，不过通过已知的公开信息，我们或可窥测出公司未来在海外制剂业务上的部分发展思路。

- 1) 2018 年 11 月 24 日，公司公告完成对海神制药的并购。海神制药的子公司 IMAX 爱尔兰主要从事欧洲市场碘海醇制剂的生产和销售工作。通过外延并购，公司直接获得了欧洲市场碘海醇制剂的生产及销售能力。
- 2) 2020 年 5 月 13 日，公司公告与江苏恒瑞签署合作协议，就碘海醇注射液和碘帕醇注射液的生产、供应及商业化运营开展合作。在未来的合作中，司太立将以成本价向恒瑞提供碘海醇及碘帕醇制剂产品，双方再就制剂销售毛利环节五五分成。依托在生产端的优势，公司通过与下游优质药企的合作，成功的分享了造影剂整条产业链上可观的红利。
- 3) 2020 年 11 月 26 日，公司发布公告，与国投聚力投资管理有限公司共同成立产业基金，总募集规模 10 亿元，其中公司出资 3.87 亿元。主要投资方向为：以司太立相关子公司、造影剂产业上下游及医药相关产业优质标的进行控股或参股投资。

展望未来，产业基金的成立，有望进一步加强公司与下游企业联动的能力。我们认为，公司未来有望以产业基金为桥梁，依托自身在造影剂原料药上的产业优势地位，在全球或通过并购，或复制与恒瑞的合作，逐步向全球造影剂龙头的远期目标迈进。

以全球第一大市场美国为例，目前美国上市的 5 个主流的碘造影剂制剂的专利均已

到期，但依然没有一家仿制药企业获得了 FDA 授予的 ANDA 批文。根据彭博数据，目前美国 5 个主流碘造影剂市场规模相加已超过 17 亿美金，一但有公司能够取得突破，有望享受巨大的市场红利。

图表 42 美国碘造影剂批文情况

产品名称	获得批文的厂家	原研上市日期
碘海醇	GE	1985 年
碘帕醇	Bracco	1985 年
碘普罗胺	拜耳	2002 年
碘克沙醇	GE	1996 年
碘化油	GUERBET	1982 年

资料来源：FDA，华创证券

五、看好公司未来成长，给予“强推”评级

我们认为，造影剂产品进入集采目录，为公司制剂业务放量铺平了道路。展望未来，依托在原料药端的核心竞争力，公司有望实现从原料药龙头到一体化龙头的跨越。原料药和制剂业务齐发力，公司未来的持续高增长可期。分业务板块来看：

- 1) 公司原料药业务随着新产能的投产，2021 年起有望进入快速放量周期。而随着规模效应进一步显现，我们预计原料药业务有望给公司带来较大的利润拉动。
- 2) 公司制剂业务也有望在 2021 年正式进入收获期。作为拥有明确综合成本优势的新进入者，一旦集采中标，公司有望短期内获得较大的利润弹性。随着公司后续更多新品种的获批及老品种的放量，我们预计公司制剂业务有望在未来几年保持较强的爆发力。

综合考虑公司原料药业务的爆发潜力和集采可能对公司国内制剂业务产生的积极影响，我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 4.46、6.36、8.32 亿元，同比增长 87.0%、42.6%和 30.7%，EPS 分别为 1.82、2.60、3.40 元。当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 35/24/19 倍。考虑到公司明确较快的增长前景，以及一体化下更为稳固的产业链竞争力，我们认为应适当给予较高的估值水平。给予 2021 年 45-50 倍 PE，对应目标区间为 82.03-91.14 元。首次覆盖，给予“强推”评级。

六、风险提示

- 1、公司制剂未进集采或集采放量不达预期；
- 2、原料药产能建设注册进度不达预期；
- 3、原材料涨价风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	799	461	666	1,051
应收票据	0	85	57	53
应收账款	298	499	669	774
预付账款	11	15	17	22
存货	537	750	910	1,082
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	289	407	464	553
流动资产合计	1,934	2,217	2,783	3,535
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	100	100	100	100
固定资产	1,451	1,718	1,809	1,842
在建工程	139	139	289	489
无形资产	198	178	160	144
其他非流动资产	584	581	579	578
非流动资产合计	2,472	2,716	2,937	3,153
资产合计	4,406	4,933	5,720	6,688
短期借款	828	610	392	174
应付票据	98	103	154	189
应付账款	198	266	352	425
预收款项	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	79	79	79	79
一年内到期的非流动负债	262	262	262	262
其他流动负债	60	105	145	189
流动负债合计	1,525	1,425	1,384	1,318
长期借款	993	1,144	1,296	1,447
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	23	23	22	23
非流动负债合计	1,016	1,167	1,318	1,470
负债合计	2,541	2,592	2,702	2,788
归属母公司所有者权益	1,824	2,272	2,909	3,740
少数股东权益	41	69	109	160
所有者权益合计	1,865	2,341	3,018	3,900
负债和股东权益	4,406	4,933	5,720	6,688

现金流量表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	174	135	690	872
现金收益	452	684	915	1,132
存货影响	-112	-213	-160	-172
经营性应收影响	-64	-289	-142	-104
经营性应付影响	69	72	137	109
其他影响	-171	-120	-59	-93
投资活动现金流	-312	-400	-400	-400
资本支出	-284	-403	-403	-402
股权投资	-80	0	0	0
其他长期资产变化	52	3	3	2
融资活动现金流	538	-73	-85	-87
借款增加	3	-67	-67	-67
股利及利息支付	-149	-60	-67	-73
股东融资	698	698	698	698
其他影响	-14	-644	-649	-645

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,367	2,129	2,802	3,553
营业成本	766	1,102	1,320	1,641
税金及附加	13	26	32	38
销售费用	10	62	154	206
管理费用	140	213	280	355
研发费用	88	128	168	213
财务费用	69	53	60	64
信用减值损失	-4	-4	-4	-4
资产减值损失	-2	-2	-2	-2
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资收益	3	3	3	3
其他收益	15	15	15	15
营业利润	294	558	800	1,047
营业外收入	16	16	16	16
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	304	568	810	1,057
所得税	50	94	134	174
净利润	254	474	676	883
少数股东损益	15	28	40	52
归属母公司净利润	239	446	636	831
NOPLAT	311	519	726	936
EPS(摊薄) (元)	0.97	1.82	2.60	3.39

主要财务比率

	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	4.5%	55.7%	31.7%	26.8%
EBIT 增长率	18.6%	66.7%	40.0%	28.9%
归母净利润增长率	40.2%	87.0%	42.6%	30.5%
获利能力				
毛利率	44.0%	48.2%	52.9%	53.8%
净利率	18.6%	22.3%	24.1%	24.8%
ROE	12.8%	19.1%	21.1%	21.3%
ROIC	10.9%	16.2%	19.4%	21.0%
偿债能力				
资产负债率	57.7%	52.5%	47.2%	41.7%
债务权益比	112.9%	87.1%	65.4%	48.9%
流动比率	1.3	1.6	2.0	2.7
速动比率	0.9	1.0	1.4	1.9
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5
应收账款周转天数	70	67	75	73
应付账款周转天数	94	76	84	85
存货周转天数	226	210	226	219
每股指标(元)				
每股收益	0.97	1.82	2.60	3.39
每股经营现金流	0.71	0.55	2.82	3.56
每股净资产	7.45	9.28	11.88	15.27
估值比率				
P/E	65	35	24	19
P/B	8	7	5	4
EV/EBITDA	48	31	23	18

医药组团队介绍

所长助理、首席研究员：高岳

北京大学生物技术专业学士，北京大学西方经济学硕士、香港大学金融学硕士。曾任职于瑞银证券、海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2015 年新财富最佳分析师第一名团队成员，2016 年新财富最佳分析师第二名团队成员。2020 年新财富最佳分析师第四名。

首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

高级研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级研究员：刘宇腾

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

研究员：张泉

复旦大学公共事业管理学士，美国拉文大学 MHA。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

研究员：支君

南京大学生物化学与分子生物硕士。曾任职于东方财富证券。2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baopingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-20572500
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572522