



Research and  
Development Center

聚焦潜力新兴市场，稀缺的海外商业化平台扬帆起航

— 科兴制药（688136）深度报告

2023年11月17日

证券研究报告

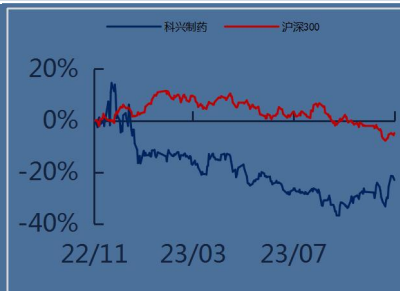
公司研究

深度报告

科兴制药 (688136)

投资评级 增持

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	19.67
最近一月涨跌幅(%)	9.07
总股本(亿股)	1.99
流通A股比例	33.67
总市值(亿元)	39.18

资料来源：聚源，信达证券研发中心

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号：S1500523080002

联系电话：19328759065

邮箱：tangaijin@cindasc.com

宋丹 医药分析师

执业编号：S1500523110001

联系电话：15622304638

邮箱：songdan3@cindasc.com

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

## 科兴制药 (688136)：聚焦潜力新兴市场，稀缺的海外商业化平台扬帆起航

2023年11月17日

本期内容提要：

◆ **深耕抗病毒、肿瘤和肠道健康领域，拥有细分赛道拳头产品，营收稳健增长。**科兴制药成立于1997年，主要从事重组蛋白药物和微生态制剂的研发、生产、销售。公司核心产品深入儿科、肿瘤科和消化科，已构建重组蛋白技术、长效重组蛋白和微生态制剂研发平台。公司近年营收持续增长，海外收入规模不断扩大，短效干扰素、促红素等核心产品市场份额进一步扩大，并保持第一和第二的市场占有率地位。

◆ **20年出海经验，领先优势明显，产品矩阵已形成，海外商业化平台价值凸显。**公司拥有20多年海外商业化经验，积累了丰富的资源，已实现人口超过一亿的新兴国家和GDP排名前30的新兴市场全覆盖，拥有100多个的海外长期客户。目前已引进9个产品：白蛋白紫杉醇、贝伐珠单抗、英夫利西单抗、阿达木单抗、利拉鲁肽注射液、曲妥珠单抗、马来酸奈拉替尼片、来那度胺、碳酸司维拉姆片，计划到2025年累计引进不少于20个产品。其中白蛋白紫杉醇已进军欧盟市场，2024年有望获批上市。预计2025年将在欧盟、日本、韩国、新兴国家实现销售额6亿元，2027年销售额超13亿元。随着越来越多的产品在海外实现注册上市，海外收入可期。

◆ **盈利预测及投资建议：**公司有望凭借已经构筑的核心竞争优势持续提升市场占有率，同时随着海外商业化平台价值的兑现进一步带动产品海外放量。我们认为，在国内药企“出海”浪潮的背景下，公司20多年海外商业化领先优势明显，公司持续引进的各优势产品有望助力公司在未来释放亮眼业绩。预计公司2023-2025年营业总收入分别为13.88亿元、18.28亿元和22.47亿元，归母净利润分别为-0.84亿元、0.18亿元和1.32亿元，首次覆盖，给予公司“增持”投资评级。

◆ **风险因素：**产品海外注册上市进度不及预期；产品竞争加剧的风险；产品商业化不及预期；集采等政策影响；新产品研发进度不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1,285	1,316	1,388	1,828	2,247
增长率YoY%	5.3%	2.4%	5.5%	31.7%	22.9%
归属母公司净利润(百万元)	96	-90	-84	18	132
增长率YoY%	-30.7%	-193.6%	7.0%	121.2%	639.6%
毛利率%	79.4%	75.4%	75.3%	70.3%	67.9%
净资产收益率ROE%	5.0%	-5.0%	-4.9%	1.0%	7.0%
EPS(摊薄)(元)	0.48	-0.45	-0.42	0.09	0.66
市盈率P/E(倍)	40.62	—	—	219.81	29.72
市净率P/B(倍)	2.05	2.17	2.26	2.24	2.08

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为2023年11月16日收盘价

## 目录

投资聚焦	4
1、聚焦抗病毒、肿瘤和肠道健康领域，营收规模持续增长	5
1.1、公司发展历程：正中集团接手盘活主营产品，引进新产品开启海外商业化	5
1.2、公司股权结构稳定，实控人持有公司 66% 股份并不断增持	5
1.3、公司营业收入持续增长，海外收入规模不断扩大	6
1.4、公司持续加大研发投入，具备研发和技术储备优势	6
2、主要在售产品：细分赛道拳头产品，独家产品前景可期	9
2.1、人促红素国内市占率第二，新增肿瘤贫血适应症空间广阔	9
2.2、短效干扰素 α 1b：广谱抗病毒，国内市占率第一	10
2.3、人粒细胞集落刺激因子：肿瘤化疗后刚性用药，近 6 年销售收入复合增速 25%	11
2.4、酪酸梭菌二联菌活菌散：多渠道打造独家益生菌产品，助力老幼孕产妇肠道健康	12
2.5、克癍胶囊：名贵组方成就潜力中成药产品	13
3、海外商业化：20 多年新兴市场商业化经验，稀缺的海外渠道优势明显	15
3.1、全球生物类似药市场快速增长，新兴市场生物类似药市场未来可期	15
3.2、公司海外销售产品矩阵已形成，海外商业化平台价值渐显	16
4、业务拆分与盈利预测	20
4.1、业务拆分	20
4.2 估值及投资建议	21
风险因素	22

## 表目录

表 1：公司海外商业化引进产品与进展	17
表 2：可比公司数据对比	21

## 图目录

图 1：公司历史和发展历程	5
图 2：公司股权结构稳定，实控人持股 66%	6
图 3：公司近五年营收稳健增长（单位：亿元）	6
图 4：公司近五年海外销售收入（单位：亿元）	6
图 5：公司近五年研发费用持续增加	7
图 6：公司近三年研发人员数量	7
图 7：公司在研管线情况	8
图 8：公司在售主要产品	9
图 9：2022 年各产品收入占比情况	9
图 10：2023H1 中国城市/县级公立医院促红素竞争格局	10
图 11：公司促红素近年营收与市占率逐步提升	10
图 12：2023H1 中国城市/县级公立医院人干扰素 α 1b 竞争格局	11
图 13：公司人干扰素 α 1b 近年市占率逐步提升	11
图 14：2023H1 中国城市/县级公立医院重组人粒细胞集落刺激因子竞争格局	12
图 15：公司升白药近年营收和市占率逐步提升	12
图 16：疫情前后益生菌补充剂摄入情况	13
图 17：全球益生菌市场规模（单位：亿美元）	13
图 18：公司益生菌产品上线京东大药房	13
图 19：全球 GDP 增长情况	15
图 20：主要新兴国家人口数据	16
图 21：公司海外商业化布局版图	16
图 22：公司白蛋白紫杉醇海外销售额测算	18
图 23：公司业务拆分与营收预测	20

## 投资聚焦

科兴制药是一家老牌的生物药公司，有着 34 年的发展历史，中间经历了一系列的调整，2007 年正中集团成为控股股东后公司业务才逐渐走上正轨，重组蛋白药物促红素、干扰素和人粒细胞刺激因子等老产品的销售稳健增长，并于 2020 年成功登陆科创板。此后公司实施海外商业化战略，陆续引进外销产品。

市场观点认为公司现有产品竞争力不足，海外商业化还在起步阶段，且新兴国家支付能力有限。

而我们认为①公司原有的 5 大产品：重组人促红素、重组人干扰素  $\alpha$  1b、重组人粒细胞刺激因子，酪酸梭菌二联活菌及克癆胶囊，为公司未来的创新+国际化战略提供稳定的现金流。

②海外商业化潜力大，新兴市场生物类似药市场需求大，未来可期。公司目前已引进 9 个产品，计划到 2025 年累计引进不少于 20 个产品，凭借公司多年的海外销售经验，有望快速实现放量。

