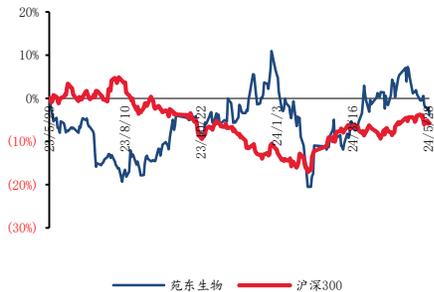


苑东生物：麻醉镇痛领域差异化布局，特色解毒剂开启国际化

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股)	1.2/1.2
总市值/流通(亿元)	66.41/66.41
12个月内最高/最低价(元)	64.25/43.41

相关研究报告

<<创新支持政策多地开花，创新药械春天正在开启>>--2024-04-08

<<镇痛药重磅单品频出，奥赛利定有望接力增长>>--2024-03-04

<<精麻药品行业点评：羟考酮被移出安徽集采目录，利好精麻药品生产企业>>--2023-10-19

证券分析师：谭紫媚

电话：0755-83688830

E-MAIL: tanzm@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190520090001

证券分析师：张懿

电话：021-58502206

E-MAIL: zhangyi@tpyzq.com

分析师登记编号：S1190523100002

报告摘要

● 麻醉镇痛市场规模近 200 亿，镇痛药重磅单品频出

(1) 麻醉镇痛药市场长期稳定增长

根据 Wind 医药库样本医院数据,2013-2023 年麻醉药和镇痛药 CAGR 分别约为 10.77% 和 12.48%，2023 年麻醉药和镇痛药销售额分别为 61 亿元和 66 亿元；按照放大 3 倍计算，预计 2023 年麻醉药和镇痛药整体市场规模分别为 183 亿元和 198 亿元。随着国内麻醉镇痛药新品逐渐放量，该领域市场规模有望继续稳步增长。

(2) 高壁垒阿片类镇痛药收入占比高

从 Wind 医药库样本医院数据来看，2023 年麻醉药销售额排名前十药品占比超过 92%，其中三款麻醉镇痛药（注射用盐酸瑞芬太尼、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸阿芬太尼注射液）占比接近 41%；镇痛药销售额排名前十药品占比超过 75%，其中三款阿片类镇痛药（地佐辛注射液、酒石酸布托啡诺注射液、盐酸羟考酮缓释片）占比接近 43%。

● 麻醉镇痛领域错位竞争，阿片解毒剂打开国际化空间

(1) 重点布局麻醉镇痛领域，核心产品竞争优势明显

公司是国家定点精神药品生产基地，重点聚焦麻醉镇痛领域，差异化布局阿片受体拮抗剂（纳美芬和纳洛酮）和阿片受体部分激动剂（布托啡诺和纳布啡），打造产品特点突出、储备丰富，竞争和迭代能力强的产品管线。

根据米内网 2023 年全国重点省市公立医院销售数据，公司核心产品中盐酸纳美芬注射液、盐酸纳洛酮注射液、布洛芬注射液 3 个产品市占率排名第一。

根据公司 2023 年年报，累计获批上市麻醉镇痛及相关领域产品达 15 个，近期获批的酒石酸布托啡诺注射液和盐酸纳布啡注射液均属于二类精神药品，政策壁垒和技术壁垒较高，市场竞争格局良好，有望贡献新的增量。

(2) 特色解毒剂 FDA 批准上市，制剂国际化取得实质性进展

2023 年 11 月，公司全资子公司硕德药业首个制剂国际化项目盐酸纳美芬注射液获得美国 FDA 药品注册批准，标志着公司制剂国际化取得实质性进展，实现了从 0 到 1 的突破。

公司盐酸纳洛酮鼻喷剂（ANDA）、盐酸纳美芬注射液（预充针）（ANDA）和盐酸纳美芬鼻喷剂（505b2）等有特色和技术壁垒剂型已立项开发，将加快制剂国际化战略实施，为公司打造新的增长点。

● 盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.77/3.38/4.13 亿元，分别同比增长 22.1%/22.2%/22.1%，EPS 分别为 2.30/2.82/3.44 元，对应当前股价 PE 分别为 24/20/16 倍。

考虑公司麻醉镇痛新品逐步放量，国际化业务刚开始推进，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE 估值，对应市值 82.8 亿，对应目标价 69.00 元，估值空间 26%。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

● 风险提示

创新药研发不及预期风险；新产品放量不及预期风险；药品带量采购降价风险；医保支付政策调整带来的风险；地缘政治风险。

■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1,117	1,373	1,671	2,040
营业收入增长率(%)	-4.56%	22.94%	21.66%	22.09%
归母净利（百万元）	227	277	338	413
净利润增长率(%)	-8.09%	22.13%	22.17%	22.11%
摊薄每股收益（元）	1.89	2.30	2.82	3.44
市盈率（PE）	33.75	24.00	19.64	16.09

资料来源：Wind，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：研发驱动型生物医药高新技术企业.....	5
(一) 发展历程：重点领域全产业链布局，快速开发大品种市场.....	5
(二) 股权结构：实际控制人持股比例高，团队激励充分.....	5
(三) 财务简况：业绩持续稳定增长，积极分红回报股东.....	8
二、 行业发展：市场规模近 200 亿，镇痛药重磅单品频出.....	12
(一) 市场概况：阿片类镇痛药临床应用广，麻醉药和镇痛药市场规模均接近 200 亿元.....	12
(二) 行业特点：管制类麻醉镇痛药竞争格局好，阿片类镇痛药重磅单品收入占比高.....	13
三、 公司看点：麻醉镇痛领域错位竞争，阿片解毒剂打开国际化空间.....	16
(一) 差异化布局致力成为麻醉镇痛领域领先者.....	16
(二) 特色解毒剂 FDA 批准上市，助力缓解美国阿片危机.....	20
(三) 坚持高比例研发投入，助力公司持续创新发展.....	22
四、 盈利预测及估值.....	24
(一) 盈利预测.....	24
(二) 投资建议：给予“买入”评级.....	25
五、 风险提示.....	26

图表目录

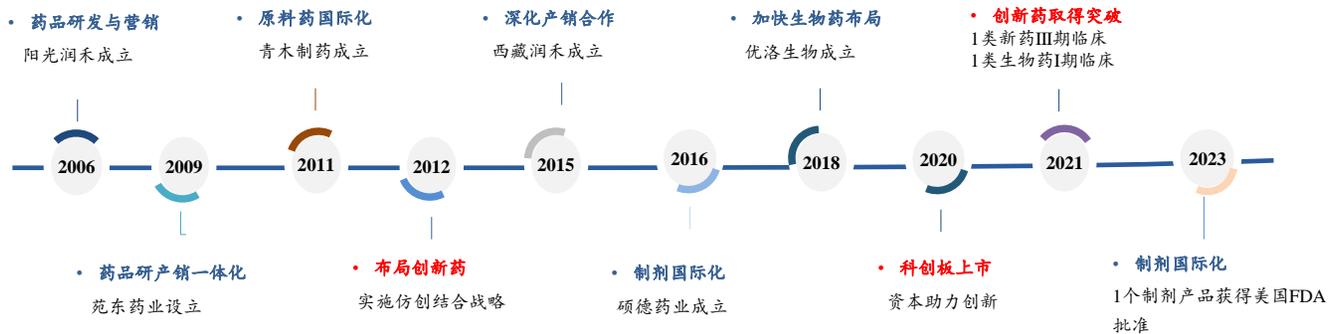
图表 1: 苑东生物发展历程	5
图表 2: 实控人合计持有公司 35.38% 股权	6
图表 3: 公司高级管理人员一览	6
图表 4: 2024 年限制性股票激励计划（草案）业绩考核目标	8
图表 5: 公司历年收入和净利润	8
图表 6: 公司历年分板块的收入结构	9
图表 7: 公司历年主要制剂产品的收入结构	10
图表 8: 公司的盈利能力分析	10
图表 9: 公司的期间费用率（%）	10
图表 10: 公司上市以来分红情况	11
图表 11: 2013-2023 年样本医院麻醉药和镇痛药销售情况（亿元）	12
图表 12: 中国公立医院麻醉药分类销售额（亿元）	13
图表 13: 中国公立医院镇痛药分类销售额（亿元）	13
图表 14: 麻醉药品和精神药品行政监管分类	14
图表 15: 2023 年麻醉药销售额排名前十（亿元）	14
图表 16: 2023 年镇痛药销售额排名前十（亿元）	14
图表 17: 2023 年麻醉药销售额排名前十企业（亿元）	15
图表 18: 2023 年镇痛药销售额排名前十企业（亿元）	15
图表 19: 公司主要产品领域和竞争格局（2023 年）	16
图表 20: 样本医院纳美芬和纳洛酮销售额（亿元）	17
图表 21: 样本医院布托啡诺和纳布啡销售额（亿元）	17
图表 22: 样本医院布托啡诺销售格局（亿元）	17
图表 23: 样本医院纳布啡销售格局（亿元）	17
图表 24: 在研产品管线布局（2023 年）	18
图表 25: 重点领域创新药管线进展（2023 年）	19
图表 26: NGF 靶点创新药研发进展（II 期及以上）	19
图表 27: 国际化的原料和制剂一体化生产基地	20
图表 28: 2022 年美国阿片滥用情况	21
图表 29: 物质滥用中毒死亡的相对人数/10 万人	21
图表 30: 2022 年美国处方阿片类药物滥用占比	22
图表 31: 精神活性物质毒性排名	22
图表 32: 公司六大核心关键技术群（2023 年）	23
图表 33: 公司研发费用及增速	23
图表 34: 公司研发人数及占比	23
图表 35: 营收与盈利预测	24
图表 36: 可比公司估值表	25

一、公司概况：研发驱动型生物医药高新技术企业

(一)发展历程：重点领域全产业链布局，快速开发大品种市场

公司是一家研发驱动型集聚化学原料药、高端化学药及生物药全产业链的国家级高新技术企业。公司研发体系完善，在成都、上海等地有 6 个药物研究院，具备强大研发力量，核心技术突出，并且持续高投入，产品储备丰富，市场竞争力强。公司有 3 个制造中心，其中 2 个是国际化制造工厂，具备注射液、冻干粉针剂、片剂、胶囊剂等多种剂型和化学原料药的生产能力，为制剂和原料药生产提供一体化完整支持平台，质量成本优势明显。

图表1：苑东生物发展历程



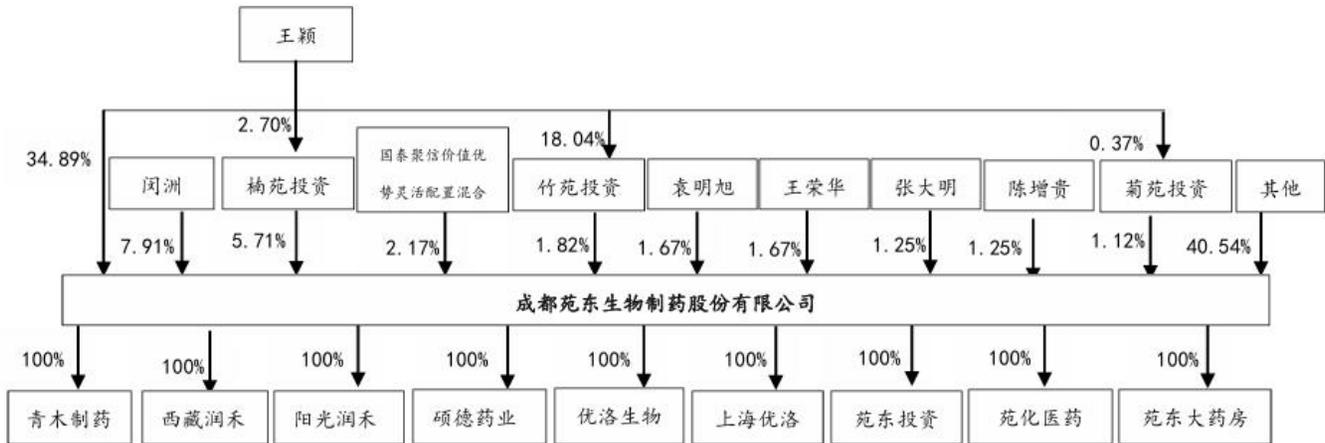
资料来源：公司官网，公司公告，太平洋证券整理

公司密集布局麻醉镇痛领域，并快速布局心脑血管、抗肿瘤等疾病领域大品种。公司已实现 48 个高端化学药产品（7 个国内首仿产品）和 30 个特色化学原料药产品产业化。公司多款主要产品市场占比名列前茅，包括富马酸比索洛尔片、盐酸纳美芬注射液、布洛芬注射液、盐酸纳洛酮注射液等，其中麻醉镇痛领域有 4 个产品排名前三。

(二)股权结构：实际控制人持股比例高，团队激励充分

公司实控人持股比例高。截至 2024 年第一季度，公司实控人王颖女士直接持有公司 34.89% 的股权，同时通过楠苑投资、竹苑投资、菊苑投资间接持有公司 0.49% 的股权，王颖女士合计持有公司 35.38% 的股权。

图表2：实控人合计持有公司 35.38%股权



资料来源：WIND，公司 2024 年一季度报，太平洋证券整理

公司高管行业经验丰富。公司高级管理人员均深耕各自专业领域多年，具有丰富的药企管理经历和药物研发经验。公司核心高管成员与公司共同发展成长，有利于公司管理层把握发展方向，高效决策并落地，促进公司长期稳定发展。

图表3：公司高级管理人员一览

姓名	职位	工作经历
王颖	董事长	政协四川省第十二届委员会委员，科技部创新人才推进计划科技创新创业人才，“国家高层次人才特殊支持计划领军人才”，并曾担任国家药品监督管理局培训中心客座专家，2009 年至今任公司董事长，2020 年 2 月至 2020 年 12 月任公司总经理。曾于 1996 年 7 月至 2000 年 7 月任职于成都康弘制药有限公司、2000 年 8 月至 2001 年 4 月任职于中国医药工业有限公司、2002 年 10 月至 2006 年 7 月任职于北京齐力佳科技有限公司等公司。
表明旭	董事、总经理	2009 年至 2020 年 12 月任公司副总经理，2017 年起任公司董事，2020 年 12 月至今任公司总经理；2011 年起任公司全资子公司青木制药总经理。曾就职于成都康弘制药有限公司等公司。
张大明	董事、副总经理	2006 年至 2012 年任公司全资子公司四川阳光润禾润禾副总经理；2009 年至今任公司董事，2013 年至今任公司副总经理。曾就职于成都康弘制药有限公司、成都大西南制药有限公司等公司。
陈增贵	董事、副总经理	2006 年至 2015 年历任公司全资子公司四川阳光润禾销售总监、副总经理等职，2020 年 10 月至今任四川阳光润禾董事长兼总经理；2009 年至 2015 年任公司董事，2015 年 12 月至今任公司副总经理，2021 年 12 月至今任公司董事。曾就职于成都康弘制药有限公司、哈尔滨圣泰制药有限公司等公司。
耿鸿武	董事	2003 年至 2006 年任山东沃华医药科技股份有限公司营销总监；2006 年至 2009 年任北京澳斯邦生物工程有 限公司副总裁。2009 年 8 月至 2013 年 10 月任九州通医药集团股份有限公司业务总裁；2013 年 10 月至今任九州

		通医药集团股份有限公司营销总顾问；2016年5月至2022年5月任四川科瑞德制药股份有限公司独立董事；2021年12月至今任公司董事。
赵磊	董事、 副总经理	2022年10月被聘任为公司副总经理，2022年11月被选举为公司董事。曾就职于美国阿塞托有限公司上海代表处、挪威雅赛利制药有限公司上海代表处、瀚晖制药有限公司、浙江海正药业股份有限公司等公司。
李淑云	董事会 秘书	2015年10月加入公司，历任证券事务部主管、董事会办公室主任、证券事务部经理兼证券事务代表，2023年4月起任职公司董事会秘书。曾就职于四川广播电视大学、成商集团股份有限公司等公司。
宋兴尧	副总经理	2007年2月至2008年12月任公司全资子公司四川阳光润禾销售大区经理，2009年1月至2015年8月任公司采购总监，2015年9月至2021年3月任公司全资子公司西藏润禾董事、总经理，2020年9月起任公司副总经理。曾就职于成都康弘制药有限公司、成都永安制药有限公司等公司。
HON G CHE N	副总经 理	2019年7月加入公司，任公司研发中心总经理，2020年2月起任公司副总经理。曾就职于美国强生露德清公司、美国梯瓦制药有限公司、美国新一代药业有限公司、石家庄以岭药业股份有限公司等企业。
关正品	副总经 理	2010年至2017年任公司质量总监，2017年11月起任公司副总经理。曾就职于山东新华制药股份有限公司、广东东阳光药业有限公司、华海药业有限公司等公司。
伯小芹	财务总 监	2010年6月至2012年7月先后任公司成本会计/会计主管；2012年7月至2017年4月任全资子公司四川阳光润禾财务经理；2017年4月至2017年10月任销售财务副总监；2017年10月至今任公司总会计师，2022年10月被聘任为公司财务总监。曾就职于江苏延申生物科技股份有限公司，先后任成本会计/成本主管。
陈艳	核心技 术人员	2006年至2011年就职于苑东生物全资子公司四川阳光润禾，历任制剂研究员及制剂主管；2011年起任公司制剂研究部经理，现任苑东生物化药研究一分院COO。2022年度入选“成都市产业建圈强链人才计划”产业生态圈领军人才。
朱华	核心技 术人员	2020年加入公司。2023年入选成都高新区急需紧缺人才和高端人才（C类）及天府峨眉计划创新领军人才。现任首席化学家。曾任职滨理药品工业株式会社，10多年聚焦于医药原料药/中间体的绿色化学工艺开发及产业化领域。
金明志	核心技 术人员	自2021年加入公司，担任优洛上海研发负责人，负责公司生物药物研发和管理工作。曾在哈佛大学医学院完成了博士后的研究工作，负责神经退行性疾病创新药物的开发和机制研究；曾就职于上海药明生物技术有限公司，负责生物偶联药物的外部客户服务和内部技术创新。
乔智涛	核心技 术人员	2016年加入公司，目前任公司药物研究院副院长、化药研究二分院COO（首席运营官），2024年2月被认定为公司核心技术人员。2016年入选成都市“人才计划”顶尖创新创业团队（核心人员），2017年入选“菁蓉·高新人才计划”创智项目，2018年入选成都“蓉漂”人才计划。曾就职于江苏豪森药业集团研究院。

资料来源：公司2023年年报，太平洋证券整理

制定核心员工股票激励计划。为吸引和留住优秀人才，充分调动公司管理人员与核心骨干员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益结合在一起，公司制定了2024年限制性股票激励计划（草案），拟向3名核心技术人员和193名中层管理人员及骨干员工授予限制性股票90.90万股，约占公司总股本的0.76%。

图表4：2024 年限制性股票激励计划（草案）业绩考核目标

考核年度	营业收入增长率（以 2023 年为基数）		净利润增长率（以 2023 年为基数）	
	目标值	触发值	目标值	触发值
2024 年	20%	16%	20%	16%
2025 年	45%	36%	45%	36%
2026 年	77%	61.6%	77%	61.6%

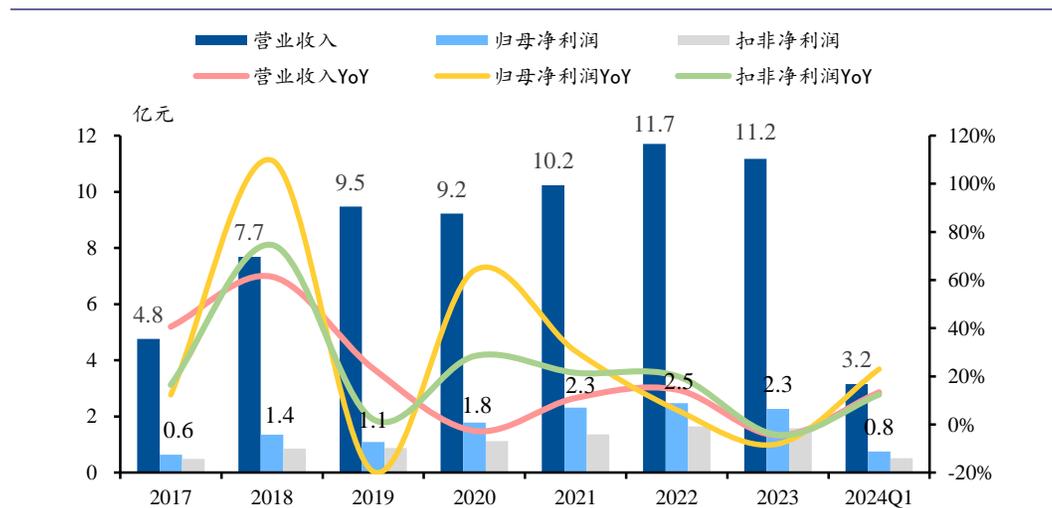
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(三)财务简况：业绩持续稳定增长，积极分红回报股东

主要产品集采风险出清，业绩稳定增长。2017-2023 年营业收入复合年均增长率（CAGR）约 15.28%，归母净利润 CAGR 约 23.49%。2020 年因核心制剂产品富马酸比索洛尔片中标国家药品集中采购、价格大幅下降，乌苯美司胶囊调出医保目录及上半年新冠疫情影响，公司营业收入 9.22 亿元，同比下降 2.67%，但归母净利润 1.78 亿元，同比增长 64.04%。

2023 年主要因重点产品伊班膦酸钠注射液及枸橼酸咖啡因注射液执行第七批国家集中带量采购导致销售收入下降，公司营业收入 11.17 亿元，同比下降 4.56%，归母净利润 2.27 亿元，同比下降 8.09%。目前公司存量的主要产品集采基本出清，2024Q1 营业收入 3.15 亿元，同比增长 13.37%，归母净利润 0.75 亿元，同比增长 23.00%。

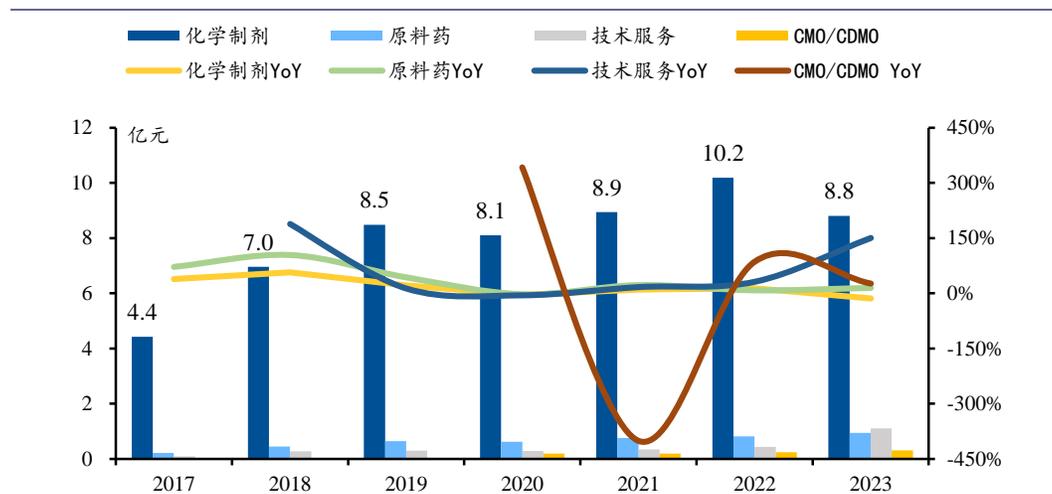
图表5：公司历年收入和净利润



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

化学制剂板块贡献主要收入。从业务板块来看，公司主营业务包括化学制剂、原料药、技术服务和 CMO/CDMO 等，其中化学制剂收入占比最高。2017-2023 年化学制剂板块收入 CAGR 约 12.14%，其中 2023 年实现收入 8.81 亿元，占比 78.84%。2017-2023 年原料药和技术服务板块增长较快，CAGR 分别约为 27.38%和 51.77%。

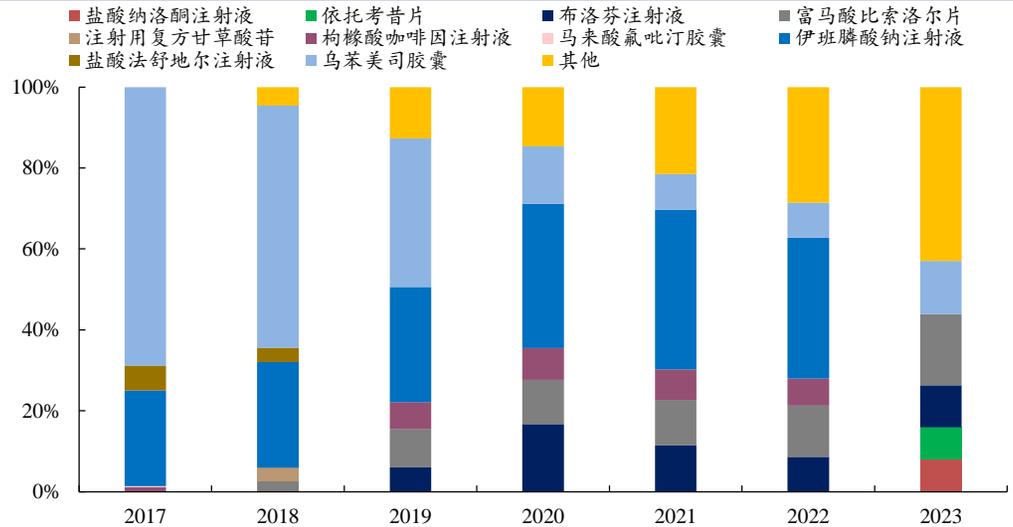
图表6：公司历年分板块的收入结构



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

麻醉镇痛产品收入占比提升。从制剂分类来看，随着 2020 年乌苯美司胶囊调出医保目录、伊班膦酸钠注射液 2023 年执行国家集采，抗肿瘤药物收入占比显著下降，布洛芬注射液、盐酸纳洛酮注射液、依托考昔片等麻醉镇痛药物收入占比提升。

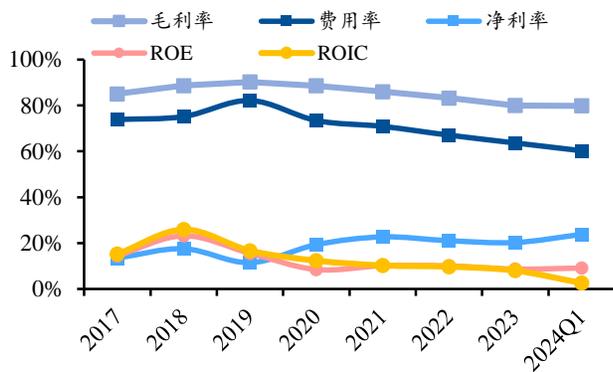
图表7：公司历年主要制剂产品的收入结构



资料来源：WIND 医药库，太平洋证券整理

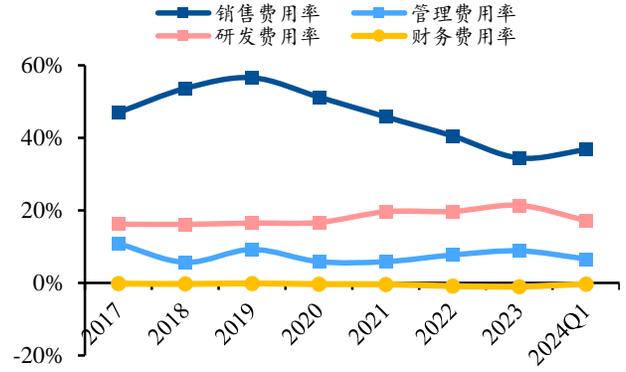
期间费用率下降，净利率逐步提升。2017年-2024年第一季度公司整体毛利率基本维持在80%以上，2019年后整体费用率逐步下降，尤其销售费用率下降明显，主要因公司大部分主要产品中标并执行国家集中带量采购导致营销服务费下降所致。研发费用率和管理费用率基本维持稳定，销售净利率逐步提升。

图表8：公司的盈利能力分析



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

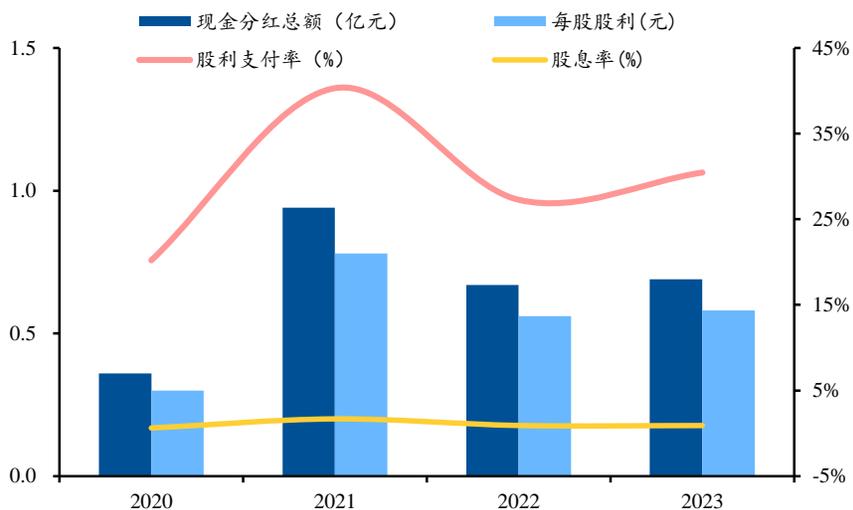
图表9：公司的期间费用率（%）



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

积极分红回报股东。公司重视对投资者的合理回报，积极落实分红政策，尤其重视现金分红的实施，近三年公司均实施了较高比例的现金分红，平均占净利润的比例超过30%。

图表10：公司上市以来分红情况



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

二、 行业发展：市场规模近 200 亿，镇痛药重磅单品频出

(一)市场概况：阿片类镇痛药临床应用广，麻醉药和镇痛药市场规模均接近 200 亿元

阿片类镇痛药临床应用广。阿片类镇痛药被广泛应用于手术全身麻醉、术后疼痛和癌痛管理等。部分阿片类镇痛药反复使用易产生依赖性和成瘾性，在药政管理上被列为“麻醉药品”，对其生产供应和使用都严格加以管理和限制，因此阿片类镇痛药有时又被称为“麻醉镇痛药”。全身麻醉常用的芬太尼系列阿片类镇痛药（芬太尼、瑞芬太尼、舒芬太尼和阿芬太尼）在 ATC 系统中又被分类为“阿片类麻醉药”。

麻醉镇痛药市场长期稳定增长。根据 Wind 医药库样本医院数据，2013-2023 年麻醉药和镇痛药 CAGR 分别约为 10.77%和 12.48%，2023 年麻醉药和镇痛药销售额分别为 61 亿元和 66 亿元，预计 2023 年麻醉药和镇痛药整体市场规模分别为 183 亿元和 198 亿元（放大 3 倍）。随着国内麻醉镇痛药新品逐渐放量，该领域市场规模有望继续稳步增长。

图表11：2013-2023 年样本医院麻醉药和镇痛药销售情况（亿元）

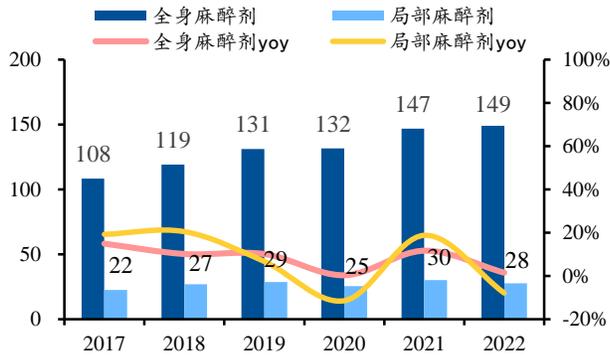


资料来源：WIND 医药库，太平洋证券整理

从药物类别细分市场角度看，2017-2022 年全身麻醉剂销售额整体稳步提升（CAGR 为 6.6%），局部麻醉剂销售额整体保持稳定（CAGR 为 4.4%）。2017-2022 年阿片类镇痛药销售额整体稳步提

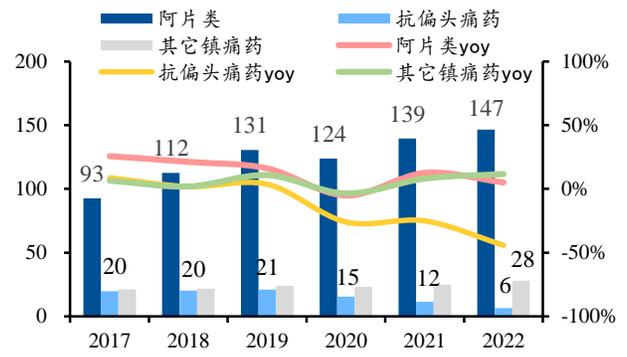
升（CAGR 为 9.6%）；抗偏头痛药销售额有所下滑，其他镇痛药销售额整体维持稳定。

图表12：中国公立医院麻醉药分类销售额（亿元）



资料来源：米内网，太平洋证券整理

图表13：中国公立医院镇痛药分类销售额（亿元）



资料来源：米内网，太平洋证券整理

(二)行业特点：管制类麻醉镇痛药竞争格局好，阿片类镇痛药重磅单品收入占比高

管制类精麻药品行政壁垒极高。根据国务院《麻醉药品和精神药品管理条例》规定，部分存在被滥用风险的麻醉药品和精神药品在研发、生产、流通和使用环节均有严格的监管。管制类麻醉药品和一类精神药品监管等级最高，临床使用需开具红色处方笺（红处方）。红处方精麻药品在定价机制上市场化程度较低，主要由医保局指导定价，大幅降价可能性较低，价格受集采影响也较小。新进入企业极难突破管制类精麻药品的行政壁垒，已具备相关生产资质的企业具备先发优势，能够长期保持高盈利水平。

阿片类镇痛药根据作用机制可分为阿片受体激动药（吗啡、氢吗啡酮、羟考酮、芬太尼、瑞芬太尼、舒芬太尼等），阿片受体部分激动药（喷他佐辛、地佐辛、布托啡诺、丁丙诺啡、纳布啡等）和阿片受体拮抗药（纳洛酮、纳曲酮等）。阿片受体激动药和部分激动药可能产生依赖性和成瘾性，因此被纳入管制类精麻药品进行监管。

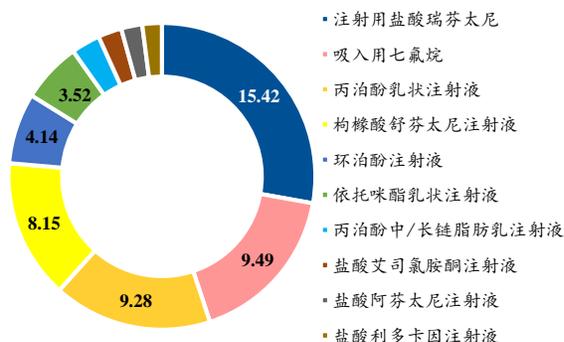
图表14：麻醉药品和精神药品行政监管分类

监管分类	品种数量	使用的处方笺	在我国生产及使用的品种	主要生产企业
麻醉药品	121种	红处方	(23个) 可卡因、罂粟浓缩物、二氢埃托啡、地芬诺酯、芬太尼、氢可酮、氢吗啡酮、美沙酮、吗啡、阿片、 羟考酮 、哌替啶、 瑞芬太尼、舒芬太尼、阿芬太尼 、蒂巴因、可待因、右丙氧芬、双氢可待因、乙基吗啡、福尔可定、布桂嗪、罂粟壳	人福医药、恩华药业、国药集团、东北制药等
一类精神药品	68种	红处方	(7个) 哌醋甲酯、司可巴比妥、丁丙诺啡、r-羟丁酸、氯胺酮、马吲唑、三唑仑	华润双鹤、哈药集团、恒瑞医药、恩华药业、青海制药等
二类精神药品	81种		(29个) 异戊巴比妥、格鲁米特、喷他佐辛、戊巴比妥、阿普唑仑、巴比妥、氯硝西洋、地西洋、艾司唑仑、氟西洋、劳拉西洋、甲丙氨酯、咪达唑仑、硝西洋、 纳布啡 、奥沙西洋、匹莫林、苯巴比妥、唑吡坦、丁丙诺啡透皮贴剂、 布托啡诺及其注射剂 、咖啡因、安钠咖、 地佐辛及其注射剂 、麦角胺咖啡因片、氨酚氢可酮片、曲马多、扎来普隆、瑞马唑仑	人福医药、扬子江药业、恩华药业、恒瑞医药、国药集团、重庆药友、精华制药、哈药集团等

资料来源：2013年版《麻醉药品品种目录》和《精神药品品种目录》，公司公告，太平洋证券整理

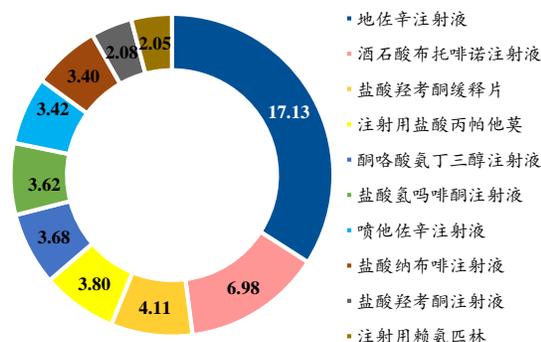
高壁垒阿片类镇痛药收入占比高。从 Wind 医药库样本医院数据来看，2023 年麻醉药销售额排名前十药品占比超过 92%，其中三款麻醉镇痛药（注射用盐酸瑞芬太尼、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸阿芬太尼注射液）占比接近 41%；镇痛药销售额排名前十药品占比超过 75%，其中三款阿片类镇痛药（地佐辛注射液、酒石酸布托啡诺注射液、盐酸羟考酮缓释片）占比接近 43%。

图表15：2023 年麻醉药销售额排名前十（亿元）



资料来源：WIND 医药库，太平洋证券整理

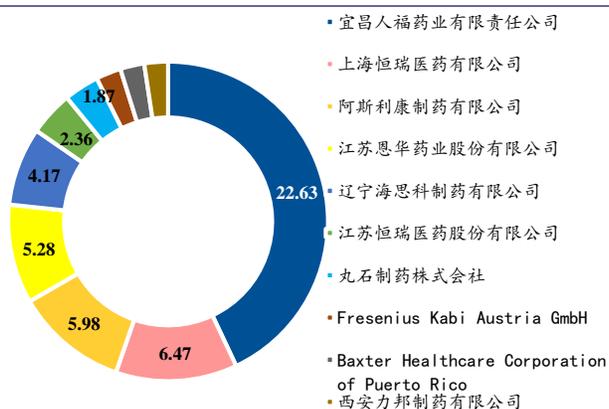
图表16：2023 年镇痛药销售额排名前十（亿元）



资料来源：WIND 医药库，太平洋证券整理

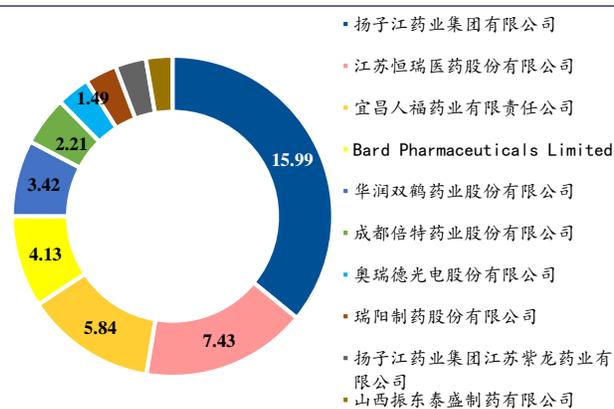
阿片类镇痛药市场集中度高。从 Wind 医药库样本医院数据来看，2023 年麻醉药销售额排名前十企业占比接近 87%，其中宜昌人福（瑞芬太尼市占率第 1）占比 37%；镇痛药销售额排名前十企业占比超过 67%，其中扬子江药业（地佐辛市占率第 1）占比 24%。

图表17：2023 年麻醉药销售额排名前十企业（亿元）



资料来源：WIND 医药库，太平洋证券整理

图表18：2023 年镇痛药销售额排名前十企业（亿元）



资料来源：WIND 医药库，太平洋证券整理

三、 公司看点：麻醉镇痛领域错位竞争，阿片解毒剂打开国际化空间

(一) 差异化布局致力成为麻醉镇痛领域领先者

核心产品具有较强的市场竞争力。根据米内网 2023 年全国重点省市公立医院销售数据，公司核心产品中盐酸纳美芬注射液、盐酸纳洛酮注射液、布洛芬注射液 3 个产品市占率排名第一；富马酸比索洛尔片、乌苯美司胶囊、注射用复方甘草酸苷、伊班膦酸钠注射液 4 个产品市场占有率排名第二；依托考昔片市场占有率排名第三。

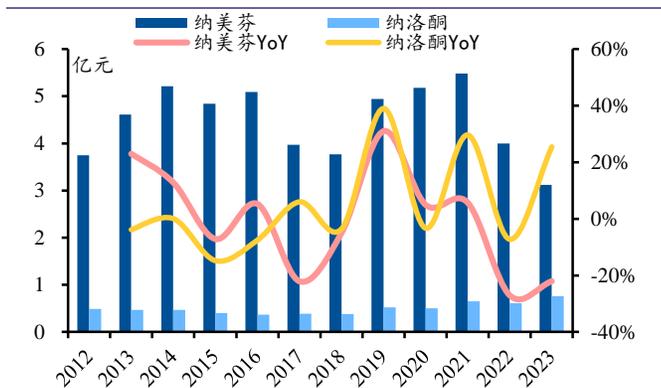
图表19：公司主要产品领域和竞争格局（2023 年）

领域	主要产品	适应症或功能主治	基药目录	医保目录	国家集采	竞争格局	市占率
麻醉镇痛	盐酸纳美芬注射液	逆转阿片类药物作用及类似物质过量的治疗	未纳入	乙类	未集采	首仿上市	63.36%，排名 1
	盐酸纳洛酮注射液	阿片类受体拮抗药	已纳入	甲类	未集采	首家过评	40.89%，排名 1
	布洛芬注射液	成人和 6 个月及以上儿科治疗轻至中度疼痛，发热退热	未纳入	乙类	2020 年集采	首仿上市 首家过评	48.57%，排名 1
	依托考昔片	骨关节炎急性期和慢性期的症状和体征	未纳入	乙类	2020 年集采	领先地位	20.68%，排名 3
心脑血管	富马酸比索洛尔片	高血压、冠心病（心绞痛）	已纳入	甲类	2019 年集采	首家过评	24.58%，排名 2
	达比加群酯胶囊	抗凝血药物	已纳入	乙类	2021 年集采	视同过评	12.02%，排名 5
抗肿瘤	伊班膦酸钠注射液	绝经后骨质疏松症，恶性肿瘤溶骨性骨转移引起的骨痛，预防乳腺癌骨转移，高钙血症	未纳入	乙类	2022 年集采	领先地位	22.29%，排名 2
	乌苯美司胶囊	配合化疗、放疗及联合应用于白血病、多发性骨髓瘤、骨髓增生异常综合症及造血干细胞移植后，及其它实体瘤	未纳入	已调出	未集采	领先地位	44.43%，排名 2
消化	注射用复方甘草酸苷	慢性肝病，改善肝功能异常	未纳入	乙类	未集采	领先地位	42.8%，排名 2

资料来源：WIND 医药库，米内网，公司 2023 年年报，太平洋证券整理

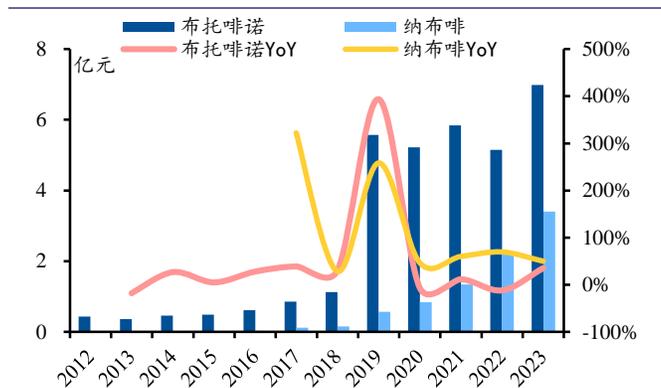
重点布局麻醉镇痛领域。公司是国家定点精神药品生产基地，重点聚焦麻醉镇痛领域，差异化布局阿片受体拮抗剂（纳美芬和纳洛酮）和阿片受体部分激动剂（布托啡诺和纳布啡），打造产品特点突出、储备丰富，竞争和迭代能力强的产品管线。

图表20：样本医院纳美芬和纳洛酮销售额（亿元）



资料来源：WIND 医药库，太平洋证券整理

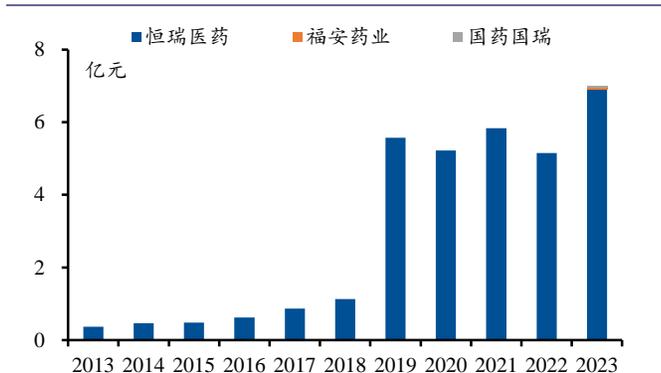
图表21：样本医院布托啡诺和纳布啡销售额（亿元）



资料来源：WIND 医药库，太平洋证券整理

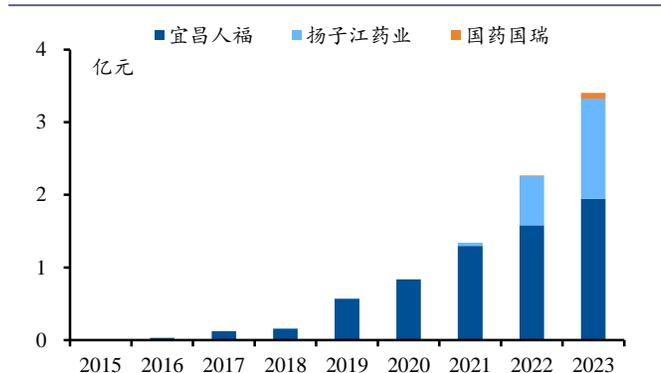
根据公司 2023 年年报，累计获批上市麻醉镇痛及相关领域产品达 15 个，近期获批的酒石酸布托啡诺注射液和盐酸纳布啡注射液均属于二类精神药品，政策壁垒和技术壁垒较高，市场竞争格局良好，有望贡献新的增量。

图表22：样本医院布托啡诺销售格局（亿元）



资料来源：WIND 医药库，太平洋证券整理

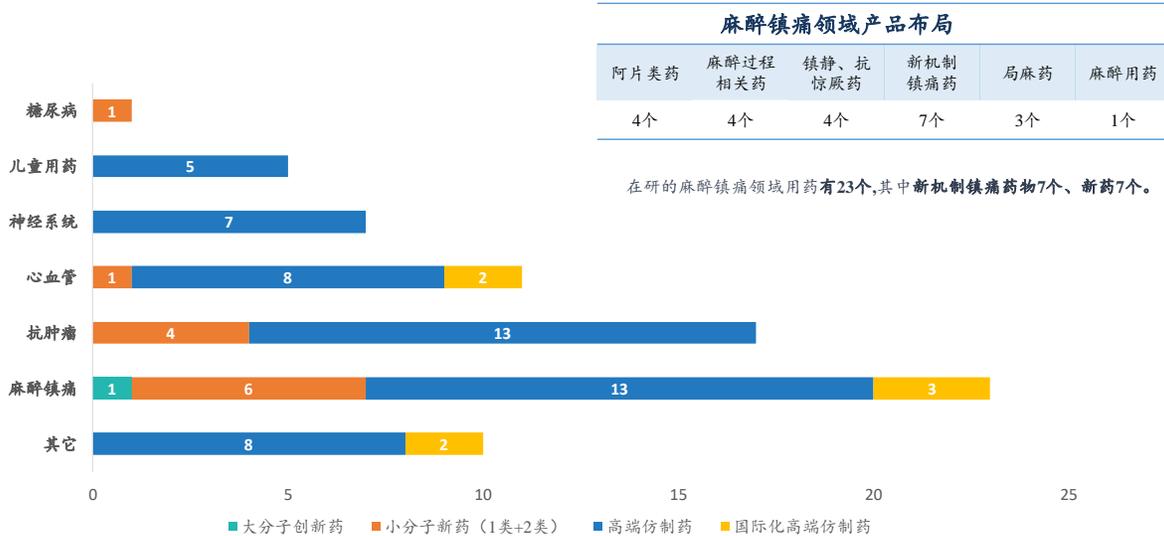
图表23：样本医院纳布啡销售格局（亿元）



资料来源：WIND 医药库，太平洋证券整理

麻醉镇痛领域管线数量最多。公司在麻醉镇痛、心血管和抗肿瘤领域布局了多款产品。截至2023年末，麻醉镇痛及相关领域的在研产品23个，其中新机制镇痛药物7个，随着管线产品逐步获批上市，公司在麻醉镇痛领域竞争力将不断提升。

图表24：在研产品管线布局（2023年）



资料来源：公司2023年年报，公司公告，太平洋证券整理

重点领域多款创新药临床稳步推进。公司2023年4月30日发布公告，自主研发的1类新药优格列汀片单药治疗2型糖尿病的III期临床试验已完成并达成预期目标，已取得临床试验总结报告。根据公司2023年年报，麻醉镇痛领域1类新药EP-9001A单抗注射液已完成Ia期临床研究，进入Ib/II期临床研究，目前研究进展处于Ib期剂量爬坡入组阶段。在改良型新药研发方面，氨酚羟考酮缓释片和硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊进入验证性临床研究阶段，有望今年报产。

麻醉镇痛领域1类新药EP-9001A进度领先。EP-9001A是一种靶向性强、特异性高、副作用小的人源化单克隆抗体，通过选择性靶向结合并抑制神经生长因子（NGF）阻止来自肌肉、皮肤和器官的疼痛信号进入脊髓和大脑，具有与阿片类药物、非甾体类抗炎药等其他镇痛药不同的作用机制。苑东生物全资子公司优洛生物的EP-9001A和达石药业的DS002骨转移癌痛适应症的临床进度靠前，均处于Ib/II期临床试验阶段。

图表25：重点领域创新药管线进展（2023年）

领域	品种名称	注册分类	靶点	适应症	临床前研究	IND	临床I期	临床II期	临床III期	NDA
糖尿病	优格列汀片	1类	DPP-IV	2型糖尿病	■					
麻醉镇痛	水合氯醛口服溶液	2类	/	儿童检查、操作前的镇静、催眠	■					
	氨酚羟考酮缓释片	2类	阿片受体	中重度疼痛	■					
	硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊	2类	阿片受体	中重度持续疼痛	■					
	EP-9001A	生物1类	NGF	骨转移癌痛	■					
	EP-0153I	2类	阿片受体	术后疼痛	■					
肿瘤	EP-0108胶囊	1类	BRD4	恶性血液系统肿瘤	■					
	EP-0146片	1类	LSD1	晚期实体瘤	■					
心血管	EP-0170T (I) +EP-0170T (II)	2类	RAS抑制剂 /CCB	原发性高血压	■					

资料来源：公司2023年年报，公司公告，太平洋证券整理

公司 EP-9001A 注射液 Ib/II 期临床试验，共预计纳入 49-58 例骨转移癌痛受试者。该项目已在 2023 年 6 月获得组长单位浙江大学医学院附属邵逸夫医院伦理委员会批准。2023 年 11 月 27 日，公司公告首例受试者已成功入组，其他受试者招募和筛选工作正在有条不紊推进。

图表26：NGF 靶点创新药研发进展（II 期及以上）

药物名称	药物类型	研发企业	适应症	全球最高研发阶段	中国最高研发阶段
MEDI7352	双抗	阿斯利康	糖尿病周围神经 膝关节炎痛	临床II期	临床II期
LEVI04	融合蛋白	Levcept	膝关节炎痛	临床II期	-
EP-9001A	单抗	优洛生物	骨转移癌痛	临床 I/II 期	临床 I/II 期
DS002	单抗	达石药业	骨转移癌痛	临床 I/II 期	临床 I/II 期
SSS40	单抗	三生制药	骨转移癌痛	临床 I/II 期	临床 I/II 期

资料来源：药智数据，太平洋证券整理

硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊是由阿片受体激动剂硫酸吗啡和阿片受体拮抗剂盐酸纳曲酮组成的复方缓释制剂，属于国家管制的麻醉药品。该产品是公司特药缓控释制剂技术平台产品，采用阿片类药物防滥用的膜控型缓控释制剂技术，制剂工艺具有极大的技术壁垒，是国内第一个获

得国家药监局批准立项的防滥用技术药物。

氨酚羟考酮缓释片是由具有中枢神经止痛作用的羟考酮和具有周围神经止痛作用的乙酰氨基酚组成，属于国家管制的第二类精神药品（5.0/325mg 规格），是公司的特药缓控释制剂技术平台产品，该产品的处方工艺研究难度较大，放大产业化生产也存在极大的技术壁垒。

(二)特色解毒剂 FDA 批准上市，助力缓解美国阿片危机

制剂国际化取得实质性进展。2023 年 11 月，公司全资子公司硕德药业首个制剂国际化项目盐酸纳美芬注射液获得美国 FDA 药品注册批准，标志着公司制剂国际化取得实质性进展，实现了从 0 到 1 的突破。公司盐酸纳洛酮鼻喷剂（ANDA）、盐酸纳美芬注射液（预充针）（ANDA）和盐酸纳美芬鼻喷剂（505b2）等有特色和技术壁垒剂型已立项开发，将加快制剂国际化战略实施，为公司打造新的增长点。

原料制剂一体化具备成本优势。盐酸纳美芬注射液原研于 1995 年 4 月在美国获批上市，美国市场首仿（2mg/2 mL 规格）于 2022 年 2 月获批上市。公司的盐酸纳美芬注射液是美国 FDA 批准的第二个仿制药（0.1mg/1mL、2mg/2 mL 两个规格）。此外，公司全资子公司青木制药的盐酸纳美芬原料也已完成美国 DMF 登记，公司在该产品上实现了原料和制剂一体化，具有明显成本优势。

图表27：国际化的原料和制剂一体化生产基地

生产设施建筑面积：15.82万㎡

研发中心建筑面积：2.13万㎡

国际化生产车间：原料药
固体制剂

注射剂

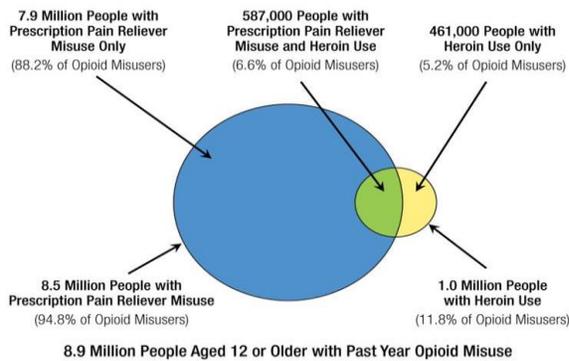
口服溶液
鼻喷剂及预充针（在建）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

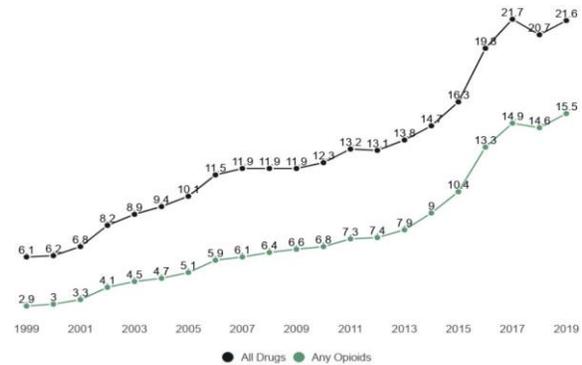
美国每年近 5 万人阿片中毒身亡。根据美国 NCDAS(National Center for Drug Abuse Statistics) 的统计数据显示，截至 2021 年，12 岁及以上年龄的约 2.8 亿美国人中，有 3190 万吸毒者，占人群总数的 11.7%，其中使用阿片类药物的吸毒者占美国总吸毒人群的 36%，估计每年有 5 万人死于阿片中毒，逆转阿片中毒药物在美国市场拥有较大的终端需求，2020 年美国用于控制毒品滥用的财政预算为 350 亿美元。

图表28：2022 年美国阿片滥用情况



资料来源：SAMHSA，太平洋证券整理

图表29：物质滥用中毒死亡的相对人数/10 万人

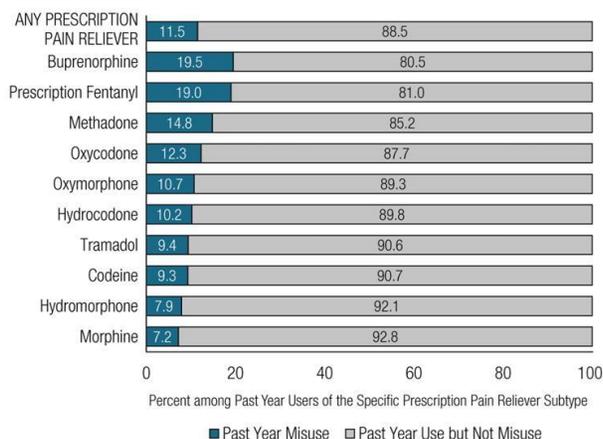


资料来源：NCDAS，太平洋证券整理

芬太尼类中毒死亡人数占比超过 50%。芬太尼类是临床常用的麻醉镇痛药物，主要包括芬太尼、瑞芬太尼、舒芬太尼和阿芬太尼等。根据美国 SAMHSA (Substance Abuse and Mental Health Services Administration) 的统计数据显示，在美国处方阿片类镇痛药物中，芬太尼类滥用较为常见，2022 年滥用占比为 19.0%，仅次于丁丙诺菲的 19.5%。

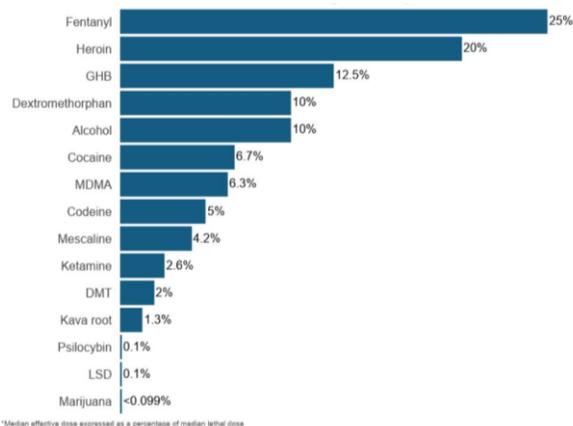
芬太尼类在常见精神活性物质中毒性最大，2mg 剂量即可能导致中毒死亡。根据美国 NCDAS 的统计数据显示，美国 2020 年有近 4.3 万人死于芬太尼中毒，占全年所有物质滥用中毒死亡人数的 53%。

图表30：2022年美国处方阿片类药物滥用占比



资料来源：SAMHSA，太平洋证券整理

图表31：精神活性物质毒性排名



资料来源：NCDAS，太平洋证券整理

盐酸纳美芬注射液可用于完全或部分逆转阿片类药物的作用，包括由天然或合成阿片类药物引起的呼吸抑制，或用于已知或疑似的阿片类药物过量。临床数据表明，纳美芬在逆转急性阿片类药物过量相关的呼吸抑制时，作用持续时间更长，且副作用相对较少。

纳美芬有望对纳洛酮形成有力替代。目前美国用于阿片解毒治疗的药物主要是纳洛酮，根据彭博数据库显示，2022年美国市场纳洛酮销售额约6.8亿美元。纳美芬作为第二代阿片类解毒剂，相对于纳洛酮具备疗效上的优势（半衰期时间更长，副作用相对较少，作用效果更好），以及美国市场芬太尼等长效毒品的使用越来越多，纳美芬在美国上市后有望对纳洛酮形成有力替代。

(三)坚持高比例研发投入，助力公司持续创新发展

搭建核心技术平台打造差异化管线。公司建立了药物分子结构设计、AI辅助结构优化、手性合成、PROTAC、鼻喷雾剂、蛋白及酶学筛选等新药技术平台，聚焦麻醉镇痛、抗肿瘤领域，持续开发具有差异化竞争优势的创新药产品管线；同时，公司晶型研究中心顺利通过了中国合格评定国家认可委员会（CNAS）的现场监督评审，该晶型研究中心不仅高效服务于公司内部，还能为行业外部客户提供优质的服务，鼻喷雾剂平台方面，目前有多个品种正开展研究，部分品种已取得技术突破，形成技术积累，公司通过技术平台蓄力，进一步提升公司的技术优势和核心竞争力。

图表32：公司六大核心关键技术群（2023年）

核心技术名称	技术构成	授权专利	技术水平
药物晶型集成创新及产业化技术	等电点梯度调节结晶产业化技术 诱导沉淀结晶产业化技术 低温固态控温结晶产业化技术 降温溶析耦合结晶产业化技术	20项，其中PCT5项	2个新品型品种已完成原料药申报，1个新品型品种已实现制剂生物等效，1个新品型品种处于小试开发阶段； 2023年新申请11项晶型发明专利；新授权7项晶型发明专利 ；药物晶型研究平台获得CNAS认证；主研的“计算机辅助药物晶型技术体系创建及其应用”通过第三方成果评价，技术水平国际先进，部分成果水平国际领先。
创新药物结构设计合成及评价集成技术	计算机辅助药物设计技术 药效、药代、毒理等筛选技术 抗体构建技术、双抗开发技术、细胞培养和纯化技术	38项，其中PCT11项	1个1类化学新药获CDE临床试验默示许可，1个1类化学新药临床申请获得CDE受理；数个1类化学新药项目处于临床前探索研究阶段，其中2个项目已获得优势候选化合物。
缓控释及迟释技术	骨架型缓控释制剂技术 膜控型缓控释制剂技术 长效注射剂技术 干混悬剂微丸技术	保护技术	2个骨架型缓释制剂在研发；热熔挤出技术商业化生产设备投入使用，完成1个产品的申报生产；1个2类膜控缓释产品进入临床研究；多个长效注射剂品种在研，其中1个完成放大生产；1个肠溶干混悬微丸获得生产批件。
鼻喷给药制剂技术	鼻喷制剂技术 鼻喷相关检测技术	保护技术	5个鼻喷制剂在研；2023年新申请1项制剂发明专利。
制备工艺设计与精益控制技术	原料药工艺路线设计技术 特殊反应自动化控制技术 制剂处方设计筛选技术	47项	建立了微反应连续流技术平台，拓展CDMO项目2个；6个注射液产品获得生产批件；完成4个注射液申报；多个高难度注射液在研。
mRNA原料合成技术	mRNA原料工艺路线设计技术 不稳定核酸结构的过滤纯化技术 高产率磷酸缩合技术	保护技术	完成多个高于市场纯度且符合GMP标准的mRNA帽结构类似物工艺开发，CapAG完成工业化生产；完成多个高纯度且符合GMP标准的复杂修饰核酸开发；完成公斤级规模生产平台建设。

资料来源：公司2023年年报，公司公告，太平洋证券整理

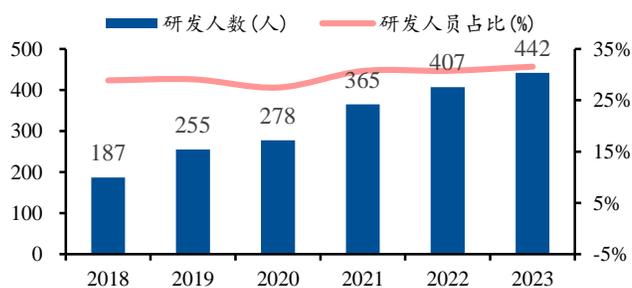
持续保持高比例研发投入。公司近五年研发投入营收占比维持在20%左右，2023年继续保持高比例研发投入，2023年研发投入占营业收入比例为22.03%，研发人员稳步增加，助力创新发展。

图表33：公司研发费用及增速



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

图表34：公司研发人数及占比



资料来源：WIND，公司公告，太平洋证券整理

四、盈利预测及估值

(一)盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 13.73/16.71/20.40 亿元，分别同比增长 22.9%/21.7%/22.1%；归母净利润分别为 2.77/3.38/4.13 亿元，分别同比增长 22.1%/22.2%/22.1%。关键假设：

化学制剂：2023 年主要因重点产品伊班磷酸钠注射液及枸橼酸咖啡因注射液执行第七批国家集中带量采购导致化学制剂业务营业收入下降。目前公司存量的主要产品集采基本出清，近期获批的酒石酸布托啡诺注射液和盐酸纳布啡注射液均属于二类精神药品，政策壁垒和技术壁垒较高，市场竞争格局良好，有望贡献新的增量。我们预计 2024-2026 年，化学制剂业务营业收入同比增长 25.0%/23.0%/23.4%。

化学原料药：公司已累计实现 30 个高端化学原料药产品的产业化，包括富马酸比索洛尔、依托考昔、甲磺酸达比加群酯、盐酸纳美芬等多个主要化学药品已实现原料药自主供应，11 个原料药已出口主流国际市场。2023 年新获批生产 8 个特色原料药，其中包括盐酸纳美芬、罗替高汀 2 个国际化原料药，助力原料药持续稳健增长。我们预计 2024-2026 年，化学原料药业务营业收入同比增长 20.0%/20.0%/20.0%。

技术服务：盐酸纳美芬注射液为公司与成都天台山制药股份有限公司合作产品，由合作方成都天台山制药有限公司生产。2023 年产品技术转让收入增加，同比增长 150.21%，预计后续将维持稳定。我们预计 2024-2026 年，技术服务及转让业务营业收入同比增长 10.0%/10.0%/10.0%。

CMO/CDMO：公司已累计承接 22 个原料药 CMO/CDMO 项目，有望维持稳定增长。我们预计 2024-2026 年，CMO/CDMO 业务营业收入同比增长 25.0%/25.0%/25.0%。

图表35：营收与盈利预测

单位：百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1169.87	1115.70	1373.42	1670.96	2040.15
YoY	14.4%	-4.6%	22.9%	21.7%	22.1%
化学制剂	1019.47	880.73	1100.91	1354.12	1670.85
YoY	14.0%	-13.6%	25.0%	23.0%	23.4%
原料药	82.14	94.17	113.01	135.61	162.73
YoY	8.1%	15.0%	20.0%	20.0%	20.0%
技术服务	43.96	109.99	120.99	133.09	146.39

YoY	31.1%	150.0%	10.0%	10.0%	10.0%
CMO/CDMO	24.3	30.81	38.51	48.14	60.18
YoY	27.6%	27.0%	25.0%	25.0%	25.0%
归母净利润	246.53	226.59	276.73	338.09	412.85
YoY	6.1%	-8.1%	22.1%	22.2%	22.1%

资料来源：WIND，太平洋证券整理

(二)投资建议：给予“买入”评级

我们选取同行业精麻产品丰富，相应收入占比较大的恒瑞医药、人福医药、恩华药业和海思科作为可比公司，2024-2026年可比公司平均PE分别为40/31/23倍（Wind一致预期）。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为2.77/3.38/4.13亿元，分别同比增长22.1%/22.2%/22.1%，对应EPS分别为2.30/2.82/3.44元，对应当前股价PE分别为24/20/16倍。

公司主要制剂产品集采风险出清，差异化麻醉镇痛产品优势明显，制剂和原料一体化布局具备成本优势，且制剂业务国际化战略取得突破，未来有望持续高速增长。参考可比公司2024年平均40倍PE估值，考虑公司麻醉镇痛新品逐步放量，国际化业务刚开始推进，我们给予公司2024年30倍PE估值，对应市值82.8亿，对应目标价69.00元，估值空间26%。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

图表36：可比公司估值表

股票代码	可比公司	收盘价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600276.SH	恒瑞医药	42.88	0.67	0.86	1.02	1.23	67.06	50.07	42.22	34.91
600079.SH	人福医药	19.31	1.31	1.50	1.75	2.02	19.01	12.88	11.04	9.55
002262.SZ	恩华药业	23.26	1.03	1.24	1.51	1.83	26.35	18.72	15.39	12.68
002653.SZ	海思科	30.68	0.26	0.39	0.57	0.85	87.40	77.75	53.51	36.29
平均值	-	-	-	-	-	-	49.96	39.86	30.54	23.36
688513.SH	苑东生物	54.83	1.89	2.36	2.94	3.59	33.80	23.23	18.68	15.29

资料来源：WIND，太平洋证券整理（注：收盘价为2024/05/30价格，可比公司EPS为Wind一致预期）

五、 风险提示

创新药研发不及预期风险；新产品放量不及预期风险；药品带量采购降价风险；医保支付政策调整带来的风险；地缘政治风险。

资产负债表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	831	781	1,076	1,459	1,960
应收和预付款项	159	143	176	214	262
存货	141	161	198	242	311
其他流动资产	578	798	808	819	834
流动资产合计	1,709	1,883	2,258	2,735	3,367
长期股权投资	25	25	25	24	24
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	910	1,069	1,193	1,305	1,404
在建工程	231	186	141	97	52
无形资产开发支出	77	84	93	93	93
长期待摊费用	3	5	5	5	5
其他非流动资产	1,772	1,978	2,351	2,827	3,459
资产总计	3,018	3,347	3,808	4,351	5,037
短期借款	105	181	257	332	408
应付和预收款项	157	181	223	272	349
长期借款	0	40	40	40	40
其他负债	311	342	409	489	609
负债合计	573	743	928	1,133	1,406
股本	120	120	120	120	120
资本公积	1,444	1,444	1,444	1,444	1,444
留存收益	880	1,040	1,316	1,654	2,067
归母公司股东权益	2,444	2,603	2,880	3,219	3,631
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益合计	2,444	2,603	2,880	3,219	3,631
负债和股东权益	3,018	3,347	3,808	4,351	5,037

现金流量表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	152	275	388	464	577
投资性现金流	-406	-410	-168	-157	-151
融资性现金流	40	81	75	76	76
现金增加额	-214	-54	295	383	501

利润表 (百万)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,171	1,117	1,373	1,671	2,040
营业成本	196	223	275	336	431
营业税金及附加	18	18	21	26	32
销售费用	474	385	473	571	697
管理费用	90	99	122	148	160
财务费用	-10	-11	0	0	0
资产减值损失	-2	-3	0	0	0
投资收益	8	11	20	25	30
公允价值变动	20	15	0	0	0
营业利润	261	242	294	360	440
其他非经营损益	1	0	0	0	0
利润总额	262	242	294	360	440
所得税	15	15	18	22	27
净利润	247	227	277	338	413
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母股东净利润	247	227	277	338	413

预测指标

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	83.25%	80.01%	80.00%	79.90%	78.89%
销售净利率	21.06%	20.28%	20.15%	20.23%	20.23%
销售收入增长率	14.43%	-4.56%	22.94%	21.66%	22.09%
EBIT 增长率	12.16%	-7.79%	43.62%	22.34%	22.20%
净利润增长率	6.06%	-8.09%	22.13%	22.17%	22.11%
ROE	10.08%	8.70%	9.61%	10.50%	11.37%
ROA	8.17%	6.77%	7.27%	7.77%	8.20%
ROIC	8.20%	6.80%	8.70%	9.41%	10.11%
EPS(X)	2.05	1.89	2.30	2.82	3.44
PE(X)	29.68	33.75	24.00	19.64	16.09
PB(X)	2.99	2.94	2.31	2.06	1.83
PS(X)	6.24	6.86	4.84	3.97	3.26
EV/EBITDA(X)	23.34	25.39	14.79	11.69	9.03

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。