

## 儿童药特色企业，开启发展新时代

### ——华特达因（000915.SZ）首次覆盖报告

#### 报告要点：

#### ● 聚焦医药主业，优化激励机制，老国企焕发新活力

2020年，公司实控人由山东大学变为山东国资委，国企改革后，公司持续聚焦医药主业，现已剥离化工与环保业务，推出中长期激励计划，经营活力显著提升。2022年上半年，公司实现12.25亿的营业收入，同比增长21.15%，其中医药产业收入为10.79亿元，占公司营业收入的88.06%，公司整体业绩加速增长，医药产业收入利润占比持续提升。

#### ● 维生素AD龙头企业，长期发展空间较大

维生素缺乏仍是我国儿童面临的主要问题之一，维生素AD同补的方式更符合我国婴幼儿现状，维生素AD滴剂市场空间广阔。目前维生素AD滴剂市场规模接近20亿元，渗透率仍然较低，仍有较大增长空间，预计远期市场规模有望达到50亿元。目前主要有4家公司参与竞争，市场格局较好，伊可新凭借优质产品力和消费者与行业的广泛认可，连续十余年市场占有率超过50%，近两年增速更加明显，龙头地位显著，预计未来仍将保持稳健增长。

#### ● 产品线逐步丰富，长期发展动力充足

公司产品线逐渐完善，除伊可新外，目前包括伊D新（维生素D滴剂）、伊佳新（右旋糖酐铁颗粒）、盖笛欣（复方碳酸钙泡腾颗粒）、伊甘欣（甘草锌颗粒）、小儿布洛芬栓、阿奇霉素颗粒等，其中伊D新和伊佳新等产品空间较大，且仍处于快速放量阶段，贡献较大业绩弹性。预计随着公司产品的逐步丰富，在研管线的逐步推进，公司业绩有望长期保持稳健增长。

#### ● 投资建议与盈利预测

预计2022-2024年，公司实现营业收入分别为22.91亿元、28.30亿元和34.48亿元，实现归母净利润分别为5.09亿元、6.47亿元和8.06亿元，对应EPS分别为2.17元/股、2.76元/股和3.44元/股，对应PE分别为19倍、15倍和12倍。公司实控人变更后，国企改革加速推进，持续聚焦医药主业，非医药业务加速剥离。同时，子公司达因药业列入山东省国投公司中长期激励计划试点单位，公司销售动力进一步增强，业绩加速增长。目前公司核心产品维生素AD滴剂渗透率较低，未来仍有较大成长空间，同时公司推出维生素D，继续拓展产品线，预计随着公司产品的逐步丰富，业绩有望持续稳健增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

产品降价风险；产品销售不及预期风险；产品研发不及预期风险。

## 买入|首次推荐

#### 基本数据

52周最高/最低价（元）：46.88 / 24.45

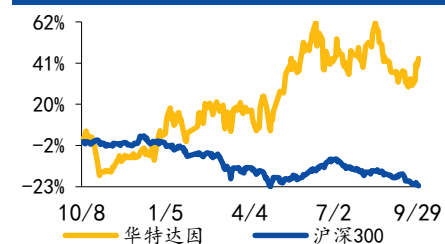
A股流通股（百万股）：234.21

A股总股本（百万股）：234.33

流通市值（百万元）：9693.84

总市值（百万元）：9698.98

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

#### 报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1821.03	2027.14	2290.75	2829.65	3447.53
收入同比(%)	1.17	11.32	13.00	23.53	21.84
归母净利润(百万元)	290.76	380.26	509.44	646.91	806.43
归母净利润同比(%)	42.46	30.78	33.97	26.98	24.66
ROE(%)	14.89	16.94	19.85	21.49	22.70
每股收益(元)	1.24	1.62	2.17	2.76	3.44
市盈率(P/E)	33.36	25.51	19.04	14.99	12.03

资料来源：Wind, 国元证券研究所

## 目 录

1. 华特达因：聚焦医药领域，业绩加速增长	4
1.1 国企改革加速推进，聚焦医药业务	4
1.2 业绩加速增长，医药业务占比持续提升	5
1.3 聚焦儿童医药，产品种类丰富	6
2. 伊可新：维生素 AD 滴剂龙头企业，市场优势明显	8
2.1 维生素 A、D 维持婴幼儿正常生长活动，但其缺乏问题仍广泛存在	8
2.2 维生素 AD 滴剂市场格局较为稳定，伊可新龙头地位明显	9
2.3 伊可新潜在市场空间较大，销售峰值有望达到 45 亿元	11
2.4 品牌优势明显，伊可新影响力不断扩大	13
3. 产品线逐渐完善，为公司发展提供充足动力	14
3.1 推出维生素 D 滴剂，有望与伊可新完美衔接	14
3.2 致力解决婴幼儿贫血问题，伊佳新获“店员推荐率最高品牌”	15
3.3 专为婴幼儿研制，盖笛欣具有较大增长潜力	16
4. 盈利预测与投资建议	17
4.1 盈利预测	17
4.2 投资建议	19
5. 风险提示	19

## 图表目录

图 1：华特达因发展历史	4
图 2：华特达因股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日）	4
图 3：公司营业收入情况（亿元）	5
图 4：公司归母净利润情况（亿元）	5
图 5：2017~2022H1 各板块毛利率	6
图 6：达因药业营业收入与净利润（亿元）	6
图 7：2017~2022H1 销售费用率、管理费用率及研发费用率	6
图 8：不同年龄阶段儿童 25-(OH) D 水平及维生素 D 缺乏情况比较	8
图 9：不同年龄段儿童维生素 A 水平的比较	8
图 10：不同年龄段儿童维生素 A 缺乏率的比较	8
图 11：0~23 个月婴幼儿过去一周服用维生素 A、D 补充剂比例（%）	9
图 12：维生素 AD 复方样本医院销售市场份额情况	10
图 13：不同公司维生素 AD 制剂样本医院销售额（万元）	10
图 14：伊可新（适用于 0~1 岁婴幼儿）	11
图 15：伊可新（适用于 1 岁以上婴幼儿）	11
图 16：2021 年伊可新入选第四届“OTC 品牌宣传月”	13
图 17：2022 年伊可新入选第五届“OTC 品牌宣传月”	13
图 18：伊可新其他产品	13
图 19：伊可新入选儿童用药类“店员推荐率最高品牌”	13

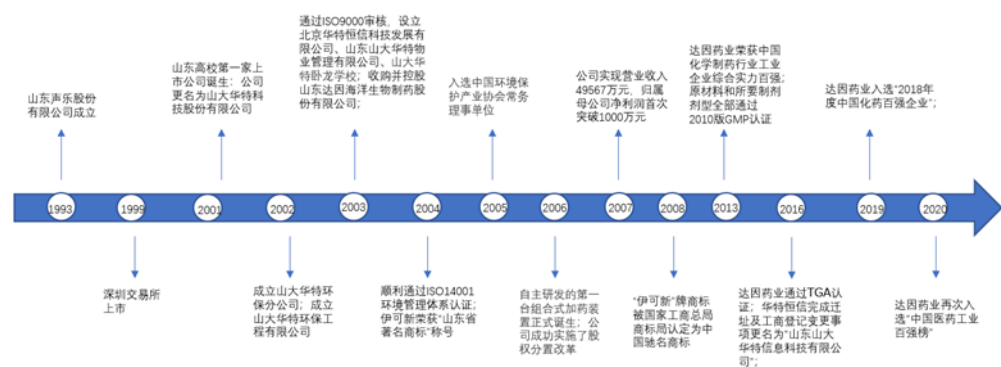
图 20: 四家主要公司维生素 D 滴剂样本医院销售额 (万元) .....	14
图 21: 服用伊佳新与单纯饮食补充两组贫血发生率比较 .....	15
图 22: 中国抗贫血用药市场规模及增速 (亿元) .....	16
图 23: 中国医院抗贫血用药销售额 (亿元) .....	16
表 1: 达因药业各产品成分与适应症 .....	7
表 2: 国内主要维生素 AD 滴剂产品比较 .....	10
表 3: 维生素 AD 滴剂产品渗透率测算 .....	12
表 4: 伊可新出厂口径销售规模测算 .....	12
表 5: 四家主要公司维生素 D 滴剂成分及价格 .....	15
表 6: 不同品牌儿童补钙类药品 .....	17
表 7: 华特达因收入拆分 .....	18
表 8: 可比公司估值对比 .....	19

## 1. 华特达因：聚焦医药领域，业绩加速增长

### 1.1 国企改革加速推进，聚焦医药业务

华特达因是国家级综合性新药研发技术大平台产业化示范企业，公司涉及教育、信息、新材料、物业管理等领域。目前公司核心业务为医药，由子公司达因药业经营，其产品形成以儿童保健与治疗为核心，涉及药品、保健营养食品和用品的儿童健康产业格局。目前达因药业的主要儿童药品包括伊可新（维生素AD滴剂）、伊D新（维生素D滴剂）、伊甘欣（甘草锌颗粒）、盖笛欣（复方碳酸钙泡腾颗粒）等，其中伊可新连续多年市场占有率位于同种产品第一，被评为“中国驰名商标”。

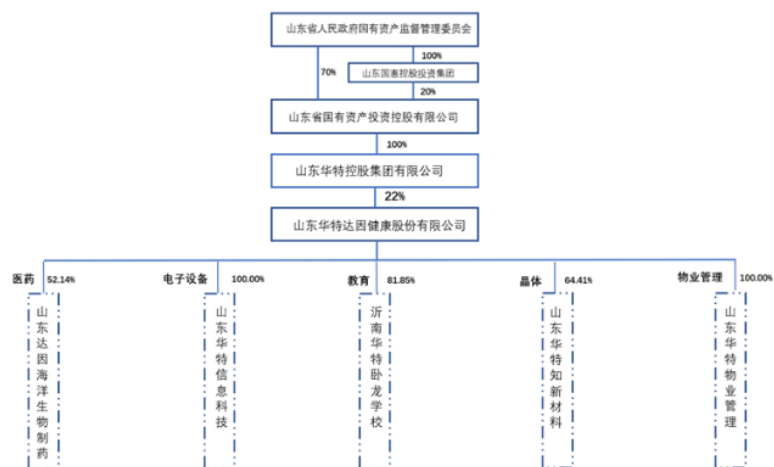
图 1：华特达因发展历史



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司前身山东声乐股份有限公司于1993年成立，1999年在深圳交易所上市，2001年公司接受山大部分优质资产置换，更名为山东山大华特科技股份有限公司，成为山东省高校第一家上市公司。2003年公司收购并控股山东达因海洋生物制药有限公司。2020年，华特控股集团的股东由山东大学变为山东省国有资产投资控股有限公司，公司实际控制人也由山东大学变为山东省人民政府国有资产监督管理委员会。

图 2：华特达因股权结构（截至 2022 年 6 月 30 日）



资料来源：wind，国元证券研究所

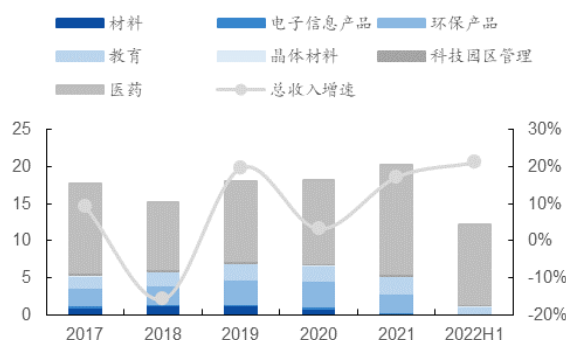
公司第一大股东山东华特控股集团有限公司持有 22% 的公司股份，公司直接控股 5 家子公司，涉及医药（达因药业）、电子设备（华特信息科技）、教育（华特卧龙学校）、晶体（华特知新材料）以及物业管理（华特物业管理）。

公司积极推进国企改革三年行动方案，不断规范公司治理，聚焦主业、改革创新并统筹推进各项工作。公司将主业定位于医药行业的发展，并加快调整产业结构。2020 年，子公司山东华特知新材料有限公司将其持有的山东华特知新化工有限公司 100% 的股权整体转让于山大产业集团；2021 年，公司山东山大将华特环保科技有限公司 51% 的股权转让给华特控股集团。预计未来公司仍将加速剥离非医药业务，持续聚焦主业发展。

## 1.2 业绩加速增长，医药业务占比持续提升

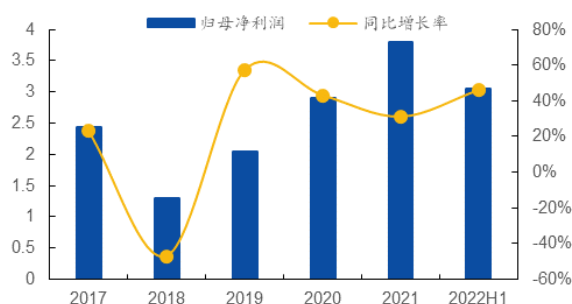
公司营业收入、归母净利润增速整体呈现加速趋势，2017~2021 年公司营业收入的年均复合增长率为 5.12%，归母净利润的年均复合增长率为 11.82%。2022 年上半年实现营业收入 12.25 亿，同比增长 21.15%；归母净利润为 3.05 亿元，同比增长 32.9%，业绩继续加速增长。

图 3：公司营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

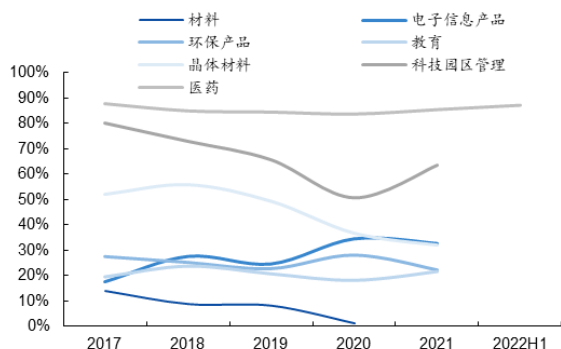
图 4：公司归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

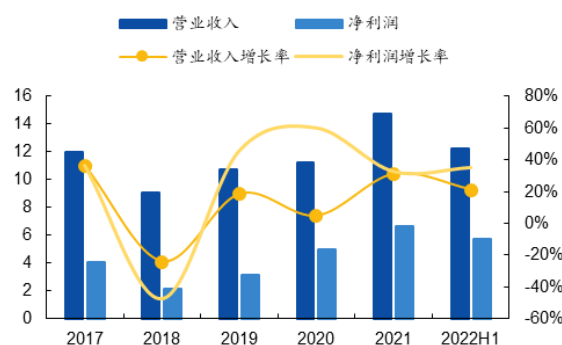
2022 年上半年，医药产业收入为 10.79 亿元，占公司营业收入的 88.06%，同比增长 44.10%；净利润为 5.48 亿，同比增长 39.85%，医药逐步成为公司最核心的业务板块。医药行业毛利率最高，稳定在在 83% 以上；材料行业毛利率最低，在 15% 以下。

图 5：2017~2022H1 各板块毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

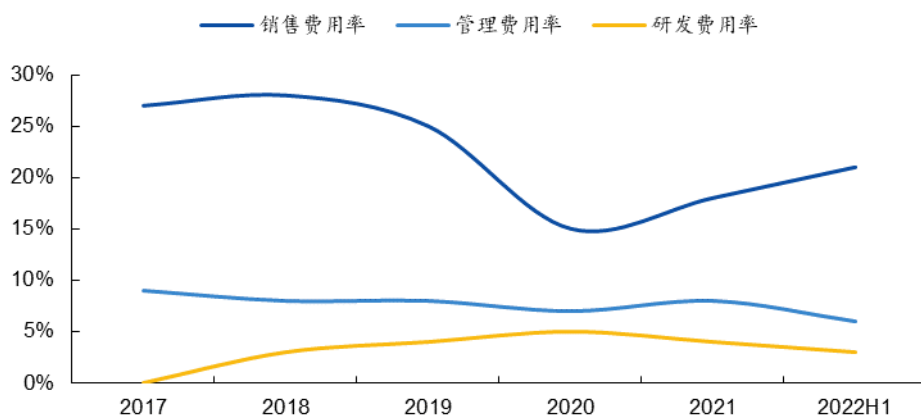
图 6：达因药业营业收入与净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司的销售费用率从 2017 年的 27% 下降到 2020 年的 15%，2022 年上半年稍有回升至 21%，但总体呈下降趋势；管理费用率和研发费用率相对平稳，分别维持在 8% 与 4% 左右，说明公司费用管控良好。

图 7：2017~2022H1 销售费用率、管理费用率及研发费用率



资料来源：公司公告，国元证券研究所

### 1.3 聚焦儿童医药，产品种类丰富

达因药业以形成完整的儿科用药体系为目标，自 2007 年以来便聚焦儿童用药领域，借助品牌影响力，扩展“伊可新”牌系列儿童健康产品，并加强对新剂型儿童用药的研究与开发，搭建完整的儿童健康产品链。目前达因药业儿童药品以伊可新为龙头，包括伊 D 新、伊佳新、盖笛欣等多种儿童药品的产品体系。



表 1：达因药业各产品成分与适应症

商品名	成分	适应症
伊可新	 本品为复方制剂，维生素 A、辅料为：精制植物油、维生素 E	预防和治疗维生素 A 及 D 的缺乏症。如佝偻病、夜盲症及小儿手足抽搐症
盖笛欣	 每袋 1.5 克，含碳酸钙 0.375 克，维生素 D3 31.25。辅料为：枸橼酸、乳糖、年 L-苹果酸、阿司帕坦、柠檬香精。	用于妊娠和哺乳期妇女、更年期妇女、老人、儿童等的钙补充剂，并帮助防治骨质疏松症
伊甘欣	 新疆产豆科植物甘草的根中提取得到有效成份与锌结合的含锌药物。辅料为：蔗糖、糊精	(1) 由于锌缺乏症引起的儿童 厌食、异食癖、生长发育不良。 (2) 寻常型痤疮。 (3) 口腔溃疡症
伊佳欣	 本品主要成分为右旋糖酐铁，辅料为：乳糖、蔗糖、玉米淀粉、巧克力油香精	用于慢性失血、营养不良、妊娠、儿童发育期等引起的缺铁性贫血
伊 D 欣	 本品主要成分为维生素 D <sub>3</sub> 400 单位，辅料为：花生油、	用于预防和治疗维生素 D 缺乏症，如佝偻病等
小儿布洛芬栓	 本品每粒含主要成分布洛芬 50 毫克。辅料为半合成脂肪酸酯	用于儿童普通感冒或流行性感冒引起的发热。也用于缓解儿童轻至中度疼痛，如头痛、关节痛、偏头痛、牙痛、肌肉痛、神经痛
二巯丁二酸胶囊	 本品主要成分为二巯丁二酸	用于解救铅、汞、砷、镍、铜等金属中毒。对铅中毒疗效较好。可用于治疗肝豆状核变性
伊之优	 本品主要成分为利福昔明干	对利福昔明敏感的病原菌引起的肠道感染，包括急性和慢性肠道感染、腹泻综合征、夏季腹泻、旅行性腹泻和小肠结肠炎等
口服补液盐散	 本品复方制剂，其组份为：每包含氯化钠 0.65g，枸橼酸钠 0.725g，氯化钾 0.375g，无水葡萄糖 3.375g	预防和治疗腹泻引起的轻、中度脱水，并可用于补充钠、钾、氯
阿奇霉素颗粒	 本品主要成分为阿奇霉素	(1) 化脓性链球菌引起的急性咽炎、急性扁桃体炎。 (2) 敏感细菌引起的鼻窦炎、中耳炎、急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作。

资料来源：公司官网，国元证券研究

## 2.伊可新：维生素 AD 滴剂龙头企业，市场优势明显

### 2.1 维生素 A、D 维持婴幼儿正常生长活动，但其缺乏问题仍广泛存在

维生素 D 是固醇类衍生物，对 T 淋巴细胞与单核-巨噬细胞有刺激作用，可促进人体对钙的吸收，并且能够调节人体的免疫功能，在促进儿童成长发育方面有重要作用。维生素 D 缺乏会引起儿童的钙、磷吸收障碍，进一步导致骨和牙不能正常发育，严重者则会增加佝偻病及成人后软骨症的风险。维生素 D 营养缺乏的问题在全球都广泛存在，中国儿童维生素 D 缺乏的状况尤为突出。

25-OH-VD 是人体维生素 D 的主要存储形式，因在血清中稳定、浓度高、半衰期长，被认为是反应维生素 D 极其营养状况的最佳指标。2021 年一项针对 680 名儿童的研究表明，0~1 岁儿童中维生素 D 营养充足的比例为 46.67%，随着年龄的增大，维生素 D 营养充足的儿童占比越少，维生素 D 营养充足的 6 岁儿童占比仅为 12.9%。

图 8：不同年龄阶段儿童 25-（OH）D 水平及维生素 D 缺乏情况比较

年龄	例数	25-(OH)D(nmol/L)	维生素 D		
			缺乏	不足	充足
0-1 岁	75	61.49 ± 5.63	11(14.67)	29(38.67)	35(46.67)
2-3 岁	142	56.72 ± 5.42	30(21.13)	61(42.96)	51(35.92)
4-5 岁	285	42.68 ± 5.34	87(30.53)	120(42.11)	78(27.37)
6 岁	178	35.61 ± 4.06	90(50.56)	65(36.52)	23(12.92)

注：不同年龄段 25-(OH)D 及维生素 D 缺乏发生率比较， $P < 0.05$

资料来源：《学龄前儿童维生素 D 水平与营养状况的相关性研究》，国元证券研究所

维生素 A 是维持人体正常视觉功能、免疫功能、上皮细胞完整性及机体生长和发育的必需营养素。维生素 A 促进 T 淋巴细胞的生长与分化，其缺乏会导致暗适应能力下降、夜盲、眼干燥症等，还会导致儿童呼吸道感染发病增多及生长发育受阻。2022 年国内一项研究表明，1 岁以下儿童维生素 A 水平仅为  $(28 \pm 0.07)$  mg/L，维生素 A 缺乏的比例占 57.58%，随着年龄的增长，该比例会有所下降，但全国儿童维生素 A 平均水平仍处于正常值下限  $(0.31)$  mg/L（正常值范围  $0.30 \sim 0.70$  mg/L），大部分儿童处于维生素 A 缺乏的风险之中。

图 9：不同年龄段儿童维生素 A 水平的比较

年龄组(岁)	对照组(n=515)	
	例数(n)	维生素 A 水平(mg/L)
<1	99	0.28 ± 0.07
1~3	226	0.33 ± 0.07
4~6	127	0.34 ± 0.06
≥7	63	0.35 ± 0.07
F		21.816
P		<0.01
合计	515	0.33 ± 0.07

资料来源：《维生素 A 水平与儿童急性下呼吸道感染的相关性》，国元证券研究所

图 10：不同年龄段儿童维生素 A 缺乏率的比较

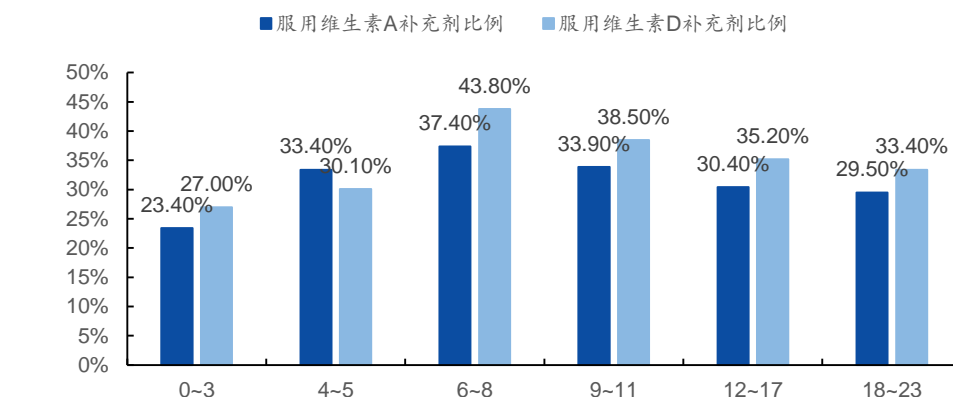
年龄组(岁)	对照组(n=515)			
	例数(n)	SVAD	SSVAD	维生素 A 正常
<1	99	8(8.08)	49(49.49)	42(42.42)
1~3	226	1(0.44)	61(26.99)	164(72.57)
4~6	127	1(0.79)	26(20.47)	100(78.74)
≥7	63	0	14(22.22)	49(77.78)
$\chi^2$			55.691	
P			<0.01	
合计	515	10(1.94)	150(29.13)	355(68.93)

资料来源：《维生素 A 水平与儿童急性下呼吸道感染的相关性》，国元证券研究所



我国目前没有大剂量补充维生素 A 的预防措施，采用每天小剂量补充是安全有效的补充方式，即每日补充生理需要量的维生素 A 1500-2000IU。据中华预防医学会儿童保健分会报告，我国儿童维生素 A、维生素 D 的缺乏与边缘缺乏发生率存在明显的年龄与地区的差异，且与是否服用维生素补充剂有关。据统计，6~8 个月的婴幼儿服用维生素 A、维生素 D 的比例最高，分别为 37.4% 与 43.8%，总体而言，婴幼儿服用维生素补充剂 D 的比例略高于服用维生素 A 补充剂的比例。

图 11：0~23 个月婴幼儿过去一周服用维生素 A、D 补充剂比例（%）



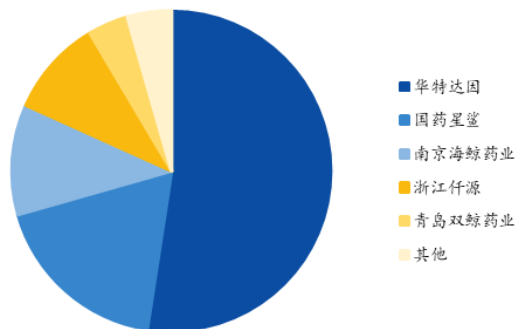
资料来源：《中国儿童维生素 A、维生素 D 临床应用专家共识》，国元证券研究所

## 2.2 维生素 AD 滴剂市场格局较为稳定，伊可新龙头地位明显

在我国，随着维生素干预策略的开展，儿童维生素营养问题得到了明显的改善，但维生素 A、维生素 D 缺乏症仍然是公众卫生问题，选择剂量合理的同补试剂更为经济方便。维生素 A、D 同为脂溶性维生素，维生素 A 能够促进维生素 D 与维生素 D 受体结合，从而发挥生物学活性，在免疫功能、贫血预防与骨骼发育等方面有着共同作用，维生素 A 与维生素 D 同补的方式更加适合我国儿童现状。维生素 AD 滴剂用于预防和治疗维生素 A 及维生素 D 的缺乏症，如佝偻病、夜盲症及小儿手足抽搐症。

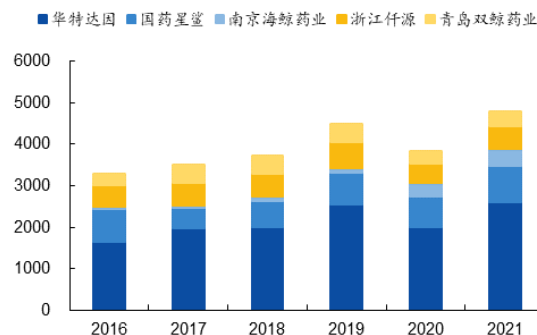
1996 年，子公司达因药业结合我国儿童维生素 A、D 缺乏的现状，组织研发团队和相关专家，研制出更适合我国儿童的维生素 AD 滴剂伊可新。该产品采用高纯度的维生素 A 和维生素 D，并选取精炼植物油作为助溶剂，既去除了鱼腥味，同时也优化了维生素 AD 的比例（3:1）。

图 12：维生素 AD 复方样本医院销售市场份额情况



资料来源：PDB, 国元证券研究所

图 13：不同公司维生素 AD 制剂样本医院销售额（万元）



资料来源：PDB, 国元证券研究所

维生素 AD 滴剂产品较少，除伊可新外，还有娃の福、优卡丹、贝特令、金奇仕等，其中伊可新龙头地位显著，连续十余年市场份额超过 50%，是国家工商总局认定唯一的“中国驰名商标”。

表 2：国内主要维生素 AD 滴剂产品比较

	伊可新	娃の福	优卡丹	贝特令
厂家	华特达因	国药星鲨	南京海鲸	浙江仟源
成分	0~1 岁： VA 1500IU+VD <sub>3</sub> 500 IU 1 岁以上： VA 2000IU+VD <sub>3</sub> 700 IU	0~1 岁： VA 1500IU+VD <sub>3</sub> 500 IU 1 岁以上： VA 2000IU+VD <sub>3</sub> 700 IU	0~1 岁： VA 1500IU+VD <sub>2</sub> 500 IU 1 岁以上： VA 2000IU+VD <sub>2</sub> 700 IU	0~1 岁： VA 1500IU+VD <sub>2</sub> 500 IU 1 岁以上： VA 2000IU+VD <sub>2</sub> 700 IU
胶囊形式	不透明胶囊型	透明胶囊型	透明胶囊型	透明胶囊型
辅料成分	精制植物油	植物油、甘油 胶囊用明胶、纯化水	精制植物油、茴香醚 枸橼酸、药用明胶	鱼肝油、精炼植物油 甘油、明胶、羟苯乙酯
用量	一日一次，一次一粒	一日一次，一次一粒	一日一次，一次一粒	一日一次，一次一粒
适用年龄	0~3 岁	0~3 岁	0~3 岁	0~3 岁
价格	1.32	1.4	1.23	1.23

资料来源：公司官网，阿里健康大药房，国元证券研究所

新生儿应从出生后就开始补充维生素 AD，推荐每日口服 VA 1500~2000 IU，VD 400~800 IU，维生素 A 和维生素 D 需要量的最佳比例为 3:1，辅料尽可能少添加剂和防腐剂、香精、色素等成分。

在成分方面，四种产品均符合 VA: VD 为 3:1 的最佳比例，但伊可新与娃の福选择的 VD<sub>3</sub>，其吸收率与保存便利性均优于优卡丹与贝特令选择的 VD<sub>2</sub>。在胶囊形式方面，伊可新为不透明胶囊型药品，具有更强的稳定性，易于保存，优于透明胶囊和瓶装滴剂。此外，伊可新外表造型为粉绿色小葫芦状，增加了服用的趣味性。在辅助用

料方面，伊可新与娃の福均未使用添加剂，优卡丹使用了香料茴香醚与防腐剂枸橼酸，贝特令则使用了防腐剂羟苯乙酯。

图 14：伊可新（适用于 0~1 岁婴幼儿）



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 15：伊可新（适用于 1 岁以上婴幼儿）



资料来源：公司官网，国元证券研究所

伊可新主要分为两种，绿葫芦适合 0~1 岁婴幼儿服用，含有维生素 A1500 单位，维生素 D<sub>3</sub>500 单位；粉葫芦含有维生素 A2000 单位，维生素 D<sub>3</sub>700 单位，根据专家结合目前儿童维生素缺乏现状所给出的建议，粉葫芦的适用年龄从 1~3 岁调整为 1~6 岁，这也将进一步扩大市场空间。

### 2.3 伊可新潜在市场空间较大，销售峰值有望达到 45 亿元

受饮食等方面影响，0~6 岁婴幼儿是服用伊可新的主要人群，维生素 A 与维生素 D 的缺乏在婴幼儿中相当普遍。婴儿出生后应及时补充维生素 A 1500~2000 U/d 与维生素 D 400~800U/d，以预防维生素缺乏及不足，保证婴幼儿生长发育所需。对于我国儿童，维生素 AD 同补是更为经济便捷的方式，两种规格伊可新也均符合婴幼儿对维生素 A 与维生素 D 的需求。

2017~2021 年，维生素 AD 滴剂在 0~1 岁儿童中渗透率由 21.96%增长至 35.53%；在 1~3 岁儿童中渗透率由 7.96%增长至 14.26%，预计未来维生素 AD 滴剂在适龄儿童中渗透率将进一步提升。此外，根据我国现状，专家建议儿童应补充维生素 AD 到青春期，伊可新适用年龄也从 0~3 岁调整至 0~6 岁，这将进一步扩大市场空间，同时缓解人口出生率降低带来的冲击。

**表 3: 维生素 AD 滴剂产品渗透率测算**

	2017	2018	2019	2020	2021
0~1 岁人口 (万)	1723	1523	1465	1220	1062
1~3 岁人口 (万)	3441	3509	3246	2988	2665
0~3 岁人口 (万)	5164	5032	4711	4208	3727
伊可新出厂价口径销售额 (亿元)	10.00	7.59	8.99	9.41	11.57
伊可新市占率	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%
平均出厂价 (元/粒)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
销量 (亿粒)	23.81	18.07	21.40	22.40	27.55
服用伊可新的儿童 (亿) (/365)	0.07	0.05	0.06	0.06	0.08
服用伊可新的儿童 (万) (*10000)	652.32	495.11	586.43	613.83	754.73
绿色装占比	58.00%	56.00%	54.00%	52.00%	50.00%
伊可新在 0~1 岁儿童中渗透率	21.96%	18.20%	21.62%	26.16%	35.53%
粉色装占比	42.00%	44.00%	46.00%	48.00%	50.00%
伊可新在 1~3 岁儿童中渗透率	7.96%	6.21%	8.31%	9.86%	14.16%

资料来源: 公司公告, 国家统计局, 国元证券研究所

随着 2021 年的三孩政策的推出, 出生人口下降的趋势有望得到一定程度的缓解, 假设未来中国每年出生人口稳定在 1000 万, 0~1 岁、1~3 岁、3~6 岁的渗透率分别达到 70%、35%和 20%, 则预计维生素 AD 出厂价口径市场规模有望超过 50 亿元。

**表 4: 伊可新出厂口径销售规模测算**

	0~1 岁	1~3 岁	3~6 岁
人数 (万)	1000	2000	3000
渗透率	70%	35%	20%
服用伊可新人数 (万人)	700	700	600
伊可新年销售量 (亿粒)	25.55	25.55	21.90
日服用价格 (出厂价)	0.70	0.70	0.70
伊可新出厂价口径销售规模	17.89	17.89	15.33
合计出厂价口径市场规模 (亿元)	51.50		

资料来源: 公司公告, 国家统计局, 国元证券研究所

## 2.4 品牌优势明显，伊可新影响力不断扩大

伊可新作为维生素 AD 滴剂产品中唯一被评为“中国驰名商标”的产品，具有强大的品牌优势。本着“量身定制儿童药物”的研发理念，伊可新从儿童用药的临床需求及顺应性出发，设计成儿童专用胶囊型滴剂，一改传统药物口感差与服用不便的缺点，为提高婴幼儿整体健康水平做出巨大贡献。伊可新凭借优质产品力和服务力，以及消费者与行业的广泛认可，多次入围“OTC 品牌宣传月”品牌榜，这进一步扩大了伊可新的品牌影响力，“伊可新，妈妈的一颗心”的品牌理念也愈发深入人心。

图 16：2021 年伊可新入选第四届“OTC 品牌宣传月”



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 17：2022 年伊可新入选第五届“OTC 品牌宣传月”



资料来源：公司官网，国元证券研究所

为进一步完善达因药业“儿童保健和治疗”为核心的儿童健康产业布局，伊可新陆续推出了复合 DHA 藻油、益生菌粉、生物儿童牙膏等产品，推动多产品矩阵搭建，同时使伊可新的品牌势能不断提升，并在用户口碑与市场表现方面不断取得突破。

在销售方面，达因药业将学术推广团队列为重点，在医院端有着较大优势，同时公司持续加大在药店端的推广，并连续多年入选“中国药店店员推荐率最高品牌”，成为多数家长的首要选择。

图 18：伊可新其他产品



资料来源：公司官网，国元证券研究所

图 19：伊可新入选儿童用药类“店员推荐率最高品牌”



资料来源：公司官网，国元证券研究所

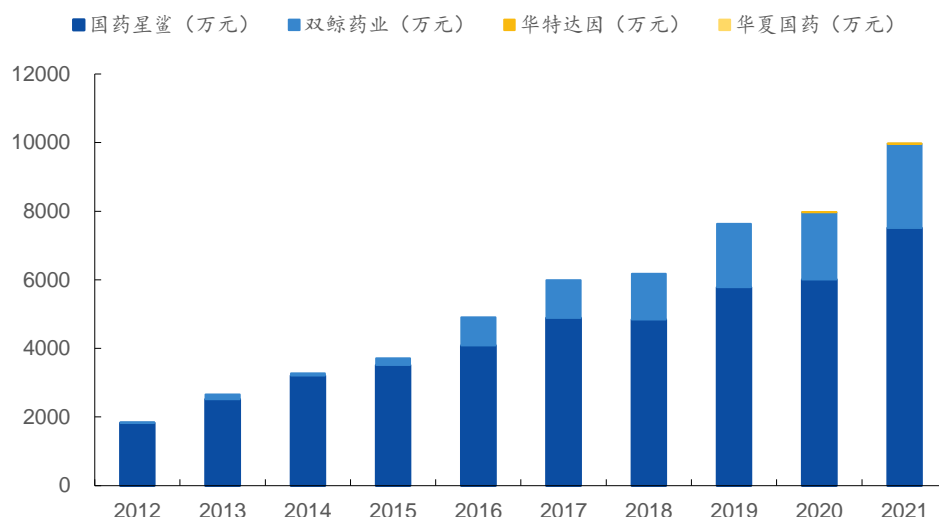
### 3.产品线逐渐完善，为公司发展提供充足动力

#### 3.1 推出维生素 D 滴剂，有望与伊可新完美衔接

维生素 D 促进骨骼生长，调节钙、磷代谢，是儿童生长发育必须的重要元素，但维生素 D 缺乏问题在全球依然广泛存在。0~1 岁婴幼儿中，维生素 D 充足的比例为 46.67%，但随着年龄的增长，维生素 D 营养充足的儿童比例逐渐下降，6 岁儿童中，维生素充足的比例仅为 12.92%。因为饮食方面限制，对于三岁以下的儿童，医生一般建议维生素 AD 同补。但随着年龄的增大与饮食限制的减少，选择维生素 AD 与维生素 D 交替服用或直接补充维生素 D，同样成为了部分三岁以上儿童家长的选择。

维生素 D 滴剂市场竞争格局相对集中。目前维生素 D 市场主要有 4 家公司参与竞争，国药星鲨在 2012 年市占率为 98.91%，随后下降至 2021 年的 72.89%，但仍占据主要市场份额。双鲸药业 2012~2021 年复合年均增长率则达到 77.9%。伊 D 新与百维维生素 D 近年获批上市，目前所占市场份额较少。

图 20：四家主要公司维生素 D 滴剂样本医院销售额（万元）



资料来源：PDB，国元证券研究所

在原料选择方面，伊 D 新采用瑞士帝斯曼公司的维生素原料和法国罗赛洛公司的优质明胶，辅料则选用符合欧洲药典 EP10.0 标准的植物油，保证了产品品质与服用口感。在专利工艺方面，因为脂溶性的维生素 D 具有不稳定性，见光分解易氧化的特性，故伊 D 新采用了独特的囊壁工艺，保证成分稳定，并提高了胶囊的溶解性，更加适合婴幼儿服用。此外，依托于伊可新强大的品牌影响力，伊 D 新在医生资源和渠道方面与伊可新具有协同性，或将成为继伊可新之后，家长对维生素补充试剂的主要选择。



表 5：四家主要公司维生素 D 滴剂成分及价格

商品名	企业名称	成分	价格（元/粒）
伊 D 新	 达因药业	维生素D <sub>3</sub> 、花生油、甘油、纯化水等	0.83
星鲨维生素 D 胶囊	 国药星鲨	维生素D <sub>3</sub> 、植物油、甘油、纯化水胶囊用明胶	1.30
双鲸维生素 D 滴剂	 双鲸药业	维生素D <sub>3</sub> 、精炼植物油	0.82
百维维生素 D	 华夏国药	维生素D <sub>3</sub> 、大豆油	0.96

资料来源：公司官网，阿里健康大药房，国元证券研究所

公司伊 D 新上市后，销售额快速增长，2021 年销售额超过亿元，预计 2022 年销售额有望继续保持高速增长，成为公司继伊可新之后的第二个重磅品种。

### 3.2 致力解决婴幼儿贫血问题，伊佳新获“店员推荐率最高品牌”

贫血是婴幼儿常见疾病之一，按病因主要分为营养性贫血、溶血型贫血、出血型贫血。营养性贫血中的缺铁性贫血是最为常见的，该疾病在婴幼儿群体中发病率较高，发病主要原因是婴幼儿机体内的铁元素供应不足、吸收障碍或丢失过多，导致血红蛋白合成量降低。贫血不但会损害婴幼儿血液系统，同时会影响其体格、精神系统与免疫系统的发育。临床针对预防婴幼儿贫血的主要方法为饮食补充或口服铁剂。单纯通过饮食补充微量元素的方法并不有效，《口服右旋糖酐铁颗粒在婴幼儿贫血中的预防效果分析》的研究中，将补充伊佳新的儿童设为研究组，仅仅通过饮食补充铁的儿童设为对照组，干预六个月后，补充伊佳新的儿童贫血发生率为 8.33%，远远低于仅通过饮食补充铁元素的儿童。

图 21：服用伊佳新与单纯饮食补充两组贫血发生率比较

组别	例数	发生贫血	未发生贫血	贫血发生率
研究组	48	4 (8.33)	44 (91.67)	4 (8.33)
对照组	48	12 (25.00)	36 (75.00)	12 (25.00)
$\chi^2$				4.800
$P$				0.028

资料来源：《口服右旋糖酐铁颗粒在婴幼儿贫血中的预防效果分析》，国元证券研究所

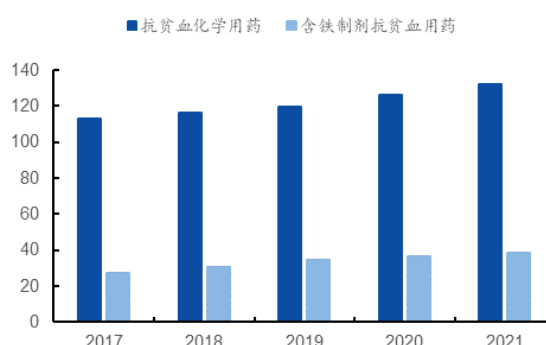
我国抗贫血用药市场规模不断扩大，2021 年达到 264.5 亿元，过去五年复合年均增长率为 2.24%，随着人们重视程度不断提升，预计未来市场规模将进一步提升。其中，抗贫血化学药是我国抗贫血用药医院市场的主导类别，临床上较常见的品种有右旋糖酐铁、甲钴胺、复方硫酸亚铁叶酸片等，约占 80% 以上的份额，2021 年中国医院抗贫血化学用药销售额为 132.1 亿元，同比增长 4.4%；含铁制剂抗贫血用药销售额为 38.8 亿元。

图 22：中国抗贫血用药市场规模及增速（亿元）



资料来源：产业信息网，国元证券研究所

图 23：中国医院抗贫血用药销售额（亿元）



资料来源：产业信息网，国元证券研究所

根据《中国药店》评选，伊佳新荣获“维生素矿物质类”店员推荐率最高品牌，主要具有以下优点：

- 1) 易吸收，不刺激肠胃：右旋糖酐铁是有机三价复合物，水溶性好，易被肠道吸收在肠黏膜右旋糖酐酶作用下分解为右旋糖酐铁和游离铁，生物利用度不低于二价铁，减少了胃肠道反应。
- 2) 安全性更高：根据《不同口服铁剂治疗儿童缺铁性贫血安全性的网络 Meta 分析》，右旋糖酐铁的安全性最高，高于硫酸亚铁、铁叶绿素钠、琥珀酸亚铁、葡萄糖酸亚铁、多维铁复合物、多糖铁复合物、富马酸亚铁。
- 3) 无刺激性气味，服用口感更好：伊佳新口味香甜，口感清淡有巧克力香味，无刺激性气味，增加了小儿用药的依从性。

### 3.3 专为婴幼儿研制，盖笛欣具有较大增长潜力

钙在婴幼儿成长发育的过程中起着重要的作用，是促进骨骼形成，维持酸碱平衡，维持肌肉收缩所必须。钙制剂的品种繁多，对其选择需要考虑多个因素，如含钙量、溶解度、吸收率、安全性等。常用的补钙剂大致分为碳酸钙、活性钙、葡萄糖酸钙、乳酸钙等，其中碳酸钙是含钙量最高的钙制剂，市占率近 50%。

表 6：不同品牌儿童补钙类药品

商品名	企业名称	包装	成分	剂型	服用方法	每日服用价格(元)
盖笛欣	达因药业		碳酸钙、维生素D <sub>3</sub>	泡腾颗粒剂	一日 1 次 一次 1 袋	3.32
迪巧儿童钙片	安士制药		钙、维生素D <sub>3</sub> 、 维生素K <sub>2</sub>	颗粒剂	每日 1 次 每次 1 片	2.12
龙牡壮骨颗粒	健民药业		葡萄糖酸钙， 维生素D <sub>2</sub> 、党参	颗粒	一日 3 次 一次 1 袋	18.6
钙乐乐牛乳钙片	Osteoform		碳酸钙、全脂奶粉、 脱脂奶粉	片剂	每日 2~8 粒	2.9~11.64

资料来源：阿里健康大药房，国元证券研究所

盖笛欣是专为婴幼儿研制的补钙产品，温和不刺激，同时具备水果口味。其主要成分为碳酸钙与维生素D<sub>3</sub>，更容易被吸收，在婴幼儿补钙类产品中，盖笛欣有以下优势：

- 1) 易溶解，易吸收，不易刺激肠胃：盖笛欣采用先进的泡腾工艺，在溶解过程中形成了独有的苹果酸钙，提高了溶解度和吸收度。相比于传统碳酸钙试剂泡腾后呈碱性，吸收需要消耗胃酸而刺激胃肠道，盖笛欣泡腾后呈弱碱性，减少了对胃肠道的刺激。
- 2) 不易引起小儿便秘，无结石风险：传统碳酸钙试剂与胃酸反应变为氯化钙，进入肠道后又变为吸收率极低的磷酸钙，从而抑制肠道的蠕动能力。而盖笛欣泡腾后生成的枸橼酸根具有将人体难以吸收的草酸钙，尿酸钙，磷酸钙中的钙离子置换出来并排出体外的功效，有效防止小儿便秘，无结石风险

目前儿童补钙市场规模超过百亿，盖笛欣作为一款竞争力较强的补钙产品，目前销售额仍然相对较少，预计未来仍有较大增长空间。

## 4.盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

- 1：公司医药板块的核心产品维生素 AD 滴剂市场空间大，预计 2022-2024 年销售额增速分别为 35%、25%和 23%。公司新产品维生素 D 新推出，正处于快速放量

阶段，预计 2022-2024 年销售额增速分别为 50%、45%和 40%，整体来看，预计 2022-2024 年公司医药板块收入增速分别为 34.84%、26.37%和 23.98%。

2：公司教育业务保持平稳增长，2022-2024 年收入增速分别为 5%、5%和 5%，毛利率保持平稳，2022-2024 年毛利率分别为 20%、20%和 20%。

表 7：华特达因收入拆分

收入拆分（亿元）		2021	2022E	2023E	2024E
医药	收入	14.73	19.86	25.10	31.12
	增速	31.05%	34.84%	26.37%	23.98%
	成本	2.14	2.78	3.51	4.36
	毛利	12.59	17.08	21.59	26.76
	毛利率	85.46%	86.00%	86.00%	86.00%
教育	收入	2.22	2.33	2.45	2.57
	增速	5.71%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	1.74	1.86	1.96	2.06
	毛利	0.48	0.47	0.49	0.51
	毛利率	21.73%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	收入	0.68	0.71	0.75	0.79
	增速	-50.72%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	0.38	0.43	0.45	0.47
	毛利	0.31	0.29	0.30	0.31
	毛利率	45.59%	40.00%	40.00%	40.00%
汇总	营业收入	20.27	22.91	28.30	34.48
	增速	11.31%	13.01%	23.53%	21.84%
	营业成本	6.31	5.07	5.92	6.88
	毛利	13.97	17.83	22.37	27.59
	毛利率	68.90%	77.85%	79.07%	80.03%

资料来源：wind，国元证券研究所

备注：公司在 2021 年剥离环保业务，所以收入拆分中没有计入

预计 2022-2024 年，公司实现营业收入分别为 22.91 亿元、28.30 亿元和 34.48 亿元，实现归母净利润分别为 5.09、6.47 和 8.06 亿元，对应 EPS 分别为 2.17 元/股、2.76 元/股和 3.44 元/股，对应 PE 分别为 19 倍、15 倍和 12 倍。

## 4.2 投资建议

我们选取卫信康、我武生物和长春高新三个与华特达因业务具备可比性的公司为参考，三家可比公司 2022 年的平均 PE 为 35 倍。公司实控人变更后，国企改革加速推进，持续聚焦医药主业，非医药业务加速剥离。同时，子公司达因药业列入山东省国投公司中长期激励计划试点单位，公司销售动力进一步增强，业绩加速增长。目前公司核心产品维生素 AD 滴剂渗透率较低，未来仍有较大成长空间，同时公司推出维生素 D，继续拓展产品线，预计随着公司产品的逐步丰富，业绩有望持续稳健增长。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值对比

证券代码	股票简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS（元/股）			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
603676.SH	卫信康	11.58	50	0.38	0.56	0.79	30	21	15
300357.SZ	我武生物	48.73	255	0.80	1.01	1.29	61	48	38
000661.SZ	长春高新	170.35	689	12.06	15.19	18.62	14	11	9
			平均值				35	27	21
000915.SZ	华特达因	41.39	97	2.17	2.76	3.44	19	15	12

资料来源：wind，国元证券研究所

备注：可比公司 EPS 来自 wind 一致预期（2022 年 9 月 30 日）

## 5.风险提示

- 1、产品降价风险：如果公司核心产品降价，则会对公司销售收入增速造成一定影响；
- 2、产品销售不及预期风险：如果公司核心产品销售量不及预期，则会对公司销售收入增速造成一定影响；
- 3、产品研发不及预期风险：公司目前在儿童药领域研发布局较多，如果研发进度不及预期，则会对公司长期发展造成一定影响。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2283.52	2411.16	3293.73	4373.34	5699.10
现金	1492.02	1223.43	1898.29	2872.78	4055.49
应收账款	243.90	59.25	198.46	215.18	247.94
其他应收款	10.08	99.38	66.91	90.69	117.85
预付账款	18.49	20.25	15.40	17.88	21.05
存货	134.72	102.16	86.52	101.10	116.49
其他流动资产	384.32	906.69	1028.14	1075.71	1140.27
<b>非流动资产</b>	1411.45	1524.26	1461.26	1399.35	1340.72
长期投资	0.00	106.43	106.43	106.43	106.43
固定资产	904.87	877.75	825.98	770.62	714.75
无形资产	156.94	174.10	173.90	175.14	177.70
其他非流动资产	349.65	365.99	354.95	347.16	341.84
<b>资产总计</b>	3694.98	3935.43	4754.98	5772.70	7039.82
<b>流动负债</b>	665.21	444.66	492.39	497.32	514.89
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	181.24	70.56	90.92	100.23	112.23
其他流动负债	483.97	374.10	401.47	397.09	402.66
<b>非流动负债</b>	94.51	91.37	93.36	93.23	92.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	94.51	91.37	93.36	93.23	92.85
<b>负债合计</b>	759.72	536.03	585.75	590.56	607.74
少数股东权益	982.66	1154.71	1602.57	2171.28	2880.23
股本	234.33	234.33	234.33	234.33	234.33
资本公积	63.24	63.24	63.24	63.24	63.24
留存收益	1655.02	1947.11	2269.09	2713.28	3254.28
归属母公司股东权益	1952.60	2244.69	2566.67	3010.86	3551.85
<b>负债和股东权益</b>	3694.98	3935.43	4754.98	5772.70	7039.82

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	735.55	755.85	758.37	1071.50	1298.74
净利润	532.72	704.30	957.30	1215.62	1515.37
折旧摊销	69.50	73.17	66.00	65.98	65.96
财务费用	-8.20	-14.17	-64.62	-98.76	-143.42
投资损失	-18.22	-25.18	-20.84	-21.85	-22.07
营运资金变动	126.84	-2.65	-197.63	-90.77	-124.27
其他经营现金流	32.92	20.38	18.16	1.28	7.17
<b>投资活动现金流</b>	-37.90	-768.61	19.67	9.21	8.13
资本支出	101.77	120.34	0.00	0.00	0.00
长期投资	-26.00	732.62	-11.44	2.15	0.83
其他投资现金流	37.87	84.35	8.23	11.36	8.96
<b>筹资活动现金流</b>	-140.94	-268.23	-103.18	-106.21	-124.17
短期借款	-20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-121.94	-268.23	-103.18	-106.21	-124.17
现金净增加额	556.72	-280.98	674.85	974.49	1182.71

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	1821.03	2027.14	2290.75	2829.65	3447.53
营业成本	713.01	630.53	507.40	592.18	688.48
营业税金及附加	26.30	31.96	34.17	42.79	52.27
营业费用	277.53	371.93	435.24	551.78	689.51
管理费用	134.50	153.60	183.26	226.37	275.80
研发费用	95.89	80.45	110.00	130.00	150.00
财务费用	-8.20	-14.17	-64.62	-98.76	-143.42
资产减值损失	-6.85	0.29	-2.23	-2.16	-1.78
公允价值变动收益	9.73	1.59	0.00	0.00	0.00
投资净收益	18.22	25.18	20.84	21.85	22.07
<b>营业利润</b>	612.73	818.12	1117.62	1419.51	1770.05
营业外收入	3.19	5.38	4.50	4.58	4.69
营业外支出	1.67	2.38	2.47	2.31	2.37
<b>利润总额</b>	614.25	821.12	1119.65	1421.78	1772.37
所得税	81.53	116.82	162.35	206.16	256.99
<b>净利润</b>	532.72	704.30	957.30	1215.62	1515.37
少数股东损益	241.96	324.04	447.86	568.71	708.95
<b>归属母公司净利润</b>	290.76	380.26	509.44	646.91	806.43
EBITDA	674.03	877.13	1119.00	1386.73	1692.60
EPS (元)	1.24	1.62	2.17	2.76	3.44

**主要财务比率**

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	1.17	11.32	13.00	23.53	21.84
营业利润 (%)	47.92	33.52	36.61	27.01	24.69
归属母公司净利润 (%)	42.46	30.78	33.97	26.98	24.66
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	60.85	68.90	77.85	79.07	80.03
净利率 (%)	15.97	18.76	22.24	22.86	23.39
ROE (%)	14.89	16.94	19.85	21.49	22.70
ROIC (%)	36.56	53.83	63.35	78.19	92.46
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	20.56	13.62	12.32	10.23	8.63
净负债比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动比率	3.43	5.42	6.69	8.79	11.07
速动比率	3.22	5.18	6.50	8.58	10.83
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.53	0.53	0.53	0.54	0.54
应收账款周转率	6.29	12.08	16.50	12.65	13.80
应付账款周转率	4.06	5.01	6.28	6.20	6.48
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.24	1.62	2.17	2.76	3.44
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.14	3.23	3.24	4.57	5.54
每股净资产 (最新摊薄)	8.33	9.58	10.95	12.85	15.16
<b>估值比率</b>					
P/E	33.36	25.51	19.04	14.99	12.03
P/B	4.97	4.32	3.78	3.22	2.73
EV/EBITDA	12.61	9.69	7.60	6.13	5.02



## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188