## 1、聚焦抗病毒、肿瘤和肠道健康领域，营收规模持续增长

科兴制药是一家从事重组蛋白、微生态制剂研产销一体化的创新型企业，聚焦抗病毒、肿瘤和肠道健康领域，坚持创新+国际化战略，致力于成为高品质生物药领导者，服务全球患者。

### 1.1、公司发展历程：正中集团接手盘活主营产品，引进新产品开启海外商业化

1989年，深圳科兴药业由国家科委生物工程中心、中国预防医学科学院病毒所、上海生物制品研究所和长春生物制品研究所共同成立，中国预防医学科学院病毒所所长侯云德领衔进行药物开发，开发了国内第一个生物制剂干扰素α1b，打破当时国内干扰素严重依赖进口的局面；

1994年，北大未名集团和其他股东入股深圳科兴；

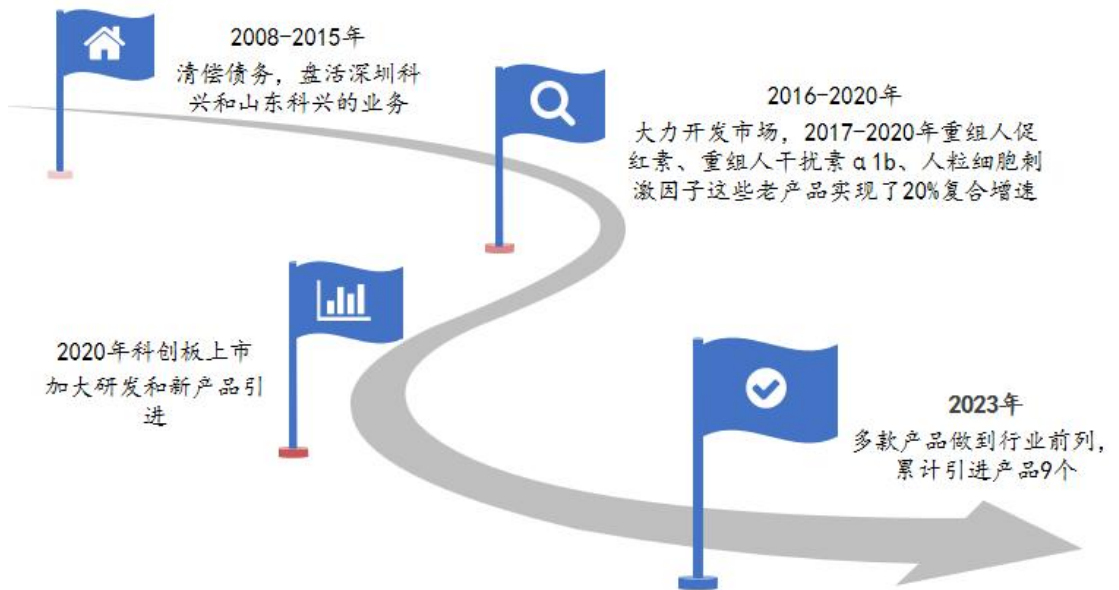
2004年，北京控股等机构取代未名集团获得深圳科兴的21.15%股权；

2007年；正中集团收购深圳科兴33.71%的股权，将山东科兴与深圳科兴整合，盘活主要产品，促红素、干扰素等产品收入规模持续增长；

2020年，科兴制药于科创板上市；

2021年，“创新+国际化”战略定位，海外商业化战略实施，陆续引进外销产品。

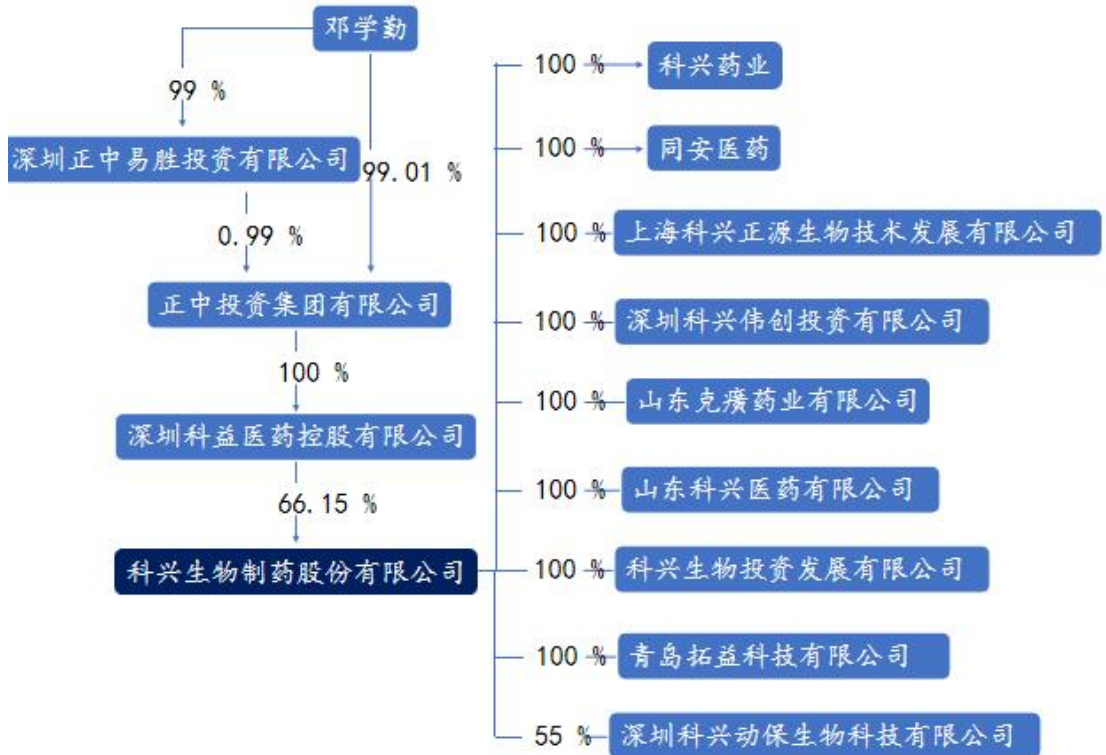
图1：公司历史和发展历程



资料来源：财联社，wind，招股说明书，公司年报，信达证券研发中心

### 1.2、公司股权结构稳定，实控人持有公司66%股份并不断增持

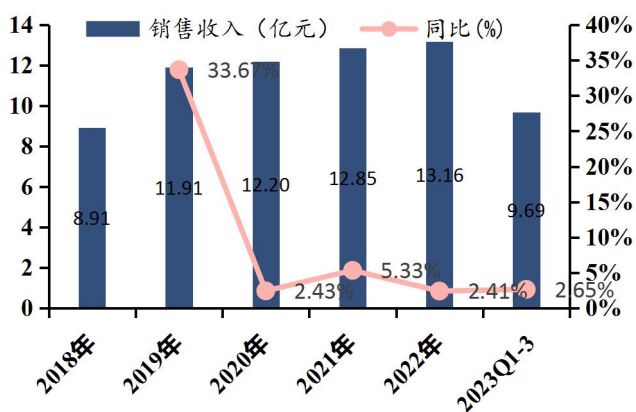
公司股权结构稳定，公司董事长、实际控制人邓学勤先生通过深圳科益医药间接持有公司1.32亿股股份，占公司总股本的比例为66.15%。基于对公司未来发展的信心和对公司长期投资价值的认可，2023年4月公司发布公告，董事长邓学勤先生拟增持公司股份不少于2000万。

**图2：公司股权结构稳定，实控人持股66%**


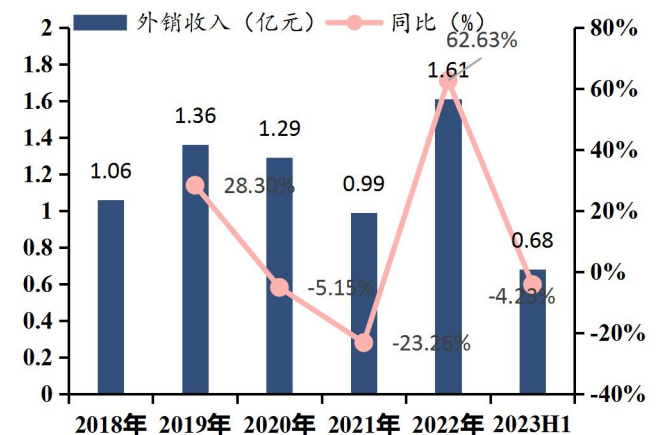
资料来源：wind，信达证券研发中心

### 1.3、公司营业收入持续增长，海外收入规模不断扩大

公司经营稳健，2022年海外销售收入创新高。2018-2022年公司分别实现营业收入8.91、11.91、12.20、12.85和13.16亿元，5年复合增速为10%，呈现稳步增长态势。2022年公司全力贯彻海外商业化战略，实现海外销售收入1.61亿，较上年同比增长61%，创历史新高。

**图3：公司近五年营收稳健增长（单位：亿元）**


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

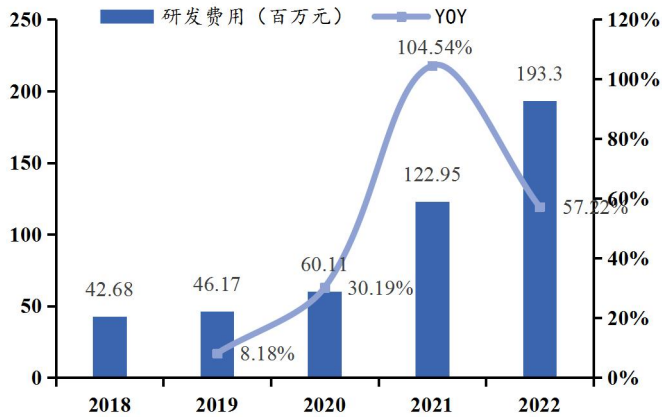
**图4：公司近五年海外销售收入（单位：亿元）**


资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

### 1.4、公司持续加大研发投入，具备研发和技术储备优势

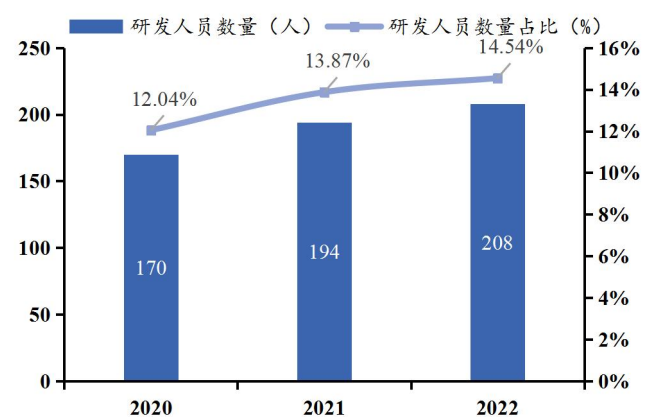
公司坚持医药创新与高端药品研发，持续加大研发投入。2018-2022 年研发费用由 0.43 亿元增长至 1.93 亿元，4 年复合增速达到 46%；另一方面，公司加快专业人才培养，大力引进研发高级人才，研发人员由 2020 年的 170 人增至 2022 年的 208 人，研发人员占总员工比例从 12.04% 提高至 14.54%，2022 年，硕博学历人才占研发人员比例达到了 53.85%，进一步增强研发人才储备力量。

图 5：公司近五年研发费用持续增加



资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

图 6：公司近三年研发人员数量



资料来源：公司公告，wind，信达证券研发中心

公司重视研发创新实力提升，长效化技术平台构建坚实研发基础。公司是中国重组蛋白药物的领军企业，建立了完善的生物药研发创新体系，涵盖了原核细胞技术、真核细胞技术、微生物活菌技术三大生物技术基础体系。

公司坚持聚焦生物药主航道，短期围绕重组蛋白药物的新剂型，长效化进行深度开发，长期围绕肿瘤与免疫，退行性疾病等不同的领域布局新型抗体、新型蛋白和核酸药物。公司拥有 FC 融合蛋白长效化技术和 PEG 长效化技术两项长效化技术平台，突破吸入制剂的工艺技术难点和空气动力学研究难关，实现了超微量蛋白含量的测定等，将公司的吸入制剂技术水平提升到较高水平。公司 2017 年被认定为“山东省省级企业技术中心”，2018 年被认定为“济南市蛋白质药物工程实验室”，2020 年被认定为“广东省基因工程重组蛋白药物工程技术中心”、“山东省蛋白质药物工程实验室”和“深圳市博士后创新实践基地”。

**图 7：公司在研管线情况**


资料来源：公司 2023 年半年报，信达证券研发中心



## 2、主要在售产品：细分赛道拳头产品，独家产品前景可期

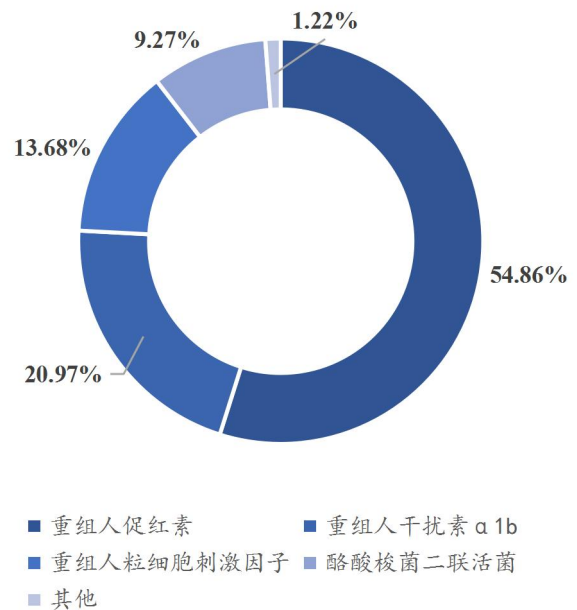
公司聚焦抗病毒、肿瘤和肠道健康领域，主要在售产品包括重组蛋白药物“重组人促红素”、“重组人干扰素α1b”、“重组人粒细胞刺激因子”，微生物制剂药物“酪酸梭菌二联活菌”，2022年，重组蛋白药物促红素、干扰素和重组人粒细胞刺激因子为公司营收贡献主力，占比分别为54.86%、20.97%、13.68%，合计营收占比达89.51%。2023年，新增销售产品包括英夫利昔单抗和独家中成药克癍胶囊。

图8：公司在售主要产品



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图9：2022年各产品收入占比情况

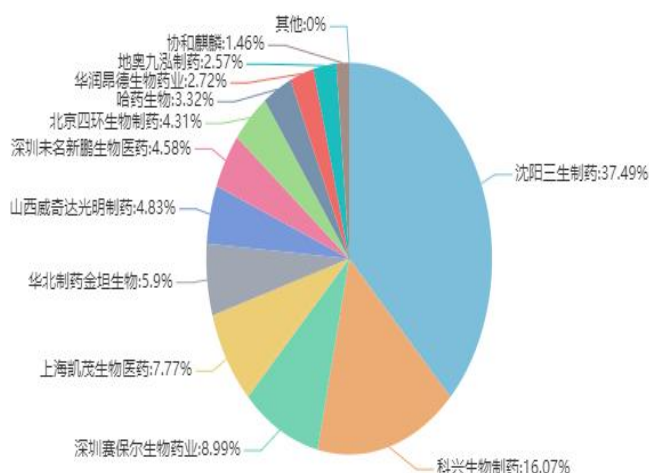


资料来源：wind，信达证券研发中心

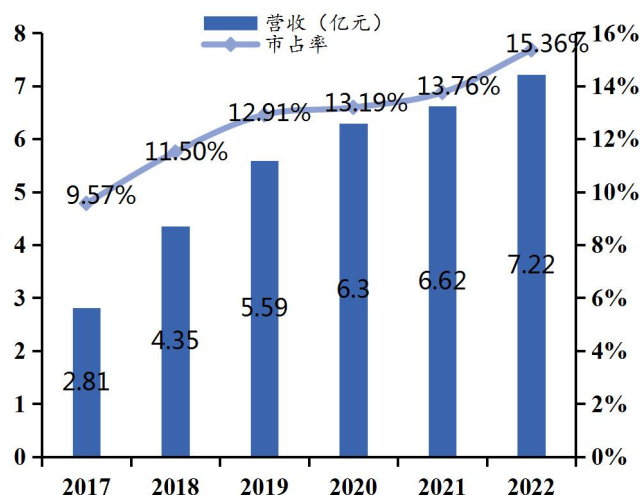
### 2.1、人促红素国内市占率第二，新增肿瘤贫血适应症空间广阔

公司人促红素注射液适应症有：①肾功能不全所致贫血；②外科围手术期的红细胞动员；③非骨髓恶性肿瘤化疗引起的贫血。公司产品不含人血白蛋白专利配方，可以减少血源性污染及过敏反应。目前产品已出口巴西、菲律宾、印度尼西亚等全球30多个国家。

公司促红产品顺应市场发展，近五年营收稳健增长的同时市场份额也在逐步增大。根据米内网数据，2023H1公司在促红素市场份额排名第二，占有率为16.07%。

**图 10：2023H1 中国城市/县级公立医院促红素竞争格局**


资料来源：米内网，信达证券研发中心

**图 11：公司促红素近年营收与市占率逐步提升**


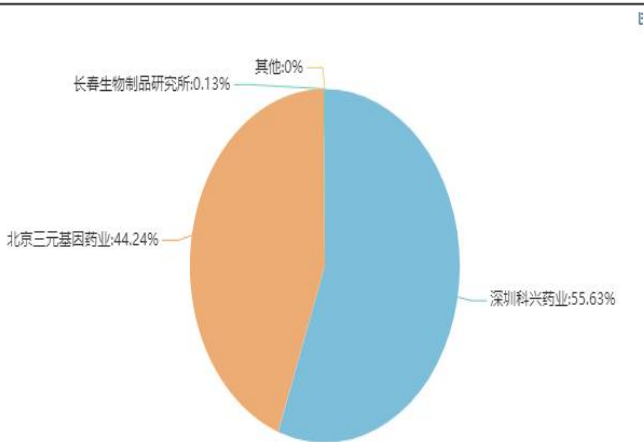
资料来源：公司公告，米内网，信达证券研发中心

人促红素临床多领域需求广泛，新增肿瘤贫血适应症空间广阔：①我国成人慢性肾脏病（CKD）患病率为 13.1%，随着年龄增长，CKD 患病率逐渐升高，在  $\geq 70$  岁的人群中，患病率达到 26.0%，但中国的透析率远低于全球平均水平，2021 年卫健委将肾性贫血的血红蛋白控标标准提升至 110g/L，用药需求进一步增加。②约 1/3 的外科手术患者在术前评估时被发现存在贫血，接受大手术的患者术后贫血的发生率为 80%~90%。欧洲国家接受手术患者贫血的发生率为 28.7%，其中结肠直肠手术患者贫血的发生率为 39.1%~75.8%；③欧洲肿瘤患者贫血发生率为 53.7%，我国肿瘤患者贫血发生率为 37.3%。化疗引起的贫血（CIA）患者群体 200-300 万，治疗率不足 10%，公司依普定于 2022 年新增肿瘤贫血适应症，经过前期市场推广，有望成为公司新的增长点。

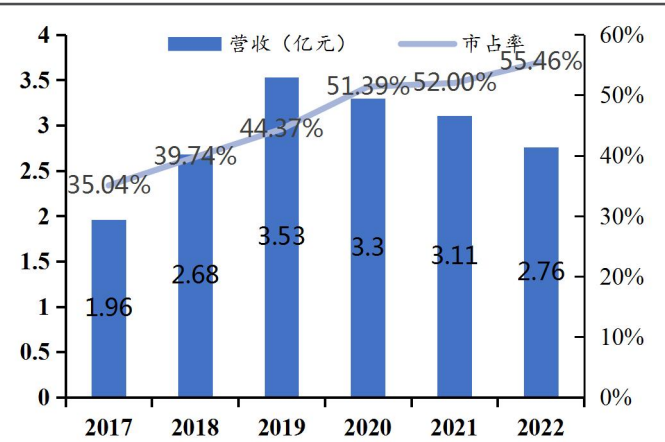
## 2.2、短效干扰素 $\alpha$ 1b：广谱抗病毒，国内市占率第一

注射用人干扰素  $\alpha$  1b 是由侯云德院士发明的中国首个基因工程创新药，具有“疗效好、价格优、副作用小”等特点。其适应症为①病毒性疾病，如带状疱疹、尖锐湿疣、流行性出血热和小儿呼吸道合胞病毒肺炎等；②某些恶性肿瘤，如慢性粒细胞白血病、黑色素瘤、淋巴瘤等；③慢性乙型肝炎、丙型肝炎和毛细胞白血病。该药物是广谱抗病毒药，原国家 1 类新药，是临床治疗重要的抗病毒药物之一，具有较高临床认可度、知名度。该药的量产上市，结束了我国干扰素依赖进口的历史，实现了中国干扰素的产业化生产与基因工程药物的进一步研发。

根据米内网数据显示，2023H1 公司产品在短效注射用人干扰素  $\alpha$  1b 的市占率排名第一，占比达 55.63%。

**图 12：2023H1 中国城市/县级公立医院人干扰素 α1b 竞争格局**


资料来源：米内网，信达证券研发中心

**图 13：公司人干扰素 α1b 近年市占率逐步提升**


资料来源：wind、米内网，信达证券研发中心

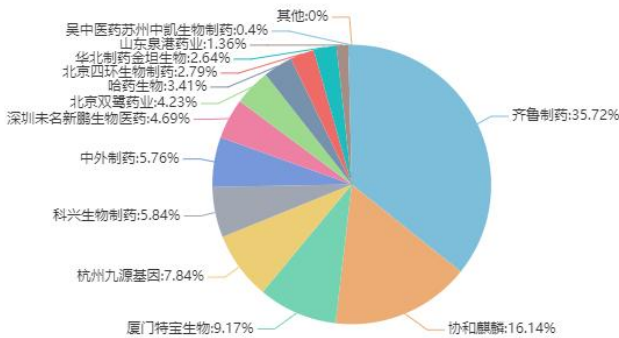
### 2.3、人粒细胞集落刺激因子：肿瘤化疗后刚性用药，近 6 年销售收入复合增速 25%

公司升白产品人粒细胞集落刺激因子临床应用 20 余年，为广泛循证应用的老药。其利用基因重组技术生产，可以选择性作用于粒系造血祖细胞，促进其增殖、分化，并可增加粒系中未分化细胞的功能。适应症是针对于癌症患者：①癌症化疗等原因导致的中性粒细胞减少症；②癌症患者使用骨髓抑制性化疗药物，特别在强烈的骨髓剥夺性化学药物治疗后，注射人粒细胞集落刺激因子有助于预防中性粒细胞减少症的发生，减轻中性粒细胞减少的程度，缩短粒细胞缺乏症的持续时间，加速粒细胞数的恢复，从而减少合并感染发热的危险性。

**公司产品获多个临床指南推荐：**《肿瘤化疗导致的中性粒细胞减少诊治专家共识》（2019 年）、《肿瘤放化疗相关中性粒细胞减少症规范化管理指南》（2017 年）、《成人急性髓系白血病（非急性早幼粒细胞白血病）中国诊疗指南》（2017 年）均推荐重组人粒细胞刺激因子作为中性粒细胞减少症的一线用药。

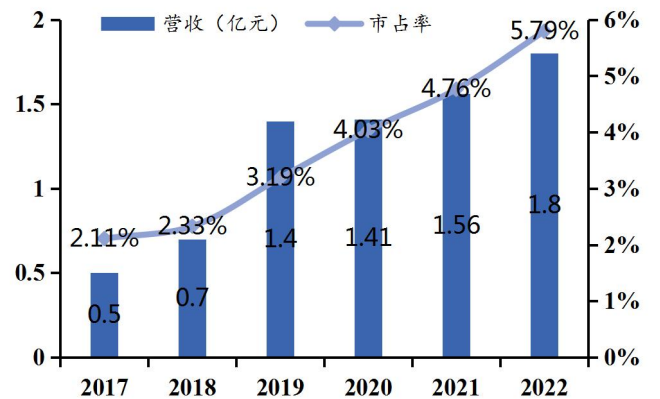
近几年，公司升白药营收有显著提升，2017 年至 2022 年销售收入复合增速 24.64%。2022 年该产品营收 1.8 亿元人民币，同比增长 15.38%。据米内网数据 2023H1 公司重组人粒细胞刺激因子在中国城市/县级公立医院市占率为 5.84%。

图 14：2023H1 中国城市/县级公立医院重组人粒细胞刺激因子竞争格局



资料来源：米内网，信达证券研发中心

图 15：公司升白药近年营收和市占率逐步提升

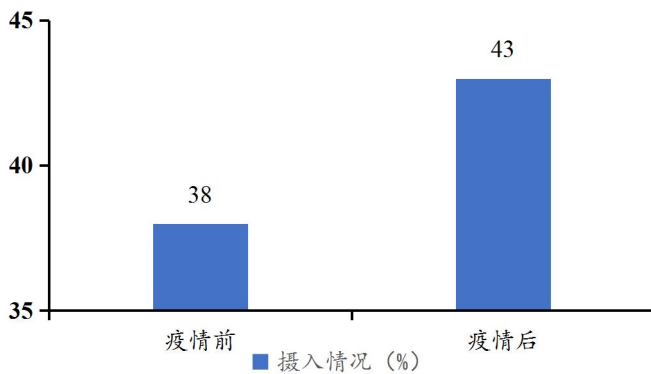


资料来源：wind，米内网，信达证券研发中心

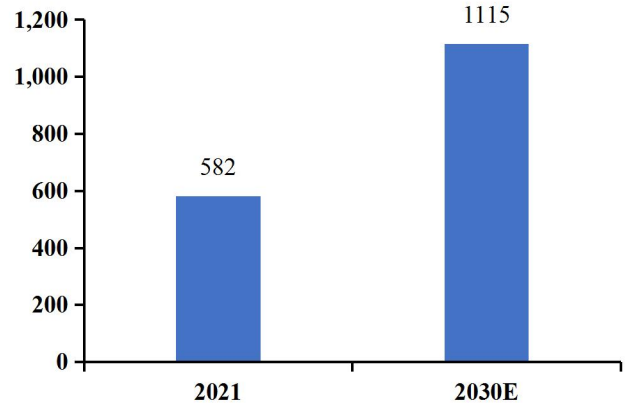
## 2.4、酪酸梭菌二联菌活菌散：多渠道打造独家益生菌产品，助力老幼孕产妇肠道健康

肠道作为消化系统中的重要器官，不仅肩负营养吸收与排毒的使命，还承担着人体的免疫功能，人体生态失衡与多种疾病的发病机制密切相关，肠道微生物与人类疾病之间的关系已被广泛证实。平安健康《2021 国民肠道健康调研报告》数据显示，目前约 90% 的国人存在着肠道亚健康，消化不良、腹痛腹胀、腹泻已成为大众肠道不适的普遍表现，肠道不适牵连身体多处，影响着人们的生活质量。

后疫情时代，人们对健康的关注度持续提升，疫情进一步强化了消费者通过益生菌改善体质的需求。根据 Kantar 数据，使用益生菌补充剂消费者比例相比疫情前提高了 5%，并且大部分的消费者表示在疫情结束后仍将继续使用补充益生菌。根据 Grand View Research 的测算，2021 年全球益生菌市场规模约为 581.7 亿美元，且预计从 2021 到 2030 年间将以 7.5% 的 CAGR 持续增长，至 2030 年时预计市场规模将达到 1115 亿美元。根据中国保健协会的数据，2020 年国内益生菌产品的整体市场规模约为 879.8 亿元，欧睿国际的数据表明，当前中国益生菌消费市场规模已超过意大利，位居全球第二，并且仍以每年 11%-12% 的速度增长，即将突破万亿大关。目前婴幼儿市场是各益生菌品牌的主要市场，其他人群市场尚处于蓝海状态，成人和老年人细分市场的渗透率提升将带动益生菌增长。

**图 16: 疫情前后益生菌补充剂摄入情况**


资料来源: Kantar, 《2022 全球益生菌产学研发展动向白皮书》, 信达证券研发中心

**图 17: 全球益生菌市场规模 (单位: 亿美元)**


资料来源: Grand View Research, 《2022 全球益生菌产学研发展动向白皮书》, 信达证券研发中心

益生菌是目前临床使用最广泛的微生态制剂, 依据菌株的来源和作用机制可分为原籍菌制剂、共生菌制剂和真菌制剂。原籍菌制剂使用的菌株来源于人体肠道原籍菌群, 服用后可以直接补充原籍菌发挥作用。

公司产品常乐康包含酪酸梭菌及婴儿型双歧杆菌两种菌株, 这两种菌株均为人体结肠优势原籍菌, 是产酪酸和产乳酸原籍益生菌株组合, 互动互为促进, 疗效协同, 强力纠正通过调节肠道菌群失调, 促进消化道吸收, 提高肠道免疫系统均衡, 代谢产生释放短链脂肪酸和细菌素等抗菌物质, 抑制病原菌生长提高抗感染能力, 并改善具有促肠道屏障功能修复、帮助强化营养吸收、调节免疫功能、增强肠道蠕动功能等功效, 可以用于治疗腹泻、溃疡性肠炎、肠易激综合征等肠道退行性疾病。

产品说明书中明确老幼孕产妇均可使用的益生菌, 2022 年该产品营收为 1.2 亿元人民币。近三年线上整体肠胃健康市场持续快速增长, 2022 年该品类线上消费规模已突破 40 亿元, 购买人数的大幅攀升成为市场增长的主要驱动力。从细分品类来看, 益生菌是肠胃健康市场中的核心品类。公司产品除了在院内渠道进行销售, 公司加强了线上渠道的搭建, 于 2023 年 6 月上线京东大药房, 开启线上销售渠道, 助力老幼孕产妇肠道健康。

**图 18: 公司益生菌产品上线京东大药房**


资料来源: 公司微信公众号, 信达证券研发中心

## 2.5、克癆胶囊: 名贵组方成就潜力中成药产品

克癢胶囊历史悠久，起源于1867年，2018年深圳科兴收购深圳同安，获得中药品种克癢胶囊，该药物是国家二级中药保护品种，由麝香、牛黄、三七及蛇胆等名贵中药组方，可清热解毒，化痰散结，功能主治包括急、慢性肝炎。采用红曲固态发酵技术，拥有独家发明专利。

目前克癢胶囊已被写入中国老年学和老年医学学会编制的《老年非酒精性脂肪性肝病慢病管理指南》及中华医学会编制的《脂肪肝中西医结合诊治》，对于该药物的使用以及患者认可度都获得进一步推广。2022年6月，公司克癢胶囊在国际传统医学临床试验注册平台进行预注册，将开展克癢胶囊干预非酒精性脂肪性肝病（湿热内蕴证）多中心、随机、双盲、安慰剂平行对照临床试验。

**克癢胶囊具有药品、保健品的双属性，未来可期。**针对于肝胆用中成药，片仔癀公开的部分配方包括了3%麝香、5%牛黄、85%三七、7%蛇胆，适应症为清热解毒、凉血化淤、消肿止痛，与克癢胶囊二者配方相似，适应症相近，但公司克癢胶囊定价优势明显。同时公司将推动发起非酒精性脂肪肝临床科研与疾病管理大数据共享平台大型队列战略合作项目（NAFLD项目），建立中国肝病数据库，降低肝病的发病率与死亡率，为全国乃至全世界的成人肝病诊疗起到积极的促进作用。

### 3、海外商业化：20 多年新兴市场商业化经验，稀缺的海外渠道优势明显

#### 3.1、全球生物类似药市场快速增长，新兴市场生物类似药市场未来可期

随着全球获批上市的生物类似药不断增多，抢占原研市场份额，市场规模在快速增长，2022 年已稳步提升至 200 亿美元的规模，并有望在 2030 年突破 700 亿美元。

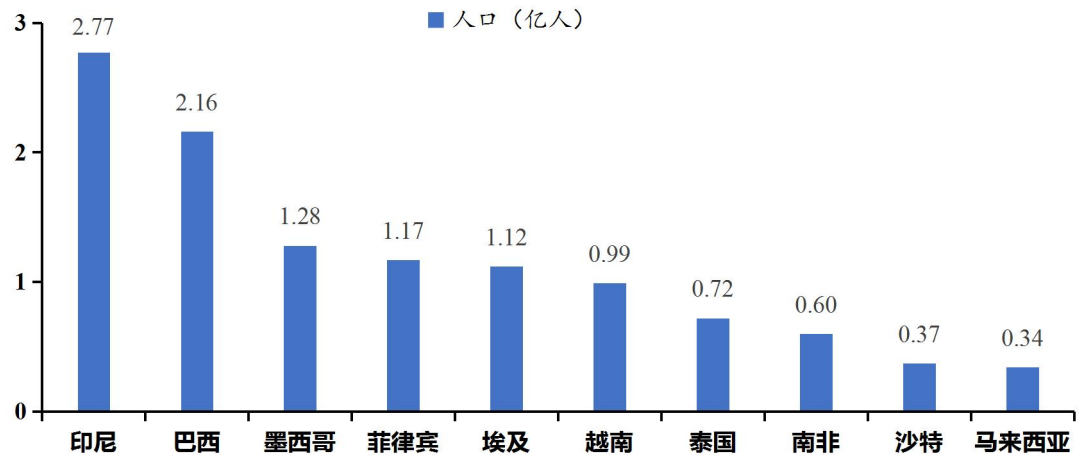
新兴市场未来经济发展的高速度（高于发达国家）、庞大的人口基数（东南亚 2021 年已有 6.6 亿人口，中东和北非超过 6 亿人口），为生物药类似药在新兴市场的发展提供强大的基础。

图 19：全球 GDP 增长情况

(实际 GDP, 年百分比变化)	预测值		
	2022	2023	2024
<b>世界产出</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>
<b>发达经济体</b>	<b>2.7</b>	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>
美国	2.1	1.6	1.1
欧元区	3.5	0.8	1.4
<b>新兴市场和发展中经济体</b>	<b>4.0</b>	<b>3.9</b>	<b>4.2</b>
亚洲新兴市场和发展中经济体	4.4	5.3	4.2
中国	3.0	5.2	4.5
印度	6.8	5.9	6.3
印尼	5.3	5.0	5.1
拉美和加勒比地区	4.0	1.6	2.2
巴西	2.9	0.9	1.5
墨西哥	3.1	1.8	1.6
中东和中亚	5.3	2.9	3.5
沙特阿拉伯	8.7	3.1	3.1
撒哈拉以南非洲	3.9	3.6	4.2
尼日利亚	3.3	3.2	3.0
南非	2.0	0.1	1.8

资料来源：IMF《世界经济展望报告》，信达证券研发中心

根据 IQVIA 的数据显示，新兴市场医药市场规模增长速度预计将是发达国家市场的 2 倍，2022-2026 年新兴市场医药市场平均 5 年复合增速为 5%~8%，而发达市场国家 5 年复合增速 2%~5%。然而，主要的新兴市场国家因为缺乏相应的生物类似药注册管理法规，对生物药原研药支付能力不够等因素，新兴市场国家生物药的渗透率较低，随着生物类似药渗透率的提升，生物类似药的规模有望提升。

**图 20：主要新兴国家人口数据**


资料来源：排行榜，信达证券研发中心（数据截止 2023 年 7 月）

### 3.2、公司海外销售产品矩阵已形成，海外商业化平台价值渐显

公司出海 20 多年，先发优势明显，已建立较为成熟的海外渠道。公司自 2000 年启动国际化战略，作为首批国内生物药出海企业，至今已有 20 多年的海外商业化经验，已实现人口超过一亿、GDP 排名前 30 的新兴市场 100% 覆盖，并在 2021 年正式扬帆欧洲市场。

**图 21：公司海外商业化布局版图**


资料来源：科兴制药，信达证券研发中心

公司拥有丰富的药品注册及国际 GMP 现场审计经验，深耕新兴市场迭代出基于不同市场特征的选品能力。公司凭借产品依普定、白特喜、常乐康多年的出海销售，积累了丰富的国际 GMP 现场审计经验及整体方案制定实施及协调经验和良好的与国外官方审计团队沟通能力，累计通过 30+ 次现场审计，如韩国 KFDA、巴西 ANVISA、埃及 MOH、秘鲁 DIGMIED、印度尼西亚 BPOM、巴基斯坦 DRAP、俄罗斯 ABBOTT 等。基于对新兴市场政治文化、注册法规的深入理解，公司具备了对新兴市场的洞察能力，从而衍生出对不同市场匹配不同产品的能力。海外商业化平台优势展现，获得正大天晴、通化东宝等合作方背书。从公司 2021 年引进海外



商业化产品，公司合作伙伴从 Biotech 公司向综合性的企业延伸，公司海外商业化能力获得正大天晴、通化东宝等企业的认可。

**已成功引进多款产品，重点赛道产品矩阵已形成。**公司海外商业化引进产品聚焦抗肿瘤、自身免疫、代谢类疾病等多领域，引进具有该技术含量、高市场价值、高国际注册水平、快速商业化的产品。截至目前公司累计引进 9 个产品，公司将继续坚持“国际化”战略，欧盟+新兴市场并举，计划 2025 年实现引进产品  $\geq 20$  个。

**表 1：公司海外商业化引进产品与进展**

引进产品	合作伙伴	商业化授权区域	进展情况
白蛋白紫杉醇	海昶生物	除美国市场外的全球商业化权益	已完成欧洲和南美洲多个国家的意向客户签约
贝伐珠单抗	东曜药业	除中国、欧盟(以 2021 年欧盟成员国为准)、英国、美国、日本以外全球所有国家和地区	已签约 23 个国家合作伙伴并启动提交药品准入注册申请文件
英夫利西单抗	迈博药业	中国大陆地区及除日本、欧洲、北美洲外的其他 33 个国家和地区	已签约 24 个国家合作伙伴并启动提交药品准入注册申请文件
阿达木单抗	海正药业	巴西、阿根廷、泰国、菲律宾、沙特、马来西亚、南非、埃及等 14 个国家	已签约 6 个国家合作伙伴并启动提交药品准入注册申请文件
利拉鲁肽注射液	通化东宝	拉丁美洲等新兴市场共 17 个国家	海外市场的客户筛选工作，初步达成意向的客户 10 余家
注射用曲妥珠单抗	正大天晴	泰国、越南、菲律宾、埃及、南非等 12 个国家	推进中
马来酸奈拉替尼片	甫康药业	印度尼西亚、泰国、越南、菲律宾、马来西亚和埃及 6 个国家	推进中
来那度胺胶囊	常州制药厂	巴西	推进中
碳酸司维拉姆片	山东新华制药	巴西、印尼、哈萨克斯坦等十五个国家	推进中

资料来源：公司 2023 半年报，公司微信公众号，信达证券研发中心

### 3.2.1、注射用紫杉醇(白蛋白结合型)：扬帆欧盟市场，潜力较大

**白紫为欧盟肿瘤相关领域的一线用药。**注射用紫杉醇(白蛋白结合型)是一种新型紫杉醇纳米制剂，也是国际公认的紫杉醇最先进的制剂。它将内源性人血白蛋白与紫杉醇以非共价形式结合，所制得的纳米粒子改善了紫杉醇分子难溶于水的特点，具有安全无毒、无免疫原性、可生物降解、生物相容性好等优点，是欧洲医学肿瘤学会指南推荐治疗转移性胰腺癌和非小细胞肺癌的主流一线用药。

2021 年 4 月，科兴制药与海昶生物合作开发的注射用紫杉醇(白蛋白结合型)符合 FDA、EMA 质量标准，是目前国内唯一一家进行中、美、欧多区域同步申报的品种。该产品在欧盟市场竞争格局良好，仅有原研药 Abraxane 与 TEVA 的仿制药。2022 年 1 月已收到 CDE 和 EMA 的《受理通知书》，进入技术评审程序。

根据米内网数据显示，2021 年中国公立医疗机构终端紫杉醇销售规模超过 64 亿元，白蛋白紫杉醇市场份额由 2018 年的 19.16% 上升至 2021 年的 61.89%。根据 IQVIA 的数据显示，欧盟白紫渗透率仅 15%，远低于美国、日本的 30~50%。

我们预计 2025 年白蛋白紫杉醇海外销售收入有望达到 6 亿元，2027 年有望超 13 亿元，基于以下假设：①2022 年欧盟、日韩和新兴市场紫杉醇的销售量分别为 4.7 亿毫克、1.8 亿毫克和 1 亿毫克，假设未来 5 年将以每年 5% 的增速增长；②白蛋白紫杉醇的占比在 2027 有望达到紫杉醇整体市场的 50%；③假设公司在各个市场的市占率将在 2027 年达到 20%；④假设 2027 年单价在欧盟、日韩和新兴市场分别为 100 欧元/支，300 美元/支，300 美元/支。

**图 22：公司白蛋白紫杉醇海外销售额测算**

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
欧盟紫杉醇销量/亿 mg	4.7	5.03	5.38	5.76	6.16	6.59
日本韩国紫杉醇销量/亿 mg	1.8	1.93	2.06	2.21	2.36	2.52
新兴市场紫杉醇销量/亿 mg	1	1.07	1.14	1.23	1.31	1.40
白蛋白紫杉醇整体渗透率	25%	30%	35%	40%	45%	50%
科兴白紫渗透率			6%	10%	15%	20%
欧盟科兴白紫销量/万支			11.30	23.03	41.59	65.92
价格/欧元			150	130	120	100
日本韩国科兴白紫销量/万支			4.33	8.82	15.93	25.25
价格/美元			400	380	350	300
新兴市场科兴白紫销量/万支			2.40	4.90	8.85	14.03
价格/美元			400	380	350	300
科兴白紫总销售额/亿元			3.29	6.14	10.22	13.74
同比				86.72%	66.45%	34.42%

资料来源：信达证券研发中心测算

### 3.2.2、其他品种：布局自免、抗肿瘤、抗病毒和代谢类领域

**英夫利昔单抗：**公司的注射用英夫利昔单抗是国内首个上市，疗效和安全性与原研药（Remicade 由强生/默沙东研发）等效。已获批 6 个适应症：类风湿关节炎、银屑病、强直性脊柱炎、成人溃疡性结肠炎、成人及儿童克罗恩病及瘻管性克罗恩病。2021 年 6 月，科兴制药携手迈博药业，在中国大陆地区及除日本、欧洲、北美洲外的其他 33 个国家和地区进行商业化推广，目前已签约 27 个国家合作伙伴并启动提交药品准入注册申请文件。

**阿达木单抗：**公司积极布局自免领域，阿达木单抗适应症为强直性脊柱炎、类风湿关节炎和斑块状银屑病。该产品临床研究安全性、有效性验证充分，产品符合国际质量标准。科兴制药携手海正药业，在巴西、阿根廷、泰国、菲律宾、沙特、马来西亚、南非、埃及等 14 个国家开展商业化授权。

**贝伐珠单抗：**用于治疗晚期、转移性或者复发性非鳞状非小细胞肺癌和转移性结直肠癌。公司携手东曜药业，在除中国、欧盟（以 2021 年欧盟成员国为准）、英国、美国、日本以外全球所有国家和地区开展商业化授权，已签约 24 个国家合作伙伴并启动提交药品准入注册申请文件。

**利拉鲁肽：**是人胰高血糖素样受体激动剂，可以有效控制血糖，起到保护心血管及减重作用。通化东宝与科兴制药就利拉鲁肽注射液产品在海外的业务达成合作，公司获得新兴市场共 17 个国家的商业化许可权益。

**曲妥珠单抗：**适应症为转移性乳腺癌、早期乳腺癌、转移性胃癌，该药物具有高专一性，可以延缓癌细胞的生长，已成为 HER-2 阳性乳腺癌的全程用药。2021 年度，曲妥珠单抗在全球范围内的销售金额分别约为 47.34 亿美元。公司携手正大天晴，在泰国、越南、菲律宾、埃及、南非等 12 个国家，开展商业化授权，目前各项工作推进中。

**马来酸奈拉替尼片：**是一种口服不可逆小分子泛 HER 酪氨酸激酶抑制剂，公司携手甫康药业，在印度尼西亚、泰国、越南、菲律宾、马来西亚和埃及 6 个国家开展商业化授权，目前各项工作推进中。

**来那度胺：**是新一代的免疫调节剂类抗肿瘤药物，其作用机制广泛，包括改善免疫功能、抗肿瘤血管生成、改善骨髓微环境等多重作用机制，临床上应用于多发性骨髓瘤、淋巴瘤、骨髓增生异常综合症、急性髓系白血病等疾病，是目前多发性骨髓瘤、骨髓增生异常综合症治疗指南推荐的一线药物。根据新基公司年报数据，2021 年来那度胺销售额达到 128.21 亿美元。2023 年 7 月，公司与常州制药厂达成来那度胺巴西独家代理合作。

**碳酸司维拉姆片：**为新一代非吸收磷酸结合交联聚合物，通过结合消化道中的磷酸根并降低其吸收，可降低血清中的磷酸根浓度。临床应用于控制正在接受透析治疗的慢性肾脏病（CKD）成人患者的高磷血症，是临床治疗指南推荐的一线用药。公司与山东新华制药股份有限公司达成合作，获得该产品在巴西、印尼、哈萨克斯坦等十五个国家的海外商业化授权。

## 4、业务拆分与盈利预测

### 4.1、业务拆分

重组人促红素、重组人干扰素和重组人粒细胞刺激因子为公司主营产品，上市多年，2023-2025年将保持稳健增长，根据各产品竞争格局不同，预计促红素增速分别为10%，8%，8%；干扰素增速分别为-10%，-10%，-5%；粒细胞刺激因子增速分别为10%，10%，10%。

常乐康为公司独家产品，2022年受疫情影响销售额有一定的下滑，预计2023-2025年增速分别为5%，10%，10%。

克璜胶囊为名贵处方中成药，2022年新的产线获得山东省药品监督管理局注册核查和GMP认证，获得了生产许可，2023年为市场导入期，2024-2025年有望快速放量，预计销售收入分别为0.2，0.5，0.8亿元。

以白蛋白紫杉醇为主的海外商业化的产品预计2023-2025年将贡献0.1，3.8，7亿元销售收入。

图 23：公司业务拆分与营收预测

单位：亿元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
重组人促红素（依普定）	6.3	6.62	7.22	7.94	8.57	9.26
同比		5.08%	9.00%	10%	8%	8%
占比	51.64%	51.52%	54.81%	57.18%	46.89%	41.20%
毛利率	74.46%	73.77%	71.25%	70%	70%	70%
重组人干扰素 α1b（赛若金）	3.3	3.11	2.76	2.48	2.23	2.12
同比		-5.76%	-11.40%	-10%	-10%	-5%
占比	27.05%	24.20%	20.93%	17.86%	12.21%	9.44%
毛利率	83.51%	83.10%	82.97%	81%	80%	80%
重组人粒细胞刺激因子（白特喜）	1.41	1.56	1.80	1.98	2.18	2.40
同比		10.64%	15.50%	10%	10%	10%
占比	11.56%	12.14%	13.69%	14.28%	11.92%	10.67%
毛利率	90.94%	89.92%	86.51%	85%	84%	83%
酪酸梭菌三联活菌（常乐康）	1.08	1.49	1.22	1.28	1.41	1.55
同比		37.96%	-18.00%	5.00%	10.00%	10.00%
占比	8.85%	11.60%	9.28%	9.24%	7.72%	6.91%
毛利率	88.26%	86.29%	80.94%	79%	78%	78%
克璜胶囊				0.2	0.5	0.8
同比					150%	60%
占比				1.44%	2.73%	3.56%
毛利率				70%	70%	70%
英夫利西单抗				0.1	0.3	0.5
同比					200%	67%
占比				0.72%	1.64%	2.23%

毛利率				50%	50%	50%
白蛋白紫杉醇					3.3	6.1
同比						87%
占比					17.98%	27.33%
毛利率					50%	50%
贝伐珠单抗					0.2	0.4
其他	0.11	0.07	0.17	0.1	0.1	0.1
<b>总营收</b>	<b>12.2</b>	<b>12.85</b>	<b>13.16</b>	<b>13.88</b>	<b>18.28</b>	<b>22.47</b>
同比		5.33%	2.45%	5.45%	31.70%	22.90%
毛利率	80%	79%	75%	75%	70%	68%
毛利	9.76	10.15	9.87	10.45	12.86	15.26
成本	2.44	2.70	3.29	3.43	5.42	7.21

资料来源: wind, 信达证券研发中心测算

## 4.2 估值及投资建议

根据科兴制药主营业务和所处领域等角度出发, 选取普利特、卫信康、康辰药业和凯因科技作为可比公司, 当前可比公司 2023 年 PE 平均值为 31.09 倍。

表 2: 可比公司数据对比

股票代码	股票名称	EPS(摊薄)(元)			PE(2023 年 11 月 16 日收盘价计算)			总市值 (亿元)	股价(元)
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
002324.SZ	普利特	0.59	0.86	1.21	25.19	17.44	12.31	166.57	14.96
603676.SH	卫信康	0.57	0.74	0.96	19.16	14.70	11.32	47.35	10.88
603590.SH	康辰药业	0.99	1.17	1.40	39.47	33.62	27.96	62.70	39.19
688687.SH	凯因科技	0.73	1.02	1.37	40.53	29.04	21.58	50.49	29.54
<b>可比公司 PE 平均值</b>					<b>31.09</b>	<b>23.70</b>	<b>18.29</b>	<b>81.78</b>	<b>23.64</b>
688136.SH	科兴制药	-0.42	0.09	0.66	-46.67	219.81	29.72	39.18	19.67

资料来源: Wind 一致性预测, 信达证券研发中心, 收盘价截至 2023 年 11 月 16 日

我们预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 13.88 亿元、18.28 亿元和 22.47 亿元, 归母净利润分别为 -0.84 亿元、0.18 亿元和 1.32 亿元, 首次覆盖, 给予公司“增持”投资评级。

## 风险因素

---

**(1) 产品海外注册上市进度不及预期：**公司目前已引进9个产品，这些产品都要在海外进行注册上市，注册的进度受材料是否完备，流程是否熟悉等因素影响，有不及预期的风险。

**(2) 产品竞争加剧的风险：**公司目前的产品竞争比较激烈，有竞争进一步加剧的风险。

**(3) 产品商业化不及预期：**因为产品竞争激烈，政策，商业环境等因素影响，商业化有不及预期的风险。

**(4) 集采等政策影响：**公司在国内销售的产品有可能会受到国内集采政策影响，导致降价或者份额被抢占的风险。

**(5) 新产品研发进度不及预期：**公司目前也有新产品还处于研发阶段，一款新药研发要经历临床I期，临床II期，临床III期，进度受到多方面因素的影响，有不及预期的风险。

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1,461	1,411	1,213	1,093	1,140
货币资金	878	785	593	244	370
应收票据	36	24	27	29	33
应收账款	336	337	357	303	258
预付账款	11	21	20	33	43
存货	172	208	183	441	387
其他	28	35	33	42	49
<b>非流动资产</b>	1,368	1,747	2,011	2,256	2,495
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	452	759	939	1,138	1,319
无形资产	27	166	255	361	461
其他	889	823	817	757	715
<b>资产总计</b>	2,829	3,159	3,224	3,350	3,635
<b>流动负债</b>	604	539	684	792	943
短期借款	276	163	243	258	295
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	225	217	278	324	397
其他	102	159	164	210	251
<b>非流动负债</b>	315	813	813	813	813
长期借款	263	779	779	779	779
其他	51	34	34	34	34
<b>负债合计</b>	918	1,353	1,498	1,606	1,757
少数股东权益	0	-3	-4	-4	-1
归属母公司股东权益	1,911	1,808	1,730	1,748	1,880
<b>负债和股东权益</b>	2,829	3,159	3,224	3,350	3,635

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,285	1,316	1,388	1,828	2,247
同比(%)	5.3%	2.4%	5.5%	31.7%	22.9%
归属母公司净利润	96	-90	-84	18	132
同比(%)	-30.7%	-193.6%	7.0%	121.2%	639.6%
毛利率(%)	79.4%	75.4%	75.3%	70.3%	67.9%
ROE%	5.0%	-5.0%	-4.9%	1.0%	7.0%
EPS(摊薄)(元)	0.48	-0.45	-0.42	0.09	0.66
P/E	40.62	—	—	219.81	29.72
P/B	2.05	2.17	2.26	2.24	2.08
EV/EBITDA	51.62	-110.32	895.96	30.20	14.45

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1,285	1,316	1,388	1,828	2,247
营业成本	265	324	343	542	721
营业税金及附加	10	10	10	14	17
销售费用	756	828	833	878	921
管理费用	90	86	83	91	90
研发费用	123	193	208	256	292
财务费用	5	15	31	37	45
减值损失合计	-1	0	0	0	0
投资净收益	9	2	5	5	7
其他	53	0	6	8	10
<b>营业利润</b>	98	-139	-109	24	178
营业外收支	-2	-1	0	0	0
<b>利润总额</b>	96	-139	-109	24	178
所得税	-1	-46	-24	6	43
<b>净利润</b>	96	-93	-86	18	135
少数股东损益	0	-3	-2	0	3
<b>归属母公司净利润</b>	96	-90	-84	18	132
EBITDA	103	-41	5	159	327
EPS(当年)(元)	0.49	-0.45	-0.42	0.09	0.66

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	94	-86	116	27	481
净利润	96	-93	-86	18	135
折旧摊销	57	81	89	105	113
财务费用	11	24	46	48	50
投资损失	-9	-4	-5	-5	-7
营运资金变动	-14	-53	72	-138	193
其它	-47	-41	-1	-1	-2
<b>投资活动现金流</b>	-492	-381	-348	-343	-343
资本支出	-308	-397	-324	-315	-318
长期投资	-200	0	-28	-33	-32
其他	15	16	5	5	7
<b>筹资活动现金流</b>	187	371	39	-33	-13
吸收投资	0	0	6	0	0
借款	506	1,016	80	15	37
支付利息或股息	-28	-54	-46	-48	-50
<b>现金流净增加额</b>	-214	-91	-192	-349	126

## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

**史慧颖**，团队成员，上海交通大学药学硕士，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。

**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。

**阮帅**，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

**吴欣**，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

**赵晓翔**，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

**曹佳琳**，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**宋丹**，团队成员，中山大学中山医学院基础医学硕士，2 年证券从业经验，2 年创新药研发产业工作经验，曾任职于方正证券研究所、强生研发部。2023 年加入信达证券，负责创新药板块行业研究。

**章钟涛**，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。



## 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。