

2022年01月28日

证券研究报告·公司研究报告

珍宝岛 (603567) 医药生物

当前价: 13.36 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

中药板块乘政策春风，投资特瑞思入局创新生物药

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 二次开发提升中药制剂质量标准，公司 100mg 注射用血塞通 2019-2021 样本医院年销售额复合增长率为 128%，未来新规格有望推动收入持续增长；近年来国家出台多项政策鼓励中医药传承创新发展，公司口服中药制剂有望开拓新渠道加速放量；布局上游药材交易中心、中药创新药、院内制剂、中药配方颗粒、品种并购，带来新的业绩增长点。2) 投资特瑞思，后者在研管线覆盖 2 款生物类似物和 4 款 ADC，多款产品开展中美双报。贝伐珠单抗生物类似物 TRS003 有望于近年获 FDA 批准，成为首款可互换贝伐珠单抗生物类似物；创新 ADC 药物 TRS005 靶点为 CD20，在全球范围内尚无同类产品上市，有望为非霍奇金淋巴瘤患者带来新的治疗方式。
- 政策利好，渠道拓宽+新品种推动中药板块增长。** 近年来国家出台多项政策鼓励中医药传承创新发展。公司推出 100mg 新规格注射用血塞通，二次开发提升质量标准，新规格有望推动其收入持续增长；公司的血栓通胶囊等多个中药口服制剂被纳入医保，2021 年新版医保取消了对上述产品仅限门诊和医保定点药店支付的限制，相关产品有望加速放量；公司成立亳州药材交易中心，向产业链上游整合，助力下游产品开拓；公司与重点省份医疗机构合作开发院内制剂，通过收购补充中药创新药、打造独家品种，加速布局配方颗粒备案。
- 投资特瑞思，布局创新生物药。** 公司与股东共同投资特瑞思，其中上市公司持有特瑞思 16.67% 的股权。特瑞思高管团队具备深厚的国际化产业背景，创始人吴幼玲博士曾在施贵宝、强生、赛诺菲(健赞)及西雅图基因等多家海外知名药企工作。特瑞思在研管线覆盖生物类似物及创新 ADC，产品以自研为主，引进为辅，多款产品开展中美双报。研发进度最快的产品贝伐珠单抗生物类似物 TRS003 目前处于全球多中心 III 期临床研究中，有望于近年获 FDA 批准成为首个可互换贝伐珠单抗生物类似物。靶向 CD20 的创新 ADC 药物 TRS005 目前正处于 I 期临床研究中，有望为非霍奇金淋巴瘤患者带来新的治疗方式。
- 盈利预测:** 预计公司 2021-2023 年归母净利润 5.2 亿元、6.2 亿元、7.6 亿元，期间年复合增长率为 21%，对应 EPS 分别为 0.55 元、0.66 元、0.80 元，对应 PE 为 27 倍、23 倍、19 倍。公司中药注射液及口服制剂受政策利好增长有望提速，投资特瑞思布局创新生物药国际化，未来发展值得期待。
- 风险提示:** 中成药集采政策风险，研发风险，竞争格局恶化风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3410.85	3820.16	4393.18	5096.09
增长率	3.46%	12.00%	15.00%	16.00%
归属母公司净利润(百万元)	436.29	516.41	621.90	755.66
增长率	6.76%	18.37%	20.43%	21.51%
每股收益 EPS(元)	0.46	0.55	0.66	0.80
净资产收益率 ROE	7.95%	7.32%	8.36%	9.54%
PE	32	27	23	19
PB	2.56	1.99	1.89	1.78

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

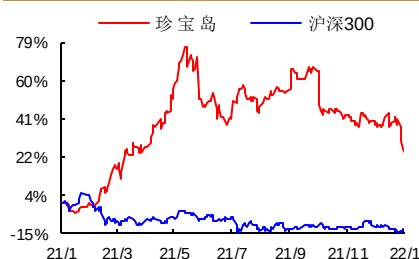
分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.42
流通 A 股(亿股)	8.49
52 周内股价区间(元)	10.27-19.1
总市值(亿元)	125.85
总资产(亿元)	102.34
每股净资产(元)	6.76

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目录

1 珍宝岛：聚焦中药+生物药产品创新	1
2 政策利好，渠道拓宽+新品种推动中药板块增长	4
2.1 二次开发为中药注射液注入增长活力	4
2.2 口服中药制剂有望加速放量	6
2.3 成立亳州药材交易中心，向产业链上游整合	7
2.4 自研+并购扩充产品线，带来新的业绩增长点	8
3 投资特瑞思，加码布局创新药转型	9
3.1 特瑞思：团队海外产业背景深厚，布局生物类似物+创新 ADC	9
3.2 生物类似物面向国际市场	10
3.3 创新靶点 ADC 有望取得突破	13
3.4 引进多种化药创新药	15
4 盈利预测	15
5 风险提示	16

图目录

图 1: 珍宝岛股权结构	2
图 2: 公司历年营业收入	2
图 3: 公司历年归母净利润	2
图 4: 公司毛利率、净利率	3
图 5: 公司费用率	3
图 6: 公司中药制剂收入增长	4
图 7: 公司中药制剂收入占比	4
图 8: 公司中药制剂毛利占比	4
图 9: 公司中药制剂毛利率	4
图 10: 公司注射用血塞通（冻干）销量	5
图 11: 珍宝岛各规格注射用血塞通样本医院销售额（百万元）	5
图 12: 公司舒血宁注射液销量	6
图 13: 历年样本医院舒血宁注射液竞争格局	6
图 14: 公司血栓通胶囊样本医院销售额	6
图 15: 亳州中药材交易中心业务模式	7
图 16: 中药材价格指数：综合 200	8
图 17: 三七（60 头）单价（元/千克）	8
图 18: TRS003	10
图 19: 贝伐珠单抗作用机制	10
图 20: 贝伐珠单抗适应症拓展历史	11
图 21: 样本医院贝伐珠单抗（及类似物）销售额	12
图 22: 国内贝伐珠单抗生物类似药主要竞品	12
图 23: MVASI 可比性临床试验设计	13
图 24: 可互换生物类似物切换性研究试验设计	13
图 25: NCCN 指南推荐 HER2+乳腺癌治疗路径	13
图 26: NCCN 指南推荐 HER2+胃癌治疗路径	13
图 27: TRS005	14
图 28: 利妥昔单抗作用机制	14

表 目 录

表 1：公司发展历史.....	1
表 2：公司主要产品.....	3
表 3：公司注射用血塞通各规格中标价.....	5
表 4：近年国家鼓励中药创新发展相关政策.....	8
表 5：特瑞思管理层简历.....	9
表 6：特瑞思在研管线.....	10
表 7：中美前十大肿瘤对应患者群体.....	11
表 8：贝伐珠单抗及其生物类似物全球销售情况.....	12
表 9：全球在研 CD-20 ADC 药物.....	14
表 10：营收预测.....	15
附表：财务预测与估值.....	17

1 珍宝岛：聚焦中药+生物药产品创新

黑龙江珍宝岛药业股份有限公司成立于 1996 年，2015 年登陆 A 股主板市场。公司是生产、销售和研发高端中药制剂产品的现代化制药企业。公司聚焦中药、化药、生物药三大产品体系创新型研发，同知名院校、科研机构、CRO 企业等开展深度合作，组建了一支研发理念接轨欧美的专业研发团队。

