

## 重回稳健增长轨道，精彩未来正在来临

### ——天士力（600535）一季报点评

#### 投资要点：

## 1. 事件

公司发布一季报。公司一季度实现营业收入 33.48 亿元，同比增长 6.45%，环比下降 22.78%。实现归属净利润 3.18 亿元，同比增长 14.84%，环比增长 83.57%（环比增幅较大主要源于 16Q4 渠道端去库存导致较高的销售费用）。实现扣非归属净利润 3.11 亿元，同比增长 15.19%，环比增长 82.37%。第一季度实现 EPS 0.29 元。

## 2. 我们的分析与判断

### （一）医药工业连续两季度同比正增长，业绩重回稳健增长轨道

分行业看，公司医药商业板块一季度营业收入为 20.35 亿元，同比增长 2.47%，环比下降 1.61%；医药工业板块一季度营业收入为 12.98 亿元，同比增长 15.18%，环比下降 42.24%。公司医药工业已连续两季度同比增速为正，且单季度净利润增速首度转正，16Q4 大规模的销售费用昭示着 16 年医药工业渠道端去库存的尾声，17 年调整结束，未来预计业绩稳健增长。

公司一季度毛利率为 32.75%，较去年同期上升 1.81 个百分点，其中医药工业毛利率 72.96%，较上年同期下降 1.87 个百分点；医药商业毛利率为 7.35%，较上年同期上升 1.27 个百分点。未来公司毛利率仍将处于提升过程，毛利率较高的医药工业收入占营业收入比重从 16Q1 的 35.83% 回复至 17Q1 的 38.77%，未来仍有较大提升空间；而医药商业受益于两票制等流通领域改革，兼以规范整合将带来商业板块效率改善。一季度经营性现金流净额-7.19 亿元，较上年同期下降 624.37%，主要系票据贴现利率高于贷款利率，公司减少票据贴现所致。

财务指标方面，一季度公司销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 11.26%（同比+0.52pp）、6.06%（同比-0.47pp）及 1.75%（同比-0.07pp），呈现基本稳定态势。

分产品看，公司医药工业板块各领域的营业收入均有不同幅度的增长，心脑血管（包括丹滴、养血清脑颗粒/丸、注射用益气复脉、芪参益气滴丸、注射用丹参多酚酸等）同比上升 8.83%，抗肿瘤（替莫唑胺、氟他胺等）同比上升 25.32%，感冒发烧（藿香正气滴丸、穿心莲内酯滴丸等）同比上升 31.69%，肝病治疗（水林佳、阿德福韦酯片等）同比上升 75.88%。其中公司生物药（主要为普佑克）收入由于普佑克进入地方新农合及地方抢救目录、开拓

## 天士力(600535.SH)

**推荐 维持**

#### 分析师

李平祝

☎: 010-83574546

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

职业资格证书编号: S0130515040001

特此鸣谢

余宇 010-83571335

(sheyu@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息。

#### 市场数据

2017-04-20

A 股收盘价(元)	42.32
A 股一年内最高价(元)	42.39
A 股一年内最低价(元)	37.32
沪深 300 指数	3461.55
市盈率	37.56
总股本(万股)	108047.59
实际流通 A 股(万股)	103284.27
限售的流通 A 股(万股)	4763.32
流通 A 股市值(亿元)	437.10

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究部

#### 相关研究

天士力(600535)年报点评: 医药工业渠道调整影响结束，关注员工持股计划及医保谈判目录  
天士力(600535): 丹滴 FDA 认证的最大不确定性已消除，继续战略性推荐 2016-12-29

天士力(600535)三季报点评: 业绩低于预期，看好逻辑不变 2016-10-25

天士力(600535): 中药现代化龙头，即将实现我国新药 FDA 零的突破 2016-09-09

市场而大幅增长 15,485.85%，增长势头强劲。

## （二）丹滴持续打造大药辉煌，确保全球成果中国落地

在现代中药领域，公司不断打造国际化大药体系，确保全球学术成果能在中国落地，反哺国内销售。17 年公司把复方丹参滴丸国内外大量临床研究特别是结合为申请美国新药上市进行的 FDA 临床科研成果形成多个层次的学术报告，并开展全国范围系列高端科学教育，确保中药世界级的研究在中国学术地位和学术成果落地，推进丹滴成为该疾病领域在国内市场的一线药品。此外，公司预备为丹滴增加糖网新适应症，预计今年完成临床试验；预备依据 FDA 三期试验数据为丹滴增加心电图异常型稳定性心绞痛适应症，在 CFDA 申请新药，成为标准化适应症的现代中药。在公司的持续推动下，预计丹滴在国内市场未来仍有较大增长空间。

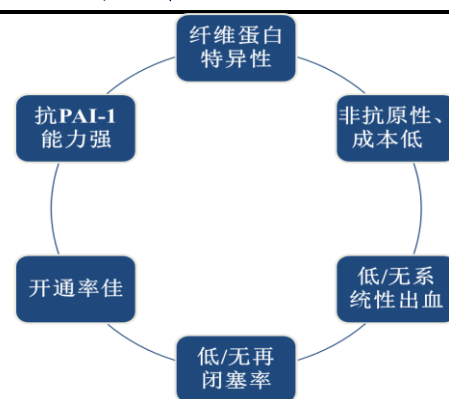
## （三）普佑克进入医保谈判目录，生物药领域积极布局

报告期内，公司收到人力资源和社会保障部社会保险事业管理中心《关于邀请参加药品谈判工作的函》，下属子公司上海天士力药业有限公司的注射用重组人尿激酶原（普佑克）、天津天士力之骄药业有限公司的注射用益气复脉（冻干）两品种已被列入国家医保目录谈判药品范围并邀请公司参加价格谈判工作，为进入谈判目录品种最多的国内企业。其中，普佑克为公司利用重组 DNA 技术，采用哺乳动物中国仓鼠卵巢细胞(Chinese Hamster Ovary cell, CHO)作为重组蛋白表达系统，生产糖基化的重组人尿激酶原产品(Pro-UK)，商品名普佑克。普佑克为第三代特异性溶栓药物，较目前的溶栓药中的金标准阿替普酶（为第二代溶栓药）更为先进。

表 1: 主要溶栓药分类枚举

溶栓药物代际	纤维蛋白特异性	纤维蛋白非特异性
第一代	--	尿激酶 (UK)、链激酶 (SK)
第二代	阿替普酶 (rt-PA) 瑞替普酶 (r-PA)、替奈普酶 (TNK-tPA)	阿尼普酶 (APSAC)、前尿激酶 (scum-PA)
第三代	重组人尿激酶原 (普佑克) (rhPro-UK) 等	--

图 1: 理想溶栓药物标准



资料来源: Evolutionary Trend of Thrombolytics, 中国银河证券研究部

资料来源: Evolutionary Trend of Thrombolytics, 中国银河证券研究部

临床试验数据表明普佑克同时具备开通率高、安全性好的特点，IV 期临床 2088 例数据结果表明，该药对急性心肌梗死病人血管开通率达到 85.2%（基于全分析集），药物相关的颅内出血发生率仅为 0.19%，（公开文献数据显示，其他特异性的溶栓药物的开通率在 78%-82% 之间，出血率在 0.9%-3.45% 之间，而非特异性溶栓药出血率高不予比较），较其他主要溶栓药具备明显竞争优势，目前普佑克已进入急性 ST 段抬高型心肌梗死诊断和治疗指南、急性冠脉综合征急诊快速诊疗指南、冠心病合理用药指南和急性 ST 段抬高型心肌梗死溶栓治疗的合理用

药指南等 5 个指南。此外，它与其他溶栓药相比所导致的再闭塞率最低，对以后采用介入影响最小，适用于“溶栓—介入结合治疗”，符合心肌梗死治疗的未来发展趋势，可充分发挥溶栓和介入两种疗法各自的优点，即溶栓疗法的使用方便、及时和介入疗法的开通率高，进一步提高心梗治疗的疗效。

**表 2: 普佑克开通率优于其他溶栓药物 (基于符合方案集)**

主要溶栓药物	开通率
阿替普酶	73%~84%
瑞替普酶	84%
替奈普酶	85%
尿激酶	53%
重组人尿激酶原	88.50%

**图 2: 相关适应症市场空间**

适应症	市场空间/年	备注
急性心肌梗死溶栓治疗	80 万人	
缺血性脑卒中	100-150 万	临床研究阶段
急性肺栓塞	80 万人	临床研究阶段

资料来源: 普佑克 IV 期数据, 中国临床试验中心, 中国银河证券研究部 资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

**溶栓药物需求为刚需，市场空间广阔。**以急性心肌梗死适应症为例，指南要求：（1）针对发病 12h 以内，预期 FMC 至 PCI 时间延迟大于 120min 且无溶栓禁忌证时应予以溶栓治疗；（2）针对发病 12~24h 仍有进行性缺血性胸痛和至少 2 个胸前导联或肢体导联 ST 段抬高>0.1mV，或血液动力学不稳定的患者，若无直接 PCI 条件，溶栓治疗是合理的。在我国，由于基层医疗水平限制难以达到 PCI 手术要求，入院到接受急诊 PCI 治疗的中位时间为 165 分钟，从入院到溶栓时间为 130 分钟，目前只有 5% 的病人能够及时得到 PCI 手术治疗，而溶栓治疗快速、简便，在不具备 PCI 条件的医院或因各种原因使 FMC 至 PCI 时间明显延迟时，对有适应证的 STEMI 患者，静脉内溶栓仍是较好的选择。试验表明，对发病 3h 内的患者，溶栓治疗的即刻疗效与直接 PCI 基本相似。我国心梗患者多分布于广大基层地区，医疗能力不足以支撑全部进行直接 PCI，因此每年心肌梗死新发的可溶栓治疗人群 80 万以上。此外，普佑克于 16 年 6 月获得急性肺栓塞适应症、缺血性脑卒中适应症两临床批件，正在进行临床研究，其中抗缺血性脑卒中项目已入组 52 例病人，临床效果良好。未来所有三个适应症共计市场空间 260 万~310 万人/年，伴随人口老龄化，整体市场增速约为 11% 以上。

**竞争格局优异，竞争对手单一，价格基本相当。**根据新版医保目录，在现有适应症上，与普佑克形成竞争的已纳入医保目录的溶栓药物包括第一代非特异性溶栓药尿激酶、（重组）链激酶和第二代特异性溶栓药阿替普酶。其中前两者价格低廉，但由于非特异性而容易导致出现全身性出血尤其是颅内出血，危险性高，且开通性差，因此已经逐渐被淘汰，市场萎缩。而阿替普酶作为普佑克的主要竞争药品，在溶栓药物中市场占有率占有绝对优势，目前国内仅有勃林格殷格翰一家生产（进口）且无仿制药在研。阿替普酶多年来一直在医保目录中，近两年中标价区间为 5300~5500 元/50mg 及 2400 元/20mg，即折合一疗程 10600~12000 元。

**鉴于普佑克在开通率和安全性上都胜过阿替普酶，且不良反应发生率低、半衰期长，我们预计普佑克在谈判目录中定价可参照阿替普酶，如按照竞品一疗程 10600~12000 元计算，则普佑克每支价格可在 1060~1200 元之间，相较近两年中标价范围 1181~1566 元价格类似，降价幅度不大。谈判后价格虽仍有不确定性，但销量将因纳入医保支付范围而大为受益。尤其普佑克 15、16 年因未纳入医保而无法放量，年销量不到 4 万支，提升潜力巨大。今年 1 季度公司开拓市场，普佑克进入地方新农合及地方抢救目录已经导致营业收入大幅上升，此次进入谈判目录将继续促使收入上升，同时摊薄固定成本，提升毛利率从而切实增厚利润。**

**表格 3 医保目录之溶栓药物**

2016 年医保目录				2009 年医保目录			
分类	药物名称	剂型	限制	分类	药物名称	剂型	限制
甲类	尿激酶	注射剂	无	甲类	链激酶(含重组链激酶)	注射剂	无
甲类	重组链激酶	注射剂	无	甲类	尿激酶	注射剂	无
乙类	阿替普酶	注射剂	限急性心肌梗死发病 12 小时内及脑梗死发病 3 小时内溶栓治疗时支付	乙类	阿替普酶	注射剂	限急性心肌梗死发病 12 小时内及脑梗死发病 3 小时内溶栓治疗时支付
乙类	降纤酶	注射剂	限急性脑梗死的急救抢救	乙类	蚓激酶	口服常释剂型	住院报销, 门诊不报销
乙类	纤溶酶	注射剂	限急性脑梗死的急救抢救	乙类	纤溶酶	注射剂	限抢救
乙类	蚓激酶	口服常释剂型	住院报销, 门诊不报销				

资料来源: 人社部, 中国银河证券研究部

**表格 4 注射用重组人尿激酶原基本情况总结**

注射用重组人尿激酶原 (普佑克)	
类别	生物药
是否独家	是
适应症	急性心肌梗死溶栓治疗、缺血性脑卒中 (临床研究)、急性肺栓塞 (临床研究)
适应症人群/年	急性心肌梗死 80 万人; 缺血性脑卒中 100 万-150 万人; 急性肺栓塞 80 万人
竞争优势	开通率高、安全性好 (较其他特异性溶栓药物)
进入指南/共识数量	5 个
近两年中标价范围	1181~1566 (元)
16 年销量	3.88 万支
16 年销售收入	3791.27 万元
15 年销量	3.63 万支
15 年销售收入	3532.00 万元
纳入其他目录情况	上海市医保目录、河北省新农合目录、甘肃急救抢救药目录增补目录等

资料来源: 公司公告、药智网, 中国银河证券研究部

普佑克的成功昭示生物药业务良好开端, 未来将全面布局生物药优质平台。公司拟实现现代中药为核心, 协同生物药和化学药为两翼的国际化产业格局。预计生物药将是近几年重点打造的方向, 具体方式包括自主研发、合作研发、战略投资和合资公司等。报告期内, (1) 公司参股子公司天视珍生物技术合并天境生物科技并向主体增资, 其中天视珍团队专注于生物药工艺开发和制造, 而天境生物团队专注于早期研发和临床开发。两者具有高度协同性, 合并后将成为一个集早期开发、生产制备到临床开发全面性平台, 合并后的主体将具有中国创新生物药领域强大的在研管线, 挑战新一代免疫肿瘤学和下一代生物药的开发, 预计截至 2018 年将共有 11 个产品 IND, 截至 2017 年将开展 2 个国际/中国临床试验。(2) 以子公司上海天士力药业有限公司为主体增资上海赛远生物科技有限公司, 交易相关的核心品种为安美木单抗 (晚期实体瘤)、CD47 靶点和 TIM-3 靶点, 将进一步增强本公司在肿瘤治疗领域的生物制剂药品实力, 构筑天士力抗肿瘤药品集群, 且完善本公司在生物制剂领域的产品线布局, 形成天士力生物制剂平台。(3) 公司未来将对旗下生物药、化药同样采取国际化产品布局, 以药

物国际国内同步上市为研发目标，以应对国内药政的变革与发展。

#### （四）注射用益气复脉迎来全面放量机会

注射用益气复脉入选医保谈判目录获国家认可，未来有望借助公司渠道推广优势全面放量。注射用益气复脉（冻干）为子公司天津天士力之骄药业有限公司的独家产品，功能主治为益气复脉，养阴生津。用于冠心病劳累性心绞痛气阴两虚证、冠心病所致慢性左心功能不全 II、III 级气阴两虚证。该药已有充足循证医学证据证明其有效性及安全性：2011 年结束的 IV 期临床研究，观察 2395 例，其中慢性心衰患者 1134 例，按心功能疗效评价标准进行临床疗效评估，总有效率 87.46%；入组心绞痛患者 1261 例，患者心绞痛发作次数由治疗前平均 4.65 次/周，2 周治疗后下降为平均 1.14 次/周，治疗前后差别显著。该药上市以来按国家 ADR 中心公布的不良反应发生率为 0.147%，属“偶见”级别。此前已入选《急性心肌梗死中西医结合诊疗专家共识》和进入了 15 个省的医保增补目录，此次进入医保谈判目录再次证明疗效受到认可。

表格 5 注射用益气复脉（冻干）基本情况介绍

注射用益气复脉（冻干）	
类别	中药
是否独家	是
适应症	慢性心衰、心绞痛
适应症人群/年	心力衰竭：450 万人
竞争优势	临床研究证明其有效率高、不良反应发生率低
进入指南/共识数量	1 个
近两年中标价范围	40.1~69.95（元）
按均价计算日用药金额	352 元
16 年销量	1413 万支
16 年销售收入	47522.60 万元
15 年销量	1616.41 万支
15 年销售收入	60040.37 万元
纳入其他目录情况	多个地方医保医保、新农合目录

资料来源：公司公告、药智网、中国银河证券研究部

心衰市场空间大，冻干粉针剂型具备溢价优势。《中国心血管病报告 2013》显示中国的心力衰竭的患病人数高达 450 万人。心衰患病率北方高于南方，城市高于农村，患病率随着年龄增加显著上升。心力衰竭病死率高，住院死亡率高达 4%，出院 60 天内死亡或者再入院率达 30% 以上，5 年死亡率约为 40-50%。心力衰竭相关药品品种较多，而目前医保目录中中成药益气复脉类注射剂竞品主要包括参麦注射液、生脉注射液，后者与注射用益气复脉（冻干）成分相同而剂型不同，按最高剂量计算日用药金额约在 27~70 元之间（取决于不同药厂）。公司的产品注射用益气复脉（冻干）是唯一具有强心功能的冻干粉针产品，剂型具有质量稳定、安全性高的特点，不同于注射液的容易产生不溶微粒和理化稳定性差，表现出独有优势，因此我们预计能够在谈判中获得相较于注射剂溢价，价格比可在 4-16 倍左右。

**表格 6 医保目录之中成药-益气复脉类**

16 版医保目录			09 版医保目录		
分类	药物名称	限制	分类	药物名称	限制
甲类	参麦注射液	限二级及以上医疗机构并有急救抢救临床证据或肿瘤放化疗证据的患者	甲类	参麦注射液	限二级以上医院急重症抢救
甲类	参松养心胶囊	限有明确的冠心病室性早搏的诊断证据	甲类	生脉饮、生脉胶囊（颗粒）	住院报销，门诊不报销
甲类	生脉饮、生脉胶囊（颗粒）		甲类	生脉注射液	限急重症用药
甲类	生脉注射液	限二级及以上医疗机构并有急救抢救临床证据的患者	乙类	稳心颗粒（胶囊、片剂）	限心律失常
乙类	稳心片（胶囊、颗粒）	限有室性早搏、房性早搏的诊断证据	乙类	益气复脉胶囊（颗粒）	
乙类	益气复脉胶囊（颗粒）				

资料来源：人社部，中国银河证券研究部

### 3. 投资建议：

我们认为公司即将成为我国首个在美国 FDA 取得新药认证的企业。我们认为丹滴在美国 FDA 的获批不仅仅对于天士力意义重大，对于我国医药产业也是非常重大的事件。我们一方面对公司产品终端增长和未来两年的业绩有信心；另一方面对丹参滴丸的 FDA 认证有信心。丹滴的获批将进一步推动后续系列产品的 FDA 认证步伐。我们认为丹滴获批之时天士力将享受医药板块第一线的估值。公司成为中药现代化和国际化的绝对龙头企业。根据公司最新经营情况，我们对业绩预测进行了调整，预计公司 17-19 年归属净利润为 14.49 亿元/17.95 亿元/21.75 亿元，对应 EPS 为 1.34 元/1.66 元/2.01 元。我们认为公司是未来两年的战略性配置品种，维持“推荐”评级。

### 4. 风险提示：

复方丹参滴丸国际化进程低于预期的风险。

**报表预测**

利润表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12566.90	13221.67	13945.50	16089.92	18400.95	20792.84
减: 营业成本	7856.88	8101.60	8853.62	10037.01	11253.34	12460.38
营业税金及附加	101.60	121.35	151.36	150.80	172.46	194.87
营业费用	1821.90	1990.93	2362.30	2976.63	3496.18	4054.60
管理费用	810.09	959.15	868.76	1045.84	1177.66	1330.74
财务费用	291.12	260.57	228.07	137.59	138.37	124.96
资产减值损失	-16.43	52.30	5.12	13.66	13.66	13.66
加: 投资收益	-0.80	5.60	-10.11	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.07	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	8.22	5.85	0.00	4.69	4.69	4.69
<b>营业利润</b>	<b>1709.09</b>	<b>1747.23</b>	<b>1466.14</b>	<b>1733.06</b>	<b>2153.97</b>	<b>2618.31</b>
加: 其他非经营损益	23.98	48.19	30.19	34.12	34.12	34.12
<b>利润总额</b>	<b>1733.07</b>	<b>1795.42</b>	<b>1496.34</b>	<b>1767.18</b>	<b>2188.09</b>	<b>2652.43</b>
减: 所得税	282.69	271.75	277.10	265.08	328.21	397.86
<b>净利润</b>	<b>1450.38</b>	<b>1523.67</b>	<b>1219.23</b>	<b>1502.10</b>	<b>1859.87</b>	<b>2254.56</b>
减: 少数股东损益	82.11	45.12	42.81	52.74	65.30	79.16
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>1368.27</b>	<b>1478.55</b>	<b>1176.42</b>	<b>1449.36</b>	<b>1794.57</b>	<b>2175.40</b>
资产负债表	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	624.58	528.31	611.16	160.90	184.01	207.93
应收和预付款项	5054.71	6691.44	7450.47	8745.08	9962.18	11265.06
存货	1476.64	1763.73	2011.88	1893.12	2485.10	2362.73
其他流动资产	137.46	361.58	383.29	383.29	383.29	383.29
长期股权投资	400.63	522.51	551.14	551.14	551.14	551.14
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	3516.30	3687.77	3908.05	4284.08	4634.13	4958.20
无形资产和开发支出	819.50	972.97	1077.84	1483.58	1870.88	2239.74
其他非流动资产	306.91	237.30	322.11	227.79	133.47	133.47
<b>资产总计</b>	<b>12336.73</b>	<b>14765.63</b>	<b>16315.93</b>	<b>17728.98</b>	<b>20204.20</b>	<b>22101.56</b>
短期借款	3432.19	2970.66	2388.26	1974.94	2196.43	1448.19
应付和预收款项	2945.97	2744.99	3178.32	3502.60	3896.45	4287.48
长期借款	812.23	798.45	399.50	399.50	399.50	399.50
其他负债	77.88	533.75	2118.86	2118.86	2118.86	2118.86
<b>负债合计</b>	<b>7268.27</b>	<b>7047.85</b>	<b>8084.95</b>	<b>7995.90</b>	<b>8611.25</b>	<b>8254.04</b>
股本	1032.84	1080.48	1080.48	1080.48	1080.48	1080.48
资本公积	244.41	1771.45	1544.29	1544.29	1544.29	1544.29
留存收益	3560.63	4617.56	5339.07	6788.43	8583.01	10758.41
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>4837.88</b>	<b>7469.48</b>	<b>7963.84</b>	<b>9413.21</b>	<b>11207.78</b>	<b>13383.18</b>
少数股东权益	230.58	237.45	242.85	295.59	360.89	440.05

股东权益合计	5068.46	7706.93	8206.69	9708.80	11568.67	13823.23
负债和股东权益合计	12336.73	14754.78	16291.64	17704.70	20179.92	22077.27
<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
经营性现金净流量	621.13	348.86	1158.86	904.09	742.35	1698.38
投资性现金净流量	-566.43	-910.82	-653.70	-810.85	-810.85	-810.85
筹资性现金净流量	71.09	286.32	-231.84	-543.49	91.62	-863.61
<b>现金流量净额</b>	<b>125.57</b>	<b>-276.81</b>	<b>272.58</b>	<b>-450.26</b>	<b>23.11</b>	<b>23.92</b>

资料来源：公司公告、中国银河证券研究部



## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，生物医药行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

截至本证券研究报告发布之日，本公司持有本篇报告涉及之上市公司的股份达到或超过其已发行股份的 1%，特此提醒投资人注意。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

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，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn