



Research and  
Development Center

# 二价 HPV 疫苗持续高增，九价 HPV 疫苗 未来可期

—万泰生物(603392)公司首次覆盖报告

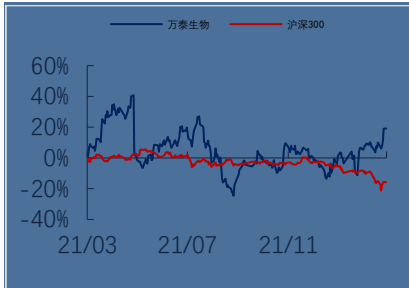
2022 年 3 月 22 日

医药行业首席分析师 周平  
S1500521040001  
15310622991  
zhouping@cindasc.com

## 相关研究

1. 疫苗+IVD 双轮驱动，业绩实现高速增长
2. HPV 疫苗产销同增，公司业绩超预期增长
3. HPV 疫苗放量，驱动业绩实现高速增长

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司首次覆盖报告**
**万泰生物 (603392)**
**投资评级**      无评级

**上次评级**      无评级


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	276.40
52周内股价波动区间(元)	289.99-236.80
最近一月涨跌幅(%)	11.55
总股本(亿股)	6.07
流通A股比例(%)	24.84
总市值(亿元)	1,677.75

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编：100031

**二价 HPV 疫苗持续高增，九价 HPV 疫苗未来可期**

2022 年 03 月 22 日

**本期内容提要：**
**➤ 宫颈癌发病率逐年增加，政策推动下 HPV 疫苗渗透率有望提升**

根据 PMC 和 ScienceDirect 的文献显示，我国女性宫颈癌发病率近年来呈现上升趋势，从 2010 年的 11.98/10 万人上升至 2016 年的 17.69/10 万人。2020 年 WHO 正式启动“加速消除宫颈癌全球战略”，2021 年国家卫健委计划在 15 个城市启动试点工作，推进宫颈癌疫苗的接种。2017-2021 年，我国 HPV 疫苗批签发总量分别约为 146、713、1087、1544、3249 万支；根据 OECD 数据库，2021 年我国 9-45 岁女性人口约为 3.22 亿人，按照三针接种程序粗略测算，2021 年我国 HPV 疫苗累计渗透率为 6.99%。随着居民对 HPV 疫苗认知的提升以及国家政策的推动，我国 HPV 疫苗渗透率有望进一步提升，预计将达到 30%，仍有数倍提升空间。

**➤ 二价 HPV 疫苗产销同增，2022 年有望实现翻倍增长**

目前国内 HPV 疫苗需求旺盛，但默沙东供给国内有限，因此四/九价疫苗产品供应不足。与四/九价疫苗产品相比，公司二价 HPV 疫苗具有明显的价格优势。2021 年 4 月预灌封产品线获批以及 7 月西林瓶剂型产能放大，总产能已达到 3000 万支/年。随着公司已有生产线的潜能深挖以及规划新生产线的建设，二价 HPV 疫苗产品可达到产销同增的状态；叠加地方政府优惠政策的推进以及居民对二价 HPV 疫苗认可度的提升，产品有望从三四线城市逐步向一二线城市发展，从而带动整体市场空间不断扩容。2021 年公司二价 HPV 疫苗销量超过 1000 万支，我们预计 2022 年销量可达到 2000 万支，有望实现翻倍增长。

**➤ 在研项目进展顺利，有望成为首家国产九价 HPV 疫苗企业**

在疫苗领域，公司研发管线丰富，多项产品进展顺利。其中，九价 HPV 疫苗主临床试验已完成入组及疫苗接种工作，有望于 2024 年末或 2025 年初获批上市，成为首家国产九价 HPV 疫苗企业；传统的冻干水痘减毒活疫苗已获得 III 期临床试验研究报告、新型冻干水痘减毒活疫苗 (VZV-7D) 正开展 IIb 期临床试验；鼻喷流感病毒载体新冠肺炎疫苗已获得南非 III 期临床试验的批件；20 价肺炎球菌结合疫苗已获得临床试验批件。公司在研项目均进展顺利，将逐步进入收获期，产品上市后有望显著增厚公司业绩。

**➤ 体外诊断产品种类丰富，试剂与仪器同步发展**

在体外诊断领域，公司拥有酶联免疫诊断试剂、胶体金快速诊断试剂、化学发光诊断试剂等产品线，并推出了新一代全自动管式化学发光免疫分析仪 Wan200+。此外，公司拥有多款新冠病毒相关诊断试剂盒，其中新冠病毒抗原检测试剂盒（胶体金法）于 2022 年 3 月

14 日取得了国内医疗器械注册证。全球及国内体外诊断市场规模近年来均呈现较好的增长态势，在下游市场需求旺盛以及技术不断迭代升级的环境下，公司有望实现 IVD 业务的稳步发展。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2022-2024 年公司营业收入为 96.21、135.80、176.12 亿元，同比增长 67.3%、41.1%、29.7%；归母净利润分别为 36.70、53.06、69.44 亿元，同比增长 81.5%、44.6%、30.9%，对应 2022-2024 年 EPS 分别为 6.05、8.74、11.44 元，PE 分别为 46、32、24 倍。
- **风险因素：**产品批签发不及预期风险、研发进度不及预期风险、新冠疫情等不确定性风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,354	5,750	9,621	13,580	17,612
增长率 YoY %	98.9%	144.3%	67.3%	41.1%	29.7%
归属母公司净利润(百万元)	677	2,021	3,670	5,306	6,944
增长率 YoY %	224.1%	198.6%	81.5%	44.6%	30.9%
毛利率%	81.2%	85.8%	87.6%	88.6%	89.0%
净资产收益率 ROE%	26.5%	45.3%	42.0%	36.2%	31.2%
EPS(摊薄)(元)	1.12	3.33	6.05	8.74	11.44
市盈率 P/E(倍)	180.70	66.52	45.72	31.62	24.16
市净率 P/B(倍)	47.91	30.11	19.21	11.43	7.54

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 03 月 21 日收盘价

## 目录

1. 公司基本情况介绍.....	6
2. 二价 HPV 疫苗产销同增，业绩迎来快速增长阶段.....	8
2.1. 宫颈癌发病率逐年提升，多项政策推进宫颈癌筛查及 HPV 疫苗接种.....	8
2.2. HPV 疫苗渗透率较低，后续仍有较大提升空间.....	9
2.3. 二价 HPV 疫苗产销同增，2023 年有望实现近 100 亿销售收入.....	11
2.4. 在研产品进展顺利，有望逐步进入收获期.....	12
3. IVD 产品种类丰富，试剂与仪器同步发展.....	13
4. 盈利预测.....	16
4.1. 盈利预测及核心假设.....	16
4.2. 估值与投资评级.....	17
5. 风险提示.....	17

## 表目录

表 1: 妇女“两癌”筛查及 HPV 疫苗接种部分相关政策.....	8
表 2: 不同价 HPV 疫苗情况.....	10
表 3: 我国 HPV 疫苗渗透率情况.....	11
表 4: 公司二价 HPV 疫苗国内市场规模预测.....	12
表 5: 国内研发 HPV 疫苗的企业及临床进展.....	13
表 6: 公司在研疫苗产品情况.....	13
表 7: 公司盈利预测.....	16
表 8: 可比公司情况.....	17

## 图目录

图 1: 公司股权结构.....	6
图 2: 2017-2021 公司营收及增速情况.....	7
图 3: 2020 和 2021 年公司收入结构情况.....	7
图 4: 2017-2021 公司归母净利润及增速情况.....	7
图 5: 2017-2021 公司毛利率情况.....	7
图 6: 2017-2021 公司费用率情况.....	7
图 7: 2017-2021 公司净利率情况.....	7
图 8: 2010-2016 我国女性宫颈癌发病率情况.....	8
图 9: 2017-2021 HPV 疫苗批签发情况（万支）.....	10
图 10: 2006-2016 年美国 13-17 岁青少年 HPV 疫苗接种覆盖情况.....	11
图 11: 万泰生物二价 HPV 疫苗产品“馨可宁”.....	12
图 12: 全球体外诊断市场规模（亿美元）.....	14
图 13: 中国体外诊断市场规模（亿元）.....	14
图 14: 2020 年我国体外诊断市场结构.....	14
图 15: 2021 年公司体外诊断业务收入结构.....	15
图 16: 公司化学发光系列仪器.....	15
图 17: 公司核酸系列仪器.....	15
图 18: 公司 ELISA 系列配套试剂.....	16
图 19: 公司快速快速诊断系列配套试剂.....	16

## 投资聚焦

万泰生物成立于 1991 年，是从事体外诊断试剂、自动化检测设备、疫苗研发生产及销售的高新技术企业。在疫苗领域，基于全球独有的大肠杆菌原核表达系统的病毒样颗粒疫苗技术平台开发的系列疫苗中，戊型肝炎疫苗和二价宫颈癌疫苗已上市；在体外诊断试剂领域，公司拥有酶联免疫诊断试剂、胶体金快速诊断试剂、化学发光诊断试剂、生化诊断试剂、核酸诊断试剂产品线，同时还配套了各类产品线的质控品。

近年来，我国女性宫颈癌发病率逐年提升，但 HPV 疫苗渗透率不到 2%，在 WHO 呼吁及国家政策推动下，我国女性“两癌”筛查加速开展、HPV 疫苗接种率有望逐年提升。公司二价 HPV 疫苗产能已新增至 3000 万支/年，在价格及接种程序方面具有较为明显的优势。此外，公司九价 HPV 疫苗已完成第三针临床现场接种工作，有望于 2024 年末或 2025 年初获批上市，成为首家国产九价 HPV 疫苗企业。

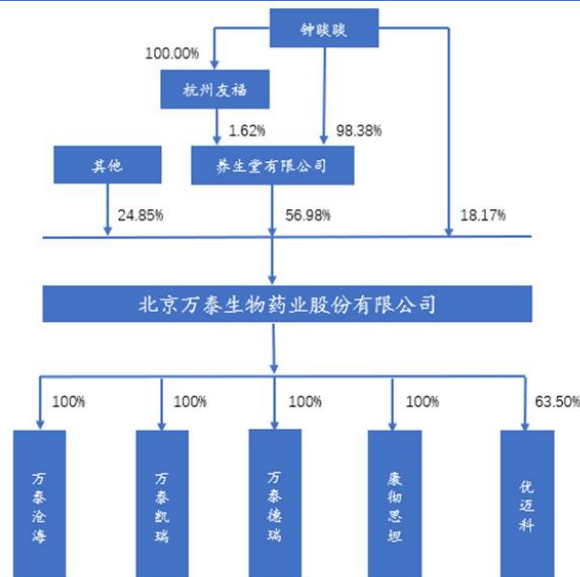
预计 2022-2024 年公司营业收入为 96.21、135.80、176.12 亿元，同比增长 67.3%、41.1%、29.7%；归母净利润分别为 36.70、53.06、69.44 亿元，同比增长 81.5%、44.6%、30.9%，对应 2022-2024 年 EPS 分别为 6.05、8.74、11.44 元，PE 分别为 46、32、24 倍。

## 1. 公司基本情况介绍

万泰生物成立于 1991 年，是从事体外诊断试剂、自动化检测设备、疫苗研发生产及销售的高新技术企业。在体外诊断试剂领域，公司拥有酶联免疫诊断试剂、胶体金快速诊断试剂、化学发光诊断试剂、生化诊断试剂、核酸诊断试剂产品线，同时还配套了各类产品线的质控品；在疫苗领域，公司已形成完整的上游原始创新理论研究、中游工程转化技术、下游产业化的全链条体系，基于全球独有的大肠杆菌原核表达系统的病毒样颗粒疫苗技术平台开发的系列疫苗中，戊型肝炎疫苗和二价宫颈癌疫苗已上市。公司以“科学为本，关注健康”为企业发展理念，秉承“以质量求生存，以科技创新求发展”的宗旨，致力于将生物技术成果转化为优质产品服务于社会大众。

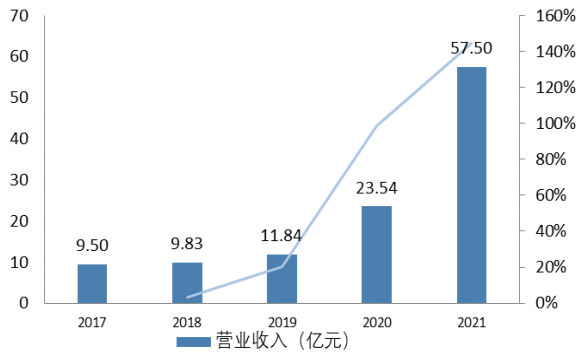
根据公司 2021 年报，公司实际控制人钟睺睺直接持有万泰生物 18.17% 的股份，并通过养生堂间接持有万泰生物 56.98% 的股份，合计持股比例达到 75.15%，公司股权集中，且结构稳定。

图 1：公司股权结构

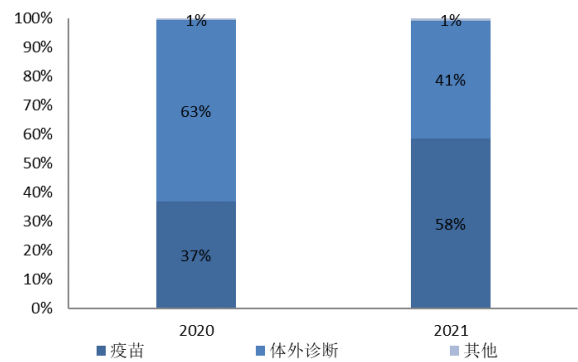


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

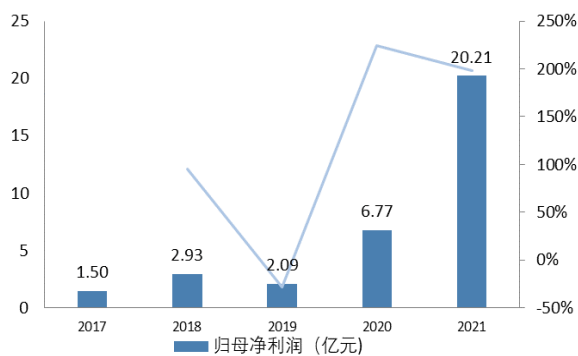
2017-2021 年公司营业收入分别为 9.50、9.83、11.84、23.54、57.50 亿元，复合增速约为 56.85%；归母净利润分别为 1.50、2.93、2.09、6.77、20.21 亿元，复合增速约为 91.59%。从收入结构方面来看，2020 年疫苗业务收入占比为 37%，体外诊断业务收入占比为 63%；2021 年，疫苗业务收入占比上升到 58%，体外诊断业务收入占比下降到 41%，主要原因为二价 HPV 疫苗产品销量大幅增长。后续随着二价 HPV 疫苗产能的释放，疫苗业务的收入占比预计将持续提升。

**图 2：2017-2021 公司营收及增速情况**


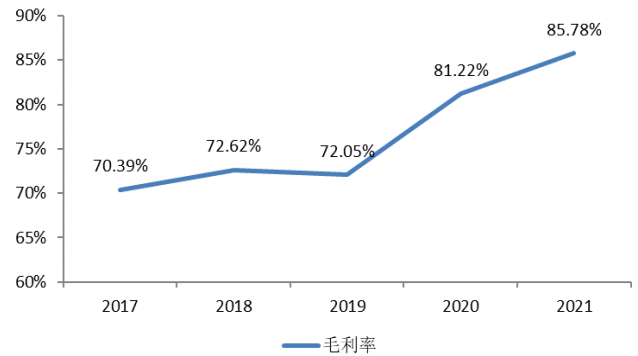
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 3：2020 和 2021 年公司收入结构情况**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 4：2017-2021 公司归母净利润及增速情况**


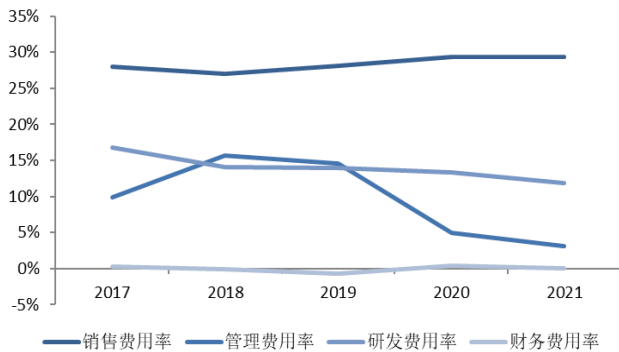
资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 5：2017-2021 公司毛利率情况**


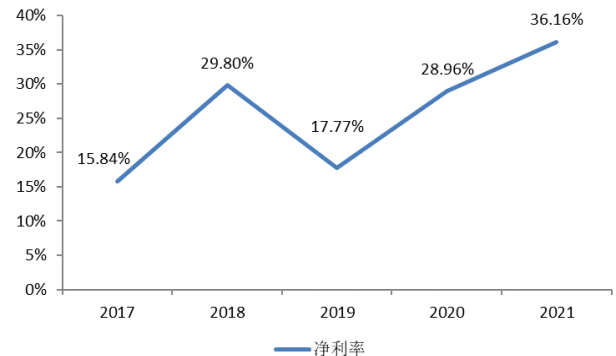
资料来源：Wind，信达证券研发中心

在毛利率方面，2017-2021 年，公司毛利率分别为 70.39%、72.62%、72.05%、81.22%、85.78%，2020 年二价 HPV 疫苗产品上市后毛利率提升较为明显，疫苗产品的毛利率相对较高，随着后续营收占比的增加，公司整体毛利率有望进一步提升。

在费用率方面，2017-2021 年，公司销售费用率分别为 28.00%、27.06%、28.13%、29.35%、29.39%，较为稳定；管理费用率从 9.89% 下降到 3.17%，研发费用率从 16.74% 下降到 11.86%，随着公司营业收入的快速增长，管理费用率及研发费用率均呈现下降趋势。而净利率从 2020 年起呈现出较快增长的态势。

**图 6：2017-2021 公司费用率情况**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 7：2017-2021 公司净利率情况**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

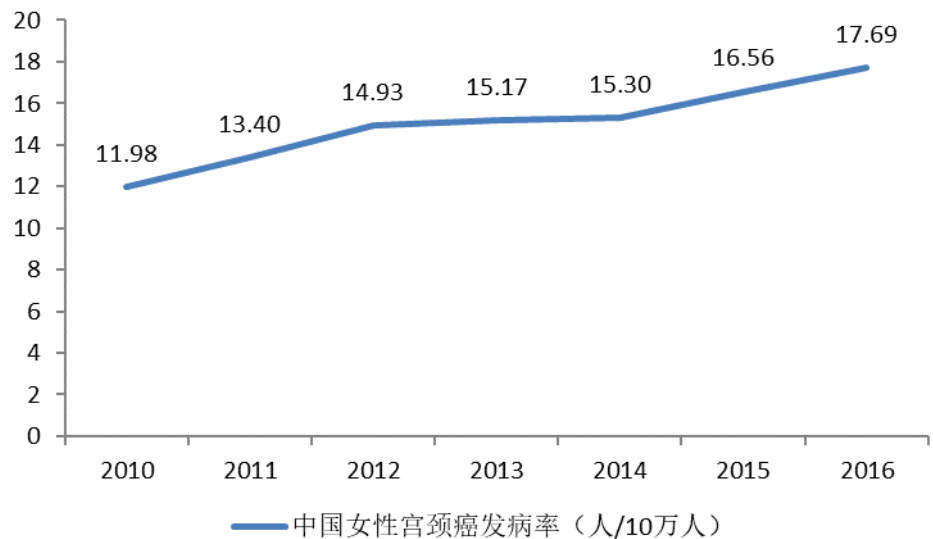
## 2. 二价 HPV 疫苗产销同增，业绩迎来快速增长阶段

### 2.1. 宫颈癌发病率逐年提升，多项政策推进宫颈癌筛查及 HPV 疫苗接种

人乳头瘤病毒（HPV）广泛存在于自然界，根据透景生命招股说明书，70%-80%的女性在其一生中会有至少一次 HPV 感染。根据 HPV 各型别、致病力大小或致癌危险性大小可将 HPV 分为低危型和高危型两大类，高危型 HPV 感染被视为几乎所有宫颈癌发生的必要条件。在全球范围内，大多数宫颈癌中可测出高危型 HPV16 和 18 两个亚型，其中 HPV16 亚型诱发癌变的潜力最大。而低危型 HPV6 和 11 两个亚型则与绝大多数生殖器尖锐湿疣和几乎所有复发性呼吸道乳头状瘤相关。

在我国，宫颈癌是女性发病率第二高的癌症，仅次于乳腺癌。根据 PMC 和 ScienceDirect 的文献显示，我国女性宫颈癌发病率近年来呈现上升趋势，从 2010 年的 11.98/10 万人上升至 2016 年的 17.69/10 万人。因此，在适宜的年龄接种疫苗使体内产生足够的抗体来达到预防的效果就显得尤为重要。

图 8：2010-2016 我国女性宫颈癌发病率情况



资料来源：PMC, ScienceDirect, 信达证券研发中心

宫颈癌和乳腺癌是两大严重危害女性生命的健康杀手，我国政府高度重视两癌的预防筛查工作，从 2009 年开始，国家及地方就出台了多项针对妇女“两癌”筛查的政策。2020 年 11 月 17 日，WHO 正式启动“加速消除宫颈癌全球战略”，该战略设定的目标和指标为到 2030 年，能够在所有国家使 HPV 疫苗接种覆盖率达到 90%、筛查覆盖率达到 70% 以及宫颈癌前病变和宫颈癌治疗可及性达到 90%。为响应 WHO 号召，2021 年国家卫健委计划在 15 个城市启动试点工作（北京石景山区、天津西青区、鄂尔多斯、沈阳、上海闵行区、无锡、宁波、马鞍山、厦门、济南、郑州、深圳、重庆沙坪坝区、成都、西安），推进宫颈癌疫苗的接种。目前，鄂尔多斯、厦门、济南、广东省、成都、无锡、连云港等多个地方都出台了适龄女性 HPV 接种的优惠政策，预计后续将有更多城市出台 HPV 疫苗接种的相关政策。

表 1：妇女“两癌”筛查及 HPV 疫苗接种部分相关政策

政策	发布部门	时间	主要内容
《卫生部、全国妇联关于印发〈农村妇女“两癌”检查项目管理方案〉的通知》	原卫生部、全国妇联	2009.6	2009-2011 年为 1000 万农村妇女开展宫颈癌检查

《卫生部对政协十一届全国委员会第二次会议第 4630 号（医药卫生类 400 号）提案的答复》	原卫生部	2009.8	以筛查为重点，积极推动宫颈癌防治工作；认定 HPV 检测结合液基细胞学检查是目前最佳筛查方案，适宜于经济发达地区鼓励有条件的地区在现有基础上探索更佳的宫颈癌筛查模式
《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案》	国务院	2012.3	将适龄妇女“两癌”检查列为“十二五”期间国家重大公共卫生服务专项
《全国农村妇女“两癌”检查项目工作电视电话会议》	原卫生部、财政部和全国妇联	2012.7	计划在 2012—2015 年期间，为 5000 万农村妇女提供免费宫颈癌检查
中国癌症防治三年行动计划（2015—2017 年）	卫计委联合 16 部门	2015.9	推广癌症筛查及早诊早治策略，对发病率高、筛查手段成熟的食管癌、宫颈癌等重点癌症，逐步扩大早诊早治项目覆盖面，对筛查手段尚不成熟的重点癌症，优化筛查适宜技术
《省卫生计生委 省财政厅 省人社保厅 省妇联关于印发浙江省城乡妇女免费“两癌”检查项目实施方案的通知》	浙江省卫健委	2017.4	参加城乡居民基本医保的 35—64 岁本省户籍妇女可以享受五年一次的免费两癌检查；确立初筛机构及进一步接诊机构，完善人员培训与管理；开展两癌防治知识宣传，建立两癌防治体系
《北京市卫生和计划生育委员会 北京市财政局 北京市总工会 北京市妇女联合会关于优化整合北京市两癌筛查和长效体检工作的通知》	北京市卫健委	2018.8	确定两癌筛查方法和流程，扩大长效体检覆盖范围至全市户籍 35—64 岁妇女；组织健康教育和社会宣传，针对可疑病例进行追踪随访，完善信息收集与数据管理流程
加速消除宫颈癌全球战略	WHO	2020.11	到 2030 年，能够在所有国家使人乳头状瘤病毒疫苗接种覆盖率达到 90%、筛查覆盖率达到 70%以及宫颈癌前病变和宫颈癌治疗可及性达到 90%，包括获得姑息治疗
《适龄女性“两癌”防治项目实施方案》	鄂尔多斯市政府	2021.1	为本市户籍 13 到 18 周岁女性免费接种宫颈癌疫苗，只向接种人收取疫苗冷链运输和储存费、疫苗接种费用
《健康城市建设推动健康中国行动创新模式试点—济南市宫颈癌综合防治工作方案（2021—2025 年）》	济南市政府	2021.9	为全市年龄≤14 岁在校七年级女孩免费接种 HPV 疫苗项目
《广东省适龄女生人乳头瘤病毒（HPV）疫苗免费接种工作方案（2022—2024 年）》	广东省人民政府	2021.11	自 2022 年 9 月起，对具有广东省学籍、9 月起新进入初中一年级未接种过 HPV 疫苗的 14 周岁以下女生，按照知情、自愿和免费的原则，实施 HPV 疫苗接种

资料来源：信达证券研发中心整理

## 2.2. HPV 疫苗渗透率较低，后续仍有较大提升空间

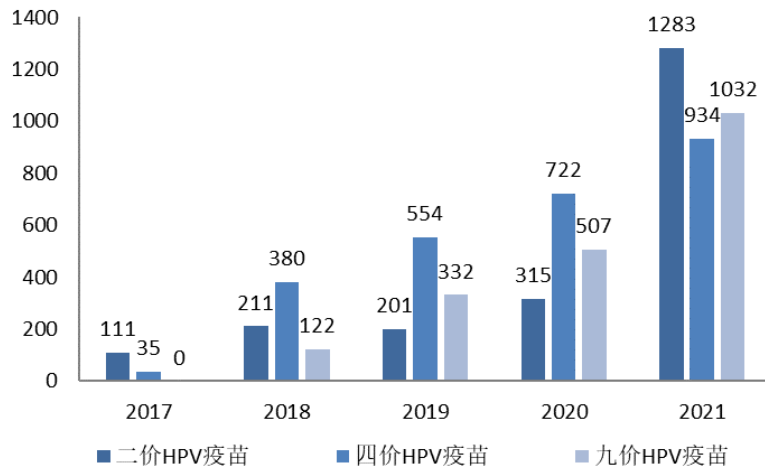
目前市场上共有四款 HPV 疫苗产品：GSK 和万泰生物的二价 HPV 疫苗（16、18 型）；默沙东的四价 HPV 疫苗（6、11、16、18 型）和九价 HPV 疫苗（6、11、16、18、31、33、45、52、58 型）。四款疫苗均使用的是重组 DNA 技术，由纯化的 L1 结构蛋白组装形成的不含有病毒 DNA 的 HPV 型别特异性空壳（病毒样颗粒）。人体自然感染 HPV 后，抵抗病毒的体系是细胞免疫，主要在宫颈局部起作用，产生的抗体水平很低，不足以对抗病毒再次进攻。而疫苗是肌肉注射，会引发人体产生强烈有效的免疫反应，产生的抗体的滴度是自然感染的 40 倍以上，这样就可以防止病毒的感染。二价 HPV 疫苗可预防 HPV16 和 18 型感染所导致的宫颈癌、宫颈上皮瘤样病变及原位腺癌；四价 HPV 疫苗则多出预防生殖器疣的作用；九价 HPV 疫苗可预防更多基因亚型感染所导致的宫颈癌、癌前病变或不典型病变。根据国家药品监督管理局，目前国内上市的二价和四价疫苗能够防控 70% 宫颈癌风险，而九价疫苗可以预防 90% 的宫颈癌。

**表 2：不同价 HPV 疫苗情况**

基因型别	价格 (元/支)	接种年龄	接种针次 (月)	预防疾病
二价 HPV 疫苗	Cervarix: 580	9-45 岁	0、1、6 (万泰 9-14 岁两针法 0、6)	HPV16 和 18 型感染所导致的宫颈癌、宫颈上皮瘤样病变及原位腺癌
	Geolin: 329			
四价 HPV 疫苗	Gardasil: 798	9-45 岁	0、2、6	HPV16 和 18 型感染所导致的宫颈癌、宫颈上皮瘤样病变及原位腺癌、生殖器疣
九价 HPV 疫苗	Gardasil 9: 1298	16-26 岁	0、2、6	HPV 引起的宫颈癌、外阴癌、阴道癌、肛门癌、生殖器疣、持续感染、癌前病变或不典型病变

资料来源：国家药品监督管理局，信达证券研发中心

从批签发方面来看，2017-2021 年我国 HPV 疫苗总批签发量呈现明显上升态势，根据中检院披露的信息及历史数据预测，2021 年 HPV 疫苗总批签发量约为 3249 万支，同比增长 110%；其中 GSK 的二价 HPV 疫苗约为 283 万支 (+310%)、万泰生物的二价 HPV 疫苗约为 1000 万支 (+306%)、默沙东的四价和九价 HPV 疫苗分别约为 934 万支 (+29%)、1032 万支 (+103%)。按照二价、四价、九价疫苗的中标价格测算，2021 年国内 HPV 疫苗市场规模约为 258 亿元。

**图 9：2017-2021HPV 疫苗批签发情况 (万支)**


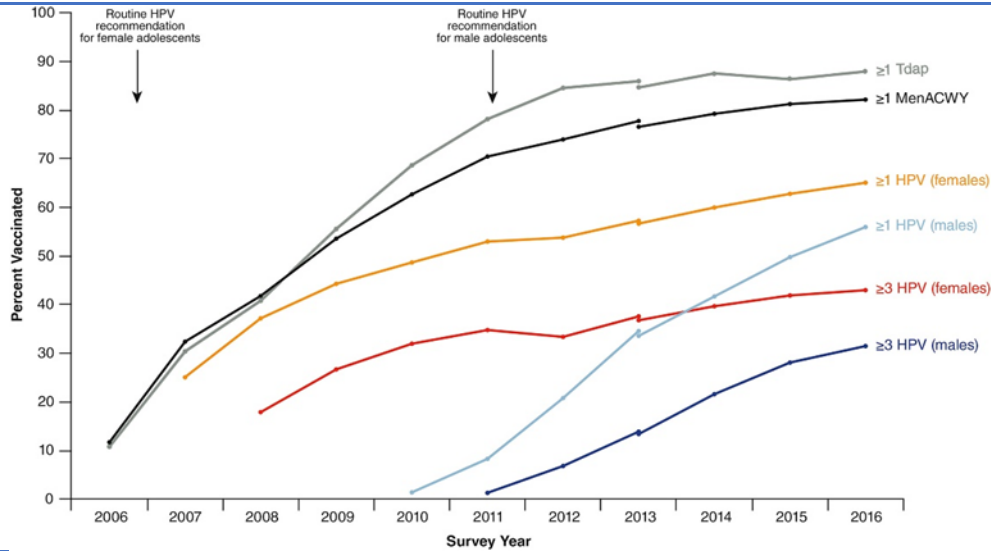
资料来源：中检院，信达证券研发中心

虽然 HPV 疫苗批签发量近几年保持着较快的增速，但目前产品的市场渗透率仍然较低。根据 OECD 数据库，2017-2021 年，我国 9-45 岁女性人口分别约为 3.34、3.29、3.26、3.23、3.22 亿人，按照三针接种程序粗略测算，2017-2021 年我国 HPV 疫苗的累计渗透率分别为 0.15%、0.87%、1.99%、3.60%、6.99%。根据 Academic Pediatric 中的文献，2016 年美国 13-17 岁青少年中，完成 3 针接种的女性覆盖率在 40% 左右，至少完成 1 针接种的女性覆盖率超过 60%；而美国 CDC 显示，2020 年至少完成 1 针 HPV 疫苗接种的青少年覆盖率为 75.1%。因此，参照美国 HPV 疫苗接种覆盖情况，即使我国 HPV 疫苗渗透率呈现逐年上升的态势，依然有数倍提升空间。

**表 3：我国 HPV 疫苗渗透率情况**

	2017	2018	2019	2020	2021
我国 9-45 岁女性人口数量 (万人)	33357	32942	32589	32314	32155
HPV 疫苗渗透率	0.15%	0.87%	1.99%	3.60%	6.99%
HPV 疫苗累计批签发量 (万支)	146	859	1946	3490	6739

资料来源：OECD 数据库，中检院，信达证券研发中心

**图 10：2006-2016 年美国 13-17 岁青少年 HPV 疫苗接种覆盖情况**


资料来源：Academic Pediatrics，信达证券研发中心

### 2.3. 二价 HPV 疫苗产销同增，2023 年有望实现近 100 亿销售收入

公司二价 HPV 疫苗产品“馨可宁 Cecolin”于 2019 年 12 月 30 日获得国家药品监督管理局批准上市并获得药品注册批件，2020 年正式上市销售。该产品适用于预防因高危型人乳头瘤病毒（HPV）16、18 型所致的宫颈癌、2 级、3 级宫颈上皮内瘤样病变（CIN2/3）和原位腺癌（AIS）、1 级宫颈上皮内瘤样病变（CIN1）以及 HPV16 型、18 型引起的持续感染。此外，根据国务院妇女儿童工作委员会，该产品在预防癌前病变和预防 HPV 的持续感染这两个关键效果指标上均有不错的表现，对癌前病变的保护率为 100%、对 HPV 持续性感染的保护率为 97.8%。馨可宁是国产首支获批的 HPV 疫苗，拥有自主知识产权；该产品独家采用了大肠杆菌表达系统，具有生产成本低、效率高、安全性好等较为明显的优势；此外该产品也是国内独家获批 9-14 岁 2 针法的 HPV 疫苗。

**图 11: 万泰生物二价 HPV 疫苗产品“馨可宁”**


资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

HPV 疫苗市场需求旺盛，默沙东和 GSK 供给国内有限，即使国产疫苗上市后，仍是供远小于求的状态，因此短期内，HPV 疫苗销量几乎接近批签发量，市场规模由供给产能决定。2021 年 4 月公司预灌装产品线获批，7 月西林瓶剂型产能放大，二价 HPV 疫苗总产能已达到 3000 万支/年。此外，公司也在积极寻求已有生产线的潜能深挖以及规划新生产线的建设，随着公司二价 HPV 疫苗的产量的增加以及地方政府采购项目的不断推进，2023 年在国内有望实现近 100 亿元的销售收入。2021 年 10 月，该产品通过了 WHO 的 PQ 认证公告，后续有望出口至海外，为放量打开更广阔的市场空间。

**表 4: 公司二价 HPV 疫苗国内市场规模预测**

	2020	2021	2022E	2023E
销量 (万支)	210	1010	2000	3000
单价 (元/支)	329	329	329	329
销售收入 (亿元)	6.91	33.23	65.80	98.70

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

#### 2.4. 在研产品进展顺利，有望逐步进入收获期

在疫苗领域，公司研发管线丰富，多项产品进展顺利。其中，九价 HPV 疫苗 III 期主临床试验已经完成入组及疫苗接种工作，正在进行访视，有望于 2024 年末或 2025 年初获批上市。该产品同样采用了大肠杆菌原核表达体系生产，不同于酵母、昆虫细胞杆状病毒真核表达系统，该技术体系具有生产成本低、效率高、规模易于放大、安全性高的特点，同时结合了病毒样颗粒疫苗免疫原性好、安全性高的特点，并且突破了原核表达蛋白颗粒组装的关键性技术难点，达到了生产效率与免疫效果的完美结合。此外，凭借着大肠杆菌原核表达体系，公司也获得了国际疫苗巨头葛兰素史克的认可。2019 年，公司与 GSK 签署合作开发协议，基于大肠杆菌原核表达疫苗抗原技术和 GSK 的佐剂技术，共同研发新一代宫颈癌疫苗。GSK 将向公司支付共计 1.34 亿欧元的里程碑款，并同公司分享国际市场销售收入；疫苗上市后，公司可长期获得销售提成，同时拥有在中国和部分其他国家/地区的独家代理权。截至目前，公司已收到两笔里程碑付款，合计约 1.7 亿元。

HPV 疫苗为重磅产品，国内多家企业将其列入研发布局当中。除了上海泽润的二价 HPV

疫苗即将上市外，江苏瑞科的重组二价 HPV 疫苗目前也处于 I 期临床阶段；康乐卫士的重组三价 HPV 疫苗处在 III 期临床阶段；成都所的四价重组 HPV 疫苗处在 III 期临床阶段；上海博唯的重组九价 HPV 疫苗已完成 III 期临床试验，万泰生物和江苏瑞科的九价 HPV 疫苗处于 III 期临床试验阶段；成都所的十一价重组 HPV 疫苗处在 II 期临床阶段；北京诺宁生物的重组十四价 HPV 疫苗处在 II 期临床阶段。

**表 5：国内研发 HPV 疫苗的企业及临床进展**

	产品	企业	临床进展
二价 HPV 疫苗	重组二价 HPV 疫苗（汉逊酵母）	江苏瑞科	I 期临床
三价 HPV 疫苗	重组三价 HPV 疫苗（大肠杆菌）	北京康乐卫士	III 期临床
四价 HPV 疫苗	四价重组 HPV 疫苗（汉逊酵母）	成都所	III 期临床
	重组四价 HPV 疫苗（毕赤酵母）	上海所	已完成 II 期临床
	四价重组 HPV 疫苗（汉逊酵母）	上海博唯生物	已完成 I 期临床
九价 HPV 疫苗	重组九价 HPV 疫苗（汉逊酵母）	上海博唯生物	已完成 III 期临床
	重组九价 HPV 疫苗（大肠杆菌）	万泰生物	III 期临床
	重组九价 HPV 疫苗（汉逊酵母）	江苏瑞科	III 期临床
	重组九价 HPV 疫苗（大肠杆菌）	北京康乐卫士	II 期临床
	重组九价 HPV 疫苗（毕赤酵母）	上海泽润	已完成 I 期临床
十一价 HPV 疫苗	十一价重组 HPV 疫苗（汉逊酵母）	成都所	II 期临床
十四价 HPV 疫苗	重组十四价 HPV 疫苗（昆虫细胞）	北京诺宁生物	II 期临床

资料来源：国家药品监督管理局药品审评中心，信达证券研发中心

除了宫颈癌疫苗外，公司还布局了水痘疫苗、新冠疫苗和肺炎疫苗。其中，传统的冻干水痘减毒活疫苗已获得 III 期临床试验研究报告，新型冻干水痘减毒活疫苗（VZV-7D）正开展 IIIb 期临床试验，该产品通过反向遗传学技术去除了关键毒力基因，使该疫苗病毒不感染人上皮的皮肤组织和神经细胞，预期可在预防水痘的同时又不引发带状疱疹；鼻喷流感病毒载体新冠肺炎疫苗已获得南非 III 期临床试验的批件；20 价肺炎球菌结合疫苗已获得临床试验批件，2022 年将启动 I 期临床试验；公司在研项目均进展顺利，将逐步进入收获期，产品上市后有望显著增厚公司业绩。

**表 6：公司在研疫苗产品情况**

序号	药品名称	注册分类	主要功能	进展情况
1	九价宫颈癌疫苗	预防用生物制品 1 类	预防宫颈癌	III 期临床阶段
2	冻干水痘减毒活疫苗	预防用生物制品 15 类	预防水痘	已获得 III 期临床试验研究报告
3	冻干水痘减毒活疫苗（VZV-7D）	预防用生物制品 5 类	预防水痘	IIIb 期临床阶段
4	鼻喷流感病毒载体新冠肺炎疫苗	预防用生物制品 1 类	预防新型冠状病毒引起的疾病	已获得南非 III 期临床试验批件
5	20 价肺炎球菌多糖结合疫苗	预防用生物制品 1 类	预防肺炎球菌引起的相关疾病	已获得临床试验批件

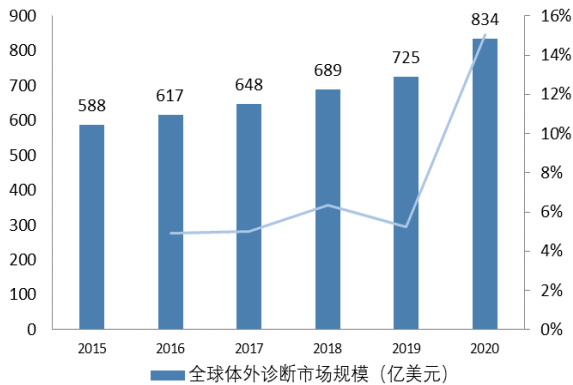
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3. IVD 产品种类丰富，试剂与仪器同步发展

在人口老龄化加剧、居民健康意识不断提高、保险覆盖及支出率不断增加等因素的驱动下，体外诊断已经成为目前市场中较为活跃、发展较快的行业之一，在疾病预防、诊断和愈后的判断、治疗药物的筛选检测、健康状况的评价以及遗传性预测等领域正发挥着越来越大的作用。根据 Evaluate Med Tech、前瞻产业研究院，2015 年全球体外诊断市场销售规模约为 588 亿美元，2020 年则达到 834 亿美元，2015-2020 年复合增长率约为 7.24%。从地域分布来看，发达国家医疗保障水平、人均医疗支出、医疗技术和水平均高于发展中国家，是全球主要的体外诊断市场，但发达国家市场相对成熟，发展较为

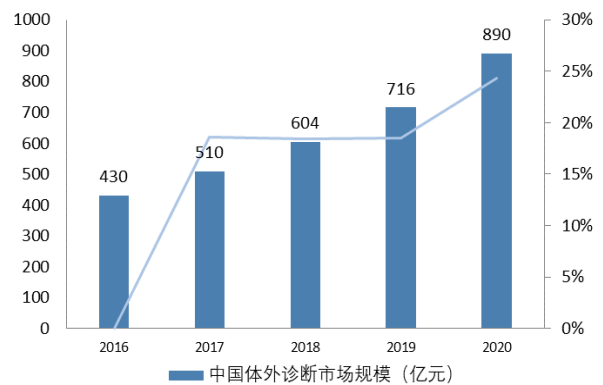
平稳；而以中国、印度等发展中国家为代表的新兴经济体，近年来体外诊断市场增长迅速，是全球体外诊断发展的主要推动力。中国体外诊断行业起步较晚，但发展较快，根据医械研究院、前瞻产业研究院，2016年中国体外诊断市场规模约430亿元，2020年则达到了890亿元，2016-2020年复合增速约为19.94%。在下游市场需求旺盛以及技术不断迭代升级的环境下，预计未来市场容量仍将保持快速增长。

**图 12：全球体外诊断市场规模（亿美元）**



资料来源：Evaluate Med Tech，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

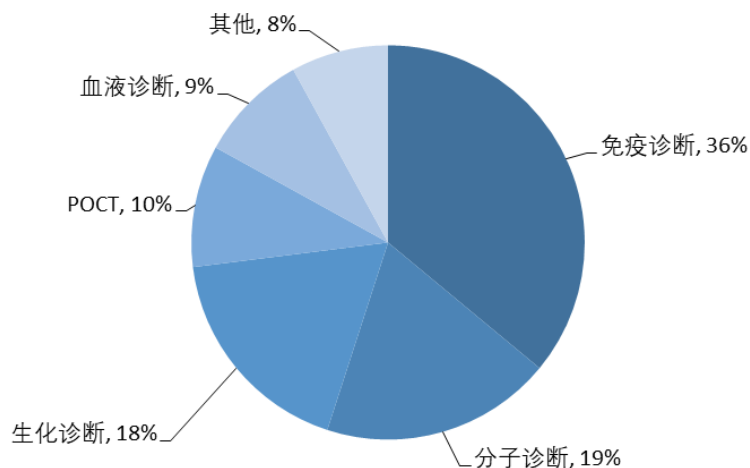
**图 13：中国体外诊断市场规模（亿元）**



资料来源：医械研究院，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

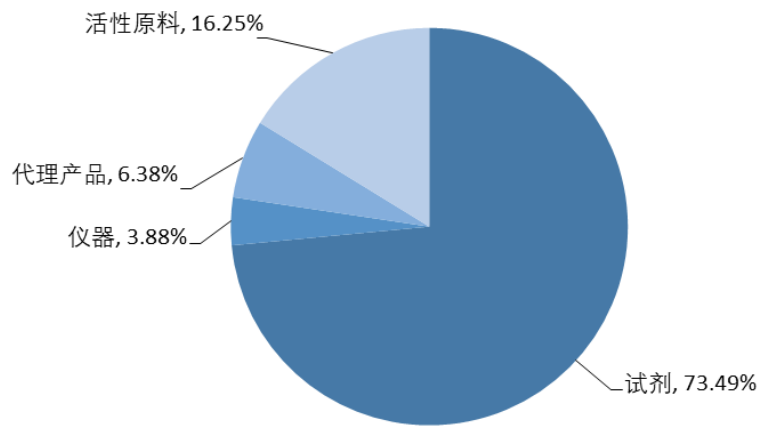
在体外诊断行业发展早期，生化诊断类产品一度占据最大的市场份额，但近年来，由于免疫诊断产品品种增多、技术更新快、应用广泛等优点较为突出，免疫诊断产品的市场份额已经超过生化诊断，成为体外诊断市场占比最大的类别。根据《中国医疗器械蓝皮书（2021）》、前瞻产业研究院，2020年我国体外诊断市场中，免疫诊断产品市场占比最大，为36%；其次为分子诊断产品，市场占比为19%；生化诊断产品占比为18%、POCT占比为10%、血液诊断产品占比为9%、其他产品占比为8%。

**图 14：2020 年我国体外诊断市场结构**



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2021）》，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

在体外诊断试剂领域，公司拥有酶联免疫诊断试剂、胶体金快速诊断试剂、化学发光诊断试剂、生化诊断试剂、核酸诊断试剂产品线，同时还配套了各类产品线的质控品。产品在临床应用上涵盖了传染病、肿瘤标志物、心肌标志物、糖代谢、肝纤维化、甲功、激素、遗传性疾病和免疫血液学血型筛查等检测，已成为体外诊断行业产品种类最丰富的企业之一，在体外诊断行业中具有较强的竞争地位。2021年公司体外诊断业务实现营收23.39亿元，其中试剂产品占比最大，为73.49%；仪器、代理产品和活性原料占比分别为3.88%、6.38%、16.25%。

**图 15：2021 年公司体外诊断业务收入结构**


资料来源：Wind，信达证券研发中心

目前，公司具备完整的抗原、抗体、酶等诊断试剂所需生物活性原料的研制和生产能力，并系统性地建立了酶联免疫检测技术、化学发光检测技术、胶体金快速检测技术、酶联免疫层析技术、免疫荧光层析技术、生化检测技术、荧光定量 PCR 检测技术、核酸 POCT 诊断技术、核酸提取技术、诊断试剂仪器一体化整合技术。

公司持续不断的研制和推出多项体外诊断的新产品。为应对突发新冠肺炎疫情，临床急需质量可靠、性能优秀的诊断试剂，公司及时研发出酶免、胶体金、化学发光、核酸等新冠病毒相关诊断试剂盒，并取得欧盟 CE、美国 FDA 的 EUA 紧急授权、WHO 的 EUL 紧急授权等境外出口产品认证；其中新冠病毒抗原检测试剂盒（胶体金法）于 2022 年 3 月 14 日取得了国内医疗器械注册证。2022 年 3 月 11 日，国家卫健委发布了《关于印发新冠病毒抗原检测的通知》，决定在核酸检测的基础上增加抗原检测作为补充，社区居民有自我检测需求的，可通过线上、线下渠道自行购买进行检测。由于部分基层医疗卫生机构不具备核酸检测能力，因此在疫情处于爆发阶段时，抗原检测的可及性更加明显，未来有望逐渐成为新冠病毒筛查的首选方式，形成“抗原筛查、核酸诊断”的检测模式。

除新冠病毒系列产品外，公司还推出激素类诊断试剂及新一代全自动管式化学发光免疫分析仪 Wan200+、核酸配套系列仪器等新产品。同时，公司也在开展数字 PCR，高通量测序等分子诊断技术在癌症早筛及伴随诊断领域的研究及应用。IVD 业务后续有望保持稳定的发展。

**图 16：公司化学发光系列仪器**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**图 17：公司核酸系列仪器**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**图 18：公司 ELISA 系列配套试剂**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

**图 19：公司快速快速诊断系列配套试剂**


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

## 4. 盈利预测

### 4.1. 盈利预测及核心假设

1.二价 HPV 疫苗：假设 2022-2024 年，公司二价 HPV 疫苗的销量分别为 2000、3000、4000 万支，单价维持在 329 元/支的水平，毛利率分别为 92.5%、93%、93%，净利率保持在 45%的水平；

2.IVD 业务：假设 2022-2024 年，公司 IVD 业务的收入增速分别为 30%、22%、20%，毛利率维持在 77%的水平上，净利率分别为 22%、22.5%、23%；

**表 7：公司盈利预测**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>					
收入（百万元）	2354.26	5750.33	9621.09	13580.13	17612.16
增速		144.25%	67.31%	41.15%	29.69%
毛利率	81.22%	85.78%	87.60%	88.63%	88.96%
毛利（百万元）	1912.13	4932.63	8428.14	12035.90	15666.96
<b>二价 HPV 疫苗</b>					
销量（万支）	210	1010	2000	3000	4000
单价（元/支）	329	329	329	329	329
收入（百万元）	690.90	3222.90	6580	9870	13160
增速		380.95%	98.02%	50.00%	33.33%
毛利率	89.00%	92.00%	92.50%	93.00%	93.00%
毛利（百万元）	614.90	3057.07	6086.50	9179.10	12238.80
<b>技术授权</b>					
收入（百万元）	154.00	85.00			
增速		-44.81%			
<b>IVD 业务</b>					
收入（百万元）	1509.00	2339.30	3041.09	3710.13	4452.16
增速		55.02%	30.00%	22.00%	20.00%
毛利率	76.00%	76.00%	77.00%	77.00%	77.00%
毛利（百万元）	1146.84	1777.87	2341.64	2856.80	3428.16

资料来源：Wind，信达证券研发中心

## 4.2. 估值与投资评级

预计 2022-2024 年公司营业收入为 96.21、135.80 和 176.12 亿元，同比增长 67.3%、41.1%、29.7%；归母净利润分别为 36.70、53.06 和 69.44 亿元，同比增长 81.5%、44.6%、30.9%，对应 2022-2024 年 EPS 分别为 6.05、8.74、11.44 元，PE 分别为 46、32、24 倍。

表 8：可比公司情况

代码	公司	股价	2021A EPS	2022E EPS	2023E EPS	2021A PE	2022E PE	2023E PE
300142.SZ	沃森生物	59.90	0.27	0.98	1.31	210.39	61.30	45.78
300601.SZ	康泰生物	87.45	1.45	2.48	3.42	60.33	35.27	25.58

资料来源：Wind，信达证券研发中心（对应 2022.03.21 收盘价），（康泰生物 2021 年 EPS 及 PE 为预测值）

## 5. 风险提示

**产品批签发不及预期风险。**受内外部环境因素影响导致的产品批签发不及预期的风险。

**研发进度不及预期风险。**在研产品研发进度不及预期导致产品上市延后的风险。

**新冠疫情等风险。**新冠疫情反复导致公司产品接种受影响的风险。

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	1,978	4,647	7,060	12,850	20,354
货币资金	711	1,415	2,716	6,718	12,229
应收票据	7	12	20	29	37
应收账款	691	2,256	2,900	4,279	5,790
预付账款	26	69	72	96	124
存货	400	593	1,111	1,481	1,919
其他	142	301	242	248	254
<b>非流动资产</b>	1,526	2,399	3,408	4,045	4,682
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	559	728	1,325	1,962	2,599
无形资产	234	295	353	353	353
其他	732	1,376	1,730	1,730	1,730
<b>资产总计</b>	3,504	7,046	10,468	16,895	25,036
<b>流动负债</b>	829	2,366	1,485	1,909	2,385
短期借款	78	236	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	113	193	282	365	460
其他	639	1,937	1,202	1,543	1,924
<b>非流动负债</b>	94	118	118	118	118
长期借款	0	5	5	5	5
其他	94	113	113	113	113
<b>负债合计</b>	923	2,483	1,602	2,027	2,502
少数股东权益	27	96	133	192	277
归属母公司股东权益	2,554	4,466	8,733	14,676	22,257
<b>负债和股东权益</b>	3,504	7,046	10,468	16,895	25,036

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,354	5,750	9,621	13,580	17,612
同比(%)	98.9%	144.3%	67.3%	41.1%	29.7%
归属母公司净利润	677	2,021	3,670	5,306	6,944
同比(%)	224.1%	198.6%	81.5%	44.6%	30.9%
毛利率(%)	81.2%	85.8%	87.6%	88.6%	89.0%
ROE%	26.5%	45.3%	42.0%	36.2%	31.2%
EPS(摊薄)(元)	1.12	3.33	6.05	8.74	11.44
P/E	180.70	66.52	45.72	31.62	24.16
P/B	47.91	30.11	19.21	11.43	7.54
EV/EBITDA	100.35	54.16	41.24	28.07	20.69

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	2,354	5,750	9,621	13,580	17,612
营业成本	442	818	1,193	1,544	1,945
营业税金及附加	13	27	45	63	82
销售费用	691	1,690	2,983	4,142	5,284
管理费用	116	182	385	530	669
研发费用	314	682	1,058	1,562	2,113
财务费用	11	5	-28	-71	-142
减值损失合计	-29	-30	0	0	0
<b>投资净收益</b>	14	11	58	95	141
其他	24	1	145	191	231
<b>营业利润</b>	775	2,328	4,189	6,097	8,032
营业外收支	-11	-4	0	0	0
<b>利润总额</b>	764	2,324	4,189	6,097	8,032
所得税	83	245	482	732	1,004
<b>净利润</b>	682	2,079	3,707	5,365	7,028
少数股东损益	5	58	37	59	84
<b>归属母公司净利润</b>	677	2,021	3,670	5,306	6,944
EBITDA	865	2,462	4,003	5,740	7,519
EPS(当年)(元)	1.12	3.33	6.05	8.74	11.44

会计年度	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	468	1,682	1,888	3,906	5,369
净利润	682	2,079	3,707	5,365	7,028
折旧摊销	87	110	46	0	0
财务费用	13	10	3	0	0
投资损失	投资损失	-14	-11	-58	-95
营运资金变动	-391	-608	-1,809	-1,363	-1,517
其它	91	102	-1	-1	-2
<b>投资活动现金流</b>	-295	-1,014	-308	96	143
资本支出	-388	-1,040	-412	1	2
长期投资	1	12	50	0	0
其他	91	14	54	95	141
<b>筹资活动现金流</b>	380	53	-279	0	0
吸收投资	342	10	0	0	0
借款	57	163	-236	0	0
支付利息或股息	-2	-113	-3	0	0
<b>现金净增加额</b>	544	712	1,301	4,002	5,511

## 研究团队简介

**周平**，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

**李雨辰**，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

**史玉琢**，团队成员，香港理工大学生物医学工程硕士，曾在万联证券研究所医药团队工作，2021年加入信达证券，负责疫苗、血制品、医药消费行业研究。

**王桥天**，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	李若琳	13122616887	<a href="mailto:liruolin@cindasc.com">liruolin@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	孙僮	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jjali@cindasc.com">jjali@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	王之明	15999555916	<a href="mailto:wangzhiming@cindasc.com">wangzhiming@cindasc.com</a>
华南区销售	闫娜	13229465369	<a href="mailto:yanna@cindasc.com">yanna@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	黄夕航	16677109908	<a href="mailto:huangxihang@cindasc.com">huangxihang@cindasc.com</a>
华南区销售	许锦川	13699765009	<a href="mailto:xvjinchuan@cindasc.com">xvjinchuan@cindasc.com</a>

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。