

2020年04月23日

## 吉贝尔—口服升白化药市场占有率达80%，公司长期发展还需研发驱动

■公司收入主要来自利可君片。公司利可君片占销售收入比重在72%左右。利可君片面对各类升白药的激烈竞争，在口服升白化药领域占据80%以上的市场份额。以利可君片为代表的升白药化学制剂价格远低于生物制剂（以主流的聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液为例，2018年平均中标价1,724.94元/支），由于二者在价格上的差距，尽管化学制剂的销量逐年增长，但总体市场份额小于生物制剂。

■利可君片为公司独家生产品种。吉贝尔是目前唯一拥有利可君原料药生产资质的企业。公司生产的利可君原料药仅为自用，不存在对外销售的情形，亦不存在委托或与其他生产企业合作生产利可君原料药或制剂的情况。根据《药品管理法》“禁止使用未按照规定审评、审批的原料药生产药品”的规定，公司既是利可君原料药的独家生产企业，也是目前唯一能实际生产和销售利可君片的企业。

■长期发展还需研发驱动，公司已初步构建研发管线。公司构建了以复方制剂研发技术、氘代药物研发技术、脂质体药物研发技术为支撑的研发技术平台，开启了一系列创新性药物的研发工作，包括尼群洛尔片、抗抑郁药JJH201501、抗肿瘤药JJH201601和抗胃酸药JJH201701等。

■与阳性对照药物相比，公司氘代在研药物显示出潜力。中国目前尚未有氘代药物获批上市，公司已在氘代研发技术平台开发出了沃替西汀衍生物（JJH201501）、JJH201701、JJH201801等多个氘代化合物，并在进行干眼症药物——Lifitegrast衍生物原料及滴眼液、减肥药——盐酸氯卡色林衍生物原料及制剂的研究，其中JJH201501片已于2018年7月取得临床批件，现已完成I期临床，正在开展II期临床试验。单次给药沃替西汀衍生物（JJH201501）可明显延长药物在人体内的半衰期，延长药物体内滞留时间，提高药物在体内的血药浓度以及AUC，减慢药物在体内的代谢速度，药物与主要代谢产物的体内AUC比值远高于阳性对照药物。

■投资参考。2016年~2018年及2019年上半年，公司营业收入分别约4.44亿元、4.52亿元、4.85亿元和2.56亿元，营业收入稳中有升。报告期公司主营业务毛利率平均值达86.10%。吉贝尔2019(TTM)利润预计约0.97亿元，吉贝尔招股书所列示可比公司在研品种多为仿制药，吉贝尔更注重新药的开发。建议关注。

■风险提示：公司收入依赖利可君片的风险、利可君片被移出医保目录的风险、利可君被仿制或被替代的风险、研发风险

## 新三板主题报告

证券研究报告

诸海滨

分析师

SAC执业证书编号：S1450511020005

zhuhb@essence.com.cn

021-35082086

## 相关报告

精选层打新攻略---个人投资者篇 2020-04-20

精选层打新攻略---公募基金篇 2020-04-20

钢银电商：钢铁电商龙头公司，拟申报精选层 2020-04-20

新三板IPO观察：博汇科技等4家过会，凯迪股份主营 2020-04-20

线性驱动器或值得追踪 2020-04-19

秉扬科技：陶粒支撑剂领军企业，申报精选层辅导

## 内容目录

1. 写在前面：短期业绩支撑看利可君片，长期增长需研发驱动.....	4
2. 内部挖掘：吉贝尔目前产品有什么特色？ .....	4
2.1. 公司目前主打产品为利可君片 .....	5
2.2. 产品简析：利可君片的适应症是什么？ .....	7
2.3. 对利可君片的竞争分析.....	7
2.4. 在公司各产品中，利可君片毛利率最高 .....	9
2.5. 公司产品总览.....	10
2.6. 财务分析：公司收入表现平稳.....	11
3. 如何看待公司竞争力？ .....	13
3.1. 吉贝尔 利可君片 低价且有较显著疗效.....	13
3.2. 吉贝尔 利润水平与可比公司平均水平接近.....	15
4. 长期视角：长期发展还需研发驱动，公司已初步构建研发管线.....	16
4.1. 吉贝尔 在研产品管线概览.....	17
4.2. 吉贝尔 已布局三类研发技术.....	17
4.2.1. 吉贝尔 氙代技术处于国内先进水平.....	17
4.2.2. 公司其他研发技术介绍.....	20

## 图表目录

图 1：吉贝尔三类研发技术简介.....	4
图 2：吉贝尔 2018 年产品销售分布.....	5
图 3：吉贝尔 2019 年上半年产品销售分布 .....	6
图 4：利可君片产品外观示例.....	6
图 5：公司股权结构.....	7
图 6：共有 17 家生产企业取得 19 项利可君片相关的生产批件.....	8
图 7：共 4 家药品生产企业生产范围包括 利可君.....	8
图 8：吉贝尔 是目前唯一拥有利可君原料药生产资质的企业.....	9
图 9：吉贝尔历年营收及增速.....	12
图 10：吉贝尔历年归母净利润及增速.....	12
图 11：吉贝尔历年盈利能力情况.....	12
图 12：吉贝尔应收账款占收入比重.....	12
图 13：吉贝尔历年偿债能力情况.....	13
图 14：吉贝尔历年经营活动现金流量净额（百万元） .....	13
图 15：升白药 化学制剂市场在不断萎缩.....	15
图 16：吉贝尔 研发管线.....	17
图 17：氙代技术原理示例.....	18
图 18：氙代技术的难点.....	18
图 19：公司在研沃替西汀衍生物和阳性药血药浓度——时间曲线.....	19
图 20：公司在研沃替西汀衍生物和阳性药主要代谢物血药浓度——时间曲线.....	19
表 1：公司成立于 2001 年，2014 年完成股份改造.....	5
表 2：外周血白细胞绝对计数减少对应病症.....	7
表 3：公司各产品单价示例（单位：元/标准盒） .....	9
表 4：公司产品毛利率比较.....	10
表 5：公司产品进入医保目录的情况.....	10

表 6: 公司各产品适应症.....	10
表 7: 比较公司各产品单价, 利可君片单价稳中有升.....	11
表 8: 公司主要财务数据和财务指标.....	12
表 9: 利可君片日均费用较低.....	13
表 10: 针对治疗甲亢合并白细胞减少的研究数据示例.....	14
表 11: 利可君片与主流的生物制剂比较.....	14
表 12: 2016 年度至 2018 年度具有升白细胞作用的化学制剂、生物制剂的市场份额.....	14
表 13: 吉贝尔拟募集资金约 6.9 亿元.....	15
表 14: 吉贝尔与同行业可比公司的比较 (单位: 亿元) .....	16
表 15: 可比公司平均 PE (TTM) 约 33.51X.....	16
表 16: 在研氘代药物的情况.....	20
表 17: 公司研发技术总览.....	20

## 1. 写在前面：短期业绩支撑看利可君片，长期增长需研发驱动

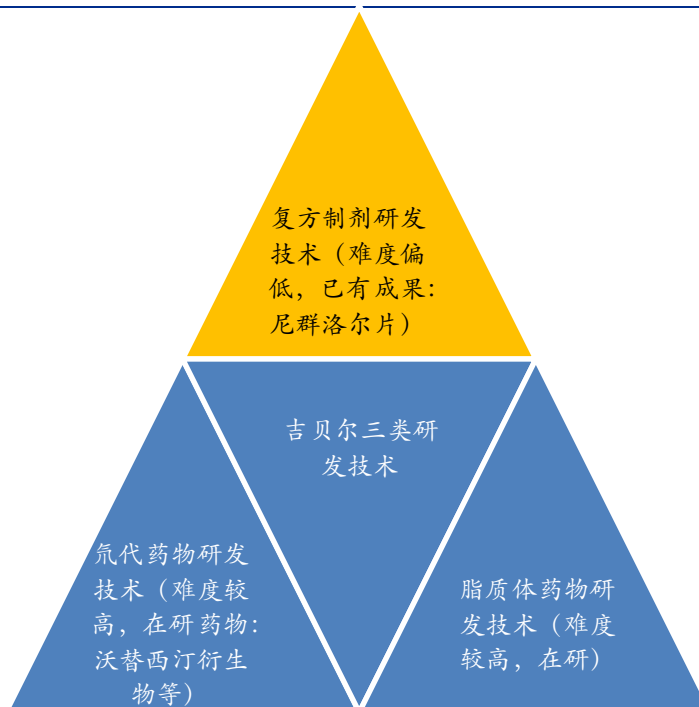
江苏吉贝尔药业有限公司成立于 2001 年，公司 2014 年完成股份改造。公司是一家专业从事药品研发、生产、销售的国家高新技术企业。公司利可君片占销售收入在 72%左右。2016 年~2018 年及 2019 年上半年，公司营业收入分别约 4.44 亿元、4.52 亿元、4.85 亿元和 2.56 亿元，营业收入稳中有升。发行人产品具有较高的附加值，毛利率保持较高的水平，报告期主营业务毛利率平均值为 86.10%。可比公司平均 PE (TTM) 约 33.51X。

利可君片主要用于预防、治疗白细胞减少症。作为公司独家产品，利可君片单价近年稳中有升，利可君片在各产品中表现最优。利可君片在升白化学制剂领域市场占有率达到 80%以上。在公司各产品中，利可君片毛利率最高，2019 年上半年利可君片毛利率高达 92.81%。

吉贝尔招股书所列示可比公司在研品种多为仿制药，吉贝尔更注重新药的开发。公司现有 12 项国家授权发明专利、1 项美国授权专利，另有 15 项发明专利待审；取得了 6 个新药证书，6 个高新技术产品，2 个国家重点新产品。公司构建了以复方制剂研发技术、氘代药物研发技术、脂质体药物研发技术为支撑的研发技术平台，开启了一系列创新性药物的研发工作，包括尼群洛尔片、抗抑郁药 JJH201501、抗肿瘤药 JJH201601 和抗胃酸药 JJH201701 等。

中国目前尚未有氘代药物获批上市，公司已在氘代研发技术平台开发出了 JJH201501、JJH201701、JJH201801 等多个氘代化合物，并在进行干眼症药物——Lifitegrast 衍生物原料及滴眼液、减肥药——盐酸氯卡色林衍生物原料及制剂的研究，其中 JJH201501 片已于 2018 年 7 月取得临床批件，现已完成 I 期临床，正在开展 II 期临床试验。

图 1：吉贝尔三类研发技术简介



资料来源：招股书，安信证券研究中心

## 2. 内部挖掘：吉贝尔目前产品有什么特色？

## 2.1. 公司目前主打产品为利可君片

江苏吉贝尔药业有限公司成立于 2001 年，公司 2014 年完成股份改造。公司是一家专业从事药品研发、生产、销售的国家高新技术企业。经过多年发展，公司形成了以升白药物利可君片、复方抗高血压一类新药尼群洛尔片等高新技术产品为主的多元产品系列，并正致力于治疗抑郁症、肿瘤、胃病等疾病的创新型药物的研发，以满足市场和临床用药的需求。

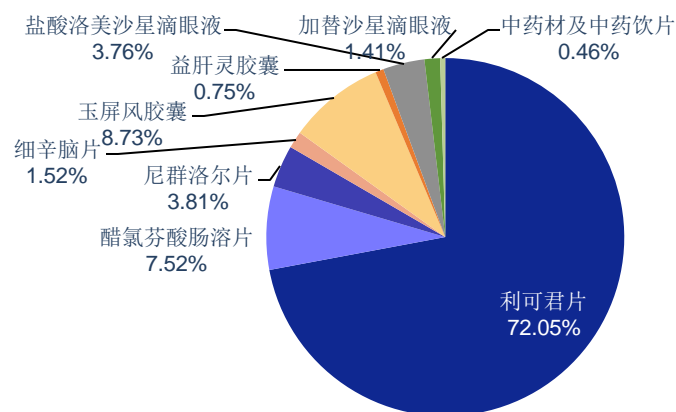
**表 1：公司成立于 2001 年，2014 年完成股份改造**

公司发展历程
2018 年 7 月 24 日，公司抗抑郁一类化学新药“JJH201501 片”获国家药品监督管理局颁发的《药物临床试验批件》（批件号：2018L02861）。
2018 年 6 月 24 日~6 月 28 日江苏省食品药品监督管理局认证审评中心对公司综合车间和中药提取车间进行了现场检查。同年 8 月 21 日公司获得药品 GMP 证书(证书编号:JS20180874),认证范围包括:片剂、硬胶囊剂、乳膏剂(激素类)、凝胶剂、滴眼剂、中药前处理及提取。
2018 年 3 月 28 日，公司新址建设项目奠基仪式在镇江新区新能源产业园隆重举行。
2017 年 6 月 19 日~6 月 21 日,江苏省食品药品监督管理局认证审评中心对公司合成 2 车间进行了现场检查，同年 10 月 9 日公司获得药品 GMP 证书(证书编号:JS20170708),认证范围包括:原料药（利可君）。
2014 年 11 月 18 日，完成股份制改造，“江苏吉贝尔药业股份有限公司”正式运营。
2013 年 8 月 8 日，新建综合制剂车间完成并通过 GMP 验收；
2012 年 8 月 17 日，新合成车间完成并通过 GMP 验收；
2009 年 1 月 4 日，国家一类新药-尼群洛尔片获得生产批件；
2003 年 9 月 16 日，片剂、胶囊剂、颗粒剂、乳膏剂（含激素类）、软膏剂、滴眼剂车间第一次通过国家 GMP 检查验收；
2003 年 4 月 28 日，实施“退城进区”战略，新建符合国家 GMP 要求的现代化新厂区；
2001 年 11 月 13 日，江苏吉贝尔药业有限公司成立

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

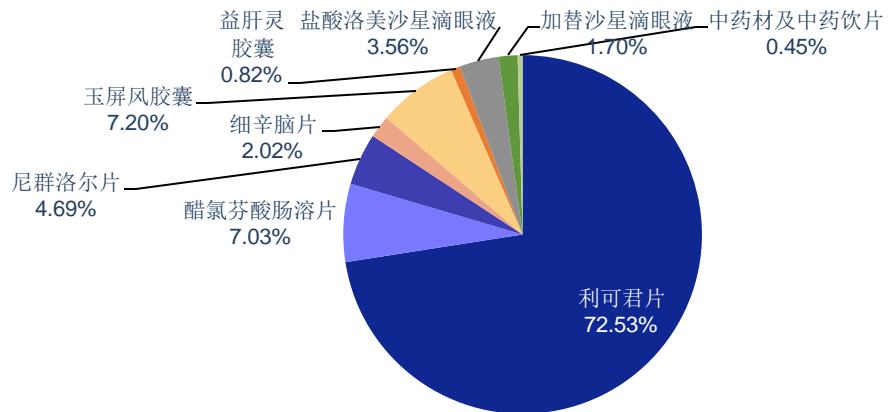
从吉贝尔 2018 年、2019 年产品销售分布来看，公司产品结构基本无变化，产品结构相对稳定。公司利可君片占销售收入在 72%左右。

**图 2：吉贝尔 2018 年产品销售分布**



资料来源：招股书，安信证券研究中心

图 3: 吉贝尔 2019 年上半年产品销售分布



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

公司生产的利可君片(曾用名“利血生片”)于 1982 年 12 月经江苏省卫生厅批准,按照卫生部 1979 年 2 月发布的《新药管理办法(试行)》获批生产,上市时间较早,限于当时的政策法规和条件,药品注册批准文件上未标示具体药品分类信息、也未核发新药证书。

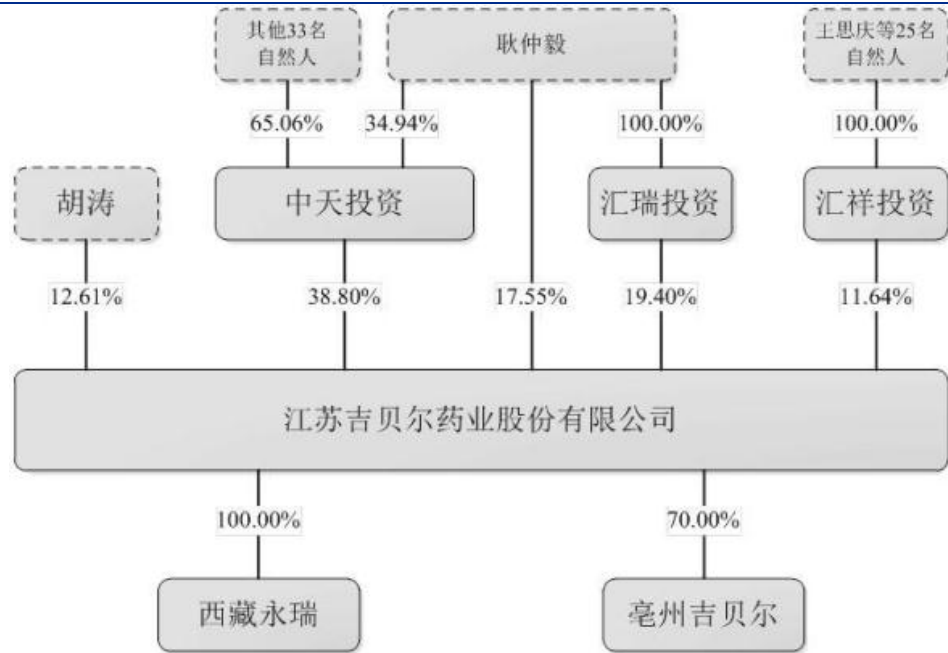
图 4: 利可君片产品外观示例



资料来源: 招股书

吉贝尔有限由中天投资、泰州中天药业、美国飞达共同发起设立。耿仲毅先生直接及间接合计持有吉贝尔 50.51%的股份,为公司的实际控制人。耿仲毅先生担任公司董事长兼总经理;2017 年 5 月前公司未聘任财务总监,由耿仲毅先生作为主管会计工作负责人统领公司财务工作,主要财务事项均直接向其汇报。

图 5: 公司股权结构



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

## 2.2. 产品简析: 利可君片的适应症是什么?

利可君片主要用于预防、治疗白细胞减少症, 主流的升白药包括利可君片、小檗胺片、鲨肝醇片、维生素 B4 等口服化学制剂及重组人粒细胞刺激因子等生物制剂。升白药物不仅应用于肿瘤科, 亦广泛应用于其他在治疗过程中易引起白细胞下降的科室。

白细胞减少症为常见血液病, 临床上指成人外周血白细胞绝对计数持续低于  $4 \times 10^9/L$  (儿童  $\geq 10$  岁低于  $4.5 \times 10^9/L$  或  $< 10$  岁低于  $5 \times 10^9/L$ )。当成人外周血粒细胞绝对计数低于  $2 \times 10^9/L$  (儿童  $\geq 10$  岁低于  $1.8 \times 10^9/L$  或  $< 10$  岁低于  $1.5 \times 10^9/L$ ) 时, 称为粒细胞减少症; 低于  $0.5 \times 10^9/L$  时, 称为粒细胞缺乏症。引起白细胞减少的病因有很多, 包括细菌、病毒感染, 药物因素 (如化疗药物及丙硫氧嘧啶等抗甲状腺药物), 结缔组织病 (系统性红斑狼疮、类风湿性关节炎、干燥综合征等), 消化系统疾病 (肝硬化、肝炎等), 以及血液系统疾病 (恶性血液病、再生障碍性贫血、巨幼细胞性贫血、阵发性睡眠性血红蛋白尿症等)。

表 2: 外周血白细胞绝对计数减少对应病症

人群	白细胞减少症指标	粒细胞减少症指标	粒细胞缺乏症
成人	$< 4 \times 10^9/L$	$< 2 \times 10^9/L$	$< 0.5 \times 10^9/L$
$\geq 10$ 岁	$< 4.5 \times 10^9/L$	$< 1.8 \times 10^9/L$	$< 0.5 \times 10^9/L$
$< 10$ 岁	$< 5 \times 10^9/L$	$< 1.5 \times 10^9/L$	$< 0.5 \times 10^9/L$

资料来源: 招股书, 安信证券研究中心整理

## 2.3. 对利可君片的竞争分析

利可君片面对各类升白药的激烈竞争, 在口服升白化药领域占据 80% 以上的市场份额。

国家药品监督管理局网站显示，共有 17 家生产企业取得 19 项利可君片相关的生产批件。

**图 6：共有 17 家生产企业取得 19 项利可君片相关的生产批件**

1.利可君片 (86900698000170 上海金山制药有限公司 国药准字H31022464)
2.利可君片 (86901490000801 江苏四环生物制药有限公司 国药准字H32025539)
3.利可君片 (86901426000332 江苏长江药业有限公司 国药准字H32025559)
4.利可君片 (86902699002375 华北制药股份有限公司 国药准字H13023493)
5.利可君片 (86903693001272 哈药集团世一堂制药厂 国药准字H23022989)
6.利可君片 (86903693001289 哈药集团世一堂制药厂 国药准字H23022988)
7.利可君片 (86901452000252 江苏吉贝尔药业股份有限公司 国药准字H32025444)
8.利可君片 (86902446000678 陕西孙思邈高新制药有限公司 国药准字H61022538)
9.利可君片 (86900978000739 西南药业股份有限公司 国药准字H50021860)
10.利可君片 (86901649000140 苏州第壹制药有限公司 国药准字H32025430)
11.利可君片 (86905863004502 甘肃兰药药业有限公司 国药准字H20073532)
12.利可君片 (86901452000238 江苏吉贝尔药业股份有限公司 国药准字H32025443)
13.利可君片 (86900372002377 广州白云山光华制药股份有限公司 国药准字H44024295)
14.利可君片 (86904105000456 山东健康药业有限公司 国药准字H37023176)
15.利可君片 (86903098001068 天方药业有限公司 国药准字H41024346)
16.利可君片 (86900176000647 北京万辉双鹤药业有限责任公司 国药准字H11021755)
17.利可君片 (86901161002813 东北制药集团沈阳第一制药有限公司 国药准字H21022575)
18.利可君片 (86903165000475 上海寿如松药业泌阳制药有限公司 国药准字H41024605)
19.利可君片 (86904691000977 浙江瑞新药业股份有限公司 国药准字H33022068)

资料来源：NMPA，安信证券研究中心

国家药品监督管理局网站显示，共 4 家药品生产企业生产范围包括 利可君。

**图 7：共 4 家药品生产企业生产范围包括 利可君**

“药品生产企业”关键字“利可君”的内容列表，共有 4 条记录
1.江苏神华药业有限公司 (苏20160326)
2.江苏吉贝尔药业股份有限公司 (苏20160392)
3.河南普瑞制药有限公司 (豫20150195)
4.华北制药华胜有限公司 (冀20150151)

资料来源：NMPA，安信证券研究中心

米内网数据库显示，国内终端医院利可君片的销售均由发行人实现，市场上不存在其他生产企业销售利可君片的情形。公司是唯一拥有利可君原料药生产资质（药品批准文号：国药准字 H32025409）的企业，且未查询到国外生产利可君原料药企业的相关信息。



**图 8: 吉贝尔 是目前唯一拥有利可君原料药生产资质的企业**

批准文号	国药准字H32025409
产品名称	利可君
英文名称	Leucogen
商品名	
剂型	原料药
规格	----
上市许可持有人	
生产单位	江苏吉贝尔药业股份有限公司
生产地址	镇江市高新技术产业开发区
产品类别	化学药品
批准日期	2015-07-22
原批准文号	
药品本位码	86901766000078

资料来源: NMPA, 安信证券研究中心

公司招股书显示: 公司生产的利可君原料药仅为自用, 不存在对外销售的情形, 亦不存在委托或与其他生产企业合作生产利可君原料药或制剂的情况。根据《药品管理法》“禁止使用未按照规定审评、审批的原料药生产药品”的规定, 公司既是利可君原料药的独家生产企业, 也是目前唯一能实际生产和销售利可君片的企业。公司通过持续的研发与优化, 形成了较高的产品壁垒, 利可君难以被仿制。药品审评中心显示, 数家制药企业试图仿制利可君, 均以失败告终。

## 2.4. 在公司各产品中, 利可君片毛利率最高

比较公司各产品单价, 利可君片单价稳中有升, 利可君片在各产品中表现最优。

**表 3: 公司各产品单价示例 (单位: 元/标准盒)**

产品	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-6 月
利可君片	33.81	34.82	36.1	39.11
增速		3%	4%	8%
玉屏风胶囊	28.75	30.74	30.06	30.22
增速		7%	-2%	1%
醋氯芬酸肠溶片	18.94	20.03	19.42	19.42
增速		6%	-3%	0%
盐酸洛美沙星滴眼液	11.31	11.91	10.65	10.36
增速		5%	-11%	-3%

资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

在公司各产品中, 利可君片毛利率最高, 2019 年上半年利可君片毛利率高达 92.81%。尼群洛尔片也为公司独家品种, 表现出较高毛利率。

**表 4：公司产品毛利率比较**

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-6 月
利可君片	91.43%	90.51%	91.95%	92.81%
玉屏风 胶囊	61.53%	62.98%	59.48%	58.83%
盐酸洛美沙星滴眼液	75.57%	77.05%	75.07%	73.36%
尼群洛尔片	88.56%	89.21%	88.69%	89.68%

资料来源：招股书，安信证券研究中心

## 2.5. 公司产品总览

公司的主要产品包含片剂、胶囊剂和滴眼剂三种剂型。其中：片剂产品包括利可君片、醋氯芬酸肠溶片、尼群洛尔片、细辛脑片等，胶囊剂产品主要为玉屏风胶囊和益肝灵胶囊，滴眼剂则主要包括加替沙星滴眼液和盐酸洛美沙星滴眼液等产品。

作为国家首个一类抗高血压复方新药，尼群洛尔片的研发与产业化增强了国产抗高血压药物同国外同类产品的竞争力，有助于提高国家、地方医药科技的整体水平，同时，扩大了适应范围和人群，减轻了药物副作用，提高了患者的依从性，而且药价相对便宜，适于临床推广，可极大地提高我国高血压病有效控制率。

**表 5：公司产品进入医保目录的情况**

剂型	产品名称	批准文号	医保目录 (2017 版)	医保目录 (2019 版)
片剂	利可君片	国药准字 H32025443/ 国药准字 H32025444	医保乙类	医保乙类
	尼群洛尔片	国药准字 H20090022/ 国药准字 H20100001	医保乙类	医保乙类
	醋氯芬酸肠溶片	国药准字 H20050272	医保乙类	医保乙类
	细辛脑片	国药准字 H32025715	——	——
胶囊剂	玉屏风胶囊	国药准字 Z10980026	医保乙类	医保乙类
	益肝灵胶囊	国药准字 Z20050237	医保甲类	医保甲类
滴眼剂	加替沙星滴眼液	国药准字 H20090236	——	医保乙类
	盐酸洛美沙星滴眼液	国药准字 H10980214	——	——

资料来源：招股书，安信证券研究中心

**表 6：公司各产品适应症**

剂型	产品名称	质保期限	产品概述
片剂	利可君片	36 个月	本品用于预防、治疗白血球减少症及血小板减少症。
	尼群洛尔片	24 个月	本品用于治疗轻中度原发性高血压。
	醋氯芬酸肠溶片	18 个月	本品主要用于治疗由骨关节炎、类风湿性关节炎和强直性脊椎炎等疼痛或炎症，并能够有效缓解术后疼痛。
	细辛脑片	24 个月	本品用于支气管炎和支气管哮喘。
胶囊剂	玉屏风胶囊	24 个月	本品用于表虚不固、自汗恶风、面色㿠白，或体虚易感风邪者。
	益肝灵胶囊	18 个月	本品为保肝药，具有改善肝功能、保护肝细胞膜的作用，可用于急慢性肝炎。
滴眼剂	加替沙星滴眼液	24 个月	本品主要用于敏感菌所引起的急性细菌性结膜炎。
	盐酸洛美沙星滴眼液	24 个月	本品适用于治疗急、慢性细菌性结膜炎、睑缘炎、麦粒肿、睑板腺炎、泪囊炎、角膜炎和角膜溃疡等外眼部感染。

资料来源：招股书，安信证券研究中心

## 2.6. 财务分析：公司收入表现平稳

2016 年~2018 年及 2019 年上半年，公司营业收入分别为 44,442.35 万元、45,232.53 万元、48,496.12 万元和 25,601.71 万元，营业收入呈上升趋势。发行人产品具有较高的附加值，毛利率保持较高的水平，报告期主营业务毛利率平均值为 86.10%。

表 7：比较公司各产品单价，利可君片单价稳中有升

	2016 年收入 (万元)	2017 年收入 (万元)	2018 年收入 (万元)	2018 年 H1 收入 (万元、估计值)	2019 年 H1 收入 (万元)
片剂					
利可君片	30,087.47	31,410.89	34,943.56	17,471.78	18,568.16
增速		4.40%	11.25%		6.28%
醋氯芬酸肠溶片	3,318.42	3,596.66	3,646.15	1,823.08	1,800.72
增速		8.38%	1.38%		-1.23%
尼群洛尔片	1,168.56	1,493.73	1,847.95	923.98	1,201.74
增速		27.83%	23.71%		30.06%
细辛脑片	684.48	654.63	736.54	368.27	517.63
增速		-4.36%	12.51%		40.56%
胶囊剂					
玉屏风胶囊	6,063.33	4,798.79	4,234.61	2,117.31	1,842.63
增速		-20.86%	-11.76%		-12.97%
益肝灵胶囊	33.92	105.11	361.85	180.93	211.01
增速		209.88%	244.26%		16.63%
滴眼剂					
盐酸洛美沙星滴眼液	2,192.76	2,163.17	1,821.45	910.73	910.98
增速		-1.35%	-15.80%		0.03%
加替沙星滴眼液	419.02	588.47	681.53	340.77	434.8
增速		40.44%	15.81%		27.60%
其他					
中药材及中药饮片	474.38	421.09	222.49	111.25	114.04
增速		-11.23%	-47.16%		2.51%
合计	44,442.35	45,232.53	48,496.12	24,248.06	25,601.71
增速		1.78%	7.22%		5.58%

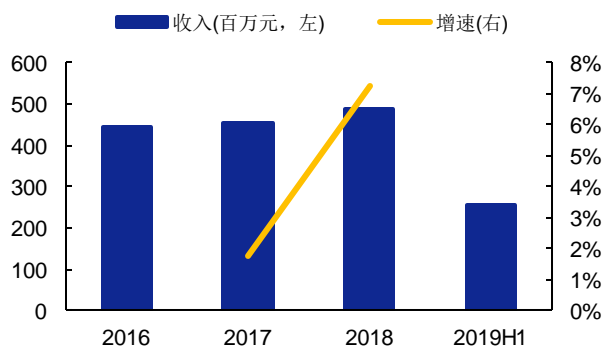
资料来源：招股书，安信证券研究中心。说明 2018 年上半年收入增速为估计值；全年数据 /2。

**表 8：公司主要财务数据和财务指标**

项目	2016 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日	2018 年 12 月 31 日	2019 年 6 月 30 日
资产总额 (万元)	48,214.46	52,767.68	47,799.41	52,406.81
归属于母公司所有者权益 (万元)	35,669.28	43,421.67	35,082.83	39,937.34
资产负债率 (母公司)	37.22%	28.59%	28.91%	26.39%
营业收入 (万元)	44,442.35	45,232.53	48,496.12	25,601.71
归属于母公司所有者的净利润 (万元)	7,693.97	7,752.40	9,661.15	4,854.51
扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润 (万元)	6,902.60	7,499.73	9,188.56	4,677.44
基本每股收益 (元) (归属于母公司所有者)	0.55	0.55	0.69	0.35
加权平均净资产收益率 (归属于母公司所有者)	24.18%	19.60%	20.02%	12.94%
加权平均净资产收益率 (扣除非经常性损益后归属于母公司所有者)	21.69%	18.96%	19.04%	12.47%
经营活动产生的现金流量净额 (万元)	3,928.79	11,165.83	9,796.65	4,195.50
现金分红 (万元)	-	-	18,000.00	-
研发投入占营业收入的比例	3.77%	3.79%	4.04%	4.23%

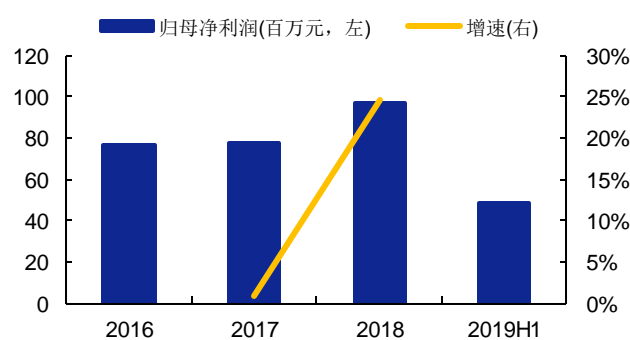
资料来源：招股书，安信证券研究中心

**图 9：吉贝尔历年营收及增速**



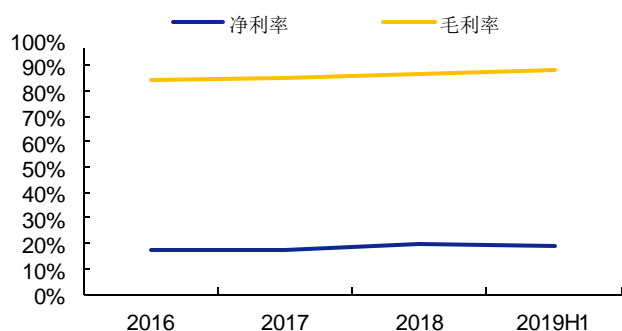
资料来源：Wind，安信证券研究中心

**图 10：吉贝尔历年归母净利润及增速**



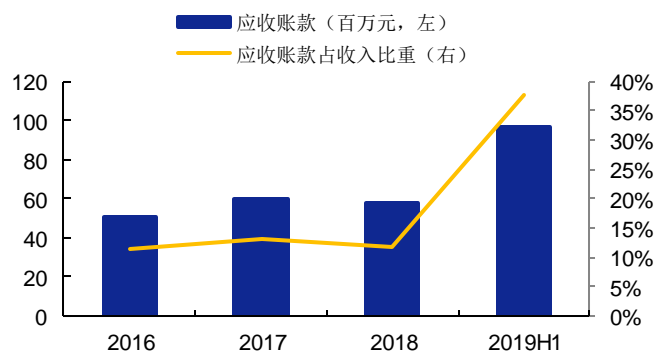
资料来源：Wind，安信证券研究中心

**图 11：吉贝尔历年盈利能力情况**



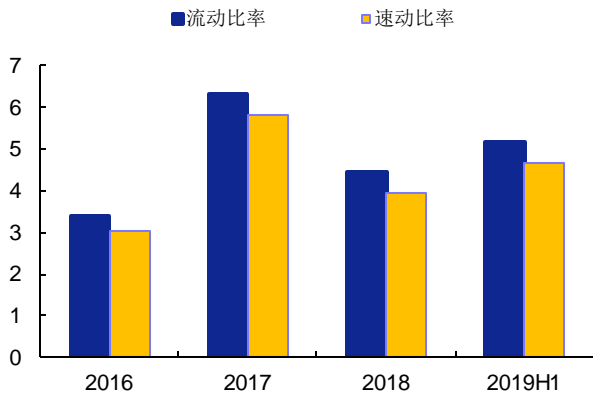
资料来源：Wind，安信证券研究中心

**图 12：吉贝尔应收账款占收入比重**



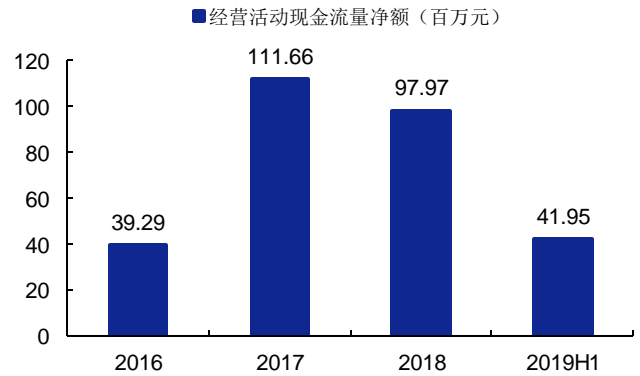
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13: 吉贝尔历年偿债能力情况



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 14: 吉贝尔历年经营活动现金流量净额 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 3. 如何看待公司竞争力?

#### 3.1. 吉贝尔 利可君片 低价且有较显著疗效

临床上的升白药包括以利可君片为代表的化药制剂、以地榆升白片为代表的中成药制剂以及以重组人粒细胞刺激因子为代表的生物制剂。

公司招股书显示: 利可君片在升白化学制剂领域市场占有率达到 80%以上。

表 9: 利可君片日均费用较低

类型	产品名称	作用机制	不良反应	有效期	医保情况	日均费用
口服化药	利可君片	利可君是一种噻唑羧酸类升白药物, 为半胱氨酸的衍生物, 能分解为半胱氨酸和醛, 具有促进骨髓内粒细胞生长和成熟的作用, 可促进白细胞增生	未见明显不良反应	36 个月	医保乙类	2.94 元
	盐酸小檗胺片	促进骨髓造血干细胞和粒细胞的增殖, 并向粒细胞分化	头痛、无力、便秘、口干并伴有阵发性腹痛腹胀; 偶见心慌, 咳喘	36 个月	否	4.20 元
口服中成药	地榆升白片	适用于白细胞减少症	尚不明确	24 个月	医保乙类	5.94 元
	复方皂矾丸	温肾健髓, 益气养阴, 生血止血。用于白细胞减少症属肾阳不足、气血两虚者	轻微消化道反应	24 个月	医保乙类	18.00 元
	芪胶升白胶囊	补血益气。用于白细胞减少症属气血亏损者	尚不明确	24 个月	医保乙类	19.8 元

资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

在疗效方面, 招股书列示了相关数据, 在针对治疗甲亢合并白细胞减少的研究显示, 使用利可君配合甲巯咪唑治疗甲亢相较于对照组具有明显提高白细胞的功效。

**表 10: 针对治疗甲亢合并白细胞减少的研究数据示例**

组别	n	时间	白细胞	中性粒细胞
利可君组	45	治疗前	$4.01 \times 10^9/L$	$1.3 \times 10^9/L$
		治疗后	$6.91 \times 10^9/L$	$2.8 \times 10^9/L$
对照组	44	治疗前	$3.99 \times 10^9/L$	$1.4 \times 10^9/L$
		治疗后	$4.22 \times 10^9/L$	$1.7 \times 10^9/L$

资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

以利可君片为代表的升白药化学制剂价格远低于生物制剂(以主流的聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液为例, 2018 年平均中标价 1,724.94 元/支), 由于二者在价格上的差距, 尽管化学制剂的销量逐年增长, 但总体市场份额小于生物制剂。

**表 11: 利可君片与主流的生物制剂比较**

药品名称	利可君片	聚乙二醇化重组人粒细胞刺激因子注射液
适应症	预防、治疗白血球减少症及血小板减少症。	适用于非骨髓性癌症患者在接受易引起临床上显著的发热性中性粒细胞减少症发生的骨髓抑制性抗癌药物治疗时, 降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染的发生率。
应用场景	用于内分泌科、精神科、传染科、血液科、肿瘤科、风湿科等科室中预防和治疗白细胞减少	主要用于肿瘤科病人因放化疗引起的中性粒细胞急剧下降的治疗
不良反应	尚未发现有关不良反应报道。根据国家药品不良反应监测中心数据反馈, 利可君片 2016 年不良反应发生率为 0.030/10000, 2017 年不良反应发生率为 0.023/10000, 2018 年不良反应发生率为 0.023/10000, 该药不良反应发生率属于十分罕见。	1、骨骼肌肉痛; 2、便秘、恶心、呕吐、腹泻、纳差; 3、乏力、发热、头晕、失眠、心率及心律紊乱; 4、具有潜在的免疫原性。据国外同类药物研究报道, 还可能引起以下极少见不良反应: 脾破裂、急性呼吸窘迫综合征、严重过敏反应、镰状细胞反应、对肿瘤恶性细胞生长的潜在刺激反应。
注意事项	1.本品性状发生改变后, 禁止使用。2.请放在儿童不易拿到之处。3.急、慢性髓细胞白血病患者慎用。	包括但不限于以下: 1.本品应在化疗药物给药结束后 48 小时内使用。2.请勿在使用细胞毒性化疗药物前 14 天到化疗后 24 小时内注射。3.使用本品过程中应注意血常规监测, 特别是中性粒细胞计数的变化情况。4.如使用本品出现过敏症状或疑似过敏症状, 需对症治疗, 如重复使用本品后过敏症状仍出现, 建议不再使用本品。5.本品仅供在医生指导下使用。
规格	20mg, 48 片	1ml: 3mg
2018 年平均中标价	47.28 元/盒(终端价)	1,724.94 元/支

资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

米内网数据库显示, 全国重点城市公立医院用药情况中, 升白药物销售额由 2013 年的 7.87 亿元增长到 2018 年的 16.31 亿元, 复合增长率为 15.69%, 随着人口老龄化及肿瘤病人的逐渐增加, 升白药物的市场潜力巨大。

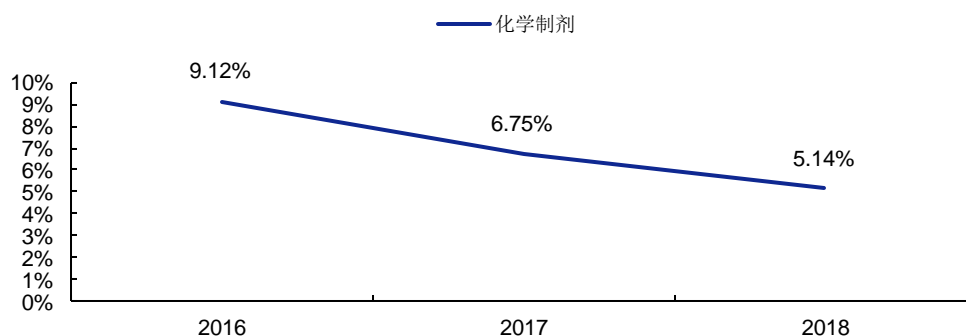
根据米内网对全国重点城市公立医院用药情况的统计, 升白药化学制剂市场占有率在不断萎缩。

**表 12: 2016 年度至 2018 年度具有升白细胞作用的化学制剂、生物制剂的市场份额**

年度	2016 年度	2017 年度	2018 年度
化学制剂	9.12%	6.75%	5.14%
生物制剂	90.88%	93.25%	94.86%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

图 15: 升白药 化学制剂市场在不断萎缩



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

### 3.2. 吉贝尔 利润水平与可比公司平均水平接近

公司总股本约 1.4 亿股, 本次发行 4,673.54 万股, 占发行后股本总额约 25.00%。公司拟募集资金约 6.9 亿元, 招股书隐含市值约 27.60 亿元。

表 13: 吉贝尔拟募集资金约 6.9 亿元

项目名称	投资总额(万元)	募投资额(万元)	占比
利可君片、尼群洛尔片、玉屏风胶囊、盐酸洛美沙星滴眼液、益肝灵胶囊等生产基地(新址)建设项目	47,377.63	44,254.33	64%
研发中心(新址)建设项目	8,417.88	7,926.48	11%
国家一类抗抑郁新药(JJH201501)、国家一类抗肿瘤新药(JJH201601)研发与试验项目	19,675.00	16,819.19	24%
合计	75,470.51	69,000.00	100%

资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

吉贝尔受限于融资渠道匮乏, 在整体经营规模上较可比同行业上市公司仍存在较大差距, 但由于发行人特色的产品线及优秀的经营管理, 公司在资产负债率、毛利率等多项数据表现突出。

**表 14: 吉贝尔与同行业可比公司的比较 (单位: 亿元)**

项目	主要指标	灵康药业	润都股份	仟源医药	海辰药业	吉贝尔
经营情况	主要产品	抗感染类、肠外营养类、消化系统类用药	抗高血压、解热镇痛、抗感染类、局部麻醉等化学药、以及原料药、医药中间体	抗感染药、呼吸系统药、心脑血管药、儿童用药、泌尿系统药、孕妇保健品	利尿剂类、抗生素类、消化类、抗病毒类、免疫调节类药物	升白药、抗高血压、补血益气类等化学药及中成药
	总资产	20.68	11.38	14.96	7.94	4.77
	营业收入	16.69	10.44	11.36	7.12	4.85
	净利润	1.83	1.07	0.07	0.83	0.97
	资产负债率	33.37%	23.46%	37.74%	26.85%	25.17%
	综合毛利率	87.90%	75.07%	76.44%	86.23%	86.77%
市场地位	行业竞争情况	多个主导产品市场份额位居行业前列，注射用丙氨酰谷氨酰胺、注射用头孢孟多酯钠等在细分市场中份额均跻身行业前列	打造了主导产品的完善产业链布局，形成了较好的行业影响力	产品覆盖抗感染药、呼吸系统药、泌尿系统药、保健食品、DNA 基因保存服务及第三方医学诊断服务业务众多领域	公司是国内小头孢领域产品结构最为齐全的公司之一，在细分领域处于领先地位	利可君原料药独家生产企业，国内口服升白药领域处于领先地位
	研发费用	0.24	0.66	0.7	0.5	0.2
	研发费用占营业收入比重	1.46%	6.32%	4.71%	5.27%	4.04%
技术	研发情况	13 个新品种、68 个仿制药品种在申请临床批件或生产批件过程中	正开展多个产品的一致性评价研究工作，10 多项心脑血管产品研究、6 项治疗消化疾病系列产品研究多项原料药研发	已取得 5 项化药临床批件，2 项医疗器械临床试验备案，正在开展 6 项药物的一致性评价工作	2018 年已获得 4 项药品生产批件，5 项正在审评中，另有 7 项正进行重点研发	已取得 1 项一类新药临床批件，同时正开展其他 6 项新药研究项目

资料来源：招股书，安信证券研究中心

可比公司平均 PE (TTM) 约 33.51X。2019(TTM)利润预计约 0.97 亿元。

**表 15: 可比公司平均 PE (TTM) 约 33.51X**

证券代码	证券简称	收入 (TTM) (亿元)	利润 (TTM) (亿元)	市值 (亿元)	PE (TTM) (亿元)
603669.SH	灵康药业	16.90	2.23	40.16	18.00
002923.SZ	润都股份	12.58	1.20	31.37	26.15
300254.SZ	仟源医药	11.54	0.32	17.58	55.00
300584.SZ	海辰药业	8.26	0.95	33.25	34.89
	可比公司平均值	12.32	1.18	30.59	33.51
A19300.SH	吉贝尔	4.98	0.97		

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

#### 4. 长期视角：长期发展还需研发驱动，公司已初步构建研发管线

吉贝尔招股书所列示可比公司在研品种多为仿制药，吉贝尔更注重新药的开发。吉贝尔为国家火炬计划重点高新技术企业、国家高新技术企业，设有江苏省企业院士工作站、江苏省博士后创新实践基地，并建有江苏省抗肺癌和乳腺癌工程研究中心、江苏省微丸制剂药物工程技术研究中心、江苏省企业技术中心，具备了强大的科技创新能力和坚实的科研基础，并由此获得了江苏省重点企业研发机构、江苏省科技型中小企业和江苏省民营科技企业认定。



## 4.1. 吉贝尔 在研产品管线概览

公司现有 12 项国家授权发明专利、1 项美国授权专利，另有 15 项发明专利待审；取得了 6 个新药证书，6 个高新技术产品，2 个国家重点新产品。

**沃替西汀衍生物 (JJH201501)**：是拥有自主知识产权的抗抑郁化药一类新药，获得了国内和美国的发明专利授权，于 2018 年 7 月取得了国家药品监督管理局颁发的《药物临床试验批件》，现已完成 I 期临床，正在开展 II 期临床试验。

**西他赛衍生物 (JJH201601)**：公司拟开发为一类新药的抗肿瘤药多西他赛衍生物的临床前研究结果显示，裸鼠模型药效显著提高，且毒副作用明显降低，能够消除肿瘤（抑瘤率达到 99% 以上），停药后观察期内未发现肿瘤复发，该结果在肺癌 A549、肝癌 HepG2 和胰腺癌 Panc-1 模型得以验证。

此外，公司拟开发为一类新药的在研创新药物还有抗胃酸药沃诺拉赞衍生物 (JJH201701)、治疗胆囊炎胆结石药物牛磺熊去氧胆酸衍生物 (JJH201801)、治疗干眼症药物 Lifitegrast 衍生物、减肥药盐酸氯卡色林衍生物以及降糖药——桑酮碱胶囊等。

图 16：吉贝尔 研发管线

在研药物/候选化合物	适应症	累计投入 (万元)	项目可行性分析	早期化合物筛选及构效关系研究	新药项目立项	候选化合物成药性初步评估	候选化合物工艺开发与优化	临床前研究	新药临床申请	I 期临床	II/III 期临床
沃替西汀衍生物 (JJH201501)	抑郁症	2,556.63	2013.10-2014.05		2014.05		2014.07-2018.03		2018.07 获批临床	2018.12 首次给药	2019.11 开展 II 期
多西他赛衍生物 (JJH201601)	肿瘤	895.24	2016.03-2017.11		2016.04		2017.11-至今				
沃诺拉赞衍生物 (JJH201701)	胃酸分泌	355.61	2015.01-2015.06		2015.07		2015.07-至今				
牛磺熊去氧胆酸衍生物 (JJH201801)	胆囊炎胆结石	159.45	2017.01-2018.01		2018.02		2018.10-至今				
桑酮碱胶囊	糖尿病	995.89			2011.01		2011.02-至今				
Lifitegrast 衍生物	干眼症	340.34	2015.05-2016.09		2017.04		2017.04-至今				
盐酸氯卡色林衍生物	肥胖症	712.99	2012.12-2013.12		2014.02		2014.03-至今				

资料来源：招股书，安信证券研究中心

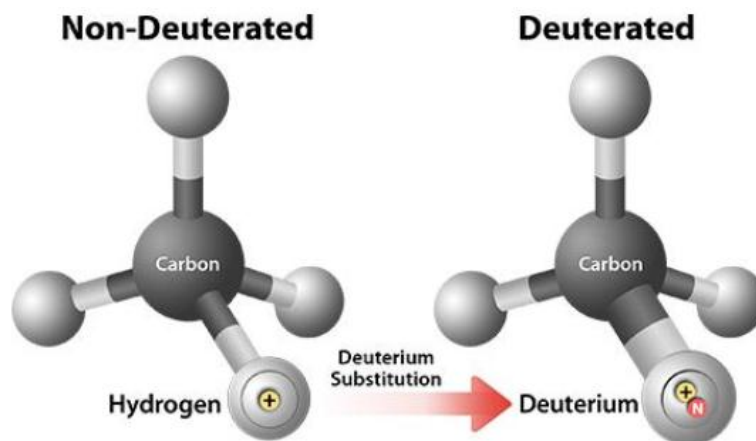
## 4.2. 吉贝尔 已布局三类研发技术

### 4.2.1. 吉贝尔 氘代技术处于国内先进水平

公司招股书显示：公司长期聚焦于氘代药物系列化开发及其长效化修饰研究，形成了较强的从化合物筛选、合成工艺和制剂工艺研究、质量标准研究、中试放大到规模化生产的创新能力。经过不断地自主研发和集成创新，公司形成了较为完整和成熟的氘代药物研发技术平台。

**氘代技术简介**：氘是自然界存在的氢同位素，普通药物中都含有痕量的氘代同位素。氘无毒、无放射性，对人体安全，而且碳-氘键 (C-D) 比碳-氢键 (C-H) 的结合要更强更稳定，使其更耐化学或代谢酶的裂解。药物分子化学结构上特定代谢位点强度的增加可减缓药物代谢的速度，直接影响药物的吸收、分布、代谢和排泄等属性，从而提高药物的疗效、安全性和耐受性。

图 17: 氘代技术原理示例

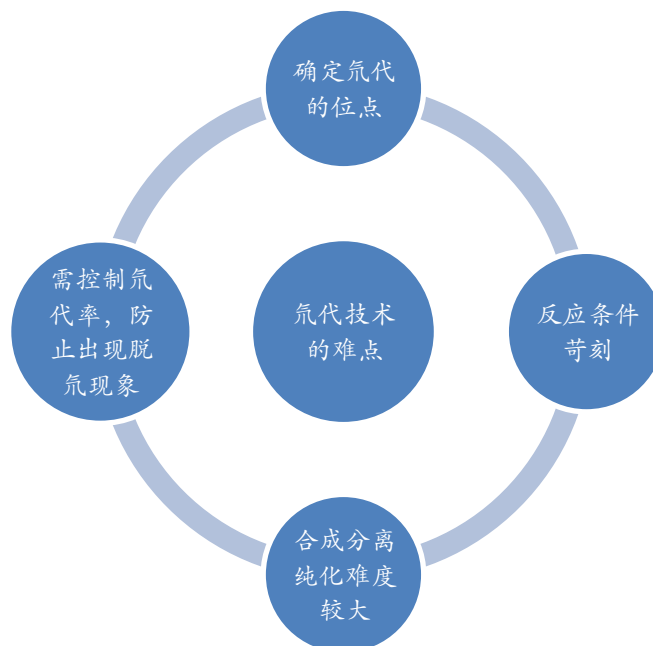


资料来源：招股书，安信证券研究中心

招股书显示：药物氘代是开发新药的一种策略和工具，公司以沃替西汀衍生物（JJH201501）为代表的氘代药物研发技术具有先进性，处于国内先进水平。

从药物的代谢情况着手，根据代谢点确定氘代的位置，最终筛选出目标化合物。氘代反应过程较为复杂，且反应条件较为苛刻，合成分离纯化难度较大，公司优化氘代药物的生产工艺，完成药品的研制过程。药品质量标准中除有常规质量控制要求外，还需控制氘代率。由于氘代化合物在反应过程中会出现脱氘的现象导致氘代率降低，因此氘源的引入是整个氘代药物合成路线开发的关键。公司已在氘代研发技术平台开发出了 JJH201501、JJH201701、JJH201801 等多个氘代化合物。

图 18: 氘代技术的难点

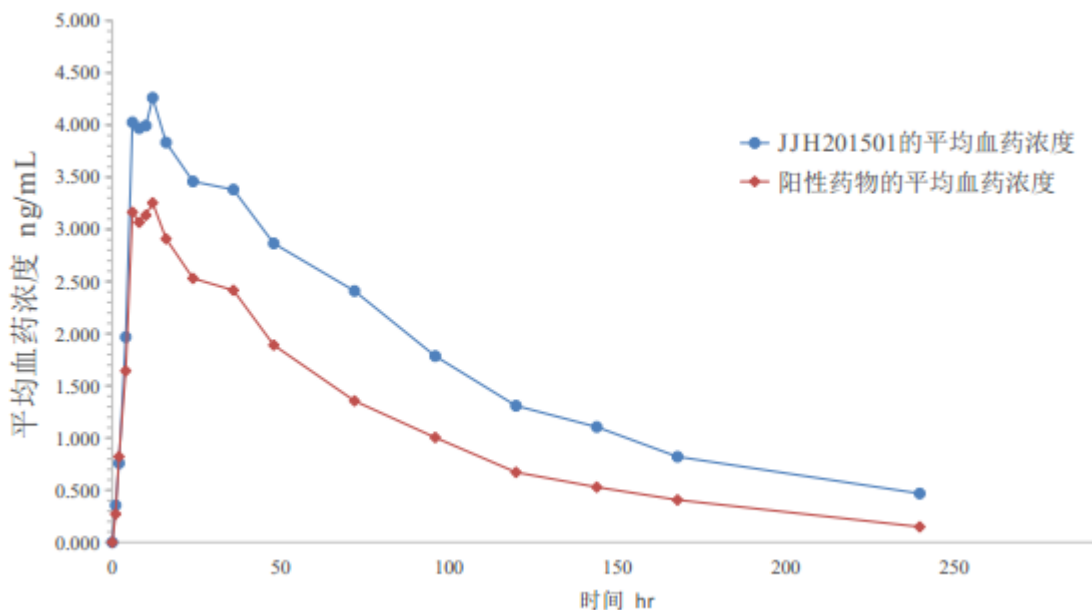


资料来源：招股书，安信证券研究中心

与阳性对照药物相比，单次给药 沃替西汀衍生物（JJH201501）可明显延长药物在人体内的半衰期，延长药物体内滞留时间，提高药物在体内的血药浓度以及 AUC，减慢药物在体

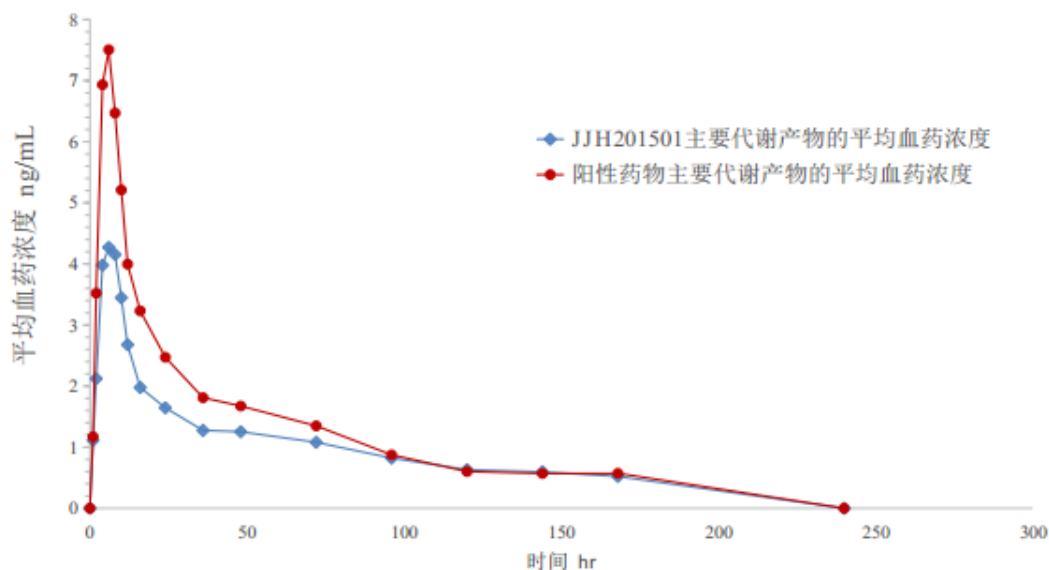
内的代谢速度，药物与主要代谢产物的体内 AUC 比值远高于阳性对照药物。(说明:AUC 表示血药浓度曲线对时间轴所包围的面积，是评价药物在体内吸收程度的参数。)

图 19: 公司在研沃替西汀衍生物和阳性药血药浓度——时间曲线



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

图 20: 公司在研沃替西汀衍生物和阳性药主要代谢物血药浓度——时间曲线



资料来源: 招股书, 安信证券研究中心

FDA 于 2017 年 4 月批准上市了 Austedo, 即氘代丁苯那嗪, 是全球首个获批上市的氘代药物。

中国目前尚未有氘代药物获批上市, 公司已在氘代研发技术平台开发出了 JJH201501、JJH201701、JJH201801 等多个氘代化合物, 并在进行干眼症药物——Lifitegrast 衍生物原料及滴眼液、减肥药——盐酸氯卡色林衍生物原料及制剂的研究, 其中 JJH201501 片已于 2018 年 7 月取得临床批件, 现已完成 I 期临床, 正在开展 II 期临床试验。

公司开发的氘代化合物 JJH201501、JJH201701、JJH201801、Lifitegrast 衍生物皆为全新的化合物，初步药理研究表明以上化合物具有明显的药理活性，公司均已申请化合物专利。同时，JJH201501 按照现行法规注册分类于 2018 年 7 月获得注册分类为“化学药品第 1 类”的药物临床批件。

**表 16：在研氘代药物的情况**

公司名称	产品名称	适应症
成都海创/海思科	HC-1119	晚期前列腺癌
泽璟制药	多纳非尼	肝细胞癌
		结直肠癌
		甲状腺癌
		鼻咽癌
	杰克替尼	急性髓系白血病
	奥卡替尼	骨髓纤维化
吉贝尔药业	JJH201501	ALK 或 ROS1 突变的非小细胞肺癌
		抑郁症

资料来源：公司公告，招股书，安信证券研究中心

#### 4.2.2. 公司其他研发技术介绍

脂质体是将药物包封于类脂质双分子层内而形成的微型囊泡，直径为亚微米或纳米级别，在体内可以生物降解，无免疫原性。脂质体进入人体后可以改变被包封药物的体内分布，使药物主要分布在肝脾肺和淋巴等组织器官中，因而有一定的器官靶向性。目前全球有十余个注射脂质体产品获批上市，而国内获批上市的脂质体产品仅有 3 个。

公司和上海交通大学颜德岳院士及其团队对多西他赛进行结构改造，通过分子设计和药效试验筛选，筛选出化合物 JJH201601，利用脂质体技术将其开发为脂质体制剂。目前的试验结果显示，JJH201601 与进口多西他赛相比，裸鼠模型药效显著提高，且毒副作用明显降低，能够消除肿瘤，停药后与对照组比较未发现肿瘤复发，该结果已在胰腺癌 Panc-1、肺癌 A549 和肝癌 HepG2 模型得以验证。公司已经申请了 JJH201601 化合物及其应用的相关专利。综上，公司在脂质体药物研发领域具有技术先进性。

**表 17：公司研发技术总览**

研发技术	公司技术先进性体现	研发成果
复方制剂研发技术	1、正交试验确定配比，利用析因设计分析技术验证复方成分最佳剂量配比； 2、引入无定型分散技术，提高了药物的溶出速率和程度； 3、低剂量固定复方，药物配比科学，成分深度协同，不良反应相互消减。	1、研制出国内首个复方抗高血压一类新药尼群洛尔片； 2、尼群洛尔片是《中国高血压防治指南》和《中国高血压基层管理指南》中的推荐用药； 3、尼群洛尔片研发项目申请获得了多项国家级、省级奖项； 4、累计获得 4 项发明专利。
氘代药物研发技术	1、先进的药物分子筛选技术，获得结构优化的化合物； 2、先进的合成技术，合理引入氘源，降低生产成本，满足氘代率（≥99.0%）的要求； 3、显著改善药物吸收过程，有效延长药物半衰期，提高血药浓度和减缓药物代谢的速度，从而降低给药剂量、提高安全性，获得更佳的疗效。	1、全球仅 1 个氘代药物上市，国内仅 3 家企业获得氘代药物临床批件，公司已取得一个氘代药物的临床批件，正开展 JJH201501 的临床试验，I 期临床试验数据显示效果突出； 2、已开发出多个氘代化合物，形成多层次的氘代药物研发管线； 3、已获得 3 项国内发明专利，1 项美国发明专利；正申请 5 项国内专利，3 项国际专利。
脂质体药物研发技术	1、先进的脂质体成膜控制技术，载药量由 4.5%提高至 6.0%，包封率由 85%提高至 95%左右； 2、先进的均质挤出技术，合理控制粒径大小，	1、正在研制拟开发为一类新药的创新药物 JJH201601； 2、已完成原料药合成工艺，动物吸收、体内外代谢、组织分布、药效、毒理等预实验；

---

粒径控制在 90nm 左右；  
3、国内仅 3 个脂质体药物上市。

3、裸鼠模型药效显著提高，在肺癌 A549、肝癌 HepG2 和胰腺癌 Panc-1 模型得以验证；  
4、正申请 3 项国内专利，1 项国际专利。

---

资料来源：招股书，安信证券研究中心

#### 风险提示：

公司收入依赖利可君片的风险。

利可君片被移出医保目录的风险。

利可君被仿制或被替代的风险：公司利可君具有多层次的技术壁垒，若其他药企突破该技术壁垒或开发出新的技术路径，成功仿制利可君，则公司利可君原料药独家生产企业的地位将受到冲击，从而影响利可君片的销售。若后续公司或其他企业开发出技术先进、疗效优越、使用方便的创新性升白药物，利可君将会被新技术、新产品所替代或淘汰。

研发风险。

## ■ 分析师声明

诸海滨声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn	
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn	
	张杨	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		0755-23947871	chaomw@essence.com.cn	
聂欣		0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
黎欢		0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
黄秋琪		0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
杨萍		13723434033	yangping1@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034