公司发展主要分为五个阶段：

第一阶段：1996-2000 年，公司以开发中药注射剂产品为主；

第二阶段：2001-2005 年，各分公司逐渐建立，营销管理中心初现规模，公司经营规模逐渐扩大并开启集团化运营模式；

第三阶段：2006-2010 年，公司拓展化药赛道布局，构建了成熟、完整的营销管理服务体系；

第四阶段：2011-2015 年，公司开始打造中药上下游一体化产业链服务体系，布局中药材领域；

第五阶段：2016 年至今，公司开启创新布局期，2021 年 6 月投资了特瑞思，深度布局生物药领域。

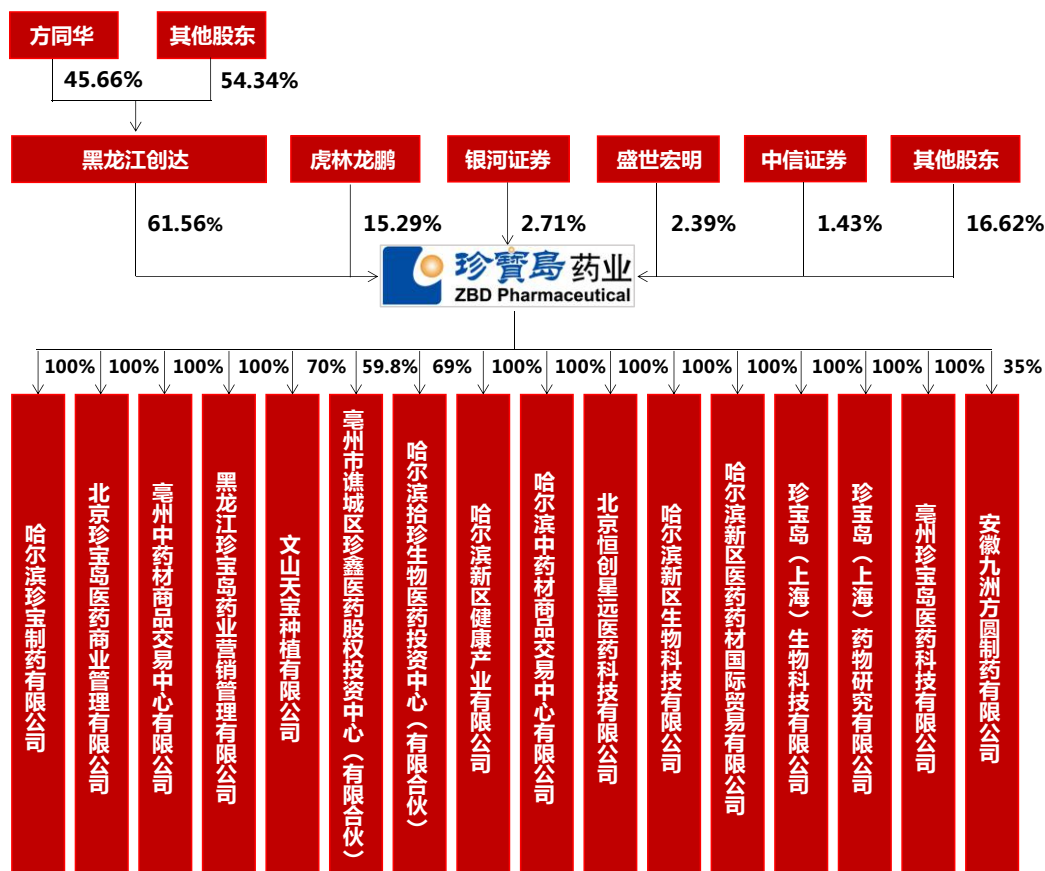
表 1：公司发展历史

时间	事件
1996 年	珍宝岛药业成立
1999 年	公司初步确立以开发“脑血管类”疾病药为主，各类中药、化药产品为辅的战略发展布局
2000 年	血塞通注射液、黄芪注射液获国家药品监督管理局纳入国家中药保护品种
2002 年	获得国家药品监督管理局颁发的《药品 GMP 证书》
2003 年	公司在哈尔滨成立营销管理中心
2004 年	随着鸡西分公司成立，公司生产经营规模进一步扩大，企业内部开启集团化运营模式
2006 年	公司建立了涵盖全国 32 个省、自治区、直辖市的科学紧密型销售商务物流配送网络
2010 年	先后完成在虎林、哈尔滨、鸡西、亳州等地建立公司的规划设计
2011 年	跻身中国医药工业第 15 强。“杏雪”注册商标被认定为黑龙江省著名商标
2015 年	公司在上海证券交易所上市，股票代码 603567
2017 年	复方芩兰口服液和小儿热速清糖浆两款产品新纳入国家医保目录
2019 年	亳州中药材商品交易中心正式开业
2020 年	斥资 1.5 亿元引进恒诺康医药抗流感病毒 1 类新药注射用 HNC042
2021 年	公司与持股 5% 以上股东虎林龙鹏共同投资特瑞思

数据来源：珍宝岛集团官网，西南证券整理

公司股权结构清晰，方同华董事长为实际控制人。

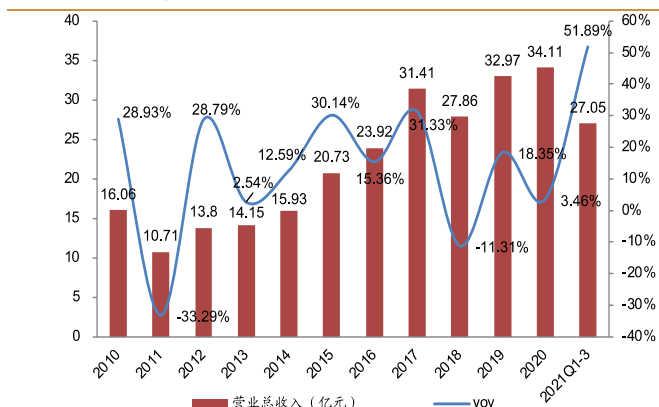
图 1：珍宝岛股权结构



数据来源：珍宝岛公司公告，西南证券整理 (注：黑龙江创达及虎林龙鹏的持股比例按加回转融通股份后计算)

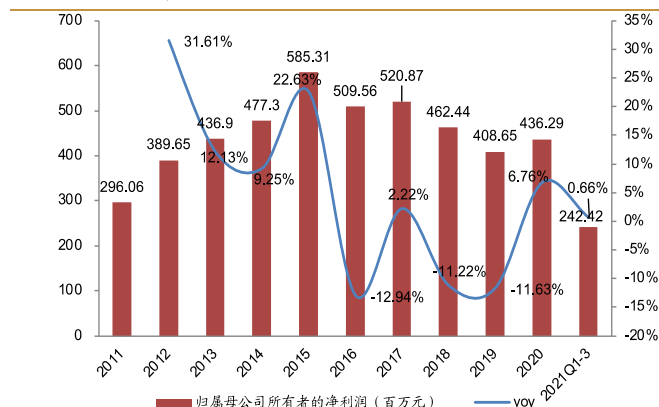
公司近年来营业收入稳定增长，2020 营业收入 34.11 亿元，同比增长 3.46%，2017-2020 年收入年复合增长率为 2.79%，2020 年实现归母净利润 4.4 亿元，同比增长 6.76%，预计公司未来业绩有望保持稳健增长。

图 2：公司历年营业收入



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：公司历年归母净利润



数据来源：Wind，西南证券整理

公司业务包括医药工业与医药商业，其中医药工业主要分为中药制剂、化药制剂和生物制剂三大板块。公司目前共有 45 个中药制剂品种，其中基本药物 12 个、医保产品 24 个，在研化药创新药 4 项，化药仿制药 45 项。公司的中药制剂主要包括注射用血塞通（冻干）、舒血宁注射液、血栓通胶囊等，生物药主要包括注射用骨肽（冻干）等，均为国家医保目录药物。此外，公司通过投资特瑞思等知名生物药公司进一步拓宽产品线。

表 2：公司主要产品

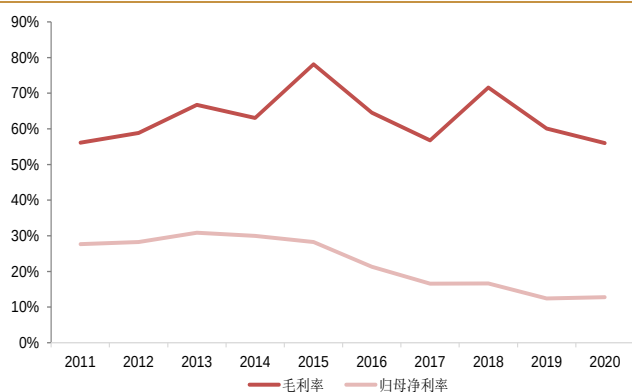
细分行业	通用名	适应症	医保类型
中成药	注射用血塞通（冻干）	中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管疾病后遗症、胸痹心痛、视网膜中央静脉阻塞属瘀血阻滞证者。	国家医保目录、国家基药目录
	舒血宁注射液	缺血性心脑血管疾病，冠心病，心绞痛，脑栓塞，脑血管痉挛等。	国家医保目录
	血栓通胶囊	脑络瘀阻引起的中风偏瘫，心脉瘀阻引起的胸痹心痛，脑梗塞，冠心病心绞痛见上述症候者。	国家医保目录、国家基药目录
	复方芩兰口服液	外感风热引起的发热，咳嗽，咽痛。	国家医保目录
	小儿热速清糖浆	小儿外感风热所致的感冒，症见高热，头痛，咽喉肿痛，鼻塞流涕，咳嗽，大便干结。	国家医保目录
化学药	注射用炎琥宁	病毒性肺炎和病毒性上呼吸道感染。	-
生物药	注射用骨肽（冻干）	促进骨折愈合，也可用于增生性骨关节疾病及风湿、类风湿关节炎等症状改善。	-

数据来源：西南证券整理

中药制剂为公司主营业务的主要收入板块。公司 2020 年中药制剂营业收入达 19.8 亿元，为总收入的 58%；化学制剂与生物制剂 2020 年收入占比分别为 3%和 3.2%。2019-2020 年商业及药材销售板块分别实现营业收入 9 亿元、12 亿元，同比增长 75.1%、32.2%，主要系亳州中药材商品交易中心开业带动收入增长。

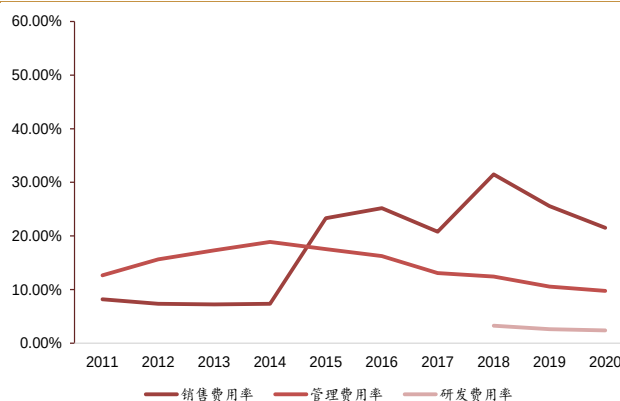
公司整体利润率符合行业趋势，制剂业务毛利率较高。公司毛利率从 2018 年的 71.57% 下降至 2020 年的 56.02%，主要系中药材贸易业务增长，符合行业整体趋势。公司中药制剂业务毛利率较高，2020 年中药制剂毛利率为 87.38%。近年来公司费用率从 2018 年的 48.81%下降至 2020 年的 37.3%，主要系公司经营管控能力提高。

图 4：公司毛利率、净利率



数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司费用率

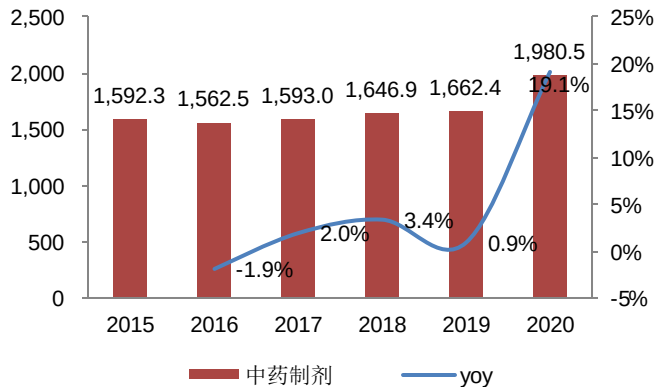


数据来源：Wind，西南证券整理

2 政策利好，渠道拓宽+新品种推动中药板块增长

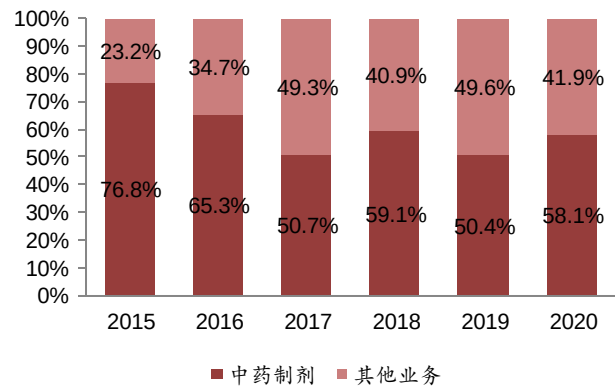
中药制剂是公司的主要业务，近年来保持稳健增长。2020 年公司中药制剂业务实现收入 19.8 亿元，同比增长 19.1%。2015-2020 年复合增长率为 4.5%。

图 6：公司中药制剂收入增长



数据来源：Wind，西南证券整理

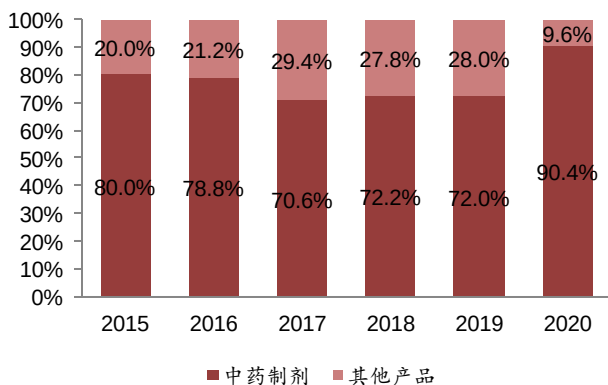
图 7：公司中药制剂收入占比



数据来源：Wind，西南证券整理

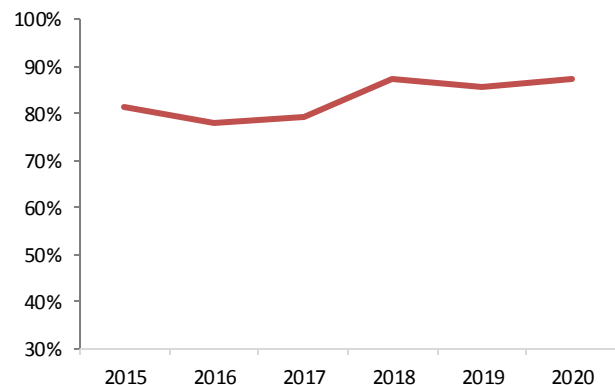
公司的中药制剂业务毛利率较高，近年来保持稳中略有上升的趋势。2020 年公司中药制剂业务毛利率为 87.4%，其毛利贡献为公司总毛利的 90.4%。

图 8：公司中药制剂毛利占比



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：公司中药制剂毛利率



数据来源：Wind，西南证券整理

2.1 二次开发为中药注射液注入增长活力

公司的中药制剂品种丰富，公司中药制剂共涉及心血管、脑血管、呼吸、儿科、骨科等 10 大治疗领域，共拥有 45 个品种，包括基本药物 12 个、医保产品 24 个，配方颗粒 600 余种，其中注射用血塞通为国家中药保护品种，小儿热速清糖浆为国家二级中药保护品种。

公司在中药注射液领域经营多年，其收入占比较高。公司自成立之初即以开发中药注射剂产品为主。多年以来，中药注射剂产品的业绩贡献度较高。我们估算公司 2020 年注射用血塞通等中药注射剂收入为全部中药制剂收入的 80% 以上。公司中药注射液重点覆盖等级医疗机构，品牌知名度处于行业领先水平。

注射用血塞通适用于心脑血管疾病。注射用血塞通系三七总皂苷冻干粉针，其主要成分为人参皂苷，功能与主治为活血祛瘀，通脉活络，具有抑制血小板聚集和增加心脑血管血流量的作用，适用于心血管疾病，中风及中风后遗症的脑血管疾病，视网膜中央静脉阻塞。

推出 100mg 新规格注射用血塞通，二次开发提升质量标准。公司近年来结合在质量标准、临床定位、作用机理等方面的研究经验对旗下优势品种进行二次开发。2018 年，公司推出注射用血塞通 100mg 新规格。从各省中标价来看，受益于更高的质量标准，100mg 规格中标价更高。

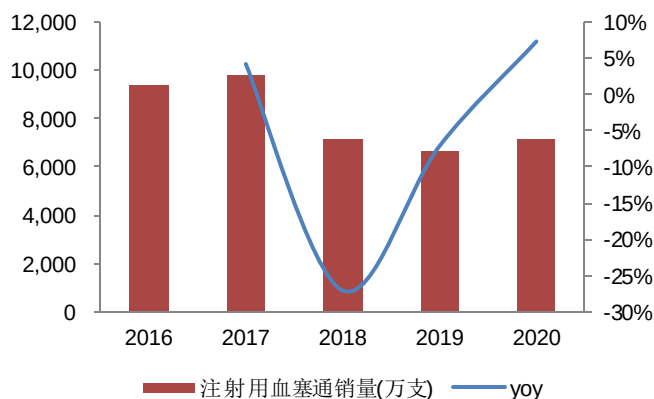
表 3：公司注射用血塞通各规格中标价

药品名称	规格	生产企业	中标价中值	中标区域数	2022 年中标地区	最早中标时间	最新中标时间
注射用血塞通 (冻干)	100mg	哈尔滨珍宝制药有限公司	48.20	13	13	2018-3-17	2021-12-27
注射用血塞通 (冻干)	200mg	哈尔滨珍宝制药有限公司	23.05	23	31	2014-2-15	2021-12-1
注射用血塞通 (冻干)	400mg	哈尔滨珍宝制药有限公司	39.00	22	28	2014-11-14	2021-12-1

数据来源：医药魔方，西南证券整理

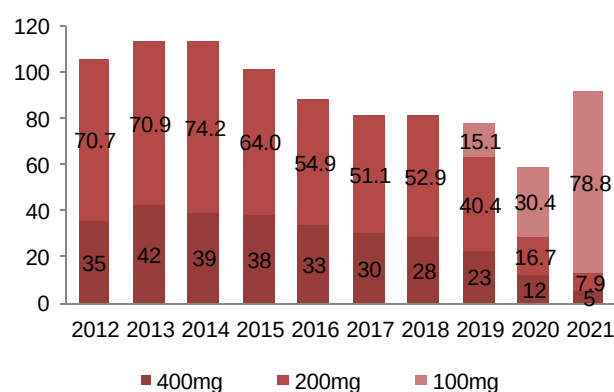
100mg 新剂型为注射用血塞通注入增长活力。2020 年注射用血塞通销量为 7120 万支，2018 年以来，公司注射用血塞通销量基本保持平稳，2018-2020 年销量复合增速为 -0.1%。2019 年以来，100mg 品规销售增长较快。从样本医院销售数据来看，2021 年 100mg 注射用血塞通实现收入约 7880 万元，2019-2021 年复合增长率为 128%。未来随着 100mg 对原有规格的进一步替代，公司注射用血塞通有望持续增长。

图 10：公司注射用血塞通（冻干）销量



数据来源：公司年报，西南证券整理

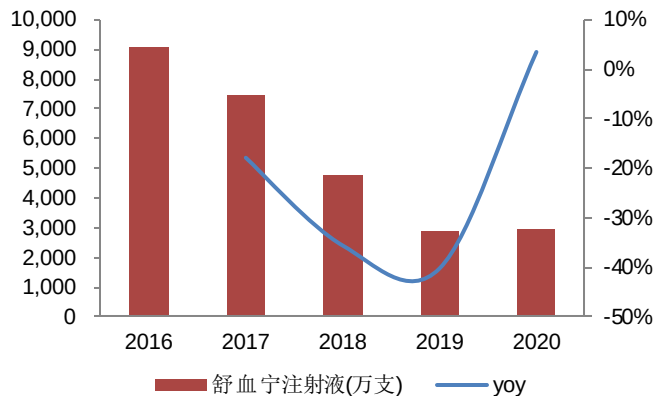
图 11：珍宝岛各规格注射用血塞通样本医院销售额（百万元）



数据来源：PDB，西南证券整理

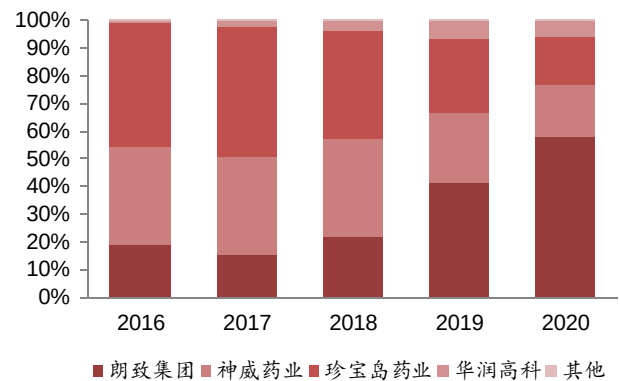
舒血宁注射液主要用于心脑血管疾病，近年销量企稳。舒血宁注射液主要成分为银杏叶，具有扩张血管、改善微循环的作用，适用于缺血性心脑血管疾病，如冠心病、心绞痛、脑栓塞、脑血管痉挛等。受医保政策、市场竞争因素影响，2016-2018 年公司舒血宁注射液销量有所下降。2019-2020 年，其销量基本保持平稳，2020 年公司舒血宁注射液共销售 2965 万支，同比增长 3.5%。

图 12：公司舒血宁注射液销量



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 13：历年样本医院舒血宁注射液竞争格局



数据来源：PDB，西南证券整理

公司舒血宁注射液中标湖北集采，降价幅度可控。2021 年 9 月，湖北等 19 省联盟开展中成药集采，共涉及到 17 个产品组，其中注射剂产品组 6 个，口服制剂产品组 11 个，共包含 74 个通用名产品。公司的舒血宁注射液在本次集采中成功中标，降价幅度约 40%，预计对未来业绩的影响较为温和。

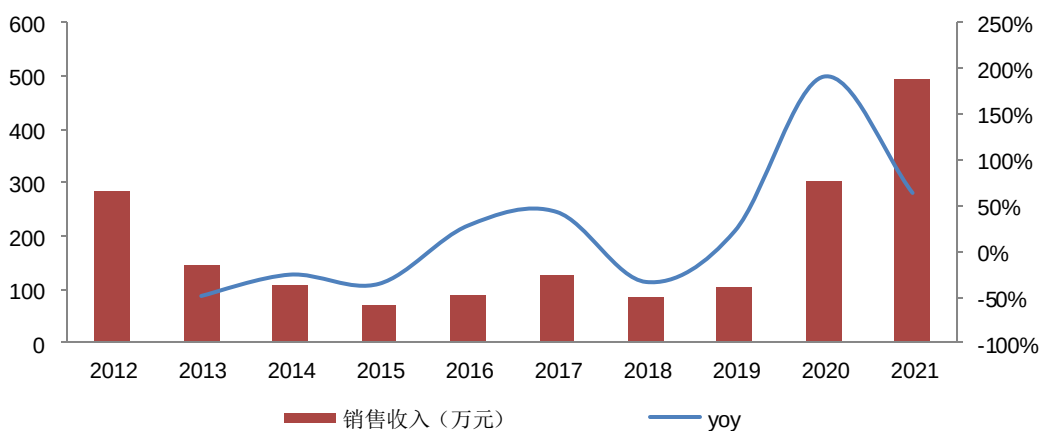
2.2 口服中药制剂有望加速放量

多个口服制剂获新版医保放开渠道限制。公司多个中药口服制剂被纳入医保。2021 年，公司的血栓通胶囊、复方芩兰口服液等产品获新版医保取消对其仅限门诊和医保定点药店支付的限制。

公司院内渠道积累深厚，口服品种有望放量。公司大品种注射用血塞通主要于院内销售，渠道资源丰富。随着口服制剂品种渠道限制放开，公司有望在院内渠道实现口服制剂的销售放量。

血栓通胶囊适应症与注射用血塞通相近，覆盖多个科室，血栓通胶囊功能主治为活血祛瘀、通脉活络，适应症与注射用血塞通相近，覆盖眼科、心脑血管等多个科室。

图 14：公司血栓通胶囊样本医院销售额



数据来源：PDB，西南证券整理

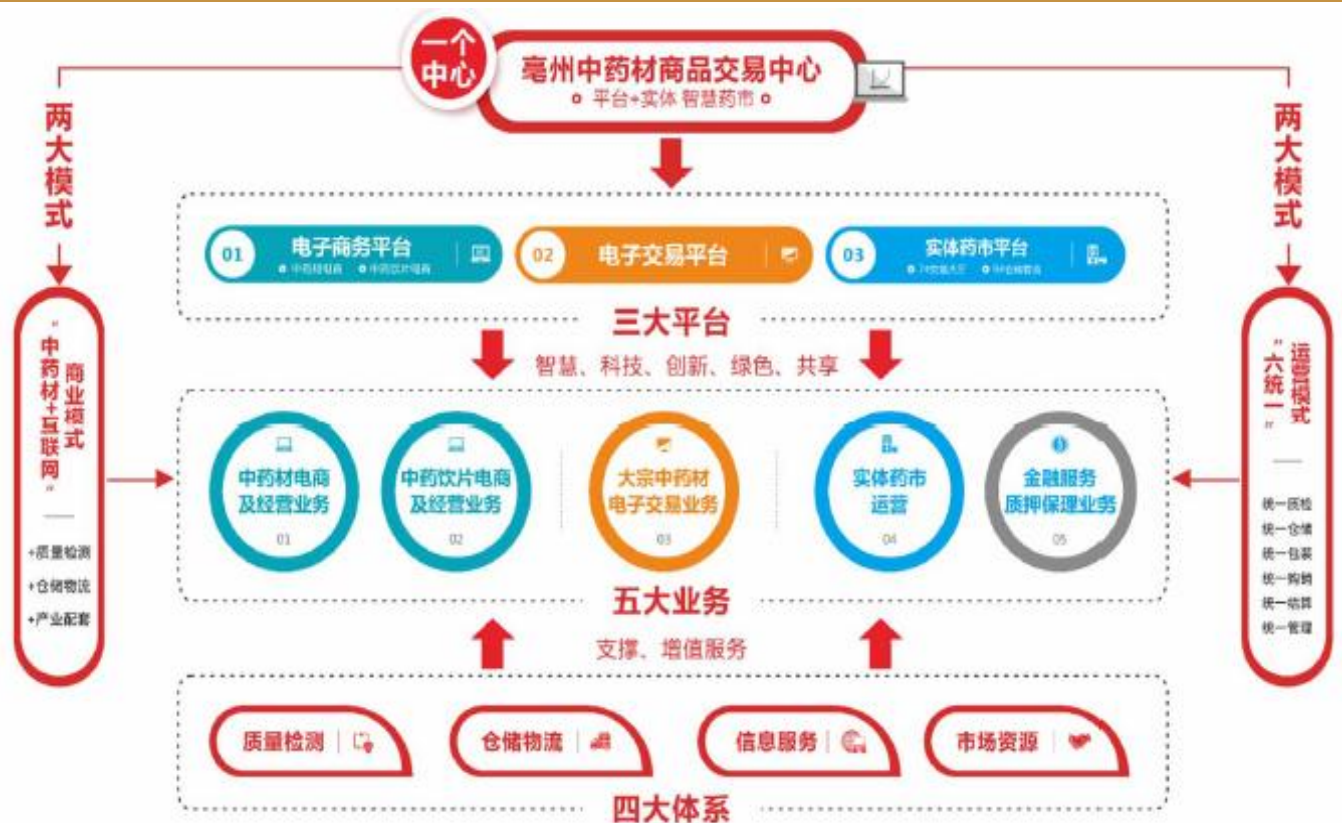
复方芩兰口服液市场空间广阔，二次开发有望释放增长潜力。复方芩兰口服液功能主治为清热解毒，系公司的独家品种，主要用于呼吸道感染类疾病。清热解毒类中药口服液市场规模广阔，同类产品，如济川药业的蒲地蓝消炎口服液销售规模较高，2020 年，济川药业的清热解毒类中药口服液销售收入约 21.4 亿元。珍宝岛药业拟通过对复方芩兰口服液进行二次开发，通过增加药品适应症、丰富规格数量、推动产品进入基药目录等方式扩大其市场规模。

2.3 成立亳州药材交易中心，向产业链上游整合

公司于安徽亳州投资建立中药材商品交易中心。该中心于 2019 年 9 月开业，由安徽省人民政府批准设立，系全国首个具备中药材大宗现货交易资质的交易中心。依托交易中心 12 万平方米智慧药市、40 万平方米仓储物流，打造大宗中药材电子交易平台、中药材电商平台。

公司汇聚中药材产业上下游优质资源，深入全国大型中药材产区，打通上中下游产业链条，形成覆盖全国 95% 中药产区的现代化“N+50”中药材产业布局。围绕全国产地加工项目建设，珍宝岛药业开展 50 个大宗品种的规范化生产加工供应，建立行业标准，实现中药材产地加工标准化、规范化、可追溯。

图 15：亳州中药材交易中心业务模式

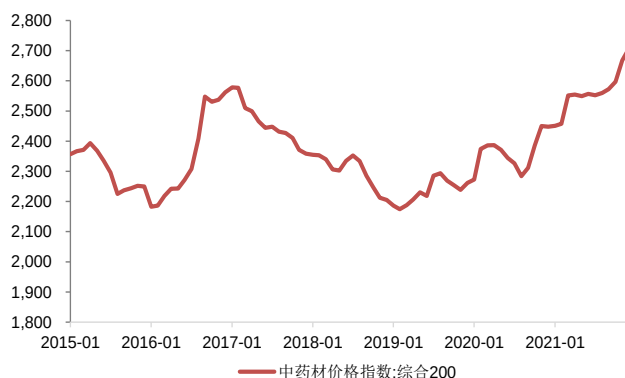


数据来源：珍宝岛集团，西南证券整理

中药材上游市场规模广阔，交易中心业务规模迅速扩张。2018 年我国中药材市场规模约为 1246 亿元，预计 2022 年将达到 1708 亿元，年均复合增长率为 10%。目前交易中心线上交易额约 18 亿元，同时已建成占地 220 亩总建筑面积 12 万平方米的线下展示平台，容纳市场摊位 3000 余个，约有 10 万以上客户参与交易，覆盖 1000 余种药材，SKU 超过 6000 个。

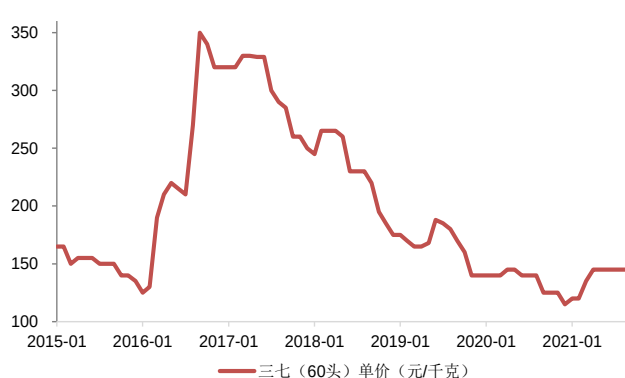
掌控上游药材来源，上下游一体化保障下游终端制剂生产供应。中药饮片行业集中度低，竞争激烈，采购药材切片合法化成为饮片企业降本增效的必经之路。随着中成药集采压缩企业利润，企业亟需降本增效，原材料采购是降本增效的主要渠道。公司通过建立上游供应链体系把控中药材来源，有利于控制其质量及采购成本。

图 16：中药材价格指数：综合 200



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：三七（60 头）单价（元/千克）



数据来源：Wind，西南证券整理

2.4 自研+并购扩充产品线，带来新的业绩增长点

政策利好中药创新发展。近年来国家出台多项政策鼓励中医药传承创新发展，包括通过改进中药创新药审评制度加快中药创新药上市、结束中药配方颗粒试点工作从而鼓励企业进入配方颗粒市场、鼓励院内制剂发挥医疗机构中药传承创新发展等措施。

表 4：近年国家鼓励中药创新发展相关政策

时间	发布机构	发布政策
2019 年 10 月	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》
2021 年 5 月	国务院办公厅	《关于全面加强药品监管能力建设的实施意见》
2020 年 12 月	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》
2021 年 1 月	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》
2021 年 2 月	国家药监局等	《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》

数据来源：国务院、国家药监局，西南证券整理

公司有望抓住政策契机，加快扩充产品线。公司与重点省份医疗机构开展合作，加快开发院内制剂，同时结合收购补充公司中药创新药品种；受益于中药配方颗粒试点限制放开的政策变化，公司快速推进中药配方颗粒备案工作，目前已完成 600 个品种的备案；公司积极开展中药制剂并购，将双黄连口服冻干粉针等竞争格局较好的非独家品种转为独家品种，同时通过并购进一步扩充口服品种的数量，获得安宫牛黄丸、乌鸡白凤丸等产品。上述新品种有望成为公司新的业绩增长点。

3 投资特瑞思，加码布局创新药转型

3.1 特瑞思：团队海外产业背景深厚，布局生物类似物+创新 ADC

特瑞思高管团队具备深厚的海外产业背景，创始人吴幼玲博士于 1991 年在美国罗格斯大学获得博士学位，尔后曾在施贵宝、强生、赛诺菲(健赞)及西雅图基因等多家海外知名药企工作，曾领导了全球第一个 ADC 产品成功获得 FDA 临床批准 (BR96-Dox)，亦曾负责西雅图基因重磅 ADC 维布妥昔单抗的 CMC 法规工作；公司临床前及早期研发负责人钟山博士曾任基因泰克部门主任，参与过 Kadcyla 及 Polivy 的研发及上市工作；生产运营负责人谢岩生博士、工艺开发负责人王蕙文亦具备多年海外知名药企的工作经验，参与过多个重磅产品的研发、商业化或生产工作。

表 5：特瑞思管理层简历

管理层		过往履历
吴幼玲博士	公司创始人	1991 年 4 月在美国罗格斯大学获得博士学位。尔后曾在著名国际制药巨头施贵宝、强生、赛诺菲(健赞)及单抗偶联技术龙头企业西雅图基因领导及参与开发 6 个重磅级产品。
钟山博士	临床前及早期研发负责人	原 GenenTech 部门主任，健赞(Genzyme)资深科学家，在抗体筛选和构建方面有着丰富经验。他建立了多种单抗生物分析方法，开创了体外免疫原性预测的先河，参与了多个单抗类产品的研发及上市，包括罗氏两个 ADC 产品 Kadcyla & Polivy 以及 9 个在研 ADC 项目。
谢岩生博士	生产运营负责人	超过 30 年单抗产品的研发和管理经验，曾在葛兰素史克，施贵宝等著名公司任职，参与和领导了多款产品的开发或上市，负责了 5000L 至 20000L 规模的商业化生产。
王蕙文	工艺开发负责人	超过 33 年生物医药开发经验，曾在 Bayer、GenenTech (Roche)、药明生物等著名公司任职，并参与和领导了凝血VIII因子、赫赛汀、贝伐珠单抗、Kadcyla 等产品的开发上市和生产，是工艺开发和技术转移的专家。

数据来源：公开信息，西南证券整理

特瑞思构建了丰富的生物药管线，包括生物类似物、创新靶点 ADC 等品种。公司的产品以自研为主，引进为辅，多款产品面向国际化，同时开展中美双报。研发进度最快的产品贝伐珠单抗生物类似物 TRS003 目前正处于全球多中心 III 期临床研究中，有望于 2023 年向 FDA 提交上市申请。靶向 CD20 的创新 ADC 药物 TRS005 系公司自研产品，目前正处于 I 期临床研究中，全球范围内尚无同类产品获批。

表 6：特瑞思在研管线

项目		适应症	临床前	I a 期/I b 期	II 期	III 期
单抗（生物类似药）	TRS003	非小细胞肺癌	美国 III 期/中美双报			
		结直肠癌				
		胶质母细胞瘤				
		宫颈癌				
		卵巢癌				
		肾癌				
		肝癌				
	TRS004	乳腺癌、胃癌	美国 I 期/中美双报			
ADC	TRS005	复发/难治性非霍奇金淋巴瘤	自主研发（全球权益）中国 I a 期		II 期后附条件上市	
	TRS006	三阴性乳腺癌、白血病、胃癌、肺癌	自主研发（全球权益）			
	TRS012	肝癌、肺癌	引进全球权益			
	TRS013	黑色素瘤、胰腺癌、乳腺癌	引进大中国权益			
肿瘤免疫	TRS007	联合治疗肺癌			2022年在美国和生物类似药联用 III 期	
		联合治疗胃癌			2022年在美国和生物类似药联用 III 期	
		联合治疗淋巴瘤			2022年在美国和ADC新药联用 III 期	

数据来源：特瑞思官网，西南证券整理

3.2 生物类似物面向国际市场

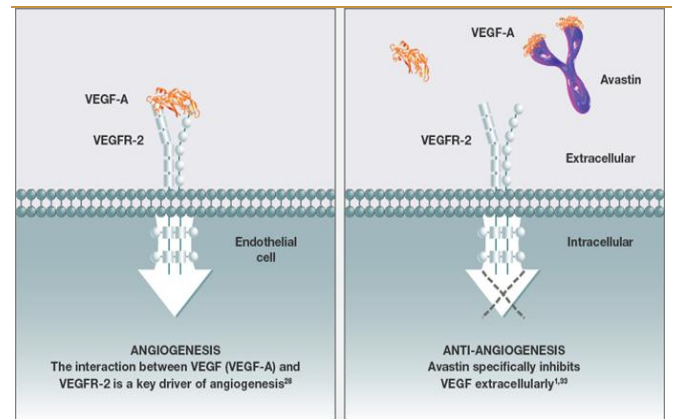
TRIS003 为一款贝伐珠单抗生物类似物。贝伐珠单抗原研为罗氏，系靶向 VEGF-A 靶点的单抗药物，于 2004 年在美国获批上市。贝伐珠单抗通过阻断 VEGFR-2 与 VEGF-A 结合，从而阻止肿瘤的血管新生，抑制肿瘤的发生发展。

图 18：TRIS003



数据来源：特瑞思官网，西南证券整理

图 19：贝伐珠单抗作用机制

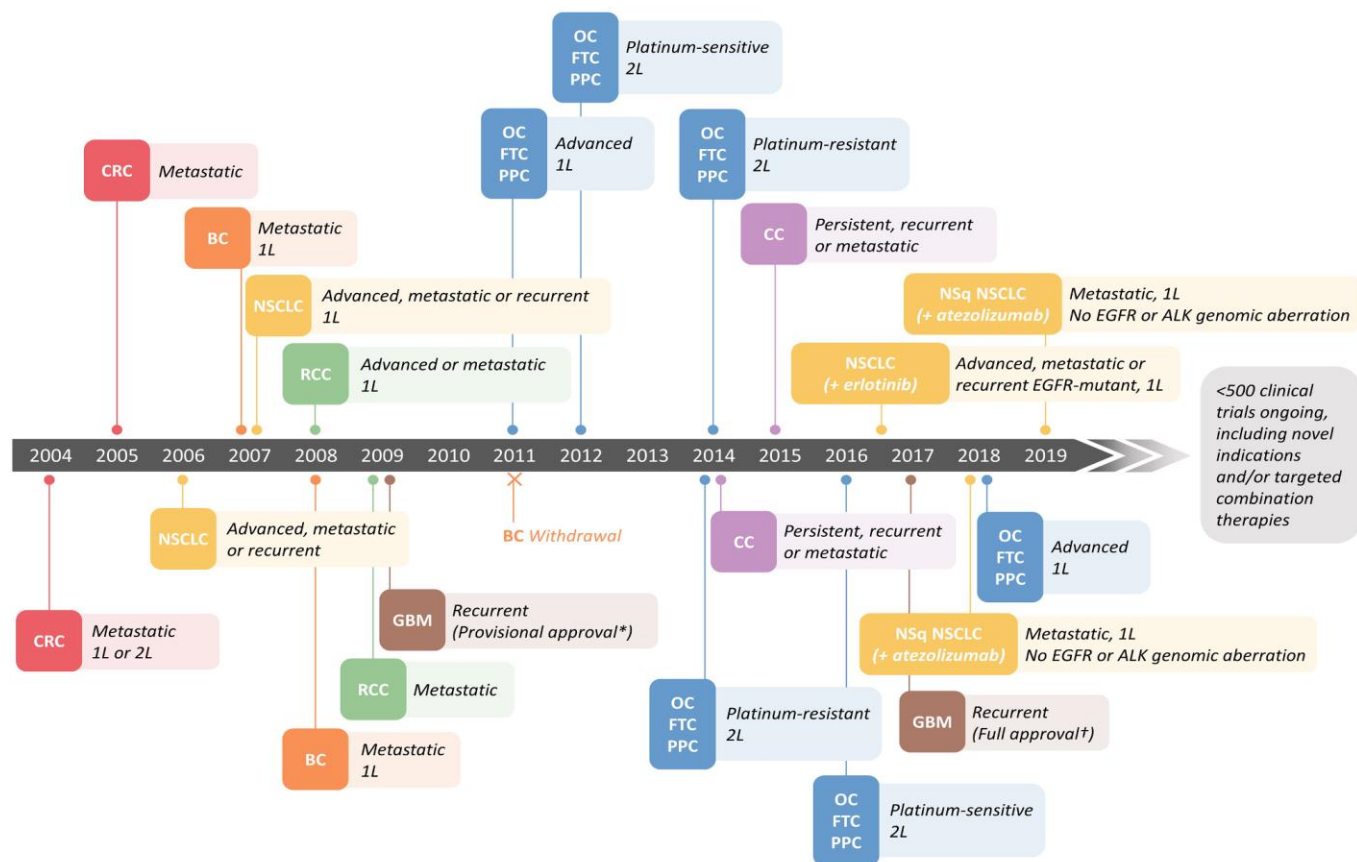


数据来源：Roche 官网，西南证券整理

贝伐珠单抗适应症广泛。血管生成在多种肿瘤的发生中均扮演了重要角色，缺乏新生血管的肿瘤组织无法获得充足的血供，难以获得维持生长的能量。受益于阻断血管新生的作用机制，贝伐珠单抗具有广谱的抗肿瘤能力，对多种实体瘤均有抗肿瘤作用。自贝伐珠单抗首次获批以来，监管机构授权不断扩大其适应症。

图 20：贝伐珠单抗适应症拓展历史

EMA



FDA

数据来源：《Cancer Treatment Reviews》，西南证券整理

目前贝伐珠单抗可用于治疗乳腺癌、肺癌、胃癌、结直肠癌、肝癌等多种在美国和中国高发的瘤种，覆盖的患者群体广泛。

表 7：中美前十大肿瘤对应患者群体

美国			中国		
癌种	2020 年新发病例数	贝伐珠单抗	癌种	2020E 新发病例数	贝伐珠单抗
乳腺癌	27.9	可使用	肺癌	94.7	可使用
肺癌	22.9	可使用	胃癌	51.4	可使用
前列腺癌	19.2	可使用	肝癌	44.8	可使用
结直肠癌	14.8	可使用	结直肠癌	44.6	可使用
黑色素瘤	10.0	可使用	食管癌	34.7	可使用
膀胱癌	8.1	可使用	乳腺癌	33.9	可使用
非霍奇金淋巴瘤	7.7	部分可使用	甲状腺癌	21.2	未可使用
肾癌	7.4	可使用	脑癌	12.1	部分可使用
子宫内膜癌、子宫肉瘤	6.6	未可使用	宫颈癌	11.7	可使用
胰腺癌	5.8	可使用	胰腺癌	11.2	可使用

数据来源：《CA Cancer J Clin.》，灼识咨询，西南证券整理

贝伐珠单抗及其生物类似物销售规模较高，美国市场竞争者较少。2020 年，罗氏的贝伐珠单抗在全球实现收入 49.9 亿瑞士法郎。美国首个获批的贝伐珠单抗生物类似物为安进的 MVASI，其三期临床研究表明，MVASI vs 原研药在非小细胞肺癌的患者中 ORR 为 39% vs 41.7%，FDA 认可其与原研药物的相似性，于 2017 年批准其上市。2020 年 MVASI 全球销售额约为 8 亿美元。截止目前，美国仅有原研药和安进、辉瑞的生物类似物获批上市。

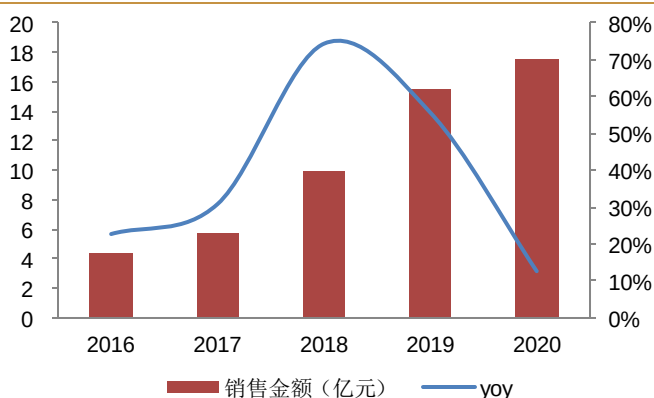
表 8：贝伐珠单抗及其生物类似物全球销售情况

产品	公司	销售额单位	2017	2018	2019	2020
原研药-bevacizumab	罗氏	百万瑞士法郎	6688	6849	7073	4992
类似物-bevacizumab-awwb	安进	百万美元	-	-	127	798
类似物-bevacizumab-bvzr	辉瑞	百万美元	-	-	1	143

数据来源：医药魔方，西南证券整理

我国贝伐珠单抗及其类似物市场近年快速增长，竞争较为激烈。2020 年样本医院贝伐珠单抗及其类似物销售额为 17.5 亿元，2016-2020 年年均复合增长率为 41.4%。国内目前贝伐珠单抗共有原研及生物类似物共计 9 款产品获批上市，11 款产品申报上市或处于 III 期临床研究中，预计未来国内贝伐珠单抗及其生物类似物市场竞争较为激烈。

图 21：样本医院贝伐珠单抗（及类似物）销售额



数据来源：PDB，西南证券整理

图 22：国内贝伐珠单抗生物类似药主要竞品

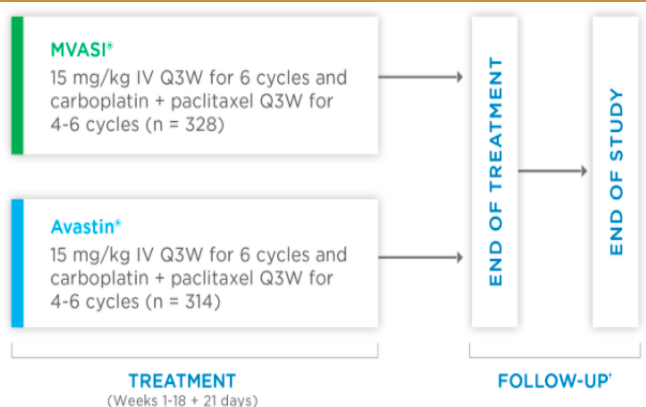
研发机构	研发进展
Roche	批准上市
天广实, 贝达药业	批准上市
齐鲁制药	批准上市
东曜药业	批准上市
恒瑞医药	批准上市
百奥泰, 百济神州	批准上市
博安生物	批准上市
亿胜生物, 复宏汉霖	批准上市
信达生物	批准上市
正大天晴	申请上市
Amgen, 第一三共, 艾伯维	III 期临床
辉瑞	III 期临床
兆科眼科, 东曜药业	III 期临床
嘉和生物	III 期临床
神州细胞	III 期临床
华奥泰, 君实生物	III 期临床
特瑞思	III 期临床
复旦张江	III 期临床
奥赛康, 安科生物	III 期临床
华兰生物	III 期临床

数据来源：医药魔方，西南证券整理

TRS003 有望成为首款可互换贝伐珠单抗生物类似物。可互换生物类似物是指在不需处方医生干预下即可实现对原研药物的替换，FDA 指南指出在可互换生物类似产品和原研产品之间交替或转换不得增加药物安全性风险或降低其有效性。目前美国尚无可互换贝伐珠单抗类似物上市，如 TRS003 成功上市，正在使用罗氏贝伐珠单抗治疗的患者，可不受障碍地将其更换为 TRS003 继续接受治疗。目前 FDA 已批准两款可互换生物类似物，2021 年 7 月，Viatris（原 Mylan）公司的可互换甘精胰岛素类似物获 FDA 批准上市；2021 年 10 月，勃林格殷格翰公司的可互换阿达木单抗类似物获 FDA 批准上市。

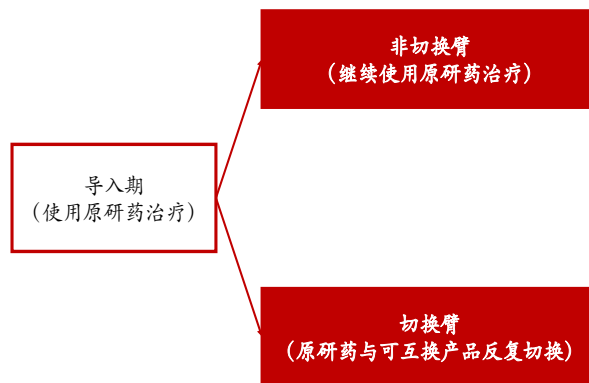
公司有望快速推进 TRS003 临床工作。FDA 对于可互换生物类似物的行业指南要求于 2019 年发布，可互换生物类似物除需进行常规的可比性临床三期研究外，还需进行切换性临床研究。切换性临床研究实验组患者需在研究药物与原研药间反复切换治疗，以药物的 PK 参数作为临床终点。公司有望充分整合临床研究资源，快速推进临床入组工作，完成 TRS003 的三期临床研究并向 FDA 提交 BLA 申请。

图 23: MVASI 可比性临床试验设计



数据来源: Amgen 官网, 西南证券整理

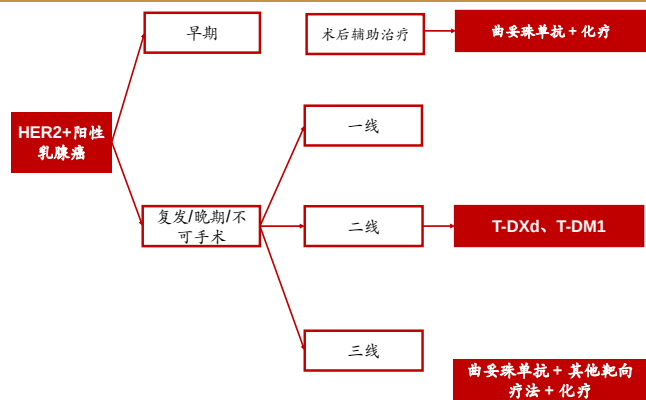
图 24: 可互换生物类似物切换性研究试验设计



数据来源: FDA, 西南证券整理

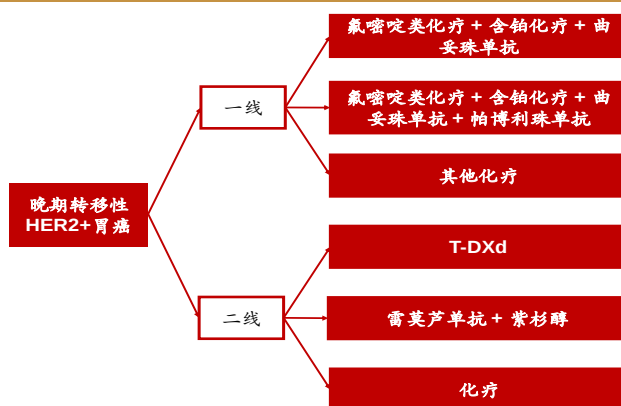
曲妥珠单抗生物类似物 TRS004 是公司的第二款生物类似物, 目前已获 FDA 准许开展 I 期临床试验。曲妥珠单抗为一种靶向 HER2 的单抗药物, 可用于治疗乳腺癌、胃癌。HER2 可抑制细胞凋亡、促进细胞增殖, HER2 的异常表达可增加肿瘤细胞的侵袭力, 促进肿瘤血管新生和淋巴管新生, 乳腺癌、胃癌、结直肠癌、肺癌等多种癌症中均有部分患者的 HER2 异常表达。2020 年罗氏的曲妥珠单抗销售额达到 37 亿瑞士法郎。目前 TRS004 正在美国进行 I 期临床研究, 公司拟在美国完成 I 期临床后, 按“可互换生物类似药”开展全球多中心 III 期临床试验。

图 25: NCCN 指南推荐 HER2+乳腺癌治疗路径



数据来源: NCCN, 西南证券整理

图 26: NCCN 指南推荐 HER2+胃癌治疗路径



数据来源: NCCN, 西南证券整理

3.3 创新靶点 ADC 有望取得突破

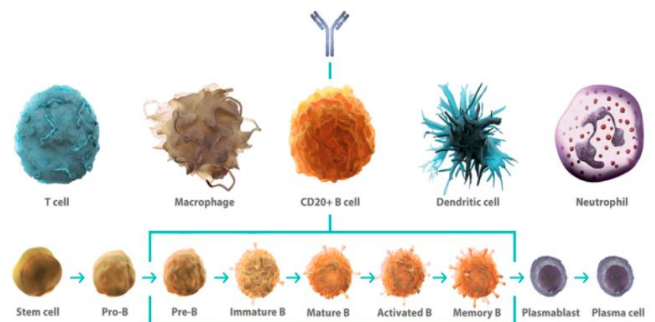
CD20 ADC 疗法有望拓宽 CD20 靶向疗法的治疗效果。特瑞思已布局四款 ADC 药物, 其中 TRS005 是一款靶向 CD20 的 ADC 药物, 获得国家“重大新药创制”专项支持。CD20 在 B 细胞发育的最初和最后阶段不表达, 在 B 细胞淋巴瘤、毛细胞白血病、B 细胞慢性白血病和黑色素瘤肿瘤干细胞中均有高表达。利妥昔单抗可作用于 CD20 蛋白, 用于治疗多种 B 细胞淋巴瘤, 然而肿瘤细胞易对其产生耐药。ADC 药物结合了单抗疗法及化疗疗法, 有望拓宽 CD20 靶向疗法的治疗效果, 为晚期非霍奇金淋巴瘤患者带来新的治疗手段。

图 27: TRS005



数据来源: 特瑞思官网, 西南证券整理

图 28: 利妥昔单抗作用机制



数据来源: Roche 官网, 西南证券整理

目前全球范围尚无靶向 CD20 的 ADC 药物上市, TRS005 系我国首个进入临床试验阶段的抗 CD20-ADC 在研药物。乐普生物的 CD20-ADC 药物 MRG001 已完成 I 期临床研究。

表 9: 全球在研 CD-20 ADC 药物

药品名称	研发机构	研发阶段	适应症
eramkafusp alfa	Valor Biotherapeutics	II 期临床	非霍奇金淋巴瘤
Aurixim	Biointegrator	I 期临床	非霍奇金淋巴瘤
MRG001	美雅珂	I 期临床	非霍奇金淋巴瘤
TRS005	特瑞思	I 期临床	非霍奇金淋巴瘤
B1452	天士力, 浙江大学	临床前	非霍奇金淋巴瘤

数据来源: 医药魔方, 西南证券整理

TRS005 具备良好的临床潜力。临床前试验数据显示, TRS005 疗效优于利妥昔单抗, 1/8 剂量即可达到与利妥昔单抗同等的疗效, 高剂量组疗效更优, 且安全耐受。目前 TRS005 正处于 I a 期临床试验阶段, 即将进入 I b/II 期临床, 初步数据展示出良好的疗效和安全性。TRS005 通过特殊审批通道, 可凭借 II 期临床试验结果向 NMPA 申请附条件上市。

尽管 CD20 蛋白对利妥昔单抗的内吞率有限, 多种靶向 CD20 的 ADC 在体外试验中仍展现出良好疗效。有研究表明, CD20 蛋白对利妥昔单抗的内化能力较差。尽管如此, Seagen 及惠氏制药均在体外试验中利用 CD20 ADC 药物取得了良好的抗肿瘤效果。

2004 年, Seagen 发表研究表明利妥昔单抗与 MMAE 的偶联物可诱导 CD20 阳性的细胞发生凋亡。此外, 虽然 Seagen 的研究未观察到 CD20+ 细胞对 CD20 裸抗 (利妥昔单抗) 的内化, 但在孵育 4 小时后观察到对利妥昔单抗-MMAE 偶联物的内化, 因此 Seagen 认为基于利妥昔单抗-MMAE 的抗体偶联药物展现出良好的抗肿瘤活性。2006 年, 惠氏制药发表研究认为利妥昔单抗与卡奇霉素的偶联物可能主要通过抗体 Fc 段介导的免疫效应以及卡奇霉素在细胞外解离后渗入胞内发挥抗肿瘤效果。

我们认为通过优化改进 ADC 的药学性质以及精准的生产质量控制, 靶向 CD20 的抗体偶联药物具有抗肿瘤的潜力。特瑞思研发团队在 ADC 药物开发、生物药分析、药物 CMC 法规和质量控制方面具备丰富的经验, 有望在 CD20 ADC 领域取得新的突破。目前公司布局的其他 ADC 药物 TRS006、TRS012、TRS013 均处于临床前研究阶段, 公司将积极推进相关品种的 IND 申报工作。

3.4 引进多种化药创新药

(1) 注射用 HNC042

2020 年 5 月，公司公告自广州市恒诺康引入 I 类新药注射用 HNC042，该产品为一种神经氨酸酶抑制剂，用于治疗中重度流感。公司拟向恒诺康支付里程碑付款人民币 1.5 亿元，以及每年净销售收入的 6% 作为销售提成。

临床前数据显示，HNC042 对敏感型及耐药型病毒都表现出很高抑制活性，对耐药型病毒的抑制作用优于帕拉米韦和奥司他韦。目前该药物已在美国完成 I 期临床试验和国内 I 期临床桥接试验，I 期数据显示药代动力学性质及安全性良好。

(2) FGFR 抑制剂 HZB1006

pan-FGFR 抑制剂 HZB1006 系公司与上海药明康德新药开发有限公司共同进行研究开发的 1 类创新药物，由公司拥有自主知识产权。HZB1006 是以 FGFR 和 VEGFR 为主的多激酶抑制剂，兼有细胞抑制和抗血管生成的双重作用，主要用于治疗肝癌、胃癌。该药物靶点选择性高，在临床前肝癌模型中表现出体内药效优于同类上市对照药，具有较好的安全性、成药性和临床开发价值。目前该药物正处于 I 期临床研究中。

(3) AKT 抑制剂 HZB0071

AKT 抑制剂 HZB0071 是公司第一个创新药物，系与上海药明康德新药开发有限公司共同进行研究开发的 1 类创新药物，由公司拥有自主知识产权。HZB0071 用于乳腺癌、胃癌等多种肿瘤的治疗，于 2018 年获得临床试验许可。

4 盈利预测

关键假设：

1) 假设公司注射用血塞通（冻干）2021-2023 年销量增速为 5%、5%、5%，100mg 规格占比持续提升，产品平均价格分别增长 14%、14%、14%。

2) 假设公司血栓通胶囊 2021-2023 年销量增速为 20%、20%、20%。

预计公司 2021-2023 年分别实现收入 38.2 亿元、43.9 亿元、51 亿元，归母净利润 5.2 亿元、6.2 亿元、7.6 亿元。

表 10：营收预测

百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
医药工业						
收入	2122.5	2039.8	2194.5	2375.2	2663.8	2992.5
yoy		-3.9%	7.6%	8.2%	12.2%	12.3%
成本	290.6	324.5	322.2	338.9	432.1	516.2
毛利率	86.3%	84.1%	85.3%	85.7%	83.8%	82.8%
医药商业						
收入	516.3	904.0	1195.0	1413.8	1692.3	2062.0
yoy		75.1%	32.2%	18.3%	19.7%	21.8%

百万元	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成本	440.1	821.2	1144.0	1329.6	1571.2	1891.3
毛利率	14.8%	9.2%	4.3%	6.0%	7.2%	8.3%
其他业务						
收入	146.9	353.0	21.3	31.1	37.0	41.6
yoy		140.3%	-94.0%	45.8%	19.0%	12.3%
合计						
营业收入	2785.6	3296.8	3410.9	3820.2	4393.2	5096.1
yoy	-11.3%	18.3%	3.5%	12.0%	15.0%	16.0%
营业成本	790.5	1314.2	1496.9	1699.6	2040.3	2449.0
毛利率	71.6%	60.1%	56.1%	55.5%	53.6%	51.9%

数据来源: Wind, 西南证券

5 风险提示

中成药集采政策风险, 研发风险, 竞争格局恶化风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3410.85	3820.16	4393.18	5096.09	净利润	437.50	516.86	622.35	756.11
营业成本	1496.87	1699.65	2040.30	2449.04	折旧与摊销	177.53	245.61	252.09	256.69
营业税金及附加	132.34	112.07	133.79	160.39	财务费用	123.80	2.51	3.49	3.44
销售费用	734.19	1021.89	1032.40	1044.70	资产减值损失	-4.98	0.00	0.00	0.00
管理费用	332.85	382.02	461.28	560.57	经营营运资本变动	-896.97	313.15	-622.29	-455.68
财务费用	123.80	2.51	3.49	3.44	其他	318.30	16.88	-4.74	-0.44
资产减值损失	-4.98	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	155.18	1095.02	250.90	560.11
投资收益	-20.32	0.00	0.00	0.00	资本支出	33.79	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1484.68	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1450.89	-40.00	-40.00	-40.00
营业利润	510.55	602.02	721.92	877.95	短期借款	-825.89	-500.00	0.00	0.00
其他非经营损益	26.70	6.05	10.25	11.59	长期借款	1004.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	537.25	608.07	732.18	889.55	股权融资	0.00	1237.99	0.00	0.00
所得税	99.75	91.21	109.83	133.43	支付股利	-184.27	-196.73	-232.86	-280.43
净利润	437.50	516.86	622.35	756.11	其他	298.26	-580.13	-3.49	-3.44
少数股东损益	1.22	0.45	0.45	0.45	筹资活动现金流净额	292.11	-38.87	-236.35	-283.86
归属母公司股东净利润	436.29	516.41	621.90	755.66	现金流量净额	-1003.60	1016.15	-25.45	236.25
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1539.00	2555.15	2529.70	2765.95	成长能力				
应收和预付款项	2820.81	2839.53	3455.35	3901.55	销售收入增长率	3.46%	12.00%	15.00%	16.00%
存货	959.54	1075.94	1304.57	1573.67	营业利润增长率	-6.72%	17.92%	19.92%	21.61%
其他流动资产	681.57	157.21	180.80	209.72	净利润增长率	7.80%	18.14%	20.41%	21.49%
长期股权投资	449.65	449.65	449.65	449.65	EBITDA 增长率	2.68%	4.71%	14.98%	16.43%
投资性房地产	760.59	760.59	760.59	760.59	获利能力				
固定资产和在建工程	1460.07	1263.60	1060.66	853.11	毛利率	56.11%	55.51%	53.56%	51.94%
无形资产和开发支出	272.81	267.56	262.31	257.06	三费率	34.91%	36.82%	34.08%	31.57%
其他非流动资产	1290.27	1286.38	1282.48	1278.59	净利率	12.83%	13.53%	14.17%	14.84%
资产总计	10234.31	10655.61	11286.11	12049.90	ROE	7.95%	7.32%	8.36%	9.54%
短期借款	500.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.27%	4.85%	5.51%	6.27%
应付和预收款项	796.00	730.62	893.79	1088.51	ROIC	11.04%	10.69%	12.85%	14.42%
长期借款	2134.00	2134.00	2134.00	2134.00	EBITDA/销售收入	23.80%	22.25%	22.25%	22.33%
其他负债	1301.18	733.35	811.19	904.58	营运能力				
负债合计	4731.18	3597.97	3838.98	4127.09	总资产周转率	0.35	0.37	0.40	0.44
股本	849.16	941.96	941.96	941.96	固定资产周转率	2.43	2.90	3.83	5.37
资本公积	1225.16	2370.35	2370.35	2370.35	应收账款周转率	1.66	1.62	1.69	1.67
留存收益	3416.51	3736.19	4125.23	4600.47	存货周转率	1.71	1.62	1.66	1.66
归属母公司股东权益	5494.45	7048.50	7437.54	7912.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.56%	—	—	—
少数股东权益	8.69	9.14	9.59	10.04	资本结构				
股东权益合计	5503.14	7057.64	7447.13	7922.82	资产负债率	46.23%	33.77%	34.02%	34.25%
负债和股东权益合计	10234.31	10655.61	11286.11	12049.90	带息债务/总负债	55.67%	59.31%	55.59%	51.71%
					流动比率	2.66	5.92	5.49	5.13
					速动比率	2.24	4.96	4.53	4.17
					股利支付率	42.24%	38.10%	37.44%	37.11%
					每股指标				
					每股收益	0.46	0.55	0.66	0.80
					每股净资产	5.84	7.49	7.91	8.41
					每股经营现金	0.16	1.16	0.27	0.59
					每股股利	0.20	0.21	0.25	0.30
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	811.88	850.15	977.50	1138.08					
PE	32.26	27.25	22.63	18.62					
PB	2.56	1.99	1.89	1.78					
PS	4.13	3.68	3.20	2.76					
EV/EBITDA	13.33	11.90	10.38	8.71					
股息率	1.31%	1.40%	1.65%	1.99%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20% 以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -20% 与 10% 之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5% 以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn