

金城医药(300233)

化学制药/医药生物

发布时间: 2021-07-14

证券研究报告 / 公司动态报告

**买入**

首次覆盖

## 头孢&谷胱甘肽双龙头，进军烟碱新蓝海

### 报告摘要:

中间体龙头转型升级，推进制剂一体化向全产业链拓展。“限抗”政策下公司龙头地位不断巩固，同时公司积极推动自身转型升级，形成“侧链中间体—进口原研原料药—高端制剂”的产业链模式。目前上游中间体及医药化工业务保持稳定，下游制剂受益“一致性”与“集采政策”，公司注射用头孢唑林、头孢曲松钠和头孢他啶三个市场规模为数十亿级的重磅产品成功过评，产品市场份额有望迅速提升。

谷胱甘肽全球绝对龙头，医美保健、饲料、医药应用领域大有可为。凭借先进工艺与稀缺牌照，公司迅速成长为谷胱甘肽全球龙头，市占率超90%。目前谷胱甘肽作为医美原料已成为美白针、水光针和部分美白护肤品和口服美白保健品的主要成分；同时公司持续深耕农业应用领域，成立动保部与新设金城肽丰生物科技加快产品研究与市场推广，把握“禁抗”背景下的替代机会。随着公司产能由200吨扩大至500吨，谷胱甘肽市场有望迎来价量齐升。

依托新产品，深挖潜在品种优势，金城泰尔有望再起航。金城泰尔独家品种普罗雌烯乳膏、普罗雌烯软胶囊、氯喹那多普罗雌烯阴道片及蒙脱石散等新产品的上市将提升金城泰尔的收入水平，随着新品和优势品种的放量以及销售渠道的建设发力，金城泰尔有望重新起航。

突破高壁垒技术，进军合成烟碱蓝海市场。公司创新性使用生物酶催化技术，成功突破人工合成烟碱高技术壁垒，合成烟碱纯度最高可达99.7%，达到电子烟产品应用标准。目前公司200吨烟碱产能投产在即，受益于下游景气度高，烟碱产品涨价趋势明显，看好合成烟碱成为公司业绩增长强引擎。

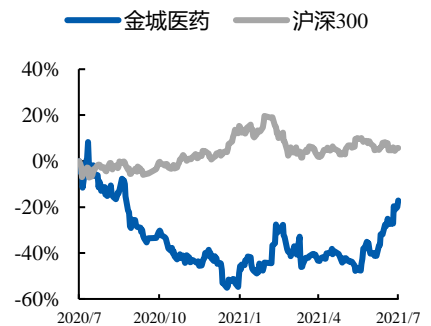
**投资建议:** 公司头孢唑林、头孢他啶两个品种进入国家第五批集采，制剂一体化道路已经打通。谷胱甘肽扩产打开市场空间，烟碱高壁垒为公司带来先发优势，将充分享受电子烟市场大发展红利。我们预测公司2021-2023年实现营业收入36.26/44.51/54.79亿元，实现归母净利润3.3/4.53/6.43亿元，对应EPS为0.85/1.16/1.65元，对应PE为38.28/27.92/19.66X，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示:** 烟碱项目进展不及预期、电子烟政策监管

### 股票数据 2021/07/13

6个月目标价(元)	43
收盘价(元)	32.37
12个月股价区间(元)	17.67-42.65
总市值(百万元)	12,633.67
总股本(百万股)	390
A股(百万股)	390
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	5

### 历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	39%	46%	-17%
相对收益	40%	42%	-23%

### 相关报告

《医药行业2021年中期策略:把握创新核心赛道投资机会》

--20210708

《新冠疫苗+创新品种，国内疫苗行业扬帆起航》

--20201229

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,795	2,962	3,626	4,451	5,479
(+/-)%	-7.09%	5.98%	22.41%	22.76%	23.10%
归属母公司净利润	203	-489	330	453	643
(+/-)%	-22.96%	-340.47%	167.52%	37.11%	42.01%
每股收益(元)	0.52	-1.25	0.85	1.16	1.65
市盈率	38.11	—	38.28	27.92	19.66
市净率	1.91	2.16	3.44	3.17	2.84
净资产收益率(%)	5.00%	-14.22%	9.00%	11.34%	14.43%
股息收益率(%)	0.64%	0.64%	0.81%	1.07%	1.48%
总股本(百万股)	393	392	390	390	390

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001

010-63210892 wangfh@nesc.cn

## 目 录

<b>1. 公司概况 .....</b>	<b>4</b>
1.1. 发展历程及主营业务 .....	4
1.2. 公司治理 .....	4
1.3. 经营状况分析 .....	6
<b>2. 借助原研原料药平台，中间体龙头向全产业链拓展.....</b>	<b>7</b>
2.1. 打造“侧链中间体—进口原研原料药—高端制剂”产业链模式.....	7
2.2. 头孢中间体龙头地位持续巩固，中间体及医药化工业务稳中有进 .....	7
2.3. 入局高毛利头孢制剂领域，受益“一致性评价”与“集采”政策 .....	8
<b>3. 谷胱甘肽全球龙头，医美保健、饲料等应用领域大有可为.....</b>	<b>9</b>
3.1. 谷胱甘肽：应用前景广阔，具备大品种潜力 .....	9
3.1.1. 先进技术、稀缺牌照成就全球谷胱甘肽龙头.....	9
3.1.2. 不可忽视的医美原料，谷胱甘肽医美保健品市场值得期待.....	10
3.1.3. 谷胱甘肽医药端需求量有望保持稳定增长.....	11
3.1.4. “禁抗”政策下，谷胱甘肽为“替抗方案”提供新选择.....	12
3.2. 腺苷蛋氨酸：销量增长迅速，有望打开亿级市场 .....	12
3.3. 新品 PQQ 布局子宫内膜异位症蓝海市场 .....	13
<b>4. 依托新产品，深挖潜在品种优势，金城泰尔有望再起航.....</b>	<b>13</b>
4.1. 收购成立金城泰尔切入特色专科终端制剂领域 .....	13
4.2. 依托新产品，深挖潜在品种优势，金城泰尔有望再起航 .....	14
<b>5. 突破高壁垒技术，进军烟碱蓝海市场 .....</b>	<b>14</b>
5.1. 人工合成烟碱：烟碱行业发展的必然趋势 .....	14
5.2. 突破高壁垒技术，铸就核心竞争力 .....	15
5.3. 积极布局电子烟上游市场，产能即将投产 .....	16
<b>6. 投资建议 .....</b>	<b>16</b>
<b>7. 风险提示 .....</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图 1：公司发展历程 .....	4
图 2：公司股权架构图 .....	5
图 3：公司归母净利润、营业收入（亿元）及增速 .....	6
图 4：公司各项业务历年收入（百万元） .....	6
图 5：公司历年各费用率水平 .....	7
图 6：公司头孢抗生素产业链布局.....	7
图 7：中间体及化工医药历年营收（百万元） .....	8

