

亿帆医药 (002019)

证券研究报告

2023 年 12 月 30 日

业绩底部反转向，多款药物取得阶段性成果

公司业务结构转换取得阶段性成果，制剂业务增长带动收入恢复正增长

药品业务中化药和中药板块均取得较高的增长，2023H1 化药销售收入为 3.9 亿，同比增长 39.4%，中成药销售收入为 4.05 亿，同比增长 14.8%。丁甘交联玻璃酸钠相较目录内同类产品具有明确的临床优势，已通过医保谈判成功进入 2023 年版国家医保药品目录。2023 年新获批化药硫酸长春新碱注射液、重酒石酸去甲肾上腺素注射液、氯法拉滨注射液等产品陆续实现挂网发货。

创新药亿立舒 F-627 进入 2023 年版国家医保药品目录，海外获得美国 FDA 批准上市并受 NCCN 推荐

F-627 是由控股子公司亿一生物基于 Di-Kine™ 双分子技术平台研发的长效升白药，用于治疗成年非髓性恶性肿瘤患者在化疗后引发的中性粒细胞减少症。2023 年 5 月，F-627 在中国获批上市，是国内首个获批上市的第三代升白药，并通过医保谈判成功进入 2023 年版国家医保药品目录，同年 11 月在美国获批上市，并正式被 NCCN 推荐。同时，巴西和欧洲已经成功收到 GMP 证书。

FIC 创新药 F-652 开展多项临床研究探索，取得阶段性成果

F-652 是重组人白介素 22 (IL-22) Fc-融合蛋白，截至 2023 年上半年，F-652 已经完成了在中国治疗慢加急性肝衰竭 (ACLF) 的 II 期临床试验，F-652 先前完成了在美国开展的用于治疗重度酒精性肝炎 (AH) 的 IIa 期临床试验和急性移植抗宿主病的 IIa 期临床试验，均取得了积极的临床结果。全球范围内，目前暂无 IL-22 药物获批上市，F-652 具有 FIC 潜力。

公司原料药泛酸钙价格稳定，业务运营风险相对较小

公司原料药主要为维生素 B5 (泛酸钙)，2022 年 7 月起，泛酸钙价格持续下跌，截至 2023 年 11 月 24 日，价格维持在 57 元/公斤。虽然成交价格下降明显但公司维生素原料药出口占比高且成交量相较同期大幅增长，致原料药板块整体业绩取得了较好的经营成果。当前泛酸钙价格处于较低水平，业务运营相对平稳，风险相对较小。

盈利预测与投资评级

考虑到公司 2023Q1-3 经营情况以及减值，我们将公司 2023 至 2025 年营业收入由 47.05 亿、58.92 亿、65.09 亿元调整为 41.71 亿、58.64 亿、72.33 亿元人民币，归母净利润由 4.60 亿、5.25 亿、8.21 亿元调整为 1.36 亿、4.46 亿、6.58 亿元人民币。对公司业务采用 PE 法进行估值，给予公司 2024 年 54 倍 PE，目标价为 19.66 元，维持“买入”评级。

风险提示：汇率波动风险；创新药研发进度不及预期风险；创新药销售不及预期风险；原料药价格下跌风险；商誉减值风险；交易异动风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,409.04	3,836.64	4,171.20	5,864.05	7,233.00
增长率(%)	(18.36)	(12.98)	8.72	40.58	23.34
EBITDA(百万元)	729.08	700.50	737.49	867.01	1,059.68
归属母公司净利润(百万元)	278.40	191.28	135.90	446.45	657.80
增长率(%)	(71.25)	(31.29)	(28.95)	228.51	47.34
EPS(元/股)	0.23	0.16	0.11	0.36	0.54
市盈率(P/E)	65.09	94.73	133.34	40.59	27.55
市净率(P/B)	2.12	2.06	1.70	1.62	1.51
市销率(P/S)	4.11	4.72	3.71	2.64	2.14
EV/EBITDA	26.18	19.09	20.23	18.90	13.83

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	14.78 元
目标价格	19.66 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,226.02
流通 A 股股本(百万股)	851.11
A 股总市值(百万元)	18,120.65
流通 A 股市值(百万元)	12,579.46
每股净资产(元)	7.33
资产负债率(%)	24.95
一年内最高/最低(元)	16.86/11.90

作者

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

曹文清 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523120003
caowenqing@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《亿帆医药-半年报点评:自研产品销售进入收获期,海外市场深化推进》2023-09-01
- 《亿帆医药-年报点评报告:自有产品增速较快,创新药有望迎来多地获批上市》2023-05-07
- 《亿帆医药-公司点评:亿一生物增发优化资本结构,与中生加深合作》2022-06-03

内容目录

1. 亿立舒 F-627 领跑长效升白药，致力全球商业化.....	3
2. FIC 创新药 F-652 开展多项临床研究，取得阶段性成果.....	4
3. 公司业务结构转换取得阶段性成果，制剂业务增长带动收入恢复正增长.....	7
3.1. 丁甘交联玻璃酸钠注射液获批上市，长效交联制剂领先同类.....	8
3.2. 中成药销售情况稳中向好，临床取得阶段性成果.....	9
4. 原料药价格下跌，细分市场领先地位不变.....	10
5. 盈利预测与估值.....	11
6. 风险因素.....	11

图表目录

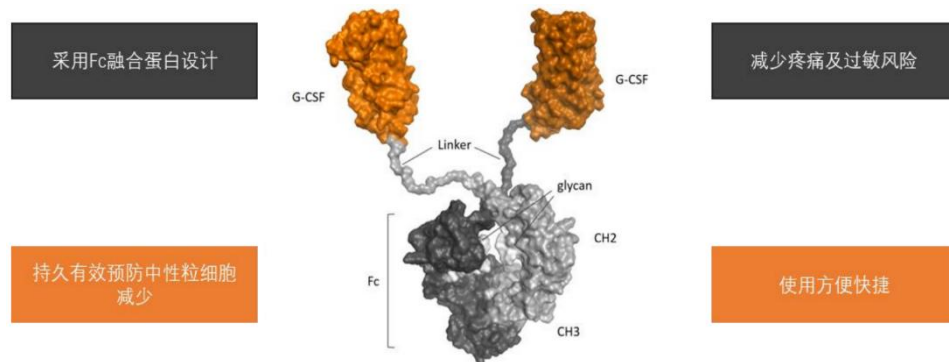
图 1：基于 Fc 融合蛋白技术的 G-CSF 艾贝格司亭 α 结构及特点.....	3
图 2：1-4 周期的 ANC 谷值中位数（单位： $10^9/L$ ）.....	4
图 3：1-4 周期 ANC 最低值恢复到 $2.0 \times 10^9/L$ 所需时间（单位：天）.....	4
图 4：2018-2023 年（截止 Q3）头部长短效升白药销售额（亿元）.....	4
图 5：2022 长效 G-CSF 市场份额及销售额（亿元）.....	4
图 6：IL-22 对多个组织器官具有保护作用.....	4
图 7：2018-2023(截止 Q3) 玻璃酸钠销售额（万）.....	9
图 8：2023 前三季度玻璃酸钠市场份额.....	9
图 9：市场报价:泛酸钙(98%,国产)（元/千克）.....	10
表 1：升白药产品效果及结构信息对比.....	3
表 2：IL-22 潜在适应症研究进展.....	5
表 3：F-652 多适应症研发进展.....	6
表 4：F-652 临床试验数据梳理.....	7
表 5：主要制剂品种市场销售信息.....	8
表 6：玻璃酸钠药物市场与产品信息.....	8
表 7：主要中成药市场销售信息.....	9
表 8：亿帆医药营业收入预测（百万元）.....	11
表 9：费用及利润预测（百万元）.....	11
表 10：可比公司估值.....	11

1. 亿立舒 F-627 领跑长效升白药，致力全球商业化

目前临床常用的长效升白药多为粒细胞集落刺激因子 G-CSF，它可以促进粒系造血干细胞分化为成熟中性粒细胞，促进骨髓释放中性粒细胞，提高中性粒细胞吞噬抗原、形成氧自由基的能力。亿立舒®(艾贝格司亭α注射液)，是亿帆医药控股子公司亿一生物于 Di-Kine 双分子技术平台开发的第三代 G-CSF，用于治疗化疗致中性粒细胞减少症。

采用 Fc 融合蛋白取代 PEG，兼顾安全性与半衰期。不同于第二代升白产品采用 PEG 提高半衰期的设计，亿立舒采用 Fc 蛋白融合的技术提高分子半衰期。Fc 蛋白增加分子量降低肾脏清除率；此外，在 PH6-6.5 的酸性条件下，Fc 段与 FcRn 相互作用，从而使得血浆半衰期显著延长，能够在体内发挥长效作用。Fc 融合蛋白设计既实现了半衰期的延长，又可避免 G-CSF 活性位点被 PEG 包裹而影响功能蛋白活性，从而实现长效、强效的升白疗效。

图 1：基于 Fc 融合蛋白技术的 G-CSF 艾贝格司亭 α 结构及特点



资料来源：医脉通血液科公众号，晴医荟公众号，天风证券研究所

表 1：升白药产品效果及结构信息对比

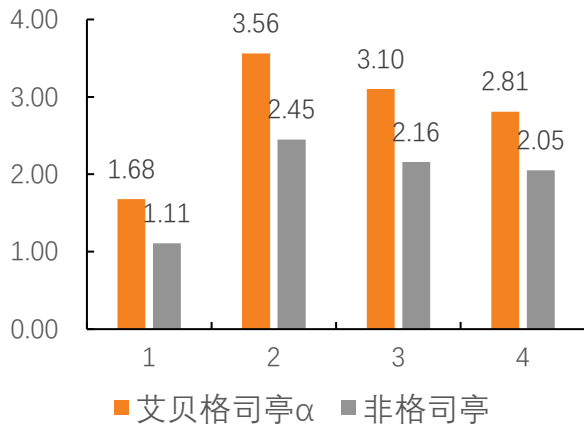
升白药产品	亿立舒（三代长效）	二代（长效）	一代（短效）
半衰期	46.9 h	48-60 h	3-8 h
给药时间	至少化疗后 24h	至少化疗后 48h	至少化疗后 24h
给药频次	一次/化疗周期	一次/化疗周期	一次/天
分子结构	G-CSF 双分子	单个 G-CSF 分子	单个 G-CSF 分子

资料来源：齐鲁制药官网，中国药促会，药智网，亿立舒说明书等，天风证券研究所

2023 年顺利纳入医保，国内外商业化前景明确。亿立舒 F-627 已于 2023 年 5 月于中国上市，成为首个获批的第三代升白产品，并通过医保谈判成功进入 2023 年版国家医保药品目录；在 2023 年 11 月 17 日成功获得 FDA 批准在美国上市。巴西和欧洲已成功收到 GMP 证书，我们预计评审结果有望在 2024 年上半年得出。中国境内亿立舒的商业化权力和知识产权已转让给正大天晴药业，美国市场将与 ACROTECH 公司合作进行产品的商业化开发。

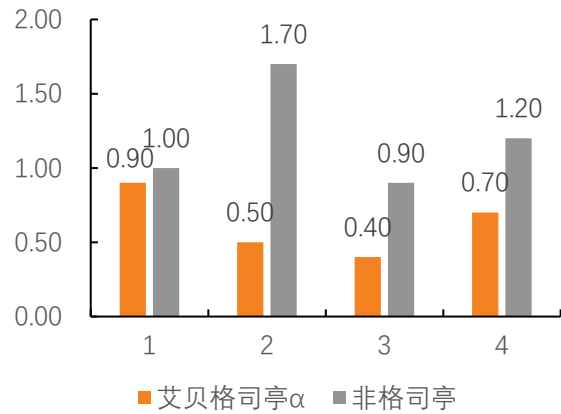
临床数据显示疗效和安全性优势，正式被美国 NCCN 指南推荐。多个临床研究显示亿立舒 F-627 能持续且有效降低 2-4 周期中性粒细胞减少的发生率，安全性更优。在已公布的 GC-627-04 试验数据中，亿立舒 F-627 和安慰剂组在第 1 周期的 FN 发生率分别为 4.8% 和 25.6%，差异具有统计学意义。亿立舒 F-627 在第 1 周期的抗生素使用率为 10.8%，远低于安慰剂为 33.3%。在与培非格司亭药物对照的全球 III 期临床研究中，亿立舒 F-627 在化疗第 3、4 周期 4 级中性粒细胞减少症的发生率更低。亿立舒 F-627 的患者治疗依从性更好，治疗退出率低。在安全性方面，培非格司亭产品的全因死亡率是亿立舒 F-627 的两倍，亿立舒 F-627 副作用明显更小。

图 2：1-4 周期的 ANC 谷值中位数（单位： $10^9/L$ ）



资料来源：国家医疗保障局，天风证券研究所

图 3：1-4 周期 ANC 最低值恢复到 $2.0 \times 10^9/L$ 所需时间（单位：天）



资料来源：国家医疗保障局，天风证券研究所

长效制剂占据升白药主要市场。目前，国内长效升白药的竞争市场是由石药集团的津优力、齐鲁制药的新瑞白和恒瑞医药的艾多主导。今年也有特宝生物的珮金和亿帆医药的亿立舒新上市加入。根据米内网数据统计，国内的 G-CSF 市场中，长效市场占比约 70%，2022 年国产长效升白药样本医院销售额超过 62 亿元。具体销售情况中，石药集团津优力占据的长效市场份额超过 37%，齐鲁制药新瑞白占比约 36%。

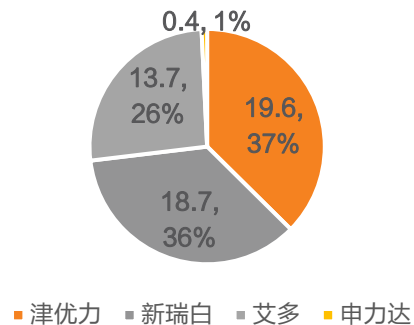
依从性良好，给药时间缩短，亿立舒竞争力强劲。亿立舒 F-627 是预装式注射器给药，每化疗周期仅需给药一次，便捷性优于其他 G-CSF，依从性更好。除此之外，亿立舒 F-627 是国内唯一有关键临床试验数据支持化疗结束 24h 后即可给药的 G-CSF，医保目录内的其他长效 G-CSF 多需在化疗结束 48h 后才可给药。在价格上，亿立舒 F-627 目前中标价为 5998 元。本品一周期仅使用一支，价格相对合理，且亿立舒 F-627 已通过医保谈判成功进入 2023 年版国家医保药品目录，有望在价格方面提升竞争优势。

图 4：2018-2023 年（截止 Q3）头部长短效升白药销售额（亿元）



资料来源：医药魔方，天风证券研究所

图 5：2022 长效 G-CSF 市场份额及销售额（亿元）

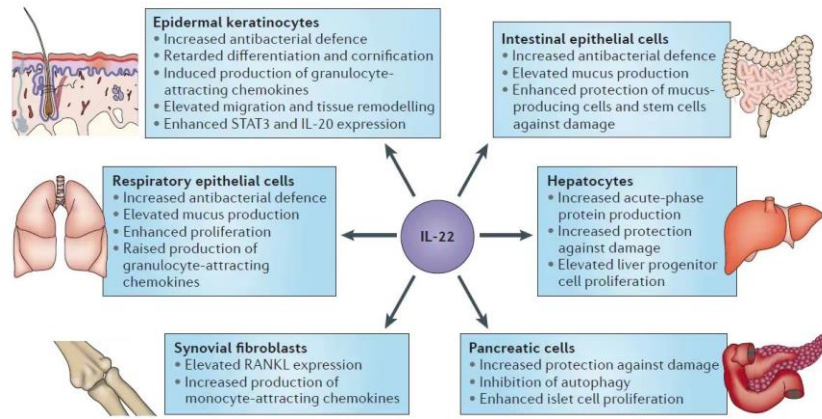


资料来源：医药魔方，天风证券研究所

2. FIC 创新药 F-652 开展多项临床研究，取得阶段性成果

F-652 具有广泛的适应症开发潜力。F-652 是重组人白介素 22-Fc 融合蛋白。IL22 主要由活化的多种 T 细胞分泌，可结合在靶细胞表面并促进靶细胞分泌抗菌蛋白等，从而保护靶细胞免受损伤，此外 IL-22 还可以抑制靶细胞分化、促进靶细胞增殖，有一定的修复功能。IL-22 的靶细胞主要是具有屏障功能的细胞，如消化和呼吸系统的上皮组织以及胰腺、肝脏、肾脏和关节等。

图 6：IL-22 对多个组织器官具有保护作用



资料来源：《Nature Reviews Drug Discovery》：“Therapeutic opportunities of the IL-22 - IL-22R1 system”（作者：Robert Sabat 等），天风证券研究所

表 2：IL-22 潜在适应症研究进展

适应症	证据级别	作用简述	实验数据
酒精性肝损伤	动物	抗氧化、抗细胞凋亡、抗脂肪变性、增殖和抗菌	用 IL-22 重组蛋白治疗可激活肝脏信号转导和转录激活因子 3(STAT3)并改善酒精性脂肪肝、肝损伤和肝脏氧化应激。给小鼠注射 IL-22 腺病毒可预防酒精引起的脂肪变性和肝损伤。IL-22 可上调几种抗氧化、抗凋亡和抗菌基因。
	动物	预防细菌感染和急性肾损伤的发生	用 IL-22 处理提高肾小管上皮细胞的存活和再生，显著改善缺血再灌注损伤；另一方面，IL-22 通过刺激上皮细胞产生抗菌蛋白，在宿主防御入侵病原体的过程中发挥重要作用。
	动物	减少乙醇诱导的脂肪性肝炎	将 IL-22 与乙醇饮食一起喂给小鼠，与喂食同基因对照品系的小鼠相比，这些小鼠的肝损伤、炎症和细菌转移到肝脏的情况减少。
非酒精性脂肪性肝病	动物	促进益生菌治疗效，减少脂肪累积	IL-22 通过激活 JAK1/STAT3 信号通路和抑制凋亡因子 BAX 来参与益生菌的治疗。在 IL-22 存在的情况下，益生菌可以显著减少肝脏脂肪滴和甘油三酯 (TG) 的积累；而在没有 IL-22 的情况下，脂肪滴和 TG 水平显著增加。
	动物	抑制转氨酶升高	IL-22 降低了高脂肪饮食诱导的血清丙氨酸转氨酶(ALT)和天冬氨酸转氨酶(AST)水平的升高，并部分抑制了参与肝脏脂质合成的脂质相关基因的上调。
	动物	抑制细胞凋亡	IL-22 的过度表达可以显著增加 STAT3 的活性和抗凋亡蛋白的诱导，如 Bcl-xL、Bcl-2 和 Mcl-1。
中毒性肝病	动物	减轻肝损伤	注射化学物质刀豆球蛋白 A (ConA) 后，肝脏中 IL-22 蛋白的表达得到显著诱导。中和抗体对 IL-22 的阻断可加重 ConA 诱导的肝损伤，用重组 IL-22 蛋白治疗可减轻损伤。
	动物	促进肝干/祖细胞的增殖	炎症细胞产生的 IL-22 可通过激活 STAT3 促进肝干/祖细胞的增殖。
乙肝	动物	抑制炎症细胞向肝脏的募集	IL-22 的消耗显著抑制了趋化因子的表达和炎症细胞向肝脏的募集。
	临床	减轻肝纤维化和门脉高压	高水平的 IL-22 可以减轻丙型肝炎患者的肝纤维化和门脉高压程度，而 IL-22BP (IL-22 结合蛋白，IL-22 的生理抑制剂) 会增加发生严重纤维化的风险。
丙肝	动物	减少肝纤维化并加速恢复过程中肝纤维化的消退	IL-22 过表达，无论是 IL-22 转基因小鼠还是外源性施用表达 IL-22 的腺病毒，都能够减少肝纤维化并加速恢复过程中肝纤维化的消退。
肝硬化	动物	诱导肝星状细胞 (HSC) 的衰老	HSC 参与肝纤维化的形成，IL-22 可激活肝脏信号转导和 STAT3，并通过 p53 和 p21 依赖途径促进 HSC 的衰老。
炎症性肠病 (IBD)	动物	产生抗菌肽	IL-22 刺激产生不同种类的抗菌肽，例如 S100A7、S100A8、S100A9b-防御素 2、再生基因(Reg)IIIc 和 RegIIIb。
	动物/细胞	增强上皮的完整性	覆盖肠道表面的粘液在保持上皮屏障完整性方面起着重要作用。已使用人结肠癌细胞系 (T84 和 HT29) 和来自小鼠的原代结肠上皮细胞证明了 IL-22 通过激活 STAT3 促进功能性 MUC (mucus-associated protein, 粘液相关蛋白) 1 产生的能力。IL-22 的基因传递增强了结肠上皮细胞内 STAT3 的活化，并诱导粘液相关分子的 STAT3 依赖性表达和产生粘液的杯状细胞的恢复。IL-22 能诱导 MUC1、MUC3 和 MUC4mRNA

		的表达。	
1 动物/2 动物/3 动物+ 临床	促进粘膜愈合	1. IL-22 缺陷小鼠、缺乏 IL-22 表达的小鼠和用抗 IL-22 抗体治疗的小鼠在葡聚糖硫酸钠诱导的上皮损伤后粘膜愈合中会受到损伤。 2. 用于增强结肠 IL-22 表达的基因疗法、将 IL-22 靶向递送至发炎区域都促进了粘膜愈合。 3. 芳烃受体 Ahr 的配体 Ficz 能够诱导 IL-22 的表达，用 Ficz 处理可增强粘膜愈合。	
动物	诱导腹泻以清除肠道病原体，抑制针对肠道细菌抗原的适应性免疫反应，改善内质网(ER)应激	IL-22 刺激紧密连接分子 Claudin-2 的表达，该分子可诱导水流出（腹泻）以清除肠道病原体。4-2IL-22 抑制了滤泡相关上皮(FAE)的抗原摄取。IL-22 可以减少高脂肪饮食诱导的上皮内质网与氧化应激。	
动物	保护小鼠免受 IBD	IL-22 缺陷的小鼠尤其易感染柠檬酸杆菌、肠道沙门氏菌和念珠菌，从而患肠炎。IL-22 保护小鼠免受 IBD，这种保护由 CD4+T 细胞和表达 IL-22 的 NK 细胞介导。	
临床	诱导粘膜愈合	喜蕾散（成分天然靛蓝可激活 IL-22 的通路）是一种已用于治疗溃疡性结肠炎的中草药。最近一项针对 20 名中度溃疡性结肠炎患者的研究表明，口服天然靛蓝可诱导 61% 的患者粘膜愈合。	
哮喘	动物 抑制肺部炎症	在过敏原激发阶段，抗体介导的 IL-22 中和显著增强了炎症细胞浸润和 Th2 致敏小鼠支气管肺泡灌洗液中细胞因子的产生。	
	临床 抑制肺部炎症	IFN-γ 能够引发炎症性细胞因子的表达，这与重症哮喘的发病机制有关，而 IL-22 可以控制 IFN-γ 介导的肺部炎症的程度。	
急性病毒性心肌炎	动物 降低心肌炎严重程度，抑制心肌纤维化	用抗 IL-22 抗体治疗加剧小鼠病毒性心肌炎的程度。IL-22 可作为心肌的保护因子来抑制心肌纤维化，用抗 IL-22 抗体治疗会降低存活率并加剧心肌纤维化。	
心肌缺血和心梗	动物 预防心室重构和心力衰竭	每天皮下注射重组 IL-227 天后，肝细胞来源的成纤维细胞生长因子-21 显著增加，28 天后，可减轻不良室室重构并改善小鼠心功能。	
动脉粥样硬化	临床 抗炎作用	动脉粥样硬化被认为是一种慢性炎症性疾病，IL-22 上调 IFN-γ 诱导型趋化因子 CXCL-9、CXCL-10 和 CXCL-11 的表达，表明它们的抗炎作用可能受这些趋化因子调节。	
心脏移植排异	动物 在导致心脏移植排斥的炎症中发挥保护作用	IL-22 的缺乏会增加被排斥的心脏同种异体移植中细胞浸润的动力学，随后会加快排斥反应的速度，并促进移植体内的出血性坏死。	

资料来源：Pubmed：“Clinical importance of IL-22 cascade in IBD”（作者 Atsushi Mizoguchi 等），“IL-22 ameliorates intestinal inflammation in a mouse model of ulcerative colitis”（作者 Ken Sugimoto 等）等文献，天风证券研究所

布局多个适应症，临床研究取得阶段性进展。F-652 目前在研的适应症多个，分别为慢加急性肝衰竭（ACLF）、酒精性肝炎（AH）、急性移植物抗宿主病（aGVHD）、新生儿坏死性小肠结肠炎（NEC）和胰腺炎。2019 年 10 月 F-652 被 FDA 授予治疗 GVHD 的孤儿药资格。截至 2023 年 12 月 21 日，F-652 已经完成了在中国治疗慢加急性肝衰竭（ACLF）的 II 期临床试验，并宣布试验结果达到预期目标。与此同时，F-652 治疗重度酒精性肝炎（AH）的 II 期临床试验已经获得中国药监局（CDE）的批件，并且美国 FDA 已完成对临床方案的审核。在美国和中国两地，相关的临床试验启动准备工作正在有条不紊地进行。

除此之外，斯隆凯特林癌症中心（MSKCC）在 2023 年上半年获得了美国 FDA 的紧急授权批准，随后对三名先前治疗失败的急性移植物抗宿主病（aGVHD）患者进行了 F-652 作为最后治疗手段的探索。研究结果显示，患者对 F-652 治疗表现出良好的耐受性，其中两名患者出现了部分缓解的情况。这一研究结果已经提交至美国移植和细胞治疗学会，有望得到发表。

表 3：F-652 多适应症研发进展

在研项目	适应症	国内项目进展（截至 2023 年 12 月 21 日）	国外项目进展
F-652	酒精性肝炎	中国批准 II 期临床	美国 IIa 期临床已完成 FDA 已完成对 II 期临床方案的审核

F-652	慢加急性肝衰竭	中国 II 期临床已完成	/	
F-652	急性移植抗宿主病		/	美国 IIa 期临床已完成
F-652	新生儿坏死性肠炎		/	美国 Pre-IND 会议筹备中
F-652	急性胰腺炎	中国 Ia 期临床已完成	/	

资料来源：亿帆医药官网，米内网，天风证券研究所

半衰期提高显著，疗效显著。从 F-652 的数次临床试验结果来看，F-652 的半衰期相较常态 IL-22 提高 30 余倍，药效持续时间也显著增加。药代动力学研究结果表明 F-652 项目的半衰期由常态 IL22 的 2 小时延长至 66 小时。在有效性方面，Lille 和 MELD 分数提示 F-652 有显著较好的治疗效果，细胞炎症因子的相关生物标志物降低，再生的生物标志物上升。在安全性方面，无严重不良反应事件。

表 4：F-652 临床试验数据梳理

登记号	试验题目	适应症	试验类型	试验结果
NCT02406651	研究 IL-22 IgG2-Fc(F-652) 适用于 II-IV 级下消化道 aGVHD 的受试者	急性移植抗宿主病，	干预性	在 27 名患者中，19 名（70%；80% 置信区间，56%-79%）在第 28 天有治疗反应，达到了预先设定的主要终点。应答者表现出独特的粪便微生物群组成，其特征是共生厌氧菌的扩张，表明 GVHD 相关的生态失调得到改善，以促进胃肠道 GVHD 患者受损粘膜的恢复并促进微生物健康。
NCT02655510	用于 F-652 酒精性肝炎患者	酒精性肝炎	干预性	F-652 治疗中重度酒精性肝炎具有良好的安全性和耐受性；F-652 治疗后可显著改善 MELD 评分，并减少不良反应的发生。
CTR20160042	评价健康受试者单次和多次静脉给予重组人白介素 22-Fc 融合蛋白（F-652）的安全性、耐受性和药代动力学的 I 期临床试验	健康受试者	安全性，耐受性，药代动力学	健康受试者安全耐受，符合药代动力学原理。

资料来源：clinicaltrials, 亿帆医药公告等，天风证券研究所

F-652 慢加急性肝衰竭适应症的中国 II 期临床已完成，结果达到预期目标。慢加急性肝衰竭（acute-on-chronic liver failure, ACLF）是指在慢性肝病基础上出现的急性肝功能恶化，以肝脏和/或肝外器官衰竭和短期高病死率为主要特征的复杂综合征。ACLF 在欧美国家的慢性肝脏基础疾病以酒精性肝炎和慢性丙型肝炎为主，而我国及亚太地区以慢性乙型肝炎为主。我国慢性肝病人口基数大，其中慢性乙肝患者的总人数达 3,000 万左右，在住院的肝硬化人群中 ACLF 的发病率为 24-40%，其病情凶险，预后极差，死亡率高达 50-80%。慢加急性肝衰竭目前使用的治疗方式局限性较大，内科综合治疗和人工肝治疗不能有效快速阻断病程进展和降低死亡率，外科肝移植治疗受限于供体缺乏、费用昂贵以及免疫排斥等因素。F-652 的临床试验在全球范围内填补了该领域的研究空白，有望带来治疗方式的革新。

3. 公司业务结构转换取得阶段性成果，制剂业务增长带动收入恢复正增长

亿帆医药自有产品（含进口）2023 年上半年实现营业收入 10.31 亿元，较上年同期增长 20.92%，其中中药自有产品销售收入 4.05 亿元，同比增长 14.80%。化药自有产品（含进口总代）产品销售收入 3.9 亿元，同比增长 39.44%。2023 年新获批化药硫酸长春新碱注射液、重酒石酸去甲肾上腺素注射液、氯法拉滨注射液等产品陆续实现挂网发货，这将有利于提升公司未来国内药品的销售业绩。

表 5：主要制剂品种市场销售信息

主要产品	产品功能	样本医院销售额 2023H1（万元）
丁甘交联玻璃酸钠注射液	主要用于治疗膝骨关节炎	/
注射用更昔洛韦	适用于治疗危及生命或视觉的免疫缺陷患者的巨细胞病毒感染，以及预防器官移植病人的巨细胞病毒感染。	9,536
拉考沙胺注射液	适用于 4 岁及以上癫痫患者部分性发作的联合治疗	2,711
美法仑片	适用于治疗多发性骨髓瘤及晚期卵巢腺癌，单独应用或与其他药物合用，对于部分晚期乳腺癌病人有显著疗效	11
普乐沙福注射液	适用于非霍奇金淋巴瘤(NHL)患者动员造血干细胞(HSC)进入外周血，以便于完成 HSC 采集与自体移植	888
硫酸长春新碱注射液	用于治疗急性白血病，霍奇金病，恶性淋巴瘤，也用于乳腺癌、支气管肺癌、软组织肉瘤、神经母细胞瘤等	8,212
注射用盐酸阿柔比星	急性白血病、恶性淋巴瘤，也可试用于其他实体恶性肿瘤	948
乳果糖口服溶液	治疗便秘；预防和治疗肝性脑病	64,546
雌三醇乳膏	治疗绝经女性因雌激素低下导致的生殖道、泌尿道萎缩	220
精蛋白人胰岛素混合注射液	用于 I 型或 II 型糖尿病治疗	43,403
维 A 酸片	适用于痤疮、扁平苔藓、白斑、毛发红糠疹和面部糠疹等	3,106
缩宫素鼻喷雾剂	具有加强子宫收缩和可促使乳腺泡周围的平滑肌细胞收缩促进排乳的作用.可用于协助产妇产后乳腺分泌的乳汁的排出	2,291

资料来源：亿帆医药官网，米内网，天风证券研究所

3.1. 丁甘交联玻璃酸钠注射液获批上市，长效交联制剂领先同类

交联剂差异化设计，减少给药频次。丁甘交联玻璃酸钠注射液作为亿帆医药化药制剂的核心品种，已于 2023 年 4 月获批上市，并通过医保谈判成功进入 2023 年版国家医保药品目录。丁甘主要用于治疗膝骨关节炎，使用交联剂（1,4-丁二醇二缩水甘油醚，BDDE）与 HA 交联，以创新的交联技术和更高的安全性领先同类产品。1,4-BDDE 分子中含有烷氧基键，其聚合后可自由旋转而使材料柔软，特别适用于软组织的填充，且其可以提高透明质酸分子量，改善水溶性。相比其他玻璃酸钠注射液的生产技术，这种创新交联方法可以使玻璃酸钠分子量最大化，减少了给药次数，有效避免频繁给药引起的感染，提高了治疗安全性。

表 6：玻璃酸钠药物市场与产品信息

商品名称	通用名	生产/销售企业	疗程总价格（元）	疗程用药次数	给药间隔	交联技术
阿尔治	玻璃酸钠注射液	日本生化学	1619.85（进入医保）	5	每周一次	/
施沛特	玻璃酸钠注射液	山东博士伦福瑞达制药	1264.5	5	每周一次	/
海力达	玻璃酸钠注射液	华熙生物	647	5	每周一次	/
欣维可	交联玻璃酸钠注射液	赛诺菲	2976	3	每周一次	动物组织（鸡冠）中提取的低分子量玻璃酸钠

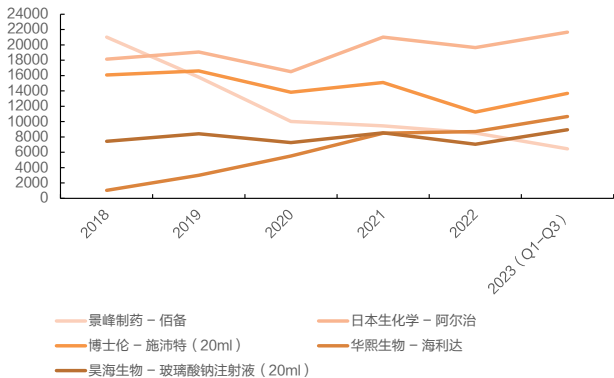
易尼康	丁甘交联玻璃酸钠注射液	亿帆医药	980 (进入医保)	1 每 6 个月一次	微生物发酵方法和交联技术生产的交联玻璃酸钠
-----	-------------	------	------------	------------	-----------------------

资料来源：药智网，丁香园，国家医疗保障局，赛诺非说明书，制药在线，天风证券研究所

亿帆医药已经完成丁甘交联玻璃酸钠的 III 期临床试验，并达到主要疗效终点。临床试验结论显示，在治疗膝骨关节炎患者连续 6 个月的疗效期内，Hyruan ONE 一次注射相较于对照药（欣维可）三次注射的疗效相当，这表明该产品单次注射即可达到其他玻璃酸钠注射液至少 3 次的注射疗效。且丁甘交联玻璃酸钠在末次给药 13 周后 WOMAC-Liker 疼痛评分下降均值为-7.43，疼痛评分较欣维可下降更多，安全性非劣于欣维可。

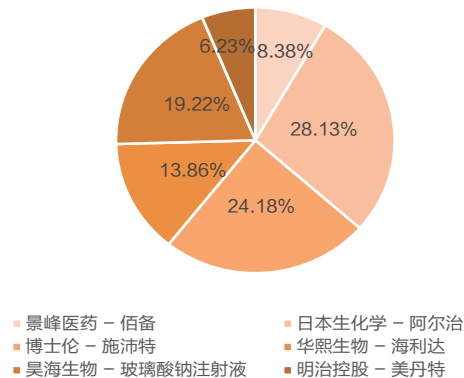
玻璃酸钠治疗群体广泛，丁甘市场前景广阔。目前国内仍以短效非交联玻璃酸钠为主，据米内网统计，2022 年玻璃酸钠注射液中国市场规模约 14.85 亿元。丁甘交联玻璃酸钠注射液作为长效制剂填补了市场空缺。中国健康与养老追踪调查研究结果显示，我国 45 岁及以上人群症状性膝关节的患病率为 8.1%，全国约 4800 万症状性膝关节患者。2022 年我国每年约有 150 万名膝骨关节炎患者接受短效、中效玻璃酸钠治疗。根据流行病学研究显示，预计到 2030 年有近 4 亿人患有膝骨关节炎。由于使用群体基数庞大，丁甘有望在中国市场实现普及和渗透。

图 7：2018-2023(截止 Q3) 玻璃酸钠销售额 (万)



资料来源：医药魔方，天风证券研究所

图 8：2023 前三季度玻璃酸钠市场份额



资料来源：医药魔方，天风证券研究所

交联玻璃酸钠领域国内在研竞品稀少，竞争力均不如丁甘交联玻璃酸钠注射液。两家交联玻璃酸钠在研企业，分别是景峰医药和佳时泰医药。景峰医药的在研产品交联玻璃酸钠 JZC11 (HA1) 目前处于 III 期临床状态，佳时泰的交联产品也已获批临床。目前国内对于交联玻璃酸钠的研发对丁甘交联玻璃酸钠的影响较小。

3.2. 中成药销售情况稳中向好，临床取得阶段性成果

公司的中成药产品线广布，涵盖妇科类、儿科类、皮肤类、骨科类等多类别药品，主要产品如下表所示。2023 年上半年，亿帆中成药销售收入为 4.05 亿，同比增长 14.8%。截至 2023 年 4 季度，亿帆医药完成了中药断金戒毒胶囊 Ib 期患者临床入组工作，复方银花解毒颗粒在儿童流行性感冒（风热证）的 III 期临床试验的首例入组，并同步推进了 4 个经典名方中药制剂的研究工作。三个季度，小儿青翘颗粒与除湿止痒软膏销售额已经过亿，销售趋势稳中向好，为公司持续提供稳定的营业收入。

表 7：主要中成药市场销售信息

产品名称	适应症	销售额 2023H1 (万元)	销售额 2023Q3 (万元)
------	-----	-----------------	-----------------

小儿青翘颗粒	疏风清热，解毒利咽，消肿止痛。用于风热乳蛾；证见：发热、咽痛、喉核肿大、舌红、苔黄等；主治小儿急性扁桃体炎（急乳蛾）具有上述证候者	8003	4270
复方银花解毒颗粒	疏风解表，清热解毒。用于普通感冒、流行性感冒属风热证，症见：发热，微恶风，头痛，鼻塞流涕，咳嗽，咽痛，全身酸痛，苔薄白或微黄，脉浮数	4275	1547
麻苈消咳颗粒	清肺化痰，止咳平喘。用于急性支气管炎、慢性支气管炎急性发作属痰热郁肺证，症见：咳嗽、喘息、痰黄或稠厚、发热、口干、苔黄腻、舌红等症	554	242
除湿止痒软膏	用于急性、亚急性湿疹证属湿热或湿阻型的辅助治疗	6702	3691
皮敏消胶囊	祛风除湿，清热解毒，凉血止痒。用于急慢性荨麻疹、急性湿疹属风热证或风热挟湿证者	2020	1134
疤痕止痒软化乳膏	用于灼伤或手术后的增殖性疤痕等	427	284
妇阴康洗剂	用于支原体、衣原体、淋菌引起的急性慢性尿道炎、阴道炎、盆腔炎、前列腺炎	1890	1171
复方黄黛片	清热解毒，益气生血。用于初治的急性早幼粒细胞白血病	2354	1374
坤宁颗粒	具有活血行气，止血调经的作用。用于气滞血瘀所致妇女月经过多，经期延长	-	-
银杏叶丸	天然的 PAF 拮抗剂，活血、化瘀、通络。用于防治心脑血管疾病、老年痴呆，抗血栓、抗衰老、抗癌变，提高智力、提高免疫力	26	20
颈通颗粒	补血益气、活血化瘀、散风利湿。用于颈椎病引起的颈项疼痛、活动不利、肩痛	588	247

资料来源：医药魔方，亿帆医药公司公告，天风证券研究所

4. 原料药价格下跌，细分市场领先地位不变

原料药价格下跌，营收保持稳定。公司原料药产品主要为维生素 B5(泛酸钙)及原 B5 等。维生素 B5，又称 D-泛酸钙，是人体和动物维持正常生理机能不可缺少的微量物质，主要用于医药、食品及饲料添加剂。2022 年 7 月起，泛酸钙价格持续下跌，截至 2023 年 11 月 24 日，价格为 57 元/公斤。上半年维生素行业在供需产能过剩、竞争加剧、下游需求持续偏弱等背景下，致维生素整体成交维持低迷，行业景气度未有明显修复。虽然公司维生素 B5 产品成交价格同比下降较大，但公司维生素系列产品销量较上年同期大幅增长，70%以上直接销往欧美等多个国家和地区，原料药实现了 4.2 亿营业收入，完成了公司年初预算目标，继续保持在该细分领域的市场领先地位。

图 9：市场报价:泛酸钙(98%,国产) (元/千克)



资料来源：wind，天风证券研究所

我们预计泛酸钙价格或已至谷底，后期有望反弹。在经历过 2022 年 7 月价格的快速下跌后，近期价格稳定在 59 元左右，并且与 2021 年价格低谷时接近。我们认为泛酸钙具有刚需属性，且目前价格已经跌至近年来低位。

5. 盈利预测与估值

考虑到公司 2023Q1-3 经营情况以及减值，我们将公司 2023 至 2025 年营业收入由 47.05 亿、58.92 亿、65.09 亿元调整为 41.71 亿、58.64 亿、72.33 亿元人民币，归母净利润由 4.60 亿、5.25 亿、8.21 亿元调整为 1.36 亿、4.46 亿、6.58 亿元人民币。维持“买入”评级。

表 8：亿帆医药营业收入预测（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
总营收	3,836.64	4,171.20	5,864.05	7,233.00
增速	-12.98%	8.72%	40.58%	23.34%
医药	2,870.71	3,402.1	5,083.1	6,440.0
增速	-14.23%	18.51%	49.41%	26.69%
医药原料及中间体	787.26	590.44	602.25	614.30
增速	0.02%	-25.00%	2.00%	2.00%
高分子材料（行业）	178.68	178.68	178.68	178.68
增速	-34.98%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 9：费用及利润预测（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
总营收	3,836.64	4,171.20	5,864.05	7,233.00
增速	-12.98%	8.72%	40.58%	23.34%
销售费用	1040.99	1042.80	1495.33	1844.42
销售费用率	27.13%	25.00%	25.50%	25.50%
管理费用	394.49	375.41	527.76	650.97
管理费用率	10.28%	9.00%	9.00%	9.00%
研发费用	190.20	208.56	410.48	506.31
研发费用率	4.96%	5.00%	7.00%	7.00%
净利润	191.28	135.90	446.45	657.80
增速	-31.29%	-28.95%	228.51%	47.34%

资料来源：wind，天风证券研究所

根据我们预计，2023-2025 年公司主营业务（包括医药、医药原料及中间体、高分子材料）的归母净利润分别为 1.36 亿元、4.4 亿元、6.58 亿元。我们根据公司所处行业及自身性质的角度选择可比公司，包括翰森制药、恒瑞制药、海思科共 3 家企业。对公司业务采用 PE 法进行估值，可比公司 2024 年 PE 估值均值为 47.9X，由于公司医药创新药产品 F-627 获批上市，有望在 2024 年开启放量，因此给予公司 2024 年 54 倍 PE，对应公司市值约为 241.08 亿元，目标价为 19.66 元，维持“买入”评级。

表 10：可比公司估值

公司简称	收盘价 (元)	目前市值 (亿元)	净利润（亿元）				PE(X)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
恒瑞医药	45.2	2885.2	39.1	46.4	56.1	68.3	71.9	62.2	51.4	42.2
翰森制药	14.3	847.4	25.8	27.3	31.1	35.4	29.4	31.0	27.2	23.9
海思科	23.2	257.9	2.8	3.0	4.0	5.3	88.2	85.4	65.1	49.0
可比公司平均	27.6	1330.2	22.6	25.6	30.4	36.3	63.1	59.5	47.9	38.4

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，收盘价及总市值为 2023 年 12 月 29 日收盘数据。

6. 风险因素

1) 汇率波动风险

因公司部分制剂，创新药是国际化销售，若汇率波动会对业绩造成影响。

2) 创新药研发进度不及预期

公司多款创新药在临床阶段，临床进度受多重因素影响，若研发进展不及预期，会对公司业绩造成影响。

3) 创新药销售不及预期

公司创新药选择在国际多地上市，并且采取合作模式，不可控因素多，若销售不及预期，会对公司业绩造成影响。

4) 原料药价格下跌

原料药具有周期属性，价格受供需影响，若价格进一步下跌，会对公司业绩造成影响。

5) 商誉减值

收购的子公司若在未来经营中不能较好地实现收益，那么收购的标的资产所形成的商誉将存在减值风险。

6) 交易异动风险

公司在 2023 年 6 月 6 日出现了交易异动，涨跌幅为-9.99%，实际涨跌幅偏离基准值为-8.27%。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,336.14	1,143.78	1,659.36	469.12	1,720.37	营业收入	4,409.04	3,836.64	4,171.20	5,864.05	7,233.00
应收票据及应收账款	1,086.87	1,182.83	801.68	2,212.18	1,600.34	营业成本	2,580.65	1,970.70	2,039.72	2,820.61	3,450.14
预付账款	125.72	158.37	56.42	266.19	152.25	营业税金及附加	37.24	31.64	34.40	48.37	59.66
存货	663.87	830.97	404.85	1,222.87	952.44	销售费用	892.63	1,040.99	1,042.80	1,495.33	1,844.42
其他	372.88	373.97	403.82	486.75	468.22	管理费用	404.37	394.49	375.41	527.76	650.97
流动资产合计	3,585.49	3,689.93	3,326.12	4,657.11	4,893.62	研发费用	196.64	190.20	208.56	410.48	506.31
长期股权投资	640.12	681.68	681.68	681.68	681.68	财务费用	72.22	22.24	43.37	44.93	44.07
固定资产	1,287.97	1,340.72	1,362.92	1,379.76	1,357.70	资产/信用减值损失	(72.98)	(144.66)	(280.00)	(165.88)	(196.85)
在建工程	257.46	175.80	175.80	175.80	175.80	公允价值变动收益	(0.01)	0.50	(48.07)	0.22	15.87
无形资产	3,091.43	3,298.74	3,203.75	3,108.76	3,013.77	投资净收益	(4.48)	(18.14)	(5.22)	(9.28)	(10.88)
其他	3,302.66	3,356.63	3,268.83	3,299.75	3,288.48	其他	90.56	204.87	0.00	(0.00)	(0.00)
非流动资产合计	8,579.64	8,853.58	8,692.98	8,645.75	8,517.44	营业利润	212.20	143.81	93.64	341.63	485.59
资产总计	12,165.12	12,543.50	12,019.10	13,302.86	13,411.06	营业外收入	4.86	20.95	20.00	15.27	18.74
短期借款	1,005.08	659.26	313.44	737.54	540.00	营业外支出	6.27	8.02	1.00	5.10	4.70
应付票据及应付账款	350.86	288.40	313.24	582.79	494.83	利润总额	210.79	156.74	112.64	351.80	499.62
其他	851.58	1,049.77	897.48	1,257.47	1,283.80	所得税	(31.42)	29.58	2.25	7.04	9.99
流动负债合计	2,207.52	1,997.44	1,524.16	2,577.80	2,318.62	净利润	242.21	127.15	110.39	344.77	489.63
长期借款	730.51	850.17	730.51	610.85	491.18	少数股东损益	(36.18)	(64.12)	(25.51)	(101.69)	(168.17)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	278.40	191.28	135.90	446.45	657.80
其他	358.22	347.69	345.45	350.45	347.86	每股收益(元)	0.23	0.16	0.11	0.36	0.54
非流动负债合计	1,088.73	1,197.86	1,075.96	961.30	839.05						
负债合计	3,390.57	3,397.26	2,600.11	3,539.10	3,157.67	主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	239.38	334.76	309.24	207.56	39.39	成长能力					
股本	1,054.40	1,046.32	1,046.32	1,046.32	1,046.32	营业收入	-18.36%	-12.98%	8.72%	40.58%	23.34%
资本公积	3,047.66	2,992.85	2,992.85	2,992.85	2,992.85	营业利润	-80.43%	-32.23%	-34.88%	264.83%	42.14%
留存收益	4,712.19	4,904.67	5,040.58	5,487.03	6,144.83	归属于母公司净利润	-71.25%	-31.29%	-28.95%	228.51%	47.34%
其他	(279.08)	(132.36)	30.00	30.00	30.00	获利能力					
股东权益合计	8,774.56	9,146.24	9,418.99	9,763.76	10,253.39	毛利率	41.47%	48.63%	51.10%	51.90%	52.30%
负债和股东权益总计	12,165.12	12,543.50	12,019.10	13,302.86	13,411.06	净利率	6.31%	4.99%	3.26%	7.61%	9.09%
						ROE	3.26%	2.17%	1.49%	4.67%	6.44%
						ROIC	3.79%	1.49%	1.43%	4.42%	4.95%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	27.87%	27.08%	21.63%	26.60%	23.55%
净利润	242.21	127.15	135.90	446.45	657.80	净负债率	9.50%	10.25%	-2.91%	13.60%	-2.29%
折旧摊销	198.02	217.26	220.47	227.96	233.80	流动比率	1.56	1.68	2.18	1.81	2.11
财务费用	74.59	85.85	43.37	44.93	44.07	速动比率	1.27	1.30	1.92	1.33	1.70
投资损失	4.48	18.14	5.22	9.28	10.88	营运能力					
营运资金变动	(280.93)	9.52	817.35	(2,024.96)	972.73	应收账款周转率	4.21	3.38	4.20	3.89	3.79
其它	62.86	14.15	(73.59)	(101.46)	(152.29)	存货周转率	7.07	5.13	6.75	7.21	6.65
经营活动现金流	301.23	472.07	1,148.73	(1,397.79)	1,766.98	总资产周转率	0.37	0.31	0.34	0.46	0.54
资本支出	438.86	438.28	149.92	144.81	119.34	每股指标(元)					
长期投资	(26.11)	41.56	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.23	0.16	0.11	0.36	0.54
其他	(920.64)	(1,150.01)	(205.92)	(304.47)	(278.88)	每股经营现金流	0.25	0.39	0.94	-1.14	1.44
投资活动现金流	(507.89)	(670.17)	(56.00)	(159.66)	(159.54)	每股净资产	6.96	7.19	8.71	9.13	9.76
债权融资	438.30	(110.23)	(739.52)	367.22	(356.19)	估值比率					
股权融资	(112.06)	83.83	162.36	0.00	0.00	市盈率	65.09	94.73	133.34	40.59	27.55
其他	(104.09)	13.74	0.00	(0.00)	0.00	市净率	2.12	2.06	1.70	1.62	1.51
筹资活动现金流	222.16	(12.66)	(577.16)	367.22	(356.19)	EV/EBITDA	26.18	19.09	20.23	18.90	13.83
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	35.48	27.14	28.86	25.65	17.74
现金净增加额	15.50	(210.76)	515.57	(1,190.23)	1,251.25						

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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：100088	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