



Research and
Development Center

研发管线丰厚、长效生长激素及带疱疫苗发力

—长春高新(000661)公司深度报告

2023 年 12 月 25 日

唐爱金医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

吴欣医药行业分析师

执业编号: S1500523050001

联系电话: 15821927090

邮箱: wuxin@cindasc.com

证券研究报告

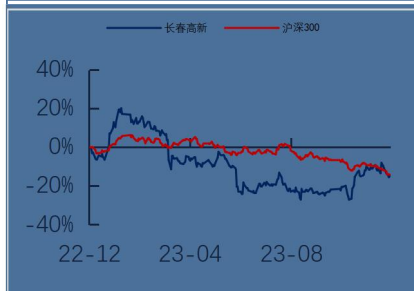
公司研究

公司深度报告

长春高新(000661)

投资评级 买入

上次评级 无



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	140.80
52周内股价波动区间(元)	213.80-129.69
最近一月涨跌幅(%)	-11.03
总股本(亿股)	4.05
流通A股比例(%)	99.34
总市值(亿元)	569.75

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

研发管线丰厚、长效生长激素及带状疱疹疫苗发力

2023年12月25日

报告内容摘要：

◆**较好消化生长激素集采影响，看好长效水针放量。**2019-2022年期间，长春高新营收和归母净利润保持快速增长态势，销售费用率呈波动下降趋势，研发费用率呈增长态势，负债压力较轻。我们认为，基因重组人生长激素国内市场具备增长潜力，渗透率具备提升空间。从剂型来看，目前粉针市场竞争激烈，2022年以来多省份进行生长激素集采，金赛药业基本实现以价带量的目标。我们看好患者对长效水针的良好依存性，随着金赛药业对其适应症的拓展和FDA报批等工作的推进，长效水针具备放量潜力。

◆**带状疱疹营销推广稳步开展，2024年智飞入局有望加速渗透。**子公司百克生物目前拥有水痘疫苗、鼻喷流感疫苗、带状疱疹疫苗等已获批的疫苗产品，在研品种不断推进，有望持续提供增长动能。带状疱疹疫苗是百克生物自主研发的国内首个用于40岁及以上人群的带状疱疹疫苗，填补了国内市场空白。目前百克生物正稳步开展带状疱疹营销推广，智飞代理GSK产品有望共同做大市场。

◆**研发管线丰厚，看好长效拓展适应症及金纳单抗等管线。**据公司2023半年报及交流公告，子公司金赛药业研发管线覆盖妇科、儿科、男科、肿瘤创新药等领域，部分管线已处于三期。目前金赛药业已有包括亮丙瑞林、长效促卵泡素、金安昔单抗、金纳单抗等在研产品的多个适应症在III期临床阶段，同时多项产品处于临床前、I期临床、II期临床阶段。长效生长激素美国临床方案目前已提交，金赛药业与美国相关监管机构持续沟通中，积极推进临床审批等工作。我们看好长效水针拓展适应症及金纳单抗（痛风关节炎适应症）等潜力管线。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司2023-2025年营业收入分别为145.27/171.59/196.38亿元，归母净利润分别为48.76/56.38/65.08亿元，EPS分别为12.05/13.93/16.08元，PE分别为11.69/10.10/8.75X。我们认为子公司金赛药业长效生长激素具备增长潜力，拥有多项III期临床管线，子公司百克生物带状疱疹疫苗有望放量，公司估值相对可比公司处于较低水平，具备配置性价比。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

◆**股价催化剂：**产品获批上市、取得较好研发进展、集采中标且降幅温和。

◆**风险因素：**政策变化风险、新药研发风险、业务整合及规模扩大带来的管理风险、人才整合风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10,747	12,627	14,527	17,159	19,638
增长率 YoY%	25.3%	17.5%	15.0%	18.1%	14.5%
归属母公司净利润(百万元)	3,757	4,140	4,876	5,638	6,508
增长率 YoY%	23.3%	10.2%	17.8%	15.6%	15.4%
毛利率%	87.6%	88.0%	85.0%	83.3%	83.0%
净资产收益率 ROE%	25.8%	22.9%	21.4%	20.0%	18.9%
EPS(摊薄)(元)	9.29	10.23	12.05	13.93	16.08
市盈率 P/E(倍)	29.23	16.27	11.69	10.10	8.75
市净率 P/B(倍)	7.54	3.73	2.50	2.02	1.65

资料来源：IFIND，信达证券研发中心预测；股价为2023年12月22日收盘价

目录

一、公司分析:	4
1、 公司概况	4
2、 财务分析	4
3、 子公司金赛药业和百克生物研发管线丰厚	5
二、行业分析	8
1、 生长激素市场有较大增长潜力，金赛长效水针有望放量	8
2、 带状疱疹市场有较大增长潜力，百克生物疫苗有望放量	12
三、盈利预测、估值与投资评级	14
1、 盈利预测和假设	14
2、 盈利预测结果	15
3、 估值结论与投资评级	15
四、风险因素	16
1、 政策变化风险	16
2、 新药研发风险	16
3、 业务整合及规模扩大带来的管理风险	16
4、 人才整合风险	16

表目录

表 1: 子公司重点研发项目临床进展情况	6
表 2: 不同剂型 rhGH 比较	8
表 3: 基因重组人生长激素儿科临床规范应用的建议	9
表 4: rhGH 国产和进口批文汇总	9
表 5: 2022 年广东联盟 rhGH 集采结果	10
表 6: 2022-2023 年河北省、福建省和浙江省 rhGH 集采情况	11
表 7: 长春高新分业务盈利预测假设	14
表 8: 长春高新盈利预测结果	15
表 9: 长春高新可比公司估值	15

图目录

图 1: 2019-2023 前三季度公司营收和归母净利润情况	4
图 2: 2019-2023 前三季度公司四项费用率情况	4
图 3: 2019-2023H1 公司业务收入结构情况	5
图 4: 2019-2023H1 分业务毛利率情况	5
图 5: 2019-2023 前三季度公司资产负债率情况	5
图 6: 长春高新金赛药业 2016-2023 前三季度营收和归母净利润情况	11
图 7: 2019-2023H1 安科生物的生物制品收入及毛利率	12
图 8: 2019-2023H1 金赛药业各剂型生长激素收入占比	12
图 9: 中国部分地区 HZ 发病率随年龄变化的趋势图	13
图 10: 2019-2023H1 百克生物营收和归母净利润情况	13

一、公司分析：

1、 公司概况

长春高新技术产业(集团)股份有限公司（以下简称“长春高新”或“公司”）的主营业务为生物制药及中成药的研发、生产和销售，辅以房地产开发、物业管理和服务等业务。

据公司 2023 年中报，子公司金赛药业主要产品为注射用人生长激素（粉针剂）、重组人生长激素注射液（水针剂）、聚乙二醇重组人生长激素注射液（长效水针剂），注射用促卵泡激素，醋酸曲普瑞林注射液等，产品和研发管线覆盖辅助生殖、儿童成长、女性健康、成人/老年健康，全生命周期各阶段。子公司百克生物（其子公司吉林惠康生物药业有限公司）主要从事人用疫苗的研发、生产和销售，主要产品为水痘减毒活疫苗、冻干鼻喷流感减毒活疫苗、带状疱疹减毒活疫苗、人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）。子公司华康药业主要从事中成药、化药的研发、生产和销售，主要产品包括血栓心脉宁片、银花泌炎灵片、疏清颗粒、清胃止痛微丸等，涵盖心脑血管、中药抗炎及妇女、儿童健康等产品线。

国资背景助力发展。作为长春新区实际控制的上市公司，自设立以来，公司及子公司均得到国资监管部门在政策、人才等方面的大力支持。依托长春本地生物医药产业资源优势和相关学府的人才优势，公司在产品研发、信息交流、人才储备和市场开拓等方面，国资背景提供了有力的信誉支撑。

2、 财务分析

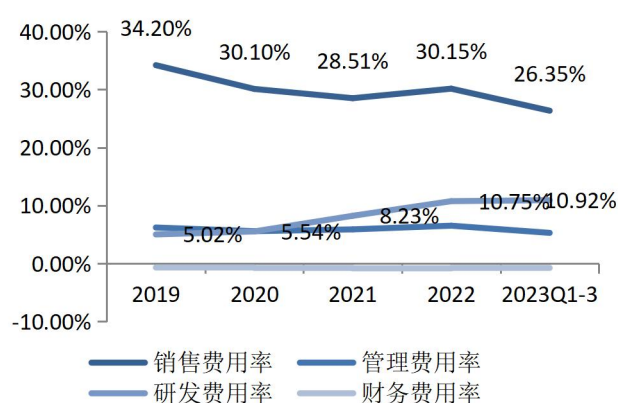
2019-2022，公司营收和归母净利润保持快速增长态势，销售费用率呈波动下降趋势，研发费用率呈增长态势。2023 前三季度，公司收入增速放缓。

图 1：2019-2023 前三季度公司营收和归母净利润情况



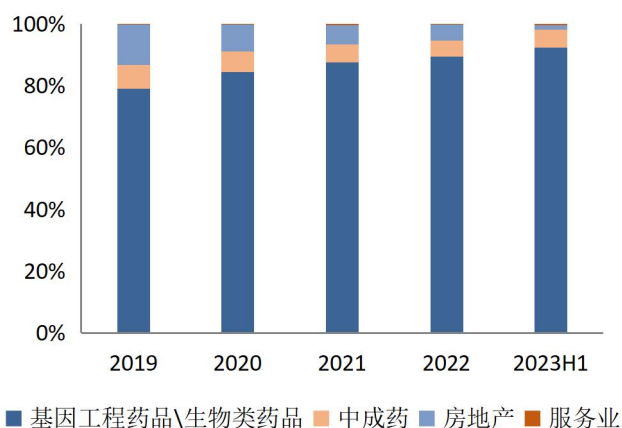
资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

图 2：2019-2023 前三季度公司四项费用率情况

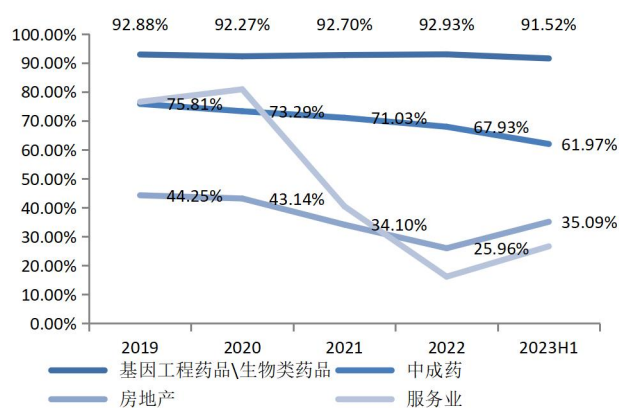


资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

从业务收入结构来看，公司基因工程业务占据核心地位，注射用人生长激素是公司营收主力产品，毛利率高，2019 年以来维持在 91-93% 区间，房地产业务营收占比逐渐降低。

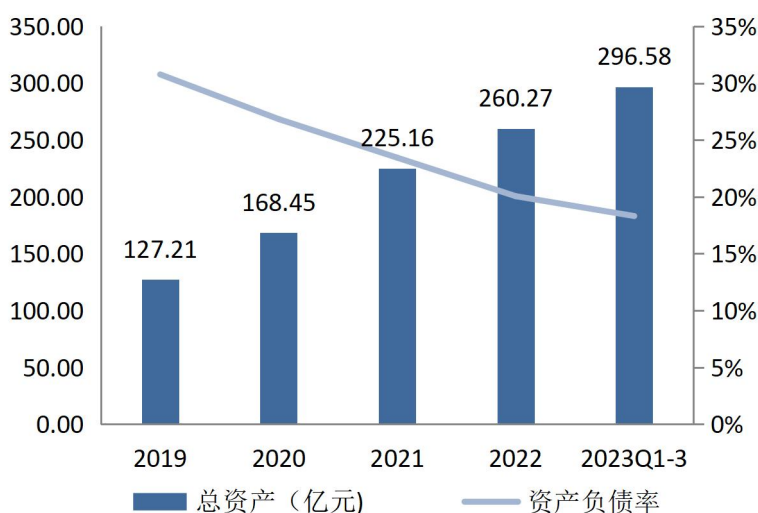
图 3：2019-2023H1 公司业务收入结构情况


资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

图 4：2019-2023H1 分业务毛利率情况


资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

从资产负债率来看，2019-2023Q1-3，公司负债压力较轻，总资产呈稳定增长态势，资产负债率逐年走低。

图 5：2019-2023 前三季度公司资产负债率情况


资料来源：iFind、公司公告、信达证券研发中心

3、子公司金赛药业和百克生物研发管线丰厚

子公司金赛药业研发管线覆盖妇科、儿科、男科、肿瘤创新药等领域，部分管线已达三期。据公司 2023 半年报及交流公告，目前金赛药业已有包括亮丙瑞林、长效促卵泡素、金妥昔单抗、金纳单抗等在研产品的多个适应症在 III 期临床阶段，同时多项产品处于临床前、I 期临床、II 期临床阶段。长效生长激素美国临床方案目前已提交，金赛药业与美国相关监管机构持续沟通中，积极推进临床审批等工作。

子公司百克生物目前有吸附无细胞百白破（三组分）联合疫苗、鼻喷流感减毒活疫苗（液体制剂）、天然全人源抗狂犬病毒单克隆抗体 CBB1 注射液、全人源抗破伤风毒素单克隆抗体等研发管线。

表 1：子公司重点研发项目临床进展情况

应用科室-治疗领域	主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到目标
儿科-生长激素	重组人生长激素注射液	1) 评估用于治疗因软骨发育不全所引起的儿童身材矮小适应症的有效性和安全性；2) 评估用于成人短肠综合征中的有效性和安全性	均处于 IV 期临床试验	进一步评估有效性和安全性
儿科-生长激素	聚乙二醇重组人生长激素注射液	1) 增加小于胎龄儿适应症；2) 增加成人生长激素缺乏适应症；3) 增加特纳氏综合征适应症；4) 增加特发性矮小适应症	1) II 期临床试验； 2) II 期临床试验； 3) 真实世界研究； 4) 已申报生产	获得批件
儿科-内分泌	注射用醋酸曲普瑞林微球	用于儿童中枢性早熟	Pre-NDA	获得批件
创新药-肿瘤	金妥昔单抗注射液	1) 用于晚期胃或胃食管结合部腺癌；2) 用于非小细胞肺癌	1) III 期临床试验； 2) II b 期临床试验	获得批件
创新药-骨科等	注射用金纳单抗	1) 用于全身型幼年特发性关节炎；2) 急性痛风性关节炎；3) 用于结缔组织病相关的间质性肺病	1) II 期临床试验； 2) III 期临床试验； 3) I 期临床试验	获得批件
妇科-内分泌	重组人促卵泡激素-CTP 融合蛋白注射液	用于辅助生殖中与 GnRH 拮抗剂联合应用，促进女性多卵泡发育	III 期临床试验	获得批件
男科-内分泌	重组人促卵泡激素-CTP 融合蛋白注射液*	本品与 hCG 联用，用于治疗符合特发性低促性腺激素性性腺功能减退症(IHH)诊断有意愿进行生精治疗的中国成年男性患者；与 hCG 联用，用于治疗 14-18 岁(不包括 18 岁)患有特发性 IHH 的青少年男性。	临床试验申请获得批准	获得批件
妇科-内分泌、肿瘤	EG017 片(选择性雄激素受体调节剂)	1) 用于治疗压力性尿失禁；2) 用于绝经后雄激素受体阳性、雌激素受体阳性、人表皮生长因子受体-2 阴性晚期乳腺癌治疗	1) II b 期临床试验； 2) I 期临床试验	获得批件
妇科-内分泌	EG017 软膏	用于治疗绝经后女性干眼症	II 期临床试验	获得批件
	亮丙瑞林注射乳剂	1) 用于晚期前列腺癌；2) 用于儿童中枢性早熟	均处于 III 期临床试验	获得批件
	GS3-007a 口服液	成人生长激素缺乏症的诊断适应症	I 期临床试验	获得批件
疫苗-呼吸系统	吸附无细胞百日咳(三组分)联合疫苗	预防百日咳、白喉、破伤风	I 期临床试验完成,目前正处于验证及生产 III 期临床样品准备阶段	获得批件
疫苗-呼吸系统	鼻喷流感减毒活疫苗(液体制剂)	预防 3-59 岁人群由流感病毒引起的流行性感冒	I、II 期临床试验完成	获得批件
疫苗	天然全人源抗狂犬病毒单克隆抗体 CBB1 注射液	开展用于被狂犬或其他携带狂犬病毒动物咬伤、抓伤患者的被动免疫的临床试验	I 期临床试验	获得批件
疫苗	全人源抗破伤风毒素单克隆抗体*	用于破伤风痉挛毒素的暴露后预防	申请临床研究获批	获得批件
	银花泌炎灵片	增加适应症，用于治疗慢性前列腺炎	III 期临床试验	获得批件
	地氯雷他定口服液	仿制药开发，抗过敏新型第 3 代抗组胺药	中试研究	获得批件
	GS1-144 片*	绝经期血管舒缩症(VMS)	临床试验申请获批	获得批件

资料来源：公司 2023 半年报，公司公告，信达证券研发中心，注：项目进展各序号与项目目的适应症一一对应，*号表示按最新公告更新进展

我们看好部分潜力管线：

1) 长效生长激素新增适应症的临床申请及向 FDA 报批；

2) 注射用金纳单抗（急性痛风性关节炎适应症申请目前处于三期临床）：

据立鼎产业研究院，2021 年，痛风在中国已经成为仅次于糖尿病的第二大最常见的代谢性疾病。尿酸盐结晶沉积在关节组织引起痛风，表现为反复发作性炎症和疼痛，严重患者易导致慢性肾病、心血管疾病、糖尿病等系统性并发症。全球范围内痛风患者人数呈现快速增长

趋势，据弗若斯特沙利文预计，全球高尿酸血症及痛风患病人数将在 2030 年达到 14.2 亿人，市场规模达 77 亿美元；并预计中国的高尿酸血症及痛风患病人数会在 2030 年达到 2.4 亿人，市场规模增至 108 亿元。

痛风患者治疗选择有限，已有药物副作用明显。据中华医学会内分泌学分会发布的《中国高尿酸血症与痛风诊疗指南（2019）》，痛风分为急性和慢性，用于急性痛风治疗的一线药物主要是非甾体抗炎药（NSAIDs），用于缓解疼痛和炎症，秋水仙碱和糖皮质激素可用于 NSAIDs 不耐受患者，长期应用存在明显副作用。慢性痛风患者需要长期病情监测与治疗干预，两种主要治疗手段为：1）抑制尿酸合成的治疗药物，为黄嘌呤氧化酶抑制剂（XOI），国内一线代表用药为别嘌醇和非布司他，别嘌醇可能引起严重的过敏反应，非布司他 2019 年因 4.3% 心血管死亡率受到 FDA 黑框警告；2）促进尿酸排泄的治疗药物，为尿酸盐转运体 1（URAT1）抑制剂，国内一线代表性药物为苯溴马隆，曾因肝坏死不良反应事件被欧洲退市，存在用药安全隐患。

国内痛风治疗药物市场未饱和，痛风患者临床需求迫切。目前国内痛风药物主要是非布司他、苯溴马隆、别嘌醇和秋水仙碱四种，均被纳入医保目录，据 WIND 统计，四种药物 2019 年国内样本医院销售额分别达 5.22 / 0.93 / 0.30 / 0.03 亿元。2019 年受 FDA 黑框警告影响，非布司他在国内降为二线用药，销售规模由增转减，2021 年样本医院销售额下降至 1.20 亿元。其他几种药品销售额近年来无明显波动，国内痛风治疗药物市场尚未饱和，痛风患者临床需求迫切。

二、行业分析

1、生长激素市场有较大增长潜力，金赛长效水针有望放量

国内 rhGH 治疗矮小症渗透率低，生长激素市场有较大增长潜力。据陈文君、张杰等人《长效生长激素金赛增与短效生长激素赛增治疗生长激素缺乏症的对比研究》，矮小症发病原因复杂，常涉及多基因、多通路、多网络的信号调控，包括生长激素缺乏（GHD）、家族性矮小、骨骼发育障碍等，矮小症中 GHD 占比近 1/5。除先天性 GHD 外，异常发育、肿瘤和感染等原因也可能引起神经内分泌功能紊乱导致获得性 GHD。目前针对生长激素缺乏的患儿，主要治疗手段为补充外源生长激素。据科技日报，我国 4-15 岁的人群矮小症发病人数有 700 万，但就诊人数不到 30 万人，接受正规治疗的人数只有约 3 万人，渗透率较低，目前许多家长还缺少对矮小症的正确认识，导致患儿错过了最佳治疗时间。

基因重组人生长激素（rhGH）已经成为现代生物技术生产的重要产品之一，目前国内市场在售的生长激素类型有三种，分别为**短效生长激素（粉针剂）、短效生长激素（水针剂）、以及长效生长激素（水针剂）**。短效 rhGH 需要每日注射给药，而长效 rhGH 每周仅需注射一次，能减少因注射相关的不适，是解决儿童用药依从性差的重要手段之一。

表 2：不同剂型 rhGH 比较

剂型	重组人生长激素粉针	重组人生长激素短效水针	重组人生长激素长效水针
用药频次	一日一次	一日一次	一周一次
制备方法	基因重组大肠杆菌分泌技术	基因重组大肠杆菌分泌技术	基因重组大肠杆菌分泌技术、微球制剂、可降解凝胶以及聚乙二醇化等装载技术
使用方法	先溶解再皮下注射	皮下注射、可搭配隐针电子注射笔	皮下注射、可搭配隐针电子注射笔
生物活性	较低	较高	较高
用药周期	3 个月-3 年	3 个月-3 年	不宜短于 1-2 年
医保	医保乙类（限儿童原发性生长激素缺乏症）	医保乙类（限儿童原发性生长激素缺乏症）	未进医保
价格	集采前，年费用 2-3 万元； 广东集采后最低价降至 6.05 元/IU， 按 30kg，0.2IU/kg 剂量计算，年使用费用低至 1.32 万元	集采前，年费用 4-6 万元	年费用 15 万元以上
优点	价格较长效水针便宜，已进医保	生物活性较粉剂高，价格较长效水针便宜，已进医保	与生长激素的生理性脉冲产生的生物学效应更接近；患儿的依从性较好；研究表明，3 个月疗程内，长效生长激素较短效生长激素疗效更好，体现在年生长速率与血清 IGF-1 水平上
缺点	不能很好地模拟生长激素生理性脉冲式分泌所产生的生物学效应； 患儿依从性差，漏针情况严重。	不能很好地模拟生长激素生理性脉冲式分泌所产生的生物学效应；患儿依从性差，漏针情况严重。	价格较贵，未进医保

资料来源：陈文君、张杰等人《长效生长激素金赛增与短效生长激素赛增治疗生长激素缺乏症的对比研究》、华经产业研究院、赛柏蓝官微、网易、信达证券研发中心

据中华医学会《基因重组人生长激素儿科临床规范应用的建议》，rhGH 在儿科的主要适用人群和用药剂量如下，此外烧伤、辅助生殖等其他领域也有 rhGH 的相关应用。

表 3：基因重组人生长激素儿科临床规范应用的建议

适应症	主要使用人群标准	用药剂量
儿童生长激素缺乏症	身高落后于同年龄、同性别正常健康儿童身高的第 3 百分位数或减 2 个标准差 (-2 S) 以下；两项 GH 药物激发试验 GH 峰值均 <10μg / L 等	每天 0.075~0.2 IU/kg，用药 3 个月至 3 年
特发性矮身材	身高低于同性别、同年龄、正常儿童平均身高的 2 个标准差 (-2 S)，且排除其他原因，是病因未明的导致身材矮小疾病的总称	每天 0.125~0.2 IU/kg，用药 3 个月至 3 年
小于胎龄儿	出生体重和（或）身长低于同胎龄正常参考值第 10 百分位的新生儿，2~4 年内无追赶生长	每天 0.1~0.2 IU/kg
Turner 综合征	染色体核型分析提示 X 染色体完全缺失或结构异常的女婴	每天 0.15 IU/kg
Prader—Willi 综合征	15q11-13 父源性缺失、母源性单亲二倍体或 sNRPN、NDN、MAGEI2、MKRN3 等基因异常	每天 0.10~0.15 IU/kg
成人生长激素缺乏症	生长激素分泌激发试验、胰岛素样生长因子和胰岛素样结合因子蛋白-3 检测	每周 0.25 IU/kg，用药 2~6 个月

资料来源：家庭医生在线网站安苏萌产品说明书、中华医学会《基因重组人生长激素儿科临床规范应用的建议》（中华儿科杂志）、信达证券研发中心整理

粉剂竞争较激烈，短效水针三足鼎立，长效水针领域金赛药业一枝独秀。1998 年，长春高新子公司金赛药业在国内上市了第一款重组人生长激素粉针剂，也是目前竞争厂家最多的一款产品。据我们整理自国药监局批文，截至 2023 年 9 月，共有 7 家企业的粉针获得中国上市许可，其中 5 家中国企业、2 家外企。2005 年，金赛药业获批上市国内第一款短效水针剂，截至 2023 年 9 月，仅有金赛药业、安科生物和诺和诺德 3 家企业获批生产。2014 年，长春金赛的聚乙二醇化重组人生长激素水针剂（商品名：“金赛增”）获批上市，是我国首个、且目前唯一市场在售的长效人生长激素。

表 4：rhGH 国产和进口批文汇总

国内厂商	商品名	批准文号	类别	规格
海济生物	海之元	国药准字 S20053035	粉剂	2.5IU
	海之元	国药准字 S20053034	粉剂	8IU
	海之元	国药准字 S20053036	粉剂	4IU
安科生物	安苏萌	国药准字 S20063010	粉剂	4.5IU/1.5mg/支
	安苏萌	国药准字 S20217015	短效水剂	8IU/2.66mg/0.8ml/支
	安苏萌	国药准字 S20190029	短效水剂	4IU/1.33mg/1ml/支
	安苏萌	国药准字 S19990022	粉剂	2IU/0.67mg/支
	安苏萌	国药准字 S19990021	粉剂	4IU/1.33mg/支
	安苏萌	国药准字 S20093033	粉剂	16IU/5.33mg/支
	安苏萌	国药准字 S20093034	粉剂	10IU/3.33mg/支
	安苏萌	国药准字 S20217016	短效水剂	6IU/2mg/0.6ml/支
	安苏萌	国药准字 S20093035	粉剂	6IU/2mg/支
科兴药业	安苏萌	国药准字 S20190028	短效水剂	10IU/3.33mg/1ml/支
	赛高路	国药准字 S20020058	粉剂	2mg/支
	赛高路	国药准字 S20063086	粉剂	3.25mg/10IU/支
	赛高路	国药准字 S20063087	粉剂	0.65mg/2IU/支
	赛高路	国药准字 S20063085	粉剂	2.6mg/8IU/支
联合赛尔	赛高路	国药准字 S20020059	粉剂	1.3mg/支
	珍怡	国药准字 S19990019	粉剂	1.33mg/4IU/1.0ml
	珍怡	国药准字 S20030064	粉剂	1.2mg/3.6IU/1.0ml
	珍怡	国药准字 S20020088	粉剂	4.0mg/12IU/1.0ml
金赛药业	珍怡	国药准字 S20040059	粉剂	2.0mg/6IU/1.0ml
	金赛增	国药准字 S20140001	长效水剂	54IU/9.0mg/1.0ml/瓶
	赛增	国药准字 S20050025	短效水剂	30IU/10mg/3ml/瓶

	赛增	国药准字 S20010032	粉剂	4.0IU/1.33mg/1.0ml/瓶
	赛增	国药准字 S10980102	粉剂	10IU/3.7mg/1.0ml/瓶
	赛增	国药准字 S20000001	粉剂	2.5IU/0.85mg/1.0ml/瓶
	赛增	国药准字 S20173003	粉剂	12IU/4.0mg/1.0ml/瓶
	赛增	国药准字 S10980101	粉剂	4.5IU/1.7mg/1.0ml/瓶
	赛增	国药准字 S20050024	短效水剂	15IU/5mg/3ml/瓶
	赛增	国药准字 S20173004	粉剂	4.5IU/1.5mg/0.9ml/支
	赛增	国药准字 S20173005	粉剂	2IU/0.66mg/0.4ml/支
外企进口				
诺和诺德	诺泽	S20091001、 S20091002、 S20091003	短效水剂	1.5ml:5mg, 1.5ml:10mg, 1.5ml:15mg
LG 化学	尤得盼	国药准字 SJ20181003	粉剂	4IU/1.33mg/瓶

资料来源：国家药品监督管理局、LG 化学、安科生物官网、信达证券研发中心整理，注：整理截至 2023 年 9 月 12 日

目前基因重组人生长激素粉针和短效水针剂型已纳入广东等省份联盟集采，长春高新价格降幅较大。2022 年 8 月 26 日，广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购结果公布，首次涉及 rhGH 集采。从中选/备选结果来看，中选及备选剂型均为粉针剂，金赛药业和联合赛尔产品中选，相对最高有效申报价的降幅分别为 52.46% 和 28.98%，安科生物和未名海济进入备选名单。

表 5：2022 年广东联盟 rhGH 集采结果

生产企业	规格 (IU)	包装	中选结果	拟中选价格 (元)	拟备选价格 (元)	单位价格 (元 /IU)	最高有效申报价 (元)	相对最高有效申报价降幅
安科生物	4	1 支/瓶	备选		53.1391	13.28	63.1027	15.79%
安科生物	6	1 支/瓶	备选		72.48	12.08	86.07	15.79%
联合赛尔	3.6	1 支/盒	中选	41.3426		11.48	58.2129	28.98%
联合赛尔	6	1 支/盒	中选	61.1267		10.19	86.07	28.98%
长春金赛	2.5	10 支/盒	中选	20.9344		8.37	44.0339	52.46%
长春金赛	4	10 支/盒	中选	30		7.50	63.1027	52.46%
长春金赛	10	10 支/盒	中选	60.5004		6.05	127.2579	52.46%
未名海济	2.5	10 支/盒	备选		36.3889	14.56	44.0339	17.36%
未名海济	4	10 支/盒	备选		52.1471	13.04	63.1027	17.36%

资料来源：广东省药品交易中心、信达证券研发中心整理

广东联盟集采后，部分省份在省内单独进行生长激素集采。2022 年 12 月，河北省医保局发布河北省化学药品、生物制剂集中带量采购中选结果，安科生物短效水针和金赛药业粉针中标。2022 年 11 月，福建省医保局发布《关于公布 2022 年福建省药品集中带量采购中选结果的通知》，金赛药业重组人生长激素（赛增）为唯一拟中选产品。2023 年 7 月，浙江省药械采购中心官网发布《浙江省公立医疗机构第四批药品集中带量采购公告》，11 月中标结果发布，金赛药业和安科生物水粉针剂型均中选。从四次集采情况来看，金赛药业中标情况整体较好。

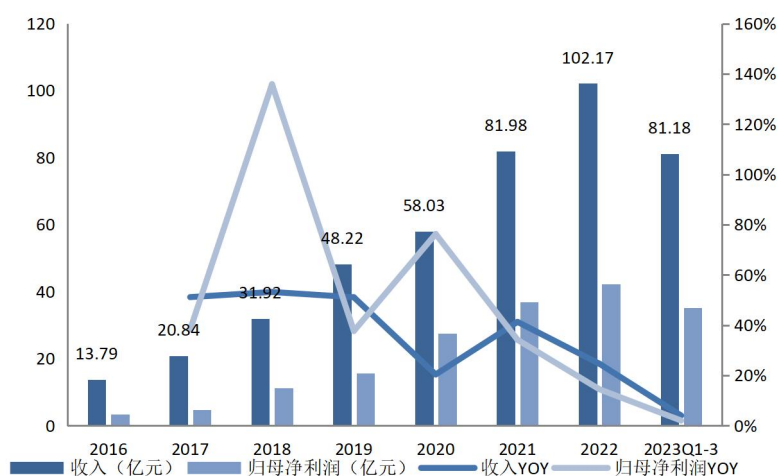
表 6：2022-2023 年河北省、福建省和浙江省 rhGH 集采情况

公告名称	商品名	产品	企业	剂型	中标规格	约定采购量 (支)
2022 年 10 月 28 日，河北省医疗保障局发布《河北省化学药品、生物制剂集中带量采购文件》，当年 12 月 15 日，中选结果公布	安苏萌	人生长激素注射液	安科生物	小容量注射液	4IU/1.33mg/1ml/支	12038
	赛增	注射用人生长激素	金赛药业	冻干粉针	4IU/1.33mg/1ml/瓶	17689
2022 年 11 月 14 日，福建省医疗保障局发布《关于公布 2022 年福建省药品集中带量采购中选结果的通知》	赛增	重组人生长激素	金赛药业	注射剂		100%（约定采购量百分比）
2023 年 7 月 27 日，浙江省药械采购中心发布《浙江省公立医疗机构第四批药品集中带量采购公告》，2023 年 11 月 17 日，中选结果公布。	赛增	重组人生长激素注射液	金赛药业	注射液	2IU/0.66mg/0.4ml/支	
	赛增	注射用人生长激素	金赛药业	冻干粉针	2.5IU/0.85mg/1.0ml/瓶	
	海之元	注射用人生长激素	中山未名海济	注射剂	1.0mg(2.5IU)	
	安苏萌	注射用人生长激素	安科生物	冻干粉针	1.33mg(4IU)	
	安苏萌	人生长激素注射液	安科生物	注射剂	4IU/1.33mg/1.0ml/支	
	珍怡	注射用人生长激素	联合赛尔	冻干粉针	2.0mg/6IU/1.0mg	

资料来源：河北省医疗保障局、福建省医疗保障局和浙江省药械采购中心官网、信达证券研发中心整理

国内儿童生长激素缺乏症 (PGHD) 药品市场具备增长潜力，弗若斯特沙利文预期长效 rhGH 的市场规模增长快于行业平均水平。据弗若斯特沙利文统计，2020 年全国重组人生长激素销售总额约 59 亿元，其中金赛增（长效）销售额约 6 亿元，2021 年接受生长激素注射治疗的中国儿童生长激素缺乏症 (PGHD) 患者占比较低，临床需求很大程度上尚未得到满足，弗若斯特沙利文预计中国 PGHD 市场规模到 2030 年将增长至 358 亿元，2018-2030 期间的 CAGR 为 19.8%，而长效 rhGH 市场因其安全性和便利性或将得到更快速增长。

据米内网统计，2022 年中国公立医疗机构终端 rhGH 销售规模约为 67 亿元，国内药企占据大头，其中金赛药业市占率超 80%；在粉针剂市场，金赛药业以超 50% 的市占率稳居品牌 TOP1，安科生物和联合赛尔紧随其后；在水针剂市场，长春金赛市场份额高达 99%，安科生物及诺和诺德合计占比不足 1%；而长效生长激素销售规模已超过 7 亿元，同比增长 33.71%。

图 6：长春高新金赛药业 2016-2023 前三季度营收和归母净利润情况


资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心整理、注：2019 年以前长春高新控股金赛药业比例为 70%，2019 年以后控股比例为 99.5%

集采实施地区金赛药业生长激素产品收入有增长，基本实现以价换量目标。如图 6、8 所示，金赛药业 2016-2022 年营收和归母净利润保持快速增长态势，据长春高新今年 8 月交流公告，已经落地实施集采的广东、河南、河北等部分省份，2023 年上半年相关产品的收入增幅高于长春高新整体生长激素产品的收入增幅（金赛药业 23H1 收入同比增长 3.57%），基本实现了以价换量的目标。

安科生物 2019-2023H1 生物制品业务营收稳健增长，毛利率保持稳定。

图 7：2019-2023H1 安科生物的生物制品收入及毛利率



资料来源：安科生物公司公告、ifind、信达证券研发中心

图 8：2019-2023H1 金赛药业各剂型生长激素收入占比

收入 (单位: 亿元)	2019	2020	2021	2022	2023H1
长效水针	5.42	6.99	14.69	23.50	14.39
收入YOY		29%	110%	60%	30%
收入占比	11.2%	12.1%	17.9%	23.0%	28.0%
粉针	5.41	6.44	9.02	10.22	5.65
收入YOY		19%	40%	13%	4%
收入占比	11.2%	11.1%	11.0%	10.0%	11.0%
短效水针	37.39	44.59	58.28	68.45	31.35
收入YOY		20%	30%	17%	10%
收入占比	77.5%	76.8%	71.1%	67.0%	61.0%
金赛药业合计	48.22	58.03	81.98	102.17	51.39
收入YOY		20%	41%	25%	3.57%

资料来源：公司投资者交流公告、信达证券研发中心预测、注：我们按各剂型收入占比和 YOY 拆分，略去儿童营养品等小体量业务，与实际情况存在误差

我们认为，基因重组人生长激素国内市场具备增长潜力，渗透率具备提升空间。从剂型来看，目前粉针市场竞争激烈，2022 年以来多省份进行生长激素集采，金赛药业和安科生物积极应标，原来受经济条件限制的患者受益较大，集采扩大了生长激素粉针的销售和生长激素产品的影响力，金赛药业基本实现以价带量的目标。我们看好金赛药业长效水针的市场地位和发展潜力。

2、带状疱疹市场有较大增长潜力，百克生物疫苗有望放量

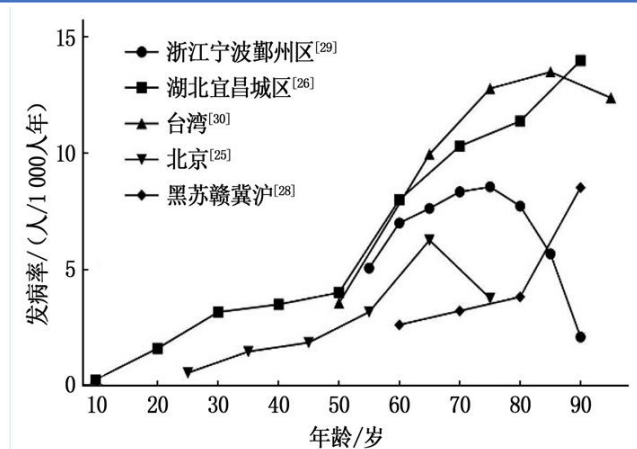
据百克生物 2023 年中报，百克生物目前拥有水痘疫苗、鼻喷流感疫苗、带状疱疹疫苗等已获批的疫苗产品。其中水痘疫苗的市占率多年处于领先地位，为该公司主要的收入来源；鼻喷流感疫苗是与世界卫生组织合作的、纳入 WHO 全球流行性流感行动计划的、国内独家经鼻喷接种的流感减毒活疫苗；带状疱疹疫苗是由该公司自主研发的国内首个用于 40 岁及以上人群的带状疱疹疫苗，填补了国内带状疱疹疫苗市场的空白。

据熊梅、骆志成《带状疱疹流行病学研究进展》，带状疱疹(HZ)是一种由潜伏在脊髓后根神经节或颅神经节的水痘-带状疱疹病毒(VZV)再激活引起的急性感染性皮肤病，除特征性的皮肤表现外，通常伴有神经病理性疼痛。HZ 好发于 50 岁以上人群及免疫力低下者，HZ 是一种重大的全球性健康问题，国外的一般人群发病率为(0.19~10.40)/1 000 人年，中国的一般人群发病率为(1.90~5.06)/1 000 人年。HZ 的治疗措施主要包括系统应用抗病毒药物和疼痛管理，尚无特效药。HZ 疫苗能降低 HZ 发病率，是行之有效的预防措施。目前全球已上市使用的有 HZ 减毒活疫苗(ZVL)和重组 HZ 疫苗(RZV)。2021 年中华预防医学会发布了专家共识，提出 RZV 接种对象为 50 岁及以上人群，但因其高成本和低知晓度，RZV 的接种意愿较低。

带状疱疹推广稳步开展，智飞入局有望加速渗透。据百克生物公司公告，截至 23Q3，百克生物带状疱疹疫苗已获得 23 批签发，百克生物正在稳步开展疫苗营销工作，主要包括各省准入、区县 CDC 遴选、备案等工作，目前已完成 30 个省、自治区、直辖市的准入工作。同时，该公司在不同地区开展针对性的引流方式，开展数字营销模式，目前有约 1000 多家接种点接入公司数字化营销平台。此外，智飞生物于 2023 年 10 月与 GSK 签订重组带状疱疹疫苗独家经销和推广协议，协议规定 2024/2025/2026 年智飞对 GSK 重组带状疱疹疫苗的最低采购金额为 34.40/68.80/103.20 亿元，智飞入局开展市场营销后，有望和百克生物一起加速带状疱疹疫苗在中国市场渗透率的提升。

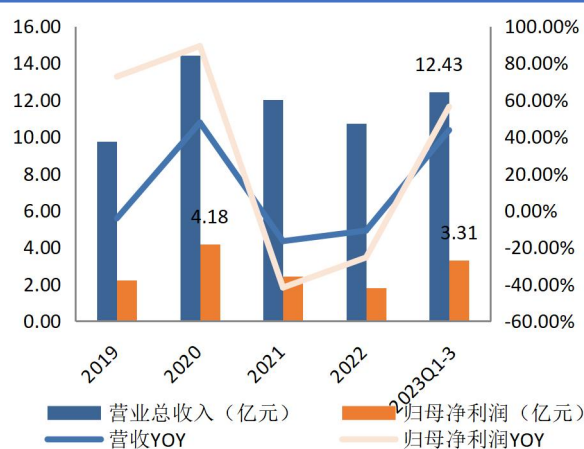
百克生物 2023 年前三季度业绩增速较快，2023 年前三季度实现营收 12.4 亿元 (+43.6%)，归母净利润 3.3 亿元 (+56.3%)，扣非归母净利润 3.3 亿元 (+62.9%)；23Q3 实现收入 6.8 亿元 (+60.9%)，归母净利润 2.2 亿元 (+58.9%)，扣非归母净利润 2.2 亿元 (+70.6%)。

图 9：中国部分地区 HZ 发病率随年龄变化的趋势图



资料来源：熊梅，骆志成《带状疱疹流行病学研究进展》、信达证券研发中心

图 10：2019-2023H1 百克生物营收和归母净利润情况



资料来源：ifind、百克生物公司公告、信达证券研发中心

据百克生物公司近期交流公告及表 1 所示，该公司在研产品临床工作持续推进：

1) 液体鼻喷流感疫苗 II 期临床研究已结束，已向国家药品监督管理局药品审评中心提交沟通交流申请；佐剂流感疫苗，计划于明年申请临床研究，通过以上流感疫苗管线的推进，实现全人群覆盖；2) 重组带状疱疹疫苗计划于明年申请临床研究；3) 二倍体狂犬疫苗的临床试验已受理；全人源抗狂犬病毒单克隆抗体已进入 I 期临床研究阶段；4) 组分百白破疫苗已完成 I 期临床研究，正在进行 III 期临床试验的准备工作；5) 破伤风抗体临床试验申请已受理；6) 阿尔茨海默病治疗性疫苗等多个研发项目处于临床前研究阶段。**我们认为，百克生物公司在研品种上市兑现后有望提供业绩增长动能。**

三、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测和假设

我们基于对各业务未来发展的研究，假设：

(1)基因工程药品板块：我们看好长效水针增速和未来适应症拓展的市场增长潜力，预计2023-2025年金赛药业分别营收110.63/124.94/139.81亿元，分别同比增长8.30%/12.94%/11.90%；我们预计2023-2025年百克生物分别营收19.19/27.17/34.43亿元，分别同比增长79.17%/41.58%/26.72%，主要看好带状疱疹疫苗放量潜力，我们考虑出生率下滑影响，预计水痘疫苗2023-2025年分别营收9.33/9.71/9.71亿元，近期流感高发，群众接种流感疫苗预防意识有望增强，我们预计鼻喷流感疫苗2023-2025年分别营收2.82/3.52/3.87亿元；

(2)中成药板块：参考公司2023年中报，我们估计2023-2025年该业务营收增速分别为10.0%/10.0%/10.0%；

(3)房地产业务：参考公司2023年三季报和3月交流公告表示的公司剥离房地产业务计划，我们估计2023-2025年公司房地产业务营收增速分别为22.00%/-50.00%/-30.00%；

(4)费用率：我们估计2023-2025年销售费用率分别为27.00%/26.50%/26.50%，管理费用率分别为5.52%/5.22%/4.92%，研发费用率分别为10.76%/11.00%/11.00%；

表 7：长春高新分业务盈利预测假设

项目	指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入（亿元）	107.47	126.27	145.27	171.59	196.38
	yoy	25.30%	17.50%	15.05%	18.12%	14.45%
	毛利率	87.09%	88.01%	84.99%	83.32%	83.03%
基因工程业务合计						
	收入（亿元）	94.05	112.86	129.82	152.11	174.24
	yoy	29.98%	20.00%	15.02%	17.17%	14.55%
	毛利率	92.70%	92.96%	90.00%	90.00%	90.00%
金赛药业合计						
	收入（亿元）	81.99	102.15	110.63	124.94	139.81
	yoy	41.28%	24.59%	8.30%	12.94%	11.90%
	毛利率	92.70%	92.96%	90.00%	90.00%	90.00%
百克生物合计						
	收入（亿元）	11.95	10.71	19.19	27.17	34.43
	yoy	-17.02%	-10.36%	79.17%	41.58%	26.72%
	毛利率	43.90%	25.51%	7.88%	12.68%	11.67%
中成药						
	收入（亿元）	6.42	6.58	7.24	7.96	8.76
	yoy	10.12%	2.49%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	71.03%	67.93%	62.00%	62.00%	62.00%
房地产						
	收入（亿元）	6.63	6.44	7.86	3.93	2.75
	yoy	-11.01%	-2.87%	22.00%	-50.00%	-30.00%
	毛利率	34.10%	25.93%	26.00%	26.00%	26.00%
费用率	销售费用率	28.51%	30.15%	27.00%	26.50%	26.50%

	管理费用率	5.89%	6.52%	5.52%	5.22%	4.92%
	研发费用率	8.23%	10.76%	10.76%	11.00%	11.00%

资料来源：公司公告、信达证券研发中心测算

2、盈利预测结果

基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 145.27/171.59/196.38 亿元，归母净利润分别为 48.76/56.38/65.08 亿元。

表 8：长春高新盈利预测结果

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	10,747	12,627	14,527	17,159	19,638
同比（%）	25.3%	17.5%	15.0%	18.1%	14.5%
归属母公司净利润（百万元）	3,757	4,140	4,876	5,638	6,508
同比（%）	23.3%	10.2%	17.8%	15.6%	15.4%
毛利率（%）	87.6%	88.0%	85.0%	83.3%	83.0%
ROE%	25.8%	22.9%	21.4%	20.0%	18.9%
EPS(摊薄)(元)	9.29	10.23	12.05	13.93	16.08
P/E	29.23	16.27	11.69	10.10	8.75

资料来源：iFind、公司公告，信达证券研发中心预测、股价为 2023 年 12 月 22 日收盘价

3、估值结论与投资评级

我们选取安科生物、智飞生物和万泰生物作为可比公司，2024 年行业可比公司平均 PE 估值为 15.14 倍。我们认为子公司金赛药业长效生长激素具备增长潜力，拥有多项 III 期临床管线，子公司百克生物带状疱疹疫苗有望放量，公司估值相对可比公司处于较低水平，具备配置性价比。首次覆盖，我们给予“买入”评级。

表 9：长春高新可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE(倍)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
300122.SZ	智飞生物	1386.96	75.39	92.15	117.39	140.11	18.40	15.05	11.82	9.90
603392.SH	万泰生物*	730.74	47.36	36.57	39.70	75.10	15.43	19.98	18.41	9.73
300009.SZ	安科生物*	172.38	7.03	8.61	11.34	14.83	24.52	20.02	15.20	11.62
行业均值							19.45	18.35	15.14	10.42
000661.SZ	长春高新*	607.35	41.4	48.76	56.38	65.07	16.27	11.69	10.1	8.75

资料来源：ifind、信达证券研发中心、注：股价为 2023 年 12 月 22 日收盘价，*为信达证券研发中心预测

四、风险因素

1、政策变化风险

国家不断深化医疗、医保、医药联动改革等政策的系列调整，对医药行业的管理力度持续加大，迫使医药工业进一步加快供给侧结构性改革并提高市场应变能力，药品一致性评价、集采、国谈、医保控费等政策，给医药企业的生产经营带来多重压力，使公司持续面临行业政策变化带来的风险。

2、新药研发风险

由于医药产品开发从研制、临床试验、报批到投产的周期长、环节多、投入大，加之国家医药管理政策的变化，因而存在开发（包括临床试验阶段）、规模化及产业化失败的风险。研发引进期间可能因为市场、行业、竞争状况的变化，达不到预期效益而导致经营成本上升，进而影响到公司前期投入的回收和经济效益的实现。

3、业务整合及规模扩大带来的管理风险

随着公司内生式增长、外延并购项目和产品条线拓展，公司组织结构日趋复杂，对公司整体经营决策、运营管理体系和人才队伍建设都提出了更高的要求和挑战。如何协调统一、加强管控，实现多元化后的协同效应，提高整体运营效率是未来公司发展面临的风险因素之一。

4、人才整合风险

随着医药行业的不断发展，人才竞争日趋激烈。公司战略规划持续推进、产品管线的不断完善、项目引进工作的增多，使得公司对高端专业人才的需求与日俱增，同时人才引进、培养后还将面临管理整合等问题，也给公司引入外部创新资源、不断提质增效带来极大挑战。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	14,041	15,299	20,351	26,995	33,759
货币资金	5,749	5,579	9,032	14,105	18,773
应收票据	148	243	119	141	161
应收账款	1,421	2,197	2,786	3,138	3,679
预付账款	967	1,097	1,570	2,067	2,402
存货	4,360	4,654	5,078	5,490	6,390
其他	1,396	1,530	1,765	2,054	2,354
非流动资产	8,475	10,729	12,069	12,462	13,195
长期股权投资	977	1,060	1,057	1,057	1,057
固定资产(合计)	2,223	3,227	3,692	3,980	4,287
无形资产	1,407	1,544	1,641	1,826	1,957
其他	3,868	4,897	5,679	5,599	5,894
资产总计	22,516	26,027	32,420	39,458	46,955
流动负债	3,775	3,811	5,115	6,490	7,448
短期借款	80	89	160	160	160
应付票据	0	0	3	2	3
应付账款	624	629	896	1,182	1,372
其他	3,072	3,093	4,056	5,146	5,913
非流动负债	1,504	1,410	1,529	1,529	1,529
长期借款	712	635	754	754	754
其他	791	775	775	775	775
负债合计	5,279	5,221	6,644	8,019	8,978
少数股东权益	2,663	2,757	2,960	3,195	3,466
归属母公司股东权益	14,574	18,050	22,815	28,244	34,511
负债和股东权益	22,516	26,027	32,420	39,458	46,955

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,747	12,627	14,527	17,159	19,638
同比(%)	25.3%	17.5%	15.0%	18.1%	14.5%
归属母公司净利润	3,757	4,140	4,876	5,638	6,508
同比(%)	23.3%	10.2%	17.8%	15.6%	15.4%
毛利率(%)	87.6%	88.0%	85.0%	83.3%	83.0%
ROE%	25.8%	22.9%	21.4%	20.0%	18.9%
EPS(摊薄)(元)	9.29	10.23	12.05	13.93	16.08
P/E	29.23	16.27	11.69	10.10	8.75
P/B	7.54	3.73	2.50	2.02	1.65
EV/EBITDA	21.10	11.56	7.81	6.15	4.84

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,747	12,627	14,527	17,159	19,638
营业成本	1,332	1,515	2,181	2,863	3,332
营业税金及附加	135	106	109	129	147
销售费用	3,064	3,807	3,922	4,547	5,204
管理费用	633	824	802	896	967
研发费用	885	1,358	1,563	1,887	2,160
财务费用	-89	-95	1	-32	-91
减值损失合计	-114	-110	-8	-3	-4
投资净收益	-35	-76	-131	-154	-177
其他	77	41	44	51	59
营业利润	4,715	4,968	5,853	6,762	7,797
营业外收支	-99	-44	-49	-50	-50
利润总额	4,617	4,924	5,804	6,712	7,747
所得税	719	709	726	839	968
净利润	3,897	4,215	5,079	5,873	6,779
少数股东损益	140	75	203	235	271
归属母公司净利润	3,757	4,140	4,876	5,638	6,508
EBITDA	5,006	5,469	6,348	7,239	8,230
EPS(当年)(元)	9.29	10.23	12.05	13.93	16.08

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,331	2,826	5,375	6,367	6,355
净利润	3,897	4,215	5,079	5,873	6,779
折旧摊销	308	452	398	402	402
财务费用	34	37	74	79	79
投资损失	35	76	131	154	177
营运资金变动	-1,024	-2,012	-365	-197	-1,137
其它	80	58	58	54	56
投资活动现金流	-2,426	-2,255	-1,657	-715	-1,057
资本支出	-2,225	-2,088	-1,426	-558	-877
长期投资	-213	-169	-135	0	0
其他	12	2	-97	-157	-180
筹资活动现金流	807	-776	-264	-579	-629
吸收投资	1,413	3	0	0	0
借款	15	-107	190	0	0
支付利息或股息	-321	-529	-524	-579	-629
现金流净增加额	1,708	-197	3,454	5,073	4,668

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Paraxel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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任何责任，投资者需自行承担风险。