穿越周期的抗生素产业龙头，创新管线迎来兑现拐点

2025 年 07 月 24 日

推荐 首次评级

当前价格： 16.16 港元

分析师 王维肖
执业证书：S0100523100004
邮箱：wangweixiao@mszq.com
研究助理 杨涛
执业证书：S0100124060014
邮箱：yangtao_2@mszq.com

➢ **抗生素产业一体化领航者，多业务协同开启增长新周期。**联邦制药以抗生素制剂产品起家，横纵延伸至今已形成涵盖中间体（6APA、G 钾盐等）、原料药（阿莫西林、氨苄西林等）及制剂（动保、胰岛素、仿制制剂）的三大基础业务版图。**在动保业务产能桎梏解除、胰岛素续约量增覆盖价减冲击、难仿生物类似物上市放量等多重催化下，我们认为公司基础业务盘的增长韧性有望得到进一步显现。**同时，公司凭借稳定的基础业务现金流，持续为创新转型提供坚实支撑，业务衔接发力有望推动公司进入新一轮业绩成长周期。

➢ **创新转型达成阶段性成果，UBT251 成功携手 MNC 破冰创新品种出海。**2025 年 3 月，公司公布旗下创新品种 UBT251（自研 GLP/GIP/GCG 三靶点药物)成功通过授权形式与全球降糖减重领域龙头诺和诺德达成合作。当前 UBT251 已完成国内 Ⅰb 期超重/肥胖临床实验，最高剂量组（6mg）取得 12 周内减重 15.1%的亮眼数据。公司当前已启动 UBT251 在国内超重/肥胖的Ⅱ期临床实验，预期该产品 2028 年正式获批国内上市。当前公司在研管线内代谢/自免领域仍有多肽口服、Lp(a)降血脂、小分子 GLP-1 和抗 IL-4Ra/TSLP 双抗等产品布局，**我们认为在 UBT251 成功授权 MNC 的能力背书下，后续储备品种有望接力贡献增量，创新转型潜力值得持续关注。**

➢ **制剂业务：多业务线协同发展，共同推动收入稳健增长。**我们预期公司制剂业务 24-27 年内收入 CAGR 为 8.0%。基于：**1）动保业务：**25 年河南联牧、珠海联邦动保两大基地建成投产叠加动保产品进入出海新阶段；**2）胰岛素：**存量品种续约集采全线 A 组中标且基础量增速达 52.5%，增量品种德谷/德谷利拉/德谷门冬预期在 26-27 内陆续获批；**3）仿制制剂：**存量品种剩余倍能安、强力阿莫仙未集采，24 年合计销售额 4.7 亿元。当前公司生物类似物利拉鲁肽成功上市，司美格鲁肽预计 26 年获批，增量难仿品种有望填补存量集采的销售空缺。

➢ **中间体及原料药：政策卡位塑造寡头格局，中长期价格有望高位稳定。**我们预期公司中间体及原料药业务 24-27 年内收入 CAGR 为-7.0%。基于：**1）中间体：**主要外售品种 G 钾盐及 6APA 短期价格有所回落，但鉴于主要品种均为政策卡位巩固的寡头格局，中长期内高价周期有望延续；**2）原料药：**前端 6APA 为半合成青霉素类原料药母核，预期公司原料药业务将在上游关键中间体价格企稳背景下贡献稳定现金流。

➢ **投资建议：**我们预期公司 2025-2027 年内实现归母净利润 27.8、21.3 和 22.7 亿元，分别同比增长 4.5%、-23.4%和 6.9%，对应 PE 倍数依次为 10、13 和 12 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

➢ **风险提示：**大宗原料药品种价格波动风险、原料成本波动风险、成熟制剂品种集采降价超预期风险、创新药研发进度不及预期风险、抗生素行业政策风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	13,759	13,707	13,054	13,398
增长率（%）	0.1	-0.4	-4.8	2.6
归母净利润	2,660	2,778	2,127	2,273
增长率（%）	-1.5	4.5	-23.4	6.9
EPS	1.46	1.53	1.17	1.25
P/E	10	10	13	12
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 7 月 23 日收盘价，汇率 1HKD=0.92RMB）

目录

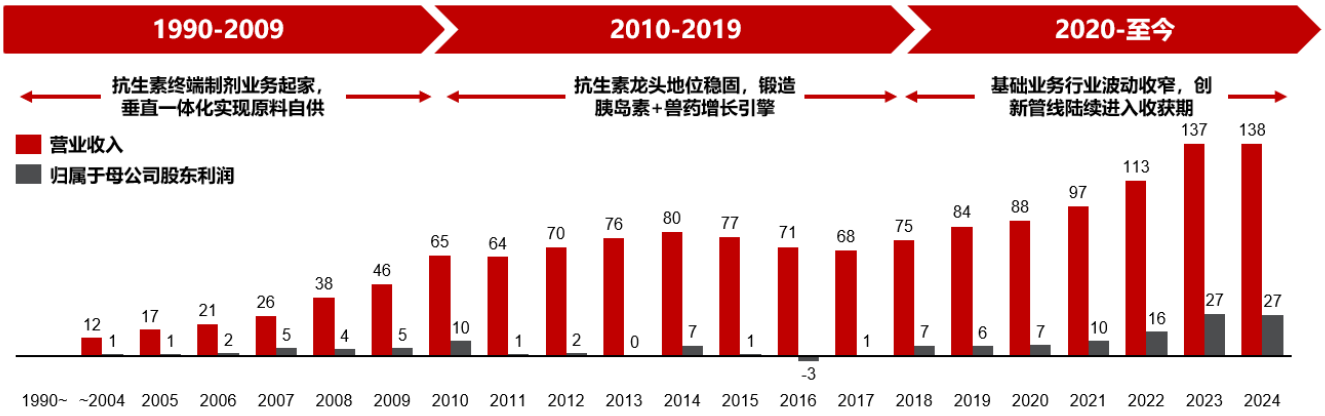
1 抗生素产业老牌龙头，创新转型未来可期 3
1.1 起于原料药，成于制剂，发于创新 3
1.2 多业务线齐头并进，推动业绩稳健上扬 4
2 创新管线：GLP-1 创新品种初露锋芒，多管线接续成长趋势 6
2.1 合计 20 亿美元里程碑付款，UBT251 授权诺和诺德 6
2.2 GLP-1 市场蓬勃发展，公司三靶药物减重效果显著 6
2.3 多靶点协同显著提升减重效果，UBT251 再创减重新高度 9
2.4 美国 GLP-1 减重/降糖市场预计超 800 亿美元，UBT251 携手诺和诺德共享蓝海市场 11
2.5 在研管线：创新转型稳步推进，深度布局减重、自免等明星赛道 13
3 制剂业务：成熟制剂品种预期维稳，品种推新&兽药产能释放带来新增量 15
3.1 兽药：与牧原股份深度合作，丰富产品布局驱动长期增长 15
3.2 胰岛素：存量产品以价换量维稳，增量品种上市在即 17
3.3 仿制药：成熟品种陆续纳入集采，增量品种有望巩固业绩维稳 19
4 前端原料：中间体政策卡位格局稳固，青霉素高价周期有望延续 22
4.1 业务收入平稳增长，上下游产业共荣发展 22
4.2 前端原料价格维稳，看好青霉素产业高价周期延续 22
5 盈利预测与投资建议 25
5.1 盈利预测假设与业务拆分 25
5.2 估值分析 27
5.3 投资建议 27
6 风险提示 28
插图目录 30
表格目录 30

1 抗生素产业老牌龙头，创新转型未来可期

1.1 起于原料药，成于制剂，发于创新

制药行业耕耘 30 余载，资深仿制药企创新转型逐渐步入收获期。联邦制药 1990 年（前身联邦制药厂）以抗生素制剂产品起家，并借助自身形成的终端品牌力进行行业垂直整合，至今在抗生素领域已形成中间体、原料药、制剂的产业一体化布局。在传统业务迈入成熟阶段后，公司基于数十年的研发能力积累，快速打造出胰岛素、动保、创新药物等第二成长曲线业务。根据公司 24 年年报，公司胰岛素产品已全线 A 组中标、动保两大基地 25 年即将建成投产、创新品种 UBT251 Ⅰb 期数据表现优异并成功与诺和诺德达成授权协议。在抗生素产业格局维稳的景气周期背景下，我们看好增量业务持续兑现给公司奠定的中长期成长趋势。

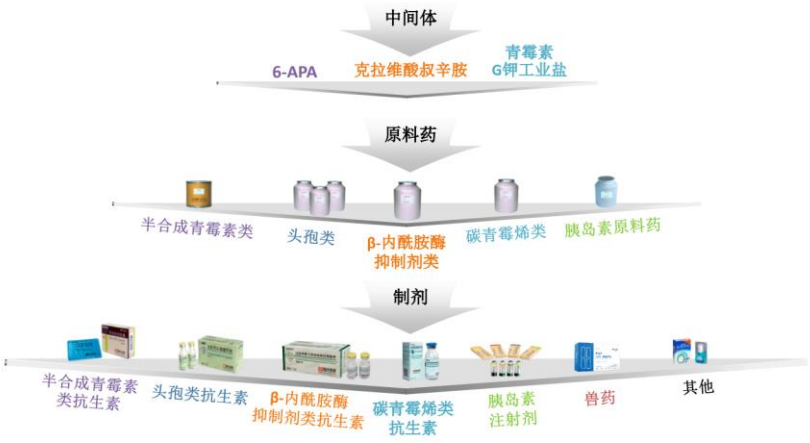
图1：联邦制药发展历程梳理



资料来源：公司官网，公司公告，发改委，民生证券研究院 注：以上营业收入、归属于母公司股东利润单位为亿元人民币

国内领先的综合制药企业，产品布局涵盖抗生素产业链、降糖成熟制剂以及创新品种等多个领域。1）抗生素产业：公司主要品种涵盖中间体（青霉素 G 钾盐、6-APA）、原料药（半合成类青霉素、β-内酰胺酶抑制剂等）、制剂（阿莫仙、强力阿莫仙）全产业链。同时，公司亦基于自身在抗生素产业的规模化制造优势切入兽药领域。**2）降糖成熟制剂：**重组人胰岛素、甘精胰岛素、门冬胰岛素主流品种完备，集采续约申报总量排名挺进国产前三；**3）创新管线：**聚焦降糖减重及自免等储备品种，当前 UBT251 已启动国内超重/肥胖的Ⅱ期临床试验、JAK1 选择性抑制剂 TUL01101 特应性皮炎外用制剂进入Ⅲ期临床准备阶段。

图2：公司当前中间体、原料药及制剂业务产品分布

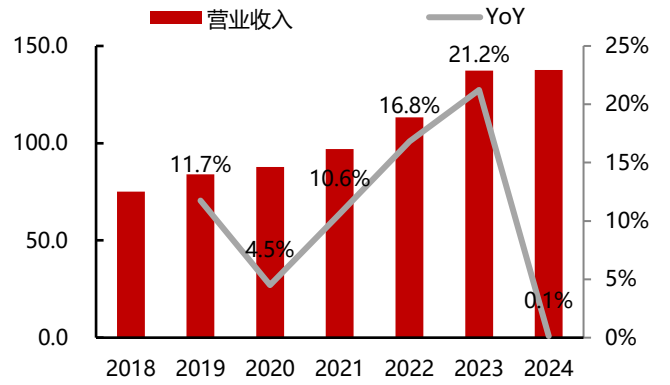


资料来源：公司公告，民生证券研究院

1.2 多业务线齐头并进，推动业绩稳健上扬

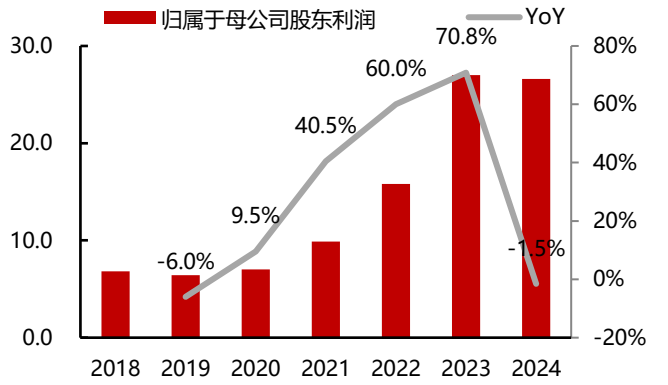
传统业务景气周期延续提供稳健利润基础，创新转型有望牵引业绩迈向新高度。2018-2023 期内，得益于 1）公司持续的业务版图拓展，以及 2）抗生素行业前端品种竞争格局优化带来的产品价格复苏，公司收入及归母净利润均呈现稳健增长趋势（收入端 CAGR 10.6%，利润端 CAGR 25.4%）。利润端增速远高于收入端主要系抗生素品种价格提升带动的综合毛利率提升，以及收入上行后在经营费用端体现出的规模经济。2024 年，公司业绩表现同比 2023 年基本持平，传统业务逐渐显现现金牛特征，有望为公司创新转型战略施行提供扎实现金流基础。

图3：18-24 年公司营业收入及同比（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

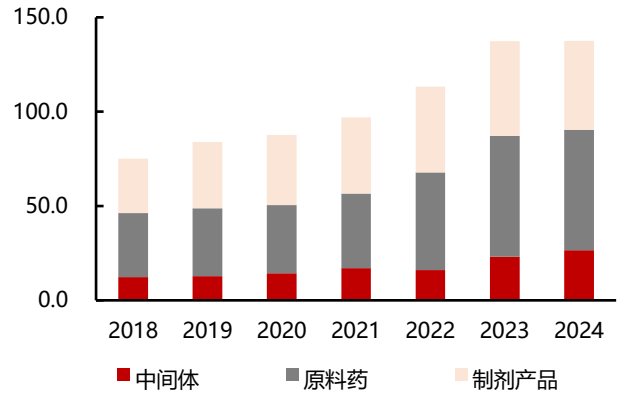
图4：18-24 年公司归母净利润及同比（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

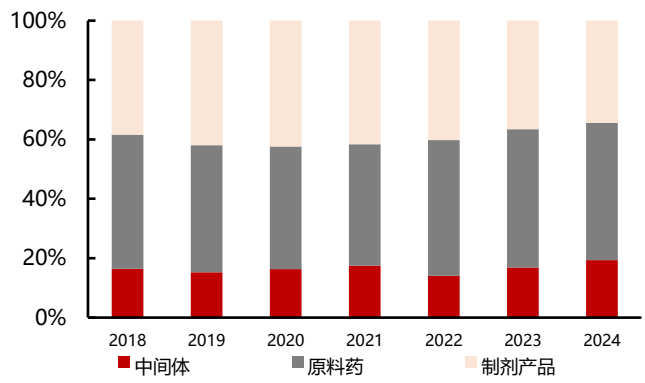
三大业务板块齐头并进，助推公司业绩稳步提升。2018-2024 期内，公司中间体、原料药和制剂业务的收入复合增速分别为 13.7%、11.1%和 8.6%。从 2024 年的收入占比来看，公司中间体及原料药产品收入占比合计为 65.6%，制剂业务收入占比 34.4%。展望未来，中间体和原料药业务有望构建公司收入的稳固基础，而制剂业务有望随着公司在创新生物制剂和动保制剂等领域的探索，逐渐提升业务线对总体业绩的影响力。

图5：18-24 年公司营业收入按业务分（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：18-24 年公司营业收入占比拆分

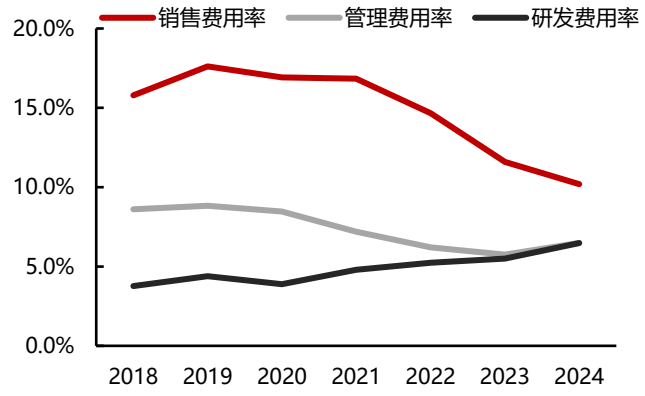


资料来源：公司公告，民生证券研究院

收入增长规模效应显现，主要费用率总量下行趋势明显。2018-2024 年间，随着公司收入规模的持续扩张，销售费用率与研发费用率总体呈现下降态势。其中，销售费用率的优化更为显著，主要得益于公司制剂业务参与集采带来的销售环节投入的大幅下降。与此同时，随着公司制剂业务向创新转型，研发费用率在波动中逐步上升，反映出公司在研发创新方面的持续投入和战略侧重。这种费用结构的变化，既体现了公司在成本控制上的成效，也彰显了其在研发领域的前瞻性布局。

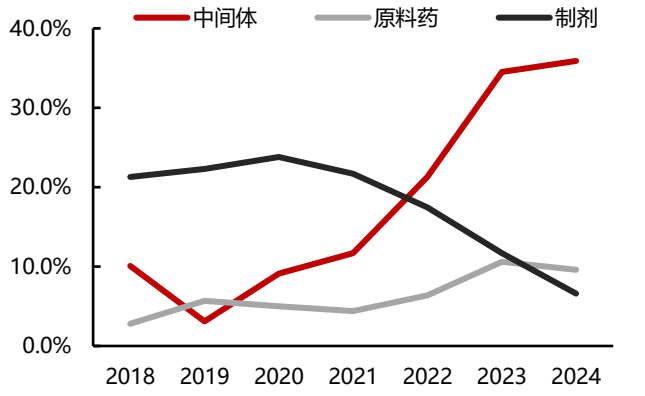
中间体及原料药业务分部利润率总体维持攀升趋势，制剂业务受制于集采有所收窄。公司中间体和原料药分部利润率上升趋势明显，主要得益于抗生素行业前端品种竞争格局改善带来的产品价格上涨。制剂业务分部利润率有所下滑，主要系 1) 公司抗生素制剂及胰岛素品种陆续进入集中带量采购，导致价格有所承压、2) 利润率较低的兽药业务增速较高带来的占比持续提升，进一步拉低了制剂业务的利润表现。

图7：2018-2024 年公司主要费用率情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2018-2024 年公司分业务利润率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

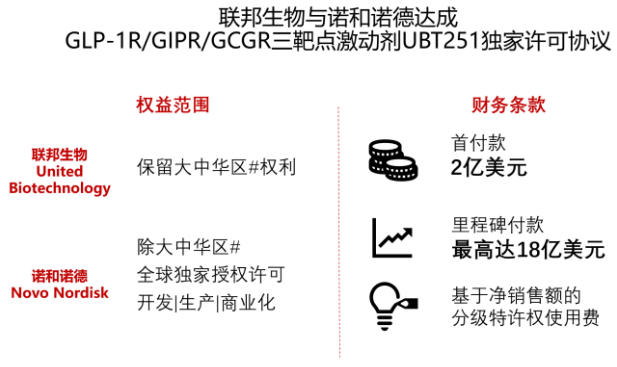
2 创新管线：GLP-1 创新品种初露锋芒，多管线接续成长趋势

2.1 合计 20 亿美元里程碑付款，UBT251 授权诺和诺德

自研创新三靶点减重&降糖管线，在化学合成多肽药品分类中进度全球领先。UBT251 是由联邦制药自主研发的 GLP-1R/GIPR/GCGR 三靶点激动剂，是国内首家、全球第二家以化学合成多肽法制备获批临床的企业。该药物通过同时作用于胰高血糖素样肽-1（GLP-1）、葡萄糖依赖性促胰岛素多肽（GIP）和胰高血糖素（GCG）受体，能够有效调节血糖水平、促进胰岛素分泌、抑制胰高血糖素释放，并延缓胃排空，增加饱腹感，从而达到控制体重和改善代谢的目的。目前，UBT251 已在中国和美国获批开展针对成人 2 型糖尿病、超重或肥胖等临床试验（公司预计 2028-2029 年内陆续获批减重、降糖两个主要适应症）。

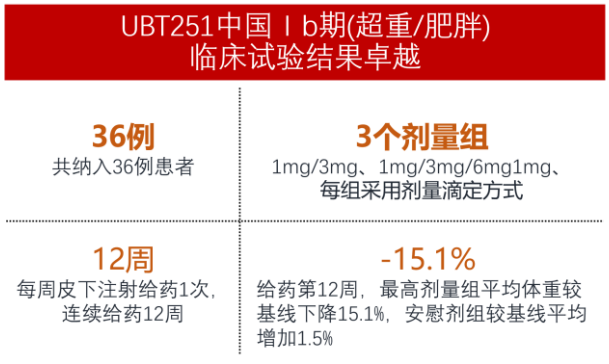
创新品种成功授权诺和诺德，首付款+里程碑潜在收入可达 20 亿美元。2025 年 3 月 24 日，联邦制药与诺和诺德达成独家许可协议，诺和诺德获得 UBT251 除大中华区外的全球开发权益。根据协议，联邦制药将获得 2 亿美元的预付款以及高达 18 亿美元的潜在里程碑付款。此外，联邦制药还将基于净销售额获得分级特许权使用费。在临床数据方面，UBT251 在国内 I b 期临床试验中表现出优异的减重效果：最高剂量组患者在试验结束时平均体重较基线下降 15.1%（安慰剂调整前为 16.6%）。I b 期临床研究达到预期目标，支持 UBT251 进入下一阶段临床研究，当前公司已经启动该品种在中国超重/肥胖的II期临床试验。

图9：公司三靶点激动剂 UBT251 授权安排



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：UBT251 中国 I b 期临床试验结果



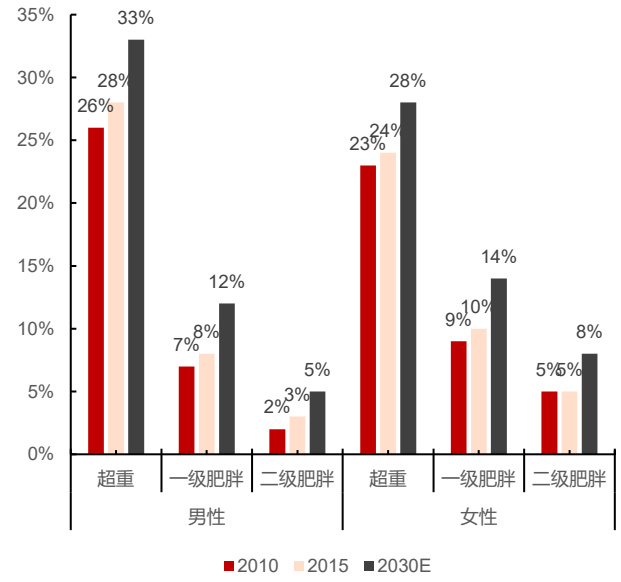
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 GLP-1 市场蓬勃发展，公司三靶药物减重效果显著

全球超重、糖尿病问题持续加剧，GLP-1 用药群体基数稳步扩张。随着当前生活方式的改变、饮食结构的不均衡以及城市化进程的加速，超重&肥胖和糖尿病患病群体正持续扩张。根据相关统计，2015 年全球 20 岁以上超重人口 19.0 亿人（超重率 39.5%），相较 2010 年 16.1 亿人（超重率 36.5%）出现明显上升趋势

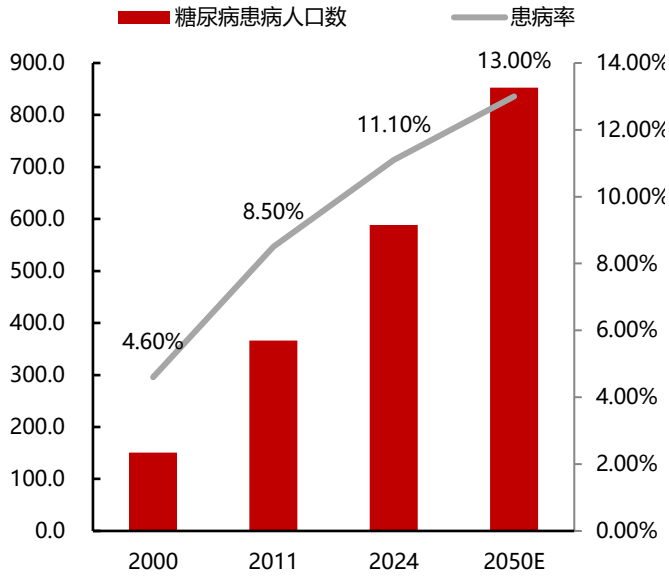
（预期 2030 年达到 29.3 亿人，超重率 50.0%）。与此同时，糖尿病患者人数从 2010 年的 1.5 亿（患病率 4.6%）增长至 2024 年的 5.9 亿（患病率 11.1%），预计 2050 年将达到 8.5 亿（患病率 13.0%）。

图11：全球 20 岁以上人口超重/肥胖人口占比



资料来源：《World Obesity Atlas 2025》，民生证券研究院

图12：全球 20-79 岁人口糖尿病患病情况（百万人）



资料来源：IDF，民生证券研究院

GLP-1 首次靶点发现距今约 40 年，半衰期延长奠定了 GLP-1 的成药性基础。1986 年，科学家首次发现 GLP-1 在调节血糖中的关键作用，开启了这一领域的新篇章。然而，天然 GLP-1 半衰期极短（仅两分钟），注射 GLP-1 后在到达胰腺之前就被降解，因而大部分制药公司也放弃开发 GLP-1 类药物的想法。直至 1991 年，Eng 在希拉毒蜥的毒液中找到类 GLP-1 的特性分子（后来的艾塞那肽），使其拥有了天然 GLP-1 不具备的成药性特点。最终，艾塞那肽在 2005 年获批上市，标志着 GLP-1 受体激动剂正式进入临床应用。

相关药企各展神通延长 GLP-1 药物半衰期，当前周制剂已成为市场主流。通过蛋白修饰（如艾塞那肽微球的缓释技术）、脂肪酸链偶联（如利拉鲁肽）和 Fc 融合蛋白技术（如阿必鲁肽），GLP-1 药物从每日多次注射逐步进化为每周一次给药（如度拉糖肽、司美格鲁肽、替尔泊肽），显著改善患者依从性。

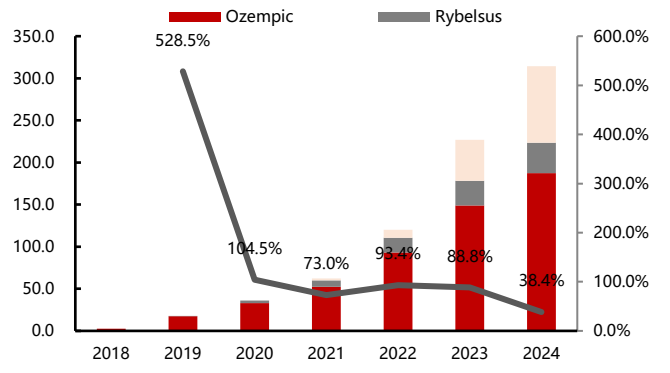
表1：当前已上市 GLP-1 药物梳理

药品通用名	商品名	适应症	原研企业	使用频率	给药形式	FDA	NMPA
艾塞那肽	Byetta	糖尿病	阿斯利康	一日 2 次	皮下注射	2005	2009
利拉鲁肽	Victoza	糖尿病	诺和诺德	一日 1 次	皮下注射	2010	2011
利拉鲁肽	Saxenda	减重	诺和诺德	一日一次	皮下注射	2014	/
艾塞那肽微球	Bydureon	糖尿病	阿斯利康	一周一次	皮下注射	2012	2018
利司那肽	Lyxumia	糖尿病	赛诺菲	每日一次	皮下注射	2016	2017
阿必鲁肽	Tanzeum	糖尿病	葛兰素史克	每周一次	皮下注射	2014	/
度拉糖肽	Trulicity	糖尿病	礼来	每周一次	皮下注射	2014	2019
贝那鲁肽	谊生泰	糖尿病	仁会生物	每日三次	皮下注射	/	2016
司美格鲁肽	Ozempic	糖尿病	诺和诺德	每周一次	皮下注射	2017	2021
司美格鲁肽	Rybelsus	糖尿病	诺和诺德	每日一次	口服	2019	2024
司美格鲁肽	Wegovy	减重	诺和诺德	每周一次	皮下注射	2021	2024
聚乙二醇洛塞那肽	孚来美	糖尿病	豪森药业	每周一次	皮下注射	/	2019
替尔泊肽	Mounjaro	糖尿病	礼来	每周一次	皮下注射	2022	2024
替尔泊肽	Zepbound	减重	礼来	每周一次	皮下注射	2023	2024
依苏帕格鲁肽α	怡诺轻	糖尿病	银诺医药	每周一次	皮下注射	/	2025
玛仕度肽	信尔美	糖尿病	信达生物	每周一次	皮下注射	/	2025

资料来源：医药魔方，各公司官网，民生证券研究院

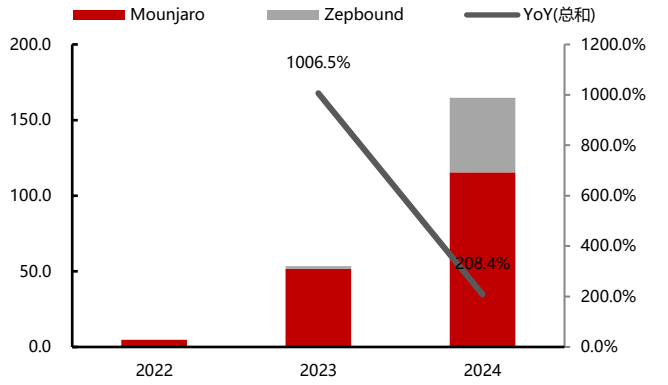
GLP-1 重磅品种合计销售额已突破 400 亿美元，销售额同比高增长仍在持续。从现在全球范围内 GLP-1 重磅品种的销售额数据层面看，司美格鲁肽 2024 年合计销售额 314.3 亿美元，同比增长 38.4%。其中，司美格鲁肽降糖适应症 Ozempic 销售额 187.4 亿（同比 25.7%）、减重适应症 Wegovy 销售额 90.6 亿美元（同比 85.7%）、口服剂型销售额 36.3 亿美元（同比 24.3%）。替尔泊肽作为首个上市的 GLP/GIP 双靶点药物，凭借更优异的减重效果，替尔泊肽上市两年内销售额便达到 164.7 亿元，且同比仍维持 208.4%的高速增长趋势。

图13：18-24 年司美格鲁肽全球销售额（亿美元）



资料来源：诺和诺德公告，民生证券研究院
注：丹麦克朗兑美元汇率 0.1557（以 2025 年 7 月 16 日为基准）

图14：22-24 年替尔泊肽全球销售额（亿美元）



资料来源：礼来公告，民生证券研究院

2.3 多靶点协同显著提升减重效果，UBT251 再创减重新高度

多靶点组合显著增强药品减重效果，协同激活同时还带来了其他方面获益。GLP-1 单靶点 GLP-1R 激活是代谢调控的核心，其最显著优势在于强效促进葡萄糖依赖性胰岛素分泌、抑制胰高血糖素释放，并通过中枢作用增强饱腹感，临床降糖和减重效果明确；GIPR 激活的独特优势在于其激活顺序在 GLP-1 之前，能迅速刺激胰腺释放胰岛素，帮助身体吸收和利用食物中的糖分，同时能辅助骨骼吸收钙离子，帮助保持骨骼健康；GCGR 激活的主要作用是提升血糖，当体内血糖较低时 GCG 会刺激肝脏释放储存的糖分，确保身体得到足够的能量供应，可以加速脂肪分解，同时与 GLP-1 可能导致的低血糖形成动态平衡效果。

表2：减重/降糖靶点理论机制及代表性药品减重效果

对比项	GLP	GIP	GCG
胰岛β细胞激活	√		√
胰岛α细胞激活		√	
促进葡萄糖摄取（促进胰岛素分泌/抑制胰高血糖素分泌）	✓	✓	
减少食物摄入（抑制胃排空，抑制食欲等）	✓	✓	✓
催化肝糖原加速分解			√
心血管保护作用	√		
潜在副作用	胃肠道疾病、低血压、晕厥、关节炎疾病等	体重增加风险、可能的低血糖风险等	可能引发暂时性高血糖等
代表型药物 临床主要终点结论	司美格鲁肽(GLP-1) 2.4mg72 周减重 17.1%	替尔泊肽(GLP-1/GIP) 15mg72 周减重 22.5%	玛仕度肽(GLP-1/GCG) 4.5mg12 周减重 6.4%

资料来源：中华糖尿病杂志，生物药学科普，Glyco-Immunology，GLP1 减重宝典，民生证券研究院

通过整合 GLP-1、GIP 与 GCG 等多重代谢靶点，新型双/三受体激动剂实现了对胰岛素分泌、胰高血糖素抑制及能量代谢的系统性调控。根据临床研究数据，三靶点激动剂 Retatrutide 在 48 周内实现 24.2%的突破性减重效果，显著超越双靶点药物疗效，预示着多靶点协同治疗在体重管理中的优异作用：

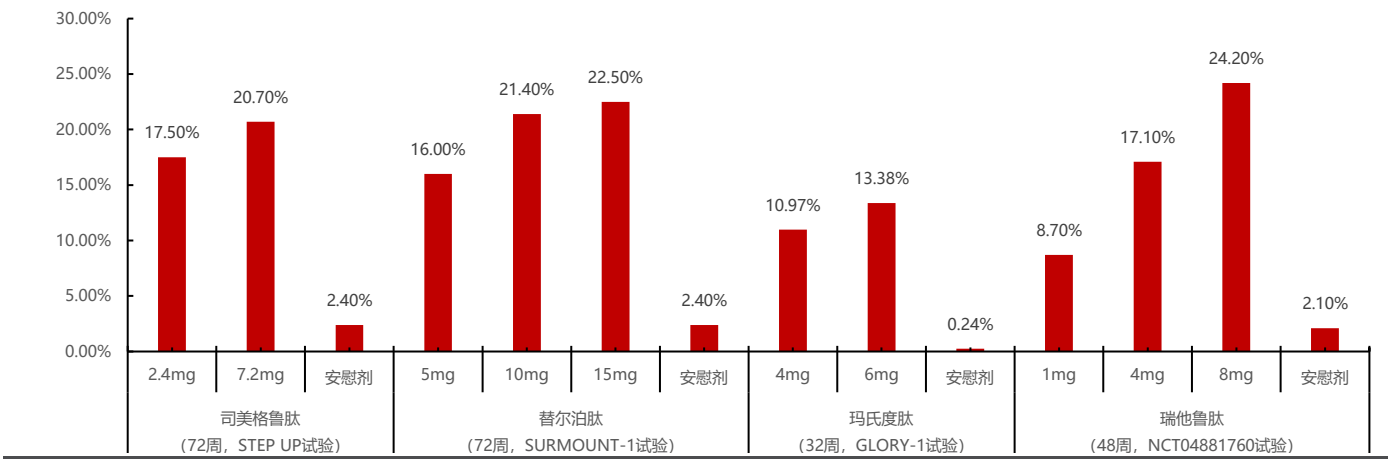
1）GLP-1/GIP 双受体激动剂：GIPR 在高血糖时增加胰岛素分泌、在低血糖时则刺激胰高血糖素的释放。GIP 与 GIPR 结合后，激活腺苷酸环化酶，升高 cAMP 和 Ca2+浓度，激活 cAMP 依赖的蛋白激酶，具有促胰岛素效应。GIP/GLP-1 双重受体激动剂替尔泊肽（Tirzepatide）在 SURMOUNT-1 研究中显示，替尔泊肽治疗合并超重或肥胖的 2 型糖尿病患者 72 周，能够获得减重 22.5%疗效。

2）GLP-1/GCG 双受体激动剂：GCG 是由胰岛α细胞分泌，能够抑制胰岛素分泌并促进肝糖原分解的一种激素。激动 GCG 带来的升糖作用，可以被激动 GLP-1 带来的葡萄糖浓度依赖性促胰岛素分泌作用和胰高血糖素分泌作用所对抗；而激

动 GCG 受体带来的能量分解作用，与激动 GLP-1 受体带来的减少进食作用可协同降低体重。GLP-1/GCG 双受体激动剂玛仕度肽在中国超重/肥胖人群的 3 期临床试验(GLORY-1)结果显示,玛仕度肽 6m 治疗 48 周后受试者平均减重 14.8%。

3) GLP-1/GCG/GIP 三受体激动剂：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。Retatrutide (LY3437943/瑞他鲁肽) 是一款 GLP-1R/GCGR/GIPR 三靶点激动剂，II 期临床试验结果显示，在治疗 48 周时，每周注射 12mg Retatrutide 治疗的受试者平均体重可减轻 24.2%。研究结果显示，GIP/GLP-1/GCG 三重受体激动剂能够显著增强能量消耗，并且对不同代谢状况进行多重调控，比 GIP/GLP-1 或 GLP-1/GCG 双重受体激动剂具有更加优越的减重作用。

图15：GLP-1/GIP/GCG 减重药物单靶点/双靶点/三靶点组合代表型药物临床结果



资料来源：GLP 减重宝典，减重指南针，信达生物微信公众号，民生证券研究院

UBT251 刷新现有研究中同时期多肽药物的减重记录。在中国的随机、双盲、安慰剂对照 1b 期试验中纳入了 36 名超重或肥胖患者,分为三组接受不同剂量(最高 6mg）的每周皮下注射。结果显示，最高剂量组患者 12 周后平均体重较基线下降 15.1%，而安慰剂组体重增加 1.5%。安全性方面，主要不良反应为轻度至中度胃肠道事件，与现有肠促胰岛素类药物一致。同类对比来看，在当前已有数据读出的减重药物管线中，公司 UBT251 Ⅰb 期数据表现优异，成为当前同时期内减重效果最优的创新品种。

表3：减重药品多肽/小分子单靶点、双靶点、三靶点代表性产品最高剂量组临床结果

药品名称	原研企业	给药形式	给药频率	FDA	NMPA	最优剂量浓度	临床结果（最优剂量组）
多肽单靶点——GLP-1							
Rybelsus	诺和诺德	口服	每日一次	2019	2024	50mg	68 周，-17.4%
Wegovy	诺和诺德	注射	每周一次	2021	2024	2.4mg	68 周，-15.8%
伊诺格鲁肽	先为达;凯因科技	注射	每周一次	/	申请上市	2.4mg	18 周，11.1%
博凡格鲁肽	甘李药业	注射	两周一次	Ⅱ期	Ⅲ期	90mg	30 周，-17.29%
HRS-7535	恒瑞医药	口服	每日一次	/	Ⅲ期	8mg	29 天，-6.6%
诺利糖肽	翰森制药;恒瑞医药	注射	每日一次	/	Ⅲ期	0.36mg	24 周，8.0-8.5kg
小分子单靶点——GLP-1							
Orforglipron	礼来	口服	每日一次	Ⅲ期	Ⅲ期	45mg	36 周，-14.7%
AZD5004	诚益/阿斯利康	口服	每日一次	Ⅱ期	申报临床	50mg	4 周，-5.8%
HRS7535	恒瑞医药	口服	每日一次	/	Ⅲ期	120mg	4 周，-6.6%
CT-996	罗氏	口服	每日一次	/	/	/	4 周，-7.3%
ASC30	歌礼药业	口服	每日一次	Ⅰ期	申报临床	40mg	4 周，-6.3%
多肽双靶点——GLP-1/GIP							
Zepbound	礼来	注射	每周一次	2023	2024	15mg	72 周，-22.5%
Maridebart Cafraglutide	安进	注射	每月一次	申报临床	Ⅲ期	420mg	12 周，-14.5%
HRS9531	恒瑞医药	注射	每周一次	/	Ⅲ期	8mg	24 周，-16.8%
BGM0504	博瑞医药	注射	每周一次	Ⅰ期	Ⅲ期	15mg	24 周，-18.5%（扣除安慰剂）
CT338	罗氏	注射	每周一次	/	Ⅱ期	/	24 周，-18.8%
VK2735	Viking	注射	每周一次	Ⅱ期	/	15mg	4 周，-6.8%
多肽双靶点——GLP-1/GCG							
玛仕度肽	信达生物	注射	每周一次	Ⅱ期	2025	6mg	48 周，-14.8%
Survodutide	BI/Zealand	注射	每周一次	Ⅲ期	Ⅲ期	4.8mg	46 周，-14.9%
pemvidutide	Altimmune	注射	每周一次	Ⅱ期	/	2.4mg	48 周，-15.6%
多肽三靶点——GLP-1/GIP/GCG							
UBT251	**联邦制药**	**注射**	**每周一次**	**申报临床**	**Ⅱ期**	**6mg**	**12 周，-15.1%**
Retatrutide	礼来	注射	每周一次	Ⅲ期	Ⅰ期	12mg	24 周，-17.5%；48 周，-24.2%

资料来源：医药魔方，公司官网，PubMed，PR Newswire，American Diabetes Association，药明康德微信公众号，民生证券研究院

注：以上临床进度整理截至 2025 年 7 月 16 日

2.4 美国 GLP-1 减重/降糖市场预计超 800 亿美元，UBT251 携手诺和诺德共享蓝海市场

我们预计美国 GLP-1 药物减肥+降糖两个主流适应症市场将在 GLP-1 药物渗透率的逐步提升的催化下到 2031 年成长为超 800 亿美金市场。UBT251 作为截至当前同时段内减重数据最优，借船诺和诺德打开海外市场的重磅品种，我们以达峰 15.0%的市场占有率进行估算，对应美国市场销售峰值 116.4 亿美金。以下是测算模型主要假设：

1）**减重&降糖患者群基数：**根据 International Diabetes Federation，2024 年美国市场 20-79 岁人群糖尿病患病率为 13.7%，确诊率为 75.2%；而根据 World Obesity Federation，2025 年美国市场成年人口中 44.0%肥胖患者群体。考虑到当前人口老龄化程度加深及生活方式的改变，我们假定未来糖尿病患病率及肥胖率缓速爬坡；

2）**减重&降糖 GLP-1 药物渗透率：**我们参考当前美国市场司美格鲁肽注射剂+替尔泊肽注射剂两类主要品种，对 2024 年降糖及减重总体患者基数

进行推算。根据相关假设推算结果，2024 年美国市场 GLP-1 药物降糖患者数为 5.7 百万人（对应 20.9%渗透率）、GLP-1 药物减重患者数为 3.7 百万人（对应 4.6%渗透率）。对于远期渗透率，考虑到当前 GLP-1 类药物仍处于快速渗透成长期+2032 年司美格鲁肽的仿制化降价，我们预期 2035 年降糖/减重市场 GLP-1 类药物渗透率达到 35.5%/13.0%；

3）**患者年用药次数：**参考 Ozempic 减重患者群画像，在不考虑药品短缺状况下，Ozempic 用药群体年用药时间大于 6 个月，我们假定减重患者年用药为 6 个月。鉴于二型糖尿病药物治疗相较减重具备更强的刚需属性，我们假定患者年用药时长为 10 个月；

表4：美国 GLP-1 类药物降糖适应症患者群体推算

商品名	销售额（百万美元）	终端价（美元/盒）	进表价（美元/盒）	销售量（百万盒）	患者年用药时长（月）	对应患者群（百万人）	处方份额占比	总患者群（百万人）
Ozempic	13472	995	497.5	27.1	10	2.7	45.8%	5.7
Mounjuro	8950	995	497.5	18.0	10	1.8	33.3%	

资料来源：诺和诺德、礼来年报，GoodRx，民生证券研究院测算

表5：美国 GLP-1 类药物减重适应症患者群体推算

商品名	销售额（百万美元）	终端价（美元/盒）	进表价（美元/盒）	销售量（百万盒）	患者年用药时长（月）	对应患者群（百万人）	合计患者群（百万人）
Wegovy	4925.7	1360	680.0	7.2	6	1.2	3.7
Zepbound	7323.6	995	497.5	14.7	6	2.5	

资料来源：诺和诺德、礼来年报，GoodRx，民生证券研究院测算

综合上述关键假设，我们预估至 2031 年美国市场 GLP-1 类药物减重+降糖适应症市场空间合计 885.9 亿元（24-31 年 CAGR 11.5%）。鉴于 UBT251 全球靠前的三靶点组合设计以及国内 I b 期实验所展现的优异减重效果，我们预估借助诺和诺德在 GLP-1 领域头部玩家的终端患者品牌力+销售渠道底蕴，未来单品种有望触及 15.0%市场份额(预估 2034 年达峰)，对应美国市场销售峰值 116.4 亿美元。

表6：公司三靶点创新药 UBT251 远期销售额测算

	单位	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
Part 1：减重适应症												
肥胖患病率	%	44.0%	44.3%	44.6%	44.9%	45.2%	45.5%	45.8%	46.1%	46.4%	46.7%	47.0%
减重潜在患者人数	百万人	116.6	118.0	119.4	120.8	122.2	123.6	125.1	126.5	128.0	129.4	130.9
yoy	*%*		*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.1%*	*1.1%*
药物介入治疗比率	%	4.6%	6.6%	8.2%	9.4%	10.2%	10.6%	10.8%	11.0%	12.0%	12.5%	12.8%
GLP-1 减重患者群	百万人	4.3	7.7	9.7	11.3	12.4	13.0	13.4	13.9	15.3	16.1	16.7
yoy	*%*		*78.6%*	*25.9%*	*16.1%*	*9.8%*	*5.2%*	*3.1%*	*3.0%*	*10.4%*	*5.4%*	*3.6%*
用药年费	美元	3533	3497	3462	3428	3393	3359	3326	3293	2799	2575	2446
yoy	*%*		*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-15.0%*	*-8.0%*	*-5.0%*
减重市场规模	亿美元	153	270	337	387	421	438	447	456	428	415	408
yoy	*%*		*76.8%*	*24.6%*	*14.9%*	*8.7%*	*4.1%*	*2.0%*	*2.0%*	*-6.2%*	*-3.0%*	*-1.6%*
Part 2：降糖适应症												
糖尿病患病率	%	13.70%	13.8%	13.8%	13.9%	13.9%	14.0%	14.0%	14.1%	14.1%	14.2%	14.2%
患病人数	百万人	36.3	36.6	36.9	37.3	37.6	37.9	38.2	38.6	38.9	39.2	39.6
yoy	*%*		*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
诊疗率	%	75.2%	75.4%	75.6%	75.8%	76.0%	76.2%	76.4%	76.6%	76.8%	77.0%	77.2%
糖尿病用药患者人数	百万人	27.3	27.6	27.9	28.2	28.6	28.9	29.2	29.5	29.9	30.2	30.5
GLP-1 产品市占率	%	20.9%	23.1%	25.1%	26.9%	28.4%	29.6%	30.6%	31.4%	32.9%	34.1%	35.0%
GLP-1 降糖患者群	百万人	5.7	6.4	7.0	7.6	8.1	8.5	8.9	9.3	9.8	10.3	10.7
yoy	*%*		*11.8%*	*9.9%*	*8.4%*	*6.8%*	*5.4%*	*4.5%*	*3.8%*	*6.0%*	*4.8%*	*3.8%*
用药年费		4975	4925	4876	4827	4779	4731	4684	4637	3941	3626	3445
yoy	*%*		*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-1.0%*	*-15.0%*	*-8.0%*	*-5.0%*
降糖市场规模	亿美元	283	314	341	366	387	404	418	430	387	373	368
yoy	*%*		*10.7%*	*8.8%*	*7.3%*	*5.7%*	*4.4%*	*3.5%*	*2.7%*	*-9.9%*	*-3.6%*	*-1.4%*
Part 3：UBT251 销售额												
GLP-1 美国市场空间	亿美元	436.3	584.0	678.2	753.4	808.1	842.2	865.3	885.8	814.9	788.1	776.2
yoy	*%*		*33.8%*	*16.1%*	*11.1%*	*7.3%*	*4.2%*	*2.7%*	*2.4%*	*-8.0%*	*-3.3%*	*-1.5%*
UBT251 市占率	%					1.0%	4.0%	8.0%	12.0%	14.0%	15.0%	14.0%
UBT251 美国市场销售额	**亿美元**					**8.4**	**34.6**	**70.9**	**97.8**	**110.3**	**116.4**	**109.3**
yoy	%						*311.0%*	*104.7%*	*38.0%*	*12.8%*	*5.5%*	*-6.1%*

资料来源：IDF，World Obesity Federation，诺和诺德、礼来年报，GoodRx，民生证券研究院测算

2.5 在研管线：创新转型稳步推进，深度布局减重、自免等明星赛道

减重、自免多明星赛道布局，新品稳步推进收获可期。1）内分泌/代谢领域：公司除前述成功授权的 UBT251 品种以外，仍有多款多肽类/小分子类型的减重项目持续跟进。从现有资料上看，公司在研发立项时针对当前 GLP-1 药物市场现有痛点（停止注射后体重反弹、减重同时肌肉分解较快），布局了相关产品研发；**2）自免领域：**TUL01101 片 Ia 期和 Ib 期临床结果显示，该产品在人体内有着良好的量效关系，并且在患者中疗效显著，安全性良好；**3）眼科领域：**TUL12101 为新兴小分子 RASP（活性醛）抑制剂，当前国内外暂无其他同机制产品上市，公司 24 年 10 月已完成Ⅱa 期临床试验首例患者入组。

配售融资加码创新品种推进，减重领域又一重磅管线临床试验注册申请获许可。25 年 7 月 18 日，公司与独家配售代理（UBS）订立《配售协议》，拟募集资金净额 21.7 亿港元（拟将配售项目所得款项净额中约 8.7 亿港元用于创新产品的

研发)。而在此前(25 年 7 月 10 日),公司多肽领域新增重磅减肥产品 UBT37034 成功获得美国 FDA 新药临床试验批准。BT37034 是由联邦生物科技(珠海横琴)有限公司开发的具有独立自主知识产权的一类新药。临床前多种动物模型研究结果显示,UBT37034 与 GLP-1 类似物联用能显著降低体重。

表7:公司Ⅰ类新药在研项目汇总

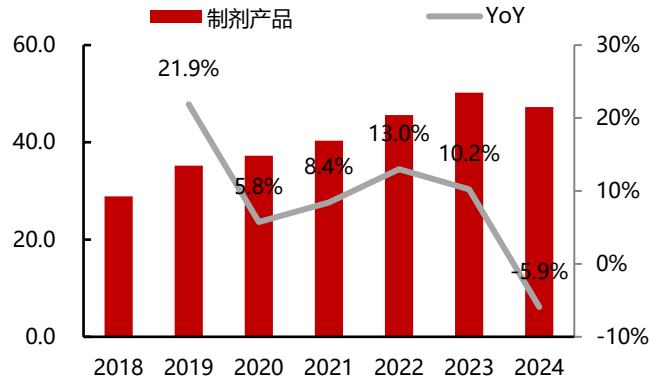
项目分类	项目名称	适应症	申报地区	临床前	IND	临床Ⅰ期	临床Ⅱ期	临床Ⅲ期	NDA
生物药/多肽类药物									
内分泌/代谢	UBT38006	糖尿病	-	√					
	UBT37034	减重&慢性肾脏病/MAFLD	美国		√				
	GLP-1 口服制剂	糖尿病&减重	-	√					
	Lp(A)降血脂药物	高脂蛋白血症等	-	√					
	UBT251 注射液	成人二型糖尿病	中美	√	√	√			
	UBT251 注射液	减重&慢性肾脏病	中美	√	√	√	√		
自身免疫	抗 IL-4R 单抗	中重度湿疹、哮喘	-	√					
	抗 IL-4Ra/TSLP 双抗	中重度湿疹、哮喘	-	√					
	白介素-2 融合蛋白	白癜风、斑秃等	-	√					
	sgp130-Fc 融合蛋白	炎症性肠病	-	√					
小分子药物									
代谢	**LB2012**	**减重/防反弹**	**-**	√					
	LB2237	**高血脂**	**-**	√					
	LB2249	**减脂增肌**	**-**	√					
自身免疫	TUL01101 片	类风湿性关节炎	中国	√	√	√			
	TUL01101 片	中重度特应性皮炎	中国	√	√	√	√		
	TUL01101 软膏	特应性皮炎	中国	√	√	√	√		
抗感染	LB2023	IgA 肾炎	-	√					
	LB2311	细菌感染	-	√					
	LB2332	真菌感染	-	√					
	LB2343	细菌感染	-	√					
眼科	TUL12101 滴眼液	干眼症	中国	√	√	√	√		

资料来源:公司公告,民生证券研究院

3 制剂业务：成熟制剂品种预期维稳，品种推新&兽药产能释放带来新增量

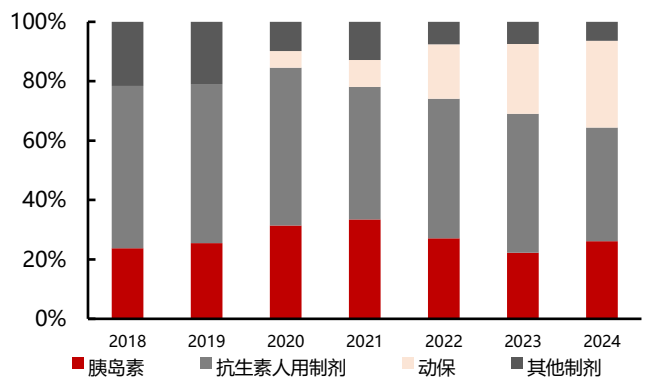
抗生素人用制剂集采高峰已过，兽药+胰岛素有望贡献制剂板块收入增量。2018-2024 年内，公司在制剂领域的市场拓展和产品销售方面取得了显著成效，期内制剂业务合计收入从 25.0 亿元增长至 47.3 亿元，复合增长率为 8.6%。从结构拆分上看，抗生素人用制剂+胰岛素为公司制剂板块主要收入来源，2024 年合计收入占比 64.4%；兽药业务 2021 年陆续开始贡献收入，2024 年收入规模达到 13.8 亿元，已成为公司制剂业务板块的主要收入来源之一。在公司抗生素人用制剂主要品种集采风险落地背景下，未来随着兽药新产能的投入使用+利拉鲁肽、德谷胰岛素等制剂新品上市，公司制剂业务有望重塑稳健向上趋势。

图16：18-24 年公司制剂业务收入及同比（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：18-24 年公司制剂业务收入拆分



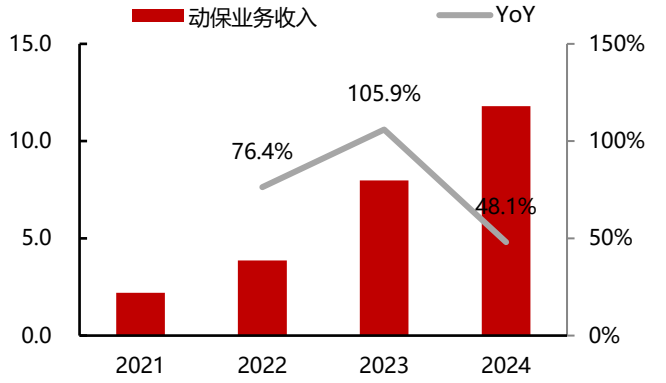
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.1 兽药：与牧原股份深度合作，丰富产品布局驱动长期增长

基于抗生素产业链规模化制造能力，横向市场拓展进军兽用药领域。公司自 2020 年成立联邦动保子公司，兽药业务在 2021-2024 期内收入贡献由 2.2 亿元快速增长至 11.8 亿元，年复合增长率达到 75.0%。公司主要兽药产品均源自对传统抗生素业务的下游应用市场拓宽，在产业端具备较强的研发、生产协同效应（兽药品种主要有阿莫西林可溶性粉、注射用青霉素钠、注射用阿莫西林钠等）。

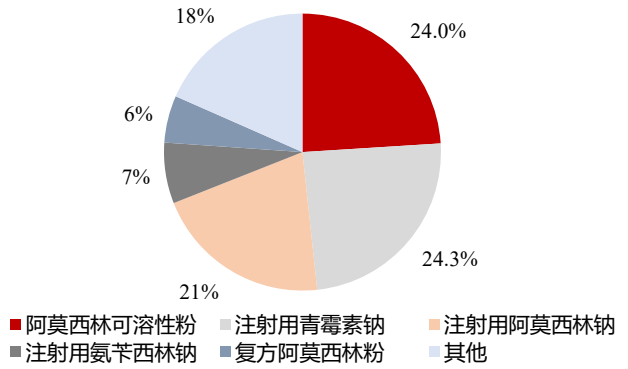
展望未来，随着新厂区的投入使用和宠物药研发产品的逐步上市，公司有望在保持畜类药市场稳健增长的同时，逐步向高利润率的宠物药市场转型。这种双轮驱动的战略布局将为公司兽药业务带来新的增长动力，提升整体盈利能力。我们看好公司在兽药业务领域的持续发展和市场拓展能力。

图18：21-24 年公司动保业务收入及同比（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图19：2024 年公司动保业务收入按产品分



资料来源：公司公告，民生证券研究院

联邦制药在兽药业务领域展现出强劲的增长潜力和战略布局。公司已与牧原、新希望、德康、蒙牛、温氏集团等国内主要经济型动物养殖客群建立了业务关系，为畜类药产品的市场拓展奠定了坚实基础。内蒙古联邦动保新厂区、河南联牧兽药子公司以及珠海联邦动保厂区预计在 2025 年投入使用，多地区增量产能落地，有望显著提升公司的产品供应能力和市场响应速度（河南联牧兽药有限公司是公司与牧原食品达成战略合作的重要成果）。

图20：公司兽药业务已实现商务合作的头部企业

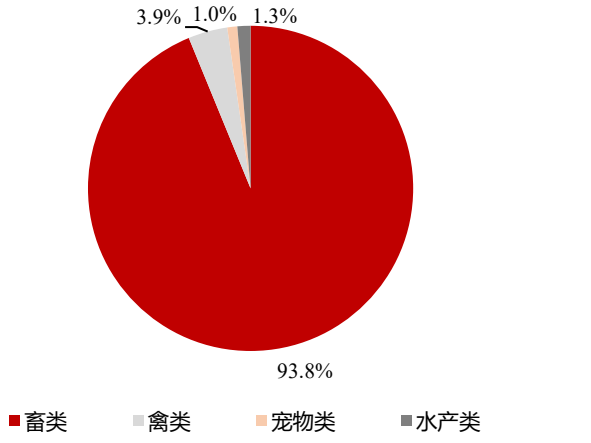
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：公司截止 2024 年末在建兽药产能

资料来源：公司公告，民生证券研究院

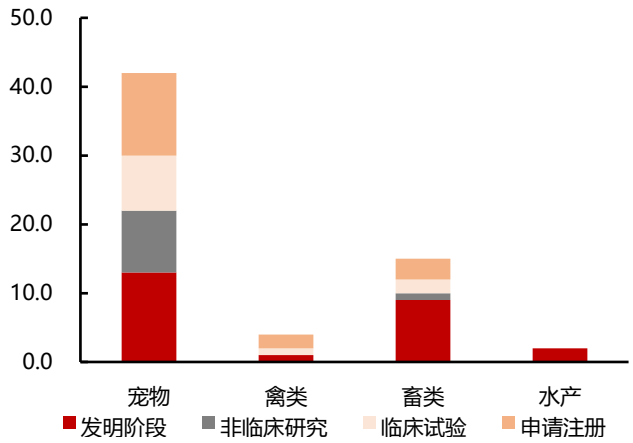
畜类市场贡献兽药业务主要收入，储备管线瞄准高端宠物药市场。根据 2024 年公司兽药业务收入拆分，当前兽药收入超 95.0%由畜类、禽类等经济型动物市场贡献；而伴侣型动物市场收入贡献占比仅 1.0%。根据公司 2024 年公告。当前储备管线中共计 63 个兽药在研，其中宠物药相关项目 42 个（占比 66.7%），为公司兽药业务未来主要发力方向。宠物作为养宠人群的休闲伴侣和情感寄托，相关产品的消费具有较强的休闲消费属性。相对经济型动物的规模化养殖户来说，养宠人群对宠物消费产品往往具备更低的价格敏感性。公司与新西兰 Riverland Foods 达成合作，未来随着宠物药产品梯队的逐渐补齐，兽药高端市场拓展有望推动公司业务收入及利润率的持续向上。

图22：2024 年公司兽药业务下游市场贡献占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图23：截止 2024 年末公司兽药在研项目按类型分



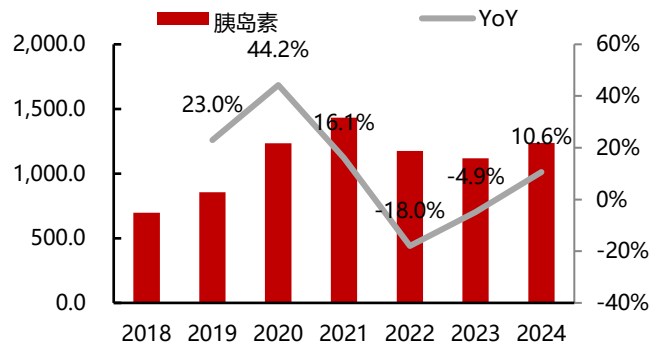
资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 胰岛素：存量产品以价换量维稳，增量品种上市在即

产品梯队逐渐完善，未来新品牵引下公司胰岛素业务有望维持平稳增速。2018 至 2024 年内，公司胰岛素业务总体呈现波动向上趋势，期内收入自 7.0 亿元逐步提升至 12.4 亿元（CAGR 8.5%）。2022 年，公司业务收入同比出现较大程度回落主要是第六批国家集采（胰岛素专项）执行，中标胰岛素品种销售价格下滑所致。从产品结构来看，第二代重组人胰岛素的收入占比从 2018 年的 87.5%逐年下降，而三代品种甘精和门冬胰岛素占比明显有所提升。

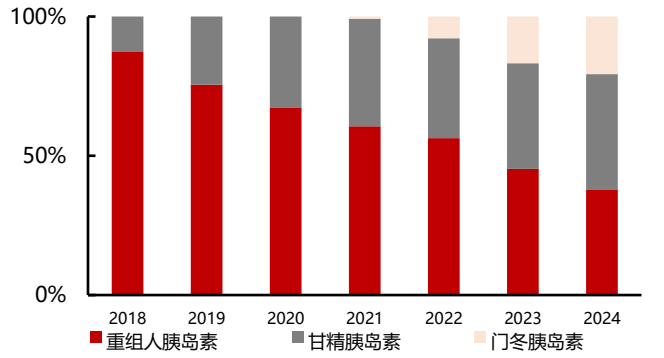
集采入围品种仍有进口替代的α机会，多款新品密集上市有望再次抬升业绩向上中枢。展望未来，公司有望通过存量品种的市占率提升+增量品种的上市业绩堆厚驱动胰岛素业务回归稳健增长通道。**1）存量品种：**自 2021 年以来，胰岛素行业已经过两轮集采，当前已进入集采范围的存量品种中仍具有较大的进口替代空间；**2）增量品种：**公司德谷胰岛素注射液当前申报上市已获受理、德谷门冬双胰岛素混合注射液、德谷胰岛素/利拉鲁肽注射液已进入临床三期，上述 3 大增量品种均预期在未来 2-3 年内上市（24 年上述三个制剂品种样本医院销售额依次为 5.1、18.9 和 9.6 亿元，三品种原研诺和诺德市占率均为 100.0%）。

图24：18-24 年公司胰岛素收入及同比（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图25：18-24 年公司胰岛素收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2.1 胰岛素续约集采降价温和，进口替代稳步推进

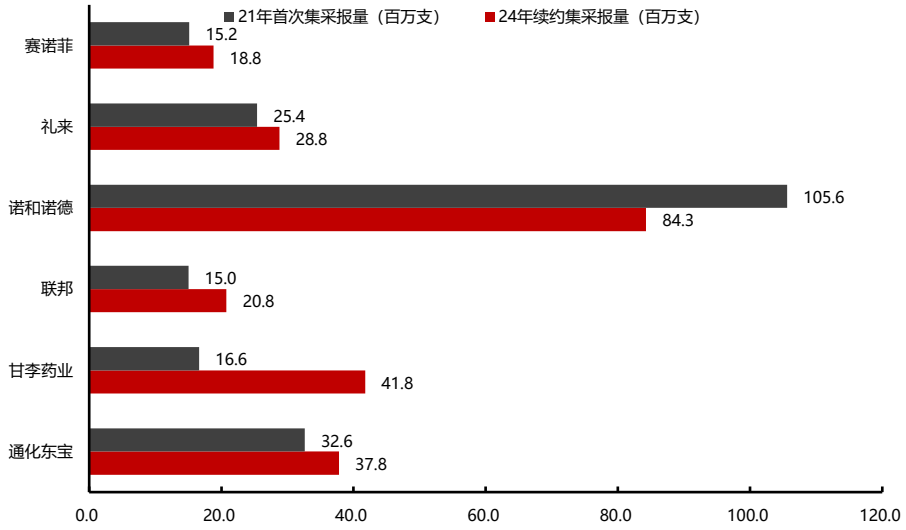
胰岛素续约集采价格略微下滑，国产企业申报量均显著提升。2021 年 11 月，国家组织胰岛素集中采购首次将生物药纳入集采范围，首轮集采中选产品平均价格降幅达到 48.0%。2024 年 4 月，胰岛素专项接续集采拟中选结果出炉，从本轮次续约结果上看：

1）**价格调整：**续约集采参与报价的共有 53 个产品，但礼来制药、诺和诺德、江苏万邦等三家药企共计有 4 款产品因价格超标未中选（剩余 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降低 3.8 个百分点；

2）**竞争格局：**经过上一轮集采的 2 年时间，国产报量同比增长 63.0%，而外资报量同比减少 9.0%。按照报量测算，国产和外资的市场份额也更加趋同，国产由 31.0%提升至 45.0%，外资由 69.0%减少至 55.0%;

3）**采购周期：**续约采购持续至 2027 年年底，供应周期 3.5 年相较首次集采 2 年更长，在未来一段时期内奠定了国内胰岛素市场的竞争格局；

图26：首轮/续约集采中头部中标企业报量情况



资料来源：上海阳光医药采购网，民生证券研究院

3.2.2 公司胰岛素品种全线 A 组中标，三代胰岛素配量增量显著

公司胰岛素产品覆盖二代、三代完整梯队，续约基础量高增有望覆盖降价冲击实现正向增长。根据胰岛素集采中选结果，公司续约集采中全线产品均以 A 组中标。量价拆分来看，**1）基础量表现：**公司本次续约基础量同比增加 52.5%（公司本轮次 A 组中标，有得到更多基础量外调配量分配的机会），且公司在三代胰岛素两大品种甘精、门冬胰岛素中基础采购量迎来多倍数增长（集采 Vs 续采：甘精 172.6 Vs 415.6；门冬 33.0 Vs 254.6，单位万支）；**2）价格调整：**公司续约中选产品中门冬胰岛素价格降幅最高达到 37.2%，其余品种基本降幅均位于 10.0%

附近或以内，相对降幅较为有限。

表8：公司 2024 年胰岛素续约采购相关数据梳理

采购组名称	代别	药品名称	首轮集采					续采					
			采购量	中选价格	中选组	基础量比例	基础量	采购量	中选价格	续约降幅	中选组	基础量比例	基础量
餐时人胰岛素	第二代	人胰岛素	70.4	28.77	A3	85%	59.8	87.0	25.91	9.9%	A	90%	78.3
基础人胰岛素	第二代	精蛋白人胰岛素	27.1	29.37	A3	85%	23.0	20.3	25.91	11.8%	A	90%	18.3
预混人胰岛素	第二代	精蛋白人胰岛素(30R/50R)	1153.2	27.37	B	80%	922.6	1120.4	25.91	5.3%	A	90%	1008.4
餐时胰岛素类似物	第三代	门冬胰岛素	18.7	41.27	B	80%	15.0	104.5	25.91	37.2%	A	90%	94.1
基础胰岛素类似物	**第三代**	**甘精胰岛素**	**191.8**	**66.97**	**A2**	**90%**	**172.6**	**461.8**	**65.31**	**2.5%**	**A**	**90%**	**415.6**
预混胰岛素类似物	**第三代**	**门冬胰岛素 30**	**41.3**	**41.27**	**B**	**80%**	**33.0**	**282.9**	**25.91**	**37.2%**	**A**	**90%**	**254.6**

资料来源：上海阳关医药采购网，公司公告，民生证券研究院

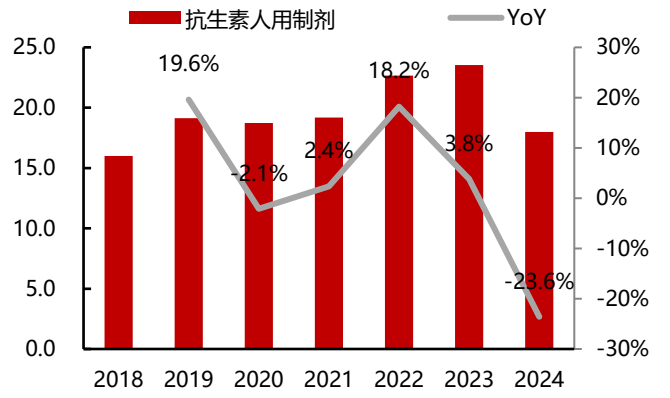
注：采购量，基础量（万支）；中选价格（人民币/支）

3.3 仿制药：成熟品种陆续纳入集采，增量品种有望巩固业绩维稳

受制于存量大品种纳入集采，24 年制剂业务收入阶段性回落。2018-2023 期内，公司制剂业务收入呈现稳步扩容趋势，从 16.0 亿元陆续提升至 23.5 亿元，期内复合增速为 8.0%。2024 年，公司存量大单品注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠纳入集采范围（23 年销售额 6.8 亿元，24 年销售额 2.9 亿元，同比下滑 56.5%），主要品种销售额腰斩引致业务收入同比下滑 23.6%。

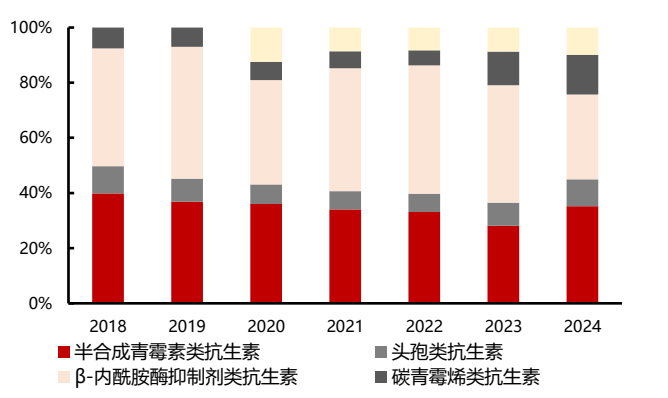
增量品种上市形成丰富品种梯队，有望接续公司制剂业务成长趋势。在带量集采政策逐步深化成为现实背景的当前阶段，仿制药业务在发展过程中难免会随着行业竞争热度提升而迎来集采的阶段性阵痛。在此背景下，药企要延续仿制药业务业绩滚动向上的趋势更多需要依靠上市产品数量的堆厚。公司 25 年内有望获批近 5 个仿制品种的首次上市申请，增量品种的持续接入有望延续公司抗生素人用制剂的上升趋势。

图27：2018-2024 年公司抗生素人用制剂收入及同比（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图28：2018-2024 年公司抗生素人用制剂收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司抗生素人用制剂集采风险过半已落地出清，存量品种倍能安、强力阿莫仙贴近集采入围门槛。按照公司 2024 年报表端销售额排序，公司核心 5 大品种合计销售额 13.9 亿元（占抗生素人用制剂业务总收入的 77.0%）。

1）**阿莫西林胶囊：**样本医院销售合计 1.6 亿元，该品种已在第二批国采入围。公司依靠品牌力影响实现院内+院外双轮驱动，2024 年报表端销售额 5.3 亿元，同比-2.9%，销售额略有所下滑但影响有限；

2）**注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠：**样本医院销售合计 49.8 亿元，该品种于第八批进入集采范围。2023 年 7 月第八批集采陆续开始执行，24 年已是国采后第一个完整年份，业绩端同比压力基本出清；

3）**注射用亚胺培南西司他丁钠：**样本医院销售合计 18.4 亿元，公司以 2.5 亿的样本医院销售额坐拥 13.4%市占率。公司 24 年报表端销售额 2.6 亿元（同比下滑 8.0%）；

4）**阿莫西林克拉维酸钾干混悬剂：**样本医院销售额 1.7 亿元，公司市占率 21.2%。公司 24 年报表端销售额 2.1 亿元，当前拟纳入第十一批国采。

表9：公司主要制剂品种相关参数梳理

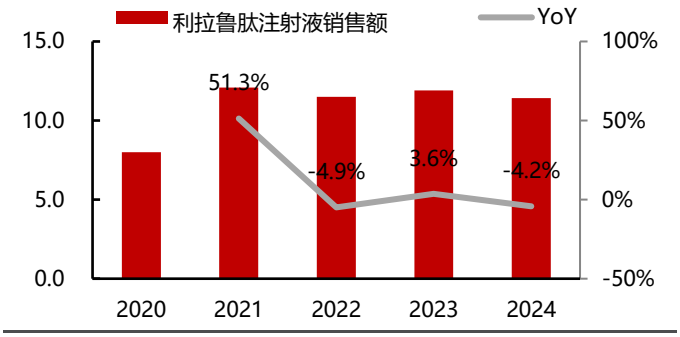
药品名称	商品名	公司实际销售额	公司样本医院销售额	行业样本医院销售额	公司市占率	是否集采	公司是否入围	竞争格局
阿莫西林胶囊	阿莫仙	5.3	0.3	1.6	17.2%	第二批	未中选	1+51
注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠	他唑仙	2.9	4.8	49.8	9.6%	第八批	中选	1+20
注射用亚胺培南西司他丁钠	倍能安	2.6	2.5	18.4	13.4%	未集采	-	1+6
阿莫西林克拉维酸钾干混悬剂	强力阿莫仙	2.1	0.4	1.7	21.2%	拟纳入第十一批	-	1+7
罗红霉素胶囊	赛乐林	0.9	0.0	0.2	3.0%	第七批	未中选	1+5

资料来源：医药魔方，民生证券研究院

注：公司实际销售额、公司样本医院销售额，行业样本医院销售额单位均为亿元

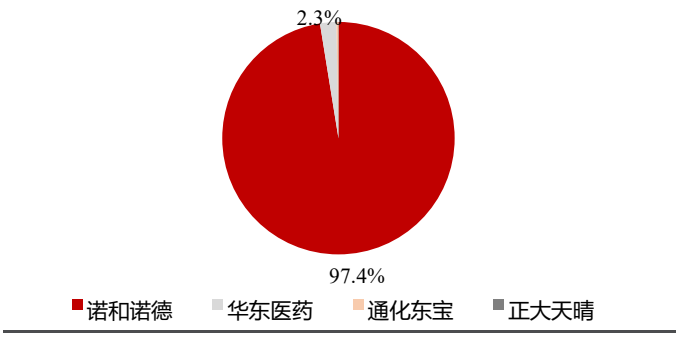
格局良好品种如期上市，新品上市有望贡献增量收入。利拉鲁肽注射液作为初代利用基因重组酵母生产的人胰高糖素样肽-1（GLP-1）类似物，主要被用于治疗成人 2 型糖尿病。从市场规模看，利拉鲁肽样本医院销售额自 2021 年来基本维持在 11.0 亿元。从格局上看，2024 年原研诺和诺德仍占据市场 97.4%市场规模（截至当前，国内共上市 4 款生物类似物华东医药、通化东宝、正大天晴和联邦制药）。公司利拉鲁肽注射液于 2025 年 3 月正式获批上市，鉴于利拉鲁肽注射液针对适应症与胰岛素产品具备较大重合度，我们预期公司能依托已有的成熟渠道，实现利拉鲁肽新品的快速放量。

图29：利拉鲁肽注射液样本医院销售额（亿元）



资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图30：2024 年利拉鲁肽注射液样本医院市占率



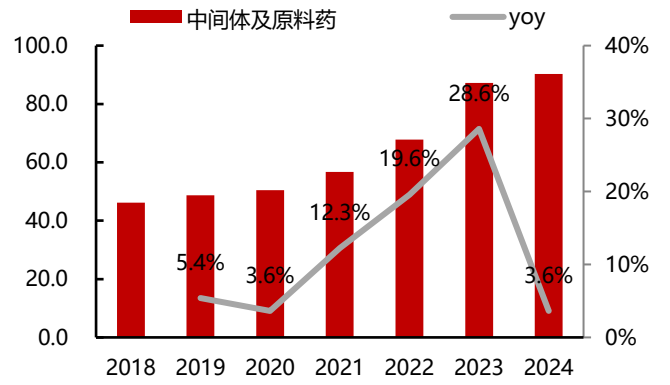
资料来源：医药魔方，民生证券研究院

4 前端原料：中间体政策卡位格局稳固，青霉素高价周期有望延续

4.1 业务收入平稳增长，上下游产业共荣发展

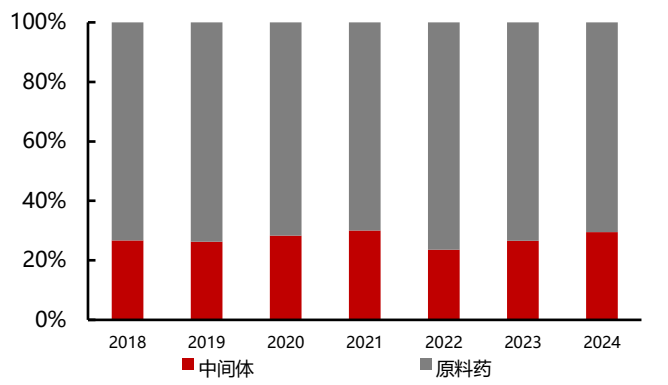
打通中间体、原料药一体化产能，业务收入呈现稳步增长趋势。公司中间体及原料药业务 2024 年合计实现营业收入 90.3 亿元，同比增长 3.6%，结构上原料药、中间体收入贡献大致是七三分布。公司中间体业务共计 3 大核心品种，依次为 6-APA、青霉素 G 钾盐及克拉维酸叔辛胺。中间体业务外售收入主要系 6APA 及青霉素 G 钾盐两大品种贡献(24 年上述品种占中间体业务收入比例分别为 69.8%和 30.1%）。原料药部分两大品种主要是半合成青霉素类原料药、β内酰胺酶抑制剂类抗生素（分别为 6-APA 和克拉维酸叔辛胺的下游产物），24 年上述品种分别贡献原料药业务收入的 66.8%、26.0%。

图31：18-24 年公司前端原料药收入及同比（亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图32：18-24 年公司前端原料药收入占比



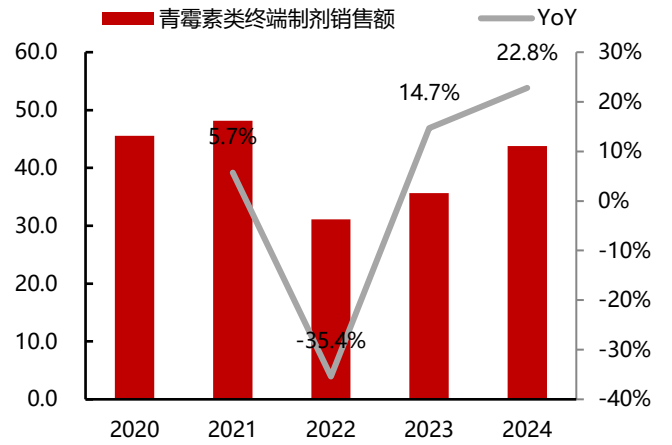
资料来源：公司公告，民生证券研究院

4.2 前端原料价格维稳，看好青霉素产业高价周期延续

4.2.1 抗生素是国内优势产业，国内外需求总体稳中有增

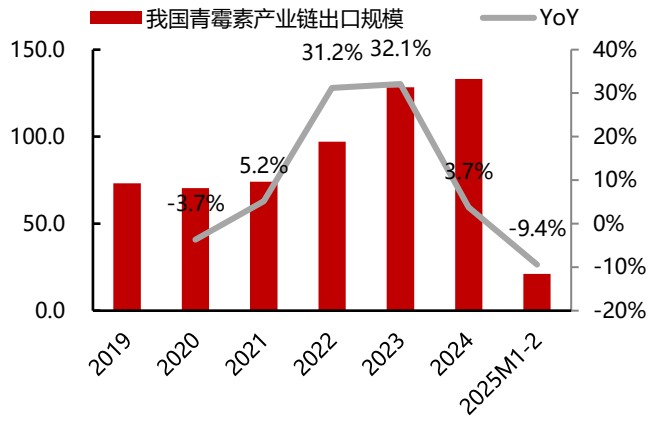
近两年国内终端制剂需求平稳提升，海外市场出口维持高位。在国内市场，2022 年至 2024 年内，6-APA 产业终端制剂产品样本医院销售额处于平稳上升趋势，2024 年样本医院销售额合计 43.8 亿元，同比增速 22.8%。从出口情况来看，我国青霉素产业链出口额在 2020-2024 年内维持增长趋势，并于 2024 年达到 133.2 亿元的出口总额，同比增长 3.7%。从最新数据表现上看，2025 年 1-2 月内，海外市场出口总额同比下滑 9.4%。

图33：青霉素类终端制剂样本医院销售额（亿元）



资料来源：医药魔方，民生证券研究院

图34：我国青霉素类药品出口规模（亿元）

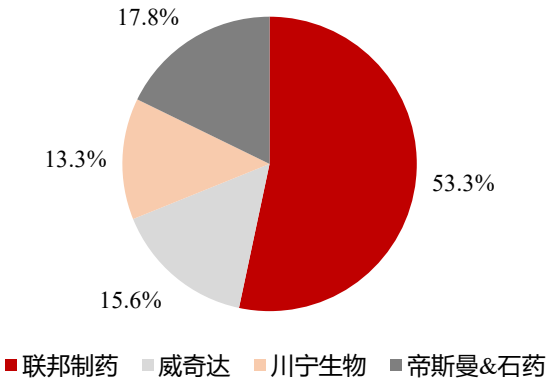


资料来源：中国海关总署，民生证券研究院

4.2.2 落后产能出清促进格局优化，产品价格有望维持高位区间

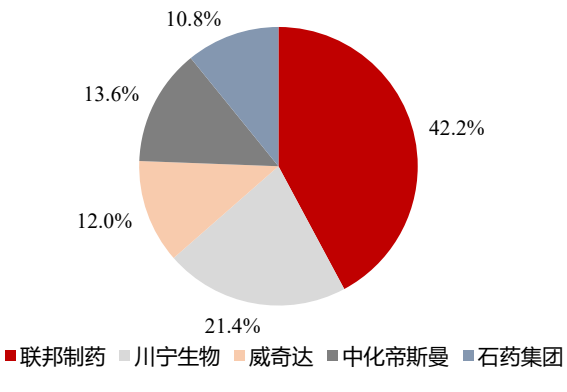
6-APA 是生产半合成青霉素类阿莫西林和抗生素氨苄西林(钠)的重要中间体。从供需结构分布上看，2022 年全球 6-APA 市场需求约为 3.0 万吨/年，产能最大的是联邦制药，产能约 1.8 万吨/年，威奇达产能约为 7,000 吨/年，川宁生物产能 6,000 吨/年，头部三家名义产能已基本接近行业总需求。但从头部厂商的实际产量来看（2020 年），联邦制药年实际产量约 1.4 万吨、川宁生物产量 6,900 吨、威奇达年产 4,000 吨、灿盛中国和石药集团分别年产 4,500、3,600 吨（基本用于内部生产），合计产量 3.3 万吨。从以上数据发现，历史上 6-APA 产能长期处于供给过剩的状态，但随着环保监管趋严，落后产能逐渐淘汰，行业的供需结构逐步在向供需平衡甚至供应偏紧的状态转化。

图35：国内市场 6-APA 名义产能分布情况



资料来源：川宁生物招股说明书，民生证券研究院

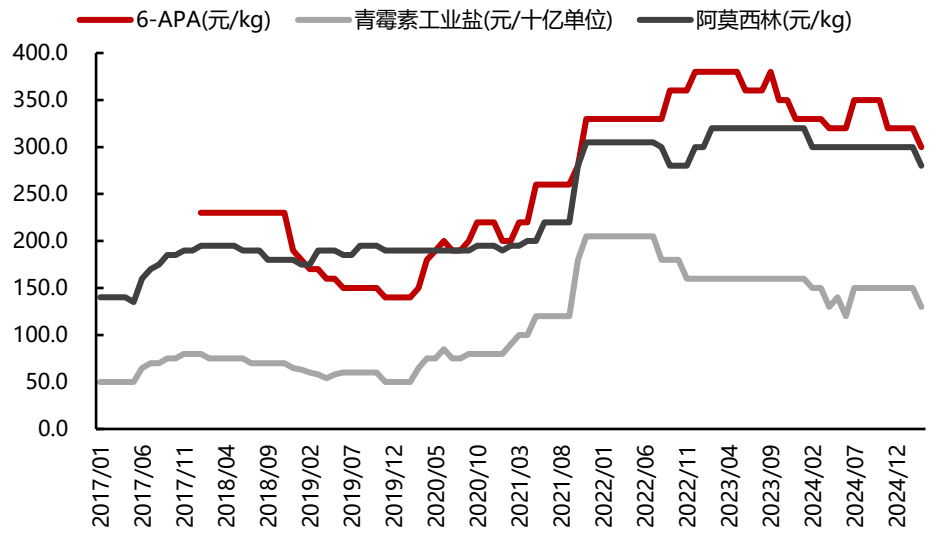
图36：2020 年国内市场 6-APA 实际产量分布



资料来源：川宁生物招股说明书问询函回复，民生证券研究院

在产业结构调整目录已明确将 6-APA 生产设备列为限制类背景下，龙头厂商逐渐疲于互损式价格竞争开始陆续走出行业恶性竞争的泥潭，联邦制药/威奇达/川宁生物分别向胰岛素/制剂/合成生物学领域进行业务转型，寻找新的业务增长点。展望未来，在行业主要玩家经营重心逐渐转移到高毛利业务的过程中，大家的共同期望是通过传统业务创造持续的、稳定的现金流，同时环保政策限制了新玩家的涌入，行业竞争格局恶化的可能性较低，6-APA 价格有望继续维持在高位范围波动。

图37：青霉素中间体原料及阿莫西林原料药价格走势



资料来源：健康网，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司 2025-2027 年分别实现营业收入 137.1、130.5 和 134.0 亿元，同比分别为-0.4%、-4.8%和 2.6%，总体毛利率依次为 50.6%、47.2%和 47.8%；扣除创新管线 BD 项目相关收入，公司基础业务总收入预期为 124.2、127.3 和 130.8 亿元，同比分别为-9.7%、2.5%和 2.7%。且考虑到公司高毛利制剂业务收入占比的稳步提升，预期公司基础业务毛利率稳中有进，预测期内毛利率分别为 45.5%、45.9%和 46.5%。具体来说：

1）UBT251 BD 收入：我们预期公司 UBT251 项目授权收入在 25-27 年内依次为 12.9、3.2 和 3.2 亿元，基于：

根据公司公告，公司与诺和诺德达成的 UBT251 独家许可协议中对价为 2 亿美元首付款+18 亿美元的潜在里程碑付款+授权地区的净销售额提成。我们预期 25 年公司收到 2 亿美元首付款（扣除丹麦预缴税后 1.8 亿美元，以 7.2 汇率计算为 12.9 亿人民币）。26-27 年内我们预期随着 UBT251 减重/降糖等适应症的II期临床数据读出，陆续达成里程碑条件获得诺和诺德的技术授权收入。

2）中间体及原料药：该业务主要收入来源为抗生素产业链相关品种阿莫西林原料药、β内酰胺酶抑制剂、6-APA 等。我们预期公司中间体及原料药业务 25-27 年内实现营业收入 74.7、73.5 和 72.6 亿元，同比高位略有下滑。上述业务预期基于：**a）中间体：**我们预期受益于关键品种 6-APA 和青霉素 G 钾盐领域的政策卡位，抗生素产业链相关品种价格短期有所回落但预期中长期仍相对高位稳定；**b）原料药：**原料药业务有望依托上游中间体格局清晰实现价格维稳，公司新增氨苄西林 3000 吨产能陆续释放实现收入增厚。

3）制剂业务：公司制剂第二曲线胰岛素、动保提供短期仍能贡献增量收入，预期在利拉、司美等大空间生物类似物上市背景下，仿制制剂业务收入有望加速增厚。我们预期制剂业务 25-27 年内实现营业收入 51.9、55.0 和 59.5 亿元，同比仍有所爬坡。以上业务预期基于：**a）胰岛素：**公司在 24 年国内胰岛素续约集采中基础量同比提升 52.5%，其中三代胰岛素甘精、门冬基础量增幅明显。二代人胰岛素 24 年同步中选巴西卫生部采购订单，正式打开出海进程；**b）仿制制剂：**25 年新增利拉鲁肽重磅单品，26 年公司预计获批司美格鲁肽，难仿品种的陆续上市放量有望对冲抗生素存量制剂的集采冲击，牵引业务线实现正向增长；**c）动保：**25 年内公司珠海联邦动保和联牧兽药（与牧原股份合资成立）两个生产基地即将建成投产，产能桎梏解除有望进一步推动兽药业务拓宽成长天花板。

表10：公司营业收入及毛利拆分

百万元人民币	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	**9704**	**11338**	**13740**	**13759**	**13707**	**13054**	**13398**
yoy		16.8%	21.2%	0.1%	-0.4%	-4.8%	2.6%
毛利率	*43.4%*	*43.8%*	*46.1%*	*44.2%*	*50.6%*	*47.2%*	*47.8%*
毛利	4212	4965	6335	6085	6934	6167	6399
UBT251 BD 收款					**1289**	**322**	**322**
yoy						-75.0%	0.0%
毛利率					*100.0%*	*100.0%*	*100.0%*
基础业务总收入	**9704**	**11338**	**13740**	**13759**	**12418**	**12731**	**13076**
yoy		16.8%	21.2%	0.1%	-9.7%	2.5%	2.7%
毛利率	*43.4%*	*43.8%*	*46.1%*	*44.2%*	*45.5%*	*45.9%*	*46.5%*
基础业务收入拆分							
中间体及原料药	**5670**	**6778**	**8716**	**9033**	**7466**	**7346**	**7257**
yoy		19.6%	28.6%	3.6%	-17.4%	-1.6%	-1.2%
中间体	1701	1599	2317	2660	2049	1950.7	1894.5
yoy		-6.0%	44.9%	14.8%	-23.0%	-4.8%	-2.9%
原料药	3969	5179	6399	6373	5417	5395	5362
yoy		30.5%	23.5%	-0.4%	-15.0%	-0.4%	-0.6%
制剂产品	**4035**	**4560**	**5024**	**4725**	**5192**	**5499**	**5954**
yoy		13.0%	10.2%	-5.9%	9.9%	5.9%	8.3%
胰岛素	1434	1176	1118	1236	1420	1498	1531
yoy		-18.0%	-4.9%	10.6%	14.9%	5.5%	2.2%
抗生素人用制剂	1918	2267	2353	1798	1632	1788	1988
yoy		18.2%	3.8%	-23.6%	-9.2%	9.6%	11.2%
动保	387	797	1180	1382	1600	1800	2000
yoy		105.9%	48.1%	17.1%	15.8%	12.5%	11.1%
其他制剂	296	320	373	309	300	300	300
yoy		8.1%	16.6%	-17.2%	-2.9%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.1.1 主要费用率假设

销售、管理费用率基本维稳，研发费用率阶段性高增。鉴于公司当前基础业务陆续进入成熟阶段、创新业务陆续进入临床的费用开支高峰，我们预计公司销售、管理费用率基本维持稳定，研发费用率随着 25 年 UBT251 等品种进入Ⅱ期临床迎来较大幅度增长。

表11：公司 2025-2027 年费用率假设情况

费用率名称	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	16.8%	14.7%	11.6%	10.2%	10.3%	10.9%	10.7%
管理费用率	7.2%	6.2%	5.7%	6.5%	6.6%	7.0%	6.9%
研发费用率	4.8%	5.2%	5.5%	6.5%	10.0%	10.6%	10.6%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

公司传统业务覆盖抗生素中间体到制剂的全产业链品种，同时在制剂板块衍生出胰岛素、动保等第二增长曲线。我们按照公司所属行业及业务发展中的阶段性特征选取川宁生物、石药集团和远大医药对公司业务进行价值评估。川宁生物主营抗生素中间体，与公司中间体及原料药业务处于共同的前端原料产业。远大医药与石药集团在业务布局上均综合了原料药、仿制药和创新药的三大业务条线，与联邦制药当前创新转型期业务布局具有较高相似性。

公司当前主业利润贡献基本维稳，看好创新产品延伸阶段具备的估值提升潜力。根据可比公司估值结果，上述三个可比公司 25-27 年内市盈率均值依次为 17、16 和 14 倍，公司同时期内估值依次为 10、13 和 12 倍，相较可比公司呈现出较高的投资性价比。

表12：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	股价（元）	每股收益（元）				PE（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
301301.SZ	川宁生物	12.2	0.63	0.63	0.63	0.65	14	14	14	13
1093.HK	石药集团	8.6	0.37	0.46	0.49	0.53	23	19	18	16
0512.HK	远大医药	9.4	0.66	0.55	0.62	0.71	14	17	15	13
均值							17	17	16	14
3933.HK	联邦制药	14.9	1.46	1.53	1.17	1.25	10	10	13	12

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；

注：上述数据币种均为人民币；川宁生物 PE 指标为经恒生沪深港通 AH 股溢价指数调整后数据（调整系数 1.4）；联邦制药、川宁生物采用预测数据，石药集团、远大医药采用 ifind 一致预期；股价时间为 2025 年 7 月 23 日

5.3 投资建议

联邦制药作为抗生素行业知名龙头，在基础业务陆续进入常态化增长阶段致力于转型具备高壁垒属性的创新管线研发。在公司顺利与全球降糖领域龙头诺和诺德达成授权协议的转型里程碑事件背景下，我们建议重视公司创新转型所奠定的中长期增长潜力。我们预期公司 2025-2027 年内实现归母净利润 27.8、21.3 和 22.7 亿元，分别同比增长 4.5%、-23.4%和 6.9%，对应 PE 倍数依次为 10、13 和 12 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

6 风险提示

1）大宗原料药品种价格波动风险：公司的中间体产品主要涉及 6-APA 和青霉素 G 钾盐，原料药产品以阿莫西林、氨苄西林等为代表，相关品种价格近年来总体呈现上涨趋势。然而，未来如果全球市场新进产能供给扩容，可能引致相关品种价格下滑，进而影响公司利润表现。

2）原料成本波动风险：公司在抗生素领域涉及中间体、原料药到制剂产业链全过程，上游发酵过程主要原材料包括玉米、大豆等大宗品种，其价格波动将对公司利润水平产生不利影响。

3）成熟制剂品种集采降价超预期风险：目前国家药品集中带量采购以及医保谈判工作逐步常态化，公司目前尚有部分品种未被纳入集采，未来集采后相关品种价格下降可能对该品种收入带来一定影响。

4）创新药研发进度不及预期风险：公司创新药研发管线虽丰富，但存在研发进度不及预期的可能。此外，创新药研发过程中还面临技术难题、临床试验结果不及预期等风险，可能导致研发项目延期或失败，影响公司未来的收入增长预期。

5）抗生素行业政策风险：随着环保政策的趋严以及限抗令等政策的实施，抗生素行业面临一定的政策风险。若未来相关政策进一步调整，可能对公司基础业务产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表（百万人民币）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	**16,071**	**14,625**	**14,761**	**16,008**
现金及现金等价物	6,330	5,377	5,821	6,853
应收账款及票据	5,726	5,711	5,439	5,582
存货	2,434	2,069	2,104	2,139
其他	1,581	1,467	1,397	1,434
非流动资产合计	**9,762**	**11,214**	**12,087**	**12,420**
固定资产	8,725	10,092	10,888	11,147
商誉及无形资产	229	312	390	464
其他	809	809	809	809
资产合计	**25,833**	**25,838**	**26,848**	**28,428**
流动负债合计	**8,773**	**7,019**	**6,967**	**7,090**
短期借贷	830	830	830	830
应付账款及票据	4,175	3,763	3,826	3,888
其他	3,767	2,426	2,310	2,371
非流动负债合计	**2,625**	**2,625**	**2,625**	**2,625**
长期借贷	2,308	2,308	2,308	2,308
其他	317	317	317	317
负债合计	**11,398**	**9,644**	**9,592**	**9,715**
普通股股本	17	17	17	17
储备	14,371	16,133	17,197	18,656
归属母公司股东权益	**14,388**	**16,150**	**17,214**	**18,673**
少数股东权益	47	44	42	40
股东权益合计	**14,435**	**16,194**	**17,256**	**18,713**
负债和股东权益合计	**25,833**	**25,838**	**26,848**	**28,428**

现金流量表（百万人民币）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**3,199**	**1,949**	**2,903**	**2,736**
净利润	2,660	2,778	2,127	2,273
少数股东权益	-2	-3	-2	-2
折旧摊销	616	649	726	767
营运资金变动及其他	-74	-1,476	52	-301
投资活动现金流	**-1,728**	**-1,826**	**-1,339**	**-832**
资本支出	-1,870	-2,100	-1,600	-1,100
其他投资	142	274	261	268
筹资活动现金流	**597**	**-1,075**	**-1,121**	**-872**
借款增加	1,636	0	0	0
普通股增加	-37	0	0	0
已付股利	-1,018	-1,017	-1,062	-813
其他	15	-58	-58	-58
现金净增加额	**2,068**	**-953**	**444**	**1,032**

利润表（百万人民币）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**13,759**	**13,707**	**13,054**	**13,398**
其他收入	0	0	0	0
营业成本	7,677	6,773	6,887	6,999
销售费用	1,402	1,412	1,423	1,434
管理费用	894	905	914	924
研发费用	891	1,371	1,377	1,413
财务费用	35	58	58	58
权益性投资损益	-0	0	0	0
其他损益	429	247	235	241
除税前利润	3,289	3,435	2,630	2,810
所得税	631	660	505	540
净利润	2,658	2,776	2,125	2,270
少数股东损益	-2	-3	-2	-2
归属母公司净利润	**2,660**	**2,778**	**2,127**	**2,273**
EBIT	3,324	3,494	2,688	2,868
EBITDA	3,939	4,142	3,415	3,635
EPS（元）	1.46	1.53	1.17	1.25

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力(%)				
营业收入	0.14	-0.38	-4.76	2.64
归属母公司净利润	-1.54	4.46	-23.45	6.85
盈利能力(%)				
毛利率	44.21	50.59	47.24	47.76
净利率	19.33	20.27	16.29	16.96
ROE	18.49	17.20	12.36	12.17
ROIC	15.28	14.60	10.65	10.61
偿债能力				
资产负债率(%)	44.12	37.33	35.73	34.18
净负债比率(%)	-22.11	-13.83	-15.55	-19.85
流动比率	1.83	2.08	2.12	2.26
速动比率	1.44	1.65	1.68	1.82
营运能力				
总资产周转率	0.59	0.53	0.50	0.48
应收账款周转率	2.37	2.40	2.34	2.43
应付账款周转率	1.83	1.71	1.82	1.81
每股指标（元）				
每股收益	1.46	1.53	1.17	1.25
每股经营现金流	1.76	1.07	1.60	1.51
每股净资产	7.92	8.89	9.47	10.28
估值比率				
P/E	10	10	13	12
P/B	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	6.05	5.75	6.98	6.55

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1： 联邦制药发展历程梳理 3
图 2： 公司当前中间体、原料药及制剂业务产品分布 4
图 3： 18-24 年公司营业收入及同比（亿元） 4
图 4： 18-24 年公司归母净利润及同比（亿元） 4
图 5： 18-24 年公司营业收入按业务分（亿元） 5
图 6： 18-24 年公司营业收入占比拆分 5
图 7： 2018-2024 年公司主要费用率情况 5
图 8： 2018-2024 年公司分业务利润率 5
图 9： 公司三靶点激动剂 UBT251 授权安排 6
图 10： UBT251 中国 I b 期临床试验结果 6
图 11： 全球 20 岁以上人口超重/肥胖人口占比 7
图 12： 全球 20-79 岁人口糖尿病患病情况（百万人） 7
图 13： 18-24 年司美格鲁肽全球销售额（亿美元） 8
图 14： 22-24 年替尔泊肽全球销售额（亿美元） 8
图 15： GLP-1/GIP/GCG 减重药物单靶点/双靶点/三靶点组合代表型药物临床结果 10
图 16： 18-24 年公司制剂业务收入及同比（亿元） 15
图 17： 18-24 年公司制剂业务收入拆分 15
图 18： 21-24 年公司动保业务收入及同比（亿元） 16
图 19： 2024 年公司动保业务收入按产品分 16
图 20： 公司兽药业务已实现商务合作的头部企业 16
图 21： 公司截止 2024 年末在建兽药产能 16
图 22： 2024 年公司兽药业务下游市场贡献占比 17
图 23： 截止 2024 年末公司兽药在研项目按类型分 17
图 24： 18-24 年公司胰岛素收入及同比（亿元） 17
图 25： 18-24 年公司胰岛素收入占比 17
图 26： 首轮/续约集采中头部中标企业报量情况 18
图 27： 2018-2024 年公司抗生素人用制剂收入及同比（亿元） 19
图 28： 2018-2024 年公司抗生素人用制剂收入占比 19
图 29： 利拉鲁肽注射液样本医院销售额（亿元） 21
图 30： 2024 年利拉鲁肽注射液样本医院市占率 21
图 31： 18-24 年公司前端原料药收入及同比（亿元） 22
图 32： 18-24 年公司前端原料药收入占比 22
图 33： 青霉素类终端制剂样本医院销售额（亿元） 23
图 34： 我国青霉素类药品出口规模（亿元） 23
图 35： 国内市场 6-APA 名义产能分布情况 23
图 36： 2020 年国内市场 6-APA 实际产量分布 23
图 37： 青霉素中间体原料及阿莫西林原料药价格走势 24

表格目录

盈利预测与财务指标 1
表 1： 当前已上市 GLP-1 药物梳理 8
表 2： 减重/降糖靶点理论机制及代表性药品减重效果 9
表 3： 减重药品多肽/小分子单靶点、双靶点、三靶点代表性产品最高剂量组临床结果 11
表 4： 美国 GLP-1 类药物降糖适应症患者群体推算 12
表 5： 美国 GLP-1 类药物减重适应症患者群体推算 12
表 6： 公司三靶点创新药 UBT251 远期销售额测算 13
表 7： 公司 I 类新药在研项目汇总 14
表 8： 公司 2024 年胰岛素续约采购相关数据梳理 19
表 9： 公司主要制剂品种相关参数梳理 20

表 10： 公司营业收入及毛利拆分.....26
表 11： 公司 2025-2027 年费用率假设情况.....26
表 12： 可比公司 PE 数据对比.....27
公司财务报表数据预测汇总.....29

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、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，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048