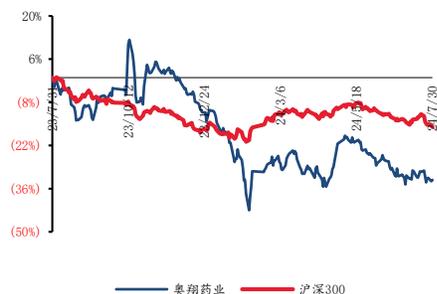


## 原料药+CXO 业务稳健增长，制剂打造第三增长曲线

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

|                |             |
|----------------|-------------|
| 总股本/流通(亿股)     | 8.3/8.3     |
| 总市值/流通(亿元)     | 57.79/57.79 |
| 12个月内最高/最低价(元) | 17.43/6.77  |

### 相关研究报告

#### 证券分析师：周豫

E-MAIL: zhouyua@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190523060002

#### 研究助理：乔露阳

E-MAIL: qiaoly@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190123080015

### 报告摘要

以特色原料药为基石，持续拓展 CDMO、制剂业务。公司成立于 2010 年 4 月，于 2017 年上市，成立初期主要从事特色原料药研发、生产及销售；2018 年布局 CRO/CDMO/CMO 业务；2021 年开始布局制剂业务，制剂业务将于 2025 年开始贡献收入。目前，公司产品主要分为肝病类、呼吸系统类、心脑血管类、高端氟产品类、前列腺素类、抗菌类、痛风类、抗肿瘤类和神经系统类九大类，手性结构多，研发难度较大。2019-2023 年，公司营收及利润持续增长，盈利能力快速提升，期间营收复合增速为 27.62%，利润复合增速为 45.95%，毛利率增加 3.27pct，净利率增加 12.78pct。

原料药及 CXO 业务稳健增长，产品矩阵持续丰富。公司产品种类丰富，研发驱动产品梯队迭代放量，2019-2023 年，公司研发投入的复合增速约为 13%，2023 年达到 7,805.79 万元，研发费用率近 10%，助力公司产品梯队日益完善。第一梯队产品能够贡献稳定的收入和利润，包括双环醇、恩替卡韦、泊沙康唑、非布司他、奈必洛尔、西他沙星等，其中恩替卡韦、双环醇、泊沙康唑等在国际市场占有率位居前列；第二梯队是有望快速放量的产品，这些产品将支撑未来 3 年收入及利润的增长，如舒更葡糖钠、毛果芸香碱等；第三梯队是当前处于研发阶段，3 年后有望开始放量的产品。

制剂将迎来收获期，打造第三增长曲线。公司与 STADA 深度合作，推进制剂国际化进程，2021 年 11 月，公司与 STADA 签订了《合作开发和商业化战略合作协议》，进一步拓宽公司产品线，第一个制剂产品甲磺酸伊马替尼片有望于 2024 年 H2 在欧洲获批，于 2025 年 H1 在中国获批，并将于 2025 年开始贡献销售收入。制剂产能“高端制剂国际化项目(一期)”项目建设稳步推进，有望于 2025 年投产。此外，公司积极布局创新药业务，一方面投资新药公司，另一方面引进、开发新药，公司正在开发的用于治疗缺血性脑卒中的 1.1 类新药布罗佐喷钠处于临床 II 期阶段。

#### ● 盈利预测

我们预测公司 2024/25/26 年收入为 9.63/11.64/15.81 亿元，净利润为 3.17/3.84/5.06 亿元，对应当前 PE 为 18/15/11X，考虑原料药及 CXO 业务增长稳定，且制剂业务有望于 2025 年开始贡献增量收入，估值应具备溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

行业政策风险；市场竞争加剧风险；产品价格下滑风险；产品研发失败风险；

■ 盈利预测和财务指标

|            | 2023A | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 817   | 963    | 1,164  | 1,581  |
| 营业收入增长率(%) | 6.83% | 17.93% | 20.89% | 35.75% |
| 归母净利（百万元）  | 254   | 317    | 384    | 506    |
| 净利润增长率(%)  | 7.87% | 24.97% | 21.00% | 31.88% |
| 摊薄每股收益（元）  | 0.31  | 0.38   | 0.46   | 0.61   |
| 市盈率（PE）    | 22.76 | 18.21  | 15.05  | 11.41  |

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 .....                             | 6  |
| (一) 以特色原料药为基石，持续拓展 CDMO、制剂业务 .....        | 6  |
| (二) 股权结构清晰，创始人持股比例高 .....                 | 6  |
| (三) 产能利用率较高，新产能将有序释放 .....                | 7  |
| (四) 营收及利润持续增长，盈利能力快速提升 .....              | 9  |
| 二、 原料药及 CXO 业务稳健增长，产品矩阵持续丰富 .....         | 11 |
| (一) 特色原料药及中间体：产品种类丰富，研发驱动产品梯队迭代放量 .....   | 11 |
| (二) CRO/CDMO/CMO：定增扩充产品矩阵，商业化项目占比提升 ..... | 28 |
| 三、 制剂将迎来收获期，打造第三增长曲线 .....                | 30 |
| (一) 与 STADA 深度合作，推进制剂国际化进程 .....          | 30 |
| (二) 积极布局创新药业务，布罗佐喷钠具备竞争优势 .....           | 31 |
| 四、 盈利预测与估值 .....                          | 33 |
| (一) 关键假设 .....                            | 33 |
| (二) 收入拆分与盈利预测 .....                       | 34 |
| (三) PE 估值及投资建议 .....                      | 35 |
| 五、 风险提示 .....                             | 36 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 公司发展历程                            | 6  |
| 图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)       | 7  |
| 图表 3: 奥翔药业产能情况                          | 8  |
| 图表 4: 公司高端制剂国际化项目 (一期) 项目产品情况           | 9  |
| 图表 5: 公司历年营业收入及增长情况                     | 9  |
| 图表 6: 公司历年归母净利润及增长情况                    | 9  |
| 图表 7: 公司营业收入构成 (按产品划分) (亿元)             | 10 |
| 图表 8: 公司分产品毛利率情况 (%)                    | 10 |
| 图表 9: 公司历年 CRO/CDMO/CMO 业务营业收入          | 10 |
| 图表 10: 公司历年毛利率及净利率情况 (%)                | 11 |
| 图表 11: 公司历年期间费用率情况 (%)                  | 11 |
| 图表 12: 公司特色原料药及中间体主要产品                  | 12 |
| 图表 13: 公司核心产品情况                         | 13 |
| 图表 14: 完成双环醇原料药 CDE 登记的企业               | 14 |
| 图表 15: 全国等级医院双环醇片销售额                    | 14 |
| 图表 16: 2019 年-2021 年公司双环醇及 CS 酸销售收入     | 14 |
| 图表 17: 全球恩替卡韦制剂销售额                      | 15 |
| 图表 18: 恩替卡韦原料药 DMF 备案情况 (截至 2024Q1)     | 16 |
| 图表 19: 公司历年恩替卡韦 API 规范市场销售量 (KG)        | 17 |
| 图表 20: 历年泊沙康唑制剂美国市场销售额                  | 18 |
| 图表 21: 泊沙康唑制剂中国市场销售额                    | 18 |
| 图表 22: 公司泊沙康唑原料药在部分国家注册情况               | 18 |
| 图表 23: 盐酸奈必洛尔制剂美国市场销售额 (亿美元)            | 19 |
| 图表 24: 盐酸奈必洛尔原料药 DMF 备案情况 (截至 2024Q1)   | 20 |
| 图表 25: 完成盐酸奈必洛尔原料药 CDE 登记的企业            | 20 |
| 图表 26: 历年非布司他制剂全球销售额                    | 21 |
| 图表 27: 历年非布司他原料药全球消耗量                   | 21 |
| 图表 28: 公司非布司他原料药在部分国家注册情况               | 22 |
| 图表 29: 公司历年境外业务收入及占比                    | 23 |
| 图表 30: 公司历年研发投入及研发费用率情况                 | 23 |
| 图表 31: 公司产品梯队                           | 24 |
| 图表 32: 历年布瑞亭全球销售额及增速                    | 25 |
| 图表 33: 舒更注射剂历年国内院端销售额及增速                | 26 |
| 图表 34: 2023 年舒更注射剂院内市场份额情况              | 26 |
| 图表 35: 全球不同地区老花眼患者总人数及未治愈人数占比 (单位: 百万人) | 27 |
| 图表 36: 盐酸毛果芸香碱原料药 DMF 备案情况 (截至 2024Q1)  | 27 |
| 图表 37: 公司盐酸毛果芸香碱原料药注册情况                 | 27 |
| 图表 38: 公司历年 CRO/CDMO/CMO 业务营业收入         | 28 |
| 图表 39: 公司定增 CDMO/CMO 项目情况               | 29 |
| 图表 40: 公司 CRO/CDMO/CMO 项目数量 (个)         | 29 |
| 图表 41: 公司高端制剂国际化项目 (一期) 项目产品情况          | 30 |
| 图表 42: 诺华格列卫全球销售额及增速                    | 31 |
| 图表 43: 中国脑卒中发病率及患病率变化趋势                 | 32 |
| 图表 44: 中国脑卒中死亡率及 DALY 率变化趋势             | 32 |

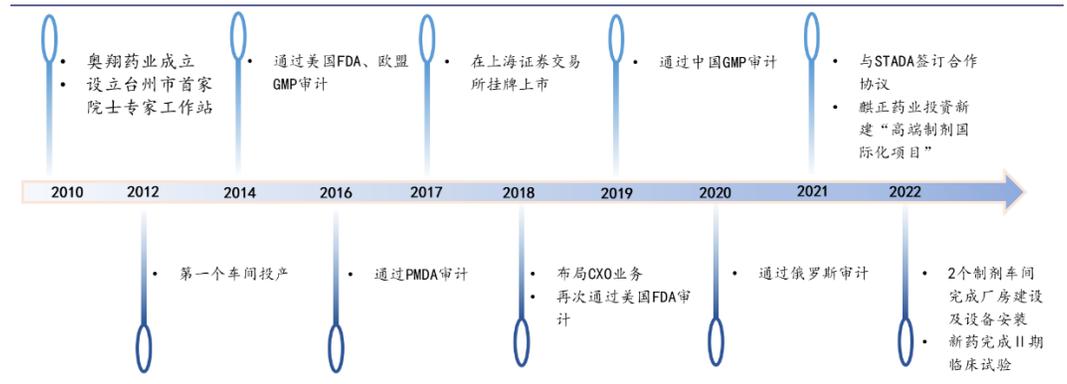
|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 图表 45: 石药集团丁苯酞历年销售额及增速 .....    | 33 |
| 图表 46: 中国缺血性脑卒中神经保护药物竞争格局 ..... | 33 |
| 图表 47: 公司收入及毛利率拆分 .....         | 35 |
| 图表 48: 盈利预测表 .....              | 35 |
| 图表 49: 估值对比 .....               | 36 |

## 一、公司概况

### (一) 以特色原料药为基石，持续拓展 CDMO、制剂业务

高壁垒特色原料药供应商，持续拓展 CDMO、制剂等业务领域。浙江奥翔药业股份有限公司成立于 2010 年 4 月，2017 年上市。公司成立初期主要从事特色原料药研发、生产及销售，2018 年布局 CRO/CDMO/CMO 业务，2021 年开始布局制剂业务，即将开始贡献收入。目前，公司产品主要分为肝病类、呼吸系统类、心脑血管类、高端氟产品类、前列腺素类、抗菌类、痛风类、抗肿瘤类和神经系统类九大类，包括双环醇、恩替卡韦、泊沙康唑、西他沙星、奈必洛尔、非布索坦、LA-05、LA-06 等，手性结构多，研发难度较大。

图表1：公司发展历程

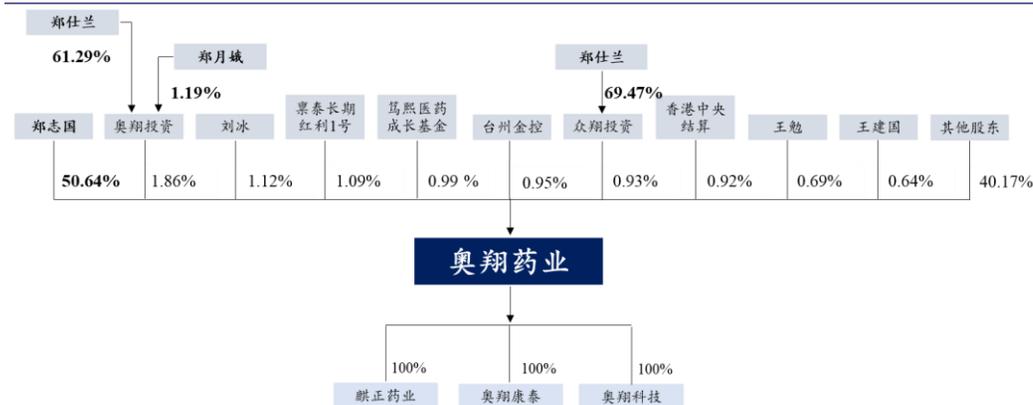


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### (二) 股权结构清晰，创始人持股比例高

公司创始人持股比例高。公司创始人、控股股东及实控人为郑志国先生，持股比例高达 50.64%。郑仕兰、郑月娥女士为郑志国先生胞妹，其中郑仕兰女士分别持有奥翔投资、众翔投资 61.29%、69.47%的股份，郑月娥女士持有奥翔投资 1.19%的股份。

图表2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### （三）产能利用率较高，新产能将有序释放

公司共有 2 个生产主体，分别为奥翔药业（台州）、麒正药业（台州），其中奥翔药业主要生产原料药及中间体产品，全资子公司麒正药业为制剂生产基地。

奥翔药业（台州）产能利用率较高，新产能的投产将有效缓解产能紧张问题。奥翔药业（台州）的产品主要集中在合成车间 1、2、3、4 及多功能车间生产，产能利用率较高，受制于产能制约，公司多个工艺成熟、盈利能力强的品种无法实现规模化生产。2020 年及 2022 年，公司分别定增募投“特色原料药及关键医药中间体生产基地”及“特色原料药及关键医药中间体生产基地（二期）”项目，新建合成车间 5、6、7、8、9、10、11，截至 2023 年底，7 个车间均已完成厂房建设，其中 1 个车间已完成竣工验收，3 个车间正在进行试生产，1 个车间已完成设备安装，2 个车间待设备安装。随着新产能的陆续投放，公司产能紧张的问题将得到有效缓解。

图表3：奥翔药业产能情况

| 车间名称            | 主要产品  | 建设情况 |
|-----------------|---|------|
| 合成车间 1          | 恩替卡韦、鲁比前列素、拉坦前列素、联苯甲酰科瑞内酯(BPCOD)、普仑司特、左乙拉西坦                 | 已建   |
|                 | NM8   | 试运行  |
| 合成车间 2          | SFB、DEPB、DFA、MGT、SOFO                                       | 已建   |
|                 | SHC、FS、LA-06  | 试运行  |
| 合成车间 3          | PSKM、NBL 醇、PSKB、NBL、PSK、FBX                                 | 已建   |
|                 | PLST-4、ANT、PSK-B-06、FIA                                     | 试运行  |
| 合成车间 4          | 前列腺素药物中试生产线、MIS、DNP、COD 醇                                   | 试运行  |
|                 | 化合物 3、LTPB  | 在建   |
| 合成车间 5          | 抗肿瘤类药物中试生产线、IMP4927、IMTB                                    | 已建   |
| 合成车间 6          | BPNS、TBMPA、CLO01、HHZ、CHP、BTX、SUG、FBX、IPLS                   | 试运行  |
| 合成车间 7          | CZK、COKT、TTCOD、GS 酸、TIC11、SMAH、TIC、BZP、LA-05、BAL-02、BAL-01  | 试运行  |
| 合成车间 8          | DNJ-5、TMSP、PLST、NM5、A5、CMS、MKT、AGN-H、AGN-L、SK-01、SK-03      | 试运行  |
| 合成车间 9          | DZ、DBU-B、CMN、MKS、6-MP、DFCA、TF                               | 在建   |
| 合成车间 10         | PDXH、STX-L、VBFH、TSM、FFF、索非那新                                | 在建   |
|                 | FNC、CG-01、ISC   | 在建   |
| 合成车间 11<br>(发酵) | NGE、BOCD、STX-0、ELG、TRP、BMP、LIM、DNK、BER、APXB、RMT、STX、EFC、MGT | 在建   |
| 多功能车间           | 普仑司特(加氢工段)、鲁比前列素(加氢工段)、选择性氟试剂                               | 已建   |
|                 | 其他类药物中试生产线  | 在建   |
| 制剂车间            | 制剂  | 在建   |

资料来源：环评报告，公司公告，太平洋证券整理

**制剂车间建设稳步推进。**麒麟药业为制剂生产基地，正在推进“高端制剂国际化项目”建设，厂房 1 主要生产高活性靶向抗肿瘤制剂，厂房 2 主要生产普通口服固体制剂。截至 2023 年底，高活性制剂车间 12,654 m<sup>2</sup>和口服固体制剂车间 16,809 m<sup>2</sup>均已完成厂房建设及设备安装，各产品按项目时间表正常推进。

图表4：公司高端制剂国际化项目（一期）项目产品情况

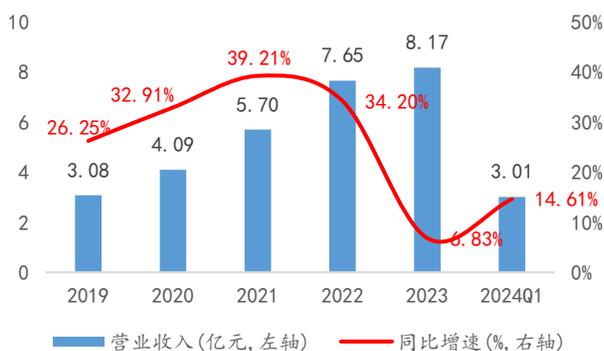
| 产品名    | 产能<br>(万片/年) | 预计销售单价<br>(元/片) | 建设车间 | 备注      |
|--------|--------------|-----------------|------|---------|
| IMTB-P | 3,000        | 3.4             | 厂房1  | 高活抗肿瘤制剂 |
| PBCL   | 1,000        | 19.48           | 厂房1  | 高活抗肿瘤制剂 |
| YLTB-P | 500          | 30.97           | 厂房1  | 高活抗肿瘤制剂 |
| ENT-P  | 50,000       | 0.14            | 厂房2  | 固体制剂    |
| TCG-P  | 50,000       | 0.44            | 厂房2  | 固体制剂    |
| FBX-P  | 20,000       | 0.72            | 厂房2  | 固体制剂    |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

#### (四) 营收及利润持续增长，盈利能力快速提升

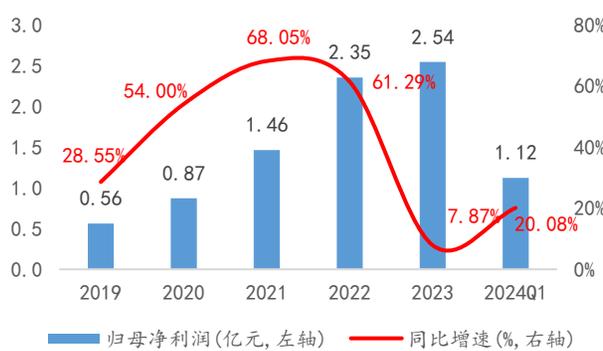
公司营收及利润持续增长，2023年增速放缓。从收入端来看，公司营业收入由2019年的3.08亿元快速增长至2023年的8.17亿元，2019-2023年复合增速为27.62%，2023年同比增速下滑至6.83%，2024年Q1实现收入3.01亿元，同比增长14.61%；从利润端来看，公司归母净利润由2019年的0.56亿元快速增长至2023年的2.54亿元，2019-2023年复合增速为45.95%，2023年同比增速下滑至7.87%，2024年Q1实现归母净利润1.12亿元，同比增长20.08%。

图表5：公司历年营业收入及增长情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表6：公司历年归母净利润及增长情况

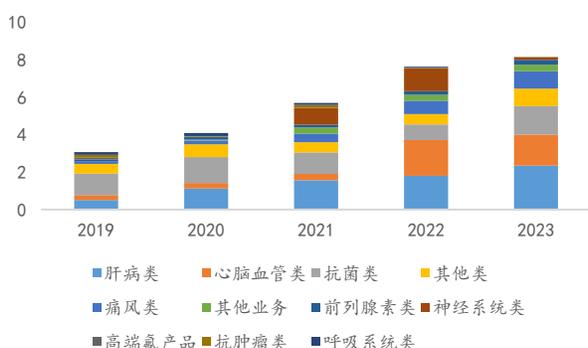


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

从营业收入构成来看，肝病类、心血管类、抗菌类产品销售收入占比较高。2023年，肝病类产品销售收入超2亿元，心血管类、抗菌类产品销售收入超1亿元，三类产品销售收入占比分别为28.81%、20.28%和18.58%。从增速来看，肝病类、心脑血管类、抗菌类产品销售收入增速较快，

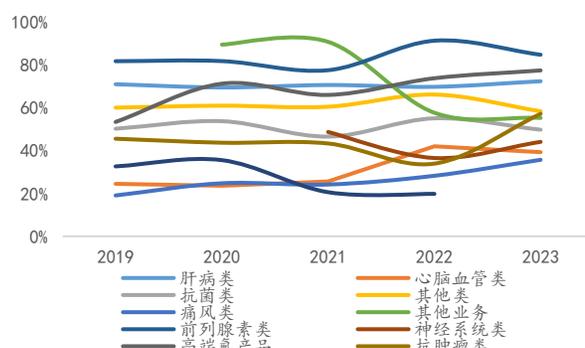
主要因为 CS 酸、双环醇、恩替卡韦、LA-06、泊沙康唑、西他沙星等产品市场需求旺盛，销售收入持续增长。从毛利率来看，肝病类、前列腺素类、高端氟产品类产品毛利率较高，2023 年毛利率均超过 70%，分别为 72.56%、84.96%和 77.57%。

图表7：公司营业收入构成（按产品划分）(亿元)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

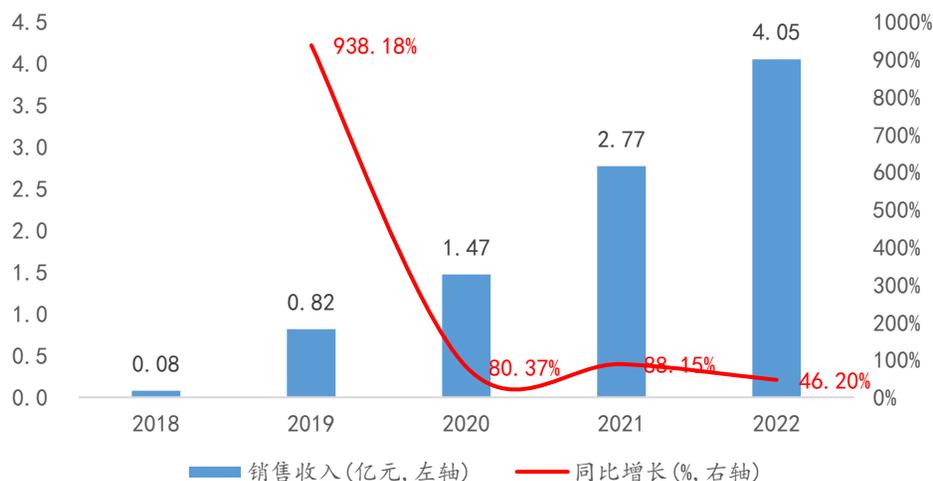
图表8：公司分产品毛利率情况 (%)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

分业务板块来看，公司 CRO/CDMO/CMO 业务销售收入高速增长。公司 CRO/CDMO/CMO 业务销售收入自 2018 年的 0.08 亿元高速增长至 2022 年的 4.05 亿元，2018-2022 年复合增速为 167.90%。

图表9：公司历年 CRO/CDMO/CMO 业务营业收入

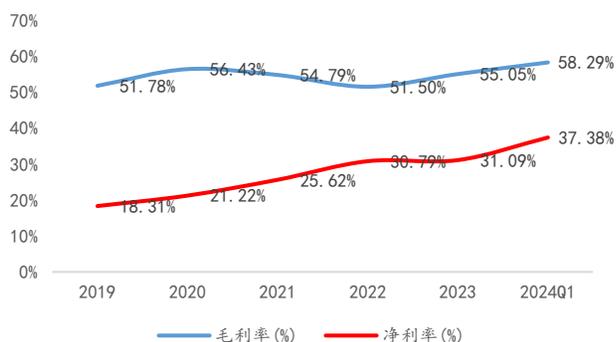


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司盈利能力持续提升，期间费用率下降明显。公司毛利率及净利率呈持续上升趋势，毛利率由 2019 年的 51.78% 提升至 2023 年的 55.05%，增加了 3.27pct，2024 年 Q1 毛利率为 58.29%；净利率由 2019 年的 18.31% 提升至 2023 年的 31.09%，增加了 12.78pct，2024 年 Q1 净利率为 37.38%，较上年同期增加 1.70pct。

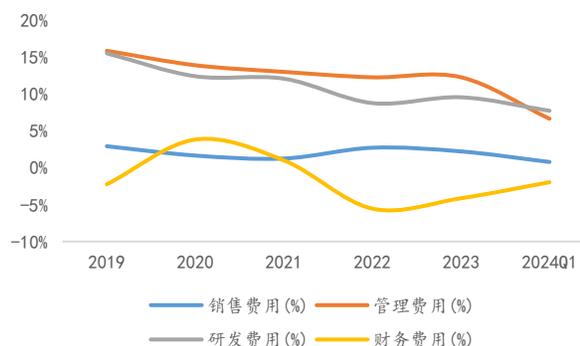
由于公司收入快速增长，期间费用率由 2019 年的 32.07% 下降至 2023 年的 19.94%，减少了 12.13pct，2024 年 Q1 为 13.22%，较上年同期减少 2.67pct，其中管理费用率、研发费用率下降趋势明显，管理费用率由 2019 年的 15.87% 下降至 2023 年的 12.28%，2024 年 Q1 为 6.65%，研发费用率由 2019 年的 15.51% 下降至 2023 年的 9.56%，2024 年 Q1 为 7.73%。

图表10：公司历年毛利率及净利率情况（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表11：公司历年期间费用率情况（%）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 二、原料药及 CXO 业务稳健增长，产品矩阵持续丰富

### (一) 特色原料药及中间体：产品种类丰富，研发驱动产品梯队迭代放量

公司产品种类丰富，主要产品市占率较高。公司产品主要分为肝病类、呼吸系统类、心脑血管类、高端氟产品类、前列腺素类、抗菌类、痛风类、抗肿瘤类和神经系统类九大类，其中肝病类、心血管类、抗菌类产品销售收入占比较高，分别为 28.81%、20.28% 和 18.58%。

图表12：公司特色原料药及中间体主要产品

|        |   |
|--------|---|
| 肝病类    | GS 酸、双环醇 (SHC)、恩替卡韦 (ETV)、CMBC、SFB 内酯等          |
| 抗菌类    | 泊沙康唑 (PSK)、泊沙康唑中间体、西他沙星 (STX)、GHP 等             |
| 心脑血管类  | 盐酸奈必洛尔 (NBL)、米格列醇 (MGT)、替格瑞洛 (TIC)、阿派沙班 (APX) 等 |
| 呼吸系统类  | 普仑司特 (PLST)、PLST-4、孟鲁司特钠 (MKT)、ATN 等            |
| 痛风类    | 非布司他 (FBST) 等                                   |
| 高端氟产品类 | DFCA、选择性氟试剂等                                    |
| 前列腺素类  | LUB、(-)COD、BMP、BCOD、PG-Diol 等                   |
| 抗肿瘤类   | 二乙基-3-吡啶基硼烷 (DEPB) 等                            |
| 神经系统类  | 阿塞纳平、他司美琼等                                      |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司核心产品恩替卡韦、双环醇、泊沙康唑、西他沙星、奈必洛尔、非布司他等在国际市场占有率位居前列。

图表13：公司核心产品情况

| 产品名称   | 治疗领域       | 原研药企         | 原研上市时间                                 | 核心专利到期时间  | 质量标准   | DMF | CEP | 2023 年全球制剂销售额       |
|--------|------------|--------------|--|---|--------|-----|-----|---------------------|
| 双环醇    | 抗肝炎药物      | 北京协和药厂       | 中国 2001 年                              | 2013 年  | CP     | √   |     | 13.7 亿元             |
| 恩替卡韦   | 慢性乙型肝炎感染   | BMS          | 美国 2005 年<br>中国 2005 年<br>欧洲 2006 年    | 中国 2010.10<br>美国 2015.02<br>欧洲 2016.10              | USP、EP | √   | √   | 7.9 亿美元<br>(2021 年) |
| 盐酸奈必洛尔 | 高血压        | 强生           | 德国和荷兰<br>1997 年<br>美国 2007 年           | 美国 2021.12  | EP     | √   | √   |                     |
| 泊沙康唑   | 真菌感染       | 先灵葆雅         | 欧盟 2005 年<br>美国 2006 年<br>中国 2022 年    | 部分欧洲国家<br>2014 年，美国<br>和多数欧洲国家<br>2019 年            |        | √   |     | 3 亿美元+              |
| 非布司他   | 痛风等        | 帝人制药<br>武田制药 | 欧盟 2008 年<br>美国 2009 年<br>中国 2018 年    | 欧洲 2011 年<br>美国 2014 年<br>欧洲各国市场<br>独占权 2018<br>年到期 |        | √   |     | 7.9 亿美元<br>(2021 年) |
| 西他沙星   | 严重难治性感染性疾病 | 第一三共         | 日本 2008 年<br>中国 2019 年<br>美国、欧洲<br>未上市 | 已到期   |        | √   |     | 5 亿美元+              |

资料来源：Cortellis，米内网，公司公告，太平洋证券整理  
注：双环醇 2023 年销售额为国内等级医院总销售额

### 1、CS 酸与双环醇——公司为原研药企最大供应商

CS 酸是合成双环醇的重要中间体，双环醇是抗肝炎药物百赛诺（双环醇片）的原料药，百赛诺是我国首个 1.1 类化学新药，用于治疗慢性肝炎所致的氨基转移酶升高，北京协和药厂是百赛诺原料药和制剂的原研厂商。

国内没有百赛诺仿制药上市，共有 5 家企业完成双环醇原料药 CDE 登记，3 家转“A”，其中北京协和药厂为原研，奥翔药业为最早登记获批的企业，竞争格局较好。根据中康科技数据，全国等级医院双环醇片的销售额从 2019 年的 10.16 亿元，上涨至 2023 年的 13.74 亿元，复合增速

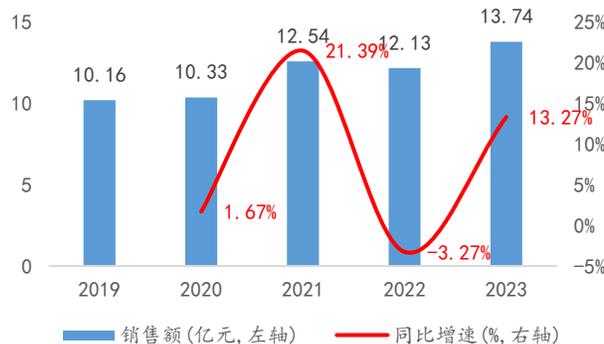
近 8%，其中 2023 年同比增长 13.27%。

图表14：完成双环醇原料药 CDE 登记的企业

| 登记号          | 企业名称   | 状态 | 更新日期       |
|--------------|--------|----|------------|
| Y20170000586 | 奥翔药业   | A  | 2023-05-19 |
| Y20170000590 | 金辉药业   | I  |            |
| Y20170000619 | 安弘制药   | A  | 2024-06-20 |
| Y20190004622 | 北京协和药厂 | A  | 2023-03-24 |
| Y20230000960 | 华海药业   | I  | 2023-10-12 |

资料来源：CDE，太平洋证券整理

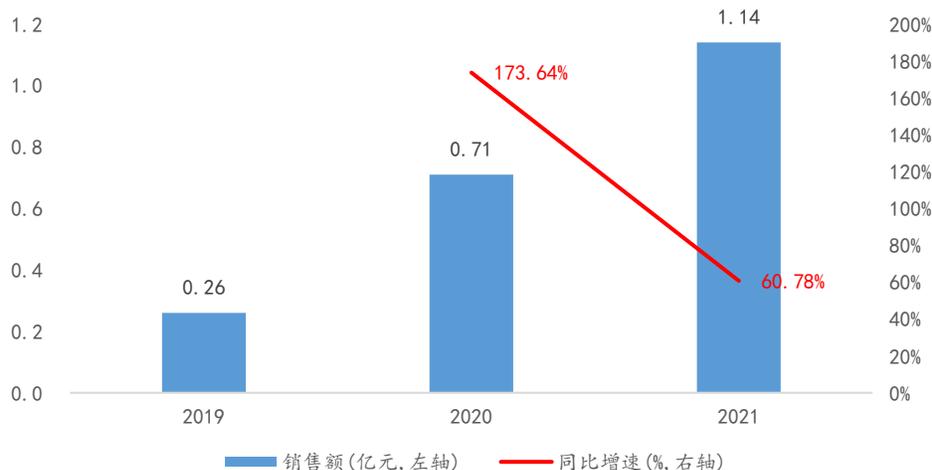
图表15：全国等级医院双环醇片销售额



资料来源：中康科技，太平洋证券整理

公司自 2011 年 6 月起成为北京协和药厂供应商，2020 年前主要销售产品为 CS 酸，2020 年起，由于北京协和药厂产品需求增加，对双环醇的采购量大幅增长，2020 年公司双环醇及 CS 酸销售收入为 0.71 亿元，同比大幅增长 174%，2021 年销售收入超 1 亿元，同比增长 61%。目前公司已经成为其双环醇及中间体产品的最大供应商。

图表16：2019 年-2021 年公司双环醇及 CS 酸销售收入

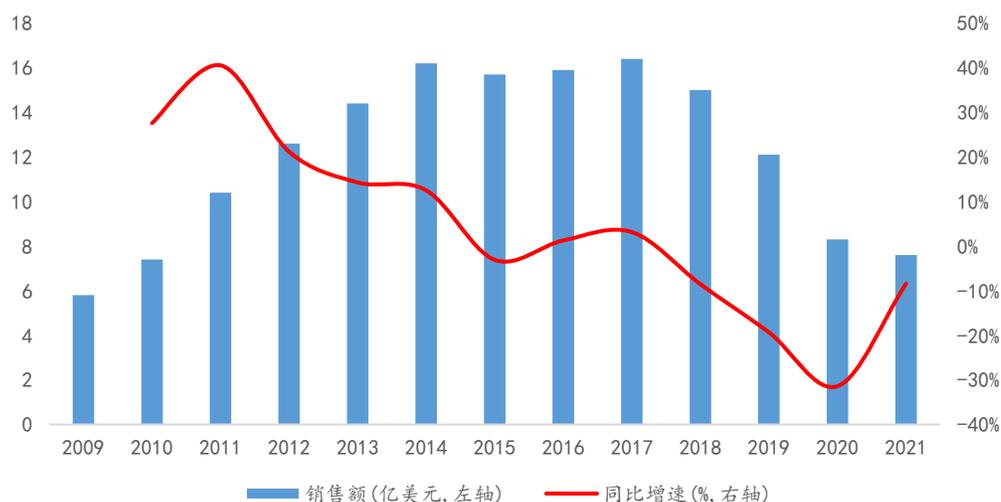


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 2、恩替卡韦——公司规范市场销售占比较高

恩替卡韦原研为百时美施贵宝，商品名为博路定 (Baraclude)，主要用于治疗伴有病毒复制活跃、血清转氨酶持续增高的慢性乙型肝炎感染，2005 年在美国、中国上市，2006 年在欧洲上市，其化合物专利于 2010 年在中国到期，2015 年美国到期，2016 年欧洲到期，期间仿制药大量上市，恩替卡韦制剂销售额自 2015 年起开始下滑，根据 NEWPORT PREMIUM 数据，2021 年替卡韦制剂全球销售额超过 7 亿美元。

图表17：全球恩替卡韦制剂销售额



资料来源：NEWPORT PREMIUM，太平洋证券整理

恩替卡韦原料药竞争企业较多，截至 2024 年 3 月 31 日，完成 FDA DMF 备案的企业 13 家，其中 8 家为中国企业。公司于 2013 年 9 月获得恩替卡韦原料药的欧盟 GMP 认证，2015 年 6 月通过了美国 FDA 的审核。

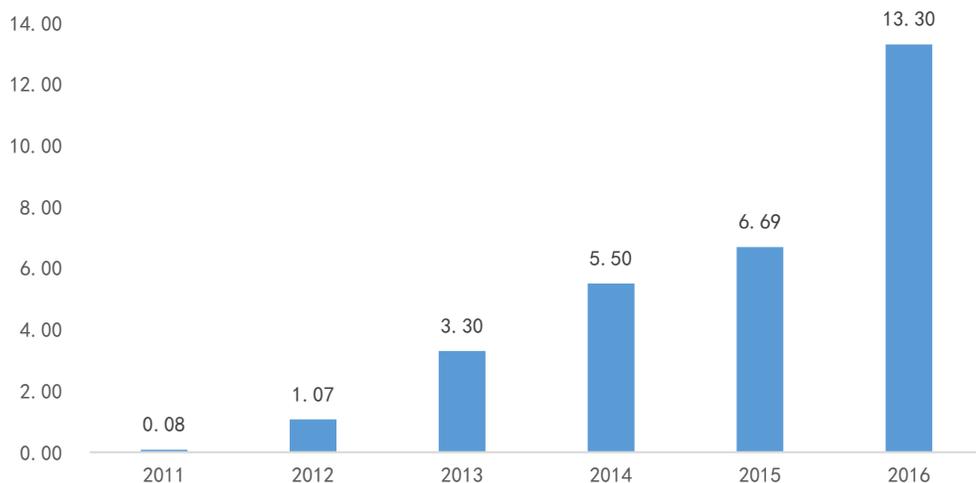
图表18：恩替卡韦原料药 DMF 备案情况（截至 2024Q1）

| DMF 编号       | 申请日期            | 公司名称                                       | 产品名称   |
|--------------|-----------------|--|--|
| 23663        | 5/21/2010       | CIPLA LTD                                  | ENTECAVIR MONOHYDRATE USP                              |
| 24601        | 1/28/2011       | 重庆凯林制药有限公司                                 | ENTECAVIR HYDRATE USP, NON-STERILE BULK DRUG SUBSTANCE |
| <b>25200</b> | <b>8/5/2011</b> | <b>浙江奥翔药业股份有限公司</b>                        | <b>ENTECAVIR MONOHYDRATE BULK DRUG SUBSTANCE</b>       |
| 25549        | 11/30/2011      | 台湾神隆股份有限公司                                 | ENTECAVIR MONOHYDRATE USP                              |
| 26307        | 8/14/2012       | HETERO DRUGS LTD                           | ENTECAVIR MONOHYDRATE                                  |
| 27401        | 8/31/2013       | APITORIA PHARMA PRIVATE LTD                | ENTECAVIR  |
| 27600        | 2/26/2014       | YUNG SHIN PHARMACEUTICAL INDUSTRIAL CO LTD | ENTECAVIR MONOHYDRATE                                  |
| 27719        | 12/17/2013      | LEK PHARMACEUTICALS DD                     | ENTECAVIR MONOHYDRATE                                  |
| 27767        | 12/26/2013      | ZYDUS LIFESCIENCES LTD                     | ENTECAVIR USP  |
| 27848        | 1/7/2014        | 浙江华海药业股份有限公司                               | ENTECAVIR USP  |
| 31949        | 8/23/2017       | 博瑞生物医药股份有限公司                               | ENTECAVIR MONOHYDRATE                                  |
| 32650        | 3/27/2018       | 江苏慧聚药业股份有限公司                               | ENTECAVIR INTERMEDIATE                                 |
| 33104        | 8/17/2018       | 江苏慧聚药业股份有限公司                               | ENTECAVIR  |
| 33490        | 5/30/2019       | 阜新龙瑞药业有限责任公司                               | ENTECAVIR MONOHYDRATE                                  |

资料来源：FDA，太平洋证券整理

2014 年，公司陆续开始向客户提供生产仿制药验证批所需的恩替卡韦 API，随着下游客户产品陆续上市，公司产品销量持续提升，根据公司招股书，2016 年恩替卡韦原料药及中间体的销售量为 22.20KG，对应销售收入 1,868.03 万元。同时，公司规范市场的销售量实现快速增长，从 2011 年的 0.08KG 增长至 2016 年的 13.30KG，2016 年规范市场销售占比近 60%。

图表19：公司历年恩替卡韦 API 规范市场销售量 (KG)



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

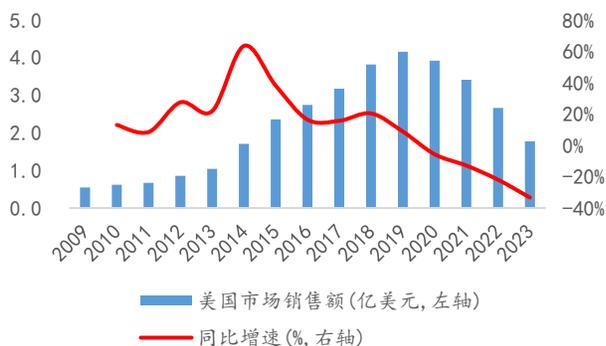
### 3、泊沙康唑——公司主要销售欧美规范市场

泊沙康唑是由美国先灵葆雅公司研制的第二代三唑类抗真菌药物，商品名为诺科飞(Noxafil)，抗真菌谱广，抗菌效力强，适用于多种对两性霉素不能耐受或难治性成人侵袭性真菌感染的治疗，最早于2005年10月在欧盟上市，2006年9月在美国上市，2021年1月在中国上市。泊沙康唑的主要市场在欧洲和美国，其在部分欧洲国家的专利于2014年到期，在美国和大多数欧洲国家的专利于2019年到期。

根据彭博数据库，诺科飞在美国市场的销售额从2009年的0.55亿美元增长至2018年的3.82亿美元，2019年仿制药开始上市，泊沙康唑制剂的销售额从2019年的4.15亿美元下降到2023年的1.77亿美元。

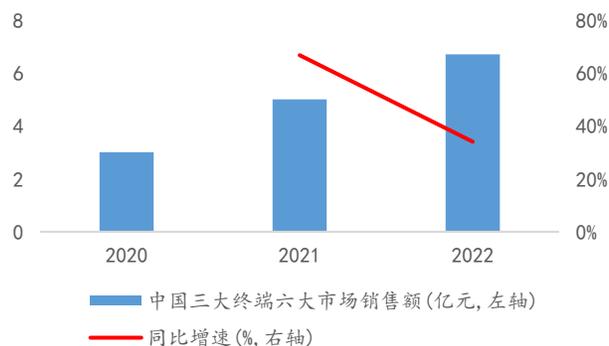
2021年4月，奥赛康泊沙康唑注射液在中国首仿上市，2023年3月，科伦药业泊沙康唑口服混悬液首仿上市，截至目前国内已上市的泊沙康唑制剂仿制药已经超过15个。跟据米内网数据，泊沙康唑制剂在国内三大终端六大市场的销售额快速增长，2020原研销售超过3亿元，随着仿制药的上市，2022年原研和仿制药的总销售额增长至6.7亿元。

图表20：历年泊沙康唑制剂美国市场销售额



资料来源：彭博，太平洋证券整理

图表21：泊沙康唑制剂中国市场销售额



资料来源：米内网，太平洋证券整理

泊沙康唑原料药竞争企业较多，但公司产品注册时间较早，主要销往欧洲、美国等规范市场。截至2024年3月31日，获得FDA DMF备案的企业近30家，公司于2016年完成DMF备案。截至2024年7月，在CDE完成的登记注册的企业有22家，其中状态为“A”的有15家，公司为第一家登记并获批的企业。

图表22：公司泊沙康唑原料药在部分国家注册情况

| 国家 | 受理时间 | 序列号                    |
|----|------|------------------------|
| 美国 | 2016 | 29731                  |
| 瑞典 | 2016 | 2016/150               |
| 英国 | 2016 | MFD-42686-2-17846-0001 |
| 捷克 | 2017 | SukIs297397/2016       |
| 中国 | 2018 | Y20180001585           |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

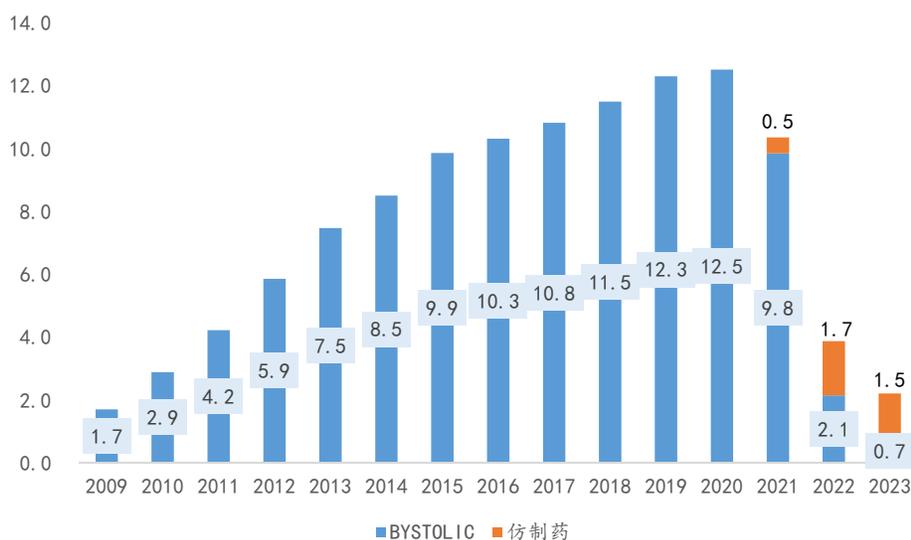
#### 4、奈必洛尔——公司为全球大型仿药企业供应商

盐酸奈必洛尔是一种强效、选择性的第三代β受体阻滞剂，最早由美国强生公司研发，于1997年5月在德国和荷兰上市，用于原发性轻至中度高血压的治疗，也可用于心绞痛及充血性心力衰竭的治疗。2007年12月，FDA批准盐酸奈必洛尔制剂——Bystolic在美国上市，Bystolic原研为扬森制药，北美市场制剂生产和销售由森林实验室（Forest Laboratories）负责，欧洲市场由美纳里尼集团（Menarini Group）负责。2012年4月，森林实验室宣布，以3.57亿美元买断强

生 Bystolic 的知识产权，无需支付后续的特许权使用费。

2009 年-2020 年，Bystolic 美国市场销售额持续增长，2020 年达到销售峰值 12.5 亿美元，随着 2021 年 12 月 Bystolic 美国市场专利到期，其销售额快速下滑至 2023 年的 0.7 亿美元，仿制药的销售收入达到了 1.5 亿美元。

图表23：盐酸奈必洛尔制剂美国市场销售额（亿美元）



资料来源：彭博，太平洋证券整理

截至 2024 年 3 月 31 日，完成 FDA DMF 备案的企业 14 家，其中 2 家为中国企业，分别为奥翔药业和华海药业。公司已经和 Actavis、Stada 等全球大型仿制药企业达成合作。

图表24：盐酸奈必洛尔原料药 DMF 备案情况（截至 2024Q1）

| DMF 编号       | 申请日期             | 公司名称                                | 产品名称  |
|--------------|------------------|-------------------------------------|---|
| 15417        | 5/7/2001         | JANSSEN PHARMACEUTICA NV            | NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE (R067555) DRUG SUBSTANCE AS |
| 21152        | 12/8/2007        | CADILA PHARMACEUTICALS LTD          | NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE                             |
| 22735        | 3/31/2009        | FIS FABBRICA ITALIANA SINTETICI SPA | NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE                             |
| 22906        | 6/29/2009        | TORRENT PHARMACEUTICALS LTD         | NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE                             |
| 24916        | 5/4/2011         | MSN PHARMACHEM PRIVATE LTD          | NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE [ROUTE CODE: 'NH']          |
| 25296        | 9/12/2011        | HETERO DRUGS LTD                    | NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE                             |
| 28627        | 9/10/2014        | HONOUR LAB LTD                      | NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE                             |
| <b>29730</b> | <b>9/28/2015</b> | 浙江奥翔药业股份有限公司                        | <b>NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE</b>                      |
| 29996        | 2/19/2016        | MACLEODS PHARMACEUTICALS LTD        | NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE                             |
| 30052        | 12/3/2015        | CORDEN PHARMA CHENOVE               | NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE                             |
| 30848        | 8/18/2016        | 浙江华海药业股份有限公司                        | NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE                             |
| 31081        | 11/2/2016        | HETERO DRUGS LTD                    | NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE (PROCESS-II)                |
| 35332        | 10/28/2021       | SMAART PHARMACEUTICALS              | NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE                             |
| 39313        | 3/15/2024        | ALKEM LABORATORIES LTD              | NEBIVOLOL HYDROCHLORIDE                             |

资料来源：FDA，太平洋证券整理

目前原研及仿制药均未在国内上市。截至 2024 年 7 月，在 CDE 完成的登记注册的企业有 8 家，状态均为“1”，其中 4 家为中国企业。

图表25：完成盐酸奈必洛尔原料药 CDE 登记的企业

| 登记号          | 企业名称            | 状态 | 更新时间       |
|--------------|-----------------|----|------------|
| Y20170000371 | ZACH SYSTEM SPA | I  |            |
| Y20190000698 | 威奇达药业           | I  | 2019-11-20 |
| Y20190000681 | MSN             | I  | 2020-04-03 |
| Y20210000123 | 福安药业            | I  | 2021-03-12 |
| Y20210001061 | Hetero Drugs    | I  | 2022-03-15 |
| Y20220000560 | 华海药业            | I  | 2022-07-20 |
| Y20220000463 | CADILA          | I  | 2022-07-22 |
| Y20230000174 | 奥翔药业            | I  | 2023-03-21 |

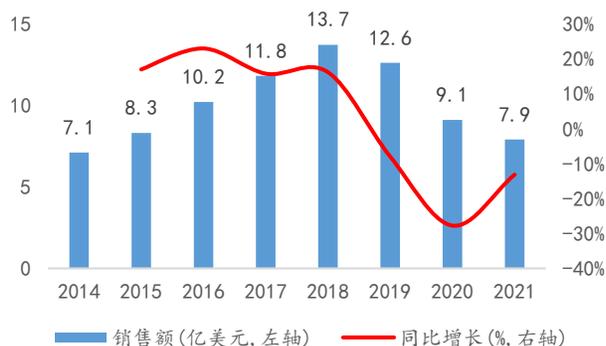
资料来源：CDE，太平洋证券整理

### 5、非布司他——主要销售欧、美、日等规范市场

非布司他是新一代黄嘌呤氧化酶（XO）抑制剂，原研为日本帝人公司（Teijin Pharma），商品名 ULORIC，适用于具有痛风症状的高尿酸血症的长期治疗，相比别嘌醇等其他治疗药物，其降尿酸效果更强、安全性更好，2008 年在欧盟上市，2009 年在美国上市。2018 年在中国上市。非布司他在欧洲的化合物专利已于 2011 年到期，美国 2014 年到期，欧洲各国市场独占权 2018 年 4 月到期。

根据 NEWPORT PREMIUM 数据，全球非布司他制剂销售额从 2014 年的 7.1 亿美元增长至 2018 年的 13.7 亿美元，随着欧洲各国市场独占权于 2018 年 4 月到期，全球非布司他制剂销售额持续下滑至 2021 年的 7.9 亿美元。全球非布司他原料药消耗量持续增长，从 2015 年的 40.6 吨增长至 2021 年的 97.7 吨，复合增速达 16%。

图表26：历年非布司他制剂全球销售额



资料来源：NEWPORT PREMIUM, 太平洋证券整理

图表27：历年非布司他原料药全球消耗量



资料来源：NEWPORT PREMIUM, 太平洋证券整理

非布司他原料药竞争企业较多，截至 2024 年 3 月 31 日，完成 FDA DMF 备案的企业共 27 家，截至 2024 年 7 月，在 CDE 完成原料药注册登记的企业超 30 家。2015-2016 年，公司集中在多个国家进行注册申报，目前主要出口美国、欧洲、日本等市场，已经成为多家欧美大型仿制药企业合格供应商。

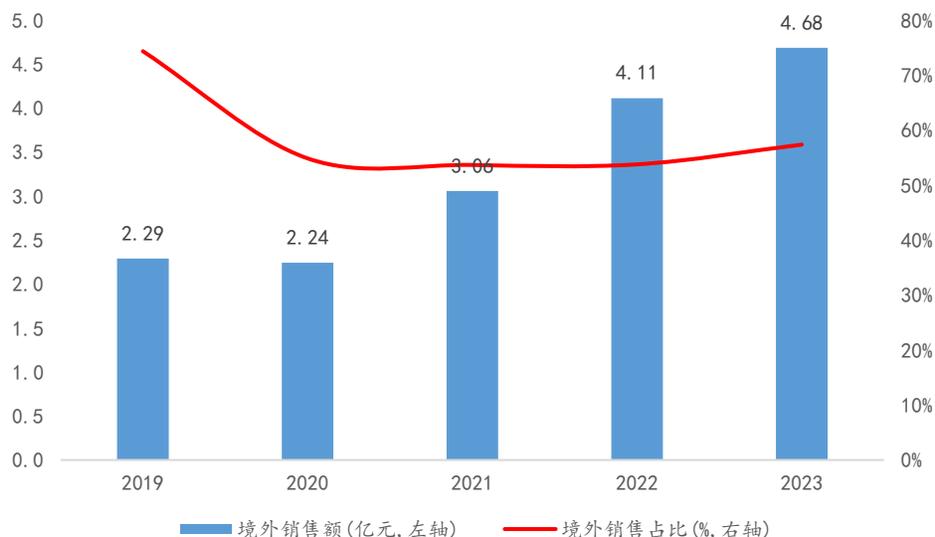
图表28：公司非布司他原料药在部分国家注册情况

| 国家   | 受理时间    | 序列号                     |
|------|---------|-------------------------|
| 美国   | 2015.09 | No. 29716               |
| 捷克   | 2016.05 | Sukls141196/2016        |
| 奥地利  | 2016.06 | 551694                  |
| 荷兰   | 2016.06 | 03294                   |
| 法国   | 2016.07 | 2016-062                |
| 德国   | 2016.05 | 3791                    |
| 比利时  | 2016.05 | 220748                  |
| 西班牙  | 2016.05 | AA/0079/16              |
| 爱尔兰  | 2016.05 | 44400000                |
| 瑞典   | 2016.05 | 2016-048                |
| 克罗地亚 | 2016.06 | 11431 (530-09/16-12/46) |
| 加拿大  | 2016.09 | 2016-190                |
| 中国   | 2019    | Y20190000927            |

资料来源：CDE，公司公告，太平洋证券整理

公司海外销售占比较高，出口主要面向高端市场。2019-2023 年，公司境外业务收入占比均超过 50%，多个产品已经完成了欧盟 GMP、美国 FDA 等多个国家和地区药政部门的注册及认证，主要出口美国、欧洲、日本等规范市场。公司现已通过多家著名国际大型仿制药和原研药企业的合格供应商认证，如 Novartis、AstraZeneca、TEVA、Stada、Hikma 等。

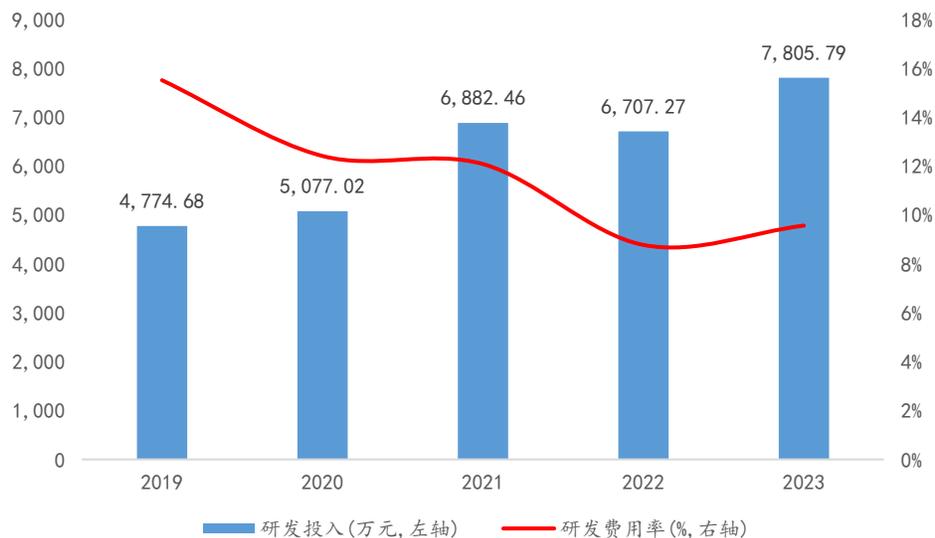
图表29：公司历年境外业务收入及占比



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

研发驱动产品梯队迭代放量，在研项目储备充足。公司研发投入持续增长，2019-2023 年复合增速约为 13%，2023 年达到 7,805.79 万元，研发费用率近 10%，助力公司产品梯队日益完善。

图表30：公司历年研发投入及研发费用率情况



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

第一梯队是能够贡献稳定的收入和利润的成熟品种，包括双环醇、恩替卡韦、泊沙康唑、非布司他、奈必洛尔、西他沙星等；第二梯队是当前仅有少量收入及利润贡献，但有望快速放量的产品，这些产品将支撑未来3年收入及利润的增长，如舒更葡糖钠、毛果芸香碱等；第三梯队是当前处于研发阶段，3年后有望开始放量的产品；

图表31：公司产品梯队



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### 1、舒更葡糖钠——全球市场规模近 20 亿美元，专利正在陆续到期

舒更葡糖钠原研厂家为默沙东，商品名为布瑞亭(Bridion)，是首个用于逆转神经肌肉阻滞剂的选择性松弛拮抗剂，可快速、可靠地逆转不同深度的肌松，改善全麻手术患者预后。其适应症为：(1) 在成人中拮抗罗库溴铵或维库溴铵诱导的神经肌肉阻滞；(2) 儿科患者：在儿童和青少年中，仅推荐本品用于常规拮抗罗库溴铵诱导的阻滞 (2~17 岁)。已被《中国肌肉松弛药合理应用的专家共识 (2017)》、《中国加速康复外科临床实践指南 (2021)》、《美国麻醉医师协会困难气道管理实践指南 (2022)》等国内外多个权威指南或共识推荐。

**舒更葡糖钠专利正在全球陆续到期。**舒更葡糖钠注射液于 2008 年在欧盟首次获批，2010 年在日本上市，2015 年在美国上市，2017 年在中国上市。其化合物专利于 2020 年 11 月在中国到期，2023 年在欧洲主要市场到期，2024 年在日本到期，将于 2026 年 1 月在美国到期。

**布瑞亭全球销售额持续增长，2023 年近 20 亿美元。**2013 年-2023 年，布瑞亭全球销售额快速增长，年复合增速达到 20%，2023 年全球销售额为 18.42 亿美元。

图表32：历年布瑞亭全球销售额及增速

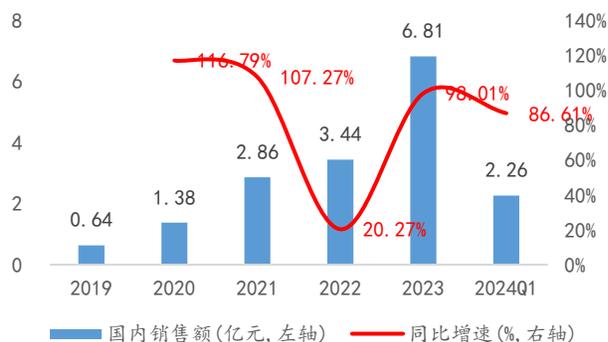


资料来源：默沙东年报，太平洋证券整理

国内市场规模快速增长，市场份额较为集中。根据医药魔方数据，2019年，舒更葡糖钠注射液国内院端销售额为0.64亿元，2022年已经增长至3.44亿元，2023年1月，舒更葡糖钠注射液被纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2022年）》，因此2023年销售额大幅增长98%，达到6.81亿元。

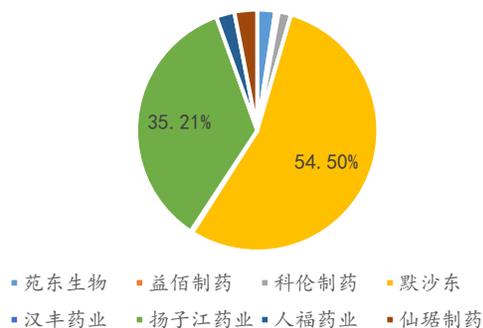
截至2024年7月，国内已有24家仿制药企的舒更制剂获批上市，但市场份额较为集中，2023年舒更注射剂院内市占率最高的为原研默沙东，占比达到54.50%，扬子江药业为35.21%，两家公司合计市占率近90%。

图表33：舒更注射剂历年国内院端销售额及增速



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

图表34：2023 年舒更注射剂院内市场份额情况



资料来源：医药魔方，太平洋证券整理

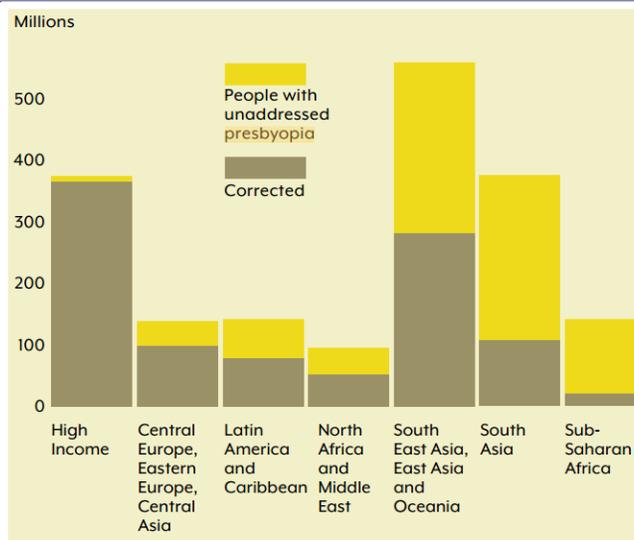
公司的舒更葡萄糖钠原料药已完成美国 FDA DMF 备案，并于 2020 年 5 月向 CDE 提交了原料药的上市申请并获得 CDE 公示登记（登记号 Y20200000429），2022 年 6 月，“与制剂共同审评审批结果”由“I”转“A”，公司有望与原研及国内市占率较高的仿制药企达成合作。

## 2、毛果芸香碱（盐酸盐工艺）——公司注册进度领先

盐酸毛果芸香碱是 M-胆碱受体激动剂，适用于治疗成人老视，2021 年 10 月，艾伯维的盐酸毛果芸香碱滴眼液（1.25%）在美国获批上市，商品名为 Vuity，是全球首款用于治疗老花眼的药物，目前暂未在其他国家上市销售。2023 年 10 月，Orasis 宣布美国 FDA 已批准盐酸毛果芸香碱滴眼液（0.4%）用于治疗成人老花眼，商品名为 Qlosi，浓度更低且不含防腐剂，预计将于 2024 年在美国上市。

老花眼患者基数庞大，相关药物市场空间广阔。根据 WHO 发布的《World report on vision (2019)》，2015 年全球共有 18 亿人患有老花眼，其中包括 8.26 亿未治愈，预计到 2020 年，老花眼患病数量将增加到 21 亿人。根据《2023 中国老花眼人群洞察报告》，我国 35 岁以上的人口，有老花眼问题人群占比 56.9%，达 3.9 亿人。

图表35：全球不同地区老花眼患者总人数及未治愈人数占比（单位：百万人）



资料来源：WHO，太平洋证券整理

公司注册进度领先。截至2024年3月31日，共有4家企业完成盐酸毛果芸香碱原料药DMF备案，仅公司一家中国企业。原研及仿制药均未在中国上市，完成CDE登记备案的企业为巴西制药企业Anidro do Brasil，状态为“1”。公司盐酸毛果芸香碱原料药已在美国FDA完成DMF备案，提交了CEP注册申报，预计2024H2获批。

图表36：盐酸毛果芸香碱原料药DMF备案情况(截至2024Q1)

| DMF 编号 | 申请日期       | 公司名称               | 产品名称                          |
|--------|------------|--------------------|-------------------------------|
| 10025  | 12/28/1992 | ANIDRO DO BRASIL   | PILOCARPINE HYDROCHLORIDE USP |
| 12388  | 2/21/1997  | SPERA NEXUS        | PILOCARPINE HYDROCHLORIDE     |
| 16873  | 9/25/2003  | SOURCETECH QUIMICA | PILOCARPINE HYDROCHLORIDE     |
| 38901  | 9/30/2023  | 奥翔药业               | PILOCARPINE HYDROCHLORIDE     |

资料来源：FDA，太平洋证券整理

图表37：公司盐酸毛果芸香碱原料药注册情况

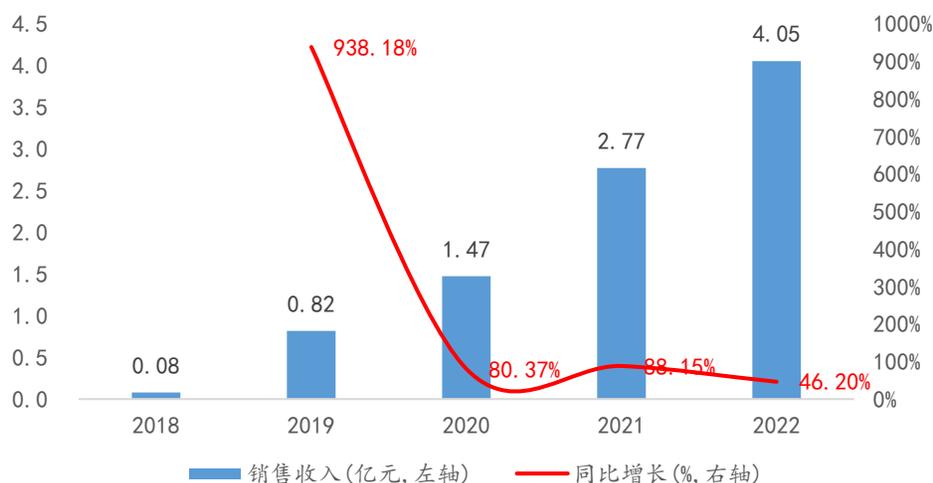
|            |             |
|------------|-------------|
| CSA Number | 54-71-7     |
| 质量标准       | USP, EP, JP |
| DMF        | 已备案         |
| CEP        | 已提交注册申报     |

资料来源：公司公告，FDA，EMA，太平洋证券整理

## (二) CRO/CDMO/CMO：定增扩充产品矩阵，商业化项目占比提升

公司自 2018 年开始布局 CXO 业务，现已成为公司基石业务之一。公司 CRO/CDMO/CMO 业务销售收入自 2018 年的 0.08 亿元高速增长至 2022 年的 4.05 亿元，2018-2022 年复合增速为 167.90%，2022 年销售收入占比超过 50%。

图表38：公司历年 CRO/CDMO/CMO 业务营业收入



资料来源：公司公告，太平洋证券整理  
注：2023 年数据未公布

公司于 2020 年定增募资 4.2 亿元建设“特色原料药及关键医药中间体生产基地”项目，其中包括 7 个 CMO/CDMO 产品，分别为 SK01、SK03、AGN-H、AGN-L、LA-05、BAL-01、BAL-02，于 2022 年定增募资 1.3 亿元建设“特色原料药及关键医药中间体产业化项目（二期）”项目，其中包括 1 个 CDMO 产品 LA-06。

图表39：公司定增 CDMO/CMO 项目情况

| 项目     | 业务类型 | 设计产量 (t/a) | 预计售价 (万元/吨) | 客户     | 药品名称                    | 适应症         |
|--------|------|------------|-------------|--------|-------------------------|-------------|
| SK01   | CDMO | 5          | 420.00      | 诺华     | ZPL-389                 | 特应性皮炎<br>湿疹 |
| SK03   | CDMO | 3          | 140.00      |        |                         |             |
| AGN-H  | CDMO | 5          | 820.00      | 艾尔建    | Atogepant<br>Ubrogepant | 偏头痛         |
| AGN-L  | CMO  | 2          | 3,500.00    | 艾尔建    | Ubrogepant              | 预防偏头痛       |
| LA-05  | CDMO | 5          | 105.00      | Lonza  | 奥希替尼                    | 非小细胞肺癌      |
| LA-06  | CDMO | 10         | 106.19      | 阿斯利康   | 达格列净                    | 糖尿病         |
| BAL-01 | CMO  | 3          | 2,520.00    | 巴塞利亚药业 | Derazantinib            | 胆管癌         |
| BAL-02 | CMO  | 3          | 3,780.00    |        |                         |             |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司主要客户为欧美跨国药企及小型创新药企业，如诺华、LONZA、艾尔建、巴塞利亚药业等。2023年，公司承接的进行中项目共29个，其中CRO/CDMO项目17个，CMO项目12个，CMO项目数量较2021年有明显增长。2021年-2023年，API及中间体项目结构变化明显，2021年API项目仅7个，占比26%，2023年已增长到13个，占比45%。同时，商业化项目个数也实现了翻倍，商业化项目数量的增多有助于产品放量，助力业务收入增长。

图表40：公司 CRO/CDMO/CMO 项目数量（个）

|          | 2021年 | 2022年 | 2023年 |
|----------|-------|-------|-------|
| 进行中总项目数  | 27    | 33    | 29    |
|          |       |       |       |
| CRO/CDMO | 25    | 19    | 17    |
| CMO      | 2     | 14    | 12    |
|          |       |       |       |
| API      | 7     | 14    | 13    |
| 高级中间体    | 20    | 19    | 16    |
|          |       |       |       |
| 临床阶段     | 21    | 17    | 15    |
| 商业化阶段    | 6     | 16    | 14    |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### 三、 制剂将迎来收获期，打造第三增长曲线

#### (一) 与 STADA 深度合作，推进制剂国际化进程

与 STADA 深度合作，丰富产品矩阵。公司除打造国内“原料药+制剂”一体化外，还依靠 Co-Development 合作模式，大力推进制剂国际化进程。2021 年 11 月，公司与 STADA 签订了《合作开发和商业化战略合作协议》，就仿制药产品联合开发及全球化营销开展长期全面合作，进一步拓宽公司产品线，丰富产品矩阵，STADA 为全球大型仿制药企，销售覆盖全球约 120 个国家，2023 年实现销售额 37 亿欧元。

公司与 STADA 首期选定项目研发投资预算金额为 2350 万欧元，在合作区域的国家将由双方共同承担相关费用 (50%/50%)，公司单独负责原料药的开发及产品生产，全球 65 个国家的销售由双方共同负责。Stada 按研发进度和研发成果，在 2021 年-2022 年分四次支付给公司特定品种原料药研发款项，约 1000 万欧元。

制剂产能建设稳步推进，有望于 2025 年投产。2020 年 8 月，公司全资子公司麒正药业开工建设“高端制剂国际化项目（一期）”项目，计划投资 5.16 亿元新建 6 个产品的生产车间（厂房 1、厂房 2）及配套设施，分别为 IMTB-P、PBCL、YLTB-P、ENT-P、TCG-P、FBX-P，进一步提升公司在制剂领域的竞争力，截至 2023 年底，高活性制剂车间 12,654 m<sup>2</sup>、口服固体制剂车间 16,809 m<sup>2</sup> 都已完成厂房建设及设备安装，各产品按项目时间表正常推进，预计 2025 年年底投入使用。项目达产后，每年有望实现销售收入 8.87 亿元，对应净利润 2.00 亿元，将成为新的业绩增长点。

图表41：公司高端制剂国际化项目（一期）项目产品情况

| 产品名    | 产能<br>(万片/年) | 预计销售单价<br>(元/片) | 建设车间 | 备注      |
|--------|--------------|-----------------|------|---------|
| IMTB-P | 3,000        | 3.4             | 厂房 1 | 高活抗肿瘤制剂 |
| PBCL   | 1,000        | 19.48           | 厂房 1 | 高活抗肿瘤制剂 |
| YLTB-P | 500          | 30.97           | 厂房 1 | 高活抗肿瘤制剂 |
| ENT-P  | 50,000       | 0.14            | 厂房 2 | 固体制剂    |
| TCG-P  | 50,000       | 0.44            | 厂房 2 | 固体制剂    |
| FBX-P  | 20,000       | 0.72            | 厂房 2 | 固体制剂    |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

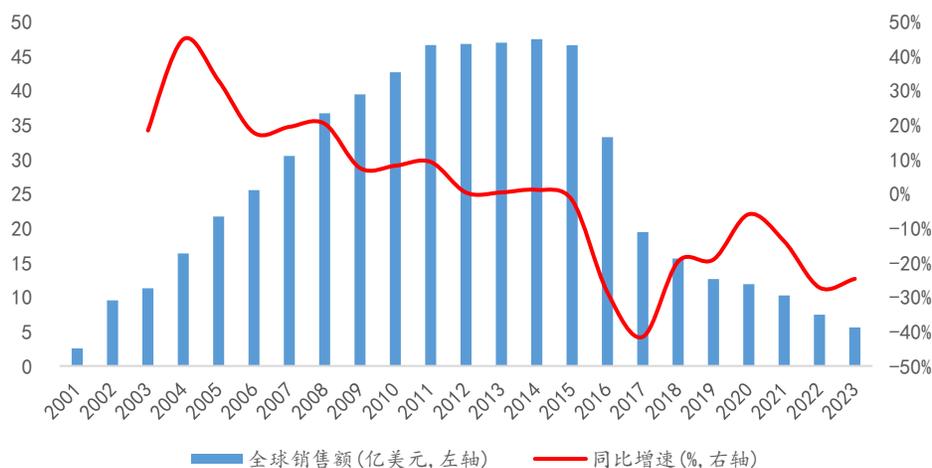
与 STADA 合作的第一个制剂产品有望于 2024 年 H2 上市。公司已经提交甲磺酸伊马替尼片欧

洲上市申请，预计 2024 年 H2 获批，同时也已在 CDE 提交了该产品的上市申请，于 2023 年 12 月 23 日被 CDE 承办，预计 2025 年 H1 获批，因此伊马替尼片有望于 2025 年开始贡献销售收入。

甲磺酸伊马替尼片是一种口服的酪氨酸激酶抑制剂类药物，原研为诺华，商品名为格列卫（Gleevec），用于治疗费城染色体阳性的慢性髓性白血病（Ph+CML）的慢性期、加速期或急变期，不能切除和/或发生转移的恶性胃肠道间质肿瘤（GIST）等，是治疗慢性髓性白血病（CML）的一线用药，能使 CML 患者的 10 年生存率达 85%-90%，于 2001 年率先在美国获批上市，2002 年在中国获批，目前已在约 125 个国家/地区获批。

2001 年-2014 年，诺华格列卫的销售额持续增长，2014 年达到销售峰值 47.46 亿元，其化合物专利于 2014 年在日本到期，2015 在美国到期，2016 年在欧盟主要国家到期，随着全球专利的陆续到期，仿制药大量上市，格列卫的销售额自 2015 年持续下降，2023 年下降至 5.61 亿美元。

图表42：诺华格列卫全球销售额及增速



资料来源：诺华年报，太平洋证券整理

## （二）积极布局创新药业务，布罗佐喷钠具备竞争优势

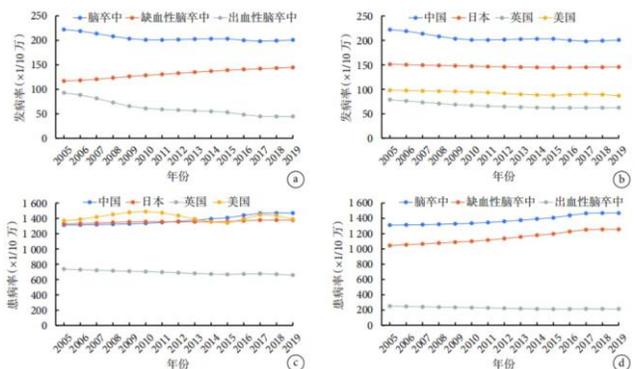
公司创新药业务主要包括两个方面：（1）投资新药公司，并拓展新药 CRO/CDMO/CMO 业务；（2）引进、开发新药，公司正在开发用于治疗缺血性脑卒中的 1.1 类新药布罗佐喷钠处于临床 II 期阶段。

布罗佐喷钠（BZP）最早由郑州大学常俊标教授研发的治疗缺血性脑卒中的 1.1 类新药，2014 年 11 月，郑州大学与公司签订专利技术转让协议，公司以 4,500 万元获得相关项目、专利，并负

责新药报批、临床试验、生产销售等后续工作。2016年1月，获得布罗佐喷钠原料药及制剂的临床批件。2019年，完成单次和多次给药的两项I期研究，均显示出良好的安全性。同年，公司宣布进入临床II期研究。

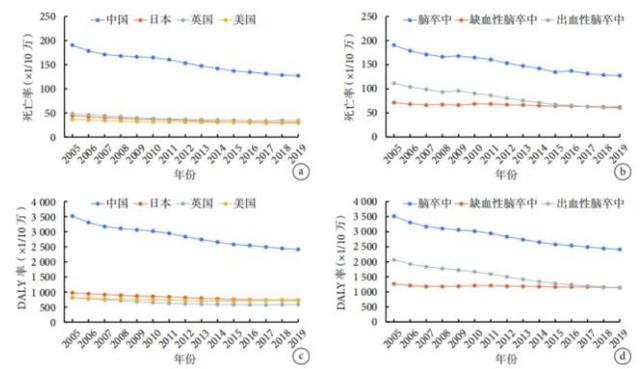
我国缺血性脑卒中发病率及患病率呈持续上升趋势。根据《柳叶刀·神经病学》(Lancet Neurology)刊登的2019年全球疾病负担研究(GBD 2019)，2005年-2019年，我国脑卒中发病率持续高于全球平均水平和英美日等发达国家同期水平，缺血性脑卒中发病率由117/10万上升至145/10万；脑卒中患病率与美国和日本接近，远高于英国同期水平，缺血性脑卒中患病率整体呈上升趋势，由1044/10万上升至1256/10万；脑卒中死亡率远高于英美日等发达国家同期水平，缺血性脑卒中死亡率由71/10万下降到62/10万；同时，全球脑卒中DALY率总体呈下降趋势，我国缺血性脑卒中DALY率由1268/10万下降到1148/10万。

图表43：中国脑卒中发病率及患病率变化趋势



资料来源：全球疾病负担研究，太平洋证券整理

图表44：中国脑卒中死亡率及DALY率变化趋势



资料来源：全球疾病负担研究，太平洋证券整理  
注：DALY是衡量疾病整体负担的综合指标，包含疾病导致死亡损失的健康生命年和导致伤残损失的健康生命年

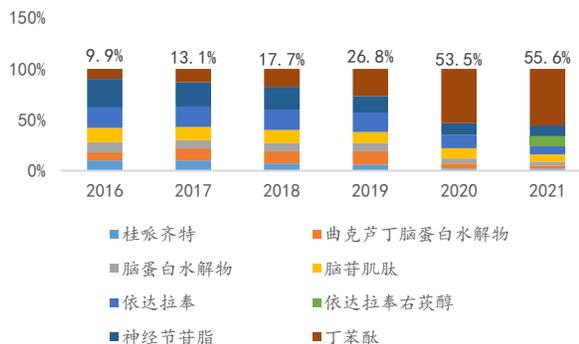
丁苯酞销售额已突破60亿元。目前，已上市的治疗缺血性脑卒中神经保护药品主要为丁苯酞等产品，丁苯酞是石药集团研发的继青蒿素和双环醇之后中国第三个拥有自主知识产权的创新药物，也是我国心脑血管领域首个拥有自主知识产权的一类新药，商品为恩必普，丁苯酞软胶囊于2005年在中国上市，2009年纳入国家医保目录，丁苯酞氯化钠注射液于2010年在中国上市。2014年-2022年，丁苯酞销售额呈持续增长趋势，2022年已超过60亿元，且其国内市占率快速提升，由2016年的9.9%提升至2021年的55.6%。

图表45：石药集团丁苯酞历年销售额及增速



资料来源：药智网，太平洋证券整理

图表46：中国缺血性脑卒中神经保护药物竞争格局



资料来源：药智网，太平洋证券整理

**布罗佐喷钠具备竞争优势。**布罗佐喷钠是在丁基苯酞基础上开发的全新化合物，有独特的结构特点：①可增加缺血区的脑流量，重建缺血区微循环，缩小脑梗塞面积，保护线粒体，改善脑缺血后能量代谢，减轻局部脑缺血所致的脑水肿，作用靶点明确；②是一种固体药物，溶解性好，制剂方便，成本较低，同时具有很好的生物利用度；③能够提高药物对酶及酸糖解的稳定性，在体内不易被氧化代谢，半衰期较长、在临床使用中不会造成肝功能异常及转氨酶升高、毒副作用小、不会出现消化道反应等不良反应。同时，郑州大学常俊标教授表示，与丁基苯酞相比，所需剂量更小，效果更好，同时没有丁基苯酞的不良反应。动物试验显示出优异的心脏缺血性损伤保护作用、抗血小板聚集作用和减轻脑动脉阻塞引起的脑组织损伤作用，且未出现出血等副作用。

## 四、盈利预测与估值

### (一) 关键假设

按公司各类产品分别进行关键假设：

**1) 肝病类：**公司是原研药企双环醇及中间体产品的最大供应商，且全国等级医院双环醇片的销售额持续增长，近5年复合增速约8%，2023年为13.74亿元，预计公司肝病类产品继续维持增长趋势，2024-2026年营业收入分别为2.59亿元，2.85亿元，3.13亿元，分别同比增长10.00%，10.00%，10.00%，预计毛利率略有下降，2024-2026年分别为71.50%，69.75%，68.00%。

**2) 心脑血管类：**2021年12月，Bystolic美国市场专利到期，奈必洛尔仿制药开始上市销售，公司为全球大型仿制药企供应商，奈必洛尔原料药销售有望随着仿制药的放量而继续增长。预计2024-2026年营业收入分别为1.90亿元，2.06亿元，2.22亿元，分别同比增长15.00%，8.00%，8.00%，预计毛利率分别为39.00%，37.00%，35.00%。

**3) 抗菌类：**预计公司泊沙康唑及西他沙星等产品销售额维持增长趋势，预计 2024-2026 年抗菌类产品营业收入分别为 1.74 亿元，1.92 亿元，2.11 亿元，分别同比增长 15.00%，10.00%，10.00%，毛利率分别为 49.00%，47.50%，46.00%。

**4) 其他类：**公司在研项目储备充足，新产品有望陆续上市销售，预计 2024-2026 年其他类产品营业收入分别为 1.14 亿元，2.05 亿元，2.66 亿元，分别同比增长 50.00%，45.00%，30.00%，毛利率分别为 58.00%，57.00%，55.93%。

**5) 痛风类：**预计 2024-2026 年营业收入分别为 1.06 亿元，1.17 亿元，1.28 亿元，分别同比增长 15.00%，10.00%，10.00%，毛利率分别为 35.45%，34.00%，32.00%。

**6) 神经系统类：**2023 年，神经系统类产品销售收入出现大幅度下滑，销售额下降至 0.13 亿元，随着舒更葡糖钠专利在全球范围内陆续到期，公司产品有望开始放量，神经系统类产品销售收入将恢复增长，预计 2024-2026 年营业收入分别为 0.28 亿元，0.52 亿元，0.99 亿元，分别同比增长 120.00%，90.00%，90.00%，毛利率分别为 48.00%，46.00%，43.00%。

**7) 制剂：**公司已经提交甲磺酸伊马替尼片欧洲上市申请，预计 2024 年 H2 获批，同时也已在 CDE 提交了该产品的上市申请，于 2023 年 12 月 23 日被 CDE 承办，预计 2025 年 H1 获批，有望于 2025 年开始贡献销售收入，其他制剂产品也将陆续进行全球申报，制剂配套产能有望于 2025 年投产。预计 2025 及 2026 年营业收入分别为 0.30 亿元和 2.50 亿元，2026 年同比增长 733.00%，毛利率分别为 60.00%和 60.00%。

**8) 期间费用率：**①销售费用率：随着公司制剂产品陆续开始全球销售，2025 年-2026 年销售费用将有所提升，预计 2024-2026 年销售费用率分别为 2.00%，2.50%，2.50%；②财务费用率：预计 2024-2026 年分别为-1.56%，-1.58%，-1.42%；③管理费用率：随着公司收入规模的提升，预计管理费用率呈下降趋势，2024-2026 年分别为 11.00%，10.00%，10.00%；④研发费用率：预计公司 2024-2026 年研发费用率分别为 8.50%，8.00%，8.00%。

## (二) 收入拆分与盈利预测

截止至 2024 年 7 月 30 日，公司的收盘价为 6.96 元，总市值为 57.79 亿元，我们预计 2024-2026 年营业收入分别为 9.63 亿元、11.64 亿元和 15.81 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 3.17 亿元、3.84 亿元和 5.06 亿元，对应的 2024-2026 年 EPS 分别为 0.38 元/股、0.46 元/股和 0.61 元/股，市盈率分别为 18 倍、15 和 11 倍。

图表47：公司收入及毛利率拆分

| 项目/年度         | 2023A       |              |               | 2024E       |               |               | 2025E        |               |               | 2026E        |               |               |
|---------------|-------------|--------------|---------------|-------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
|               | 单位：亿元       | 营收           | YoY           | 毛利率         | 营收            | YoY           | 毛利率          | 营收            | YoY           | 毛利率          | 营收            | YoY           |
| API-肝病类       | 2.35        | 30.45%       | 72.56%        | 2.59        | 10.00%        | 71.50%        | 2.85         | 10.00%        | 69.75%        | 3.13         | 10.00%        | 68.00%        |
| API-心脑血管类     | 1.66        | -13.34%      | 39.36%        | 1.90        | 15.00%        | 39.00%        | 2.06         | 8.00%         | 37.00%        | 2.22         | 8.00%         | 35.00%        |
| API-抗菌类       | 1.52        | 80.96%       | 49.88%        | 1.74        | 15.00%        | 49.00%        | 1.92         | 10.00%        | 47.50%        | 2.11         | 10.00%        | 46.00%        |
| API-其他类       | 0.94        | 71.84%       | 58.45%        | 1.41        | 50.00%        | 58.00%        | 2.05         | 45.00%        | 57.00%        | 2.66         | 30.00%        | 55.93%        |
| API-痛风类       | 0.92        | 28.86%       | 35.78%        | 1.06        | 15.00%        | 35.45%        | 1.17         | 10.00%        | 34.00%        | 1.28         | 10.00%        | 32.00%        |
| API-前列腺素类     | 0.26        | 38.87%       | 84.96%        | 0.36        | 35.00%        | 85.00%        | 0.45         | 25.00%        | 82.00%        | 0.56         | 25.00%        | 80.00%        |
| API-神经系统类     | 0.13        | -89.84%      | 44.18%        | 0.28        | 120.00%       | 48.00%        | 0.52         | 90.00%        | 46.00%        | 0.99         | 90.00%        | 43.00%        |
| API-高端氟产品     | 0.02        | -10.64%      | 77.57%        | 0.02        | 5.00%         | 76.00%        | 0.02         | 5.00%         | 74.00%        | 0.02         | 5.00%         | 70.00%        |
| API-抗肿瘤类      | 0.02        | -33.75%      | 57.29%        | 0.02        | -10.00%       | 55.00%        | 0.01         | -10.00%       | 50.00%        | 0.01         | -10.00%       | 45.00%        |
| API-呼吸系统类     | 0.00        | 0.00%        | 0.00%         | 0.00        |               |               | 0.00         |               |               | 0.01         |               |               |
| 制剂            |             |              |               |             |               |               | 0.30         |               | 60.00%        | 2.50         | 733.00%       | 60.00%        |
| 其他<br>(技术服务费) | 0.35        | 9.85%        | 55.38%        | 0.25        | -28.45%       | 55.00%        | 0.30         | 20.00%        | 50.00%        | 0.30         | 0.00%         | 50.00%        |
| <b>总计</b>     | <b>8.17</b> | <b>6.83%</b> | <b>55.05%</b> | <b>9.63</b> | <b>17.91%</b> | <b>54.43%</b> | <b>11.64</b> | <b>20.91%</b> | <b>53.10%</b> | <b>15.81</b> | <b>35.75%</b> | <b>52.66%</b> |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表48：盈利预测表

| 项目/年度     | 2023A | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------|-------|--------|--------|--------|
| 单位：百万元    |       |        |        |        |
| 营业收入      | 817   | 963    | 1,164  | 1,581  |
| 增长率 (%)   | 6.83% | 17.93% | 20.89% | 35.75% |
| 归母净利润     | 254   | 317    | 384    | 506    |
| 增长率 (%)   | 7.90% | 24.97% | 21.00% | 31.88% |
| EPS (元/股) | 0.31  | 0.38   | 0.46   | 0.61   |
| 市盈率 (P/E) | 22.76 | 18.21  | 15.05  | 11.41  |
| 市净率 (P/B) | 2.70  | 2.45   | 2.20   | 1.94   |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### (三) PE 估值及投资建议

选取行业中与奥翔药业业务最为相近的奥锐特、同和药业和普洛药业三家公司，2024-2026年三家公司的平均 PE 分别为 19 倍，14 倍，11 倍。考虑原料药及 CXO 业务增长稳定，且制剂业务有望于 2025 年开始贡献增量收入，估值应具备溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表49：估值对比

| 股票代码   | 证券简称 | 收盘价   | 总市值<br>(亿元) | EPS   |       |       |       | PE    |       |       |       |
|--------|------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|        |      |       |             | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 605116 | 奥锐特  | 22.87 | 92.90       | 0.71  | 0.97  | 1.27  | 1.63  | 32.21 | 23.71 | 18.01 | 14.06 |
| 300636 | 同和药业 | 8.25  | 34.78       | 0.25  | 0.42  | 0.60  | 0.81  | 33.00 | 19.42 | 13.76 | 10.11 |
| 000739 | 普洛药业 | 13.61 | 159.14      | 0.90  | 1.03  | 1.21  | 1.44  | 15.12 | 13.18 | 11.14 | 9.39  |
| 可比公司平均 |      | 14.91 | 95.61       | 0.62  | 0.81  | 1.03  | 1.29  | 26.78 | 18.77 | 14.30 | 11.19 |
| 603229 | 奥翔药业 | 6.96  | 57.79       | 0.31  | 0.38  | 0.46  | 0.61  | 22.76 | 18.21 | 15.05 | 11.41 |

资料来源：公司公告，太平洋证券整理  
注：股价为2024年7月30日收盘价，奥翔药业来自太平洋研究院预测，其余数据来自IFIND一致

## 五、风险提示

**1) 行业政策风险：**医药行业受国家及行业政策变化的影响较大，相关政策法规体系的进一步修订和完善可能不同程度地对公司研发、生产和销售产生影响。同时，国家的环保政策日益趋严，随着政策的不断推出，公司可能面临环保不达标风险。

**2) 市场竞争加剧风险：**近年来，国外愈发重视原料药的生产，以减轻对我国原料药的依赖，未来有可能挤压国内原料药的发展空间，公司部分产品当前竞争格局较好，可能存在竞争加剧的情况。

**3) 产品价格下滑风险：**近年来，原材料价格波动较大，直接影响生产成本，对企业盈利增长空间构成压力，原材料价格的波动会在一定程度上影响公司的盈利水平。

**4) 产品研发失败风险：**公司有多个原料药及制剂产品处于研发阶段，存在着在研产品投资高，周期长，研发成果具有不确定性的风险。

**资产负债表 (百万)**

|          | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金     | 609   | 1,124 | 1,447 | 1,789 | 2,254 |
| 应收和预付款项  | 139   | 137   | 150   | 194   | 256   |
| 存货       | 321   | 365   | 407   | 503   | 705   |
| 其他流动资产   | 69    | 49    | 61    | 74    | 84    |
| 流动资产合计   | 1,137 | 1,675 | 2,066 | 2,559 | 3,299 |
| 长期股权投资   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资性房地产   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产     | 266   | 517   | 595   | 801   | 747   |
| 在建工程     | 685   | 526   | 426   | 176   | 126   |
| 无形资产开发支出 | 154   | 150   | 148   | 146   | 144   |
| 长期待摊费用   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动资产  | 1,210 | 1,758 | 2,150 | 2,643 | 3,382 |
| 资产总计     | 2,315 | 2,952 | 3,319 | 3,766 | 4,400 |
| 短期借款     | 160   | 300   | 387   | 447   | 497   |
| 应付和预收款项  | 519   | 411   | 463   | 569   | 769   |
| 长期借款     | 73    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他负债     | 102   | 99    | 107   | 120   | 150   |
| 负债合计     | 854   | 810   | 957   | 1,136 | 1,415 |
| 股本       | 402   | 593   | 830   | 830   | 830   |
| 资本公积     | 395   | 677   | 440   | 440   | 440   |
| 留存收益     | 665   | 872   | 1,093 | 1,361 | 1,715 |
| 归母公司股东权益 | 1,461 | 2,142 | 2,363 | 2,631 | 2,985 |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 股东权益合计   | 1,461 | 2,142 | 2,363 | 2,631 | 2,985 |
| 负债和股东权益  | 2,315 | 2,952 | 3,319 | 3,766 | 4,400 |

**现金流量表 (百万)**

|        | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营性现金流 | 121   | 222   | 383   | 444   | 567   |
| 投资性现金流 | -178  | -175  | -42   | -38   | 9     |
| 融资性现金流 | 95    | 470   | -17   | -64   | -112  |
| 现金增加额  | 75    | 524   | 323   | 342   | 465   |

**利润表 (百万)**

|         | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入    | 765   | 817   | 963   | 1,164 | 1,581 |
| 营业成本    | 371   | 367   | 439   | 546   | 748   |
| 营业税金及附加 | 4     | 7     | 8     | 9     | 13    |
| 销售费用    | 21    | 18    | 19    | 29    | 40    |
| 管理费用    | 94    | 100   | 106   | 116   | 158   |
| 财务费用    | -42   | -34   | -15   | -18   | -22   |
| 资产减值损失  | -2    | -5    | -3    | -3    | -3    |
| 投资收益    | 1     | 5     | 8     | 12    | 9     |
| 公允价值变动  | 5     | -4    | 0     | 0     | 0     |
| 营业利润    | 258   | 291   | 347   | 419   | 555   |
| 其他非经营损益 | -2    | 0     | 2     | 3     | 2     |
| 利润总额    | 256   | 291   | 349   | 422   | 556   |
| 所得税     | 20    | 37    | 31    | 38    | 50    |
| 净利润     | 235   | 254   | 317   | 384   | 506   |
| 少数股东损益  | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 归母股东净利润 | 235   | 254   | 317   | 384   | 506   |

**预测指标**

|               | 2022A  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率           | 51.50% | 55.05% | 54.43% | 53.10% | 52.66% |
| 销售净利率         | 30.79% | 31.09% | 32.94% | 32.97% | 32.03% |
| 销售收入增长率       | 34.20% | 6.83%  | 17.93% | 20.89% | 35.75% |
| EBIT 增长率      | 35.58% | 22.63% | 30.11% | 20.93% | 32.33% |
| 净利润增长率        | 61.29% | 7.87%  | 24.97% | 21.00% | 31.88% |
| ROE           | 16.11% | 11.86% | 13.43% | 14.59% | 16.97% |
| ROA           | 10.17% | 8.60%  | 9.56%  | 10.19% | 11.51% |
| ROIC          | 11.30% | 9.16%  | 11.03% | 11.92% | 13.95% |
| EPS (X)       | 0.28   | 0.31   | 0.38   | 0.46   | 0.61   |
| PE (X)        | 24.55  | 22.76  | 18.21  | 15.05  | 11.41  |
| PB (X)        | 3.96   | 2.70   | 2.45   | 2.20   | 1.94   |
| PS (X)        | 12.51  | 9.59   | 6.00   | 4.96   | 3.66   |
| EV/EBITDA (X) | 37.75  | 23.61  | 11.53  | 8.85   | 6.27   |

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。