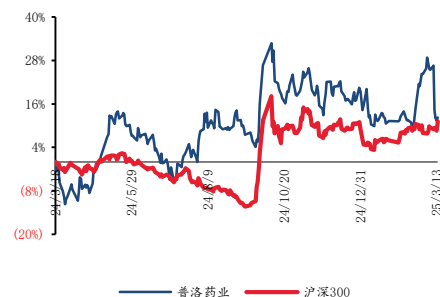


医药生物

原料药制剂一体化布局加速，CDMO 有望迎来新通胀时代

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股) 11.69/11.69
总市值/流通(亿元) 178.67/178.61
12 个月内最高/最低价 18.96/12.23 (元)

相关研究报告

<<普洛药业(000739) 2021 年一季报点评: Q1 业绩超预期, 产能建设进入提速期>>—2021-04-20

<<普洛药业(000739) 2020 年年报点评: 全年业绩略超预期, CDMO 业务进入加速期>>—2021-03-12

<<普洛药业(000739) 2020 年三季报点评: Q3 业绩符合预期, 公司业务结构改善明显>>—2020-10-22

证券分析师: 周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

证券分析师: 乔露阳

E-MAIL: qiaoly@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524080001

报告摘要

确立 2030 发展战略, 股票回购彰显长期发展信心。公司创立于 1989 年, 是横店集团旗下的医药产业平台, 于 2001 年在深交所“借壳上市”, 主营原料药、CDMO、药品、医美及化妆品原料业务, 旗下有原料药生产工厂 7 家, 制剂生产工厂 2 家。2017 年, 公司实施组织管理结构和发展战略重大调整, 实行“职能+事业部”的统一管理模式, 确立“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”发展战略, 于 2023 年全面实现战略目标。2024 年 8 月, 确立 2030 发展战略“做精原料、做强 CDMO、做好药品、拓展医美”, 引领公司迈入新发展阶段。公司两次开展股票回购, 彰显长期发展信心。2024 年 3 月 27 日, 公司发布公告, 拟以 1.50-2.00 亿元回购股份, 最终累计回购股份 1,088.00 万股, 占公司总股本的比例为 0.93%, 回购总金额为 1.53 亿元(不含交易费用), 拟全部注销减少注册资本。2025 年 2 月 19 日, 公司发布公告, 拟以 0.75-1.50 亿元回购股份用于股权激励或员工持股计划, 回购价格不超过 22 元/股(含), 彰显长期发展信心。

原料药中间体基本盘稳固, 加快医美业务布局。公司为国内特色原料药头部企业, 主要产品覆盖口服头孢系列、口服青霉素系列、兽药原料药中间体系列、精神类系列和心脑血管类系列, 其中头孢克肟、盐酸金刚烷胺、(伪)麻黄碱等原料药占有重要市场地位。近年公司大幅增加 API 的立项数量, 布局恩格列净、玛巴洛沙韦、阿维巴坦、阿格列汀等专利悬崖品种, 也在布局药用的多肽和美容肽, 2024 年公司完成 20 个产品 DMF 申报, 预计未来 3-5 年内增加 API 的 DMF 数量 30-50 个, 新产品有望贡献新增量。此外, 在兽药业务上, 预计随着产能的持续出清, 供需有望逐渐平衡, 产品价格上涨可期, 公司兽药原料药盈利能力有望修复。在医美业务上, 公司正式成立医美及化妆品原料事业部, 短期内聚焦化妆品原料、美容产品、胶原蛋白等, 远期或布局肉毒素等更多的品类, 逐渐丰富产品矩阵。产能方面, 公司新增了新产品配套产能 303、304 多功能车间, 并拟投资 3 亿元建设多肽原料药车间, 设计产能 1.2-2 万升, 目前正处于设计阶段。

CDMO 有望迎来新通胀时代, 公司研发阶段项目高速增长, CDMO 业务有望逐步进入收获期。2017 年-2021 年, 创新药政策端发力拉动医药外包需求大幅提升, CXO 行业迎来第一阶段黄金期。2021 年后, 国谈及 CDE 指导文件引发市场对创新药预期改变, CXO 终端需求出现明显波动, 行业迎来低谷期。2024 年以来, 国务院审议通过了《全链条支持创新药发展实施方案》, 国家医保局表示计划于 2025 年内发布第一版丙类目录, 创新药支持政策陆续出台, 将有效改善创新药终端销售预期, 上游 CXO 等各个环节有望迎来自 2017-2021 年之后的第二轮通胀时代。以美国为例, 1970 年-2010 年药物研发成本通胀超 10 倍。而 2010 年美国 CPI 较 1970 年上涨约 7 倍, 远低于同期药品研发成本通胀水平。2024 年, 公司研发阶段项目

目达 641 个，同比增长 42%，占比达到 64%，形成了良好的漏斗形的状态，预计未来 2-3 年随着公司前端项目向后端延伸，商业化订单数量将实现较快增长，CDMO 业务有望逐步进入收获期。

政策加速制剂行业集中度提升，“多品种、多渠道”发展策略助力制剂业务快速增长。四同、三同政策将推进我国仿制药去品牌化进程，且对单一剂型、定价或规格差异而生存的小型药企或 MAH 持证人将形成一定抑制，行业或将向多批文、高人效的头部企业加速集中。同时，MAH 制度的收紧也将打压 B 证企业的生存空间，如国家药监局发布《关于加强药品受托生产监督管理工作的公告（征求意见稿）》，要求①新批文审批期间不得转让，上市三年内不得转让，②对于临床价值低、同质化严重的药品，原则上不能委托生产等，2020-2023 年，我国生产制剂企业数仍处增长阶段，政策或推动行业真正开始出清。2024 年，公司制剂业务加快推进“多品种、多渠道”发展策略，一方面，持续加大制剂的研发投入，未来计划每年新立项开发的制剂项目超过 25 个，从 2025 年起每年获批 15-20 个制剂产品。另一方面，公司拥有院内和院外销售队伍 150 余人，非集采品种院外市场销售占比约 30%，通过挖掘治伤软膏等潜力品种，进一步拓展市场。

● 盈利预测

我们预测公司 2025/26/27 年收入为 130.58/143.93/159.58 亿元，归母净利润为 11.53/13.24/15.48 亿元，对应当前 PE 为 16/13/12X，考虑到 CDMO 有望迎来新通胀时代，公司研发阶段项目高速增长，CDMO 业务将逐步进入收获期，同时原料药制剂一体化布局加速，随着 CDMO 及制剂业务占比提升，公司利润增长有望提速，估值应具备溢价，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业政策风险；市场竞争加剧风险；研发项目增长不及预期风险；原料药产品价格下滑风险；外汇汇率波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	12,022	13,058	14,393	15,958
营业收入增长率(%)	4.77%	8.62%	10.22%	10.88%
归母净利（百万元）	1,031	1,153	1,324	1,548
净利润增长率(%)	-2.29%	11.82%	14.84%	16.90%
摊薄每股收益（元）	0.89	0.99	1.13	1.32
市盈率（PE）	18.34	15.50	13.49	11.54

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、公司概况	6
（一）确立 2030 发展战略“做精原料、做强 CDMO、做好药品、拓展医美”	6
（二）股权结构稳定，股票回购彰显长期发展信心	7
（三）三大业务板块协同发展，未来着重建设多肽及制剂产能	7
（四）收入稳健增长，CDMO 及制剂业务占比提升	10
二、原料药中间体基本盘稳固，加快医美业务布局	11
（一）去库存阶段或已接近终结，印度原料药新产能释放仍需时间	11
（二）公司现有原料药业务稳定增长，新产品及医美业务陆续贡献新增量	16
三、CDMO 有望迎来新通胀时代，公司 CDMO 业务将逐步进入收获期	21
（一）创新药支持政策陆续落地，上游 CXO 等各个环节有望迎来新通胀时代	21
（二）研发阶段项目高速增长，CDMO 业务有望逐步进入收获期	27
四、政策加速制剂行业集中度提升，“多品种、多渠道”发展策略助力制剂业务快速增长	31
五、收入拆分与估值	34
（一）关键假设	34
（二）收入拆分与盈利预测	35
（三）PE 估值及投资建议	36
六、风险提示	37

图表目录

图表 1: 公司发展历程	6
图表 2: 公司股权结构	7
图表 3: 公司主要产品情况	8
图表 4: 公司主要生产基地情况	9
图表 5: 公司历年营业收入及增长情况	10
图表 6: 公司历年归母净利润及增长情况	10
图表 7: 公司营业收入构成（按业务划分）（亿元）	11
图表 8: 公司分业务毛利率情况（%）	11
图表 9: 公司历年毛利率及净利率情况（%）	11
图表 10: 公司历年期间费用率情况（%）	11
图表 11: 头孢菌素、青霉素工业盐产业链	12
图表 12: 青霉素、头孢菌素分类及代表药物	13
图表 13: 印度原料药 PLI 计划预算与实际支出情况（亿卢比）	14
图表 14: 2020 年至今国内青霉素工业盐市场价（元/十亿效价单位）	15
图表 15: 中国规模以上工业企业原料药产量	15
图表 16: 印度原料药及中间体从中国进口量	15
图表 17: 公司原料药及中间体主要产品	16
图表 18: 公司原料药中间体业务收入及增速	17
图表 19: 公司原料药中间体业务毛利率（%）	17
图表 20: 公司原料药及中间体产品销量及增速	17
图表 21: 兽药原料价格指数（VPi）	18
图表 22: 主要兽药产品价格	18
图表 23: 氟苯尼考主要竞争企业实际产能情况	19
图表 24: 国邦医药动保原料药销售收入及毛利率	19
图表 25: 2016-2030 年专利悬崖（十亿美元）	20
图表 26: TOP15 小分子药物核心专利到期时间	20
图表 27: 公司部分在研 API 情况	20
图表 28: 2017 年至今部分 CXO 企业股价涨跌幅（%）	22
图表 29: 2017 年至今部分 CXO 企业 PE（TTM，剔除负值）	22
图表 30: 中国部分新药累计研发支出（不包括失败临床成本和资本成本）	22
图表 31: 中美创新药定价对比	22
图表 32: 2020-2024 年中国 1 类新药 IND 及 NDA 审评完结品种数（个）	23
图表 33: 2020—2024 年美国 CDER 批准的创新药物数量（个）	23
图表 34: 2023 年中国医疗支付结构	24
图表 35: 2023 年美国医疗支付结构	24
图表 36: 美国医药市场规模及细分（十亿美元）	25
图表 37: 中国医药市场规模及细分（十亿美元）	25
图表 38: 2018-2024 年生物科技公司 IPO 上市数量	26
图表 39: 美国不同年代平均新药资本化研发成本变化	27
图表 40: 不同时期美国 CPI 相较 1970 年的变化	27
图表 41: 公司 CDMO 业务销售收入及增速	28
图表 42: 公司 CDMO 业务毛利率（%）	28
图表 43: 公司 CDMO 报价项目与进行中项目情况	28
图表 44: 公司 CDMO 进行中项目构成	28

图表 45:	公司 CDMO 商业化阶段项目构成 (个)	29
图表 46:	公司 CDMO 进行项目中 API 项目情况	30
图表 47:	按客户划分的 CDMO 业务收入占比情况	31
图表 48:	公司国采中标产品情况	32
图表 49:	公司制剂业务销售收入及增速	32
图表 50:	公司制剂业务毛利率 (%)	32
图表 51:	公司历年 ANDA 申报数量 (个)	33
图表 52:	2020 年底和 2023 年底制剂企业数量对比	34
图表 53:	公司收入及毛利率拆分	35
图表 54:	盈利预测表	36
图表 55:	估值对比	36

一、公司概况

(一) 确立 2030 发展战略“做精原料、做强 CDMO、做好药品、拓展医美”

公司是中国医药制造头部企业，2030 发展战略推动公司迈入新发展阶段。普洛药业股份有限公司（股票代码：000739）创立于 1989 年，是横店集团旗下的医药产业平台，于 2001 年在深交所“借壳上市”，主营原料药、CDMO、药品、医美及化妆品原料业务，旗下有原料药生产工厂 7 家，制剂生产工厂 2 家，主要原料药厂区均通过中国 NMPA，美国 FDA，欧盟 EMEA 和日本 PMDA 的官方审计，已成为国内特色原料药头部企业，位列化学原料药出口全国第 2 位；在 CDMO 业务方面，已与辉瑞、强生、默克等国内外头部创新药企形成了长期的战略合作伙伴关系；在制剂业务方面，公司建立了“百士欣”、“天立威”等品牌，拥有 120 多个制剂品种。

公司成立初期主要从事原料药、中间体业务，2012 年公司实施重大资产重组，完成了横店集团医药资产整体上市，搭建了从医药中间体到原料药、制剂，再到医药销售渠道的完整产业链。

2017 年，公司实施组织管理结构和发展战略重大调整，实行“职能+事业部”的统一管理模式，确立“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”发展战略，逐步将业务拓展至 CDMO 领域，通过在研发投入、平台建设、高端产能方面持续发力，2023 年，公司原料药及中间体、CDMO、制剂业务分别实现收入 79.87 亿元、20.05 亿元、12.49 亿元，全面实现战略目标。

2024 年 8 月，确立 2030 发展战略“做精原料、做强 CDMO、做好药品、拓展医美”，引领公司迈入新发展阶段。

图表1：公司发展历程

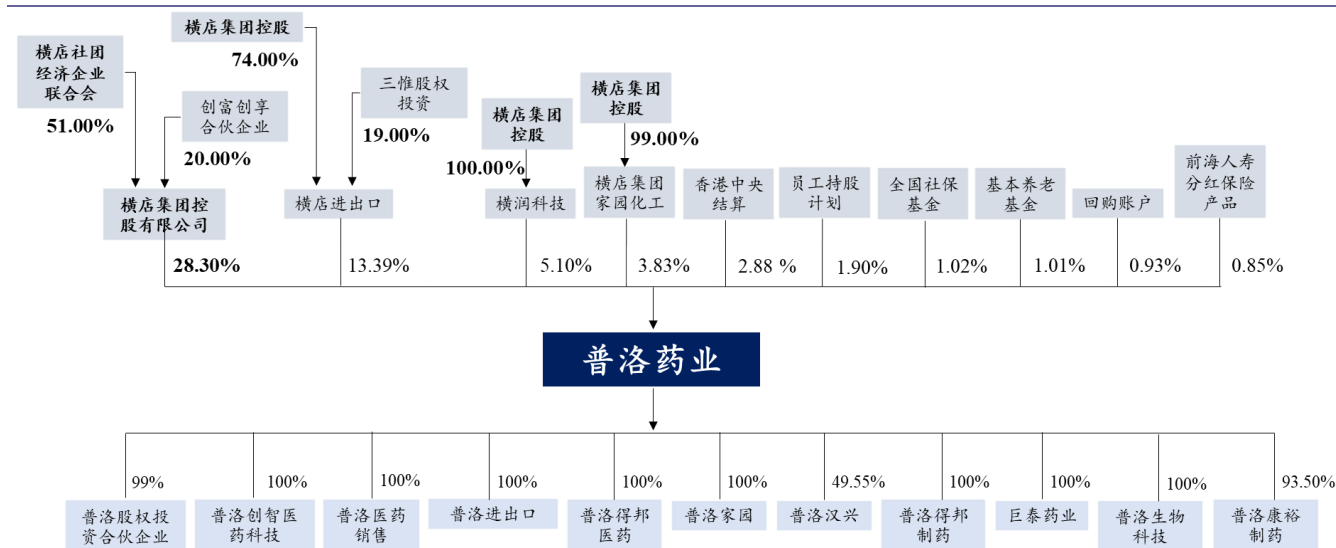


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 股权结构稳定，股票回购彰显长期发展信心

股权结构稳定，实行“职能+事业部”统一管理模式。公司实际控制人为东阳市横店社团经济企业联合会，控股股东为横店集团控股有限公司，浙江横店进出口有限公司、浙江横润科技有限公司、横店集团家园化工有限公司、东阳市横店禹山运动休闲有限公司为关联企业，与横店集团控股有限公司构成一致行动人关系，合计持股 51.41%。公司下设原料药、CDMO、制剂和医美及化妆品原料事业部，生产由子公司负责。

图表2：公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

两次开展股票回购，彰显长期发展信心。2024 年 3 月 27 日，公司发布公告，拟以 1.50-2.00 亿元回购股份，回购价格不超过 20 元/股（含），最终公司累计回购股份 1,088.00 万股，占公司总股本的比例为 0.93%，回购总金额为 1.53 亿元（不含交易费用），并于 2025 年 3 月 10 日发布公告拟全部注销减少注册资本。2025 年 2 月 19 日，公司发布公告，拟以 0.75-1.50 亿元回购股份用于股权激励或员工持股计划，回购价格不超过 22 元/股（含），彰显长期发展信心。

(三) 三大业务板块协同发展，未来着重建设多肽及制剂产能

三大业务板块协同发展，产品线涵盖多个治疗领域。公司主营业务涵盖原料药及中间体、CDMO、制剂、医美原料药，原料药中间体业务包括头孢系列、青霉素系列、精神类系列、心脑血管类系

列和兽药原料药中间体系列，其中人用药头孢克肟、盐酸金刚烷胺、（伪）麻黄碱等原料药品种占有重要市场地位，兽药主要是抗生素主流品种，应用于动物养殖和保健；**CDMO 业务**包括研发服务、商业化人用药项目、商业化兽药项目和其他商业化项目，客户覆欧洲、北美、日本和中国等地；**制剂业务**包括抗感染类、心脑血管类、精神类和抗肿瘤类等品类，主要产品有左乙拉西坦片、乌苯美司胶囊、头孢克肟系列、阿莫西林克拉维酸钾胶囊、左氧氟沙星片、琥珀酸美托洛尔缓释片、注射用氟氯西林钠、丁二磺酸腺苷蛋氨酸肠溶片、注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸、磷酸奥司他韦胶囊以及注射用头孢他啶（合作）等。**医美化妆品原料业务**依托化学合成以及合成生物学研发生产平台基础，形成了防晒、保湿等产品线，并将重点推进美容寡肽以及其他生物技术支持的医美原料项目。

公司已建立了多个技术平台，为产品研发和注册提供技术和体系支撑，在原料药事业部和 CDMO 事业部建立了流体化学、晶体与粉体、合成生物学及酶催化、多肽、泛偶联、高活化合物、寡核苷酸合成和制备与纯化技术平台，在制剂事业部，已建立了微丸缓控释技术平台、微片技术平台和干混悬剂技术平台。

图表3：公司主要产品情况

主营业务		主要产品
原料药及中间体	人用药	头孢克肟、盐酸金刚烷胺、（伪）麻黄碱、盐酸安非他酮、阿莫西林侧链系列、沙坦联苯母核、AE 活性酯、厄贝沙坦、磷酸奥司他韦、普瑞巴林、布瓦西坦等
	兽药	氟苯尼考母核、吉他霉素、硫酸黏菌素、酒石酸泰乐菌素、替米考星、马波沙星等
制剂	左乙拉西坦片、乌苯美司胶囊、头孢克肟系列、阿莫西林克拉维酸钾胶囊、左氧氟沙星片、琥珀酸美托洛尔缓释片、注射用氟氯西林钠、丁二磺酸腺苷蛋氨酸肠溶片、注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸、磷酸奥司他韦胶囊、注射用头孢他啶（合作）等	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

大规模产能扩张收尾，未来着重建设多肽及制剂产能。公司有原料药生产工厂 7 家（化学合成工厂 5 家，生物发酵工厂 2 家），制剂生产工厂 2 家，主要原料药厂区均通过中国 NMPA，美国 FDA，欧盟 EMEA 和日本 PMDA 的官方审计。2020 年，公司开始大规模扩张原料药及 CDMO 产能，截至 2022 年底，原料药 YP266、07101、KY21024、KY21027 生产线、上海 CDMO 实验楼、1906 生产线（CDMO）等均已投入运营，产能扩张收尾。2023 年-2024 年，公司陆续完成了多个 API 产品的

工艺改造，并新增了 303、304 多功能车间，横店 CDMO 研发楼、美国波士顿实验室、高端药物研发设计制造服务平台 CDMO 多功能车间陆续投入使用，年产 1 亿瓶头孢粉针剂生产线、头孢固体制剂生产线已投入生产。

根据公司战略规划，预计未来将保持适度投资，着重建设多肽及制剂产能，公司拟建设一条多肽生产线，满足多肽产品的生产需求，同时，拟新建一幢国际化高端制剂综合车间，增设口服固体制剂、冻干粉针剂、小容量注射剂等约 10 条生产线，提升制剂生产能力，目前 2 个项目正处于设计阶段。

图表4：公司主要生产基地情况

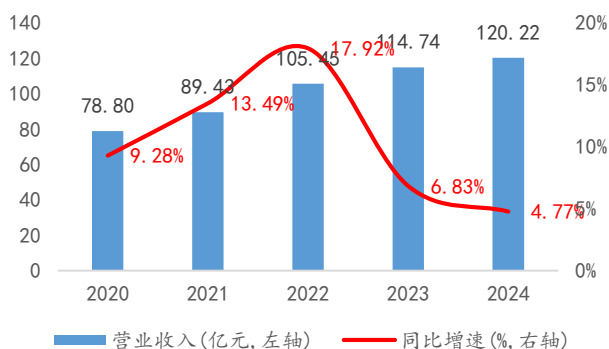
公司名称	主营业务	占地面积	官方审计	主要产品产能（包含在建）
浙江普洛得邦	临床/商业化原料药生产服务	14 万 m ²	美国 FDA、日本 PMDA	头孢克肟 60t/a、头孢丙烯 60t/a、头孢地尼 60t/a、头孢克洛 60t/a、头孢卡品酯中间体 40t/a、M3-AP077 15t/a(在建)、CDMO 研发实验室 200t/a
浙江普洛家园	临床前、临床/商业化原料药生产服务	25 万 m ²	美国 FDA、日本 PMDA	CDMO 生产基地（研发实验室、302 研发车间 80t/a、306 研发车间 120t/a）、盐酸安非他酮 100t/a、D-对羟基苯甘氨酸邓钾盐 2000t/a、丝氨酸 500t/a、美他沙酮 100t/a、达诺沙星 8t/a、洛索洛芬钠 100t/a、西洛多辛 5t/a 等
浙江普洛康裕	原料药、制剂、CDMO 及中药研发生产/制剂 CMO	46 万 m ²		CDMO 生产基地（研发实验室、3#工艺验证车间 90t/a、4#中试车间 110t/a）、乌苯美司 0.8t/a 及制剂、盐酸麻黄碱 500t/a 及制剂、盐酸金刚烷胺 250t/a（新厂区）、氧氟沙星 300t/a、盐酸金刚乙胺 50t/a 等
浙江巨泰药业	头孢菌素类、青霉素类药品生产基地/制剂 CMO 定制服务	7 万 m ²		青霉素口服制剂 1 亿袋/年、头孢注射制剂 9000 万瓶/年、头孢口服制剂 9 亿片/年等
安徽普洛生物	生物发酵类、化学合成中间体产品生产服务	36 万 m ²	中国/欧盟 GMP 认证	硫酸粘菌素及预混剂 3300t/a、恩拉霉素原粉及预混剂 2200t/a、D-HPG 4000t/a、左氧氟沙星 600t/a、4000t/a、盐霉素预混剂 4000t/a、抑菌类医药原料（AH22801）3500t/a 等
山东普洛得邦	头孢侧链活性酯生产基地	29.3 万 m ²		AE 活性酯 1500t/a、7-AVCA 300t/a、六氟化硫 6t/a、AP001 1300t/a 等
山东普洛汉兴	抗生素类、心血管类医药中间体生产基地	35 万 m ²		羟酸甲酯 6000 t/a、氨基酸 10000 t/a、D-乙酯 3000 t/a 等
浙江普洛生物	微生物发酵类产品生产基地	14.1 万 m ²	美国 FDA、日本 PMDA	吉他霉素 360t/a、泰乐菌素 300t/a、硫酸安普霉素 200t/a、兽药预混剂 15000t/a、芬苯达唑 500t/a 等

资料来源：公司公告，公司官网，公司环评文件，太平洋证券整理

(四) 收入稳健增长，CDMO 及制剂业务占比提升

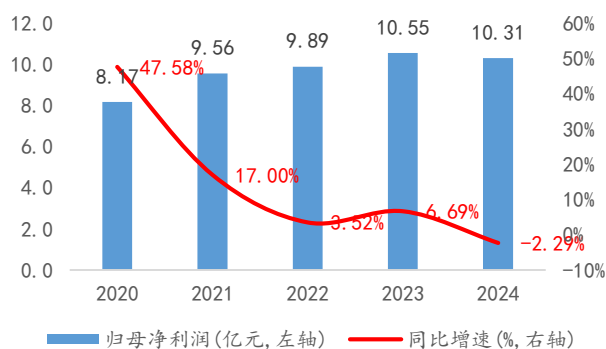
营业收入稳健增长，利润短暂承压。从收入端来看，公司营业收入由 2020 年的 78.80 亿元增长至 2024 年的 120.22 亿元，2020-2024 年复合增速为 11.14%，2024 年营业收入同比增长 4.77%，实现稳健增长；从利润端来看，公司归母净利润由 2020 年的 8.17 亿元增长至 2024 年的 10.31 亿元，2020-2024 年复合增速为 5.99%，2024 年归母净利润同比下降 2.29%。

图表5：公司历年营业收入及增长情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

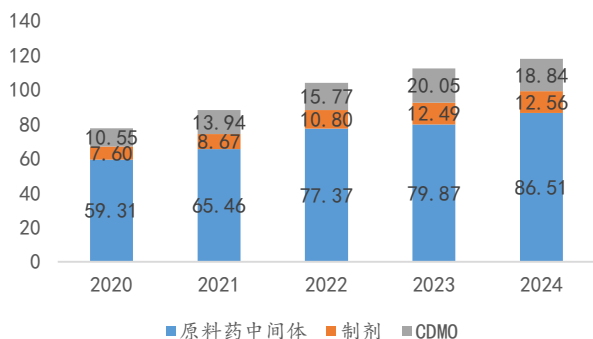
图表6：公司历年归母净利润及增长情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

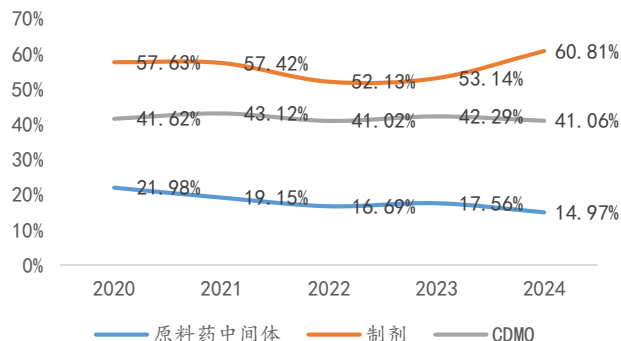
从营业收入构成来看，CDMO 及制剂业务销售收入占比提升。2024 年，原料药及中间体、CDMO、制剂业务销售收入分别为 86.51 亿元、12.56 亿元、18.84 亿元，占总收入比重分别为 71.96%、10.45%和 15.67%，其中 CDMO、制剂业务占比相较 2020 年分别提升了 2.28pct 和 0.81pct。从增速来看，CDMO、制剂业务增速较快，2020 年-2024 年复合增速分别为 15.60%和 13.38%。从毛利率来看，制剂业务毛利率提升明显，2024 年原料药及中间体、CDMO、制剂业务毛利率分别为 14.97%、41.06%、60.81%，其中制剂业务毛利率相较 2020 年和 2023 年分别提升 3.18pct 和 7.67pct。

图表7：公司营业收入构成（按业务划分）（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

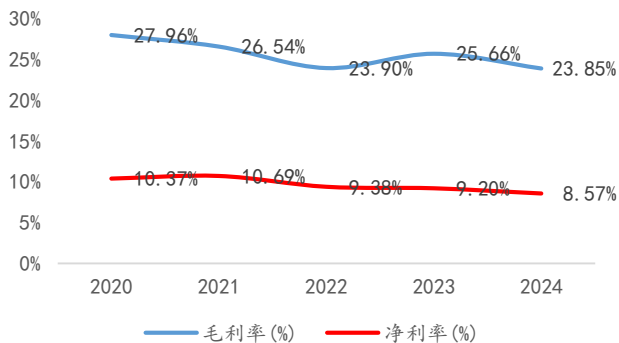
图表8：公司分业务毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

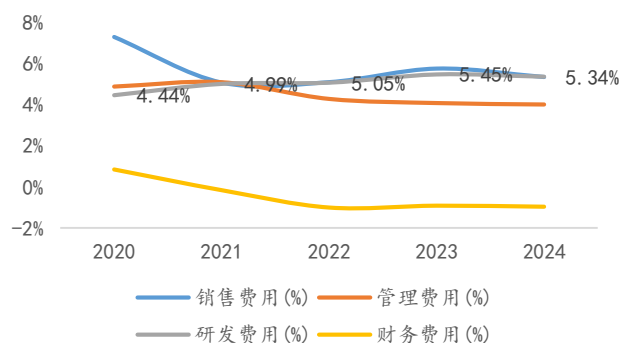
盈利能力略有下降，期间费用率整体呈下降趋势。公司毛利率由 2020 年的 27.96% 下降至 2024 年的 23.85%，减少了 4.11pct，2024 年毛利率同比下降 1.81pct；净利率由 2020 年的 10.37% 下降至 2024 年的 8.57%，减少了 1.80pct，2024 年净利率同比下降 0.63pct。公司期间费用率整体呈下降趋势，由 2020 年的 17.43% 下降至 2024 年的 13.71%，减少了 3.72pct，由于公司持续加大研发投入，研发费用率呈上升趋势，由 2020 年的 4.44% 提升至 2024 年的 5.34%，增加了 0.90pct。

图表9：公司历年毛利率及净利率情况（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表10：公司历年期间费用率情况（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

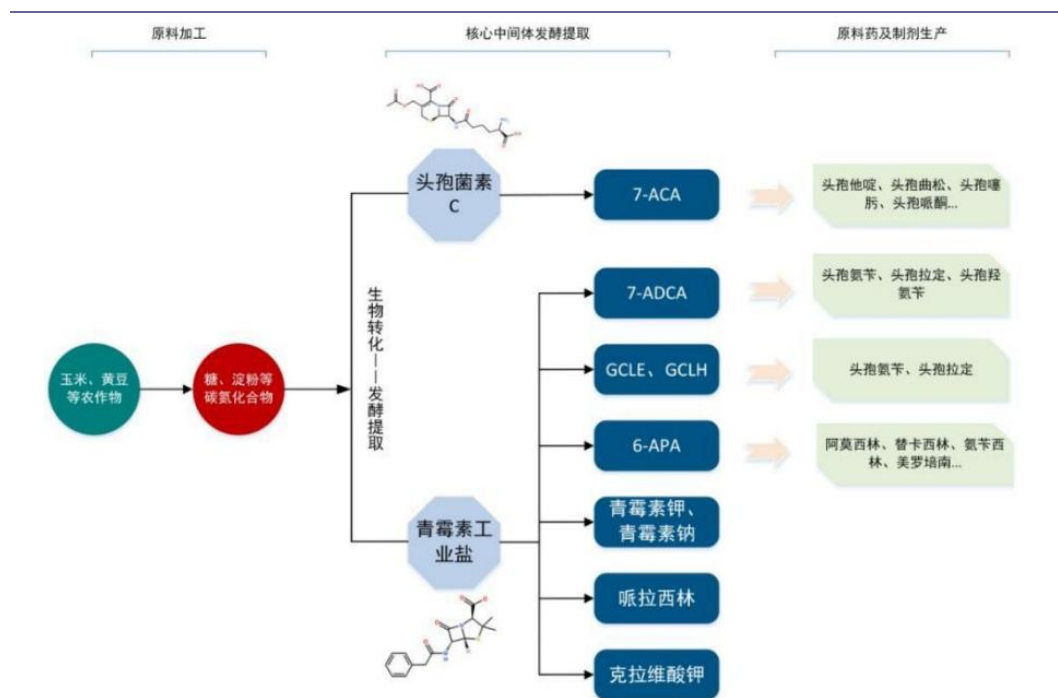
二、原料药中间体基本盘稳固，加快医美业务布局

（一）去库存阶段或已接近终结，印度原料药新产能释放仍需时间

2024 年全球抗生素制剂市场规模预计达 570 亿美元，β-内酰胺类抗生素约占世界抗生素市场的 70%。中国是全球最主要的抗生素生产基地，目前国内抗生素药物的生产工艺路线主要为生

物发酵酶化提取合成工艺，即以玉米、黄豆等为原料，加工成淀粉、糖、豆油等含碳、氮化合物，以此为菌种提供营养，通过微生物转化的方式，制取头孢菌素、青霉素工业盐等核心中间体，并进一步生产合成抗生素药物。 β -内酰胺类抗生素约占世界抗生素市场的 70%，包括临床最常用的青霉素与头孢菌素，根据 Frost&Sullivan，预计 2024 年全球抗生素制剂市场规模达 570 亿美元。

图表11：头孢菌素、青霉素工业盐产业链



资料来源：川宁生物招股书，太平洋证券整理

青霉素及头孢菌素均为临床应用最广泛的一线抗生素。

青霉素是全球广泛应用的一线抗菌药物，按其抗菌作用和发展可分为天然青霉素、耐酶青霉素、广谱青霉素类，天然青霉素中青霉素 G 最具代表性，主要用于治疗革兰阳性球菌及杆菌、革兰阴性球菌和梅毒螺旋体所致的感染；耐青霉素酶青霉素主要包括苯唑西林、氯唑西林等；广谱青霉素抗菌谱除革兰阳性菌外，还包括对部分肠杆菌科细菌有抗菌活性者，如氨苄西林、阿莫西林，以及对多数革兰阴性杆菌包括铜绿假单胞菌具抗菌活性者，如哌拉西林、阿洛西林、美洛西林。

头孢菌素同样是目前临床上应用最广泛的一线抗生素，具有通过抑制细菌细胞壁的合成而杀死细菌的能力，可引起细菌细胞壁的渗透裂解至细菌死亡，具有抗菌谱广、抗菌作用强、耐青霉

素酶、过敏反应较青霉素类少见等优点。根据抗菌谱、抗菌活性、对 β -内酰胺酶的稳定性、肾毒性的不同,头孢菌素可分为五代,第三代头孢菌素对于重症耐药甚至严重威胁生命的革兰阴性杆菌、厌氧菌和革兰阳性菌有很强的抗菌作用,基本没有肾毒性,第四代抗菌作用与第三代相似,但抗菌谱更广泛,无肾毒性,第五代对革兰阳性菌强于前四代,尤其对耐甲氧西林金黄色葡萄球菌(MASR)最为有效,对革兰阴性菌与四代类似,对耐药株有效,对 β -内酰胺酶的抵抗力很高,无肾毒性。

图表12: 青霉素、头孢菌素分类及代表药物

抗生素亚类	抗生素次亚类	代表药物
青霉素类	天然(窄谱)青霉素类	青霉素 G
		普鲁卡因青霉素
		苄星青霉素
		青霉素 V
	半合成耐青霉素酶类青霉素	苯唑西林、氯唑西林、双氯西林、氟氯西林 甲氧西林
头孢菌素类	广谱青霉素类(铜绿假单胞菌耐药)	氨苄西林、阿莫西林
	广谱青霉素类(铜绿假单胞菌敏感)	替卡西林、美洛西林、阿洛西林、哌拉西林
	第一代	头孢氨苄、头孢拉定、头孢唑林等
	第二代	头孢呋辛、头孢孟多、头孢克洛等
	第三代	头孢克肟、头孢噻肟、头孢他啶、头孢三嗪、头孢哌酮、头孢唑肟等
	第四代	头孢吡肟、头孢噻利、头孢匹罗等
	第五代	头孢洛林、头孢吡普等

资料来源:《中国医院用药评价与分析》,太平洋证券整理

印度原料药 PLI 计划整体实施效果仍不理想,国内青霉素工业盐具有价格优势。

2020 年,印度为减少原料药(API)、中间体和关键起始物料(KSM)等基础原材料的进口,支持相关原料的国产化,启动了产业扶持激励 PLI 计划,财政总支出 694 亿卢比(约 7.95 亿美元),吸引药企投资来促进 53 种原料药的国内生产(主要为抗生素、抗 HIV 药物、维生素、和心血管类原料药),对应 41 种成品药,随着 PLI 计划的推进,阿拉宾度的青霉素 G 工厂(计划投资 250 亿卢比)、ORCHID PHARMA 的 7-ACA(计划投资 60 亿卢比)等项目陆续开工。

原料药 PLI 计划整体实施效果仍不理想,根据 2024 年底印度化学与肥料常设委员会提交的 2024-25 财年需求拨款第 5 份报告,他们认为中国原料药及中间体生产企业受益于规模效应和政府补贴,成本更低,印度制造商在竞争中面临挑战,几家当地基于发酵的抗生素和维生素生产工

厂已经关闭，截至 24 年底，原料药 PLI 计划下批准了九家基于发酵的生产工厂，目前仅有三家在运营，且 PLI 计划连续三年资金利用不充分，2021-22 财年，修订预算(RE)为 0.28 亿卢比，实际支出为 0.22 亿卢比；2022-23 财年，预算(BE)为 39.00 亿卢比，后降至 1.46 亿卢比，但实际支出为 0.60 亿卢比；2023-24 财年预算(BE)为 10.00 亿卢比，后降至 1.61 亿卢比，实际支出为 1.17 亿卢比。

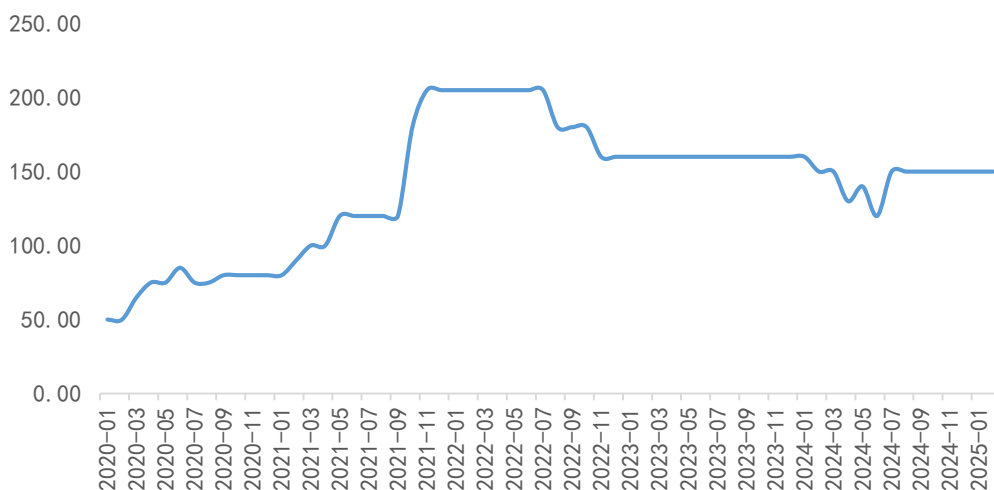
图表13：印度原料药 PLI 计划预算与实际支出情况（亿卢比）

财年	预算(BE)	修订预算(RE)	实际支出
2021-22	0.28	0.28	0.22
2022-23	39.00	1.46	0.60
2023-24	10.00	1.61	1.17

资料来源：PHARMABIZ，太平洋证券整理

2024 年 10 月底，阿拉宾度的青霉素 G (Pen-G) 工厂投产，后因维护而临时停工，已于 2025 年 2 月初恢复生产，根据阿拉宾度 Q3 FY25 电话会，其青霉素 G 工厂 Q3 FY25 运营亏损为 6 亿卢比（约 0.69 亿美元），产品主要为自用并为客户提供样品，尚未商业化生产，公司表示当前工作重点为提高产量，预计 2025 年 4 月产量将逐步增加。同时，公司预计青霉素 G 工厂将于 2025 年 3 月实现盈亏平衡，在 FY26 开始产生积极贡献，目前 Pen-G 的定价约为 26 美元（约 189 元），而 2025 年 2 月国内青霉素工业盐价格为 150 元/十亿效价单位，具有价格优势。

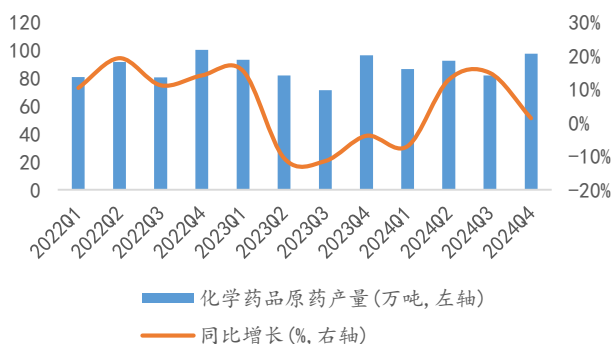
图表14：2020 年至今国内青霉素工业盐市场价（元/十亿效价单位）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

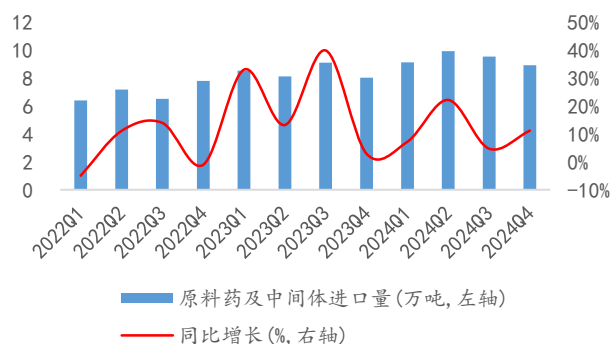
原料药行业需求端边际改善明显，去库存阶段或已接近终结。2024 年，规模以上工业企业原料药产量为 358.30 万吨，同比增长 4.6%，Q1 受 23 年同期高基数影响同比下降 7.0%，Q2/Q3/Q4 产量均实现同比增长；2024 年，印度原料药及中间体从中国进口额为 34.00 亿元，同比增长 4.9%，进口量为 37.50 万吨，同比快速增长 11.1%，其中 Q1/Q2/Q3/Q4 分别同比增长 7.21%、22.18%、4.76%、11.18%，进口额及进口量均达到过去 4 年最高水平。结合中印两国情况，原料药行业需求端边际改善明显，去库存阶段或已接近终结。

图表15：中国规模以上工业企业原料药产量



资料来源：国家统计局，太平洋证券整理

图表16：印度原料药及中间体从中国进口量



资料来源：印度药品出口促进委员会，太平洋证券整理

(二)公司现有原料药业务稳定增长，新产品及医美业务陆续贡献新增量

公司为国内特色原料药头部企业，原料药中间体业务基本盘稳固。公司原料药中间体业务经过 30 余年发展，通过自身的竞争优势已逐步确立了行业地位，成为了国内特色原料药头部企业，位列化学原料药出口全国第 2 位，主要产品覆盖口服头孢系列、口服青霉素系列、兽药原料药中间体系列、精神类系列和心脑血管类系列，其中头孢克肟、盐酸金刚烷胺、（伪）麻黄碱等原料药占有重要市场地位；盐酸安非他酮、阿莫西林侧链系列、沙坦联苯母核、氟苯尼考母核、AE 活性酯、吉他霉素等具有市场主导地位。

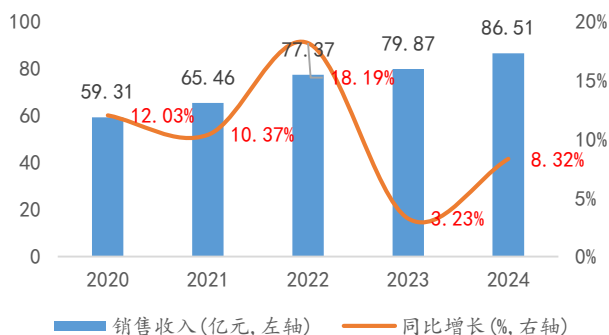
图表17：公司原料药及中间体主要产品

分类	主要产品
口服头孢系列	头孢克肟、头孢地尼、头孢丙烯、头孢他啶、头孢西丁钠、头孢呋辛钠、AE 活性酯、头孢克肟侧链酸活性酯等
口服青霉素系列	盐酸金刚烷胺、氟氯西林钠、氧氟沙星、左氧氟沙星、盐酸左氧氟沙星、甲磺酸左氧氟沙星、盐酸金刚乙胺、D(-)对羟基苯甘氨酸、阿莫西林侧链等
兽药原料药中间体系列	氟苯尼考、吉他霉素、硫酸粘菌素、酒石酸泰乐菌素、替米考星、马波沙星等
精神类系列	（伪）麻黄碱、盐酸安非他酮、左乙拉西坦、富马酸喹硫平、盐酸氟西汀、硫酸氢氯吡格雷、盐酸金刚烷胺、盐酸金刚乙胺等
心脑血管类系列	沙坦联苯、厄贝沙坦、琥珀酸美托洛尔、酒石酸美托洛尔等

资料来源：公司公告，公司官网，太平洋证券整理

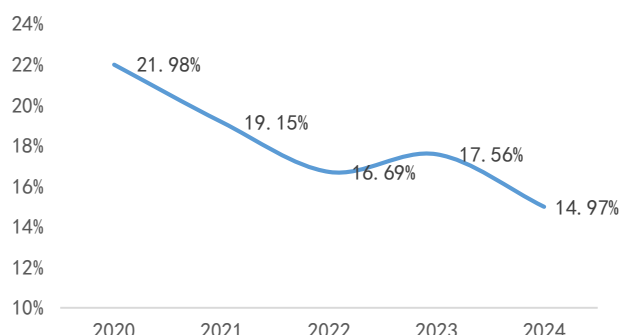
公司原料药及中间体业务销售收入持续增长，由 2020 年的 59.31 亿元增长至 2024 年的 86.51 亿元，年复合增长率达 9.90%，2024 年同比增长 8.32%，产品销量持续增长。毛利率整体呈下降趋势，此前公共卫生事件对抗生素销售造成持续影响，同时 2022 年上游原材料价格大幅上涨影响毛利率水平，公共卫生事件放开后抗病毒原料药涨价使得 2023 年毛利率小幅提升，但行业供给增加叠加下游客户去库存，使得部分原料药中间体产品价格出现下滑，影响毛利率水平，2024 年原料药及中间体业务毛利率为 14.97%，同比-2.59pct。

图表18：公司原料药中间体业务收入及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

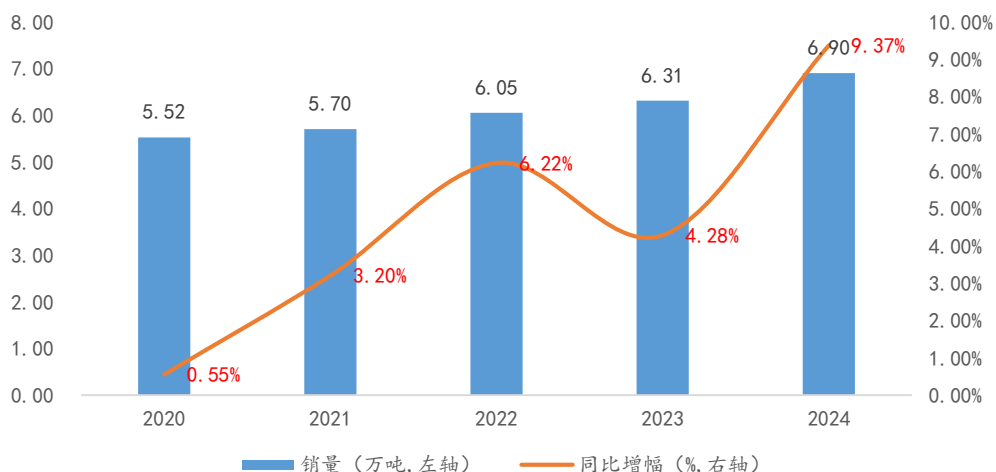
图表19：公司原料药中间体业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2020 年-2024 年，公司原料药及中间体产品销量持续增长，2024 年销量达 6.90 万吨，同比增长 9.37%，一方面，公司强化工艺技术的持续改进，不断降低产品制造成本，战略品种市场份额逐步提升，多个产品销量创历史新高，另一方面，公司品种数量持续增长，2024 年公司实现 12 个 API 品种国内外注册获批。

图表20：公司原料药及中间体产品销量及增速



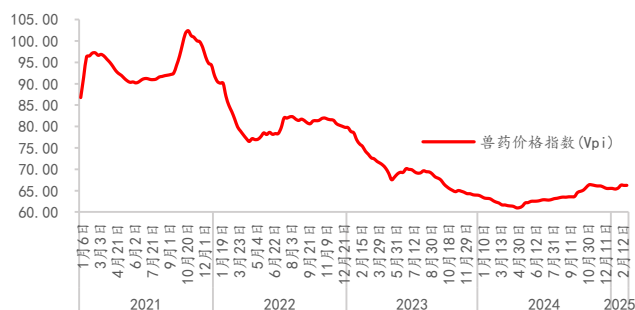
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

未来增长点：

1、兽药价格有望回暖，公司兽药原料药弹性可期

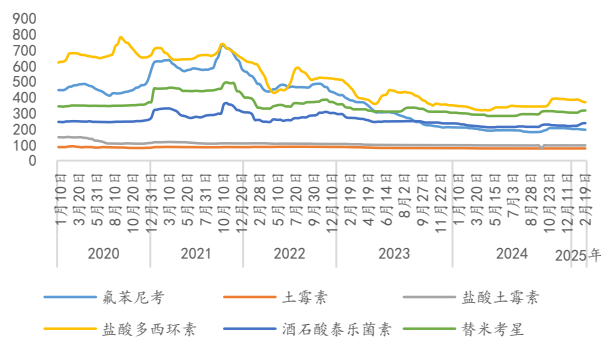
动保行业处于周期底部，主要兽药原料药价格持续下跌。根据中国兽药饲料交易中心数据，2022 年至今，兽药原料价格指数 (VPI) 大幅下跌，2024 年 4 月底达到近 5 年历史最低 61.02 点，相较 2021 年高点 102.41 下跌约 40%。2024 年 10 月以来，主流竞争企业有涨价意愿，同时叠加下游养殖业冬季备货，需求增长，兽药价格底部反弹，氟苯尼考市场平均价格最高上涨至 204 元/kg，2025 年初至今维持在 195 元/kg。

图表21：兽药原料价格指数 (VPI)



资料来源：中国兽药饲料交易中心，太平洋证券整理

图表22：主要兽药产品价格



资料来源：中国兽药饲料交易中心，太平洋证券整理

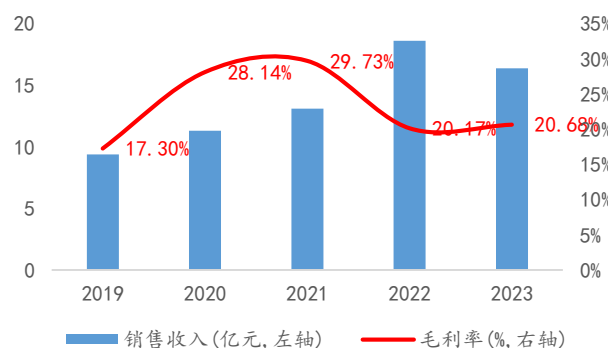
预计随着产能的持续出清，供需有望逐渐平衡，产品价格上涨可期。从供给端来看，在成本和利润的长期压力下，行业产能有望持续出清。以氟苯尼考为例，市场总需求约 7000-8000 吨，市场主要竞争企业总产能已超 1 万吨，产品平均价格最低下滑至 178.74 元/kg，低于大多数企业生产成本，行业整体处于亏损状态，主流生产企业利润率降至较低水平，如国邦医药动保原料药业务的毛利率由 2021 年的 29.73% 下滑至 2023 年的 20.68%，下滑了 9.05pct，产能低、效率低的中小企业利润率大概率低于主流企业，部分中小厂陆续停产。从需求端来看，养猪企业扭亏，有望带动兽药原料药需求提升。从牧原股份、温氏股份、唐人神、天康生物等公司业绩来看，Q2 开始强势扭亏，Q3 延续盈利趋势，主要原因是生猪出栏量、生猪销售均价同比上升。

图表23：氟苯尼考主要竞争企业实际产能情况

企业名称	产能 (t/a)
国邦医药	4,000
普洛康裕	2,000-3,000
康牧药业	3,000
普洛康裕	3,000

资料来源：公司公告，各公司官网，太平洋证券整理

图表24：国邦医药动保原料药销售收入及毛利率



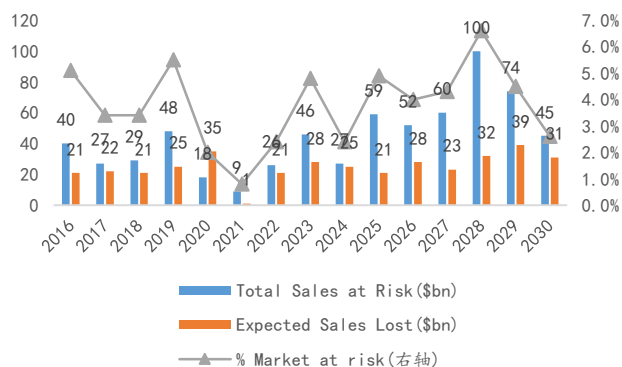
资料来源：国邦医药公告，太平洋证券整理

公司兽药产品主要为氟苯尼考、吉他霉素、硫酸粘菌素、酒石酸泰乐菌素、替米考星、马波沙星等，其中氟苯尼考是目前常用的一种兽用抗生素，抗菌谱广，抑菌作用强，市场需求量最大，公司产能约 2,000-3,000 吨；吉他霉素为大环内酯类抗生素，对多种革兰阳性菌有显著的抗菌作用还能抑制部分革兰阴性菌的生长，公司的吉他霉素具有市场主导地位；硫酸粘菌素、酒石酸泰乐菌素、替米考星、马波沙星等为特色兽药产品，产品市场需求相对较小，价格及毛利率相对较高。未来随着供给端产能出清及需求端增长带来的主要兽药品种价格回升，公司兽药原料药盈利能力有望修复。

2、公司加大 API 新产品布局，有望随专利陆续到期实现快速放量

下游制剂专利悬崖带来增量需求，2025-2030 年，全球原研药专利到期带来的总风险敞口将达到 3900 亿美元，相较 2019-2024 年总额增长 124%，同时，未来 5 年全球销售 TOP15 的小分子药物中有过半药物专利将到期。

图表25：2016-2030 年专利悬崖（十亿美元）



资料来源：EvaluatePharma，太平洋证券整理

图表26：TOP15 小分子药物核心专利到期时间

通用名	2023年销售额(亿元)	核心专利到期时间	通用名	2023年销售额(亿元)	核心专利到期时间
司美格鲁肽	211.43	2026年	沙库巴曲缬沙坦	60.35	2035年
阿来沙班	122.06	2026年	达格列净	59.63	2023年
必妥维	118.50	2033年	奥希替尼	57.99	2032年
恩格列净	107.50	2025年	替尔泊肽	51.63	2036年
trikafta/Kaftrio	89.45	2031年	恩扎卢胺	50.67	2026年
伊布替尼	68.60	2026年	喉柏西利	47.53	2023年
利伐沙班	67.91	2020年	芦可替尼	43.14	2026年
来那度胺	60.97	2017年			

资料来源：药智网，太平洋证券整理

公司加大 API 新产品布局，有望贡献新增量。近年公司大幅增加 API 的立项数量，布局恩格列净、玛巴洛沙韦、阿维巴坦、阿格列汀等专利悬崖品种，也在布局药用的多肽和美容肽，2024 年公司完成 20 个产品 DMF 申报，预计未来 3-5 年内增加 API 的 DMF 数量 30-50 个。产能方面，公司新增了新产品配套产能 303、304 多功能车间，并拟投资 3 亿元建设多肽原料药车间，设计产能 1.2-2 万升，目前正处于设计阶段。

图表27：公司部分在研 API 情况

产品名称	专利号	专利到期时间
去文拉法辛	US7776358	2028.05
恩格列净	CN201310414119.9	2020.09
	JP2014528777A	2030.03
拉克酰胺	US6048899	2023.03
玛巴洛沙韦	ZL201180056716.8	2031.09
普萘洛尔	ZL00818966.8	2020.12
阿格列汀	CN102134230	2024.12

资料来源：公司官网，FDA，EMA，太平洋证券整理

3、拓展医美及化妆品原料业务，丰富产品矩阵

2024 年 11 月 4 日，公司宣布正式成立医美及化妆品原料事业部(Aesthetic&Care Ingredients BU)（简称：ACI，医美事业部），公司现有业务中已有医美原料相关业务超 2 亿元，已与一些客户

群建立合作关系，也通过了国际比较知名的化妆品公司审计，形成了防晒、保湿等产品线，未来将合成生物学、化学合成、多肽等技术研发平台为支撑，持续发力医美及化妆品产业链上游，不断丰富旗下产品矩阵，短期内聚焦化妆品原料、美容产品、胶原蛋白等，远期或布局肉毒素等更多的品类。在产能上，公司已建成一个生物发酵生产基地，拥有 cGMP、ISO9001、ISO14001 及 IPMS 管理体系认证，总产能为 3,400m³，并设有超过 500m³公斤级实验室，具有克级至公斤级样品交付能力。

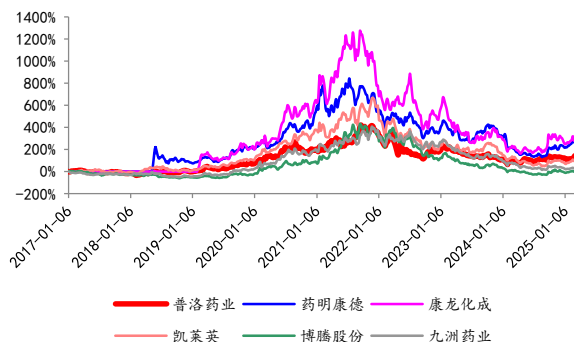
三、 CDMO 有望迎来新通胀时代，公司 CDMO 业务将逐步进入收获期

(一) 创新药支持政策陆续落地，上游 CXO 等各个环节有望迎来新通胀时代

2017 年-2021 年，创新药政策端发力拉动医药外包需求大幅提升，CXO 行业迎来第一阶段黄金期。这一阶段，鼓励药械创新的 42 号文等重磅政策陆续出台，科创板第五套上市准则发布，中国创新药迎来第一波发展浪潮，同时叠加海外需求的积极变化，国内 CXO 企业迎来估值与业绩双升，2017 年-2021 年主要公司均实现归母净利润 3-7 倍增长，部分公司估值最高超 100 倍。

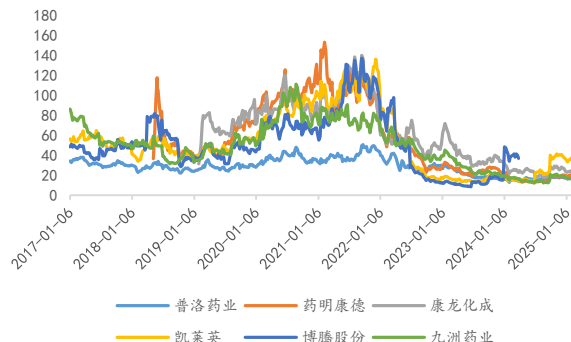
2021 年后，国谈及 CDE 指导文件引发市场对创新药预期改变，CXO 终端需求出现明显波动，行业迎来低谷期。2021 年 7 月 2 日，CDE 发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则（征求意见稿）》，引发市场对医药外包需求边际减少的担忧，同年国谈降幅超预期，市场降低创新药销售峰值预期，叠加地缘政治、海外资产回流、海外大订单退潮等因素影响，行业迎来低谷期。

图表28：2017 年至今部分 CXO 企业股价涨跌幅（%）



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

图表29：2017 年至今部分 CXO 企业 PE (TTM，剔除负值)



资料来源：iFinD，太平洋证券整理

中美创新药定价及研发成本差距仍旧较大。从研发成本上看，根据 Tufts Center 的统计报告，2000 年美国药物平均开发成本已经高达 10 亿美金，而中国当前药物平均开发成本仅为 10 亿人民币。受中美研发成本差异影响，药品定价也存在显著差异，百济神州的泽布替尼、替雷利珠单抗在美国定价分别是国内价格的 10 倍和 25 倍，君实生物的特瑞普利单抗中美定价差异约 34 倍，和黄医药/武田制药的呋喹替尼中美价差约为 24 倍。

图表30：中国部分新药累计研发支出（不包括失败临床成本和资本成本）

药物名称	公司	机制	累计投入 (亿元)
特瑞普利单抗	君实生物	PD1 单抗	47.32
卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	PD1 单抗	21.88
斯鲁利单抗	复宏汉霖	PD1 单抗	20.40
吡咯替尼	恒瑞医药	HER2 抑制剂	12.01
泰它西普	荣昌生物	TAC1-Fc 融合蛋白	8.88
维迪西妥单抗	荣昌生物	HER2ADC	8.12
阿基仑赛	复星凯特	CD19CAR-T	7.89
利妥昔单抗	复宏汉霖	CD20 单抗	6.86
伏美替尼	艾力斯	EGFR T790M 抑制剂	6.04
贝伐珠单抗	复宏汉霖	VEGF-A 单抗	6.02
多纳非尼	泽璟制药	VEGFR 抑制剂	5.04
阿帕替尼	恒瑞医药	VEGFR2 抑制剂	4.88
瑞维鲁胺	恒瑞医药	AR 抑制剂	4.41

资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

图表31：中美创新药定价对比

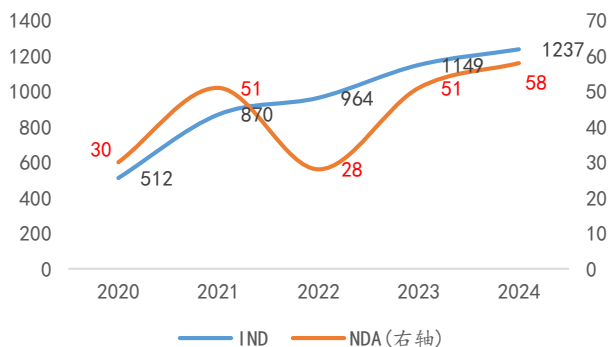
公司名称	药品名称	美国定价	中国医保谈判价格	价格差距(倍)
君实生物	特瑞普利单抗	8,892.03 美元/支 (240mg)	1,884.86 元/支 (240mg)	34
和黄医药/武田制药	呋喹替尼	6,300 美元/盒 (1mg*21 粒)	1,885.38 元/盒 (1mg*21 粒)	24
百济神州	泽布替尼	15,264 美元/盒 (80mg, 120 粒)	5,440 元/盒 (80mg, 64 粒)	10
百济神州	替雷利珠单抗	4,320 美元/支 (100mg)	1,253.53 元/支 (100mg)	25

资料来源：国家医疗保障局，彭博，太平洋证券整理

2024 年以来，创新药支持政策陆续出台，将有效改善创新药终端销售预期。2024 年 7 月 5 日，国务院审议通过了《全链条支持创新药发展实施方案》，随后多地地方政府陆续出台了具体的执行措施。2025 年 1 月 17 日，国家医保局表示计划于 2025 年内发布第一版丙类目录。

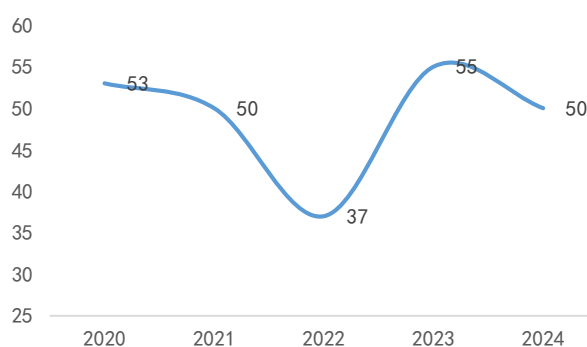
中国创新药品种有望持续增长。根据美国 FDA 药物评价和研究中心（CDER）发布的各年度新药获批报告，除 2022 年外，其他年度创新药获批数量均在 50 个品种左右。根据 NMPA 发布的各年度药品审评报告，2020 年-2024 年，1 类新药 IND 及 NDA 完成审评的品种数整体呈增长趋势，其中 IND 数量由 2020 年的 512 个增长至 2024 年的 1237 个，期间符合增长率为 25%；2022 年创新药审批趋严，完成审评的 NDA 数量出现下滑，2023 年快速恢复增长趋势，2024 年达 58 个。随着支持创新药政策落地，中国创新药品种有望持续增长。

图表32：2020-2024 年中国 1 类新药 IND 及 NDA 审评完结品种数（个）



资料来源：NMPA，药智网，太平洋证券整理

图表33：2020—2024 年美国 CDER 批准的创新药物数量（个）



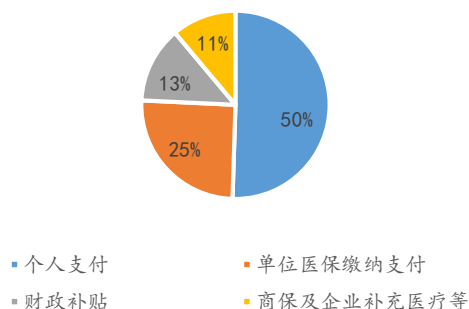
资料来源：FDA，CDER，太平洋证券整理

在支付上，丙类目录的建立将增加新的创新药支付渠道。《全链条支持创新药发展实施方案》提出支持符合条件的商业保险公司开发覆盖创新药的商业健康保险产品，允许使用基本医保个人账户结余资金为个人及家庭成员购买相关保险，重点地区探索通过创新药补充支付专项基金给予城市定制型保险保费补贴，支持商业保险将更多创新药纳入保障范围，同时事业单位或能使用财政资金购买补充医疗保险。丙类医保目录主要聚焦创新程度很高，临床价值巨大，患者获益显著，暂时还无法纳入基本医保药品目录的品种，在使用范围上，引导支持惠民型商业健康保险将丙类目录纳入保障范围，且其他符合规定的商业健康保险也可以使用丙类目录。

我国医疗支付结构有望持续完善，推动从二元化（自费+医保）向三元化（自费+医保+商保）转变，根据 2023 年数据测算，中国医疗支付中商保及企业补充医疗支付比例约为 11%，根据美国

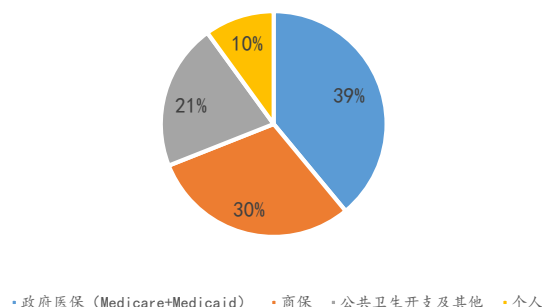
CMS 发布的 2023 年国家卫生支出，商保支付比例高达 30%，我们判断未来中国商保支付提升空间较大，医保的“丙类”药品将成为惠民保、百万医疗险等产品的核心覆盖内容。

图表34：2023 年中国医疗支付结构



资料来源：国家医疗保障局，太平洋证券整理

图表35：2023 年美国医疗支付结构

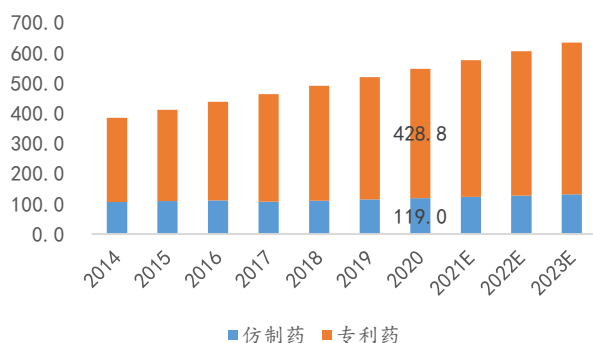


资料来源：CMS，太平洋证券整理

在定价上，药品定价权具备放开趋势。《全链条支持创新药发展实施方案》及《2025 政府工作报告》提出健全、完善药品价格形成机制，允许创新药首发价格参照国际同类药品定价，我们认为企业可根据真实世界临床数据调整首发价格，高水平创新药上市初期或可获较高回报并保持价格稳定，同时创新药的医保定点医药机构以外的定价权也有望放开，药品终端销售预期将抬升。

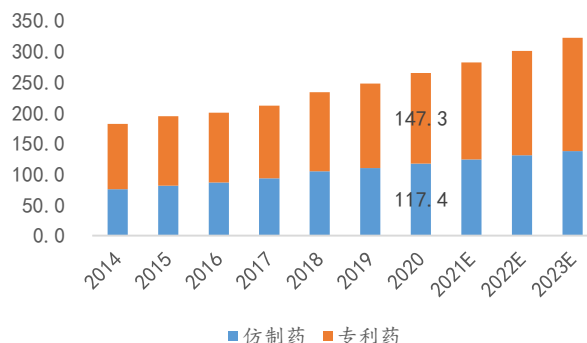
中国创新药销售规模具备较大提升空间。根据 Frost&Sullivan 数据，2020 年中国仿制药市场规模为 1174 亿美元，与专利药的比例近似 1:1，而美国仿制药市场规模与专利药的比例则约为 1:4，未来随着中国创新药市场规模增长，创新药与仿制药市场规模比例有望从 1:1 增加至 2:1，甚至 3:1，对应超千亿美元增量。

图表36：美国医药市场规模及细分（十亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，太平洋证券整理

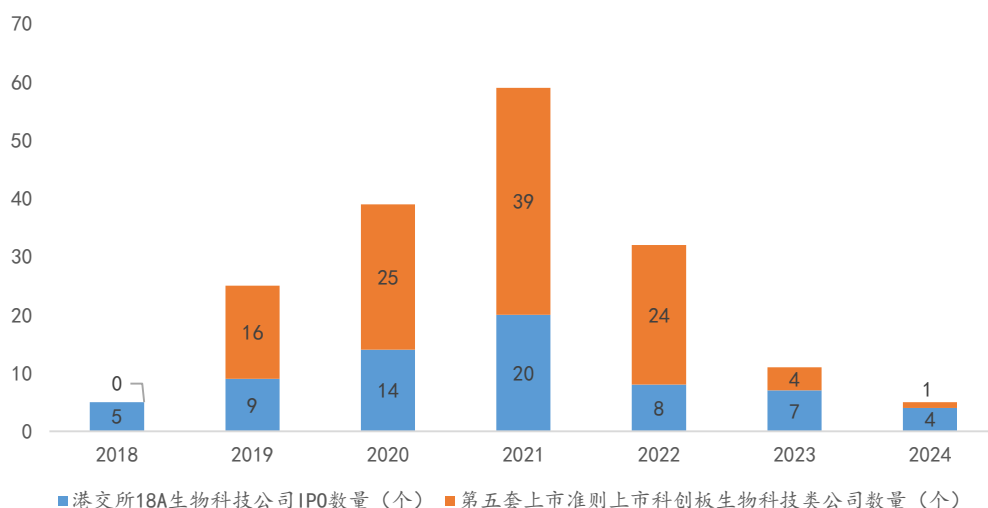
图表37：中国医药市场规模及细分（十亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，太平洋证券整理

创新药支持政策将提升一二级市场活跃度，创新需求有望再次出现快速释放阶段。在二级市场，《全链条支持创新药发展实施方案》明确提出了要丰富创新药投融资支持渠道，尤其支持符合条件的创新药企上市融资，并保持科创板上市政策执行的持续性和可预期性，为医药行业特殊的未盈利的创新药企保留资本市场融资渠道，不仅继续支持符合条件的创新药企通过首发上市，在再融资和并购重组层面也给予支持。2023年8月后IPO阶段性收紧，但随着创新药支持政策的陆续推出，2024年9月益诺思（688710）完成了首发上市，2025年2月迪哲医药（688192）的再融资获批。在一级市场，商保公司或可设立创新药投资基金，同时涉创新医药权益类投资规模达到存量健康保险资金总额的一定比例，医保部门在与商业健康保险合作等方面有望予以支持。

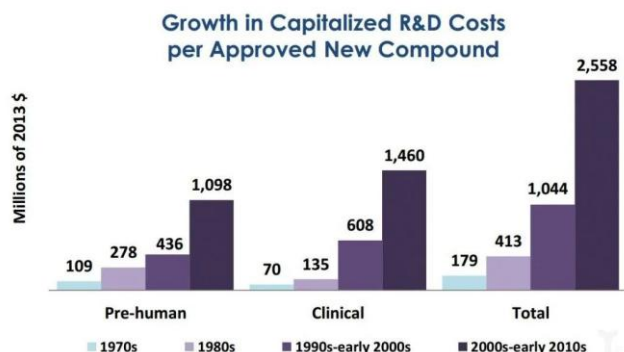
图表38：2018-2024 年生物科技公司 IPO 上市数量



资料来源：港交所，上交所，太平洋证券整理

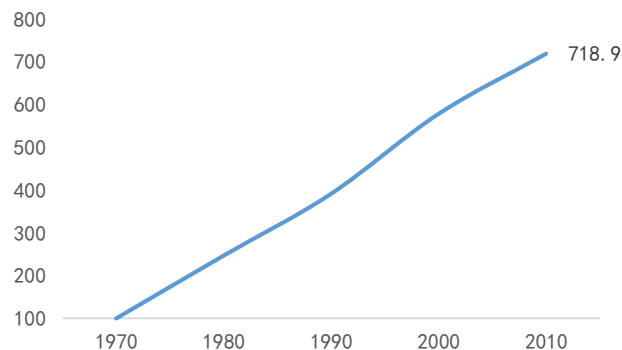
上游 CXO 等各个环节有望迎来自 2017-2021 年之后的第二轮通胀时代。创新药终端需求的快速提升有望引领整体行业出现需求拉动型通胀，上游 CXO 等各个环节有望迎来新通胀时代。这一阶段美国也曾经历过，根据 Tufts Center 的统计报告，1960s 时期，美国平均药物的开发成本只需 0.92 亿美金，20 世纪 90 年代到 2000 年代早期平均药物的开发成本已经高达 10.44 亿美金，21 世纪初至 2010 年代早期这一数字跃升至 25.58 亿美金，1970 年-2010 年药物研发成本通胀超 10 倍。而以 1970 年为基期，设置美国 CPI 基数为 100 点，2010 年 CPI 达到 719 点，较 1970 年上涨约 7 倍，远低于同期药品研发成本通胀水平。

图表39：美国不同年代平均新药资本化研发成本变化



资料来源：Tufts Center，太平洋证券整理

图表40：不同时期美国 CPI 相较 1970 年的变化



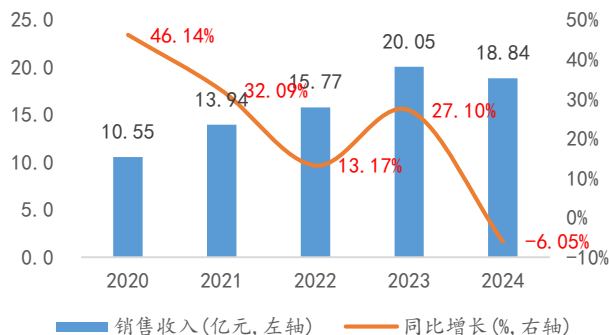
资料来源：iFinD，太平洋证券整理

(二) 研发阶段项目高速增长，CDMO 业务有望逐步进入收获期

普洛药业为全球小分子创新药研发生产的核心服务商。2017 年，公司确立“做精原料、做强 CDMO、做优制剂”发展战略，逐步将业务拓展至 CDMO 领域。早期以 CMO 业务、兽药业务为主，兽药行业集中度较高、客户粘性较强、业务较为稳定，随着研发、制造、体系保障等综合能力的大幅提升，D 端及人药项目数、客户数快速增长，目前国外客户占比约 59%，国内客户占比约 41%，人药项目收入占比约 70%，兽药项目收入占比约 30%。

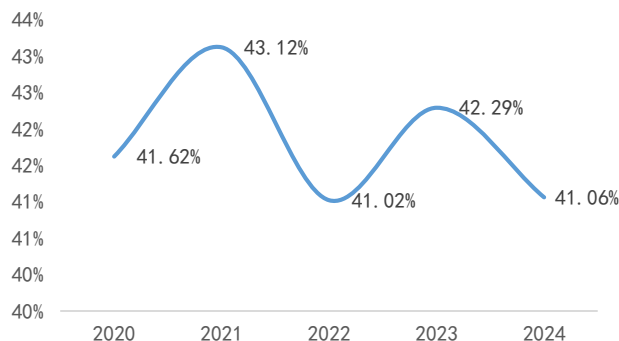
公司 CDMO 业务收入快速增长，由 2020 年的 10.55 亿元增长至 2024 年的 18.40 亿元，年复合增长率达 15.60%，2024 年同比下降 6.05%，扣除特殊订单影响后销售收入仍保持稳健增长。业务占比由 13.39% 增长至 15.67%。CDMO 业务毛利率整体维持在 40% 以上，2024 年 CDMO 板块毛利率 41.06%，同比-1.23pct，主要原因是公司研发阶段项目增长更快、且交付较多，预计随着项目逐渐进展到商业化阶段，毛利率有望提升。

图表41：公司 CDMO 业务销售收入及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

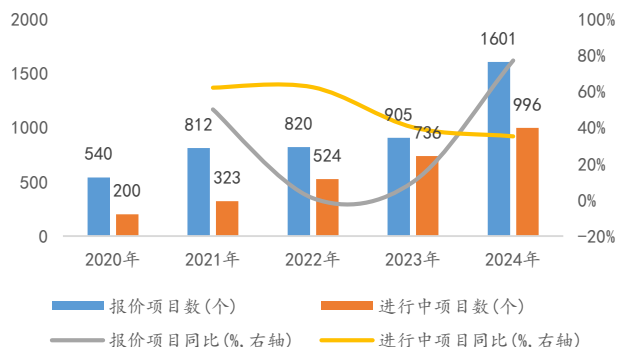
图表42：公司 CDMO 业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

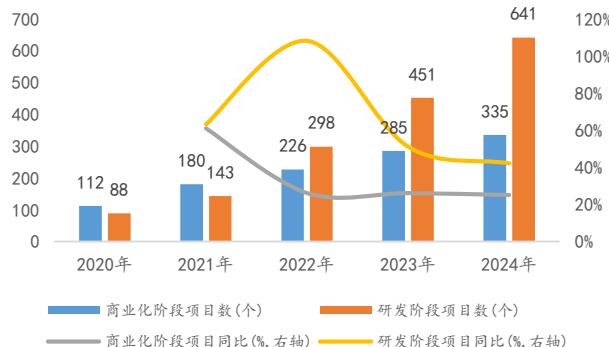
研发阶段项目高速增长，漏斗效应有望在未来 2-3 年逐渐凸显。公司客户认可度持续提升，2024 年已与 572 家国内外创新药企签订保密协议，同比新增 158 家，报价项目达 1601 个，同比增长 77%，进行中项目达 996 个，同比增长 35%。从进行中项目构成来看，2020 年研发阶段项目为 88 个，占比 44%，2022 年首次超过商业化阶段项目，2024 年达 641 个，同比增长 42%，占比达到 64%，临床一期、二期订单大幅增加，形成了良好的漏斗形的状态，预计未来 2-3 年随着公司前端项目向后端延伸，商业化订单数量将实现较快增长，CDMO 业务有望逐步进入收获期。

图表43：公司 CDMO 报价项目与进行中项目情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表44：公司 CDMO 进行中项目构成

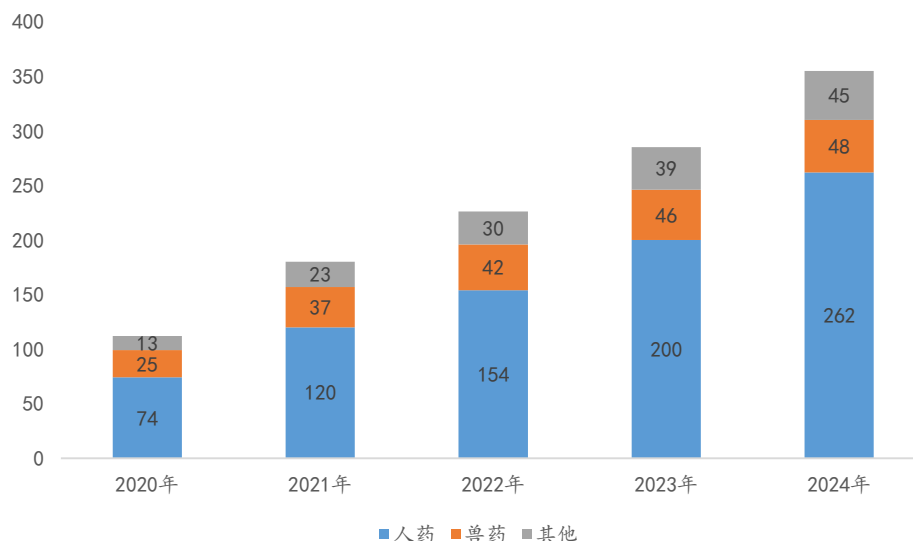


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

商业化阶段项目中，人药项目占比持续提升。2024 年，公司商业化阶段项目中，人药项目 262 个，兽药项目 48 个，其他项目 45 个，2020 年-2024 年三类项目复合增速分别为 37%、18%、36%。

从占比上来看，人药项目占比持续提升，由 2020 年的 66% 提升至 2024 年的 78%。

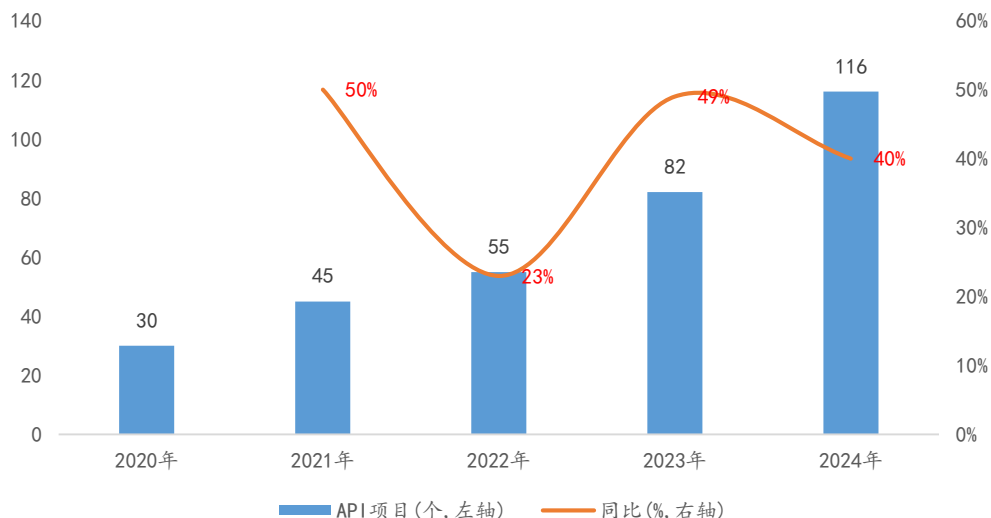
图表45：公司 CDMO 商业化阶段项目构成（个）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

业务转型升级持续推进，API 项目数快速增长。公司持续推进 CDMO 项目从“起始原料药+注册中间体”到“起始原料药+注册中间体+API+制剂”的转型升级，2024 年公司 API 项目数为 116 个，同比增长 40%，其中 22 个已经进入商业化阶段，15 个项目正在验证阶段，79 个项目处于小试研发阶段。

图表46：公司 CDMO 进行项目中 API 项目情况

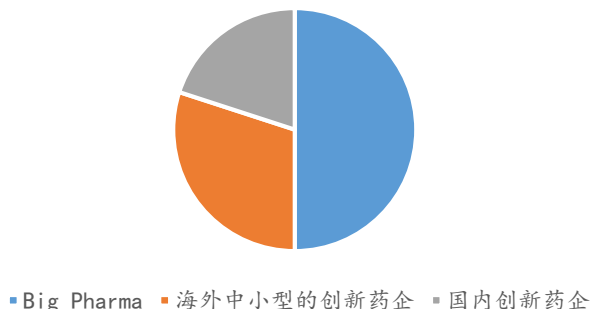


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司持续加大 CDMO 研发投入，已构建起涵盖流体化学、晶体与粉体技术、合成生物学、酶催化技术以及多肽、PROTAC、ADC 等领域的核心技术平台，在横店本部、上海浦东和美国波士顿设有 CDMO 研发中心，研发人员超过 500 人，预计未来两年将扩充至 1000 人左右。在高端产能建设方面，多个流体生产线、多功能柔性生产车间及高活车间等相继投入使用，商业化项目交付能力进一步提升。在客户拓展方面，公司积极推进全球化战略布局，已在美国、欧洲、日本、印度及新加坡等多个国家和地区建立 BD 团队。

公司 CDMO 客户分为三类：①Big Pharma，贡献较为稳定的大订单，为公司目前最主要的营收来源，收入占比超 40%；②国外中小型的创新药企业，公司与许多客户有超十年的合作关系，稳定性较好，订单数量较少，收入占比约为 25%-30%；③国内创新药公司，订单数量较多，以临床和验证阶段订单为主，收入占比约为 20%。

图表47：按客户划分的 CDMO 业务收入占比情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

四、政策加速制剂行业集中度提升，“多品种、多渠道”发展策略助力制剂业务快速增长

公司制剂品种种类丰富，多个产品市占率居前。公司制剂主要涉及抗感染类、心脑血管类、抗肿瘤类、中枢神经系统类、中成药、肝胆类等领域，已打造天立威、巨泰、立安、百士欣等知名品牌，拥有 120 多个制剂品种，核心产品包括头孢克肟系列、阿莫西林克拉维酸钾胶囊、琥珀酸美托洛尔缓释片、安非他酮缓释片、乌苯美司胶囊、注射用氟氯西林钠、左乙拉西坦片、盐酸金刚乙胺片、左氧氟沙星片、丁二磺酸腺苷蛋氨酸肠溶片、注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸、磷酸奥司他韦胶囊、治伤软膏、辛芩颗粒等。其中，抗肿瘤类药物乌苯美司胶囊、口服抗感染药物头孢克肟、阿莫西林克拉维酸钾等制剂产品占较大市场份额。

原料药制剂一体化优势明显，集采带动产品放量。公司左乙拉西坦片、左氧氟沙星片、注射用头孢他啶、琥珀酸美托洛尔缓释片、头孢克肟颗粒、头孢克肟片等产品中标集采，集采收入占比约 45%。

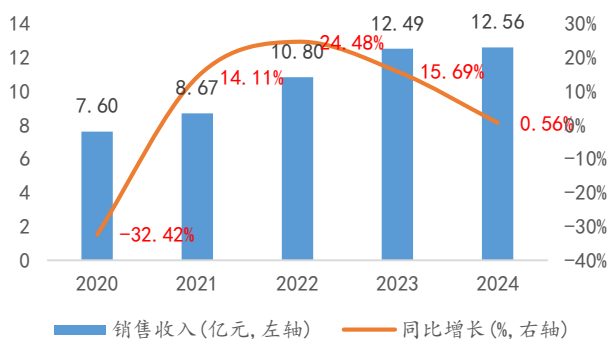
图表48：公司国采中标产品情况

药品名称	集采轮次	规格	中标价（元）
左乙拉西坦片	第一批扩围	0.25g*30 片	71.90
左氧氟沙星片	第四批	0.5g*7 片	17.02
注射用头孢他啶	第五批	0.5g*10 瓶	53.88
		1g*10 瓶	91.60
琥珀酸美托洛尔缓释片	第七批	47.5mg*7 片	4.60
头孢克肟颗粒	第七批	50mg*18 包	6.50
头孢克肟片	第七批	0.1mg*6 片	2.81

资料来源：上海阳光医药采购网，太平洋证券整理

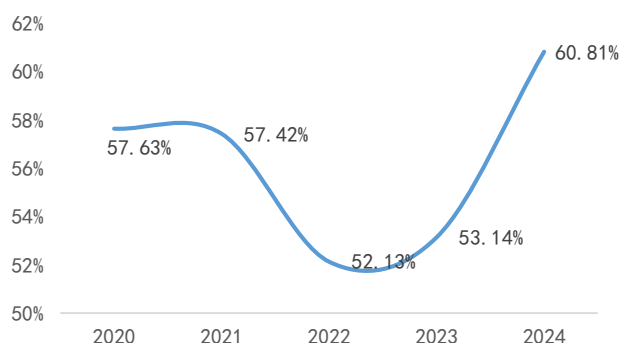
公司制剂业务毛利率大幅提升。制剂业务收入由 2020 年的 7.60 亿元增长至 2024 年的 12.56 亿元，年复合增长率达 13.38%，业务占比由 9.64%增长至 10.45%。2024 年，制剂业务毛利率达 60.81%，同比+7.67pct，主要原因是公司制剂产品集中生产，生产效率大幅提升，综合成本下降，同时调整优化部分产品的销售模式。

图表49：公司制剂业务销售收入及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表50：公司制剂业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

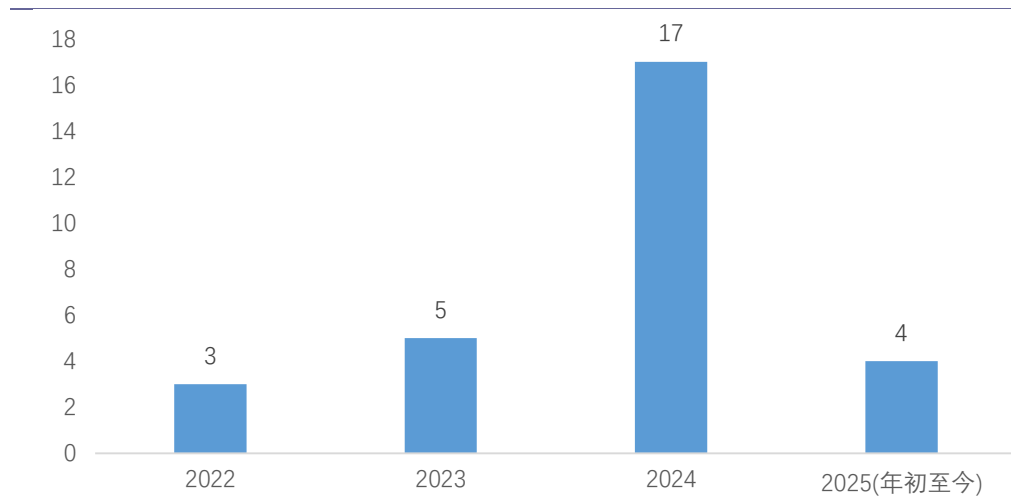
未来增长点：

1、“多品种、多渠道”发展战略助力制剂业务销售与利润快速增长

2024 年，公司制剂业务加快推进“多品种、多渠道”发展策略，一方面，持续加大制剂的研发投入，ANDA 数量快速增长，2024 年公司制剂品种 ANDA 申报 17 个，相较 2023 年增加 12 个，未

来计划每年新立项开发的制剂项目超过 25 个，从 2025 年起每年获批 15-20 个制剂产品，目前在研项目已有 64 个，涉及抗感染类、心脑血管类、中枢神经系统类、化痰利胆类等多个领域，其中，减重降糖项目已经进入临床阶段，持续丰富的制剂产品线将为公司制剂业务扩充发展空间。另一方面，公司拥有院内和院外销售队伍 150 余人，非集采品种院外市场销售占比约 30%，通过挖掘治伤软膏等潜力品种，进一步拓展市场。此外，针对海外市场，公司的策略是：1) 积极参与，优先抢占市场份额；2) 美国市场重点布局需要原料药支撑的优势品种；3) 欧洲市场重点布局特色品种。

图表51：公司历年 ANDA 申报数量（个）



资料来源：公司公告，CDE，太平洋证券整理

2、政策加速行业集中度提升，利好原料药+制剂一体化企业

四同、三同政策将推进我国仿制药去品牌化进程，且对单一靠剂型、定价或规格差异而生存的小型药企或 MAH 持证人将形成一定抑制，行业或将向多批文、高人效的头部企业加速集中。

同时，MAH 制度的收紧也将打压 B 证企业的生存空间，2023 年 10 月，CDE132 号公告，强化委托生产企业许可、质量和监督管理；2024 年 11 月，国家药监局发布《关于加强药品受托生产监督管理工作的公告(征求意见稿)》，要求①新批文审批期间不得转让，上市三年内不得转让，②对于临床价值低、同质化严重的药品，原则上不能委托生产；2024 年第十批集采要求①多家企业委托同一家生产的，以生产企业做主体，视同一个名额，②同通用名下有 B 证企业参与，在总入围名额（N-3）基础上要再减 X。

2020-2023 年，我国生产制剂企业数仍处增长阶段，政策或推动行业真正开始出清。2020 年，我国制剂企业数量 3,765 家，2023 年增长至 4,979 家，未能完全实现 MAH 制度国家集采整治我国仿制药企业散乱小等特征的初衷，随着 MAH 制度的收紧以及四同、三同政策陆续落地，行业将真正开始产能出清，原料药+制剂一体化企业有望在这一过程中提高市占率。

图表52：2020 年底和 2023 年底制剂企业数量对比

省份	药品生产许可证数量	生产企业数量											单位：件，家	
		原料药和制剂		生产化学药企业	生产中成药企业	生产中药企业（含饮片）	生产中成药企业	生产中成药企业	按药品管理的体外诊断试剂	医用气体	药用辅料	空心胶囊	特殊药品	其他
		生产制剂企业	生产原料药企业											
合计	7690	4460	3765	1642	3519	2160	4357	2197	28	671	262	61	224	20

省份	药品生产许可证数量	截至 2023 年底生产企业数量										单位：件，家	
		原料药和制剂		生产化学药企业	生产中成药企业（含饮片）	生产中成药企业	生产中成药企业	按药品管理的体外诊断试剂	医用气体	特殊药品			
		生产制剂企业	生产原料药企业										
合计	8460	5652	4979	1661	4494	4752	2418	2334	26	712	242		

资料来源：CDE，《2020 年药品监督统计年报》，《2023 年药品监督统计年报》，太平洋证券整理

五、收入拆分与估值

（一）关键假设

按公司各类业务分别进行关键假设：

1) 原料药及中间体：行业去库存阶段或已终结，预计公司抗生素类产品价格有望于 2025 年-2026 年迎来拐点，同时新产品及医美业务将于未来 1-2 年开始陆续贡献增量，预计公司原料药及中间体业务于 2025 年稳定增长，并于 2026 年略有提速，2025-2027 年营业收入分别为 89.97 亿元，96.27 亿元，103.01 亿元，分别同比增长 4.00%，7.00%，7.00%，预计毛利率略有提升，2025-2027 年分别为 15.50%，16.50%，17.00%。

2) CDMO：创新药支持政策陆续落地，上游 CDMO 有望迎来新通胀时代，公司研发阶段项目高速增长，2024 年达 641 个，同比增长 42%，占比达到 64%，形成了良好的漏斗形的状态，预计未来 2-3 年随着公司前端项目向后端延伸，商业化订单数量将实现较快增长，CDMO 业务将逐步进入收获期，2025-2027 年营业收入分别为 24.11 亿元，28.93 亿元，35.30 亿元，分别同比增长 28.00%，20.00%，22.00%。预计随着项目逐渐进展到商业化阶段，毛利率有望提升，2025-2027 年分别为

42.00%，43.00%，44.00%。

3) 制剂：四同、三同等政策及第十批集采规则加速行业集中度提升，利好原料药+制剂一体化企业。公司原料药制剂一体化布局加速，未来计划每年新立项开发的制剂项目超过 25 个，从 2025 年起每年获批 15-20 个制剂产品，目前在研项目已有 64 个，减重降糖项目已经进入临床阶段，持续丰富的制剂产品线将为公司制剂业务扩充发展空间，预计制剂业务收入将实现快速增长，2025-2027 年营业收入分别为 14.06 亿元，16.17 亿元，18.60 亿元，分别同比增长 12.00%，15.00%，15.00%，预计毛利率维持稳定，2025-2027 年分别为 60.00%，60.00%，60.00%。

4) 期间费用率：①销售费用率：随着公司制剂布局加速，制剂销售人员有望扩充，预计销售费用率呈增长趋势，2025-2027 年分别为 5.50%，5.80%，6.00%；②财务费用率：随着营业收入的增长，预计财务费用率呈下降趋势，2025-2027 年分别为-0.31%，-0.42%，-0.49%；③管理费用率：预计管理费用率维持稳定，2025-2027 年分别为 3.80%，3.80%，3.80%；④研发费用率：公司 CDMO 研发人员有望持续扩充，同时原料药及制剂立项数量持续增长，预计研发费用率呈增长趋势，2025-2027 年分别为 5.80%，6.50%，6.50%。

(二) 收入拆分与盈利预测

截止至 2025 年 3 月 14 日，公司的收盘价为 15.28 元，总市值为 178.67 亿元，我们预计 2025-2027 年营业收入分别为 130.58 亿元、143.93 亿元和 159.58 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 11.53 亿元、13.24 亿元和 15.48 亿元，对应的 2025-2027 年 EPS 分别为 0.99 元/股、1.13 元/股和 1.32 元/股，市盈率分别为 16 倍、13 倍和 12 倍。

图表53：公司收入及毛利率拆分

项目/年度	2024A			2025E			2026E			2027E		
单位：亿元	营收	YoY	毛利率	营收	YoY	毛利率	营收	YoY	毛利率	营收	YoY	毛利率
原料药中间体	86.51	8.32%	14.97%	89.97	4.00%	15.50%	96.27	7.00%	16.50%	103.01	7.00%	17.00%
CDMO	18.84	-6.05%	41.06%	24.11	28.00%	42.00%	28.93	20.00%	43.00%	35.30	22.00%	44.00%
制剂	12.56	0.51%	60.81%	14.06	12.00%	60.00%	16.17	15.00%	60.00%	18.60	15.00%	60.00%
其他	1.66	-16.65%	11.15%	1.74	5.00%	11.00%	1.83	5.00%	11.00%	1.92	5.00%	11.00%
其他业务	0.65	92.64%	25.08%	0.69	5.00%	25.00%	0.72	5.00%	25.00%	0.76	5.00%	25.00%
总计	120.22	4.77%	23.85%	130.58	8.62%	25.18%	143.93	10.22%	26.69%	159.58	10.88%	27.95%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表54：盈利预测表

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
单位：百万元				
营业收入	12,022	13,058	14,393	15,958
增长率（%）	4.77%	8.62%	10.22%	10.88%
归母净利润	1,031	1,153	1,324	1,548
增长率（%）	-2.29%	11.82%	14.84%	16.90%
EPS（元/股）	0.89	0.99	1.13	1.32
市盈率（P/E）	18.34	15.50	13.49	11.54

资料来源：携宁，太平洋证券整理

（三）PE 估值及投资建议

选取行业中与普洛药业业务最为相近的华海药业、国邦医药、九洲药业三家公司，2025-2026 年三家公司的平均 PE 分别为 13 倍，11 倍。考虑到 CDMO 有望迎来新通胀时代，公司研发阶段项目高速增长，CDMO 业务将逐步进入收获期，同时原料药制剂一体化布局加速，随着 CDMO 及制剂业务占比提升，公司利润增长有望提速，估值应具备溢价，维持“买入”评级。

图表55：估值对比

股票代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
600521	华海药业	15.98	234.39	0.86	1.02	1.23	18.58	15.67	12.99
605507	国邦医药	19.87	111.04	1.42	1.75	2.11	13.99	11.35	9.42
603456	九洲药业	13.78	123.36	0.98	1.13	1.25	14.06	12.19	11.02
可比公司平均		16.54	156.26	1.09	1.30	1.53	15.55	13.07	11.14
000739	普洛药业	15.28	178.67	0.88	0.99	1.13	17.33	15.50	13.49

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

注：股价为 2025 年 3 月 14 日收盘价，普洛药业来自太平洋研究院预测，其余数据来自 IFIND 一致，华海药业、国邦医药、九洲药业 2024 年数据为预测数据

六、风险提示

1) 行业政策风险：医药行业受国家及行业政策变化的影响较大，相关政策法规体系的进一步修订和完善可能不同程度地对公司研发、生产和销售产生影响。同时，国家的环保政策日益趋严，随着政策的不断推出，公司可能面临环保不达标风险。

2) 市场竞争加剧风险：近年来，国外愈发重视原料药的生产，以减轻对我国原料药的依赖，未来有可能挤压国内原料药的发展空间，同时 CDMO 受地缘政治等因素影响，可能存在竞争加剧的情况。

3) 研发项目增长不及预期风险。公司研发项目数量为 CDMO 业务的前瞻指标，近年来 CDMO 行业整体竞争较为激烈，存在一定研发项目增长不及预期的风险。

4) 原料药产品价格下滑风险：公司原料药中间体业务占比超 70%，产品价格下滑直接影响了收入及利润，如果未来价格继续下滑，会在一定程度上影响公司的盈利水平。

5) 外汇汇率波动风险：公司海外业务占比近 45%，贸易摩擦以及国际经济形势的不稳定性带来的贸易障碍以及汇率波动，均会对公司销售收入和盈利能力带来一定影响。

资产负债表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,581	3,662	4,629	5,534	6,960
应收和预付款项	2,363	2,311	2,488	2,708	2,906
存货	2,083	1,860	1,900	1,993	2,108
其他流动资产	341	354	262	253	228
流动资产合计	8,368	8,187	9,278	10,487	12,202
长期股权投资	85	71	77	83	89
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	3,001	3,347	3,038	2,720	2,283
在建工程	546	407	460	559	558
无形资产开发支出	320	315	313	310	307
长期待摊费用	21	16	14	12	10
其他非流动资产	8,796	8,573	9,650	10,841	12,546
资产总计	12,768	12,729	13,551	14,524	15,793
短期借款	808	814	864	834	884
应付和预收款项	4,127	3,633	3,664	3,840	4,056
长期借款	19	70	60	50	40
其他负债	1,584	1,462	1,483	1,526	1,609
负债合计	6,537	5,979	6,071	6,250	6,590
股本	1,179	1,169	1,169	1,169	1,169
资本公积	438	247	247	247	247
留存收益	4,804	5,481	6,211	7,005	7,934
归母公司股东权益	6,223	6,742	7,472	8,267	9,196
少数股东权益	8	8	8	8	8
股东权益合计	6,230	6,750	7,480	8,275	9,203
负债和股东权益	12,768	12,729	13,551	14,524	15,793

现金流量表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	1,031	1,209	1,818	2,063	2,396
投资性现金流	-677	-398	-435	-556	-358
融资性现金流	-301	-582	-454	-602	-612
现金增加额	81	267	967	905	1,426

利润表 (百万)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	11,474	12,022	13,058	14,393	15,958
营业成本	8,529	9,155	9,770	10,552	11,498
营业税金及附加	56	56	59	65	72
销售费用	658	640	718	835	958
管理费用	467	481	496	547	606
财务费用	-104	-115	-40	-60	-78
资产减值损失	-92	-70	-50	-60	-80
投资收益	-22	-18	-22	-48	0
公允价值变动	0	8	0	0	0
营业利润	1,220	1,212	1,345	1,545	1,806
其他非经营损益	-15	-9	0	0	0
利润总额	1,205	1,203	1,345	1,545	1,806
所得税	149	172	192	221	258
净利润	1,055	1,031	1,153	1,324	1,548
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	1,055	1,031	1,153	1,324	1,548

预测指标					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	25.66%	23.85%	25.18%	26.69%	27.95%
销售净利率	9.20%	8.58%	8.83%	9.20%	9.70%
销售收入增长率	8.81%	4.77%	8.62%	10.22%	10.88%
EBIT 增长率	15.10%	-2.59%	17.92%	13.80%	16.35%
净利润增长率	6.69%	-2.29%	11.82%	14.84%	16.90%
ROE	16.96%	15.29%	15.43%	16.02%	16.83%
ROA	8.51%	8.09%	8.77%	9.43%	10.21%
ROIC	13.92%	12.32%	13.21%	13.81%	14.54%
EPS (X)	0.90	0.89	0.99	1.13	1.32
PE (X)	17.05	18.34	15.50	13.49	11.54
PB (X)	2.91	2.82	2.39	2.16	1.94
PS (X)	1.58	1.58	1.37	1.24	1.12
EV/EBITDA (X)	9.13	9.64	7.16	5.96	4.70

资料来源：携宁，太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何机构和个人的投资建议，投资者应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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。