

血凝酶龙头进军骨科蓝海，引入战投外延可期

——康辰药业首次覆盖报告

公司深度

● 公司为血凝酶龙头企业，进军骨科，推进肿瘤和血液药研发

康辰药业深耕血液与肿瘤领域，现有目前国内血凝酶制剂唯一的一类创新药“苏灵”，在研产品有3个肿瘤领域1类新药，以及2个BE阶段血液领域仿制药，进军骨科整合密盖息和Pfenex公司的特立帕肽。公司收入端利润端长期保持10%左右稳健增长，毛利率和研发费用率均维持高位。

● 收购密盖息和特立帕肽进军骨科蓝海

随着年龄增长，骨质疏松患病率明显提升，目前患者约1亿，部分严重患者会出现骨折，亟需治疗。公司引入的密盖息（鲑降钙素，防止骨质流失）和特立帕肽（促进骨质合成）两种产品。目前使用鲑降钙素产品的患者约30万人，渗透率低。密盖息市占率50%左右，居于主导地位，我们预计渗透率将逐年显著提高，明年及以后可以保持25-30%的增速。特立帕肽18年全球销售额19亿美金，与国际市场相比空间很大。2020年行业销售额2亿，渗透率不到0.2%，未来可以明显提升到1.5%。公司水针产品竞争力较强，我们预计公司2022年开始销售，市占率逐步提升到20%，保持高速增长。

● 在研药物侧重多靶点抗肿瘤药物

KC1036和CX1003值得期待。KC1036是AXL/VEGFR2/FLT3的新型多靶点受体酪氨酸激酶抑制剂，创新性强；CX1003是c-Met/VEGFR2的双重抑制剂，有较好市场潜力。非临床研究显示效果显著，特异性强，安全性好。目前处于均临床一期。我们预计明年可以完成一期试验。

● 苏灵作为止血创新药竞争力强，我们预计长期保持稳健增长

止血行业需求与手术量的稳健增长密切相关，苏灵为血凝酶制剂中的龙头，安全性有效性显著，组分明晰单一，在药物经济学方面占有优势，因此苏灵需求量增速快于行业增速。作为创新药受到集采政策风险小，专利2029年到期，价格将长期保持稳定。我们预计“苏灵”保持6-8%左右的增长。

● 盈利预测及投资评级

我们预计公司2020-2022年，营业收入分别为7.62、13.81、15.87亿，归母净利润分别为1.91、2.83、3.65亿，对应EPS为1.19元、1.77元、2.28元，对应PE分别为32.3倍、21.8倍、16.9倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：产品集中度较高、新药研发风险、市场竞争风险等

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,022	1,066	762	1,381	1,587
增长率(%)	73.1	4.3	-28.5	81.2	14.9
净利润(百万元)	264	266	191	283	365
增长率(%)	-44.9	0.8	-28.2	48.2	29.0
毛利率(%)	95.1	94.6	91.6	93.1	92.3
净利率(%)	25.8	25.0	25.1	20.5	23.0
ROE(%)	10.6	9.8	6.7	10.2	12.0
EPS(摊薄/元)	1.65	1.66	1.19	1.77	2.28
P/E	10.7	21.2	32.3	21.8	16.9
P/B	3.8	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年11月11日

推荐（首次评级）

沈瑞（分析师）

证书编号：S0280520060001

市场数据	时间	2020.11.13
收盘价(元):		37.28
一年最低/最高(元):		32.08/56.96
总股本(亿股):		1.6
总市值(亿元):		59.65
流通股本(亿股):		0.83
流通市值(亿元):		31.08
近3月换手率:		94.42%

股价一年走势



相关报告

目 录

1、 公司介绍:	5
1.1、 公司为血凝酶龙头企业，进军骨科，推进研发.....	5
1.2、 控股股东和实控人	5
2、 通过外延并购进军骨科.....	6
2.1、 骨科市场空间大，整体增长稳健	6
2.1.1、 随着老龄化发展，骨质疏松患者持续增加	6
2.1.2、 骨质疏松用药市场规模潜力大	6
2.2、 收购密盖息进军骨科大市场	7
2.2.1、 定增收购密盖息资产	7
2.2.2、 密盖息防止骨质减少	8
2.2.3、 密盖息居于降钙素市场主导地位	8
2.2.4、 密盖息业绩承诺净利润我们预计大概率可以完成	9
2.3、 获得特立帕肽骨科再布局	10
2.3.1、 特立帕肽促进新骨合成	10
2.3.2、 特立帕肽作为唯一骨形成促进剂全球销量高	10
2.3.3、 取得 Pfenex 公司研发的特立帕肽销售权	10
2.3.4、 公司引进的特立帕肽竞争优势显著	11
2.4、 战略投资方康桥资本有资源优势及协同效应.....	11
2.4.1、 帮助加快研发推进	11
2.4.2、 帮助推动国内外销售	11
2.4.3、 帮助引入产品和项目	11
2.4.4、 定增购买资产、引入战投的意义	12
3、 在研药物侧重多靶点抗肿瘤药物.....	12
3.1、 公司研发平台完整，经费人才投入大	12
3.2、 在研药物管线侧重抗肿瘤创新药	12
3.3、 公司新药研发主要集中于需求量大的肿瘤领域.....	13
3.4、 多靶点的抗肿瘤药物开发是的新趋势	14
3.5、 KC1036 为全新小分子多靶点靶向药物	14
3.5.1、 KC1036 机理介绍	14
3.5.2、 相关靶点介绍	14
3.5.3、 KC1036 优势明显	14
3.5.4、 KC1036 应用空间广泛.....	14
3.5.5、 KC1036 研发投入的意义	14
3.6、 CX1003 为多适应症双靶点抗肿瘤抑制剂	15
3.7、 其他在研产品	15
3.7.1、 CX1026 也是多靶点多适应症抗肿瘤药物	15
3.7.2、 地拉罗司为治疗贫血仿制药	15
3.7.3、 艾曲泊帕为增加血小板的仿制药	15
4、 止血系列产品分析.....	16
4.1、 止血行业规模稳健增长	16
4.1.1、 止血药概念及分类	16
4.1.2、 止血行业规模与空间	16

4.2、 血凝酶市场空间	18
4.2.1、 血凝酶产品介绍	18
4.2.2、 血凝酶销售整体保持平稳	18
4.3、 血凝酶行业竞争格局：一超三强	19
4.3.1、 竞品主要为三个组分的仿制药	19
4.3.2、 公司市占率后来居上	19
4.4、 苏灵竞争优势显著	20
4.4.1、 安全性有效性显著	20
4.4.2、 制备方法获得国家专利且组分明晰	20
4.4.3、 在药物经济学方面具有显著优势	20
4.4.4、 专利与集采政策更为受益	21
5、 盈利预测	21
5.1、 康辰业绩保持稳健增长	21
5.1.1、 收入端利润端整体保持稳健增长	21
5.1.2、 毛利率和研发费用率均维持高位	22
5.2、 细分产品业绩前瞻	23
5.3、 盈利预测及投资评级	23
6、 风险分析	23
附：财务预测摘要	24

图表目录

图 1：康辰股权结构及控股子公司	5
图 2：65 以上老年人已经达到 1.7 亿以上	6
图 3：样本医院钙内环境稳定药（治疗骨质疏松）保持稳健增长	7
图 4：钙内环境稳定药主要细分	7
图 5：康辰享有密盖息资产 60% 的股权	7
图 6：样本医院鲑降钙素销售保持平稳	8
图 7：诺华密盖息居于市场主导地位	9
图 8：样本医院特立帕肽保持快速增长状态	10
图 9：靶向抗肿瘤药收入 19 年爆发式增长	13
图 10：靶向抗肿瘤药包括各种替尼类和单抗类	13
图 11：止血药分类	16
图 12：公立医院手术收入保持平稳增长	16
图 13：住院病人手术人次持续稳健增长	17
图 14：止血药市场规模及增速	17
图 15：样本医院血凝酶销售额保持平稳	18
图 16：苏灵止血原理	19
图 17：苏灵在血凝酶市场占据近一半份额	20
图 18：营业收入总体上保持稳健增长	21
图 19：归母净利润保持稳健增长	22
图 20：毛利率长期维持很高水平	22
表 1：公司在研产品概览	12
表 2：血凝酶主要生产厂家	19

表 3：苏灵具有显著药物经济学优势 20

1、公司介绍：

1.1、公司为血凝酶龙头企业，进军骨科，推进研发

康辰药业立于 2003 年，并于 2018 年 8 月在上海证券交易所挂牌上市，是一家集研发、生产、营销于一体的高新医药企业，深耕血液与肿瘤领域，注重临床需求与自主研发，

公司主要产品“苏灵”是一种临床止血药物，被医院多个临床科室广泛用于减少手术中的出血，以及控制术后、创伤及疾病引起的出血。“苏灵”的主要成分为高纯度尖吻蝮蛇血凝酶，它是利用公司原创的分段直线混合洗脱离子交换层析专利技术，从中国特有的尖吻蝮蛇蛇毒中分离、提纯至单体的血凝酶。目前国内血凝酶制剂市场份额第一，且是唯一的国家一类创新药。

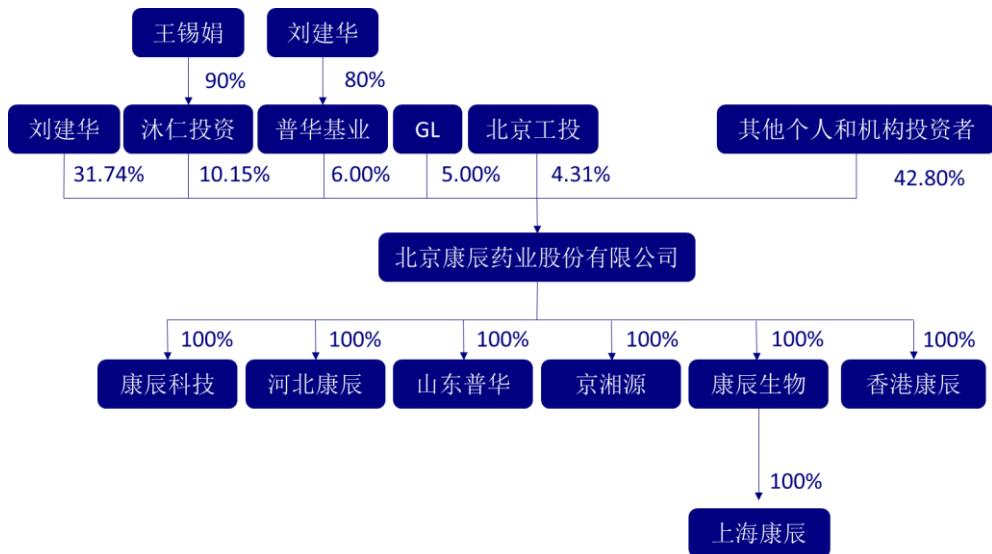
公司还同时拥有多个在研新药项目储备，其中包含 3 个国家一类新药及 2 个仿制药，主要涉及恶性肿瘤、血液、妇科等具备较大潜力的临床应用领域。

公司通过并购收购诺华原研密盖息产品（业务涵盖瑞士及亚太多个国家），并取得 Pfenex 公司研发的特立帕肽商业化权利（全球多个国家权利），进军骨质疏松治疗领域。同时引入康桥资本成为战略投资者，公司在手现金较多，未来并购预期强烈。

1.2、控股股东和实控人

刘建华，王锡娟为公司实控人，直接或间接累计持股 47.9%。目前分别担任公司总裁和董事长。

图1：康辰股权结构及控股子公司



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

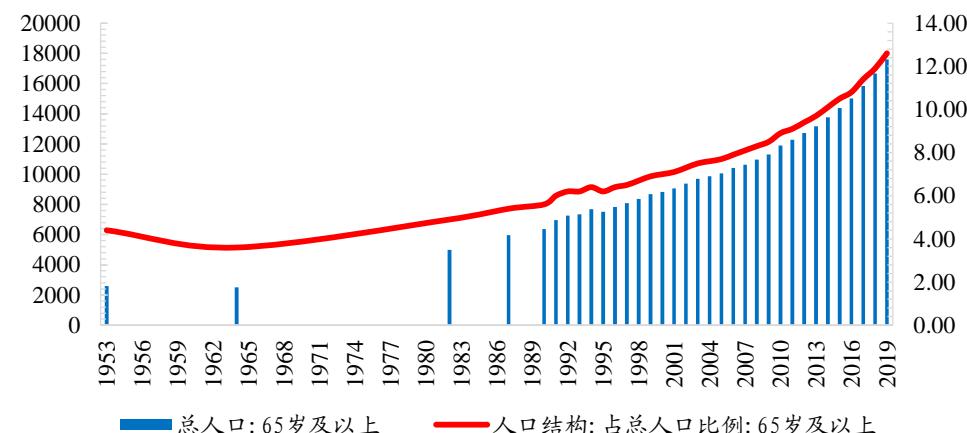
2、通过外延并购进军骨科

2.1、骨科市场空间大，整体增长稳健

2.1.1、随着老龄化发展，骨质疏松患者持续增加

随着老龄化进程和人口预期寿命持续上升、骨质疏松症患者的增多、相关科室的应用推广，都将促使骨质疏松症用药市场快速增长，未来市场前景广阔。

图2：65以上老年人已经达到1.7亿以上



资料来源：wind, 新时代证券研究所

骨质疏松症是一种与增龄相关的骨骼疾病。国家统计局数据显示，2019年我国60周岁及以上人口25,388万人，占总人口的18.1%，其中65周岁及以上人口17,603万人，占总人口的12.6%，我国是世界上老年人口绝对数最大的国家。

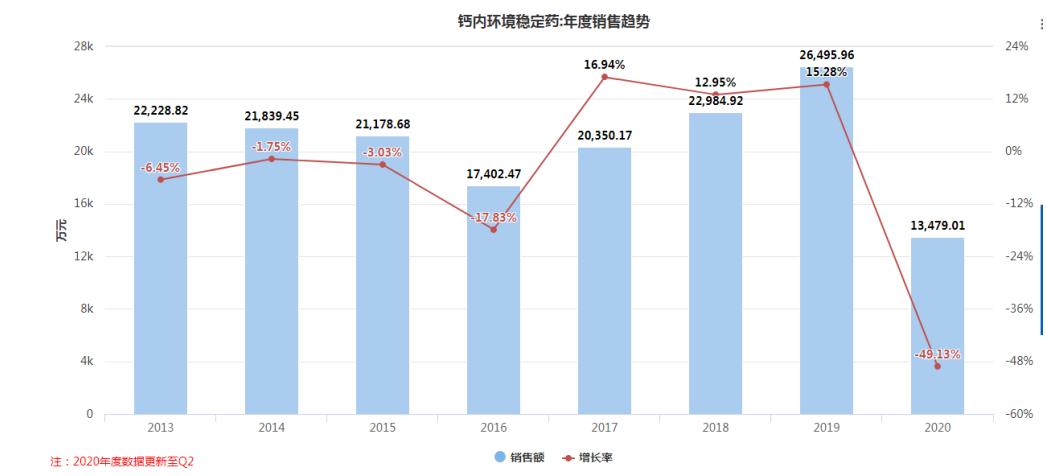
早期流行病学调查显示：我国50岁以上人群骨质疏松症患病率女性为32.1%，男性为6%；65岁以上人群骨质疏松症患病率更是高达32.0%，其中男性为10.7%，女性为51.6%。

总体来看，50岁以上骨质疏松人群达到1亿人左右。世界骨质疏松导致骨折人数约890万人，国内我们预计在180万人，这些患者亟需治疗。骨质疏松症已成为我国面临的重要公共健康问题，我国骨质疏松治疗药物市场空间潜力巨大。

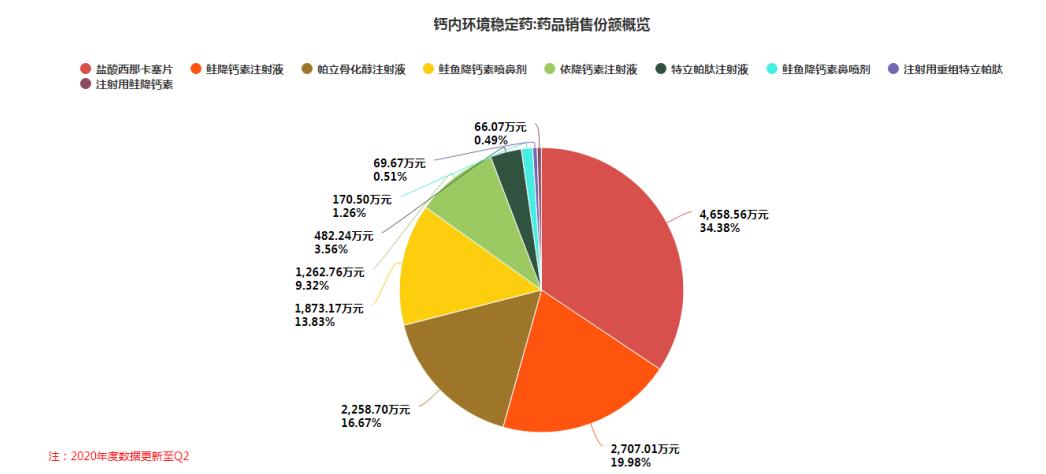
2.1.2、骨质疏松用药市场规模潜力大

骨质疏松的治疗药物主要分为OTC药物（如钙制剂、维生素D）、处方药物、中药制剂三大类。其中，处方药物，主要包括骨吸收抑制剂（如鲑降钙素、依降钙素、地诺单抗等）、骨形成促进剂（如特立帕肽、阿巴帕肽等）和其它机制类药物（如阿法骨化醇、骨化三醇、四烯甲萘醌等）。

据米内网统计，2018年，我国骨质疏松类药物市场规模达到219亿元，同比上涨8.4%左右。我们预计到2025年可达到437亿元，骨质疏松类药物市场潜力巨大。据IMS数据，2018年国内骨质疏松治疗药物（处方药物）销售额为33.5亿元，同比增长5.8%。其中，骨吸收抑制剂2018年国内销售额为17.5亿元，同比增长4.9%，占整个骨质疏松治疗药物的52.4%。

图3：样本医院钙内环境稳定药（治疗骨质疏松）保持稳健增长

资料来源：wind 医药库，新时代证券研究所

图4：钙内环境稳定药主要细分

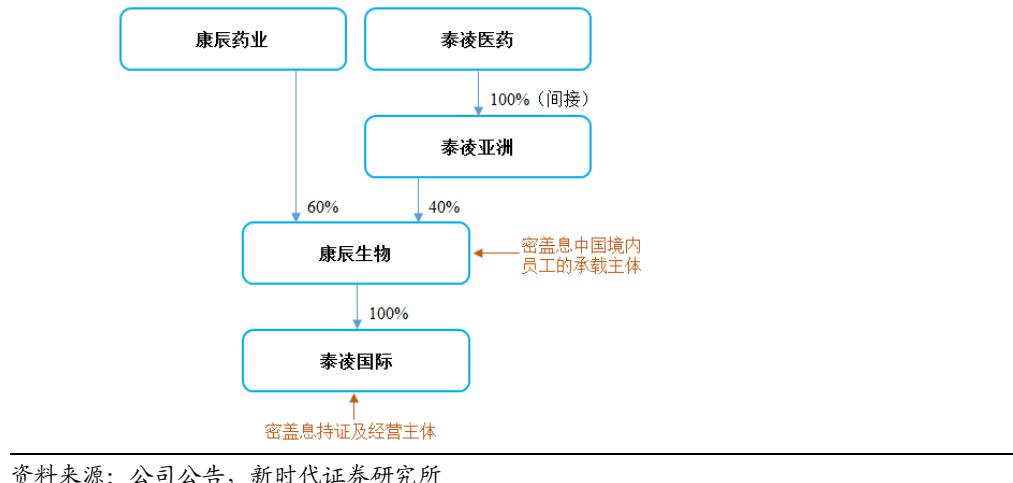
资料来源：wind 医药库，新时代证券研究所

2.2、收购密盖息进军骨科大市场

2.2.1、定增收购密盖息资产

2020年4月，上市公司子公司康辰生物与泰凌医药（海外）控股有限公司（NT Pharma (Overseas) Holding Co., Ltd）签署了股权转让协议，拟通过现金9亿元购买泰凌国际100%股权的方式，实现对骨质疏松用药密盖息资产的收购。标的股份收购完成后，泰凌医药子公司泰凌亚洲对康辰生物进行增资，拟增资金额36,000万元，上述增资完成后，该公司将持有康辰生物40%股权。最终通过向泰凌医药支付5.4亿元，享有密盖息资产60%的股权。

图5：康辰享有密盖息资产 60%的股权



密盖息业务的核心区域为中国境内、中国香港、瑞士、新加坡、马来西亚、泰国、澳大利亚、新西兰、越南、中国台湾及印度尼西亚，在这些地区均有进口许可证或上市许可证。

2.2.2、密盖息防止骨质减少

降钙素（CALCITONIN）是一种含有 32 个氨基酸的直线型多肽类激素。由于鲑降钙素的特殊结构，其稳定性及活性强于人降钙素。密盖息注射剂（鲑鱼降钙素注射液）：用于预防突然固定引起的急性骨丢失、Paget 氏骨病（变形性骨炎）、高钙血症和高钙血症危象的处理、神经营养障碍-Sudeck 氏病等。密盖息鼻喷剂：骨质疏松症、由于骨质溶解或骨质减少引起的骨痛、Paget 氏骨病（变形性骨炎）、高血钙症、神经营养不良症等。

鲑降钙素规格为 50iu 每支，针对固定导致的急性骨丢失，每日一次，不超过 2 个月，每支招标价约为 47.28 元。喷剂大约 2ml 招标价 270.2 元，约 16 喷，每日约一次。年花费约 6000 元，假设国内销售额 8 亿，诺华 4 亿，使用人群约 7 万。使用国产产品价格约三分之一，使用人群 21 万。占严重骨折人群比例仅 15%。

2.2.3、密盖息居于降钙素市场主导地位

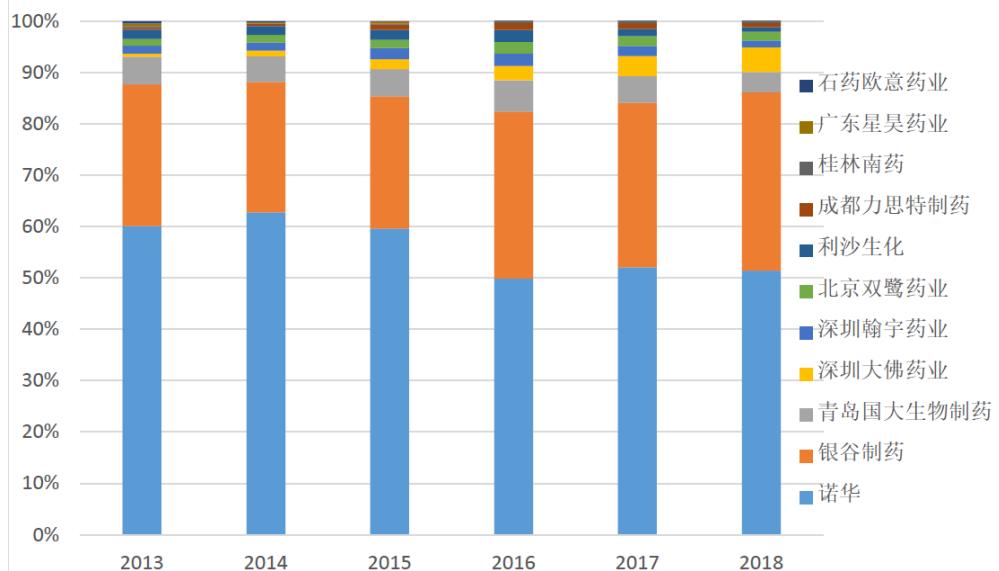
鲑降钙素属于骨吸收抑制剂的重要品种之一。根据米内网数据，鲑降钙素 2018 年中国全渠道销售额为 5.9 亿人民币，公立医院销售额为 5.6 亿人民币。

图6：样本医院鲑降钙素销售保持平稳



资料来源：wind 医药库，新时代证券研究所

图7：诺华密盖息居于市场主导地位



资料来源：米内网，公司公告，新时代证券研究所

诺华生产的密盖息作为鲑降钙素的原研药，凭借其技术和品牌方面的显著优势，在国内鲑降钙素市场持续占据重要地位，市场份额稳定在50%以上。

2.2.4、密盖息业绩承诺净利润我们预计大概率可以完成

业绩承诺方承诺，康辰生物合并报表范围内密盖息相关业务在2021年、2022年、2023年的净利润分别不低于人民币0.8亿元、1亿元、1.2亿元，三年共计税后净利润不低于3亿元人民币。

康辰生物今年9月完成并表并于明年贡献利润，今年将侧重销售团队的整合以及代理商的梳理，以及库存的清理工作，我们预计明年销售发力，提升利润贡献。公司整合了泰凌医药人员、持证主体和运营主体，借助原研的品牌技术优势，我们

预计将进一巩固和提升市场的主导地位，考虑骨质疏松患者的市场体量极大，目前正在使用的骨质疏松患者约 30 万，渗透率低，考虑鼻喷剂型的增量加持，患者依从性更高。我们预计未来三到五年可以保持 25% 左右的增长。

2.3、获得特立帕肽骨科再布局

2.3.1、特立帕肽促进新骨合成

特立帕肽是一种骨形成促进剂，是由 34 个氨基酸组成的重组人甲状旁腺激素（PTH）类似物，能调节骨代谢、肾小管对钙和磷的重吸收，以及肠道钙吸收，适用于治疗绝经后妇女高骨折风险的骨质疏松症，以及糖皮质激素持续治疗诱发的高骨折风险的骨质疏松症。

2.3.2、特立帕肽作为唯一骨形成促进剂全球销量高

特立帕肽是目前国内外唯一已经上市的能调节新骨合成从而增加骨量、改善骨结构的药物，被公认为治疗骨质疏松症的理想药物之一。

根据 IMS 的统计数据，2018 年特立帕肽全球市场规模达到 19.29 亿美元，市场空间较大。特立帕肽作为国内外唯一上市的骨形成促进剂处方药，细分市场规模增长较快，

图8：样本医院特立帕肽保持快速增长状态



资料来源：wind 医药库，新时代证券研究所

2.3.3、取得 Pfenex 公司研发的特立帕肽销售权

2018 年 4 月，泰凌医药与美国上市公司 Pfenex 签署了《开发与许可协议》，根据该协议，泰凌医药取得了 Pfenex 研发的特立帕肽注射液（商品名为 Bonsity®，以下简称“特立帕肽”）在中国境内、中国香港、新加坡、马来西亚和泰国进行商业化、推广、营销等永久独家商业化权益。

2020 年 4 月 21 日，康辰生物与泰凌医药签署《特立帕肽商业运营权转移协议》，取得特立帕肽在中国境内、中国香港、新加坡、马来西亚及泰国的永久独家商业运营权，并负责向国家药品监督管理局药品评审中心申请进口药品注册。

2020年7月，康辰药业发布2020年度非公开发行A股股票预案，面向王锡娟及CBC投资，CBC投资为康桥资本控制的康桥四期美元基金的全资孙公司，发行价格为32.09元/股，本次发行募集资金不超过10.5亿元，其中8.8亿元用于KC1036创新药物研发项目，1.8亿元用于收购特立帕肽商业运营权项目。

2.3.4、公司引进的特立帕肽竞争优势显著

特立帕肽国内市场同类竞品较少，除礼来外主要是上海联合赛尔和信立泰。另外还有四五家临床阶段中。国内厂家主要自主研发的生物类似药，而目前样本医院主要为礼来的原研产品所占据。

公司引进产品仿礼来原研，且均为水针剂型，使用更加方便，均为美国FDA批准，我们预计将按照进口药申报，2022年可以引入国内。

从价格来看，礼来的注射笔一只约5200元，可以注射28次即一个月，24个月的费用为12.48万。联合赛尔和信立泰产品均为粉针剂型，信立泰的价格96元每支，2年费用为7万，联合赛尔的价格130元每支，2年费用9.49万，使用时间约为1-2年。我们预计公司特立帕肽会参照相关产品制定价格。相比较于唑来膦酸等抑制骨吸收产品，促进骨合成产品可以1-2年治愈，竞争力显著。

长期来看，假设180万严重骨质疏松患者其中约10%使用促进骨合成药物，公司产品市占率30%，则5.4万人使用，每人花费7.5万元，约40亿的空间可以达到。

2.4、战略投资方康桥资本有资源优势及协同效应

康桥资本是一家专注于医疗健康领域投资的私募股权投资管理机构。康桥资本在上海、北京、纽约、波士顿、圣地亚哥、香港和新加坡均设有办公室，管理资金规模超20亿美元。康桥资本的投资领域涵盖生物医药研发、医疗器械和医疗服务等，协助被投企业运营管理、构建团队、制定策略、拓展商务等，实现与企业的共同成长。

2.4.1、帮助加快研发推进

康桥资本将积极推动康辰药业与其已投国内外领先药品研发企业展开合作研发、技术咨询等合作交流，帮助康辰药业引进先进的国际技术。

2.4.2、帮助推动国内外销售

积极协助、指导康辰药业改善销售模式、拓宽销售渠道、拓展国际市场，以实现其销售规模的进一步扩张、市场份额的进一步扩大，增强康辰药业在全球市场的影响力。

2.4.3、帮助引入产品和项目

康桥资本拟运用其强大的商务发展能力，帮助康辰药业将海外各个医疗领域的优秀产品带入中国。利用广泛的国际化布局、优质的产业资源、丰富的投资经验，在产业内为康辰药业寻找与康辰药业业务和战略目标匹配的优质并购标的。

康桥资本承诺锁定期届满前促成康辰药业获得 2 个及以上创新药品种(其中至少包括 1 个三期临床创新药品种)，或者为康辰药业带来创新药产品销售收入累计不低于人民币 4 亿元。

2.4.4、定增购买资产、引入战投的意义

定增和并购有助于进一步增强公司在抗肿瘤药物领域的研发能力、进一步深入在骨科药物市场的布局，丰富了公司现有的产品组合，与公司在研、在销产品形成协同效应，有利于进一步提高公司的核心竞争力与持续盈利能力。逐步建立以血液科、外科药品为基础，以抗肿瘤药品为提升，以骨科药品为增长点的多元化产品线。

3、在研药物侧重多靶点抗肿瘤药物

3.1、公司研发平台完整，经费人才投入大

公司具有完整的研发平台，拥有包括选题调研、项目筛选、临床前研究、临床试验、注册申报及临床再研究在内的完整的研发体系。目前，公司研发团队具备十余年的研发经验，是国内少数的具备创新药全过程研发能力和经验的医药公司之一。

2019 年公司投入研发费用 10,878.48 万元，比上年同期增长 35.56%，有力地支持了公司的项目研发和创新发展。截至 2019 年 12 月 31 日，公司共有已授权发明专利 45 项，其中境内 17 项，境外 28 项。

公司构建“内部培养+联合培养+外部引进+国际专家”四位一体的人才布局和人才发展战略。2019 年，公司加速引进博士后进站，强化与顶尖科研机构的“产学研”合作和人才联合培养。截至 2019 年 12 月 31 日，研究院归国人才占比 10%、博士占比 18%、硕士及以上人才占比 49%。

3.2、在研药物管线侧重抗肿瘤创新药

康辰药业目前有 5 个在研药物，其中 3 个化学药物 1 类新药，均为肿瘤领域，2 个血液领域仿制药。

表1：公司在研产品概览

研发项目	产品信息	治疗领域	据公告预计适应症	所处阶段	进展情况
KC1036 (first in class)	化药 I 类	肿瘤	胆道肿瘤，食管癌，胃癌，肝癌等消化道肿瘤	临床	I 期
CX1003 (康尼替尼)	化药 I 类	肿瘤	肾癌，肺癌，甲状腺癌等实体瘤	临床	I 期
CX1026	化药 I 类	肿瘤	肺癌，肝癌，肾癌，结直肠癌，皮肤 T 淋巴细胞癌	临床前	临床前研究阶段
地拉罗司	仿制药	血液	慢性铁超负荷	临床	报产
艾曲泊帕	仿制药	血液	特发性血小板减少性紫癜	临床	BE

资料来源：公司年报，新时代证券研究所

3.3、公司新药研发主要集中于需求量大的肿瘤领域

根据国际癌症研究机构（International Agency for Research on Cancer, IARC）2018年报告，2018年全球癌症新发病例约1,810万例，死亡人数达960万人。近10多年来，恶性肿瘤发病率每年保持约3.9%的增幅，死亡率每年保持2.5%的增幅。不断增长的发病率和死亡率，推动了全球抗肿瘤药物的研发。抗肿瘤药物自2007年开始销售规模就一直处于全球医药市场首位，且增速逐年增长，据该机构预计未来仍将会以超过12%的增速持续增长。康辰药业在研药物的适应症都集中于肾癌，肺癌，肝癌，甲状腺癌等发病率较高的肿瘤，未来市场广阔，潜力巨大。

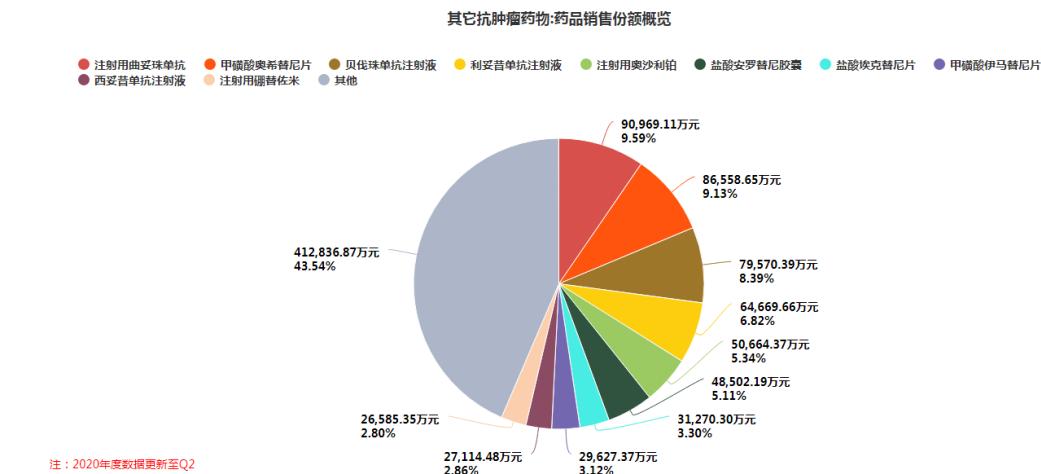
2018年全球前10大抗肿瘤药全部为靶向抗癌药，其中6种为大分子靶向抗肿瘤药，4种为小分子靶向抗肿瘤药，合计销售541亿美元，较上年增长33.4%，占2018年全球抗肿瘤市场份额达47.9%。

图9：靶向抗肿瘤药收入19年爆发式增长



资料来源：wind医药库，新时代证券研究所

图10：靶向抗肿瘤药包括各种替尼类和单抗类



资料来源：wind医药库，新时代证券研究所

3.4、多靶点的抗肿瘤药物开发是的新趋势

多靶点抗肿瘤药物可以通过抑制多重信号通路或一条通路中上下游的多个分子而达到协同治疗、克服耐药的双重功能，从而减小药物用量和毒副作用，以提高疗效，延缓耐药性的产生。因此，多靶点的抗肿瘤药物开发是抗肿瘤药物研发的新趋势。

截至 2018 年，全球在研的多靶点抗肿瘤药物共 93 个(包括 20 个已上市药物)，国内在研的多靶点抗肿瘤药物共 15 个。公司目前研发重点为 CX1003，KC1036 两个创新产品。

3.5、KC1036 为全新小分子多靶点靶向药物

3.5.1、KC1036 机理介绍

KC1036 (first in class) 是主要作用于 AXL/VEGFR2/FLT3 的新型多靶点受体酪氨酸激酶抑制剂，三靶点稀缺性很高。非临床研究显示：KC1036 抗肿瘤作用显著，特异性强，能有效抑制抗肿瘤药物的耐药，安全性好。已进入临床试验，首选适应症为治疗耐药的非小细胞肺癌和突破性治疗胆管癌、胆囊癌等未满足临床需求的实体肿瘤。

3.5.2、相关靶点介绍

AXL 靶点作为一种调控多个下游信号通路的受体酪氨酸激酶，在肿瘤的形成、增长及扩散中起到重要作用。这些过程包括了癌细胞的增殖、入侵、迁移，上皮间质细胞转化 (EMT)，维持干细胞特性，肿瘤血管生成，以及肿瘤微环境中的免疫调节等，目前相关研究药物不多。

FLT3 又叫 CD135，在人体中由 FLT3 基因编码，在许多造血母细胞的表面表达，FLT3 信号对造血干细胞和造血母细胞的正常发育至关重要。FLT3 与其配体结合后会发生二聚或者自磷酸化，激活 JAK-STAT、PI3K 和 MAPK 信号通路，这些信号通路的激活可以促进肿瘤细胞的增殖和分化或者抑制肿瘤细胞的凋亡。

3.5.3、KC1036 优势明显

KC1036 属于多靶点受体酪氨酸激酶 AXL/VEGFR2/FLT3 新型小分子靶点抗肿瘤药，其具有化学结构明确、作用分子靶点新颖且特异性强、抗肿瘤作用显著以及毒性小等特点，有效增强了药品的安全性、有效性和病人用药的顺应性。

3.5.4、KC1036 应用空间广泛

KC1036 作为一个小分子多靶点靶向药物，凭借其多靶点、高疗效、低剂量等显著优势，可以治疗的癌种将更加广泛，可用于非小细胞肺癌、胆囊癌、胆管癌、胃癌、白血病等适应症。创新药 KC1036 的研发有望为恶性肿瘤的治疗提供崭新的分子靶向抗肿瘤药物，从而更好的满足广大患者的用药需求。

3.5.5、KC1036 研发投入的意义

KC1036 具有国际水准、国内领先的创新性，是完全原创的“全球性”创新药，具有广阔的市场和临床应用价值。通过研发 KC1036，能够有效扩充公司的新产品

管线，为公司未来的发展奠定坚实的基础。同时，通过本项目可以增强公司研发能力和创新深度，符合公司大力发展战略的研发战略，能够提升公司整体实力和市场竞争优势，有利于增强公司未来盈利能力，符合公司利益及发展战略。

KC1036 目前处于临床一期，我们预计明年可以进入临床二期。

3.6、CX1003 为多适应症双靶点抗肿瘤抑制剂

CX1003（康尼替尼）：相关专利显示是一种含磷取代基的喹啉类化合物，是主要作用于 c-Met/VEGFR2 的双重抑制剂，能有效地同时阻断 c-Met 和 VEGFR2 这两种在肿瘤中发挥不同作用的信号通路，从而具有独特的药理作用和临床应用前景。非临床研究显示：对甲状腺髓样癌、前列腺癌骨转移、直结肠癌等肿瘤的动物模型中显示优良的抗肿瘤效果。已进入临床试验，首选适应症为甲状腺髓样癌，陆续将开发前列腺癌骨转移、肾癌、肝癌等适应症。甲状腺髓样癌为罕见肿瘤，疾病进展迅速，恶性程度为甲状腺癌之首，CX1003 靶向治疗的成功将为晚期甲状腺髓样癌患者提供精准的治疗药物。CX1003 目前处于临床一期，我们预计明年上半年可以完成临床一期试验。

根据 wind 医药库信息，从靶点竞争格局来看，MET 靶点相关代表性药物克唑替尼和卡博替尼。克唑替尼的进口厂家 1 家，为辉瑞，仿制报产 1 家，为正大天晴；卡博替尼片报产厂家 2 家，奥赛康和豪森，报临床厂家 6 家。作用 VEGF/VEGFR 的靶点药物较多，有阿帕替尼、阿西替尼、索拉非尼、瑞戈非尼、帕唑帕尼等十几种药物。

3.7、其他在研产品

3.7.1、CX1026 也是多靶点多适应症抗肿瘤药物

CX1026 是一种含喹啉基的羟肟酸类化合物，HDAC6、VEGFR2 及 AXL 均在肿瘤血管形成、肿瘤细胞生长及转移中发挥核心作用，通过选择性阻断 HDAC6、VEGFR2 及 AXL 的酶活性及相应的信号传导路径而抑制癌细胞的生长、增殖、转移或引起细胞凋亡，据公告预计主要适应症为肺癌、肝癌、肾癌、结直肠癌、皮肤 T 淋巴细胞癌等。

3.7.2、地拉罗司为治疗贫血仿制药

地拉罗司是口服铁离子螯合剂，有效地提高铁的排泄，降低体内铁的含量及其在各器官的病理性沉积；用于治疗年龄大于 2 岁的 β-地中海贫血和其它输血依赖性疾病所致的铁过载，也用于治疗 10 岁及 10 岁以上非输血依赖性地中海贫血综合征患者的慢性铁过载。公司 2019-11-08 通过生物等效性研究。目前已有两家企业——江苏奥赛康药业有限公司、MSN Laboratories Private Limited 的仿制申报进入 cde 审查。2020 年 8 月 5 日地拉罗司分散片获得报产受理。

3.7.3、艾曲泊帕为增加血小板的仿制药

艾曲泊帕（艾曲波帕）：是一类血小板生成素（TPO）受体激动剂，美国 FDA 批准葛兰素史克公司的艾曲波帕 eltrombopag（Promacta）上市，用于治疗经糖皮质

激素类药物、免疫球蛋白治疗无效或脾切除术后慢性特发性血小板减少性紫癜(ITP)患者的血小板减少。

竞品方面，奥赛康药业已完成生物等效性试验并申请上市，同时也有数家公司在BE阶段，恒瑞医药的同类产品海曲泊帕也已进入临床试验阶段。

4、止血系列产品分析

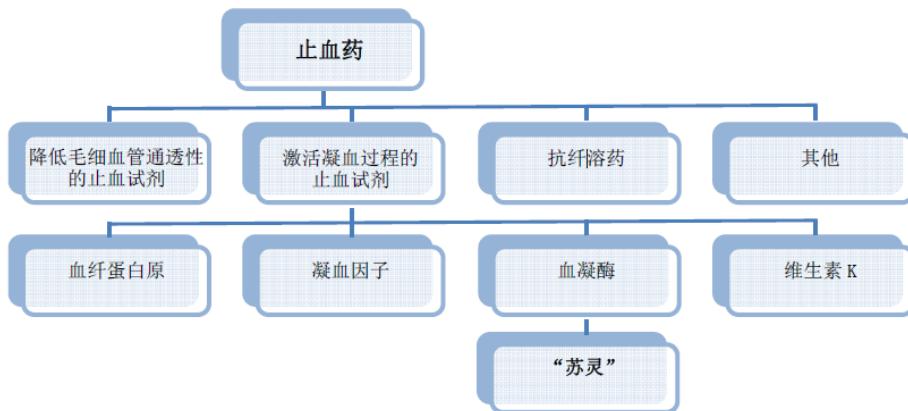
4.1、止血行业规模稳健增长

4.1.1、止血药概念及分类

止血药是指一类能够抑制体内外出血的药物，大量出血会导致人的昏迷休克甚至死亡，止血药在手术过程中有着重要作用，减少出血可以使医生的视野更加清晰，同时缩短手术持续时间，以减少输血量，避免重要器官的损伤和减少手术后引流。

目前市场上的止血药大致可分为作用于血管，作用于血小板和作用于血液凝固过程的三类药物，其中作用于血液凝固过程的药物又可以进一步细分为影响凝血因子，抑制纤溶系统和促进纤维蛋白生成的三类药物，而血凝酶属在血液凝固过程的作用于纤维蛋白原，促使纤维蛋白生成的止血药。由于血凝酶在正常的平滑血管中不会产生凝血效果，因此可以注射给药作用于全身，因此可以用于临床手术止血，消化道出血和妇科出血。

图11：止血药分类



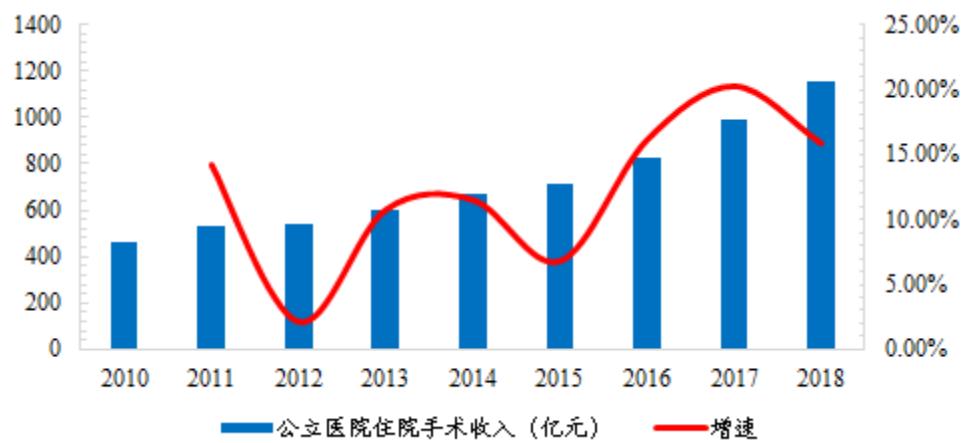
资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

4.1.2、止血行业规模与空间

我国2016年有止血需求的病人数约在900万人以上，主要分布在外科手术科室及部分内科科室。截止2019年我们预计达到1500万人。

医院手术收入长期保持稳健增长，18年达到1150亿，近八年复合增速保持约12%。医疗机构住院病人手术人次达到6170万，近十年保持10%的复合增长。

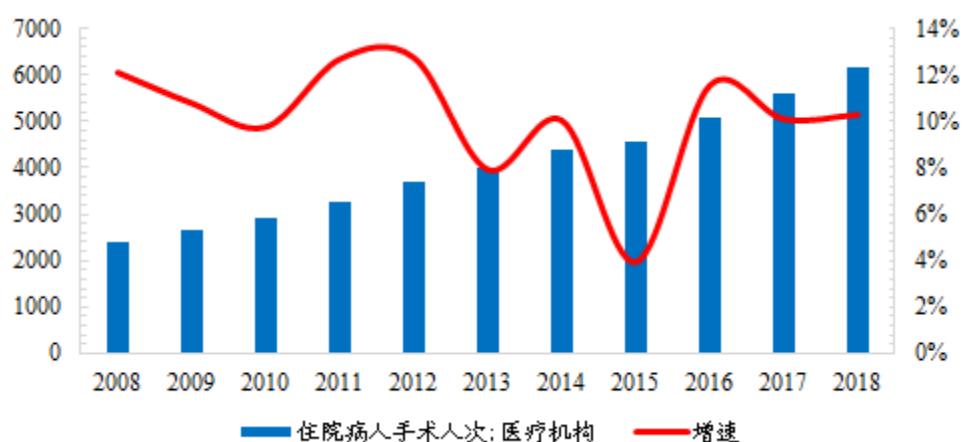
图12：公立医院手术收入保持平稳增长



资料来源：wind, 新时代证券研究所

住院病人手术人数 2018 年达到 6000 万，其中约 25% 需要用到止血药。

图13：住院病人手术人次持续稳健增长



资料来源：wind, 新时代证券研究所

图14：止血药市场规模及增速



资料来源：wind 医药库，新时代证券研究所

4.2、血凝酶市场空间

4.2.1、血凝酶产品介绍

1936 年奥地利毒蛇学家 Klobusitzky 从巴西矛头蝮蛇的蛇毒中提取出 Batroxobin（巴曲酶），巴曲酶可以水解纤维蛋白原释放 FpA 形成纤维蛋白单体，进而聚集成纤维蛋白多聚体凝块而止血。1989 年我国批准从瑞士进口立止血（巴曲亭），2001 年蓬莱诺康药业生产的仿制药巴曲亭上市，2009 年康辰药业的创新药苏灵上市。血凝酶在国内的使用目前已经超过 30 年，其安全性和有效性已经得到证明。

血凝酶等止血药物因为其不受手术部位、手术术式等方面的限制，已在各种手术中普遍采用。

4.2.2、血凝酶销售整体保持平稳

伴随着手术数量的增长以及其他血液制品的需求不断提升，血液和造血系统用药逐年增长，但目前国内血源不足的现象近些年并没有得到缓解，我国外科手术用血紧张，部分地区时常发生“血荒”，而血凝酶的使用可以减少手术中的输血量，因此在国内需求稳定且在逐年增长。2019 年样本医院血凝酶销售额 11.7 亿元，整体保持较快水平

图15：样本医院血凝酶销售额保持平稳



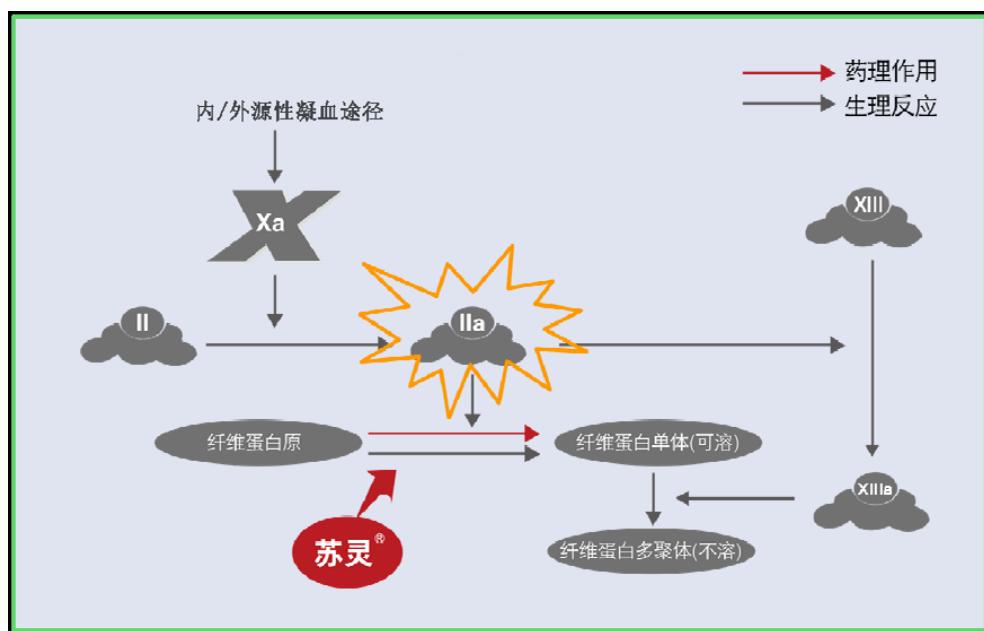
资料来源：wind 医药库，新时代证券研究所

4.3、血凝酶行业竞争格局：一超三强

4.3.1、竞品主要为三个多组分的仿制药

目前的止血药市场中规模最大的止血品类是血凝酶制剂，国内的血凝酶制剂市场有四个产品，公司产品“苏灵”属于创新药产品。除了苏灵外，包括三个多组分的仿制药，分别为诺康药业的“巴曲亭”、兆科药业的“速乐涓”和奥鸿药业的“邦亭”，均为瑞士素高药厂“立止血”的仿制药物，其上市时间较长，在“苏灵”上市之前已经形成了较为稳定的市场竞争格局。公司产品“苏灵”属于创新药产品。

图16：苏灵止血原理



资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

4.3.2、公司市占率后来居上

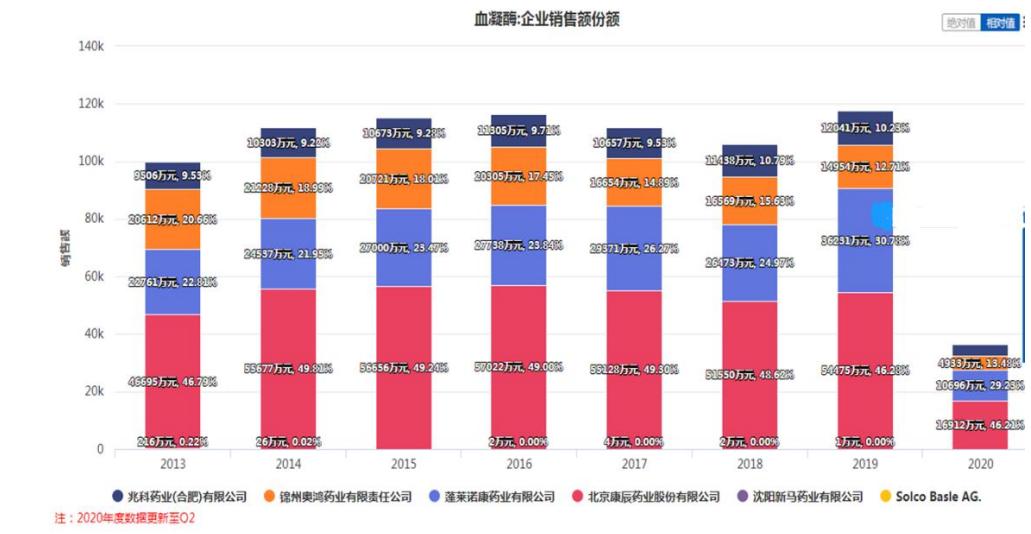
苏灵 2009 年正式上市销售，上市后凭借其创新药在安全性和有效性方面的显著优势，销售额大幅提升，改变血凝酶制剂市场原有竞争格局，2012-2020 上半年“苏灵”终端市场销售额连续多年排名第一。

表2：血凝酶主要生产厂家

生产企业	成立时间	产品	类型	来源与主要成分
奥鸿药业	1999 年	邦亭	仿制药	白眉蝮蛇蛇毒，主要包含类凝血酶和类凝血激酶
诺康药业	2002 年	巴曲亭	仿制药	巴西矛头蝮蛇蛇毒，主要包含巴曲酶和凝血因子激活物
兆科药业	1994 年	速乐涓	仿制药	蝰蛇蛇毒，主要包含类凝血酶和凝血因子激活物
康辰药业	2003 年	苏灵	创新药	单一组分：尖吻蝮蛇血凝酶

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

图17：苏灵在血凝酶市场占据近一半份额



资料来源：wind 医药库，新时代证券研究所

4.4、苏灵竞争优势显著

4.4.1、安全性有效性显著

“苏灵” I 、 II 、 III 、 IV 期超过 3,000 例临床试验显示其在 12 个科室的 40 多种手术中均有显著的止血效果，能够显著减少手术出血量，缩短出血时间，止血迅速（起效时间 5-10 分钟），有效性显著。

经过毒理试验和药代药动试验验证，“苏灵”安全性高，体内清除较快，无药物蓄积。

4.4.2、制备方法获得国家专利且组分明晰

苏灵是从我国特有的尖吻蝮蛇毒液中提取出的一种丝氨酸蛋白酶，被称为蛇毒类凝血酶（SVTLE），通过康辰药业的核心发明专利“一种尖吻蝮蛇血凝酶的制备方法和用途”制备，尖吻蝮蛇血凝酶纯度可达 99%，已经完成氨基酸全序列和蛋白质三维空间结构测定，同类竞品例如奥鸿药业的邦亭，诺康药业的巴曲亭，兆科药业的速乐涓，都不是单一组分，苏灵与之相比作用靶点清楚，不含凝血酶原激活物、不激活凝血因子，只作用于纤维蛋白原，避免了使血液出现高凝状态或形成血栓的风险。这种独特清晰的作用机理为“苏灵”的安全性和有效性奠定了基础，同时手术止血效果也优于同类产品。

4.4.3、在药物经济学方面具有显著优势

由于“苏灵”的有效性高、单次手术所需用量少，从药物经济学角度分析，单次疗程的药价与竞争性产品相比更低，约便宜 20%

表3：苏灵具有显著药物经济学优势

商品名	邦亭	巴曲亭	速乐涓	苏灵
药品类别	仿制药	仿制药	仿制药	创新药

商品名	邦亭	巴曲亭	速乐涓	苏灵
疗程用药次数(次)	6	6	6	1
1U 疗程用药量(支)	6	6	6	2
1U 价格	38.14	35.68	35.03	98.34
疗程药价(元)	228.84	214.08	210.18	196.68
肌/静注费用(元/次)	12	12	12	3
单次疗程费用小计	240.84	226.08	222.18	199.68

资料来源：招股说明书，新时代证券研究所

4.4.4、专利与集采政策更为受益

“苏灵”的氨基酸全序列核心专利的保护期至2029年，专利保护期内不会有对应的仿制药上市。近年来没有血凝酶制剂创新药临床试验的最新进展，在相当一段时间内，创新药研发成功并上市替代“苏灵”的市场竞争风险较低。另外仿制产品面临一致性评价与集采的风险。

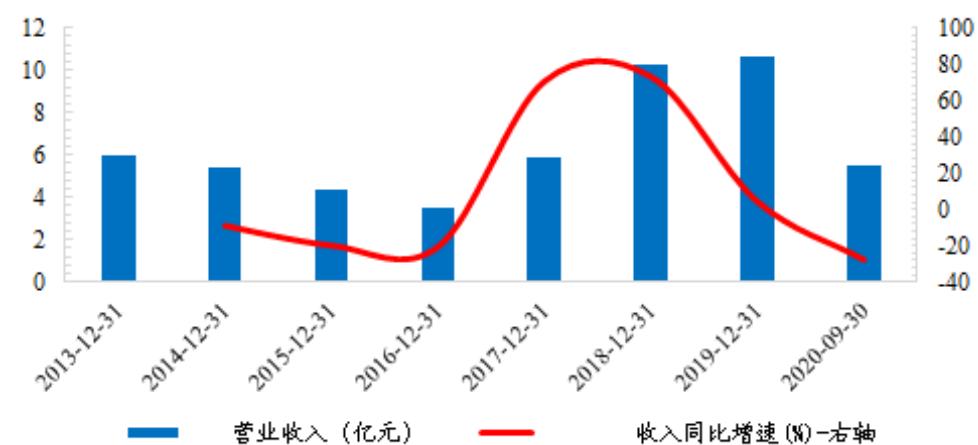
5、盈利预测

5.1、康辰业绩保持稳健增长

5.1.1、收入端利润端整体保持稳健增长

收入端整体保持稳健增长，从13年到19年保持10%的复合增长。16年公司“苏灵”销量出现了一定幅度的下滑，主要原因是：2016年度医保控费等政策落地期间对公司产品销售产生一定影响，两票制对推广有一定影响。17年18年增速加快主要是受两票制影响。2020年上半年由于疫情影响，手术量的下降也导致了苏灵需求下降。

图18：营业收入总体上保持稳健增长

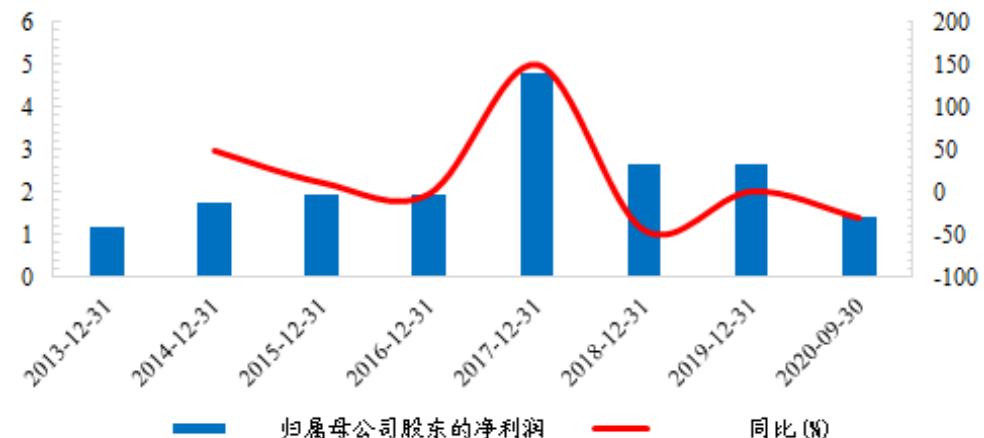


资料来源：wind，新时代证券研究所

利润端增速较收入端略高，从13-19年保持14%的复合增长。17年利润波动幅

度较大主要是出售国药康辰的投资收益较大导致波动。

图19： 归母净利润保持稳健增长



资料来源：wind, 新时代证券研究所

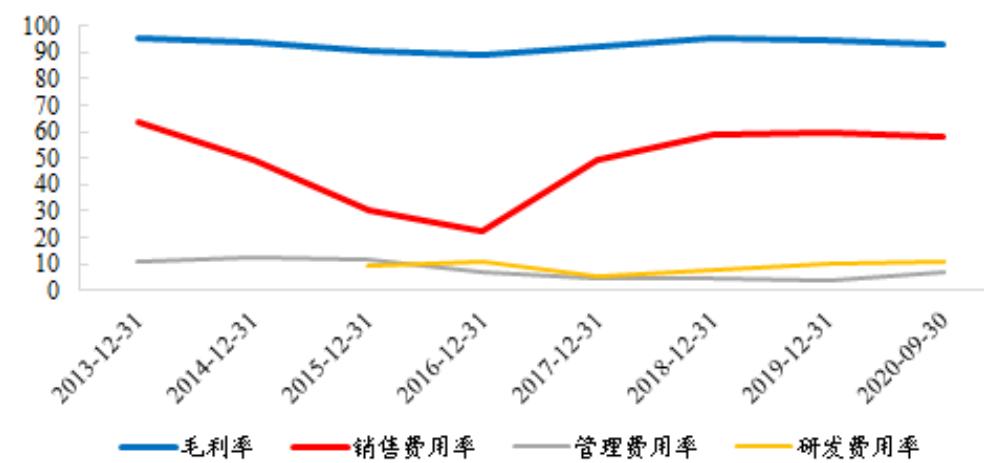
5.1.2、毛利率和研发费用率均维持高位

公司毛利率保持在90%-95%的区间，15-16年受政策影响略低，持续保持高水平，主要是绝对主打产品“苏灵”创新性强，安全性、有效性高，质量可控，技术受到专利的有效保护，在定价、招标等方面具有显著优势。

销售费用率水平也较高，最主要构成是宣传推广费。苏灵苏灵作为一类生物创新药，在投向市场后，其特性、用法、疗效、安全性等需要充分的学术推广，以获得医生对新产品的了解和认可。

管理费用整体保持稳定，且管理费用率整体呈现下降趋势。研发费用率保持高位，17年占比下降主要是里程碑付款减少导致。

图20： 毛利率长期维持很高水平



资料来源：wind, 新时代证券研究所

5.2、细分产品业绩前瞻

从血凝酶来看，医疗机构住院病人手术人次近十年保持 10% 的稳定持续增长，需要止血的手术比例较为固定，可见行业增长较为稳健。从产品竞争力来看，公司产品安全性有效性显著，组分更为明晰为安全性奠定基础，在药物经济学方面占有优势，因此我们预计公司血凝酶使用人群增速快于行业增速。由于公司受到集采政策风险小，专利 2029 年到期，预期公司产品价格长期保持稳定。我们预计公司血凝酶收入保持 6-8% 的增长，今年受到疫情有一定影响，21 年在 19 年基础上有 6-8% 常态的增长。

从骨科用药来看，目前 65 岁以上骨质疏松平均患病率 30%，50 到 65 岁患病率约 19%，我们预计 50 岁以上骨质疏松患者约 1 亿人，随着老龄化的进展，未来保持 2% 略多的增速。出现骨折的严重骨质疏松患者，2018 年国际约 890 万，国内约 180 万。

18 年鲑降钙素公立医院销售额 5.9 亿，原研约 3 亿，结合原研和国产的年用药价格，我们预计目前使用鲑降钙素产品的患者约 30 万人，相对发生骨折的骨质疏松患者渗透率为 16%，渗透率每年提高 5 个百分点左右，公司产品销量市占率约 17%。今年密盖息将侧重销售团队的整合以及代理商的梳理，我们预计明年可以提升利润贡献。明年及以后可以保持 25-30% 的增速。

特立帕肽 18 年全球销售额 19 亿美金，而国内 18 年销售额预计不到 1 亿，与国际市场相比空间很大。我们预计 2020 年行业销售额 2 亿，渗透率不到 0.2%，行业渗透率 6 年可以明显提升到 1.5%。考虑特立帕肽原研年用药金额 6 万，联合赛尔 4.7 万，信立泰约 3.5 万。公司水针产品竞争力较强。我们预计公司引进产品 2022 年开始销售，市占率逐步提升到 20%，销售额 22 年 3800 万，27 年可以达到 3.2 亿，保持高速增长。

5.3、盈利预测及投资评级

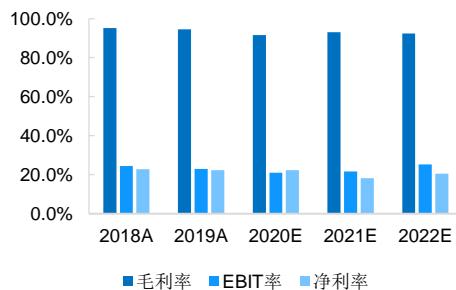
我们预计公司 2020-2022 年，营业收入分别为 7.62 亿、13.81 亿、15.87 亿，归母净利润分别为 1.91 亿、2.83 亿、3.65 亿，对应 EPS 为 1.19 元、1.77 元、2.28 元，对应 PE 分别为 32.3 倍、21.8 倍、16.9 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

6、风险分析

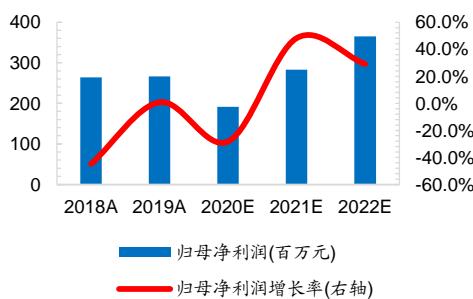
产品集中度较高、新药研发风险、市场竞争风险等

附：财务预测摘要

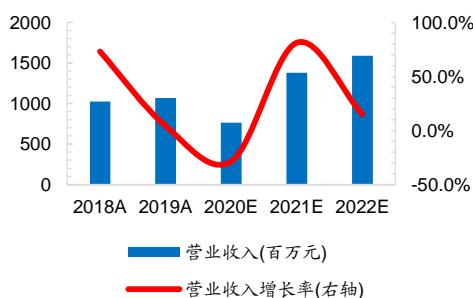
1、毛利率、EBIT 率、净利率



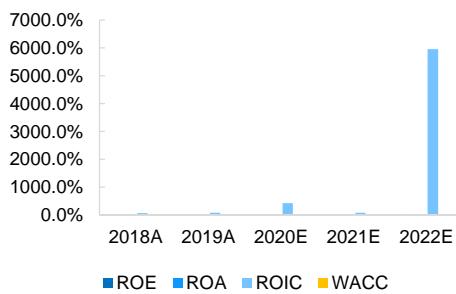
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1022	1066	762	1381	1587
营业成本	50	58	64	95	122
折旧和摊销	35	35	40	47	60
营业税费	17	16	13	22	25
销售费用	603	637	437	809	920
管理费用	46	42	55	55	62
财务费用	-35	-62	-53	-63	-69
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	9	9	12	25	60
营业利润	300	300	217	359	472
利润总额	300	299	216	359	471
少数股东损益	0	0	0	35	53
归属母公司净利润	264	266	191	283	365

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	2920	3174	3317	3887	4194
流动资产	1944	2098	2064	2659	2867
货币资金	1690	1803	1949	2061	2642
交易型金融资产	0	2	1	1	1
应收帐款	219	216	89	469	169
应收票据	12	58	0	90	13
其他应收款	8	0	3	4	3
存货	10	14	16	26	29
可供出售投资	514	0	650	388	346
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	48	48	64	85
固定资产	308	306	200	360	390
无形资产	80	60	123	97	96
总负债	439	446	478	769	708
无息负债	393	404	431	724	664
有息负债	47	42	46	45	44
股东权益	2481	2728	2839	3117	3485
股本	160	160	160	160	160
公积金	982	982	982	982	982
未分配利润	1287	1475	1551	1678	1844
少数股东权益	0	0	0	35	88

现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	263	262	376	88	660
净利润	264	266	191	318	418
折旧摊销	35	35	40	47	60
净营运资金增加	23	34	-211	190	-312
其他	-58	-73	356	-469	495
投资活动产生现金流	-7	-304	-209	4	-98
净资本支出	17	19	-60	151	28
长期投资变化	0	-294	-0	-12	-21
其他资产变化	10	-579	-269	143	-91
融资活动现金流	891	-80	-22	21	18
股本变化	40	0	0	0	0
债务净变化	121	6	32	291	-61
无息负债变化	125	11	27	293	-60
净现金流	1147	-122	146	113	581

资料来源：Wind, 新时代证券研究所预测

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	73.1	4.3	-28.5	81.2	14.9
净利润增长率	-44.9	0.8	-28.2	66.7	31.3
EBITDA 增长率	-51.5	-1.6	-28.7	73.5	33.0
EBIT 增长率	-55.4	-1.8	-35.0	87.5	34.2
估值指标					
PE	10.7	21.2	32.3	21.8	16.9
PB	3.8	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	15.9	15.7	21.4	12.1	7.9
EV/EBIT	18.1	18.0	26.8	14.0	9.1
EV/NOPLAT	20.6	20.2	30.2	15.8	10.3
EV/Sales	4.4	4.1	5.6	3.0	2.3
EV/IC	1.8	1.6	1.5	1.3	1.1
盈利能力 (%)					
毛利率	95.1	94.6	91.6	93.1	92.3
EBITDA 率	27.8	26.2	26.2	25.1	29.0
EBIT 率	24.4	23.0	20.9	21.6	25.2
税前净利润率	29.4	28.1	28.5	26.0	29.7
税后净利润率(归属母公司)	22.7	22.2	22.2	18.2	20.4
ROA	9.0	8.4	5.8	8.2	10.0
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.6	9.8	6.7	10.2	12.0
经营性 ROIC	68.4	70.6	419.6	77.7	5952.3
偿债能力					
流动比率	6.0	6.4	5.7	4.1	4.8
速动比率	5.9	6.3	5.6	4.0	4.8
归属母公司权益/有息债务	53.1	65.4	61.2	68.6	76.6
有形资产/有息债务	48.2	57.7	48.8	67.2	73.5
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.65	1.66	1.19	1.77	2.28
每股红利	0.50	0.50	0.25	0.31	0.39
每股经营现金流	1.41	1.26	2.35	0.55	4.13
每股自由现金流(FCFF)	1.59	1.66	2.83	-0.18	4.37
每股净资产	15.50	17.05	17.74	19.26	21.23
每股销售收入	6.39	6.66	4.76	8.63	9.92

资料来源：Wind，新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

沈瑞，中山大学生物技术本科、管理学双学位，北京大学金融学硕士，中山大学会计硕士。09年进入国信证券研究所从事医药、宏观及相关课题研究，17年进入财通证券担任医药资深分析师，20年加入新时代证券，担任医药行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5% - 5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代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。新时代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。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代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。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京 郝颖 销售总监

固话：010-69004649
邮箱：haoying1@xsdzq.cn

上海 吕莜琪 销售总监

固话：021-68865595 转 258
邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn

广深 吴林蔓 销售总监

固话：0755-82291898
邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>