

## 多元化疾病领域布局特色品种的创新药

## 买入|首次推荐

### 企，未来可期

#### ——吉贝尔(688566.SH)首次覆盖报告

##### 报告要点:

##### ● 公司是多元化疾病领域布局的创新药企，2023年业绩高增

公司是以升白药物利可君片、抗高血压复方一类新药尼群洛尔片等高新技术产品为主的特色创新药企，致力于抑郁症、肿瘤、胃病等的创新型药物的研发。2023Q1-Q3 营收和扣非归母净利润分别同比增长 44.64%、124.59%。

● **利可君片：临床不可替代升白口服药优势品种，肿瘤领域应用前景可期**  
升白口服制剂在围放化疗期能够预防和治疗白细胞减少的临床不可替代性为其建立了市场保护屏障。利可君被《临床路径释义·肿瘤疾病分册(2022年版)》作为治疗恶性肿瘤疾病的推荐用药收录在册。此外，利可君片可在化疗前期和后期弥补生物注射制剂用药时机有限、副作用明显的短板，且不影响放化疗的效果，与生物制剂不构成竞品关系，是临床上最常用的联用药物。2022 年利可君片销售收入和销售量分别同比增长 32.78%和 31.36%。

● **尼群洛尔：高血压伴高心率国产独家单片复方制剂，临床刚需且稀缺**  
高血压伴心率增快患者的心率管理问题逐渐受到重视：心率增快很可能是一项重要的心血管危险因素，伴随着增高的心血管事件发生率和死亡风险，我国单纯高血压患者中心率 $\geq 80$ 次/min者占比达 38.2%。尼群洛尔片为国产独家品种，创新性地运用 CCB 和 $\beta$ 受体阻滞剂的协同降压机制，在长时间有效控制血压的同时，又能有效保护靶器官。尼群洛尔片已被多个指南列为推荐用药。2018-2022 年尼群洛尔片收入年复合增长率达 31.9%。

● **研发管线：在研管线持续快速推进，重磅新品种有望接续成为新增长点**  
公司构建了以复方制剂研发技术、氘代药物研发技术、脂质体药物研发技术为支撑的研发技术平台，开启了一系列创新性药物的研发工作，预计 2025 年抗抑郁新药 JJH201501 将完成 III 期临床研究，申报生产批件和新药证书，有望成为公司未来业绩的新增长点。

##### ● 投资建议与盈利预测

随着利可君在肿瘤领域、尼群洛尔在高血压伴高心率患者中的加速开拓渗透，预计公司 2023-2025 年营收增速分别为 28.42%、24.72%和 23.78%；归母净利润增速分别为 34.09%、24.94%和 26.47%；EPS 为 1.11/1.39/1.75 元/股，对应 PE 为 18.48/14.79/11.69X。首次覆盖，给予“买入”评级。

##### ● 风险提示

核心产品销售不及预期风险、新药研发失败风险、竞争环境恶化等风险。

##### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	509.69	654.73	840.81	1048.66	1298.00
收入同比(%)	-9.94	28.46	28.42	24.72	23.78
归母净利润(百万元)	114.90	154.67	207.39	259.12	327.70
归母净利润同比(%)	-11.42	34.61	34.09	24.94	26.47
ROE(%)	7.17	9.16	11.20	12.70	14.35
每股收益(元)	0.61	0.83	1.11	1.39	1.75
市盈率(P/E)	33.35	24.78	18.48	14.79	11.69

资料来源：Wind，国元证券研究所

当前价：20.50 元

##### 基本数据

52 周最高/最低价(元)：39.89 / 20.5

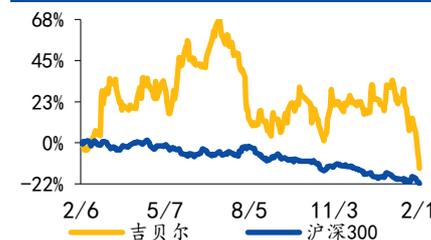
A 股流通股(百万股)：189.08

A 股总股本(百万股)：189.08

流通市值(百万元)：3876.22

总市值(百万元)：3876.22

##### 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

联系人 朱仕平

电话 021-51097188

邮箱 zhushiping@gyzq.com.cn

## 目 录

1. 疾病领域多元化布局的特色创新药企，未来可期.....	5
1.1 深耕创新药研发生产多年，经验丰富、成果丰硕 .....	5
1.2 升白降压领域加速渗透，核心产品快速放量 .....	7
2. 独家产品深耕多年，升白降压领域加速渗透 .....	9
2.1 优化销售组织架构、强化营销策略，营销改革成果初现.....	10
2.2 利可君片：多科室布局的升白化药，肿瘤领域应用潜力巨大 .....	11
2.2.1 肿瘤患者群巨大且持续增长，白细胞减少症是肿瘤治疗后的常见血液病 .....	11
2.2.2 升白口服制剂在围放化疗期的临床应用不可替代，利可君片产品优势显著 .....	13
2.3 尼群洛尔片：国产独家单片复方，临床刚需且稀缺，有望加速放量 .....	17
2.3.1 高血压伴心率增快患者群体巨大，心率管理临床意义越发凸显 .....	17
2.3.2 尼群洛尔片临床价值显著，是相关用药指南和专家共识的推荐用药 .....	20
2.3.3 尼群洛尔片未来销售额有望快速突破十亿元 .....	24
3. 在研产品储备丰富，临床研发覆盖多领域.....	25
3.1 JJH201501：在研抗抑郁一类新药，氙代修饰换新颜.....	25
3.1.1 抑郁症患者人群庞大，用药市场规模近年快速增长.....	25
3.1.2 80 亿大品种沃替西汀副作用多，改良新药 JJH201501 临床数据喜人 .....	28
3.1.3 JJH201501 潜在市场空间预测： .....	29
3.2 JJH201601：多西他赛衍生物药效提高，脂质体剂型改善安全性.....	30
4. 盈利预测.....	32
4.1 公司收入拆分 .....	32
4.2 可比公司估值比较 .....	34
5. 风险提示.....	34

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司股权结构（截至 2023 年三季度） .....	6
图 3：近年公司营业收入及增长率（百万元，%） .....	8
图 4：近年扣非归母净利润及增长率（百万元，%） .....	8
图 5：近年公司按产品划分收入结构（%） .....	8
图 6：近年公司按产品划分毛利结构（%） .....	8
图 7：主要产品近年毛利率（%） .....	9
图 8：近年公司费用率表现（百万元，%） .....	9
图 9：近年利可君片销售量及增速（百万片，%） .....	11
图 10：近年利可君片营业收入及增速（百万元，%） .....	11

图 11: 2019 年肿瘤治疗选择的市场份额 (%)	12
图 12: 中国肿瘤发病人数预测 (万人)	12
图 13: 全球首个化疗疗程的肿瘤患者人数 (万人, %)	12
图 14: 2040 年中国化疗人数全球占比预测 (%)	12
图 15: 中国升白药市场规模及口服制剂占比(亿元, %)	14
图 16: 中国升白口服制剂市场规模变化趋势(亿元, %)	14
图 17: 近年尼群洛尔片销售量及增速 (百万片, %)	17
图 18: 近年尼群洛尔片营业收入及增速 (百万元, %)	17
图 19: 中国老龄人口数量及年复合增长率 (亿, %)	18
图 20: 2012&2018 年中国各年龄段高血压患病率 (%)	18
图 21: 中国高血压患者数量及 CAGR (亿人, %)	19
图 22: 单纯高血压患者中心率 $\geq 80$ 次/min 者占 38.2%	19
图 23: 高血压患者心率管理流程图	21
图 24: 公司主要在研新药管线 (截至 2022 年度报告)	25
图 25: 抑郁症的诊断分类	26
图 26: 近年抑郁症终身患病人数及 CAGR (万人, %)	27
图 27: 近年中国抗抑郁药医院市场规模变化趋势 (亿元)	27
图 28: 抑郁症全病程治疗路径	27
图 29: 丹麦灵北&武田制药沃替西汀销售额 (亿元)	28
图 30: 沃替西汀国内销售额及增速 (亿元, %)	28
图 31: JJH201501 和阳性药药时曲线对比	29
图 32: JJH201501 和阳性药主要代谢物药时曲线对比	29
图 33: 2021 年中国抗肿瘤药市场按照治疗方式拆分 (%)	31
图 34: 近年中国微管抑制剂市场规模及预测 (十亿)	31
表 1: 公司 2021 年限制性股票激励计划业绩考核目标	6
表 2: 公司核心管理层简介	7
表 3: 公司主要在产产品	9
表 4: 正常人白细胞分类计数及主要功能	13
表 5: 中性粒细胞减少的治疗方法	13
表 6: 利可君片与升白生物制剂对比	15
表 7: 利可君与各类口服升白制剂对比	16
表 8: 利可君配合甲巯咪唑治疗对照组与实验组患者白细胞及中性粒细胞临床对比 (例, $\times 10^9/L$ )	16
表 9: 利可君配合抗精神病药物治疗对照组与实验组患者的治疗效果及复发率对比 (例, %)	17
表 10: 显示高血压患者静息心率与不利后果相关的队列研究或临床试验	19
表 11: $\beta$ 受体阻滞剂、钙通道阻滞剂代表药物简介	22
表 12: $\beta$ 受体拮抗剂和钙通道阻滞剂对血压及心血管系统的影响	23
表 13: 尼群洛尔片与比索洛尔氨氯地平片降压效果对比	24
表 14: 尼群洛尔片未来销售额预测	24

---

表 15: JJH201501 与对照药物临床药代动力学参数对比 .....	29
表 16: JJH201501 潜在市场空间预测 .....	30
表 17: 部分中国获批上市的紫杉烷类微管抑制剂（截至 2022 年 3 月 31 日） .....	31
表 18: 吉贝尔收入拆分（百万元，%） .....	33
表 19: 可比公司估值对比.....	34

## 1. 疾病领域多元化布局的特色创新药企，未来可期

### 1.1 深耕创新药研发生产多年，经验丰富、成果丰硕

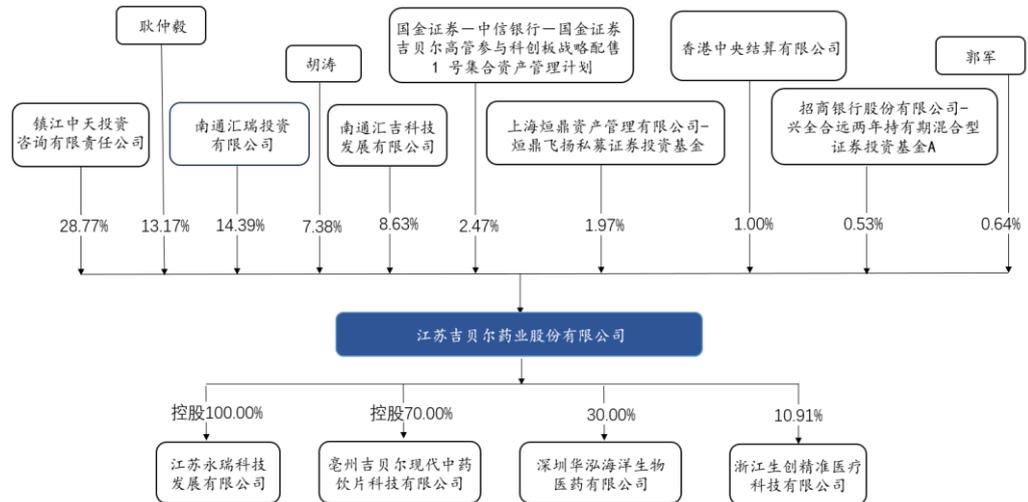
江苏吉贝尔药业股份有限公司成立于 2001 年，于 2020 年 5 月 18 日正式登陆科创板(证券代码: 688566.SH)，是一家以创新药为主的医药高新技术企业。公司于 2007 年利可君相关专利获中国发明专利授权，2009 年获得尼群洛尔片新药证书和生产批件，现已形成了以升白药物利可君片、复方抗高血压一类新药尼群洛尔片等多元产品系列。目前，公司已拥有 28 件发明专利授权，其中美国专利 3 件，欧洲专利 2 件。取得了 6 个新药证书，6 个高新技术产品，2 个国家重点新产品。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

**公司董事长、总经理耿仲毅为实际控制人。**截至 2023 年三季度，耿仲毅先生直接持有公司 13.17% 的股份，并通过中天投资和汇瑞投资间接持有公司 10.05%、14.39% 的股份，合计持有公司 37.61% 的股份，为公司实际控制人。江苏永瑞为公司全资子公司，负责市场营销工作；亳州吉贝尔为公司控股子公司，负责中药材采购、销售。此外，公司参股深圳华泓海洋生物医药有限公司和浙江生创精准医疗科技有限公司，持股比例分别为 30.00% 和 10.91%，合作开发创新药品或疗法。

**图 2：公司股权结构（截至 2023 年三季度报）**


资料来源：iFind，国元证券研究所

**创新股权激励，深度绑定员工利益。**2021 年 8 月，公司审议通过《公司 2021 年限制性股票激励计划实施考核管理办法》，授予股权激励的对象 74 人，包括公司的董事、高级管理人员、核心技术人员及董事会认为需要激励的人员，拟授予的限制性股票的总数量为 736 万股，约占激励计划公告日的股本总额 3.94%。该激励计划深度绑定公司核心员工利益，激发骨干员工的积极性。截至第二个归属期，公司已授予股权激励量为 733 万股。

**表 1：公司 2021 年限制性股票激励计划业绩考核目标**

归属期	业绩考核指标 A	业绩考核指标 B
第一个归属期	2021 年营业收入达到 7.08 亿元或扣非归母净利润达到 1.38 亿元。	2021 年营业收入达到 5.66 亿元或扣非归母净利润达到 1.14 亿元。
第二个归属期	2022 年营业收入达到 8.14 亿元或扣非归母净利润达到 1.60 亿元。	2022 年营业收入达到 6.51 亿元或扣非归母净利润达到 1.28 亿元。
第三个归属期	2023 年营业收入达到 10.18 亿元或扣非归母净利润达到 1.93 亿元。	2023 年营业收入达到 8.14 亿元或扣非归母净利润达到 1.55 亿元。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

**核心高管深耕产业 30 年以上，行业经验丰富。**公司核心高管在各自领域有非常丰富的行业经验。公司董事长兼总经理耿仲毅先生涉足医药行业经验超 30 年，发表多项专利，多次获得荣誉；高级管理人员俞新君、吴莹也均长期在医药行业深耕。核心管理层专业能力强、产业经验丰富。同时公司核心技术人员较为稳定，近年来少有变动，为公司长远稳健发展保驾护航。

**表 2：公司核心管理层简介**

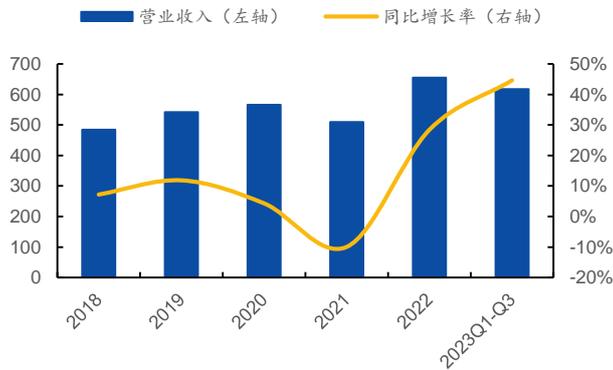
姓名	职位	履历
耿仲毅	董事长、总经理、核心技术人员	1963 年生，高级经济师、执业药师。曾先后任职于盐城市医药公司、镇江市医药工业研究所、镇江市第三制药厂、镇江长江卫生用品厂、镇江市第二制药厂、镇江中天药业。先后被评为镇江市科技协作先进个人、镇江市科技标兵、镇江市优秀科技工作者、江苏省首批“科技企业家培育工程”培育对象，亲自负责参与了公司多个新药项目的研发工作。2001 年 11 月至 2014 年 9 月任吉贝尔有限董事长；2014 年 9 月至今任吉贝尔药业董事长、总经理。
俞新君	副董事长、副总经理	1961 年生，高级经济师、执业药师。曾任职于康缘医药、镇江中天药业。2001 年 11 月至 2014 年 9 月间任吉贝尔有限董事、总经理；2014 年 9 月至今任吉贝尔药业副董事长、副总经理。
吴莹	副总经理、核心技术人	1952 年生，高级工程师职称，执业药师资格。曾任安徽泾县人民医院药剂师，镇江市第二制药厂技术主任、质监科科长、总工程师，镇江中天药业总工程师、质量负责人等职；2001 年 11 月至 2014 年 9 月任吉贝尔有限总工程师、质量负责人；2014 年 9 月至今任吉贝尔药业总工程师、副总经理、质量负责人。
赵锁富	财务总监	1967 年生，中级会计师职称。2017 年 6 月前任职于上药控股镇江有限公司；2017 年 5 月至今任吉贝尔药业财务总监。
翟建中	董事会秘书	1972 年生，曾任职于镇江焦化厂、镇江焦化煤气集团有限公司、江苏苏润高碳材股份有限公司，历任科员、财务部经理、企管部经理、办公室主任、董事会秘书等；2013 年 4 月至 2014 年 9 月任职于江苏吉贝尔有限公司；2014 年 9 月至今任吉贝尔药业董事会秘书。
吴修良	研究所所长、核心技术人	1965 年出生，主任药师资格。曾任职于镇江制药厂，历任技术员、技术主任、总经理助理、总工程师、副总经理兼研究所所长等职，2003 年 3 月起任职于吉贝尔有限，现任吉贝尔药业研究所所长。其参与的江苏省科技攻关计划（三药）项目——复方尼群片已取得新药证书和生产批件，并形成产业化。吴修良先生先后被评为江苏省“333 新世纪科学技术带头人培养工程”培养对象、江苏省“333 高层次人才培养工程”首批中青年科学技术带头人、镇江市科技骨干、镇江市有突出贡献中青年专家等称号，并获得镇江市科技进步奖。
李海岛	研究所副所长、核心技术人	1983 年出生，北京大学生药学硕士研究生学历，助理研究员职称。曾任山东鲁南制药集团科研人员、扬子江药业集团南京海陵药业研究员、先声药业集团先声药物研究院研究员；2011 年 9 月起在公司任职，现担任公司研究所副所长。李海岛先生曾参与或主持了近 20 个研发项目，其中 2 个已获得生产批件，并取得过 3 项发明专利授权。在公司任职期间，作为核心人员全面参与了公司抗抑郁新药、抗肿瘤新药等的研发，申请了多项与之相关的发明专利。

资料来源：公司招股书，公司公告，国元证券研究所

## 1.2 升白降压领域加速渗透，核心产品快速放量

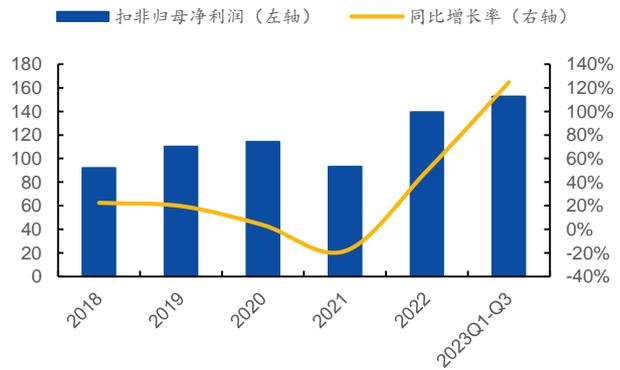
**外部环境阶段性影响产品销售，总体发展稳步成长。**公司 2018-2022 年营业收入年复合增长率为 7.79%，扣非净利润年复合增长率为 10.99%，2023Q1-Q3 营收 6.17 亿元，同比增长 44.64%，是公司进一步加大力可君等主要产品市场开发，主要产品销量持续增加所致，2023Q1-Q3 实现扣非归母净利润 1.53 亿元，同比增长 124.59%，主要受营业收入增长的影响。

图 3：近年公司营业收入及增长率（百万元，%）



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

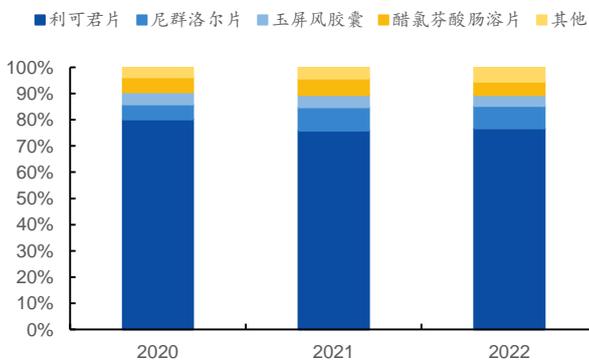
图 4：近年扣非归母净利润及增长率（百万元，%）



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

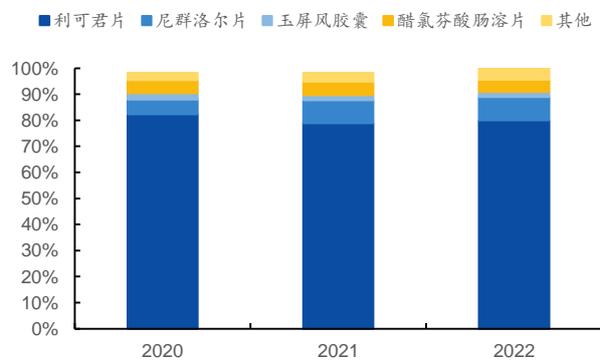
从按产品划分收入结构上看，片剂是目前公司最主要的收入来源。其中利可君片为公司核心产品，近年来均是公司最大比重的收入来源，营收占比达 70% 以上。同期公司尼群洛尔片的收入规模稳步扩大，收入贡献从 2018 年的 5.56% 增长至 2022 年的 8.54%。从毛利结构看，利可君片同样是公司的主要毛利贡献来源，尼群洛尔片毛利占比也呈现逐年增大的趋势。2022 年，利可君片和尼群洛尔片毛利占比分别为 79.91%、8.99%。

图 5：近年公司按产品划分收入结构 (%)



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 6：近年公司按产品划分毛利结构 (%)



资料来源：iFind，国元证券研究所

公司核心产品利可君片、尼群洛尔片盈利能力显著。公司前四大产品利可君片、尼群洛尔片、醋氯芬酸肠溶片、玉屏风胶囊 2022 年毛利率分别为 92.01%、93.11%、78.38%、43.08%，近年来保持稳定，盈利能力较强。尼群洛尔片得益于规模效应显现，毛利率呈上升趋势。玉屏风胶囊在 2021 年销售下滑的情况下，成本有所上升导致当年毛利率下滑较多。

公司大幅提升研发投入，加速创新推进。公司管理费用率在 2021 年占营业收入比例出现小幅上升，主要是公司存在新实施的股权激励计划，计提管理人员股份支付费用所致。2022 年以来，研发费用大幅增加，是公司积极推进 JJH201501、JJH201601 等新药研发工作，委托试制设计、新药临床试验费等费用增加所致。销售费用率在规

模不断扩大下呈现改善趋势。

图 7：主要产品近年毛利率 (%)

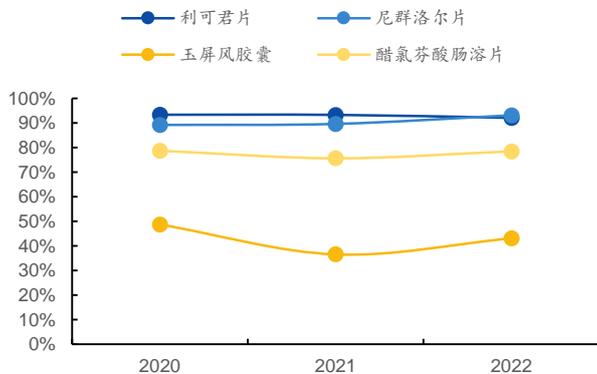
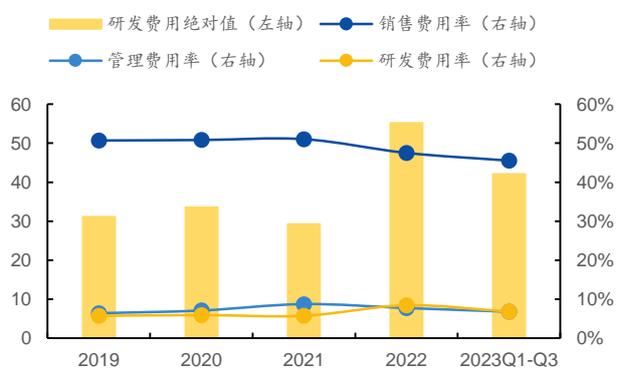


图 8：近年公司费用率表现 (百万元, %)



资料来源：iFind, 国元证券研究所

资料来源：iFind, 公司公告, 国元证券研究所

## 2. 独家产品深耕多年，升白降压领域加速渗透

**多元疾病领域布局，优势产品竞争格局佳。**公司已拥有 8 款上市产品，1 款进入医保目录甲类、5 款产品进入医保目录乙类，其中化药利可君片、化药 1.5 类尼群洛尔片 and 中药 4 类玉屏风胶囊为独家产品。从产品剂型来看，公司产品包含涵盖片剂、硬胶囊剂、滴眼剂、凝胶剂、乳膏剂（含激素类）、原料药、中药前处理和提取等多个品种等诸多剂型，可根据产品特性及市场需求分别提供不同的产品类别；从主要产品应用领域来看，公司产品主要覆盖提升白细胞数量、抗高血压、增强免疫力、治疗关节疾病、抗眼部感染、治疗支气管炎、保护肝功能等常见疾病的诸多市场领域，尤其是利可君片、尼群洛尔片、玉屏风胶囊等产品受到市场广泛认可，在医药产品精细化发展的趋势下，公司多元的应用领域覆盖能够迎合各个市场的快速发展，从而带动公司业务快速增长。

表 3：公司主要在产品

主要治疗领域	药(产)品名称	注册分类	医保类别	格局	适应症或功能主治
血液系统	利可君片	化药	乙类	独家	用于预防、治疗白血球减少症及血小板减少症
心血管系统	尼群洛尔片	化药 1.5 类	乙类	独家	用于治疗轻中度原发性高血压，尤其适用于高血压伴高心率患者
呼吸系统	细辛脑片	化药	-	-	用于支气管炎和支气管哮喘
非甾体类抗炎和抗风湿药	醋氯芬酸肠溶片	化药 2 类	乙类	-	骨关节炎、类风湿性关节炎和强直性脊柱炎等引起的疼痛和炎症的症状治疗
扶正解表剂	玉屏风胶囊	中药 4 类	乙类	独家	益气，固表，止汗。用于表虚不固，自汗恶风，面色㿔白，或体虚易感风邪者
清肝解毒剂	益肝灵胶囊	中药 11 类	甲类	-	本品为保肝药。具有改善肝功能，保护肝细胞膜的作用。用于急慢性肝炎

主要治疗领域	药（产）品名称	注册分类	医保类别	格局	适应症或功能主治
眼科用药	盐酸洛美沙星滴眼液	化药 4 类	-	-	适用于治疗急、慢性细菌性结膜炎、睑缘炎、麦粒肿、睑板腺炎、泪囊炎、角膜炎和角膜溃疡等外眼部感染
眼科用药	加替洛美沙星滴眼液	化药 2 类	乙类	-	适用于敏感菌所引起的急性细菌性结膜炎

资料来源：公司官网，公司公告，国元证券研究所

## 2.1 优化销售组织架构、强化营销策略，营销改革成果初现

公司不断加强产品渠道建设和推广力度，进一步强化团队建设，优化营销策略，促进产品销售进一步提升。

首先，公司生产的药品除玉屏风胶囊外均为处方药，患者必须凭执业医师的处方才可调配、购买和使用，可见公司产品销售量直接取决于专家、医生等对公司药品疗效的认识，因此公司主要采用“学术推广+药品流通商”的销售模式。主要由公司自建的学术推广团队对专家、医生等进行专业化的学术推广，使其全面了解和熟悉公司药品，从而产生使用需求，公司通过具备资质的药品流通商将产品销售至医院、药店等终端，并最终销售给患者。

另外，从产品功能优势出发：

1、利可君片作为升白化药领域的典型代表，产品优势明显，在升白化药领域处于绝对领先地位，但在不同地区、城市、医院间存在发展不均衡的现象，仍然存在较大的空白市场，销售规模处于上升期，发展前景广阔，远未达到饱和状态。另外，《临床路径释义·肿瘤疾病分册》(2022 版)的正式出版，利可君片被该书收录并推荐用药，充分体现了利可君在肿瘤疾病临床治疗中得到的广泛认可，可以预期未来公司的利可君片有较好的市场前景。公司围绕产品功能优势积极开展学术推广活动，加大利可君在空白市场领域及肿瘤疾病领域的推广与应用，有效形成了专家共识。

2、尼群洛尔片与市场上其他抗高血压药品种相比，针对高血压合并心率快患者具有明显的优势，临床不可替代。一方面，根据北京大学人民医院孙宇玲教授的《中国高血压患者心率现状调查》(《中华高血压杂志》2015 年) 研究显示，单纯高血压伴快心率患者比例达 38.2%，市场空间巨大；另一方面，控制血压的同时加强对心率的管控正逐步成为高血压治疗领域的共识。在长城心脏病学大会暨亚洲心脏学会大会上，尼群洛尔片以“疗效确切，安全性高，血压心率双达标”等特性，成为高血压合并高心率患者治疗的有效方案，获得专家一致好评和推荐。

因此，公司进一步扩大营销团队、优化组织架构、调整关键人员岗位、加大市场推广力度等，成立院线、尼群洛尔和 OTC 三大事业部，设立运营中心，全面负责学术支持、商务支持、后勤保障等工作，在此基础上持续加强营销体系建设，进一步完善营销体系内控制度。

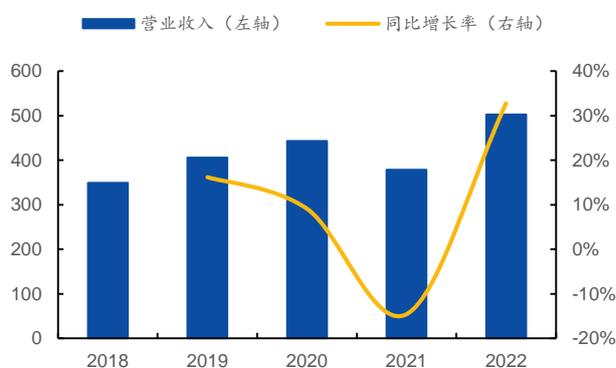
2022 年公司全年实现营业收入 6.5 亿元，同比增长 28.5%，其中实现利可君片销售收入 5.0 亿元，同比增长 32.8%，实现尼群洛尔片销售收入 5588.2 万元，同比增长 25.9%。营销体系建设成果初现。

## 2.2 利可君片：多科室布局的升白化药，肿瘤领域应用潜力巨大

利可君片是一种具有升白功效的化学药品制剂，对白细胞有促进增生的作用，可广泛用于预防、治疗白血球减少症及血小板减少症等，特别是放射治疗和化学治疗引起的白细胞减少症。作为国内主流的升白药口服制剂，利可君片已被纳入《国家基本医疗保险目录(2022)》等，其使用范围广泛，目前已在国内数千家医院实现销售，基本覆盖国内三甲医院，在升白市场领域具有明显的竞争优势。2018 年到 2022 年，利可君片的销售量从 5.06 亿片增长至 5.96 亿片，营业收入从 3.49 亿元增长至 5.03 亿元，年复合增长率分别为 4.18%、9.51%。2021 年销售量及营业收入由于受国内疫情影响而略有下降，但有望随着公司不断抢占空白市场、打造第三终端营销队伍以及加大开拓抗肿瘤升白领域而快速增长。

图 9：近年利可君片销售量及增速（百万片，%）

图 10：近年利可君片营业收入及增速（百万元，%）



资料来源：公司公告，公司招股书，国元证券研究所

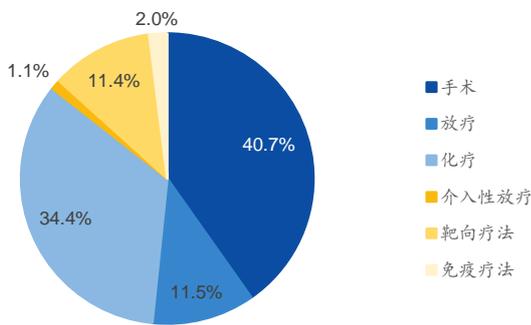
资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

### 2.2.1 肿瘤患者群巨大且持续增长，白细胞减少症是肿瘤治疗后的常见血液病

白细胞减少症为常见血液病，临床上指成人外周血白细胞绝对计数持续低于  $4 \times 10^9/L$ （儿童  $\geq 10$  岁低于  $4.5 \times 10^9/L$  或  $< 10$  岁低于  $5 \times 10^9/L$ ）。白细胞减少症在肿瘤的放化疗过程中尤为常见。放疗利用高能量杀死恶性癌细胞或其他良性肿瘤细胞，不良反应之一便是对血液系统的影响。化疗是治疗恶性肿瘤的一种常见方法，而几乎所有的化疗药物均有不同程度的造血系统毒性。放化疗对白细胞的影响会限制患者接受进一步抗肿瘤治疗，还有可能继发严重感染，从而导致临床疗效降低，患者的生存质量下降，因此需要及时预防和治疗。

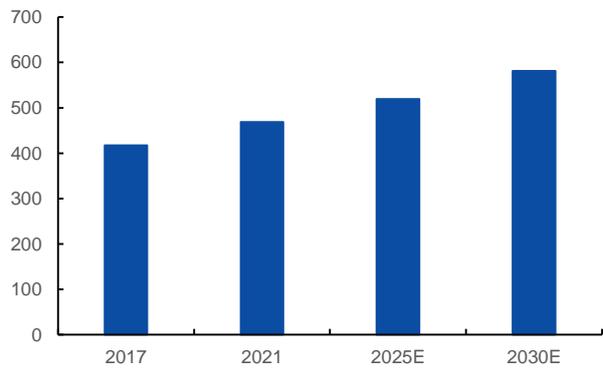
根据海吉亚医疗港股聆训资料，肿瘤的治疗选择主要包括手术、放疗、介入性放疗、化疗、靶向疗法及免疫疗法。2019 年，我国肿瘤治疗市场中放化疗合计占据 45.9% 的市场份额。根据弗若斯特沙利文，2021 年中国恶性肿瘤总发病人数约为 468.8 万人，约占全球四分之一。沙利文预计随着人口老龄化、不良生活习惯以及社会环境因素的影响，肿瘤发病人数将持续增加，2030 年中国将达到 581.2 万，2025 至 2030 年复合增长率为 2.3%，增速超世界平均水平，增长的肿瘤患者人群将对升白类药物产生较大需求。

图 11：2019 年肿瘤治疗选择的市场份额 (%)



资料来源：海吉亚医疗聆训资料，国元证券研究所

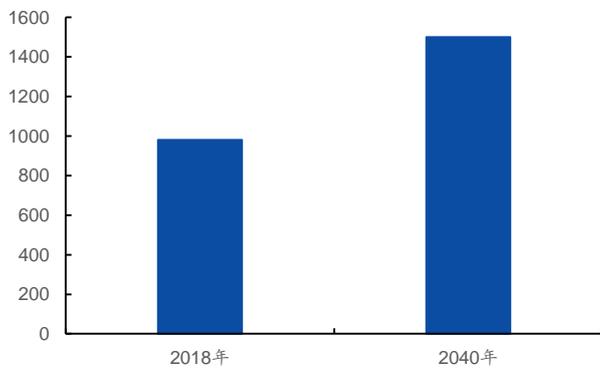
图 12：中国肿瘤发病人数预测 (万人)



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

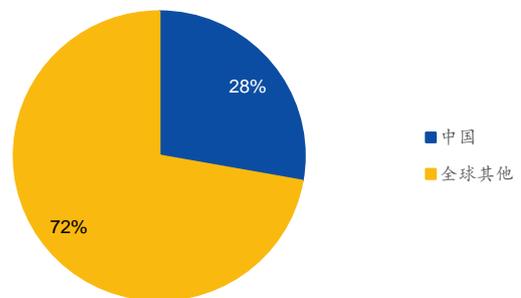
据海吉亚医疗预测，中国肿瘤患者中约有 70% 在疾病发展的不同阶段需要放疗。化疗为系统性治疗，对于处于不同疾病发展阶段的大多数肿瘤患者都有效果。类似放疗，化疗适用于不同类型的癌症，可单独使用或结合放疗等其他治疗方案。Lancet Oncol. 的一篇在线研究以最佳化疗利用率作为循证基准，首次估计了全球化疗需求。研究显示，2018 年至 2040 年间，全球每年需要进行首个化疗疗程的肿瘤患者人数将从 980 万增加到 1500 万，增长约 53%。国家的经济增长可能增加化疗需求，其中中国的化疗需求最高，有 420 万新患者符合治疗标准，相当于全球化疗需求的 28%。

图 13：全球首个化疗疗程的肿瘤患者人数 (万人，%)



资料来源：《Estimates of global chemotherapy demands and corresponding physician workforce requirements for 2018 and 2040: a population-based study》Brooke E Wilson, et al., 国元证券研究所

图 14：2040 年中国化疗人数全球占比预测 (%)



资料来源：《Estimates of global chemotherapy demands and corresponding physician workforce requirements for 2018 and 2040: a population-based study》Brooke E Wilson, et al., 国元证券研究所

白细胞是血液的重要组成部分之一，其中中性粒细胞占比最大，所以在白细胞减少症患者中，多数存在中性粒细胞减少。白细胞是无色、球形、有核的血细胞，正常成人血液中总数在  $(4.0 \sim 10.0) \times 10^9/L$  范围内，不同种类的白细胞具有不同的生理功能，是机体防御系统的重要组成部分。从血管内渗出的白细胞可在组织间隙中定向游走至具有某些特殊化学物质的炎症部位，将细菌等异物吞噬、杀灭和消化。白细胞中中性粒细胞占比达 50%~70%，是外周血循环和免疫系统中含量最丰富的白细胞，且由

于淋巴细胞不能发生白细胞渗出，中性粒细胞在组织间隙的机体防御功能中更关键。

**表 4：正常人白细胞分类计数及主要功能**

名称	百分比 (%)	能否发生白细胞渗出	主要功能
中性粒细胞	50~70	能	吞噬细菌与衰老红细胞等
嗜酸性粒细胞	0.5~5	能	限制超敏反应;参与蠕虫免疫
嗜碱性粒细胞	0~1	能	释放组胺与肝素
淋巴细胞	20~40	否	参与特异性免疫
单核细胞	3~8	能	发育成巨噬细胞后,吞噬各种病原微生物和坏死细胞、细菌与衰老红细胞

资料来源：《人体解剖生理学第7版（人民卫生出版社）》，国元证券研究所

### 2.2.2 升白口服制剂在围放化疗期的临床应用不可替代，利可君片产品优势显著

依据《中国临床肿瘤学会（CSCO）肿瘤放化疗相关中性粒细胞减少症规范化管理指南（2021）》，中性粒细胞减少症是骨髓抑制性放化疗最常见的血液学毒性，中性粒细胞减少性发热（febrile neutropenia, FN）是最主要的临床并发症，可能导致化疗药物剂量降低或治疗延迟，从而降低临床疗效；也可出现严重感染等并发症，甚至死亡。依据《肿瘤化疗导致的中性粒细胞减少诊治中国专家共识（2023版）》，以下情况不推荐使用粒细胞集落刺激因子（granulocyte colony stimulating factor, G-CSF）进行 FN 一级预防：（1）接受 FN 中危化疗方案且不伴有患者自身风险因素的患者；（2）接受 FN 低危化疗方案的患者；（3）接受姑息性化疗患者 G-CSF 的预防作用尚无定论，需要医师和患者双方评估风险-效益比。依据《中性粒细胞减少症诊治中国专家共识》，中性粒细胞减少的治疗方法有去除病因、支持性治疗、抗生素使用、G-CSF 使用指征、口服药物、造血干细胞移植等，口服药物方法中明确提到，利可君片可有效预防和治疗白细胞减少症，对于放疗或药物导致的轻中度中性粒细胞减少有明显的改善作用，且不良反应罕见；维生素 B<sub>4</sub>、鲨肝醇及一些中成药也可作为甲亢治疗或实体肿瘤放化疗后的轻度中性粒细胞减少的辅助治疗。

**表 5：中性粒细胞减少的治疗方法**

治疗方法	具体内容
去除病因	如能明确中性粒细胞减少的获得性原因，首先应治疗原发病。
支持性治疗	加强防护，注意环境及个人卫生，养成良好的卫生习惯、预防感染。若中性粒细胞数低于 $0.5 \times 10^9/L$ 以下，应保护性隔离，注意患者口腔/鼻腔、肛周清洁，避免皮肤创伤，做好门户部位护理。中性粒细胞数低于 $0.2 \times 10^9/L$ 以下，要积极预防胃肠道感染，避免进食生冷食物，餐具消毒。对有发热的患者，应积极寻找可能的感染病灶及病原菌。
抗生素使用	如病情严重，已出现脓毒血症、感染性休克表现，应立即急诊就诊启动广谱抗生素治疗，同时积极寻找中性粒细胞减少症的确切原因。
G-CSF 使用指征	除未治疗的急性髓系白血病外，如 ANC 反复 $\leq 0.5 \times 10^9/L$ ，伴有复发性口腔溃疡和牙龈疾病；反复发热、蜂窝织炎、脓肿、鼻窦炎、肺炎、直肠周围感染等，使用 G-CSF 预防特异性、周期性和 CN 感染的有效剂量因诊断而异，出现严重感染的患者应立即给予 G-CSF 和抗生素治疗。

治疗方法	具体内容
口服药物	已有临床试验证实利可君片可有效预防和治疗白细胞减少症，对于放疗或药物导致的轻中度中性粒细胞减少有明显的改善作用。维生素 B <sub>4</sub> 、鲨肝醇及一些中成药也可作为甲亢治疗或实体肿瘤放疗化疗后的轻度中性粒细胞减少的辅助治疗。
造血干细胞移植	是治疗先天性、周期性或特发性中性粒细胞减少症的唯一可预测的有效治疗方法，也是急性白血病或骨髓衰竭性疾病的重要治疗方法。
其他治疗	如对 G-CSF 无反应，可选择包括脾切除术、皮质类固醇、雄激素、免疫抑制和免疫调节疗法。

资料来源：《中性粒细胞减少症诊治中国专家共识》，国元证券研究所

据头豹研究院，2012 年和 2015 年，分别有两款长效 G-CSF 制剂上市，到 2017 年正式进入国家医保乙类目录，自此升白注射制剂高速放量，同时生物注射制剂的价格昂贵，因此生物制剂带动中国升白制剂市场快速增长，2018-2022 年，期间复合增长率达到约 14.8%。与此同时，升白口服制剂的市场增长被压制，其市场占比由 2018 年时的 5.1% 下跌到 2022 年时的 3.2%。但当下长效 G-CSF 制剂放量红利大部分已被释放，加之生物制剂竞争格局日趋激烈，及升白口服制剂在围放化疗期能够预防和治疗白细胞减少的临床不可替代性为升白口服制剂建立了市场保护屏障，升白口服制剂规模将在优势产品拉动下回归增长趋势。预计到 2027 年，升白口服制剂的市场规模从 2022 年的 6.1 亿元增长到约 20.2 亿元，占比将达到约 5.5%。

图 15：中国升白药市场规模及口服制剂占比(亿元，%)

图 16：中国升白口服制剂市场规模变化趋势(亿元，%)



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

据《肿瘤放化疗相关中性粒细胞减少症规范化管理指南》，PEG-rhG-CSF（聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液）对化疗后的粒细胞减少有较好的疗效。但是临床上 PEG-rhG-CSF 并不能常规预防性应用于所有肿瘤化疗患者，限前次化疗曾发生重度中性粒细胞减少合并发热的患者。治疗时，使用细胞化疗毒性药物前 14 天到化疗后 24 小时内不得使用该药物，且会伴随部分不良反应。

2022 年 5 月，由国内权威肿瘤疾病专家石远凯、顾晋等编著的《临床路径释义·肿瘤疾病分册（2022 年版）》正式出版，利可君片被作为治疗恶性肿瘤疾病的推荐用药收录在册：研究表明，利可君片对预防及治疗恶性肿瘤患者在放疗、化疗过程中发生的骨髓抑制现象具有显著效果。研究表明：在分化型甲状腺癌 I-131 放射治疗前服用利可君片可有效预防、治疗放射性核素 I-131 内照射导致的骨髓抑制不良反应。北京

多家医院基于分化型甲状腺癌术后联合利可君治疗的临床研究亦佐证，在放射性治疗前服用利可君片，治疗后白细胞计数与治疗前几无变化。一项基于乳腺癌化疗后白细胞减少的临床疗效观察提出：“临床上因放化疗引起的骨髓抑制，通常予造血生长因子获得改善，常用的包括 G-CSF、巨噬细胞集落刺激因子等，但是对于连续化疗，尤其是多次放疗的肿瘤患者，反复使用大量 G-CSF 易引起严重的骨髓抑制出现骨髓空虚。利可君可在化疗前后口服，使用后骨髓抑制程度降低尤其是白细胞下降发生率明显减少且无明显副作用，值得推广。”一项针对多种口服升白药治疗化疗引起的白细胞减少症的研究指出：临床上对于白细胞下降幅度明显的患者使用 G-CSF 居多，其治疗效果较为肯定，但是费用昂贵，药效短暂，不良反应较多，不适合长期应用，而仅单用口服药物起效较慢，将针剂与口服升白药联合使用可以互相弥补不足。综上，利可君片可在放化疗全过程使用，能够在化疗前期和后期弥补生物注射制剂用药时机有限、副作用明显的短板，且利可君不影响放化疗的效果，在预防和治疗因放化疗引起的白细胞减少方面具有突出的作用，在价格方面也占据优势，与生物制剂不构成竞品关系，是临床上最常用的联用药物。

**表 6：利可君片与升白生物制剂对比**

药品名称	适应症	不良反应	使用限制	2023 年中标价
利可君片	预防、治疗白血球减少症及血小板减少症	尚未发现有关不良反应报道。根据国家药品不良反应监测中心数据反馈,利可君片 2016 年不良反应发生率可在放化疗全过程使用，放化疗前为 0.030/10000，2017 年不良反应发生率为 0.023/10000，2018 年不良反应发生率为 0.023/10000，该药不良反应发生率属于十分罕见	服用利可君可有效预防骨髓抑制的发生	48 元/盒
聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液	适用于非骨髓性癌症患者在接受易引起临床上显著的重度发热性中性粒细胞减少症发生的骨髓抑制性抗癌药物注射治疗时,降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染的发生率	1、骨骼肌肉痛; 2、便秘、恶心、呕吐、腹泻、纳差; 3、发热、头晕、失眠、心率及心律紊乱; 4、具有潜在的免疫原性。据国外同类药物研究报道,还可能引起以下极少见不良反应:脾破裂、急性呼吸窘迫综合征、严重过敏反应、镰状细胞反应、对肿瘤恶性细胞生长的潜在刺激反应	1.本品应在化疗药物给药结束后 48 小时内使用; 2.请勿在使用细胞毒性化疗药物前 14 天到化疗后 24 小时内注射	1615 元/支

资料来源：公司招股书，米内数据库，国元证券研究所

目前，临床上使用的口服升白细胞药物较多，常用的除利可君片外，还有升白安（主要成分小檗胺）、复方皂矾丸、芪胶升白胶囊、维血宁等。通过对上述 5 种常用口服升白药物的疗效进行实验后的研究表明，在提升白细胞数量上，利可君片的效果最好，而且利可君片还可以提高红细胞计数、Hb 浓度及血小板计数。据头豹研究院，维生素 B<sub>4</sub> 常作为升白治疗的辅助药物与其他升白药联用，且因其为核酸前体，存在促进肿瘤发展的可能性；鲨肝醇片单用时作用缓慢，效果不稳定且疗程较长，有效率约为 55%，且伴有不良反应。利可君片为半胱氨酸衍生物，体内代谢产物为氨基酸类，安全性高，适合长期服用。对于利可君片大剂量使用是否有效与安全，临床上通过对白细胞减少的患者随机分组，分别口服大剂量、中等剂量利可君片并对照口服安慰剂，观察到加倍剂量使用利可君疗效更好且在治疗过程中未出现不良反应。

**表 7：利可君与各类口服升白制剂对比**

分类	产品名称	使用方法	临床效果	不良反应	医保情况	日均费用
	利可君片	一次一片，一天三次	能够有效预防和治疗放化疗后骨髓抑制，升白效果显著可以提高白细胞计数、血红蛋白浓度和血小板计数	不良反应十分罕见	医保乙类	2.94 元
口服	升白安	一次四片，一天三次	化疗同时口服能减轻白细胞减少症的严重程度，并延缓白细胞减少症发生的时间，有效率约为 70%	头痛、无力、便秘、口干并伴有阵发性腹痛腹胀，偶见心慌、咳嗽	不适用	5.25 元
中药	鲨肝醇片	一日 50-150mg，分 3 次服，4-6 周为一疗程	单作用缓慢，效果不稳定且疗程较长，有效率约为 55%，与其他药物联用效果更好	治疗剂量偶见口干、肠鸣亢进，剂量过大时可引起腹泻	医保乙类	0.75 元
	维生素 B <sub>4</sub>	一次 2-4 片，一天三次	常作为升白治疗的辅助药物与其他升白药联用，如强力升白片、健脾益肾方等	维生素 B <sub>4</sub> 为核酸前体，应考虑是否有促进肿瘤发展的可能性	医保乙类	3.80 元
口服	复方皂矾丸	一次 7-9 丸/片，一天三次	相对缺乏循证医学证据，客观疗效有待临床试验验证	不良反应多，忌茶水，如与其他药物同时使用可能会发生药物相互作用	医保乙类	7.25 元
中药	芪胶升白胶囊	一次四片，一天三次		注意事项较多，药理毒理及药代动力学未进行该项实验且无可靠参考文献，儿童、孕妇禁用	医保乙类	11.03 元

资料来源：公司招股书，头豹研究院，米内数据库，国元证券研究所

利可君片还可广泛应用于内分泌科、传染科、精神科、血液科、内科、外科、妇科、儿科等科室，对于预防和治疗白细胞减少症具有显著疗效。如在内分泌科，一项针对治疗甲亢合并白细胞减少的研究显示，使用利可君配合甲巯咪唑治疗甲亢相较于对照组具有明显提高白细胞的功效。

**表 8：利可君配合甲巯咪唑治疗对照组与实验组患者白细胞及中性粒细胞临床对比（例， $\times 10^9/L$ ）**

组别	例数	时间	白细胞	中性粒细胞
对照组	44	治疗前	3.99	1.4
		治疗后	4.22	1.7
利可君片	45	治疗前	4.01	1.3
		治疗后	6.91	2.8

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

在传染科，一项基于 395 例干扰素治疗中应用利可君的临床研究显示：“加用利可君组患者减少应用粒细胞刺激因子及干扰素减量及停药的机会，而未加用利可君组部分患者干扰素减量甚至导致少数患者停药。”

精神科应用上，一项基于 790 例抗精神病药物所致老年患者白细胞减少的治疗研究表明：运用利可君片治疗因抗精神病药物引起的白细胞下降总有效率达到 91.90%，

优于对照组，且利可君组一个月后的复发率为 6.58%，远低于对照组的 20.25%。服用精神病药物通常不会导致白细胞急剧下降，因此未见使用生物制剂治疗。

表 9：利可君配合抗精神病药物治疗对照组与实验组患者的治疗效果及复发率对比(例，%)

组别	例数	治愈	有效	无效	总有效率%	复发率%
对照组	395	256	68	71	82.03	80 (20.25)
利可君片	395	291	72	32	91.90	26 (6.58)
P 组	-	-	-	-	<0.05	<0.05

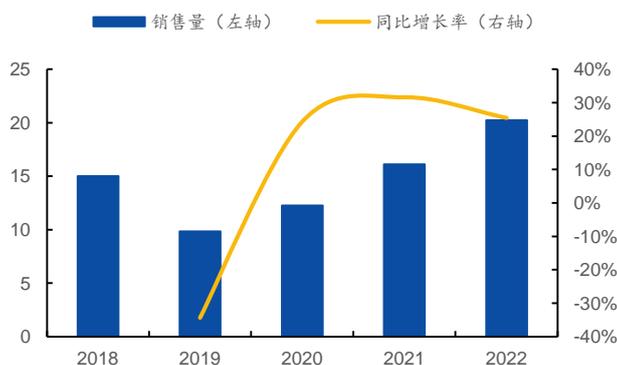
资料来源：《抗精神病药物所致老年患者白细胞减少的治疗研究》孔繁晔，国元证券研究所

### 2.3 尼群洛尔片：国产独家单片复方，临床刚需且稀缺，有望加速放量

尼群洛尔片用于治疗轻中度原发性高血压，尤其适用于高血压伴高心率患者。作为国家首个复方抗高血压一类新药，也是国内外唯一由钙通道阻滞剂(CCB)和β受体阻滞剂组成的低剂量固定复方制剂，尼群洛尔片通过创新性地运用 CCB 和β受体阻滞剂的协同降压机制，消减不良反应、提升疗效，在长时间有效控制血压的同时，又能有效保护靶器官。尼群洛尔片已被《中国高血压防治指南》和《中国高血压基层管理指南》列为推荐用药，也是国家卫计委和中国医师协会牵头修订的《高血压合理用药指南》(第 2 版)的推荐国产创新药。2022 年，尼群洛尔片销售量为 20.23 百万片，同比增长率为 25.46%；从 2018 年到 2022 年，尼群洛尔片的营业收入从 18.48 百万元增长至 55.88 百万元，年复合增长率高达 31.87%。尼群洛尔片是公司目前主要产品之一，公司组建专门事业部，加快扩大尼群洛尔片销售规模，预计后续能为公司带来稳定的收入增长。

图 17：近年尼群洛尔片销售量及增速(百万片，%)

图 18：近年尼群洛尔片营业收入及增速(百万元，%)



资料来源：公司公告，公司招股书，国元证券研究所



资料来源：iFind，公司公告，国元证券研究所

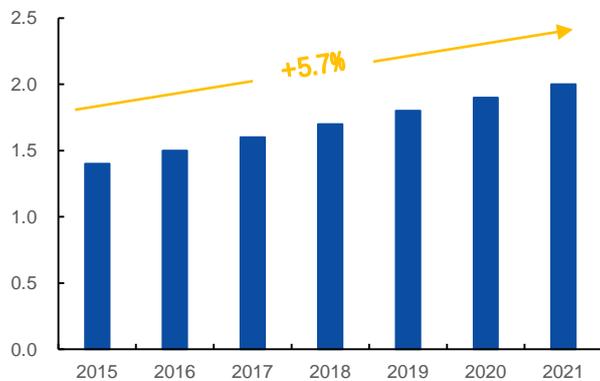
#### 2.3.1 高血压伴心率增快患者群体巨大，心率管理临床意义越发凸显

高血压是指静息时收缩压或(和)舒张压的持续升高(收缩压 $\geq 130$  mmHg，舒张压 $\geq 280$  mmHg)。患者早期可无自觉症状，在体检时才发现高血压或表现为头痛、头晕、心悸、耳鸣、眼花、失眠等症状。血压持续升高易对心、脑、肾等靶器官损害，以致发生高血压性心脏病、肾小动脉硬化肾功能减退、动脉硬化、心力衰竭、眼底病变

以及脑血管意外等一系列并发症，严重威胁患者生命。据头豹研究院，约 95% 的高血压属于原发性高血压，需要长期服药治疗。在我国，高血压病的重要直接并发症是脑血管病，尤其是脑出血，死亡率极高。

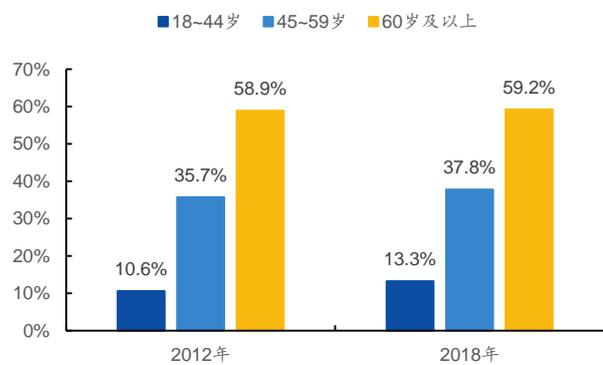
中国人口老龄化加剧叠加社会生活习惯的改变，预计推动高血压患病人群增长。年龄增长是高血压发病的主要因素之一。据头豹研究院，我国 18~44 岁、45~59 岁和 60 岁及以上居民高血压患病率分别为 13.3%、37.8% 和 59.2%，原因是随着年龄增加，血管弹性会下降，血压自身调节能力逐渐减弱，据国家统计局披露数据，中国 65 岁以上老龄人口数量由 2015 年的 1.4 亿增长至 2021 年的 2.0 亿人，期间 CAGR 达 5.7%，2021 年老龄人口占比达 14.2%，预计到 2030 年，中国将进入“超级老龄化”，60 岁以上人口占比将达 25.0%。高血压发病率青年化的趋势也逐渐明显，这可能与人民生活习惯相关，高钠饮食、过量饮酒和精神压力都有可能影响发病率。

图 19：中国老龄人口数量及年复合增长率（亿，%）



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

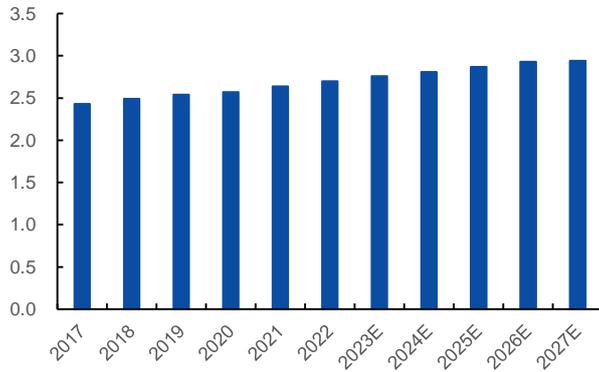
图 20：2012&2018 年中国各年龄段高血压患病率（%）



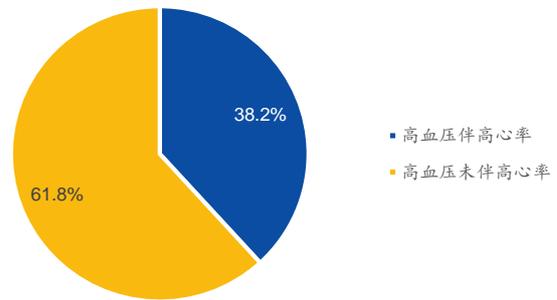
资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

据头豹研究院，我国高血压患者人数从 2017 年的 2.43 亿增长至 2022 年的 2.70 亿，期间 CAGR 超 2.1%，并预计将进一步增长至 2027 年的超 2.9 亿人。

**心率增快是高血压常见的一种临床表型。**《中国高血压患者心率管理多学科专家共识（2021 年版）》共识建议将静息心率 >80 次/min 作为高血压患者心率干预的切点。据该共识，法国 10 万人群的调研发现，未治疗的高血压患者平均心率较正常血压者增快 6 次/min。2014 年，我国 21 个城市 115229 例高血压患者的横断面调查显示，我国高血压患者的静息平均心率为 76.6 次/min，**单纯高血压患者中心率 ≥80 次/min 者占 38.2%**。这与意大利的一项研究结果相似，后者显示高血压患者中 30% 以上静息心率 ≥80 次/min。

**图 21：中国高血压患者数量及 CAGR（亿人，%）**


资料来源：头豹研究院，国元证券研究所

**图 22：单纯高血压患者中心率 $\geq 80$ 次/min 者占 38.2%**


资料来源：《中国高血压患者心率现状调查》孙宁玲等，国元证券研究所

近年来，高血压伴心率增快患者的心率管理问题逐渐受到重视，多项研究显示，心率增快很可能是一项重要的心血管危险因素，伴随着增高的心血管事件发生率和死亡风险。心率增快的不利影响还涉及与高血压密切相关的多种内分泌、肾脏和神经内科疾病，心率管理需要多学科临床医生共同参与。开滦队列研究将 31507 例非高血压成人（其中男性 23298 例）按基线心率分为心率 $\leq 66$ 次/min、67~71 次/min、72~77 次/min 和 $\geq 78$ 次/min 四组，平均随访 3.53 年后，四组受试者高血压发生率分别为 104.4/1000 人年、109.7/1000 人年、114.2/1000 人年和 124.6/1000 人年( $P < 0.0001$ )；静息心率每增快 10 次/min，新发高血压的风险增加 8%。韩国一项针对 6100 例 55 岁以上社区居民随访 20.8 年的队列研究发现，静息心率增快与高血压协同增加心血管事件：与心率 61~79 次/min 的正常血压者相比，心率 $\geq 80$ 次/min 的男性中重度高血压患者心血管疾病死亡危险比为 8.34 [95%CI (2.52, 28.19)]，女性危险比为 5.95 [95%CI (1.59, 22.97)]。

迄今为止，已有 14 项研究在高血压患者中评价了静息心率与心血管事件或死亡率的关系，其中 13 项研究显示心率与不利后果呈阳性相关（见下表）。

**表 10：显示高血压患者静息心率与不利后果相关的队列研究或临床试验**

研究	随访时间 (年)	心率增快伴随的不利后果
ARIC	10	与心率为 60~80 次/min 亚组相比，基线心率 $\geq 80$ 次/min 亚组患者的全因死亡率增加 47%
French study (Thomas)	14	在男性人群中，心率最快且脉压最大亚组患者的心血管疾病死亡率是心率最慢且脉压最小亚组患者的 4.8 倍
French study (Benetos)	18	基线心率增快是非心血管疾病死亡的独立危险因素。在男性人群中，心率为 81~100 次/min 的患者心血管疾病死亡率较心率 $< 60$ 次/min 的患者增加 44%
Glasgow Clinic	2.5	基线心率和随访心率始终 $> 80$ 次/min 的患者全因死亡率较基线心率和随访心率均 $< 80$ 次/min 的患者增加 78%
Cooper Clinic	15	与心率 $< 60$ 次/min 亚组相比，基线心率 $\geq 80$ 次/min 亚组患者的全因死亡率增加 38%，心血管疾病死亡率增加 52%

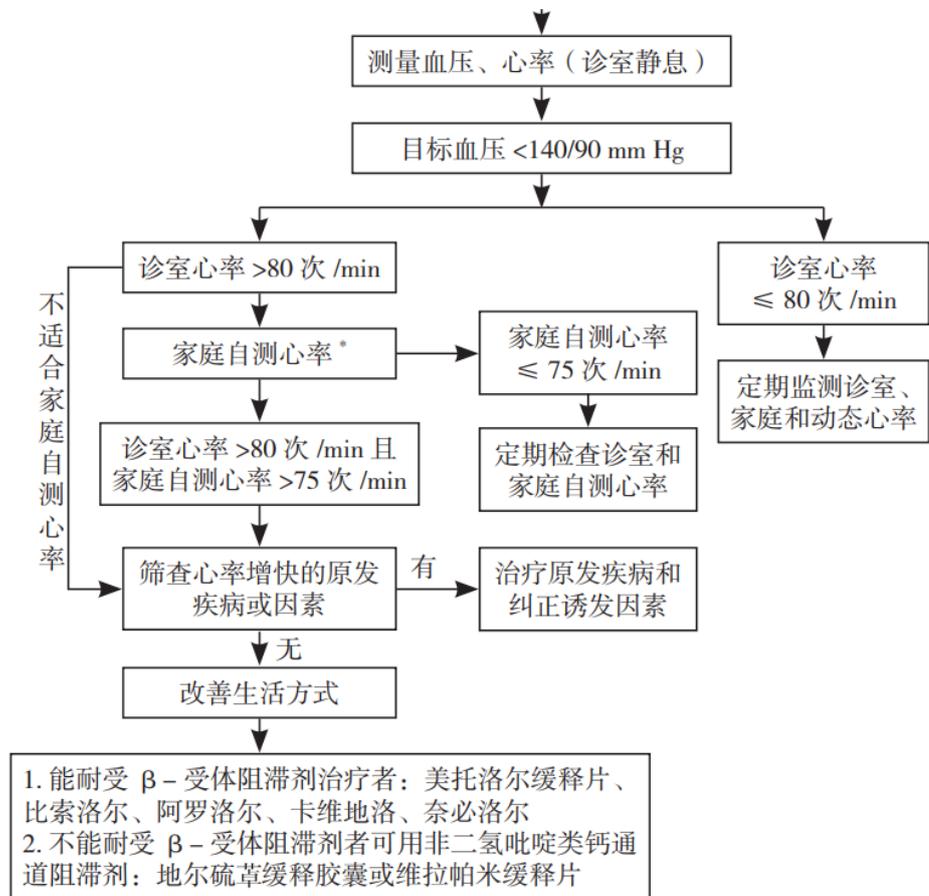
研究	随访时间 (年)	心率增快伴随的不利后果
Framingham	36	心率每增加 40 次/min, 男性全因死亡率增加 118%, 女性全因死亡率增加 114%
河南新安农村研究	5.9	基线心率 60~69、80~89 和 ≥90 次/min 亚组患者的心血管疾病死亡率分别为 887/10 万人年、1045/10 万人年和 1310/10 万人年。心率 ≥80 次/min 的两个亚组患者心血管疾病死亡率均显著增高(均 P<0.05)
ONTARGET/ TRANSCEND	5	基线心率与主要心血管事件发生率呈连续正相关, 心率每增加 10 次/min, 主要心血管事件、心血管疾病死亡率和全因死亡率分别增加 12%、18%和 15% (均 P<0.0001)
河北开滦队列研究	9.3	与基线心率 ≤68 次/min 亚组相比, 基线心率 76~82 次/min 和 >82 次/min 亚组患者的全因死亡率分别增加 22% (12%~34%) 和 32% (21%~45%)
LIFE	5	心率增快患者的心血管疾病死亡率增加 89%、全因死亡率增加 97%
ASCOT	5	基线心率增快(每增加 5 次/min)不能预测主要心血管事件、冠心病事件或脑卒中
VALUE	4	与心率 <58 次/min 亚组相比, 基线心率 ≥79 次/min 亚组患者主要心血管事件发生率增加 73%
Syst-Eur	2	心率增快患者的全因死亡率较心率不增快患者增加 89%
INVEST	2.7	心率为 55~100 次/min 的患者, 心率每增加 5 次/min, 主要终点事件(死亡、心肌梗死或脑卒中)增加 6%

资料来源:《中国高血压患者心率管理多学科专家共识(2021年版)》, 国元证券研究所

### 2.3.2 尼群洛尔片临床价值显著, 是相关用药指南和专家共识的推荐用药

依照《中国高血压患者心率管理多学科专家共识(2021版)》, 在高血压患者心率管理的干预方法中, 首先应排查高血压患者心率增快的诱因和原因, 包括生理性、药物性、心血管疾病或全身性疾病, 对此应针对影响因素及原发疾病予以纠正和治疗。另外需改善如久坐、吸烟等不良的生活方式, 建议要有计划、渐进性地增加体育锻炼和有氧运动, 控制体质量, 提高身体素质和运动耐力。而对于药物治疗方式, **专家共识指出: 高血压患者首先应控制血压达标, 在降压治疗的同时注重心率管理。**对心率增快者优先推荐 β-受体阻滞剂, 血压未达标者 β-受体阻滞剂可联合二氢吡啶类 CCB; 对使用 CCB 后心率增快而血压未达标者可以联合 β-受体阻滞剂, 必要时还可联合其他类别降压药物, 直至血压和心率均达标。在达标方面优先推荐单片固定复方制剂, 我国现有的 β-受体阻滞剂和二氢吡啶类 CCB 的单片固定复方制剂为尼群洛尔片。

图 23：高血压患者心率管理流程图



资料来源：《中国高血压患者心率管理多学科专家共识（2021年版）》，国元证券研究所

据《中国高血压临床实践指南》，网状荟萃分析结果显示，与安慰剂相比，β受体阻滞剂未能降低心血管死亡风险（RR=0.99，95%CI 0.87~1.13），而利尿剂、ACEI（血管紧张素转化酶抑制剂）、二氢吡啶类 CCB（钙通道阻滞剂）及 ARB（血管紧张素受体拮抗剂）均有临床获益；且尚无β受体阻滞剂可降低全因死亡风险的证据，另外其会增加高血压患者因不良事件停药的风险。综上，β受体阻滞剂对高血压患者临床结局的改善效果较其他类型降压药物差，且安全性较低，因此指南不建议将β受体阻滞剂作为一线初始降压药物。据《中国高血压防治指南 2018 年修订版》，β受体阻滞剂可以掩盖心率增快等低血糖反应，二/三度房室传导阻滞、哮喘患者禁用，长期应用者突然停药可发生反跳现象。

依照《中国高血压防治指南 2018 年修订版》，钙通道阻滞剂（CCB）主要通过阻断血管平滑肌细胞上的钙离子通道发挥扩张血管降低血压的作用，包括二氢吡啶类 CCB 和非二氢吡啶类 CCB。临床上常用的非二氢吡啶类 CCB，常见不良反应包括抑制心脏收缩功能和传导功能，二度至三度房室阻滞；心力衰竭患者禁忌使用，有时也会出现牙龈增生。

**表 11：β 受体阻滞剂、钙通道阻滞剂代表药物简介**

药品种类	分类	药品名称	临床应用	不良反应	禁忌症
β 受体阻滞剂	非选择性 β 受体阻滞剂	普萘洛尔	主要治疗室上性心律失常,尤其治疗交感神经兴奋性过高、甲状腺功能亢进及嗜铬细胞瘤等引起的窦性心动过速效果良好。	该药可引起窦性心动过缓、房室传导阻滞、低血压、精神抑郁、记忆力减退等,并可诱发心力衰竭和哮喘。长期应用可使脂质代谢和糖代谢异常,故血脂异常及糖尿病患者慎用。	绝对禁忌:二度、三度房室传导阻滞;哮喘
	选择性 β <sub>1</sub> 受体阻滞剂	阿替洛尔	用于治疗室上性心律失常,降低心房颤动和心房扑动时的心室率。治疗室性心律失常亦有效。	不良反应与普萘洛尔相似。因对心脏选择性强,可用于糖尿病和哮喘患者,但剂量不宜过大。	相对禁忌:慢性阻塞性肺疾病;外周动脉疾病
	非选择性、作用于 β 和 α <sub>1</sub> 受体的阻滞剂	拉贝洛尔	多用于中度和重度的高血压、心绞痛,静注可用于高血压危象,与单纯 β 受体阻断药相比能降低卧位血压和外周阻力,一般不降低心排出量,可降低立位血压,引起直立性低血压。	常见不良反应有眩晕、乏力、恶心等。哮喘及心功能不全者禁用。儿童、孕妇及脑出血者忌用静注。注射液不能与葡萄糖盐水混合滴注。	
钙通道阻滞剂 (CCB)	二氢吡啶类	硝苯地平	对变异型心绞痛效果最好。对伴高血压患者尤为适用。对稳定型心绞痛也有效,对急性心肌梗死患者能促进侧支循环,缩小梗死区范围。可与 β 受体阻断药合用,增加疗效。	会反射性加快心率,有报道称硝苯地平可增加发生心肌梗死的危险,应引起重视。	相对禁忌:快速性心律失常;充血性心力衰竭
	非二氢吡啶类	维拉帕米	治疗室上性和房室结折返性心律失常效果好,是阵发性室上性心动过速的首选药。	口服较安全,可出现便秘、腹胀、腹泻、头痛、痒等不良反应。静脉给药可引起血压下降、暂时窦性停搏。二、三度房室传导阻滞,心功能不全,源性休克患者禁用此药,老年人、肾功能低下者慎用。	

资料来源:《药理学第 9 版(人民卫生出版社)》,《国家基层高血压防治管理指南(2020 版)》,国元证券研究所

据《中国高血压防治指南 2018 年修订版》,联合应用降压药物已成为降压治疗的基本方法,大部分高血压患者需要使用 2 种或 2 种以上降压药物。两药联合时,降压作用机制应具有互补性,同时具有相加的降压作用,并可互相抵消或减轻不良反应。据《β 受体阻滞剂/钙通道阻滞剂单片复方制剂在高血压患者中的应用中国专家共识》,β 受体阻滞剂和 CCB 在作用机制上互补,可抑制过度激活的交感神经系统和肾素-血管紧张素-醛固酮系统,扩张外周动脉血管,在发挥协同降压作用的同时有效控制心率。据该共识指出,有临床证据表明,β 受体阻滞剂联合 CCB 可有效降压达标,且降压效果优于 β 受体阻滞剂或 CCB 单药治疗。此外,因 β 受体阻滞剂可以在一定程度上抵消 CCB 治疗因反射性交感神经兴奋所致的心率增快,而 CCB 能减轻 β 受体阻滞剂治疗可能出现的外周血管收缩效应,两类药物联合有助于减少药物不良反应。据《β 受体阻滞剂在高血压应用中的专家共识》,二者联合是 2010 及 2018 版中国高血压防治指南推荐的优化联合。

**表 12:  $\beta$  受体拮抗剂和钙通道阻滞剂对血压及心血管系统的影响**

药物	平均动脉压	总外周阻力	心输出量	心率	SNS 活性	RAAS 系统
理想药物	↓	↓	0	0/↓	↓	↓
$\beta$ 受体拮抗剂	↓	(↑)	(↓)	↓	↓	↓
钙通道阻滞剂	↓	↓	0	(↑)	↑	↑

资料来源:《新型降压药物——比索洛尔氨氯地平片》魏娟娟等, 国元证券研究所 注: ↑表示增加或激活; ↓表示降低或抑制; 0表示无影响; ( )表示主要在大剂量用药后出现; SNS 表示交感神经系统; RAAS 表示肾素-血管紧张素系统

据《中国高血压防治指南 2018 年修订版》, 联合用药包括随机组方和单片复方制剂。单片复方制剂 (SPC) 是常用的一组高血压联合治疗药物, 通常由不同作用机制的两种或两种以上的降压药组成。与随机组方的降压联合治疗相比, 其优点是使用方便, 可改善治疗的依从性及疗效, 是联合治疗的新趋势。据头豹研究院, **单片复方制剂患者相比自由联合用药依从性提升 41.4%, 降压达标率提高了 22.8%**。据《单片复方制剂降压治疗中国专家共识》, 中国高血压控制现状调查 (China STATUS) 显示, 40.4% 的高血压患者日常生活中漏服降压药物, 治疗依从性不佳是影响我国高血压患者达标率的重要因素。与单药加剂量, 单药序贯、先单药后联合和起始自由联合等治疗方案比较, SPC 治疗血压达标率更高, 更早达标。在靶器官保护方面, SPC 因其更有效控制血压, 故可带来靶器官更早更多获益, 预防心脑血管并发症。此外, 在提高治疗依从性、减少药物的不良反应, 以及节省医疗费用方面, SPC 较其他 3 种治疗策略均表现出明显的优势。据《重视单片复方制剂治疗高血压的临床应用》, SPC 使用率提升可显著提高血压达标率 78%, 且有降低药物副作用、保护靶器官等多方面获益。

据《中国高血压防治指南 2018 年修订版》, 我国以往完成的较大样本的降压治疗临床试验多以二氢吡啶类 CCB 为研究用药, 并证实以二氢吡啶类 CCB 为基础的降压治疗方案可显著降低高血压患者脑卒中风险, 且二氢吡啶类 CCB 没有绝对禁忌证。二氢吡啶类 CCB+ $\beta$  受体阻滞剂为我国临床主要推荐应用的优化联合治疗方案之一。据《 $\beta$  受体阻滞剂/钙通道阻滞剂单片复方制剂在高血压患者中的应用中国专家共识》, **我国已经上市的  $\beta$  受体阻滞剂联合 CCB 的 SPC 有两种**: 阿替洛尔尼群地平片 (尼群洛尔片) 和比索洛尔氨氯地平片 (康忻安<sup>®</sup>)。尼群地平和氨氯地平均为二氢吡啶类 CCB。

一项多中心、开放设计、应用尼群洛尔片治疗的 2997 例社区轻、中度原发性高血压患者的为期 6 个月的研究结果表明, 男性和女性患者收缩压分别下降 (22.7±12.4) mmHg 和 (23.0±12.6) mmHg, 舒张压分别下降 (12.6±8.6) mmHg 和 (12.5±8.9) mmHg。而在东欧六国的一项协作研究中, 12424 例接受比索洛尔和氨氯地平自由联合治疗的高血压患者改用比索洛尔氨氯地平片治疗 6 个月, 收缩压平均降低 16.5 mmHg, 舒张压平均降低 9.5 mmHg。据头豹研究院, 尼群洛尔片是已上市的 C+B 类复方制剂中临床有效性最高的产品, 主要用于治疗轻中度原发性高血压, 并且对控制心率, 减少急性心肌梗死的死亡率有较大的作用。此外, 据《尼群洛尔治疗社区轻中度原发性高血压的疗效和安全性》, 临床试验结果显示, 与基线相比, 治疗后男女性心率均

下降 ( $P < 0.01$ ), 平均下降 ( $7 \pm 9$ ) 次 / min。据《高血压合理用药指南 (第 2 版)》, 尼群洛尔片在控制血压的同时对心率进行管理方面具有独特优势, 且每日一次, 方便服用, 药物经济性显著, 提高患者依从性, 符合我国高血压患者防治需求。据《中国高血压患者心率管理多学科专家共识 (2021 版)》, 高血压患者首先应控制血压达标, 在降压治疗的同时注重心率管理, 在达标方面优先推荐单片固定复方制剂, 我国现有的  $\beta$ -受体阻滞剂和二氢吡啶类 CCB 的单片固定复方制剂为尼群洛尔片。据公司招股书, 临床试验结果显示, 大约 80% 的患者每日服药 1 次, 能够达到满意的降压效果, 还有 20% 左右患者加量后疗效显著提高。

**表 13: 尼群洛尔片与比索洛尔氨氯地平片降压效果对比**

药品名称	收缩压下降	舒张压下降	临床有效性
尼群洛尔片	男性 ( $22.7 \pm 12.4$ ) mmHg	男性 ( $12.6 \pm 8.6$ ) mmHg	男性和女性患者降压总有效率达 88.1% 和 88.0%。可减少急性心肌梗死 0~7 天的死亡率。用药 18 周后可有效控制血压, 降压总有效率达 58%
	女性 ( $23.0 \pm 12.6$ ) mmHg	女性 ( $12.5 \pm 8.9$ ) mmHg	
比索洛尔氨氯地平片	16.5 mmHg (平均)	9.5 mmHg (平均)	用药 18 周后可有效控制血压

资料来源:《 $\beta$ 受体阻滞剂/钙通道阻滞剂单片复方制剂在高血压患者中的应用中国专家共识》, 头豹研究院, 公司招股书, 国元证券研究所

### 2.3.3 尼群洛尔片未来销售额有望快速突破十亿元

假设:

(1) 据头豹研究院, 2022 年中国成人高血压人数达 2.70 亿人, 预计 2027 年将增长至 2.94 亿人;

(2) 根据北京大学人民医院孙宁玲教授的《中国高血压患者心率现状调查》研究显示, 我国单纯高血压患者中心率  $\geq 80$  次/min 者占比达 38.2%, 忽略高血压合并相关疾病患者心率的特殊要求且假设该比例在一定时间内不发生变化。

(3) 尼群洛尔片为多部指南、专家共识推荐用药, 相较于其他抗高血压药物具有独特优势, 预计渗透率将逐年快速提升; 公司尼群洛尔片 2022 年销售额为 0.56 亿元, 市场渗透率约为 0.05%, 假设 2027 年渗透率达到 0.90%。

(4) 根据头豹研究院尼群洛尔片月费用为 99.75 元, 原发性高血压一般不能根治, 需要长期服药治疗, 假设患者适用该药后不再发生改变。

**表 14: 尼群洛尔片未来销售额预测**

年份	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
预测中国成人高血压患者人数 (亿人)	2.70	2.76	2.81	2.87	2.93	2.94
高血压伴高心率比率	38.2%					
中国成人高血压伴高心率患者人数 (百万人)	103.14	105.43	107.34	109.63	111.93	112.31

年份	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E
渗透率	0.05%	0.10%	0.30%	0.50%	0.75%	0.90%
用药人数（百万人）	0.05	0.11	0.32	0.55	0.84	1.01
每月花费（元）	99.75					
年销售额（亿元）	0.56	1.26	3.85	6.56	10.05	12.10

资料来源：公司公告，头豹研究院，《中国高血压患者心率现状调查》孙宁玲等，国元证券研究所

### 3.在研产品储备丰富，临床研发覆盖多领域

公司坚持“以患者需求为核心，以临床价值为导向”的新药研发理念，构建了以复方制剂研发技术、氘代药物研发技术、脂质体药物研发技术为支撑的研发技术平台，开启了一系列创新性药物的研发工作，在研新药包括抗抑郁新药 JJH201501、抗肿瘤新药 JJH201601、抗胃酸新药 JJH201701 等。

图 24：公司主要在研新药管线（截至 2022 年度报告）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

#### 3.1 JJH201501：在研抗抑郁一类新药，氘代修饰换新颜

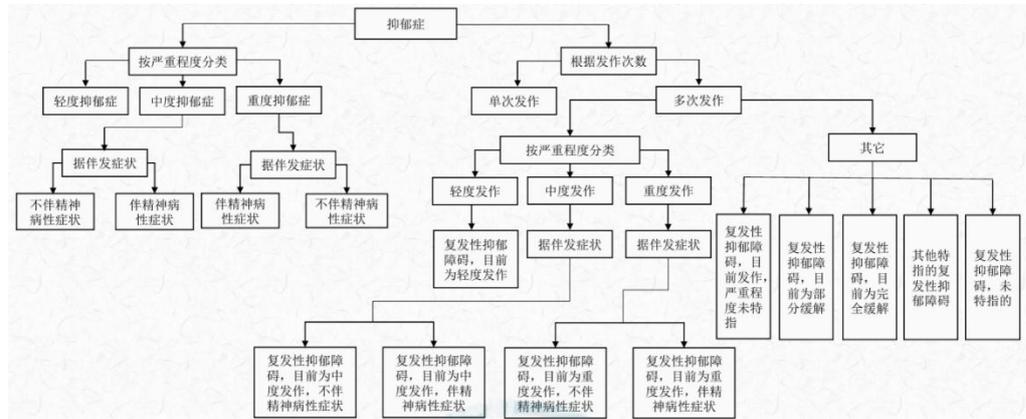
公司氘代平台在研抗抑郁一类新药 JJH201501 是一种新型的多受体作用机制的抗抑郁药，为沃替西汀衍生物，具有明显的抗抑郁作用，并且具有明显改善学习记忆的作用。化合物专利已获得国内、美国和欧洲授权，于 2018 年 7 月取得了国家药品监督管理局颁发的《药物临床试验批件》，目前已完成 I 期临床研究，正在开展 IIb 期临床试验，已按照方案要求，完成全部受试者入组，共计 308 例，正在进行随访观察和数据处理。

##### 3.1.1 抑郁症患者人群庞大，用药市场规模近年快速增长

抑郁障碍是一种高发病率、高复发率及高致残率的慢性精神疾病。抑郁症是抑郁障碍最常见的类型，表现为：长时间持续的抑郁情绪，并且这种情绪明显超过必要的限度，缺乏自信，避开人群，甚至有罪恶感，感到身体能量的明显降低，时间的感受力

减慢，无法在任何有趣的活动中体会到快乐。这类障碍还会造成患者的躯体功能失调，如睡眠紊乱或食欲暴进或减退、痛觉等。依照国际疾病分类第十一次修订本（ICD-11），抑郁症的诊断分类见下图。

图 25：抑郁症的诊断分类

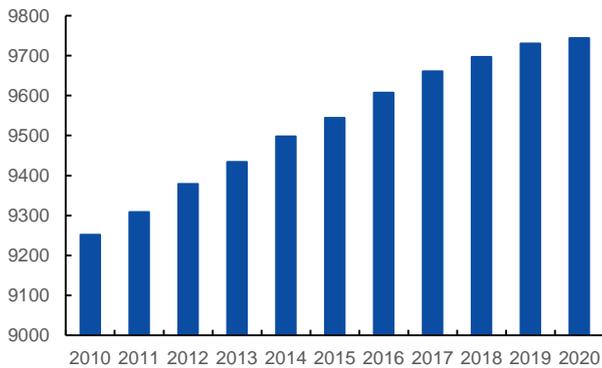


资料来源：《抑郁症治疗与管理的专家推荐意见(2022 年)》，国元证券研究所

据《2022 年国民抑郁症蓝皮书》，中国精神卫生调查显示，我国成人抑郁障碍终生患病率为 6.8%，其中抑郁症为 3.4%，目前我国每年大约有 28 万人自杀，其中 40% 患有抑郁症。据头豹研究院，中国抑郁症患者人数增加，主要由于：①改革开放以来，中国经济高速发展，生活和工作节奏显著加快，随之而来的是日益增加的公众心理压力；②受计划生育国策及人口老龄化的影响，大量 30 岁左右的年轻人不仅需要独自赡养父母，还需要抚养 1~2 个小孩，生活负担大；③物价上涨，房价、子女教育支出等居高不下，面对愈发昂贵的日常生活支出，人们需要承受更大的经济压力。处于高心理压力下，罹患抑郁症等精神类疾病的概率更高；④“夜生活”丰富度提升，不仅涌现了大量酒吧、KTV 等供夜晚休闲娱乐的场所，手机 APP，如微博、抖音等也逐渐开始占据人们夜晚睡觉的时间，长期昼夜颠倒或睡眠不足，使得抑郁症的患病率进一步提升。

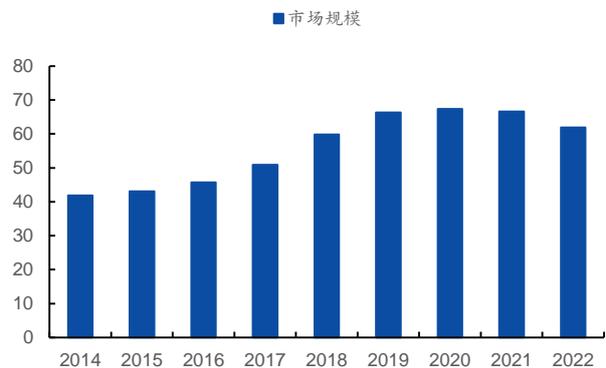
据头豹研究院，中国抑郁症终身患病人数从 2010 年的 9252 万人增长持续增长至 2020 年的 9744 万人。伴随着抑郁症患者人数的增加，对抗抑郁药物的临床需求也进一步扩大。据药融云，中国医院院内抗抑郁药销售额从 2014 年的近 42 亿元增长至 2022 年的近 62 亿元人民币，其中 2020 年抗抑郁药院内销售额达到峰值超 67 亿元。随着人们生活水平的提高，社会对抑郁症的正确宣传以及居民对自身健康的重视程度不断加深，人们对抑郁症的认知越来越深，对抗抑郁药的了解也逐渐增强，对抑郁症的药物治疗从以前的避而不谈逐渐变成积极就医，寻求专业帮助，预计我国抗抑郁药行业的市场规模将保持较高速增长。

图 26: 近年抑郁症终身患病人数及 CAGR (万人, %)



资料来源: 头豹研究院, 国元证券研究所

图 27: 近年中国抗抑郁药医院市场规模变化趋势 (亿元)

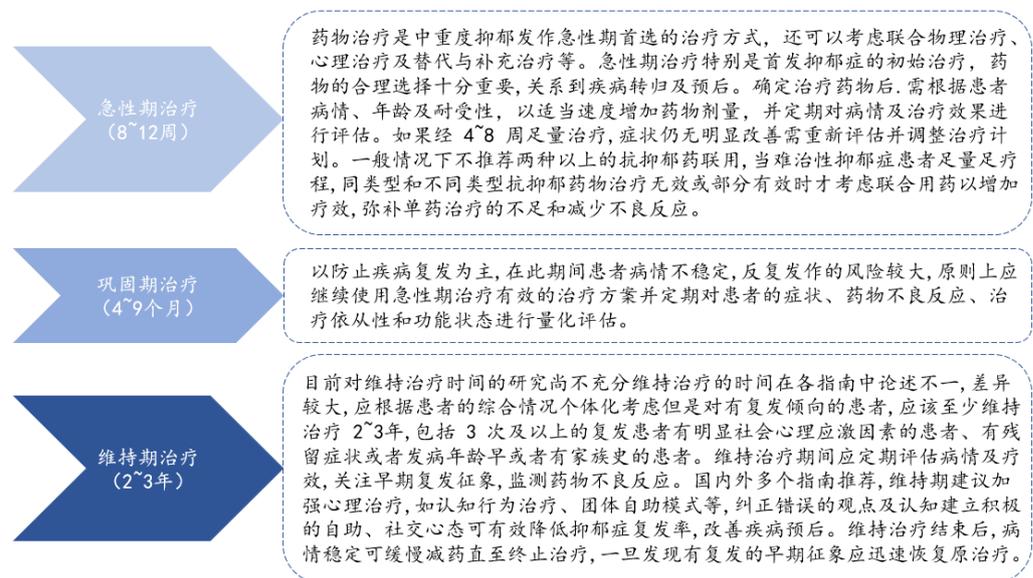


资料来源: 药融云, 国元证券研究所

依照《抑郁症治疗与管理的专家推荐意见 (2022 年)》, 抑郁症的治疗目标在于及时诊断, 规范治疗。提高临床缓解率及治愈率, 尽可能降低自伤、自杀率及病残率, 改善认知功能, 促进社会功能恢复, 提高生活质量, 并预防疾病的复发。

抑郁症后果严重, 病程迁延, 据《抑郁症基层诊疗指南 (2021 年)》, 抑郁症复发率高达 50%~85%, 其中有 50% 患者的复发在疾病发生后 2 年内发生, 全病程治疗尤为重要。全病程治疗分为三期: 目前倡导全病程治疗, 包括急性期 (8~12 周)、巩固期 (4~9 个月) 和维持期治疗 (2~3 年)。

图 28: 抑郁症全病程治疗路径



资料来源: 《抑郁症治疗与管理的专家推荐意见 (2022 年)》, 国元证券研究所

依照《抑郁症基层诊疗指南 (2021 年)》, 抗抑郁药按作用机制或化学结构的不同分为以下几类: 选择性 5-羟色胺再摄取抑制剂 (SSRIs), 5-羟色胺和去甲肾上腺素再摄取抑制剂 (SNRIs), 去甲肾上腺素能和特异性 5-羟色胺能抗抑郁剂 (NaSSA), 三环 (TCAs)

和四环类抗抑郁药,单胺氧化酶抑制剂(MAOIs)等。TCAs、四环类抗抑郁药和 MAOIs 属传统的第一代抗抑郁药,其他均为新型抗抑郁药,后者在安全性、耐受性和用药方便性方面较前者更有优势,是临床推荐首选的药物,其中 SSRI 们 又是最常用的一类。TCAs 类药物由于其耐受性和安全性问题,作为二线药物使用。

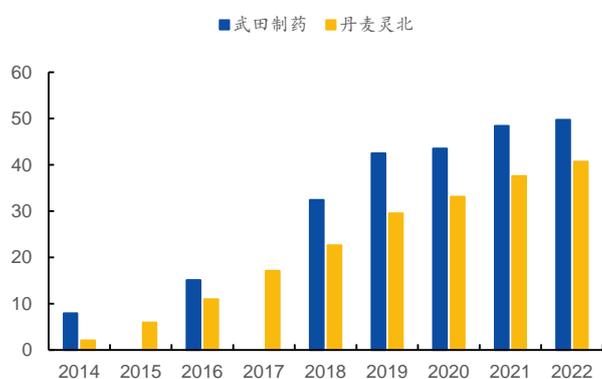
以帕罗西汀为代表的 SSRI 们 与以文拉法辛为代表的 SNRI 们 是目前临床评价较好的抑郁症治疗药物。但这些药物起效慢、复发率高,且会引起失眠、性功能障碍与体重波动等治疗相关性不良反应

### 3.1.2 80 亿大品种沃替西汀副作用多,改良新药 JJH201501 临床数据喜人

沃替西汀是由丹麦灵北和武田制药公司联合研发的抗抑郁药,根据体外实验表明,沃替西汀抗抑郁药主要作用机制是 5-HT 转运体抑制剂、多通道 5-HT<sub>3</sub>、5-HT<sub>7</sub>、5-HT<sub>1D</sub> 受体拮抗剂、5-HT<sub>1B</sub> 受体部分激动剂、5-HT<sub>1A</sub> 受体激动剂,通过调节 5-HT 起到抗抑郁作用。体内研究表明,沃替西汀安全性和耐受性较好,不良反应发生率低。沃替西汀不仅能有效治疗抑郁症,并且能有效改善焦虑症状,还显示对患者的认知功能有一定改善作用。

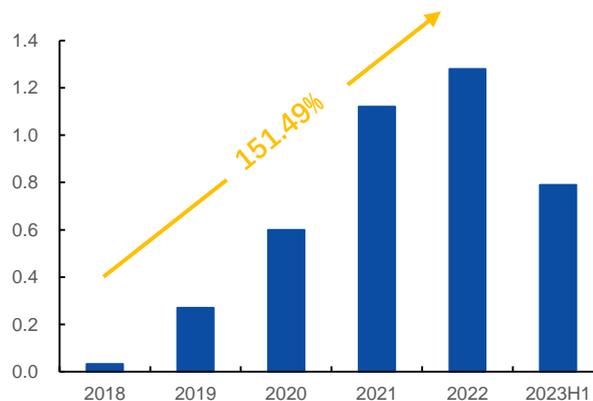
据药融云 2022 年院内销售额排名前十的抗抑郁药(化药)数据,盐酸帕罗西汀、盐酸文拉法辛缓释片的销售额分别位列第七和第十。沃替西汀抗抑郁药(通用名:氢溴酸伏硫西汀片)于 2013 年 9 月 30 日在美上市。依照药智数据,2022 年丹麦灵北与武田制药氢溴酸伏硫西汀片全球销售额合计超过 80 亿元。2017 年 11 月,该产品获批进入中国,2018 年至 2022 年,氢溴酸伏硫西汀片国内销售额年复合增长率高达 151.49%。

图 29: 丹麦灵北&武田制药沃替西汀销售额(亿元)



资料来源:药智数据,国元证券研究所

图 30: 沃替西汀国内销售额及增速(亿元,%)



资料来源:药智数据,国元证券研究所

由于在使用沃替西汀进行治疗时,通常为了达到治疗效果而加大用药剂量,从而导致产生很多药物不良代谢问题,由于药物通过不良代谢反应产生的活性代谢物通常是药物产生毒性和其他副作用的重要因素,因而在治疗过程中会对人体产生较多副作用,使用沃替西汀治疗过程中会使患者产生的不良反应有:恶心、呕吐、腹泻、头痛和头晕以及性功能障碍、潜在的心血管效应等,因此公司利用氘代药物研发技术对沃替西汀进行结构改造获得 JJH201501。公司氘代药物研发技术平台水平先进,能显著改善药物吸收过程,有效延长药物半衰期,提高血药浓度和减缓药物代谢的速度,

从而降低给药剂量、提高安全性，获得更佳的疗效。

动物药效试验研究显示，JJH201501 具有明显的抗抑郁作用，副作用明显低于临床一线用药文拉法辛；能够促进脑内神经元的增生，具有明显改善学习记忆的作用，该作用优于沃替西汀，且文拉法辛无此作用。I 期临床试验中 10mg 规格 JJH201501 和对照药物的单次给药 PK 结果显示，JJH201501 在  $t_{1/2}$ 、 $C_{max}$ 、AUC 以及主要代谢物的 AUC 等 PK 参数上均比对照药物表现出明显的优势。单次给药 JJH201501 可明显延长药物在人体内的半衰期，延长药物体内滞留时间，提高药物在体内的血药浓度以及 AUC，减慢药物在体内的代谢速度，药物与主要代谢产物的体内 AUC 比值远高于阳性对照药物，I 期临床试验数据显示效果突出。

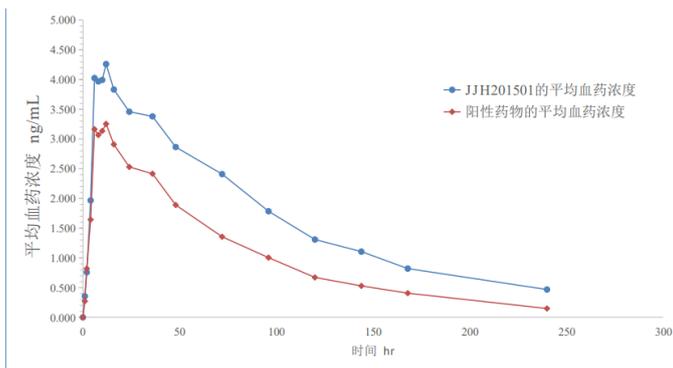
表 15: JJH201501 与对照药物临床药代动力学参数对比

临床药代动力学参数	JJH201501	对照药物	JJH201501 比对照药物在 PK 参数的增加率(%)
$t_{1/2}$ (hr)	70.36	56.50	24.53
$T_{max}$ (hr)	9.00	10.00	-
$C_{max}$ (ng/mL)	4.51	3.48	29.60
$AUC_{inf\_obs}$ (ng*hr/mL)	456.85	276.12	65.45
主要代谢物 $AUC_{inf\_obs}$ (ng*hr/mL)	226.77	287.36	-21.09
药物与主要代谢物 AUC 的比值	2.01	0.96	109.38

资料来源：公司招股书，国元证券研究所

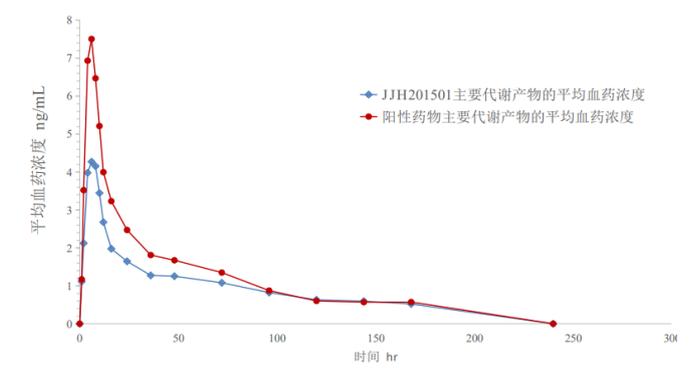
基于 JJH201501 在药效、药代动力学等方面比目前临床相关用药均有明显改善，均有明显优势，有望成为新型抗抑郁症药物。

图 31: JJH201501 和阳性药药时曲线对比



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

图 32: JJH201501 和阳性药主要代谢物药时曲线对比



资料来源：公司招股书，国元证券研究所

### 3.1.3 JJH201501 潜在市场空间预测：

假设：

(1) 据头豹研究院，中国抑郁症终身患病人数从 2010 年的 9252 万人持续增长至 2020 年的 9744 万人，年复合增长率为 0.52%，假设往后数年仍将保持相同的年复合增长率；

(2) 据国家卫健委办公厅发布的《健康中国行动（2019—2030年）》工作目标，到2022年和2030年，抑郁症治疗率将在现有基础上提高30%和80%。根据最新的流行病学数据，2015年被诊断为抑郁障碍的患者中仅有9.5%接受治疗，假设到2019年治疗率缓慢提升至11%。参考健康中国工作目标，假设到2022年和2030年抑郁症治疗率可达到14.3%和19.8%，假设治疗率以年复合增长率4.15%至2030年的19.8%；

(3) JJH201501为沃替西汀衍生物，沃替西汀推荐剂量均为10mg，每日1次，治疗时长不少于6个月，据米内数据库，2024年沃替西汀中标价为497.99元每盒，每盒规格为10mg\*14片，即月用药费用约为1067元。参考沃替西汀定价办法，假设吉贝尔JJH201501上市后月用药费用为沃替西汀9折，即月花费约960元；

(4) 预计2025年JJH201501将完成III期临床研究，申报生产批件和新药证书，假设2026年为第一个完整销售年度，假设获批概率为90%；

(5) 据药智数据、药融云数据计算，沃替西汀在中国上市后五年中市占率由0.05%提升至2.07%，鉴于JJH201501现有临床数据上疗效及安全性均优于沃替西汀，假设JJH201501上市后五年内渗透率可参考沃替西汀上市之初：

**表 16: JJH201501 潜在市场空间预测**

年份	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
预测中国终生抑郁症患者人数 (万人)	10051.99	10104.26	10156.81	10209.62	10262.71
同比增长率	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%
治疗率	16.83%	17.52%	18.25%	19.01%	19.80%
治疗人数 (万人)	1691.32	1770.67	1853.74	1940.71	2032.02
渗透率	0.05%	0.41%	0.89%	1.68%	2.07%
用药人数 (万人)	0.85	7.26	16.50	32.60	42.06
用药时长 (月)			6		
每月花费 (元)			960		
风险调整系数			90%		
年销售额 (亿元)	0.44	3.76	8.55	16.90	21.81

资料来源：头豹研究院，《健康中国行动（2019-2030年）》，米内数据库，药融云，药智数据，《Prevalence of depressive disorders and treatment in China: a cross-sectional epidemiological study》Jin Lu, et al., 国元证券研究所

### 3.2 JJH201601: 多西他赛衍生物药效提高，脂质体制剂改善安全性

**JJH201601** 是公司依托脂质体药物研发技术平台开发的一类抗肿瘤新药。公司通过分子设计和药效试验筛选，得到全新化合物 JJH201601，利用脂质体技术将其开发为脂质体制剂，按照新药相关研究要求完成了临床前药效、药理、毒理等研究。目前 JJH201601 已取得《药物临床试验批准通知书》，批准本品单药在晚期实体瘤中开展

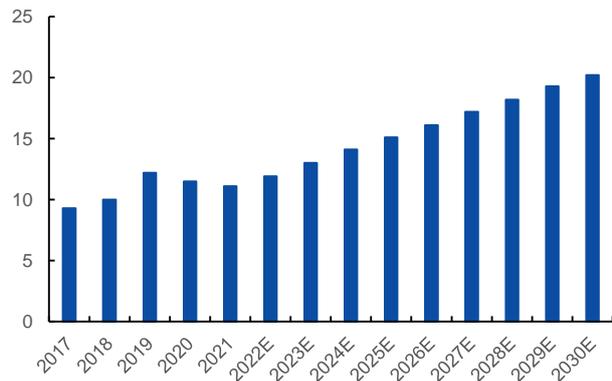
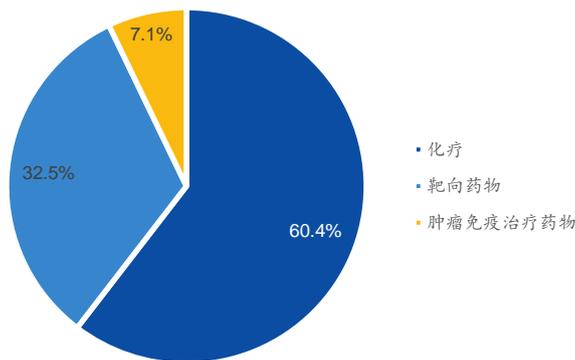
临床试验，正在开展 I 期临床研究，已完成首例受试者入组和给药。

抗肿瘤药物分为化疗药、靶向药物和肿瘤免疫治疗药物。化疗药物能够有效的杀死肿瘤细胞，减少肿瘤复发的几率。由于化疗药物的非靶向性，能够作用于全身各处，因此对转移性癌症也有一定疗效。尽管化疗存在一定副作用以及治疗后的耐药性，但考虑到其完善的治疗方式，可期的治疗效果，以及广泛的适用人群，在中国肿瘤治疗中依然占据举足轻重的地位。**2021 年，中国的抗肿瘤药物市场以化疗药物为主导，占整体市场的 60.4%。**

**微管抑制剂是一类抗肿瘤化疗药物**，可通过抑制细胞有丝分裂发挥抑制肿瘤增殖的作用，其临床应用范围广，目前在多种癌症（如卵巢癌、乳腺癌和肺癌）的治疗中起着核心作用。据弗若斯特沙利文，中国微管抑制剂市场由 2017 年的 93.0 亿人民币，增长到了 2021 年的 111.0 亿元人民币，年复合增长率 4.5%，预计 2025 年将达到 151 亿人民币，2021 年至 2025 年复合增长率 7.9%，2030 年将达到 202 亿人民币，2025 年至 2030 年复合增长率 6.1%。

图 33：2021 年中国抗肿瘤药市场按照治疗方式拆分 (%)

图 34：近年中国微管抑制剂市场规模及预测 (十亿)



资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

**多西他赛(别名:多烯紫杉醇)**属于紫杉烷类微管抑制剂，以红豆杉中化学物质为基础合成，能加快微管蛋白聚合成微管的速度并延缓微管的解聚作用，导致形成稳定的非功能性的微管束，从而抑制细胞分裂和增殖，发挥抗肿瘤作用，适用于局部晚期非小细胞性肺癌或转移性乳腺癌的治疗。

2017 年人社部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》，将多种紫杉类药物纳入国家医保目录，各地医保报销比例在 60%~80%不等，大幅降低了患者的药物支付负担，药物销售量也因此增长。

表 17：部分中国获批上市的紫杉烷类微管抑制剂（截至 2022 年 3 月 31 日）

通用名	商品名	公司	通用名首次上市时间	主要获批适应症	国家医保目录
紫杉醇注射液	泰素	百时美施贵宝	1999	卵巢癌、乳腺癌、非小细胞肺癌、Kaposi 肉瘤	甲类
多西他赛注射液	泰素帝	赛诺菲	1998	乳腺癌、非小细胞肺癌、胃癌、前列腺癌	乙类

通用名	商品名	公司	通用名首次上市时间	主要获批适应症	国家医保目录
注射用紫杉醇脂质体	力扑素	南京绿叶	2003	卵巢癌、乳腺癌、非小细胞肺癌	乙类
注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	ABRAXANE	新基	2013	乳腺癌	乙类
注射用紫杉醇聚合物胶束	紫宸	上海谊众	2021	非小细胞肺癌	-

资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

**多西他赛是近年来被广泛应用于临床的新型广谱抗癌药。**体外实验证实，多西他赛对多种小鼠及人的肿瘤细胞株具有细胞毒作用，其细胞毒作用是紫杉醇的 1.3-12 倍。公司与上海交通大学颜德岳院士及其团队对多西他赛进行结构改造，得到全新化合物 JJH201601，并利用脂质体技术将其开发为脂质体制剂。

脂质体是将药物包封于类脂质双分子层内而形成的微型囊泡，直径为亚微米或纳米级别，在体内可以生物降解，无免疫原性。脂质体具有类似生物细胞膜的结构，在生物体内的生物相容性好、具有可降解性，可以显著提高药物在体内的循环时间，延长药物半衰期，明显降低毒性，提高药物的治疗指数。

目前的试验结果显示，JJH201601 与进口多西他赛相比，裸鼠模型药效显著提高，且毒副作用明显降低，能够消除肿瘤（抑瘤率达到 99% 以上），停药后观察期内未发现肿瘤复发，该结果在肺癌 A549、肝癌 HepG2 和胰腺癌 Panc-1 模型得以验证。同时，在多项由重度免疫缺陷小鼠构建的 PDX 荷瘤模型上，JJH201601 也表现出优于阳性对照多西他赛、白蛋白紫杉醇、替吉奥和吉西他滨的抑瘤效果，且药物的耐受性和安全性较好。

## 4. 盈利预测

### 4.1 公司收入拆分

关键假设：

1、利可君片：利可君片作为国内主流的升白药口服制剂，已被纳入《国家基本医疗保险目录(2022)》等，其使用范围广泛，应用场景包括肿瘤科、内分泌科、传染科、精神科、血液科、内科、外科、妇科、儿科等多个科室，目前已在国内数千家医院实现销售，基本覆盖国内三甲医院。2022 年 5 月，由国内权威肿瘤疾病专家石远凯、顾晋等编著的《临床路径释义·肿瘤疾病分册（2022 年版）》正式出版，利可君片被作为治疗恶性肿瘤疾病的推荐用药收录在册：研究表明，利可君片对预防及治疗恶性肿瘤患者在放疗、化疗过程中发生的骨髓抑制现象具有显著效果。这一权威背书有望助力利可君片加速开拓肿瘤科室。预计利可君片 2023-2025 年增速分别为 26.25%、22.98%、18.71%；

2、尼群洛尔片：有关研究显示，单纯高血压伴快心率患者比例为 38.2%，且控制血压的同时加强对心率的管控正逐步成为高血压治疗领域的共识，尼群洛尔片在降低血压的同时，又能降低心率，针对高血压合并心率快患者具有明显的优势，临床不可替代。近年特定外部医疗环境变化有所干扰，同时公司已单独组建尼群洛尔营销团队，整体销售团队规模大幅增长，预计后续随着公司加大推广力度而增长更为迅速，预计

尼群洛尔片 2023-2024 年增速分别为 50.57%、90.73%、60.61%；

3、玉屏风胶囊：玉屏风胶囊主要功效为益气，固表，止汗。用于表虚不固，自汗恶风，面色晄白，或体虚易感风邪者。该产品干法制粒直接灌装成胶囊剂，与其他剂型相比稳定性好且便于携带和服用。玉屏风胶囊是公司独家产品，为中药四类新药，江苏省火炬计划高新技术产品，已纳入《国家基本医疗保险目录(2022)》，并入选《中华人民共和国药典》。2023 年受益于特定环境变化而需求快速增长，后续特定环境变化出清恢复正常增长，预计玉屏风胶囊 2023-2025 年增速分别为 90.00%、-30.00%、15.00%；

4、醋氯芬酸肠溶片：醋氯芬酸肠溶片主要用于治疗由骨关节炎、类风湿性关节炎和强直性脊椎炎等引起的疼痛和炎症，并能够有效缓解术后疼痛。该药品属于肠溶片，可减少药物对胃粘膜的刺激，口服吸收迅速且完全，生物利用度几乎达到 100%，具有良好的临床效果。该药品获得国家化药二类新药证书，是国家重点新产品，且已被纳入《国家基本医疗保险目录(2022)》，预计醋氯芬酸肠溶片 2023-2025 年增速分别为 5.00%、3.00%、2.00%。

**表 18：吉贝尔收入拆分（百万元，%）**

收入拆分	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入合计	509.69	654.73	840.81	1048.66	1298.00
增长率 (%)	-9.94%	28.46%	28.42%	24.72%	23.78%
归母净利润	114.90	154.67	207.39	259.12	327.70
增长率 (%)	-11.42%	34.61%	34.09%	24.94%	26.47%
毛利率 (%)	87.81%	88.37%	87.77%	89.39%	89.77%
利可君片	378.46	502.51	634.42	780.19	926.15
增长率 (%)		32.78%	26.25%	22.98%	18.71%
尼群洛尔片	44.37	55.88	84.14	160.49	257.76
增长率 (%)		25.94%	50.57%	90.73%	60.61%
玉屏风胶囊	23.18	26.90	51.11	35.78	41.14
增长率 (%)		16.07%	90.00%	-30.00%	15.00%
醋氯芬酸肠溶片	31.13	34.03	35.73	36.80	37.54
增长率 (%)		9.31%	5.00%	3.00%	2.00%
其他	32.55	35.40	35.40	35.40	35.40

资料来源：公司公告，国元证券研究所

随着利可君在肿瘤领域、尼群洛尔在高血压伴高心率患者中的加速开拓渗透，预计公司 2023-2025 年营收增速分别为 28.42%、24.72%和 23.78%；归母净利润增速分别为 34.09%、24.94%和 26.47%；EPS 为 1.11/1.39/1.75 元/股，对应 PE 为

18.48/14.79/11.69X。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 4.2 可比公司估值比较

公司是以升白药物利可君片、抗高血压复方一类新药尼群洛尔片等高新技术产品为主的特色创新药企，2022年其肿瘤用药利可君片占收入比重76.6%、抗高血压用药尼群洛尔片占收入比重超8.5%，且尼群洛尔片收入贡献占比持续快速提升。恒瑞医药是以抗肿瘤药为主的综合性创新大药企，其2022年肿瘤板块收入53.2%；信立泰布局涵盖心血管四大领域（脑血管、心血管、心脏实体、外周血管），主要产品有高血压用药信立坦和抗血小板凝聚用药泰嘉；福元医药药品制剂主要涵盖心血管系统类、慢性肾病类、皮肤病类、消化系统类、糖尿病类、精神神经系统类、妇科类等多个产品细分领域，2022年其心血管类和精神类板块收入占总收入比重达36.9%；艾力斯是专注于肿瘤治疗领域的创新药企，2022年肿瘤药收入贡献达99.9%。因此选择上述四家公司为可比公司。

公司2023-2025年PE相比可比公司平均估值具备性价比，同时公司产品颇具特色、竞争格局优秀，我们认为公司具备高速增长的基础，当前公司估值具备配置价值，首次推荐，给予“买入”评级。

表 19：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			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
600276.SH	恒瑞医药	35.95	2293.25	0.73	0.88	1.07	49.41	40.87	33.56
601089.SH	福元医药	13.38	64.22	1.06	1.28	1.55	12.65	10.45	8.65
002294.SZ	信立泰	25.19	280.82	0.60	0.70	0.85	41.80	36.14	29.52
688578.SH	艾力斯	35.04	157.68	1.04	1.54	1.99	33.74	22.71	17.60
	平均值			0.86	1.10	1.37	34.40	27.54	22.33
688566.SH	吉贝尔	20.50	38.76	1.11	1.39	1.75	18.48	14.79	11.69

资料来源：wind，国元证券研究所 注：可比公司EPS来自Wind一致预期（2024年02月02日）

## 5. 风险提示

- 1、核心产品销售不及预期风险：考虑到渠道拓展存在不确定性，可能导致核心产品销售不及预期；
- 2、新药研发失败风险：考虑到新药研发具有不确定性，且有失败的风险，未来持续推出具有竞争力的产品具有不确定性；
- 3、竞争环境恶化等风险：由于核心产品如尼群洛尔片的细分行业市场竞争格局优良，且用药人群基数大，未来市场空间广阔，不排除其他公司加大相关投入，从而加剧行业竞争。

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1406.09	1256.77	1582.16	1620.50	1712.09
现金	1025.04	903.90	1008.19	976.24	974.83
应收账款	82.57	92.60	134.55	161.66	199.88
其他应收款	0.10	0.08	0.15	0.17	0.21
预付账款	2.52	4.31	5.04	5.58	6.75
存货	31.83	32.66	48.18	51.46	60.96
其他流动资产	264.04	223.22	386.04	425.40	469.46
<b>非流动资产</b>	412.59	707.80	871.87	955.31	978.12
长期投资	56.63	61.74	49.74	54.89	54.32
固定资产	96.03	85.85	139.55	156.09	169.55
无形资产	61.28	59.74	57.44	54.49	51.58
其他非流动资产	198.66	500.47	625.13	689.83	702.68
<b>资产总计</b>	1818.69	1964.58	2454.03	2575.81	2690.21
<b>流动负债</b>	124.06	181.36	510.03	442.33	314.89
短期借款	0.00	0.00	326.50	237.56	80.89
应付账款	69.92	101.67	114.09	132.07	157.52
其他流动负债	54.14	79.69	69.44	72.70	76.48
<b>非流动负债</b>	86.34	88.88	87.71	87.87	87.98
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	86.34	88.88	87.71	87.87	87.98
<b>负债合计</b>	210.40	270.24	597.74	530.20	402.88
少数股东权益	6.31	5.90	5.34	4.56	3.63
股本	186.94	186.94	186.94	186.94	186.94
资本公积	1020.80	1042.31	1042.31	1042.31	1042.31
留存收益	394.24	459.17	621.70	811.79	1054.45
归属母公司股东权益	1601.99	1688.43	1850.96	2041.05	2283.71
<b>负债和股东权益</b>	1818.69	1964.58	2454.03	2575.81	2690.21

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	150.56	150.72	132.16	200.43	251.01
净利润	114.35	154.26	206.83	258.34	326.77
折旧摊销	14.07	13.84	15.70	21.23	25.06
财务费用	-4.28	-11.65	-27.39	-20.01	-28.49
投资损失	-17.26	-5.68	-11.58	-10.56	-10.09
营运资金变动	34.65	-33.47	-59.98	-50.00	-65.46
其他经营现金流	9.04	33.42	8.58	1.43	3.22
<b>投资活动现金流</b>	-333.15	-175.49	-336.90	-94.42	-39.20
资本支出	83.79	292.70	200.00	100.00	50.00
长期投资	60.00	11.20	-11.99	5.14	-0.57
其他投资现金流	-189.36	128.41	-148.89	10.73	10.23
<b>筹资活动现金流</b>	-89.73	-89.73	309.02	-137.97	-213.22
短期借款	0.00	0.00	326.50	-88.95	-156.67
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	7.33	21.51	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-97.06	-111.24	-17.48	-49.02	-56.55
现金净增加额	-272.32	-114.50	104.29	-31.96	-1.40

资料来源:公司公告, wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	509.69	654.73	840.81	1048.66	1298.00
营业成本	62.12	76.17	102.81	111.22	132.81
营业税金及附加	9.10	9.24	13.38	16.40	20.09
营业费用	260.16	310.91	407.79	506.50	626.93
管理费用	44.49	50.65	66.96	84.05	103.21
研发费用	29.28	55.18	58.86	73.41	88.26
财务费用	-4.28	-11.65	-27.39	-20.01	-28.49
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	17.26	5.68	11.58	10.56	10.09
<b>营业利润</b>	133.63	176.40	235.64	293.90	371.37
营业外收入	0.00	0.01	0.00	0.00	0.00
营业外支出	1.07	1.87	1.63	1.62	1.67
<b>利润总额</b>	132.56	174.53	234.01	292.29	369.71
所得税	18.22	20.27	27.18	33.95	42.94
<b>净利润</b>	114.35	154.26	206.83	258.34	326.77
少数股东损益	-0.55	-0.40	-0.56	-0.78	-0.93
<b>归属母公司净利润</b>	114.90	154.67	207.39	259.12	327.70
EBITDA	143.42	178.59	223.95	295.12	367.94
EPS (元)	0.61	0.83	1.11	1.39	1.75

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-9.94	28.46	28.42	24.72	23.78
营业利润(%)	-11.24	32.00	33.58	24.73	26.36
归属母公司净利润(%)	-11.42	34.61	34.09	24.94	26.47
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	87.81	88.37	87.77	89.39	89.77
净利率(%)	22.54	23.62	24.67	24.71	25.25
ROE(%)	7.17	9.16	11.20	12.70	14.35
ROIC(%)	28.05	20.77	19.57	22.73	26.36
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	11.57	13.76	24.36	20.58	14.98
净负债比率(%)	0.00	0.00	54.62	44.81	20.08
流动比率	11.33	6.93	3.10	3.66	5.44
速动比率	11.08	6.75	3.01	3.55	5.24
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.29	0.35	0.38	0.42	0.49
应收账款周转率	4.63	6.84	6.78	6.49	6.58
应付账款周转率	1.30	0.89	0.95	0.90	0.92
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.83	1.11	1.39	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.81	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	8.57	9.03	9.90	10.92	12.22
<b>估值比率</b>					
P/E	33.35	24.78	18.48	14.79	11.69
P/B	2.39	2.27	2.07	1.88	1.68
EV/EBITDA	19.59	15.73	12.55	9.52	7.64

## 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, 本报告清晰准确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