图 8: 谷胱甘肽相关美白产品宣传图 .....	10
图 9: 全球美白市场规模 (亿美元) .....	10
图 10: 公司保健品产品宣传图 .....	11
图 11: 谷胱甘肽样点公立医院销售数据 (万元) .....	12
图 12: 我国各类型肝病患者人数 (万人) .....	12
图 13: 公司近年腺苷蛋氨酸销量 (吨) .....	13
图 14: 腺苷蛋氨酸公立医院市场趋势 (万元) .....	13
图 15: 烟碱应用领域及作用 .....	15
图 16: 公司合成烟碱专利 .....	16
表 1: 公司科技创新能力建设 .....	5
表 2: 第五批集采品种企业竞争格局 .....	9
表 3: 公司谷胱甘肽保健品产品 .....	11
表 4: 公司匹莫德分散片销量 (万盒) .....	14
表 5: 人工合成烟碱与提取烟碱优劣比较 .....	15

## 1. 公司概况

### 1.1. 发展历程及主营业务

山东金城医药集团股份有限公司（以下简称金城医药）于 2004 年成立于山东省淄博市，以头孢侧链中间体为主的医药中间体起家，并逐步发展成为全国最大的头孢类医药中间体生产企业。2009 年，公司注册成立山东金城生物，切入生物制药领域。2011 年 6 月公司在创业板成功上市（金城医药 300233），成为行业首家上市企业。

同年“限抗”政策出台，行业发展受到直接冲击，公司经营明显承压，为摆脱困境，公司拉开了转型升级的序幕。2012 年金城生物获得批文，第二年主打产品谷胱甘肽正式上市，生物制药板块开始发力，经过数年深耕目前公司已成长为谷胱甘肽原料药全球龙头。2014 年，金城医药收购成立上海金城素智，制剂平台初步建成，同年公司增资成立广东金城金素，正式向头孢产业链制剂环节延伸。2016 年通过与下游客户 ACS DOBFAR SPA 达成合作，实现国外优质原研原料药供应，打通了中间体、原料药、制剂各环节间的链接，完成头孢全产业链拓展。除了向头孢全产业链拓展，金城医药还积极拓展业务领域，2015 年公司筹划金城泰尔，方向投向妇儿用药、调节免疫力用药领域，丰富制药产业链；2017 年起公司实施“国际化”战略，同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。目前公司主营业务横跨医药中间体、原料药以及终端制剂的研发、生产和销售，主要产品涉及抗感染类、妇儿专科类、肝病类以营养保健品等领域。

图 1：公司发展历程



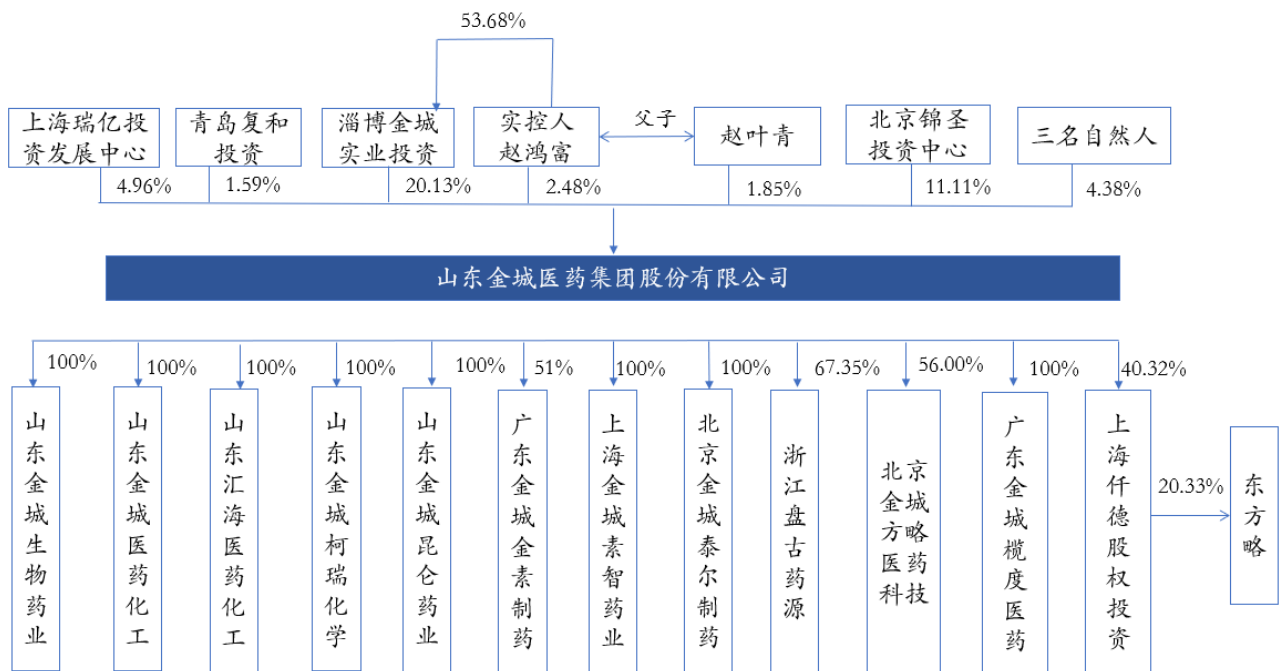
数据来源：公司年报,东北证券

### 1.2. 公司治理

公司现任董事长为赵叶青，管理经验丰富。公司控股股东为淄博金城投资有限公司，持有公司 20.13%的股权，现任董事长为赵叶青与公司实际控制人、创始人赵鸿富为父子关系，加拿大渥太华大学工商管理硕士学位、上海交通大学工商管理博士学位，学术能力强；曾在淄博市工商行政管理局、加拿大 Qback 管理咨询公司任职，管理经验丰富；历任山东金城医药化工有限公司总经理助理、常务副总经理、董事。、金

城素智董事长、金城金素董事、金城泰尔董事长、金城研究院董事长、东方略董事，行业经验丰富。

图 2：公司股权架构图



数据来源：wind,东北证券

**专注科技研发，以科技创新破困境，促发展。**科技创新能力是公司转型升级成功与否的核心要素之一，公司始终将“持续加大科技投入、推动科技创新、打造科技竞争”作为企业发展的中心战略。作为国家火炬计划、山东省科技攻关计划实施单位，公司十几年来不断加强科技创新平台建设，建立拥有国家级企业技术中心、博士后流动工作站、院士工作站、山东省头孢类医药中间体工程技术研究中心等多个科技创新平台，同时公司重视和坚持产学研相结合的发展道路，分别与清华大学、山东大学、浙江大学、济南大学等高校及科研院所和其他相关企业开展合作，提升企业研发实力，完善研发体系。

表 1：公司科技创新能力建设

时间	事件
2012	“第三代头孢抗菌素中间活性酯关键技术及产业化项目”获得国家科技进步二等奖。
2013	与浙江大学成立了生物制药联合研究中心；投资美国硅谷科技孵化园区。
2014	公司技术中心被认定为“国家级企业技术中心”。
2016	汇海公司设立山东省院士工作站；构建金城方略医药科技平台。
2018	与国内知名研发机构合作，成立金城素智院。
2019	与华东理工大学合作建立联合研发中心；与国家生物工程重点实验室达成合作；集团药物研究院通过中国合格评定国家认可委员会实验室认可评定。
2020	与湖南慧泽生物达成战略合作；获批国家级博士后科研工作站、山东省生物发酵药物工程实验室、山东省企业技术中心三个科研平台；成立金城医药研究院有限公司。

数据来源：公司公告，东北证券



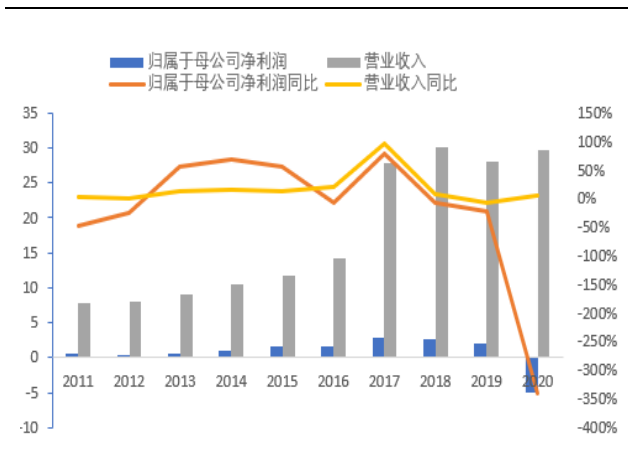
### 1.3. 经营状况分析

**中间体及医药化工产品发挥压舱石作用，生物特色药及制剂板块助力业绩增长。**

2011-2016 年主要营收主体为头孢类中间体及其他医药化工产品板块，公司营收稳定增长，2012 年起生物板块迅速成长，高毛利产品带动企业净利润快速增长；2014 年起通过并购持续布局制剂业务，2017 年随着金城泰尔并表以及高毛利头孢制剂业务的放量，公司净利润与营收增长水平快速提升，2017-2020 年制剂业务占比持续提升与生物特色药板块成为主要利润来源，但受金城泰尔商誉减值影响，公司归母净利润水平大幅回落。

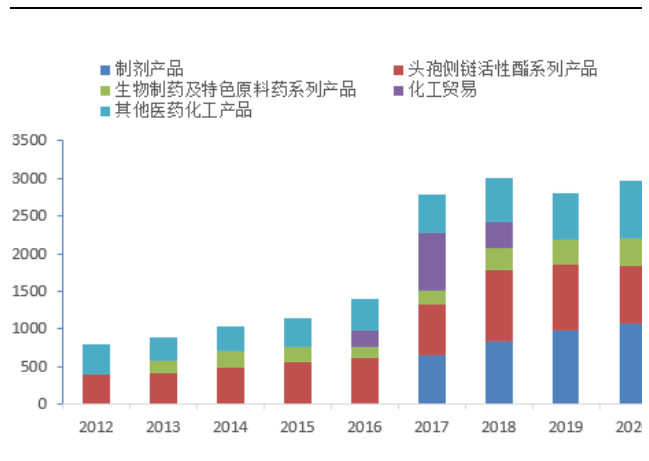
**巨额商誉终落地，业绩有望重回高增长。**金城泰尔受医药行业政策及“匹多莫德事件”影响产品销量下降，加之销售及研发费用增加，业绩出现亏损，连续三年计提商誉减值准备，严重拖累公司净利润增长；本次金城泰尔计提商誉减值准备 73302.66 万元，与金城素智共计计提 74,172.95 万元，计提后两者商誉余额归零，巨额商誉包袱解除，未来在高毛利头孢粉针制剂业务和生物特色原料药板块的带动下，公司业绩有望重回高增长。

图 3：公司归母净利润、营业收入（亿元）及增速



数据来源：wind, 东北证券

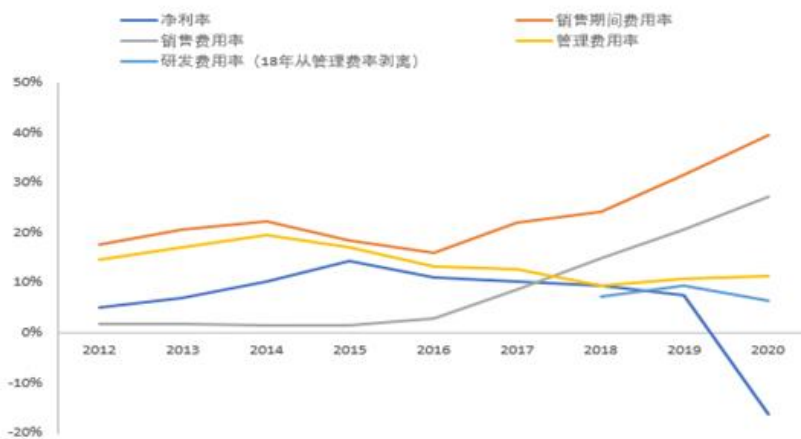
图 4：公司各项业务历年收入（百万元）



数据来源：wind, 东北证券

**近年来公司加大研发投入与市场推广，研发与销售费用快速增长。**2016-2019 年公司费用水平整体上升，销售费用上升较快，对净利率造成一定影响，销售费用持续增长主要是公司加大市场开拓推广产品和“两票制”下企业加强营销队伍建设以及销售收入增长所带来的变动性费用增加所致；近年来公司加大研发投入，使得研发费用水平上升，2019 年公司研发费用较上年同比增长 35.08%。费用上升总体符合公司收入规模的扩大，为公司盈利能力的稳定增长提供保障。

图 5：公司历年各费用率水平



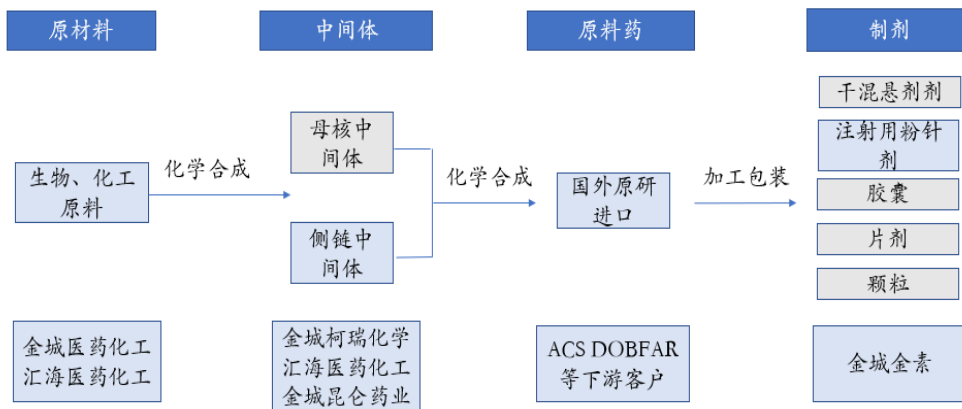
数据来源：Wind，东北证券

## 2. 借助原研原料药平台，中间体龙头向全产业链拓展

### 2.1. 打造“侧链中间体—进口原研原料药—高端制剂”产业链模式

公司头孢抗生素业务覆盖中间体、原料药、制剂全流程，完成全产业链拓展。“限抗政策”下行业竞争格局面临洗牌，公司作为头孢侧链中间体龙头，借助技术、市场和品牌优势抓住行业集中度提升机会，不断巩固自身龙头地位，而后为打破业务天花板，通过并购中山道勃法（现广东金城金素药业）获得抗生素制剂批文和生产能力，切入下游头孢制剂。2016年6月，公司与下游客户 ACS DOBFAR 达成战略合作框架，在引进头孢唑啉钠和头孢西丁钠国外原研原料药的基础上获得其他进口原料药产业合作优先权，搭建“原研品质，制剂地产”合作平台，推动制剂一体化，目前已形成“侧链中间体—进口原研原料药—高端制剂”的全产业链拓展。

图 6：公司头孢抗生素产业链布局



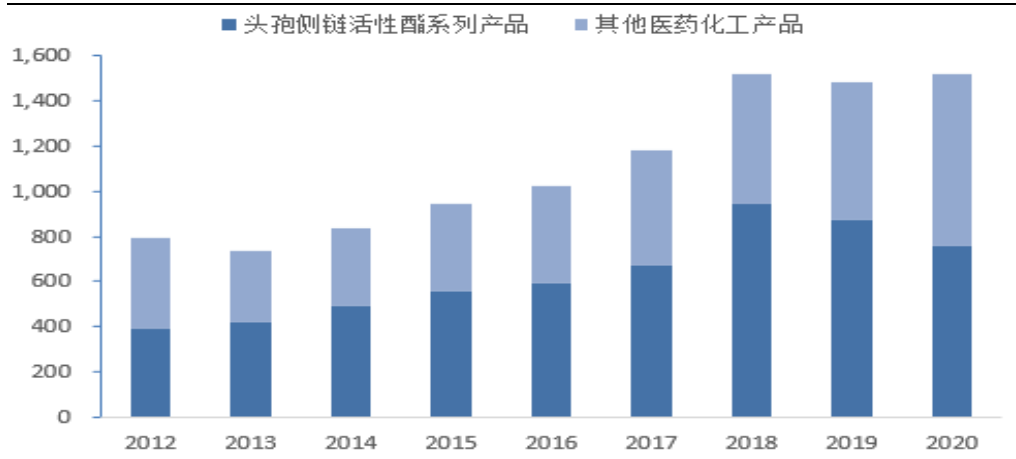
数据来源：药智网、公司年报、东北证券

### 2.2. 头孢中间体龙头地位持续巩固，中间体及医药化工业务稳中有进

自 2011 年“限抗”政策出台以来，我国头孢中间体行业面临产能出清，公司作为我国头孢中间体龙头依托领先的技术工艺，与下游长期稳定的客户关系与长期积累的品牌优势，抓住行业集中度提升机会，不断巩固自身龙头地位，目前公司旗下 3 个全资子公司金城医药化工、金城柯瑞化学和汇海医药化工主要从事头孢侧链活性酯

系列产品和其他医药化工产品生产，主要产品包括：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，主要产品平均市场占有率达 60%以上，新品头孢呋辛酸项目今年正式投产，产品不断丰富；公司技术工艺水平高，第三代头孢抗菌素中间体活性酯关键技术及产业化项目获得国家科技进步奖二等奖，产品技术和成本优势明显。板块业务收入自 2012 年短暂回调后迅速恢复，并保持持续稳定增长，充分说明了公司中间体龙头地位的不断巩固；2020 年因受疫情影响公司产品销量有所下降，疫情结束后有望重回增长。

图 7：中间体及化工医药历年营收（百万元）



数据来源：wind、东北证券

### 2.3. 入局高毛利头孢制剂领域，受益“一致性评价”与“集采”政策

2015 年，金城医药收购中山市金城道勃法（现金城金素）后拥有了头孢曲松、头孢噻肟、头孢他啶等较为齐全的头孢菌素类药品制剂批文以及相应的药品生产能力，正式入局高毛利头孢制剂领域，2016 年与意大利 ACS DOBFAR GROUP 达成战略合作协议，引进与原研品质一致的头孢类制剂原料药，搭建“原研品质，制剂地产”合作平台，并将此模式向其他下游客户复制，实现原研品质头孢制剂地产化，进一步提高制剂产品品质，目前公司拥有 44 个注射用头孢制剂批文，品种覆盖市场大部分主流的一、二、三、四代头孢菌素，主要产品有头孢唑林钠、头孢曲松钠、头孢他啶、头孢噻肟、头孢硫脒等。

我国头孢制剂市场达千亿级规模，公司为一致性评价与集采政策的显著受益者。凭借产业链一体化协同优势，同时公司通过增加新适应症和新规格等方式与其他产品形成差异化竞争以及公司通过采购与原研药品质一致的原料药生产头孢制剂，确保公司产品质量和疗效与原研接近，相较其他企业，公司在一致性评价中更具优势。目前公司已有三个重磅品种成功通过一致性评价工作，分别为注射用头孢唑林、头孢曲松钠和头孢他啶，其中注射用头孢曲松钠为首家新增适应症过评，注射用头孢唑林为首家过评，率先通过一致性评价使公司获得很大竞争优势，同时为后续十余个头孢品种注射剂进行一致性评价或改良型、创新药等进行申报提供了经验。近期，公司成功中标国家集采第五批两个品种，分别为头孢唑林 1.0g 规格，中标省份为天津市、浙江省、河南省、贵州省、云南省和青海省，中标价 14.5 元/瓶；头孢他啶 1.0g 规格，中标省份为天津市、浙江省和福建省。预估整体降价 70%左右，降价后毛利率 70%以上，三年供应期内每年约定的采购额底线在 2 亿元内，制剂板



块盈利能力得到增强。

**表 2：第五批集采品种企业竞争格局**

集采品种	2019 年医疗终端市场销售额 (亿元)	企业竞争格局	企业名称	评价种类
注射用头孢唑林钠	23.05	7	金城全素	国产过评
			成都倍特	国产过评
			华润九星	国产过评
			齐鲁制药	国产过评
			石药中诺	国产过评
			华北华民	国产过评
			大冢制药	进口原研
			山东润泽	国产过评
			齐鲁制药	国产过评
			科伦药业	国产过评
			山东金城	国产过评
			石药欧意	国产过评
			成都倍特	国产过评
			北大医药	国产过评
注射用头孢曲松钠	15.92	15	海灵化学	国产过评
			国药致君	国产过评
			国药致君	国产过评
			普德药业	国产过评
			上药新亚	国产过评
			立健药业	国产过评
			积大制药	国产过评
			罗氏	进口原研

数据来源：药春秋，东北证券

### 3. 谷胱甘肽全球龙头，医美保健、饲料等应用领域大有可为

#### 3.1. 谷胱甘肽：应用前景广阔，具备大品种潜力

谷胱甘肽是由谷氨酸、半胱氨酸及甘氨酸组成的一种多肽，广泛存在于动、植物包括人类的各个机体器官中，在维持细胞生理功能方面起着重要的作用，谷胱甘肽的生理功能可以归纳为 1、参与细胞内的氧化还原反应；2、参与细胞内代谢循环；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。目前其在医疗、医美保健、食品添加剂和动植物养殖均有应用。

##### 3.1.1. 先进技术、稀缺牌照成就全球谷胱甘肽龙头

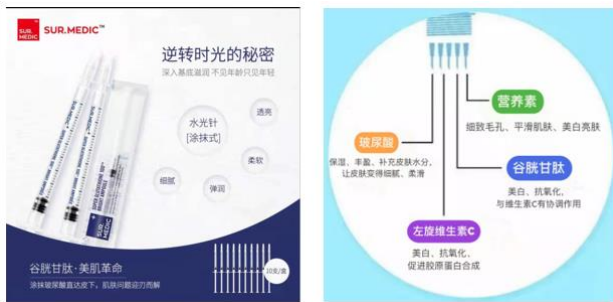
谷胱甘肽发酵和提取过程复杂，技术工艺壁垒高，且目前国内仅两张谷胱甘肽原料药批文。公司于 2007 年与日本钟化签署了 20 年排他性技术转让协议，引进谷胱甘肽发酵工艺，而后进行技术优化，产品质量和工艺流程有了很大提升，同时也提高了技术仿制的壁垒。2012 年公司获得国内唯二的生产批文，打破了国内对原料药主导供应商日本协和依赖。目前谷胱甘肽原料全球供应商主要为金城医药和日本协和发酵，国内厂商如开平牵牛、安徽古特生物等采用酶催化法，产量小同时国内缺少

牌照，竞争力较弱，公司与日本协和均采用发酵法成本优势明显，但公司发酵工艺优化后成本较日本协和低，凭借低成本与国内下游企业产业链内控需要，公司产品市占率不断提升，目前已超 80%，2019 年下半年，日本协和因生产地址和注册报批不一致与工艺问题，目前已停产，公司基本实现全球独家供应，市占率持续提升目前已超 90%。同时公司产能由 200 吨扩大至 500 吨，全球谷胱甘肽龙头地位不可撼动，掌握行业绝对话语权，未来产品有望迎来价量齐升。

### 3.1.2. 不可忽视的医美原料，谷胱甘肽医美保健品市场值得期待

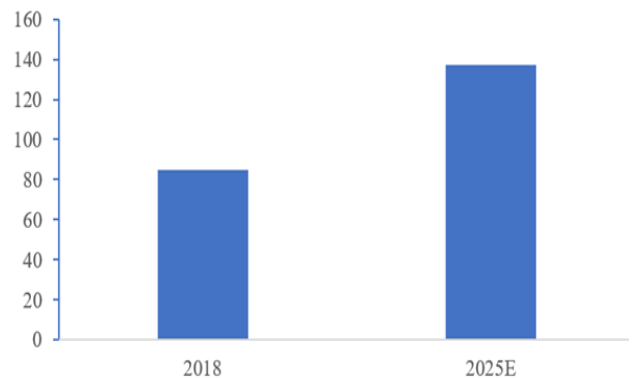
谷胱甘肽具有强大的抗氧化能力，能清除紫外线辐射诱导的表皮细胞中产生的活性氧，清除自由基，干扰黑色素的生成，因此具有美白功效。其主要美白应用途径为静脉注射、口服和外用(乳膏、洗面奶)目，目前谷胱甘肽作为医美原料已经在医美领域得到广泛应用，目前已成为美白针、水光针的主要成分，通过输液的形式进入体内被吸收或配合玻尿酸注射皮肤达到美白效果，同时谷胱甘肽也成为部分美白护肤品和口服美白保健品的主要成分。据 Grandviewresearch 预计 2025 年全球美白亮肤产品市场规模将达到 137 亿美元，且 2019-2025 年以 7.4% 的年均复合增速增长，未来谷胱甘肽医美领域需求量有望随着美白市场的发展以及人们对其美白功效的认识加深进一步扩大。

图 8：谷胱甘肽相关美白产品宣传图



数据来源：淘宝网，InfinityHealth&Cosmetics，东北证券

图 9：全球美白市场规模（亿美元）



数据来源：Grandviewresearch，东北证券

**国内保健品市场发展待启动，公司已有产品储备。**谷胱甘肽因其抗氧化，提高免疫力，保肝和排毒美白等功效在国外市场主要用于保健品和化妆原料，目前保健品主要品牌有美国普丽普莱、美国 GNC 健安喜、新加坡 LAC 利维喜等国外品牌，国内保健品市场发展较慢，产品主要以进口品牌为主，国产品牌稀少，主要为金城医药的谷宜甘与花青肽美对应公司在 2016 年和 2019 年获批的谷胱甘肽葡萄籽维生素 CE 片和谷胱甘肽茶多酚片两款产品。公司保健品定位高端，产品组合完善，并且切合当下美容保养、熬夜饮酒护肝的热点需求，但目前渠道主要为线下美容院，公司营销环节薄弱，销量较小，但随着未来营销团队的建设与市场开拓，公司保健品销量有望打开新空间。

图 10：公司保健品产品宣传图



数据来源：公司官网,东北证券

表 3：公司谷胱甘肽保健品产品

品牌	产品	面向群体	主要成分	主要功效
谷宜甘	谷胱甘肽葡萄籽维生素 CE 片	女性群体为主	谷胱甘肽、茶多酚	抗氧化、抗衰老、美白等美容保养
花青肽美	谷胱甘肽茶多酚片	男性群体为主	谷胱甘肽、葡萄籽提取物、维生素 C、E	熬夜、饮酒等化学性肝保健

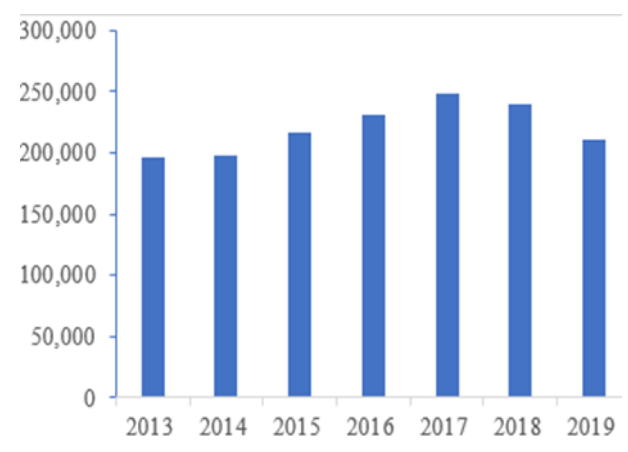
数据来源：公司公告，东北证券

### 3.1.3. 谷胱甘肽医药端需求量有望保持稳定增长

谷胱甘肽原料药在国内主要应用在医药领域，公司药用级市场份额达到 90%以上。谷胱甘肽具有重要的抗氧化和整合解毒作用，临床主要用于病毒性、药物毒性、酒精毒性及其它化学物质引起的肝脏损害，也是癌症患者放化疗时的辅助治疗药物，对急性贫血、成人呼吸窘迫综合症、败血症联合治疗有着积极的作用，目前谷胱甘肽临床药品包括谷胱甘肽注射剂、谷胱甘肽含片和滴眼液等，其中主要以注射剂与片剂为主，适应症为用于酒精、病毒、药物及其他化学物质导致的肝损伤的辅助治疗。

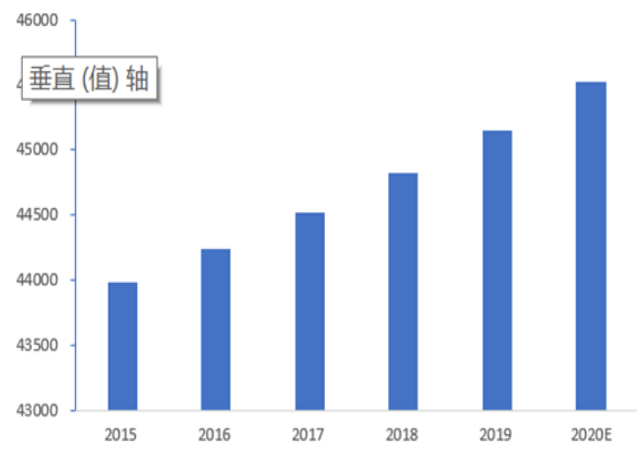
2019 年公司药用级市场份额达到 90%以上，公司谷胱甘肽原料药主要供货下游制剂企业，主要包括重庆药友、上海复旦复华和山东绿叶等，其中重庆药友制药产品申请批文数最多。从药用市场看，仅从谷胱甘肽样本公立医院销售数据来看自 2015 年来样本城市公立医院销售额就达到 20 亿元以上，目前我国肝病患者数量超 4.5 亿且保持增长态势由此带来的肝病市场巨大，未来随着谷胱甘肽药用价值的进一步挖掘以及谷胱甘肽品种制剂推出，预计谷胱甘肽医药端需求量有望稳定增长。

