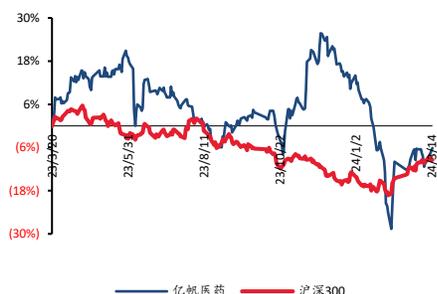


医药

业务结构转型升级兑现，迈向创新国际化新征程

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	12.26/12.26
总市值/流通(亿元)	136.7/36.7
12个月最高/最低(元)	16.86/9.11

相关研究报告

证券分析师: 周豫

E-MAIL: zhoyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

研究助理: 刘哲涵

E-MAIL: liuzh@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190123080023

报告摘要

公司产品业务结构优化升级，盈利能力持续修复。公司是一家专注健康领域的创新型医药企业，围绕大分子、小分子、合成生物、特色中药四大业务领域，搭建了面向全球的生产、研发体系及商业网络。通过投资设立或并购的方式，将业务覆盖至六大洲、40个主要国家和地区。2023年公司首个创新药亿立舒中美获批上市，2024年迎来完整的销售年度，标志公司由传统药企转型为商业化创新型药企。公司不断优化产品结构，医药自有产品收入占比逐年提升，2023年H1提升为53.02%，同比增长21.01%。公司毛利率提升明显，2022年公司毛利率为48.63%，较上年同期增加7.16pct，2023年Q1-3公司毛利率为50.6%。

创新转型初步兑现，海外业务打开成长天花板。1) 亿立舒中、美、欧盟已获批上市，持续拓展海外市场。G-CSF类药物市场持续扩容，长效药物占比不断提升。2023年国内G-CSF类药物市场规模预计达112.8亿元，其中长效产品的市场规模为90.1亿元，占比约80%。2023年亿立舒医保谈判成功，依托正大天晴商业化推广能力，国内放量在即。公司积极寻求全球商业合作伙伴，不断提升亿立舒全球影响力和市占率，全球销售峰值有望超过50亿元。2) F-652潜在FIC肝病领域药物，填补治疗空白，最快有望在2025年国内申报上市。

差异化制剂+独家中药全球布局，有望成为稳定业绩驱动力。1) 制剂已初步形成长期可增长的“大品种群、多品种群”稳步发展态势。随着新获批的自研产品重酒石酸去甲肾上腺素注射液、拉考沙胺注射液、氟法拉滨注射液、二氮嗪口服混悬液等等陆续挂网发货，以及卡培他滨片、硫酸长春新碱注射液代理转为自有，公司未来国内药品销售业绩有望进一步提升。2) 公司中药独家品种丰富，中药产品收入增速稳固。公司共拥有108个中药品种，独家中药医保产品14个，WHO基本药物标准清单1个。2023年医保谈判，复方黄黛片及麻苈消咳颗粒调整至常规目录。2023年H1，中成药销售收入为4.05亿元，同比增长14.8%。

泛酸钙处于价格底部，协同合成生物学发展。泛酸钙价格历史底部，未来向下空间有限。未来依托合成生物学平台有望进一步推动公司产品结构调整和优化，并协同助力维生素业务进一步发展。

● 盈利预测及投资建议

我们预测公司2023/2024/2025年收入为41.20/51.20/61.13亿元，同比增长7.40%/24.25%/19.40%。归母净利润为-5.03/5.49/7.74亿元，同比增长-362.74%/209.21%/40.93%。对应的2023年-2025年EPS分别为-0.41元/股，0.45元/股和0.63元/股，市盈率分别为-27.57倍，25.24倍，17.91倍。考虑公司产品格局不断优化升级，差异化制剂与独家中药

品种布局，深度拓展海外市场，第三代生白针新药亿立舒中美欧获批，在研管线储备丰富有望驱动未来增长，我们给予公司 2024 年 40 倍 PE，对应未来 6 个月目标价为 18.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

研发进度不及预期的风险；商誉减值风险；汇率波动风险；国际化经营风险；产品销售不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,837	4,120	5,120	6,113
营业收入增长率(%)	-12.98%	7.40%	24.25%	19.40%
归母净利（百万元）	191	-503	549	774
净利润增长率(%)	-31.29%	-362.74%	209.21%	40.93%
摊薄每股收益（元）	0.16	-0.41	0.45	0.63
市盈率（PE）	76.56	—	25.24	17.91

资料来源：IFIND，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 公司概况	5
(一) 并购扩充业务板块，传统药企转型商业化创新药企	5
(二) 丰富的产品结构，全球化商业布局	7
(三) 产品结构优化升级，盈利能力持续修复	10
二、 创新转型初步兑现，海外业务打开成长天花板	13
(一) 亿立舒中美获批，持续拓展海外市场	13
(二) F-652 潜在 FIC 肝病领域药物，填补治疗空白	22
(三) 持续投入研发，在研管线储备丰富	23
三、 差异化制剂+独家中药全球布局，有望成为稳定业绩驱动力	24
(一) “大品种群、多品种群”稳步发展，海外业务深度拓展	24
(二) 特色原料+高端辅料为基础，“小、尖、特”化药差异化布局	28
(三) 独家中药品种丰富，政策支持快速增长	31
四、 泛酸钙价格处于底部，协同合成生物学发展	31
五、 盈利预测	32
(一) 关键假设及收入拆分	32
(二) 盈利预测	34
(三) PE 估值及投资建议	35
六、 风险提示	35

图表目录

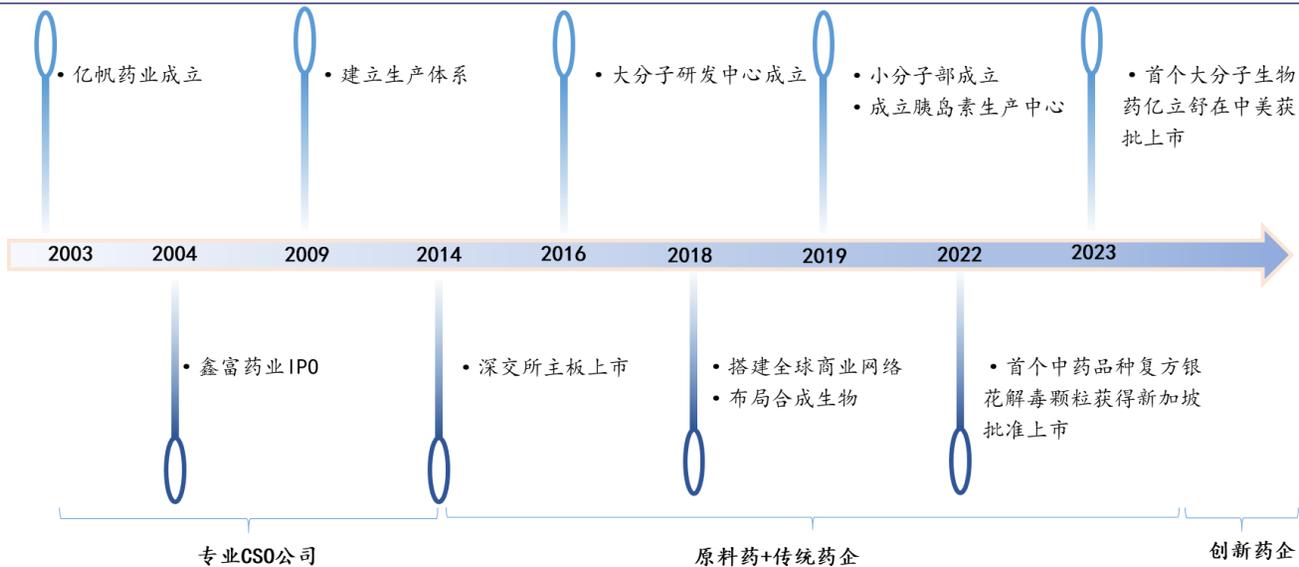
图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2023H1)	6
图表 3: 公司主要产品	7
图表 4: 公司全球产能情况	8
图表 5: 近五年营业收入 (亿元) 及增速	10
图表 6: 近五年归母净利润 (亿元) 及增速	10
图表 7: 分业务板块收入情况 (百万元)	11
图表 8: 2023H1 收入构成	11
图表 9: 分业务板块毛利情况 (百万元)	11
图表 10: 2023H1 毛利构成	11
图表 11: 近五年公司毛利率与净利率	12
图表 12: 近五年公司分板块毛利率	12
图表 13: 近五年期间费用率	12
图表 14: FN 患者预防性使用 G-CSF 药物路径	14
图表 15: FN 患者治疗性使用 G-CSF 药物路径	15
图表 16: 2019-2030 国内 C-GSF 市场规模 (十亿元)	16
图表 17: G-CSF 药物发展历程	17
图表 18: 国内外权威指南一致推荐: 长效 G-CSF 用于伴有 FN 风险因素患者的一级/二级预防	18
图表 19: F-627 关键性临床研究结果	19
图表 20: 研究结果: 用于预防中性粒细胞的减少疗效显著, ANC 谷值和恢复时间优于非格司亭, 并且能够降低患者抗生素和镇痛药物的使用	19
图表 21: F-627 关键性临床研究结果	20
图表 22: F-627 销售峰值测算	21
图表 23: F-652 临床进度	22
图表 24: ACLF 适应症国内研发进展	23
图表 25: 亿一生物在研管线	24
图表 26: 国内医药自有 (含进口) 产品销售情况 (亿元)	25
图表 27: 新增品种情况 (注: 红色为亿帆医药销售收入)	26
图表 28: 海外医药产品	28
图表 29: 三代玻璃酸钠对比	29
图表 30: 玻璃酸钠注射液样本医院销售额 (亿元)	30
图表 31: 玻璃酸钠价格对比	30
图表 32: 公司股价及泛酸钙价格走势	32

一、公司概况

(一) 并购扩充业务板块，传统药企转型商业化创新药企

公司是一家专注健康领域的创新型医药企业，围绕大分子、小分子、合成生物、特色中药四大业务领域，搭建了面向全球的生产、研发体系及商业网络。公司成立于2003年，业务主要聚焦于药品销售代理，之后通过并购不断扩展业务范围。2013年，公司借壳鑫富药业，2014年成功在深交所主板上市。2016年，公司大分子研发中心成立，并实施国际化经营战略，通过投资设立或并购的方式，将业务覆盖至六大洲、40个主要国家和地区。2023年公司首个创新药亿立舒中美获批上市，2024年迎来完整的销售年度，标志公司由传统药企转型为商业化创新型药企。

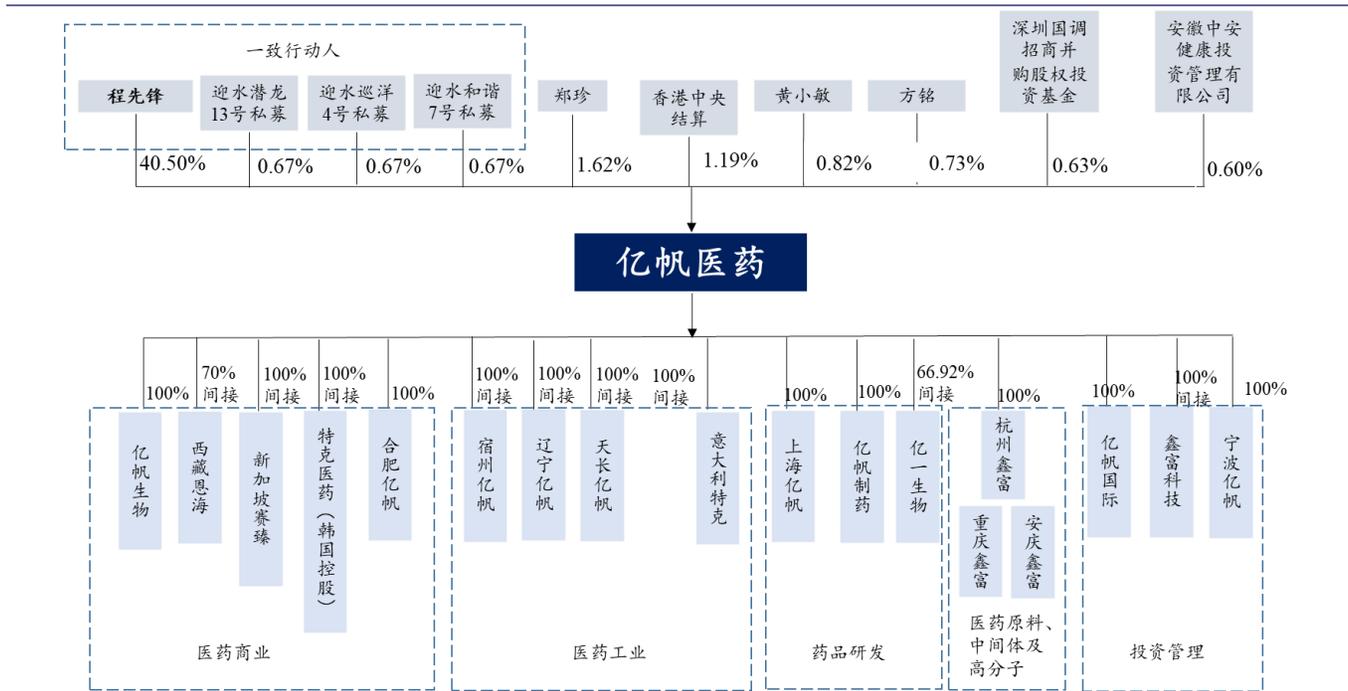
图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，太平洋证券整理

公司股权结构稳定，大股东控制力较强。公司股权结构稳定，公司董事长程先锋合计持股比例为42.51%，是公司的控股股东和实际控制人。公司控股多家子公司分管不同业务板块，协同差异化布局管理。

图表2：公司股权结构（截至 2023H1）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司通过投资并购，不断扩充业务板块：

公司前身为维生素 B5 生产商鑫富药业，2014 年亿帆医药借壳上市。

2015 年 7 月，公司以 2.35 亿元收购国药一心 7 个血液肿瘤类产品。2015 年 8 月，公司以 2.4 亿元收购安徽天康药业 100% 股权（天长亿帆），获得复方黄黛片等近十个独家品种。

2015 年 12 月，公司以 3.03 亿元收购四川天联药业（2017 年 3 月被子公司四川德峰吸收合并），取得了除湿止痒软膏等皮肤科产品，以及银杏叶丸、葶苈降血脂颗粒、颈通颗粒等 4 个心脑血管及骨科全国独家及专利品种。

2015 年 12 月，公司以 0.71 亿元收购沈阳澳华制药（2018 年 3 月被子公司辽宁圣元吸收合并），取得皮敏消胶囊等 3 个独家品种、独家剂型产品。

2016 年 4 月，公司以 10 亿元收购创新药公司 DHY（健能隆，后改名为亿一生物）53.8% 股权（增资后持股比例达到 66.92%），获得国内稀缺双分子技术平台（Di-Kine™）和免疫抗体技术平台（ITab™），同时取得 F-627、F-652 两个重磅创新药品种。

2017 年 11 月，公司以 1.36 亿元收购进口药品代理商业公司 NovoTek 100% 股权，进一步打开公司的国际渠道。

2018年4月，公司以2.5亿元收购Summit Biotech三个三代胰岛素平台技术。

2018年5月，公司要约收购赛臻公司，取得重组型人胰岛素、注射用重组人生长激素及注射用重组粒细胞集落刺激因子注射液（G-CSF）等20多个生物类似药及其他药品。

2019年9月，公司收购胰岛素生产平台Bioton（佰通）31.65%股权，成为第一大股东。

（二）丰富的产品结构，全球化商业布局

公司主要从事医药产品、原料药和高分子材料的研发、生产、销售及药品推广服务。医药产品主要有中成药、化药和生物药等产品；原料药主要为维生素B5及原B5等产品。公司在旧金山、上海、北京、杭州、合肥搭建了五大自主科研中心，目前按有近50个在研产品，覆盖创新药、仿制药、仿制药、中成药、合成生物等。公司已在海内外建成了十余家符合NMPA、FDA、EMA等cGMP管理规范的制剂生产基地，设有各剂型生产线100余条，并配套先进的药品生产设施、质量及实验室管理体系，形成了内部供应与外部CMO同步的工业供应链体系，支持公司在销及在研产品规模化及商业化生产。公司不断布局全球商业化网络建设，目前在新加坡、韩国、意大利、中国、德国、美国等东南亚与欧美40余个国家和地区提供商业服务。

图表3：公司主要产品

产品	类别	产品	销售区域	备注
医药产品	中成药	小儿青翘颗粒	境内	自有
		复方银花解毒颗粒	境内	自有
		麻苈消咳颗粒	境内	自有
		除湿止痒软膏	境内	自有
		皮敏消胶囊	境内	自有
		疤痕止痒软化乳膏	境内	自有
		妇阴康洗剂	境内	自有
		复方黄黛片	境内	自有
		坤宁颗粒	境内	自有
		银杏叶丸	境内	自有
	颈通颗粒	境内	自有	
	化药	乳果糖口服溶液	境内	自有+进口
		盐酸缬更昔洛韦片	境内	进口
		卡培他滨片	境内	持有人
		丁甘交联玻璃酸钠注射液	境内	进口
雌三醇乳膏		境内	进口	

		硫酸长春新碱注射液	境内	自有
		普乐沙福注射液	境内	自有
		氟法拉滨注射液	境内	自有
		重酒石酸去甲肾上腺素注射液	境内	自有
		富马酸依美斯汀缓释胶囊	境内	自有
		缩宫素鼻喷雾剂	境内	自有
		注射用唑来膦酸浓溶液	境内	自有
		注射用盐酸万古霉素	境内	自有
	生物药	亿立舒	全球	自有
		人胰岛素注射液	全球	代理（除波兰）
		注射用重组人生长激素	境外	持有人
粒细胞集落刺激因子		境外	持有人	
维生素	维生素 B5	全球	自有	
	维生素原 B5	全球	自有	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司拥有全球布局的生产基地。国内五个制剂生产基地，拥有 40 条制剂生产线，12 条医用原料药生产线，境外拥有两个制剂生产基地，分别为水针和生物药。

图表4：公司全球产能情况

分类	生产基地	厂房	产能情况
大分子生物药生产基地	亿一生物（北京）		拥有同时获得 NMPA、FDA、EMA 和巴西 cGMP 认证的自产大分子生物药生产与质量管理体系
	Bioton 波兰佰通		提供成品胰岛素和原料药 (API)：原料药每年约 2 吨，制剂每年超过 1 亿支。
小分子基地	合肥亿帆生物制药		主营产品以小容量注射剂、进口药品分包装为主要类别，以小分子创新药、多肽类与其他高附加值药品制剂为发展方向，是小容量注射剂生产基地、研究中试转化基地和国际化先导基地。

	Fisiopharma (非索)		是一家意大利制药公司，通过美国 FDA、欧洲 EMA、巴西卫生监督局和沙特阿拉伯王国食品药品监督管理局 (SFDA) 等监管机构认证的小容量注射剂生产线，专注于注射用无菌制剂的开发、生产和商业化销售。
	宿州亿帆药业		12条原料药生产线 ，配套的原料药精烘包 10 个，可研发和生产多肽类、抗肿瘤类、激素类、造影剂和其它特色原料药。拥有片剂、颗粒剂、胶囊剂等 17 个剂型， 21 条制剂生产线 。拥有制剂文号 109 个、原料药品种 4 个。现有 GMP 证书五张——片剂、硬胶囊剂、散剂、颗粒剂、合剂（口服液）、糖浆剂、酏剂、乳膏剂（含激素类）（含中药前处理、提取）生产线；原料药尿素生产线；洗剂生产线；原料药酞丁安生产线。
	辽宁亿帆药业		主要从事口服片剂、硬胶囊剂、干混悬剂、大容量注射剂（共挤膜）的生产。
特色中成药生产基地	四川德峰药业		主要生产皮肤科、妇科、儿科和肠胃科类用药，产品包括除湿止痒软膏、妇阴康洗剂、缩宫素鼻喷雾剂、小儿青翘颗粒和乳果糖口服溶液等。
	天长亿帆制药		中成药生产企业，生产剂型：颗粒剂、片剂、胶囊剂、滴丸剂。
维生素领域	合成生物产业园		在建：人类及动物营养品、原料药、制剂及医美产品等，包括多种维生素产品。
	杭州鑫富科技		现有： 降解材料产能 1 万吨；约 8800 吨 VB5。 在建：年产 12010 吨维生素 B5 项目（其中饲料级 12000 吨/年，药用级 10 吨/年）；年产 5000 吨维生素原 B5 项目；年产 2500 吨维生素 B6 项目（其中饲料级 2400 吨/年，药用级 100 吨/年）；年产 120 吨维生素 B7 项目（其中 2% 粉料 5500 吨/年，药用级 10 吨/年）；年产氯化钠 5000 吨，年产硫酸钠 2150 吨，年产硫酸钙 1800 吨，年产氯化钾 65 吨，年产硫酸钾 80 吨，年产甲氧基三甲基硅烷 280 吨，年产溴化苄 200 吨，年产六甲基硅氧烷 181 吨，年产氟硼酸钠 121 吨。
	重庆鑫富化工		主要生产 D-泛解酸内酯，D-泛解酸内酯。

<p>安庆鑫富化工</p>		<p>主要生产β-氨基丙酸、3-氨基丙醇、食品添加剂(β-丙氨酸)的开发、生产、销售等。</p>
---------------	---	--

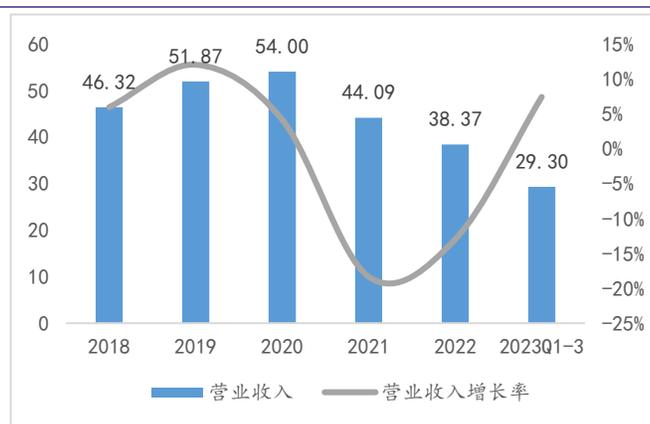
资料来源：公司官网、公司公告、环评报告，太平洋证券整理

(三) 产品结构优化升级，盈利能力持续修复

公司产品结构优化升级，收入持续向好。2018-2020 年公司营收和归母净利润稳步增长，2021 至 2022 年受到疫情因素扰动，同时原料药供需产能过剩、竞争加剧、下游需求偏弱等因素，公司主要原料药品种维生素 B5 产品价格下跌，导致毛利减少、资产减值损失增加，2021 年营业收入下降 18.36%，归母净利润大幅下滑 71.25%。公司不断优化产品结构，医药自有品种占比不断提升，公司收入稳步回升。2023 年 Q1-3，公司实现营业收入 29.30 亿元，同比增长 7.38%。

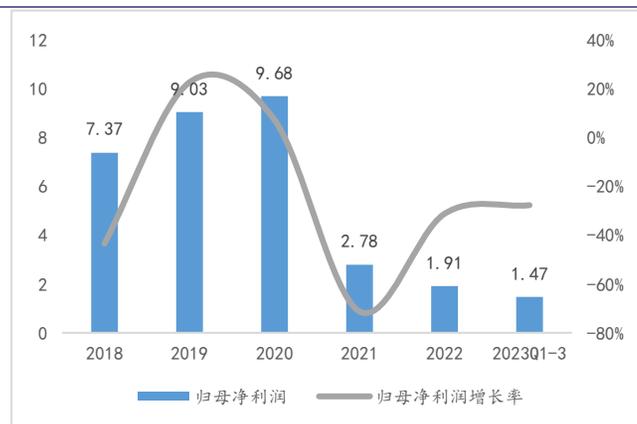
减值风险出清，业绩拐点在即。公司 2023 年业绩预告拟计提以亿一生物为主的无形资产减值 8-8.8 亿，预计减少归母净利润 4.86-5.47 亿。亿一生物自主研发的无形资产 F-627 合并报表期末原值为 16.8 亿元，我们判断公司无形资产未来短期内大额计提可能性较小，并且无形资产的减值可减少未来会计年度的摊销进而提升公司利润。

图表5：近五年营业收入（亿元）及增速



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表6：近五年归母净利润（亿元）及增速



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

公司产品业务结构优化升级，医药自有品种贡献主要毛利。近年来，公司不断优化产品结构，医药产品收入占比逐年提升，从 2018 年医药产品收入占比 34.30% 提升至 2023 年 H1 的 70.96%。其中医药自有品种的收入占比也不断提升，2023 年 H1 医药自有品种的收入占比达到 53.02%。医

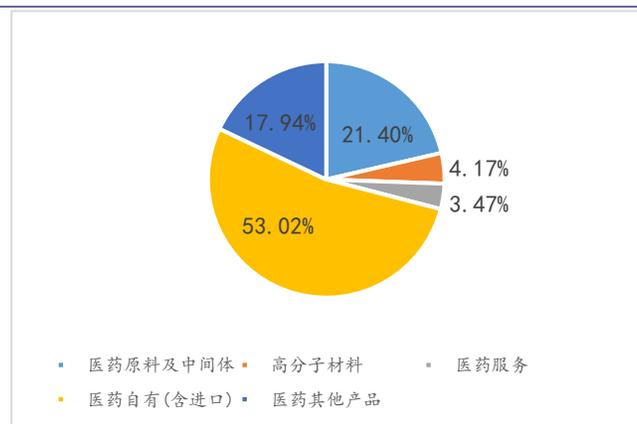
药自有品种毛利贡献占比也不断提升，从 2021 年的 60.04% 提升至 2023 年 H1 的 65.25%。

图表7：分业务板块收入情况（百万元）



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表8：2023H1 收入构成



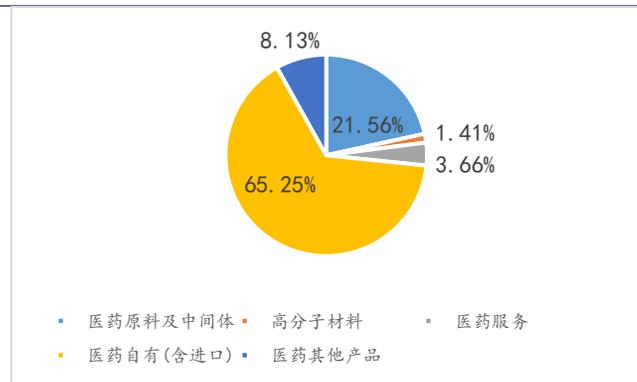
资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表9：分业务板块毛利情况（百万元）



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

图表10：2023H1 毛利构成



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

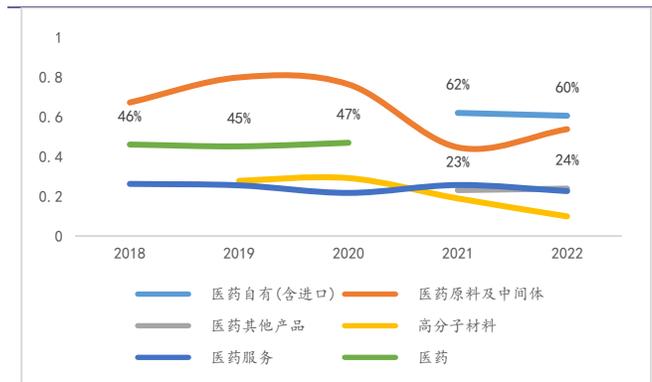
公司盈利能力持续修复，毛利率提升明显。医药自有品种毛利率超 60%，随着医药自有品种占比提升，公司产品格局不断优化，毛利率有所回升。2022 年公司毛利率为 48.63%，较上年同期增加 7.16pct，2023 年 Q1-3 公司毛利率为 50.6%。

图表11：近五年公司毛利率与净利率



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

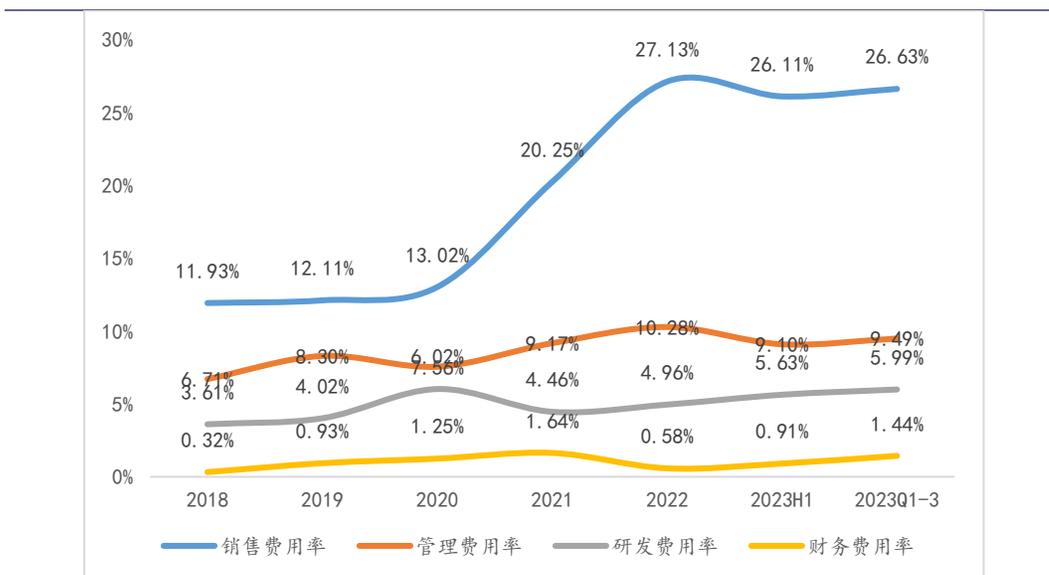
图表12：近五年公司分板块毛利率



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

公司期间费用率总体趋稳，研发费用率保持较高水平。2021年以来，受公司产品格局变化影响，医药自有品种收入占比不断提升，公司销售费用率大幅上升，之后逐渐趋稳，2022年销售费用率为27.13%，之后小幅下降，2023Q1-3销售费用率为26.63%。财务费用率、管理费用率整体趋稳，研发费用率保持较高水平，2022年公司研发费用率为10.28%，2023Q1-3为9.49%。

图表13：近五年期间费用率



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

二、 创新转型初步兑现，海外业务打开成长天花板

(一) 亿立舒中美获批，持续拓展海外市场

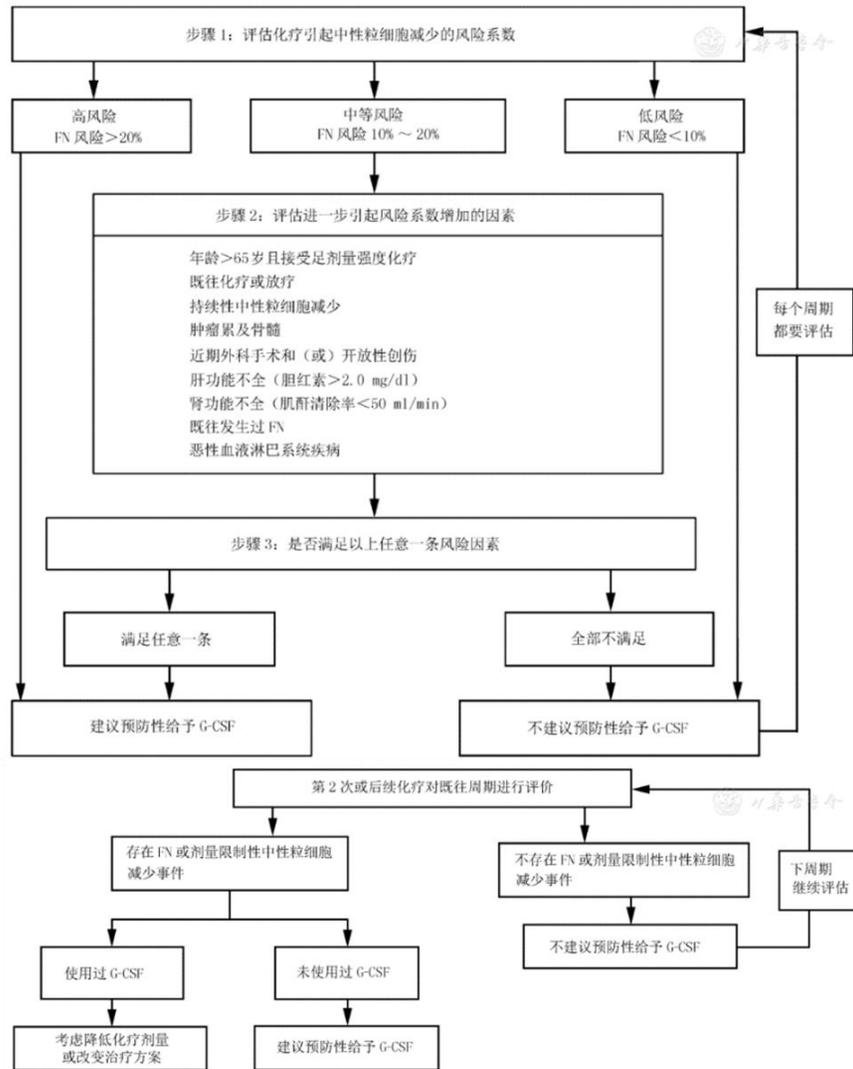
亿立舒 (F-627, Ryzneuta, 艾贝格司亭 α) 是公司控股子公司 Evive Biotech Ltd. (亿一生物) 具有自主知识产权 Di-KineTM 双分子技术平台开发的治疗用 1 类生物制品新药，是境内首个获批上市的 rhG-CSF-Fc 融合蛋白产品。亿立舒是基于 Fc 融合蛋白技术，由 CHO 细胞表达的 rhG-CSF 二聚体，成功延长了半衰期，消除了 ADCC、CDC 效应，增加了受体结合概率。由于采用哺乳动物细胞制备，不含聚乙二醇及吐温 80，生产工艺方面更接近人体天然 G-CSF。多项临床试验显示出亿立舒研究数据优效或非劣效，且骨痛、肌痛等不良反应发生率更低，治疗依从性高，具有“持续保护、不易致敏和 24 小时给药”三大优势和特点。

随着癌症患者人数不断增多，肿瘤治疗的并发症的用药需求也不断增加。随着肿瘤基础研究的深入，肿瘤治疗的方式及药物的选择也更加个体化，靶向药物和免疫治疗药物不断涌现，但化疗依然是肿瘤治疗的基石。中性粒细胞减少症是骨髓抑制性化疗最严重的血液学毒性，中性粒细胞减少伴发热 (FN) 是最主要的临床并发症。中性粒细胞减少的程度、持续时间与感染甚至死亡风险直接相关，可严重影响化疗药物相对剂量强度与既定周期，导致化疗药物剂量降低或治疗延迟，最终难以达到预期疗效。因此，预防或治疗中性粒细胞减少症是保证足剂量化疗或剂量密集化疗的根本。

目前中性粒细胞减少症的有效药物为 G-CSF 药物。G-CSF 全称为粒细胞集落刺激因子，是一种糖蛋白，能够影响机体各种免疫细胞的产生、成熟、功能和存活，主要表现为通过刺激中性粒细胞、单核细胞的释放以及增强巨噬细胞的吞噬作用来参与机体免疫反应。G-CSF 药物主要用以治疗因各种原因所引起的中性粒细胞减少症状，可以促进骨髓移植后中性粒细胞计数增加，可用于癌症化疗、骨髓异常增生综合征、再生障碍性贫血伴发的中性粒细胞减少症，以及先天性特发性的中性粒细胞减少症。

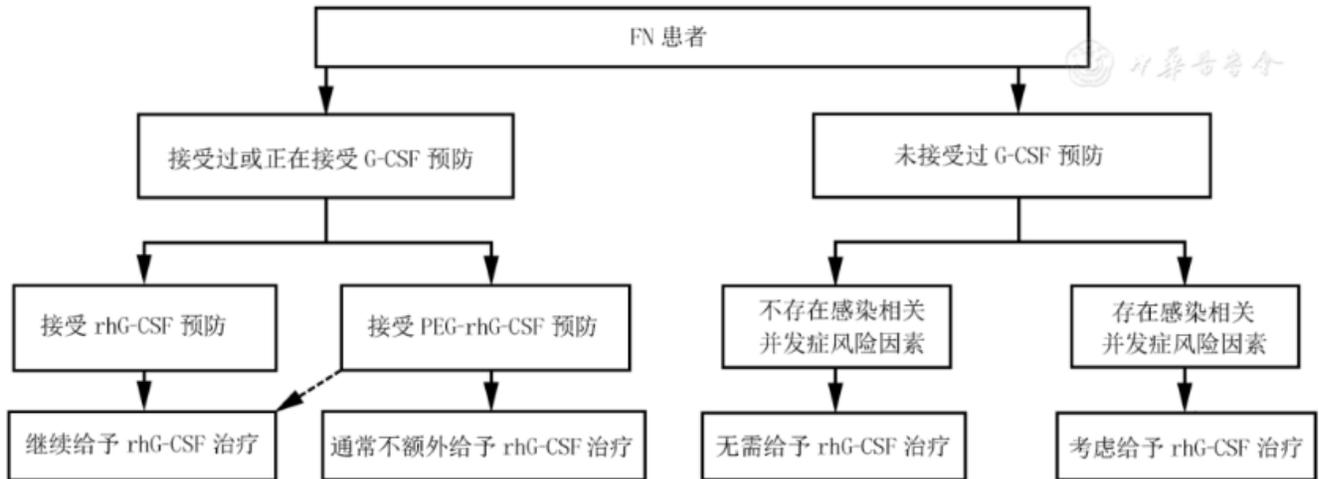
由于发生过中性粒细胞缺乏合并症的患者化疗后还有一定的复发几率，所以也可以预防性地使用 G-CSF。《肿瘤化疗导致的中性粒细胞减少诊治中国专家共识 (2023 版)》指出，G-CSF 的预防可用于 FN 的一级预防、二级预防以及接受根治性剂量密集方案化疗的患者在化疗后进行 G-CSF 的支持治疗。对于接受预防性使用 rhG-CSF 的患者出现 FN 后，应继续使用 rhG-CSF 治疗。对于未接受预防性使用 G-CSF 的患者，需进行治疗性使用 rhG-CSF 的风险评估，如果存在不良因素时，需考虑使用 rhG-CSF 治疗。由于 PEG-rhG-CSF 的作用时间较长，通常接受预防性 PEG-rhG-CSF 用药的患者不建议额外给予 rhG-CSF 治疗。

图表14：FN 患者预防性使用 G-CSF 药物路径



资料来源：《肿瘤放化疗相关中性粒细胞减少症规范管理指南》，太平洋证券整理

图表15：FN 患者治疗性使用 G-CSF 药物路径



注：FN:中性粒细胞减少伴发热；G-CSF:粒细胞集落刺激因子；rhG-CSF:重组人粒细胞集落刺激因子；PEG-rhG-CSF:聚乙二醇化重组人粒细胞集落刺激因子

资料来源：《肿瘤放化疗相关中性粒细胞减少症规范化管理指南，太平洋证券整理

G-CSF 类药物市场持续扩容，长效药物占比不断提升。IQVIA 数据统计，2022 年全球 G-CSF 全球市场规模为 60.2 亿美元，其中美国 31 亿美元，以原研产品培非格司亭为主。根据 Frost Sullivan 预测，2023 年国内 G-CSF 类药物市场规模预计达 112.8 亿元，其中长效产品的市场规模为 90.1 亿元，占比约 80%。在国内癌症新发患者数量不断上升的背景下，长效 G-CSF 类药物作为癌症患者化疗后升白刚需用药，其市场规模有望进一步增长。

图表16：2019-2030 国内 G-CSF 市场规模（十亿元）



资料来源：Frost Sullivan，太平洋证券整理

G-CSF 药物发展已经历经三代。第一代 G-CSF 为短效型产品，首款上市产品为美国安进公司研发的非格司亭。1985 年，研究者从人膀胱癌细胞株中纯化和精制得到 G-CSF，由大肠杆菌表达，含有 175 个氨基酸，无糖基化修饰的非格司亭在人体半衰期为 3.5 小时，于 1991 年获得美国 FDA 批准上市。另一个是由日本 Chugai Pharmaceutical 开发的重组 rhG-CSF 产品来格司亭，1993 年在欧洲获准上市。来格司亭是在哺乳动物细胞 CHO 产生的重组蛋白，含有 174 个氨基酸，并具有糖基化修饰，在人体半衰期约为 3 小时。通常在化疗后 24 小时后注射，每天一次。第二代 G-CSF 为长效型产品，首个长效性 G-CSF 为安进研发的培非格司亭，于 2002 年获得美国 FDA 批准上市，每个化疗周期注射一次。培非格司亭是在非格司亭的蛋白分子的 N-端进行了聚乙二醇化修饰（20 kD-PEG）。修饰后的培非格司亭半衰期从非格司亭的 3.5 小时增加到 15-80 小时，依从性更好。第三代 G-CSF 为长效和强效型产品，艾贝格司亭 α 目前被市场认为是全球首个第三代 G-CSF。由于 G-CSF 受体的激活必须通过 G-CSF 配体的双分子聚合过程，聚乙二醇化修饰后的 G-CSF 和 G-CSF 受体的亲和力降低，同时第一代和第二代重组人 G-CSF 都是 G-CSF 单分子。艾贝格司亭 α 重组人粒细胞集落刺激因子-Fc 融合蛋白（rhG-CSF-Fc），其含有两个 G-CSF 分子，即 G-CSF 二聚体，从空间结构上更容易形成 G-CSF 配体-受体二聚体复合物。

图表17：G-CSF 药物发展历程



资料来源：国家医保局，太平洋证券整理

全球首款第三代升白药亿立舒已分别在中国和美国获批上市，并获得 NCCN 指南推荐。2024年3月22日，亿立舒获得了 EMA 批准上市。同时位于北京的亿立舒原液工厂已顺利通过美国 FDA、中国 NMPA、欧盟 EMA 和巴西国家卫生监督管理局的 GMP 认证。2023年12月，亿立舒获美国 NCCN 指南纳入，并将在 2024 年第 2 版正式向美国临床医生推荐使用。亿立舒为国内首个相同适应症获得 NCCN 指南推荐的产品，标志着作为源于中国的第三代长效 G-CSF 创新药亿立舒在国际权威组织中获得认可，为未来亿立舒在全球销售提供了重要的学术支持。

图表18：国内外权威指南一致推荐：长效 G-CSF 用于伴有 FN 风险因素患者的一级/二级预防

相关指南	风险因素		一级预防	二级预防	COVID-19下的特殊考量	
	化疗方案风险	患者相关风险因素				
 NCCN造血生长因子使用指南	<ul style="list-style-type: none"> FN风险$\geq 20\%$ FN风险10-20% 	<ul style="list-style-type: none"> 持续性中性粒细胞减少； 肿瘤骨髓浸润； 既往接受过放疗或化疗； 近期手术史和/或开放性伤口； 	<ul style="list-style-type: none"> 年龄 > 65 岁接受剂量密集型化疗 肝功能异常（胆红素 > 2.0）； 肾功能异常（肌酐清除率 < 50）； 	<ul style="list-style-type: none"> 化疗方案FN风险$\geq 20\%$； 化疗方案风险10-20%且伴有≥ 1条风险因素 	<ul style="list-style-type: none"> 前一周期出现发热性中性粒细胞减少或剂量限制性中性粒细胞减少事件 	<ul style="list-style-type: none"> 建议所有接受中或高风险化疗方案的患者都应常规预防性使用G-CSF 当因年龄或合并症增加FN风险时，预防性G-CSF也适用于接受低风险治疗的患者
 ASCO白细胞使用生长因子推荐指南	<ul style="list-style-type: none"> FN风险$\geq 20\%$ 	<ul style="list-style-type: none"> 晚期疾病 已经出现中性粒细胞减少或骨髓浸润 既往接受化疗及放疗 近期手术史和/或开放性伤口 	<ul style="list-style-type: none"> 年龄>65岁 感染 营养/体能状况差 肾功能差 肝功能差，主要是胆红素升高 心血管疾病 存在其他合并症 HIV感染 	<ul style="list-style-type: none"> 评估总体FN风险，若FN风险$\geq 20\%$，考虑使用G-CSF进行预防 	<ul style="list-style-type: none"> 前一周期出现发热性中性粒细胞减少，不适合进行药物减量或延迟治疗 	<ul style="list-style-type: none"> 考虑在预期风险较低（如>10%风险）的患者中使用G-CSF，以降低FN和急救的风险
 ESMO发热性中性粒细胞减少管理临床实践指南	<ul style="list-style-type: none"> FN风险$\geq 20\%$ FN风险10-20% 	<ul style="list-style-type: none"> 晚期疾病 过往FN病史 	<ul style="list-style-type: none"> 年龄>65岁 体力状况评分差 心血管疾病 黏膜炎 存在其他合并症 	<ul style="list-style-type: none"> 评估总体FN风险，若FN风险$\geq 20\%$，考虑使用G-CSF进行预防 	<ul style="list-style-type: none"> 前一周期出现发热性中性粒细胞减少，不适合进行药物减量或延迟治疗 	<ul style="list-style-type: none"> G-CSF的预防应扩大到包括接受FN风险较低化疗的患者中
 CSCO肿瘤化疗相关中性粒细胞减少症规范化管理指南	<ul style="list-style-type: none"> FN风险$\geq 20\%$ FN风险10-20% 	<ul style="list-style-type: none"> 持续中性粒细胞减少 肿瘤累及骨髓 既往化疗或放疗 近期外科手术和/或开放性创伤 既往发生过FN 恶性血液淋巴系统疾病 	<ul style="list-style-type: none"> 年龄 > 65岁且接受足剂量强度化疗 肝功能不全（胆红素 > 2.0 mg/dl） 肾功能不全（肌酐清除率 < 50ml/min） 慢性免疫抑制，如HIV 营养/体能状况差 	<ul style="list-style-type: none"> 化疗方案FN风险$\geq 20\%$； 化疗方案风险10-20%且伴有≥ 1条风险因素 	<ul style="list-style-type: none"> 前一周期出现发热性中性粒细胞减少或剂量限制性中性粒细胞减少事件 	...

资料来源：国家医保局，太平洋证券整理

亿立舒循证优势凸显，为患者提供更多选择。亿立舒是全球首款第三代 G-CSF，世界上唯一与长效、短效 G-CSF 同时进行头对头研究的药物。据中国药品监督管理局核准的药品说明书及亿立舒在中国、欧洲及美国分别开展的三项 III 期临床试验结果显示，在一些具有临床意义的指标上，亿立舒临床疗效优于临床上原研短效升白药（非格司亭）和长效升白药（培非格司亭）。在中国完成的关键性 III 期临床试验（SP11631）中，接受亿立舒治疗的病人在 4 个化疗周期的中性粒细胞最低值高于原研非格司亭对照组，组间差异有统计学意义。同时，第 3 化疗周期 4 级中性粒细胞减少症的发生率、3 级和 4 级中性粒细胞减少症的发生率低于原研非格司亭对照组，组间差异有统计学意义。在美国和欧洲完成的两个关键性 III 期临床试验中，亿立舒在每个化疗周期的第 2 天（化疗结束 24 小时后）皮下注射，临床疗效和安全性与临床上原研长效升白药相似，提示亿立舒可以在化疗结束后更短的时间内给药，从而提高病人的依从性，有助于减少病人住院治疗时间，并降低治疗费用。此外，动物研究提示亿立舒有可能更早给药，进一步增加患者的治疗依从性，降低治疗费用。

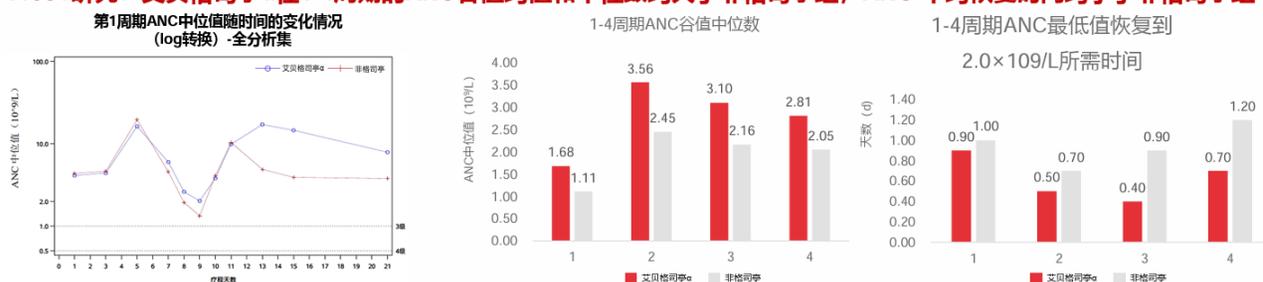
图表19: F-627 关键性临床研究结果

研究	入组患者	分组	结果
中国乳腺癌患者 III 期临床试验 (SP11631)	至少 4 个疗程的 EC 化疗方案的受试者	F-627 (122 例) vs. 惠尔血 (非格司亭) (120 例)	艾贝格司亭 α 非劣效于非格司亭; 在 3-4 级嗜中性粒细胞减少的发生率、ANC 谷值水平和恢复时间等方面艾贝格司亭 α 表现更优
欧洲和美国乳腺癌患者 IIIa 期 (GC-627-04)	接受骨髓毒性多西他赛十多柔比星 II-IV 期乳腺癌 (辅助治疗或转移背景下) 受试者	F-627 (83 例) vs. 安慰剂 (39 例)	艾贝格司亭 α 疗效显著优于安慰剂, 艾贝格司亭 α 在高危风险的化疗方案下具有明显的保护中性粒细胞减少的作用
欧洲和美国乳腺癌患者 IIIb 期 (GC-627-05)	TC 化疗方案 I-III 期浸润性乳腺癌女性受试者	F-627 (197 例) vs. Neulasta (培非格司亭) (196 例)	艾贝格司亭 α 非劣效于培非格司亭, 且在化疗 2-4 周期可持续降低 4 级中性粒细胞减少的发生率

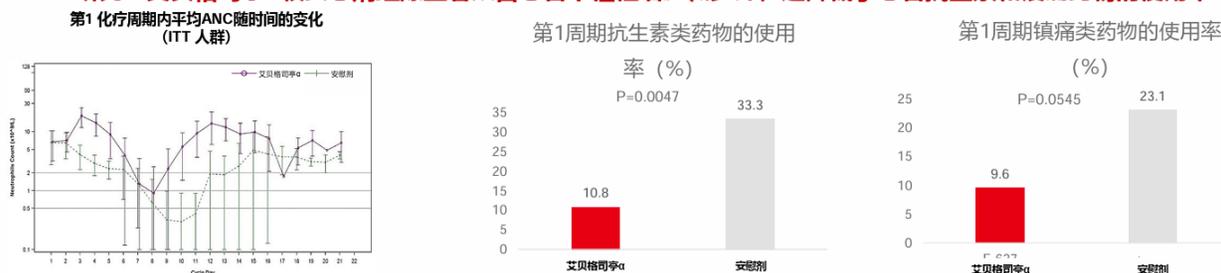
资料来源: 药品说明书, 太平洋证券整理

图表20: 研究结果: 用于预防中性粒细胞的减少疗效显著, ANC 谷值和恢复时间优于非格司亭, 并且能够降低患者抗生素和镇痛药物的使用

SP11631研究: 艾贝格司亭α在1-4周期的ANC谷值均值和中位数均大于非格司亭组, ANC 平均恢复时间均小于非格司亭组



GC-627-04研究: 艾贝格司亭α较安慰剂组除显著改善患者中性粒细胞减少外, 还降低了患者抗生素和镇痛药物的使用率



资料来源: 1. Cancer Res 2019;79(4 Suppl):Abstract nr P6-13-03 ;
2. Cancer Res (2022) 82 (4 Supplement): P5-16-14 ;
3. 艾贝格司亭 α 临床研究报告, 国家医保局, 太平洋证券整理

亿立舒医保谈判成功, 国内放量在即, 并且持续拓展海外市场。从竞争格局看, 目前, 海外主要以安进原研 Neulasta 为主, 国内已有多款国产长效升白药获批上市, 包括恒瑞医药和特宝生

物创新药、齐鲁制药、石药集团、山东新时代及双鹭医药的生物类似药，另外杭州九源处于上市申请阶段。聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液已纳入广东联盟、安徽、浙江等省级集采，价格大幅下降。亿立舒定价 5988 元，2023 年医保谈判成功，根据最近的省级中标价测算，每个化疗周期亿立舒使用费用为 2388 元，与其他竞品相比具有一定价格优势，叠加三代升白药疗效安全性优势，有望在国内快速放量。亿立舒的中国商业化权益独家授权给正大天晴，并将获得最高可达 2.1 亿元的首付款与里程碑付款，及分级的净销售额提成费。借助正大天晴及其母公司在肿瘤领域强有力的商业化能力，将有望快速打开亿立舒在国内的市场。同时公司已在美国、德国、瑞士、奥地利、希腊、塞浦路斯、巴西、新加坡、阿根廷等 30 余个国家或地区成功确定合作伙伴并签署商业化合作协议，凭借合作伙伴渠道网络和推广能力，将不断提高亿立舒全球影响力和市场占有率。

图表21：长效 G-CSF 药物价格对比

商品名	亿立舒	珮金	艾多	久立	新瑞白	申力达	津优力
通用名	艾贝格司亭 α 注射液	拓培非格司亭注射液	硫培非格司亭注射液	聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液			
规格	20mg:1.0ml	2.0mg:1.0ml	6mg:0.6ml	1.0mg:1.0ml	3.0mg:1.0ml	3.0mg:1.0ml	3.0mg:1.0ml
厂商	亿帆医药	特宝生物	恒瑞医药	双鹭药业	齐鲁制药	山东新时代	石药集团
最新中标价(元/支)	2388	2437	2547.78	658	680	670	1597
上市时间	2023	2023	2018	2023	2015	2021	2011
进入医保时间	2023	2023	2019	2017			
类型	生物制品新药			生物类似药			
用法用量	20 mg, 每个化疗周期一次	2mg 或 33 μ g/kg, 每个化疗周期注射一次	6mg 或 100 μ g/kg, 每个化疗周期注射一次				
每个化疗周期使用费用/元	2388	2437	2547.78	3948	1360	1340	3194

资料来源：国家医保局，药品说明书，省级药品招采平台，太平洋证券整理

亿立舒销售峰值有望超过 50 亿元。根据《Lancet Oncology》，假设国内每年新增化疗人数约

500 万人，此后以每年 2% 的速率增长；根据 Frost Sullivan 预测，2023 年国内 G-CSF 类药物市场规模预计达 112.8 亿元，其中长效产品的市场规模为 90.1 亿元，占比约 80%，假设长效 G-CSF 占比持续提升。亿立舒 2023 年医保谈判成功，最新中标价为 2388 元。硫培非格司亭是医保目录内最新代际的长效 G-CSF，2019 年通过谈判，且经过一轮降价续约，价格合理，预计亿立舒未来年度医保谈判降价幅度温和，预计亿立舒国内销售峰值有望达到 30 亿元。根据 IQVIA 数据，2022 年 G-CSF 市场规模为 60.2 亿美元，假设 2024 年 G-CSF 全球市场规模（除中国）为 53 亿美元，亿立舒持续拓展海外市场，预计海外远期销售峰值超 20 亿元人民币。合计预计亿立舒销售峰值有望超 50 亿元。

图表22：F-627 销售峰值测算

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
中国市场											
化疗人数（万人）	510	520	531	541	552	563	574	586	598	609	622
YoY	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
使用 G-CSF 比例	30%	31%	31%	31%	32%	32%	32%	33%	33%	34%	34%
长效 G-CSF 占比	82%	84%	86%	88%	88%	89%	90%	90%	91%	91%	92%
长效 G-CSF 潜在需求人数（万人）	126	136	142	147	156	161	165	174	179	189	194
亿立舒市场份额	3.5%	6.0%	7.0%	8.5%	11.0%	12.5%	14.0%	15.0%	16.0%	16.5%	18.0%
亿立舒价格万人	2388	2269	2269	2155	2047	1843	1751	1751	1751	1751	1751
价格 YoY		-5%		-5%	-5%	-10%	-5%				
年使用次数	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5
平均年费用（万元）	1.19	1.13	1.13	1.08	1.02	0.92	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88
亿立舒销售额（亿元）	5.27	9.27	12.04	14.24	17.60	18.52	20.25	22.84	25.13	27.23	30.64
全球市场(除中国)											
G-CSF 药物市场规模	53	55	58	61	64	67	70	74	78	81	86
YoY	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
长效 G-CSF 渗透率	75%	77%	78%	78%	80%	81%	82%	82%	83%	84%	84%
亿立舒渗透率	0.30%	0.80%	1.20%	1.50%	2%	2.50%	3%	3.50%	4%	4%	4.50%
汇率	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7	7
亿立舒销售额（亿元）	0.83	2.38	3.79	4.98	7.15	9.50	12.12	14.84	18.03	19.16	22.63

资料来源：《Lancet Oncology》，Frost & Sullivan，IQVIA，太平洋证券整理

(二)F-652 潜在 FIC 肝病领域药物，填补治疗空白

F-652 为公司全球首创生物药，在抗中重度组织炎症、修复器官损伤等方面疗效突出。F-652（普罗纳亭, promenakin）是利用基因工程技术通过 CHO 细胞表达的重组人白细胞介素 22-Fc(IgG2) 融合蛋白，是公司拥有自主知识产权的全球首创生物药。F-652 的 Fc 片段大大延长了白介素 22 的半衰期，从而显著提升药物的疗效。

F-652 目前在研的适应症有 4 个，分别为慢加急性肝衰竭、酒精性肝炎、急性移植物抗宿主病和新生儿坏死性小肠结肠炎。在美国开展的急性移植物抗宿主病（GVHD）和酒精性肝炎（AH）两项临床试验的结果表明，F-652 在抗中重度组织炎症、修复器官损伤等方面具有突出的疗效。2019 年 10 月，F-652 被 FDA 授予治疗 GVHD 的孤儿药资格。2023 年 12 月 21 日，国内慢加急性肝衰竭适应症的 II 期临床试验总结报告表明 F-652 在乙肝并发 ACLF 的病人中安全性和 PK/PD 特征良好，同时也显示了 F-652 能产生比现有治疗手段更显著或者更重要临床疗效的趋势，各剂量组患者均显示良好的安全性和耐受性，结果达到预期目标。F-652 最快有望在 2025 年国内申报上市。

图表23: F-652 临床进度

药品名称	境内研发进度	全球研发进度
注射用重组人白介素 22-Fc 融合蛋白	II 期临床：慢加急性肝衰竭（达到预期目标）；酒精性肝炎 I 期临床：急性胰腺炎	II 期临床：慢加急性肝衰竭 I / II 期临床：移植物抗宿主病（FDA 孤儿药资格） I 期临床：酒精性肝炎，急性胰腺炎 临床申报：新生儿坏死性小肠结肠炎

资料来源：CDE, Clinical Trails, 太平洋证券整理

慢加急性肝衰竭预后差，致死率高，存在较大未满足临床需求。慢加急性肝衰竭（ACLF）是在慢性肝病基础上，由各种诱因引起以急性黄疸加深、凝血功能障碍为肝衰竭表现的综合征。ACLF 病情危重、并发症多、治疗困难、死亡率高，发病以青壮年男性为主，且呈逐年上升趋势，目前临床上有关 ACLF 的治疗仍无突破性进展，内科综合治疗和人工肝治疗都不能有效快速阻断病程进展和降低死亡率，外科肝移植治疗一直受限于供体缺乏、费用昂贵、免疫排斥及需长期使用免疫抑制剂等因素而无法广泛应用。

F-652 为 ACLF 潜在 FIC 药物。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，而中国及亚太地区以慢性乙型肝炎为主。根据 WHO 的数据，目前全球有 3.54 亿乙肝或丙肝病毒感染者，其中 78% 缺乏有效检测和治疗；每年新发感染 300 万人；每年约 110 万人死于

肝炎病毒感染及其相关疾病，其中 96%由乙肝或丙肝病毒感染引起。国内慢性肝病人口基数大，截止 2022 年底数据，在我国乙肝病毒携带者达到了 9000 万人左右，其中慢性乙肝患者的总人数达 3,000 万左右，其中肝硬化的年发生率约为 2%-10%，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%。预计对应每年 ACLF 患病人数为 14-70 万，用药市场空间广阔。目前 ACLF 适应症国内在研的药物较少，且大多为干细胞疗法，F-652 在 2021 年进入 II 期临床，研发进度居前。

图表24：ACLF 适应症国内研发进展

药品	研发进度	企业	最早进展到该阶段时间	成分类别
普罗纳亭	II 期临床	亿一生物医药开发（上海）有限公司	2021-11-12	抗体类融合蛋白
人脐带间充质干细胞-Amcell	II 期临床	天津昂赛细胞基因工程有限公司	2021-09-13	间充质干细胞 MSC
血浆生物净化柱	II 期临床	上海微知卓生物科技有限公司	2023-08-02	肝细胞
CG-BM1	I 期临床	广州赛隽生物科技有限公司	2022-06-23	间充质干细胞 MSC
F573	I 期临床	上海睿星基因技术有限公司	2022-12-12	多肽
人脐带间充质干细胞-ELPIS	批准临床	华夏源（上海）生物科技有限公司	2022-01-21	间充质干细胞 MSC
间充质干细胞(乾晖生物)	批准临床	广东乾晖生物科技有限公司	2023-08-29	间充质干细胞 MSC
VUM02	批准临床	武汉光谷中源药业有限公司	2023-11-09	间充质干细胞 MSC

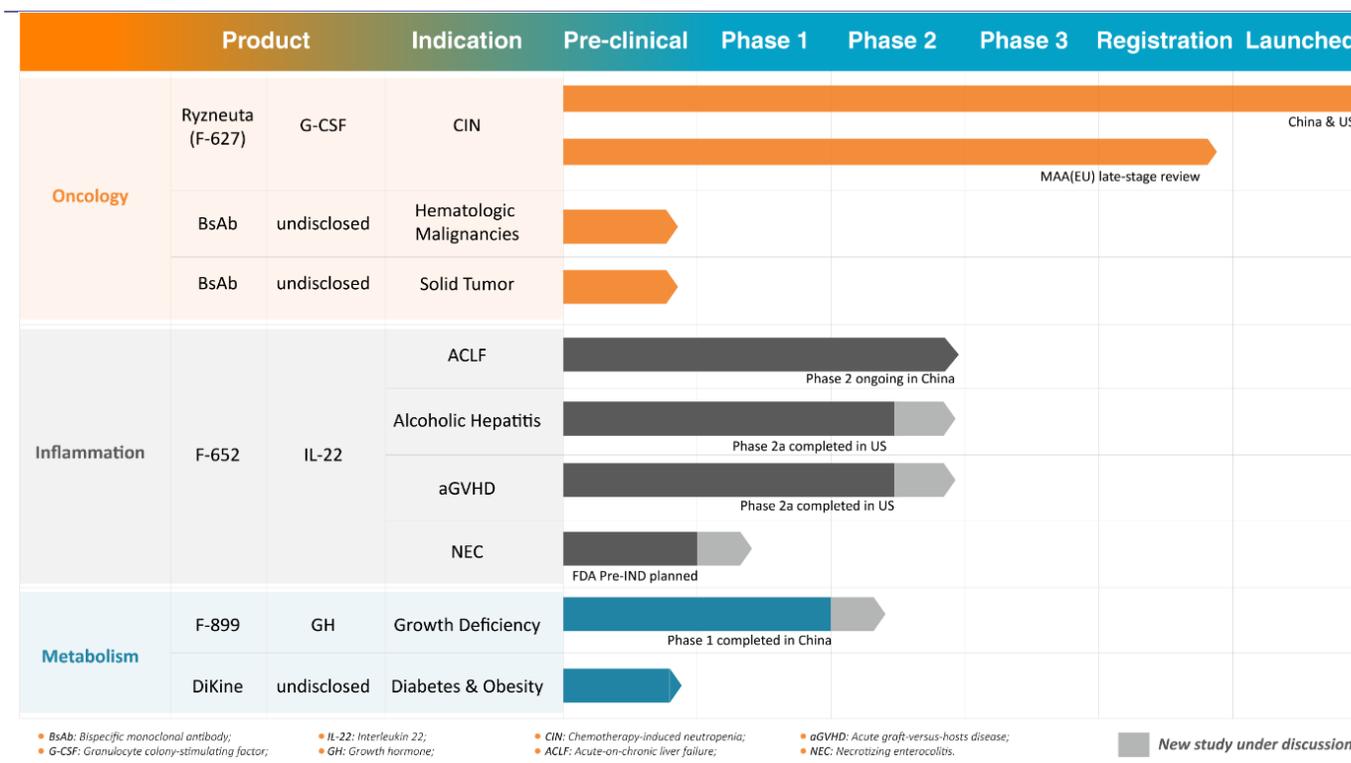
资料来源：CDE，太平洋证券整理

酒精性肝炎（AH）是短期内肝细胞大量坏死引起的一组临床病理综合征，重症酒精性肝炎 28 天死亡率高达 30%-50%，F-652 为潜在 FIC 治疗手段。根据中华医学会、欧洲肝病学会和美国肝病研究学会等酒精性肝病指南推荐，酒精性肝炎治疗原则是戒酒和营养支持，减轻酒精性肝病的严重程度，改善已存在的继发性营养不良和对症治疗酒精性肝硬化及其并发症。截至目前，尚缺乏疗效确切且可被推荐用于 AH 的治疗药物，药物治疗仅限于糖皮质激素，被推荐用于重症酒精性肝炎治疗。使用糖皮质激素只提示改善 28 天的生存率，并增加严重感染的风险，且对 90 天及半年生存率改善效果不明显。AH 在欧美国家多见，近年来国内的发病率也在上升。据一些地区流行病学调查发现，国内成人的酒精性肝病患病率为 4%-6%。2023 年 3 月，F-652 治疗 AH 的 II 期临床试验在国内获批，且该疾病治疗领域目前在研药物较少，F-652 为潜在 FIC 治疗手段。

（三）持续投入研发，在研管线储备丰富

公司依托子公司亿一生物的 Di-Kine 双分子平台、LaMbs 长效多特异性双抗平台两个真核表达平台，聚焦肿瘤、炎症性疾病和代谢性疾病治疗领域，开发了基于长效多特异性抗体平台的治疗方法。除了进展最快的 F-627 (亿立舒) 之外，公司还储备了丰富的临床管线。此外，公司也在积极寻求与其他研发平台的合作，2023 年 12 月 11 日，亿一生物与和铂医药旗下所属的诺纳生物达成一项研究合作，将基于诺纳生物抗体技术平台 Harbour Mice[®]，协作开展双重、双轻链 (H2L2) 抗体发现研究，未来公司的研发管线将进一步丰富，产品梯队将更加合理，有接续性，并且研发团队将会更加国际化。

图表25：亿一生物在研管线



资料来源：亿一生物，太平洋证券整理

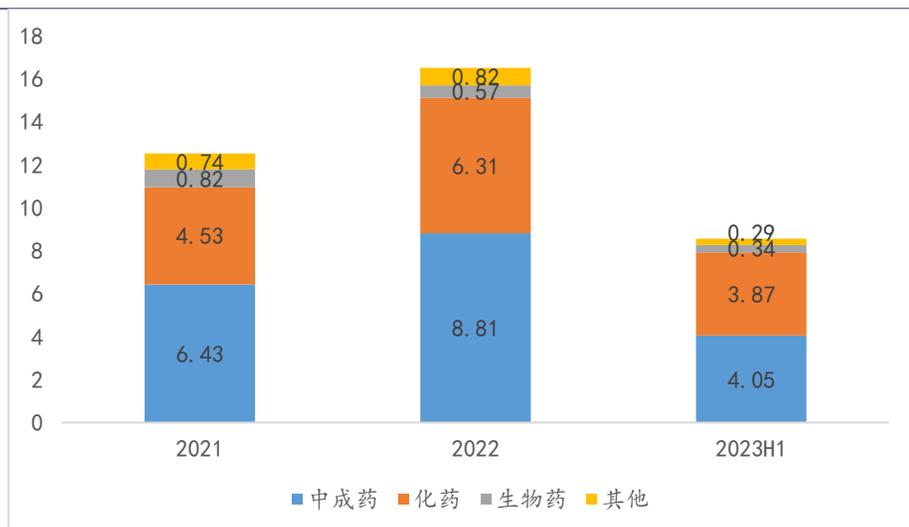
三、 差异化制剂+独家中药全球布局，有望成为稳定业绩驱动力

(一) “大品种群、多品种群”稳步发展，海外业务深度拓展

随着公司不断进行业务结构转型升级，公司医药板块中合作产品医药服务收入占比不断下降，加之在研产品陆续获批，自有产品销售收入比重逐步上升。公司调整国内药品营销架构，公司传统医药业务及中成药业务以分销模式为主，兼顾自营；血液肿瘤、进口经销产品及小分子事业部

新获批产品等以自营为主，分销为辅，不断提升国内业务增长点。截至 2022 年底，公司国内拥有复方黄黛片、除湿止痒软膏、皮敏消胶囊、缩宫素鼻喷雾剂、妇阴康洗剂等药品批准文号共 330 个，其中独家品种（含独家剂型或规格）41 个，独家医保产品 17 个，独家基药产品 5 个，国家中药二级保护品种 1 个，WHO 基本药物标准清单 1 个，已形成比较丰富的差异化优势的专科产品线。在国外拥有 43 个产品权益，包括重组人胰岛素、注射用重组人生长激素、注射用唑来膦酸浓溶液等。2023 年 H1，国内医药自有（含进口）实现营业收入 8.55 亿元，同比增长 25.36%，其中中成药 4.05 亿元，化药 3.87 亿元，生物药 0.34 亿元，其他类药物 0.29 亿元。

图表26：国内医药自有（含进口）产品销售情况（亿元）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

医药自有品种“大品种群、多品种群”稳步发展。2022 年，公司拥有 21 个自有（含进口）产品实现销售收入过千万元，合计 13.95 亿元，占国内医药自有（含进口）产品营业收入的 84.51%，其中过亿元产品 3 个、五千万元至 1 亿元产品 5 个，已初步形成长期可增长的“大品种群、多品种群”稳步发展态势。随着新获批的自研产品重酒石酸去甲肾上腺素注射液、拉考沙胺注射液、氟法拉滨注射液、二氮嗪口服混悬液等等陆续挂网发货，以及卡培他滨片、硫酸长春新碱注射液代理转为自有，公司未来国内药品销售业绩有望进一步提升。

图表27：新增品种情况（注：红色为亿帆医药销售收入）

药品名称	批准日期	适应症	新药/仿制药	2023 国家医保	获批企业	过评企业	集采中标	原研国内进度	2023 年院内销售额（亿元）
二氢噻口服混悬液	2024-01-09	低血糖症, 高血压, 内源性高胰岛素低血糖症	仿制药	非医保	1	1			
氟法拉滨注射液	2023-06-27	3L 儿童急性淋巴细胞白血病	仿制药	非医保	1	1		健赞生物制药 批准临床	
盐酸替罗非班注射用浓溶液	2023-06-14	不稳定性心绞痛, 缺血, 心肌梗死, 缺血性心脏病, 急性冠脉综合征, 心绞痛	仿制药	乙类常规目录	10	8/9		默沙东制药 已获批	0.17
盐酸多巴胺注射液	2023-04-28	休克, 充血性心力衰竭, 肾衰竭, 心肌梗死, 少尿, 脓毒症	仿制药	甲类常规目录	9	20	第九轮国采		3.52
盐酸去氧肾上腺素注射液	2023-03-24	麻醉, 休克, 阵发性室上性心动过速	仿制药	乙类常规目录	3	4	广州联盟集采		1.39
重酒石酸去甲肾上腺素注射液	2023-03-21	低血容量, 低血压	仿制药	甲类常规目录	5	6	广州联盟集采		16.60
拉考沙胺注射液	2023-03-07	局灶性癫痫发作, 全面性强直-阵挛发作	仿制药	乙类竞价品种	10	9/10		优时比制药 已获批	1.16
硫酸长春新碱注射液	2023-02-28	黑色素瘤, 急性白血病, 淋巴瘤, 慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤, 乳腺癌, 小细胞肺癌, 急性淋巴细胞白血病, 多发性骨髓瘤, 神经母细胞瘤, 肾母细胞瘤, 尤文肉瘤, 消化道癌, 霍奇金淋巴瘤, 软组织肉瘤, 肺癌, 睾丸生殖细胞瘤	仿制药	非医保	1	1			0.078 (2023H2)

拉考沙胺片	2023-02-21	局灶性癫痫发作,全面性强直-阵挛发作	仿制药	乙类常规目录	12	11/12		优时比制药 已获批	0.72
卡培他滨片	2021-01-13	胃癌,结肠癌,结直肠癌,乳腺癌	原研地产化	乙类常规目录	6	7/8		罗氏制药 已获批	7.63/12.97

资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

深度拓展海外市场，核心市场稳固，新兴市场快速增长。公司不断加快海外市场拓展与布局，积极拓展新产品新市场，海外市场实现深度拓展。2023年，公司的他克莫司缓释胶囊和米卡芬净注射剂分别完成在东南亚地区和新加坡的商业合作协议签署；重组人胰岛素注射液实现了在厄瓜多尔、亚美尼亚、贝宁和多哥4个国家（新兴市场）的销售；公司自产产品肝素注射剂、注射用万古霉素注射剂和阿米卡星注射剂等产品在利比亚的首次销售，及自产产品注射用万古霉素和舒更葡糖钠注射液分别获准在阿联酋和欧洲地区的上市销售。2024年3月，麻苈消咳颗粒获批在新加坡上市销售。2023年H1，公司海外医药产品实现营业收入2.68亿元，同比增长1.96%，其中，核心直营市场（韩国、菲律宾和澳大利亚）实现营业收入1.32亿元，同比增长17.90%；新兴市场实现营业收入1,967.15万元，同比增长163.49%。

图表28：海外上市医药产品

				
<p>柏雪康®复方黄黛片 独家创新中药制剂，国家目录产品，国内外指南权威推荐用药，被列入WTO基本药物目录。</p>	<p>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。</p>	<p>ZOMETA® 治疗恶性肿瘤高钙血症(HCM)，辅助治疗绝经前妇女的激素受体阳性早期乳腺癌 (EBC)，与包括促性腺激素释放激素(GnRH) 兴奋剂在内的激素治疗相结合。预防涉及骨的晚期恶性肿瘤患者的相关</p>	<p>ISCADOR® 治疗肿瘤，预防术后肿瘤复发；癌前病变血管病的恶性疾病，刺激造血功能。</p>	<p>HERI® Injection 辅助治疗免疫功能低下的老年患者流感疫苗。</p>
				
<p>Zinc-S® Injection 预防缺锌，预防儿童腹泻和呼吸道疾病，辅助治疗可能患有严重细菌感染的7-120天婴儿。 癌症患者的全胃肠外营养 (TPN) 治疗和手术后患者的伤口愈合。</p>	<p>SciTropin A® 儿童:生长激素分泌不足导致的生长障碍(生长激素缺乏症); 成人:替代治疗生长激素明显不足。</p>	<p>SciLocyte® 癌症患者接受骨髓抑制性化疗；急性髓性白血病患者接受诱导缓解治疗； 癌症患者接受骨髓移植；患者接受外周血祖细胞采集和治疗。</p>	<p>NeoTrace 4® Inje... 用作新生儿全胃肠外营养(TPN)的添加剂，以维持钾、铜、锰和钴的血浆含量。防止这些微量元素的内源性储备耗尽和随后的缺乏症状。</p>	<p>Diphereline® 达菲林是一种含有曲普瑞林的缓释注射剂，用于治疗中枢性早熟、前列腺癌和子宫内腺异位症。</p>

资料来源：公司官网，太平洋证券整理

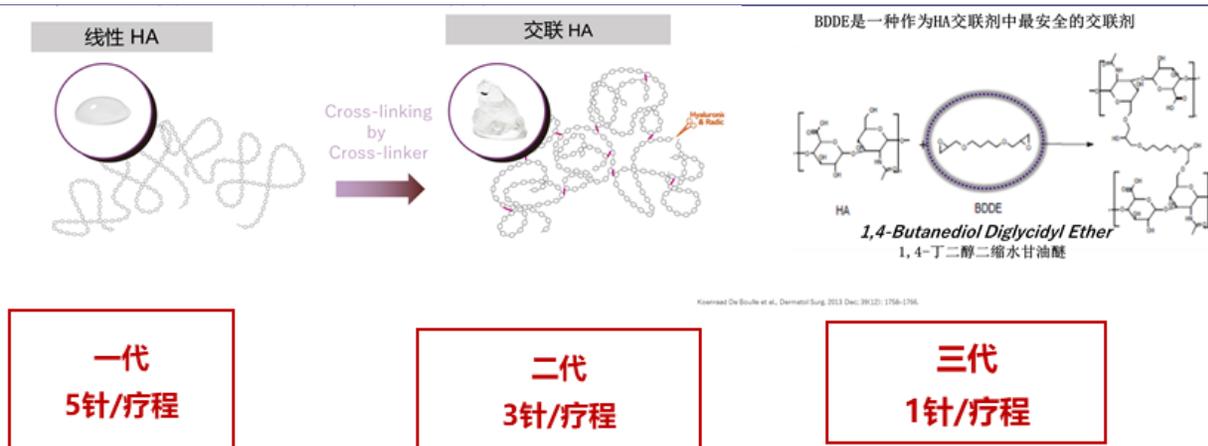
(二) 特色原料+高端辅料为基础，“小、尖、特”化药差异化布局

公司以特色原料+高端辅料为基础，聚焦“小、尖、特”差异化化药产品链，拥有国际标准的生产质量管理体系。公司拥有同时通过FDA、EMA、巴西卫生监督局、沙特阿拉伯王国食品药品监督管理局(SFDA)等监管机构认证的小容量注射剂生产线，拥有境内外成熟的化药直营和分销体系。截至2023年H1，公司在化药领域围绕“小、尖、特”及“可快速实现销售”的布局已初步实现差异化产品，其中境内包括普乐沙福注射液、硫酸长春新碱注射液、重酒石酸去甲肾上腺素注射液、盐酸去氧肾上腺素注射液、氟法拉滨注射液、卡培他滨片等产品，以及独家进口或经销的乳果糖口服溶液、丁甘交联玻璃酸钠注射液、牙周用透明质酸和雌三醇乳膏等产品；境外包括注射用唑来膦酸注射液、注射用醋酸曲普瑞林等产品。

丁甘交联玻璃酸钠注射液获批上市，填补长效市场空白。丁甘交联玻璃酸钠(Hyruan ONE, 易尼康)由LG Chem公司研发，用于治疗膝骨关节炎。该产品粘弹性接近正常成人关节滑液，注射后在关节腔中有较长的存留时间，可以作为关节液的临时性替代和补充品，通过粘弹性补充疗法，恢复病变关节组织生理学和流变学状态。第一代产品为动物组织中提取的低分子量玻璃酸钠，第二代产品使用基因工程技术的微生物发酵方法生产的高分子量玻璃酸钠，第三代产品丁甘交联玻璃酸钠通过使用交联剂(1,4-丁二醇二缩水甘油醚, BDDE)，使玻璃酸钠分子量最大化，减少了

给药次数，提高使用的方便性，可减少频繁给药引起的感染。Hyruan ONE 已经于 2013 年 10 月首次在韩国获批，随后在超 16 个国家和地区注册上市。2017 年 12 月，亿帆医药全资子公司亿帆国际医药与 LG Chem 公司签署产品授权协议，获得 Hyruan ONE 在中国境内及澳大利亚的独家权益，协议有效期为自产品获批后第一个商业年度开始之日起 10 年。2023 年 3 月丁甘交联玻璃酸钠在国内获批上市，并于同年进入医保目录。

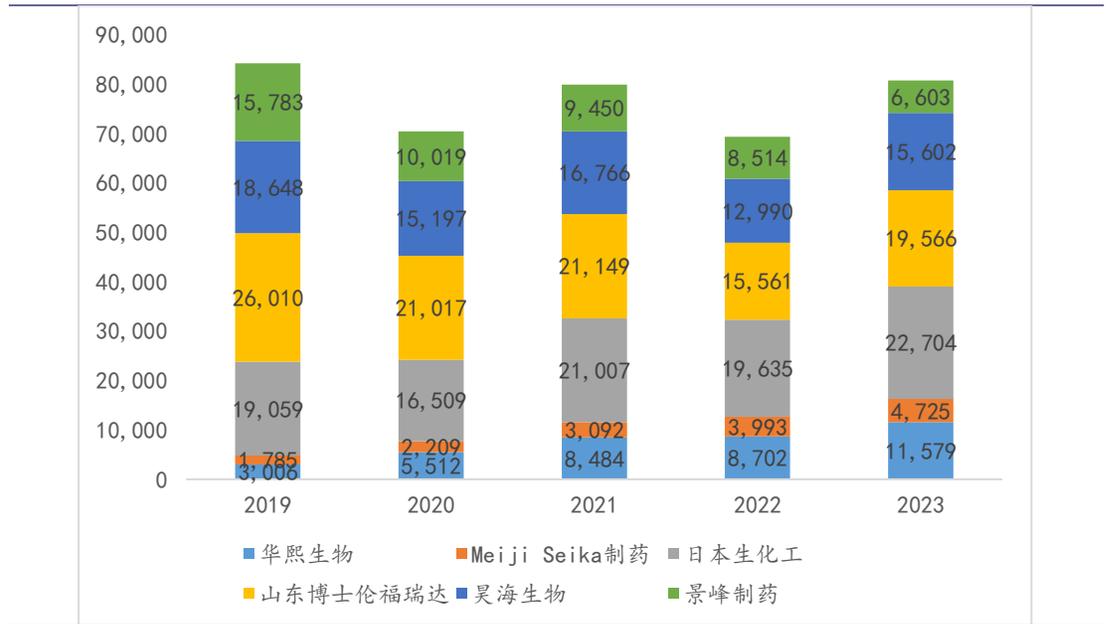
图表29：三代玻璃酸钠对比



资料来源：国家医保局，太平洋证券整理

骨关节炎（OA）是影响全球人口的常见关节疾病，也是导致成年人及老年人膝关节最严重的残疾病因之一，存在巨大的未满足医疗需求。中国健康与养老追踪调查研究结果显示，国内 45 岁及以上人群症状性膝关节 OA 的患病率为 8.1%，全国约 4800 万症状性膝关节 OA 患者。2022 年国内每年约有 150 万名膝骨关节炎患者接受短效、中效玻璃酸钠治疗，其中因膝关节疼痛行动不便，导致就医困难的患者约占 10%-20%。根据米内网数据，2022 年国内玻璃酸钠注射液市场规模约为 14.84 亿元，目前国内市场主要为短效制剂普通玻璃酸钠，主要厂家有上海昊海生物科技股份有限公司、山东博士伦福瑞达制药有限公司、日本生化学工业株式会社、上海景峰制药有限公司等；长效制剂交联玻璃酸钠只有赛诺菲的欣维可，目前市场份额较小。

图表30：玻璃酸钠注射液销售额（万元）



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

丁甘玻璃酸钠医保谈判成功，有望在国内快速放量。国内III期临床试验研究结果显示，丁甘玻璃酸钠注射液疗效非劣效于欣维可，且安全性无明显差异。同时研究表明，注射1次与对照品注射3次的疗效相当，且间隔26周再次使用仍然有效且不会增加安全性风险。2023年医保谈判丁甘玻璃酸钠注射液医保支付价为980元，每疗程治疗费用为1129元，低于同类药物，基于给药和安全性优势，预计上市后有望快速放量。

图表31：玻璃酸钠价格对比

产品名称	商品名	规格	均价 (元/支)	注射次数/疗程	穿刺注射服务单次费	疗程费用(元)	生产企业	医保份额占有率(排名)	医保政策
玻璃酸钠注射液	阿尔治	2.5ml:25mg	147.97	5	149	1619.85	日本生化工	28% (1)	医保乙类
	施沛特	2.5ml:25mg	103	5	149	1264.5	山东博士伦福瑞达制药	25% (2)	医保乙类
交联玻璃酸钠注射液	欣维可	2ml:16mg	843	3	149	2976	赛诺菲	-	无
丁甘玻璃酸钠注射液	易尼康	3ml:60mg	980	1	149	1129	LgChem. Ltd (亿帆)	-	医保乙类

资料来源：国家医保局，太平洋证券整理

(三) 独家中药品种丰富，政策支持快速增长

国家不断出台鼓励政策，中药长期成长空间突显。近年来，国家不断颁布多项政策促进中药行业发展。2022年12月，国家药监局公布了《中药品种保护条例（修订草案征求意见稿）》，对于中药保护品种给予市场独占其的政策便利，且在基药目录遴选、诊断指南和临床路径纳入方面会优先考虑，以及医院招标采购给予特殊待遇。2023年2月，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》，鼓励中药新药研制、加强注册管理。伴随中药政策鼓励支持，中药创新研发不断增加，2023药品审评报告显示，创新中药申报临床54件，同比增长近四成。同时在人口老龄化背景下，基于国民对于安全性需求和“治未病”观念的提升，中药的长期成长空间突显。

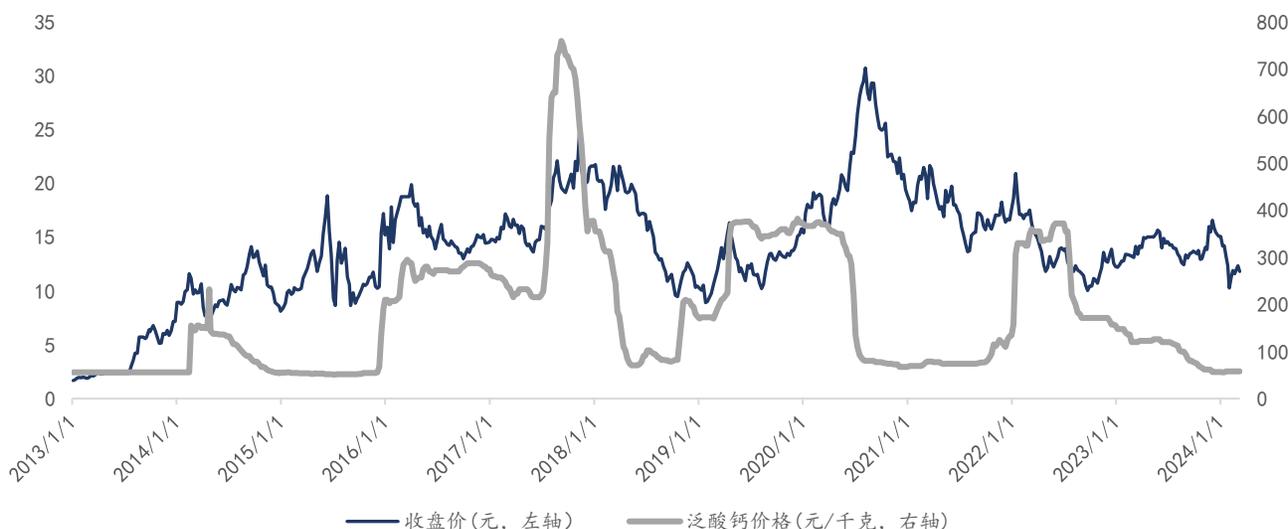
公司中药独家品种丰富，中药产品收入增速稳固。公司共拥有108个中药品种，包括复方黄黛片、小儿青翘颗粒、除湿止痒软膏、皮敏消胶囊、妇阴康洗剂、复方银花解毒颗粒等独家中药医保产品14个，基药目录品种5个，国家中药二级保护品种1个，WHO基本药物标准清单1个。其中方剂复方黄黛片治疗急性早幼粒细胞白血病（APL）的分子机理多次在国际权威杂志发表学术论文，曾获得国家科技进步二等奖，是治疗急性早幼粒白血病的特效药产品，为中国APL诊治指南的推荐药物和写入欧洲白血病工作网（ELN）专家共识。2023年医保谈判，复方黄黛片及麻苧消咳颗粒调整至常规目录。2023年H1，中成药销售收入为4.05亿元，同比增长14.8%。

公司坚持经典发现与经典创新并举，不断推进中药上市后研究和潜在大品种二次开发。公司不断推进中药1.1类新药断金戒毒胶囊临床研究和4个经典名方中药制剂的研究工作。断金戒毒胶囊于2021年12月获得公安部颁发科学技术奖一等奖，目前Ib期临床研究已经完成60例患者入组，有望在2024年H1揭盲。复方银花解毒颗粒在儿童流行性感冒（风热证）III期的临床试验已启动III期临床试验，计划入组376例，其中试验组282例、对照组94例。

四、泛酸钙价格处于底部，协同合成生物学发展

泛酸钙价格处于历史底部，未来向下空间有限。公司子公司鑫富科技深耕维生素业务二十余年，主要品种维生素B5（泛酸钙）和维生素原B5（泛醇）以直销为主，70%以上销往欧美等多个国家和地区，全球市场占有率高，居领先地位。受维生素行业供需产能过剩、竞争加剧、下游需求持续偏弱等原因影响，公司维生素产品，尤其是维生素B5产品价格大幅下滑。随着公司不断优化产品结构，股价波动与泛酸钙价格相关性自2020年起减弱，且目前泛酸钙价格已处于历史低位，未来继续向下空间有限。

图表32：公司股价及泛酸钙价格走势



资料来源：IFIND，太平洋证券整理

合成生物学技术有望协同助力维生素业务发展。公司在维生素领域多年积累、全球市占率领先的基础上，不断整合上下游资源，持续拓展原料药业务管线。公司着手布局合成生物学领域，加快推进杭州合成生物产业园建设，规划产品类别有人类及动物营养品、原料药、制剂及医美产品等，包括多种维生素产品，首个合成生物研发项目有望于2024年年底建设完成。公司的合成生物学平台以酵母和大肠杆菌等为底盘微生物，以糖为主要原料合成各种维生素、中间体和医药营养产品，全过程融合基因工程菌构建、大规模高密度发酵、代谢调控、酶的定向进化、高底物浓度催化体系的构建与强化、产物的分离、精制等，掌握了完整、高效的合成生物学工业化放大技术体系。未来依托合成生物学平台有望进一步推动公司产品结构调整和优化，并协同助力维生素业务进一步发展。

五、盈利预测

(一) 关键假设及收入拆分

按公司的核心业务板块分别进行盈利预测，核心假设为：

1、医药：

a) **医药自有（含进口）：**亿立舒医保谈判成功，未来两年快速放量，新获批制剂品种带

动制剂板块快速增长，中药独家品种政策支持加持下增速稳固，预计 2023-2025 年收入增速为 16%，46%，32%，毛利率为 61%，61%，61%。

b) **医药其他产品**：预计 2023-2025 年收入增速为-5%，-20%，-30%，毛利率为 24%，24%，24%。

2、**医药原料药与中间体**：预计原料药价格稳定，预计 2023-2025 年收入增速为 0，5%，5%，预计 2023-2025 年毛利率为 35%，35%，35%。

3、**高分子材料**：预计基本保持稳定，预计 2023-2025 年收入及毛利率水平保持稳定，预计 2023-2025 年毛利率为 53%，53%，53%。

4、**医药服务**：预计收入小幅下滑，预计 2023-2025 年收入增速为-10%，-5%，-5%。毛利率水平保持稳定，预计 2023-2025 年毛利率为 23%，23%，23%。

费用端：预计公司销售费用率稳定，2023-2025 年分别为 27.00%，27.00%，26.80%。预计 2023-2025 年管理费用率小幅下降，分别为 10.00%，9.80%，9.50%。预计 2023-2025 年研发费用率分别为 5.50%，4.50%，4.50%。预计 2023-2025 年财务费用率分别为 1.47%，0.74%，0.40%。

图表33：收入及毛利率拆分（百万元）

	2022	2023E	2024E	2025E
医药自有(含进口)	2,033	2,365	3,463	4,580
YoY	25%	16%	46%	32%
毛利率	60%	61%	61%	61%
其中				
中成药	881	1,014	1,419	1,703
YoY	37%	15%	40%	20%
化药	631	788	1,300	1,951
YoY	39%	25%	65%	50%
生物药	57	74	96	125
YoY	-31%	30%	30%	30%
创新药		3	122	233
YoY				91%
其他	464	487	526	568
YoY	3%	5%	8%	8%
医药其他产品	693	658	527	369
YoY	-15%	-5%	-20%	-30%

毛利率	24%	24%	24%	24%
医药原料及中间体	787	787	827	868
YoY	0%	0%	5%	5%
毛利率	54%	53%	53%	53%
高分子材料	179	179	179	179
YoY	-35%	0%	0%	0%
毛利率	10%	10%	10%	10%
医药服务	145	131	124	118
YoY	-84%	-10%	-5%	-5%
毛利率	23%	23%	23%	23%
合计	3,837	4,120	5,120	6,113
YoY	-13%	7%	24%	19%
毛利率	49%	50%	53%	55%

资料来源：IFIND，太平洋证券整理

(二) 盈利预测

截止至 2024 年 4 月 8 日，公司的收盘价为 11.30 元，总市值为 138.54 亿元，我们预测公司 2023/2024/2025 年收入为 41.20/51.20/61.13 亿元，同比增长 7.40%/24.25%/19.40%。归母净利润为-5.03/5.49/7.74 亿元，同比增长-362.74%/209.21%/40.93%。对应的 2023 年-2025 年 EPS 分别为-0.41 元/股，0.45 元/股和 0.63 元/股，市盈率分别为-27.57 倍，25.24 倍，17.91 倍。

图表34：盈利预测表

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
单位：百万元				
营业收入	3,837	4,120	5,120	6,113
增长率 (%)	-12.98%	7.40%	24.25%	19.40%
归母净利润	191	-503	549	774
增长率 (%)	-31.29%	-362.74%	209.21%	40.93%
EPS (元/股)	0.16	-0.41	0.45	0.63
市盈率 (P/E)	76.56	-27.57	25.24	17.91
市净率 (P/B)	1.70	1.67	1.56	1.44

资料来源：IFIND，太平洋证券整理

(三) PE 估值及投资建议

选取行业中与亿帆医药业务最为相近的华海药业、科伦药业、浙江医药三家公司，2023-2025 年三家公司的平均 PE 分别为 28 倍, 22 倍, 18 倍。考虑亿立舒获批上市放量在即，差异化制剂品种和独家中药品种丰富有望驱动未来增长，同时原料药下行空间有限，我们给予公司 2024 年 40 倍 PE，对应未来 6 个月目标价为 18.00 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表35：收入及毛利率拆分（百万元）

股票代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600521.SH	华海药业	12.99	192.58	0.79	0.62	0.75	0.93	37	47	39	31
002422.SZ	科伦药业	30.02	480.80	1.11	1.54	1.76	2.03	28	20	17	15
600216.SH	浙江医药	9.44	91.09	0.56	0.62	0.94	1.17	18	16	10	8
可比公司平均			254.82					27	28	22	18
002019.SZ	亿帆医药	11.30	138.54	0.16	(0.41)	0.45	0.63	72	-28	25	18

资料来源：IFIND，太平洋证券整理

六、 风险提示

1、研发进度不及预期的风险

公司在研项目涉及生物药、化药和中药，不同的药物种类风险不同，存在能否进入临床试验、临床试验失败或者进度迟缓、不能获得药品注册上市的风险；同时，药品研发核算中投入的开发支出主要来自于资本化支出，如在研项目不能成功研发，将面临资本化支出转为费用化处理导致当前利润下降的风险。

2、商誉减值风险

近年来公司陆续进行并购整合，形成较大商誉。若在未来经营中不能较好地实现收益，收购的标的资产所形成的商誉将存在减值风险。

3、汇率波动风险

汇率波动可能影响公司出口产品的价格，公司以外币（美元和欧元）计价的负债与资产在金额和时间上无法完全匹配，将对公司造成汇兑损益，直接影响公司利润。

4、国际化经营风险

公司在多个国家和地区开展经营业务，均受当地政治、法律、汇率、税收、经济等环境因素影响，对公司国际化经营可能产生一定风险，进而影响公司海外业务的收入及利润。

5、产品销售不及预期的风险

公司的新获批品种亿立舒等若销售低于预期，将会对公司的业绩产生影响。

资产负债表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,336	1,144	1,689	1,884	2,376
应收和预付款项	1,213	1,341	1,220	1,554	1,847
存货	664	831	671	813	925
其他流动资产	373	374	367	410	452
流动资产合计	3,585	3,690	3,947	4,661	5,600
长期股权投资	640	682	680	678	676
投资性房地产	22	38	36	34	32
固定资产	1,288	1,341	1,265	1,163	1,028
在建工程	257	176	141	113	91
无形资产开发支出	3,091	3,299	2,316	2,316	2,316
长期待摊费用	40	45	44	41	35
其他非流动资产	6,826	6,964	7,213	7,910	8,832
资产总计	12,165	12,544	11,695	12,255	13,010
短期借款	1,005	659	519	469	419
应付和预收款项	351	290	291	343	390
长期借款	731	850	730	630	530
其他负债	1,304	1,598	1,485	1,621	1,742
负债合计	3,391	3,397	3,025	3,063	3,081
股本	1,054	1,046	1,046	1,046	1,046
资本公积	3,048	2,993	2,993	2,993	2,993
留存收益	4,712	4,905	4,415	4,964	5,737
归母公司股东权益	8,535	8,811	8,311	8,860	9,633
少数股东权益	239	335	359	333	296
股东权益合计	8,775	9,146	8,670	9,192	9,929
负债和股东权益	12,165	12,544	11,695	12,255	13,010

现金流量表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	301	472	848	517	835
投资性现金流	-508	-670	32	-95	-126
融资性现金流	222	-13	-348	-226	-217
现金增加额	-5	-151	545	195	492

利润表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,409	3,837	4,120	5,120	6,113
营业成本	2,581	1,971	2,067	2,411	2,736
营业税金及附加	37	32	34	42	50
销售费用	893	1,041	1,113	1,382	1,638
管理费用	404	394	412	502	581
财务费用	72	22	61	38	24
资产减值损失	-48	-112	-852	-35	-38
投资收益	-4	-18	4	5	6
公允价值变动	0	1	0	0	0
营业利润	212	144	-588	548	852
其他非经营损益	-1	13	25	67	15
利润总额	211	157	-563	615	867
所得税	-31	30	-84	92	130
净利润	242	127	-479	523	737
少数股东损益	-36	-64	24	-26	-37
归母股东净利润	278	191	-503	549	774

预测指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	41.47%	48.63%	49.84%	52.91%	55.25%
销售净利率	6.31%	4.99%	-12.20%	10.72%	12.65%
销售收入增长率	-18.36%	-12.98%	7.40%	24.25%	19.40%
EBIT 增长率	-73.06%	-8.36%	-277.51%	229.90%	36.51%
净利润增长率	-71.25%	-31.29%	-362.74%	209.21%	40.93%
ROE	3.26%	2.17%	-6.05%	6.19%	8.03%
ROA	2.29%	1.52%	-4.30%	4.48%	5.95%
ROIC	3.22%	2.03%	-4.04%	5.07%	6.57%
EPS (X)	0.23	0.16	-0.41	0.45	0.63
PE (X)	76.61	76.56	—	25.24	17.91
PB (X)	2.55	1.70	1.67	1.56	1.44
PS (X)	4.93	3.91	3.36	2.71	2.27
EV/EBITDA (X)	43.35	30.78	-73.60	14.08	10.69

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。