华东医药（000963）

证券研究报告
2022 年 08 月 01 日

深度布局合成生物学蓝海，开启第二增长曲线

深耕工业微生物业务，营业收入快速增长

华东医药在工业微生物领域已深耕 40 余年，目前拥有中美华东、珲达生物和珲益生物三个微生物研发平台，杭州祥符桥、钱塘新区、江苏九阳、美琪健康、美华高科五大产业基地，拥有目前浙江省内最大规模的发酵单体车间和行业领先的微生物药物生产能力，研发能力覆盖菌种构建、代谢调控、分离纯化、酶催化、合成修饰等微生物工程技术各个阶段，已形成微生物项目研发、中试、商业化生产、工程和公用系统保障的完整制造体系。目前，公司工业微生物领域所有研发项目累计已超 100 项。2021 年，公司工业微生物板块合计实现收入 4.18 亿元，同比增长 69.2%；2022 年 Q1，工业微生物板块营业收入同比增长 99%，营业收入均快速增长。

产学研三方合作，把握工业微生物创新前沿

华东合成生物学产业技术研究院是由中美华东制药、杭州市拱墅区人民政府、浙江工业大学三方共同组建而成。中国工程院院士郑裕国建立了以合成生物技术为核心，融合有机合成、化学工程原理和方法的生物有机合成技术新体系，在生物产业转化研究领域达到国内资深水平，共建立工业化生产线 20 多条，授权发明专利 200 多件。

合成生物学进入整合时代，三大研发平台+五大产业基地布局，驱动公司业务向“医药+大健康”多维发展

1）**珲达生物：**实现了毒素和修饰核苷商业化开发，已成为全球主要 mRNA 药物用修饰核苷制造商，是公司工业微生物发展的核心技术基础和研发创新平台。2）**美琪健康：**借助合作伙伴安琪集团在食品、大健康领域的国内及国际化产品注册、生产布局和商务推广体系，加快推进公司在食品、个护领域的市场开发进程。3）**美华高科：**聚焦核苷系列产品、微生物来源半合成抗寄生虫药物及其他药物的产业化，将成为公司工业微生物领域全新的产业化平台。4）**珲益生物：**拥有三大平台与七大酶系资源，致力于研发绿色的生物新技术，引领社会可持续性发展。

盈利预测与估值：预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 381.87/419.86/466.04 亿元，归母净利润分别为 28.91/34.97/42.32 亿元，采用分部估值法对公司各板块业务进行估值，我们认为，公司 2022 年市值有望达到 1047 亿元人民币，维持“买入”评级。

风险提示：产学研合作进展的不确定性，工业微生物业务开展进度不及预期，阿卡波糖和百令胶囊销售低于预期，创新药研发进展低于预期

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	33,683.06	34,563.30	38,187.39	41,986.34	46,603.76
增长率(%)	(4.97)	2.61	10.49	9.95	11.00
EBITDA(百万元)	4,385.77	4,267.93	3,941.76	4,716.29	5,596.93
净利润(百万元)	2,819.86	2,301.63	2,891.08	3,497.42	4,231.59
增长率(%)	0.24	(18.38)	25.61	20.97	20.99
EPS(元/股)	1.61	1.32	1.65	2.00	2.42
市盈率(P/E)	27.91	34.19	27.22	22.50	18.60
市净率(P/B)	5.38	4.75	4.03	3.42	2.89
市销率(P/S)	2.34	2.28	2.06	1.87	1.69
EV/EBITDA	10.12	15.65	18.65	14.28	11.78

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	46.33 元
目标价格	59.84 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,749.81
流通 A 股股本(百万股)	1,749.76
A 股总市值(百万元)	81,068.68
流通 A 股市值(百万元)	81,066.46
每股净资产(元)	9.87
资产负债率(%)	37.86
一年内最高/最低(元)	49.00/27.75

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com
张雪 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020004
zhangxue@tfzq.com

股价走势

资料来源：聚源数据

相关报告

1《华东医药-年报点评报告:Q1 业绩略超预期，工业微生物和医美板块高增长》2022-05-05
2《华东医药-季报点评:三季度业绩回稳，医美及创新药板块形成差异化优势》2021-10-27
3《华东医药-半年报点评：“医美+创新药”双驱动，即将迎来完美蜕变》2021-08-10

内容目录

1. 深耕工业微生物领域，打造第二增长曲线 4
1.1. 积极布局工业微生物新蓝海，构筑较为完整的制造体系 4
1.2. 资深专家领衔开启合成生物学发展新篇章，“政产学研”多维度赋能 4
2. 珲达生物聚焦高壁垒、高附加值产品开发，研发管线国内领先 6
2.1. 珲达生物：搭建合成生物学三大平台，不断寻求突破创新正文内容 6
2.2. 珲达生物 ADC 毒素库产品丰富，供应全球 6
2.3. 核苷类原料药经过修饰加工成 mRNA 药物，假尿苷已完成工艺验证 8
2.4. 以抗病毒类化合物为补充，囊括抗疱疹病毒、抗新冠病毒等市场 8
2.5. 拥有专业化研发团队，提供产品质量保障 9
2.6. 珲益生物：拓展业务边界，丰富技术研发布局 9
3. 产业基地建设加速布局 10
3.1. 美琪健康：强强联手，助力华东医药业务延伸至大健康领域 10
3.1.1. 维生素 K2：广泛用于日常食品的必需营养物质 10
3.1.2. 吡咯喹啉醌二钠（PQQ）：人体无法合成，或成为市场刚需 11
3.1.3. 依克多因：保湿、修复、抗老化，个护领域的新星 12
3.2. 美华高科：工业微生物领域全新产业化平台，已开始试生产 12
4. 工业微生物版图日趋完善，有望享受未来市场红利 13
5. 盈利预测与估值 13
6. 风险提示 15

图表目录

图 1：华东医药工业微生物发展历程 4
图 2：华东合成生物学产业技术研究院 5
图 3：华东医药、浙江工业大学、拱墅区政府三方共建研究院 5
图 4：珲达生物提供多种产品与技术服务 6
图 5：华东医药工业微生物拥有研发项目超百个 6
图 6：Thailanstatin A 结构式 7
图 7：可降解 Linker 7
图 8：药企 ADC 领域交易情况 7
图 9：1-甲基假尿苷结构式 8
图 10：莫纳皮拉韦结构式 8
图 11：更昔洛韦结构式 9
图 12：普利地星结构式 9
图 13：珲益生物业务管线 9
图 14：美琪健康业务管线 10
图 15：PQQ 结构式 12
图 16：依克多因是众多护肤品中的有效成分 12

图 17：美华高科业务布局 13

表 1：欧盟维生素 K2 的推荐使用范围及使用水平 10
表 2：迈琪丽维生素 K2 产品规格 11
表 3：营业收入预测 14
表 4：医药工业可比公司估值 14
表 5：医药商业可比公司估值 14
表 6：医美业务可比公司估值 15
表 7：工业微生物可比公司估值 15

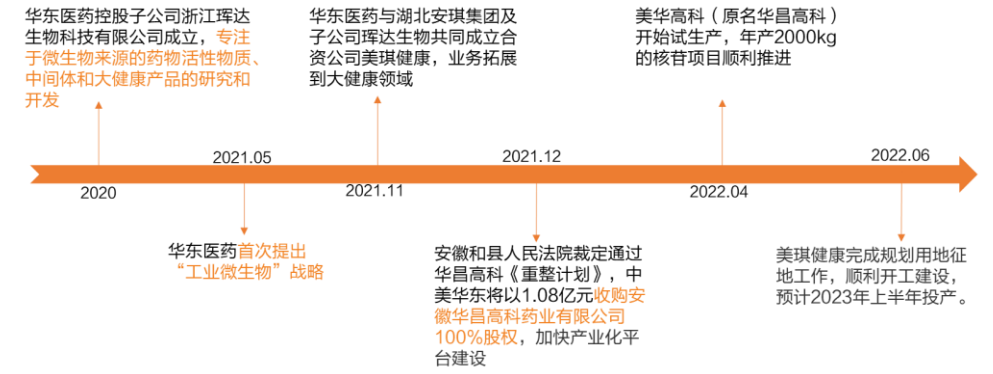
1. 深耕工业微生物领域，打造第二增长曲线

1.1. 积极布局工业微生物新蓝海，构筑较为完整的制造体系

厚积薄发，华东医药开拓工业微生物新蓝海。公司深耕工业微生物产业 40 余年，有国内领先的技术积淀和产业优势。2020 年，公司成立子公司珲达生物作为工业微生物产业的创新研发平台；2021 年 11 月，公司与安琪集团合作，成立合资公司美琪健康作为大健康产品一体化运营平台；2021 年 12 月，安徽和县人民法院裁定通过华昌高科《重整计划》，中美华东将以 1.08 亿元收购华昌高科 100%股权，作为聚焦核苷系列产品、微生物来源半合成抗感染药物及其他药物的产业化平台。2022 年 1 月，公司提出从产业端向上游纵向延伸，从医药向大健康、特殊功能化学品、材料等横向延伸的工业微生物发展战略构想。

三大研发平台+五大产业基地，形成较为完整的制造体系。截至 2022 年 7 月，公司拥有中美华东、珲达生物和珲益生物三个微生物研发平台，杭州祥符桥、钱塘新区、江苏九阳、美琪健康、美华高科五大产业基地，拥有目前浙江省内最大规模的发酵单体车间和行业领先的微生物药物生产能力，研发能力覆盖菌种构建、代谢调控、分离纯化、酶催化、合成修饰等微生物工程技术各个阶段，已形成微生物项目研发、中试、商业化生产、工程和公用系统保障的完整制造体系。

图 1：华东医药工业微生物发展历程



资料来源：珲达生物官网，同写意公众号，公司公告，天风证券研究所

事业部管理团队经验丰富，工业微生物板块收入快速增长。公司的工业微生物事业部管理团队产业经验丰富：工业微生物事业部总经理——吴晖先生 1991 年加入华东医药，拥有超过 30 年的药品开发及产业化经验；事业部首席科学家——郑玲辉先生从事微生物药物开发共 22 年，开发成功微生物药物项目 50 多个，曾负责或参与多项国家科技重大专项及重大新药创制；运营管理负责人王雪峰先生与负责投资与商务的王自根先生均在华东医药任职十年以上，履历丰富。

截止 2021 年 12 月 31 日，事业部拥有研发人员 363 人，其中博士 15 人，硕博占比 21%，已拥有授权专利 23 项，在审专利 59 项。2021 年，公司工业微生物板块合计实现收入 4.18 亿元，同比增长 69.2%；2022 年 Q1，工业微生物板块营业收入同比增长 99%。

1.2. 资深专家领衔开启合成生物学发展新篇章，“政产学研”多维度赋能

合成生物学是 21 世纪出现的新兴交叉学科，是采用工程化设计理念，对细胞进行定向设计、改造、乃至重新合成，突破自然生命进化规律，重塑自然生产线，即以生物质为原料，高效定向合成医药、营养及材料等各类化学品。

三方合作，“政产学研”多维度赋能。2022 年 5 月，国家发展改革委印发《“十四五”生物经济发展规划》提出要做大做强生物经济，在此背景下，由拱墅区政府、浙江工业大学、华东医药三方共建华东合成生物学产业技术研究院于 2022 年 7 月正式落地华东医药生命科学产业园。研究院以合成生物学技术为基础，聚焦营养与医药化学品、医美生物、新型材料及健康代糖品四大领域，以智能生物制造新机理和产业变革性技术问题为突破口，借

助人工智能、大数据和智能自动化装备，围绕智能生物制造开展技术创新研究和产业转化研究。

图 2：华东合成生物学产业技术研究院

资料来源：拱墅发布，天风证券研究所

华东医药提供多方面配套服务，享有专利优先受让权。在三方合作中，拱墅区政府每年将对研究院研究及科技成果应用项目进行资助，并在相关科技、人才、产业项目上为研究院提供支持；浙江工业大学将充分发挥其在高端科研团队、技术资源和科技平台等方面的优势，为研究院遴选高层次人才；华东医药子公司中美华东将提供研发基金支持、技术创新平台和投融资支持等多方面配套服务，同时享有技术、专利等方面的优先受让权。

资深院士担任院长，华东医药技术基础推动合成生物学产业变革。华东合成生物学产业技术研究院将由浙江工业大学郑裕国院士担任院长。郑裕国院士长期从事医药、农药和营养化学品生物制造工程技术创新，建立了以合成生物技术为核心，融合有机合成、化学工程原理和方法的生物有机合成技术新体系，在生物产业转化研究领域达到国内资深水平，共建立工业化生产线 20 多条，授权发明专利 200 多件。华东医药与郑院士团队保持长期密切合作关系，先后合作开发了阿卡波糖等工业微生物大品种。借助拱墅区政府的政策支持、浙江工业大学院士团队的人才优势与技术优势、华东医药产业转化能力，合成生物学业务未来有望成为引领和支撑区域生物经济发展的重要创新引擎。

图 3：华东医药、浙江工业大学、拱墅区政府三方共建研究院

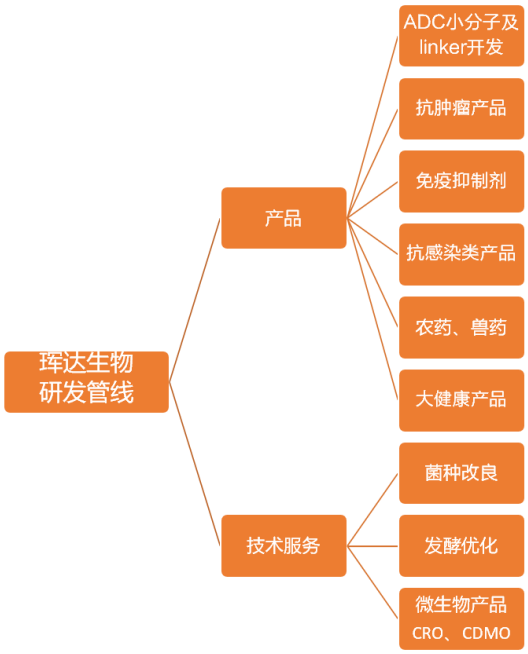
资料来源：华东医药投资者关系管理，天风证券研究所

2. 珲达生物聚焦高壁垒、高附加值产品开发，研发管线国内领先

2.1. 珲达生物：搭建合成生物学三大平台，不断寻求突破创新正文内容

珲达生物聚焦高技术壁垒、高附加值微生物来源产品开发，形成全国领先的研发管线。珲达生物以合成生物学和多尺度微生物代谢调控技术为基础，搭建微生物构建、代谢产物表达和纯化修饰体系平台，在抗体偶联药物毒素、mRNA 药物用修饰核苷以及海洋新型微生物药物等领域内不断突破创新。同时，公司实现了毒素和修饰核苷商业化开发，已成为全球主要 mRNA 药物用修饰核苷制造商，是华东医药工业微生物发展的核心技术基础和研发创新平台。公司研发与生产管线主要包括 ADC 毒素、抗肿瘤、抗感染、寄生虫治疗及大健康等相关领域。同时，公司也为国内外医药企业提供菌种改良、工艺优化等 CRO 和 CDMO 服务。

图 4：珲达生物提供多种产品与技术服务



资料来源：珲达生物公司官网，天风证券研究所

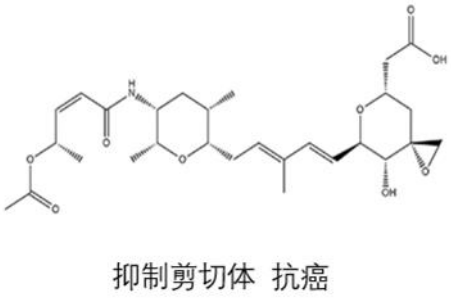
图 5：华东医药工业微生物拥有研发项目超百个

资料来源：华东医药投资者关系公众号，天风证券研究所

2.2. 珲达生物 ADC 毒素库产品丰富，供应全球

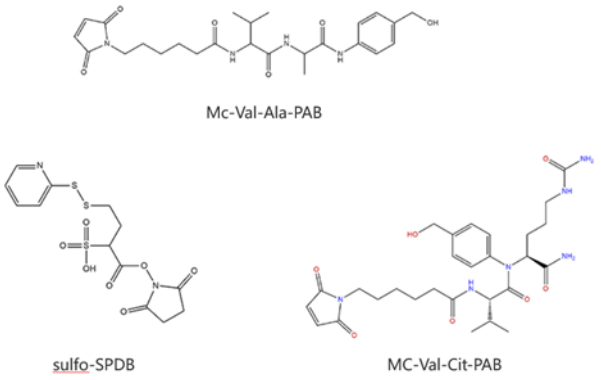
珲达生物 ADC 毒素库产品丰富，广泛用于 ADC 抗癌药物的创新研发。在珲库化合物库中，ADC 毒素已达到 30 个，包括 DNA 损伤剂、微管蛋白抑制剂、RNA 合成抑制剂等。其中，明星产品 Thailanstatin A 可通过抑制剪接体而发挥抗癌作用，pH Pharma 在 AACR 会议上特别介绍了用 Thailanstatin 衍生物作为毒素构建的 ADC。于此同时，珲库中的 ADC Linker 也达到了 4 个，其中 Mc-Val-Ala-PAB、sulfo-SPDB、MC-Val-Cit-PAB 为可裂解 linker，基本满足 CDMO 需求。

图 6：Thailanstatin A 结构式



资料来源：珲库化合物库，天风证券研究所

图 7：可降解 Linker



资料来源：珲库化合物库，天风证券研究所

珲达生物分别于 2022 年 1 月和 2022 年 7 月获得两款抗癌药甲磺酸依喜替康和美登素 DM1 的 US DMF 备案文号，并完成了上述两个产品的工艺开发、杂质研究、分析方法验证和工艺验证等工作，可向客户供应高质量的公斤级 GMP 产品。

珲达生物在 ADC 毒素领域拥有相对完善的产品布局和质量体系认证。公司具有丰富的 ADC 毒素产品库、成熟发酵技术与合成技术的完美结合、规模化生产的低成本优势，以及毒素、毒素+连接子的研发生态圈。同时，公司具备符合国际标准的生产场地、完整的质量体系、强大的注册团队，使产品供应链条中每一个环节得到强有力的保障；生产场地历史上均通过 NMPA、FDA、EMA、PMDA 等官方机构的现场审计，可配合终端客户开展 ADC 终产品商业化上市的注册申报、现场审计工作。

珲达生物已经向全球 100 多个客户提供 ADC 毒素产品、有效载荷（payload+linker）以及相关产品的 CDMO 服务。公司在 2 年多时间内凭借自身的优势，在业内建立了良好的口碑和品牌形象，并将继续提升自身的研发和服务水平，为每一个合作伙伴提供最佳的交付成果。

图 8：药企 ADC 领域交易情况

研发企业	ADC 项目	买方	交易额
第一三共	DS-8201（HER2）	阿斯利康	13.5 亿美元预付款+55.5 亿美元里程碑
第一三共	DS-1062（Trop2）	阿斯利康	10 亿美元预付款+50 亿美元里程碑
第一三共	U3-1402（HER3）	阿斯利康	奥希替尼联合治疗
Immunomedics	Trodelvy（Trop2）	吉利德	210 亿美元收购
Seagen	Ladiratuzumab Vedotin（LIV-1）	默沙东	6 亿美元预付款+10 亿美元股权投资+26 亿美元里程碑
VelosBio	VLS101（ROR1）	默沙东	28 亿美元收购
NBE Therapeutics	ROR1 等	勃林格殷格翰	14.3 亿美元收购
卫材	FRα ADC	百时美施贵宝	6.5 亿美元预付款+24.5 亿美元里程碑
Mersana	三款 ADC 新药	强生	4000 万美元预付款+10 亿美元里程碑
Sutro	三款 ADC 新药	安斯泰来	9000 万美元预付款+每个项目 4.225 亿美元里程碑
ADC Therapeutics	Loncastuximab tesirine	Sobi	5500 万美元预付款+3.8 亿美元里程碑
国内药企 ADC 交易			
荣昌生物	维迪西妥单抗（HER2）	Seagen	2 亿美元预付款+24 亿美元里程碑
礼新医药	Claudin18.2 ADC	Turning Point	总金额超 10 亿美元
科伦药业	Trop2 ADC	默沙东	4700 万美元预付款+13.63 亿美元里程碑
多禧生物	3 款新靶点	强生	未公开财务细节
多禧生物	Trop2 ADC	君实生物	3000 万元预付款+2.7 亿元人民币里程碑
Ambrx	ARX788（HER2） ARX305（CD70）	浙药集团	合资公司
Zymeworks	ZW49（HER2 双表位）	百济神州	4000 万美元预付款+3.9 亿美元里程碑 （ZW25+ZW49+双抗技术用于 3 个品种）
Immunomedics	Trodelvy（Trop2）	云顶新耀	6500 万美元预付款+7.7 亿美元里程碑
Sutro	STRO-002	天士力	4000 万美元预付款+3.45 亿美元里程碑
Sutro	STRO-001	烨辉医药	400 万美元预付款+2 亿美元里程碑
Sesen Bio	Vicineum	齐鲁制药	3500 万美元
Immunogen	FRα ADC	华东医药	4000 万美元预付款+2.65 亿美元里程碑
LCB	ROR1 ADC	基石药业	1000 万美元预付款+3.535 亿美元里程碑
ADC Therapeutics	CD19、CD226、AXL、KAAG1	瓴路药业	5000 万美元合资公司，持股 51%
诺灵生物		华东医药	1500 万元占股 4.48%
Sutro	CD74 ADC	烨辉医药	400 万美元预付款+2 亿美元里程碑

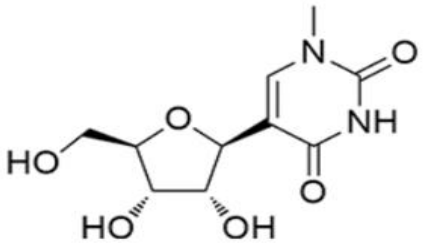
珲达生物

资料来源：珲达生物公众号，天风证券研究所

2.3. 核苷类原料药经过修饰加工成 mRNA 药物，假尿苷已完成工艺验证

珲达生物包括核苷碱基、核糖类化合物等在内的核苷类化合物已达到 134 个。1-甲基假尿苷在修饰 mRNA 中起重要作用；2'-O-甲基鸟苷是人体体液中发现的内源性甲基化核苷，而肿瘤患者中甲基化嘌呤碱基的含量较高，已被探索为去甲基化药物的治疗靶点；此外，珲库中还有默沙东于 2021 年宣布的新冠口服药 Molnupiravir（莫纳皮拉韦），作为 RNA 组成单元的类似物，可诱使病毒的 RNA 聚合酶将其置入病毒的 RNA 链中，从而使病毒因突变而死亡，因此也可用于对抗其他 RNA 病毒。可见珲达生物的产品布局并不局限于应对新冠疫情。

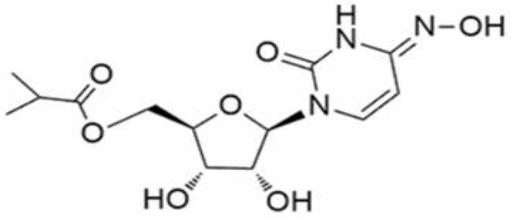
图 9：1-甲基假尿苷结构式



1-甲基假尿苷 尿苷替代物

资料来源：珲库化合物库，天风证券研究所

图 10：莫纳皮拉韦结构式



莫纳皮拉韦 核糖核苷类似物

资料来源：珲库化合物库，天风证券研究所

珲达生物已完成了 mRNA 疫苗用 N1-甲基-假尿苷三磷酸钠盐水溶液的分析方法验证、工艺验证、清洁验证，并通过了功能性测试。可大量供应高质量的 GMP 级别产品，无 Protease, DNase and RNase，无动物源成分，并通过体外转录功能性测试，为广大 mRNA 疫苗客户从研发至商业化生产提供强有力的保障。该产品核心起始物料 1-甲基假尿苷自 2020 年进入国际市场，公司现已成为国际市场主要生产商。在生产方面，产品参照 GMP 标准生产，无 Protease, DNase and RNase，无动物源成分，通过体外转录功能性测试。

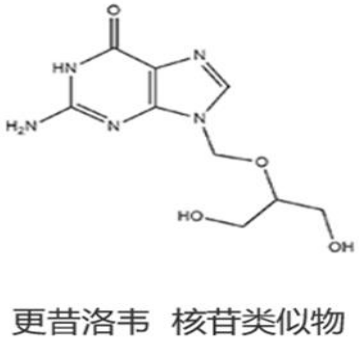
1）N1-甲基-假尿苷能降低 mRNA 的免疫原性，增强 mRNA 的稳定性。2015 年，Oliwia Andries 等人发现用 N1-甲基-假尿苷完全替代尿苷比用假尿苷完全替代尿苷更能降低 mRNA 的免疫原性，且更能增强 mRNA 的蛋白表达能力。另外，研究人员通过实验对比发现甲基尿嘧啶替换的 mRNA 序列比不含尿嘧啶优化的原始序列在易降解溶液中更加稳定。

2）珲达生物的核苷类产品在已上市 mRNA 疫苗中成功应用。Pfizer-BioNTech 和 Moderna Therapeutics 开发的 SARS-CoV-2 mRNA 疫苗，两者均由编码 SARS-COVID-19 Spike 蛋白的 N1-甲基-假尿苷修饰的 mRNA 组成。公司的假尿苷产品是新冠 mRNA 的重要组成原料之一。

2.4. 以抗病毒类化合物为补充，囊括抗疱疹病毒、抗新冠病毒等市场

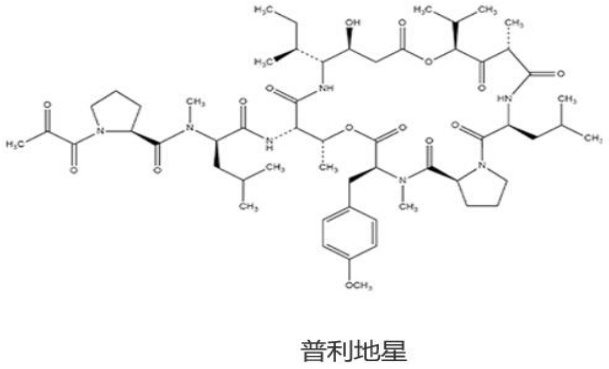
珲达生物引入 5 款抗病毒类化合物，其中包括了：核苷类似物 Ganciclovir（更昔洛韦），对疱疹组和一些其他 DNA 病毒具有抗病毒活性；大环内酯类抗生素复合物 Megalomicin（巨霉素）；Plitidepsin（普利地星），Plitidepsin 由西班牙生物医药公司 PharmaMar 开发，目前已被澳大利亚监管机构批准，用于治疗多发性骨髓瘤，并且已有研究表明其对于 SARA-COV-2 比瑞德西韦更有效，目前正在推进 2/3 期临床试验。

图 11：更昔洛韦结构式



资料来源：珲库化合物库，天风证券研究所

图 12：普利地星结构式



资料来源：珲库化合物库，天风证券研究所

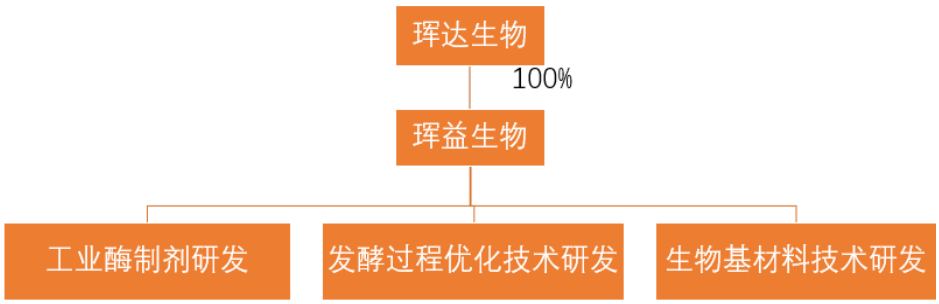
2.5. 拥有专业化研发团队，提供产品质量保障

公司研发团队深耕微生物领域，专业技术能力领先。珲达生物研发中心目前专职研发人员 40 余人，80%以上的研发人员拥有硕博士学历，均在具有 10 年以上的从业经验。精通原料药和大健康领域的全工艺流程和相关文件的申报，接受过系统专业的 QEHS 培训和实践，专业特长覆盖工业微生物选育、发酵工程、纯化分离、仪器分析、质量研究等。珲达生物法定代表人吴晖，1991 年加入华东医药，拥有超过 30 年的药品开发及产业化经验，是公司培养的高端研发人才和生产管理人才，是教授级高级工程师，也是浙江大学特聘行业教师。

2.6. 珲益生物：拓展业务边界，丰富技术研发布局

公司于 2022 年 5 月建设全资子公司珲益生物，致力于通过绿色的生物技术引领社会可持续性发展。公司拥有较强的合成生物学技术水平，通过对酵母、大肠杆菌、枯草芽孢杆菌等高效工程菌株的基因构建与改造，实现生物技术在制药工程、精细化工、新型生物材料等领域的广泛应用。公司拥有微生物细胞工厂构建平台、生物酶的筛选与进化平台、发酵及产物分离纯化平台，已建成包含所有七大酶系的酶库资源，业务包括工业酶制剂研发、发酵过程优化技术研发、生物基材料技术研发等。

图 13：珲益生物业务管线



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 产业基地建设加速布局

目前，公司拥有杭州祥符桥、钱塘新区、江苏九阳、湖北美琪、安徽美华高科五大产业基地，其中，湖北美琪、安徽美华高科为 2021 年设立。公司在杭州市祥符桥厂区和钱塘新区大江东厂区、江苏射阳设有三个微生物药物研发/生产基地，拥有浙江省内最大规模的发酵单体车间和位居前列的微生物药物生产能力，已形成微生物项目研发、中试、商业化生产、工程和公用系统保障的完整制造体系，江苏九阳生物制药有限公司的抗感染药物生产线正在积极建设中。

3.1. 美琪健康：强强联手，助力华东医药业务延伸至大健康领域

强强联手，拓展“健康+消费”投资蓝海。2021 年 11 月，华东医药子公司中美华东制药、珲达生物与安琪集团共同出资 2.5 亿元成立合资公司美琪健康，其中，中美华东持股 40%，浙江珲达生物科技持股 20%，湖北安琪生物集团有限公司持股 40%。美琪健康的成立标志着华东医药正式将工业微生物医药领域延伸拓展至大健康领域。

依托合作伙伴优势，加快推进市场开发进程。美琪健康现主要生产维生素 K2、吡咯喹啉醌二钠等食品领域产品和依克多因等个护领域产品。同时，公司技术储备充分，目前拥有储备项目近 40 个，取得国内外授权专利 520 项，主持或参与制定 30 多项关于酵母类产品的国家和行业标准。公司充分借助安琪集团在食品、大健康领域的国内及国际化产品注册、生产布局和商务推广体系，加快推进美琪健康市场开发进程。

图 14：美琪健康业务管线

资料来源：美琪健康官网，天风证券研究所

3.1.1. 维生素 K2：广泛用于日常食品的必需营养物质

维生素 K 是凝血蛋白在肝脏合成必不可少的物质，作为添加剂应用于多种食品。维生素 K 又叫凝血维生素，当缺乏维生素 K 时，人体催化凝血作用的能力将大大下降。目前，国内市场正在蓬勃发展，卫计委已批准在儿童及孕产妇调制乳粉中强化维生素 K2，以避免由于儿童及新生儿凝血系统发育不全，或因饮食缺乏维生素 K 而引起的出血症状。此外，欧盟也推荐在饮料、谷类、日常食品、油脂、面、米及杂粮等多种食品中添加维生素 K2，国际市场亦有前景。

表 1：欧盟维生素 K2 的推荐使用范围及使用水平

食品类别	推荐的食品使用	每份 VK2 含量（ug）	每份量（g）	添加水平（ug/kg）
饮料	水果及蔬菜汁	10	260	63
	软饮料（低能量）	10	250	40

食品类别	推荐的食品使用	每份 VK2 含量（ug）	每份量（g）	添加水平（ug/kg）
	软饮料（非低能量）	10	250	40
谷类合谷类制品	早餐谷类	10	20-80	55.0-500
	压缩干粮	10	40	250
日常食品	奶酪和低脂奶酪	10	20-112	89.0-500
	冻酸奶	10	56	178
	冰淇淋	10	50-75	133-200
	牛奶	10	200	50.0
	其他牛奶及奶油	10	15-200	50.0-667
	酸奶	10	125	80
	酸奶饮料	10	200	50
	清爽干酪	10	100	100
油脂	低脂黄油	10	20	500
	低脂蛋黄酱	10	15	667
	橄榄油	10	11	909
面、米及其他杂粮	面	10	230	43
	比萨饼皮	10	55	181

资料来源：美琪健康官网，天风证券研究所

维生素 K2 委托安琪集团生产，质量控制严格。安琪集团致力于酵母及酵母衍生物加工与制造，产销规模位居亚洲第一、全球第三，产品出口 150 多个国家和地区。湖北美琪拥有国际领先的生产和应用系列技术，将迈琪丽牌维生素 K2(MK-7)委托给已通过 ISO9001 质量管理体系认证、HACCP 认证等多个认证的安琪酵母股份有限公司生产，为产品的生产提供了可靠的保障。公司的产品主要有粉剂与油剂两种规格，产品指标严格明确。

表 2：迈琪丽维生素 K2 产品规格

项目	粉剂指标	油剂指标
维生素 K2 含量	≥2000ppm ≥10000ppm	≥1500ppm ≥4500ppm
顺式 MK-7 含量，%	≤2%	≤2%
维生素 K2 含量以七烯甲萘醌含量标示，七烯甲萘醌实际含量为标示量的 95%-110%		

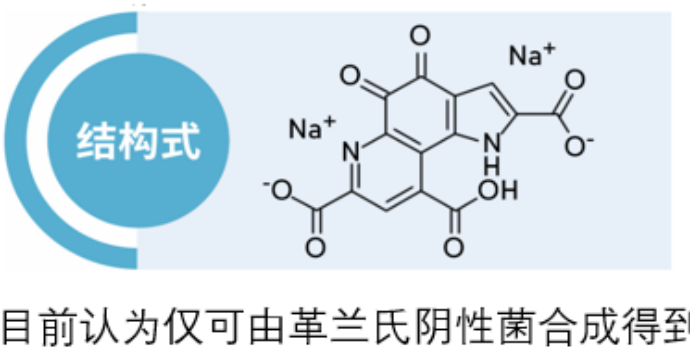
资料来源：美琪健康官网，天风证券研究所

3.1.2. 吡咯喹啉醌二钠（PQQ）：人体无法合成，或成为市场刚需

PQQ 常用作食品添加剂，具有抗炎、保护肝脏、神经的作用。PQQ 普遍存在于菠菜、牛奶、鸡蛋等食物中，其主要作用是清除人体多余自由基，以改善线粒体性能、减少慢性炎症、保护大脑、提高注意力和记忆力、改善睡眠等。然而 PQQ 无法由人体合成，人体只能通过饮食摄取外源性的 PQQ，因此 PQQ 的市场需求非常开阔。

在国际市场上，PQQ 已获得美国 GRAS 认证，可作为原料用于能量饮料、运动饮料、电解质饮料及瓶装水等食品；2022 年 3 月 1 日，吡咯喹啉醌二钠盐通过了国家卫健委的安全性评估材料审查，公司积极布局，有望实现规模化生产与供应。

图 15：PQQ 结构式

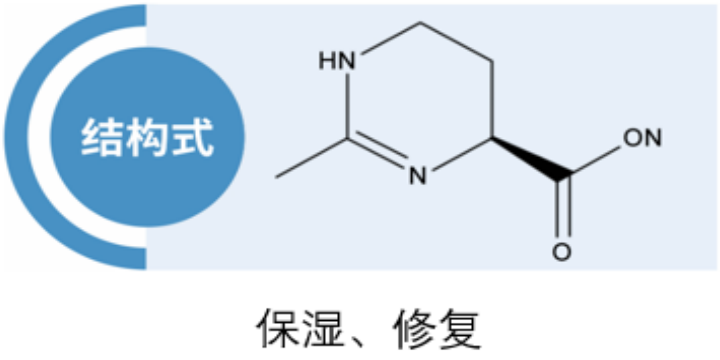


资料来源：美琪健康官网，天风证券研究所

3.1.3. 依克多因：保湿、修复、抗老化，个护领域的新星

依克多因是众多护肤品中的有效成分，具有保湿和修复功效，广泛应用于修复、抗污染、防晒、晒后修复、抗衰等个护产品中。随着人们对生活品质的要求提高，个人护理已组成当代人生活中不可忽视的组成部分，公司基于依克多因的生产，向个人护理领域迈出了试探性的一步。依克多因成分具有多重功效：1）可显著增加皮肤水分含量，具有长期的保湿功效，是非常优秀的保湿剂；2）可缓解皮肤所受的紫外线损伤、干燥环境所致的皮肤老化、表面活性剂引起的皮肤劣化，是备受关注的细胞修复添加剂。

图 16：依克多因是众多护肤品中的有效成分



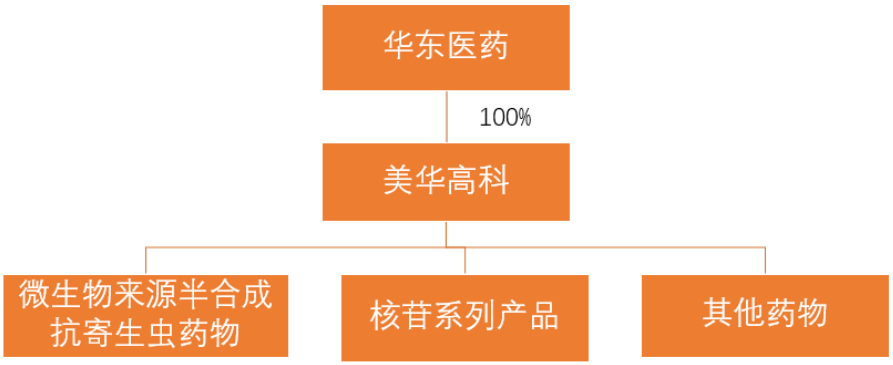
资料来源：美琪健康官网，天风证券研究所

3.2. 美华高科：工业微生物领域全新产业化平台，已开始试生产

美华高科聚焦于核苷系列产品、微生物来源半合成抗寄生虫药物及其他药物的产业化。2021 年 12 月 27 日，安徽和县人民法院裁定通过华昌高科《重整计划》，中美华东将以 1.08 亿元收购华昌高科 100%股权，并更名为美华高科，是华东医药工业微生物领域全新的产业化平台。公司将通过对美华高科生产线、公用系统等进行合理规划并进行新的投入，激活其产能。

美华高科已于 2022 年 4 月开始试生产，聚焦于核苷系列产品、微生物来源半合成抗寄生虫药物及其他药物的产业化。美华高科年产 2000kg 核苷项目的备案表已于 2022 年 4 月 19 日在马鞍山市人民政府官网公开。

图 17：美华高科业务布局



资料来源：华东投资者关系管理公众号，天风证券研究所

4. 工业微生物版图日趋完善，有望享受未来市场红利

我们认为，华东医药在工业微生物领域已经形成涵盖研发、生产、服务全产业链制造体系，未来有望加速发展，具体而言

1）华东医药控股子公司珲达生物作为公司工业微生物发展的核心技术基础和研发创新平台，为核酸类药物新蓝海做足了准备；

2）合资公司美琪健康集大健康产品研发、生产和销售于一体，在食品、个护板块实施试探性部署；

3）全资子公司美华高科作为公司工业微生物领域的全新产业化平台，全力协助公司核苷系列产品、微生物来源半合成抗寄生虫药物及其他药物的产业化；

4）珲达生物全资子公司珲益生物拥有三大平台与七大酶系资源，致力于研发绿色的生物新技术，引领社会可持续性发展。公司版图横亘工业微生物领域，不断完善市场布局，迎接全球工业微生物的新市场到来。

5. 盈利预测与估值

关键假设：

我们预计①医药工业板块中主要品种整体稳健，仿制药获批后占据可观的市场份额；②医药商业板块凭借较强的领先地位，实现稳定发展；③国际医美业务在海外疫情逐渐控制后迅速恢复；④国内医美中伊婉玻尿酸凭借良好口碑在需求拉动下收入稳增，少女针凭借先发优势在国内快速渗透市场。

表 3：营业收入预测

单位：亿元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	337	346	382	420	466
同比增速	-5%	3%	10%	10%	11%
医药商业	230	242	254	267	280
同比增速	-8%	5%	5%	5%	5%
医药工业（不含工业微生物）	112	101	115	131	151
同比增速	3%	-9%	14%	14%	15%
工业微生物	2	4	6	9	14
同比增速	N/A	69%	50%	50%	50%
医美业务	3	10	17	24	33
同比增速	N/A	214%	71%	41%	36%
分部间抵销	-10	-10	-11	-12	-12

资料来源：Wind，天风证券研究所

采用分部估值法对公司各板块业务进行估值，我们按照医药工业、医药商业、医美业务、工业微生物四大业务进行分部估值，具体测算如下：

医药工业板块：可比公司 2022 年平均 PE 为 28 倍，考虑到公司在创新药领域的布局有望在未来 2-3 年进入收获期，我们预计公司 2022 年医药工业板块有望实现约 19 亿元净利润，给予 2022 年医药工业 28 倍 PE，对应市值为 523 亿元人民币。

表 4：医药工业可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价	目前市值	净利润（亿元）				PE(X)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600196.SH	复星医药	43.90	1064.34	47.35	54.56	64.50	74.43	22.48	19.51	16.50	14.30
600079.SH	人福医药	17.57	286.93	13.90	20.01	21.52	26.05	20.65	14.34	13.34	11.01
600276.SH	恒瑞医药	35.29	2251.15	45.30	45.94	54.47	63.70	49.69	49.00	41.33	35.34
可比公司平均			1200.81	35.52	40.17	46.83	54.73	30.94	27.62	23.72	20.22

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：总市值和收盘价为 2022/07/29 日收盘数据，可比公司估值数据来自 Wind 一致预期

医药商业板块：医药商业板块作为公司优势板块具有显著的规模效应，2020 年由于疫情原因，增速有所放缓，2021 年业务收入开始恢复增长，我们预计公司 2022 年有望实现 5%的收入增长，达到 432 亿元左右收入，可比公司 2022 年平均 PS 为 0.28 倍，给予公司相同 PS，对应市值为 73 亿元人民币。

表 5：医药商业可比公司估值

股票代码	证券简称	收盘价	总市值	营业收入（亿元）				PS（X）			
			（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
603368.SH	柳药股份	16.70	60.51	171.35	192.07	213.47	236.35	0.35	0.32	0.28	0.26
600998.SH	九州通	11.34	212.50	1224.07	1407.47	1608.70	1833.86	0.17	0.15	0.13	0.12
600511.SH	国药股份	26.17	197.45	464.69	517.17	576.95	637.86	0.42	0.38	0.34	0.31
可比公司平均			156.82	620.04	705.57	799.71	902.69	0.32	0.28	0.25	0.23

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：总市值和收盘价为 2022/07/29 日收盘数据，可比公司估值数据来自 Wind 一致预期

医美业务板块：医美业务为公司的新板块，我们预计在产品线不断优化完善、国际化战略不断推进的作用下，2022 年医美业务在国内外的收入可进一步提升，有望达到 17 亿元左右收入水平。可比公司 2022 年平均 PS 为 33 倍，由于该板块尚处在业务开拓期，出于谨慎性的考虑给予一定估值折价，给予 2022 年 20 倍 PS，对应市值为 342 亿元人民币。

表 6：医美业务可比公司估值

股票代码	证券简称	收盘价	总市值（亿元）	营业收入（亿元）				PS（X）			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300896.SZ	爱美客	586.00	1267.87	14.48	22.94	33.58	46.68	87.57	55.27	37.75	27.16
688363.SH	华熙生物	159.23	766.03	49.48	69.69	92.34	117.75	15.48	10.99	8.30	6.51
688366.SH	昊海生科	90.24	134.76	17.67	23.95	29.03	34.99	7.63	5.63	4.64	3.85
可比公司平均			722.89	27.21	38.86	51.65	66.47	36.89	23.96	16.90	12.51

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：总市值和收盘价为 2022/07/29 日收盘数据，可比公司估值数据来自 Wind 一致预期

工业微生物板块：公司深耕工业微生物产业 40 余年，拥有国内较为领先的技术积淀和产业优势。我们认为，随着公司产业链布局的进一步优化，生产与研发平台逐渐完善，2022 年的净利润有望增长至 1.6 亿元左右。同行业可比公司平均 PE 为 48，考虑到公司工业微生物领域具备较为广阔的成长空间，给予 2022 年 70 倍 PE，对应市值 110 亿元人民币。

表 7：工业微生物可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价	目前市值	净利润（亿元）				PE(X)			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688065.SH	凯赛生物	81.40	474.70	6.08	7.71	10.21	13.71	78.09	61.59	46.50	34.63
688639.SH	华恒生物	122.79	133.10	1.68	2.61	3.82	5.13	79.12	51.03	34.84	25.93
688089.SH	嘉必优	40.24	48.29	1.29	1.52	2.14	2.82	37.56	31.76	22.61	17.13
可比公司平均			90.70	3.02	3.95	5.39	7.22	64.92	48.13	34.65	25.90

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：总市值和收盘价为 2022/07/29 日收盘数据，可比公司估值数据来自 Wind 一致预期

综上所述，我们认为，公司 2022 年市值有望达到 1047 亿元人民币，对应目标价为 59.84 元人民币，维持“买入”评级。

6. 风险提示

1. 产学研合作进展的不确定性

目前公司产学研合作处于起步阶段，三方合作模式仍在摸索，若合作模式不善，将对公司的的研发创新带来负面影响。

2. 工业微生物业务开展进度不及预期

目前公司正在积极发展工业微生物业务，研发与产业化平台仍处于部署阶段，如后续完善进度不及预期，将影响到公司工业微生物板块的收入，中长期影响公司业务发展。

3. 阿卡波糖和百令胶囊销售低于预期

公司阿卡波糖在带量采购后，竞争格局出现剧烈变化，如营销推广低于预期，将对公司业绩带来负面影响，百令胶囊医保谈判降价后，如销量未能显著增长，营业收入将显著下降。

4. 创新药研发进展低于预期

目前公司正在积极推动产品创新转型，如后续研发进展不及预期，将影响到公司产品梯队的搭建，中长期影响公司业务发展。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,198.08	4,032.42	7,159.40	13,033.58	14,490.12
应收票据及应收账款	6,137.68	6,430.48	7,260.53	5,595.30	8,674.34
预付账款	250.92	275.35	405.99	296.65	450.27
存货	4,067.64	3,974.55	4,868.04	4,777.97	5,661.94
其他	1,001.58	773.81	571.62	940.35	668.68
流动资产合计	**14,655.89**	**15,486.62**	**20,265.58**	**24,643.85**	**29,945.36**
长期股权投资	850.07	984.93	984.93	984.93	984.93
固定资产	2,420.37	3,077.23	3,580.22	3,831.16	3,917.88
在建工程	2,240.20	1,582.13	985.28	639.17	413.50
无形资产	1,463.24	2,233.45	2,028.96	1,824.47	1,619.97
其他	2,571.57	3,632.06	3,186.69	3,343.20	3,381.36
非流动资产合计	**9,545.46**	**11,509.79**	**10,766.07**	**10,622.92**	**10,317.63**
资产总计	**24,201.35**	**26,996.40**	**31,031.65**	**35,266.77**	**40,262.99**
短期借款	1,416.93	1,237.84	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	4,501.38	4,519.68	5,325.50	5,389.92	6,209.39
其他	2,715.37	3,508.07	3,266.96	3,810.08	3,647.27
流动负债合计	**8,633.68**	**9,265.60**	**10,592.45**	**11,200.00**	**11,856.66**
长期借款	151.61	139.18	150.00	170.00	150.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	236.65	650.31	362.56	416.50	476.46
非流动负债合计	**388.26**	**789.49**	**512.56**	**586.50**	**626.46**
负债合计	**9,021.94**	**10,055.08**	**11,105.01**	**11,786.50**	**12,483.12**
少数股东权益	559.59	361.94	408.42	464.63	532.65
股本	1,749.81	1,749.81	1,749.81	1,749.81	1,749.81
资本公积	2,158.08	2,229.87	2,229.87	2,229.87	2,229.87
留存收益	12,872.20	14,877.33	17,768.41	21,265.83	25,497.41
其他	(2,160.27)	(2,277.64)	(2,229.87)	(2,229.87)	(2,229.87)
股东权益合计	**15,179.41**	**16,941.32**	**19,926.64**	**23,480.27**	**27,779.87**
负债和股东权益总计	**24,201.35**	**26,996.40**	**31,031.65**	**35,266.77**	**40,262.99**

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,909.72	2,338.63	2,891.08	3,497.42	4,231.59
折旧摊销	439.55	515.60	358.35	379.66	393.44
财务费用	85.53	84.30	37.54	25.89	(35.63)
投资损失	7.93	52.91	12.00	(6.80)	32.40
营运资金变动	(272.53)	898.54	(1,140.52)	2,200.26	(3,229.14)
其它	241.26	(720.23)	46.47	56.22	68.02
经营活动现金流	**3,411.45**	**3,169.76**	**2,204.93**	**6,152.64**	**1,460.68**
资本支出	1,686.43	1,669.02	347.75	26.05	(9.95)
长期投资	627.48	134.86	0.00	0.00	0.00
其他	(4,052.55)	(3,790.56)	(419.75)	(99.25)	(72.45)
投资活动现金流	**(1,738.64)**	**(1,986.68)**	**(72.00)**	**(73.20)**	**(82.40)**
债权融资	1,636.36	1,621.28	2,605.10	2,425.72	2,468.36
股权融资	(58.96)	4.36	10.45	(25.66)	35.85
其他	(2,303.13)	(2,393.09)	(1,621.50)	(2,605.32)	(2,425.95)
筹资活动现金流	**(725.73)**	**(767.45)**	**994.05**	**(205.27)**	**78.26**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**947.08**	**415.62**	**3,126.97**	**5,874.18**	**1,456.55**

利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**33,683.06**	**34,563.30**	**38,187.39**	**41,986.34**	**46,603.76**
营业成本	22,550.48	23,957.37	25,912.02	27,920.92	30,517.25
营业税金及附加	185.46	177.25	200.72	220.69	244.96
销售费用	5,970.61	5,424.05	6,224.55	6,885.76	7,596.41
管理费用	998.75	1,166.94	1,153.26	1,385.55	1,537.92
研发费用	926.73	979.64	1,107.43	1,259.59	1,491.32
财务费用	34.20	22.08	37.54	25.89	(35.63)
资产/信用减值损失	(4.54)	(16.91)	(6.00)	(16.00)	(20.00)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(27.53)	(96.31)	(12.00)	6.80	(32.40)
其他	(427.68)	93.47	36.00	18.40	104.80
营业利润	**3,476.58**	**2,855.71**	**3,533.87**	**4,278.75**	**5,199.12**
营业外收入	12.50	2.68	44.49	44.49	26.04
营业外支出	35.68	30.86	26.69	26.69	26.69
利润总额	**3,453.39**	**2,827.53**	**3,551.66**	**4,296.55**	**5,198.47**
所得税	543.67	488.91	614.12	742.91	898.86
净利润	**2,909.72**	**2,338.63**	**2,937.55**	**3,553.63**	**4,299.60**
少数股东损益	89.86	37.00	46.47	56.22	68.02
归属于母公司净利润	**2,819.86**	**2,301.63**	**2,891.08**	**3,497.42**	**4,231.59**
每股收益（元）	1.61	1.32	1.65	2.00	2.42

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-4.97%	2.61%	10.49%	9.95%	11.00%
营业利润	2.34%	-17.86%	23.75%	21.08%	21.51%
归属于母公司净利润	0.24%	-18.38%	25.61%	20.97%	20.99%
获利能力					
毛利率	33.05%	30.69%	32.15%	33.50%	34.52%
净利率	8.37%	6.66%	7.57%	8.33%	9.08%
ROE	19.29%	13.88%	14.81%	15.20%	15.53%
ROIC	25.51%	19.02%	22.66%	24.85%	36.60%
偿债能力					
资产负债率	37.28%	37.25%	35.79%	33.42%	31.00%
净负债率	-10.29%	-14.23%	-22.86%	-45.18%	-43.28%
流动比率	1.70	1.67	1.91	2.20	2.53
速动比率	1.23	1.24	1.45	1.77	2.05
营运能力					
应收账款周转率	5.51	5.50	5.58	6.53	6.53
存货周转率	8.31	8.60	8.64	8.71	8.93
总资产周转率	1.48	1.35	1.32	1.27	1.23
每股指标（元）					
每股收益	1.61	1.32	1.65	2.00	2.42
每股经营现金流	1.95	1.81	1.26	3.52	0.83
每股净资产	8.36	9.47	11.15	13.15	15.57
估值比率					
市盈率	27.91	34.19	27.22	22.50	18.60
市净率	5.38	4.75	4.03	3.42	2.89
EV/EBITDA	10.12	15.65	18.65	14.28	11.78
EV/EBIT	11.22	17.77	20.51	15.53	12.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com