



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业专题
生物医药
2023年12月28日

失眠药行业：失眠化药成长空间巨大， 新品放量可期



证券分析师

姓名：陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

核心观点

- **核心逻辑：1）行业自身成长逻辑；2）替代（用药结构变化）逻辑；3）新品获批放量逻辑。**
- **我国失眠障碍人数超3亿，化药市场规模仅约50亿，化药市场静待开发：**根据WHO调查统计显示，全球睡眠障碍率大约为27%，而中国睡眠协会在2016年公布的睡眠调查结果显示，中国成年人的失眠率高达38.2%，预计有超过3亿的人有睡眠障碍。常见失眠化药主要包括唑吡坦、佐匹克隆、右佐匹克隆、艾司唑仑等经典品种，化药市场规模近几年保持稳定增长趋势，2022年市场规模约42亿元（同比+18.9%）。由于年龄、精神疾病障碍等均为失眠的诱发因素，未来随着我国**老龄化加深，焦虑抑郁等疾病人数**持续增加，失眠患者人数将持续增加，另外一方面随着人们对于失眠疾病认知程度的提升，失眠就诊人数也将进一步增加，失眠化药市场有望加速增长。
- **行业增长逻辑一：失眠化药疗效和应用场景更加明确，有望部分替代失眠保健品/中药：**目前市面上保健品应用有局限性，且多为辅助作用，不能代替治疗，比如褪黑素不适用于高血压糖尿病、抑郁症患者，且更推荐老年和昼夜倒班人群使用。而失眠中药由于作用机制不如化药品种明确，因而针对中重度失眠患者治疗效果欠佳。此外，根据实际患者就诊流程，随着疾病进展，化药是最终必要选择，随着医患失眠诊治意识提升，化药有望替代部分保健品/中药市场。
- **行业增长逻辑二：失眠新药即将迎来收获期，市场空间预计超10亿：**由于目前国内失眠化药价格偏低，且多为老品种缺少市场教育（地达西尼上市前我国失眠行业已经有近16年没有新药获批），另一方面二类精神药品由于管制也可能导致处方受到限制，因而失眠化药市场目前缺乏大单品。然而曾经唑吡坦全球销售额曾高达20亿欧元，目前全球食欲素受体拮抗剂新品正快速放量，且国内失眠中成药和保健品领域均有超过5亿的品种，这说明失眠化药具备诞生大品种的潜力。目前国内化药新药中地达西尼已获批上市，我们预计中性潜在市场空间在15亿左右，且有多款食欲素受体拮抗剂（如卫材、扬子江等产品）处于临床III期，总体来看未来新品获批后，失眠行业有望迎来高速增长阶段。
- **投资建议：**建议关注国内失眠创新药企**京新药业、先声药业**；全球失眠创新药龙头**默沙东、卫材**等。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；研发进度不及预期的风险；相关药物销售放量不及预期的风险；行业政策相关的风险。

目录 CONTENTS

- 01 失眠化药市场具有巨大成长空间
- 02 失眠新药研发热情高涨，新品有望陆续获批
- 03 投资建议
- 04 风险提示

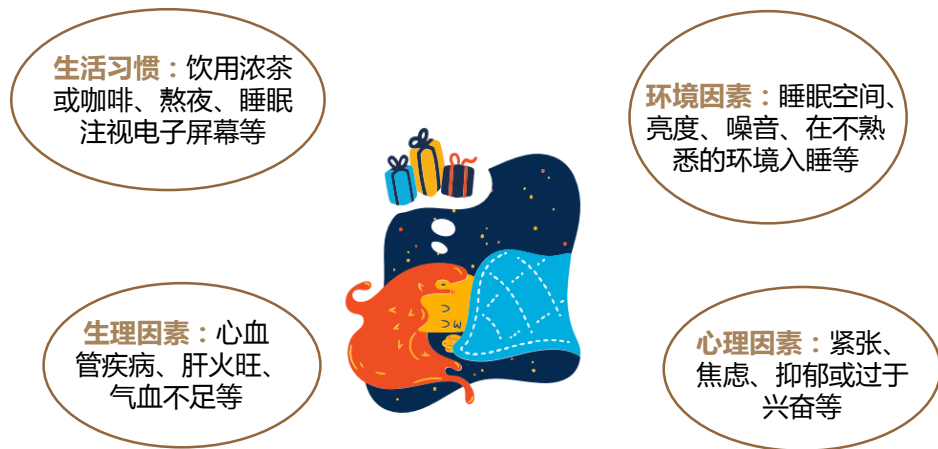
01

失眠化药市场具有巨大成长空间

失眠分为短期和慢性失眠

- **失眠定义**：失眠是指尽管有合适的睡眠机会和睡眠环境依然对睡眠时间和(或)质量感到不满足，并且**影响日间社会功能**的一种主观体验。主要症状表现为入睡困难(入睡潜伏期超过30min)、睡眠维持障碍(整夜觉醒次数 ≥ 2 次)早睡、睡眠质量下降和总睡眠时间减少(通常少于 6.5 h)，同时伴有日间功能障碍。
- **失眠根据病程分类**：根据ICSD-3，可分为短期失眠(病程 < 3 个月)、慢性失眠(病程 ≥ 3 个月)。有些患者失眠症状反复出现，应按照每次出现失眠持续的时间来判定是否属于慢性失眠。
- **睡眠质量主要影响因素**：可由于生活习惯、环境因素、生理因素和心理因素引起。

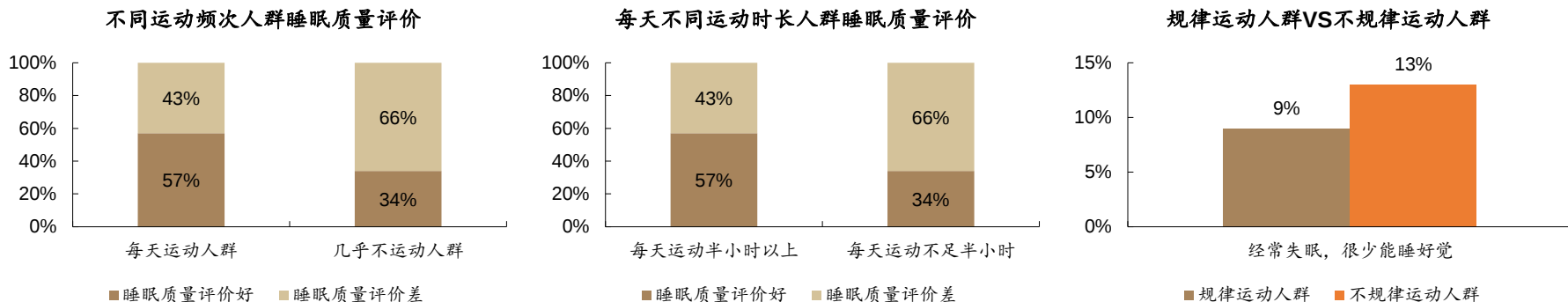
图：2021年影响睡眠质量的主要因素分析



我国失眠患者超3亿，运动有助于改善失眠

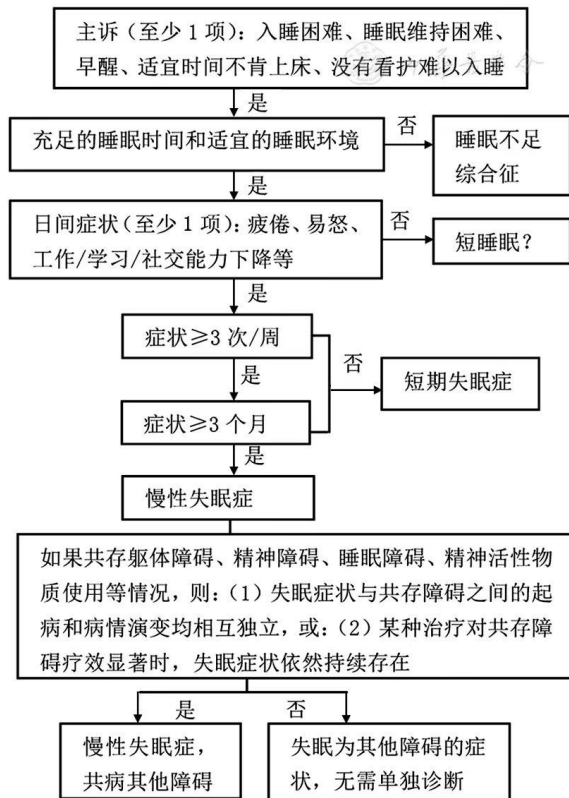
- **我国失眠人数超3亿人，且上升趋势明显：**根据WHO调查统计显示，全球睡眠障碍率大约为27%，而中国睡眠协会在2016年公布的睡眠调查结果显示，中国成年人的失眠率高达38.2%，预计有超过3亿人睡眠有睡眠障碍。
- **规律运动或降低失眠概率：**《2021运动与睡眠白皮书》显示运动人群失眠困扰显著低于不规律运动人群，并且每天运动，坚持半小时以上，睡眠质量更好，运动人群失眠困扰比例仅为9%。

图：规律运动人群失眠概率明显更低



失眠具有持续性，年龄、精神障碍容易诱发失眠

图：失眠症的诊断流程

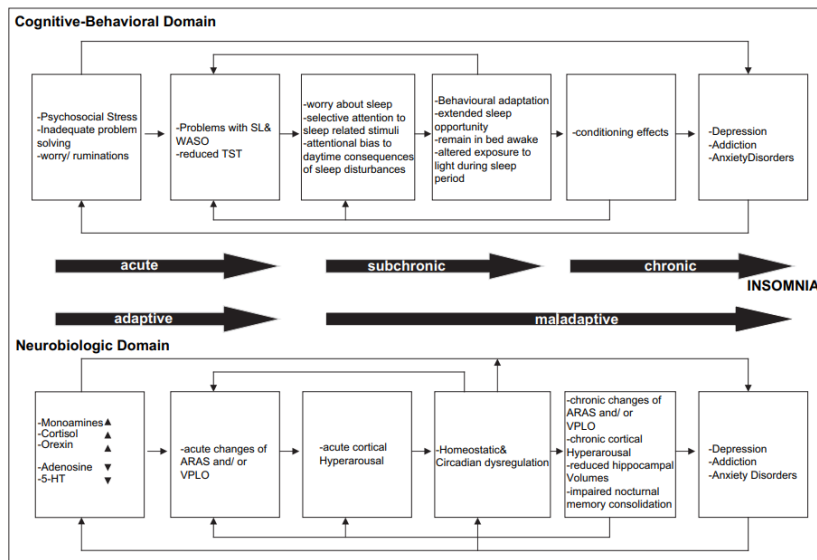


- **失眠患者病程持续较为普遍，成年人失眠进展率更高：**据中国失眠症诊断和治疗指南，在1~10年的随访研究中，成人失眠持续率为30%~60%，提示失眠的病程具有持续性特征。另一方面，失眠具有一定(自然)缓解性，病程呈现波动性。失眠的持续率具有年龄差异，儿童和青少年期失眠持续率约为15.0%，而中年女性和男性则分别高达42.7%和28.2%。
- **失眠危险因素众多：**（1）**年龄：**高龄人群更易失眠；（2）**性别：**女性患病风险是男性1.4倍；（3）**既往史：**曾经失眠发作人群再患病率是普通人群5.4倍；（4）遗传因素；（5）应激及生活事件；（6）个性特征；（7）对环境的失眠反应性；（8）**精神障碍：**70%-80%的精神障碍患者均报告出现失眠症状，50%失眠患者同时患有1种或1种以上精神障碍；（9）躯体疾病：慢性内科疾病患者常报告有失眠症状。
- **失眠症的临床评估**主要包括临床大体评估、主观测评和客观测评。

失眠病理机制：过度觉醒假说和3P假说

- **过度觉醒假说**：该假说认为失眠是一种过度觉醒。这种过度觉醒横跨24h的日周期。失眠患者在睡眠和清醒时表现出更快的脑电频率、日间多次小睡潜伏期延长、24h代谢率增加、自主神经功能活性增加、下丘脑-垂体-肾上腺轴过度活跃及炎症因子释放增加等。
- **3P假说**：该假说认为失眠的发生和维持是由3P因素（Predisposing(易感因素)、Precipitating(促发因素)和Perpetuating(维持因素)）累积超过了发病阈值所致。一般来说，易感因素包括年龄、性别、遗传及性格特征等，可使个体对失眠易感。促发因素包括生活事件及应激等，可引起失眠症状的急性发生。维持因素是指使失眠得以持续的行为和信念，包括应对短期失眠所导致的不良睡眠行为(如延长在床时间)及由短期失眠所导致的焦虑和抑郁症状等，尤其是对失眠本身的焦虑和恐惧。目前，广泛应用的认知行为治疗(CBT)就是建立在3P假说的基础之上。

图：失眠的神经认知模型



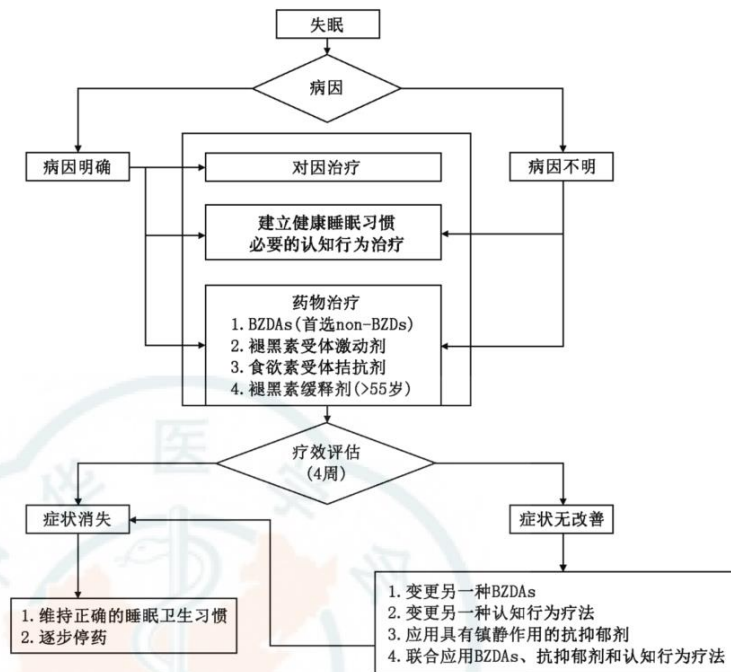
药物治疗适用短期失眠，慢性失眠首选CBT-I

■ **失眠的干预方式**：主要包括心理治疗、药物治疗、物理治疗和中医治疗。心理治疗主要包括睡眠卫生教育和针对失眠的认知行为治疗（CBT-I）。

■ **CBT-I治疗无不良反应，药物治疗短期疗效显著**：（1）CBT-I 能够有效纠正失眠患者错误的睡眠认知与不恰当的行为因素,有利于消除心理生理性高觉醒,增强入睡驱动力，重建正确的睡眠觉醒认知模式。持续改善失眠患者的临床症状,且没有不良反应。（2）药物治疗失眠的短期疗效已经被临床试验所证实，但是长期应用仍需承担药物不良反应、成瘾性等潜在风险。（3）物理治疗如光照疗法、经颅磁刺激、生物反馈治疗、经颅微电流刺激疗法等，以及饮食疗法、芳香疗法、按摩、顺势疗法等,均缺乏令人信服的大样本对照研究，只能作为可选择的补充治疗方式。（4）中医治疗失眠的历史悠久,但囿于特殊的个体化医学模式,难以用现代循证医学模式进行评估。

■ **不同类型失眠干预措施有一定差异**：**（1）短期失眠**：短期失眠患者首选自我调适，但是由于睡眠认知错误或者应对的行为方式不当,可能导致短期失眠转化成慢性失眠。短期失眠患者在无法完成CBT-I时应早期应用药物治疗。药物治疗能发挥良好的催眠效能,快速消除失眠症状,避免病程迁延。**（2）慢性失眠**：慢性失眠患者在建立良好睡眠卫生习惯的基础上，应当首选 CBT-I。药物治疗慢性失眠缺乏符合标准的长程临床对照研究。已经接受药物治疗的慢性失眠患者，除无法依从者之外，应当同时给予心理治疗，即使是那些已经长期服用镇静催眠药物的失眠患者亦是如此。

图：失眠治疗流程图



BZDAs: 苯二氮革类受体激动剂; non-BZDs: 非苯二氮革类药物

指南推荐失眠患者首选非苯二氮卓类药物

图：临床常用镇静催眠的药物

- **失眠药物治疗目标——在心理治疗的基础上，酌情给予催眠药物。**（1）**治疗原则：**个体化（小剂量开始）、按需（睡前服）、间断（每周服药3-5天）、足量。（2）**疗程：**短于4周的药物干预可持续进行；超过4周需每月评估，必要时更改治疗方案。（3）**换药原则：**推荐治疗剂量无效、对药物产生耐受性或发生严重不良反应时，逐渐减少原有药物剂量，同时开始给予另一种药物，并逐渐加量，在2周左右完成换药过程。（4）**减量、停药原则：**当症状好转，或当病因去除后，逐步减量、停药以减少失眠反弹。
- **失眠患者的药物治疗策略为序贯方案：**（1）首选non-BZDs，如唑吡坦、右佐匹克隆；（2）首选药物无效或无法依从，更换为另一种短-中效的BZRAs、褪黑素受体激动剂、食欲素受体拮抗剂；（3）添加具有镇静催眠作用的抗抑郁药物（如多塞平、曲唑酮等），尤其适用于伴随焦虑和抑郁症状的失眠患者。（4）长期应用BZRAs慢性失眠患者至少每4周进行1次临床评估。

药物名称	药物达峰时间(h)	半衰期(h)	成人睡前口服剂量(mg)	主要适应证	常见不良反应	妊娠分级	哺乳(FDA)* 分级 ^h	备注
非苯二氮卓类								
唑吡坦	0.50~3.00	0.7~3.5	10.000	入睡困难或睡眠维持障碍	头晕、头痛、遗忘	C	L3	老年人5 mg
佐匹克隆	1.50~2.00	≤5.0	7.500	入睡困难或睡眠维持障碍	口苦	C	L2	老年人3.75 mg；老年人半衰期约7 h
右佐匹克隆	≤1.00	≤6.0	1.000~3.000	入睡困难或睡眠维持障碍	味觉异常	C	L2	老年人1~2 mg；65岁以上半衰期约9 h
扎来普隆	≤1.00	≤1.0	5.000~10.000	入睡困难	头晕、共济障碍	C	L2	老年人5~10 mg
苯二氮卓类								
艾司唑仑	3.00	10.0~24.0	1.000~2.000	入睡困难或睡眠维持障碍	宿醉、口干、虚弱、高剂量可致呼吸抑制	X	L3	老年人0.5 mg；老年人可出现呼吸抑制
氟西洋	≤0.50	30.0~100.0	15.000~30.000	入睡困难、睡眠维持障碍	宿醉、头昏、乏力、共济失调	X	L3	老年人15 mg；注意半衰期延长
夸西洋	≤0.50	20.0~40.0	7.500~15.000	入睡困难、睡眠维持障碍	站立不稳、思睡、口干、头晕、头痛	C	未知	老年人减量
替马西洋	1.20~1.60	3.5~18.4	15.000~30.000	入睡困难、睡眠维持障碍	头晕、共济失调	X	未知	老年人7.5~15.0 mg
三唑仑	0.25~0.50	1.5~5.5	0.125~0.500	入睡困难	遗忘、欣快、胃部不适、头痛、头晕、皮肤刺痛	X	L3	一类精神药品，短期使用
阿普唑仑	1.00~2.00	12.0~15.0	0.40~0.80	入睡困难或睡眠维持障碍	撤药反应、呼吸抑制、头痛、乏力、言语不清	D	L3	老年人半衰期约19 h
地西洋	0.50~2.00	20.0~70.0	5.000~10.000	入睡困难或睡眠维持障碍	思睡、头痛、乏力、共济失调	D	L3	主要用于焦虑伴失眠
劳拉西洋	≤2.00	12.0~18.0	2.000~4.000	入睡困难或睡眠维持障碍	疲劳、思睡	D	L3	主要用于焦虑伴失眠
褪黑素类								
褪黑素缓释片	未知	6.0	2.000	入睡困难或睡眠维持障碍	无明显描述	N/A	N/A	适用于大于55岁的失眠人群
雷美替胺	0.75	1.0~2.6	8.000	入睡困难	疲乏、头晕、恶心呕吐、失眠恶化、幻觉	C	未知	禁与氟伏沙明联用
阿戈美拉汀	未知	1.0~2.0	25.000~50.000	抑郁症	头痛、恶心和乏力等	D	L3	
具有催眠作用的抗抑郁药								
多塞平	1.50~4.00	10.0~50.0	6.000	睡眠维持障碍	思睡、头痛	C	L5	老年人剂量减半
阿米替林	2.00~5.00	10.0~100.0	10.000~25.000	抑郁症	过度镇静、直立性低血压、抗胆碱能作用、心脏损害	C	L2	
曲唑酮	1.00~2.00	3.0~14.0	25.000~150.000	抑郁症	直立性低血压、头晕、阴茎异常勃起	C	L2	适用焦虑/抑郁伴失眠
米氮平	0.25~2.00	20.0~40.0	3.750~15.000	抑郁症	过度镇静、食欲/体重增加、抗胆碱能作用	C	L3	适用焦虑/抑郁伴失眠
食欲素受体拮抗剂 苏沃美生	0.50~6.00	9.0~13.0	10.000~20.000	入睡困难、睡眠维持障碍	残余的镇静作用	C	未知	发作性睡眠禁用

注：* 妊娠分级；C：可能有害；D：孕妇慎用；X：孕妇禁用；^h 哺乳分级；L2：较安全；L3：中等安全；L5：禁用；FDA：食品药品监督管理局；N/A：

非苯二氮卓类药物和抗抑郁药物占比持续提升

- **非苯二氮卓类药物和抗抑郁药物使用频率明显提升**：2015-2019年期间苯二氮卓类药物在门诊治疗中处方使用频率始终处于最高位置（50%左右），但有明显下降趋势，非苯二氮卓类药物（27.73%升至35.88%）和抗抑郁药物（10.44%升至11.19%）使用比率持续提升。
- **失眠单药治疗仍占据主导位置**：13.97%的失眠门诊患者服用了两种或两种以上的失眠药物，其中两种、三种和四种或更多的药物比例分别为11.95%、1.77%和0.24%。近一半的药物联合使用具有相似的药理学机制，这可能会增加不良反应的风险，包括BZD与nBZRAs联合使用。

图：2015年至2019年间失眠患者处方用药趋势

	Number of prescriptions (%)					
	2015	2016	2017	2018	2019	Total
All classes	2,730	3,605	3,817	4,056	4,548	18,756
BZDs**	1,607 (58.86)	2,047 (56.78)	2,129 (55.78)	2,091 (51.55)	2,252 (49.52)	10,126 (53.99)
nBZRAs*	757 (27.73)	1,048 (29.07)	1,102 (28.87)	1,340 (33.04)	1,632 (35.88)	5,879 (31.34)
Antidepressants#	285 (10.44)	390 (10.82)	414 (10.85)	443 (10.92)	509 (11.19)	2,041 (10.88)
Sedative antidepressants	145 (5.31)	161 (4.47)	184 (4.82)	216 (5.33)	247 (5.43)	953 (5.08)
Non-sedative antidepressants	140 (5.13)	229 (6.35)	230 (6.03)	227 (5.60)	262 (5.76)	1,088 (5.80)
Antipsychotics	56 (2.05)	102 (2.83)	118 (3.09)	125 (3.08)	111 (2.44)	512 (2.73)
MRAs	0 (0)	0 (0)	0 (0)	1 (0.02)	2 (0.04)	3 (0.02)
Other sedative drugs	25 (0.92)	18 (0.50)	54 (1.41)	56 (1.38)	70 (1.53)	223 (1.19)

BZDs, benzodiazepines; nBZRAs, non-benzodiazepine receptor agonists; MRAs, melatonin receptor agonists. *The incidence of nBZRA usage significantly increased between 2015 and 2019 ($P < 0.05$). **The incidence of BZD usage significantly decreased between 2015 and 2019 ($P < 0.01$). #The incidence of antidepressant usage significantly increased between 2015 and 2019 ($P < 0.05$).

图：2015年至2019年间失眠患者联合用药趋势

	Number of patients (%)					
	2015	2016	2017	2018	2019	Total
Outpatient visits	2,385	3,098	3,252	3,485	3,919	16,133
Single drug	2,085 (87.42)	2,668 (86.12)	2,791 (85.82)	2,975 (85.37)	3,360 (85.86)	13,879 (86.03)
Multidrug combinations	300 (12.58)	430 (13.88)	461 (14.18)	510 (14.63)	553 (14.14)	2,254 (13.97)
Double combinations	260 (10.90)	366 (11.81)	381 (11.72)	453 (13.00)	470 (12.01)	1,930 (11.95)
Triple combinations	39 (1.63)	55 (1.78)	65 (2.00)	53 (1.52)	73 (1.87)	285 (1.77)
Quadruple or more combinations	1 (0.04)	9 (0.29)	15 (0.46)	4 (0.11)	10 (0.26)	39 (0.24)

	Number of patients (%)					
	2015	2016	2017	2018	2019	Total
Outpatient visits	260	366	381	453	470	1,930
BZRAs combination	122 (46.92)	186 (50.82)	173 (45.41)	226 (49.89)	215 (45.74)	922 (47.77)
BZD + nBZRA	111 (42.69)	155 (42.35)	144 (37.80)	210 (46.36)	202 (42.98)	822 (42.59)
BZRA + antidepressant	94 (36.15)	115 (31.42)	129 (33.86)	144 (31.78)	153 (32.56)	635 (32.90)
BZD + antidepressant	68 (26.15)	74 (20.22)	84 (22.05)	86 (18.98)	96 (20.43)	408 (21.14)
nBZRA + antidepressant	26 (10.00)	41 (11.20)	45 (11.81)	58 (12.80)	57 (12.13)	227 (11.76)
BZRA + Antipsychotic	11 (4.23)	19 (4.92)	21 (5.51)	28 (6.18)	28 (5.96)	106 (5.49)
BZRA + antiepileptic	9 (3.46)	6 (1.64)	18 (4.72)	15 (3.31)	28 (5.96)	76 (3.94)
Antidepressants combination	10 (3.85)	12 (3.28)	12 (3.15)	10 (2.21)	20 (4.26)	64 (3.32)
Antidepressant + antipsychotic	12 (4.62)	29 (7.92)	28 (7.35)	22 (4.86)	12 (2.55)	103 (5.34)
Other combinations	2 (0.77)	0 (0)	12 (3.15)	8 (1.77)	14 (2.98)	36 (1.87)

BZD, benzodiazepine; BZRAs, benzodiazepine receptor agonists; nBZRA, non-benzodiazepine receptor agonist.

失眠药物不同阶段用药有一定区别

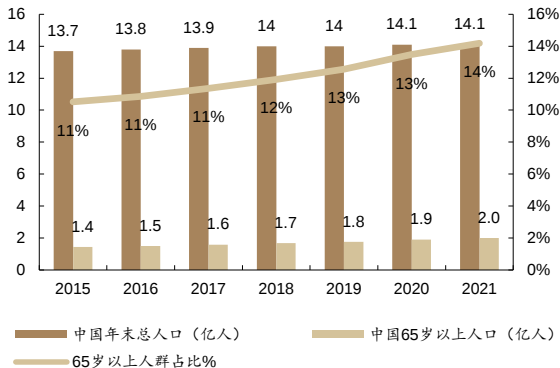
- 睡眠分为早段睡眠、中段睡眠和末段睡眠，其中早段睡眠问题是指入睡困难；中段睡眠问题是指睡眠维持困难，具体表现为易醒、多梦，睡眠效率低、质量差；末段睡眠问题是指醒得早，醒来之后难以再次入睡。
- **(1) 入睡困难**：选用半衰期比较短的药物，比如唑吡坦、劳拉西泮、咪达唑仑、佐匹克隆等药物。**(2) 睡眠维持困难**：选用半衰期相对长一些的药物，比如氯硝西泮、艾司唑仑、地西泮、佐匹克隆、扎来普龙等药物。**(3) 早醒**：建议选用中长半衰期的药物，比如艾司唑仑、氯硝西泮、佐匹克隆、S-佐匹克隆（右佐匹克隆）等药物。



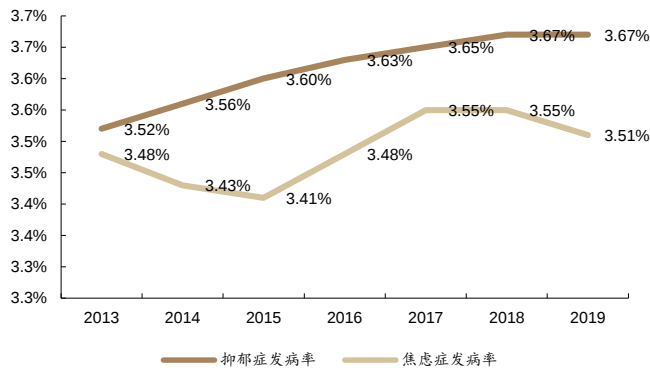
失眠行业驱动因素：老龄化+精神疾病高发+疾病认知程度提升

- **我国人口结构持续老龄化**：根据《中国失眠症诊断和治疗指南》，老年患病率明显更高，慢性失眠症的现患率从儿童的4.0%、青年人的9.3%，增加到老年人的38.2%。
- **抑郁焦虑合并失眠概率极高**：70%~80%的精神障碍患者均报告有失眠症状，而50%的失眠患者同时患有1种或1种以上精神障碍。随着我国抑郁焦虑发病率持续上升，抑郁焦虑患者将持续增加，失眠相关人群也将上升。
- **精神科就诊人数不断上升**：近几年随着睡眠健康意识增强，总体上人们对于失眠疾病认知程度逐步加深，精神科就诊人数也持续上升。

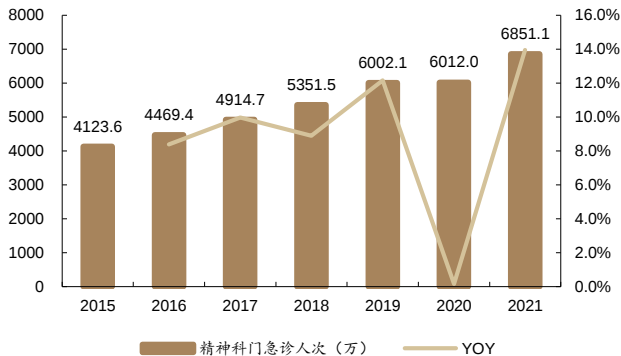
图：我国人口结构变化情况



图：我国抑郁焦虑患者发病率持续上升



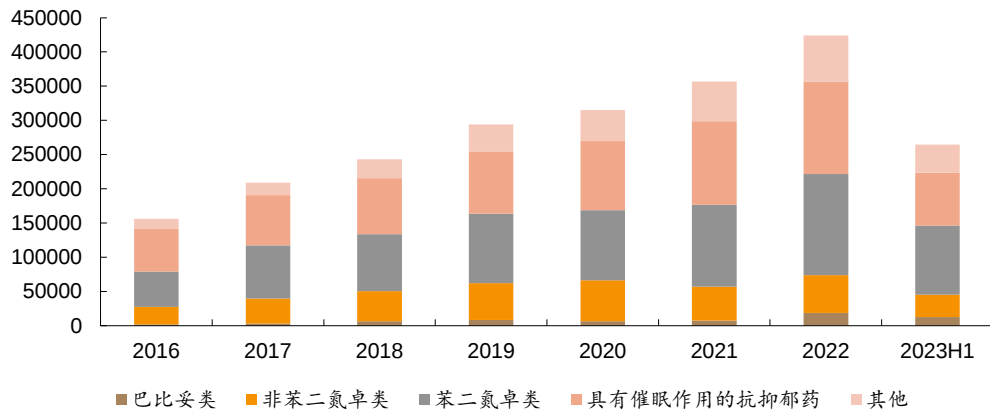
图：我国精神科就诊人数



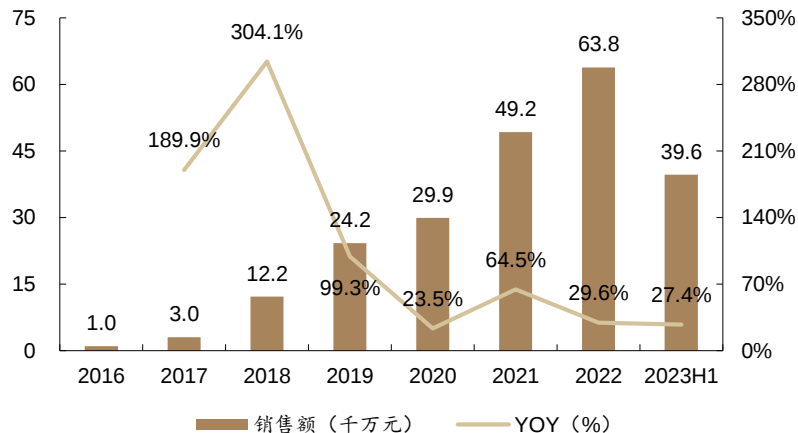
失眠化药市场约50亿，新品正快速增长

- 2022年我国失眠化药市场规模42亿元，同比增长18.9%，其中苯二氮卓类药物销售额占比最高，销售额为14.8亿元，此外失眠新药种阿戈美拉汀（施维雅和豪森制药）增速最快，2022年销售额达到6.4亿元，同比增长29.6%。

图：2016-2023H1失眠化药市场规模（万元）



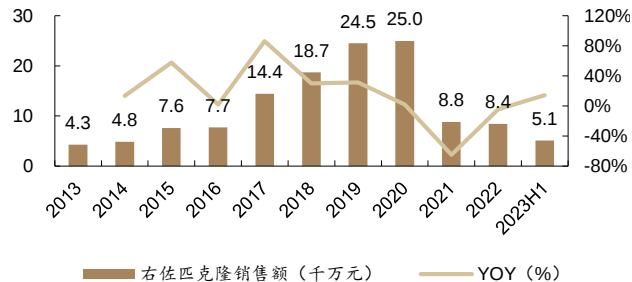
图：褪黑素受体拮抗剂阿戈美拉汀销售规模变化



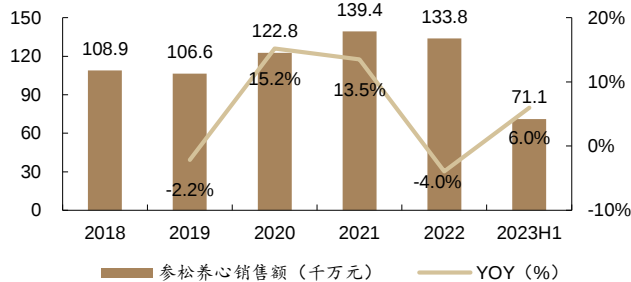
中药和保健品占据失眠药较大市场份额

■ 大部分失眠化药品种规模集中在3亿以内，中药和保健品部分单品已经突破5亿，整体来看失眠化药仍然具备较强增长空间。

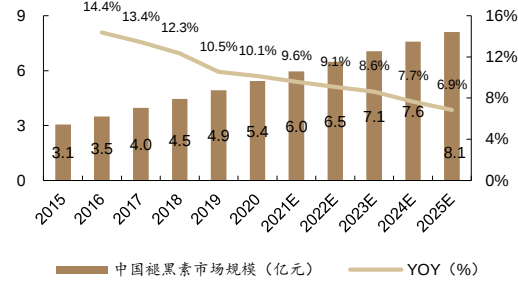
图：失眠化药经典品种规模



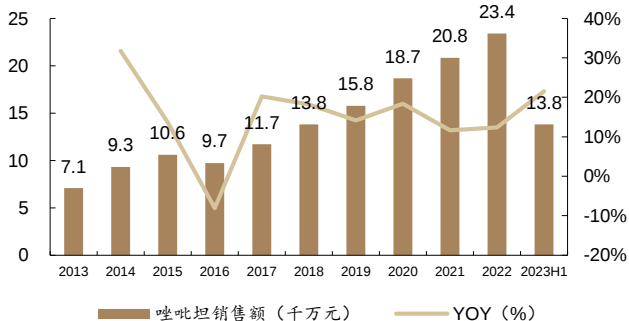
图：失眠中药经典品种规模



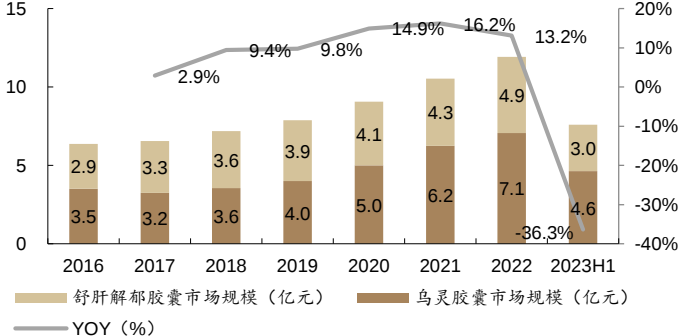
图：我国褪黑素市场医药电商规模



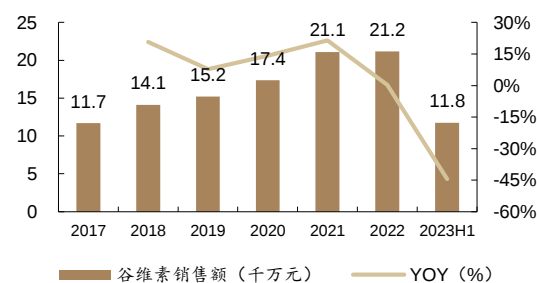
图：我国唑吡坦市场规模



图：我国乌灵胶囊/舒肝解郁胶囊市场规模



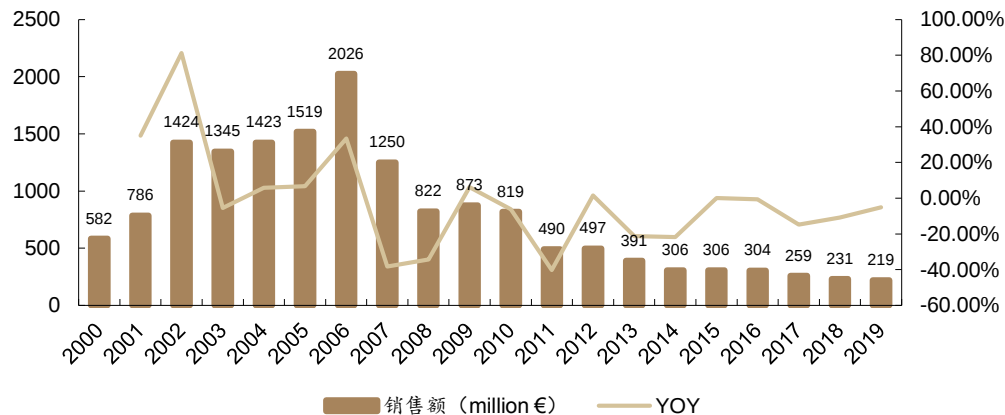
图：我国谷维素市场规模



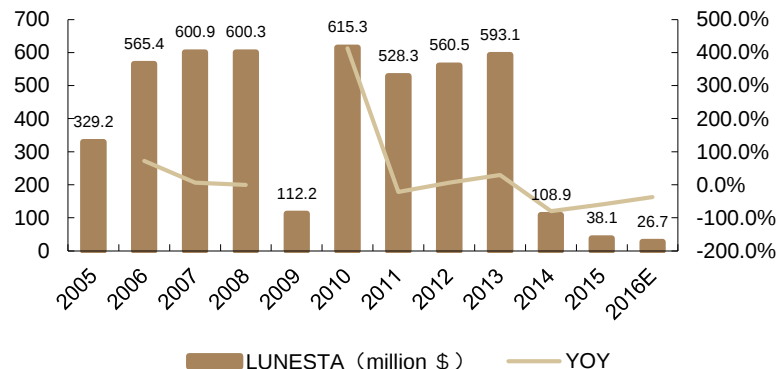
失眠化药销售额曾高达20亿欧元，因专利到期后萎缩

- 1、唑吡坦于1992年上市后，爬坡14年后销量在2006年达到顶峰约20.3亿欧元，此后因专利悬崖，销售额持续萎缩。
- 2、右佐匹克隆最先由Sepracor公司在2005年4月实现商业化，上市后该产品在前几年实现了快速增长，后因为2009年Sepracor被住友制药收购，以及2014年产品专利悬崖，产品销售额逐渐萎缩。

图：赛诺菲唑吡坦销售额趋势



图：右佐匹克隆销售额变化情况



“价格偏低+无新品推广+管制” 导致失眠化药市场较小

- **（1）失眠药物多为经典品种，整体单价和治疗费用偏低：**大部分失眠治疗药物日均治疗费用不超过3元，单疗程费用不足50元，整体价格降低。
- **（2）失眠药品缺少推广投入：**失眠药原研厂商多为跨国药企，如唑吡坦（赛诺菲），右佐匹克隆（塞普拉柯/住友制药），佐匹克隆（赛诺菲）等，这些跨国企业在推广策略上有其他重点推广产品；对于仿制药企而言，由于大部分产品集采降价相关推广费用也进一步压缩。
- **（3）失眠药多为精神药品，管制较严格：**除右佐匹克隆参与第三批集采外，大部分失眠药品为管制类精麻药品，如精神一类药品：三唑仑；精二类药品：扎来普隆，苏沃雷生、阿普唑仑、艾司唑仑、奥沙唑仑等。

图：部分失眠化药治疗费用对比

	单价	规格	用量	治疗时长	单疗程费用
右佐匹克隆	0.2元/片	1mg/片	3片/日	2周	8.4
佐匹克隆	2.5元/片	7.5mg/片	1片/日	2周	35
扎来普隆	2元/片	5mg/片	5-10mg	7-10天	36
唑吡坦	2.8元/片	10mg/片	1片/日	不超过4周	40.6
艾司唑仑	0.4元/片	1mg/片	1-2片/日	2周	11.2
阿戈美拉汀	16.6元/片	25mg/片	1片/日	2周	232.4

保健品褪黑素疗效和应用有一定局限性

- **褪黑素治疗失眠机理**：褪黑素是由脑松果体分泌的激素之一，它能抑制下丘脑-垂体-靶线轴活动，降低血中皮质醇的浓度，调节人的自然睡眠而克服睡眠障碍，提高睡眠质量。人体内褪黑素分泌具有昼低夜高的规律，一般在凌晨两点左右达到峰值，随着人的衰老，褪黑素会分泌不足，从而导致睡眠紊乱以及一系列功能失调。因此，从体外补充褪黑素，可使体内的褪黑素水平维持在年轻状态，调整和恢复昼夜节律，起到加深睡眠，提高睡眠质量，改善身体的机能状态和延缓衰老的作用。
- **褪黑素是辅助保健品，不能代替治疗**：随机试验显示，短期服用褪黑素，可以改善失眠患者的入睡，但效果有限；长期服用的有效性及安全性也有待验证，不建议首选。根据上海卫健委资料，褪黑素具有（1）半衰期较短：药效仅维持1小时左右；（2）不容易通过血脑屏障发挥作用；（3）容易导致激素紊乱。
- **褪黑素适用人群有限**：根据约翰霍普金斯大学研究，除目前法规标注的不适宜人群外，患有**癫痫症或抑郁症**也不能使用褪黑素，另外**糖尿病或高血压患者**也需要慎重，因为褪黑素补充剂还可能提高服用某些降压药物人群的血糖水平和血压水平。**褪黑素目前比较推荐的人群是“老年人”和“昼夜节律紊乱”的人群（倒班工作人群）。**

图：汤臣倍健褪黑素说明书

汤臣倍健牌褪黑素片的说明书	
【药品名称】	汤臣倍健牌褪黑素片
【批准文号】	国食健字G20060125
【生产企业】	广州市倍健生物工程有限公司
【保健功能】	改善睡眠
【用法用量】	每日1次，每次1片，睡前30分钟食用
【适宜人群】	40岁以上睡眠状况不佳者
【不宜人群】	少年儿童、妊娠期妇女、心脑血管疾病患者、肝肾功能不全及酒精过敏者。
【化学成分】	每100g含：褪黑素 0.51g、维生素B6 0.2g
【主要原料】	褪黑素、维生素B6、预胶化淀粉、硬脂酸镁
【注意事项】	本品不能代替药物；从事驾驶、机械作业、高空作业等危险操作者，不要在操作前或操作中食用；自身免疫症及甲亢患者慎用；本品含维生素B6，不宜超过推荐量或与同类营养素补充剂同时食用

图：褪黑素主要产品对比

	褪黑素	褪黑素缓释片	雷美替胺	阿戈美拉汀
国内分类	保健品	处方药	处方药	处方药
适应症	倒时差等	入睡困难	入睡困难	抑郁症
作用机制	直接补充褪黑素	直接补充褪黑素	MT1和MT2受体拮抗剂	MT1和MT2受体5-HT2C受体拮抗剂
半衰期	40分钟	6小时	1.0-2.6小时	1-2小时
口服剂量	1-3mg	2mg	8mg	25-50mg

失眠化药成长逻辑：治疗需求+替代+新品上市+管制放开

- **1、保健品应用有局限性，不能代替治疗**：随着大众对于精神类疾病认知增加，以及保健品天然的劣势（应用场景限制，以及副作用限制），整体上化药治疗有望加速对于一些保健品的替代。
- **2、预计2年内，至少有三款失眠新药获批上市**：包括京新药业的地达西尼、先声药业的达利多雷生、扬子江的YZJ1139以及卫材的莱博雷生等。随着疗效更佳优异的新品上市，整体失眠药市场的推广投入，医患了解程度均有望增加，叠加化药新药更高的价格，整体市场规模有望高速增长。
- **3、部分成瘾性较低的失眠化药管制级别限制有可能变更**：由于目前大部分失眠药物属于管制一类/二类精神药品，药品推广受到一定程度影响，如果能够证明失眠化药产品的成瘾性不足以达到精麻类药品分类标准，有望剔除管制目录，扩大适用人群，更加有利于相关产品的长期放量。

图：褪黑素应用局限性

□ 抑郁症、强迫症人群

对于使用氟伏沙明药品的抑郁症和强迫症患者不适和使用褪黑素，褪黑素与氟伏沙明共用可能会增加褪黑素吸收而提升不良反应或副作用几率

与镇静类药物合并适用会造成过度嗜睡，此类药物包括苯巴比妥、佐沛眠、氯羟去甲安定、硝西泮等

□ 高血压、高血糖人群

降压药物，例如硝苯地平控释片，与褪黑素合用可能降低药效

降血糖类药物或胰岛素，如格列美脲、格列吡嗪、格列齐特、甲磺宁、罗格列酮、伏降糖等，与褪黑素合用可能会造成降血糖药物的功效降低

□ 使用抗凝血剂人群

抗凝血剂类药物与褪黑素共用可能会增加淤青和出血出现的概率

此类药物包括阿司匹林、华法林、肝素、布洛芬、连肝素钠、双氯芬酸钠等

□ 器官移植和免疫疾病

器官移植抗排斥反应和自身免疫疾病如类风湿性关节炎、红斑狼疮、皮肤真菌病等，需要用到免疫抑制剂，主要包括他克莫司、咪唑硫嘌呤、环孢霉素、赛尼派、莫罗单抗、皮质类固醇、强的松等药物

褪黑素本身有增强免疫力的功能，此类药物与褪黑素合用会降低药效

褪黑素不适用人群

□ 心绞痛人群

使用硝苯地平或戊服安的心绞痛人群，此类药品会降低褪黑素效力

□ 日常摄入咖啡因人群

咖啡因会降低体内褪黑素水平，共用会降低服用效果

图：失眠新药治疗费用显著高于老药

	苏沃雷生	右佐匹克隆
适应症	适用治疗特征为难以入睡或难以维持睡眠的失眠。	用于治疗失眠。可缩短入睡时间，延长睡眠时间。
分类	食欲素受体拮抗剂	非苯二氮卓类催眠药
作用机理	通过对食欲素受体的拮抗作用达到增加睡眠，促进睡眠的作用。	作用于与苯二氮卓受体偶联的GABA受体复合物达到治疗失眠症的作用。
每日服药价格	14美元	0.99美元



02

失眠新药研发热情高涨，新品 有望陆续获批

失眠领域十余年无新药上市，新品呼之欲出

- 中国失眠药自从2007年右佐匹克隆上市后，新药出现了长时间空白，直至今年地达西尼获批上市，国内市场其他数款失眠药新品有望在未来1-2年内陆续上市，失眠新药市场有望就此焕发第二成长曲线。
- 目前在研失眠创新药中以食欲素受体（OX1R和OX2R）靶点为主。

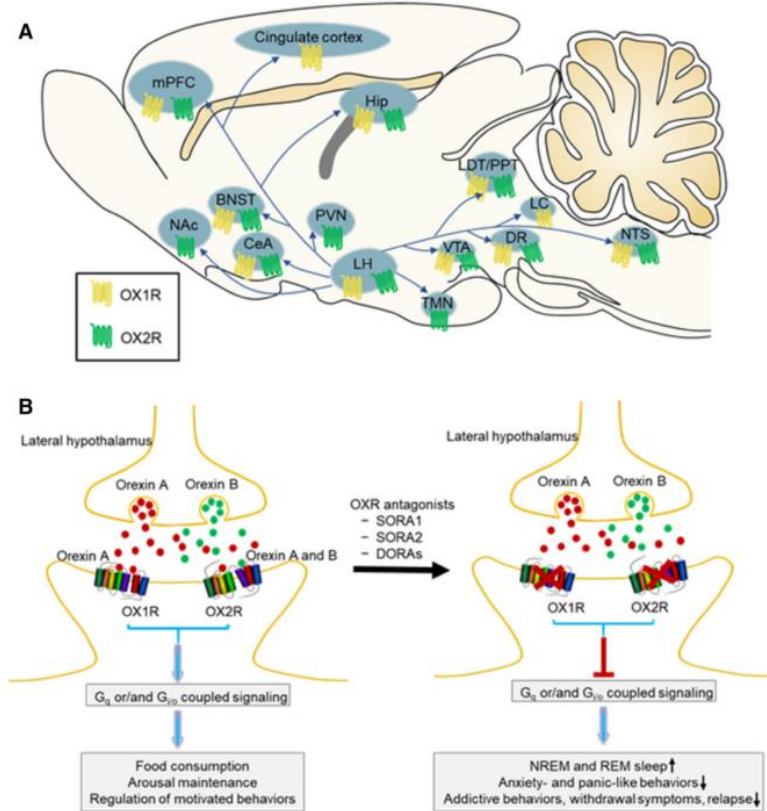
图：中国失眠领域创新药研发概览

药物名称	作用靶点	公司	适应症	国内研发阶段	最新公示时间
地达西尼	GABA _A 受体	京新药业/Evotec	失眠症	获批上市	2023/12/5
Daridorexant hydrochloride	OX2R; OX1R	先声药业	失眠障碍	临床Ⅲ期	2023/8/23
fazamorexant (YZJ1139)	OX2R; OX1R	扬子江药业	治疗以入睡困难/睡眠维持障碍为特征的失眠症	临床Ⅲ期	2023/7/6
Lemborexant (莱博雷生)	HCRT1R; OX2R	卫材	失眠症	临床Ⅲ期	2023/3/17
HEC83518	Orexin受体	东阳光药	失眠症	临床Ⅰ期	2021/7/9
HS10506	-	豪森药业	抑郁症及失眠	临床Ⅰ期	2023/6/26

食欲素受体拮抗剂或可治疗精神疾病

- **食欲素 (Orexin)** 是一种由下丘脑自然产生的、主要在中枢神经系统起作用的神肽，在调节摄食、能量代谢平衡、睡眠周期、血压等方面有广泛作用。近年来，已有研究发现食欲素受体拮抗剂对失眠、肥胖、抑郁症、药物成瘾等疾病具有治疗作用。食欲素和降钙素分别由Sakurai和de Lecea在1998年同时发现，之后被证明是相同的神肽。食欲素有两种类型：食欲素A (hypocretin-1) 和食欲素B (hypocretin-2)。两者都是由相同的前体肽，即前毒素产生的。食欲素肽是G蛋白偶联的orexin 1型受体 (OX1Rs) 和OX2Rs的配体。食欲素A可同时激活OX1R和OX2R，而食欲素-B则优先激活OX2R。
- **食欲素受体拮抗剂在治疗失眠、抑郁、焦虑、药物滥用等方面均有明显效果**：食欲素拮抗剂主要包括OX1R拮抗剂 (SORA1s)，选择性OX2R拮抗剂 (SORA2s) 和双重OX1/2R拮抗剂 (DORAs)。SORA2和DORA在治疗睡眠障碍方面具有更明显的功效，而SORA1可能会用于治疗焦虑症和药物成瘾。

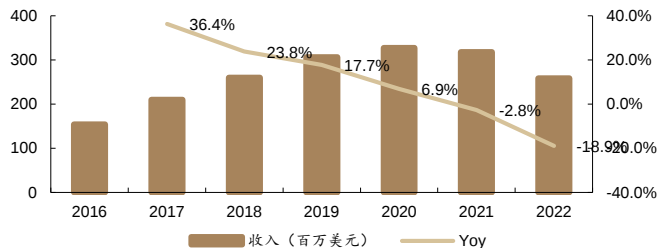
图：食欲素受体分布和食欲素受体拮抗剂在精神疾病治疗中的潜在应用



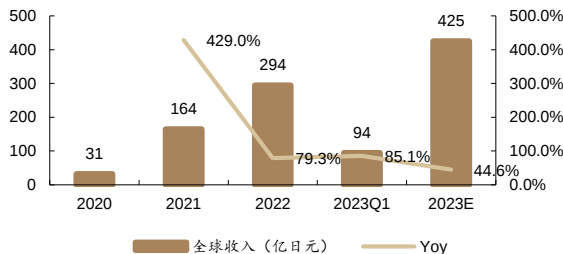
海外失眠新药市场表现优异

- **三款DORA新药作用机制类似**：双重食欲素受体拮抗剂，可阻断唤醒神经肽食欲素A和食欲素B与其受体的结合来抑制觉醒驱动，抑制失眠症患者中过度活跃的觉醒通路，进而发挥助眠作用。（1）默克苏沃雷生于2014年获得FDA批准，仅有美国日本销售。（2）卫材莱博雷生于2019年12月获批FDA，目前在日本、加拿大和澳大利亚等国家销售。（3）瑞士IDORSIA公司的利达雷生于2022年1月获得FDA批准，目前已在美国、德国、意大利和瑞士销售。**三款药物已被美国缉毒局列入附表IV，表明其滥用风险较低。**Lancet文献：Franco De Crescenzo, et al.《Comparative effects of pharmacological interventions for the acute and long-term management of insomnia disorder in adults: a systematic review and network meta-analysis》表明，综合考虑**疗效、可接受性、耐受性和安全性**，**莱博雷生和右佐匹克隆整体表现最佳。**
- 根据赢寰国际医药资料，三种药物特别适用于对唑吡坦和右佐匹克隆等其他药物反应不佳的成年人。
- 三款DORA新药上市后，其中莱博雷生增速最快，据Eisai公司公告，预计2023年全年销售额有望达到425亿日元（约合20.48亿元人民币），同比+44.6%。

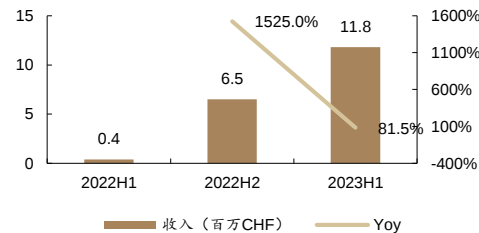
图：苏沃雷生销售额



图：卫材莱博雷生销售额



图：IDORSIA利达多雷生销售额



三款失眠新药临床数据对比

■ 研究表明三种新药都可以有效治疗失眠，但莱博雷生睡眠维持效果较好：实验结果表明三款DORA新药都有效地减少了上床后的入睡时间，并且比安慰剂维持睡眠的时间更长，并且唤醒时间和中断最少。

图：三款新药基础信息对比

	达利雷生	莱博雷生	苏沃雷生
药品名称	Quviviq	Dayvigo	Belsomra
剂型	口服片剂	口服片剂	口服片剂
生产商名称	依多利亚	卫材	默克
FDA 批准日期	2022 年 1 月 7 日	2019 年 12 月 23 日	2014 年 8 月 13 日
每片价格	17.6 美元	11.5 美元	15.17 美元

图：副作用对比

	达利雷生	莱博雷生	苏沃雷生
头痛	6-7%	4.5-5.9%	7%
疲劳和白天嗜睡	2-3%	6.9-9.6%	7%
头晕	0-3%	-	3%
恶心	0.3-0.5%	-	-
睡眠瘫痪	0.3-0.5%	1.3-1.6%	-
幻觉	0.60%	0.1-0.7%	-
噩梦	-	0.9-2.2%	2%

图：药代动力学对比

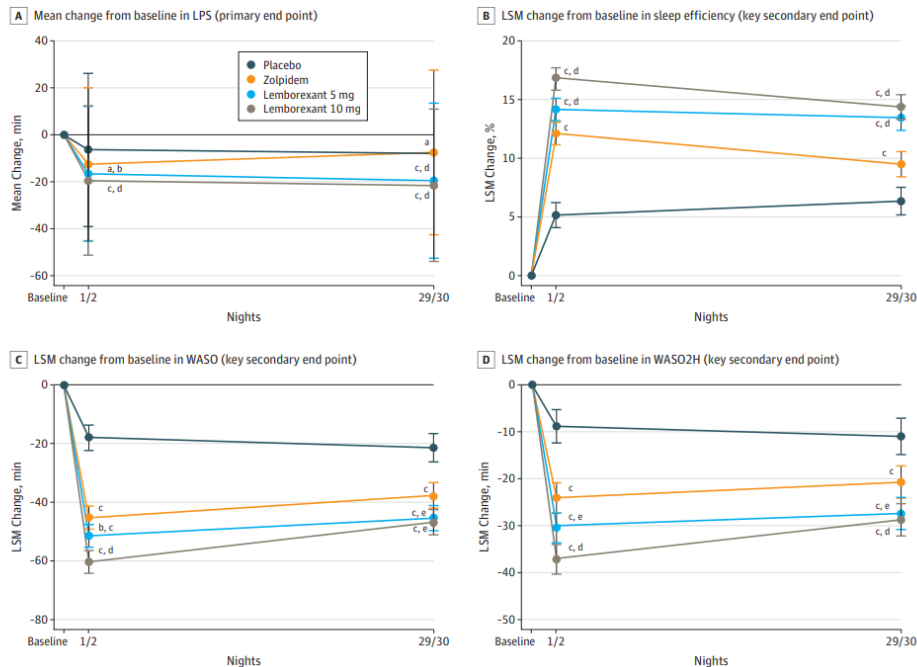
	达利雷生	莱博雷生	苏沃雷生
MOA	阻止 OX1R 和 OX2R		
对 QT 间期影响	没有任何影响		
口服给药后血浆峰值水平	1-2小时	1-3 小时	2小时
生物利用度	62%	87%	82%
食物的影响	延迟1.3小时	延迟2小时	延迟1.5小时
代谢	CYP3A4 (89%)	CYP3A4	CYP3A4
排泄	粪便 57%，尿液 28%	57.4% 粪便，29.1% 尿液	66% 粪便，33% 尿液
半衰期	8小时	19小时	12小时

图：有效性对比

	达利雷生	莱博雷生	苏沃雷生
睡眠开始 (LPS)	从 64 至 67 分钟的基线减少了 28 至 31 分钟	从 43 至 45 分钟的基线减少了 23 至 26 分钟	从 69 分钟的基线减少了 34 分钟
睡眠保养 (TST/SE)	睡眠质量比安慰剂好 2 倍 (总睡眠时间提升 34 至 44 分钟)	睡眠质量提高 4.5 至 4.7 倍	总睡眠时间增加 39 至 60 分钟 (比安慰剂好睡眠 1.2 至 1.9 倍)
入睡后醒来的时间到清醒的时间 (WASO)	缩短 21 至 30 分钟	缩短 45 分钟	减少 42 至 56 分钟

仅有莱博雷生开展III期头对头临床

图：莱博雷生治疗失眠效果显著好于安慰剂、唑吡坦



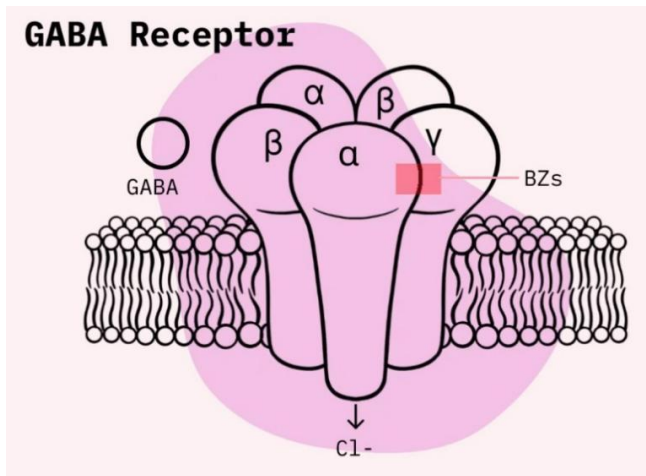
图：莱博雷生治疗失眠不良事件/副作用更小

	No. (%)			
Event	Placebo (n = 209)	Zolpidem ER 6.25 mg (n = 263)	Lemborexant 5 mg (n = 266)	Lemborexant 10 mg (n = 268)
TEAE	53 (25.4)	93 (35.4)	74 (27.8)	82 (30.6)
Treatment related	16 (7.7)	41 (15.6)	30 (11.3)	39 (14.6)
Severe	3 (1.4)	8 (3.0)	1 (0.4)	2 (0.7)
Serious	0	4 (1.5)	2 (0.8)	0
Leading to study discontinuation	2 (1.0)	7 (2.7)	2 (0.8)	3 (1.1)
Leading to interruption of study drug	1 (0.5)	2 (0.8)	1 (0.4)	0
Death	0	0	0	0
TEAE reported in >2% of participants in any active treatment group				
Headache	13 (6.2)	14 (5.3)	17 (6.4)	13 (4.9)
Somnolence	4 (1.9)	4 (1.5)	11 (4.1)	19 (7.1)
Urinary tract infection	2 (1.0)	2 (0.8)	3 (1.1)	9 (3.4)
Nasopharyngitis	3 (1.4)	1 (0.4)	7 (2.6)	1 (0.4)
Upper respiratory tract infection	4 (1.9)	2 (0.8)	6 (2.3)	1 (0.4)
Dizziness	4 (1.9)	8 (3.0)	3 (1.1)	2 (0.7)

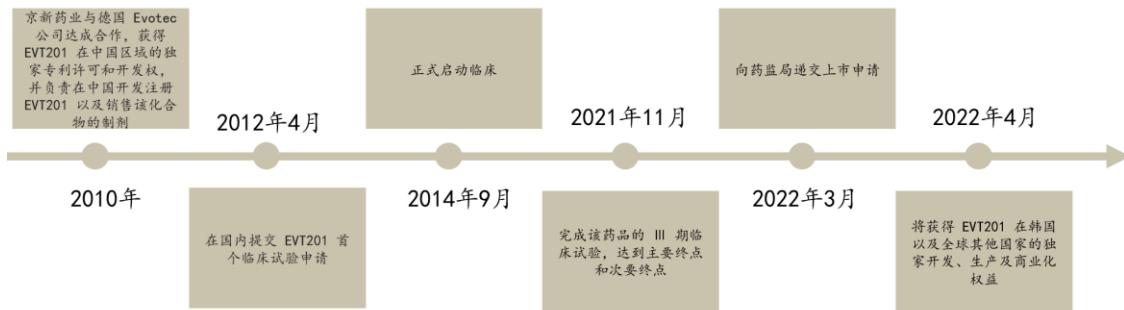
地达西尼：不易产生耐受性和成瘾性

- **EVT201作用机制新颖，填补临床需求空白。** EVT201属于新型GABA_A受体部分正向别构调节剂，通过与 α 1-亚型结合导致GABA_A受体的变构调节而中度激活该受体并导致下游信号转导，从而抑制中枢神经系统，发生睡眠作用。**与GABA_A受体的完全激活剂相比，EVT201胶囊对GABA_A受体产生了较低的最大激活效价强度**，这种作用机制使EVT201既能对GABA_A受体产生激活作用，而对神经系统发生迅速抑制，又能避免对GABA_A受体过度激活而产生深度抑制引发神经副作用。因此EVT201能快速诱导入睡并维持整夜睡眠，不影响睡眠结构从而产生接近正常的睡眠质量、**有正常状态的苏醒、基本无宿醉效应、不引起认知和运动障碍、不易产生耐受性和成瘾性、老年人易耐受等优点**，能填补镇静催眠药尚未满足的医疗需求空白，有着广阔的市场前景。EVT201最早由罗氏公司开发，后罗氏给予Evotec公司其全球范围内的独占权。Evotec公司将其开发用于治疗失眠症，并在国外完成了多中心的I、II期临床。2010年10月，京新药业与Evotec公司签署合作协议。

图：GABA受体作用机制



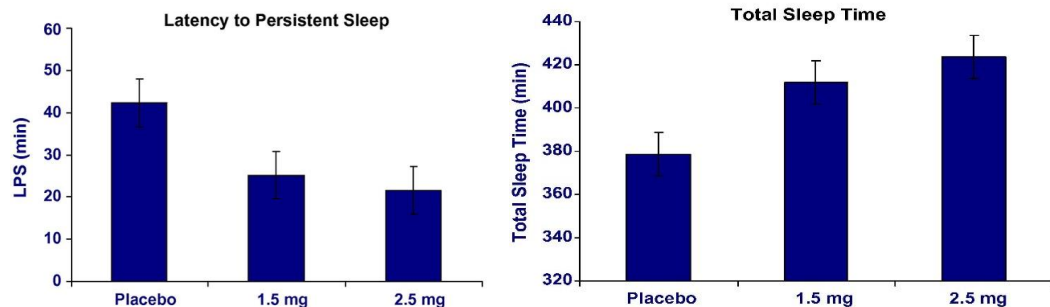
图：地达西尼研发历程



地达西尼：有效性和安全性数据良好

- JX202001-EVT201-III研究是一项针对失眠障碍患者评估EVT201胶囊与安慰剂在疗效和安全性方面的多中心、随机、双盲III期临床研究。研究的主要终点是通过双盲治疗期第13/14晚进行多导睡眠图（PSG）监测，评估平均总睡眠时间（TST），次要终点包括PSG监测的平均持续睡眠潜伏期、平均睡眠效率、平均睡眠觉醒时间、平均睡眠觉醒次数，以及安全性指标如撤药反跳评价、日间嗜睡评估、认知功能评估和疲劳程度评价等。研究共有546例受试者入组，随机分为试验组和对照组，分配比例为2:1。
- EVT201 1.5 mg 和 2.5 mg 分别增加总睡眠时间（TST）33.1 和 45 分钟，分别减少入睡后的觉醒（WASO）16.7 和 25.7 分钟，分别减少持续睡眠的潜伏期（LPS）17 和 20.7 分钟，并分别减少觉醒次数 1.2 和 2.6 次，研究结果均显著有效。**两种剂量均改善了睡眠质量，早晨自测嗜睡与安慰剂没有差异，耐受性良好，没有报告严重或意外的不良事件。**

图：地达西尼 I 期临床数据



图：地达西尼三期次要终点主要安全性指标

次要终点	HAMA量表评价用药对焦虑症状的影响
次要终点	不良事件：AE的评价包括类型、发生率、严重程度、发生和结束时间、是否为SAE和相关性及转归
次要终点	依赖性评价：a) 通过ARCH评估受试者回忆使用EVT201后的典型心境或感受；b) 通过撤药症状问卷（BWSQ）来评价EVT201的戒断反应。
次要终点	药物残留效应评价 a) 睡眠日记记录的警觉水平和注意力水平；b) 通过Epworth嗜睡量表评价EVT201对日间嗜睡情况的影响

地达西尼：有效性和安全性数据良好

图：地达西尼III期临床数据达到主要/次要临床终点

	Dimdazenil (n = 367)	Placebo (n = 178)	P-value
Primary endpoints			
Day 13/14 TST, min	406.68 (55.84)	376.54 (58.85)	<0.001
LSM difference compared with baseline (95% CI)	32.05 (20.8333, 43.2682)	—	—
*p-value	<0.001	—	—
Secondary endpoints			
Day 13/14 LPS, min	36.99 (32.62)	42.87 (39.11)	0.023
LSM difference compared with baseline (95% CI)	-6.46 (-12.0424, -0.8783)	—	—
*p-value	<0.001	—	—
Day 13/14 SE, %	79.91 (10.93)	74.22 (11.80)	<0.001
LSM difference compared with baseline (95% CI)	5.55 (3.71, 7.39)	—	—
*p-value	<0.001	—	—
Day 13/14 WASO, min	69.44 (52.56)	93.02 (57.44)	<0.001
LSM difference compared with baseline (95% CI)	-20.16 (-28.61, -11.71)	—	—
*p-value	<0.001	—	—
Day 13/14 sSL, min	52.90 (30.30)	54.66 (33.40)	0.045
LSM difference compared with baseline (95% CI)	-4.23 (-8.4318, -0.0238)	—	—
*p-value	<0.001	—	—
Day 13/14 sTST, min	362.91 (59.61)	347.28 (59.20)	<0.001
LSM difference compared with baseline (95% CI)	18.33 (10.09, 26.57)	—	—
*p-value	<0.001	—	—
Day 13/14 sWASO, min	41.11 (38.73)	57.66 (49.44)	<0.001
LSM difference compared with baseline (95% CI)	-14.60 (-19.95, -9.24)	—	—
*p-value	<0.001	—	—
Day 13/14 sNAW	1.35 (0.80)	1.79 (1.11)	<0.001
LSM difference compared with baseline (95% CI)	-0.29 (-0.4083, -0.1755)	—	—
*p-value	<0.001	—	—
Day 13/14 ISI, score	11.0 (5.09)	12.6 (5.20)	<0.001

Variables expressed as mean (SD). CI, confidence interval; LSM, least squares mean; TST, total sleep time; LPS, latency to persistent sleep; SE, sleep efficiency; WASO, wake after sleep onset; sSL, subjective sleep latency; ISI, insomnia severity index.

图：地达西尼III期临床数据显示不良反应较小

N (%)	Dimdazenil (n = 367)	Placebo (n = 178)	P-value
TEAE	174 (47.41)	71 (39.89)	0.100
Serious TEAE	2 (0.54)	2 (1.12)	0.600
Reduction of platelet count	1 (0.27)	0 (0.00)	
Rib fracture	0 (0.00)	1 (0.56)	
Diabetic foot	1 (0.27)	0 (0.00)	
Spontaneous abortion	0 (0.00)	1 (0.56)	
TEAE rate more than 2% in any group			
Hyperuricemia	3 (0.82)	4 (2.25)	0.472
Vertigo	11 (3.00)	5 (2.81)	1.000
Headache	16 (4.36)	4 (2.25)	0.331
Dizzy	46 (12.53)	9 (5.06)	0.006
Ocular hypertension	10 (2.72)	7 (3.93)	0.441
TRAE	110 (29.97)	39 (21.91)	0.052
TRAE rate of more than 2% in any group			
Vertigo	10 (2.72)	5 (2.81)	1.000
Dizzy	36 (9.81)	8 (4.49)	0.043
Ocular hypertension	9 (2.45)	7 (3.93)	0.417

TEAE, treatment emerged adverse event; TRAE, treatment-related adverse event.

地达西尼潜在空间达15亿

- **核心假设：**中国成人失眠患病率38.2%，中重度患者重约占总体失眠患者14.2%，中重度患者人数约0.6亿人，用药渗透率假设分别为2%/6%/10%，对应用药人数约为121万/363万/604万人，假设地达西尼胶囊价格30元/片，治疗2周约420元，中性预测潜在市场空间约为15.2亿元。

图：地达西尼市场空间测算

中国成年人人数(亿人)	11		
成人失眠患病率	38.2%		
中国失眠患者人数(亿人)	4.3		
中重度失眠比率	14.2%		
中重度失眠患者人数(亿人)	0.6		
中重度患者用药渗透率	2%	6%	10%
中重度患者用药人数(万人)	121	363	604
地达西尼日均花费(元)	30		
地达西尼单疗程费用(元)	420		
地达西尼潜在空间(亿元)	5.1	15.2	25.4

图：国内经典失眠药覆盖人群测算

	2022年销售规模(万元)	单疗程费用(元)	覆盖人次(万人)
右佐匹克隆	8407	8.4	1000.8
佐匹克隆	21235	35	614.4
唑吡坦	23411	40.6	576.6

03

相关标的

相关标的

- 建议关注在研管线中具有失眠潜在重磅新品的相关公司：
- 国内企业：（1）京新药业：深耕CNS多年，地达西尼获批上市；（2）先声药业：创新药行业领军者，超60项管线推进，神经系统领域优势凸显。
- 海外企业：建议关注默克和卫材。

图：京新药业在研管线

治疗领域	项目名称	研发进度				
		临床前	临床I期	临床II期	上市申请	获批上市
精神神经	EVT201胶囊	失眠				
	JX1502NA胶囊	精分				
	普拉克雷沙吉兰缓释胶囊	帕金森				
	JBS0101	癫痫				
	T2219	精分				
	2245	帕金森				
心脑血管	降血脂改良方	血脂异常				
	静脉桥外支架	心脏搭桥				
	2168Z	血脂异常				
	2182	凝血				
	康复新液肠溶胶囊	溃疡性结肠炎				

图：先声药业在研管线

在研产品（靶点/机制）	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA/BLA	获批上市
神经系统							
先必新®舌下片*（自由基和炎症细胞因子）							
	急性缺血性脑卒中						
	急性缺血性脑卒中（美）						
達利雷生*（DORA）							已在美、欧等多地上市
先必新®注射液新適應症（自由基和炎症细胞因子）							
	腦出血						
SIM0801*（QPCT）							
	阿爾茲海默病						
SIM0800*（AQP4）							
	腦卒中伴發腦水腫						
SIM0802*（PSD-95）							
	缺血性腦卒中						

04

风险提示

风险提示

- 市场竞争加剧的风险；
- 研发进度不及预期的风险；
- 相关药物销售放量不及预期的风险；
- 行业政策相关的风险。

分析师与研究助理简介

陈铁林，德邦证券研究所副所长。医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师2019年新财富第四名，2018年新财富第五名、水晶球第二名，2017年新财富第四名，2016年新财富第五名，2015年水晶球第一名。

投资评级说明

	类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

免责声明

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

法律声明：

德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperry Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880
400-8888-128