

奥锐特 (605116.SH)

难仿原料药持续拓展，制剂业务有望成为新增长极

2024年06月25日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

阮帅（分析师）

yuruyi@kysec.cn

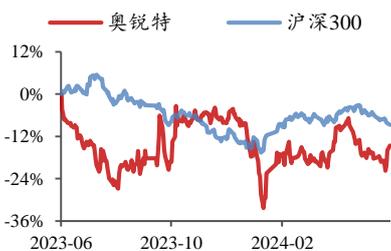
ruanshuai@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

证书编号：S0790524040007

日期	2024/6/24
当前股价(元)	23.00
一年最高最低(元)	27.58/17.33
总市值(亿元)	93.42
流通市值(亿元)	90.95
总股本(亿股)	4.06
流通股本(亿股)	3.95
近3个月换手率(%)	24.51

股价走势图



数据来源：聚源

● 专注于复杂原料药、制剂研发生产，业绩快速增长

历经二十余年发展，公司致力于打造一流的小分子药物、多肽药物、寡核苷酸药物的研发和生产平台，并积极推动“原料药+制剂”一体化发展战略，向下游制剂发展延伸。短期看，公司地屈孕酮制剂、贝派度酸、非奈利酮、布立西坦、司美格鲁肽等潜力产品众多，增长空间大。长期看，公司立项能力突出，在研项目储备充足，有望为未来业绩增长贡献新动能。2023年公司实现营收12.63亿元，同比增长25.24%，归母净利润2.89亿元，同比增长37.19%。我们看好公司的长期发展，预计公司2024-2026年归母净利润为3.81/5.17/6.36亿元，同比增长31.6%/35.7%/23%，当前股价对应PE为24.5/18.1/14.7倍，估值性价比高，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 核心品种持续发力，带来业绩增量

公司建立呼吸系统、心血管、抗感染、神经系统、抗肿瘤和女性健康等六大领域的产品链，技术高壁垒、竞争格局良好以及成长性强的多元化产品梯队，为公司的持续发展奠定基础。重点品种持续放量，公司掌握地屈孕酮原料药的合成技术，实现规模化生产和销售，地屈孕酮制剂处于快速放量阶段。司美格鲁肽原料药已完成中试、杂质研究和成品方法学验证，具有较好的技术和专利储备，预期市场前景良好。

● 拟发行可转债，推动“原料药+制剂”一体化战略

公司拟向不特定对象发行可转换公司债券，募集资金总额不超过8.12亿元，拟投资于308吨特色原料药及2亿片抗肿瘤制剂项目（一期）、年产300KG司美格鲁肽原料药生产线及配套设施建设项目、年产3亿雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片及补充流动资金项目。

● 风险提示：国际贸易环境变化风险、环保及安全生产风险、汇率波动风险等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,008	1,263	1,657	2,184	2,710
YOY(%)	25.5	25.2	31.2	31.8	24.1
归母净利润(百万元)	211	289	381	517	636
YOY(%)	25.0	37.2	31.6	35.7	23.0
毛利率(%)	51.6	55.9	59.8	62.1	63.2
净利率(%)	20.9	22.9	23.0	23.7	23.5
ROE(%)	12.4	14.7	16.8	19.1	19.5
EPS(摊薄/元)	0.52	0.71	0.94	1.27	1.57
P/E(倍)	44.3	32.3	24.5	18.1	14.7
P/B(倍)	5.6	4.7	4.1	3.5	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 奥锐特：专注于复杂原料药、制剂研发生产的国际化企业.....	4
1.1、 技术实力雄厚，原料药制剂一体化延伸.....	4
1.2、 业绩快速增长，盈利能力持续提升.....	5
2、 原料药制剂一体化发展，多肽类原料药崭露头角.....	7
2.1、 中国原料药出口金额持续增长.....	7
2.2、 女性健康类及抗肿瘤类原料药板块维持快速增长.....	8
2.3、 拟发行可转债，推动“原料药+制剂”一体化战略.....	11
2.4、 地屈孕酮片市场快速扩容，公司有望获得较大市场份额.....	12
2.5、 司美格鲁肽市场前景良好，公司新产能有望投产.....	13
2.6、 研发投入强度大，在研项目储备充足.....	14
3、 盈利预测与投资建议.....	15
3.1、 关键假设.....	15
3.2、 盈利预测与估值.....	17
4、 风险提示.....	18
附：财务预测摘要.....	19

图表目录

图 1： 创始人为公司实控人，股权结构稳定.....	5
图 2： 2018-2023 年公司营收快速增长.....	6
图 3： 2018-2023 年公司扣非归母净利润稳健增长.....	6
图 4： 近些年毛利率维持上升趋势.....	6
图 5： 公司研发费用率呈上升趋势.....	6
图 6： 近些年呼吸系统类、女性健康类产品占比较大.....	7
图 7： 公司各板块业务毛利率处于较高水平.....	7
图 8： 中国化学原料药行业主营业务收入企稳回升.....	7
图 9： 中国原料药出口金额呈上升态势.....	7
图 10： 心血管类产品收入稳步增长.....	9
图 11： 依普利酮原料药毛利率维持高位.....	9
图 12： 女性健康类产品收入大幅增长.....	9
图 13： 地屈孕酮原料药毛利率呈上升趋势.....	9
图 14： 呼吸系统类产品收入稳步提升.....	10
图 15： 氟美松毛利率维持高位.....	10
图 16： 抗肿瘤类产品收入大幅增长.....	10
图 17： 2023 年醋酸阿比特龙毛利率企稳回升.....	10
图 18： 神经系统类产品毛利率稳步提升.....	11
图 19： 普瑞巴林单价企稳回升，毛利率持续提升.....	11
图 20： 抗感染类产品毛利率稳定.....	11
图 21： 近些年替诺福韦单价稳定.....	11
图 22： 中国地屈孕酮市场快速扩容.....	13
图 23： 中国司美格鲁肽市场快速放量.....	13
图 24： 奥锐特持续投入研发，研发支出逐年增加.....	15

表 1: 历经 26 年发展, 奥锐特已成为一家持续创新的国际化制药企业.....	4
表 2: 公司核心产品概览	4
表 3: 公司高管均具有丰富的行业经验	5
表 4: 国家政策推动原料药行业高质量发展.....	8
表 5: 募投资金拟用项目	12
表 6: 募投项目梳理	12
表 7: 国内地屈孕酮制剂上市及在研情况	13
表 8: 国内司美格鲁肽上市及在研情况	14
表 9: 奥锐特研发能力较强, 在研项目充足.....	15
表 10: 公司盈利拆分及预测	15
表 11: 与可比公司平均估值相比, 公司估值较低, 性价比较高.....	17

1、奥锐特：专注于复杂原料药、制剂研发生产的国际化企业

奥锐特药业股份有限公司创建于1998年，专注于复杂原料药、制剂的研发生产销售以及寡核苷酸药物的CRO/CDMO业务，是一家持续创新的国际化制药企业。公司成立于浙江台州，运营中心在上海，在美国、欧洲、印度、南美以及国内扬州、天津和杭州设有销售机构或子公司。公司深耕制药行业二十多年，持续推动技术创新，在复杂合成、合成生物学、光化学等领域处于国内领先地位，成为全球知名药企的长期合作伙伴。完善的质量体系，充足的生产能力，全球化的销售网络，为全球客户提供高质量的产品和高效的服务。

表1：历经26年发展，奥锐特已成为一家持续创新的国际化制药企业

年份	业务发展
1998年	奥锐特在浙江台州成立
2002年	上海运营中心成立
2006年	扬州联澳成立
2008年	天台八都工业园区工厂和扬州联澳投产使用
2013年	天台工厂通过FDA审核
2015年	扬州奥锐特成立
2019年	收购 APOTEX 天津研发中心，成立奥锐特天津公司
2020年	9月21日在上海证券交易所上市
2021年	7月7日，上海奥锐特生物科技有限公司成立

资料来源：奥锐特官网、开源证券研究所

1.1、技术实力雄厚，原料药制剂一体化延伸

公司主要从事特色原料药、医药中间体的研发、生产和销售，致力于打造一流的小分子药物、多肽药物、寡核苷酸药物的研发和生产平台，并积极推动“原料药+制剂”一体化发展战略，向下游制剂发展延伸。通过多年的持续研发创新和工业化积累，公司建立生物发酵、多手性中心复杂合成、合成生物学、光化学、晶体研究及微粉技术、寡核苷酸合成等六大工程技术创新平台，为公司持续开发和布局复杂、高壁垒、竞争格局良好的特色药物，实现从小分子药物向多肽、寡核苷酸药物拓展奠定了良好的基础。

表2：公司核心产品概览

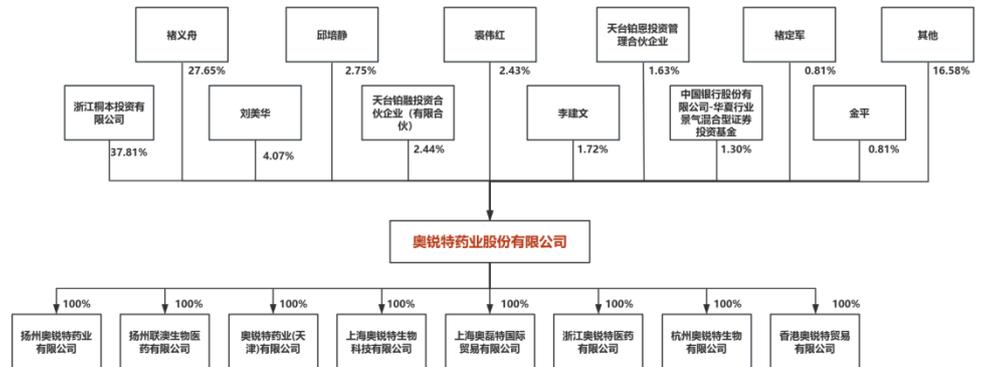
药物类别	主要产品	制剂适应症
心血管类药物	依普利酮、贝派度酸	(1) 依普利酮制剂用于治疗高血压、心力衰竭 (2) 贝派度酸制剂用于治疗高胆固醇血症或动脉粥样硬化性心血管疾病
女性健康类药物	地屈孕酮	地屈孕酮制剂用于治疗痛经、子宫内膜异位症、月经周期不规则等
呼吸系统类药物	氟美松、丙酸氟替卡松、糠酸氟替卡松	(1) 氟美松制剂用于治疗皮肤病 (2) 丙酸氟替卡松制剂用于治疗哮喘、过敏性鼻炎 (3) 糠酸氟替卡松制剂用于治疗哮喘、过敏性鼻炎、慢性阻塞性肺病 (COPD)
神经系统类药物	普瑞巴林、布瓦西坦	(1) 普瑞巴林制剂用于治疗神经性疼痛、纤维肌痛、癫痫等 (2) 布瓦西坦制剂用于治疗癫痫
抗感染类药物	替诺福韦	用于治疗 HIV-1 感染、慢性乙肝
抗肿瘤类药物	醋酸阿比特龙、恩扎鲁胺	(1) 醋酸阿比特龙制剂用于治疗前列腺癌 (2) 恩扎鲁胺制剂用于治疗前列腺癌

资料来源：奥锐特年报、开源证券研究所

截止至2024一季报，桐本投资为公司控股股东，实控人合计持有公司41.88%

的股份。公司董事长彭志恩为实际控制人，通过控股桐本投资、天台铂融和天台铂恩合计控制公司 41.88%的股份。此外公司共设立天台铂融和天台铂恩两个员工持股平台，两个员工持股平台合计持有公司 4.07%的股份，有效实现了员工利益、公司利益、股东利益的一体化。

图1：创始人为公司实控人，股权结构稳定



资料来源：奥锐特公告、Wind、开源证券研究所

管理层行业经验丰富。彭志恩董事长于 1994 年毕业于南开大学化学系，并于 1998 年开始涉足医药行业，1998 年 3 月至 2002 年 10 月，任上海迪赛诺国际贸易有限公司销售部副总经理；2002 年 11 月至 2018 年 8 月任上海奥锐特国际贸易有限公司董事长、总经理；2005 年至今先后任公司副董事长、董事长，与众多世界知名药企合作，积累了丰富的客户资源和技术资源，在全球享有一定的声誉。

表3：公司高管均具有丰富的行业经验

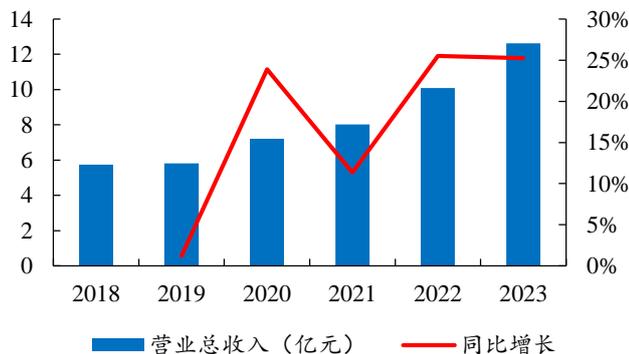
姓名	职务	工作经历
彭志恩	董事长	于 1994 年毕业于南开大学化学系，并于 1998 年开始涉足医药行业，与众多世界知名药企合作，积累了丰富的客户资源和技术资源，在全球享有一定的声誉。
褚义舟	副董事长	曾任职于大古化工，现任天台方德投资咨询有限公司执行董事兼经理、上海发玛投资管理有限公司监事、浙江菱正机械有限公司执行董事、浙江天台归鸟旅游文化开发有限公司监事、天台县方汇创业园有限公司执行董事兼经理、任杭州滨宇科技有限公司执行董事兼经理、奥锐特副董事长。
王国平	董事	曾任职于上海医药工业研究院、上海现代制药股份有限公司，现任扬州奥锐特总经理、奥锐特董事兼副总经理。
邱培静	董事	曾任职于上海第六制药厂、上海集成药厂、浙江省仙居制药厂、上海迪赛诺生物制药有限公司、上海奥锐特国际贸易有限公司，现任奥锐特上海分公司副总经理、奥锐特董事。
李金亮	董事	国家万人计划专家、上海市领军人才，曾任职于上海迪赛诺生物医药公司、上海迪赛诺药业股份有限公司总经理、国家抗艾滋病病毒药物工程技术研究中心主任等，现任上海奥锐特生物科技有限公司总经理。
褚定军	董事	曾任职于浙江海正集团有限公司、大古化工，现任杭州奥锐特生物执行董事兼总经理、奥锐特董事兼总经理。

资料来源：奥锐特公告、开源证券研究所

1.2、业绩快速增长，盈利能力持续提升

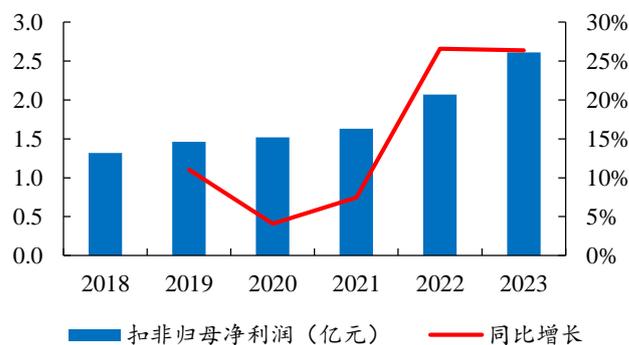
随着公司产品持续放量，近些年业绩快速增长。2023 年，公司营收达 12.63 亿元，同比增长 25.24%，2018-2023 年复合增速 17.04%。2023 年，公司扣非归母净利润达 2.61 亿元，同比增长 26.38%，2018-2023 年复合增速 14.61%。

图2：2018-2023 年公司营收快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

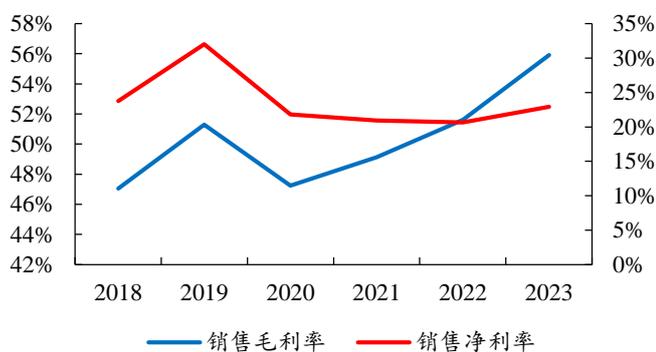
图3：2018-2023 年公司扣非归母净利润稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

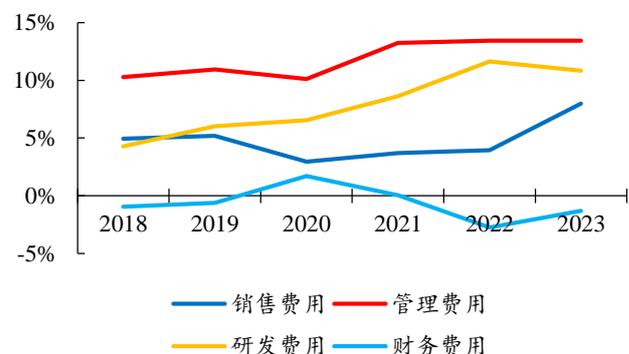
盈利能力持续提高，研发费用率呈上升趋势。随着公司经营规模的扩大，公司毛利率从2018年的47.06%稳步提升至2023年的55.92%，近些年净利率稳定在20%以上。2018年至2022年公司的研发费用率呈上升态势，从2018年的4.28%提升至2022年的11.63%，主要为公司加大对新产品的研发投入，2023年公司研发费用率略有下滑。

图4：近些年毛利率维持上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：公司研发费用率呈上升趋势

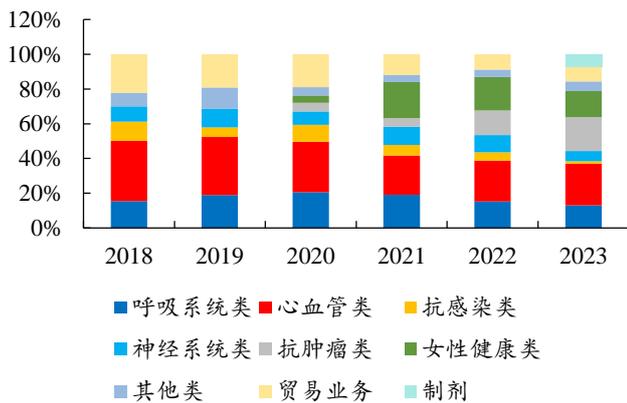


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司产品按适应症可以分为呼吸系统类、心血管类、抗感染类、神经系统类、抗肿瘤类、女性健康类、其他类产品以及贸易业务，近些年呼吸系统类和心血管类产品占公司主营业务收入的比例较大，女性健康类和抗肿瘤类增长较快。

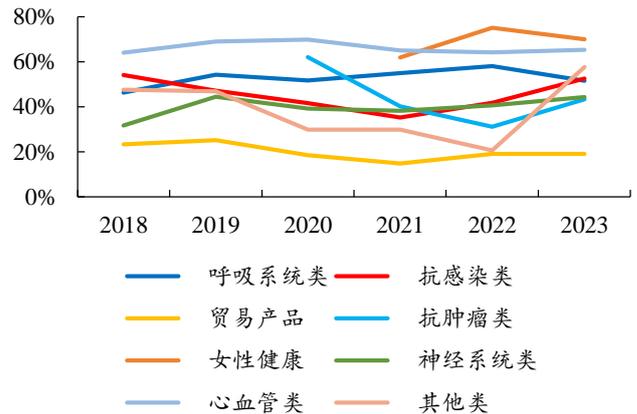
从营收方面看，2020-2023年抗肿瘤类业务收入占比显著提升，从2020年的5.03%提升至2023年的19.48%。2018-2023年心血管类收入占比有下滑，从2018年的34.62%下滑至2023年的23.96%，2023年新增制剂业务，收入占比7.17%。从毛利率角度看，2021-2023年抗感染类业务毛利率显著提升，从2021年的35.27%提升至2023年的52.54%，抗肿瘤类业务毛利率在2022年达到最低点后于2023年回升至43.33%，呼吸系统类、心血管类产品毛利率维持高位稳定状态。

图6：近些年呼吸系统类、女性健康类产品占比较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司各板块业务毛利率处于较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

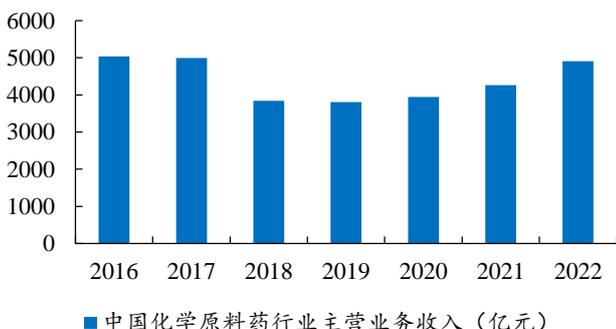
2、原料药制剂一体化发展，多肽类原料药崭露头角

化学原料药行业是制药产业的重要基础，全球范围内生产的原料药已达 2,000 余种。根据 Grand View Research 数据，2020 年全球原料药市场规模约为 1,877.6 亿美元，受益于全球老龄化、诊疗升级以及创新药“专利悬崖”，2022 年至 2028 年全球原料药市场复合增速预计达到 6.6%，2028 年原料药市场规模预计达到 3,130.8 亿美元。20 世纪 90 年代以来，仿制药价格竞争日益激烈，出于环保与成本原因，全球化学原料药的生产重心逐步转移至中国、印度等工业基础好、人力成本低的发展中国家。

2.1、中国原料药出口金额持续增长

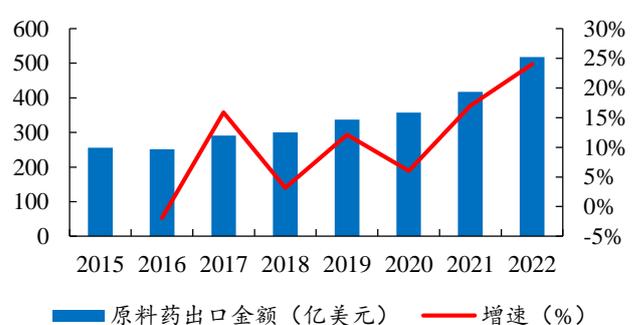
经过几十年的发展，我国形成了比较完备的原料药工业体系，已经成为全球第一大原料药生产国与出口国。目前，我国可生产 1,500 余种化学原料药，提供全球约 30% 的原料药生产能力，出口规模接近全球原料药市场份额的 20% 左右。2022 年中国化学原料药行业营业收入总额达到 4,905 亿元，同比增长 15.01%。2022 年中国化学原料药行业出口金额达到 518 亿美元。

图8：中国化学原料药行业主营业务收入企稳回升



数据来源：奥锐特公告、中国化学制药工业协会、医药经济报、开源证券研究所

图9：中国原料药出口金额呈上升态势



数据来源：奥锐特公告、中国医药保健品进出口商会、开源证券研究所

我国是全球原料药生产和出口大国，相关配套政策在行业发展过程中逐渐完善。“十四五”规划明确提出培育先进制造业集群，推动医药及医疗设备等产业创新发展。整体来看，我国针对原料药的政策演变始终围绕增强研发能力、完善医疗保障体系等方面展开。

表4：国家政策推动原料药行业高质量发展

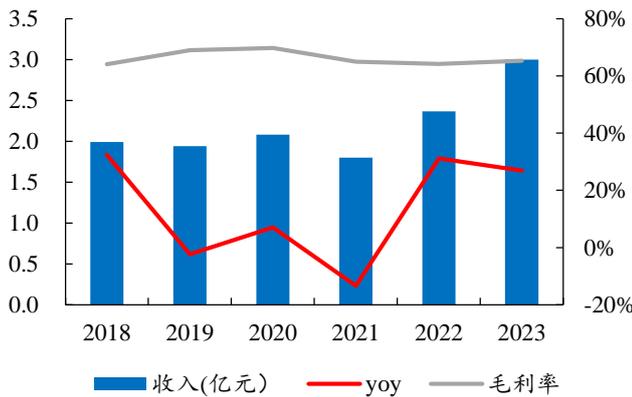
发布时间	发布部门	政策名称	重点内容解读
2023年2月	国务院	《质量强国建设纲要》	加强药品和疫苗全生命周期管理，推动临床急需和罕见病治疗药品、医疗器械审评审批提速，提高药品检验检测和生物制品(疫苗)批签发能力，优化中药审评机制，加速推进化学原料药、中药技术研发和质量标准升级，提升仿制药与原研药、专利药的质量和疗效一致性。
2022年8月	生态环境部	《黄河生态保护治理攻坚战行动方案》	推动钢铁、焦化、化工、有色金属、造纸、印染原料药制造、农副食品加工等重点行业实施清洁生产改造，开展自愿性清洁生产评价和认证，严格实施“双超双有高耗能”企业强制性清洁生产审核。
2022年5月	国务院	《“十四五”生物经济发展规划》	明确要着力做大做强生物经济，发展生物医药，到2025年生物经济要成为推动高质量发展的强劲动力。提出“依托生物制造技术，实现化工原料和过程的生物技术替代，推动化工、医药等重要工业产品制造与生物技术深度融合，向绿色低碳、无毒低毒、可持续发展模式转型”。
2022年4月	国务院	《“十四五”国民健康规划》	《“十四五”国民健康规划》确定了七项工作任务。一是织牢公共卫生防护网；二是全方位干预健康问题和影响因素；三是全周期保障人群健康；四是提高医疗卫生服务质量；五是促进中医药传承创新发展；六是做优做强健康产业，推动医药工业创新发展；七是强化国民健康支撑与保障。
2022年2月	国务院	《“十四五”医药工业发展规划》	重点提升新型生物药生产技术、原料药创新工艺高端制剂生产技术、中药全过程质量控制技术、医疗器械工程化技术和关键部件生产技术。

资料来源：政府网站、开源证券研究所

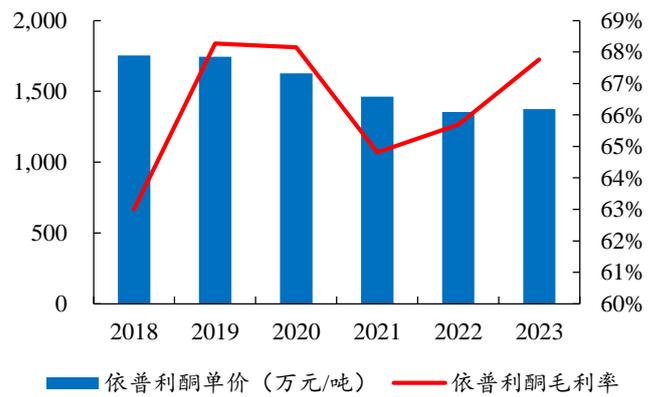
2.2、女性健康类及抗肿瘤类原料药板块维持快速增长

公司心血管疾病类产品主要为依普利酮原料药及中间体。依普利酮主要用于心血管病的治疗，可有效降低血压、治疗心衰。高血压是最常见的心血管疾病之一，根据WHO 2021年发表的研究报告，世界高血压患者数已从1999年的6.48亿增长至2019年的12.8亿人。MIDAS数据显示，近年来全球利尿剂类抗高血压主要药品制剂销售规模呈稳步增长态势，2022年已达106.18亿美元，其中依普利酮为5.42亿美元。

公司心血管类产品收入从2018年的1.99亿元增长至2023年的3.00亿元，复合增速8.56%，收入稳步增长，毛利率保持稳定。随着心血管类产品销售规模持续扩大，公司心血管类药物核心产品依普利酮原料药单价呈下降趋势，受益于工艺优化及规模效应，公司单位成本持续下降，2023年依普利酮原料药毛利率回升到较高水平。

图10: 心血管类产品收入稳步增长


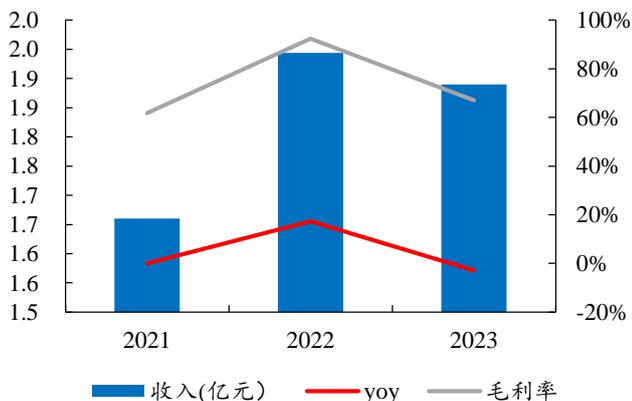
数据来源: 奥锐特公告、开源证券研究所

图11: 依普利酮原料药毛利率维持高位


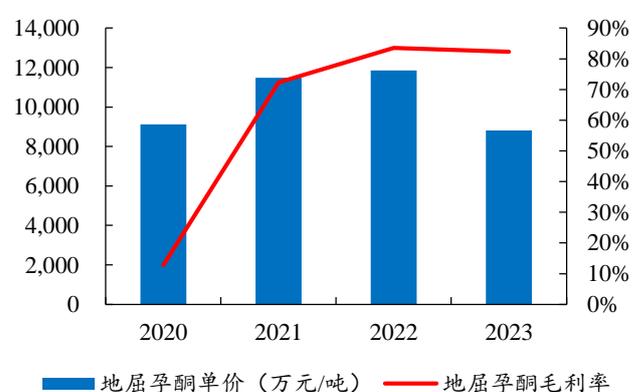
数据来源: 奥锐特公告、开源证券研究所

公司女性健康类产品主要为地屈孕酮原料药，地屈孕酮是一种逆孕酮，用于治疗内源性黄体酮不足引起的女性健康疾病，包括妊娠期的习惯性流产、黄体期缺陷造成的功能失调性子宫出血和不孕、月经不调等疾病，并用于更年期激素疗法。MIDAS 数据显示，2022 年全球孕激素类主要药物制剂销售额为 73.46 亿美元，其中地屈孕酮制剂销售额为 8.59 亿美元，2018-2022 年年复合增速达 18.26%。

公司 2023 年女性健康类产品收入为 1.89 亿元，2021-2023 年复合增速 6.70%，毛利率从 2021 年的 61.82% 提升至 2023 年的 69.91%。由于地屈孕酮原料药竞争格局较好，2020-2022 年地屈孕酮原料药单价及毛利率呈上升趋势。

图12: 女性健康类产品收入大幅增长


数据来源: 奥锐特公告、开源证券研究所

图13: 地屈孕酮原料药毛利率呈上升趋势


数据来源: 奥锐特公告、开源证券研究所

公司呼吸系统类产品主要为丙酸氟替卡松原料药及中间体，氟美松为丙酸氟替卡松中间体的一种，主要用于哮喘及呼吸道病症的治疗。根据《柳叶刀》(The Lancet) 医学期刊 2020 年发布的研究报告，2019 年全球已有 2.62 亿人患有哮喘病。据 WHO 预测，至 2025 年全球哮喘患者将增至 4 亿人。MIDAS 数据显示，2022 年全球抗哮喘药主要药品制剂销售额高达 530 亿美元。

公司呼吸系统类产品的收入从 2018 年的 0.89 亿元增长至 2023 年的 1.63 亿元，复合增速 12.87%，毛利率从 2018 年的 46.28% 提升至 2023 年的 51.49%。随着呼吸系统产品销售规模持续扩大，公司呼吸系统类药物主要产品氟美松单价有所下降，近两年维持稳定，毛利率处于高位。

图14: 呼吸系统类产品收入稳步提升

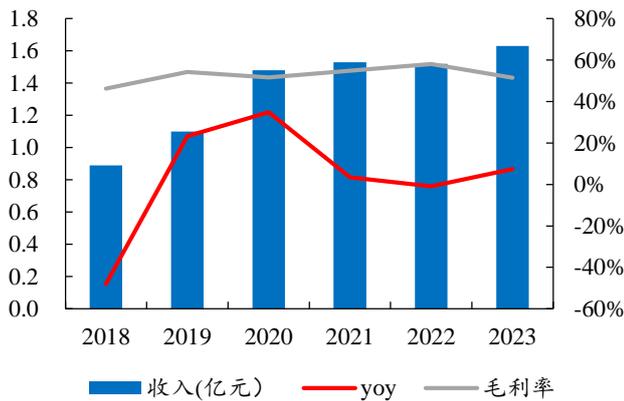
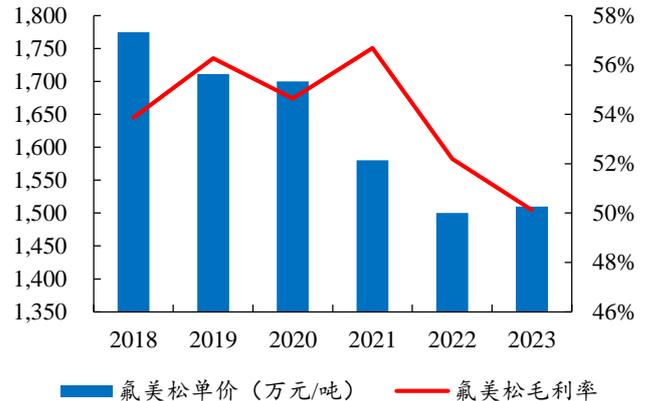


图15: 羧美松毛利率维持高位



数据来源: 奥锐特公告、开源证券研究所

数据来源: 奥锐特公告、开源证券研究所

公司抗肿瘤类产品主要为醋酸阿比特龙原料药。醋酸阿比特龙主要用于治疗转移性去势抵抗性前列腺癌。根据 MIDAS 数据统计, 2022 年全球前列腺癌主要药品制剂销售额达 192.32 亿美元, 其中, 醋酸阿比特龙制剂销售额达 31.59 亿美元。

公司抗肿瘤类产品的收入从 2020 年的 0.36 亿元增长至 2023 年的 2.44 亿元, 复合增速 89.25%, 毛利率从 2022 年的 31.09% 回升至 2023 年的 43.33%。近些年阿比特龙原料药单价有所下降, 2023 年毛利率企稳回升, 达到 42.88%。

图16: 抗肿瘤类产品收入大幅增长

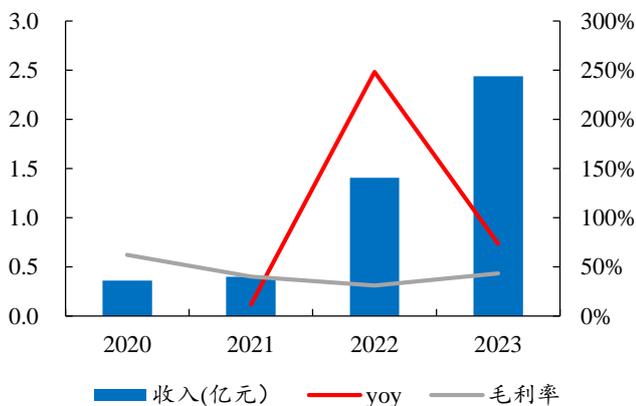
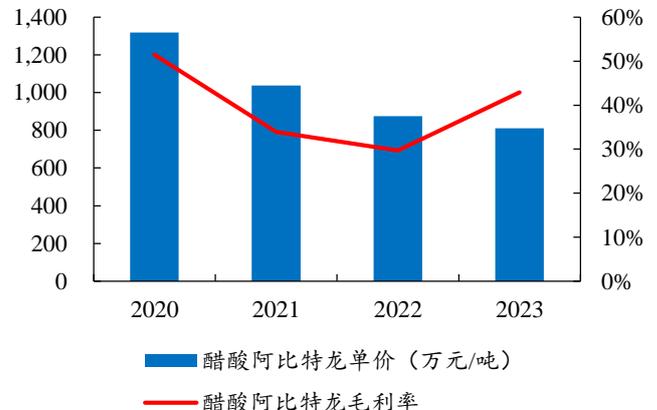


图17: 2023 年醋酸阿比特龙毛利率企稳回升

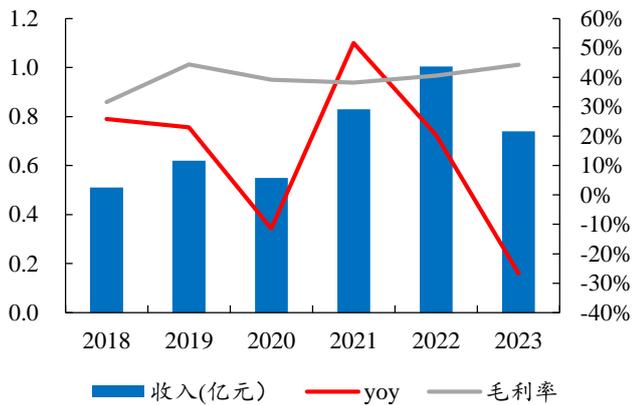


数据来源: 奥锐特公告、开源证券研究所

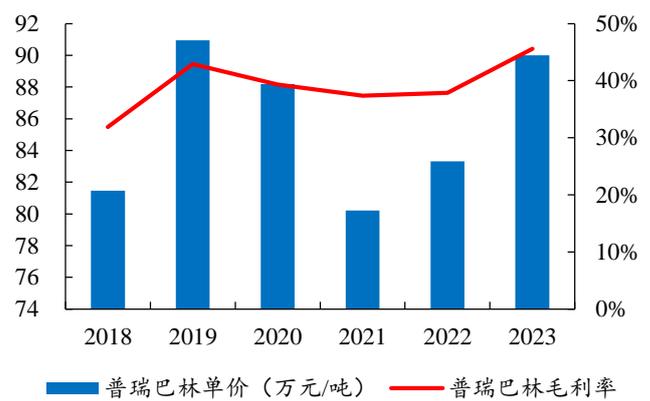
数据来源: 奥锐特公告、开源证券研究所

公司神经系统类产品主要是普瑞巴林, 主要用于治疗神经性疼痛、纤维肌痛、癫痫、止痛及抗焦虑等。根据 WHO 报告显示, 2019 年全球活动性癫痫患者约占总人口的 8.2%, 世界癫痫患者总数约有 5,000 多万人。在人口增长、遗传因素和环境因素影响下, 每年有超过 500 万例的癫痫新病例, 并且癫痫患者人数预计将进一步增加。据 MIDAS 数据显示, 2022 年全球抗癫痫类主要药品制剂销售规模达 133.03 亿美元, 其中普瑞巴林达 26.96 亿美元。

公司神经系统类产品的收入从 2018 年的 0.51 亿元增长至 2023 年的 0.74 亿元, 复合增速 7.73%, 呈现稳定增长趋势, 毛利率从 2018 年的 31.65% 提升至 2023 年的 44.29%, 近些年普瑞巴林单价企稳回升, 毛利率持续提升。

图18: 神经系统类产品毛利率稳步提升


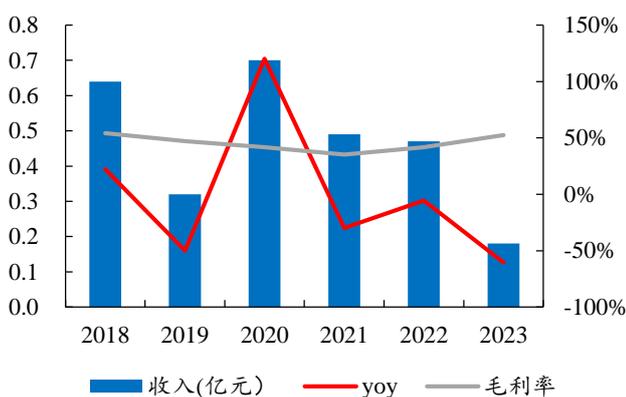
数据来源: 奥锐特公告、开源证券研究所

图19: 普瑞巴林单价企稳回升, 毛利率持续提升


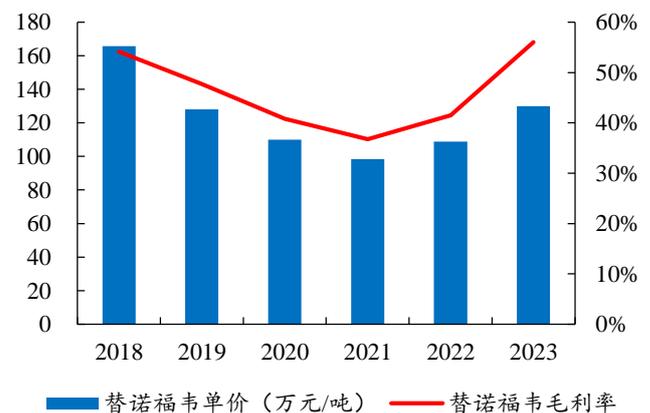
数据来源: 奥锐特公告、开源证券研究所

公司抗感染类药物产品主要为替诺福韦。替诺福韦为一种核苷酸类似物, 主要用于治疗乙肝病毒感染及艾滋病。根据世卫组织 WHO 发布的《2022 世界卫生统计报告》, 2019 年全球约有 2.96 亿人感染慢性乙型肝炎。根据联合国艾滋病规划署发布的《2022 全球艾滋病防治进展报告: 危急关头》, 2021 年约有 65 万人死于艾滋病相关疾病, 约有 150 万艾滋病病毒新发感染。据 MIDAS 数据显示, 2018-2022 年全球抗乙肝病毒及抗艾滋病病毒主要药品制剂销售规模以 4.8% 的年复合增速增长, 2022 年全球销售额达 660.42 亿美元, 其中替诺福韦达 21.14 亿美元。

公司抗感染类产品的收入从 2018 年的 0.64 亿元减少至 2023 年的 0.18 亿元, 毛利率从 2018 年的 54.11% 下滑至 2023 年的 52.54%。近些年, 公司抗感染类主要产品替诺福韦单价维持稳定, 2021-2023 年替诺福韦毛利率企稳回升。

图20: 抗感染类产品毛利率稳定


数据来源: 奥锐特公告、开源证券研究所

图21: 近些年替诺福韦单价稳定


数据来源: 奥锐特公告、开源证券研究所

2.3、拟发行可转债, 推动“原料药+制剂”一体化战略

公司积极推动“原料药+制剂”的一体化发展战略, 选择市场前景较好、技术条件成熟的产品进行下游制剂的拓展, 2024 年 1 月公司拟发行种类为可转换为公司 A 股股票的可转换公司债券。本次向不特定对象发行可转换公司债券募集资金总额不超过 81,212.00 万元 (含 81,212.00 万元), 募集资金拟用于以下项目:

表5：募投资金拟用项目

序号	项目名称	投资总额	拟使用募集资金投入金额
1	308 吨特色原料药及 2 亿片抗肿瘤制剂项目(一期)	5,859.00	37,512.00
2	年产 300KG 司美格鲁肽原料药生产线及配套设施建设项目	27,939.00	23,414.00
3	年产 3 亿雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片生产线建设项目	6,230.00	3,286.00
4	补充流动资金	17,000.00	17,000.00
	合计	102,028.00	81,212.00

资料来源：奥锐特公告、开源证券研究所

拓展特色原料药产品品类、提升普瑞巴林、苯磺贝他斯汀、糠酸氟替卡松、卤倍他索丙酸酯和司美格鲁肽等品类产能，实现从小分子药物到多肽类药物的拓展，增强公司未来盈利能力。

响应国家政策，顺应“原料药+制剂”一体化发展的行业发展趋势，向下游制剂行业发展延伸，通过募集资金投资项目的实施，在现有特色原料药的基础上，建设醋酸阿比特龙片、恩扎卢胺片、雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片三种制剂产品生产线。

表6：募投项目梳理

募投项目名称	涉及项目产品	新建产能
308 吨特色原料药及 2 亿片抗肿瘤制剂项目（一期）	普瑞巴林	300.60 吨/年
	苯磺贝他斯汀	5 吨/年
	糠酸氟替卡松	1 吨/年
	卤倍他索丙酸酯	0.50 吨/年
	醋酸阿比特龙片	3,000 万片/年
	恩扎卢胺片	5,000 万片/年
年产 300KG 司美格鲁肽原料药生产线及配套设施建设项目	司美格鲁肽	300KG/年
年产 3 亿雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片生产线建设项目	雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片	30,000 万片/年

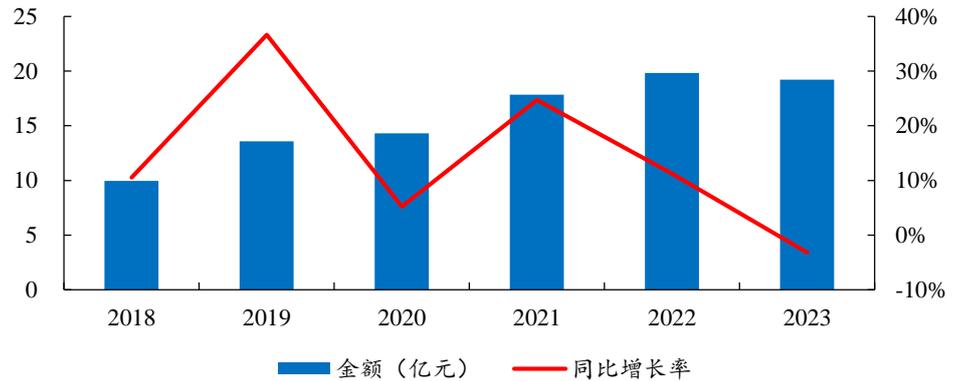
资料来源：奥锐特公告、开源证券研究所

2.4、地屈孕酮片市场快速扩容，公司有望获得较大市场份额

随着政策的大力推动以及国内医药行业的快速发展，中国制剂研发潜力逐年增加。国内地屈孕酮片市场快速扩容，地屈孕酮片销售规模从 2018 年 9.95 亿元增长至 2023 年 19.21 亿元。

地屈孕酮片由原研厂商雅培申请作为进口药品在国内获批上市，国内扬州奥锐特药业有限公司和杭州和泽坤元药业有限公司已获地屈孕酮片上市批准文号，扬州奥锐特公司为杭州和泽坤元公司提供地屈孕酮原料药。浙江仙琚制药股份有限公司和四川科伦药业股份有限公司正在上市申请中。

奥锐特通过技术创新，掌握地屈孕酮原料药的合成技术，并于 2021 年实现了规模化生产和销售，成为全球范围内少数拥有地屈孕酮原料药规模化生产能力的企业之一。奥锐特于 2023 年 6 月取得地屈孕酮片的药品注册证书，向地屈孕酮制剂发展延伸。

图22：中国地屈孕酮市场快速扩容


数据来源：PDB、开源证券研究所

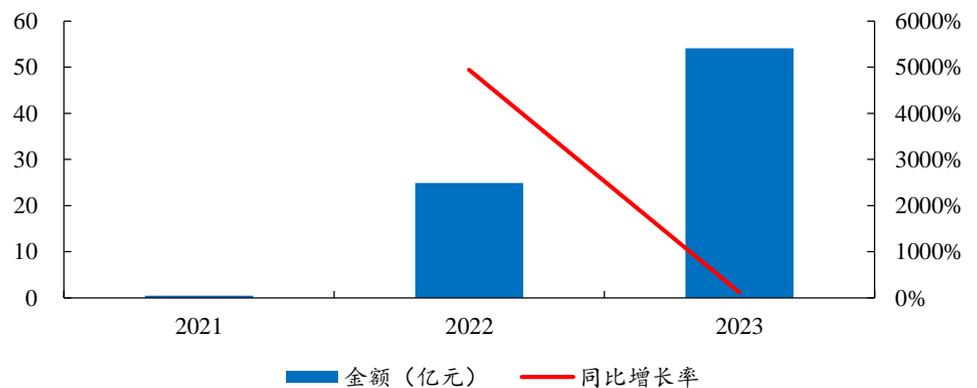
表7：国内地屈孕酮制剂上市及在研情况

受理号	企业名称	CDE 承办时间	产品最高进度	上市申请类型	批准文号/注册证号
CYHS2302975	浙江仙琚制药股份有限公司	2023-11-02	上市申请中	仿制	
CYHS2301595	四川科伦药业股份有限公司	2023-06-10	上市申请中	仿制	
CYHS2201435	杭州和泽坤元药业有限公司	2022-09-02	已获文号	仿制	国药准字 H20243163
CYHS2102225	扬州奥锐特药业有限公司	2021-12-20	已获文号	仿制	国药准字 H20233769
JXHS1800074	雅培制药有限公司	2018-12-28	已获文号	进口	

资料来源：Insight、开源证券研究所

2.5、司美格鲁肽市场前景良好，公司新产能有望投产

司美格鲁肽注射剂是一种新型的长效 GLP-1 受体激动剂 (GLP-1RA)，相较于传统的 GLP-1RA，其半衰期延长至 7 天。司美格鲁肽具有强效降糖、减重以及保护心血管等多重作用。近年来我国司美格鲁肽市场规模迅速扩张，销售额从 2018 年 0.49 亿元增长至 2023 年 54.07 亿元。目前多家企业在布局司美格鲁肽仿制药，据 Insight 数据库，国内已有 178 个项目、22 家公司针对司美格鲁肽展开研究，多家公司项目处于临床 III 期，包括丽珠集团新北江制药股份有限公司、成都倍特生物制药有限公司、杭州中美华东制药有限公司、正大天晴药业集团股份有限公司等。

图23：中国司美格鲁肽市场快速放量


数据来源：PDB、开源证券研究所

表8：国内司美格鲁肽上市及在研情况

受理号	企业名称	CDE 承办时间	产品最高进度	申请内容
CXSL2400264	重庆宸安生物制药有限公司	2024-04-26	III 期临床	临床申请
CXSL2400240	正大天晴药业集团股份有限公司	2024-04-17	III 期临床	临床申请
CXSL2400231	乐普药业股份有限公司	2024-04-16	临床申请中	临床申请
JXHL2400085	印度瑞迪博士实验室有限公司 瑞迪博士（北京）药业有限公司	2024-04-04	临床申请中	临床申请
CXSS2400034	杭州九源基因工程股份有限公司	2024-04-03	上市申请中	上市申请
CXHL2400146	苏州特瑞药业股份有限公司	2024-02-06	I 期临床	临床申请
CXHL2400134	深圳翰宇药业股份有限公司	2024-02-02	I 期临床	临床申请
CXHL2400114	华润双鹤药业股份有限公司	2024-01-26	I 期临床	临床申请
CXHL2400031	北京抗创联生物制药技术研究有限公司 石药集团中奇制药技术（石家庄）有限公司	2024-01-09	III 期临床	临床申请
CXSL2300892	成都倍特生物制药有限公司	2023-12-27	III 期临床	临床申请
JXSL2300221	诺和诺德制药	2023-12-13	III 期临床	临床申请
CXSL2300828	丽珠集团新北江制药股份有限公司	2023-12-01	III 期临床	临床申请
CXSL2300715	江苏万邦生化医药集团有限责任公司	2023-10-19	I 期临床	临床申请
CXSL2300274	惠升生物制药股份有限公司	2023-04-20	III 期临床	临床申请
CXSB2300024	杭州中美华东制药有限公司	2023-03-22	III 期临床	临床申请
CXSL2300102	联邦生物科技（珠海横琴）有限公司	2023-02-09	III 期临床	临床申请
CXHL2200887	齐鲁制药有限公司	2022-11-10	III 期临床	临床申请
CXSL2200497	北京质肽生物医药科技有限公司	2022-09-30	III 期临床	临床申请
CXHL2200734	石药集团中奇制药技术（石家庄）有限公司	2022-09-23	III 期临床	临床申请
CXSL2200244	重庆宸安生物制药有限公司 上海博唯生物科技有限公司	2022-06-06	III 期临床	临床申请
CXSL2200185	重庆派金生物科技有限公司	2022-04-24	III 期临床	临床申请
CXSL2101157	珠海联邦制药股份有限公司	2021-06-29	III 期临床	临床申请
JXSS2000006	诺和诺德制药	2020-04-07	已获文号	上市申请

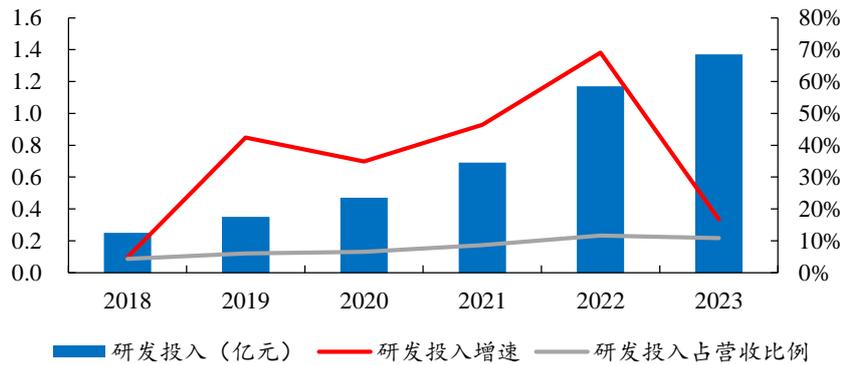
资料来源：Insight、开源证券研究所

奥锐特从 2016 年开始建设合成生物学的平台，提高了司美格鲁肽产品纯化效率，对后续的合成步骤进行了创新性研究，降低了司美格鲁肽原料药的成本。目前，奥锐特已完成司美格鲁肽中试、杂质研究和成品方法学验证，已获得司美格鲁肽相关发明专利 4 项，在申请的发明专利 2 项，具有较好的技术和专利储备。

奥锐特公司拟在江苏省扬州市建设年产 300KG 司美格鲁肽原料药生产线及配套设施，实现从小分子药物向多肽类药物的拓展。

2.6、研发投入强度大，在研项目储备充足

近些年，奥锐特积极布局多肽类、寡核苷酸类、制剂领域，持续加大新产品研发投入和工艺改进研究。公司研发投入从 2018 年的 0.25 亿元增长至 2023 年的 1.37 亿元，复合增速 40.53%。研发投入占营收比例稳定增长。

图24：奥锐特持续投入研发，研发支出逐年增加


数据来源：奥锐特公告、开源证券研究所

公司是国家高新技术企业，经过多年的投入和发展，形成了较强的研发能力，建立了生物发酵、多手性中心复杂合成、合成生物学、光化学、晶体研究及微粉技术、寡核苷酸合成等六大工程技术创新平台，持续致力于小分子药物、多肽药物、寡核苷酸药物以及创新药物的发展。公司目前共拥有5个研发中心，分别位于天津、浙江杭州、浙江天台、江苏扬州和上海，拥有一支由博士、硕士、本科等学历组成的专业研究团队，覆盖药品研发、新工艺研发、放大生产、分析研发、质量研究等各个方面。公司共有四大生产基地，分别为八都厂区、联澳生物厂区、扬州奥锐特厂区、苍山厂区，其中苍山厂区处于建设中。奥锐特公司主要在研项目如下：

表9：奥锐特研发能力较强，在研项目充足

序号	在研项目名称	适用症或主治功能	研发阶段
1	瑞卢戈利	前列腺癌	完成工艺验证
2	阿帕鲁胺	前列腺癌	完成工艺优化
3	诺西那声钠	脊髓性肌萎缩症	完成工艺优化
4	瑞美吉洋	偏头痛	完成工艺优化
5	司美格鲁肽	糖尿病	中试
6	雌二醇/雌二醇地屈孕酮复合包装片	围绝经期综合症	完成工艺验证
7	恩扎卢胺片	前列腺癌	中试

资料来源：奥锐特公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、关键假设

奥锐特原料药业务持续增长，制剂品牌陆续获批，我们预计地屈孕酮复方制剂、恩杂鲁胺片、多替拉韦片、阿比特龙片等品种有望在明后年陆续上市，司美格鲁肽产能预计2024年投入使用，贝派度酸、非奈利酮、布立西坦等有望今年贡献业绩增量。根据公司原料药产能、制剂研发注册进度，我们预计各板块业务增长情况如下：

表10：公司盈利拆分及预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计							
收入 (百万元)	721.44	803.36	1,008.08	1,262.53	1,656.85	2,183.89	2,710.18

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
yoy	24.04%	11.36%	25.48%	25.29%	31.23%	31.81%	24.10%
毛利 (百万元)	340.90	394.72	520.37	706.01	990.92	1355.58	1713.97
毛利率	47.25%	49.13%	51.62%	55.92%	59.81%	62.07%	63.24%
呼吸系统类							
收入 (百万元)	148.25	153.31	151.93	163.29	168.18	173.23	178.43
yoy	34.85%	3.42%	-0.91%	7.48%	3.00%	3.00%	3.00%
成本	71.63	69.13	63.78	79.21	81.74	84.36	87.07
毛利 (百万元)	76.61	84.18	88.15	84.08	86.45	88.87	91.35
毛利率	51.68%	54.91%	58.02%	51.49%	51.40%	51.30%	51.20%
心血管类							
收入 (百万元)	208.23	180.40	236.66	300.41	459.63	666.47	893.07
yoy	7.07%	-13.36%	31.19%	26.94%	53.00%	45.00%	34.00%
成本	62.93	63.23	84.79	104.24	158.57	229.27	307.39
毛利 (百万元)	145.30	117.17	151.86	196.17	301.06	437.20	585.67
毛利率	69.78%	64.95%	64.17%	65.30%	65.50%	65.60%	65.58%
抗感染类							
收入 (百万元)	70.35	49.36	46.59	18.49	18.91	16.45	14.48
yoy	120.25%	-29.83%	-5.61%	-60.32%	2.30%	-13.00%	-12.00%
成本	41.07	31.95	27.10	8.77	8.96	7.83	6.91
毛利 (百万元)	29.27	17.41	19.49	9.71	9.95	8.62	7.57
毛利率	41.61%	35.27%	41.83%	52.54%	52.60%	52.40%	52.30%
神经系统类							
收入 (百万元)	55.03	83.47	100.44	73.58	54.45	66.97	83.04
yoy	-11.43%	51.69%	20.33%	-26.74%	-26.00%	23.00%	24.00%
成本	33.46	51.60	59.63	40.99	31.03	38.84	49.00
毛利 (百万元)	21.56	31.87	40.81	32.59	23.41	28.13	34.05
毛利率	39.19%	38.18%	40.63%	44.29%	43.00%	42.00%	41.00%
女性健康类							
收入 (百万元)		165.66	194.40	188.85	184.07	208.00	235.04
yoy			17.35%	-2.86%	-2.53%	13.00%	13.00%
成本		63.25	48.54	56.83	57.06	66.56	77.56
毛利 (百万元)		102.41	145.86	132.03	127.01	141.44	157.48
毛利率		61.82%	75.03%	69.91%	69.00%	68.00%	67.00%
抗肿瘤类							
收入 (百万元)	36.09	40.37	140.67	244.25	290.65	345.88	383.92
yoy		11.87%	248.42%	73.63%	19.00%	19.00%	11.00%
成本	13.69	24.15	96.93	138.41	165.09	195.77	216.92
毛利 (百万元)	22.40	16.23	43.73	105.83	125.56	150.11	167.01
毛利率	62.08%	40.19%	31.09%	43.33%	43.20%	43.40%	43.50%
其他类							
收入 (百万元)	63.32	33.04	41.60	69.95	83.94	100.73	120.87
yoy	-11.68%	-47.82%	25.93%	68.13%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	44.39	23.19	33.03	29.62	35.67	42.91	51.73

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利 (百万元)	18.93	9.85	8.57	40.33	48.27	57.82	69.14
毛利率	29.90%	29.80%	20.61%	57.66%	57.50%	57.40%	57.20%
贸易业务							
收入 (百万元)	136.49	94.84	88.56	105.28	106.33	107.40	108.47
yoy	22.97%	-30.52%	-6.62%	18.88%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	111.11	80.78	71.64	85.22	85.92	86.78	87.59
毛利 (百万元)	25.39	14.06	16.91	20.06	20.42	20.62	20.88
毛利率	18.60%	14.83%	19.10%	19.05%	19.20%	19.20%	19.25%
制剂							
收入 (百万元)				89.85	282.00	490.00	684.00
yoy					213.86%	73.76%	39.59%
成本				11.02	39.48	73.50	109.44
毛利 (百万元)				78.83	242.52	416.50	574.56
毛利率				87.74%	86.00%	85.00%	84.00%
其他业务							
收入 (百万元)	3.70	2.90	7.23	8.59	8.68	8.77	8.85
yoy		-21.48%	149.00%	18.90%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	2.27	1.37	2.23	2.26	2.40	2.50	2.60
毛利 (百万元)	1.43	1.53	5.00	6.33	6.28	6.27	6.25
毛利率	38.67%	52.66%	69.15%	73.65%	72.35%	71.48%	70.64%

数据来源：奥锐特公告、开源证券研究所

3.2、盈利预测与估值

历经 26 年发展，公司致力于打造一流的小分子药物、多肽药物、寡核苷酸药物的研发和生产平台，并积极推动“原料药+制剂”一体化发展战略，向下游制剂发展延伸。短期看，公司地屈孕酮制剂、贝派度酸、非奈利酮、布立西坦、司美格鲁肽等潜力产品众多，增长空间大。长期看，公司立项能力突出，在研项目储备充足，有望为未来业绩增长贡献新动能。我们看好公司的长期发展，预计公司 2024-2026 年归母净利润为 3.81/5.17/6.36 亿元，同比增长 31.6%/35.7%/23%，当前股价对应 PE 为 24.5/18.1/14.7 倍。我们选取与公司业务模式相近的同和药业、普洛药业与博瑞医药作比较。与可比公司的平均估值相比，奥锐特估值较低，性价比高，首次覆盖，给予“买入”评级。

表11：与可比公司平均估值相比，公司估值较低，性价比较高

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速 (%)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300636.SZ	同和药业	10.00	75.75	42.18	38.58	22.63	15.92	11.49
000739.SZ	普洛药业	13.79	15.25	18.59	17.97	13.26	11.18	9.48
688166.SH	博瑞医药	34.14	26.93	14.79	15.08	56.12	48.89	42.48
	可比公司平均		39.3	25.2	23.9	30.7	25.3	21.1
605116.SH	奥锐特	23.00	31.60	35.70	23.00	24.5	18.1	14.7

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：数据截至 2024 年 6 月 24 日收盘，可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

4、风险提示

国际贸易环境变化风险：公司原料药和中间体出口的国家或地区分布较广，欧洲、北美洲、南美洲和亚洲等均有涉及。地缘政治竞争加剧的情况下，相关国家若采取增加关税等手段对我国产品出口设置障碍，可能对公司经营造成不利影响。

环保及安全生产风险：公司在生产过程中，需要使用易燃、易爆、有毒物质，部分部门工作涉及接触危险化学品，若操作不当或设备老化，可能导致安全生产事故的发生。

汇率波动风险：公司产品主要以出口为主，外销业务主要以美元标价及结算。人民币汇率的波动，将有可能给公司带来汇兑收益或汇兑损失并在一定程度上影响公司经营业绩。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1088	1366	1649	2271	2564	营业收入	1008	1263	1657	2184	2710
现金	392	546	680	920	1127	营业成本	488	557	666	828	996
应收票据及应收账款	221	287	341	512	531	营业税金及附加	8	10	13	20	27
其他应收款	4	8	8	13	13	营业费用	40	101	142	192	244
预付账款	11	3	19	8	27	管理费用	135	170	229	304	378
存货	445	510	587	805	852	研发费用	117	137	187	260	333
其他流动资产	17	11	14	13	13	财务费用	-28	-16	-12	-2	3
非流动资产	947	1209	1392	1700	1951	资产减值损失	-8	-8	-11	-14	-18
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	8	8	8	8	8
固定资产	578	582	796	1067	1307	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	123	121	135	149	166	投资净收益	-1	32	15	23	19
其他非流动资产	247	505	461	484	478	资产处置收益	-1	-2	-2	-2	-2
资产总计	2035	2575	3041	3971	4515	营业利润	241	331	435	590	726
流动负债	322	501	699	1195	1202	营业外收入	0	0	0	0	0
短期借款	30	40	381	569	766	营业外支出	1	2	1	1	1
应付票据及应付账款	150	282	172	387	259	利润总额	241	329	434	589	724
其他流动负债	142	179	147	239	176	所得税	32	40	56	74	92
非流动负债	29	106	85	81	69	净利润	208	289	378	515	633
长期借款	4	60	50	41	31	少数股东损益	-3	-0	-3	-2	-4
其他非流动负债	25	46	35	40	38	归属母公司净利润	211	289	381	517	636
负债合计	351	607	784	1276	1271	EBITDA	298	396	499	692	865
少数股东权益	8	0	-3	-5	-8	EPS(元)	0.52	0.71	0.94	1.27	1.57
股本	406	406	406	406	406						
资本公积	553	585	585	585	585	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	751	976	1238	1594	2031	成长能力					
归属母公司股东权益	1676	1968	2259	2699	3252	营业收入(%)	25.5	25.2	31.2	31.8	24.1
负债和股东权益	2035	2575	3041	3971	4515	营业利润(%)	24.6	37.1	31.5	35.6	23.0
						归属于母公司净利润(%)	25.0	37.2	31.6	35.7	23.0
						获利能力					
						毛利率(%)	51.6	55.9	59.8	62.1	63.2
						净利率(%)	20.9	22.9	23.0	23.7	23.5
						ROE(%)	12.4	14.7	16.8	19.1	19.5
						ROIC(%)	11.6	13.3	13.8	15.5	15.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	17.3	23.6	25.8	32.1	28.1
						净负债比率(%)	-20.4	-20.6	-9.6	-10.0	-9.0
						流动比率	3.4	2.7	2.4	1.9	2.1
						速动比率	1.9	1.7	1.5	1.2	1.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	5.6	5.0	5.3	5.1	5.2
						应付账款周转率	3.9	3.9	3.9	3.9	3.9
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.52	0.71	0.94	1.27	1.57
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.95	0.31	1.26	1.16
						每股净资产(最新摊薄)	4.13	4.84	5.56	6.64	8.01
						估值比率					
						P/E	44.3	32.3	24.5	18.1	14.7
						P/B	5.6	4.7	4.1	3.5	2.9
						EV/EBITDA	30.3	22.6	18.3	13.1	10.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn