

2024年05月22日

泽璟制药-U(688266.SH)

——差异化管线催化不断，销售将迈入高速增长期

买入（首次覆盖）

证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现：



相关研究

投资要点：

- **创新领军气质初显，创新管线积极推进。**苏州泽璟生物制药成立于2009年，并于2020年1月在上交所上市，专注于肿瘤、出血及血液疾病、免疫炎症性疾病和肝胆疾病等多个治疗领域的创新驱动型新药研发、生产和销售。拥有差异化的竞争优势和全球领先的产品管线，已有多纳非尼和重组人凝血酶两大创新品种获批上市，另有JAK抑制剂、DLL3三抗等众多差异化创新品种蓄势待发，保障公司持久创新发展。
- **已上市创新品种优势地位显著，商业化可期。**1) **多纳非尼**：2021年6月获批一线治疗晚期肝癌；2022年8月获批治疗局部晚期/转移性分化型碘难治性分化型甲状腺癌。多纳非尼是全球首个单药与索拉非尼头对头临床试验取得优效的晚期肝癌一线治疗新药，具备同类最优的疗效与安全性且为一类新药不受集采影响。2024年销售有望实现稳步增长，预计销售峰值有望达10亿元。2) **重组人凝血酶**：2024年1月国内获批上市，用于术后止血。2023年12月，公司授予远大辽宁在大中华区的独家市场推广权益。全球范围内仅有美国Recothrom为同类产品已经在海外上市，公司重组人凝血酶止血效果显著，安全性好，成本可控，叠加远大生命科学集团强大销售能力，预计销售峰值有望达20亿元。
- **在研管线差异化布局，具备全球领先竞争优势。**1) **JAK抑制剂**：骨髓纤维化适应症的NDA申请已于2022年10月获CDE受理，有望今年获批上市。此外正在开展用于重症斑秃（III期）、中重度特应性皮炎（III期）、强直性脊柱炎（III期）、特发性肺纤维化（II期）、中重度斑块状银屑病（II期）等多项自身免疫性疾病临床试验。预计销售峰值有望达30亿元。2) **注射用重组人促甲状腺激素**：正在开展辅助治疗及辅助诊断的2个III期临床试验，其中术后辅助诊断适应症有望今年提交上市申请，预计销售峰值有望超5亿元。3) **CD3/DLL3/DLL3三抗**：全球第一个针对DLL3表达肿瘤的特异性抗体。目前处于I期剂量爬坡阶段，具备出海潜力。安进的同靶点药物DLL3/CD3双抗已于2024年5月获FDA批准上市，靶点治疗潜力得到验证。
- **盈利预测与估值。**公司拥有经验丰富商业化团队和优质的创新产品管线，预计2024-2026年收入为6.32、12.34、23.74亿元。通过DCF方法计算，假设永续增长率为2%，WACC为9.65%，公司合理股权价值为200亿元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示**：临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

股价数据： 2024年5月20日

收盘价（人民币）	56.41
年内最高/最低（人民币）	60.11/33.20
总市值（亿人民币）	149.32

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元人民币）	302	386	632	1,234	2,374
同比增长率（%）	58.8%	27.8%	63.5%	95.3%	92.4%
毛利率（%）	91.3%	92.4%	92.0%	88.0%	86.0%
归母净利润（百万元人民币）	-457	-279	-176	39	478
同比增长率（%）	—	—	—	—	1112.5%
每股收益（元人民币/股）	-1.728	-1.052	-0.666	0.149	1.806
ROE（%）	-60.2%	-17.1%	-12.1%	2.6%	24.2%
市盈率	—	—	—	378.73	31.23

投资案件

投资评级与估值

公司拥有经验丰富商业化团队和优质的创新产品管线，预计 2024-2026 年收入为 6.32、12.34、23.74 亿元。通过 DCF 方法计算，假设永续增长率为 2%，WACC 为 9.65%，公司合理股权价值为 200 亿元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

关键假设

1) 多纳非尼：一线肝细胞癌和碘难治性分化型甲状腺癌分别于 2021 年 6 月和 2022 年 8 月上市。晚期肝癌一线单药与索拉非尼头对头试验取得优效，且为一类新药不受集采影响，预计销售峰值有望达 10 亿元。

2) 重组人凝血酶：2024 年 1 月国内获批上市，用于术后止血。产品在大中华区的独家市场推广权授予远大辽宁，产品具备止血效果显著，安全性好，成本可控，预计销售峰值有望达 20 亿元。

3) 杰克替尼：骨髓纤维化适应症的 NDA 申请已于 2022 年 10 月获 CDE 受理，有望今年获批上市。重症斑秃（III 期）、中重度特应性皮炎（III 期）、强直性脊柱炎（III 期）等多临床积极推进。预计销售峰值有望达 30 亿元。

4) 注射用重组人促甲状腺激素：正在开展辅助治疗及辅助诊断的 2 个 III 期临床试验，其中术后辅助诊断适应症有望今年提交上市申请，预计销售峰值有望近 10 亿元。

投资逻辑要点

泽璟制药是国内创新药新星药企，专注于肿瘤、出血及血液疾病、免疫炎症性疾病和肝胆疾病等多个治疗领域。2024 年主要催化事件较多，包括 JAK 抑制剂骨髓纤维化适应症有望获批和自免适应症数据有望读出，DLL3 三抗有望今年读出早期数据。随着多纳非尼、重组人凝血酶、杰克替尼等创新品种商业化，2025 年产品销售收入有望大幅增长，进入高速放量阶段。

核心风险提示

临床研发失败风险，竞争格局恶化风险、销售不及预期风险、行业政策风险等。

目录

1. 创新气质凸显，迈入管线收获期.....	5
2. 布局差异化管线，核心品种进入收获期.....	6
2.1 多纳非尼：瞄准肝癌大市场，潜在同类最佳产品	6
2.2 重组人凝血酶：外科手术止血市场广阔，商业化前景可期.....	9
2.3 杰克替尼：覆盖骨髓纤维化与自身免疫性疾病.....	10
2.4 注射用重组人促甲状腺激素：格局好空间大，有望今年提交上市申请.....	12
2.5 ZG006：CD3/DLL3/DLL3 三抗，全球 FIC 产品，具备出海潜力	13
2.6 ZG005 粉针剂：PD-1/TIGIT 双特异性抗体，广谱抗肿瘤潜力	14
3. 盈利预测与估值.....	16
4. 风险提示.....	18

