



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

原料药+制剂一体化龙头，全面开启创新药新征程

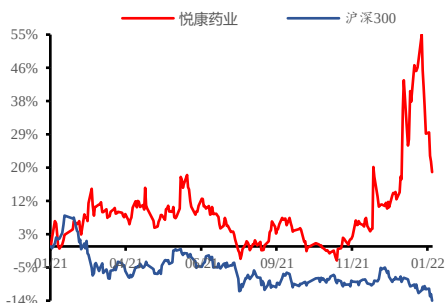
买入（首次）

行业：医药生物
日期：2022年1月28日
分析师：黄卓
Tel: 021-53686245
E-mail: huangzhuo@shzq.com
SAC 编号: S0870521120002

基本数据

最新收盘价（元）	24.76
12mth A 股价格区间（元）	32.16-19.99
总股本（百万股）	450.00
无限售 A 股/总股本	44.87%
流通市值（亿元）	49.99

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

投资摘要

公司为专注研发创新，打造原料药+制剂一体化的高端化药龙头。公司2001年成立于北京，业务涵盖药品研发、制造、流通和销售全产业链，具备注射剂、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂等多种高端剂型及部分原料药的生产能力。经历二十年发展积累雄厚研发实力，连续8年入选工信部中国医药研发产品线最佳工业企业。近期，股权激励方案发布，解锁条件对业绩和研究能力都做出了要求，其中公司业绩层面，以2021年净利润为基数，2022年-2024年增速分别不低于30%、69%、119%，即3年净利润增速CAGR 30%，解锁条件有望助推业绩腾飞。

创新型平台药企初露端倪，研发管线丰富，全面开启创新药新征程。公司已经形成缓控释制剂技术、药物晶型研究技术、高端药用辅料研发技术及心脑血管注射剂精细化制备技术平台4大核心技术平台，并通过收购天龙药业，布局核酸药物新平台。产品管线全面开花，目前公司在研项目45项，重点在研产品13项，其中核酸药7项、中药5项、化药1项，且近期与病原所开展多肽药物研究，持续推进创新转型。

三大重磅产品提供成长动能，传统产品受益集采。公司产品种类丰富，核心产品银杏叶提取物注射剂，新增耳部血流及神经障碍适应症且等级医院使用限制被放开，有望实现高增长；中药产品活心丸为医保甲类基药，刚进入销售起量期，随着基层医院覆盖率提升，有望快速放量；1.1类新药爱地那非获批，具有安全性好、起效快、剂量小、等特点，有望复制金戈模式，实现弯道超车；原料药+制剂一体化，传统品种集采受益，公司坚持原材料自主可控，使得公司对化学药制剂的生产成本有更强控制力，在面对集采时更具经济优势。公司盐酸二甲双胍缓释片在2020年第三批国家集采中中标，尽管毛利率收窄，但降幅有限，公司借助集采进一步提升产品在公立医院终端市场的份额。

盈利预测：我们预测 2021-2023 年公司营收为 52.09 亿、68.12 亿、89.89 亿元，同比增速为 20.1%、30.8%、32.0%；2021-2023 年公司归母净利润为 5.60 亿、7.67 亿、10.72 亿元，同比增速为 26.8%、36.8%、39.8%，对应 EPS 为 1.25、1.70、2.38 元，当前股价对应 P/E 为 19.88、14.53、10.39 倍。公司三大重磅产品放量在即，且研发管线丰富有望持续提振业绩，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新药研发风险；药品质量风险；销售渠道风险等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4339	5209	6812	8989
年增长率	1.2%	20.1%	30.8%	32.0%
归母净利润	442	560	767	1072
年增长率	54.9%	26.8%	36.8%	39.8%
每股收益（元）	0.98	1.25	1.70	2.38
市盈率（X）	24.87	19.88	14.53	10.39
市净率（X）	3.06	2.69	2.27	1.86

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022年01月27日收盘价）

目 录

1 悦康药业：原料药+制剂一体化龙头，全面开启创新药新征程	4
1.1 原料药+制剂一体化高端化药企业	4
1.2 股权高度集中，股权激励方案有望助推业绩腾飞	5
2 医药市场稳健增长，高端制药行业迎新机	8
2.1 全球医药产业步入稳定发展期，中国市场增长亮眼	8
2.2 细分领域多，需求端高增长保障成长空间	8
3 创新型平台药企初露端倪，三大产品提供成长动能	13
3.1 四大核心技术平台优势突出，积极布局核酸药平台	13
3.2 研发投入持续增加，产品管线全面开花	17
3.3 营销网络覆盖全，客户资源丰富	19
3.4 三大产品提供成长动能，传统产品受益集采	19
4 盈利预测	26
5 投资建议	29
6 风险提示	29

图

图 1 公司主要产品	4
图 2 公司发展历程	5
图 3 公司股权结构	5
图 4 公司近年营收、归母净利润情况	7
图 5 公司近年期间费用率、毛利率、净利率情况	7
图 6 2011-2018 年中国卫生总费用增长及占 GDP 比重情况 (单位：亿元)	8
图 7 2013-2019 年我国城市公立医院心血管系统药物销售情况 (单位：亿元)	9
图 8 2013-2019 年我国城市公立医院消化系统及代谢药物销售情况 (单位：亿元)	10
图 9 2013-2019 年我国城市公立医院糖尿病药物销售额 (单位：亿元)	12
图 10 2013-2019 年我国城市公立医院抗生素药物销售情况 (单位：亿元)	12
图 11 公司缓控释技术平台介绍	13
图 12 公司药物晶型研究技术平台介绍	15
图 13 心脑血管北京市工程研究中心	16
图 14 公司近年研发投入(单位：万元)	17
图 15 2020 年公司人员类别构成	17
图 16 公司重要的在研管线及进度	18
图 17 爱地那非分子结构	21
图 18 白云山“金戈”销售收入	21
图 19 白云山“金戈”销售量	21
图 20 公司中药部分品种	21
图 21 公司活心丸产品	22

图 22 公司银杏叶提取物产品 24

图 23 公司"悦康通"市占率情况.....24

图 24 公司"悦康通"销售估计情况（单位：万元） 24

图 25 公司盐酸二甲双胍缓释片 26

图 26 公司盐酸二甲双胍缓释片销售额对比 26

表

表 1 公司董事、监事、高管、核心技术人员 5

表 2 股权激励方案 7

表 3 治疗消化道溃疡药物的分类及作用机理.....9

表 4 糖尿病主要化学药品的具体作用机理 11

表 5 公司一致性评价开展情况.....18

表 6 西地那非、伐地那非、他达拉非比较 20

表 7 医保报销变化 25

表 8 悦康药业 2018-2023 年核心业务收入拆分预测（单位：
百万元） 28

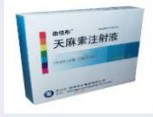
表 9 可比公司比较 29

1 悦康药业：原料药+制剂一体化龙头，全面开启创新药新征程

1.1 原料药+制剂一体化高端化药企业

公司为专注研发创新，打造原料药+制剂一体化的高端化药龙头。公司为以高端化药为主导的龙头企业，具备注射剂、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂等多种高端剂型及部分原料药的生产能力，业务涵盖药品研发、制造、流通和销售全产业链。公司产品主要覆盖心脑血管、消化系统、抗感染、内分泌以及抗肿瘤等 12 个用药领域，其中银杏叶提取物注射液、奥美拉唑肠溶胶囊、盐酸二甲双胍缓释片等主要产品市占率处于行业优势地位。

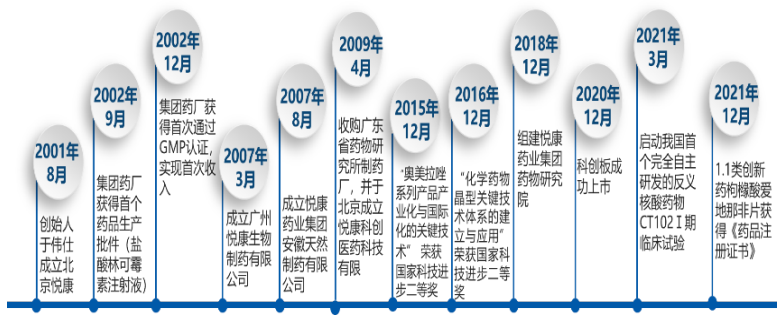
图 1 公司主要产品

心脑血管药物	糖尿病药物	消化系统药物	抗感染药物
银杏叶提取物注射液 	盐酸二甲双胍缓释片 	注射用兰索拉唑 	注射用头孢唑林钠 
天麻素注射液 	百蕊胶囊 	奥美拉唑肠溶胶囊 	注射用头孢曲松钠 

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

二十年精心布局，打造医药工业百强集团。公司 2001 年成立于北京，在创始人于伟仕先生的努力下，经历二十年发展积累雄厚研发实力，在北京组建了集团药物研究院，在合肥成立悦康生物医药（合肥）创新中心，并以安徽、河南医药原料基地为基础，在北京、广州、合肥建立了不同的制剂生产基地。2009-2020 年公司连续 12 年入选工信部医药工业百强，2013-2020 年连续 8 年入选工信部中国医药研发产品线最佳工业企业，并在南方医药经济研究所 2020 年度中国医药工业百强化药企业 TOP100 中位居第 32 位。

图 2 公司发展历程

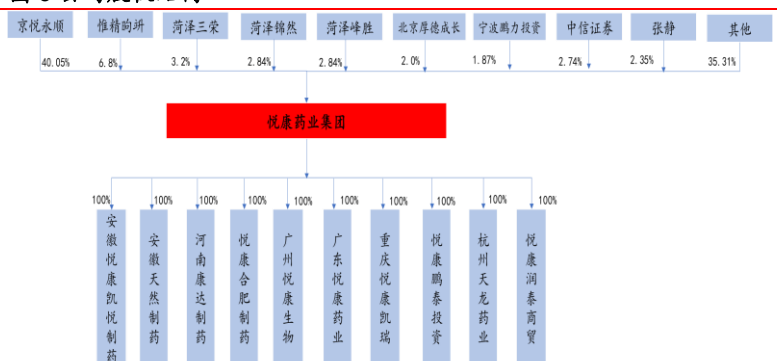


资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 股权高度集中，股权激励方案有望助推业绩腾飞

公司股权集中稳定，有利于长久发展。公司实际控制人为于伟仕、马桂英、于飞及于鹏飞，截至 2021 年 Q3，合计间接持有公司 43.8933% 股份。公司股权高度集中，利于上市后长期战略的贯彻及执行。

图 3 公司股权结构



资料来源：Wind，上海证券研究所

管理体系完善、核心高管经验丰富。公司已经构建从研发、生产到采购、销售的全套管理体系，针对不同环节建立了完善制度并培养经验丰富的管理人员。董事长于伟仕先生曾任职医药保健品出口商会副会长、中国医药企业管理协会副会长等重要职位，具有多年的医药行业从事经验。核心管理团队稳定，具有丰富的研发、生产、市场、管理、技术经验，有力保障公司持续健康发展。

表 1 公司董事、监事、高管、核心技术人员

姓名	职位	学历	经历
于伟仕	董事长	大专	中国医药保健品进出口商会副会长、中国医药企业管理协会副会长、北京医药行业协会资深副会长、中国医药卫生文化协会常务理事、中国老年学和老年医学学会常务理事。2001 年至今，担任悦康药业董事长
于飞	董事，总经理	学士	中国农工民主党中央青年工作委员会副主任、北京市大兴区人民代表大会代表、中国中药协会药物经济专业委员会委员，作为主要完成人获得国家科技进步二等奖，江苏省科技进步一等奖。曾就职于辉瑞制药有限公司，

			2012 年起历任悦康药业董事长助理、营销中心负责人等职务，2019 年 5 月起任公司董事、总经理。
于鹏飞	董事	硕士	约翰霍普金斯大学硕士研究生学历金融学专业。2019 年加入公司任董事长助理，2019 年 5 月起任公司董事。
关志宽	董事	硕士	硕士毕业于美国沃顿商学院，获得工商管理硕士学位。曾就职于 KPMG 毕马威华振会计师事务所、IBM 美国商用机器、渣打银行、太盟投资集团等公司。现任宁波梅山保税港区惟精融禧投资管理有限公司执行董事等职务。2018 年 1 月起任公司董事。
张将	董事，副总经理	学士	药学及工商管理双学士学位。2003 年 7 月加入悦康药业，历任化验室主管、质量部经理、厂长等职务。2019 年 5 月起任公司董事、副总经理。
张启波	董事	学士	2005 年 7 月加入悦康药业，历任销售部大区经理、供应部经理、采购中心总经理等职务。2019 年 5 月至今任公司董事。
陈可冀	独立董事	学士	中国科学院院士、享受国务院政府特殊津贴、国家非物质文化遗产传统医学代表性传承人、全国杰出专业技术人才。2019 年 5 月起任公司独立董事。
王莉莉	监事，人力资源中心总经理	学士	2004 年加入公司，历任人力资源部经理等职务，现任人力资源中心总经理。2019 年 5 月至今担任公司监事。
宋更申	副总经理	硕士	获得河北省科技进步二等奖、三等奖各一项。在国内外期刊发表论文 70 余篇，其中 SCI 论文 6 篇，取得授权专利 2 项。完成《中国药典》和国家药品标准提高项目 19 个品种的标准起草工作；完成多个品种的国家评价性抽验工作和仿制药一致性评价工作。2016 年 5 月加入公司，任研发部主管，2019 年 5 月至今任副总经理兼任悦康科创董事、经理。
许楠	董事会秘书	硕士	曾就任长江证券股份有限公司创新融资部，海尔生物医疗股份有限公司证券部，斯微(上海)生物科技股份有限公司董事会办公室，2021 年 11 月加入悦康药业，负责战略发展，资本运作，证券事务等工作。
刘燕	财务总监	硕士	曾就职于丽珠医药集团股份有限公司、北京康辰药业股份有限公司、北京海吉星医疗科技有限公司等公司，2017 年至今任公司财务总监。
杨磊	研发中心副总经理	学士	正高级工程师。曾就职于河南恒辉生物医药有限公司、北京正光伟业生物化学研究所。2009 年 2 月加入公司，现任公司研发中心副总经理。
李玉生	安徽天然制药副总经理	学士	安徽省技术领军人才。2011 年加入公司任安徽天然制药副总经理，兼任安徽省药包材辅料协会副会长。曾就职于连云港制碘厂、连云港恒阳药业有限公司等公司。

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

股权激励方案有望激发创新研发能力，推动公司业绩稳步增长。2021 年 12 月底，公司公布了上市后的首次股权激励方案，拟向激励对象授予 1,300.00 万股限制性股票，其中首次授予 1,051.90 万股，激励对象主要涵盖董事、高级管理人员、核心技术人员，及其他公司成员，合计 113 人。股权激励解锁条件有两部分：1) 公司业绩层面，以 2021 年净利润为基数，2022 年-2024 年增速分别不低于 30%、69%、119%，即 3 年净利润增速 CAGR30%；2) 创新药研发进度方面，2022 年-2024 年，新申报创新药并获得受理的 IND 申请分别不少于 2 项、2 项、3 项，且

请务必阅读尾页重要声明

2022 年取得药品注册证书不少于 1 项，2023 年、2024 年每年申报并获得受理的新药 NDA 或者扩展适应症（sNDA）不少于 2 项。限制性股票的授予价格为 10.97 元/股，激励十分充分，能够吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心团队的积极性。

表 2 股权激励方案

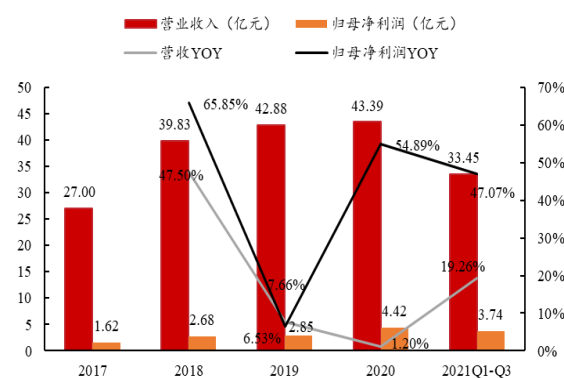
考核年度	解锁条件	
	业绩条件	研发情况
2022 年	以 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 30%	2022 年度创新药，新申报并获得受理的 IND 申请不少于 2 项，取得药品注册证书不少于 1 项
2023 年	以 2021 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 69%	2023 年度创新药，新申报并获得受理的 IND 申请不少于 2 项，申报并获得受理的新药 NDA 或者扩展适应症（sNDA）不少于 2 项
2024 年	以 2021 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 119%	2024 年度创新药，新申报并获得受理的 IND 申请不少于 3 项，申报并获得受理的新药 NDA 或者扩展适应症（sNDA）不少于 2 项

资料来源：公司公告，上海证券研究所

营收净利稳健增长。公司 2021 年前三季度，营收和归母净利润分别为 33.45 亿、3.74 亿元，分别同比增长 19.26%、47.07%。主要由银杏叶提取物注射液、活心丸、奥美拉唑肠溶胶囊等主要产品销售收入提升带动。

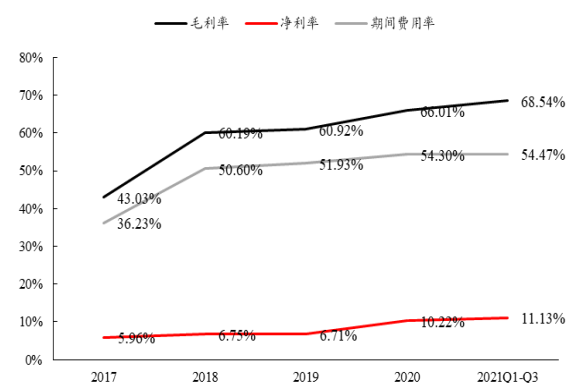
费用率控制得到，盈利能力稳定。2018-2021 年前三季度，公司期间费用率分别为 50.60%、51.93%、54.30%、54.47%，主要由于销售规模增加，导致销售费用率上升，进而推高期间费用率。2021 年前三季度，公司毛利率和净利率分别为 68.54%、11.13%，毛利率较 2020 年末略有提升，净利率水平保持稳定。

图 4 公司近年营收、归母净利润情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 5 公司近年期间费用率、毛利率、净利率情况



资料来源：公司公告，上海证券研究所

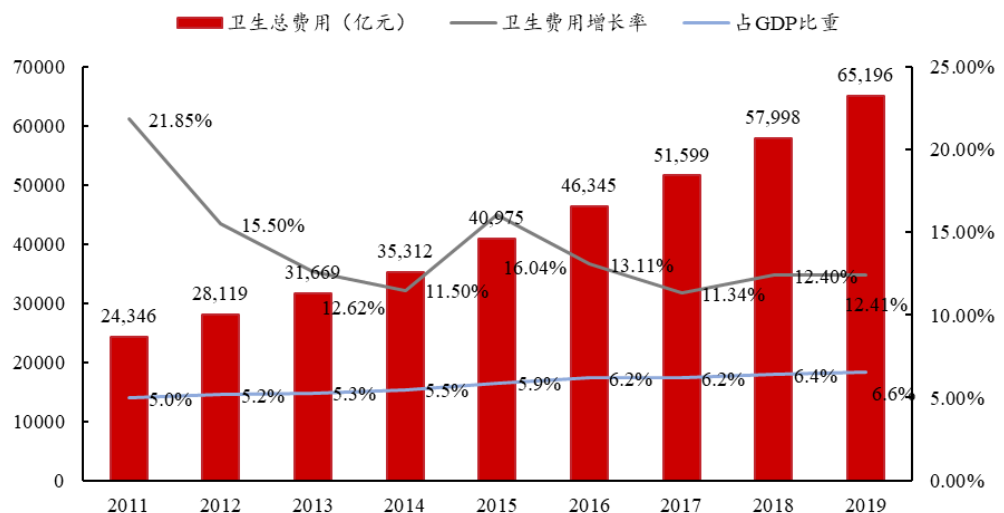
2 医药市场稳健增长，高端制药行业迎新机

2.1 全球医药产业步入稳定发展期，中国市场增长亮眼

全球医药市场稳定增长，研发投入持续上升。根据公司招股说明书引用的 Frost & Sullivan 研究报告，全球医药市场规模主要受经济发展和老龄化的影响，已从 2014 年的 1.0 万亿美元增长至 2018 年的 1.3 万亿美元，并将于 2030 年稳定增长至约 2.1 万亿美元。从区域来看，成熟发达国家市场虽占据主要份额，但增速较为有限；以中国为代表的新兴市场预计会在未来保持较高增速。

我国经济快速发展，卫生费用占 GDP 比重不断提升。据国家统计局资料显示，2011 年至 2019 年期间，我国 GDP 延续增长势头，2019 年突破 99 万亿元人民币，同比增长 6.1%。经济高速增长趋势下，中国的卫生总费用也从 2011 年的 24,346 亿元增长至 2019 年的 65,196 亿元，CAGR13.1%，高于我国 GDP 同期增长速度。同时，中国卫生总费用占 GDP 比重不断提高，从 2011 年的 5.0% 增加至 2019 年的 6.6%。根据卫生部《“健康中国 2020”战略研究报告》规划，我们认为我国医疗卫生支出在国民经济中的重要性仍将得到继续提升。

图 6 2011-2018 年中国卫生总费用增长及占 GDP 比重情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

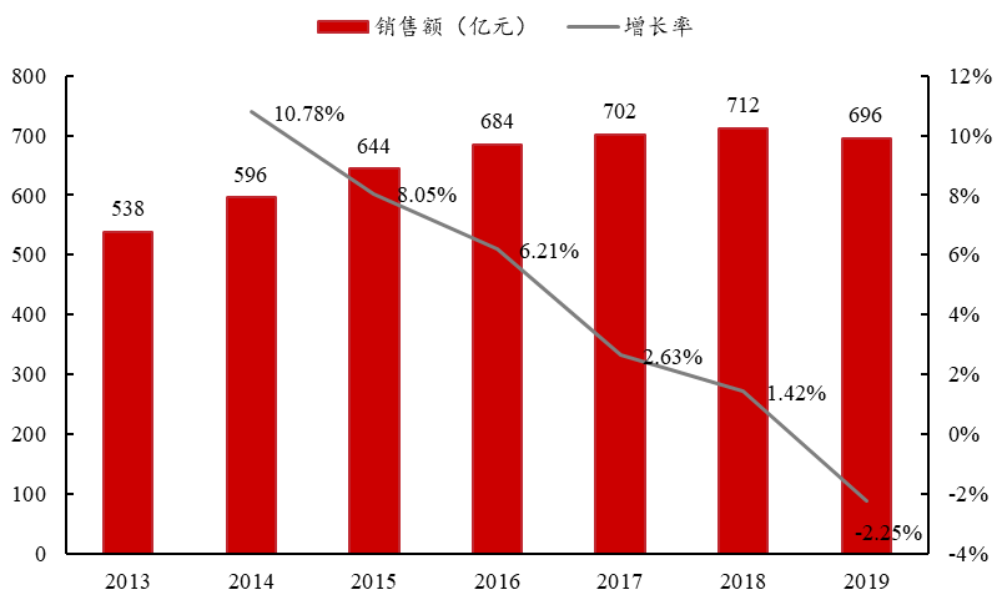
2.2 细分领域多，需求端高增长保障成长空间

心血管疾病为我国居民健康首要威胁，死亡率不断趋高。心脑血管疾病是威胁我国人民健康的最主要慢性疾病之一。根据国

家心血管病中心发布的《中国心血管病报告 2018》，当前心血管病位居城乡居民总死亡原因之首，农村和城市心血管病死亡占总死因比率分别为 45.5%和 43.16%。从死亡率看，根据《中国卫生健康统计年鉴 2020》，2019 年城市居民脑血管病死亡率为 129.41/10 万（其中脑出血 44.45/10 万，脑梗死 43.51/10 万）。农村居民脑血管病死亡率为 158.63/10 万（其中脑出血 63.29/10 万，脑梗死 51.21/10 万）。随着人口老龄化进程加快及不健康生活饮食习惯，发病率或将持续攀升。

我国心血管药物市场确定性强,终端销售额超过 700 亿元。南方医药经济研究所统计数据显示，2019 年心血管系统药物销售额在我国城市公立医院化学药市场份额占比 9.63%，在化学药中排名第六。2013-2019 年间，我国城市公立医院心血管系统药物销售额由 538 亿元增长到 696 亿元，CAGR 为 4.40%。2019 年市场销售额同比下降 2.04%，预计随着未来心脑血管患病人数快速增长，将带动心脑血管疾病用药持续提升，行业将维持小幅增长

图 7 2013-2019 年我国城市公立医院心血管系统药物销售情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

消化系统疾病发病人群基数高，适应症广泛。消化系统疾病发病率高，发病人群占人口总数 10%-20%，其适应症多主要包括急性胃炎、慢性胃炎、消化道溃疡、功能性消化不良等，其中消化道溃疡最为常见。目前治疗消化道溃疡的药物主要分降低胃酸药（削弱攻击因子）和保护粘膜药（增强防御因子）两类，占据相关用药市场的大部分份额。

表 3 治疗消化道溃疡药物的分类及作用机理

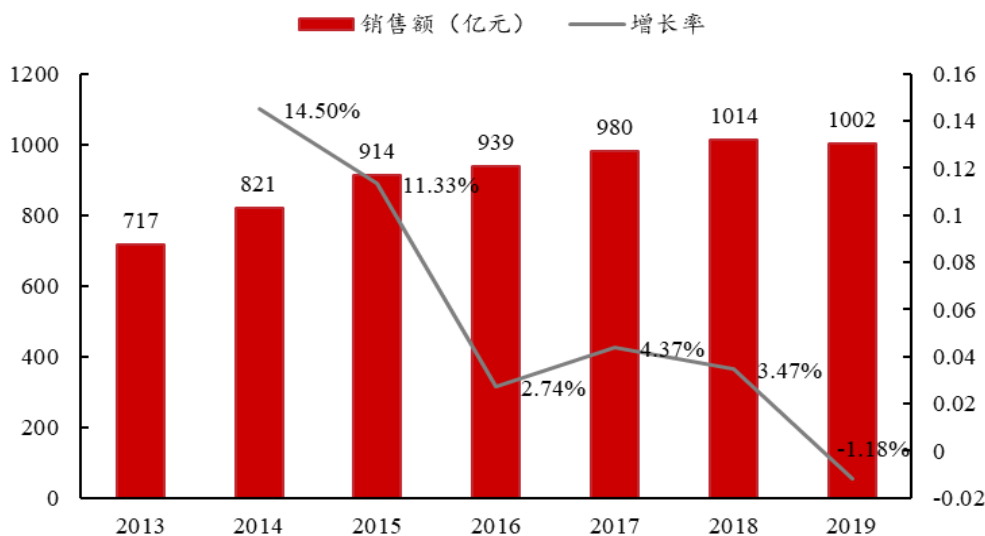
序号	细分类别	作用机理	代表药品
1	质子泵抑制剂	阻断胃壁细胞内质子泵，驱动细胞内 H ⁺ 与小管内 K ⁺ 交换，从而阻止胃酸分泌的通道	奥美拉唑、兰索拉唑、泮托拉唑、雷

2	H2-受体拮抗剂	通过阻断 H2-受体，从而抑制胃酸分泌	贝拉唑、艾美拉唑 西咪替丁、雷尼替丁、法莫替丁、尼扎替丁
3	粘膜保护剂	加强胃黏膜保护，能对溃疡的愈合起到积极作用。本类药物的作用机制不尽相同	前列腺素药物、替普瑞酮、硫糖铝、枸橼酸铋钾
4	抗酸剂	中和胃酸，减少和缓解胃酸对胃的刺激	铝碳酸镁、碳酸钙、碳酸氢钠、铝镁加混悬液

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

我国消化系统用药市场规模超千亿元。近年来，由于我国居民生活和工作节奏加快，饮食作息不规律等因素引起各种消化系统疾病，且呈现出年轻化迹象。此外，消化道溃疡的复发性较高，大部分患者在一段时间内需要连续用药。上述原因均给消化系统药物带来了持续稳定的市场需求。据南方医药经济研究所的数据统计，2013-2019 年我国城市公立医院消化系统及代谢药物的销售金额不断上升，由 2013 年的 717 亿元增长至 2019 年的 1,002 亿元，CAGR 为 5.69%。

图 8 2013-2019 年我国城市公立医院消化系统及代谢药物销售情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

糖尿病并发症严重，严重影响患者生活质量。糖尿病为一种受遗传因素和环境因素共同影响的常见代谢疾病，以血浆葡萄糖水平升高为主要特征，主要病理生理机制是胰岛素分泌缺陷及（或）作用缺陷。患者长期血糖升高可致器官组织损害，引起脏器功能障碍以致功能衰竭。在这些慢性并发症中，视网膜病变可导致视力丧失；肾病变可导致肾功能衰竭；周围神经病变可导致下肢溃疡、坏疽、截肢和关节病变的危险；自主神经病变可引起胃肠道、泌尿生殖系及心血管等症状与性功能障碍；周围血管及心脑血管合并症明显增加，并常合并有高血压、脂代谢异常。酮

症酸中毒及非酮症性高渗综合征等急性并发症甚至威胁患者生命健康。如不进行积极防治，患者的生活质量将严重降低。

根据发病特点，通常可将糖尿病分为 I 型糖尿病、II 型糖尿病、妊娠糖尿病及其他。其中 I 型糖尿病是由自身免疫反应引起的，机体的防卫系统攻击胰腺中产生胰岛素的 β 细胞，致使机体无法合成其所需的胰岛素，病症多发于儿童或年轻群体。此型糖尿病患者为控制血糖水平，每天都需注射胰岛素。II 型糖尿病是最常见的糖尿病类型，通常发生在成人中（但在儿童和青少年中日渐增多）。在 II 型糖尿病中，机体能够产生胰岛素，但因胰岛素分泌相对不足或作用缺陷（也称为胰岛素抵抗）致血糖升高。根据作用特点，糖尿病主要用药可分为胰岛素及其类似物类、 α -葡萄糖苷酶抑制剂、磺脲类、双胍类、噻唑烷二酮类、格列奈类（即非磺酰脲类）和其他类等。

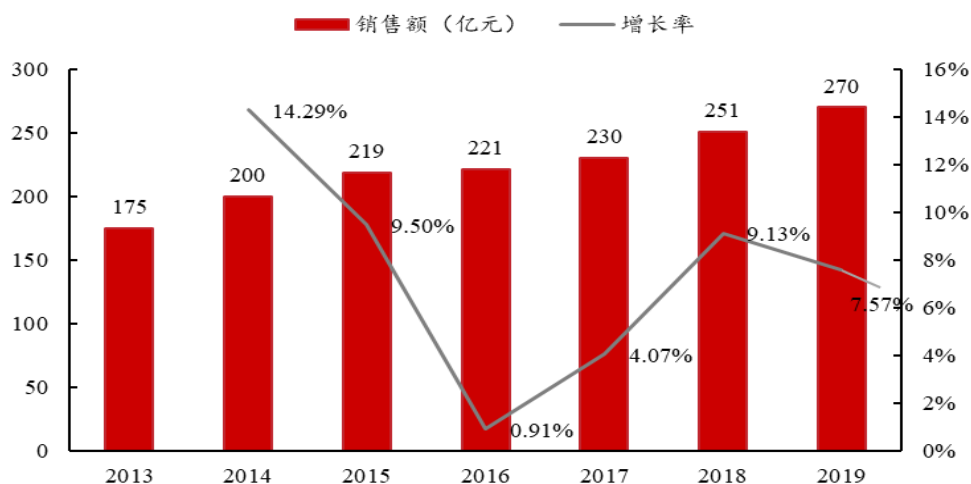
表 4 糖尿病主要化学药品的具体作用机理

类别	作用机理
胰岛素及其类似物类	胰岛素促进全身组织对葡萄糖的摄取和利用，并抑制糖原的分解和糖原异生，因此，胰岛素有降低血糖的作用
α -葡萄糖苷酶抑制剂	减缓碳水化合物（如粮食、蔬菜、水果）在肠道消化成葡萄糖的速度，延长吸收时间，降低餐后血糖
磺脲类	刺激胰岛 β 细胞分泌胰岛素，主要针对餐后血糖。磺脲类药起效慢，长效，对降低基础血糖有一定作用
双胍类	降低肝糖从细胞内输出，以致肝糖原异生（脂肪和蛋白质转化成葡萄糖）增加组织对葡萄糖的利用
噻唑烷二酮类（TZD）	增加组织细胞对胰岛素的敏感性，使细胞在胰岛素的作用下启动 PPAR γ 蛋白，使葡萄糖转运蛋白 4 增多，打开葡萄糖通道，使血中的葡萄糖进入细胞内，从而减少胰岛素的需要量
格列奈类（即非磺酰脲类）	刺激胰岛 β 细胞分泌胰岛素，主要针对餐后血糖。格列奈类药起效快，短效，只能降低餐后血糖

资料来源：公司公告，上海证券研究所

根据国际糖尿病联盟公布的数据，2019 年全球 20-79 岁成年人中，糖尿病的患病率为 8.8%，患者人数已达 4.63 亿，预计至 2030 年，全球糖尿病患者共 5.78 亿人。在 2019 年，糖尿病导致全球约 420 万人死亡。中国 20-79 岁成年人糖尿病患者数量已从 2013 年的 9840 万人上升到了 2019 年的 1.16 亿人，增幅达 17.89%，糖尿病发病率接近 10%。根据南方医药经济研究所统计数据的统计，我国糖尿病药物销售规模由 2013 年的 175 亿元增长至 2018 年的 270 亿元，CAGR 为 7.19%。