图 11: 谷胱甘肽样点公立医院销售数据 (万元)



数据来源: 米内网, 东北证券

图 12: 我国各类型肝病患者人数 (万人)



数据来源: 东北证券

### 3.1.4. “禁抗”政策下, 谷胱甘肽为“替抗方案”提供新选择

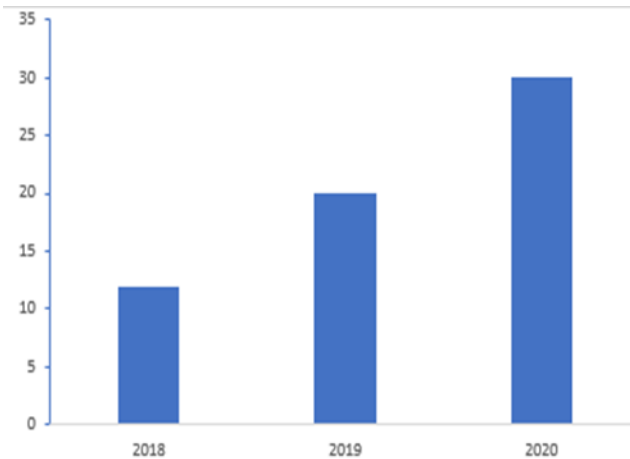
照《遏制细菌耐药国家行动计划 (2016 - 2020 年)》和《全国遏制动物源细菌耐药行动计划 (2017 - 2020 年)》部署, 自 2020 年 7 月 1 日起我国正式出台全面“禁抗”的决定, 饲料中全面禁止添加抗生素, 目前谷胱甘肽及衍生产品在动物养殖领域已展开相关研究与应用, 研究主要集中在提高动物的抗氧化性能、生长性能、抗应激能力和繁育能力, 近年来在水产动物、猪、鸡、羊和牛等动物中得到广泛应用。目前, 金城生物先后联合中国海洋大学、中国科学院海洋研究所、广东省农科院等国内知名院所, 就谷胱甘肽在水产动物(鱼虾)中的营养生理功能展开系统研究, 发现谷胱甘肽能促进大西洋鲑、南美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。目前公司已成立动保部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, 把握“禁抗”政策下的替代机会。

### 3.2. 腺苷蛋氨酸: 销量增长迅速, 有望打开亿级市场

腺苷蛋氨酸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主要用于保健品, 功效主要是缓解关节疼痛和改善情绪, 含税价格每吨 90 万左右; 丁二磺酸腺苷蛋氨酸用于药品, 治疗肝脏疾病, 药品级丁二磺酸盐价格每吨 200 万元左右, 目前公司主要出口保健品级别的对甲苯磺酸腺苷蛋氨酸, 主要市场为北美、印度、南美和欧洲等地区; 药品级丁二磺酸盐市场主要在欧洲、俄罗斯和印度等国家和地区。公司现有产能 60 吨, 2018 年-2020 年分别实现销售 12 吨、20 吨、30 吨销量增长迅速。目前丁二磺酸腺苷蛋氨酸原料药完成俄罗斯、印度、土耳其三个国家的 DMF 资料申报, 打开突破口; 国内正积极申请下游制剂批文, 目前已完成原料药准备备案, 制剂处于质量研究阶段, 完成工艺验证, 未来若形成销售, 有望打开亿级市场空间。

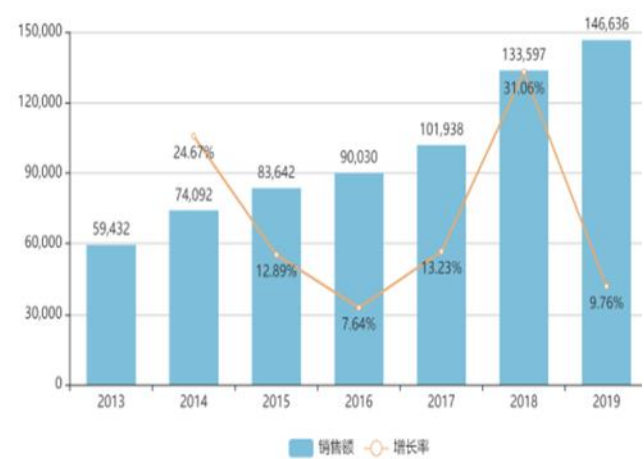


图 11：公司近年腺苷蛋氨酸销量（吨）



数据来源：公开资料整理，东北证券

图 14：甘氨酸公立医院市场趋势（万元）



数据来源：米内网，东北证券

### 3.3. 新品 PQQ 布局子宫内膜异位症蓝海市场

PQQ（吡咯喹啉醌）是一种氧化还原酶辅基，能够刺激身体产生免疫抗体，全面提高身体的免疫功能，消除自由基过多而导致的多种病症，是一种新型水溶性维生素。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专利。子宫内膜异位症是一种常见的妇科慢性病，约有 10% 的育龄女性患子宫内膜异位症，根据世界银行 2017 年的估计人口，全世界约有 1.9 亿女性患子宫内膜异位症，医疗市场巨大，其治疗方式包括手术切除病变和激素药物治疗，副作用大，并且疗效不一，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。各方一致承诺，公司生物子公司是本项目原料药的唯一供应方，公司有偿向南京三众提供 PQQ 原料药。

## 4. 依托新产品，深挖潜在品种优势，金城泰尔有望再起航

### 4.1. 收购成立金城泰尔切入特色专科终端制剂领域

特色专科药板块以妇儿科体，2017 年，公司对完成朗依制药（现金城泰尔）的收购正式切入以妇儿科特色专科终端制剂领域，目前致力于打造女性全生、命周期产品，全方位呵护女性健康。自 2017 年来，金城泰尔收入不达公司预期目标致使公司连续三年计提商誉，2019 年仅实现净利润 2,811.84 万元，较 2018 年下滑 74%，其主要原因有三点：(1) 近年来国家推动医疗卫生体制改革，两票制、4+7 带量采购等政策出台使金城泰尔自 2018 年起开始逐步调整各地区的营销模式，减少流通环节，影响金城泰尔部分地区的销售出现下降。(2) 销售渠道和团队整合的影响以及公司加强市场推广、提升品牌形象及销售终端开发，市场开发费、推广费等费用增加。(3) 自 2017 年 12 月起“匹多莫德疗效事件”持续发酵，匹多莫德分散片作为金城泰尔核心产品受此影响产销量快速下滑，从而导致金城泰尔利润下降。