图表目录

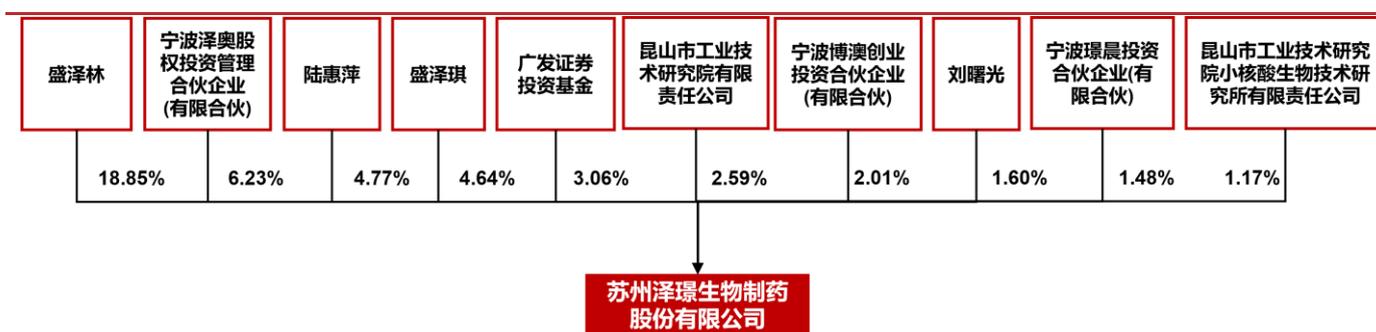
图表 1：公司股权架构（截至 2024 年一季报）	5
图表 2：公司高管团队	5
图表 3：公司在研管线（截至 2023 年报）	6
图表 4：多纳非尼作用机制	7
图表 5：中国肝癌新发病人数/万人	7
图表 6：中国肝癌药物市场规模/亿元	7
图表 7：国内已上市的肝癌一线治疗小分子靶向药物	8
图表 8：肝癌一线治疗小分子靶向药物临床数据对比	8
图表 9：2022 CSCO 指南肝癌辅助治疗推荐方案	8
图表 10：中国外科手术台数/万台	9
图表 11：中国外科手术局部止血药物市场规模/亿元	9
图表 12：全球用于术后出血适应症的产品对比	10
图表 13：中国骨髓纤维化患病人数/万人	11
图表 14：中国斑秃患病人数/万人	11
图表 15：中国强直性脊柱炎患病人数/万人	12
图表 16：中国特异性皮炎患病人数/万人	12
图表 17：中国分化型甲状腺癌新发病人数/万人	13
图表 18：中国重组人 TSH 药物市场规模/亿元	13
图表 19：ZG006 作用机制	13
图表 20：全球 DLL3 多抗研发进展	14
图表 21：ZG005 结构设计	15
图表 22：全球 TIGIT/PD1 双抗研发进展	15
图表 23：公司产品营收预测/亿元	16

1. 创新气质凸显，迈入管线收获期

苏州泽璟生物制药成立于 2009 年，并于 2020 年 1 月在上交所上市。公司致力于创新药物的自主研发、生产和商业化，凭借其在新药研发方面的丰富经验和专业知识，已成功建立了两个特色核心技术平台，即小分子药物研发及产业化平台、复杂重组蛋白新药和抗体新药研发及产业化平台，产品管线覆盖众多疾病治疗领域。

股权架构稳定清晰。截至 2024 年一季度，公司董事长、总经理盛泽林博士持股 18.85%，公司常务副总经理、董事陆惠萍持股 4.77%。

图表 1：公司股权架构（截至 2024 年一季度）



资料来源：Wind，华源证券研究

公司管理团队背景深厚，经验丰富。公司创始人盛泽林博士具备研发运营的全球化战略眼光，行业经验丰富，曾任 BMS 公司研究员、上海赛金生物医药董事、白鹭医药技术公司首席运营官。公司常务副总经理陆惠萍具备扎实的新药研发能力，曾在国内多家生物医药公司担任高管。

图表 2：公司高管团队

姓名	职务	履历
盛泽林	董事长，总经理	1996年6月至2003年3月任美国施贵宝公司资深研究员;2003年4月至2004年6月任上海赛金生物医药有限公司董事;2004年7月至2005年6月任上海奥纳医药技术有限公司执行董事;2005年6月至2009年3月任白鹭医药技术(上海)有限公司首席运营官(COO);2009年3月至今任泽璟有限公司董事长、总经理。UCSD 博士后，迈阿密大学药理学博士，河南医科大学硕士，中欧国际工商学院EMBA
盛泽琪	首席科学官	分子生物学、生物化学及细胞生物学博士，1990年10月至1992年9月在普渡大学生物化学及分子生物学专业从事博士后研究;1992年10月至1994年9月在德克萨斯大学西南医学院分子遗传学专业从事博士后研究;1994年10月至2013年12月任美国安进公司(Amgen Inc.) Protein Science Director;2014年2月至2016年1月任GBI Inc. 药物研发副总裁;2016年2月至今任GENSUN董事及CEO。
陆惠萍	董事，常务副总经理	1999年8月至2001年12月历任上海克隆生物技术有限公司研发部经理、质量控制部经理、副总工程师;2002年1月至2004年6月任上海赛金生物医药有限公司总经理助理;2004年7月至10月任上海奥纳医药技术有限公司副总经理;2004年11月至2007年9月任上海蓝心医药技术有限公司副总经理;2007年10月至2009年12月任盟科医药技术(上海)有限公司副总经理。
吴济生	董事、副总经理、首席医学官	曾在法玛西亚普强中国有限公司、赛诺菲、Auxilium、方达、Prosoft Clinical、上海康德保瑞和上海康德弘翼担任多项重要职务。上海第二医科大学硕士，宾夕法尼亚州立大学工商管理硕士，上海第二医科大学学士
吕彬华	董事、副总经理、化学执行副总裁	2010年7月毕业于中国科学院成都有机化学研究所有机化学专业，获博士学位;2004年4月至2005年5月任上海华理生物医药有限公司技术主管;2005年6月至2007年8月任白鹭医药技术(上海)有限公司高级研究员;2010年7月至2012年6月任白鹭医药技术(上海)有限公司药物研发副总监;2012年7月至今历任泽璟有限公司化学执行总监、化学执行副总裁、副总经理。
黄刚	副总经理、财务负责人	曾任新疆瑞新有限责任公司会计师事务所部门经理、上海立信长江会计师事务所有限公司新疆分所副所长、万隆亚洲会计师事务所新疆分所副所长、申联生物医药(上海)股份有限公司独立董事。硕士，毕业于香港中文大学高级财会人员专业会计学专业(EMPAcc)，高级会计师、中国注册会计师、注册资产评估师、注册税务师、注册咨询工程师(投资)。
高青平	副总经理、董事会秘书	曾任上海第一生化药业有限公司质量工程师、上海华源长富药业(集团)有限公司集团质量部主管、白鹭医药技术(上海)有限公司项目经理。中欧国际工商学院高层管理人员工商管理硕士(EMBA)，华东理工大学制药工程学士，经济师、执业药师

资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

2. 布局差异化管线，核心品种进入收获期

公司拥有 15 个主要在研药，已有多纳非尼和重组人凝血酶两款新药获批上市，杰克替尼处于 NDA 阶段。随着更多产品逐步进入商业化阶段，公司的经营收入将持续提升，为后续产品研发提供更为充足的资金保障，有利于公司进一步向 Biopharma 转型。

图表 3：公司在研管线（截至 2023 年报）

在研新药	适应症	研发阶段	药物作用靶点	技术来源	研发区域
甲苯磺酸多纳非尼片	晚期肝癌一线治疗	2021.06获批上市	VEGFR、PDGFR等多靶点	自主研发	中国
	局部晚期/转移性放射性碘难治性分化型甲状腺癌	2022.08获批上市		自主研发	中国
	肝癌辅助治疗	II期临床		自主研发	中国
重组人凝血酶	与抗体类肿瘤免疫治疗药物联合	II期临床	Thrombin	合作研发	中国
	止血	2023.12获批上市		自主研发	中国
盐酸杰克替尼片	骨髓纤维化	2022.10NDA	JAK1/2/3	自主研发	中国
	芦可替尼不耐受的骨髓纤维化	II期临床		自主研发	中国
	芦可替尼复发/难治的骨髓纤维化	II期临床		自主研发	中国
	重症斑秃	III期临床		自主研发	中国
	中重度特应性皮炎	III期临床		自主研发	中国
	强直性脊柱炎	III期临床		自主研发	中国
	中重度斑块状银屑病	II期临床		自主研发	中国
	特发性肺纤维化	II期临床		自主研发	中国
	重症斑秃	II期临床		自主研发	美国
	骨髓纤维化	IND获批		自主研发	美国
注射用重组人促甲状腺激素	甲状腺癌辅助诊断	III期临床	TSH	自主研发	中国
	甲状腺癌辅助治疗	III期临床		自主研发	中国
	轻中度斑秃	II期临床		自主研发	中国
盐酸杰克替尼乳膏	轻中度特应性皮炎	II期临床	JAK1/2/3	自主研发	中国
	12岁及以上青少年和成人非节段型白癜风	II期		自主研发	中国
ZG19018片	KRAS G12C突变的晚期实体瘤	I期临床	KRAS G12C突变	自主研发	中国
	KRAS G12C突变的晚期实体瘤	IND获批		自主研发	美国
ZG005粉针剂	晚期实体瘤	I期临床	PD-1/TIGIT	自主研发	中国
	晚期实体瘤	IND获批		自主研发	美国
注射用ZGGS18	晚期实体瘤	I期临床	VEGF/TGF-β	自主研发	中国
	晚期实体瘤	IND获批		自主研发	美国
注射用盐酸ZG0895	晚期实体瘤	I期临床	TLR8	自主研发	中国
	晚期实体瘤	IND获批		自主研发	美国
注射用ZGGS15	晚期实体瘤	I期临床	LAG-3/TIGIT	自主研发	中国
	晚期实体瘤	IND获批		自主研发	美国
注射用ZG006	晚期实体瘤	I期临床	CD3/DLL3/DLL3	自主研发	中国
	晚期实体瘤	IND获批		自主研发	美国
ZG2001片	KRAS突变的晚期实体瘤	I期临床	泛KRAS突变	自主研发	中国
	KRAS突变的晚期实体瘤	IND获批		自主研发	美国
ZG1905	止血（外用）	临床前	Thrombin	自主研发	中国
ZGGS001粉针剂	晚期实体瘤	临床前	免疫三靶点	自主研发	中国
GS11粉针剂	晚期实体瘤	临床前	TAA/CD3	自主研发	中国

资料来源：公司公告，医药魔方，华源证券研究

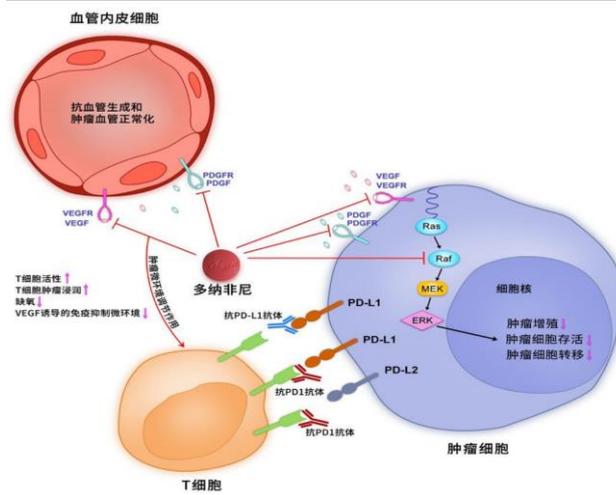
2.1 多纳非尼：瞄准肝癌大市场，潜在同类最佳产品

多纳非尼是公司自主研发的一种口服多靶点、多激酶抑制剂类小分子抗肿瘤药物。2021年6月，获批用于治疗既往未接受过全身系统性治疗的不可切除肝细胞癌（HCC）患者；2022年8月，获批用于治疗进展性、局部晚期或转移性放射性碘难治性分化型甲状腺癌适应症。2021年医保谈判，一线肝癌适应症首次进入医保；2023年医保谈判，一线肝癌成功续约并新增纳入甲状腺癌适应症。目前，多纳非尼正在开展肝癌辅助治疗、联合免疫疗法治疗恶性肿瘤两项适应症。

多纳非尼既可通过抑制血管内皮生长因子受体（VEGFR）和血小板源性生长因子受体（PDGFR）等多种酪氨酸激酶受体的活性，阻断肿瘤血管生成，又可通过阻断丝氨酸-苏氨酸激酶（RAS/RAF/MEK/ERK）信号传导通路直接抑制肿瘤细胞增殖，从而发挥双重抑制、多靶点阻断的抗肿瘤作用。此外，多纳非尼的作用机制使其可通过多条通路改善肿瘤免疫微

环境,从而降低了对抗 PD-1 或抗 PD-L1 抗体的耐药性,产生对肿瘤治疗的协同作用,增强疗效。

图表 4: 多纳非尼作用机制



资料来源: 公司招股书, 华源证券研究

晚期肝癌患病人群广, 市场空间大。中国肝癌病例在全球肝癌病例中占比高达 46.5%。中国肝细胞癌的新发病例数由 2016 年的 38.0 万以 2.6% 的年复合增长率增长至 2020 年的 42.1 万。预计以 2.5% 的年复合增长率持续增长至 2025 年的 47.5 万人, 预计以 2.1% 的年复合增长率自 2025 年持续增长至 2030 年的 52.7 万人。中国肝癌药物市场规模由 2016 年的 30.5 亿元增长至 2020 年的 71.5 亿元。随着创新药物不断获批, 包括小分子靶向药和 PD-1 等单克隆抗体, 中国肝癌市场预计将在 2025 年达到 252.8 亿元, 并最终在 2030 年达到 452.1 亿元, 市场潜力广阔。

图表 5: 中国肝细胞癌新发病人数/万人

图表 6: 中国肝癌药物市场规模/亿元



资料来源: 公司招股书, 华源证券研究

资料来源: 丁香园, Insight, 华源证券研究

从一家独大到并驾齐驱, 开创 TKI 单药疗法新局面: 索拉非尼问市之后, 掀起了小分子靶向药的研发热潮, 但大部分都以临床结果不佳告终。直到 2018 年, 仑伐替尼上市, 才打破了索拉非尼一家独大的局面。2021 年多纳非尼在与索拉非尼头对头试验中获得优效结果并借此在中国上市, 开启了中国 HCC 一线 TKI 单药并驾齐驱的新局面。

图表 7：国内已上市的肝细胞癌一线治疗小分子靶向药物

通用名	商品名	厂家	作用靶点	适应症	国内获批时间	医保	单价	用法用量	月治疗费用/元
索拉非尼	多吉美®	拜耳	RET;VEGFR2;PDGFRβ;SCFR, c-Kit;BRAF;Flt3;VEGFR3;CRAF	晚期肝癌一线治疗	2007年10月	是	5358元/盒 (0.2g*60片)	每次0.4g, 每日两次	10716
仑伐替尼	乐卫玛®	卫材	VEGFR;RET;SCFR, c-Kit;FGFR;PDGFRα	晚期肝癌一线治疗	2018年9月	是	3240元/盒 (4mg*30粒)	每次8mg, 每日一次	6480
多纳非尼	泽普生®	泽璟制药	VEGFR;BRAF;PDGFR	晚期肝癌一线治疗	2021年6月	是	2592元/盒 (0.1g*40片)	每次0.2g, 每日两次	7776

资料来源：医药魔方，华源证券研究

多纳非尼在与索拉非尼头对头临床试验取得优效，有望成为一线治疗晚期肝细胞癌的BIC药物。ZGDH3 研究是头对头比较多纳非尼和索拉非尼一线治疗晚期 HCC 疗效与安全性的 II/III 期临床研究。结果显示，多纳非尼组的中位 OS 达到了 12.1 个月，而索拉非尼组为 10.3 个月，差异具有统计学显著意义 ($P=0.0363$)；多纳非尼组的 18 个月 OS 率也要高于索拉非尼组 ($35.4\%vs28.1\%;P=0.0460$)。安全性方面，多纳非尼组的 ≥ 3 级药物相关不良事件 (TRAE) 发生率显著低于索拉非尼组 ($38\%vs50\%, P=0.0018$)，导致暂停用药及减量的不良事件 (AE) 发生率也显著降低 ($30\%vs42\%, P=0.0013$)。

图表 8：肝细胞癌一线治疗小分子靶向药物临床数据对比

药品/企业	试验代号/分期	患者人数/例	ORR/%	DCR/%	mOS/月	mPFS/月	AE ($\geq Gr3$)	患者死亡/中断治疗或退出
索拉非尼 (拜耳)	SHARP (全球: III期; 中国: III期)	索拉非尼: 299 安慰剂: 303	/	43 vs 32	10.7 vs 7.9	5.5 vs 2.8	低磷血症 (11% vs 2%) 血小板减少症 (4% vs 1%)	TRAE停药 (38% vs 37%)
	Oriental (中国: 亚组 III期)	索拉非尼: 150 安慰剂: 76	/	35.3 vs 15.8	6.5 vs 4.2	3.5 vs 3.4	/	TRAE停药 (19.5% vs 13.3%)
仑伐替尼 (卫材)	REFLECT (全球: III期; 中国: III期)	仑伐替尼: 478 索拉非尼: 476	24.1 vs 9.2	75.5 vs 60.5	非劣: 13.6 vs 12.3 HR=0.92 (95%CI, 0.79-1.06)	7.4 vs 3.7	TRAE:56.7% vs 48.6%	TRAE停药 (8.8% vs 7.2%)
	REFLECT (中国: 亚组 III期)	仑伐替尼: 144 索拉非尼: 144	43.8 vs 13.2	/	15.0 vs 10.2 HR=0.73 (95%CI, 0.55-0.96)	8.4 vs 3.6	/	/
多纳非尼 (泽璟)	ZGDH3 (中国: II/III期)	多纳非尼: 328 索拉非尼: 331	4.6 vs 2.7	30.8 vs 28.7	优效: 12.1 vs 10.3 HR=0.831 (95%CI, 0.699-0.988)	3.7 vs 3.6	TRAE:38% vs 50%	TRAE停药 (25% vs 36%)

资料来源：医药魔方，丁香园，Insight，华源证券研究

肝细胞癌术后 5 年肿瘤复发率可高达 70%，复发转移是影响肝癌患者术后长期生存的最主要原因，但是目前尚无公认有效预防肝癌复发转移的术后辅助治疗方案。根据《肝癌术后辅助治疗现状调研报告》显示，医生最常选择靶向单药作为术后主要辅助治疗方式，其次是 TACE 和联合治疗，靶向药物联合免疫治疗是临床最常用的联合治疗方式。

图表 9：2022 CSCO 指南肝癌辅助治疗推荐方案

辅助治疗种类	I级推荐	II级推荐	III级推荐
介入治疗	TACE(2A)		
免疫治疗		α -干扰素 (2A) CIK细胞 (2A)	胸腺肽 $\alpha 1$ (3类证据)
化疗和靶向治疗			单药或联合化疗 (3类证据) 索拉非尼 (2B)
现代中药制剂		槐耳颗粒 (1B)	

资料来源：2022 CSCO《原发性肝癌诊疗指南》，华源证券研究

多纳非尼联合 PD-1 肝癌术后辅助治疗 2 期数据展现初步疗效。2023 ASCO 公布多纳非尼联合 PD-1 辅助治疗肝癌细胞患者的安全性和有效性。所有治疗组患者（20 例）一年后的 RFSR 为 83.0%（90%CI, 61.6%-93.1%）。3 级不良事件发生率为 52.2%（12/23）。没有患者出现 4/5 级不良事件。

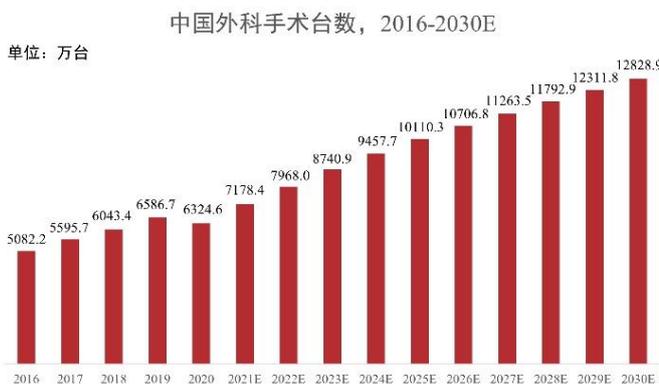
2.2 重组人凝血酶：外科手术止血市场广阔，商业化前景可期

重组人凝血酶是公司自主研发的蛋白质药物，已于 2023 年 12 月 26 日获批上市，用于“成人经标准外科止血技术（如缝合、结扎或电凝）控制出血无效或不可行，促进手术创面渗血或毛细血管和小静脉出血的止血”。

公司与远大生命科学集团达成独家商业化合作。2023 年 12 月 7 日，公司将重组人凝血酶的独家商业化权益授权远大生命科学。根据协议约定，公司将获得首付款和商业化里程 40,000 万元，其中首付款 26,000 万元、首次商业销售满 12 个月商业化里程碑款 14,000 万元。此外，在达到协议约定的销售里程碑事件后，远大辽宁将向公司支付最高不超过 91,500 万元的销售里程碑款，同时公司将根据协议约定向远大辽宁支付市场推广服务费。

重组人凝血酶市场空间广阔。根据弗若斯特沙利文和国家卫健委统计，中国外科手术台数预计 2025 年达到 10,110.3 万台，并以 4.9% 的年复合增长率于 2030 年达到 12,828.9 万台。随着中国手术台数的增长，外科手术局部止血药物市场亦将呈现出较为稳定的增长，预计 2025 年及 2030 年分别达到 123.5 亿元及 161.6 亿元。

图表 10：中国外科手术台数/万台



资料来源：公司招股书，华源证券研究

图表 11：中国外科手术局部止血药物市场规模/亿元



资料来源：公司招股书，华源证券研究

重组人凝血酶是基于公司复杂重组蛋白新药和抗体新药研发及产业化平台开发的一种高度特异性人丝氨酸蛋白酶，是目前国内唯一采用重组基因技术生产的重组人凝血酶，也是经过科学和规范的 III 期临床试验并获批上市的生物止血类产品。全球范围内仅有美国 Recothrom 为同类产品已经在境外上市并销售多年。

图表 12：全球用于术后出血适应症的产品对比

药物名称	公司	靶点	地区	获批时间
重组人凝血酶	百时美施贵宝	thrombin	美国	2008.01.07
重组人凝血酶	泽璟制药	thrombin	中国	2023.12.26
von willebrand factor/factor VIII	CSL	vWF;factor VIII	美国	2023.12.05
去氨加压素	Ferring Pharmaceuticals	vasopressin	中国	1995.06.01
埃索美拉唑	Hanmi Pharmaceuticals	proton pump	中国	2002.10.16
抗凝血酶 α	Ovation Pharmaceuticals(Lundbeck)	AT III	美国	2009.02.06
特利加压素	Ikaria(Mallinckrodt)	vasopressin	中国	2003.11.11
重组人凝血因子VIIa	Novo Nordisk	factor VIIa	中国	2005.01.22
阿法依泊汀	Amgen	EPO	中国	2002.05.09

资料来源：医药魔方，华源证券研究

公司的重组人凝血酶具备多重优势。

1) 填补市场短缺空白：根据卫健委 2020 年 12 月 20 日发布的《关于印发国家短缺药品清单的通知》，凝血酶属于《国家临床必需易短缺药品重点监测清单》中的品种。

2) 止血效果显著：1000IU/mL 组和 2000IU/mL 组的止血效果相近，且均显著优于空白对照组；6 分钟止血率分别为 92.00%、88.46%和 66.67%；

3) 安全性好：避免畜血源或人血源提取产品导致的安全性风险，将取代动物或者人血浆来源产品用于临床。

4) 高效生产，成本可控：可以很好克服血浆来源凝血酶或血凝酶的紧缺、血浆提取产品潜在的安全性风险高和血浆提取产品的生产成本高等缺点，从而实现快速、高效、成本可控、无来源限制的工业化生产。

2.3 杰克替尼：覆盖骨髓纤维化与自身免疫性疾病

盐酸杰克替尼是公司自主研发的一种新型 JAK 抑制剂类药物，属于 1 类新药，对 Janus 激酶包括 JAK1、JAK2、JAK3 和 TYK2 具有显著的抑制作用，且对 JAK2 和 TYK2 的抑制作用最强。

盐酸杰克替尼片目前正在开展多个免疫炎症性疾病和纤维化疾病的临床研究，国内进展较为领先，骨髓纤维化适应症有望今年获批上市：

- **骨髓纤维化：**治疗中、高危骨髓纤维化适应症的 NDA 申请于 2022 年 10 月获 CDE 受理，有望今年获批上市。用于芦可替尼不耐受患者的安全性和有效性的 IIB 期临床试验已经完成。用于芦可替尼复发/难治的骨髓纤维化患者的安全性和有效性的 IIB 期临床试验已经完成。

- **自身免疫性疾病**：正在开展杰克替尼片用于重症斑秃（III 期）、中重度特应性皮炎（III 期）、强直性脊柱炎（III 期）、特发性肺纤维化（II 期）、中重度斑块状银屑病（II 期）等自身免疫性疾病的临床试验。
- **乳膏剂型**：用于治疗 12 岁及以上青少年和成人非节段型白癜风患者的 II/III 期临床试验于 2024 年 4 月获批开展临床。治疗轻中度斑秃（外用）和轻中度特应性皮炎（外用）适应症的 I/II 期临床试验正在进行中。

杰克替尼受众患者人群庞大，市场空间广阔。主要适应症及流行病学现状：

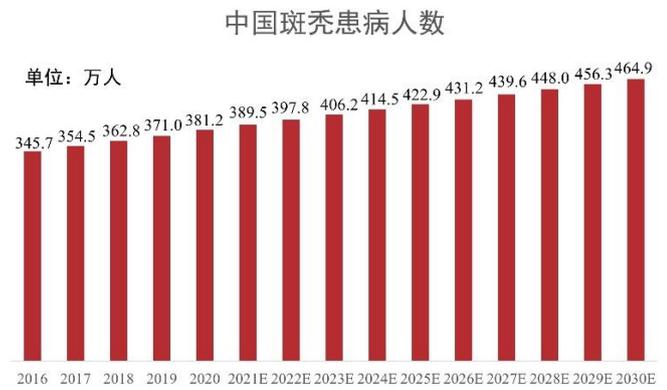
- **骨髓纤维化**：根据弗若斯特沙利文预测，中国骨髓纤维化患病人数于 2025 年达到 6.3 万人，2020 年至 2025 年年复合增长率为 0.5%。
- **斑秃**：2020 年，中国约有 381.2 万斑秃患者，2016 年至 2020 年的年复合增长率为 2.5%。预计到 2030 年，患者人数将达到 464.9 万人。
- **强制性脊柱炎**：据流行病学研究，2020 年强直性脊柱炎在中国的患病人数为 389.5 万人。预计到 2030 年，患者人数将达到 405.4 万人。
- **特应性皮炎**：2020 年中国特应性皮炎患病人数达 6,737.3 万人。预计到 2030 年，患病人数或将达到 8,165.9 万人。

图表 13：中国骨髓纤维化患病人数/万人



资料来源：公司招股书，华源证券研究

图表 14：中国斑秃患病人数/万人



资料来源：公司招股书，华源证券研究

图表 15：中国强直性脊柱炎患病人数/万人



资料来源：公司招股书，华源证券研究

图表 16：中国特异性皮炎患病人数/万人



资料来源：公司招股书，华源证券研究

国内仅芦可替尼一款进口 JAK 靶点药物获批骨髓纤维化适应症，非头对头临床数据显示杰克替尼疗效更优。根据 2023 年 ASCO 公布的数据，在有效性方面，杰克替尼组 SVR35 达到 72.3%，是芦可替尼在中国骨髓纤维化患者中的历史数据 27% 的近 3 倍。

芦可替尼不耐受的中高危骨髓纤维化、芦可替尼难治或复发的骨髓纤维化临床数据积极，具有同类药物最佳的潜质。

- ZGJAK006 试验中，共有 44 名芦可替尼不耐受的 MF 患者接受了盐酸杰克替尼片 100 mg Bid 的治疗，**24 周时，SVR35 为 43.2%，TSS50 为 61.8%**；在基线血红蛋白 ≤ 100 g/L 的输血非依赖的受试者中，有 41.9% 的受试者在治疗期间血红蛋白水平升高 ≥ 20 g/L。
- ZGJAK017 试验中，共计 34 名芦可替尼难治或复发的骨髓纤维化患者接受了盐酸杰克替尼片 100 mg Bid 的治疗。**24 周时，SVR35 为 32.4%，TSS50 为 46.4%**；在基线血红蛋白 ≤ 100 g/L 的非输血依赖的受试者中，有 50.0% 的受试者在治疗期间血红蛋白水平升高 ≥ 20 g/L。

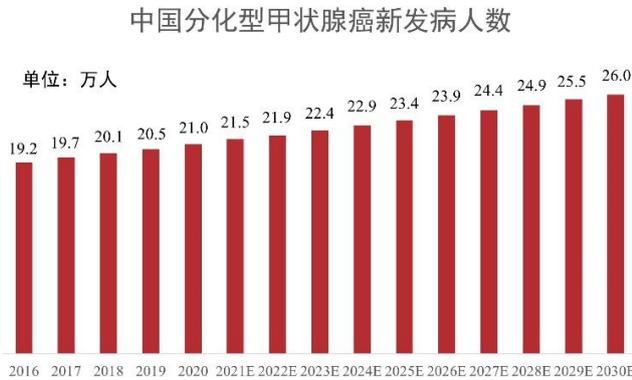
2.4 注射用重组人促甲状腺激素：格局好空间大，有望今年提交上市申请

注射用重组人促甲状腺激素 (rhTSH) 是公司自主研发的生物大分子药物，属于治疗用生物制品。rhTSH 激活甲状腺细胞的效应是增加放射碘的摄取，可以扫描检测或者放射碘杀伤甲状腺癌细胞。rhTSH 激活也可以导致甲状腺细胞释放甲状腺球蛋白，甲状腺球蛋白是血液标本中甲状腺癌的肿瘤标志物。**目前，公司正在开展注射用重组人促甲状腺激素辅助治疗适应症及辅助诊断适应症的 2 个 III 期临床试验。**

分化型甲状腺癌是甲状腺癌的主要亚型，约占甲状腺癌新发病例数约 90%。根据弗若斯特沙利文分析，近年来，由于早期诊断手段的进步和筛查加强，分化型甲状腺癌新发病例数快速增加，由 2016 年的 19.2 万人增长到了 2020 年的 21.0 万人，到 2030 年，分化型甲状腺癌的新发病例数预计会增长至 26.0 万人。由于中国分化型甲状腺癌新发病例数的增长

所带来的复查监测与辅助治疗的需求增加，未来分化型甲状腺癌术后辅助诊断及术后辅助治疗的市场空间有望不断扩大。

图表 17：中国分化型甲状腺癌新发病人数/万人



资料来源：公司招股书，华源证券研究

图表 18：中国重组人 TSH 药物市场规模/亿元



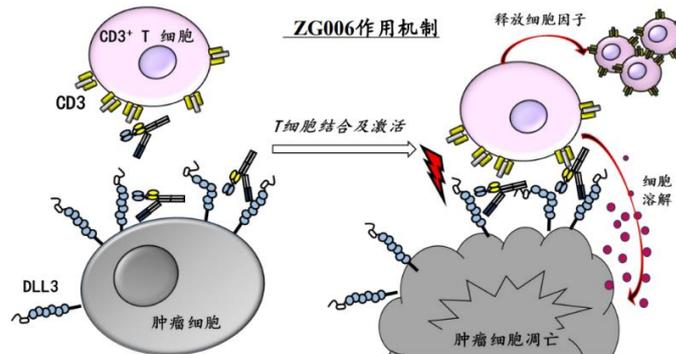
资料来源：公司招股书，华源证券研究

重组人促甲状腺激素有望今年提交上市申请，临近商业化。2023年9月18日，重组人促甲状腺激素针对术后辅助诊断适应症 III 期临床试验 (ZGTSH004) 达到了方案预设的主要终点，有效性与安全性符合预期，有望今年递交上市申请，或将成为首个适用于分化型甲状腺癌术后辅助诊断和辅助治疗的药物，填补国内市场空白，满足我国甲状腺癌治疗和诊断的临床需求，市场空间广阔。

2.5 ZG006：CD3/DLL3/DLL3 三抗，全球 FIC 产品，具备出海潜力

ZG006 是一种针对 CD3 及两个不同 DLL3 表位的三特异性抗体。ZG006 的抗 DLL3 端与肿瘤细胞表面不同 DLL3 表位相结合，抗 CD3 端结合 T 细胞。ZG006 衔接肿瘤细胞和 T 细胞，将 T 细胞拉近肿瘤细胞，从而利用 T 细胞特异性杀伤肿瘤细胞。临床前研究结果显示，ZG006 在小鼠肿瘤模型上具有显著的肿瘤抑制作用，可以导致显著比例的小鼠肿瘤完全消退，说明 ZG006 具有强效的肿瘤杀伤作用。ZG006 在非人灵长类动物中显示出毒副作用低等良好的安全性特征。

图表 19：ZG006 作用机制



资料来源：公司招股书，华源证券研究

ZG006 是全球第一个针对 DLL3 表达肿瘤的特异性抗体 (CD3×DLL3×DLL3)，具有成为同类首创 (First-in-Class) 分子的潜力。目前全球尚无同类产品获批上市，目标适应症为小细胞肺癌和其它实体瘤。目前已获得国家药监局与 FDA 批准，于中美开展 I 期临床实验，有望实现实体瘤突破，具备出海潜力。

图表 20：全球 DLL3 多抗研发进展

药物名称	研发机构	作用机制	疾病	全球进展	中国进展
Tarlatamab	安进、百济神州	双特异性抗体	申请上市: 小细胞肺癌 临床I期: 前列腺癌	申请上市	临床III期
ZG006	泽璟制药	三特异性抗体	临床I/II期: 小细胞肺癌, 神经内分泌肿瘤 批准临床: 实体瘤	临床I/II期	临床I/II期
BI 764532	Oxford BioTherapeutics、勃林格殷格翰制药、中国生物制药	双特异性抗体	临床II期: 小细胞肺癌, 神经内分泌肿瘤 临床I期: 胶质瘤	临床II期	临床II期
PT217	Phanes Therapeutics、凡恩世制药	双特异性抗体	临床I期: 小细胞肺癌, 神经内分泌肿瘤 批准临床: 神经内分泌肿瘤, 实体瘤	临床I期	批准临床
RO7616789	罗氏制药	三特异性抗体	临床I期: 小细胞肺癌, 神经内分泌肿瘤, 实体瘤 临床中 (分期未知): 麦胶性肠病	临床I期	-
QLS31904	齐鲁制药	双特异性抗体	临床I期: 实体瘤 临床前: 小细胞肺癌	临床I期	临床I期
HPN328	Harpoon Therapeutics、默沙东	三特异性抗体	临床I/II期: 小细胞肺癌, 神经内分泌肿瘤	临床I/II期	-

资料来源：医药魔方，华源证券研究

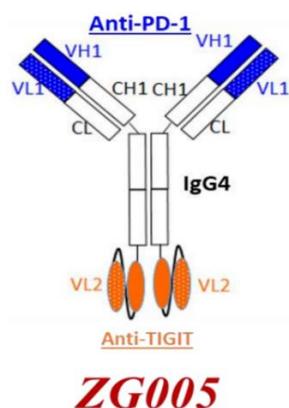
全球靶点药物，安进的 DLL3/CD3 双抗已于 2024 年 5 月获 FDA 批准上市，靶点治疗潜力得到验证。II 期临床 DeLphi-301 研究结果显示，220 例受试者接受单药治疗，10mg 剂量的 ORR 为 40.0%，中位 PFS 为 4.9 个月，中位 OS 为 14.3 个月，中位 DoR 未达到，在对 Tarlatamab 治疗有应答的患者中，57.5% 的患者在数据截止时至少出现 6 个月应答，55% 的应答仍在进行中。安全性方面，与 I 期临床试验相比，未观察到新的安全性信号。最常见不良事件包括细胞因子释放综合征、食欲下降和发热。10mg 组 (1%) 的 3 级细胞因子释放综合征发生率低于 100mg 组 (6%)。因治疗相关不良事件而停用 Tarlatamab 的患者比例较低 (3.0%: 10mg; 3.4%: 100mg)。

2.6 ZG005 粉针剂：PD-1/TIGIT 双特异性抗体，广谱抗肿瘤潜力

ZG005 是重组人源化抗 PD-1/TIGIT 双特异性抗体粉针剂，是全球率先进入临床研究的靶点药物之一，目前全球范围内尚未有同类机制药物获批上市。

ZG005 拥有双靶向阻断 PD-1 和 TIGIT 的作用，既可以通过有效阻断 PD-1 与其配体 PD-L1 的信号通路，进而促进 T 细胞的活化和增殖；又可以有效阻断 TIGIT 与其配体 PVR 等的信号通路，促使 PVR 结合 CD226 产生共刺激激活信号，进而促进 T 细胞和 NK 细胞的活化和增殖，并产生两个靶点被同时阻断后的协同增强免疫系统杀伤肿瘤细胞的能力。临床前研究结果显示，ZG005 具有显著且长效的抗肿瘤作用，疗效优于单药 (PD-1 或 TIGIT 抗体) 及联合给药；ZG005 在非人灵长类动物中显示出药物半衰期等方面优良的药代动力学特征及良好的安全性特征。

图表 21: ZG005 结构设计



资料来源: 公司招股书, 华源证券研究

目前全球范围内尚未有同类机制药物获批上市, 全球主要市场正在进行临床试验的 PD-1/TIGIT 双特异性抗体有 3 个, 中国正在进行的 PD-1/TIGIT 临床试验有 2 个。中国及全球主要市场正处于临床试验阶段的药物情况如下:

图表 22: 全球 TIGIT/PD1 双抗研发进展

药物名称	靶点	公司	适应症	全球进展	中国进展
rilvegostomig	TIGIT/PD1双抗	Compugen;AstraZeneca	胆道癌;非鳞状非小细胞肺癌;头颈部鳞状细胞癌;胃癌等	III期	III期
ZG005	TIGIT/PD1双抗	泽璟制药	实体瘤;宫颈癌;肝细胞癌等	I/II期	I/II期
BC008-1A	TIGIT/PD1双抗	步长制药	实体瘤	I期	I期
IBI321	TIGIT/PD1双抗	信达生物;Eli Lilly	实体瘤	I期	I期
REMD-532	TIGIT/PD1双抗	Remd Biotherapeutics	实体瘤	临床前	临床前

资料来源: 医药魔方, 华源证券研究

3. 盈利预测与估值

盈利预测中包含已上市及临床后期品种：多纳非尼、杰克替尼、重组人凝血酶、重组人促甲状腺素。其他早期管线暂未计算在内。

多纳非尼：一线肝细胞癌和碘难治性分化型甲状腺癌分别于 2021 年 6 月和 2022 年 8 月上市。治疗费用参考最新医保价格，64.8 元/0.1mg，对应每月治疗费用为 7776 元。

重组人凝血酶：术后止血适应症已于 2023 年 12 月 26 日获批上市。治疗费用参考部分地区最新挂网价格，1016 元/5000 IU/支。

杰克替尼：中、高危骨髓纤维化适应症的 NDA 申请于 2022 年 10 月获 CDE 受理，我们假设今年获批上市。重症斑秃，我们假设今年递交上市申请，2025 年获批上市。中重度特应性皮炎处于临床 III 期阶段，我们假设 2025 年递交上市申请，2026 年获批上市。

重组人促甲状腺素：术后辅助诊断适应症 III 期临床已经达到预设主要终点，我们假设今年提交上市申请，有望于 2025 年获批。

综合以上，公司拥有经验丰富商业化团队和优质的创新产品管线，因此我们预计 2024-2026 年收入为 6.32、12.34、23.74 亿元。

图表 23：公司产品营收预测/亿元

单位/亿元	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
多纳非尼营收预计 (亿元)	4.97	6.33	7.83	9.57	9.91	10.03	10.22	9.94	9.98	9.82
杰克替尼营收预计 (亿元)	0.52	2.53	9.67	17.84	27.31	29.86	31.13	31.07	31.48	31.89
重组人凝血酶营收预计 (亿元)	0.83	2.67	4.73	9.59	16.80	20.00	20.84	20.42	20.30	20.10
重组人促甲状腺素营收预计 (亿元)	0.00	0.81	1.51	3.07	4.94	7.95	8.60	8.77	8.95	9.13
全部产品营收预计 (亿元)	6.32	12.34	23.74	40.06	58.97	67.85	70.79	70.21	70.70	70.94

资料来源：2021 年度向特定对象发行 A 股股票募集说明书，泽璟制药官网，弗若斯特沙利文等，华源证券研究

销售及管理费用假设：公司自建核心市场商业化团队，今年伴随多纳非尼的放量和杰克替尼的获批，商业化销售费用预计有所增加。假设远期 SG&A 占收入比率为 31%。

研发费用：公司创新药管线丰富，我们预计随着重磅临床试验完成以及新药进入临床后期，假设研发费用 2024 年至 2026 年小幅上涨。假设远期研发费用率为 28%。

采用 DCF 估值方法，通过 Wind BETA 计算器计算得公司调整后 beta 为 1.3，无风险收益率假设为十年期国债收益率（2.24%），市场预期收益率假设为 8.00%，有效税率假设为 15%，债务资本成本 K_d 假设为 4.20%，债务资本比重 W_d 假设为 1.32%，股权资本成本 K_e 假设为 9.73%，经计算得出加权平均资本成本 WACC 为 9.65%。

通过 DCF 方法计算，假设永续增长率为 2%，WACC 为 9.65%，公司合理股权价值为 200 亿元。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

4. 风险提示

临床研究失败风险：创新药研发具有较大不确定性，II 期到 III 期阶段因为疗效不及预期而失败的比例较高，III 期由于受试者的数量增多，以及临床试验过程中的影响因素增多，可能导致临床数据不及 II 期而研发失败。

竞争格局恶化风险：公司核心布局产品虽然进度较为领先，但临床上已有竞争对手布局，存在未来竞争格局恶化风险。

销售不及预期风险：产品销售受到本身特性，竞争格局，销售队伍，行业发展等多方面因素影响。

行业政策风险：进入医保的创新药品种增多加之近几年疫情的支出影响，医保基金的压力逐年增加，可能导致药物的谈判价格不及预期，存在受到行业政策或监管政策影响的风险。

财务报表分析和预测

现金流量表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
净利润	-279	-176	39	478	营业总收入	386	632	1,234	2,374
少数股东损益	-17	-11	1	5	营业成本	29	51	148	332
非现金支出	62	24	28	32	毛利率%	92.4%	92.0%	88.0%	86.0%
非经营收益	6	11	6	7	营业税金及附加	1	2	3	5
营运资金变动	-6	22	30	4	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.2%
经营活动现金流	-233	-131	104	526	营业费用	250	303	469	712
资产	-63	-91	-92	-93	营业费用率%	64.8%	48.0%	38.0%	30.0%
投资	115	-200	-50	-100	管理费用	17	25	49	71
其他	12	6	12	12	管理费用率%	4.3%	4.0%	4.0%	3.0%
投资活动现金流	65	-285	-130	-181	研发费用	496	544	642	878
债权募资	354	-10	20	40	研发费用率%	128.4%	86.0%	52.0%	37.0%
股权募资	1,192	0	0	0	EBIT	-327	-210	22	470
其他	-37	-16	-16	-16	财务费用	-15	-16	-9	-9
融资活动现金流	1,509	-26	4	24	财务费用率%	-3.8%	-2.5%	-0.7%	-0.4%
现金净流量	1,342	-442	-22	369	资产减值损失	0	0	0	0
					投资收益	6	6	12	12
					营业利润	-298	-188	43	491
资产负债表(百万元)									
	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	2,110	1,668	1,646	2,015	营业外收支	-1	-1	-2	-3
应收账款及应收票据	101	145	198	263	利润总额	-299	-189	41	488
存货	111	170	324	507	EBITDA	-267	-186	49	502
其它流动资产	199	419	526	689	所得税	-4	-2	0	5
流动资产合计	2,520	2,402	2,694	3,475	有效所得税率%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东损益	-17	-11	1	5
固定资产	98	145	194	244	归属母公司所有者净利润	-279	-176	39	478
在建工程	136	165	188	206					
无形资产	69	69	69	69					
非流动资产合计	367	433	495	553					
资产总计	2,887	2,835	3,189	4,028					
短期借款	795	795	795	795					
应付票据及应付账款	138	227	390	534					
预收账款	0	0	0	0					
其它流动负债	202	258	389	561					
流动负债合计	1,135	1,280	1,574	1,890					
长期借款	0	0	0	0					
其它长期负债	107	97	117	157					
非流动负债合计	107	97	117	157					
负债总计	1,242	1,377	1,691	2,047					
实收资本	265	265	265	265					
普通股股东权益	1,633	1,457	1,496	1,974					
少数股东权益	12	1	2	7					
负债和所有者权益合计	2,887	2,835	3,189	4,028					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 2024 年 5 月 20 日。

资料来源：公司公告，wind，华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数