图 9 2013-2019 年我国城市公立医院糖尿病药物销售额（单位：亿元）

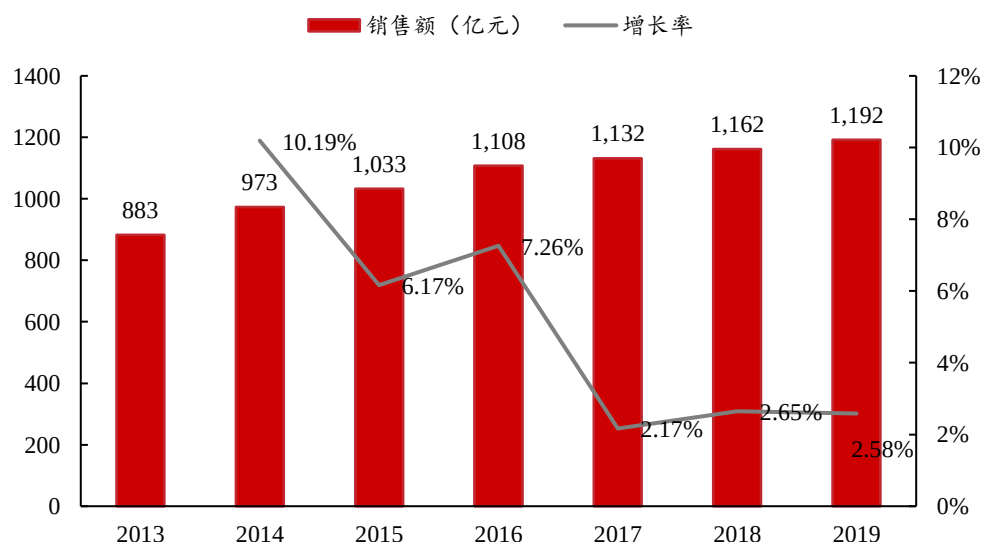


资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

抗感染药物规模超千亿，限抗背景下维持小幅增长。抗感染药物指用于杀灭或抑制各种病原微生物感染的药物，一般通过口服、肌肉注射、静脉注射等方式应用。作为基础性用药，抗生素在细菌感染、真菌感染、衣原体感染、病毒感染等各类感染性疾病以及其他疾病带来的感染性并发症治疗中均有广泛的应用，为临床用药中最主要的分支类别之一。根据南方所对我国城市公立医院终端市场数据统计，抗感染药物 2013 年销售额为 885 亿元，2019 年已上升至 1,192 亿元，CAGR 为 5.09%。

自 2011 年对抗生素进行专项整治和 2012 年的“限抗令”提出对抗菌药物进行分级管理以来，我国逐步规范抗菌药临床使用管理，对药物的使用品种、处方比例、使用强度进行严格控制，行业药物销售增速也稍有回落。随着医院抗感染药物的使用趋于合理，行业规范化后增长趋势有望重回稳定。

图 10 2013-2019 年我国城市公立医院抗生素药物销售情况（单位：亿元）



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

随着社会老龄化程度的加大，就诊率及用药金额的提高，人民生活水平的提升加上我国医疗保障制度的不断完善以及新医改和新农合政策全面推进，预计未来几年内抗感染药品需求将维持千亿以上销售规模，在我国医药市场仍将占据重要的地位。

3 创新型平台药企初露端倪，三大产品提供成长动能

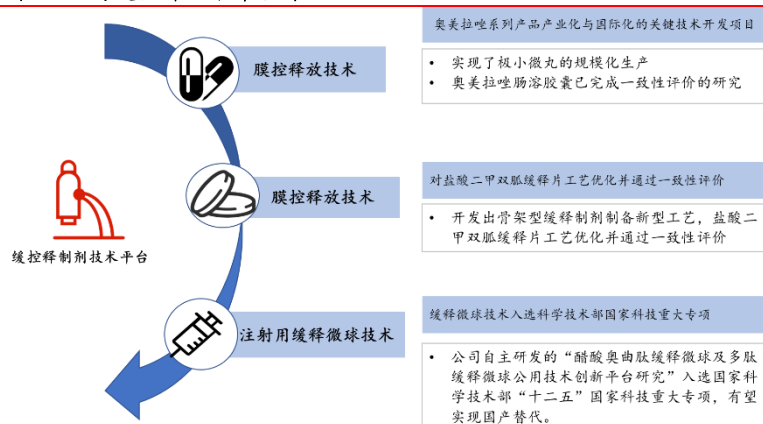
3.1 四大核心技术平台优势突出，积极布局核酸药平台

打造四大核心技术平台，布局核酸药物新平台。公司始终秉承创新驱动发展的理念，优化生产技术、创新生产工艺，不断提升药品制剂的质量和疗效水平，并将研发成果运用至现有产品中。截至目前公司已经形成缓控释制剂技术、药物晶型研究技术、高端药用辅料研发技术及心脑血管注射剂精细化制备技术平台 4 大高壁垒核心技术平台，并正在布局核酸药物新平台。

➤ 缓控释制剂技术平台 3 大核心技术，攻克国内技术升级难题

公司缓控释制剂技术平台致力于口服缓控释制剂和长效注射剂的研发和产业化，承载了公司核心产品奥美拉唑肠溶胶囊、盐酸二甲双胍缓释片等研发及生产任务。平台主要构建膜控型缓控释、骨架型缓控释和注射用缓释微球三大核心技术。

图 11 公司缓控释技术平台介绍



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

膜控释放技术主要为片芯薄膜包衣技术及微丸包衣技术。极小微丸缓控释制剂是美国 FDA 对奥美拉唑等质子泵抑制剂类药品注册的重点要求之一，极小粒径微丸包衣在工艺放大、工业化生产方面制备技术难度较高，是制约国产肠溶微丸制剂工艺无法达

到原研厂家粒径标准的主要障碍，成为限制国内药企技术升级的难题。

公司创新切线喷液/起母造粒技术、流化床喷枪技术、抗粘/抗静电技术，实现了粒径为 $50\mu\text{m}$ 的极小含药丸芯的制备，满足了小于 $100\mu\text{m}$ 的微丸包衣要求，从而实现了极小微丸的规模化生产，获得国家科技进步奖二等奖，同时该项目通过产学研紧密合作，在国内率先突破了制约产业化过程的关键技术难题，实现了奥美拉唑等产品的绿色产业化与国际化。目前通过膜控型缓控释制剂制备技术研发的奥美拉唑肠溶胶囊已完成一致性评价的研究工作，已于 2019 年 12 月申报 CDE。

骨架型缓控释技术新工艺，助推产品升级。骨架型制剂是指药物和惰性固体骨架材料通过压制或融合技术制成片状、微丸或颗粒来控制释药速率而起到控释或缓释作用。公司围绕拥有自主知识产权的国内首创辅料 NE30D 新型系列缓控释材料丙烯酸乙酯-甲基丙烯酸甲酯共聚物水分散体，开发出骨架型缓释制剂制备新型工艺，以此工艺为基础对盐酸二甲双胍缓释片制备工艺进行优化，在和原研药药效一致的前提下，公司盐酸二甲双胍缓释片减少了辅料的使用，降低片重，缩小片型，片面更光滑，提高了患者的依从性，方便患者服药。改进后，公司生产的盐酸二甲双胍缓释片已于 2018 年 12 月通过一致性评价。

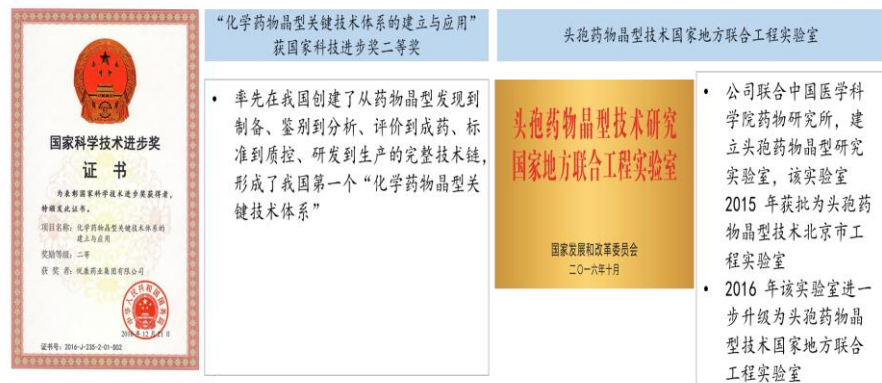
注射用缓释微球技术，实现技术新突破。注射用缓释微球是指通过肌肉或其他软组织局部注射给药后，在局部或全身起缓释作用的制剂，其能提供更平稳的血药浓度，能维持数日乃至数月治疗时间，同时降低注射的给药频率，提高患者用药的顺应性，实现患者自我管理，减少医疗负担。此外注射用缓释微球还有靶向释放的优势，并能降低注射剂快速送达造成的肝肾毒性伤害，是一种极具潜力的创新剂型。该剂型产品的工艺难度较大，技术壁垒较高，价格昂贵，且多依赖于进口，国产化程度极低。公司自主研发的“醋酸奥曲肽缓释微球及多肽缓释微球公用技术创新平台研究”入选国家科学技术部“十二五”国家科技重大专项，掌握了该项技术的生产工艺、质量评价关键技术，并计划实现微球系列产品的产业化。

➤ 药物晶型研究技术平台，加快药物上市

药物多晶型研究对于药品疗效和质量重要性日益显现，因为药物不同的晶型物质状态，使其在理化性质、溶解度、溶解速率稳定性等方面存在差异，研发新晶型可以加快仿制药上市进程，满足临床需求，提高药品的可及性和可负担性。公司全产业链的

晶型研究及有效成药的产业化能力，承载了奥美拉唑肠溶胶囊、注射用头孢曲松钠等在内的 14 个上市产品研发。

图 12 公司药物晶型研究技术平台介绍



资料来源：公司官网，上海证券研究所

晶型关键技术成效显著，荣获国家科技进步二等奖。公司基于药物晶型研究技术平台研发的“化学药物晶型关键技术体系的建立与应用”于 2016 年获国家科技进步奖二等奖。该项目围绕制约我国化学药物治疗的关键晶型技术难题，率先在我国创建了从药物晶型发现到制备、鉴别到分析、评价到成药、标准到质控、研发到生产的完整技术链，形成了我国第一个“化学药物晶型关键技术体系”，完成了我国晶型药物技术从无到有、实现技术指标国际接轨。

➤ 高端药用辅料研发技术平台，实现国产替代

药用辅料是具有赋形、充当载体、提高药品稳定性、增溶、助溶、缓控释等重要功能，是影响制剂质量、安全性和有效性的成分。

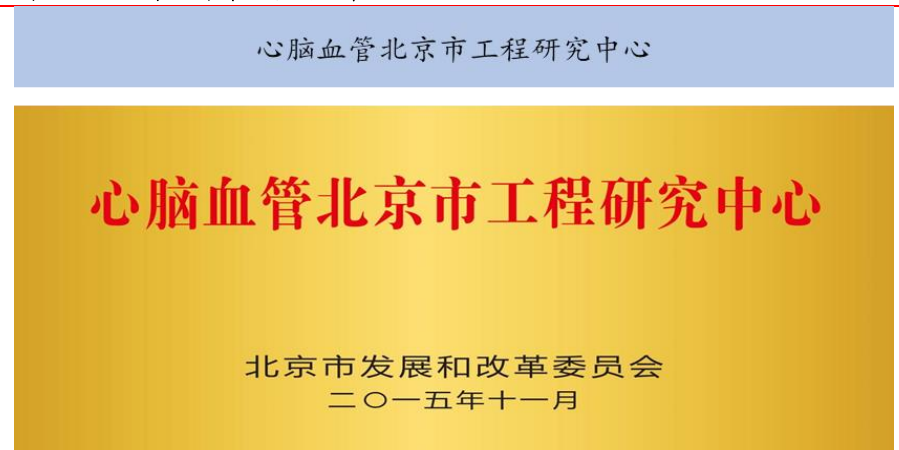
创新制剂具有研发周期短、投入少、风险低，且有效性、安全性又有保障等优势，成为制药企业开发的重要方向。新型药用辅料是决定新制剂技术的关键因素。公司生产的丙烯酸乙酯-甲基丙烯酸甲酯共聚物水分散体、季铵基甲基丙烯酸酯共聚物 A 型水分散体、季铵基甲基丙烯酸酯共聚物 B 型水分散体等三种水分散体辅料为国内独家产品，填补国内空白，有望实现进口替代。公司高端药品缓控释辅料开发项目“聚丙烯酸酯共聚物水分散体关键技术开发及应用”已成功申报国家新药创制重大专项，并获得立项支持。

➤ 心脑血管注射剂精细化制备技术平台，解决技术难题

公司通过自主研发掌握了药物筛选、制剂开发、质量研究以及安全性有效性验证等系列关键技术，解决银杏叶提取物注射液主要成分结构不稳定、制剂色泽批间差异大、质量标准不易控制的行业性难题，承载着银杏叶提取物注射液、天麻素注射液等上

市/在研产品研发制备工艺。针对银杏叶提取物注射液制备，公司通过超滤技术去除热原，严格控制杂质含量，并在生产过程中全程填充惰性气体减少杂质引入，提升产品稳定性；针对天麻素注射液制备，公司开发了诱导结晶工艺，克服引湿难题，提升原料药溶解性及后续药液稳定性。

图 13 心脑血管北京市工程研究中心



资料来源：公司官网，上海证券研究所

公司 2015 年 11 月成立“心脑血管北京市工程研究中心”。心脑血管注射剂精细化制备技术平台承载项目“银杏叶提取物注射液新适应症临床前研究”“注射用羟基红花黄色素 A 的研发”获得国家级“重大新药创制”科技重大专项，且与中国药科大学合作研发的“中药和天然药物活性物质的发现与研究”项目获得 2019 年江苏省科学技术一等奖。自主研发持续推进，保障核心产品工艺质量稳定及生产工艺的持续优化。

➤ 全资收购天龙药业，加速布局核酸药物平台建设，开启创新药新征程

小核酸药物其药物构成为核苷酸序列，药物机制为作用于 mRNA，通过基因沉默抑制靶蛋白的表达，能针对难以成药的特殊蛋白靶点实现突破，有望攻克尚无药物治疗的疾病包括遗传疾病和其他难治疾病。核酸药物研发分为多种技术路线，包括反义核酸（ASO）、小干扰 RNA（siRNA）、微小 RNA（miRNA）、小激活 RNA（saRNA）、信使 RNA（mRNA）、适配体（aptamer）等。其主要具有候选靶点丰富、研发周期短、药效持久、临床开发成功率高等优势。

天龙药业，拥有国家发展和改革委员会批复的核酸药物领域首个核酸药物国家地方联合工程研究中心，是中国核酸产学研联盟骨干单位、浙江省核酸药物工程中心，主要的技术路线为 ASO 和 mRNA，近年来承担重大新药创制、国家重大专项和国家 863 重大重点项目八项，建立了从靶点筛选、核酸序列的合成、修饰、递送评价、申报以及临床试验的完整体系。

请务必阅读尾页重要声明

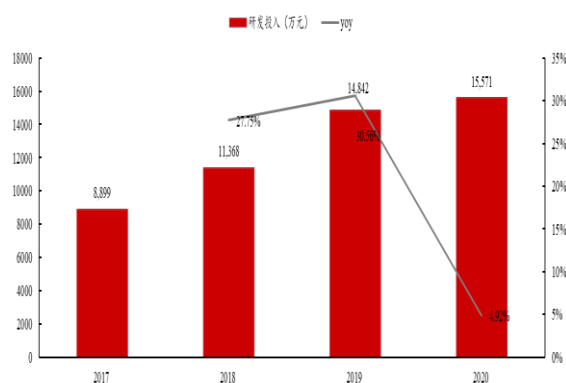
公司通过收购天龙药业布局核酸药物研究，我国首个完全自主研发的 ASO 药物 CT102（用于原发性肝细胞癌的治疗）一期临床工作于 2021 年 3 月 4 日在解放军总医院第五医学中心启动，由王福生院士担任主要研究者。

公司加强核酸药物平台建设，全面开启创新药征程。公司将斥资 1.8 亿元建立小核酸药物的研发及中试平台，进一步加强从靶点筛选与确认、序列设计、抗原设计、药效评价、小试和中试、IND 申报到临床实验的全链条的完整的研发能力。公司也将围绕着小核酸药物、mRNA 这两条技术路线布局一系列的研发管线，开启创新药征程，截止目前公司小核酸研发管线一共有 7 个，除 CT102 在临床一期外，还开启了三个小核酸项目及三个 mRNA 项目，7 个在研项目同时进行，重点布局心脑血管、抗肿瘤、传染病这三个适应症方向。

3.2 研发投入持续增加，产品管线全面开花

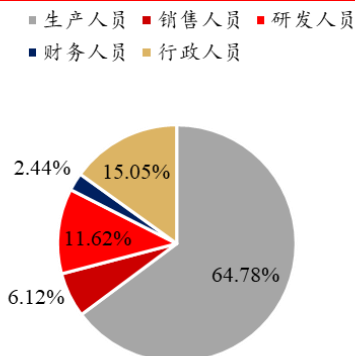
研发持续加码，不断提升核心竞争力。截止 2020 年底，公司拥有研发人员 338 名，占员工总数的 11.62%。在核心技术人员宋更申、杨磊、张将、李玉生 4 人领导下，研发团队专业稳定。公司在研发方面保持高投入，2018-2020 年公司研发投入分别为 1.14 亿、1.48 亿和 1.56 亿元，研发投入持续加大，将加速公司推进创新布局进度。

图 14 公司近年研发投入（单位：万元）



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 15 2020 年公司人员类别构成



资料来源：公司年报，上海证券研究所

研发管线梯队合理，有望接力贡献公司业绩。当前公司在研项目 45 项，重点在研产品 13 项，分布在核酸药、中药、化药三大品类：

核酸药 7 项，公司借收购天龙药业，丰富核酸药研发管线。目前研发管线共有 7 个，聚焦适应症包括肿瘤、乙肝、降血脂以及传染病等领域。首个治疗肝癌的核酸药物注射用 CT102，目前 I 期临床病人已经全部入组完毕；

化药 1 项，为硫酸氢乌莫司他胶囊及其原料药项目，主要用于治疗胰腺癌、乳腺癌、结直肠癌，目前处于临床 I 期阶段；

中药 5 项，包括注射用羟基红花黄色素 A，用于治疗脑卒中，目前处于三期中后期阶段；复方银杏叶片，治疗血管性痴呆，处于三期阶段；紫花温肺止咳颗粒，治疗感染后咳嗽，即将召开三期研讨会；培土清新颗粒，主要用于治疗儿童特异性皮炎，即将结束二期入组。

图 16 公司重要的在研管线及进度

产品名称	分类	药学研究	申报临床	批准临床	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	申报上市
硫酸氢乌莫司他胶囊及其原料药	化药 1 类							
注射用羟基红花黄色素 A 及原料药	中药 1 类							
复方银杏片	中药 1 类							
紫花温肺止咳颗粒	中药 1 类							
培土清新颗粒	中药 1 类							
CT102	小核酸药物							
多肽药物	多肽药物							

资料来源：投资者关系活动记录表（2021.01.04-11）、公司公告，上海证券研究所

与病原所开展多肽药物研究，创新转型持续推进。公司近期发布将与中国医学科学院病原生物学研究所合作开发广谱冠状病毒膜融合抑制剂多肽药物，将有序推进该新药项目的临床前研究、临床 I、II、III 期研究。公司将充分发挥在药物研发生产方面的技术和平台优势，参与广谱冠状病毒膜融合抑制剂多肽药物的开发，是对公司现有研发管线的进一步补充和完善，增强了公司在创新药领域的核心竞争力，夯实公司的创新药发展战略。

现有仿制药制剂一致性评价持续推动。公司大部分现有仿制药制剂正在进行一致性评价工作，除较早通过一致性评价的盐酸二甲双胍缓释片外，目前公司阿莫西林胶囊、奥美拉唑肠溶胶囊、注射用头孢曲松钠、注射用头孢他啶也于公司上市后先后通过一致性评价工作，据统计已启动立项正在开展相关研究但暂未通过一致性评价的产品约有 19 项，此外公司计划在未来五年内按完成总计 98 个现有产品的一致性评价工作，质量品质升级为应对集采全面推行及长期持续增长奠定了坚实基础。

表 5 公司一致性评价开展情况

序号	核心在研产品	剂型	治疗领域	研发阶段	立项启动时间	备案 BE 试验时间	CDE 申报时间
1	格列美脲片	片剂	糖尿病	药学研究	2018.03	未启动	未申报
2	注射用头孢呋辛钠（明可欣）	注射剂	抗感染	药学研究	2018.02	不涉及	未申报
3	注射用头孢噻肟钠	注射剂	抗感染	药学研究	2018.02	不涉及	未申报
4	注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠（2：1）	注射剂	抗感染	药学研究	2018.02	不涉及	未申报
5	注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠（1：1）	注射剂	抗感染	药学研究	2018.02	不涉及	未申报
6	注射用盐酸头孢吡	注射剂	抗感染	药学研究	2018.02	不涉及	未申报

肝							
7	注射用兰索拉唑	注射剂	消化道	药学研究	2018.02	不涉及	未申报
8	注射用奥美拉唑钠 (静脉滴注)	注射剂	消化道	药学研究	2018.03	不涉及	未申报
9	注射用奥美拉唑钠 (静脉推注)	注射剂	消化道	药学研究	2018.03	不涉及	未申报
10	头孢氨苄片	片剂	抗感染	药学研究	2017.02	未启动	未申报
11	阿莫西林颗粒	颗粒剂	抗感染	药学研究	2017.02	未启动	未申报
12	盐酸克林霉素胶囊	胶囊剂	抗感染	药学研究	2018.03	未启动	未申报
13	头孢拉定胶囊	胶囊剂	抗感染	药学研究	2017.11	未启动	未申报
14	注射用阿奇霉素	注射剂	抗感染	药学研究	2020.05	不涉及	未申报
15	银杏叶提取物注射液	注射剂	心脑血管	启动立项	2020.05	不涉及	未申报
16	硫酸鱼精蛋白注射液	注射剂	心脑血管	启动立项	2020.05	不涉及	未申报
17	天麻素注射液	注射剂	心脑血管	启动立项	2020.05	不涉及	未申报
18	注射用头孢呋辛钠	注射剂	抗感染	启动立项	2020.05	不涉及	未申报
19	头孢丙烯片	片剂	抗感染	启动立项	2020.05	未启动	未申报

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

3.3 营销网络覆盖全，客户资源丰富

营销网络覆盖全国，专业化团队深耕区域市场。公司通过学术推广、终端管理等方式打造专业化的营销网络，营销机构覆盖全国。公司组建了一支执行能力强、专业度高的销售团队，经过公司长期的深耕细作，与众多客户建立了长期、稳定的合作关系，树立了良好的品牌形象。此外，公司积极与第三方推广公司合作，加大产品推广力度。

募投项目注重营销中心建设，进一步完善营销网络。公司拟3年内，建立以北京营销总部为中心，分布全国各地20个中心办事处和30个地市级办事处的多元、立体销售网络。并引入行业先进的销售管理数据化平台，导入SFE、建立智能化合规管理体系，引入公司产品学术推广业务及第三方营销推广服务管理的信息化系统。

重塑销售团队，加强线上、线下市场开拓。公司重塑营销组织架构，强化营销团队建设，组建以OTC事业部和营销中心为主的市场运营体系，强化自营团队建设，全力拓展广阔市场和第三终端市场，加强与大型医药流通企业的合作，增强在一二线城市的终端覆盖能力，同时积极开拓线上业务。

3.4 三大产品提供成长动能，传统产品受益集采

➤ 1类新药爱地那非正式获批，放量在即

勃起功能障碍(ED)是常见的男科疾病之一，指持续不能达到和(或)维持充分勃起以获得满意的性生活。目前随着人们生活水

平提高，一些与 ED 相关的疾病（如高血压、糖尿病、肾炎、甲亢等）不断增多，以及由于工作、生活及精神压力的增加，使本病的发病率逐年上升。

口服 PDE-5 抑制剂类药物，起到明显改善：市面上治疗 ED 的口服药物主要有西地那非、他达拉非、伐地那非，达泊西汀等，前三者均为 5 型磷酸二酯酶抑制剂。爱地那非也属于 5 型磷酸二酯酶抑制剂，其工作机制一致，都是通过抑制降解 cGMP 的 PDE5 活性而增高细胞内 cGMP 浓度，导致平滑肌松弛，使阴茎海绵体内动脉血流增加，产生勃起。

表 6 西地那非、伐地那非、他达拉非比较

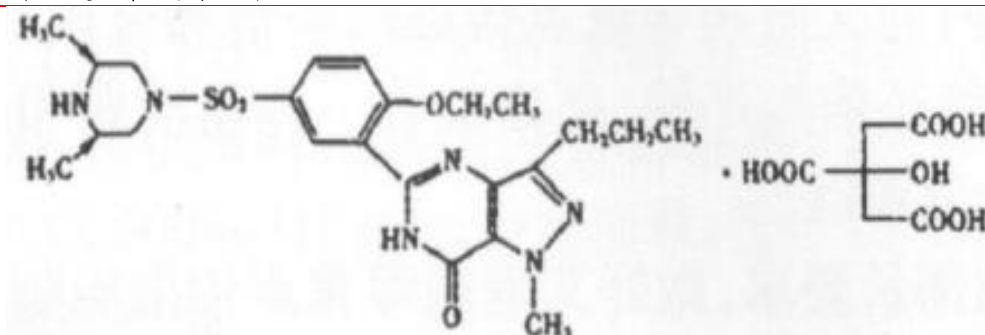
	西地那非	伐地那非	他达拉非
商品名	万艾可 (Viagra)	艾力达 (Levitra)	希爱力 (Cialis)
原研厂家	辉瑞	拜耳	礼来
美国上市时间	1998 年 3 月	2003 年 8 月	2003 年 11 月
国内上市时间	2000 年 7 月	2004 年 9 月	2005 年 6 月
国内首仿厂家	2014 年 7 月 (白云山)	/	2019 年 2 月 (长春海悦)
不良反应	头痛、面部潮红、消化不良、鼻塞等	不良反应较轻，部分头痛面部潮红、消化不良、鼻塞等	头痛、面部潮红、消化不良、鼻塞等
规格	25/50/100mg	5/10/20mg	2.5/5/10/20mg
说明书推荐服用时间	性活动前 60 分钟	性活动前 25-60 分钟	性活动前 30 分钟

资料来源：京东健康网上旗舰店，上海证券研究所

西地那非销量一骑绝尘，他达拉非后来居上。根据米内网数据 2020 年国内线下抗 ED 药物销售总额约 35.67 亿元，主要涵盖中国城市公立医院、县级公立医院（简称中国公立医疗机构）及中国城市实体药店零售终端数据显示。西地那非上市时间最长，品牌知名度和消费群体众多，凭借先发优势和多年推广宣传，市场占比约为 72.16%，销售额 25.74 亿元。他达拉非，占比约为 27.80%，销售额 7.67 亿元，其上市虽晚于西地那非，但凭借剂量小、见效时间快，且适度饮酒或高脂饮食不会影响药效，在应用方面体现出优势。

公司爱地那非体验佳、安全性高、副作用小，有望复制白云山金戈成功模式，弯道超车。公司获批枸橼酸爱地那非片作为抗 ED 的国产 1.1 类新药，商品名为爱力士，专门针对中国男性设计，该新药拥有全新化学结构，与同类产品相比具有安全性好，效率高，起效快、剂量小、剂型优等特点，且具有口服吸收迅速，药效稳定，不受高脂饮食影响等药代动力学特点。临床数据表明，枸橼酸爱地那非片可大幅提高阴茎插入成功率（45.08%增加到 89.62%）和性交完成率（10.76%增加到 78.21%），与治疗前比较，勃起功能指数平均提高 10 分以上。

图 17 爱地那非分子结构



资料来源：《枸橼酸爱地那非治疗勃起功能障碍的药理学、安全性及有效性研究》（作者：吴友良），上海证券研究所

白云山所生产的枸橼酸西地那非片“金戈”50mg 规格于2014年获批，2015年、2016年销售收入分别为2.3亿、4.0亿元，2020年销售收入达到8.33亿元，销量超过7800万片。

图 18 白云山“金戈”销售收入

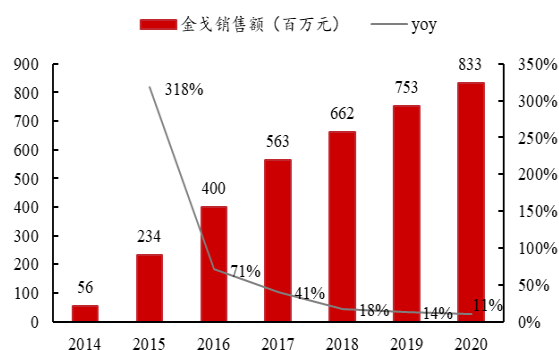
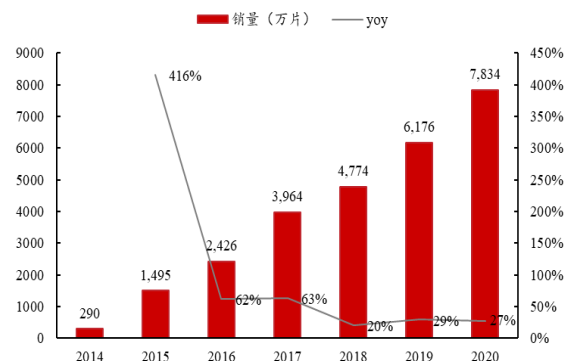


图 19 白云山“金戈”销售量



资料来源：白云山公司公告，上海证券研究所

资料来源：白云山公司公告，上海证券研究所

根据《中国公民性福素养大调查》的数据显示，国内目前抗ED药物使用率不高、增长空间大，中国男性面对性福之疾时，仅6.97%的人采用正规的西药治疗。公司1.1类新药爱力士®枸橼酸爱地那非片的上市，有望促成国内抗ED用药的市场扩容，未来通过在药品价格、销售渠道、销售和学术推广模式上的优势，有望实现快速放量。

➤ 活心丸（浓缩丸）国家中药保护品种，临床价值凸显

深耕中药领域十余载，拥有丰富产品管线。公司拥有多个中药品种，涉及心脑血管、呼吸系统、消化系统以及生殖健康等多个领域。其中，心脑血管领域的产品有复方丹参片、通脉降脂颗粒等；清热解毒领域有黄连上清胶囊、百蕊胶囊等产品；祛风除湿类产品有稀桐胶囊；肠胃类产品有四方胃胶囊；生殖健康类产品有四物胶囊、参藿温肾胶囊等。

图 20 公司中药部分品种

请务必阅读尾页重要声明

心脑血管	呼吸系统	消化系统	生殖健康
复方丹参片 	黄连上清胶囊 	四方胃胶囊 	四物胶囊 
通脉降脂颗粒 	百蕊胶囊 		参茸温肾胶囊 

资料来源：公司官网，上海证券研究所

中药现代化先行者，推进核心品种上市再评价。公司坚持用现代医学技术推动中药创新，在中药领域开展了罕见的高标准现代循证医学研究，中药产品在明确疗效、稳定工艺等方面具有显著提升，其核心产品如活心丸（浓缩丸）被多位院士、专家寄予厚望。

活心丸（浓缩丸）国家中药保护品种，产品放量在即。活心丸（浓缩丸）是公司布局培育的重磅产品，是我国心血管治疗的代表性药物之一，于 1981 年由广东省药物研究所研制并成功上市，是国家中药保护品种，其在活血温经通脉，稳定型心绞痛、陈旧性心肌梗死、缺血性心肌病方面的拥有显著疗效。活心丸（浓缩丸）组方，由灵芝、人参、附子、熊胆等十余位要药材组成，将处方部分药材煎出药液浓缩成膏，再与其余药物细粉混合干燥粉碎制备出丸剂。具有体积小、有效成分含量大，易于服用、储运方便特点。

图 21 公司活心丸产品



资料来源：公司官网，上海证券研究所

公司自 2013 年开始，对活心丸（浓缩丸）进行了一千多例现代循证医学研究，获得了大量详实数据，并于 2018 年-2020 年由中国科学院院士陈可冀院士总策划实施了该产品的上市后再评价工作，2020 年，上海长征医院牵头对该产品进行了多中心随机双

盲阳性药对照实验，显示活心丸（浓缩丸）在多项疗效指标上具有明显优势。

活心丸临床价值凸显，有望快速实现放量。 凭借其临床优异表现，公司活心丸（浓缩丸）组方受到多位院士、专家的肯定，临床推广凸显，并于2018年纳入国家基药品种、2019年进入到国家医疗甲类的独家浓缩丸剂型品种。随着老龄化加速，我国冠心病患者和死亡率呈上升趋势，根据《中国卫生健康统计年鉴2020》，农村地区冠心病死亡率为130.14/10万，城市居民冠心病死亡率为121.59/10万，冠心病预防和治疗任重道远，活心丸市场前景广阔。公司从2019年下半年逐步开始进行活心丸（浓缩丸）市场推广工作，2019年底基层医疗机构覆盖量不到1000家。随着上市后再评价圆满完成，活心丸（浓缩丸）临床价值凸显，截至2021年9月，目前覆盖量超过7000家，包含5000多家的基层卫生院和2000多家的等级医院。

目前，公司主要针对地级市和县级的等级医院和基层卫生院进行业务开发，终端覆盖率不断增强，预计活心丸（浓缩丸）未来销售将迎来快速放量。

➤ **银杏叶提取物注射液，迎来重磅利好。医保新增适应症叠加基层医院使用限制放开，打开成长新空间**

银杏叶提取物注射液海外发展历史悠久，应用广泛。 银杏叶具有敛肺、平喘、活血化瘀、止痛的功效，主要含有黄酮类、萜内酯类、酚类等活性成分。银杏叶提取物注射液是从银杏树干燥叶中提取活性物质制备的注射用制剂，主要有效成分为银杏黄酮类化合物和银杏内酯类化合物。银杏叶的现代应用研究与开发始于德国，德国威玛舒培博士药厂于1965年研发出一种银杏叶提取物，将其用于预防和治疗阿尔茨海默病(AD)、末梢血管阻塞等疾病，并于1972年申请了专利。银杏叶提取物注射液主要用于心脑血管领域，作用机制主要表现在抗氧化、清除自由基、改善凝血功能、改善血流动力学、抗炎、改善心肌及脑缺血再灌注损伤等方面的作用。

公司秉持自主创新理念，打造“悦康通”标杆品牌。 公司银杏叶提取物注射液为国内首仿，商品名为“悦康通”，通过从具有欧盟专利提取技术的法国 Indena 公司进口银杏叶提取物原料，依托公司心脑血管注射剂精细化制备技术平台，对生产工艺进行改良创新，建立了更加安全高效的超滤技术去除热原，同时在生产过程中全程填充惰性气体（氮气），减少杂质引入，提升产品稳定性。同时，解决了银杏叶提取物注射液主要成分结构不稳定、制剂色泽批间差异大、质量标准不易控制的行业性难题，以高标准获批

上市，打造出目前唯一获得 NMPA 国产化学药品批文的银杏叶提取物注射液。

图 22 公司银杏叶提取物产品

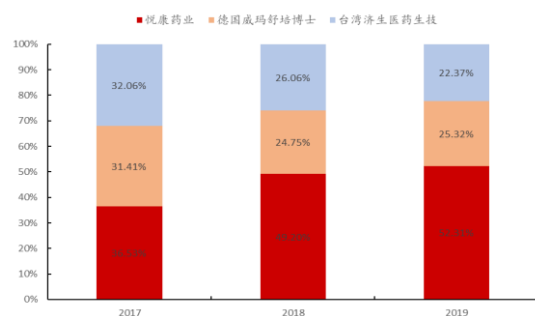


资料来源：公司官网，上海证券研究所

"悦康通"疗效确切，临床应用广泛接受。公司"悦康通"银杏叶提取物注射液，主要用于脑部、周围血流循环障碍；急慢性脑功能不全及其后遗症；耳部血流及神经障碍；眼部血流及神经障碍；周围循环障碍。为进一步确定药品疗效、不良反应、用药方案及稳定性等是否符合安全、有效的合理用药原则，公司积极通过与国内知名医院、院校、院所合作，完成了银杏叶提取物注射液的上市后临床安全性再评价工作，并被相关行业专家共识、循证指南所推荐。2019 年 11 月，由《中华老年医学杂志》发表的《银杏叶提取物注射液临床应用中国专家共识（2019）》，推荐银杏叶提取物注射液用于缺血性卒中、痴呆、耳聋、耳鸣、眩晕、冠心病、视网膜病变及动脉硬化闭塞症中的治疗，此外银杏叶提取物注射液也被推荐作为下肢动脉硬化闭塞症等疾病用药。

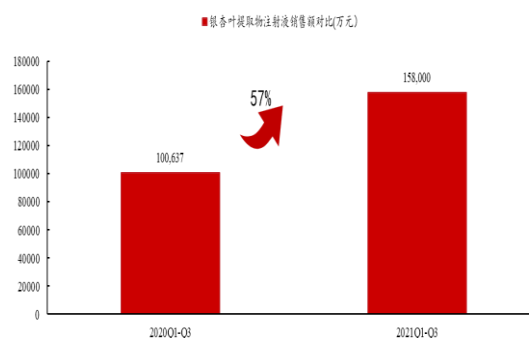
国产替代速度快，医保报销范围的变化，为产品收入增长打开了新蓝海。2013 年，国内银杏叶提取物制剂主要被外资垄断，进口产品占有率达 99.31%，公司"悦康通"银杏叶提取物注射液上市后保持快速增长，2014-2019 年 5 年 CAGR 为 51.25%，市场占有率由 2017 年的 36.53%提升至 2019 年的 52.31%，国产替代速度快。2021 年 Q1-Q3，公司"悦康通"银杏叶提取物注射液实现收入 15.8 亿元，同比增长 57%，延续高增长。

图 23 公司"悦康通"市占率情况



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

图 24 公司"悦康通"销售估计情况（单位：万元）



资料来源：投资者关系活动记录表（2021. 12. 22-24），上海证券研究所

2019 年 8 月印发的《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》年中，银杏叶提取物注射液因其成分清楚、作用机理明确，有充分的循证医学证据，从中成药医保目录移至西药医保目录，且取消了能等级医院使用限制，基层医院也可以使用纳入医保目录。由于新的医保目录名单于 2020 年开始实施，这两处变化意味着，首先中医和西医都能对银杏叶提取物注射液开方，不在局限于中医领域，另外基层医院使用能报销医保，公司产品渠道有望进一步下沉至基层市场。

此外，银杏叶提取物注射液增加了耳部血流及神经障碍适应症，主要表现为耳鸣、突发性耳聋等，公司于 2021 年 10 月份，在中国工程院院士韩德民院士策划下，在全国 300 家医院的开展了针对耳鸣超过 6000 名患者的临床试验，有望打开成长新空间。

表 7 医保报销变化

	2017 年	2019 年
医保备注	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性期患者。	限缺血性心脑血管疾病急性期住院患者；限耳部血流及神经障碍患者。支付不超过 14 天
可适用疾病	脑梗塞、脑供血不足、脑动脉硬化、脑血管病、短暂性大脑缺血性发作等。	脑梗塞、脑供血不足、脑动脉硬化、脑血管病、短暂性大脑缺血性发作等；前庭周围性眩晕、前庭中枢性眩晕、耳聋/听力减退、耳鸣
可适用终端	二级及以上	不限
说明书适应症	主要用于脑部、周围血流循环障碍。 1. 急慢性脑功能不全及其后遗症：脑卒中、注意力不集中、记忆力衰退、痴呆。 2. 耳部血流及神经障碍：耳鸣、眩晕、听力减退、耳迷路综合征。 3. 眼部血流及神经障碍：糖尿病引起的视网膜病变及神经障碍、老年黄斑变性、视力模糊、慢性青光眼。 4. 周围循环障碍：各种周围动脉闭塞症、间歇性跛行症、手脚麻痺冰冷、四肢酸痛。	

资料来源：国家医保局，上海证券研究所

原料药+制剂一体化，传统品种集采受益。公司坚持原材料自主可控，已实现注射用头孢噻肟钠、阿德福韦酯片等 2 种在产产品原料药的全部自主供应，实现包括注射用头孢曲松钠、注射用头孢哌酮钠等在产产品原料药的部分自主供应，已形成化学原料药与制剂一体化的研发与生产能力，使得公司对化学药制剂的生产成本有更强控制力，在面对国家集中采购方面更具经济优势。

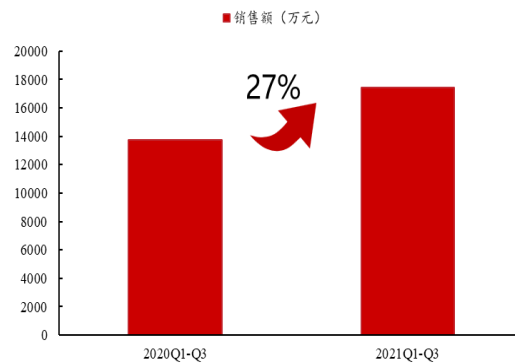
公司盐酸二甲双胍缓释片 0.5g*60 片规格的产品，在 2020 年第三批国家集采中，以 0.128 元/片（不含税价格 0.113 元/片）的价格中标，国家约定采购周期 3 年，首年约定采购量在江苏、陕西、新疆三个省（区）合计超过 9200 万片。2020 年上半年，公司盐酸二甲双胍缓释片的平均售价为 0.172 元/片、平均成本为 0.078 元/片。产品降价幅度约为 34.01%，降价后产品的毛利率约为 27.56%。尽管毛利率收窄，但降幅有限，公司借助集采进一步提升公司产品在公立医院终端市场的销售量。2021 年 1-9 月，公司

盐酸二甲双胍缓释片销售额 1.74 亿元，同比增长 27%，传统产品集采受益。

图 25 公司盐酸二甲双胍缓释片



图 26 公司盐酸二甲双胍缓释片销售额对比



资料来源：公司官网，上海证券研究所

资料来源：投资者关系活动记录表（2021. 12. 08），上海证券研究所

4 盈利预测

公司业务收入，按产品结构主要分为心脑血管类、消化类、糖尿病类、抗感染类、原料药、技术服务和其他。

心脑血管药物：主要由银杏叶提取物注射液贡献业绩量。由于公司银杏叶提取物注射液，医保报销目录发生变化，新增了耳鸣等适应症，且叠加等级医院使用条件放开，收入将维持高增，我们假设心脑血管药物 21-23 年收入同比增速分别为 35%、39%、42%。考虑到银杏叶提取物注射液目前受集采影响小，毛利率维持稳定水平。因此，出于客观、审慎角度，我们预计心脑血管药物业务 21-23 年毛利率分别为 90.8%、91.3%、92.1%。

消化类药物：主要由注射用兰索拉唑和奥美拉唑肠溶胶囊构成两部分构成。奥美拉唑肠溶胶囊（20mg）通过仿制药一致性评价，有利于扩大产品的市场份额，提升市场竞争力，我们假设 2021-2023 年，收入同比增速分别 25%、20%、20%，考虑毛利率略微有所回落，出于客观角度，我们假设奥美拉唑肠溶胶囊 21-23 年毛利率分别为 30%、30%、30%。注射用兰索拉唑暂未通过仿制药一致性评价，且医保报销范围受限，销售额处于下滑趋势，我们假设 2021-2023 年，收入同比增速分别-10%、-5%、-5%。基于此，我们预计消化类药物 21-23 年收入增速分别为 12.92%、12.96、13.90%。21-23 年毛利率分别为 50.85%、48.50、46.35%。

糖尿病类药物：业绩主要依靠盐酸二甲双胍缓释片。该产品已通过仿制药一致性评价，并中标 2020 年第三批国家集采，集采受益，我们假设 2021-2023 年收入同比增速分别 25%、20%、20%，因此，我们推测糖尿病药物 21-23 年收入增速分别为 20%、20%、20%。由于公司为原料药+制剂一体化，原料药价格成本可控，二甲双胍缓释片集采中标后，毛利下降幅度有限，出于客观、审慎角度，假设 21-23 年毛利率分别为 45%、40%、40%。基于此，我们假设糖尿病药物 21-23 年毛利率分别为 45%、40%、40%。

抗感染类药物：主要产品有注射用头孢呋辛钠、注射用头孢曲松钠、注射用头孢呋辛钠（明可欣）、阿莫西林胶囊。受疫情影响，患者门诊量和住院量直线下降，导致注射用头孢呋辛钠（含明可欣）、注射用头孢曲松钠，销量直线下降，假设 21-23 年，疫情可控后，医院端销售回暖，收入同比增速分别为 5%、5%、5%。阿莫西林胶囊已完成一致性评价，预计市场份额有望逐步改善，假设 21-23 年收入同比增速分别为-10%、5%、5%。阿莫西林胶囊竞争较为激烈，预计市场份额扩大后，毛利率略微下滑，我们假设 21-23 年毛利率分别为 15%、15%、15%。基于此，我们预计 21-23 年抗感染类药物收入增速分别为-7.21%、2.62%、2.80%，毛利率分别为 34.97%、26.67%、27.04%。

中药：公司中药品类丰富，主要代表性品种为活心丸，其 2018 年纳入国家基药品种、2019 年进入到国家医疗甲类的独家浓缩丸剂型品种。公司从 2019 年下半年逐步开始进行活心丸（浓缩丸）市场推广工作，随着上市后再评价圆满完成，活心丸基层医院覆盖范围将逐步增多，将进入快速放量期。我们保守预计 21 年活心丸收入约为 8000 万元，2022-2023 年收入增速分别同比为 50%、65%。我们假设 21-23 年毛利率分别为 80%、80%、80%。

爱地那非：公司获批枸橼酸爱地那非片作为抗 ED 的国产 1.1 类新药，有望复制白云山“金戈”成功经验。“金戈”于 2014 年 10 月底上市，2015 年全年实现收入 2.34 亿元，2016 年实现收入 4 亿元，同比增长 71%。公司发挥在药品价格、销售渠道、销售和学术推广模式上的优势，有望实现快速放量。我们假设 2022 年爱地那非收入为 2.5 亿元，2023 年收入增速为 75%。1.1 类新药毛利率较高，我们假设爱地那非片 22-23 年毛利率分别为 90%、90%。

原料药：原料药业务主要由公司子公司河南康达制药开展，公司具备多种原料药的生产和供应能力，随着公司销售规模的扩大，原料药自主供应规模也将不断扩大，叠加公司募投项目提升了原料药生产产能和技术，假设 21-23 年收入同比增速分别为 20%、

20%、20%。毛利率维持稳定，21-23 年毛利率分别为 12%、12%、12%。

技术服务：技术服务主要由公司子公司悦康科创开展，悦康科创主要向悦康药业合并体系内公司和外部公司提供药品研发、中试前验证等服务。假设 2021-2023 年收入同比增速分别为 5%、5%、5%，毛利率分别为 25%、20%、20%。

表 8 悦康药业 2018-2023 年核心业务收入拆分预测（单位：百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,982.70	4,287.58	4,338.95	5,209.18	6,812.06	8,989.07
YOY	47.50%	7.66%	1.20%	20.06%	30.77%	31.96%
毛利	2,397.09	2,611.95	2,864.35	3,486.18	4,806.43	6,697.93
综合毛利率	60.19%	60.92%	66.01%	66.92%	70.56%	74.51%
归母净利润	267.95	285.45	442.14	560.42	766.87	1,072.43
YOY	65.8%	6.5%	54.9%	26.75%	36.84%	39.8%
心脑血管药物						
心脑血管药物收入	1,372.06	1,557.73	2,168.43	2,916.84	4,049.37	5,745.70
YOY	147.44%	13.53%	39.20%	34.51%	38.83%	41.89%
心脑血管药物毛利额	1,279.30	1,440.90	2,015.12	2,648.87	3,699.81	5,292.91
心脑血管药物毛利率	93.24%	92.50%	92.93%	90.81%	91.37%	92.12%
消化系统药物						
消化系统药物收入	542.40	603.17	493.95	557.79	630.07	717.62
YOY	18.13%	11.20%	-18.11%	12.92%	12.96%	13.90%
消化系统药物毛利额	357.17	394.77	272.02	283.66	305.57	332.65
消化系统药物毛利率	65.85%	65.45%	55.07%	50.85%	48.50%	46.35%
糖尿病类药物						
糖尿病类药物收入	260.27	145.06	205.01	246.00	295.19	354.21
YOY	137.81%	-44.27%	41.33%	19.99%	19.99%	19.99%
糖尿病类药物毛利额	145.15	89.54	105.70	110.71	118.09	141.70
糖尿病类药物毛利率	55.77%	61.73%	51.56%	45.01%	40.01%	40.01%
抗感染类药物						
抗感染类药物收入	1,567.50	1,686.29	1,181.37	1,096.20	1,124.93	1,156.40
YOY	20.71%	7.58%	-29.94%	-7.21%	2.62%	2.80%
抗感染类药物毛利额	569.16	626.63	411.12	383.35	300.05	312.70
抗感染类药物毛利率	36.31%	37.16%	34.80%	34.97%	26.67%	27.04%
原料药						
原料药收入	95.07	109.08	139.11	166.93	200.32	240.39
YOY	44.63%	14.73%	27.54%	20.00%	20.00%	20.00%
原料药毛利额	3.67	5.31	17.79	20.03	24.04	28.85
原料药毛利率	3.86%	4.87%	12.79%	12.00%	12.00%	12.00%
技术服务						
技术服务收入	19.07	17.64	15.03	13.53	14.21	14.92
YOY	35.90%	-7.49%	-14.81%	-10.00%	5.00%	5.00%
技术服务毛利额	5.41	2.70	3.97	3.38	2.84	2.98
技术服务毛利率	28.39%	15.33%	26.41%	25.00%	20.00%	20.00%
爱地那非						
收入					25.00	43.75
YOY						75%
爱地那非毛利额					22.50	39.38

爱地那非毛利率					90.00%	90%
活心丸						
收入				80	120	198
YOY					50.00%	65.00%
活心丸毛利额				64	96	158.4
活心丸毛利率				80.00%	80.00%	80.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

根据以上假设, 我们预测 2021-2023 年公司营收为 52.09 亿、68.12 亿、89.89 亿元, 同比增速为 20.1%、30.8%、32.0%, 2021-2023 年公司归母净利润为 5.60 亿、7.67 亿、10.72 亿元, 同比增速为 26.8%、36.8%、39.8%, 对应 EPS 为 1.25、1.70、2.38 元, 当前股价对应 P/E 为 19.88、14.53、10.39 倍。

5 投资建议

根据公司业务和发展定位, 我们选取白云山、丽珠集团和亿帆医药作为可比公司。参考三家公司平均估值水平, 结合悦康药业前瞻性的核酸药物平台搭建及丰富研发管线布局, 并且公司三大重磅品种爱地那非、银杏叶提取物注射液、活心丸放量在即, 未来成长空间大, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 9 可比公司比较

证券代码	公司名称	收盘价(元)		EPS(元)			P/E(X)			
		2022-1-24	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
600332	白云山	29.24	1.79	2.12	2.41	/	16	14	12	/
000513	丽珠集团	35.45	1.83	2.10	2.45	2.89	19	17	14	12
002019	亿帆医药	17.12	0.79	0.43	0.73	0.93	22	40	23	18
平均值							19	24	17	15
688658	悦康药业	24.76	0.98	1.25	1.70	2.38	25	20	15	10

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (白云山、丽珠集团、亿帆医药采用 Wind 一致性预期)

6 风险提示

新药研发风险: 新药从研发至上市销售的整体流程耗时可达十年或以上, 成本高昂, 且结果存在较大的不确定性。公司目前有不少产品处于临床前研究和临床试验阶段, 且以创新药为主, 如果该等在研产品未能研发成功或者新产品最终未能通过注册审

批，会导致前期投入受损，同时公司未来的产品规划和未来的增长潜力也会受到影响

药品质量风险：药品质量直接关系到用药者的健康和生命安全，责任重大。药品的质量和最终疗效取决于原材料采购、制剂生产、运输、贮存和使用等多个环节，任一环节的疏漏都有可能对药品质量产生不利影响。虽然公司建立了比较完善的质量保证体系和标准，覆盖生产经营全部过程，但是不排除未来仍有可能出现产品质量问题甚至造成医疗事故，给公司经营产生不利影响。

销售渠道风险：公司产品覆盖等级医院、基层诊所、药店等多个终端，公司凭借产品线优势与全国各地药品销售企业建立长期良好合作关系。公司依据经营实力、配送能力、合规运营等多维度进行经销商筛选和评价，但公司无法实际直接控制经销商经营活动，如经销商在营销推广、配送维护等过程中行为失当，经销商流失或经销商推广不力，都将对公司的品牌声誉、产品销售产生不利影响。

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2535	2888	3552	4544
应收票据及应收账款	614	781	1056	1402
存货	627	741	866	990
其他流动资产	116	123	152	186
流动资产合计	3892	4533	5626	7122
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	1206	1123	1022	916
在建工程	108	67	47	32
无形资产	134	128	122	116
其他非流动资产	117	265	391	462
非流动资产合计	1565	1583	1582	1526
资产总计	5457	6116	7208	8648
短期借款	160	0	0	0
应付票据及应付账款	781	887	1045	1203
合同负债	63	69	80	92
其他流动负债	775	894	1047	1224
流动负债合计	1779	1850	2172	2519
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	92	89	80	78
非流动负债合计	92	89	80	78
负债合计	1871	1939	2252	2597
股本	450	450	450	450
资本公积	2645	2645	2645	2645
留存收益	486	1046	1813	2885
归属母公司股东权益	3581	4141	4908	5981
少数股东权益	5	8	12	17
股东权益合计	3586	4149	4920	5998
负债和股东权益合计	5457	6116	7208	8648

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流量	698	673	796	1062
净利润	444	563	771	1078
折旧摊销	134	136	127	127
营运资金变动	70	-57	-107	-158
其他	50	30	5	15
投资活动现金流量	-191	-118	73	86
资本支出	-127	-93	30	40
投资变动	-64	-30	40	42
其他	0	5	3	4
筹资活动现金流量	1636	-202	-205	-156
债权融资	-276	-89	-105	-103
股权融资	2018	0	0	0
其他	-105	-113	-100	-53
现金净流量	2142	353	664	992

利润表 (单位: 百万元)

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	4339	5209	6812	8989
营业成本	1475	1723	2006	2291
营业税金及附加	51	68	89	117
销售费用	2016	2422	3202	4315
管理费用	173	208	307	413
研发费用	128	208	341	539
财务费用	40	-23	68	180
资产减值损失	-22	-24	-10	-20
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	492	632	868	1215
营业外收支净额	3	1	3	3
利润总额	495	633	871	1218
所得税	52	70	100	140
净利润	444	563	771	1078
少数股东损益	1	3	4	5
归属母公司股东净利润	442	560	767	1072

主要指标

指标	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力指标				
毛利率	66.0%	66.9%	70.6%	74.5%
净利率	10.2%	10.8%	11.3%	11.9%
净资产收益率	12.3%	13.5%	15.6%	17.9%
资产回报率	8.1%	9.2%	10.6%	12.4%
投资回报率	12.5%	12.9%	16.7%	20.4%
成长能力指标				
营业收入增长率	1.2%	20.1%	30.8%	32.0%
EBIT 增长率	42.7%	15.3%	54.0%	48.9%
归母净利润增长率	54.9%	26.8%	36.8%	39.8%
每股指标 (元)				
每股收益	0.98	1.25	1.70	2.38
每股净资产	7.96	9.20	10.91	13.29
每股经营现金流	1.55	1.49	1.77	2.36
每股股利				
营运能力指标				
总资产周转率	0.80	0.85	0.95	1.04
应收账款周转率	7.68	7.69	7.41	7.35
存货周转率	2.35	2.33	2.31	2.31
偿债能力指标				
资产负债率	34.3%	31.7%	31.2%	30.0%
流动比率	2.19	2.45	2.59	2.83
速动比率	1.81	2.03	2.17	2.41
估值指标				
P/E	24.87	19.88	14.53	10.39
P/B	3.06	2.69	2.27	1.86
EV/EBITDA	13.07	11.16	7.18	4.37

资料来源: Wind, 上海证券研究所

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上	
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%	
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间	
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上	
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数	
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平	
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数	
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。