**表 4：公司匹莫德分散片销量（万盒）**

	2017	2018	2019
匹莫德分散片销量（万盒）	968.84	220.43	192.27

数据来源：公司公告，东北证券

#### 4.2. 依托新产品，深挖潜在品种优势，金城泰尔有望再起航

目前公司主要产品为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、匹多莫德分散片等产品。目前，以上几个产品均被纳入国家医保目录，其中妇科药硝呋太尔制霉菌素软胶囊实现原料+制剂一体化，市场份额超过 50%，稳居市场首位；公司拥有普罗雌烯系列产品批准文号 3 个，其中氯喹那多普罗雌烯阴道片新升级产品作为一种非抗生素类广谱抗菌剂被新增纳入医保目录是国内该产品剂型最全的生产企业，去年下半年已有北京、甘肃、湖北、江西、辽宁、广西、山东等地挂网成功，2020 年普罗雌烯销售预计可实现快速增长；匹多莫德分散片以其易携带、易溶水、易服用的特性，市场占有率排名第一。卡贝缩宫素注射液（朗依卡贝欣）获得批文，视同通过国内首家一致性评价；与同类药物相比有快速起效、半衰期长，无需长时间静脉滴注，单次给药，使用方便等优势，且储存条件优于原研地产化，国内首家无需冷藏仅需阴凉存储，有望打开十亿级市场

另外公司新设原料药平台可销售产品有匹多莫德、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。抗真菌类泊沙康唑原料已完成申报，为了未来把泊沙康唑打造成公司的主力产品，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）降低成本，增强市场竞争力，迅速抢占市场。

**未来金城泰尔妇科全生命周期品牌效应将逐渐显现。**硝呋太尔制霉菌素阴道软胶囊、硝呋太尔胶囊产品收入水平预计将稳步提升。匹多莫德分散片因质疑匹多莫德疗效事件销售受到影响，预计 2020 年市场回暖，且匹多莫德分散片原有销售均以免疫调节剂作为主要推广方向，新的说明书修订之后将于朗 - 7 - 依系列品牌产品形成协同，主要用于泌尿系统感染的辅助治疗，产品与“朗依”妇科品牌形成协同效应，销售收入有望增长。目前公司盘活已有批准文号药品：完成以“普罗雌烯”为主要原料的三个独家医保上市品种；一个为独家医保剂型/规格品种“硝呋太尔胶囊”；由原 3 个妇科上市产品增长为 7 个妇科管线产品，其中 6 个产品为 2019 年版国家医保目录产品；于 2020 年 12 月初步形成以生殖道为基础的“朗依妇科全生命周期 7 大上市产品”，形成产品管线和品牌协同。2020 年随着金城泰尔独家品种普罗雌烯乳膏和普罗雌烯软胶囊；氯喹那多普罗雌烯阴道片及蒙脱石散等新产品的上市将提升金城泰尔的收入水平。随着新品和优势品种的放量以及销售团队与渠道的建设发力，金城泰尔有望重新起航。

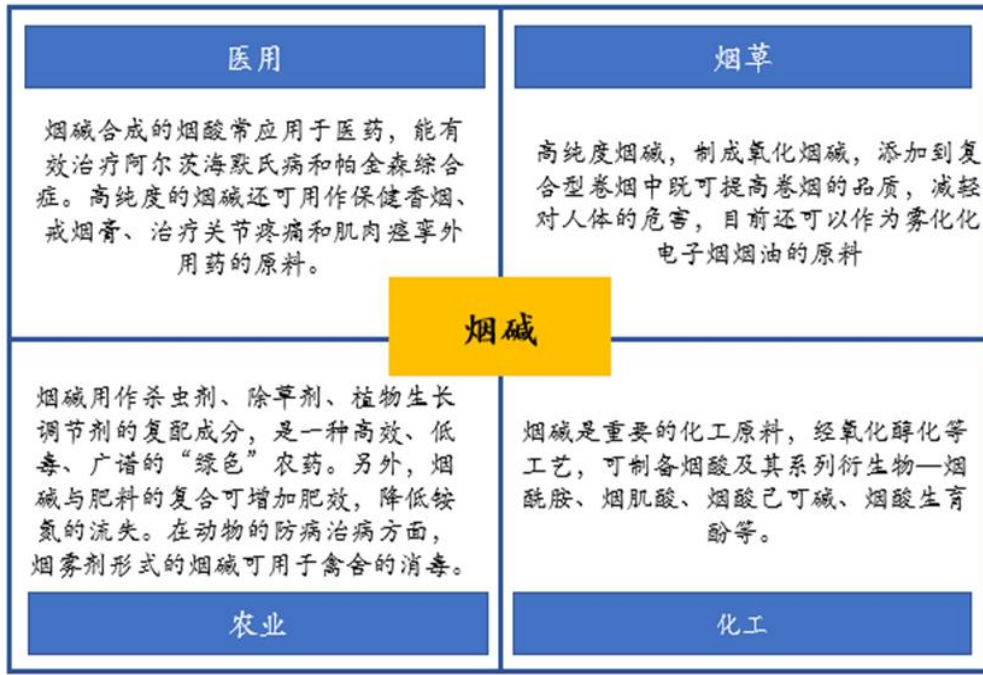
## 5. 突破高壁垒技术，进军烟碱蓝海市场

### 5.1. 人工合成烟碱：烟碱行业发展的必然趋势

烟碱又称为尼古丁，是一种天然生成的液态生物碱，具有强烈的生理活性，在医药、

香烟、农业、化工等领域均有应用，目前烟碱获取途径主要为从烟草等生物中提取。人工合成烟碱是通过有机和药物合成的理论，用合适的化学试剂作为起始原料，在特定的反应条件下，经过多步的化学反应定向合成而获得，是一种高纯度高含量的白色晶体，相比提取烟碱，人工合成烟碱含有害物质少，同时作为电子烟烟油原料口感更舒适且性质稳定易保存不易挥发。目前，市场上所用的尼古丁主要为天然尼古丁，主要来源为烟草等植物提取，含量较低，成本较高，且受制于品种、气候等因素影响，合成尼古丁越来越受到重视，是未来烟碱行业发展的必然趋势。

图 15：烟碱应用领域及作用



数据来源：公开资料整理，东北证券

表 5：人工合成烟碱与提取烟碱优劣比较

	有害性	性质稳定性	电子烟口感
<b>提取烟碱</b>	含七个对人体有危害的杂质，A 新烟草碱、B 二烯烟碱、C 可替宁、D 麦斯明、E 尼古丁-N-氧化物、F 去甲烟碱和 G 假木贼碱	液体，易挥发和易氧化变色	有击喉感击肺感，刺激性强
<b>人工合成烟碱</b>	无提取烟碱中的七大有害杂质	白色晶体（固体），不挥发和不易氧化变色	柔和、顺滑且后劲足

数据来源：公开资料整理，东北证券

## 5.2. 突破高壁垒技术，铸就核心竞争力

由于步骤繁琐，工艺复杂且成本高昂，人工合成烟碱技术壁垒高。Next Generation Labs 为人工合成烟碱的唯一领先开发商，获得 TFN 首次合成尼古丁的专利并于 2018 年首次成功实现用于烟草、制药和科学研究行业的纯合成 S 异构体尼古丁的商业规模批量生产。2020 年公司申请的技术专利《一种高光学纯度 S-去甲基烟碱的制备方法》、《一种高光学纯度烟碱的制备方法》创新性地使用生物酶催化技术，可成功得到高收率、高纯度的左旋烟碱，相较于以 TFN 为主的纯化学合成法可直接生成左旋烟碱，无需进行拆分，制备路线短，总收率高，且环境污染小，后处理费用低廉，

催化循环优秀，这表明公司成功突破人工合成烟碱高壁垒技术，目前该技术合成烟碱纯度最高可达 99.7% 虽低于 Next Generation Labs 公司技术最高的 99.97%，但已完全实现 99.5% 的电子烟产品应用标准，同时借鉴公司在谷胱甘肽技术优化的成功先例，我们认为凭借通过发挥在生物发酵和医药化工结晶的技术优势，公司人工合成烟碱技术有望进一步提高合成烟碱纯度有望突破 99.9%。

图 16：公司合成烟碱专利



数据来源：国家知识产权局，东北证券

### 5.3. 积极布局电子烟上游市场，产能即将投产

**作为电子烟上游原材料，合成烟碱或成电子烟新战场。**公司与电子烟巨头恒信科技达成深度合作，已联手申请人工合成烟碱技术专利，未来双方有望在烟碱产品销售中继续保持合作；同时从市场方面了解到，公司前期已向下游客户提供烟碱试用并收到积极反馈，若未来公司与恒信科技等电子烟下游企业就产品销售达成合作，将有利于公司快速切入电子烟上游行业。目前公司 200 吨合成烟碱产能推进顺利，预计年内可实现投产，同时公司有着多年的化工合成产品和生物发酵产品的生产经验，拥有技艺稳定和成熟的员工队伍，可确保产品从实验室到后期放大生产及规模化生产的产品质量稳定性。200 吨产能基础上，公司预留有 500 吨产能规划，若产品销售顺利同时实现出口，未来产能有望进一步扩大。我们预计公司烟碱产品销售价格约为 400 万元每吨，未来将为公司贡献每年超两亿新增利润，若公司工艺技术顺利提升产品纯度突破 99.9%，产品进入医用级市场，价格可提升至千万元每吨，烟碱市场存在巨大发展机遇。

## 6. 投资建议

公司头孢唑林、头孢他啶两个品种进入国家第五批集采，制剂一体化道路已经打通。谷胱甘肽扩产打开市场空间，烟碱高壁垒为公司带来先发优势，将充分享受电子烟市场大发展红利。我们预测公司 2021-2023 年实现营业收入 36.26/44.51/54.79 亿元，实现归母净利润 3.3/4.53/6.43 亿元，对应 EPS 为 0.85/1.16/1.65 元，对应 PE 为

38.28/27.92/19.66X，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 7. 风险提示

烟碱项目进展不及预期、电子烟政策监管

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,075	861	858	968
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	693	921	1,132	1,379
存货	284	332	399	473
其他流动资产	170	175	191	203
<b>流动资产合计</b>	<b>2,222</b>	<b>2,289</b>	<b>2,580</b>	<b>3,023</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	23	23	23	23
固定资产	1,477	1,789	2,013	2,246
无形资产	494	568	597	634
商誉	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,778</b>	<b>3,157</b>	<b>3,437</b>	<b>3,725</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,000</b>	<b>5,446</b>	<b>6,017</b>	<b>6,748</b>
短期借款	154	154	154	154
应付款项	300	349	424	500
预收款项	0	29	32	28
一年内到期的非流动负债	179	179	179	179
<b>流动负债合计</b>	<b>1,149</b>	<b>1,314</b>	<b>1,509</b>	<b>1,721</b>
长期借款	255	301	348	397
其他长期负债	129	129	129	129
<b>长期负债合计</b>	<b>384</b>	<b>429</b>	<b>476</b>	<b>526</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,533</b>	<b>1,743</b>	<b>1,985</b>	<b>2,247</b>
归属于母公司股东权益合计	3,438	3,668	3,990	4,453
少数股东权益	29	36	41	48
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,000</b>	<b>5,446</b>	<b>6,017</b>	<b>6,748</b>

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>2,962</b>	<b>3,626</b>	<b>4,451</b>	<b>5,479</b>
营业成本	1,240	1,522	1,800	2,132
营业税金及附加	34	53	70	93
资产减值损失	-750	-3	-1	-2
销售费用	803	1,049	1,296	1,638
管理费用	336	405	500	615
财务费用	28	-5	0	2
公允价值变动净收益	2	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>-415</b>	<b>344</b>	<b>468</b>	<b>639</b>
营业外收支净额	-11	48	47	38
<b>利润总额</b>	<b>-425</b>	<b>393</b>	<b>515</b>	<b>677</b>
所得税	55	56	57	28
净利润	-481	336	458	649
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>-489</b>	<b>330</b>	<b>453</b>	<b>643</b>
少数股东损益	8	6	6	6

现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>净利润</b>	<b>-481</b>	<b>336</b>	<b>458</b>	<b>649</b>
资产减值准备	770	3	1	2
折旧及摊销	216	274	225	234
公允价值变动损失	-2	0	0	0
财务费用	28	14	15	17
投资损失	0	0	0	0
运营资本变动	21	-117	-99	-120
其他	-6	-49	-48	-39
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>546</b>	<b>462</b>	<b>553</b>	<b>742</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-451</b>	<b>-607</b>	<b>-458</b>	<b>-484</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>-192</b>	<b>-69</b>	<b>-98</b>	<b>-147</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>308</b>	<b>54</b>	<b>251</b>	<b>443</b>

财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	-1.25	0.85	1.16	1.65
每股净资产 (元)	8.81	9.40	10.22	11.41
每股经营性现金流量	1.40	1.18	1.42	1.90
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	6.0%	22.4%	22.8%	23.1%
净利润增长率	-340.5%	167.5%	37.1%	42.0%
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	58.1%	58.0%	59.6%	61.1%
净利润率	-16.5%	9.1%	10.2%	11.7%
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	85.35	89.44	89.43	88.07
存货周转天数	83.59	79.75	80.94	80.99
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	30.7%	32.0%	33.0%	33.3%
流动比率	1.93	1.74	1.71	1.76
速动比率	1.65	1.46	1.41	1.44
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	27.1%	28.9%	29.1%	29.9%
管理费用率	11.3%	11.2%	11.2%	11.2%
财务费用率	0.9%	-0.1%	0.0%	0.0%
<b>分红指标</b>				
分红比例	-15.9%	30.0%	28.7%	28.0%
股息收益率	0.6%	0.8%	1.1%	1.5%
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	—	38.28	27.92	19.66
P/B (倍)	2.16	3.44	3.17	2.84
P/S (倍)	4.12	3.36	2.74	2.22
净资产收益率	-14.2%	9.0%	11.3%	14.4%

资料来源：东北证券



**研究团队简介：**

王风华：东北证券研究所绝对收益组组长、绝对收益首席分析师，兼任非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生，证券行业从业 23 年，2019 年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012 年至 2014 年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师，2016—2017 年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind 资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过 500+上市公司，对券商等行业有深入的研究。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区三里河东路五号中商大厦 4 层	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-61001805	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-61001807	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-61002025	13122617959	liuyq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
赵丽明	010-58034553	13520326303	zhaolm@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyig@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouying1@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozy@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
姜青豆	0755-33975865	18561578188	jiangqd@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengll@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王星羽	0755-33975865	15622820131	wangxy_7550@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn