

艾迪药业 (688488)

证券研究报告
2024年06月07日

深耕 HIV 治疗领域，艾诺米替片纳入医保进入销售放量阶段

复方制剂艾诺米替成功纳入医保目录，有望迎来销售放量

我国艾滋病治疗患者规模持续扩大，长期用药需求仍有较大增长空间。我国抗 HIV 病毒药物市场主要以国产仿制药为主、进口药为辅、自主创新药物较为稀缺。艾诺米替片于 2022 年 12 月 30 日获批上市，并成功进入 2023 年医保目录，医保支付范围为限艾滋病病毒感染，可用于 HIV 患者的初治。作为国内首个具有自主知识产权的三联单片复方制剂，艾诺米替片 III 期临床试验数据显示，相较于吉利德的整合酶抑制剂艾考恩丙替片（捷扶康），艾诺米替片对于获得病毒抑制的 HIV 感染者同样可以持久维持病毒抑制，且在心血管代谢安全性指标方面更有明显优势。

公司目前拥有 2 款已上市的抗 HIV 药物，均处于商业化早期阶段，2022 年实现全年销售金额 3349.50 万元，2023 年，实现销售收入约 7357.88 万元，同比增长 119.67%。艾诺韦林片已成功续约 2023 医保目录，医保支付范围由“成人 HIV-1 感染初治患者”调整为“限艾滋病病毒感染”。

深度布局 HIV 领域用药，多款产品在研

公司深度布局 HIV 领域用药，除了已经上市的 ACC007 及 ACC008（针对初治患者），公司在抗 HIV 病毒领域仍有 3 款产品在研。ACC008 用于新适应症（针对经治患者）的三期试验已经完成，2023 年已递交 NDA。HIV 领域新药整合酶抑制剂 ACC017 已进入 I 期临床试验，HIV 长效药物 ACC027 的临床前研究正按计划进行中。

核心业务营收稳定增长，后续管线形成梯队

公司经营基本稳健，2023 收入恢复至 4.11 亿元（yoy+68.44%）。2023 年核心业务人源蛋白粗收入为 25,975.39 万元，同比增加 81.11%；2023 年全年，HIV 新药合计实现销售收入约 7,357.88 万元，同比增长 119.67%，为公司提供了稳定的现金流。抗 HIV 创新药艾诺韦林片和艾诺米替片在上市后持续放量，HIV 创新药销售额已逐步填补费用投入，日后有望成为主要营收来源。公司瞄准艾滋病、炎症及脑卒中等重大疾病方向打造管线。截至 23 年底，公司在研项目 18 项，核心包括 8 个 1 类新药和 4 个 2 类新药。

盈利预测与投资评级

考虑到公司 HIV 创新药优势突出，核心业务市场空间大，看好公司发展。我们预计公司 2024 至 2026 年营业收入分别为 4.67/8.08/10.22 亿元；归母净利润分别为-0.91/0.16/0.84 亿元。以 DCF 法计算公司市值，假设 WACC 为 9.00%，永续增长率为 1.0%，对应 87.59 亿市值，目标价 20.82 元。首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险；创新药商业化落地风险；新药研发失败风险；相关测算存在主观假设风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	244.22	411.36	467.23	807.73	1,022.26
增长率(%)	(4.49)	68.44	13.58	72.88	26.56
EBITDA(百万元)	19.35	64.15	(41.44)	97.38	171.49
归属母公司净利润(百万元)	(124.20)	(76.07)	(91.05)	15.79	84.44
增长率(%)	314.21	(38.75)	19.69	(117.35)	434.64
EPS(元/股)	(0.30)	(0.18)	(0.22)	0.04	0.20
市盈率(P/E)	(47.09)	(76.89)	(64.24)	370.34	69.27
市净率(P/B)	4.88	5.20	5.64	5.55	5.14
市销率(P/S)	23.95	14.22	12.52	7.24	5.72
EV/EBITDA	207.91	79.36	(139.91)	62.67	34.16

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/生物制品
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	13.9 元
目标价格	20.82 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	420.78
流通 A 股股本(百万股)	420.78
A 股总市值(百万元)	5,848.88
流通 A 股市值(百万元)	5,848.88
每股净资产(元)	2.65
资产负债率(%)	36.44
一年内最高/最低(元)	17.40/9.63

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
曹文清	分析师
SAC 执业证书编号: S1110523120003	
caowenqing@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 艾迪药业：致力于抗艾创新药研发，迈入商业化兑现阶段	4
1.1. 蛋白粗品主业基本稳定，HIV 领域研发进入收获期	4
1.2. HIV 领域新药上市，研发管线持续扩充	6
2. HIV 领域用药需求大，艾迪药业品种进入医保目录	8
2.1. HIV 领域用药升级进行中，国产厂商竞争较少	8
2.2. 艾迪药业：深度布局 HIV 治疗领域，两款 HIV 领域药物已上市，多款在研	12
2.2.1. 重点上市品种 ACC008 艾诺米替片：三联单片复方抗艾滋病 1 类新药，有效性及安全性突出	12
2.2.2. IND 阶段新药：布局紧跟国际一线治疗水平药物	14
3. 盈利预测	14
4. 风险提示	16

图表目录

图 1：艾迪药业发展历程	4
图 2：艾迪药业股权结构	4
图 3：2019-2023 年营业总收入（单位：亿元，%）	6
图 4：2019-2023 年归母净利润（单位：亿元，%）	6
图 5：2019-2023 年毛利率（%）	6
图 6：2019-2023 年费用结构（%）	6
图 7：艾迪药业主营产品构成（单位：%）	7
图 8：2022 年全球 HIV 感染情况（万人）	8
图 9：2022 年中国 HIV 感染情况（万人）	8
图 10：NRTIs 药品代表性药物销售额（百万元）	9
图 11：INTIs 药品代表性药物销售额（百万元）	9
图 12：2021-2023Q3 必妥维中国市场的季度销售额（万元）	9
图 13：HIV 复方制剂市场销售情况（单位：亿元）	9
图 14：三药联合对 HIV-1 毒株的组合指数及 3TC、TDF 的剂量减少指数	13
表 1：艾迪药业管理团队（部分）	5
表 2：艾迪药业主要研发管线	7
表 3：HIV 免费治疗主要药物	10
表 4：HIV 医保目录内主要药物	10
表 5：HIV 鸡尾酒治疗方案疗效及安全性对比	11
表 6：艾诺米替片与艾考恩丙替片头对头试验有效性数据（单位：受试者百分比，%）	12
表 7：抗 HIV 病毒主流药物对比	13
表 8：三代非核苷类逆转录酶抑制剂药物对比	14
表 9：艾迪药业在研 IND 阶段及以上的抗艾产品	14
表 10：艾迪药业主药板块收入预测（单位：百万元）	15

表 11: 艾迪药业成本费用 (单位: 百万元)	15
表 12: WACC 计算过程 (假设无风险利率: 2.29%, 风险溢价: 7%, β 系数: 1)	15
表 13: DCF 估值法预测结果 (元/股)	16

1. 艾迪药业：致力于抗艾创新药研发，迈入商业化兑现阶段

1.1. 蛋白粗品主业基本稳定，HIV 领域研发进入收获期

艾迪药业成立于 2009 年，现拥有 3 个国家十三五“重大新药创制”科技重大专项。公司在人源蛋白领域达到国际先进水平，在医药研发，医药生产，器械销售，药品销售等多个领域进行了积极布局和开发，是一家专注于医药领域，集药品研发、生产、销售于一体的高科技制药企业。公司在全国建有院士工作站及研究生工作站，围绕重大疾病领域，着力打造抗艾滋病、抗炎和脑卒中等领域的研发管线，以国内临床需求为导向，探索、研发和销售创新性药物。

图 1：艾迪药业发展历程

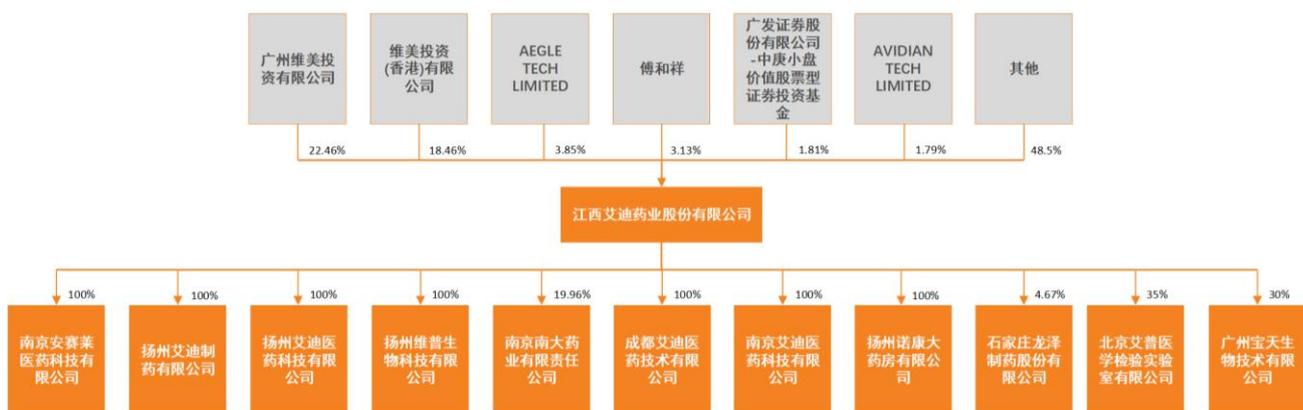


资料来源：艾迪药业官网，天风证券研究所

股东结构稳定。包括企业股东、自然人股东和其他股东主体。截至 2024 年 3 月 31 日，直接持股的股东共有 10 位，其中企业股东 7 家，自然人股东 1 位，其他股东主体 2 位。持股比例最高的三家股东分别为广州维美投资有限公司 (22.46%)、维美投资 (香港) 有限公司 (18.46%) 和 AEGLE TECH LIMITED (3.85%)。

对外投资领域广泛，行业影响力强。直接投资的企业共有 11 家，投资金额较大，投资领域广泛，在医药研发，医药生产，器械销售，药品销售等多个领域都有所涉猎和布局。公司的竞争力和行业影响力较高。

图 2：艾迪药业股权结构



资料来源：choice，天风证券研究所

注：截至 2024 年 3 月 31 日

管理层经验丰富，综合实力优秀。傅和亮，董事长，有近三十年的新药开发成功经验和企业经营管理经验。张杰，董事，总裁，首席执行官，首席运营官，拥有丰富的企业管理经验。王军，董事，副总裁，首席运营官，拥有超过九年的公司管理经验。

表 1：艾迪药业管理团队（部分）

姓名	职务	简介
傅和亮	董事长，董事	艾迪药业 CEO，广东天普生化医药股份有限公司创始人，多年从事人尿蛋白的研发生产经验。
张杰	董事，首席执行官，总裁，首席运营官	曾在连云港东风制药厂、正大天晴集团、信达生物制药集团（苏州）有限公司担任要职。2023 年 3 月在江苏艾迪药业股份有限公司担任常务副总裁，同时担任首席运营官。
王广基	独立董事	中国工程院院士、原中国药科大学副校长。现担任多个重点实验室主任及江苏省药理学学会理事长。曾获多个国家级科技进步奖项。目前兼任多个药业股份公司包括艾迪药业在内的独立董事。
郭子建	独立董事	中国科学院院士。1999 年至今担任南京大学化学化工学院教授，博士生导师，2019 年至今担任南京大学化学和生物医药创新研究院院长。
戚啸艳	独立董事	博士研究生学历，会计学教授。现任东南大学经济管理学院教授，东南大学成贤学院经济管理学院院长，目前兼任多个药业股份公司包括艾迪药业在内的董事。
Hong Qi	高级副总裁	南京大学化学系本科毕业，化学博士，英国牛津大学博士后，从事化学及生物药物的研究开发工作 20 余年，发表 SCI 专业论文 50 多篇，先后领导和参与了近 30 个生物大分子药的研发，曾获中华人民共和国国家自然科学三等奖及国家教育委员会科技进步二等奖。2022 年 1 月加入艾迪药业任高级副总裁兼首席技术官。
秦宏	副总裁，首席医学官	2005 年毕业于西安交通大学，获医学学士和硕士学位，2014 年获医学博士学位；工作领域涉及感染、肝病、呼吸、内分泌及免疫等，曾领导国内首个全口服、全基因型抗丙肝药物可洛派韦胶囊的临床开发上市。
顾高洪	高级副总裁	南京理工大学工商管理硕士，2007 年任江苏艾迪药业股份有限公司营销副总经理，2021 年任集团副总裁兼综合北区事业部总经理；2023 年 3 月至 2023 年 8 月，在浙江华海药业集团任华海医药销售公司副总经理兼拓展事业部总经理。

资料来源：同花顺，天风证券研究所

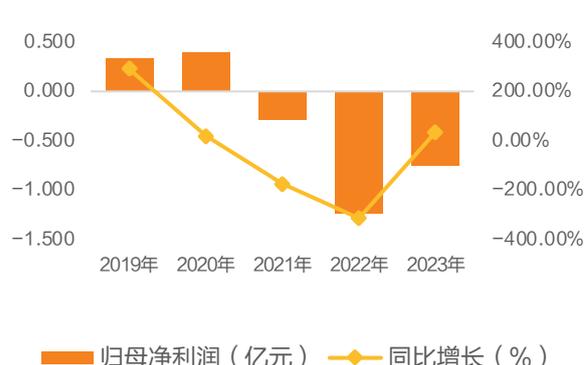
2019 年至 2022 年，公司营收和归母净利润波动较大。营业收入从 2019 年的 3.452 亿元降至 2022 年的 2.442 亿元。2023 年，营业收入实现反弹，达到 4.11 亿元，同比大幅增长 68.44%。大幅度增长的原因主要在于公司在围绕战略目标进行持续投入，积极推动收入增长，此外，公司的人源蛋白粗品业务和 HIV 新药业务收入也有所增加。在此期间，归母净利润在 2021 年开始转为亏损，2022 年归母净利润下滑至 -1.242 亿元。净利润减少主要原因为人源蛋白业务产品结构发生变化，低毛利率产品销售较前一年同期有所增长、高毛利率产品销售较前一年同期有所减少，且公司研发、推广投入较多，资产减值损失和信用减值损失也较上年同期增加。到 2023 年，归母净利润 -0.76 亿元，同比亏损收窄 38.75%，原因是公司主营业务毛利相较前一年大幅度增加。

图 3：2019-2023 年营业总收入（单位：亿元，%）



资料来源：choice，天风证券研究所

图 4：2019-2023 年归母净利润（单位：亿元，%）



资料来源：choice，天风证券研究所

公司在 2019 年和 2020 年毛利率有小幅增长，2021 年毛利率出现较大幅度下降，因为营业成本和研发投入较高，且人源蛋白业务产品结构发生变化，低毛利率产品销售较前一年同期有所增长、高毛利率产品销售较前一年同期有所减少。2022 年及 2023 年毛利率恢复正常水平，公司重视成本控制，产品结构优化及研发成果转化。2023 年的销售费用同比上升 38.31%，管理费用增长 3.48%，财务费用显著增长 2525.42%，研发费用同比下降 1.13%。销售费用增长主因新药推广加强；管理费用上升归因于人才招聘增加薪酬支出；财务费用增加则是因借款利息支出增长。尽管面临费用上升的挑战，公司营业收入和归母净利润的正向变化显现出其新药商业化战略的有效性。

图 5：2019-2023 年毛利率（%）



资料来源：choice，天风证券研究所

图 6：2019-2023 年费用结构（%）



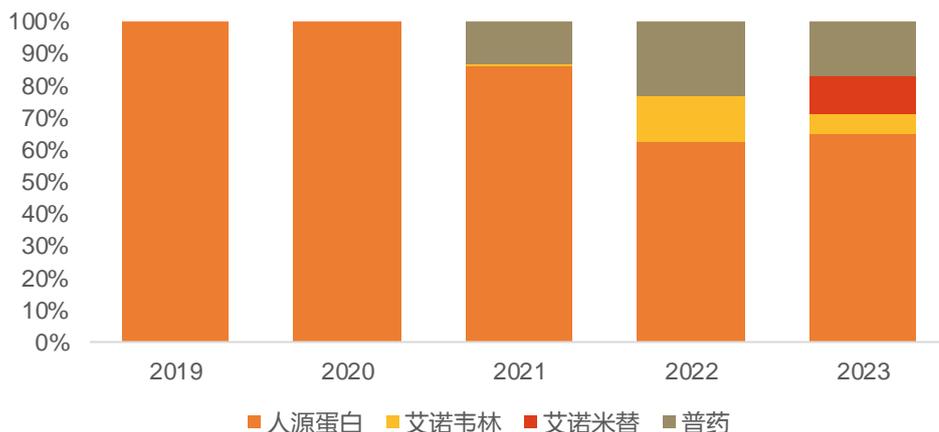
资料来源：choice，天风证券研究所

1.2. HIV 领域新药上市，研发管线持续扩充

公司深度布局 HIV 领域，满足国内对艾滋病治疗升级的需求。公司在抗病毒、抗炎及脑卒中等多个领域进行布局研发，目前已成功上市艾诺韦林片和艾诺米替片两个主营产品，并拥有多个在研药物。

2023 年人源蛋白粗品业务收入同比增加 1163.31 万元（增长 81.11%），HIV 新药业务收入同比增加 4008.36 万元（增长 119.67%）。随着国内 HIV 患者数量的增长和治疗支付方式的变化，公司正推动国产 HIV 新药的市场扩容。我们预计公司将继续加大新药商业化的运营力度，增强医保落地和各级别医院的覆盖。截至 2023 年 12 月，两款新药均已成功纳入医保，产品有望迎来快速放量。

图 7：艾迪药业主营产品构成（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：图中占比为占 4 款产品总和的比例，非所有产品销售额的比例

研发方面，多个项目已进入临床前准备或试验阶段，如 ACC017、HIV 长效药 ACC027 等。目前，ACC008 已获批上市，ACC007 也在同步申请经治适应症的 NDA。此外，公司亦在扩展抗肿瘤制剂等领域的药品管线，多个研发项目正在不同阶段的临床前和临床试验中稳步推进。

表 2：艾迪药业主要研发管线

治疗领域	产品编号	药物类别	适应症	进度
抗 HIV 病毒	ACC007	化学药品 1 类	HIV 病毒感染 (针对初治患者)	已上市
HIV	ACC007	化学药品 1 类	HIV 病毒感染 (针对经治患者)	申请上市
HIV	ACC008	化学药品 1 类	HIV 病毒感染 (针对初治患者)	已上市
HIV	ACC008	化学药品 1 类	HIV 病毒感染 (针对经治患者)	申请上市
HIV	ACC017	化学药品 1 类	HIV 病毒感染	I 期临床
HIV	ACC027	化学药品 1 类	HIV 病毒感染	临床前
HIV	ADC201	化学药品 4 类	HIV 病毒感染	CMC；BE 试验
HIV	ADC202	化学药品 4 类	HIV 病毒感染	CMC
抗炎及脑卒中	AD105(乌司他丁仿制， 粉针剂型)	化学药品 2 类	肝癌肝切除术中的过度炎 症反应	开展稳定性研究
抗炎及脑卒中	AD105(乌司他丁仿制， 水针剂型)	化学药品 2 类	肝癌肝切除术中的过度炎 症反应	开展稳定性研究
抗炎及脑卒中	AD105 (乌司他丁新适 应症)	化学药品 2 类	肝癌肝切除术中的过度炎 症反应	I 期临床
抗炎及脑卒中	AD108	化学药品 2 类	脑卒中	准备 IND
抗炎及脑卒中	AD018	化学药品 1 类	脑卒中	临床前
抗炎及脑卒中	AD010	化学药品 1 类	弥散性血管内凝血	药效学实验进行中
抗肿瘤	ACC010	化学药品 1 类	复发/难治性急性髓系白血 病	临床 I 期
抗肿瘤	ACC015	化学药品 1 类	急性髓系白血病	临床前

资料来源：艾迪药业官网，公司公告，天风证券研究所

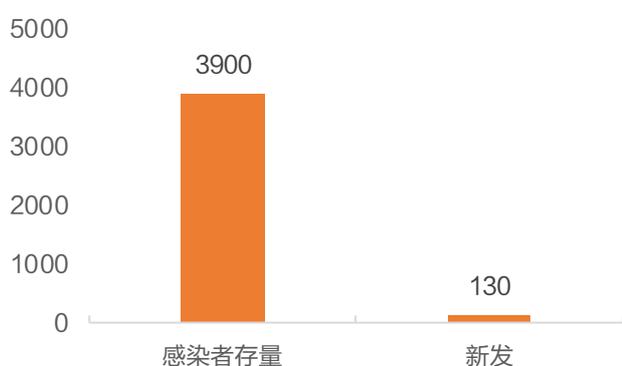
注：截至 2023 年

2. HIV 领域用药需求大，艾迪药业品种进入医保目录

2.1. HIV 领域用药升级进行中，国产厂商竞争较少

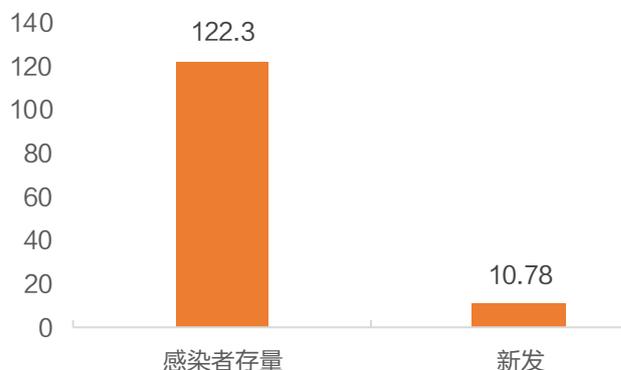
HIV 感染者存量，且持续新发。艾滋病，全称获得性免疫缺陷综合征（AIDS），是由人类免疫缺陷病毒（HIV）引起的一种病死率极高的恶性传染病，由于尚无有效的疫苗预防和治疗方法，距 1981 年第一位感染者被发现至今，HIV 在全球范围内大量传播且持续新发。联合国艾滋病规划署（UNAIDS）2023 年报告显示，2022 年全球有 3900 万 HIV 感染者，130 万为新发 HIV 感染者。就中国而言，根据国家疾控中心发布的数据，2022 年报告存活 HIV 感染者 122.3 万，新发感染者 10.78 万。

图 8：2022 年全球 HIV 感染情况（万人）



资料来源：联合国艾滋病规划署，公司公告，天风证券研究所

图 9：2022 年中国 HIV 感染情况（万人）

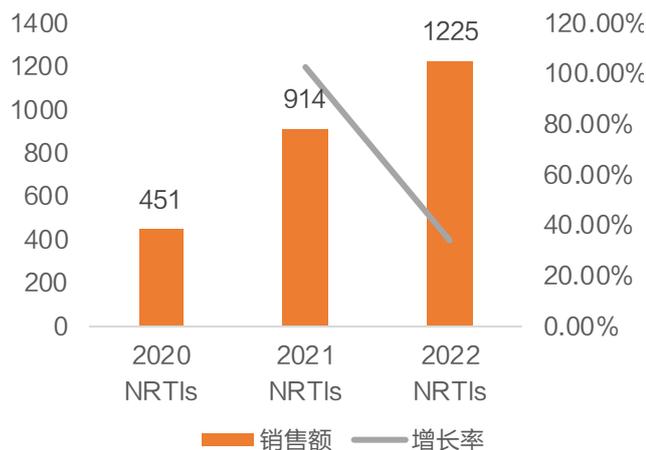


资料来源：国家疾控中心，公司公告，天风证券研究所

用药控制艾滋病成为慢性疾病，市场药物共有六大类。艾滋病尚无有效的治愈方法，当前临床治疗方向主要是将艾滋病由致死性疾病逐渐转变为一种需要终生用药的慢性疾病。根据中国艾滋病诊疗指南，现在的药物共核苷类逆转录酶抑制剂（NRTIs）、非核苷类逆转录酶抑制剂（NNRTIs）、蛋白酶抑制剂（PIs）、整合酶抑制剂（INTIs）、融合抑制剂（FIs）、辅助受体拮抗剂六大类。

目前 HIV 药品市场主流药品类型为 NRTIs，INTIs 体现显著增长趋势。选取代表性药物后呈现的市场规模如下，NRTIs 类药品 2020 年销售额 4.51 亿元，2021 年 9.14 亿元，增长率 103%，2022 年 12.25 亿元，增长率 34%，仍处上升之中；INTIs 类药品 2020 年销售额 4450 万元，2021 年 5840 万元，增长率 31%，2022 年 3.05 亿元，增长率达 422%，市场竞争力大幅提升。

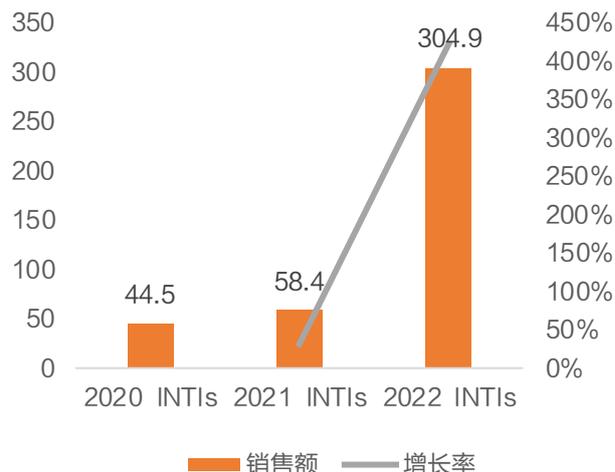
图 10: NRTIs 药品代表性药物销售额 (百万元)



资料来源: 医药魔方, 天风证券研究所

注: 选取的代表药物为齐多夫定、拉米夫定、丙酚替诺福韦

图 11: INTIs 药品代表性药物销售额 (百万元)

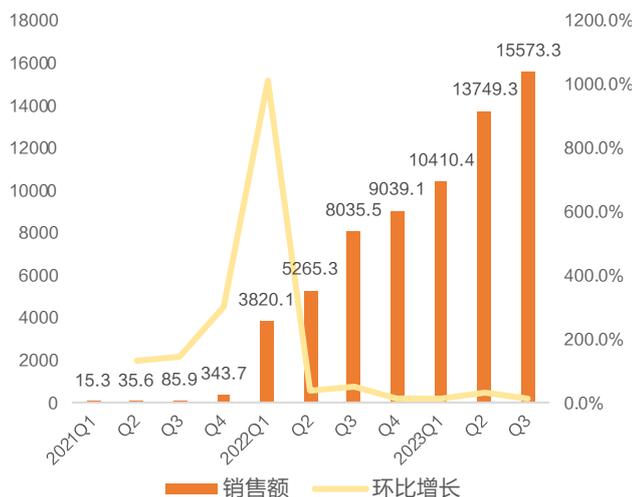


资料来源: 医药魔方, 天风证券研究所

注: 选取的代表药物为拉替拉韦、多替拉韦、比克恩丙诺 (主要成分为 INTIs)

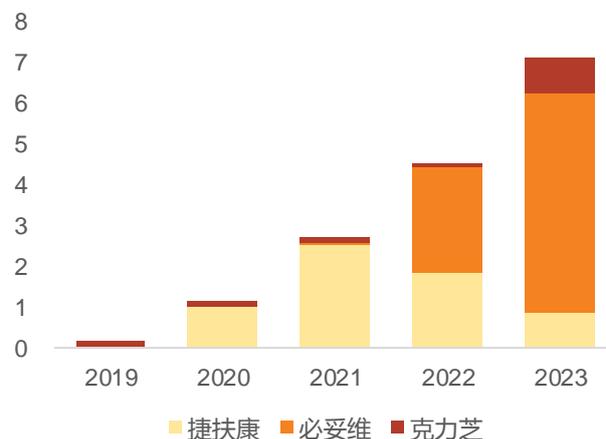
医保目录内必妥维增长较快。必妥维 (比克恩丙诺片) 2019 年在中国上市, 2022 年 1 月通过谈判纳入医保目录, 当前支付标准为 933.9 元每盒, 相比最初上市价格 3680 元每盒, 下降幅度近 75%。必妥维进入医保以来, 放量增长较快, 2022 年第一季度销售额较 2021 年第四季度环比增长达 1011.46%, 随后仍保持较高速增长态势, 2023 年前三季度平均环比增长率为 20.17%, 2023 第三季度销售额超 1.5 亿元。

图 12: 2021-2023Q3 必妥维中国市场的季度销售额 (万元)



资料来源: 医药魔方, 天风证券研究所

图 13: HIV 复方制剂市场销售情况 (单位:亿元)



资料来源: 医药魔方, 天风证券研究所

免费药品减轻感染者治疗负担, 但同样存在局限性。由于 HIV 感染者需要长期服药, 药品费用负担较大, 每年需花费数以万计, 为降低 HIV 感染者的发病率和致死率, 并通过有效抗病毒治疗减少 HIV 传播, 国家提供免费艾滋病抗病毒治疗, 同时将大量抗艾药品纳入医保。根据国家免费艾滋病抗病毒药物治疗手册 (第五版), 免费药物主要包括了拉米夫定、齐多夫定等在内的如下药物, 其中一线药物为一线方案即成人和青少年 HIV 感染者抗病毒治疗的首选方案内的药物, 二线药物为一线药物治疗失败后更换的药物。免费药物现行的治疗方案主要是三种免费药物进行组合使用, 每日需多次服用多种药物; 这些药物大多属

于早期药物，副作用相较于后研药品大；另外，患者长期服用可能会产生耐药性，需进行药品更换。

表 3：HIV 免费治疗主要药物

药物	所属方案	剂型	用药频次	不良反应	获批时间
替诺福韦	一线	300mg 片剂	300mg, 每日 1 次	肾功能不良、骨质疏松、乏力等	/
齐多夫定	一线	300mg 片剂	300mg, 每日 2 次	骨髓抑制、乳酸酸中毒、高脂血症等	/
拉米夫定	一线	300mg 片剂	30mg, 每日 1 次	不良反应较小	/
依非韦伦	一线	600mg 片剂	600mg, 每日 1 次	皮疹、中枢神经系统症状、高脂血症等	2013/9/10
奈韦拉平	一线	200mg 片剂或 10mg/ml 口服液	200mg 每日 1 次, 共 14 日; 然后 200mg 每日 2 次	皮疹、症状性肝炎等	2018/5/14
阿巴卡韦	二线	300mg 片剂	300mg, 每日 2 次	超敏反应, 包括发热、恶心、呕吐等	2017/7/26

资料来源：国家免费艾滋病抗病毒药物治疗手册（第五版），药融云数据库，天风证券研究所

医保以及自费药品较免费药品在多方面是一个更好的选择。免费药品在服药便捷性、不良反应、耐药屏障上均相对不足，经济条件允许的 HIV 感染者更加倾向于选择医保及自费药品。国家医保目录中纳入了大部分的 HIV 治疗药品，且在逐年更新中，包括目前市场领导产品必妥维，以及拉米夫定等一线治疗药物，许多新药也正在谈判之中，使得自费药品的可负担性进一步加强。

表 4：HIV 医保目录内主要药物

公司	品种	获批时间	进入医保时间	单价：元（片）	规格	年化用量（片）	年化费用（元）
艾伯维	洛匹那韦利托那韦	2007/11/15	2009 年	8.54	200mg/50mg	1460	12468.4
上海迪赛诺	洛匹那韦利托那韦	2023/6/30	2009 年	/	/	1460	/
安徽贝克生物制药	洛匹那韦利托那韦	2023/8/8	2009 年	/	/	1460	/
吉利德	比克恩丙诺片	2019/8/2	2022 年	/	/	365	13687.5
吉利德	富马酸替诺福韦二吡啶酯	/	2017 年	/	/	/	/
成都倍特药业	富马酸替诺福韦二吡啶酯	2017/12/27	2017 年	0.466	300mg	365	170.09
齐鲁制药	富马酸替诺福韦二吡啶酯	2018/2/8	2017 年	0.287	300mg	365	104.8
吉利德	恩曲他滨替诺福韦	2012/12/31	2017 年	/	/	365	23177.5
正大天晴药业	恩曲他滨替诺福韦	2020/6/2	2017 年	22.2	200mg/300mg	365	11923.455
安徽贝克生物制药	恩曲他滨替诺福韦	2020/10/27	2017 年	8.3	200mg/300mg	365	5694
上海迪赛诺	恩曲他滨替诺福韦	2022/6/16	2017 年	14.8333	200mg/300mg	365	10950
齐鲁制药	恩曲他滨替诺福韦	2021/4/13	2017 年	8.3	200mg/300mg	365	10220
海思科制药（眉山）	恩曲他滨替诺福韦	2021/1/30	2017 年	17.835	200mg/300mg	365	6509.775
ViiV Healthcare	拉米夫定	2003/6/16	2009 年	62.67	300mg/50mg	/	/

安徽贝克生物制药	拉米夫定	/	2009年	1.7171	100mg	365	1368.75
Janssen-Cilag	利匹韦林	2012/12/31	2017年	40	25mg	365	14600
成都倍特药业	利匹韦林	2023/6/27	2017年	/	/	365	/
上海迪赛诺	奈韦拉平齐多拉米双夫定	2023/2/28	2021年	12.1	200mg/300mg/150mg	730	8833
GlaxoSmithKline	拉米夫定多替拉韦	2021/3/2	2021年	24.98	300mg/50mg	365	10767.5
ViiV Healthcare	齐多拉米双夫定	1999/3/8	2009年	/	/	730	14804.4
上海迪赛诺	齐多拉米双夫定	2021/3/16	2009年	12.1	200mg/300mg/150mg	730	14600
东北制药集团	齐多拉米双夫定	2021/9/7	2009年	/	/	/	/

资料来源：2023 国家医保药品目录，药融云数据库，天风证券研究所

相较于进口复方制剂，艾迪药业的艾诺米替片疗效与安全性俱佳。艾诺米替片是在公司抗 HIV-1 感染化学药品 1 类新药—新型非核苷类逆转录酶抑制剂（NNRTI）艾诺韦林片的基础上，加入两个核苷类逆转录酶抑制剂所组成的复方制剂。艾诺米替片口服单片复方制剂的组合方案是国际国内抗 HIV 临床实践指南推荐的标准治疗方案，填补了该细分领域国产空白。在疗效上，艾诺米替在第 48 周对 HIV 病毒学的抑制成功率达到 98.2%，高于其他复方制剂历史数据(非头对头)。在安全性上，艾诺米替不良事件的发生率与其他制剂总体相当，其 9.2%的转氨酶升高率低于其余大部分制剂，不良反应较低。与捷扶康相比，艾诺米替片在血脂、体重及尿酸等心血管代谢安全性指标方面具有优势。在治疗手段上，HIV-1 感染者仅需每天服用艾诺米替片 1 片，无需再服用其他抗 HIV 药物，可以显著减轻患者服药负担，改善依从性，提高疗效，减少耐药发生。

表 5：HIV 鸡尾酒治疗方案疗效及安全性对比

	艾迪药业	吉利德	前沿生物	GSK	艾伯维		
商品名	复邦德	捷扶康	必妥维	艾可宁	多伟托	特威凯	克力芝
药品名	艾诺米替	艾考恩丙替	比克恩丙诺	艾博韦泰	拉米夫定/多替拉韦	多替拉韦	洛匹那韦/利托那韦
所属分类	非核苷复方制剂	整合酶复方制剂	整合酶复方制剂	长效 HIV-1 融合酶抑制剂	整合酶抑制剂	整合酶抑制剂	蛋白酶抑制剂
临床试验编号	CTR20212312	NCT01815736	NCT03547908	NCT02369965	NCT03446573	NCT02227238	NCT00357552
线数	/	/	/	二线	/	二线	一线
所属分期	III 期	III 期	III 期	III 期	III 期	III 期	其它
入组人数	762	630	243	418	743	627	123
HIV-1 RNA 载量 <50 copies/mL at 48-week	98.20%	94.00%	95.00%	75.70%	99.7%	84.00%	/
HIV-1 RNA 载量 <400 copies/mL	/	/	/	/	/	/	62.00%

at							
48-week							
(非严重)	67.60%	64.65%	14.00%	/	9%	49.36%	99.19%
不良事件							
头晕	10.50%	8.65%	4.13%	/	/	2.87%	17.07%
转氨酶升高	9.20%	/	7.00%	/	/	/	17.89%
发热	/	5.01%	9.00%	/	/	/	21.95%

资料来源：艾迪制药官网，吉利德制药官网，insight，clinicaltrials 等，天风证券研究所

2.2. 艾迪药业：深度布局 HIV 治疗领域，两款 HIV 领域药物已上市，多款在研

2.2.1. 重点上市品种 ACC008 艾诺米替片：三联单片复方抗艾滋病 1 类新药，有效性及安全性突出

ACC008 艾诺米替片是国内首个具有自主知识产权的三联单片复方抗艾滋病 1 类新药。ACC008 以艾诺韦林片为基础，加入了两个核苷类骨干药物——替诺福韦 (TDF) 和拉米夫定 (3TC)。艾诺米替片于 2022 年 12 月获批上市，用于治疗成人 HIV-1 感染初治患者。

ACC008 的 III 期临床试验是与艾考恩丙替片开展的头对头试验。该试验针对经治获得病毒抑制 HIV-1 感染者进行阳性标准治疗。艾考恩丙替片 (捷扶康®) 是进口原研药物整合酶抑制剂，由美国吉利德公司研发，是我国首个纳入医保、广泛使用的抗 HIV 创新单片复方制剂。该试验的主要有效性终点为参照美国 FDA Snapshot 法则治疗 48 周时 HIV-1 RNA 载量 ≥ 50 copies/mL (雅培 RT-PCR 检测) 的受试者百分比。

试验结果显示，艾诺米替片可持久维持病毒抑制，且有效性与艾考恩丙替片相当。治疗 48 周时，艾诺米替组 HIV-1 RNA 载量 ≥ 50 copies/mL 的受试者百分比为 1.84% (7/381)，艾考恩丙替组则为 1.57% (6/381)；经基线分层校正，两组百分比差值为 0.3%，达成非劣效性。治疗 48 周时，艾诺米替组 HIV-1 RNA 载量 < 50 copies/mL 的受试者百分比为 98.2% (374/381)，艾考恩丙替组则为 98.4% (375/381)；经基线分层校正，两组百分比差值为 -0.3%。

表 6：艾诺米替片与艾考恩丙替片头对头试验有效性数据 (单位：受试者百分比，%)

	试验组	对照组
干预药	艾诺韦林+拉米夫定+替诺福韦	恩曲他滨+替诺福韦酯+艾维雷韦+考比司他
主要终点：HIV-1 RNA 载量 ≥ 50 copies/mL	1.84%	1.57%
次要终点：HIV-1 RNA 载量 < 50 copies/mL	98.2%	98.4%
	试验组 VS 对照组: difference=-0.3% (95%CI, -2.1 to 1.6)	

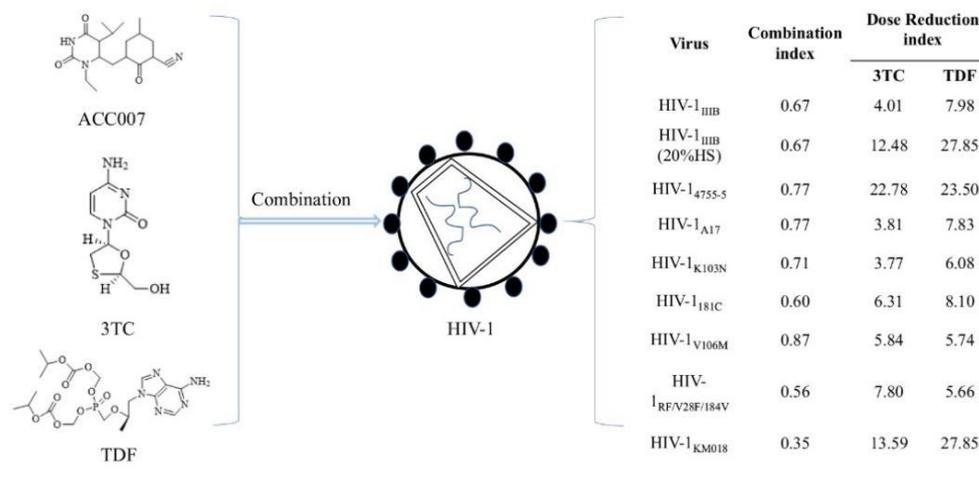
资料来源：insight 数据库，天风证券研究所

在安全性方面，艾诺米替片与艾考恩丙替片相比在心血管代谢方面具有优势。在肝脏和肾脏安全性方面与艾考恩丙替片相当。观察常见 TEAE ($\geq 5\%$)，艾诺米替组在体重增加、血脂异常及尿酸升高发生率方面均低于艾考恩丙替组；参考《中国血脂管理指南 (2023 年)》，两组基线时动脉粥样硬化性心血管疾病 (ASCVD) 发病风险分层相当，但治疗 48 周时艾诺米替组在低密度脂蛋白、总胆固醇、非高密度脂蛋白及甘油三酯致病性 ASCVD 发病风险方面低于艾考恩丙替组 ($P < 0.05$)。

在另一项研究中，艾诺米替片的三联复方成分具有针对研究中所有 HIV-1 毒株的协同抗病毒活性。该试验通过酶联免疫吸附法检测 HIV-1 p24 水平，测定富马酸替诺福韦二吡啶酯、拉米夫定和 ACC007 单独或联合用药对不同 HIV-1 毒株的抗病毒活性。

结果显示，三药组合对 HIV-1A17、HIV-14755-5、HIV-1K103N 和 HIV-1V106M 表现出中等程度的协同作用，组合指数值范围为 0.71~0.87，对其他 HIV-1 毒株也表现出协同作用。指数值从 0.35 到 0.67。与双药组合相比，与 ACC007 的组合显著增加了拉米夫定和富马酸替诺福韦二吡啶酯的剂量减少指数值。

图 14：三药联合对 HIV-1 毒株的组合指数及 3TC、TDF 的剂量减少指数



资料来源：Huang X S , Luo R H , Hu X L , et al. The New NNRTI ACC007 Combined with Lamivudine and Tenofovir Disoproxil Fumarate Show Synergy Anti-HIV Activity In Vitro[J]. Current HIV research, 2020, 18(5):332-341.
DOI:10.2174/1570162X18666200620211922., 天风证券研究所

艾诺米替片进入 2023 年医保目录，治疗费用低于大部分进口制剂。目前国际上抗 HIV 病毒药物共有 6 大类，国际主流抗 HIV 病毒药物主要有必妥维、捷扶康等，多为复方制剂。我国抗 HIV 病毒药物市场主要以国产仿制药为主、进口药为辅、自主创新药物较为稀缺，药物结构提升空间及国产创新替代市场较大。国内目前已上市销售的抗 HIV 病毒完整单片复方制剂主要为进口药物，其中必妥维放量最大。进口复方制剂整体售价较国产药物更高，片剂约在 800-1100 元每瓶。艾诺米替作为国内第一个具有自主知识产权的三联单片复方制剂，已于 2022 年 12 月成功获批上市，并成功进入 2023 年医保目录。艾诺米替目前中标价格为 724.5 元，相较于进口药物，在治疗费用上具有一定价格优势，可供更多患者选择。

表 7：抗 HIV 病毒主流药物对比

药品通用名	艾诺米替片	比克恩丙诺片	艾考恩丙替片	多替阿巴拉米片
药品商用名	复邦德	必妥维	捷扶康	绥美凯
生产厂商	艾迪药业	Gilead Sciences Ireland UC	Gilead Sciences Ireland UC	Glaxo Operations UK Ltd.
产品规格	每片含 150mg 艾诺韦林，300mg 拉米夫定，300mg 富马酸替诺福韦二吡啶酯	每片含 50mg 比克替拉韦钠，200mg 恩曲他滨，25mg 富马酸丙酚替诺福韦	每片含 150mg 艾维雷韦，150mg 考比司他，200mg 恩曲他滨，10mg 丙酚替诺福韦	每片含多替拉韦钠 50mg，600mg 硫酸阿巴卡韦，300mg 拉米夫定
包装转换比	30	30	30	30
单价	724.5 元	933 元	1026 元	2880 元
用法	1 片/次/天	1 片/次/天	1 片/次/天	1 片/次/天
年化价格	8694 元	13500 元	12312 元	34560 元

资料来源：药智数据，艾迪药业公众号，吉利德科学公众号，免灵官网，葛兰素史克公司网站，天风证券研究所

ACC007 是艾迪药业的另一款已上市 HIV 领域药物，属于第三代非核苷类逆转录酶抑制剂

(NNRTIs)。该药品通过非竞争性结合并抑制 HIV 逆转录酶活性,从而阻止病毒转录和复制,用于治疗 HIV-1 感染初治患者。传统非核苷类逆转录酶抑制剂的有效性或安全性不足。第一代非核苷类逆转录酶抑制剂药物如依非韦伦,1998 年批准上市,具有较为严重的神经毒性,不良反应明显、患者依从性差、经过长期使用已经产生稳定耐药毒株;第二代非核苷类逆转录酶抑制剂如利匹韦林,经过临床实践表明其对于高病毒载量病人的有效性下降。

ACC007 有效性稳定、安全性更佳。作为全新结构的非核苷类逆转录酶抑制剂,ACC007 的人体药代动力学试验结果表明:ACC007 体内半衰期长,每日服用 1 次、每次服用 150mg 即可达到体内抑制病毒的水平,对高低病毒载量均有效。此外,临床前试验提示 ACC007 不易产生耐药性,对野生型 HIV 病毒、常见耐药性突变病毒(K103N、Y181C)均具有较高体外活性。

表 8: 三代非核苷类逆转录酶抑制剂药物对比

药品通用名	依非韦伦(施多宁®)	利匹韦林(Edurant®)	艾诺韦林片
生产厂商	默沙东	强生旗下子公司 Tibotec	艾迪药业
获批时间	1998 年 9 月	2011 年 5 月	2021 年 6 月
用药频率	400mg/天	25mg/片/次/天	75mg/片, 2 片/次/天
疗效	通过非竞争性的形式,结合并抑制 HIV-1 逆转录酶(RT)活性,阻止病毒转录和复制	主要适用于病毒载量低于 100,000 拷贝/毫升的患者,对于更高病毒载量的患者有效性下降	抗病毒有效性与依非韦伦相当,对高、低基线病毒载量抑制均有效且疗效持续稳定
不良反应及安全性	可出现皮疹、中枢神经系统损伤如失眠及抑郁、肝功能损害等方面的毒副反应	III 期临床试验显示,受试者皮疹、中枢神经系统反应如头晕等不良反应发生率低于依非韦伦	对比依非韦伦,显著减少头晕、睡眠障碍等中枢神经系统不良反应、脂代谢指标控制良好、肝毒性和皮疹发生率低

资料来源:米内网公众号,中国疾控艾防中心,药智网等,天风证券研究所

2.2.2 IND 阶段新药:布局紧跟国际一线治疗水平药物

艾迪药业跟随药物研发国际发展趋势,开发抗艾滋病在研管线。ACC017 是公司自主研发的全新化学结构的 HIV 整合酶链转移抑制剂(INSTI)。已于 2023 年上半年完成 API 注册批生产及检验,完成制剂 DEMO 批、注册批生产,完成两篇专利申请。目前,ACC017 处于 I 期临床试验阶段。

ADC201(多替拉韦纳仿制研发)为整合酶抑制剂仿制项目。截至 2023 年,该项目已完成原料药和片剂药理学研究与注册批次生产,持续开展原料药和片剂的长期稳定性研究;现已完成 BE 试验的备案,继续推进 BE(生物等效性)试验。ADC202(达芦那韦仿制研发)是参与 HIV 生命全周期的病毒特异性酶,通过阻断病毒成熟而发挥作用。后续开展制剂处方工艺开发优化及多批次实验室放大研究,以及分析方法开发与预验证、对照品制备确证与标定。

表 9: 艾迪药业在研 IND 阶段及以上的抗艾产品

项目名称	ACC017	ADC201	ADC202
原研/仿制	自主研发全新结构 INSTI	仿制多替拉韦纳	仿制达芦那韦
适应症	HIV 病毒感染	HIV 病毒感染	HIV 病毒感染
化学本质	整合酶链转移抑制剂	整合酶抑制剂	病毒特异性酶
研发进程	I 期临床试验	IND 申请中	IND 申请中

资料来源:艾迪药业官网,艾迪药业年报,艾迪药业公众号,天风证券研究所

3. 盈利预测

艾诺米替于 2023 年 1 月获批上市,并成功进入 2023 年医保目录,作为国内第一个具有自主知识产权的三联单片复方制剂,艾诺米替在病毒抑制和安全性方面具有明显优势,未来三年有望进入快速放量阶段。

随着 HIV 领域重点新药艾诺米替进入医保，预计未来三年公司转型将取得实际成果，将进入商业化收获期。我们预计公司 2024 至 2026 年营业收入分别为 4.67/8.08/10.22 亿元；归母净利润分别为 -0.91/0.16/0.84 亿元。

表 10：艾迪药业主药板块收入预测（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
人源蛋白	143.42	259.75	110.00	115.50	121.28
YOY	-29.50%	28.72%	-57.65%	5.00%	5.00%
毛利率	37.3%	37.1%	10.0%	10.0%	10.0%
仿制药品	53.08	68.50	70.00	75.00	78.75
YOY	76.82%	48.06%	2.19%	7.14%	5%
毛利率	54.48%	62.41%	67.66%	69.69%	69.69%
HIV 新药(艾诺韦林)	33.50	24.74	80.00	110.00	115.00
yoy	2352.50%	-26.15%	223.42%	37.50%	4.55%
毛利率	44.12%	57.51%	80.00%	80.00%	80.00%
HIV 新药(艾诺米替)		48.84	200.00	500.00	700.00
YOY		2345.26%	309.48%	250.00%	40.00%
毛利率		66.80%	80.00%	80.00%	80.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：表中为主要业务，非所有业务

表 11：艾迪药业成本费用（单位：百万元）

年份	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用	75.50	104.42	238.29	331.17	368.01
销售费用率	30.91%	25.38%	51.00%	41.00%	36.00%
管理费用	92.07	95.28	98.12	105.81	108.36
管理费用率	37.70%	23.16%	21.00%	13.10%	10.60%
研发费用	63.91	63.18	79.43	113.08	120.63
研发费用率	26.17%	15.36%	17.00%	14.00%	11.80%

资料来源：Wind，天风证券研究所

考虑到公司后续 HIV 创新药品种艾诺米替及艾诺韦林片拥有较大的潜在商业化价值，核心品种艾诺韦林在第三代非核苷类逆转录酶抑制剂中有效性稳定、安全性更佳、艾诺米替是国内首个具有自主知识产权的三联单片复方抗艾滋病 1 类新药，且整个 HIV 领域用药升级中，国产厂商竞争较少，商业化潜力较大。以 DCF 法计算公司市值，假设 WACC 为 9.00%，永续增长率为 1.0%，对应 87.59 亿市值，目标价 20.82 元。首次覆盖予以“买入”评级。

表 12：WACC 计算过程（假设无风险利率：2.29%，风险溢价：7%，β系数：1）

	账面价值 (百万元)	估计市场价值 (百万元)	目标权重	税前成本	税后成本	WACC
债务总额	348.9	348.9	5.23%	4.43%	3.66%	0.19%
股东权益	420.8	6,328.6	94.77%	9.29%	9.29%	8.80%
资本总额	769.7	6,677.5	100.00%			9.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 13：DCF 估值法预测结果（元/股）

WACC	永续增长率					
	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%
10.50%	16.19	16.56	16.98	17.44	17.96	18.54
10.00%	17.18	17.62	18.10	18.64	19.25	19.94
9.50%	18.29	18.80	19.37	20.01	20.73	21.56
9.00%	19.54	20.14	20.82	21.58	22.45	23.46
8.50%	20.93	21.64	22.44	23.35	24.41	25.64
8.00%	22.52	23.36	24.32	25.43	26.72	28.25
8.50%	20.93	21.64	22.44	23.35	24.41	25.64

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

市场竞争风险：截止 2023 年末南大为艾迪药业人源蛋白业务第一大客户，其采购需求对于公司经营影响较大，若南大发生经营状况波动或与艾迪药业合作关系发生不利变化，可能对艾迪药业经营产生重大不利影响。

创新药商业化落地风险：艾迪药业抗艾滋病 1 类创新药艾邦德已获批上市，其对销售团队营销能力要求较高，产品获得市场的认可接受需要一定时间，多重因素或导致新药上市放量不及预期风险。

新药研发失败风险：艾迪药业获批临床的多个创新药尚处于临床早期，新药研发周期长，各环节进展存在不确定性，受国家政策、资金和人才等多重因素影响，新药研发进度存在不达预期的风险。

相关测算存在主观假设风险：本报告中假设存在一定主观因素，可能导致测算结果与实际结果产生差异，故而本报告中测算结果并不完全代表公司实际业务情况。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	134.91	225.36	37.38	64.62	81.78
应收票据及应收账款	119.42	193.28	163.66	410.77	316.23
预付账款	13.30	29.10	3.49	9.93	5.38
存货	156.15	184.88	99.18	326.67	137.45
其他	378.69	239.77	283.31	307.70	281.59
流动资产合计	802.46	872.38	587.02	1,119.69	822.44
长期股权投资	90.58	91.87	91.87	91.87	91.87
固定资产	407.06	433.13	577.92	613.72	607.51
在建工程	36.82	3.12	3.12	3.12	3.12
无形资产	181.07	191.21	178.97	166.74	154.51
其他	137.22	154.86	132.68	137.15	137.26
非流动资产合计	852.75	874.18	984.57	1,012.60	994.27
资产总计	1,655.20	1,746.57	1,571.59	2,132.29	1,816.70
短期借款	145.16	255.55	318.86	605.80	406.71
应付票据及应付账款	119.44	113.57	68.32	216.71	83.33
其他	33.96	116.19	94.54	128.70	131.28
流动负债合计	298.56	485.31	481.71	951.21	621.32
长期借款	60.00	69.94	0.00	68.53	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	64.56	59.52	52.12	58.73	56.79
非流动负债合计	124.56	129.46	52.12	127.26	56.79
负债合计	456.23	621.03	533.83	1,078.47	678.11
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.08	0.50
股本	420.00	420.78	420.78	420.78	420.78
资本公积	886.20	888.35	891.74	891.74	891.74
留存收益	(108.08)	(184.14)	(275.19)	(259.40)	(174.96)
其他	0.85	0.55	0.43	0.61	0.53
股东权益合计	1,198.97	1,125.54	1,037.76	1,053.81	1,138.60
负债和股东权益总计	1,655.20	1,746.57	1,571.59	2,132.29	1,816.70

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(124.20)	(76.07)	(91.05)	15.79	84.44
折旧摊销	36.77	44.59	52.44	56.44	58.44
财务费用	3.45	11.76	13.20	21.60	23.36
投资损失	(6.95)	(12.62)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	(3.06)	(164.80)	120.59	(302.58)	142.27
其它	1.44	30.91	27.82	26.83	(26.68)
经营活动现金流	(92.55)	(166.22)	108.00	(196.92)	266.82
资本支出	220.88	50.77	192.40	73.39	41.94
长期投资	82.38	1.28	0.00	0.00	0.00
其他	(708.98)	21.39	(418.04)	(191.89)	(12.73)
投资活动现金流	(405.72)	73.44	(225.63)	(118.50)	29.21
债权融资	202.64	191.62	(73.62)	342.48	(278.79)
股权融资	13.38	2.63	3.27	0.18	(0.08)
其他	(19.98)	(3.46)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	196.03	190.78	(70.34)	342.66	(278.87)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(302.24)	98.00	(187.98)	27.24	17.16

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	244.22	411.36	467.23	807.73	1,022.26
营业成本	139.45	221.34	182.70	253.74	293.84
营业税金及附加	3.33	5.95	6.39	5.73	7.26
销售费用	75.50	104.42	238.29	331.17	368.01
管理费用	92.07	95.28	98.12	105.81	108.36
研发费用	63.91	63.18	79.43	113.08	120.63
财务费用	0.40	10.46	13.20	21.60	23.36
资产/信用减值损失	(44.30)	(27.40)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
公允价值变动收益	9.86	1.54	27.82	26.75	(27.11)
投资净收益	6.95	12.62	15.00	15.00	15.00
其他	39.14	16.04	0.00	(0.00)	(0.00)
营业利润	(142.07)	(92.05)	(110.08)	16.35	86.69
营业外收入	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14
营业外支出	0.45	0.18	0.24	0.29	0.24
利润总额	(142.38)	(92.09)	(110.18)	16.20	86.59
所得税	(18.18)	(16.02)	(19.13)	0.32	1.73
净利润	(124.20)	(76.07)	(91.05)	15.87	84.86
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.08	0.42
归属于母公司净利润	(124.20)	(76.07)	(91.05)	15.79	84.44
每股收益(元)	(0.30)	(0.18)	(0.22)	0.04	0.20

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-4.49%	68.44%	13.58%	72.88%	26.56%
营业利润	224.10%	-35.21%	19.59%	-114.85%	430.36%
归属于母公司净利润	314.21%	-38.75%	19.69%	-117.35%	434.64%
获利能力					
毛利率	42.90%	46.19%	60.90%	68.59%	71.26%
净利率	-50.86%	-18.49%	-19.49%	1.96%	8.26%
ROE	-10.36%	-6.76%	-8.77%	1.50%	7.42%
ROIC	-20.29%	-8.47%	-8.41%	3.77%	8.25%
偿债能力					
资产负债率	27.56%	35.56%	33.97%	50.58%	37.33%
净负债率	6.04%	16.35%	30.02%	61.53%	33.00%
流动比率	2.42	1.77	1.22	1.18	1.32
速动比率	1.95	1.40	1.01	0.83	1.10
营运能力					
应收账款周转率	2.58	2.63	2.62	2.81	2.81
存货周转率	1.81	2.41	3.29	3.79	4.41
总资产周转率	0.16	0.24	0.28	0.44	0.52
每股指标(元)					
每股收益	-0.30	-0.18	-0.22	0.04	0.20
每股经营现金流	-0.22	-0.40	0.26	-0.47	0.63
每股净资产	2.85	2.67	2.47	2.50	2.70
估值比率					
市盈率	-47.09	-76.89	-64.24	370.34	69.27
市净率	4.88	5.20	5.64	5.55	5.14
EV/EBITDA	207.91	79.36	-139.91	62.67	34.16
EV/EBIT	-289.39	229.16	-61.76	149.07	51.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com