

联邦制药 (03933)

证券研究报告
2025 年 05 月 20 日

UBT251 已授权给诺和诺德，动保/胰岛素稳健增长

联邦制药成立于 1990 年，于 2007 年在香港上市，主要从事药品的研发、生产及销售。历经三十余年发展，联邦制药形成了拥有制剂、原料、生物、动保四大业务板块；在研方面，聚焦代谢/自免领域，已完成大额授权。

减重：UBT251 已实现授权，司美格鲁肽仿制药已进入临床

UBT251 中国 1b 期超重/肥胖适应症临床试验结果显示：给药第 12 周，最高剂量组平均体重较基线下降 15.1%，安慰剂组较基线平均增加 1.5%，安慰剂效应修正后体重下降 16.6% (15.1%+1.5%)；安全性方面，UBT251 的安全性特征与其他肠促胰岛素类产品相似，最常见的不良事件为胃肠道反应，且绝大多数为轻度至中度，12 周减重水平已超越礼来 Retatrutide 同期的 10%-15% 水平。3 月 24 日，联邦制药宣布将 UBT251 的海外权益授予诺和诺德，获得 2 亿美元首付款和最高 18 亿美元的潜在里程碑付款，以及可收取基于海外地区年度净销售额的分层销售提成。

胰岛素：集采接续政策稳定，后续有望实现良好增长

在胰岛素国采接续中公司 6 个采购组均有品种中标，且中标的全部品种均以 A 类中选。我们认为在胰岛素整体集采接续政策稳定，公司自主生产成本可控的情况下，公司胰岛素业务有望实现稳定增长。

动保：产品矩阵丰富，在研管线品种丰富

根据公司预计，2025 年起公司 19 款动保制剂有望上市，2026-2028 年每年有超过 10 款动保制剂有望获批上市。我们认为，公司动保业务逐渐向宠物类市场切入，丰富的产品管线有望带动公司未来动保业务加速增长。

抗生素：行业景气度持续，上下游一体化优势明显

公司凭借“垂直一体化+工艺迭代”，成为青霉素产业链领导者，青霉素工业盐及 6-APA 领域市占率均在 50% 左右；制剂方面，医药魔方数据显示，2024Q4 起国内抗生素需求出现阶段性波动。此外，公司哌拉西林钠他唑巴坦钠集采于 2024 年起正式执行，对当年业绩产生一定影响。在后续行业需求保持稳定的假设下，公司抗生素业务有望保持稳定。

盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年总体收入为 145.24/139.87/145.80 亿元，同比增长 5.56%/-3.70%/4.23%；归母净利润为 29.07/25.57/27.62 亿元。

采用可比公司估值法对公司进行估值：联邦制药是国内青霉素类抗生素龙头企业，胰岛素及动保业务有望带动公司主业稳定增长；减重领域，公司在利拉鲁肽、司美格鲁肽类似药及创新药（UBT251 等）均有布局，选择石四药集团、川宁生物、国邦医药、华东医药作为可比公司。

考虑到：（1）公司抗生素主业集采影响边际出清、整体行业景气度有望保持稳定；（2）胰岛素及动保业务竞争力强，有望带动主业稳定增长；（3）UBT251 1B 期数据良好并完成和诺和诺德的授权，减重领域潜力大，我们看好公司未来发展。考虑到公司目前整体业务大致可划分为抗生素、胰岛素、动保主业及创新药两块业务，其中主业基本盘稳定，创新药潜力显著，因此分别给予主业 2025 年 6x PE、创新药领域 20x PE（假设 BD 收入全额转化成利润），目标市值 341.02 亿港元，对应目标价 18.77 港元/股。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产业政策变化及药品降价风险、研发风险、综合管理成本上升的风险、集采风险、原料药价格波动风险、地缘政治风险、跨市场选取可比公司可能导致估值结论偏高的风险

投资评级

行业 医疗保健业/药品及生物科技

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 13.2 港元

目标价格 18.77 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,817.03
港股总市值(百万港元)	23,984.75
每股净资产(港元)	8.55
资产负债率(%)	44.12
一年内最高/最低(港元)	16.96/7.84

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号: S1110521020001
yangsong@tfzq.com
刘一伯 联系人
liuyibo@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《联邦制药-公司深度研究:业绩拐点初现，胰岛素系列值得期待》
2018-05-23

内容目录

1. 综合性抗生素龙头，代谢/兽药多元化增长	5
1.1. 深耕抗生素领域，行稳致远均衡发展	5
1.2. 收入平稳增长，费用结构改善	7
1.3. 拥有多个已建成生产基地，在建工厂稳步推进	8
1.4. 研发管线稳步推进，聚焦内分泌/代谢及自免领域	9
2. 减重：UBT251 已实现授权，司美格鲁肽仿制药已进入临床	10
2.1. 多肽药物介绍：多肽药物推陈出新，市场规模稳健增长	10
2.2. GLP-1 药物：减重市场需求旺盛，专利到期催生全球 GLP-1 研发热潮	11
2.3. GLP-1 药物发展方向：追求更理想减重效果，礼来先拔头筹	14
2.4. UBT251：已授权给诺和诺德，单药展示出短期最优减肥效果	18
3. 胰岛素：集采接续政策稳定，后续有望实现良好增长	20
4. 动保：产品矩阵丰富，在研管线品种丰富	22
4.1. 动保市场广阔，国内市场增速快	22
4.2. 全产业链发展，联邦动保品牌力持续增强	23
4.3. 研发效率高，在研管线潜力可观	24
5. 抗生素：行业景气度有望保持稳定，上下游一体化优势明显	25
5.1. 中间体与原料药：市占率高，成本优势明显	26
5.2. 制剂：需求阶段性波动，未来有望实现稳定增长	28
6. 盈利预测和估值	30
6.1. 盈利预测与关键假设	30
6.2. 估值与投资评级	31
7. 风险提示	32

图表目录

图 1：公司股权结构（截至 2024 年底）	5
图 2：公司主营业务及业务模式	6
图 3：2019-2024 年公司分红率	6
图 4：2019-2024 年公司股息率	6
图 5：2019-2024 年公司收入（亿元）及同比（%）	7
图 6：2019-2024 年公司扣非后归母净利润（亿元）及同比（%）	7
图 7：2019-2024 年公司分板块收入（亿元）	7
图 8：2019-2024 年公司费用率情况（%）	8
图 9：公司在建的生产基地	9
图 10：聚焦内分泌/代谢、自身免疫领域，拥有完善研发管线	9
图 11：公司在研管线上市预期	10
图 12：2016-2030 年全球多肽药物市场规模（亿美元）	11
图 13：2016-2030 年中国多肽药物市场规模（亿美元）	11

图 14: 中国的肥胖流行趋势预测(BMI $\geq$ 30.0 kg/m ²)	11
图 15: 全球肥胖流行趋势预测	11
图 16: GLP-1 药物原理	12
图 17: GLP-1 类药物进化过程	12
图 18: GLP-1R/GIPR/GCGR 靶点分布及功能特点	15
图 19: FGF21 在不同类型组织中的代谢作用总结	15
图 20: Retatrutide 减重效果	16
图 21: CagriSema 与其他减肥药减重效果对比	17
图 22: UBT251 与 Retatrutide 在 DIO mice 的减重效果对比	18
图 23: UBT251 与其他减肥药减重效果对比	19
图 24: 三代胰岛素情况	20
图 25: 2022-2024 年联邦制药胰岛素销售额 (百万元)	22
图 26: 全球动保市场规模 (亿美元)	22
图 27: 中国动保市场规模 (亿美元)	22
图 28: 动保品种分类	22
图 29: 联邦制药兽药合作伙伴 (部分)	23
图 30: 2022-2024 年公司动保业务收入 (百万元)	23
图 31: 2024 年公司动保业务收入分布 (按类别)	23
图 32: 2024 年公司动保业务收入分布 (按产品)	23
图 33: 公司动保业务明星产品	24
图 34: 公司动保制剂在研管线预计上市节奏	25
图 35: 抗生素分类及代表药物	26
图 36: 青霉素产业链	26
图 37: 中国青霉素工业盐价格走势 (元/BOU)	27
图 38: 中国 6-APA 价格走势 (元/千克)	27
图 39: 中国 6-APA 出口平均单价 (美元/千克)	27
图 40: 中国阿莫西林价格走势 (元/千克)	27
图 41: 中国阿莫西林出口平均单价 (美元/千克)	27
图 42: 2024 年中间体及原料药对外销售分布 (按产品)	28
图 43: 2024 年中间体及原料药对外销售分布 (按市场)	28
图 44: 2020Q1-2024Q4 国内样本医院阿莫西林类抗生素制剂销售额 (亿元) 及同比 (%)	28
图 45: 2020Q1-2024Q4 国内样本医院头孢类抗生素制剂销售额 (亿元) 及同比 (%)	28
图 46: 2021-2024 年公司核心抗生素制剂品种销售额 (亿元)	29
表 1: 公司发展历程	5
表 2: 公司股权激励计划	7
表 3: 公司已投产的生产基地	8
表 4: 多肽药物与传统小分子化药和蛋白质药物的比较	10
表 5: 全球主要 GLP-1 类分子销售额 (亿美元)	13
表 6: 全球不同地区利拉鲁肽、司美格鲁肽、替尔泊肽专利到期时间	13

表 7: 利拉鲁肽国内上市/临床后期品种 (截至 2025/4/1)	14
表 8: 司美格鲁肽国内临床后期品种 (截至 2025/4/1)	14
表 9: 全球主要三 (及以上) 靶点 GLP-1 类药物减重临床进度 (截至 2025/4/2)	16
表 10: UBT251 临床进度	19
表 11: 各采购组最高有效申报价	21
表 12: 联邦制药接续采购中标情况	21
表 13: 联邦制药动保在研管线 (截至 2025 年 4 月, 仅统计申请注册及临床阶段)	24
表 14: 联邦制药现有产能	28
表 15: 联邦制药主要抗生素制剂布局	29
表 16: 哌拉西林钠他唑巴坦钠集采中标情况	29
表 17: 公司各板块收入 (百万元) 及毛利率 (%) 预测	31
表 18: 可比公司估值	32

1. 综合性抗生素龙头，代谢/兽药多元化增长

1.1. 深耕抗生素领域，行稳致远均衡发展

联邦制药成立于 1990 年，于 2007 年在香港上市，主要从事药品的研发、生产及销售。历经三十余年发展，联邦制药形成了拥有制剂、原料、生物、动保四大业务板块，九家生产研发实体的综合性制药集团，销售网络覆盖全球，现有员工 17000 余人。

表 1：公司发展历程

年份	事件
1990 年	在香港创建联邦制药厂有限公司，90 年代初联邦止咳露、小儿止咳露、克敏进入大陆市场销售
1991 年	联邦制药首家引进的联邦阿莫仙胶囊和新泰洛其口服溶液，使口服半合成青霉素无需皮试概念得以推广
1994 年	联邦制药中国销售部成立
1995 年	建立珠海联邦制药厂有限公司（中山制剂厂）
1997 年	中山制剂厂全厂五个生产车间一次性通过国家 GMP 认证，成为全国首批所有剂型获得 GMP 认证的综合性制药企业
1998 年	珠海联邦制药厂有限公司（珠海原料厂）建成投产，于 7 月通过国家 GMP 认证。
2003 年	成立联邦制药（成都）有限公司，建立联邦制药“医药中间体”生产基地
2006 年	阿莫西林生产车间是国内首家通过了德国 GMP 认证。
2010 年	联邦制药在珠海投建胰岛素原料和制剂生产基地，全面拓展重组人胰岛素产品市场，同年人胰岛素成功上市
2013 年	积极实施原料品牌战略，制订“金飞燕”、“银飞燕”计划。
2014 年	联邦制药成立第六家全资子公司“金桂制药有限公司”，开拓兽用药领域
2016 年	金桂制药有限公司改名为“内蒙古联邦动保药品有限公司”。
2018 年	公司利拉鲁肽注射液药品注册申请，获得国家药监局签发的临床试验通知书
2021 年	公司司美格鲁肽注射液药品注册申请，获得临床注册申请受理通知书
2023 年	（1）利拉鲁肽类似药上市申请获受理；（2）1 类创新药 UBT251 临床试验申请在中美均获批
2025 年	利拉鲁肽上市，UBT251 授权给诺和诺德

资料来源：公司官网，天风证券研究所

联邦制药股权结构稳定，蔡氏家族是实际控制人。旗下子公司众多，珠海联邦动保、内蒙古联邦动保、河南联牧兽药、宁波普邦从事动保业务，联邦制药厂、珠海联邦制药（中山分公司）从事制剂生产，珠海联邦制药、联邦制药（内蒙古）主要从事中间体及原料药生产，联邦生物科技（珠海横琴）、珠海联邦生物医药从事药品研发业务。

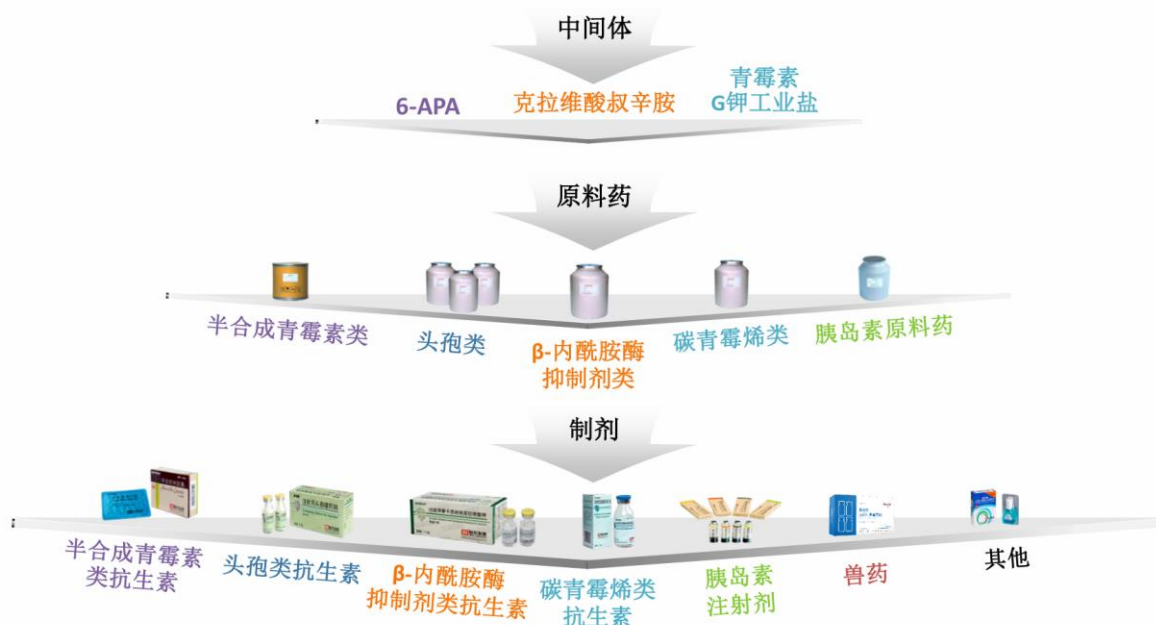
图 1：公司股权结构（截至 2024 年底）



资料来源：Wind，天风证券研究所

联邦制药的主营业务覆盖中间体（抗生素类）、原料药（抗生素类、胰岛素）、制剂（人用抗生素类、胰岛素类、动保）几大业务板块。其中抗生素形成了中间体-原料药-制剂上下游垂直一体化的生产链条，胰岛素也实现了原料药-制剂一体化生产。

图 2：公司主营业务及业务模式



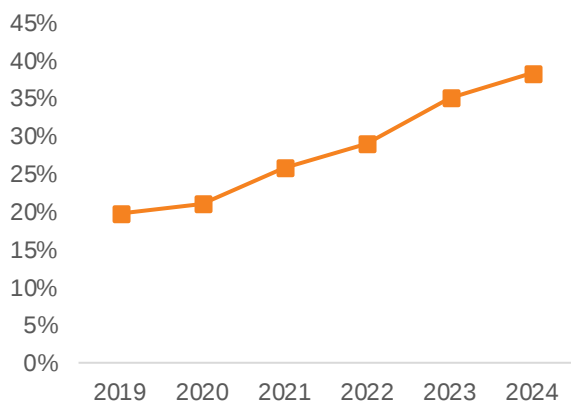
资料来源：公司推介材料，天风证券研究所

注：产品名称以相同颜色代表同类上下游品种

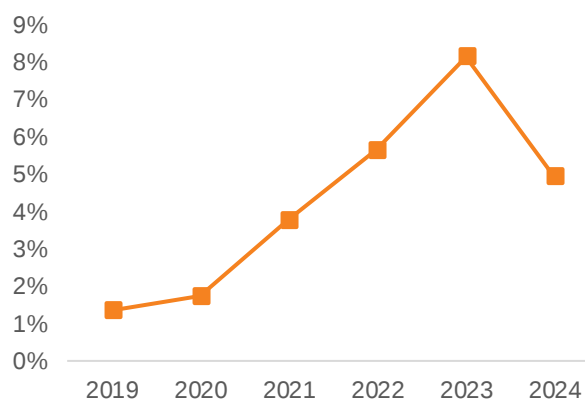
2024 年，公司分红率上升至 38.3%，股息率下降至 4.93%，体现了其对股东回报和公司长期发展的平衡考虑。

图 3：2019-2024 年公司分红率

图 4：2019-2024 年公司股息率



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司于 2023 年推出股权激励计划, 授出股份奖励总计 1209.69 万股, 有望进一步提升集团凝聚力。

表 2: 公司股权激励计划

承受人名称/类别	未归属奖励股份数目
蔡海山	575100
梁永康	401100
蔡绍哲	268800
方煜平	186900
邹鲜红	186900
朱苏燕	186900
本集团其他雇员	10291200
授出股份奖励总计	12096900

资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.2. 收入平稳增长, 费用结构改善

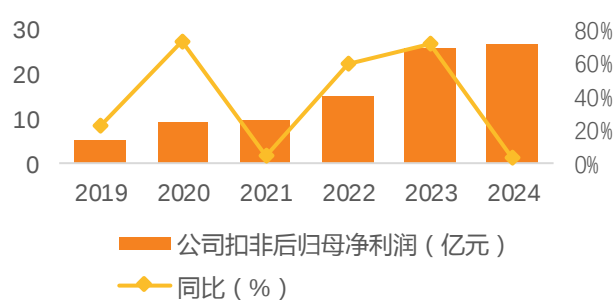
2024 年, 公司收入为 137.59 亿元, 同比上升 0.1%。扣非归母净利润为 26.60 亿元, 同比下降 1.5%, 主要系集采降价效应、研发投入激增和环保成本上升。

图 5: 2019-2024 年公司收入 (亿元) 及同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

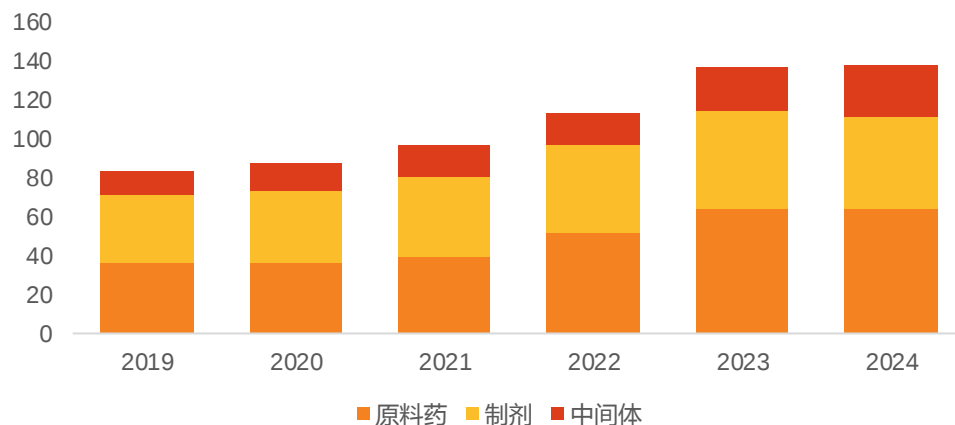
图 6: 2019-2024 年公司扣非后归母净利润 (亿元) 及同比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2024 年, 上游板块生产成本持续改善, 产业链优势持续显现, 原料药业务实现收入 63.73 亿元, 中间体业务实现收入 26.59 亿元, 公司于中间体及原料药的国内与出口市场中继续占据行业领先地位。制剂业务稳步转型, 实现收入 47.28 亿元。

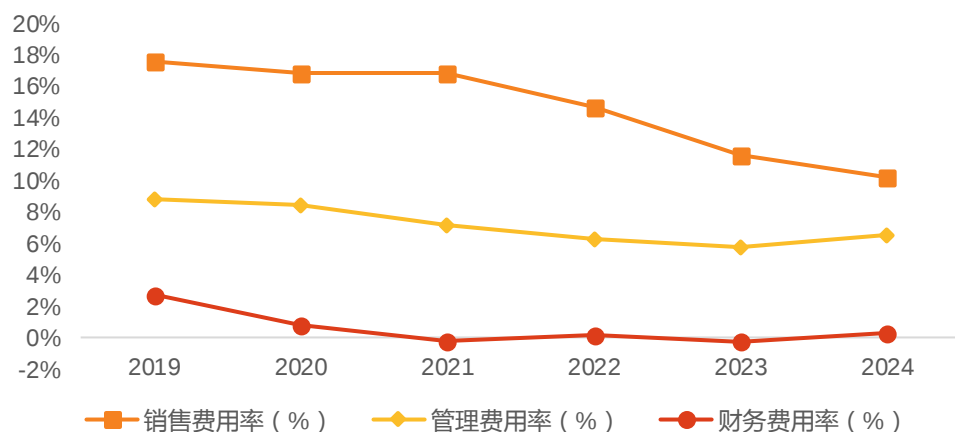
图 7: 2019-2024 年公司分板块收入 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2019-2024 年, 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率均持续下降。2024 年, 公司销售费用率下降至 10.19%, 管理费用率下降为 6.5%, 财务费用率下降为 0.25%。

图 8: 2019-2024 年公司费用率情况 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.3. 拥有多个已建成生产基地, 在建工厂稳步推进

公司目前在香港、珠海、中山、内蒙古、浙江及开平拥有众多生产基地。其中香港及中山主要负责制剂生产、内蒙古主要负责兽药制剂、饲料添加剂、中间体及原料药。珠海职能较多, 覆盖原料药、生物制剂及制剂产品。

表 3: 公司已投产的生产基地

地区	产能
香港	生产制剂产品
珠海	生产原料药、生物制品及制剂产品
内蒙古动保	生产兽药制剂及饲料添加剂
肯多 (浙江)	生产医疗器械
中山	生产制剂产品
内蒙古	生产中间体及原料药
开平	生产空心胶囊

资料来源: 公司推介材料, 天风证券研究所

在建工程方面, 公司在动保产能建设上持续投入, 内蒙古、河南及珠海 3 个动保相关基地预计于 2025 年建成, 产能包括兽药制剂、宠物产品、兽药原料及宠物用药; 珠海联邦的

高栏港原料药项目也预计于 2025 年建成投产，品种包括无菌酶抑制剂原料药及无菌头孢原料药；此外，内蒙古的医药原料药及长链二元酸基地于 2024 年 4 月开工。公司建成达产后新增年产值贡献超人民币 50 亿元

图 9：公司在建的生产基地

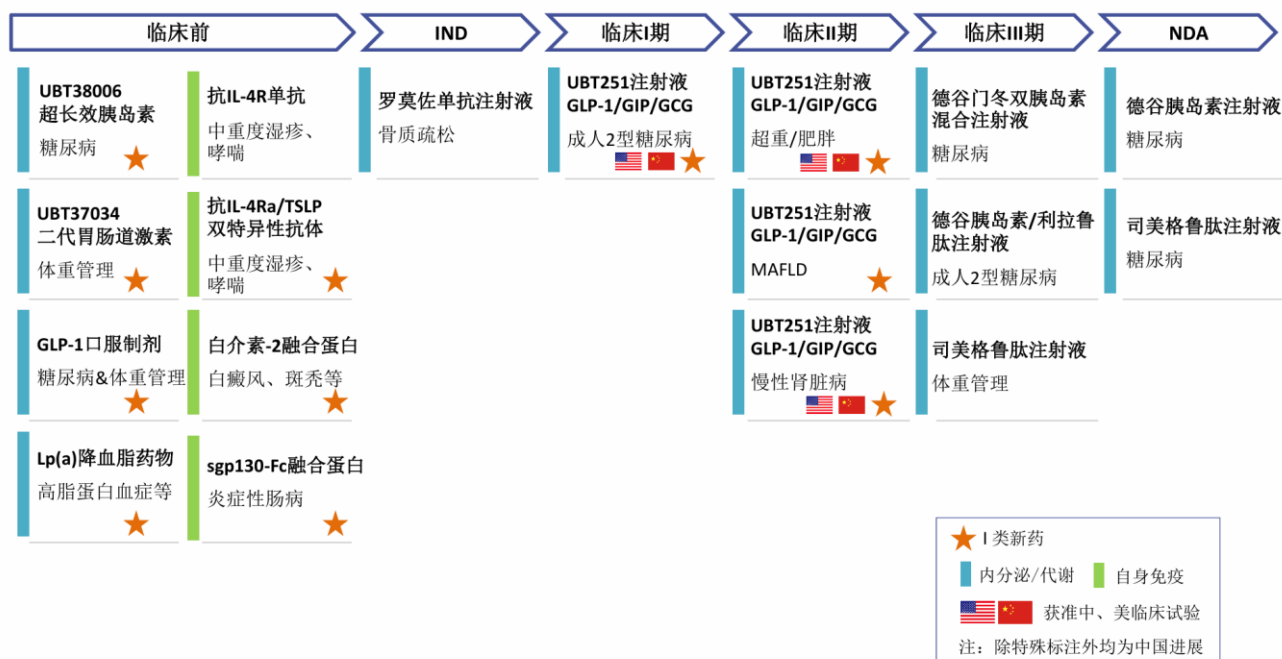


资料来源：公司推介材料，天风证券研究所

1.4. 研发管线稳步推进，聚焦内分泌/代谢及自免领域

公司推介材料显示，截至 2025 年 3 月 25 日，公司目前德谷胰岛素及司美格鲁肽（糖尿病）已经处于 NDA 阶段，德谷门冬双胰岛素、德谷胰岛素/利拉鲁肽注射剂、司美格鲁肽（体重管理）处于临床 III 期。1 类新药 UBT251 的超重、慢性肾脏病在中美处于临床 2 期。

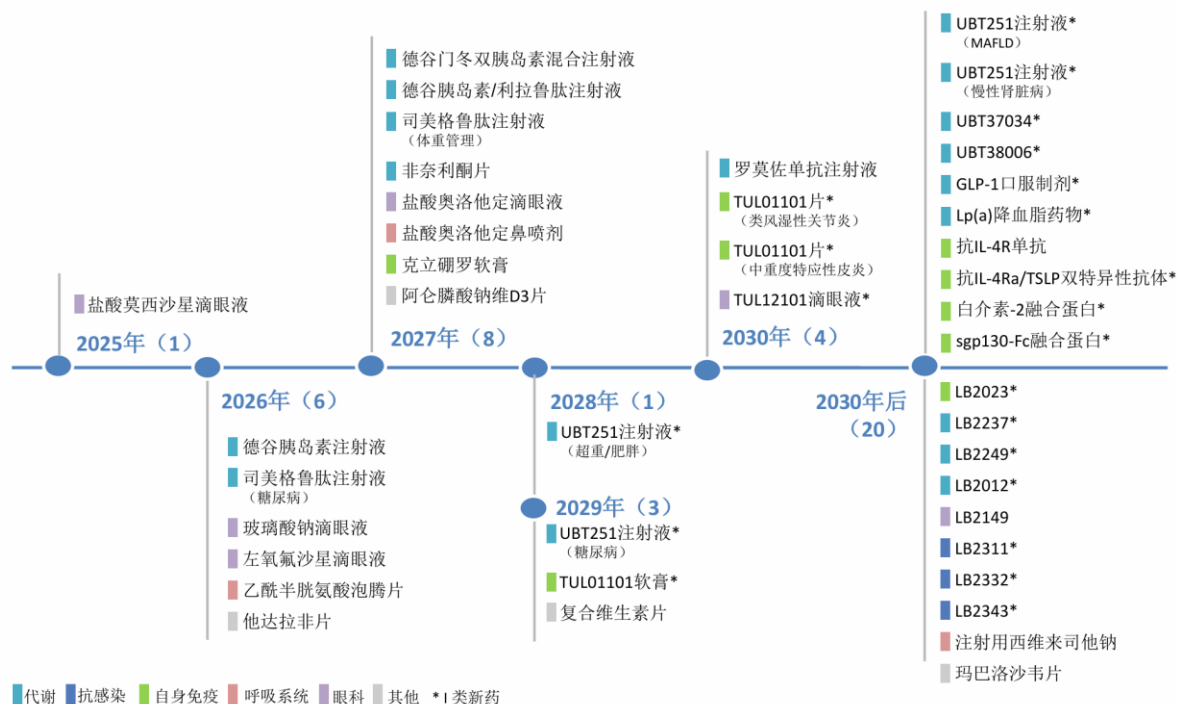
图 10：聚焦内分泌/代谢、自身免疫领域，拥有完善研发管线



资料来源：公司推介材料，天风证券研究所

公司推介材料显示，2026 年起司美格鲁肽的糖尿病及体重管理将陆续上市，1 类新药 UBT251 有望于 2028 年上市，2030 年后多款 1 类创新药有望密集上市。

图 11：公司在研管线上市预期



资料来源：公司推介材料，天风证券研究所

2. 减重：UBT251 已实现授权，司美格鲁肽仿制药已进入临床

2.1. 多肽药物介绍：多肽药物推陈出新，市场规模稳健增长

多肽药物是指通过化学合成、基因重组或从动植物中提取的具有特定治疗作用的多肽，通常由 10-50 个氨基酸组成。多肽根据分泌部位可分为：内源性生物活性肽与外源性生物活性肽，即人体内存在的天然生物活性肽与人体外的肽类物质。

相较于小分子化药和蛋白质类药物均具有优势：相较于小分子化药，多肽具有更高的活性和更强的选择性，在治疗复杂疾病方面优势明显，且由于多肽本身是氨基酸组成的化合物，其代谢产物为氨基酸，对人体一般没有副作用或副作用很小；相对于蛋白质药物，多肽药物具有稳定性较好、纯度高、生产成本低、免疫原性较低或无免疫原性等优势。在药物研发阶段，还能通过化学修饰改进药物候选物的亲和力和溶解性、药代动力学性质（稳定性）、毒性等，支持多肽类药物候选物的快速筛选。

表 4：多肽药物与传统小分子化药和蛋白质药物的比较

药物	传统小分子化药	多肽药物	蛋白质药物
相对分子量	一般不高于 500	500-10,000	一般高于 10,000
稳定性	好	较好	差
生物活性	较低	高	高
特异性	弱	强	强
免疫原性	无	无或低	有
纯度	高	高	较低
成本	低	高	更高
举例	阿司匹林 原子个数：21 相对分子量：180	利拉鲁肽 原子个数：531 相对分子量：3,751	单克隆抗体 原子个数：> 25,000 相对分子量：~150,000

资料来源：《药学进展》，诺泰生物公司公告，天风证券研究所

多肽药物功能多样：目前临床上主要的药用多肽有四种：（1）激素类多肽及其衍生药物：

由于多肽半衰期短且合成成本较高，早期的多肽药物研发主要以作用浓度低的人源激素肽为主，包括胰岛素、催产素、抗利尿激素、生长抑素等短肽药物，目前仍在沿用；（2）源自动植物、微生物等的天然多肽产物：典型的天然活性肽主要包含微生物的次级代谢产物，及分离自两栖动物、昆虫毒液的活性多肽，如 ICK 肽；（3）多肽疫苗：由多肽制成的一种亚单位疫苗，相较于传统的灭活及减毒疫苗，多肽疫苗不仅可以作为感染或非感染性疾病的预防疫苗，还可以用于治疗阿尔兹海默症、恶性肿瘤等疾病；（4）以 PDC 为主的多肽药物递送系统。

多肽药物市场规模稳健增长：据弗若斯特沙利文数据，全球多肽药物市场规模从 2016 年的 568 亿美元上升至 2020 年的 628 亿美元，年复合增速 2.6%。预计 2020 年至 2030 年全球多肽药物市场规模的年复合增长率为 8.5%，到 2030 年将达到 1418 亿美元。中国多肽类药物行业市场规模呈现快速增长趋势，从 2016 年的 63 亿美元上升至 2020 年的 85 亿美元，年复合增速达到了 8%，远远超过了全球增速，未来市场规模将进一步扩大，预计于 2025 年达到 182 亿美元，2021 年至 2025 年年复合增速为 17.04%。

图 12：2016-2030 年全球多肽药物市场规模（亿美元）

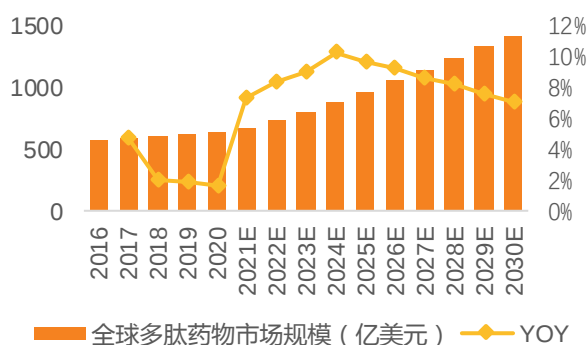


图 13：2016-2030 年中国多肽药物市场规模（亿美元）



资料来源：维渡纵横公众号，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

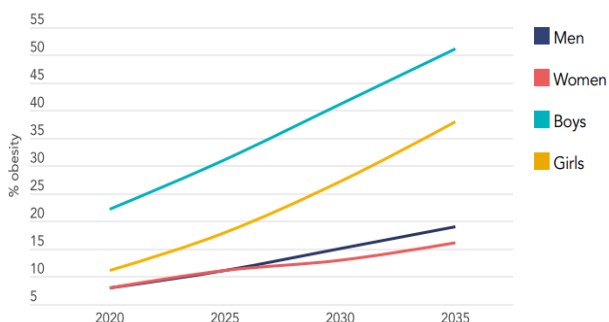
资料来源：维渡纵横公众号，弗若斯特沙利文，天风证券研究所

2.2. GLP-1 药物：减重市场需求旺盛，专利到期催生全球 GLP-1 研发热潮

全球超重/肥胖问题日益严峻。2020 年全球已有超过 26 亿人受到超重/肥胖影响，据《World Obesity Atlas 2023 Report》预测，到 2035 年可能有超过 40 亿人受到影响。肥胖患者的患病率将从 14% 上升到 24%，到 2035 年将影响近 20 亿成人、儿童和青少年。在 2020 年至 2035 年期间预计儿童和青少年肥胖率的上升速度最快，全球男孩的肥胖率将从 10% 上升到 20%，女孩的肥胖率将从 8% 上升到 18%。

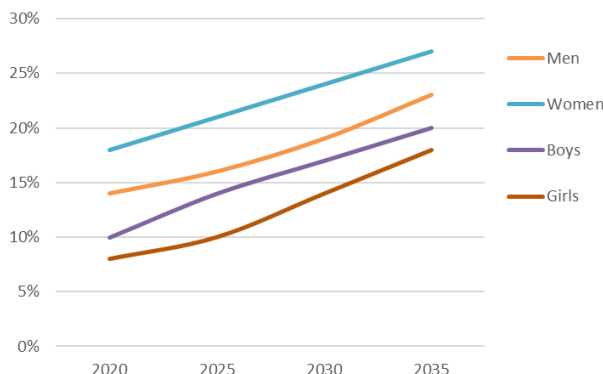
中国成人超重/肥胖率已过半。世界肥胖地图预测中国在 2035 年有 18% 的成年人 BMI $\geq 30\text{kg/m}^2$ ，达到肥胖。2020-2035 年成人肥胖的年增长率高达 5.4%，儿童肥胖年增长率高达 6.6%，2035 年超重对国家 GDP 的影响为 3.1%。近年来，中国慢性非传染性疾病致死率高达 90%，而超重/肥胖是慢性病的主要危险因素，亟需引起关注。

图 14：中国的肥胖流行趋势预测(BMI $\geq 30.0\text{kg/m}^2$)



资料来源：《World Obesity Atlas 2023 Report》，天风证券研究所

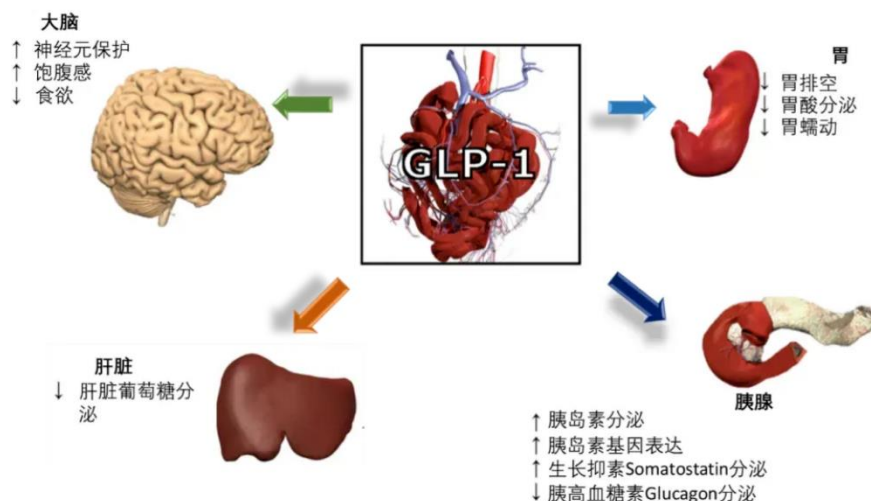
图 15：全球肥胖流行趋势预测



资料来源：《World Obesity Atlas 2023 Report》，天风证券研究所

GLP-1 类药物通过调节胃肠道激素，直接影响大脑和消化系统的功能，促进饱腹感并减少食欲，改善胰岛素分泌，从而帮助减少食物摄入和促进脂肪代谢。（1）调节血糖：当血糖浓度升高时，GLP-1 类药物能够刺激胰腺分泌胰岛素，帮助降低血糖水平。同时，它还减少胰高血糖素的分泌，防止血糖进一步升高。这两种作用相互叠加，使血糖保持稳定。血糖平稳更不容易产生饥饿感，避免过度食物摄入。（2）延缓胃排空，减慢胃肠蠕动：GLP-1 药物通过延缓胃排空，减慢胃肠蠕动，使食物在胃内停留时间更长，维持饱腹感觉，减少食物摄入。（3）大脑饱足感：GLP-1 药物作用于下丘脑的食欲控制中心，协同帮助抑制食欲，产生饱足感，让大脑对于食物的渴望变低，特别是对高糖高脂食物的渴望。

图 16：GLP-1 药物原理



资料来源：医学减重服务平台公众号，天风证券研究所

从降糖到多靶点，GLP-1 类药物治疗持续进化。GLP-1 受体激动剂（GLP-1RA）是糖尿病治疗领域的革命性药物，其发展历程不仅体现在降糖效果的提升，更在于心血管保护、减重等多重获益的拓展，以及给药方式的优化。主要进化有以下几个方面：

（1）从单一降糖到代谢综合管理。

（2）半衰期与给药频率：从每日注射（利拉鲁肽）到周制剂（度拉糖肽、司美格鲁肽），再到口服剂型，极大提升患者依从性。

（3）疗效升级：降糖效果逐代增强，减重从“附加获益”变为核心适应症（司美格鲁肽、替尔泊肽）。

（4）多靶点拓展：替尔泊肽开创 GLP-1RA 与 GIP、未来可能联合胰高血糖素受体（如 Retatrutide）的三靶点时代。

（5）适应症外延：心血管保护、非酒精性脂肪肝（NASH）、阿尔茨海默病等领域的探索持续扩展。

图 17：GLP-1 类药物进化过程

利拉鲁肽

- **上市时间**：2009年（欧盟）/2010年（美国）
- **结构创新**：通过对人GLP-1进行脂肪酸链修饰（C16），延长半衰期至12-14小时，实现每日1次皮下注射。
- **适应症**：2型糖尿病（T2DM）、肥胖症（2014年获批准减肥适应症，商品名Saxenda）。
- **里程碑意义**：首个长效人GLP-1类似物，显著改善患者依从性；证实GLP-1RA的减重和心血管保护作用

度拉糖肽

- **上市时间**：2014年（美国）
- **结构创新**：将GLP-1类似物与IgG4-Fc片段融合，半衰期延长至5天，实现每周1次注射。
- **适应症**：T2DM、降低心血管事件风险（REWIND研究）。
- **优势**：给药便捷性大幅提升，降低注射疼痛（预充式注射笔）

司美格鲁肽

- **上市时间**：2017年（注射剂）/2019年（口服剂）
- **结构创新**：脂肪酸链修饰+白蛋白结合技术，半衰期达7天，支持每周1次注射或每日1次口服（首款口服GLP-1RA）。
- **适应症**：T2DM、肥胖症（减重适应症Wegovy）、心血管风险降低（SUSTAIN和SELECT研究）。
- **突破性**：降糖与减重效果显著优于前代药物（HbA1c降幅达1.5-2.0%，体重下降15%以上），口服剂型打破注射依赖。

替尔泊肽

- **上市时间**：2022年
- **机制创新**：全球首个GLP-1/GIP双受体激动剂，同时激活GLP-1（促胰岛素分泌、抑制食欲）和GIP（增强胰岛素敏感性、促进脂肪代谢）。
- **疗效数据**：平均体重下降15-20%
- **适应症**：T2DM、肥胖症（2023年获批准，商品名Zepbound）。
- **意义**：多靶点协同作用实现疗效飞跃，被视为GLP-1RA的“下一代”。

资料来源：减重指南针公众号，天风证券研究所

GLP-1受体激动剂市场成为糖尿病和肥胖症治疗领域的焦点。作为GLP-1领域领导者，诺和诺德凭借其创新产品Ozempic和Wegovy一直占据着市场主导地位。同时，礼来通过其GLP-1药物Zepbound和Mounjaro与Wegovy和Ozempic形成竞争。随着礼来在产品研发和市场推广方面不断加速，反映出GLP-1类药物在全球医药市场中的潜力。

表 5：全球主要 GLP-1 类分子销售额（亿美元）

商品名	成分词	企业	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
Ozempic/Wegovy	司美格鲁肽（注射）	诺和诺德	32.64	55.66	93.30	184.49	258.36
Mounjaro/Zepbound	替尔泊肽	礼来制药			4.83	53.39	164.66
Trulicity	度拉糖肽	礼来制药	50.68	64.72	74.40	71.33	52.54
Rybelsus	司美格鲁肽（口服）	诺和诺德	2.88	7.67	15.99	27.23	33.72
Victoza/Saxenda	利拉鲁肽	诺和诺德	37.48	35.00	32.55	27.52	17.97

资料来源：Insight 数据库，天风证券研究所

随着重点品种专利到期，国内 GLP-1 类仿制药研发热情持续高涨。Insight 数据库显示，诺和诺德 GLP-1 的初代药物利拉鲁肽在美国、中国、日本等地区专利均已到期，司美格鲁肽的中国专利预计 2026 年到期、美国专利预计 2032 年到期。礼来的替尔泊肽的专利预计 2036 年在中国和美国到期。

表 6：全球不同地区利拉鲁肽、司美格鲁肽、替尔泊肽专利到期时间

地区	利拉鲁肽	司美格鲁肽	替尔泊肽
中国	已到期	2026 年	2036 年
美国	已到期	2032 年	2036 年

资料来源：Insight 数据库，天风证券研究所

利拉鲁肽国内已有 4 家仿制药上市。Insight 数据库显示，截至 2025 年 4 月 1 日，国内已有 4 家利拉鲁肽类似药获批上市，分别为华东医药、通化东宝、中国生物制药、联邦制药。2 家处于申报上市阶段，多家处于临床 III 期，整体竞争格局较激烈。

表 7：利拉鲁肽国内上市/临床后期品种（截至 2025/4/1）

公司	临床进度	上市/进入临床阶段时间
华东医药	已上市	2023-03-28
通化东宝	已上市	2023-11-28
中国生物制药	已上市	2024-06-18
联邦制药	已上市	2025-03-18
翰宇药业	申报上市	2022-07-28
宸安生物	申报上市	2024-12-03
东阳光药业	临床 III 期	2020-03-27
复星医药	临床 III 期	2020-07-23
双鹭药业	临床 III 期	2021-05-20
和泽医药	临床 III 期	2025-03-20

资料来源：Insight 数据库，天风证券研究所

司美格鲁肽国内专利尚未到期，多家企业已有布局。2025 年 1 月 24 日，联邦制药司美格鲁肽注射液的上市申请获得 NMPA 受理，为国产第 4 家，此前，九源基因、丽珠集团、齐鲁制药已先后申报上市。目前进入三期临床阶段的还有超过 10 家企业。减重适应症方面，九源基因、丽珠医药、联邦制药、翰宇药业、特瑞药业等多家企业，已经启动了司美格鲁肽用于减重适应症的临床试验。

表 8：司美格鲁肽国内临床后期品种（截至 2025/4/1）

公司	临床阶段	申报上市/进入临床阶段时间	减重适应症临床阶段
九源基因	申报上市	2024-04-03	临床 III 期
丽珠集团	申报上市	2024-06-13	临床 III 期
齐鲁制药	申报上市	2024-09-15	/
联邦制药	申报上市	2025-01-24	临床 III 期
宸安生物	临床 III 期	2023-06-19	临床 III 期
中美华东	临床 III 期	2023-08-02	临床 III 期
惠升生物	临床 III 期	2023-08-30	临床 III 期
石药集团	临床 III 期	2023-12-04	临床 III 期
正大天晴	临床 III 期	2024-01-12	临床 III 期
质肽生物	临床 III 期	2024-03-05	批准临床
倍特生物	临床 III 期	2024-03-11	临床 III 期
华润双鹤	临床 III 期	2024-07-18	批准临床
翰宇药业	临床 III 期	2024-09-02	临床 III 期
复星医药	临床 III 期	2024-09-12	/
诺泰生物	临床 III 期	2024-11-28	临床 III 期
特瑞药业	临床 III 期	2024-12-31	临床 III 期
普洛药业	临床 III 期	2025-02-06	临床 III 期
乐普药业	临床 III 期	2025-03-07	/
山东新时代	临床 III 期	2025-03-21	临床 III 期

资料来源：Insight 数据库，天风证券研究所

2.3. GLP-1 药物发展方向：追求更理想减重效果，礼来先拔头筹

代谢性疾病如肥胖和糖尿病等具有并发性和异质性的特点，单一药物、单一靶标的治疗方案的疗效有限，通过在单一疗法中组合多种代谢通路，则可能实现多重作用以改善疗效。然而，基于多药组合复方给药的方式，药物开发和临床研究历程相对复杂。因此，设计并获得单个药物分子在多种受体上具备适当平衡的活性成为最佳选择。与共同施用单一激动

剂相比，单分子多重受体激动剂因不同信号通路可被同时激活，从而具有疗效最大化、副作用降低、药动学性质更稳定等优点。

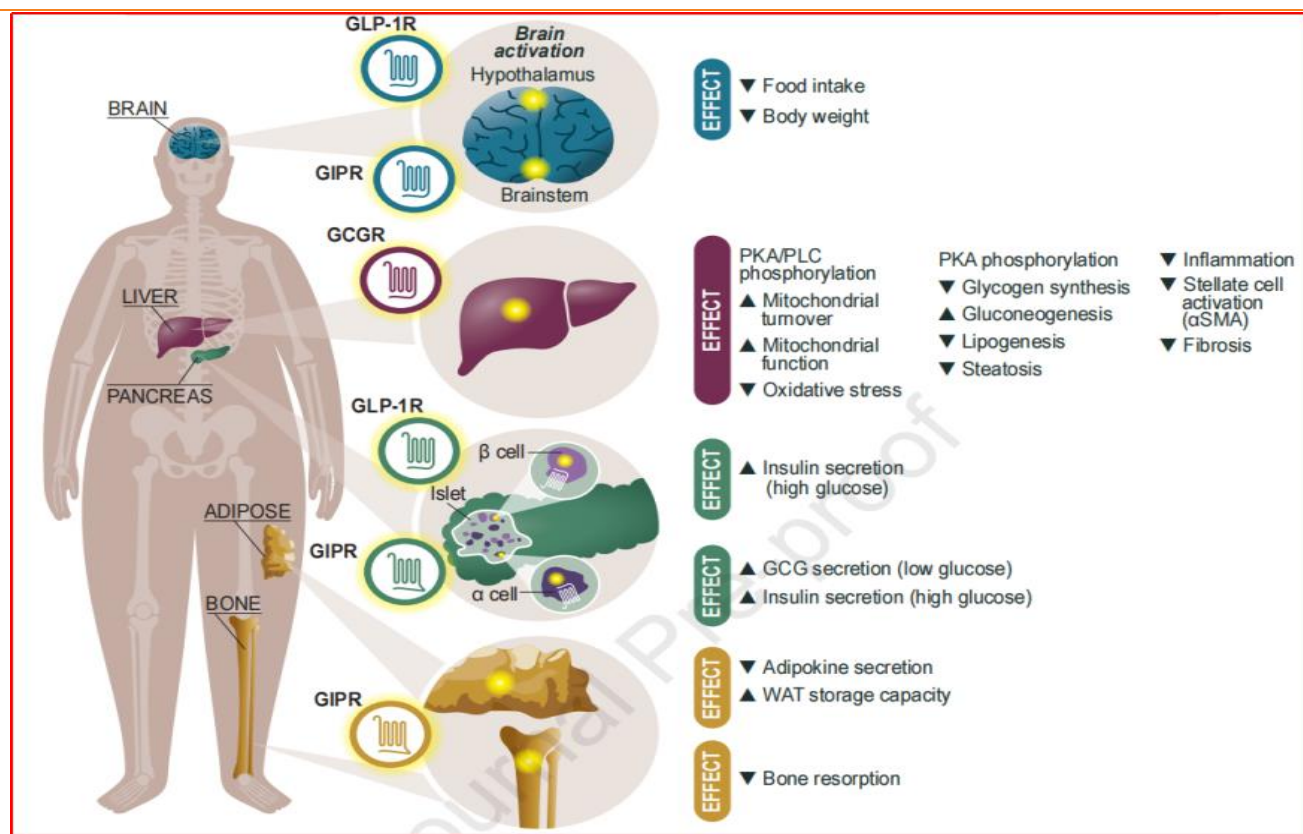
研究表明，GLP-1 激动剂与其他不同的胃肠激素共同给药显示出促进或协同作用，从而改善血糖控制和减轻体质量。目前，许多以 GLP-1 为基础的、联合其他胃肠激素发挥促进或协同作用的单分子多重受体激动剂正处于临床前和临床开发阶段，且已表现出协同增效、提高耐受性和改善安全性等益处。以 GLP-1 为基础的单分子多重受体激动剂主要有五类，包括 GLP-1/ GIP 受体激动剂、GLP-1/GCG 受体激动剂、GLP-1/GIP/GCG 受体激动剂、GLP-1/GCG/FGF21 三重激动剂和 GLP-1/GIP/IGF-1/GCG 受体激动剂。

GLP-1 三靶点药物的优势在于通过多重目标的作用,同时调节胰岛素分泌、胰高血糖抑制、胃肠蠕动、肾脏代谢和脂代谢等方面，到更全面的治疗效果。

(1) GIP 是由小肠上皮 K 细胞分泌的一种含有 42 个氨基酸的肽类激素；GIP 与 GIPR 结合后，激活腺苷酸环化酶，升高 cAMP 和 Ca^{2+} 浓度，激活 cAMP 依赖的蛋白激酶，具有促胰岛素效应。

(2) GCGR 是一种 G 蛋白偶联受体，在肝脏中结合胰高血糖素激活 GCGR 信号，通过腺苷酸环化酶的激活增加 cAMP 水平，随后刺激 PKA 信号通路。PKA 活性升高促进糖原分解和糖异生，抑制肝脏中的糖酵解和糖原合成。

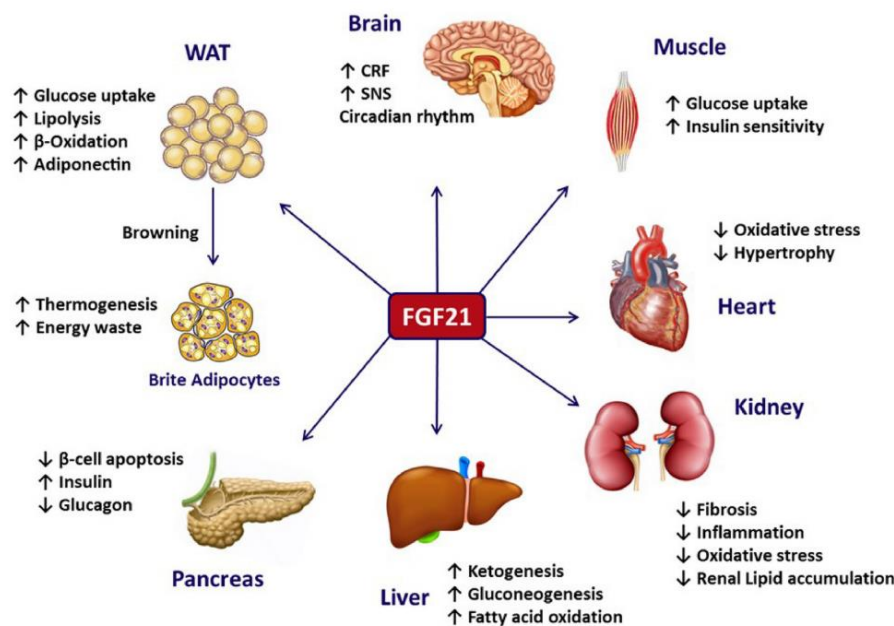
图 18：GLP-1R/GIPR/GCGR 靶点分布及功能特点



资料来源：一度医药公众号，天风证券研究所

(3) FGF21 是潜在的糖尿病和肥胖适应症领域的治疗靶点。FGF21 可促进脂肪细胞吸收葡萄糖；可以改善胰岛素抵抗；可以保护胰岛 β 细胞从而提高其功能和存活；可以促进糖脂进行能量代谢，消耗机体中多余葡萄糖；对降脂有一定的效果等。

图 19：FGF21 在不同类型组织中的代谢作用总结



资料来源：一度医药公众号，天风证券研究所

鉴于 GLP-1、GCG、GIP、FGFR 的代谢调控作用，且相互之间具有鲜明的协同作用，因此多个医药公司也开始研发 GLP-1、GCG、GIP、FGFR 等多靶点受体激动剂。

表 9：全球主要三（及以上）靶点 GLP-1 类药物减重临床进度（截至 2025/4/2）

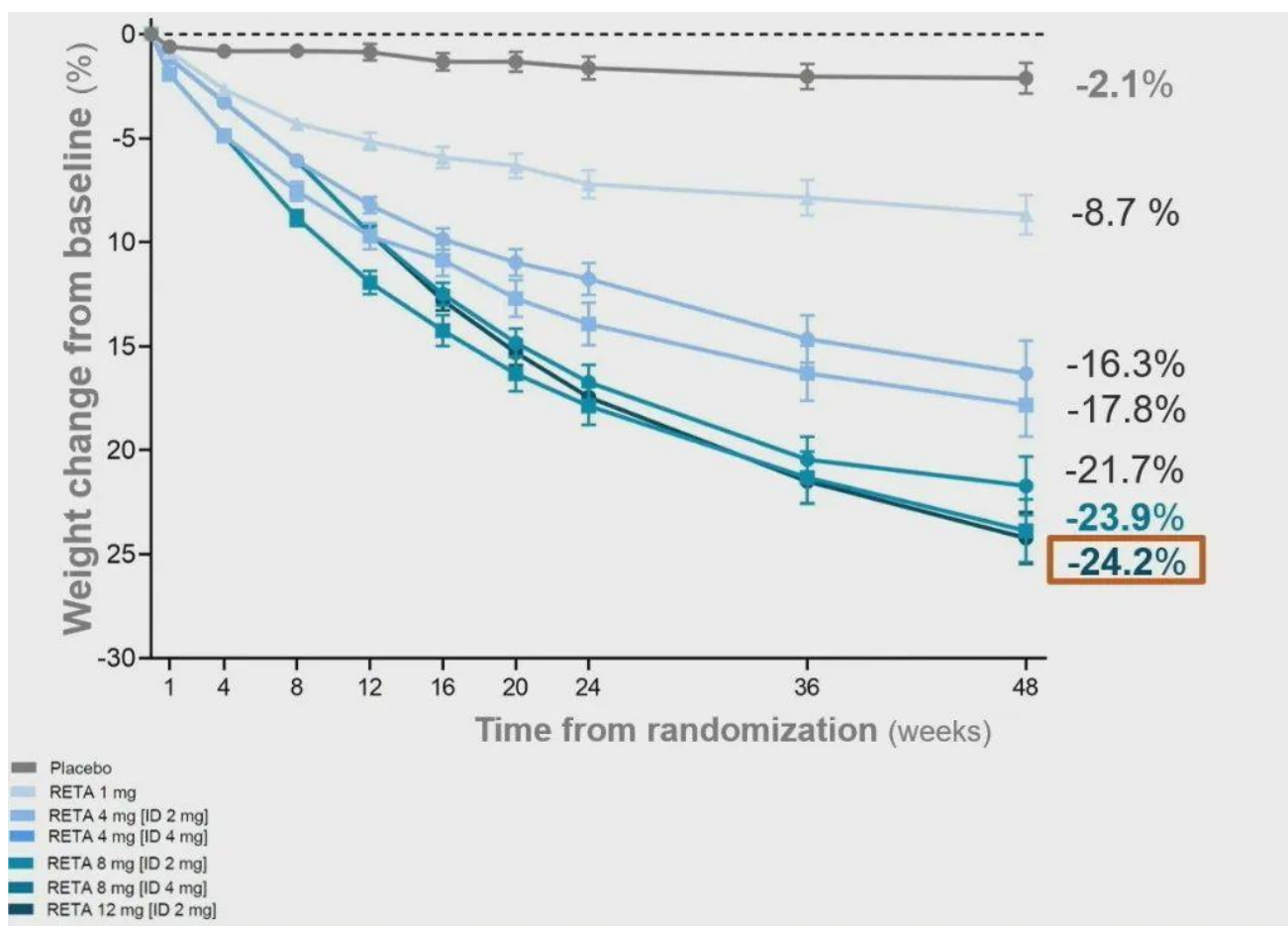
品种	公司	靶点	临床进度	进入临床时间
Retatrutide	礼来	GLP1R, GIPR, GCGR	临床 III 期	2023-06-26
NA-931	Biomed Industries	GLP1R, GIPR, IGF1R, GCGR	临床 II 期	2024-12-09
MWN109	民为生物	GLP1R, GIPR, GCGR	临床 II 期（国内）	2024-03-07
UBT251	联邦生物	GLP1R, GIPR, GCGR	临床 II 期（国内）	2025-02-17
HM15211	韩美制药	GLP1R, GIPR, GCGR	临床 II 期	2018-04-04
SAR441255	赛诺菲	GLP1R, GIPR, GCGR	临床 I 期	2020-08-20
DR10624	道尔生物	GLP1R, GCGR, FGFR21	临床 I 期	2022-05-12

资料来源：Insight 数据库，天风证券研究所

Retatrutide：GLP-1/GIP/GCG 三靶点激动剂。Retatrutide 是 GLP-1/GIP/GCG 三靶点激动剂，第 83 届美国糖尿病学会（ADA）学术会议公布 Retatrutide 在肥胖患者中的 2 期临床试验结果。在这项 2 期、双盲、随机对照试验中，受试者被按照 2:1:1:1:1:2:2 的比例随机分配为每周接受一次不同剂量 Retatrutide 皮下注射组 [1 mg、4 mg（初始剂量，2 mg）、4 mg（初始剂量，4 mg）、8 mg（初始剂量，2 mg）、8 mg（初始剂量，4 mg）、12 mg（初始剂量，2 mg）] 或者安慰剂组，研究持续 48 周。主要观察终点为第 24 周时的体重变化（%）。该研究一共入组 338 例受试者，男性占 51.8%，平均体重 107.7 kg，平均体质指数（BMI）为 37.3 kg/m²。与安慰剂组相比，所有剂量水平的 Retatrutide 组均显示出较好的减重效果：

24 周时，Retatrutide 组平均体重变化分别为：1 mg 组 -7.2%，4 mg 组为 -12.9%，8 mg 组为 -17.3%，12 mg 组为 -17.5%；48 周时，Retatrutide 组平均体重变化分别为：1 mg 组 -8.7%，4 mg 组为 -17.1%，8 mg 组为 -22.8%，12 mg 组为 -24.2%。12 mg 组受试者体重平均降低 26 kg。

图 20：Retatrutide 减重效果



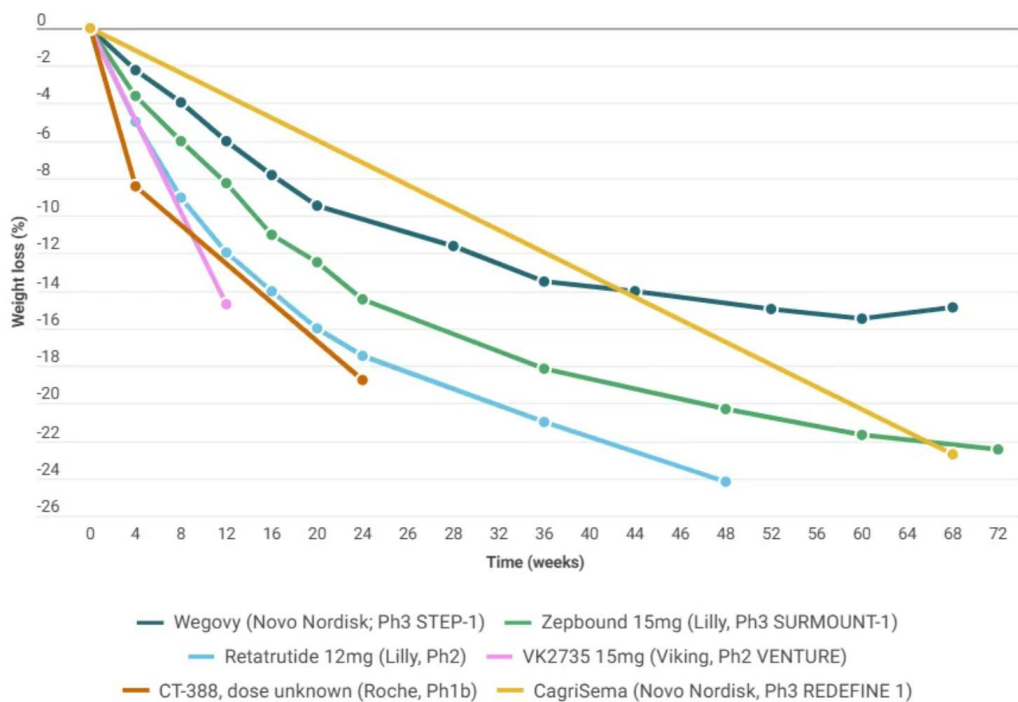
资料来源：丁香园内分泌时间公众号，天风证券研究所

CagriSema 是 cagrilintide 和 semaglutide 的复方制剂。CagriSema 是诺和诺德开发的一种用于治疗肥胖症或超重成人的药物，它是一种固定剂量的复方制剂，包含长效胰淀素类似物 cagrilintide 2.4 mg 和 GLP-1 受体激动剂 semaglutide 2.4 mg。这种药物设计为每周一次的皮下注射，通过减少饥饿感、增加饱腹感来帮助患者减少食量和降低卡路里摄入，从而实现体重减轻。

CagriSema 的 REDEFINE 1 临床减重数据不及预期。此前，诺和诺德已经公布了 CagriSema 在治疗 2 型糖尿病的 II 期临床试验中的积极结果，显示其不仅能有效降低糖化血红蛋白（HbA1c）水平，还具有显著的减肥效果。诺和诺德公布的临床 3 期试验 REDEFINE 1 的主要结果中，CagriSema 的患者在 68 周后平均减轻了 22.7% 的体重，低于此前公司 25% 的预期水平。

在使用意向治疗(ITT)分析的情况下，CagriSema 的安慰剂校正减重效果与其竞争对手礼来的第一代产品 Zepbound 在关键试验中观察到的几乎相同。尽管 Zepbound 达到这一效果所需的时间更长，但 CagriSema 也有其劣势，作为两种分子的组合，CagriSema 的生产比 Zepbound 更复杂、成本更高，其潜在利润也可能更低。此外，CagriSema 还被证明具有更差的安全性。

图 21：CagriSema 与其他减肥药减重效果对比



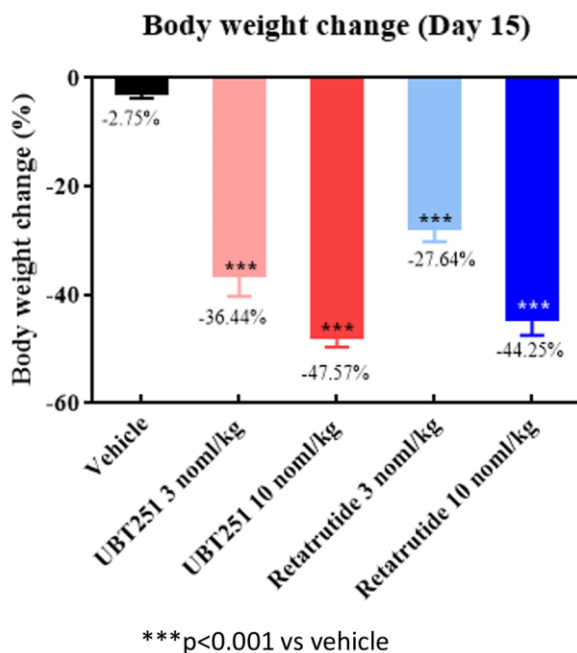
资料来源：中国医药创新促进会，天风证券研究所

2.4. UBT251：已授权给诺和诺德，单药展示出短期最优减肥效果

UBT251 是靶向 GLP-1/GCG/GIP 的胃肠道激素类似物，较现有 GLP-1 药物有更优疗效。联邦制药是国内首家、全球第二家以化学合成多肽法制备获批企业，其糖尿病、体重管理适应症于 2023 年 9 月获美国 FDA 临床试验批准，2023 年 10 月启动中国 I 期临床试验。

公司披露了 UBT251 在饮食诱导肥胖小鼠（DIO mice）减重效果与礼来三激动剂 Retatrutide 比较。数据显示：低剂量用药时，UBT251 较 Retatrutide 展现出更强的减重效果，起效更快；DIO 小鼠模型研究结果显示，UBT251 总体减重效果不亚于 Retatrutide。

图 22：UBT251 与 Retatrutide 在 DIO mice 的减重效果对比



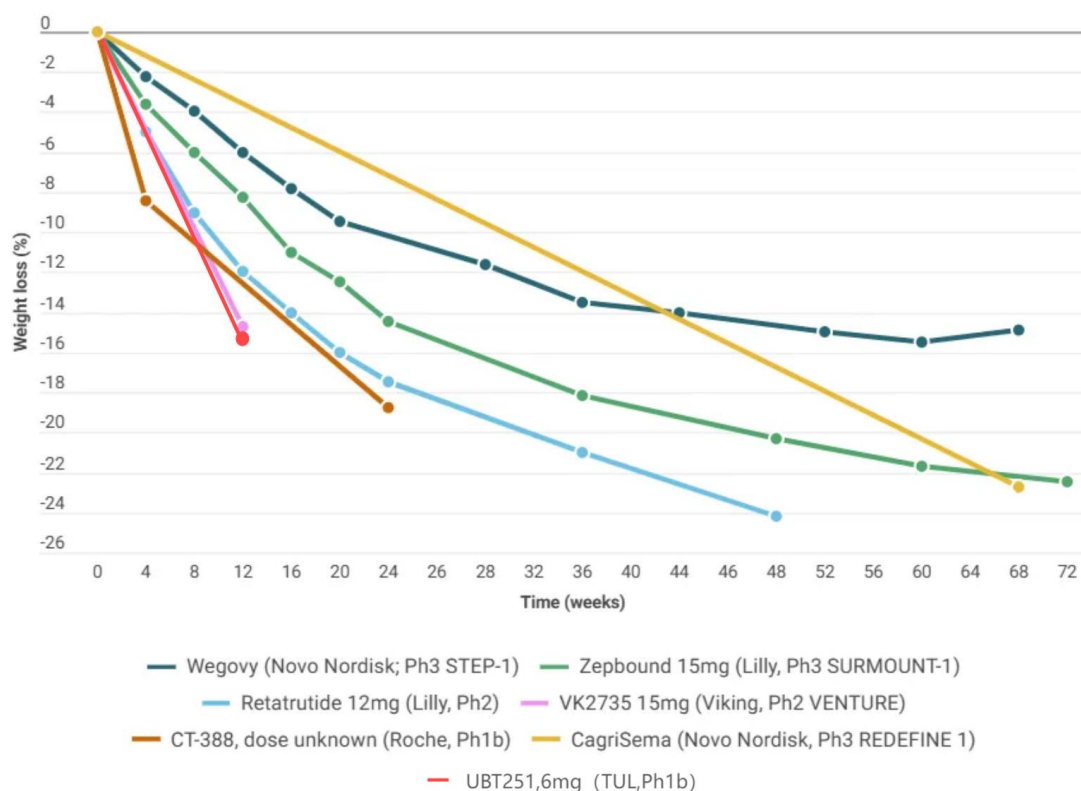
资料来源：联邦制药推介材料，天风证券研究所

UBT251 中国 Ib 期超重/肥胖适应症临床试验结果卓越，12 周体重下降 16.6%（安慰剂修正后）。UBT251 中国 Ib 期（超重/肥胖）的临床试验采用随机、双盲、安慰剂对照的试验

设计，旨在评估 UBT251 注射液多次皮下注射给药的安全性、耐受性、药代动力学和药效动力学。临床试验共纳入 36 例患者，开展三个不同剂量（1mg、1mg/3mg、1mg/3mg/6mg）组的疗效和安全性研究，每组采用剂量滴定方式，每周皮下注射给药 1 次，连续给药 12 周。临床数据显示：给药第 12 周，最高剂量组平均体重较基线下降 15.1%，安慰剂组较基线平均增加 1.5%，安慰剂效应修正后体重下降 16.6%（15.1%+1.5%）。

安全性方面，UBT251 的安全性特征与其他肠促胰岛素类产品相似，最常见的不良事件为胃肠道反应，且绝大多数为轻度至中度。

图 23：UBT251 与其他减肥药减重效果对比



资料来源：中国医药创新促进会，联邦制药官网，天风证券研究所

3 月 24 日，联邦制药宣布旗下全资子公司联邦生物已与诺和诺德订立独家许可协议，将 UBT251 的海外权益授予诺和诺德。根据独家许可协议，诺和诺德将获得 UBT251 的全球（不包括中国大陆、中国香港特别行政区、中国澳门特别行政区和中国台湾）开发、生产和商业化权益。联邦生物将保留 UBT251 的大中华区权益。作为回报，联邦生物将获得 2 亿美元首付款和最高 18 亿美元的潜在里程碑付款，以及可收取基于海外地区年度净销售额的分层销售提成。

UBT251 是当前全球研发进度第二的三靶点激动剂，其 12 周减重 15.1% 的 Ib 期数据（安慰剂组增重 1.5%），已超越礼来 Retatrutide 同期的 10%-15% 水平。其中，UBT251 注射液慢性肾脏病适应症分别于 2025 年 1 月 20 日、3 月 4 日获得 NMPA、FDA 临床试验许可。我们认为，考虑到诺和诺德的 CagriSema 临床数据不及市场预期，需要 UBT251 作为与礼来的 Retatrutide 的竞品，我们认为后续 UBT251 有望成为全球范围内具有明显竞争力的新一代减肥创新分子。

表 10：UBT251 临床进度

疾病	研发阶段	日期
2 型糖尿病	临床 II 期	2025-01-13
肥胖	临床 II 期	2025-02-17
代谢相关脂肪性肝病	临床 I 期	2023-09-20

慢性肾病

申报临床

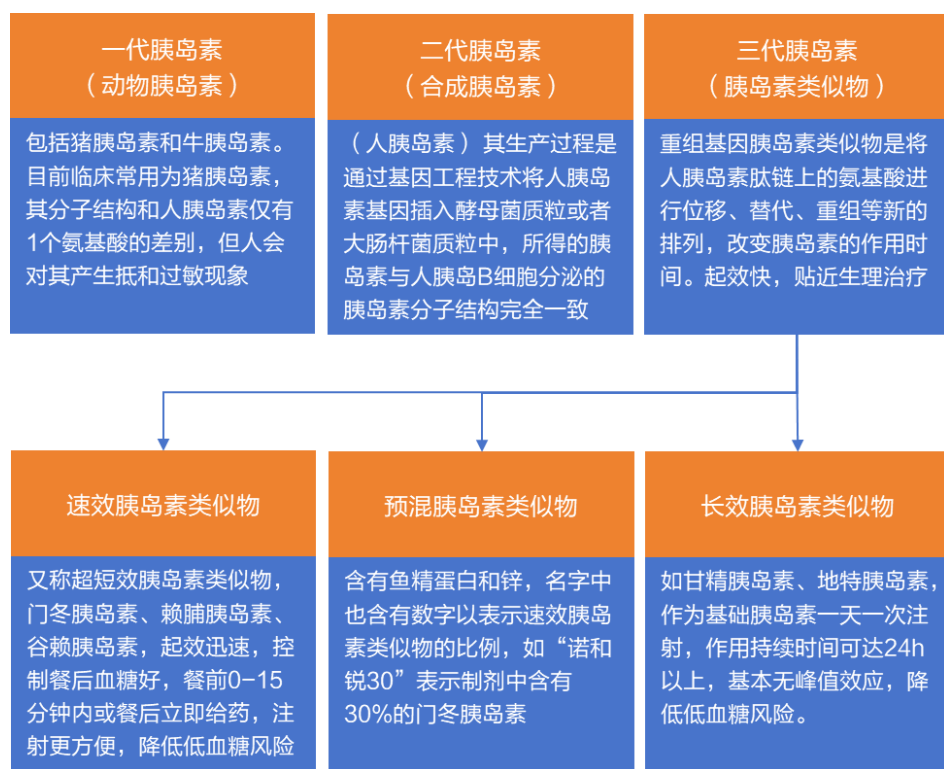
2024-11-12

资料来源：说药 plus 公众号，天风证券研究所

3. 胰岛素：集采接续政策稳定，后续有望实现良好增长

根据发展历史胰岛素可分为三代，根据作用可分为速效、预混和长效三类。根据胰岛素的发展历史来看，到目前为止已经有三代胰岛素，其中 1 代胰岛素市场份额较低，2 代和 3 代胰岛素占据大多数市场份额。3 代胰岛素的价格高于 2 代，但使用体验优于 2 代。根据作用特点不同，第 3 代胰岛素制剂也有速效、预混和长效三个分支。

图 24：三代胰岛素情况



资料来源：糖仁科技公众号，广州中医药大学一附院公众号，天风证券研究所

2021 年 11 月底，国家组织开展了胰岛素专项集采，是胰岛素首次进入国采，集采竞价后中选产品平均降价 48%。据国家医保局，集采前，全国公立医疗机构胰岛素年用量约 2.5 亿支；集采后，中选胰岛素 22 个月用量达 6.5 亿支，平均年用量约 3.5 亿支。

由于三代胰岛素相比一代和二代胰岛素在用药频率、依从性、安全性、血糖控制方面有一定长处，临床认可度更高，集采降价后缩小了与二代胰岛素的价差，进一步提升可及性，间接推动了用药结构升级。集采前，三代胰岛素的使用比例为 58%，集采后提升到 70%，向欧洲国家的用药结构趋近。

国家医保局组织全国各省份开展胰岛素集采协议期满后接续采购于 2024 年 4 月 23 日在上海开标。本次接续采购填报胰岛素需求量超过 2.4 亿支，涵盖临床常用的二代和三代胰岛素。接续采购中选价与上一轮价格基本持平。共 13 家企业的 53 个产品参与本次接续采购，49 个产品获得中选资格，中选率 92%，中选价格稳中有降，在首轮集采降价基础上又降低了 3.8 个百分点。首轮集采中价差最大的三代预混组，价差从 2.3 倍缩小至 1.6 倍，市场竞争更加公平，企业供应更有保障。同时，报价较低的 A 类中选产品比例从上一轮的 40% 提高到 71%。

与首次集采相比，接续采购有以下几个特点：

(1) 周期更长：根据 2024 年胰岛素专项集采接续文件，从中选结果执行之日起至 2027 年 12 月 31 日；

(2) 纳入集采的需求量更多：胰岛素需求总量由 2021 年 2.14 亿支增至 2.42 亿支，同比增长 13.15%。

(3) 集采限价相比于首次带量采购更为温和：根据规则，各采购组（餐食人胰岛素、基础人胰岛素、预混人胰岛素、餐时胰岛素类似物、基础胰岛素类似物和预混胰岛素类似物）最高有效申报价分别为 30、30、30、43.2、79.2 和 43.2 元/支，和上一次集采实际最高中标价一致，入围产品数量也与上次一致。

(4) 中选规则可预见性显著提高：从拟中选产品选定规则上来看，这一次接续集采相比与上一轮集采中选规则，存在较多变化，新增了复活中选机制。具体来说，首先，本次集采竞价中选规则上入围产品有两种入选条件，第一种入选条件和上一轮一致，“申报价 ≤ 同采购组最低申报价 1.3 倍的，获得中选资格”；但是，第二种中选条件为新设立的，“申报价 > 同采购组最低申报价 1.3 倍，但申报价不高于所列的价格的，获得中选资格”。相当于规定了本次集采保证各类品种可以竞价中选的价格线。其次，新增复活中选规则。如果产品未在竞价中选中上获选，可以按照规则重新获选；相关规则规定产品申报价不高于所列的价格，可“复活”中选。相当于本次集采保证各类品种中选的潜在最高价。

(5) 从中选类别价格线来看，规则明确规定了 A\B\C 类价格线，若企业的申报价低于 A\B\C 类价格线，即可获得相应类别的需求量比例，避免出现申报价较低的情形。本轮集采规则的不同之处在于，A 类中选产品有特定的价格线，只要各采购组的申报价不高于所列 A 类产品价格线的，均为 A 类中选，其中，各采购组内排名第一的中选产品标注为 A1。B 类中选产品为不满足 A 类中选条件的产品，C 类为不满足 A、B 类中选条件的产品。

表 11：各采购组最高有效申报价

采购组序号	采购组名称	代表品规格	2021 年最高有效申报价(元/支)	2024 年接续采购最高有效申报价(元/支)
1	餐时人胰岛素	3ml:300 单位(笔芯)	50	30
2	基础人胰岛素	3ml:300 单位(笔芯)	50	30
3	预混人胰岛素	3ml:300 单位(笔芯)	50	30
4	餐时胰岛素类似物	3ml:300 单位(笔芯)	72	43.2
5	基础胰岛素类似物	3ml:300 单位(笔芯)	132	79.2
6	预混胰岛素类似物	3ml:300 单位(笔芯)	72	43.2

资料来源：赛柏蓝公众号，天风证券研究所

从中标情况看，联邦制药报量提升。公司在餐时人胰岛素、基础人胰岛素、预混人胰岛素、餐时胰岛素类似物、基础胰岛素类似物及预混胰岛素类似物 6 个采购组均有品种中标，且中标的全部品种均以 A 类中选，以首年采购需求量及拟中选价格看，集采带来的收入超 6.8 亿元。

表 12：联邦制药接续采购中标情况

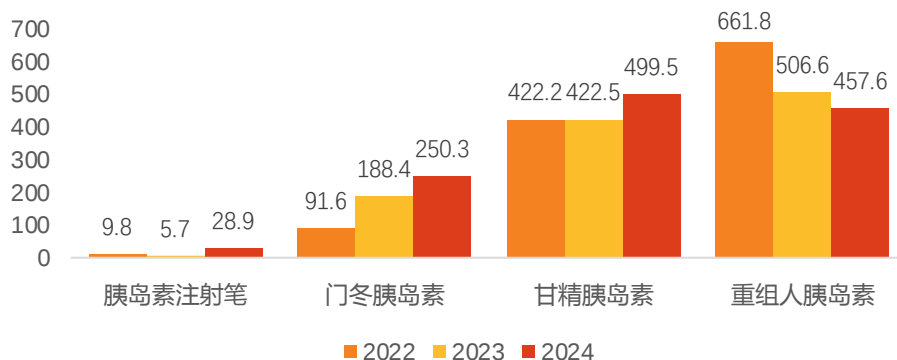
采购组名称	药品名称	首年采购需求量（支/瓶）	拟中选价格（元）	产品分类
餐时人胰岛素	人胰岛素注射液	870018	25.93	A
基础人胰岛素	精蛋白人胰岛素注射液	202906	25.93	A
预混人胰岛素	精蛋白人胰岛素混合注射液	9787322	25.93	A
餐时胰岛素类似物	门冬胰岛素注射液	1044863	25.93	A
基础胰岛素类似物	甘精胰岛素注射液	4617715	65.33	A
预混胰岛素类似物	门冬胰岛素 30 注射液	2829318	25.93	A

资料来源：赛柏蓝公众号，天风证券研究所

公司目前已上市胰岛素品牌包括：优思灵(USLIN)、优乐灵(USLEN)及优倍灵(UBLIN)。优思灵(USLIN)是人胰岛素注射液系列，于 2009 年上市，包括 N、R、30R、50R 四种规格；优乐灵(USLEN)是甘精胰岛素注射液，于 2016 年上市，是长效胰岛素类似物，能实现平稳控糖；优倍灵(UBLIN)是门冬胰岛素/门冬胰岛素 30 注射液，于 2021 年上市，

是速效胰岛素类似物，起效迅速。

图 25：2022-2024 年联邦制药胰岛素销售额（百万元）



资料来源：公司推介材料，天风证券研究所

生产成本低，集采政策稳定，后续稳定增长可期待。我们认为在胰岛素整体集采接续政策稳定，公司自主生产成本可控的情况下，公司胰岛素业务有望实现稳定增长。

4. 动保：产品矩阵丰富，在研管线品种丰富

4.1. 动保市场广阔，国内市场增速快

动保产业是促进畜牧业和养殖业健康发展的基础性产业，受宏观经济的周期影响较小，相对于下游畜牧业和养殖业有更强的确定性。全球动保市场发展较为成熟，呈现出稳定增长趋势。以美国、西欧等为代表的西方国家食品消费结构中畜牧业产品占比较高，发达的畜牧业带动了动保产业的市场需求。根据中金企信数据，2017 年至 2021 年全球动保市场规模从 390.1 亿美元增长至 447.2 亿美元，年均复合增长率为 3.5%。未来，在全球人口稳定增长、对肉类消费需求的持续增长等因素的驱动下，预计全球动保市场规模将在 2026 年达到 557.6 亿美元，2022 年至 2026 年的年均复合增长率为 4.8%。

我国动保产业发展历程相对较短，较国际市场起步较晚，但增长较快。根据中金企信数据，2017 年至 2021 年我国动保市场规模从 70.1 亿美元增长至 101.6 亿美元，年均复合增长率为 9.7%。随着我国养殖业的快速发展以及规模化、集约化程度不断提升，加之国家政策对动保产业监管及规范力度的持续加强，我国动保市场规模将呈现持续稳定增长趋势，在 2026 年达到 153.0 亿美元，2022 年至 2026 年的年均复合增长率为 9.5%。

图 26：全球动保市场规模（亿美元）



资料来源：中金企信国际咨询公众号，天风证券研究所

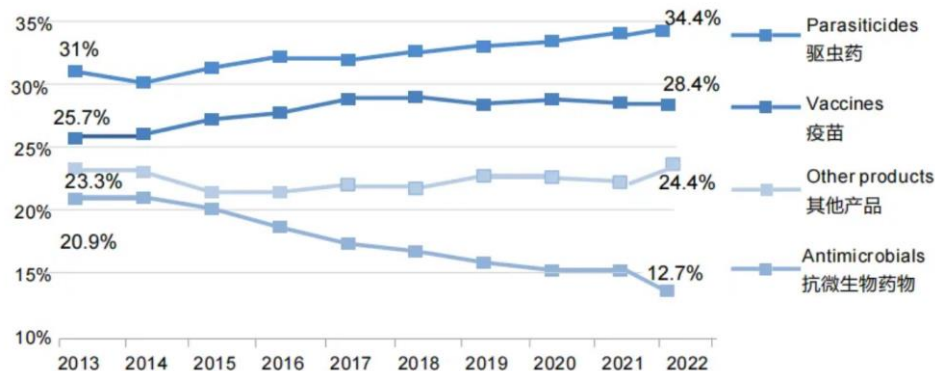
图 27：中国动保市场规模（亿美元）



资料来源：中金企信国际咨询公众号，天风证券研究所

驱虫药及疫苗占市场主导。从主要动保产品市场份额来看，从 2013 年到 2022 年的 10 年间，全球抗微生物药物市场份额从 20.9% 降到 12.7%，全球疫苗市场份额从 25.7 增至 28.4%，驱虫药市场从 31% 增至 34.4%。

图 28：动保品种分类



资料来源：国际畜牧网公众号，天风证券研究所

4.2. 全产业链发展，联邦动保品牌力持续增强

联邦制药动保业务主营经济型和伴侣型动物药品的研发、生产及销售，其中β-内酰胺类全系列产品，青霉素类兽药制剂处于行业领先地位。目前已经形成了“南、北、中”产业布局。

2022 年联邦制药宣布子公司联邦动保与牧原股份签署股东协议。根据股东协议，联邦动保与牧原股份以现金方式出资成立河南联牧，注册资本为人民币 5000 万元，联邦动保占注册资本的 60%，牧原股份占注册资本的 40%。生产基地位于河南省南阳市内乡县，主要生产经营范围包括但不限于兽用药品粉剂、粉针剂、消毒剂(固体、液体)、水针剂、片剂及大输液产品。牧原股份集约化养殖规模居中国前列的大型农业产业化国家重点龙头企业，主营生猪养殖与销售，目前为国内最大的生猪养殖企业。

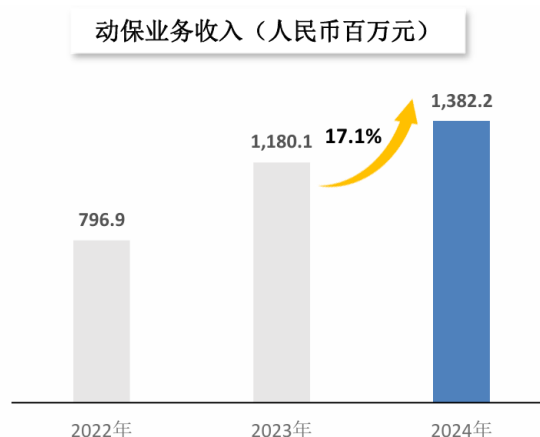
牧原股份现为联邦动保客户，双方已具备良好的合作基础。此次合作为基于双方优势及多年合作信任基础所达成的，公司将充分发挥联邦动保的兽药研发、生产及技术优势，同时借助牧原股份的品牌、市场及资源优势，加强产业联动，提升业务体量，实现互利共赢。未来，公司将持续提升于兽药领域的综合竞争力，致力打造中国动保行业领军品牌，预期将为公司创造更大收益。

图 29：联邦制药兽药合作伙伴（部分）



资料来源：联邦制药推介材料，天风证券研究所

图 30：2022-2024 年公司动保业务收入（百万元）

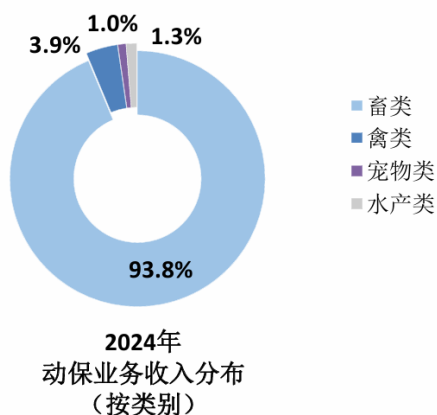


资料来源：联邦制药推介材料，天风证券研究所

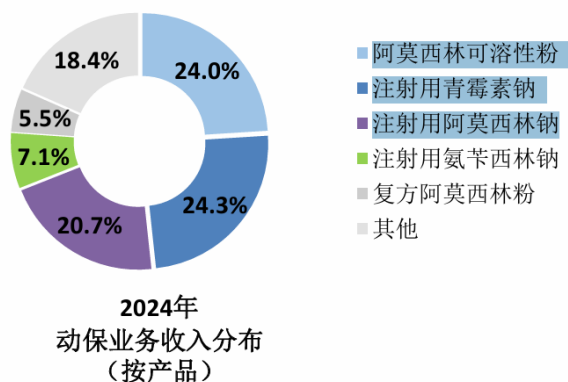
从业务类别看，公司动保制剂业务以畜类为主，2024 年动保业务中畜类业务占比为 93.8%，其余禽类、宠物类及水产类占比分别为 3.9%，1.0%，1.3%。从品种看，公司主要动保制剂品种包括阿莫西林可溶性粉、注射用青霉素钠、注射用阿莫西林钠、注射用氨苄西林钠、复方阿莫西林粉，其中阿莫西林可溶性粉、注射用青霉素钠、注射用阿莫西林钠收入占比均在 20%以上，是公司主要动保制剂品种。

图 31：2024 年公司动保业务收入分布（按类别）

图 32：2024 年公司动保业务收入分布（按产品）



资料来源：联邦制药推介材料，天风证券研究所



资料来源：联邦制药推介材料，天风证券研究所

已形成 5 大明星产品。公司目前已经拥有 100+ 符合国家标准兽药，包括 30+ 饲料添加剂及添加剂预混合饲料产品，取得 6 个二类新兽药证书、3 个四类新兽药证书、1 个五类新兽药证书，以及 6 个海外注册批文。注射用青霉素钠（联治灵）于 2016 年上市，适用畜类，特点为迅速起效，安全稳定；80% 阿莫西林可溶性粉（邦倍林）于 2018 年上市，适用禽类/水产，特点为高含量、经济高效。

图 33：公司动保业务明星产品



资料来源：联邦制药推介材料，天风证券研究所

4.3. 研发效率高，在研管线潜力可观

公司年报推介材料显示，目前公司共有 17 款动保制剂处于申请注册阶段，11 款处于临床试验阶段，10 款处于非临床试验阶段，22 款处于发明阶段，其中 6 款 1 类新兽药。

表 13：联邦制药动保在研管线（截至 2025 年 4 月，仅统计申请注册及临床阶段）

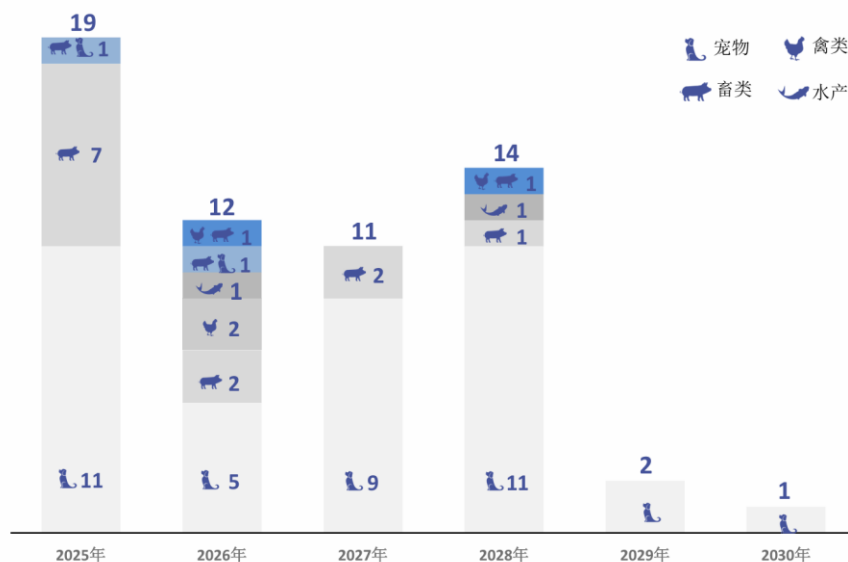
商品名称	适应症	适用领域	属性	临床进度
双羟萘酸噻嘧啶吡喹酮片	线虫、绦虫混合感染	宠类	其他	申请注册
RD37	猪赤痢、沙门氏菌 病等	宠类	其他	申请注册
RD113	细菌感染	畜类	其他	申请注册
酒石酸泰万菌素可溶性粉	呼吸系统疾病	畜类	其他	申请注册
RD80	止吐	宠类	二类新兽药	申请注册
RD102	止痛药	宠类	二类新兽药	申请注册
RD118	抗生素	禽类	二类新兽药	申请注册

RD121	细菌性/支原体感染	畜类	四类新兽药	申请注册
RD103	食欲管理	宠类	五类新兽药	申请注册
RD131	猫血压控制	宠类	五类新兽药	申请注册
RD30	细菌感染	宠类	二类新兽药	申请注册
RD99	跳蚤和蜱感染	宠类	二类新兽药	申请注册
RD117	细菌感染	禽类	二类新兽药	申请注册
RD106	消毒	宠类	三类新兽药	申请注册
RD69	皮肤真菌感染	宠类	五类新兽药	申请注册
RD111	犬特异性皮炎	宠类	五类新兽药	申请注册
RD132	药浴洗护	宠类	五类新兽药	申请注册
犬 Jak1 抑制剂	过敏性皮炎及 特应性皮炎	宠类	一类新兽药	临床试验
犬猫短效胰岛素	糖尿病	宠类	二类新兽药	临床试验
RD123	细菌感染	畜类/禽类	其他	临床试验
RD119	特异性皮炎	宠类	一类新兽药	临床试验
RD39	补铁剂	畜类	二类新兽药	临床试验
RD114	犬镇痛	宠类	二类新兽药	临床试验
RD67	真菌感染	宠类	五类新兽药	临床试验
RD98	皮肤痤疮	宠类	五类新兽药	临床试验
RD116	跳蚤及蜱感染	宠类	五类新兽药	临床试验
RD143	心力衰竭	宠类	五类新兽药	临床试验

资料来源：联邦制药推介材料，天风证券研究所

根据公司预计，2025 年 19 款动保制剂有望上市，其中宠类 11 款，畜类 7 款，宠/畜类 1 款；2026-2028 年每年有超过 10 款动保制剂有望获批上市。我们认为，公司动保业务从畜类产品逐渐向宠物类市场切入，丰富的产品管线有望带动公司未来动保业务加速增长。

图 34：公司动保制剂在研管线预计上市节奏



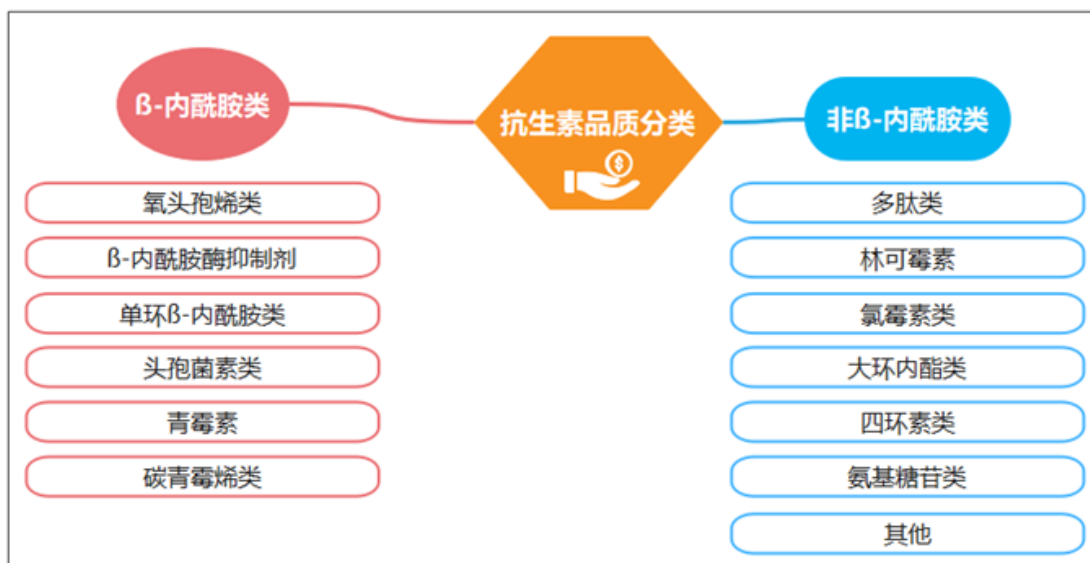
资料来源：联邦制药推介材料，天风证券研究所

5. 抗生素：行业景气度有望保持稳定，上下游一体化优势明显

抗生素市场中 β -内酰胺类份额最大，原料药及中间体需求同样领先。抗生素主要包括青霉素、头孢菌素、大环内酯、四环素和氨基糖苷等种类，其中头孢菌素全球市场份额最大，约占 25%；其次为青霉素类，约占 20%。头孢菌素与青霉素均属于 β -内酰胺类抗生素，青

霉素工业盐、7-ACA、6-APA 和 7-ADCA 等是此类抗生素主要原料药和中间体。

图 35：抗生素分类及代表药物

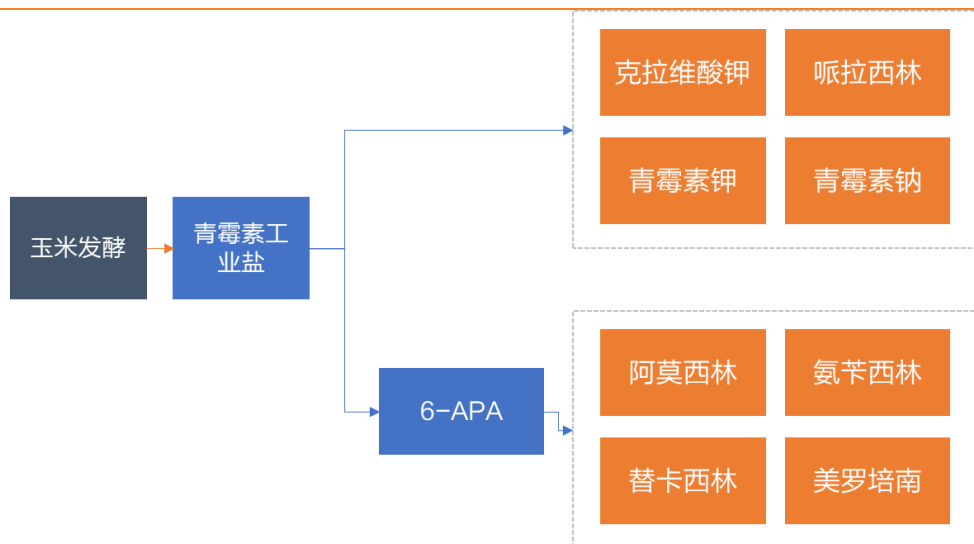


资料来源：智研瞻产业研究院，天风证券研究所

5.1. 中间体与原料药：市占率高，成本优势明显

青霉素工业盐是抗生素产业链中的主要原料药之一，目前全球需求约 6 万吨。青霉素工业盐又称青霉素 G 钾，上游原料主要为玉米，下游作为所有青霉素类抗生素和部分头孢类抗生素的原料，可用于合成 6-APA、7-ADCA 等中间体或直接合成青霉素钾、青霉素钠及克拉维酸钾等。

图 36：青霉素产业链



资料来源：中国兽药饲料交易中心公众号，天风证券研究所

我国是青霉素工业盐主要生产国，主要用作 6-APA 原料和出口。青霉素工业盐是所有青霉素类和部分头孢类抗生素的原料药，是抗生素产业中的关键一环。据中国兽药饲料交易中心统计，2013 年我国的青霉素工业盐产量占全世界的 75%。青霉素工业盐的下游产业中，约 50%-60% 用作 6-APA 的原料，30% 用于出口。近年来我国青霉素工业盐出口需求基本维持在 8000~9000 吨。

青霉素工业盐行情走势呈现显著周期性特征。2023 年前，青霉素工业盐处于长期上涨阶段，价格从基准位 50 元启动，持续攀升至 160 元高位，涨幅达 220%。2023 年初至 2024 年中，处于深度调整期，市场进入下行通道，价格自 160 元高位持续回落。2024 年 6 月 API China 会后，行情出现技术性反弹，第四季度末，价格略降。

图 37：中国青霉素工业盐价格走势（元/BOU）



资料来源：Wind，天风证券研究所

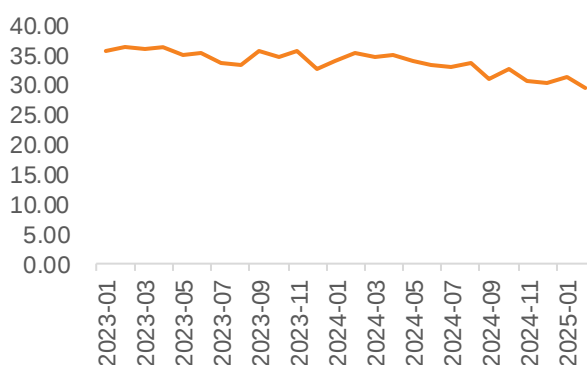
6-APA 是制备半合成青霉素的原料，主要用于阿莫西林合成。6-APA 又称 6-氨基青霉烷酸，上游原料为青霉素钾盐，主要通过酶法工艺合成，下游主要作为半合成青霉素氨苄钠和阿莫西林的母核。阿莫西林是青霉素的主要替代品种，可抑制细菌细胞壁的合成，杀菌速度优于青霉素。

图 38：中国 6-APA 价格走势（元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 39：中国 6-APA 出口平均单价（美元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

阿莫西林是最常用的半合成青霉素类广谱 β -内酰胺类抗生素。阿莫西林，又名安莫西林或安默西林，是目前应用较为广泛的口服半合成青霉素之一，制剂类型包括胶囊、片剂、颗粒剂和分散片等，目前常与克拉维酸制成分散片合用。阿莫西林的制备方法经历了化学方法向酶法生产的转变，目前主流公司均采用环保、节约成本的酶法生产工艺。

图 40：中国阿莫西林价格走势（元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 41：中国阿莫西林出口平均单价（美元/千克）



资料来源：Wind，天风证券研究所

凭借“垂直一体化+工艺迭代”，联邦制药成为青霉素产业链领导者。在“2000年酶法工艺突破”“2015年环保法清退落后产能”“2020年全球供应链重塑”数次行业洗牌中，联邦制药抓住机会，凭借“垂直一体化+工艺迭代”的组合拳，超越老牌对手，6-APA中间体国内市场份额排名第一，市占率达到45.0%；凭借6-APA自供优势快速抢占阿莫西林原料药市场，占半数市场。

依托玉米发酵的区位优势，将6-APA生产成本压至行业最低线。联邦制药的产业链布局从玉米发酵制取青霉素工业盐（上游），到6-APA中间体（中游），再到阿莫西林原料药（下游），最后延伸至制剂和兽药。这种“全链条掌控”模式，在成本和效率方面体现得较为明显。

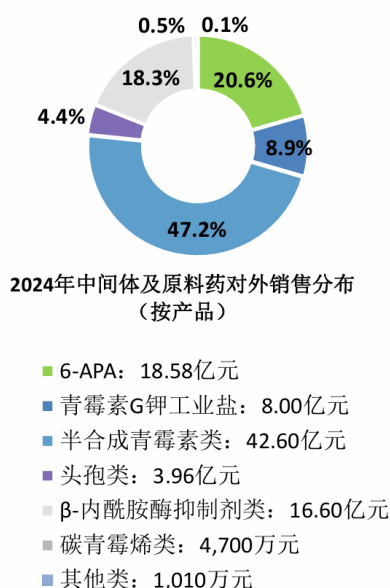
表 14：联邦制药现有产能

类别	产品	设计产能（吨）	产能利用率	外销占比
中间体	6-APA/青霉素 G 钾工业盐	20,500	100%	67.7%
中间体	克拉维酸叔辛胺	800	88.9%	N/A
原料药	半合成青霉素类	23,000	93.5%	90%
原料药	头孢类	1,200	85.5%	90%
原料药	β -内酰胺酶抑制剂类	1,568	100%	90%

资料来源：联邦制药推介材料，天风证券研究所

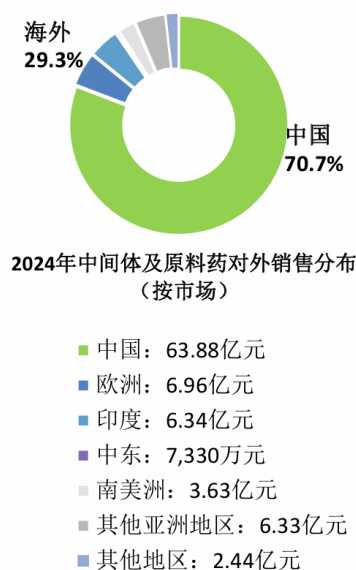
中间体及原料药业绩稳定增长。2024 年中间体销售上升 14.8%至人民币 26.59 亿元，原料药销售下降 0.4%至人民币 63.73 亿元，分别占集团对外销售总额的 19.3%和 46.3%。

图 42：2024 年中间体及原料药对外销售分布（按产品）



资料来源：联邦制药推介材料，天风证券研究所

图 43：2024 年中间体及原料药对外销售分布（按市场）



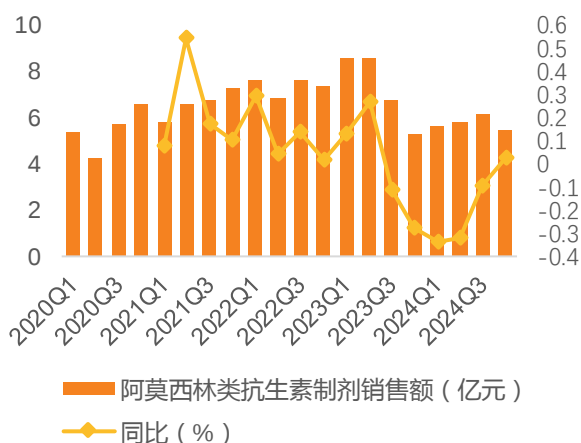
资料来源：联邦制药推介材料，天风证券研究所

5.2. 制剂：需求阶段性波动，未来有望实现稳定增长

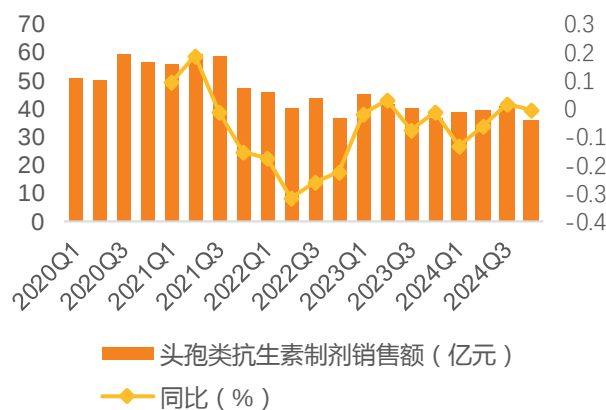
医药魔方数据显示，2024Q4 国内阿莫西林类抗生素及头孢类抗生素制剂在样本医院的整体销售额环比均出现一定程度的下滑，需求出现阶段性波动。

图 44：2020Q1-2024Q4 国内样本医院阿莫西林类抗生素制剂销售额（亿元）及同比（%）

图 45：2020Q1-2024Q4 国内样本医院头孢类抗生素制剂销售额（亿元）及同比（%）



资料来源：医药魔方，天风证券研究所



资料来源：医药魔方，天风证券研究所

公司抗生素类制剂包括青霉素类、头孢类、 β -内酰胺酶抑制剂类及碳青霉烯类口服及注射抗生素产品。从主要品种情况看，阿莫西林胶囊与2020年被纳入第二批国家集采名单中，联邦制药未中选、注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠于2023年被纳入第八批集采，联邦制药中选。

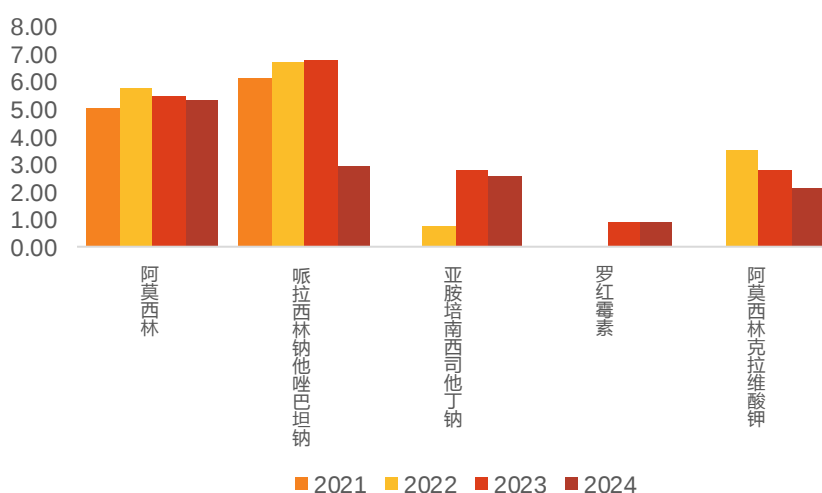
表 15：联邦制药主要抗生素制剂布局

通用名	集采情况	中标情况
阿莫西林胶囊	已国集	未中标
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	已国集	已中标

资料来源：上海阳光医药采购网，药通社公众号，天风证券研究所

2024 年，抗生素类制剂产品（含动保）销售收入同比下降 10.0%至人民币 31.80 亿元。其中哌拉西林钠他唑巴坦钠纳入集采后于 2024 年正式执行，收入从 2023 年的 6.77 亿元降至 2024 年的 2.94 亿元，出现明显下降。

图 46：2021-2024 年公司核心抗生素制剂品种销售额（亿元）



资料来源：公司年报，联邦制药推介材料，天风证券研究所

注：阿莫西林克拉维酸钾自 2022 年起开始统计，罗红霉素自 2023 年开始统计

表 16：哌拉西林钠他唑巴坦钠集采中标情况

药品名称	剂型	规格	生产企业	价格（元/盒）	销售区域
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	注射剂	4.5g（哌拉西林 4.0g 与他唑巴坦 0.5g）*5 支/盒	山东安信制药有限公司	129.00	北京，黑龙江，江西，山东，西藏

注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	注射剂	2.25g(哌拉西林 2.0g 与他唑巴坦 0.25g) *每盒 10 瓶	华北制药集团先泰药业有限公司 (华北制药股份有限公司受托生产)	156.30	河北, 吉林, 湖南, 甘肃
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	注射剂	2.25g(哌拉西林 2.0g 与他唑巴坦 0.25g) *10 瓶/盒	海南通用三洋药业有限公司	159.80	海南, 四川, 贵州, 青海
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	注射剂	4.5g(哌拉西林 4.0g 与他唑巴坦 0.5g) *5 支/瓶	珠海联邦制药股份有限公司中山分公司	276.50	辽宁, 河南, 云南
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	注射剂	2.25g(哌拉西林 2.0g 与他唑巴坦 0.25g) *8 瓶/盒	苏州二叶制药有限公司 (山东二叶制药有限公司受托生产)	130.40	天津, 湖北, 广西
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	注射剂	2.25g(哌拉西林 2.0g 与他唑巴坦 0.25g) *10 瓶/盒	广东金城金素制药有限公司 (山东安信制药有限公司受托生产)	163.00	内蒙古, 广东, 陕西
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	注射剂	2.25g(哌拉西林 2.0g 与他唑巴坦 0.25g) *10 瓶/盒	江苏海宏制药有限公司	164.30	山西, 上海, 江苏
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	注射剂	2.25g(哌拉西林 2.0g 与他唑巴坦 0.25g) *10 瓶/盒	浙江金华康恩贝生物制药有限公司	165.70	安徽, 重庆, 宁夏
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	注射剂	2.25g(哌拉西林 2.0g 与他唑巴坦 0.25g) *10 瓶/盒	瑞阳制药股份有限公司	166.00	浙江, 福建, 新疆(含兵团)

资料来源：药通社公众号，天风证券研究所

6. 盈利预测和估值

6.1. 盈利预测与关键假设

关键假设：

(1) 减重业务：

公司在减重领域布局齐全：类似药包括利拉鲁肽及司美格鲁肽 2 款生物类似药，创新药包括 UBT251 (GLP-1/GIP/GCGR) 等。公司利拉鲁肽于 2025-03-18 在国内获批上市，根据临床状态推测，司美格鲁肽有望成为国产第四家。

此外，在创新药领域，公司三靶点创新药 UBT251 已经成功授权给诺和诺德，是当前全球研发进度第二的三靶点激动剂，其 12 周减重 15.1% 的 Ib 期数据 (安慰剂组增重 1.5%)，已超越礼来 Retatrutide 同期的 10%-15% 水平。其中，UBT251 注射液慢性肾脏病适应症分别于 2025 年 1 月 20 日、3 月 4 日获得 NMPA、FDA 临床试验许可。我们认为，考虑到诺和诺德的 CagriSema 临床数据不及市场预期，需要 UBT251 作为与礼来的 Retatrutide 的竞品，我们认为后续 UBT251 有望成为全球范围内具有明显竞争力的新一代减肥创新分子。

(2) 胰岛素业务：

国家药品集中采购 (胰岛素专项接续) 集采全国报量超 2.4 亿支，中选价格较首轮平均下降 3.8%，联邦制药全线产品以 A 类中选，采购基础量同比增加 52.5%；我们认为在胰岛素整体集采接续政策稳定，公司自主生产成本可控的情况下，公司胰岛素业务有望实现稳定增长。

(3) 动保业务：

联邦制药动保业务主营经济型和伴侣型动物药品的研发、生产及销售，其中 β -内酰胺类全系列产品，青霉素类兽药制剂处于行业领先地位。目前已经形成了“南、北、中”产业布局。我们认为，公司动保业务从畜类产品逐渐向宠物类市场切入，丰富的产品管线有望带动公司未来动保业务加速增长。

（4）抗生素业务：

公司凭借“垂直一体化+工艺迭代”，成为青霉素产业链领导者，且依托玉米发酵的区位优势，将 6-APA 生产成本压至行业最低线，在青霉素工业盐及 6-APA 领域市占率均在 50% 左右；在全球供给竞争格局的假设下，公司抗生素中间体及原料药业务有望保持稳定。

制剂方面，医药魔方数据显示，2024Q4 国内阿莫西林类抗生素及头孢类抗生素制剂在样本医院的整体销售额环比均出现一定程度的下滑，需求出现阶段性波动。此外，公司哌拉西林钠他唑巴坦钠纳入第八批集采，并于 2024 年起正式执行，对当年业绩产生一定影响。在后续需求保持稳定的假设下，公司抗生素制剂业务有望保持稳定。

表 17：公司各板块收入（百万元）及毛利率（%）预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
中间体	1599.20	2316.90	2659.00	2393.10	2417.03	2465.37
yoy	-5.9%	44.9%	14.8%	-10.0%	1.0%	2.0%
毛利	425.39	926.76	1037.01	885.45	918.47	961.49
毛利率	26.6%	40.0%	39.00%	37.00%	38.00%	39.00%
收入占比	14.09%	16.84%	19.33%	16.48%	17.28%	16.91%
API	5174.70	6399.20	6373.00	5608.24	5664.32	5777.61
yoy	30.4%	23.7%	-0.4%	-12.00%	1.00%	2.00%
毛利	879.70	1151.86	987.82	869.28	906.29	953.31
毛利率	17.0%	18.0%	15.50%	15.50%	16.00%	16.50%
收入占比	45.58%	46.52%	46.32%	38.61%	40.50%	39.63%
制剂	4,560.40	5,023.80	4,727.50	5,332.80	5,605.99	5,936.66
yoy	13.0%	10.2%	-5.9%	12.8%	5.1%	5.9%
毛利	2804.65	2763.09	2871.25	2933.04	3111.33	3265.16
毛利率	61.5%	55.0%	55.50%	55.00%	55.50%	55.00%
收入占比	40.17%	36.52%	37.60%	36.72%	40.08%	40.72%
BD 收入				1,190.00	300.00	400.00
yoy					-74.8%	33.3%
毛利				1190.00	300.00	400.00
毛利率				100.00%	100.00%	100.00%
收入占比				8.19%	2.14%	2.74%

资料来源：Wind，天风证券研究所

盈利预测：

我们预计公司 2025-2027 年总体收入分别为 145.24/139.87/145.80 亿元，同比增长 5.56%/-3.70%/4.23%；归属于上市公司股东的净利润分别为 29.07/25.57/27.62 亿元。

6.2. 估值与投资评级

采用可比公司估值法对公司进行估值：联邦制药是国内青霉素类抗生素龙头企业，胰岛素及动保业务有望带动公司主业稳定增长；减重领域，公司在利拉鲁肽、司美格鲁肽类似药及创新药（UBT251）均有布局，选择石四药集团、川宁生物、国邦医药、华东医药作为可比公司。

考虑到：（1）公司抗生素主业集采影响边际出清、整体行业景气度有望保持稳定；（2）胰岛素及动保业务竞争力强，有望带动主业稳定增长；（3）UBT251 1B 期数据良好并完成和诺和诺德的授权，减重领域潜力大，我们看好公司未来发展。考虑到公司目前整体业务大致可划分为抗生素、胰岛素、动保主业及创新药两块业务，其中主业基本盘稳定，创新药潜力显著，因此分别给予主业 2025 年 6x PE、创新药领域 20x PE（假设 BD 收入全额转化成利润），目标市值 341.02 亿港元，对应目标价 18.77 港元/股。首次覆盖，给予“买

入”评级。

表 18：可比公司估值

公司简称	收盘价	目前市值 (亿元)	净利润(亿元)				PE(X)			
			2023A	2024	2025E	2026E	2023A	2024	2025E	2026E
2005.HK	石四药集团	87.1	13.2	10.6	13.0	14.4	6.6	8.2	6.7	6.0
301301.SZ	川宁生物	294.2	9.4	14.0	14.1	14.7	31.3	21.0	20.9	20.0
605507.SH	国邦医药	108.8	6.1	7.8	9.6	11.5	17.8	13.9	11.3	9.4
000963.SZ	华东医药	708.6	28.4	35.1	40.3	46.0	25.0	20.2	17.6	15.4
可比公司平均		299.7	14.3	16.9	19.3	21.7	20.2	15.8	14.1	12.7

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，收盘价及总市值为 2025 年 5 月 19 日收盘数据。

7. 风险提示

产业政策变化及药品降价风险：随着药品注册申报、审评审批等新规出台、带量采购及医保改革的持续深化，整个医药行业竞争格局持续翻新，医药企业的研发能力和技术水平也在新的竞争格局中不断提升。在药品带量采购、医保目录动态调整、医药改革持续深化等政策背景下，公司部分药品面临价格进一步下调的风险。

研发风险：医药研发创新具有难度大、周期长、投入高的特点，容易受到不可预测因素的影响。随着药品审评标准体系和机制的变化，公司新药研发将会面临一定风险。此外，药品若出现研发进度和方向与未来市场需求不相符、新药上市后因竞争加剧等因素导致销售不畅，均可能影响到前期投入的回收和经济效益的实现，进而对公司的盈利水平和发展构成不利影响。

综合管理成本上升的风险：公司面临固定资产折旧增加、财务成本、人工成本、销售费用等综合管理成本上升诸多影响因素，将会对公司的利润带来一定的影响。

集采风险：公司哌拉西林钠他唑巴坦钠等部分产品经历集采后销售额出现明显下滑情况。如果后续其他尚未纳入集采目录、且市占率较高的主要品种纳入集采后，可能存在销售额明显下滑的情况。

原料药价格波动风险：公司中间体及原料药业务收入占比大，且呈现显著周期性特征。若后续全球抗生素供给及需求端出现明显变化，会对通过价格大幅度影响公司业绩，存在原料药价格波动风险的可能。

地缘政治风险：目前美国对华多次加征关税，虽然公司在美国并无直接出口业务，但地缘政治对公司业绩仍存在潜在影响的可能。

跨市场选取可比公司可能导致估值结论偏高的风险：考虑到公司主业相关性，选择川宁生物、华东医药等 A 股上市公司进行比较。由于各种因素，港股和 A 股在估值上存在一定差异性，因此存在跨市场选取可比公司可能导致估值结论偏高的风险。

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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