

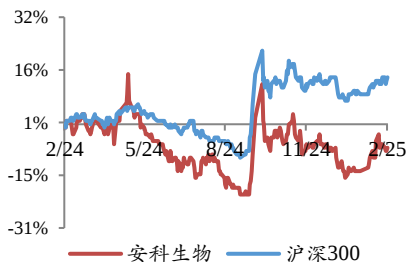
多领域布局，医药前沿创新企业持续耕耘

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2025-02-27

收盘价（元）	8.80
近 12 个月最高/最低（元）	11.77/7.41
总股本（百万股）	1,673
流通股本（百万股）	1,222
流通股比例（%）	73.04
总市值（亿元）	147
流通市值（亿元）	108

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：陈珈蔚

执业证书号：S0010524030001

邮箱：chenjw@hazq.com

联系人：李雨涵

执业证书号：S0010123070090

邮箱：liyuh@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 核心产品做基石，医药工业多领域布局，争做医药前沿创新型企业

公司成立于 1993 年，以基因工程药品的研产销为主，其他业务涵盖生物检测试剂、现代中成药、化学合成药、多肽药物、法医 DNA 检测、细胞药物等多个板块，实现多领域布局，加快创新转型。公司核心产品包括重组人干扰 α 2b“安达芬”系列制剂、重组人生长激素“安苏萌”、曲妥珠单抗“安赛汀”等。公司拥有多款自研产品，其中“安达芬”是我国第一个国产化干扰素 α 2b 产品，国家“863”计划成果“安思宝”是国际上第一个商品化的 MAR 法抗精子抗体检测试剂。

2023 年，公司实现营业收入 28.66 亿元，同比+22.94%；归母净利润 8.47 亿元，同比+20.47%，公司营收端和利润端均实现双位数增长，主营生物制品药物保持较快发展态势，子公司业务稳定提升，共同驱动公司业绩持续增长。2024 年前三季度，公司实现营业收入 19.21 亿元，同比-4.95%；归母净利润 5.90 亿元，同比-9.89%，受经济环境影响主营产品销售略有波动。

● 公司聚焦基因工程药物，核心产品市占率稳步提升

公司长期致力于以基因工程药物为主的生物制品的研究开发、生产和销售，其中生长激素是公司的核心产品之一，产品市占率领先；注射用曲妥珠单抗“安赛汀”是安徽省首个肿瘤靶向治疗药物、首个大分子生物类似药、公司首款抗体药物，它的上市开启了公司在肿瘤治疗领域的新篇章，加速了公司向创新型药企的转型之路。2024H1，公司生物制品板块实现营收 9.02 亿元，同比-2.06%，实现毛利率 86.05%，同比-0.16pct。

● 公司业务多点开花，持续带来利润端增量

中成药板块的业务主要由余良卿经手负责，它是我国商务部认定的首批“百年老字号”企业，其核心产品活血止痛膏于 2010 年载入《中国药典》；公司深耕中药大健康板块，在止痛领域，利用透皮吸收给药技术，升级传统中药贴膏，不断发展创新，提升公司价值。2024H1，公司中药板块实现营收 1.99 亿元，同比+20.17%，实现毛利率 79.29%，同比-2.20pct。

原料药板块由苏豪逸明主导研产销，它作为国内规模较大、多肽原料药批件较多的研产销一体药企，是国家集采产品注射用胸腺法新、醋酸奥曲肽注射液、注射用生长抑素等多种原料药供应企业，截止 2024 年半年度，公司拥有 8 个登记号 A 状态原料药产品、2 个欧盟 CEP 产品和 3 个兽药产品。2024H1，公司原料药板块实现营收 0.61 亿元，同比+15.56%，实现毛利率 48.16%，同比-2.58pct。

化药板块的研发营销主要依托安科恒益，它是安徽省内化学药品生产规模大、剂型齐全的企业，主要产品包括富马酸丙酚替诺福韦片、阿莫西林颗粒、胶囊、头孢克洛分散片等。2024H1，公司化药板块实现营业收入 0.81 亿元，同比-15.50%，实现毛利率 22.08%，同比+1.35pct。

技术服务板块由安科华捷着手发展业务，它实行“一体两翼”的发展战略，整合中德美联业务后，进一步拓展了法医检测赛道。中德美联作为国内法医 DNA 检测领域的领军型企业之一，自主开发了全球全系列的法医 DNA 检测试剂盒，打破了国外技术的垄断并完成了产品和应用方面的超越。2024H1，公司技术服务板块实现营收 0.19 亿元，同比+71.41%，实现毛利率 69.19%，同比+15.98pct。

● **投资建议：首次覆盖，给予“买入”投资评级**

我们预计，公司 2024-2026 年营收分别为 26.77/30.53/34.31 亿元，分别同比-6.6%/+14.0%/+12.4%，归母净利润分别为 6.94/8.15/9.37 亿元，分别同比-18.0%/+17.3%/+14.9%。我们看好公司曲妥珠单抗获批后的产业化发展，以及中药板块营销改革后的新局面，公司 25 年业绩将进一步增长；首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● **风险提示**

新药研发不及预期的风险；行业政策变化及集中带量采购导致药品降价的风险；业务整合及规模扩大带来的集团化管理风险等。

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	2866	2677	3053	3431	
收入同比 (%)	22.9%	-6.6%	14.0%	12.4%	
归属母公司净利润	847	694	815	937	
净利润同比 (%)	20.5%	-18.0%	17.3%	14.9%	
毛利率 (%)	78.4%	73.1%	73.2%	73.5%	
ROE (%)	22.7%	17.2%	16.8%	16.2%	
每股收益 (元)	0.51	0.42	0.49	0.56	
P/E	20.04	21.19	18.06	15.72	
P/B	4.59	3.64	3.03	2.54	
EV/EBITDA	16.28	16.45	13.91	11.68	

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 多领域布局，争做医药前沿创新型企业.....	5
1.1 战略聚焦生物制品，内生外延驱动发展.....	5
1.2 股权结构稳定，管理团队优质.....	5
1.3 整体业绩逐年提升，研发投入稳步增长.....	7
2 基因工程药物为主，中药贴膏、化药多肽药为辅.....	9
2.1 生物制品板块：重点聚焦基因工程药物，拓展延伸法医检测赛道.....	9
2.1.1 生长激素未来市场潜力大，公司长效水针亟待放量.....	11
2.1.2 “安达芬”干扰素市占率领先，期待采集以量换价.....	11
2.1.3 曲妥珠单抗获批上市，开启商业化进程.....	15
2.1.4 安科华捷：整合中德美联业务，拓展延伸法医检测赛道.....	17
2.2 中成药板块：子公司余良卿专注中药贴膏领域，营销改革新历程.....	18
2.3 化学合成药：子公司安科恒益主做抗感染领域，业绩增长喜人.....	20
2.4 多肽药物：子公司苏豪逸明聚焦多肽原料药业务，贡献稳定现金流.....	23
3 盈利预测与投资建议.....	27
3.1 盈利预测.....	27
3.2 投资逻辑与建议.....	28
风险提示：.....	30
财务报表与盈利预测.....	31

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权架构	6
图表 3 公司管理层基本情况	6
图表 4 2015 年-2024 年前三季度公司营业收入	8
图表 5 2015 年-2024 年前三季度公司归母净利润	8
图表 6 2018-2023 年公司分板块营收构成	8
图表 7 2024H1 公司分产品营收占比	8
图表 8 2018 年-2024 年前三季度公司毛利率与净利率	9
图表 9 2018 年-2024 年前三季度公司四大费用率情况	9
图表 10 公司的主要生物制品产品	9
图表 11 2019-2022 年公司生物制品的营收及同比	11
图表 12 2018-2022 年国内生长激素市场规模（亿美元）	11
图表 13 2015-2020 年国内市场生长激素不同剂型占比	12
图表 14 2018-2024Q1 公司各季度注射用人生长激素在重点城市公立医院的销售额（万元）	13
图表 15 2015-2020 年国内短效干扰素和长效干扰素的市场规模（亿元）	14
图表 16 2022 年样本医院干扰素注射剂各亚型销售份额市场占比	14
图表 17 2016-2019 年十大短效重组人干扰素注射剂的市场份额	14
图表 18 2016-2022 年公司各规格的重组人干扰素 A2B 注射液的产量（万支）	15
图表 19 2013-2023 年国内曲妥珠单抗的市场份额（%）	16
图表 20 2013-2023 年曲妥珠单抗在重点城市公立医院的销售额（亿元）	16
图表 21 国内曲妥珠单抗的上市情况	16
图表 22 2017-2024H1 技术服务板块的营收（亿元）及同比	18
图表 23 子公司余良卿的主要产品	19
图表 24 2019-2024H1 余良卿的营收（亿元）及同比	20
图表 25 2019-2024H1 余良卿的净利润（亿元）及同比	20
图表 26 2017-2022 年国内化学药的市场规模（亿元）	21
图表 27 子公司安科恒益主要产品	21
图表 28 2017-2024H1 安科恒益营业收入及同比增长	23
图表 29 2017-2024H1 安科恒益净利润及同比增长	23
图表 30 2019-2024 年多肽药物市场规模及增长率	24
图表 31 子公司苏豪逸明主要产品	24
图表 32 2015-2022 年苏豪逸明公司胸腺法新产量	26
图表 33 2017-2024H1 苏豪逸明的营业收入及同比	27
图表 34 2017-2024H1 苏豪逸明的净利润及同比	27
图表 35 收入拆分与盈利预测	28

1 多领域布局，争做医药前沿创新型企业

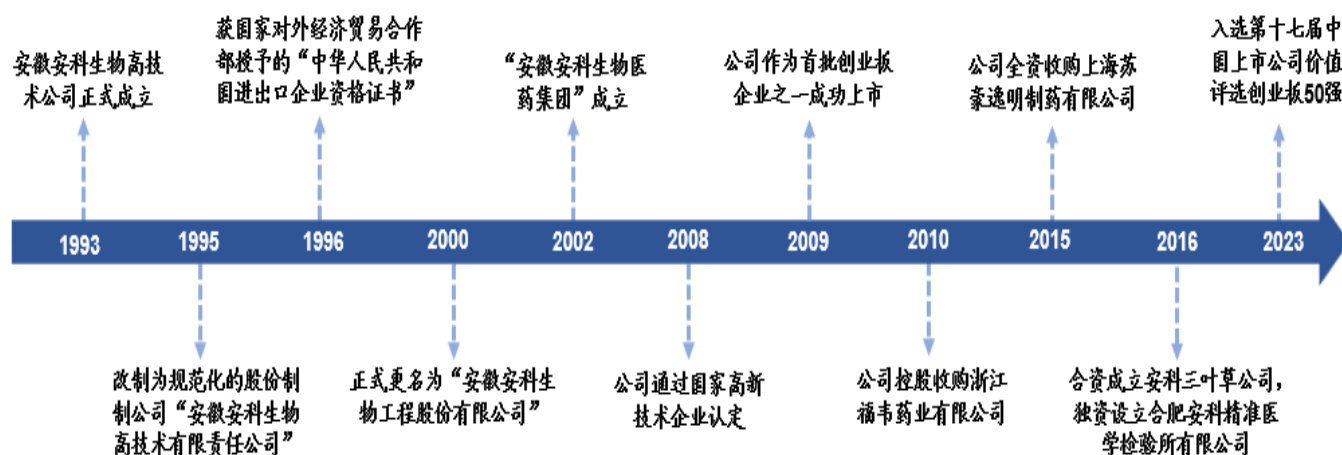
1.1 战略聚焦生物制品，内生外延驱动发展

首批中国创业板上市公司之一，着眼创新驱动发展。公司成立于1993年，2009年在创业板上市成为首批中国创业板上市企业之一，是经安徽省人民政府批准成立的民营股份制企业。公司以生物医药的研发、生产和销售为主营业务，专注于基因工程药品、生物检测试剂等领域，核心产品包括人生长激素“安苏萌”、人干扰素α2b“安达芬”、曲妥珠单抗“安赛汀”、活血止痛膏、富马酸丙酚替诺福韦片、胸腺法新等。公司先后被认定为国家创新型（试点）企业、国家技术创新示范企业，设有国家认定的企业技术中心、肿瘤精准治疗技术及产品国家地方联合工程研究中心和合肥综合性国家科学中心大健康研究院等技术平台，是安徽省生物医药领军企业。

在发展过程中，公司不断积累生物制药行业经验，拥有成熟的产业化和推广团队，能够及时将研发成果推向市场。此外，公司还设有省级技术中心，是国家火炬计划重点高新技术企业和国家“863”计划成果产业化基地，先后承担了国家“863”计划、国家科技攻关计划、国家重点火炬计划、国家重大新药创制及省级科技攻关项目数十项，自主研发国家级新药10余个。

公司聚焦生物制品业务的同时，内生外延发展更多医疗领域。2025年，公司作为基石投资者，参与认购维昇药业在香港联合交易所的首次公开发行股份，公司深耕多年的销售优势和丰富资源，协同维昇药业的核心产品——隆培促生长激素开展全方位的深度合作，进一步深化内分泌治疗领域布局，持续提升抗风险能力和核心竞争力。

图表 1 公司发展历程



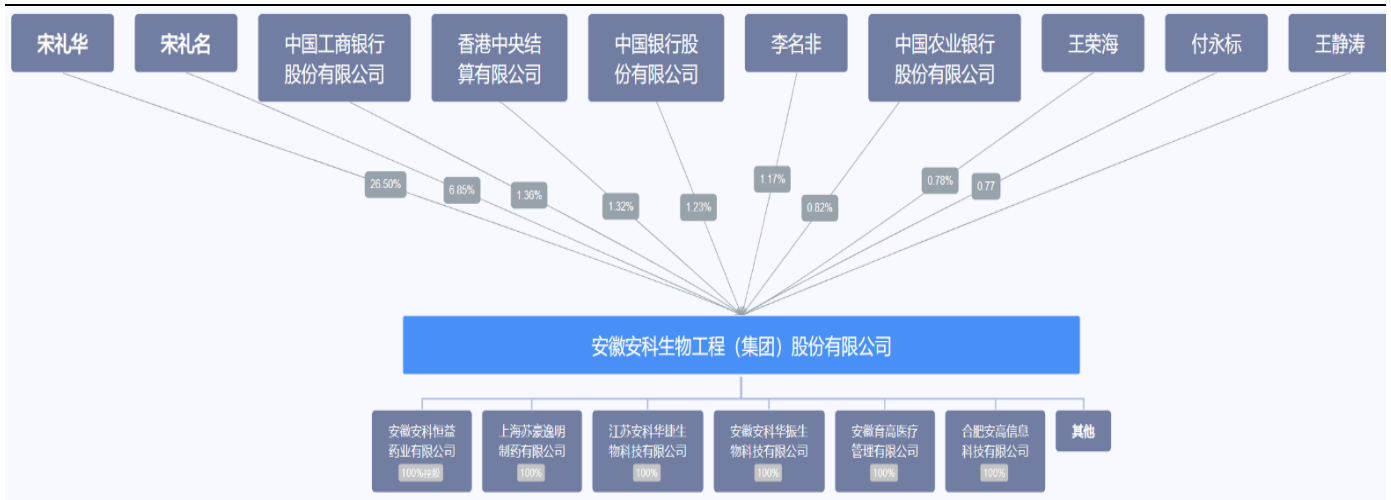
资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 股权结构稳定，管理团队优质

公司股权结构稳定，实控人持股比例高。公司实控人为宋礼华和宋礼名，持股比例33.35%。其中，宋礼华先生直接持股26.50%，宋礼名先生直接持股6.85%，其他股东股权占比均在5%以下。公司旗下拥有超过20家参控股公司，涵盖安科恒益、

苏豪逸明、安科华振等多所全资子公司。

图表 2 公司股权架构



资料来源：ifind，华安证券研究所

公司董事管理与专业能力兼备，管理层经验丰富。作为公司发展的核心力量，宋礼华董事长不仅拥有深厚的学术背景和技术成就，还具备卓越的管理能力，领导公司不断迈向新高峰。周源源作为公司副董事长，凭借其在企业管理方面的资深经验，为公司运营提供了强有力的支持。李坤，作为公司董事兼董事会秘书以其专业管理知识与国际视野，确保公司经营稳健发展。公司各高管成员通力合作，构成了一支专业素质高、经验丰富的管理团队，为公司未来的稳健发展保驾护航。

图表 3 公司管理层基本情况

姓名	职务	主要工作经历
宋礼华	董事长、总裁	博士，研究员，博士生导师，注册执业药师，享受国务院有特殊贡献专家政府津贴，第九届安徽省人大常委，第十、十一、十二届全国人大代表。曾任安徽省科学技术研究院院长、安徽省生物研究所所长，安徽安科生物高技术公司、安徽安科生物高技术有限责任公司与安徽安科生物工程（集团）股份有限公司董事长、总经理，现任安徽安科生物工程（集团）股份有限公司董事长、总裁。
周源源	副董事长	现任安徽安科生物工程（集团）股份有限公司董事，安徽安科生物公益慈善基金会理事长。
宋礼名	副董事长	硕士，高级工程师。曾任职于马鞍山钢铁股份有限公司钢铁研究所、安徽工业大学。现任安徽安科生物工程（集团）股份有限公司副董事长。
李坤	董事、董事会秘书	研究生学历，法学硕士、工商管理硕士。拥有中国法律职业资格证书。曾任安徽安科生物工程（集团）股份有限公司证券事务部经理、总经理助理、证券事务代表。现任安徽安科生物工程（集团）股份有限公司董事、董事会秘书、无锡中德美联生物技术有限公司监事、安徽安科余良卿药业有限公司董事、安徽鑫华坤生物工程有限公司监事。
姚建平	执行总裁	硕士，工程师，安徽大学兼职教授。曾取得省级科研成果 2 项。曾任本公司第三届监事会职工监事，公司副总经理，董事会秘书。现任公司高级副总裁，合肥瀚科迈博生物技术有限公司董事，博生吉医药科技（苏州）有限公司董事，上海元宋生物

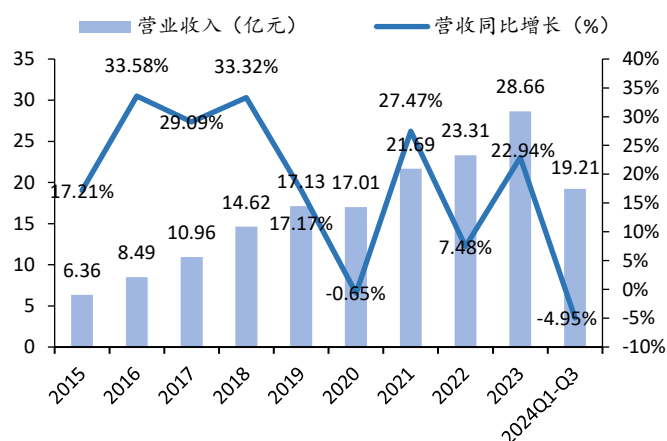
		技术有限公司董事，合肥阿法纳生物科技有限公司董事，合肥阿法纳安科生物科技有限公司董事，杭州安智康生物科技有限公司董事。
盛海	高级副总裁	硕士，中国科学技术大学 EMBA。历任安徽安科生物工程（集团）股份有限公司销售分公司江苏办事处、浙江办事处主任、副总经理。现任安徽安科生物工程（集团）股份有限公司高级副总裁、安徽安科余良卿药业有限公司董事。
TA WEI CHOU	副总裁	加拿大多伦多大学本科，上海复旦大学 EMBA 硕士。历任营销中心华东大区总监助理、营销中心总经理助理、上海苏豪逸明制药有限公司副总经理。现任安徽安科生物工程（集团）股份有限公司副总裁、上海苏豪逸明制药有限公司执行董事兼总经理、安徽育高医疗管理有限公司执行董事。
姚红谊	副总裁	硕士，执业药师。荣获省级科技进步奖、安徽省科学技术进步一等奖，合肥市重点产业企业高层次人才。曾任安徽安科生物工程（集团）股份有限公司质量保证中心主任、质量总监、安徽安科生物工程（集团）股份有限公司第八届监事会监事，现任安徽安科生物工程（集团）股份有限公司高级质量督察。
窦颖辉	副总裁	硕士，主管药师。曾任职于国家药品监督管理局食品药品审核查验中心，安徽省药品审评认证中心。
陆春燕	副总裁	双硕士学位，主任药师，合肥市第十五届政协委员，合肥市后备学术和技术带头人，安徽中医药大学研究生指导老师。曾任合肥阿法纳安科生物科技有限公司董事
鲍学科	副总裁	硕士，民革党员。曾任安徽安科生物工程（集团）股份有限公司河南办事处经理、华北大区总监、西北大区总监、华中大区总监、营销中心副总经理、安徽育高医疗管理有限公司总经理。
胡成浩	财务总监	本科，高级会计师。曾任安徽安科生物工程（集团）股份有限公司营销中心北京办事处、河北办事处财务行政助理，安徽安科恒益药业有限公司出纳，安徽安科生物工程（集团）股份有限公司会计主管，北京惠民中医儿童医院财务经理，安徽安科余良卿药业有限公司财务总监。

资料来源：ifind，华安证券研究所

1.3 整体业绩逐年提升，研发投入稳步增长

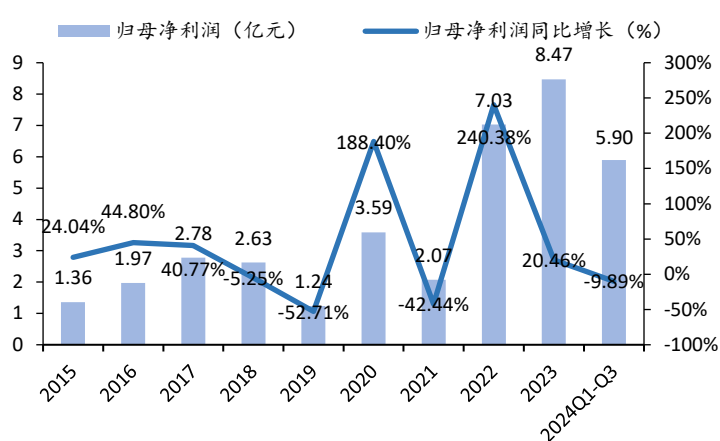
公司业绩逐年提升，2015 年至 2023 年营收和归母净利润大致呈现增长态势。2015 年-2023 年，公司营收从 6.36 亿元增长至 28.66 亿元，实现年复合增长率高达 20.7%。2023 年，公司实现营收 28.66 亿元，同比增长 22.94%；实现归母净利润 8.47 亿元，同比增长 20.46%，主要系公司主营业务生物制品板块增长较快，其中生长激素同比增长 36.24%。2024Q1-Q3，受到消费降级和市场推广活动的因素影响，公司的营收和归母净利润同比有所下降，实现营收 19.21 亿元，同比下滑 4.95%，实现归母净利润 5.90 亿元，同比下滑 9.89%。后续公司将持续发力，力求高增长，未来发展可期。

图表 4 2015 年-2024 年前三季度公司营业收入



资料来源: ifind, 华安证券研究所

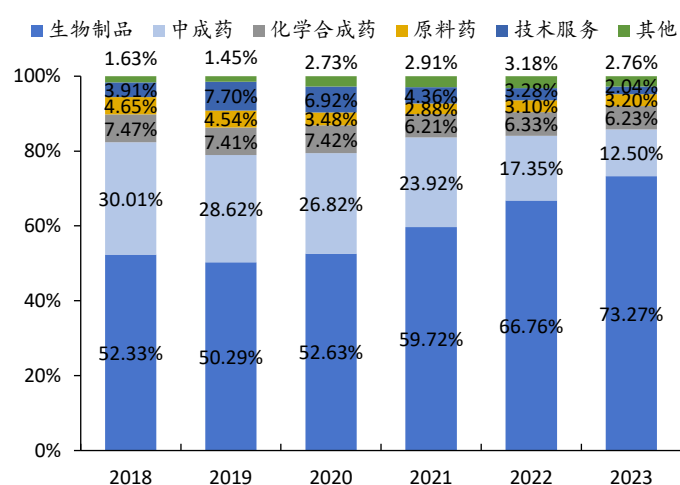
图表 5 2015 年-2024 年前三季度公司归母净利润



资料来源: ifind, 华安证券研究所

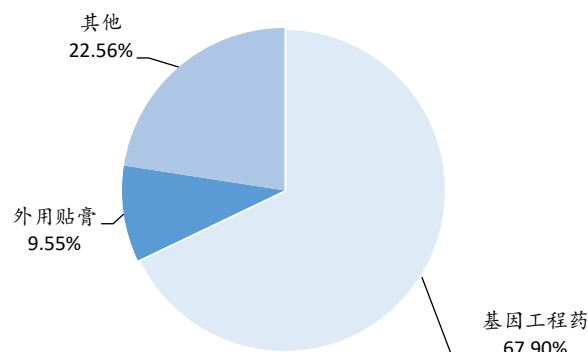
公司各类产品结构不断调整, 生物制品的收入占比显著上升。由于疫情影响, 2020 年至 2023 年生物制品的收入占比显著提升, 2023 年公司生物制品板块实现营收 21 亿元, 占公司总营收比重 73.27%。基因工程药和外用贴膏为公司的主要收入来源, 2024H1 公司基因工程药实现收入 8.82 亿元, 占公司总营收比重 67.90%, 同时外用贴膏实现收入 1.24 亿元, 占公司总营收比重 9.55%。

图表 6 2018-2023 年公司分板块营收构成



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 7 2024H1 公司分产品营收占比

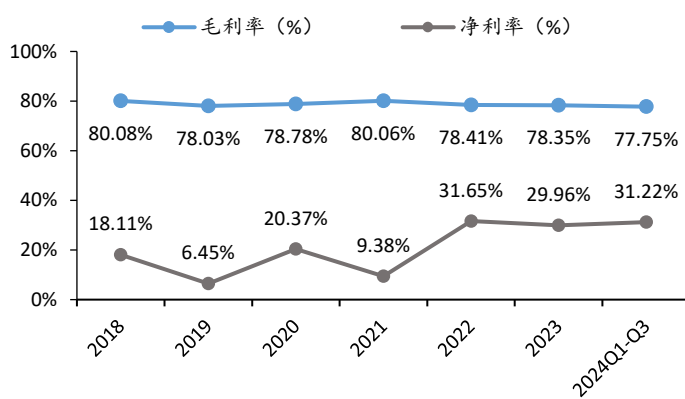


资料来源: 公司 2024 年中报, 华安证券研究所

公司毛利率与净利率稳健提升, 费用率管控良好。2018 年至 2023 年公司毛利率和净利率稳健上升。2024 年前三季度, 公司毛利率为 77.75%, 净利率达到 31.22%。公司销售费用率管控有效, 从 2018 年的 43.83%逐步下降至 2023 年的 29.01%, 表明公司通过优化销售网络和策略, 成功控制了销售成本, 并随着业务的扩展进一步提升了销售效率。管理费用率稳中略降, 虽然 2023 年有小幅反弹至 7.10%, 但仍然保持在较低水平, 体现了公司通过精细化管理和提升运营效率, 显著减少了管理成本。研发方面, 公司重视技术创新和新产品研发, 以增强市场竞争力, 研发费用率从 2018 年的 5.97%逐年上升至 2023 年的 8.89%。财务费用率一直保持在较低水平, 从 2018 年的 0.19%下降至 2024 年前三季度的-0.13%, 主要是由于公司在资本管理和融资方

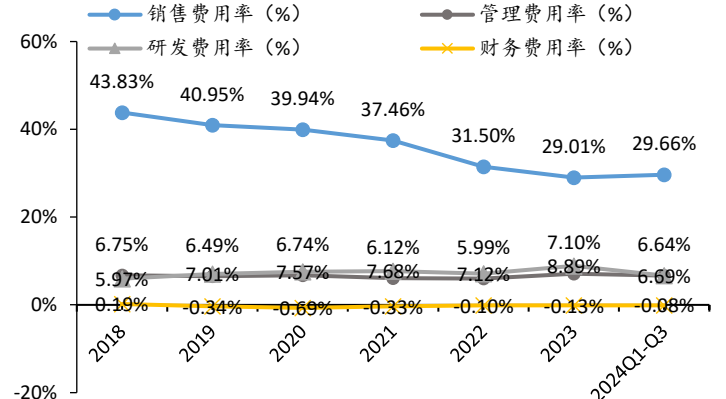
面的稳健运营能力。

图表 8 2018 年-2024 年前三季度公司毛利率与净利率



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 9 2018 年-2024 年前三季度公司四大费用率情况



资料来源：ifind，华安证券研究所

2 基因工程药物为主，中药贴膏、化药多肽药为辅

2.1 生物制品板块：重点聚焦基因工程药物，拓展延伸法医检测赛道

多领域发展布局，聚焦生物制品。公司现有产品与服务涵盖生物制品、现代中药、化药及小分子药物、多肽药物、体外诊断试剂、法医检测、靶向抗肿瘤药物、细胞免疫治疗等众多领域，主要产品包括注射用重组人干扰素 α 2b 冻干粉针、重组人干扰素 α 2b 注射液、重组人干扰素 α 2b 乳膏和重组人干扰素 α 2b 滴眼液等。

图表 10 公司的主要生物制品产品

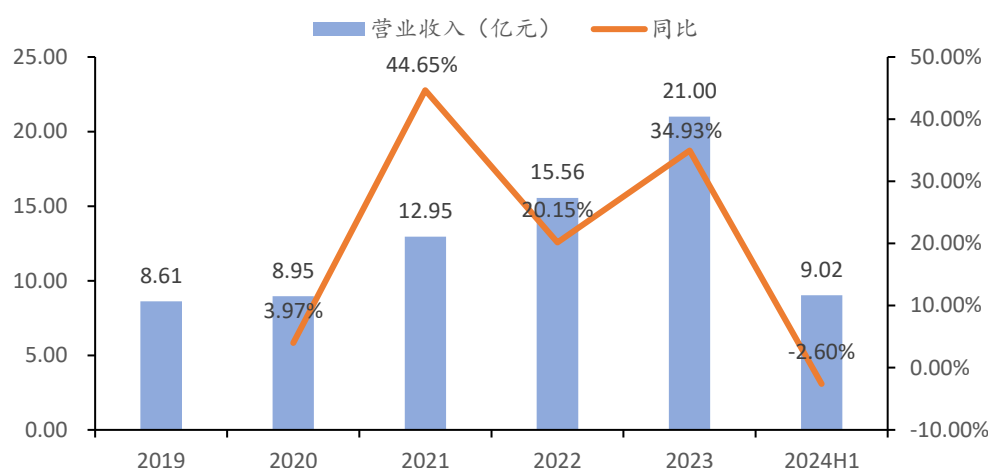
主要类别		主要产品	产品用途
基因工程药	人干扰素 α 2b “安达芬”	人干扰素 α 2b 注射液	用于急慢性病毒性肝炎（乙型、丙型）、尖锐湿疣、毛细胞性白血病、慢性粒细胞白血病。
		注射用人干扰素 α 2b	
		人干扰素 α 2b 栓剂	用于治疗病毒感染引起（或合并病毒引起）的宫颈糜烂。
		人干扰素 α 2b 乳膏	主要用于治疗由人乳头瘤病毒引起的尖锐湿疣，也可用于治疗由单纯性疱疹病毒引起的口唇疱疹及生殖器疱疹。
	α 2b “金安达芬”	人干扰素 α 2b 滴眼液	用于治疗单纯疱疹病毒性角膜炎。
	人生长激素“安苏萌”	注射用人生长激素	1) 用于因内源性生长激素缺乏所引起的儿童生长缓慢；2) 用于治疗特发性矮小（ISS）适应症；3) 用于因 Noonan 综合

		人生长激素注射液	征所引起的儿童身材矮小；4) 用于因 SHOX 基因缺陷所引起的儿童身材矮小或生长障碍；5) 用于重度烧伤治疗；6) 用于因软骨发育不全所引起的儿童身材矮小；7) 用于接受营养支持的成人短肠综合征；8) 用于性腺发育不全（特纳综合征）所致女孩的生长障碍。
	曲妥珠单抗“安赛汀”	注射用曲妥珠单抗	转移性乳腺癌：本品适用于 HER2 阳性的转移性乳腺癌：作为单一药物治疗已接受过 1 个或多个化疗方案的转移性乳腺癌；与紫杉醇或者多西他赛联合，用于未接受化疗的转移性乳腺癌患者。
			早期乳腺癌：本品适用于 HER2 阳性的早期乳腺癌：接受了手术、含蒽环类抗生素辅助化疗和放疗（如果适用）后的单药辅助治疗。1) 多柔比星和环磷酰胺化疗后序贯本品与紫杉醇或多西他赛的联合辅助治疗。2) 与多西他赛和卡铂联合的辅助治疗。3) 与化疗联合新辅助治疗，继以辅助治疗，用于局部晚期（包括炎性）或者肿瘤直径> 2 cm 的乳腺癌。
			转移性胃癌：本品联合卡培他滨或 5-氟尿嘧啶和顺铂适用于既往未接受过针对转移性疾病治疗的 HER2 阳性的转移性胃腺癌或胃食管交界腺癌患者。
诊断试剂		抗精子抗体检测试剂盒（混合抗球蛋白凝集法）、抗缪勒氏管激素（AMH）检测试剂盒（酶联免疫法）、瘦素检测试剂盒（酶联免疫法）及系列生殖检测试剂盒	用于不孕不育的检测。
法医检测产品（系安科华捷产品）		DNA 荧光检测试剂盒及技术服务	主要用于法医刑侦个体识别、DNA 数据库建设、亲缘鉴定等。
		配套产品：硅珠提取试剂盒	

资料来源：公司 2024 年中报，华安证券研究所

生物制品板块奠定公司业绩基石，未来可期。公司生物制品为核心业务板块，对公司整体营收贡献最大，2019 至 2023 年公司生物制品板块营收持续提升，同比大多呈双位数增长，2023 年实现 21 亿元的营收高峰。2024 年受消费降级，新患增长减少的影响，公司核心产品生长激素销售下滑；2024H1 公司生物制品板块实现营收 9.02 亿元，同比-2.60%。2025 年，公司将进一步加快业务下沉和学术推广，在 2024 年低基数情况下，公司未来业绩可期。

图表 11 2019-2022 年公司生物制品的营收（亿元）及同比

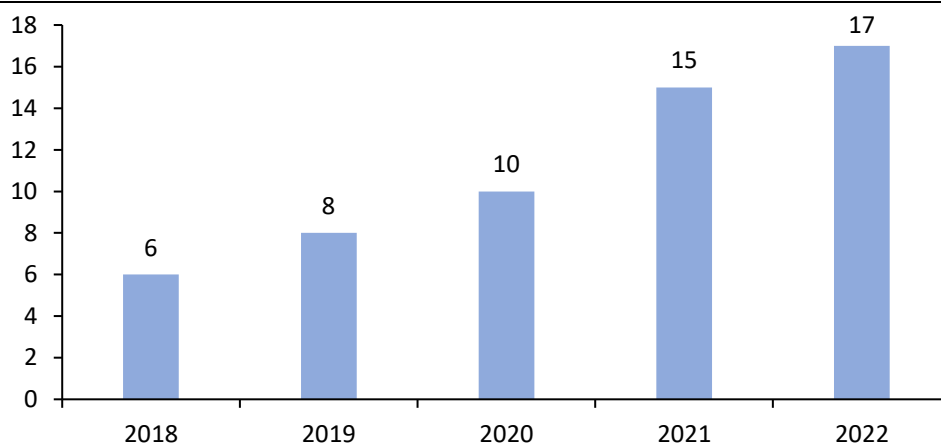


资料来源：ifind，华安证券研究所

2.1.1 生长激素未来市场潜力大，公司长效水针亟待放量

国内生长激素行业正处于快速发展阶段，未来市场潜力巨大。生长激素是通过基因重组技术生产的，在氨基酸含量、序列和蛋白质结构上与人垂体生长激素完全一致，在临床领域常用于治疗矮小症等生长发育迟缓疾病。据药渡数据显示，中国生长激素市场规模从 2018 年的 6 亿美元增长到 2022 年的 17 亿美元，年复合增长率达到 29.3%。尽管我国生长激素行业已初具规模，但中国生长激素市场仍然拥有广阔的增长潜力，矮小症的治愈率有望不断上升。随着对儿童矮小症认识的提高、新产品的不断推出以及市场竞争的加剧，行业有望在未来几年内继续保持高速增长。

图表 12 2018-2022 年国内生长激素市场规模（亿美元）

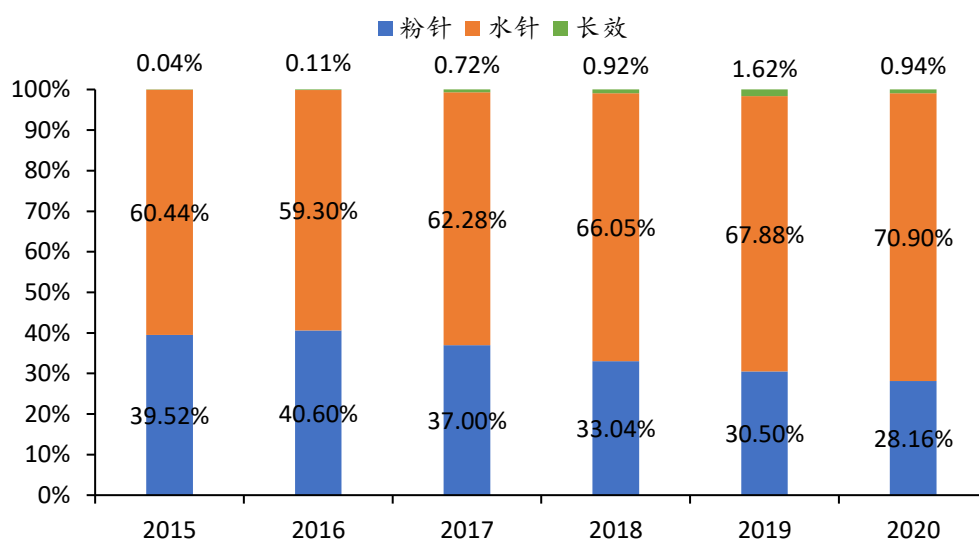


资料来源：药渡，华安证券研究所

生长激素的市占率逐渐提升，行业竞争日益激烈。依据药物作用时间和使用方式的不同，生长激素主要分为短效水针剂、短效粉针剂和长效水针剂三种剂型，国内生长激素市场主要以短效水针和短效粉针为主，其中短效水针最受欢迎。据智研咨询显示，2015 至 2020 年短效水针占比基本保持在 60% 以上，且呈稳定增长的趋势，而短效粉针的市场占比整体处于 30% 至 40% 之间，长效水针占比低于 2% 但发展稳健。

目前生长激素的主要生产企业有中山未名海济生物医药、上海联合赛尔生物工程、安科生物、科兴药业、金赛药业等企业。根据智研资讯，2020年金赛药业占据生长激素市场 76.13% 的份额，安科生物和联合赛尔也分别占有 12.48% 和 8.81% 的市场份额。根据观研报告网资讯，在院内销售渠道，金赛药业 2023 年前三季度市场份额为 77.55%，安科生物市场份额占比约为 16.9%，联合赛尔与未名海济两者合计占有 4.51%。从国内生长激素市场上来看，金赛药业的水针和长效剂型占据优势地位，安科生物主导粉针市场。随着市场需求量的增加及新选手的入局，中国生长激素的行业竞争或将日益激烈。

图表 13 2015-2020 年国内市场生长激素不同剂型占比

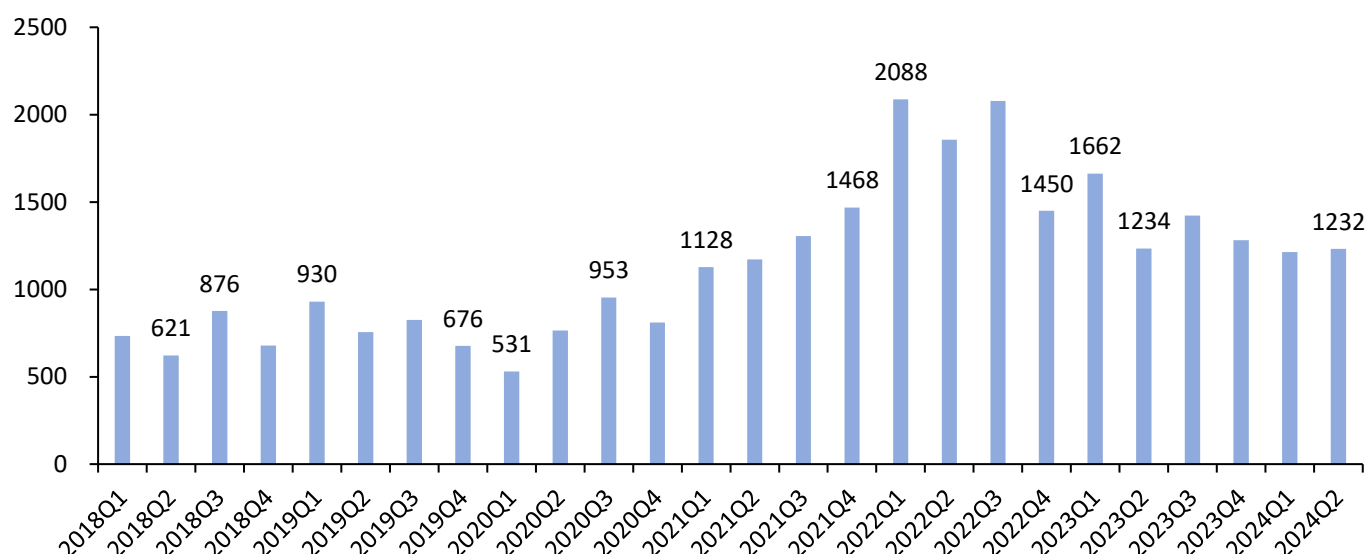


资料来源：智研咨询，华安证券研究所

生长激素市场渗透率有望提升，公司长效水针亟待放量。公司的主营产品人生长激素“安苏萌”目前在国内获批适应症多，患者依从性高，拓展空间巨大，市场渗透率或将进一步提升。2024 年 11 月公司人生长激素注射液新增小于胎龄儿适应症申请获受理，这是对已获批 8 个适应症的丰富和补充，如获批将有利于解决 SGA 患儿的临床用药需求，增强公司的市场竞争力。此外，公司研发的生长激素产品采用了不含防腐剂的生物技术，这种创新使得患者长期使用更加安全，帮助提高了市场认可度和增速。

尽管面临市场竞争和行业挑战，安科生物依然保持了稳定的增长态势。2023 年，公司主营业务收入保持增长，其中生长激素占整个营收的比重接近 70%，其销售收入同比增长 36.24%，为公司整体经营业绩增长奠定了基础。在短效水针方面，公司的人生长激素注射液销售持续发力，销售占比逐年提升，2023 年人生长激素注射液占整个生长激素的销售收入超过 30%。在短效粉针方面，据 WarrenQ 数据显示，公司近年注射用人生长激素在公立医院的销售情况也在不断改善，2018 至 2024Q2 各季度其销售额表现出稳健提升的势头，至 2024 年二季度，注射用人生长激素的销售额达到 1232 万元。在长效水针方面，长效作为近些年生长激素产品的一大趋势，市场占比不断提升，公司亟待放量提升市场影响力，有望进一步增强公司的核心竞争力。

图表 14 2018-2024Q1 公司各季度注射用人生长激素在重点城市公立医院的销售额（万元）



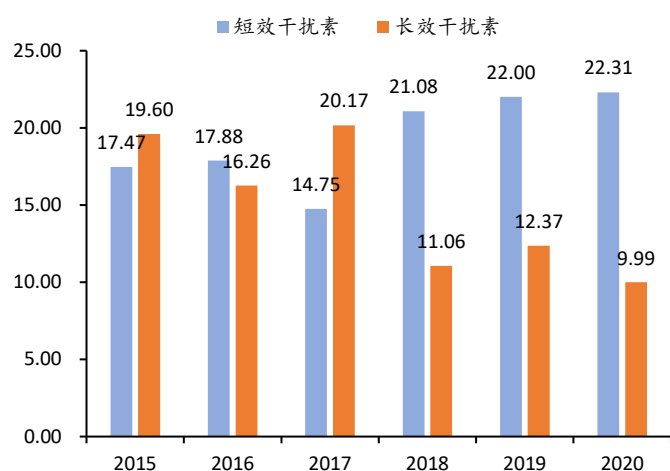
资料来源：WarrenQ，华安证券研究所

2.1.2 “安达芬”干扰素市占率领先，期待集采以价换量

干扰素市场的增长趋势在国内的表现出积极的发展态势。干扰素是人体分泌的一种蛋白质，具有广谱抗病毒、抗肿瘤和免疫功能，根据半衰期可分为短效干扰素和长效干扰素。短效干扰素由于给药方式灵活，适用于大部分的病毒性疾病和某些恶性肿瘤的治疗，治疗成本相对较低，一般每周注射三次；长效干扰素由于半衰期较长，适用于慢性乙型肝炎和丙型肝炎，每周注射一次，副作用低，依从性好，但价格相对昂贵。

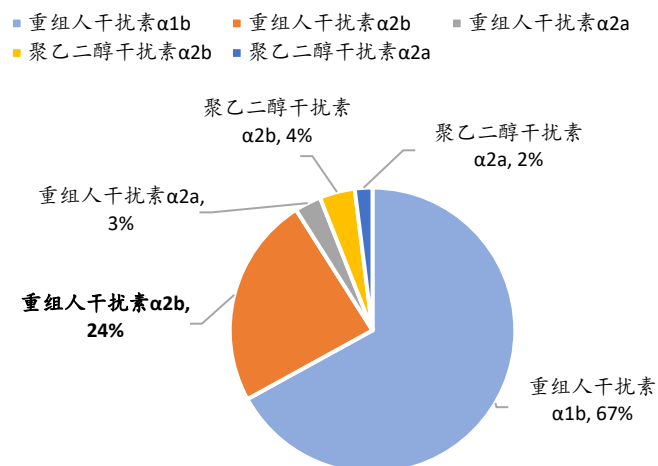
据观研报告网资讯显示，2015 至 2020 年国内短效干扰素的市场规模呈稳步提升的趋势，2020 年短效干扰素的市场规模高达 22.31 亿元，相较而言，长效干扰素的市场规模波动较大，但市场规模也基本高于 10 亿元，规模上相较来看，短效市场明显好于长效市场。据共研产业研究院的数据显示，2022 年样本医院干扰素注射剂销售份额的市场占比，以重组人干扰素 α 1b 和重组人干扰素 α 2b 为主，其中重组人干扰素 α 2b 的市场占比为 24%，有望进一步发展。据 PDB 数据显示，从长效干扰素市场来看，2021 年我国长效干扰素市场容量为 18.92 亿元，预计到 2024 年将增长至 25.91 亿元，2019-2024 年的复合年增长率（CAGR）为 11.52%。整体而言，干扰素行业的市场规模处于企稳回升的状态。

图表 15 2015-2020 年国内短效干扰素和长效干扰素的市场规模（亿元）



资料来源：观研报告网，华安证券研究所

图表 16 2022 年样本医院干扰素注射剂各亚型销售份额市场占比



资料来源：共研产业研究院，华安证券研究所

“安达芬”干扰素市占率领先，期待集采以价换量。重组人干扰素 α 2b（即安达芬）的主要竞争对手包括凯因益生（由凯因科技生产）、安福隆（由天津未名生产）等企业，这些企业在市场份额上占据领先地位，形成了较为集中的竞争格局，其中公司作为安达芬的生产企业，在国内干扰素 α 2b 市场中处于领先地位。据观研报告网的数据显示，2016 到 2019 年安科生物的安达芬平均占据了 5% 以上的市场份额，在十大生产企业中维持在第五位次上下。

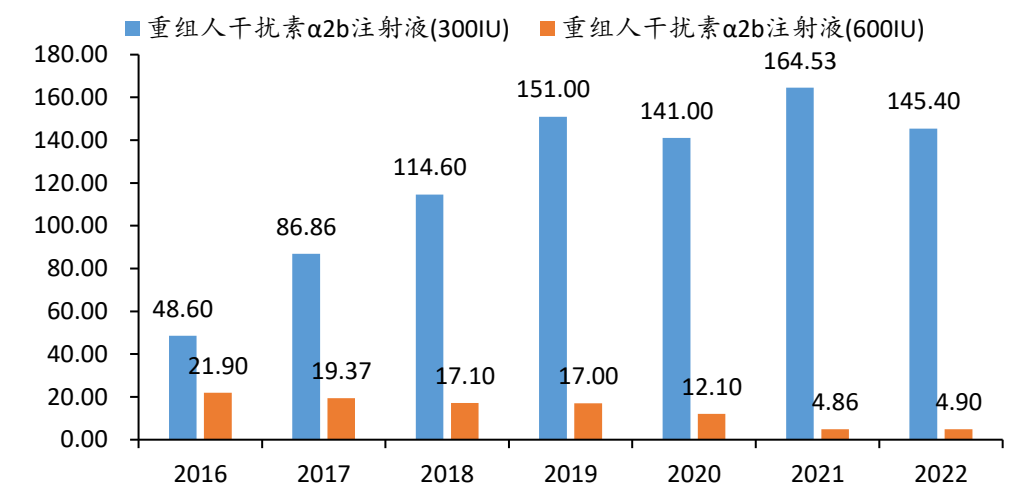
图表 17 2016-2019 年十大短效重组人干扰素注射剂的市场份额

商品名	生产企业	2016	2017	2018	2019
运德素	三元基因	31.46%	39.05%	35.72%	32.43%
赛若金	深圳科兴生物工程有限公司	23.41%	21.45%	23.95%	26.29%
凯因益生	凯因科技	12.81%	11.82%	14.89%	18.77%
安福隆	未名医药	8.89%	7.15%	8.22%	9.80%
安达芬	安科生物	5.89%	5.11%	5.58%	6.48%
甘乐能	默沙东	8.70%	8.12%	5.28%	1.06%
利分能	哈药股份	4.34%	3.12%	2.49%	1.65%
远策素	北京远策药业有限责任公司	1.23%	0.96%	0.85%	0.65%
长春海伯	长春海伯尔生物技术有限责任公司	0.36%	0.67%	0.40%	0.26%
尤尼隆	海南通用同盟药业有限公司	0.04%	0.02%	0.00%	0.00%

资料来源：观研报告网，华安证券研究所

公司主营产品人干扰素 α 2b 具有剂型多、市场知名度高的特点，据 PDB 数据显示，2016 至 2022 年公司重组人干扰素 α 2b 注射液（300IU）的产量增长稳健，重组人干扰素 α 2b 注射液（600IU）的产量较少且逐年减少。公司不断对产品进行创新改良，人干扰素 α 2b 产品适应症、剂型正在持续研发创新中，目前四号厂房内抗体药物产线及生长激素、干扰素系列等制剂产线分别在注册申报和确认验证中，其中计划年产 400 万支的干扰素纯化和喷雾剂产线也在确认验证中。目前“安达芬”干扰素集采可期，公司力求以价换量，促进干扰素产业化发展。

图表 18 2016-2022 年公司各规格的重组人干扰素 $\alpha 2b$ 注射液的产量（万支）



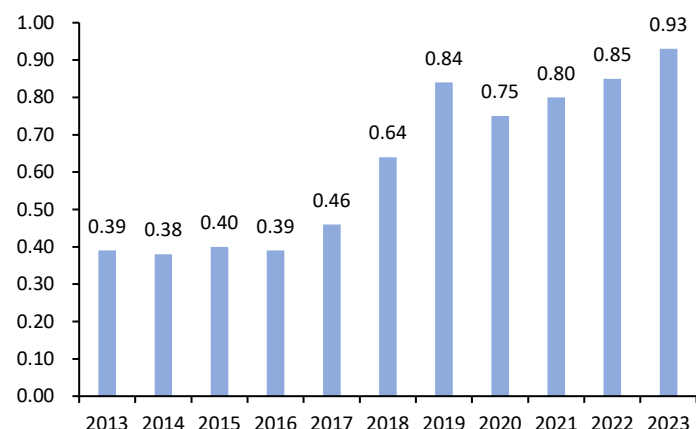
资料来源：WarrenQ，华安证券研究所

2.1.3 曲妥珠单抗获批上市，开启商业化进程

乳腺癌市场中曲妥珠单抗的渗透空间仍然很大，市场规模呈增长趋势。乳腺癌作为中国女性最常见的恶性肿瘤之一，其发病率常年位居女性恶性肿瘤首位，2020 年我国新发乳腺癌患者数量高达 42 万人，呈逐年上升的趋势，且患者愈趋年轻化，其中 HER2 阳性患者约占 20%-30%。曲妥珠单抗能显著改善人类表皮生长因子受体 2 (HER2) 阳性乳腺癌的预后，是目前应用最广泛的抗 HER2 单克隆抗体。而全球最常见癌症之一的胃癌，其中也有 12~13% 为 HER2 阳性患者，通常死亡率较高且治疗选择非常有限，曲妥珠单抗则是 HER2 阳性转移性胃癌患者的重要治疗用药之一。随着胃癌和乳腺癌发病率的上升，曲妥珠单抗的需求市场也在增加。

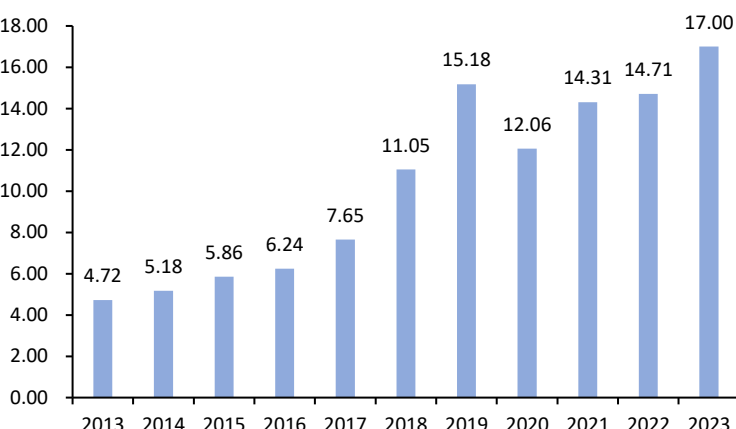
据 WarrenQ 数据显示，2019 年曲妥珠单抗在公立医院的市场销售额实现 15.18 亿元，同年其国内市场份额为 0.84%，市场销售额和市场份额均达到 2013-2019 年的顶峰；2020-2023 年市场销售额与国内市场份额均呈逐年上升的趋势，至 2023 年其国内市场份额达到 0.93%，销售额达到 17 亿元，目前看来曲妥珠单抗在国内发展稳健，市场规模呈向上趋势。据米内网数据显示，2021 年中国三大终端六大市场曲妥珠单抗销售额突破 70 亿元人民币，2022 年进一步放量，销售额超过 75 亿元。据 QYResearch 报告显示，2023 年全球注射用曲妥珠单抗市场销售额为 2.8 亿美元，预计到 2030 年将达到 4.5 亿美元，年复合增长率（CAGR）达到 7.1%，销售情况将往更好的方向发展，而市场规模也将进一步提升。

图表 19 2013-2023 年国内曲妥珠单抗的市场份额（%）



资料来源：WarrenQ，华安证券研究所

图表 20 2013-2023 年曲妥珠单抗在重点城市公立医院的市場销售额（亿元）



资料来源：WarrenQ，华安证券研究所

曲妥珠单抗的行业竞争加剧，抗肿瘤领域或将进一步拓展。2023 年 10 月，公司自主研发的注射用曲妥珠单抗（150mg/瓶）——“安赛汀”获批上市，用于治疗 HER2 阳性早期乳腺癌、HER2 阳性转移性乳腺癌、HER2 阳性转移性胃癌，进一步丰富了公司产品线，提升公司核心竞争力。现已获批上市的注射用曲妥珠单抗及其生物类似药有正大天晴的“赛妥”、博锐生物的“安瑞泽”、复宏汉霖的“汉曲优”、齐鲁制药的“安曲妥”、安科生物的“安赛汀”。随着科技的进步和诊疗模式不断改进，未来会有更多类似药物的上市，或将提升国产药物在国际市场上的竞争力，也为患者提供了更多的选择和更低的价格，同时行业竞争也会随之进一步加剧。

图表 21 国内曲妥珠单抗的上市情况

中国市场中已上市的曲妥珠单抗			
商品名称	企业名称	适应症	上市时间
汉曲优	复宏汉霖	乳腺癌和转移性胃癌	2020 年 8 月
安瑞泽	博锐生物	HER2 阳性的转移性乳腺癌、HER2 阳性的早期乳腺癌以及 HER2 阳性的转移性胃癌	2023 年 3 月
赛妥	正大天晴	HER2 阳性早期乳腺癌、转移性乳腺癌及转移性胃癌	2023 年 7 月
安赛汀	安科生物	HER2 阳性早期乳腺癌、HER2 阳性转移性乳腺癌、HER2 阳性转移性胃癌	2023 年 10 月
安曲妥	齐鲁制药	HER2 阳性早期乳腺癌、转移性乳腺癌以及转移性胃癌	2024 年 7 月

资料来源：医药经济报，华安证券研究所

曲妥珠单抗获批上市，全力推进商业化进程。公司首款抗体药物注射用曲妥珠单抗的上市，标志着公司在精准医疗领域的战略布局取得里程碑式进展，开启了公司在肿瘤治疗领域的新篇章，加速了公司向创新型药企的转型之路，公司将继续深耕生物医药行业，推动其他靶向肿瘤药物产业化发展，逐步完善公司战略布局。医药魔方的资讯显示，公司的注射用曲妥珠单抗——安赛汀，成功入选了《2024 年合肥市生物医药产业重点培育品种》目录，是安科生物在抗肿瘤靶向药物领域布局的首款产品。

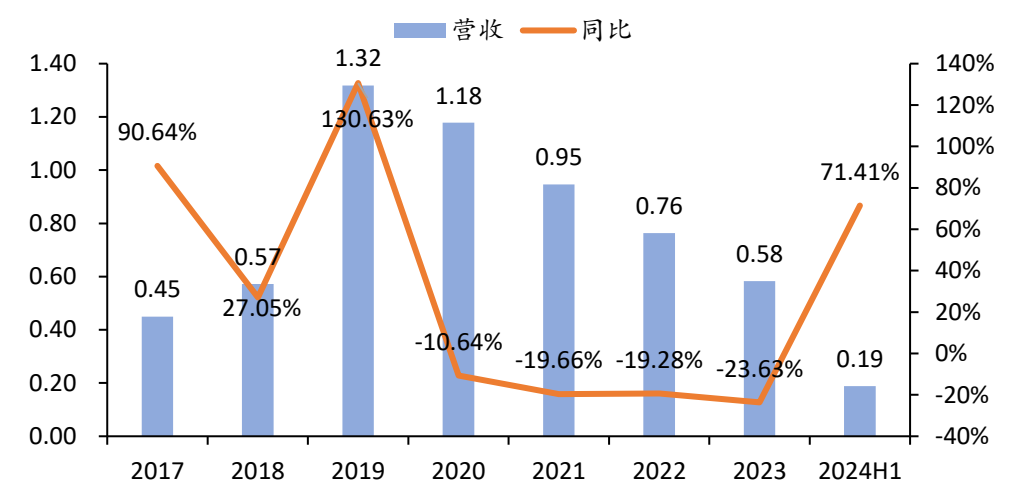
曲妥珠单抗的成功纳入医保目录印证并肯定了公司在创新药物研发和商业化方面的成就，同时推动了安徽省肿瘤精准化治疗的实施，为国内乳腺癌患者提供了更多的治疗选择和精准治愈，有望进一步增大“安赛汀”在国内市场的渗透率，帮助提升市场可及性。此外，为实现注射用曲妥珠单抗“即用即配”的目标，2024 年上半年公司提交了注射用曲妥珠单抗新增 60mg 规格的补充申请，有 2 款抗肿瘤单抗药物已进入临床研究阶段，公司将按照研发计划积极推进其他抗体药物的研发工作。

2.1.4 安科华捷：整合中德美联业务，拓展延伸法医检测赛道

整合中德美联业务，拓展延伸法医检测赛道。中德美联作为国内法医 DNA 检测领域的领军型企业之一，建立了优势突出的多重 PCR&CE 扩增检测平台，自主开发了全球全系列的法医 DNA 检测试剂盒，打破了国外技术的垄断并完成了产品和应用方面的超越，近年来其产品技术在协助侦破重大疑难案件、协助解决公共安全突发事件中发挥了积极的作用，树立了良好的市场形象和社会形象。2022 年 12 月，公司为拓展中德美联法医 DNA 检测业务，设立全资子公司安科华捷公司，并将中德美联公司 100%股权整体划入安科华捷公司。在华捷公司对中德美联公司业务进行整合的同时，公司利用安科华捷公司的新平台引进新团队、新项目，在法庭科学、分子诊断细分领域不断创新，将业务扩展至基因检测设备、新型一体化检测仪器及配套耗材等医疗器械的研发、生产及销售。2022 年度中德美联公司不断优化经营管理策略，收缩非主营业务，控制公司运营成本，集中资源发展核心业务，有效提升运营效率，公司整体经营情况积极向好。

安科华捷积极落实“一体两翼”的战略布局，围绕 DNA 检测领域，发展法医 DNA 检测和大健康产业业务。研发的法医检测产品包括 DNA 荧光检测试剂盒及技术服务、配套产品：硅珠提取试剂盒，主要应用于法医刑侦个体识别、DNA 数据库建设、亲缘鉴定等。2017 至 2023 年公司技术服务板块营收波动较大，有小幅下降的趋势，但 2024 年半年度，公司技术服务板块的营收增速亮眼，实现营收 0.19 亿元，同比增长 71.41%。除此之外，安科华捷还在 2023 年发力拓展法医 DNA 检测业务，积极搭建新平台，并布局医疗健康业务，推进新产品研发，对公司的长期发展或许有积极影响。2024H1，AGCU EX38 荧光检测试剂盒通过 GA 认证，实现销售；人定量 DNA 试剂盒与配套仪器已实现推广应用，常染案件升级试剂盒 EX33CS 拿到公安部二所测试报告；针对亲缘市场，已完成半同胞检测补充试剂盒的研发，两款亲缘鉴定试剂盒 EX22 与 21+1FS 已完成性能全面升级，配套的法医 DNA 数据分析系统已开展上线测试工作；法医 NGS 项目已确定 STR 试剂盒 Panel 组合、文库构建流程与生信分析流程。

图表 22 2017-2024H1 技术服务板块的营收（亿元）及同比



资料来源：ifind，公司年报，华安证券研究所

安科华捷营收端保持稳定，致力于拓展业务及新产品研发。安科华捷在 2023 年实现营业收入 1.09 亿元，同比增长了 1.52%，营收有所增长但增长幅度相对较小。同时，净利润为 520.06 万元，同比下滑了 1.81%。目前，安科华捷在致力于服务公共安全行业的同时，逐步切入医疗健康行业，发展大健康领域与生长发育领域，推进病原体、优生优育等相关检测产品的研发。未来，安科华捷将依托企业技术中心，进一步探索二代测序技术在法医领域的推广和应用，现场 DNA 检测市场以及仪器耗材市场，并积极开发大健康及其他新的检测业务和相关解决方案，为企业发展寻求新的业绩增长点。

2.2 中成药板块：子公司余良卿专注中药贴膏领域，营销改革新历程

聚焦中药贴膏领域，致力于改革新历程。余良卿公司为公司持股 72.54% 的控股子公司，主要从事中成药的研究、开发、生产和销售，是我国商务部认定的首批“百年老字号”企业，于 2016 年入选安徽省专精特新企业，并荣登《2020 胡润中国最具历史文化底蕴品牌榜》，其活血止痛膏产品于 2010 年载入《中国药典》。目前余良卿公司遵循以现代科技发展传统中药的思路，在止痛领域，利用透皮吸收给药技术，升级传统中药贴膏，研究开发新型化药贴膏；在中药大健康领域，深入挖掘现有产品潜力，开发新产品，积极推进中药经典名方的研发，加强提升“余良卿号”百年老字号的品牌影响力，提升公司价值。

图表 23 子公司余良卿的主要产品

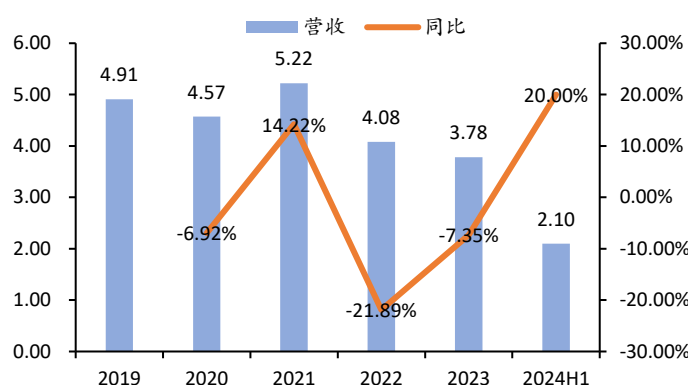
主要产品		图片	产品用途
中药外用贴膏	活血止痛膏		活血止痛，舒筋通络。用于筋骨疼痛，肌肉麻痺，痰核流注，关节酸痛。
	麝香镇痛膏、麝香壮骨膏		
	狗皮膏		
	余良卿膏药		
	舒筋活络止痛膏		
	风茄平喘膏		
蛇胆川贝液（无糖型）			祛风止咳，除痰散结。用于风热咳嗽，痰多，气喘，胸闷，咳痰不爽或久咳不止。
酸枣仁合剂			清热泄火，养血安神。用于虚烦不眠，心悸不宁，头目眩晕。
风油精、清凉油等			清凉，止痛，驱风，止痒。用于蚊虫叮咬及伤风感冒引起的头痛，头晕，晕车不适。

资料来源：公司 2024 年中报，华安证券研究所

安科余良卿持续推进营销模式改革，带动利润端同比增长。2024 年半年度，余良卿公司实现营业收入 2.10 亿元，同比增长 20.00%；同时实现净利润 3576.18 万元，同比达到 51.72%。余良卿积极推进中药贴膏升级、中药经典名方及药食同源产品开发等研发工作，目前已获得舒筋活络止痛膏、康肤酊和酸枣仁合剂三个补充申

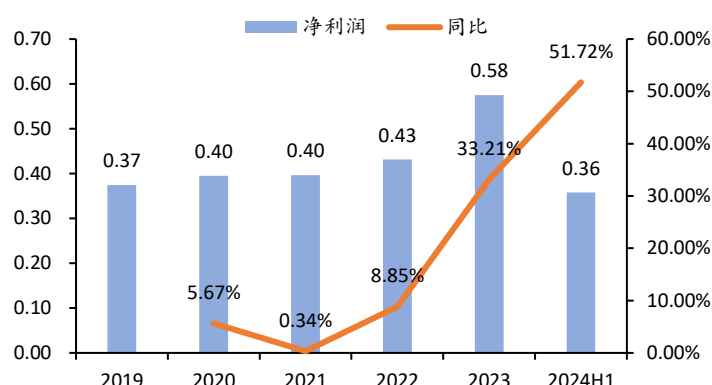
请批件，并完成余良卿膏药等已上市品种变更药品说明书中安全性等内容补充申请资料初稿，只待申报至 CDE。同时，关节止痛膏和活血止痛膏等传统中药贴膏的工艺优化、标准提升等产品升级工作也在积极推进。而在新药研究方面，首个经典名方新药研究工作也已启动，多维度丰富产品管线。至于大健康产业，余良卿大力推进药食同源新产品开发上市，现已取得特殊膳食食品生产许可，完成药食同源液体新产品生产线验证，目前新产品正在进行稳定性考察阶段。

图表 24 2019-2024H1 余良卿的营收（亿元）及同比



资料来源：公司年报，公司半年报，华安证券研究所

图表 25 2019-2024H1 余良卿的净利润（亿元）及同比

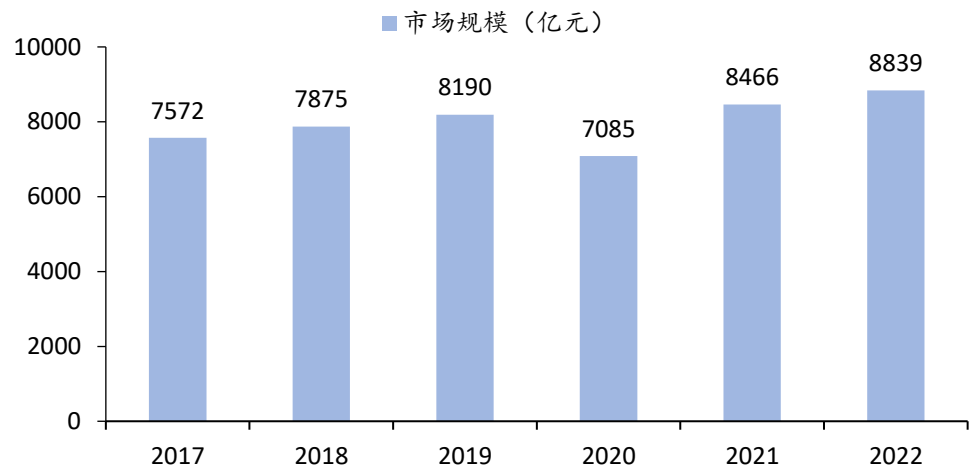


资料来源：公司年报，公司半年报，华安证券研究所

2.3 化学合成药：子公司安科恒益主做抗感染领域，业绩增长喜人

深耕抗感染领域，引领企业高质量发展。化学合成药始于 19 世纪中叶，至今已有 170 多年的历史，因其在现代医学中的重要性而被视为“现代药物研发的基石”。据中商产业研究院的数据显示，2017 年至 2022 年化学合成药的市场规模整体呈现稳健增长的趋势，市场规模从 2017 年的 7572 亿元上升到 2022 年的 8839 亿元，2020 年由于疫情影响略有下滑，但整体依然保持增长趋势。化学合成药凭借其稳定的市场需求和可靠的疗效，尤其在抗感染、抗肿瘤等领域具备显著优势，未来随着技术进步和新药研发，该领域市场份额有望继续稳健增长，并为满足医疗需求提供重要支持。安科恒益公司的化学合成药重点聚焦于富马酸丙酚替诺福韦片、阿莫西林颗粒、胶囊、头孢克洛分散片、头孢地尼颗粒、氨咖黄敏胶囊等。

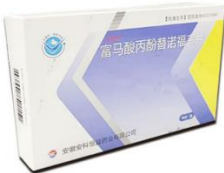
图表 26 2017-2022 年国内化学药的市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

安科恒益作为专业从事化学药品开发研究、生产、销售的国家级高新技术企业，是安徽省内生产规模大、剂型较全的化药生产企业之一。安科恒益研发技术不断创新，在深入布局抗乙肝病毒药物研发领域的同时，也在不断增厚公司抗生素产品的基本盘。目前，安科恒益拥有包括“小分子药物工程技术研究中心”在内的 4 个创新平台，头孢克肟颗粒即将批准生产，头孢克洛分散片已于 2025 年 2 月通过仿制药质量和疗效一致性评价。安科恒益不断在新药开发、质量标准研究、药物新剂型和制药关键技术与工艺等领域形成了持续创新和持续发展的能力，提升核心竞争力。

图表 27 子公司安科恒益主要产品

主要产品	产品图片	产品用途
富马酸丙酚替诺福韦片		用于治疗慢性乙型肝炎成人和>12 岁儿童患者
阿莫西林颗粒、胶囊		用于敏感菌所导致的感染
头孢克洛分散片		用于敏感菌所致的呼吸道感染

头孢地尼颗粒		对头孢地尼敏感的葡萄球菌属、链球菌属、肺炎球菌、消化链球菌、丙酸杆菌、淋病奈瑟氏菌、卡他莫拉菌、大肠埃希菌、克雷伯菌属、奇异变形杆菌、普鲁威登斯菌属、流感嗜血杆菌等菌株所引起的下列感染：喉炎、扁桃腺炎、急性支气管炎、肺炎；中耳炎、鼻窦炎；肾盂肾炎、膀胱炎、菌性尿道炎；附件炎、宫内感染、前庭大腺炎；乳腺炎、肛门周围脓肿、外伤或手术伤口的继发感染；毛囊炎、疖、疖肿、疔、传染性脓疱病、丹毒、蜂窝组织炎、淋巴管炎、甲沟炎、皮下脓肿、粉瘤感染、慢性脓皮症；眼睑炎、麦粒肿、睑板腺炎
氨咖黄敏胶囊		用于缓解普通感冒及流行性感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状

资料来源：公司年报，华安证券研究所

富马酸丙酚替诺福韦片：抗病毒药物代表，致力于抗击慢性乙型肝炎及艾滋病。

富马酸丙酚替诺福韦片于 2016 年获得批准上市，凭借其强效抑制病毒复制的特性，为患者带来了新的希望。该药物不仅能够有效降低病毒载量，还能改善肝脏功能，适用于慢性乙型肝炎患者及高危人群。

2021 年，公司收到国家药品监督管理局签发的“富马酸丙酚替诺福韦片”的《药品注册证书》，该品种的获批上市，将为中国乙肝功能性治愈提供新的治疗选择。此前，安科恒益富马酸丙酚替诺福韦片获得国家重点研发计划“科技助力经济 2020”重点专项立项支持。2022 年，富马酸丙酚替诺福韦片成功中标，市场竞争力将进一步提升。2024 年，公司通过参与“2024 世界制造业大会”，向世界宣传和推广富马酸丙酚替诺福韦片，为安徽的工业强省进一步贡献铜陵力量。2022 年一季度该产品的销售收入为 93.27 万元，占安科恒益 2022 年一季度销售收入比重为 2.60%。

阿莫西林颗粒、胶囊：延续经典抗生素，市场成就显著。阿莫西林胶囊于 1972 年问世，凭借其广谱抗菌作用，成为治疗细菌感染的首选药物，适用于呼吸道、泌尿道及皮肤软组织等多种感染。该药物广泛适用于儿童和成人患者，尤其是免疫力较低的高危人群。

2018 年，阿莫西林胶囊被评为“安徽省工业精品”产品，提升了企业的品牌价值。2019 年，阿莫西林胶囊通过仿制药一致性评价，其质量和疗效在市场上已得到客户和患者的广泛认可，为提升市场占有率提供了坚实的支撑。2024 年，公司产品阿莫西林胶囊在安徽省省级医药生产能力储备企业项目中标。近年来，安科恒益坚持质量第一、创新驱动的方针，与国内多家科研机构战略合作，为转化科技成果以及振兴地方经济做出了应有的贡献。

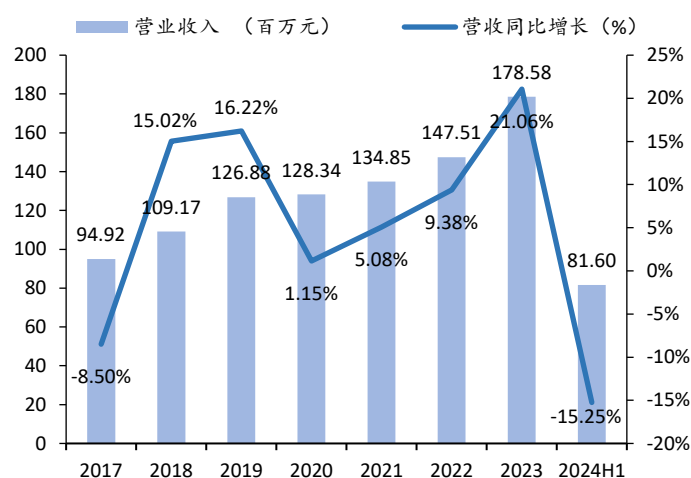
头孢地尼颗粒：创新抗菌药物，市场前景广阔。头孢地尼颗粒是一种新型的头孢菌素类抗生素，原研为日本藤泽药品工业公司。其广泛应用于治疗呼吸道、尿路和皮肤感染，具有良好的抗菌谱和口服生物利用度。其药性温和，副作用较少，具有抗菌谱广、抗菌作用强、临床疗效高、毒性低、过敏反应少等特点。适合各年龄段患者使用，尤其是儿童和老年人。近年来，随着其临床应用的推广，头孢地尼颗粒逐渐成为治疗常见细菌感染的首选药物，展现出强大的市场潜力与品牌影响力。

2013 年，公司头孢地尼颗粒药品注册申请获得受理。2023 年，公司获准生产头孢地尼颗粒，这有利于充分挖掘公司在头孢菌素生产线的产能空间，达到与合作单位

双赢目的。今后公司将以此为契机继续在头孢菌素领域进行多个 MAH 项目合作，降本增效，不断提升公司新产品运营效率。

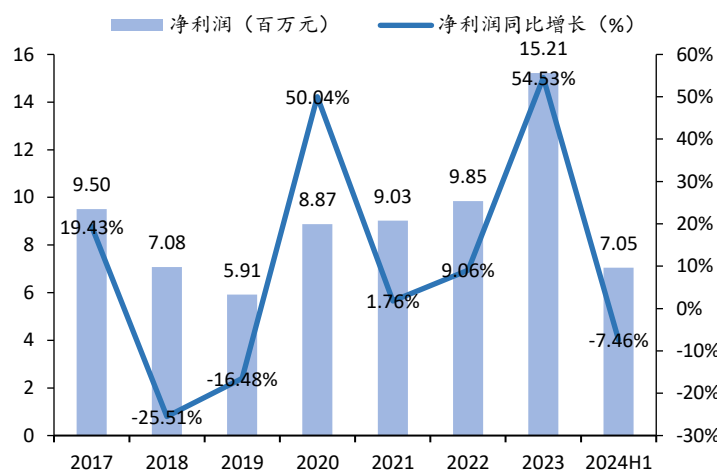
2024 年半年度安科恒益实现营业收入 0.82 亿元，同比下降 15.25%，同时实现净利润 0.07 亿元，同比下降 7.46%。近年来，安科恒益营业收入和净利润逐年增长，未来的发展潜力巨大。2024 年，安科恒益再获“安徽质量信用 AAA 级示范企业”荣誉称号。安科恒益通过以各经销商或代理商推广的销售渠道为主、重点市场自营销售的营销模式，实现对全国大部分零售终端的覆盖，国家集采中标品种已在中标区域内配送销售全覆盖。下一步，安科恒益将在产品创新、新项目上给予引进、交流，使公司利润新增长点再有突破，帮助公司向更高目标发展。

图表 28 2017-2024H1 安科恒益营业收入及同比增长



资料来源：公司年报，公司半年报，华安证券研究所

图表 29 2017-2024H1 安科恒益净利润及同比增长

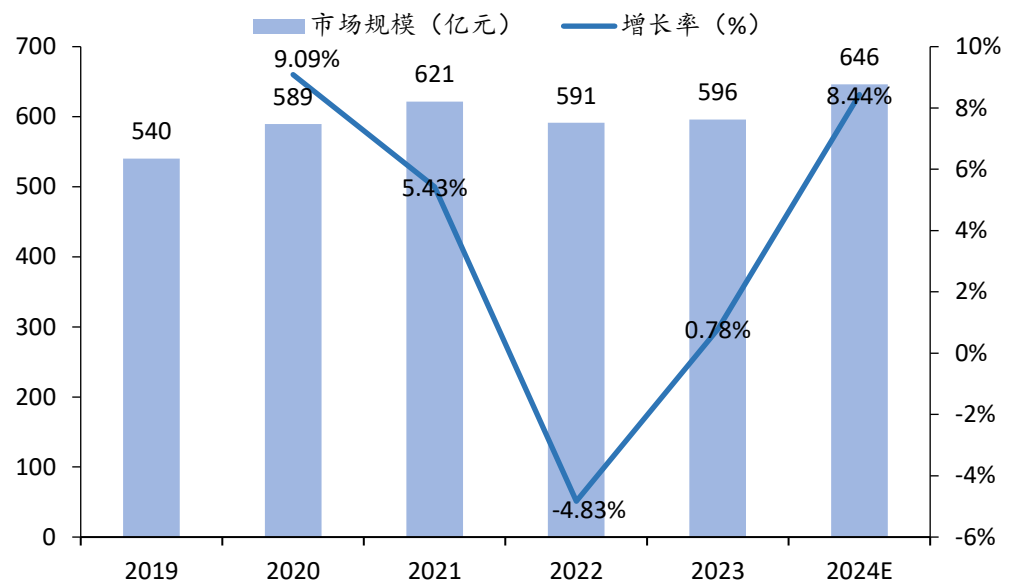


资料来源：公司年报，公司半年报，华安证券研究所

2.4 多肽药物：子公司苏豪逸明聚焦多肽原料药业务，贡献稳定现金流

聚焦多肽药物，领先于国内企业。自 1922 年治疗性胰岛素问世以来，多肽在医疗实践中发挥了重要作用。迄今为止，全球已有过百种多肽类药物被批准上市，被广泛应用于糖尿病、肿瘤、慢性疼痛、多发性硬化症等多种疾病的治疗。近年来，随着多肽合成技术的发展和成熟，多肽药物已成为药物研发的热点之一，其因适应证广、安全性高、疗效显著，已广泛应用于肿瘤、心脑血管疾病、肝炎、糖尿病、艾滋病等疾病的预防、诊断和治疗。据观知海内信息网显示，中国多肽药物市场从 2019 年的 540 亿元稳步增长，预计到 2024 年将达到 646 亿元，年增长率逐步上升，整体来看多肽市场具有巨大的发展潜力，未来几年有望迎来快速扩张。

图表 30 2019-2024 年多肽药物市场规模及增长率



资料来源：观知海内信息网，华安证券研究所

苏豪逸明作为专注于多肽原料药研发、生产和销售的高新技术企业、中检院国家标准品供应企业、国家集采产品原料药供应企业，拥有二十余项国家发明专利，2023年顺利通过美国 FDA 现场检查。公司的多肽药物重点聚焦于生长抑素、胸腺法新、醋酸阿托西班、醋酸奥曲肽、鲑降钙素、胸腺五肽、缩宫素、醋酸西曲瑞克等。苏豪逸明多肽类产品品质高、质量稳定、品种丰富，其多肽类原料药的广度和产量均居国内领先地位，具有较明显的竞争优势。为适应新形势下多肽原料药的市场发展规律，公司从内源性管理改革出发，制定科学的市场营销策略，加强市场推广和品牌建设，通过加强市场分析与定位、技术创新与研发、产能扩张与布局、市场营销与品牌建设、政策与合规管理以及风险管理等方面的努力，争取集采中标企业的原料药市场，扩大品种销售规模，巩固上游原料药的优势基础，加强三期新建厂房项目和研发中心建设，寻求新产品、新渠道的产业突破。

图表 31 子公司苏豪逸明主要产品

主要类别	主要产品	产品用途
多肽类原料药	生长抑素	适用于:1、严重急性食道静脉曲张出血。 2、严重急性胃或十二指肠溃疡出血，或并发急性糜烂性胃炎或出血性胃炎。 3、胰腺外科手术并发症的预防和治疗。 4、胰、胆和肠的辅助治疗。 5、糖尿病酮症酸中毒的辅助治疗。
	胸腺法新	适用于:1、慢性乙型肝炎。 2、作为免疫损害病者的疫苗免疫应答增强剂。免疫系统功能受到抑制者，包括接受慢性血液透析和老年病患，本品可增强病者对病毒性疫苗，例如流感疫苗或乙肝疫苗的免疫应答。
	醋酸阿托西班	适用于有下列情况的妊娠妇女，以推迟即将来临的早产： 1、每次至少 30 秒的规律子宫收缩，每 30 分钟内>4 次 2、宫颈扩张 1-3cm(未经产妇 0-3cm)和子宫软化度/变薄>50%

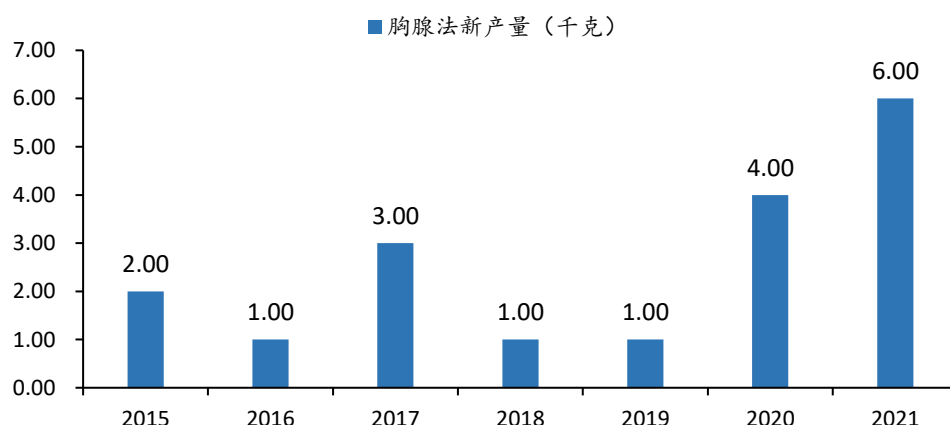
		3、年龄>18 岁 4、妊娠 24-33 足周胎心率正常
	醋酸奥曲肽	适用于:上消化道静脉破裂出血的抢救治疗及胃溃疡出血治疗、急性胰腺炎、胰 腺、消化系统内分泌肿瘤、肢端肥大症、突眼性甲亢症等。
	鲑降钙素	适用于:1、禁用或不能使用常规雌激素与钙制剂联合治疗的早期和晚期绝经后骨 质疏松症以及老年性骨质疏松症。 2、继发于乳腺癌、肺癌或肾癌、骨髓瘤和其他恶性肿瘤骨转移所致的高钙血症。
	胸腺五肽	适用于:恶性肿瘤病人因放疗、化疗所致的免疫功能低下: 1、用于 18 岁以上的慢性乙型肝炎患者。 2、各种原发性或继发性 T 细胞缺陷病(如儿童先天性免疫缺陷病)。 3、某些自身免疫性疾病(如类风湿性关节炎、系统性红斑狼疮等)。 4、各种细胞免疫功能低下的疾病。 5、肿瘤的辅助治疗。
	缩宫素	适用于:产前子宫收缩无力时催产、引产及产后出血、胎衣不下和子宫复原不全 的治疗。
	醋酸西曲瑞克	适用于:对进行控制性卵巢刺激的患者,防止提前排卵,进而进行采卵和辅助生 殖技术治疗。在临床试验中,本品与人绝经期促性腺激素(HMG)联合使用。本品 与重组人促卵泡激素(r-hFSH)联合使用的有限经验表明,其疗效与前者相似。
客户肽	卡贝缩宫素	适用于:1、用于选择性硬膜外或腰麻下剖腹产术后,以预防子宫收缩乏力和产 后出血。 2、对于急诊剖腹产、经典剖腹产、硬膜外或脊髓麻醉的其它麻醉下的剖腹产或 产妇产有明显的心脏病、高血压史、已知的凝血疾病或肝、肾和内分泌疾病(不包 括妊娠)的情况。 3、使用卡贝缩宫素还没有进行研究。经阴道分娩后给予卡贝缩宫素治疗也没进 行适当的研究,其量还未确定。
	依替巴肽	适用于:用于急性冠状动脉综合症患者的治疗(不稳定型心绞痛/非 ST 段抬高性 心肌梗死),包括即将接受药物治疗的患者以及接受经皮冠脉介入治疗(PCI)的 患者。接受 PCI 治疗的患者,包括接受冠状动脉内支架置入术的患者。
	特利加压素	适用于:1、胃肠道出血,如食管静脉曲张出血、胃或十二指肠溃疡出血,以及 其它胃肠道出血。 2、泌尿生殖系统出血,如功能性或其它原因引起的子宫出血、生产或流产等引 起的出血。 3、术后出血的治疗,特别是腹腔和盆腔区域的出血。 4、妇科手术的局部使用,如在子宫颈的手术。 5、肝肾综合征,如(慢性肝炎、重型肝炎、肝硬化等)合并肝肾综合征,也用于 肝移植患者术前术后肝肾综合征的治疗或预防等。 6、顽固性(对儿茶酚胺抵抗性)休克,如败血症性休克等对扩容或和儿茶酚胺等 常规治疗无反应时。
兽药	戈那瑞林	促使动物垂体前叶释放促卵泡素(FSH)和促黄体素(LH),用于治疗牛的卵巢机能 静止,诱导奶牛同期发情。
	促黄体素释放 激素 A2	用于治疗奶牛排卵迟滞,卵巢静止、持久黄体、卵巢囊肿及早期妊娠诊断,亦 用于鱼类诱发排卵。
	促黄体素释放 激素 A3	

资料来源：公司 2024 年中报，华安证券研究所

胸腺法新：助力免疫调节，在新冠疫情中展现关键作用。胸腺法新原料是由 28 个氨基酸合成的多肽，注射用胸腺法新有较强的免疫增强活性，可以通过促进淋巴细胞成熟和分泌 γ -干扰素、白细胞介素等细胞因子，增强机体的抗病毒、抗细菌、抗肿瘤的免疫活性，临床上主要用于慢性乙型病毒性肝炎，增强机体免疫，恶性肿瘤的辅助治疗，适用于免疫力低下的患者，尤其是在新冠疫情期间，其需求激增，广泛应用于提升一线医务人员和高危人群的免疫力。

2019 年 4 月 10 日，苏豪逸明中标中检院胸腺法新标准物质原料比选采购项目，对其品牌战略意义重大。2020 年新冠疫情爆发以后，有很多一线医务人员通过注射胸腺法新和胸腺五肽两类多肽药物来提升机体免疫力，对抗新冠病毒。作为国内最重要的胸腺法新和胸腺五肽原料药生产企业，这两种原料药的市场需求突然大增，进入二月份，生产繁忙，胸腺法新产品供不应求，员工复岗率达 80%。2023 年 7 月 19 日，中检院发布采购结果公示，苏豪逸明胸腺法新原料成功中选，标志着苏豪逸明的原料质量、技术等各方面得到中检院的官方认可。此前，苏豪逸明胸腺法新原料与制剂共同审评审批结果为 A，表明该原料药符合国家相关药品审评技术标准。

图表 32 2015-2022 年苏豪逸明公司胸腺法新产量



资料来源：WarrenQ，华安证券研究所

醋酸阿托西班：早产治疗一线药物，市场需求持续增长。醋酸阿托西班作为目前欧洲药品管理局批准用于治疗早产的具有子宫特异性的宫缩抑制剂，优点是保胎效果好，对母体及胎儿安全性高，欧洲围产医学协会发布的《2017 年的早产指南》将阿托西班作为治疗早产的一线用药。阿托西班在国内的销售额稳步增长，市场需求较为强劲。米内网数据显示，2020-2022 年醋酸阿托西班注射液在国内样本医院的销售额分别为 3.07 亿元、4.19 亿元、4.37 亿元。

2020 年，苏豪逸明的醋酸阿托西班产品获得 NMPA 颁发的 GMP 证书，该品种将进一步丰富妇产科保胎产妇的临床用药。目前，已经签订了大量的国内订单和外贸订单，或将成为新的业绩增长点。2023 年，苏豪逸明的醋酸阿托西班注射液上市许可申请已获受理。

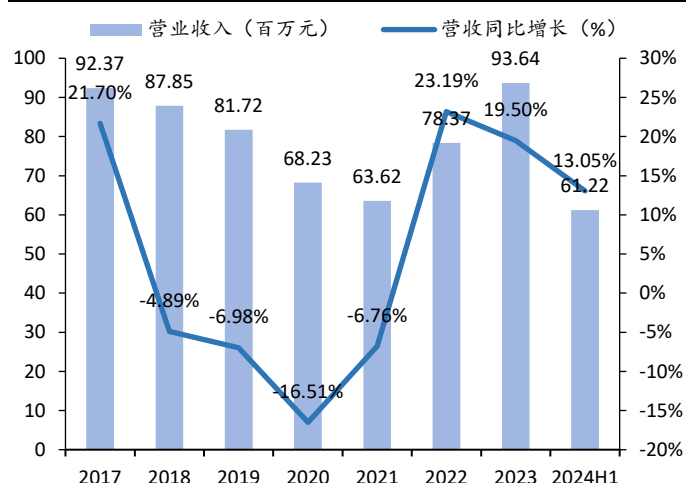
鲑降钙素：骨质疏松症治疗新选择，市场潜力无限。鲑降钙素是一种从鲑鱼中提取的多肽类激素，具有强效的抑制骨吸收作用。它通过抑制破骨细胞的活性来降低骨质流失，主要用于治疗骨质疏松症、骨痛和其他与骨代谢相关的疾病。该药物适用于

老年患者以及骨密度较低的高危人群，有助于减少骨折风险并缓解相关症状，在骨科和老年病学领域应用广泛。

鲑降钙素原料药于 2017 年首次取得欧盟 CEP 证书，有效期五年，并同时拥有中国 GMP 认证和欧洲 CEP 认证双证书，公司是国内首家鲑降钙素原料药通过欧洲 CEP 认证的企业。2022 年 8 月，公司顺利完成鲑降钙素原料药五年再注册申请工作，并收到欧洲药品质量管理局 (EDQM) 颁发的 CEP 证书 (No. R1-CEP 2014-229-Rev00)。

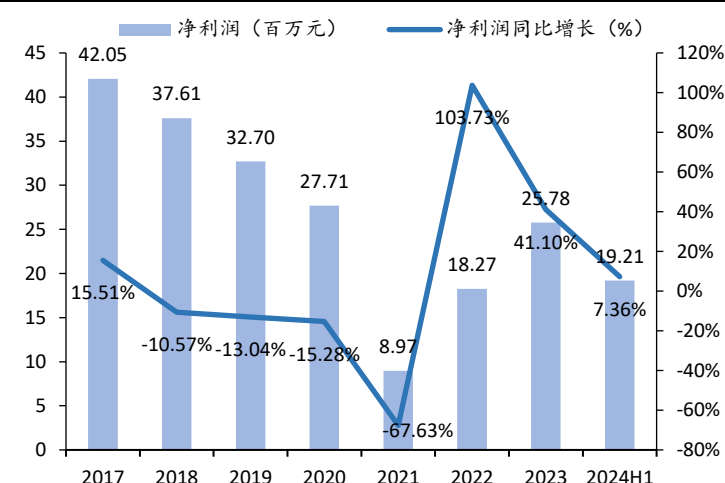
2024H1，苏豪逸明实现营业收入 0.61 亿元，同比+13.05%，实现净利润 0.19 亿元，同比+7.36%。新冠疫情过后，苏豪逸明积极克服不利因素影响，调整营销策略，持续扩大客户群体，加大潜在客户的市场开拓力度、拓宽了客户覆盖度，扭转了 2021 年度的经营困境，使得营业收入和净利润实现逐年增长。目前，苏豪逸明已入选上海市高新技术企业、2020-2021 年度“专精特新”中小企业，中检院国家标准品供应企业，是国内规模较大、多肽原料药批件较多的专注多肽原料药研发、生产、销售企业，是国家集采产品注射用胸腺法新、醋酸奥曲肽注射液、注射用生长抑素等原料药供应企业，拥有 8 个登记号 A 状态原料药产品、2 个欧盟 CEP 产品和 3 个兽药产品。2024 年，苏豪逸明获得上海市青浦区人民政府颁发的智造空间优质项目专项奖励资金育高医疗荣获中国优生优育协会单位会员。

图表 33 2017-2024H1 苏豪逸明的营业收入及同比



资料来源：公司年报及半年报，华安证券研究所

图表 34 2017-2024H1 苏豪逸明的净利润及同比



资料来源：公司年报及半年报，华安证券研究所

目前，公司按照既定计划推进研发工作，卡贝缩宫素正在等待独立申报审评，醋酸西曲瑞克、依替巴肽已按补充资料通知提交补充资料，等待审评；特利加压素正在进行工艺验证，计划尽快完成上市申请登记。缩宫素已与关联制剂客户共同通过 CDE 技术审评，已获批上市。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

关键假设：

生物制品板块继续保持增长。主营产品生长激素行业竞争日益激烈，但产品的市

市场占有率逐年提升，长效水针亟待放量，或将进一步提升市场影响力；干扰素“安达芬”期待集采以量换价，预计销量保持稳健增长；曲妥珠单抗“安赛汀”获批上市，肿瘤治疗领域的研发进程不断推进，未来市场潜力十分可期。

中药板块企稳回升，其他板块维持稳中上行的发展态势。受四季度暂时停产的影响，中药板块 2024 年业绩或将受阻下滑，2025 年中药恢复生产，有望驱动未来业绩提升。化药在抗感染领域的市场需求稳定，创新研发能力亮眼，新药亟待报产，预测总体发展稳健。原料药市场逐渐扩大，客户覆盖率不断提升，研发产品丰富且高质，2024 至 2026 年原料药板块增长可期。

图表 35 收入拆分与盈利预测

单位（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2865.75	2677.18	3052.63	3431.46
YOY	22.94%	-6.58%	14.02%	12.41%
其中：生物制品				
营业收入	2099.78	1972.30	2186.97	2468.07
YOY	34.93%	-6.07%	10.88%	12.85%
其中：中成药				
营业收入	358.25	322.42	451.39	519.10
YOY	-11.42%	-10.00%	40.00%	15.00%
其中：化药				
营业收入	178.58	187.51	195.01	200.86
YOY	21.09%	5.00%	4.00%	3.00%
其中：化药				
营业收入	91.77	111.96	132.12	151.94
YOY	26.86%	22.00%	18.00%	15.00%
其中：其他				
营业收入	79.04	82.99	87.14	91.49
YOY	6.49%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：ifind，华安证券研究所

3.2 投资逻辑与建议

公司多领域布局，争做医药前沿创新型企业

公司成立于 1993 年，以基因工程药品的研产销为主，其他业务涵盖生物检测试剂、现代中成药、化学合成药、多肽药物、法医 DNA 检测、细胞药物等多个板块，实现多领域布局，加快创新转型。公司核心产品包括重组人干扰素 α 2b“安达芬”系列制剂、重组人生长激素“安苏萌”、曲妥珠单抗“安赛汀”等。公司拥有多款自研产品，其中“安达芬”是我国第一个国产化干扰素 α 2b 产品，国家“863”计划成果“安思宝”是国际上第一个商品化的 MAR 法抗精子抗体检测试剂。

2023 年，公司实现营业收入 28.66 亿元，同比+22.94%；归母净利润 8.47 亿元，同比+20.47%，公司营收端和利润端均实现双位数增长，主营生物制品药物保持较快发展态势，子公司业务稳定提升，共同驱动公司业绩持续增长。2024 年前三

季度，公司实现营业收入 19.21 亿元，同比-4.95%；归母净利润 5.90 亿元，同比-9.89%。

公司聚焦基因工程药物，核心产品市占率稳步提升

公司长期致力于以基因工程药物为主的生物制品的研究开发、生产和销售，其中生长激素是公司的核心产品之一，产品市占率领先；注射用曲妥珠单抗“安赛汀”是安徽省首个肿瘤靶向治疗药物、首个大分子生物类似药、公司首款抗体药物，它的上市开启了公司在肿瘤治疗领域的新篇章，加速了公司向创新型药企的转型之路。2024H1，公司生物制品板块实现营收 9.02 亿元，同比-2.06%，实现毛利率 86.05%，同比-0.16pct。

公司业务多点开花，持续带来利润端增量

中成药板块的业务主要由余良卿经手负责，余良卿是我国商务部认定的首批“百年老字号”企业，其核心产品活血止痛膏于 2010 年载入《中国药典》；公司深耕中药大健康板块，在止痛领域，利用透皮吸收给药技术，升级传统中药贴膏，不断发展创新，提升公司价值。2024H1，公司中药板块实现营收 1.99 亿元，同比+20.17%，实现毛利率 79.29%，同比-2.20pct。

原料药板块由苏豪逸明主导研产销售，它作为国内规模较大、多肽原料药批件较多的研产销一体药企，是国家集采产品注射用胸腺法新、醋酸奥曲肽注射液、注射用生长抑素等多种原料药供应企业，截止 2024 年半年度，公司拥有 8 个登记号 A 状态原料药产品、2 个欧盟 CEP 产品和 3 个兽药产品。2024H1，公司原料药板块实现营收 0.61 亿元，同比+15.56%，实现毛利率 48.16%，同比-2.58pct。

化药板块的研发营销主要依托安科恒益，它是安徽省内化学药品生产规模大、剂型齐全的企业，主要产品包括富马酸丙酚替诺福韦片、阿莫西林颗粒、胶囊、头孢克洛分散片等。2024H1，公司化药板块实现营业收入 0.81 亿元，同比-15.50%，实现毛利率 22.08%，同比+1.35pct。

技术服务板块由安科华捷着手发展业务，它实行“一体两翼”的发展战略，整合中德美联业务后，进一步拓展了法医检测赛道。中德美联作为国内法医 DNA 检测领域的领军型企业之一，自主开发了全球全系列的法医 DNA 检测试剂盒，打破了国外技术的垄断并完成了产品和应用方面的超越。2024H1，公司技术服务板块实现营收 0.19 亿元，同比+71.41%，实现毛利率 69.19%，同比+15.98pct。

投资建议：首次覆盖，给予“买入”投资评级

我们预计，公司 2024-2026 年营收分别为 26.77/30.53/34.31 亿元，分别同比-6.6%/+14.0%/+12.4%，归母净利润分别为 6.94/8.15/9.37 亿元，分别同比-18.0%/+17.3%/+14.9%。我们看好公司曲妥珠单抗获批后的产业化发展，以及中药板块营销改革后的新局面，公司 25 年业绩将进一步增长；首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

新药研发不及预期的风险：作为科技型医药企业，公司新药研发具有“高投入，长周期，高风险，高产出”的特点，新药品的发展须经历临床前研究、临床试验、申报注册、获准生产等过程，环节多、周期长，易受到不可预测因素的影响，存在开发失败的可能性。

行业政策变化及集中带量采购导致药品降价的风险：随着国家医疗卫生体制的深化改革，药品集中带量采购模式、国家谈判政策已然成为常态化、制度化，覆盖产品范围不断扩大，各地招投标价格下降压力也愈来愈大，集采政策及招标方案存在较大不确定性，从而影响公司的盈利水平。

业务整合及规模扩大带来的集团化管理风险：随着公司内生增长及业务持续发展，组织结构日渐复杂，如何协调统一、加强管控，实现多元化后的协同效应，提高整体运营效率是未来公司发展面临的风险因素之一。

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元					利润表					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E						会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E					
流动资产	2325	2290	2848	3506						营业收入	2866	2677	3053	3431					
现金	260	173	621	1152						营业成本	620	720	819	908					
应收账款	550	490	572	635						营业税金及附加	25	23	26	29					
其他应收款	9	11	11	13						销售费用	831	776	870	961					
预付账款	26	45	43	52						管理费用	203	175	208	229					
存货	235	287	318	358						财务费用	-4	-8	-5	-6					
其他流动资产	1245	1285	1283	1297						资产减值损失	-17	-2	-2	-2					
非流动资产	2625	3076	3488	3905						公允价值变动收益	0	0	0	0					
长期投资	167	189	185	193						投资净收益	-5	0	0	0					
固定资产	706	728	729	731						营业利润	924	788	904	1051					
无形资产	450	612	781	946						营业外收入	0	0	0	0					
其他非流动资产	1301	1547	1794	2035						营业外支出	4	0	0	0					
资产总计	4951	5366	6336	7412						利润总额	920	788	904	1051					
流动负债	847	946	1083	1197						所得税	61	72	71	89					
短期借款	0	0	0	0						净利润	859	716	833	961					
应付账款	197	222	256	282						少数股东损益	11	21	18	25					
其他流动负债	650	724	826	915						归属母公司净利润	847	694	815	937					
非流动负债	171	164	164	164						EBITDA	1040	888	1017	1166					
长期借款	0	0	0	0						EPS (元)	0.51	0.42	0.49	0.56					
其他非流动负债	171	164	164	164															
负债合计	1018	1110	1247	1361						主要财务比率									
少数股东权益	195	216	234	259						会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E					
股本	1677	1676	1676	1676						成长能力									
资本公积	520	546	546	546						营业收入	22.9%	-6.6%	14.0%	12.4%					
留存收益	1541	1817	2632	3569						营业利润	9.7%	-14.8%	14.8%	16.2%					
归属母公司股东权	3737	4040	4855	5791						归属于母公司净利	20.5%	-18.0%	17.3%	14.9%					
负债和股东权益	4951	5366	6336	7412						获利能力									
										毛利率 (%)	78.4%	73.1%	73.2%	73.5%					
										净利率 (%)	29.6%	25.9%	26.7%	27.3%					
										ROE (%)	22.7%	17.2%	16.8%	16.2%					
										ROIC (%)	21.9%	16.4%	16.1%	15.6%					
										偿债能力									
										资产负债率 (%)	20.6%	20.7%	19.7%	18.4%					
										净负债比率 (%)	25.9%	26.1%	24.5%	22.5%					
										流动比率	2.75	2.42	2.63	2.93					
										速动比率	2.43	2.04	2.27	2.56					
										营运能力									
										总资产周转率	0.62	0.52	0.52	0.50					
										应收账款周转率	6.00	5.15	5.75	5.68					
										应付账款周转率	3.57	3.44	3.42	3.37					
										每股指标 (元)									
										每股收益	0.51	0.42	0.49	0.56					
										每股经营现金流	0.57	0.52	0.59	0.64					
										每股净资产	2.23	2.42	2.90	3.46					
										估值比率									
										P/E	20.04	21.19	18.06	15.72					
										P/B	4.59	3.64	3.03	2.54					
										EV/EBITDA	16.28	16.45	13.91	11.68					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：陈珈蔚，医药行业分析师，主要负责医疗服务及生物制品行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

联系人：李雨涵，医药行业分析师助理，湖南大学本硕，生物技术+金融硕士复合背景，主要研究方向为血制品、疫苗板块。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。