

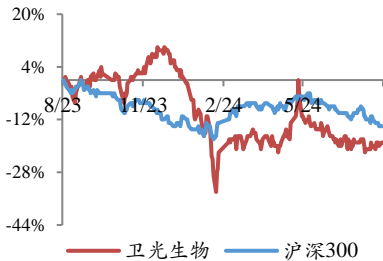
中国差异化血液制品先锋，全球平台化生物医药新锐

投资评级：买入
首次覆盖

报告日期：2024-08-14

收盘价 (元)	27.45
近 12 个月最高/最低 (元)	38.66/22.05
总股本 (百万股)	227
流通股本 (百万股)	227
流通股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	63
流通市值 (亿元)	63

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：陈珈蔚

执业证书号：S0010524030001

邮箱：chenjw@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 国资入主，助力卫光生物腾飞

卫光生物创建于 1985 年，始终专注于血液制品领域，已发展成为国内血浆综合利用率高、产品种类齐全、研发实力雄厚的血液制品领先企业。公司目前的主要产品分为人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子三大类，包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白等共 11 个品种 23 个规格的产品，涵盖了广泛的临床需求；各类产品收入比例基本稳定，人血白蛋白与静注人免疫球蛋白为公司的主要收入来源，占公司营收 70% 以上。

国药集团将成为卫光生物的实际控制人。2023 年 6 月 2 日，深圳市光明区国资局与中国生物技术股份有限公司达成协议，共同设立合资公司，持有卫光生物的大部分股份。国药集团入主后，卫光生物有望获得更多资源和支持，进一步提升其在生物医药领域的竞争力和创新能力。随着国资的介入，公司在研发、生产和市场拓展等方面的能力有望显著增强。

● 业绩持续增长，发展态势喜人

公司营收由 2017 年的 6.23 亿元增长至 2023 年的 10.48 亿元，CAGR 为 9.05%，公司营收增长显著；归母净利润由 2017 年的 1.55 亿元增长至 2023 年的 2.18 亿元，CAGR 为 5.85%。2024 年一季度实现归母净利润 0.47 亿元，同比增长 2.40%，一季度净利润的增长有所放缓，扣非归母净利润 0.46 亿元，同比增长 1.23%，扣非净利润的增幅较小，公司在非经常性收益方面的依赖度降低。

公司血液制品业务营收占总营收的 80% 左右，由 2017 年的 6.14 亿元增长至 2023 年的 9.85 亿元，CAGR 为 8.20%，2023 年，公司吨浆收入达 190.5 万元/吨，血液制品业务营收增长迅速；毛利由 2017 年的 2.69 亿元增长至 2023 年的 4.01 亿元，CAGR 为 6.88%，吨浆毛利为 77.66 万元/吨，公司在成本控制和利润提升方面取得了显著成效。长期来看，公司血液制品业务仍有发展空间，前景向好。

2023 年，人血白蛋白营业收入为 3.98 亿元，同比增长 54.52%，营收大幅增长；毛利为 1.46 亿元，同比增长 79.08%；毛利率为 36.67%。

2023 年，静注人免疫球蛋白营业收入为 3.75 亿元，同比增长 56.76%，营业收入增长迅速；毛利为 1.33 亿元，同比增长为 125.57%，毛利的翻倍增长显示了静注人免疫球蛋白的高盈利潜力和市场受欢迎程度，毛利率为 35.58%。

● 内生与外延并举，持续注入发展动能

公司目前拥有 9 个全资或控股单采血浆站，浆站平均采浆量在行业处于领先地位。2023 年，公司采浆量约 517 吨，同比增长 10.71%。

平果浆站是卫光生物旗下最大的浆站，具有优良的献浆文化和高水平的运营管理，公司通过宣传和教育提高献浆员的认可度和献浆频率，

并采用先进管理系统和优质服务，使采浆量和频率显著提升，为公司提供了稳定的血浆资源。

公司重视产品研发，2023年公司人凝血因子VIII顺利取得《药品注册证书》，2024年5月，人凝血酶原复合物获得《药品注册证书》，其他在研项目也在稳步推进。新型静注人免疫球蛋白预计完成III期临床试验入组；人纤维蛋白粘合剂预计启动临床试验研究。新产品项目有望进一步丰富公司产品种类，产品上市后对公司业绩产生积极影响。

● 投资建议

我们预计，公司2024-2026年营收分别为11.49/13.08/14.78亿元，分别同比增长9.6%/13.9%/13.0%，归母净利润分别为2.36/2.67/3.04亿元，分别同比增长7.8%/13.2%/14.0%，对应估值为26X/23X/20X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● 风险提示

原料血浆供应不足风险；新产品研发风险；产品潜在的安全风险；市场竞争加剧风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1049	1149	1308	1478
收入同比 (%)	57.0%	9.6%	13.9%	13.0%
归属母公司净利润	219	236	267	304
净利润同比 (%)	86.1%	7.8%	13.2%	14.0%
毛利率 (%)	41.3%	42.0%	42.6%	43.3%
ROE (%)	10.9%	10.5%	10.6%	10.8%
每股收益 (元)	0.96	1.04	1.18	1.34
P/E	36.44	26.41	23.34	20.47
P/B	3.96	2.77	2.47	2.21
EV/EBITDA	24.11	18.59	15.93	14.30

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 中国差异化血液制品先锋，全球平台化生物医药新锐	5
1.1 血液制品先锋，积极拓展生物医药新领域	5
1.2 国药集团入局有望赋能，管理层深耕医药领域	7
1.3 公司整体经营稳健，费用率管控良好	8
2 内生与外延并举，持续注入发展动能	10
2.1 血液制品行业向好，市场规模持续增长	10
2.2 营收毛利双高增长，浆站平均采浆量领先	13
2.3 积极推进生产经营，产品研发持续创新	14
2.4 打造优势技术平台，强化产业生态布局	16
3 盈利预测与投资建议	17
3.1 盈利预测与估值分析	17
3.2 投资逻辑与建议	18
风险提示	19
财务报表与盈利预测	21

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司主要产品	6
图表 3 公司股权结构（截至 24 年一季度）	7
图表 4 收购完成后的公司股权结构	7
图表 5 公司管理层基本情况	8
图表 6 2017-2024Q1 公司营业收入	9
图表 7 2017-2024Q1 公司归母净利润	9
图表 8 2017-2023 年公司分产品收入构成	9
图表 9 2017-2023 年公司毛利率与净利率	10
图表 10 2017-2023 年公司期间费用及研发费用	10
图表 11 2018-2024 年中国血液制品市场规模	10
图表 12 2018-2024 年中国血液制品批签发量	10
图表 13 2023 年批签发分品类构成	11
图表 14 2017-2021 年中国单采血浆站数量（个）	11
图表 15 2017-2021 年中国单采血浆总量（吨）	11
图表 16 国内血制品行业监管相关政策	12
图表 17 2017-2023 年公司血液制品业务营业收入	13
图表 18 2017-2023 年公司血液制品业务毛利及毛利率	13
图表 19 2017-2023 年公司采浆量	14
图表 20 2017-2023 年公司浆站数量变化	14
图表 21 2017-2023 年公司人血白蛋白营业收入	14
图表 22 2017-2023 年公司人血白蛋白毛利及毛利率	14
图表 23 2017-2023 年公司静注人免疫球蛋白营业收入	15
图表 24 2017-2023 年公司静注人免疫球蛋白毛利及毛利率	15
图表 25 2017-2023 年公司狂免营收及毛利	15
图表 26 2017-2023 年公司破免营收及毛利	15
图表 27 公司在研管线介绍	16
图表 28 卫光生命科学园产业生态图	16
图表 29 2017-2023 年公司非血液制品业务营收及毛利	17
图表 30 卫光生物收入拆分预测	17
图表 31 可比公司估值情况	18

1 中国差异化血液制品先锋，全球平台化生物医药新锐

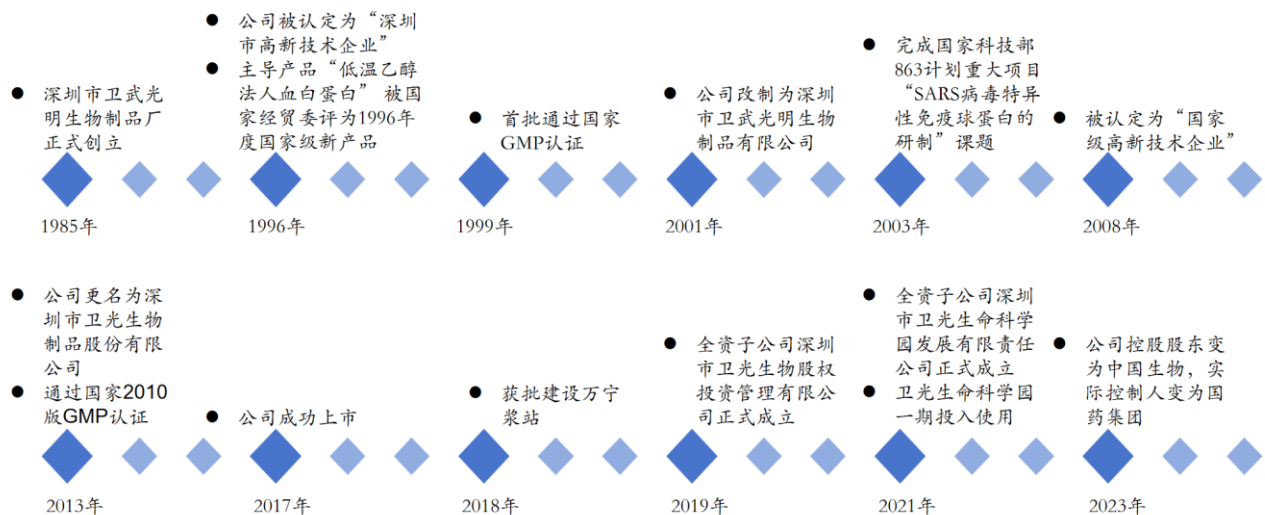
1.1 血液制品先锋，积极拓展生物医药新领域

深圳市卫光生物制品股份有限公司是国家级高新技术企业，深圳市唯一的血液制品生产企业，光明区国有控股上市企业。公司创建于1985年，始终围绕“中国差异化血液制品先锋，全球平台化生物医药新锐”的发展战略，专注于血液制品领域，产品涵盖人血白蛋白、静注人免疫球蛋白等共11个品种23个规格，并积极拓展包括疫苗、基因工程产品在内的其他生物医药业务。

经过40年的发展，公司已发展成为国内血浆综合利用率高、产品种类齐全、研发实力雄厚的血液制品领先企业。1985年深圳市卫武光明生物制品厂正式创立。1996年公司被认定为“深圳市高新技术企业”，“低温乙醇法人血白蛋白”被国家经贸委评为1996年度国家级新产品。1999年公司通过GMP认证，成为国内首批通过GMP认证的血液制品生产企业之一。2001年公司改制为有限公司，延续了科技血脉。2003年非典来袭，公司率先完成国家“863”计划——SARS特异性免疫球蛋白的研发。2008年公司成为国家级高新技术企业。2013年公司改制为股份制公司，并通过国家2010版GMP认证。2017年公司成功上市，标志着公司进入新的发展阶段。

在发展过程中，公司也不断完善公司治理结构。2019年成立了全资子公司深圳市卫光生物股权投资管理有限公司，2021年成立了全资子公司深圳市卫光生命科学园发展有限责任公司。在2023年6月2日的公告中，公司宣布实际控制人由光明国资局变更为国药集团，这标志着公司未来有望在资源整合、技术创新等方面获得更多支持，进一步拓展业务版图，实现更大发展。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司以血液制品为核心业务，同时积极拓展其他生物医药领域，包括疫苗、基因工程产品等。目前，公司主要产品分为人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子三大

类, 包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白等共 11 个品种 23 个规格的产品, 涵盖了广泛的临床需求。公司在行业中以血浆综合利用率较高而闻名, 致力于为患者持续提供高质量的生物医药产品。

图表 2 公司主要产品

分类	品种	图片	适应症
白蛋白	人血白蛋白		<ol style="list-style-type: none"> 1. 失血创伤、烧伤引起的休克。 2. 脑水肿及损伤引起的颅压升高。 3. 肝硬化及肾病引起的水肿或腹水。 4. 低蛋白血症的防治。 5. 新生儿高胆红素血症。 6. 用于心肺分流术、烧伤的辅助治疗、血液透析的辅助治疗和成人呼吸窘迫综合征。
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白(pH4)		<ol style="list-style-type: none"> 1. 原发性免疫球蛋白缺乏症, 如 X 连锁低免疫球蛋白血症, 常见变异型免疫缺陷病, 免疫球蛋白 G 亚型缺陷病等。 2. 继发性免疫球蛋白缺陷病, 如重症感染, 新生儿败血症等。 3. 自身免疫性疾病, 如原发性血小板减少性紫癜, 川崎病。
	冻干静注人免疫球蛋白(pH4)		
	人免疫球蛋白		主要用于预防麻疹, 若与抗生素合并使用, 可提高对某些严重细菌和病毒感染的疗效。
	狂犬病人免疫球蛋白		<ol style="list-style-type: none"> 1. 主要用于被狂犬或其他疯动物咬伤、抓伤患者的被动免疫。 2. 所有怀疑有狂犬病暴露的病人都应联合使用狂犬病疫苗和狂犬病人免疫球蛋白。如果病人接种过狂犬病疫苗并具有足够的抗狂犬病抗体滴度, 仅再次接种疫苗而不使用本品。
	破伤风人免疫球蛋白		主要用于预防和治疗破伤风, 尤其适用于对破伤风抗毒素 (TAT) 有过敏反应者。

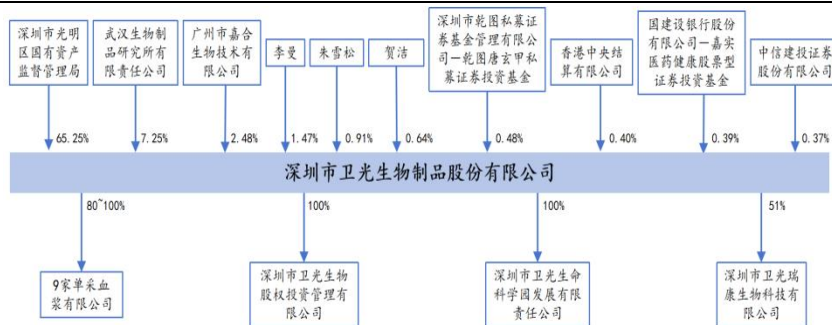
	乙型肝炎人免疫球蛋白		主要用于乙型肝炎预防。适用于乙型肝炎表面抗原 (HBsAg) 阳性的母亲所生的婴儿；意外感染的人群；与乙型肝炎患者和乙型肝炎病毒携带者密切接触者。
	组织胺人免疫球蛋白		用于预防和治疗支气管哮喘、过敏性皮肤病、荨麻疹等过敏性疾病。
凝血因子	人纤维蛋白原		1.先天性纤维蛋白原减少或缺乏症。 2.获得性纤维蛋白原减少症：严重肝脏损伤；肝硬化；弥散性血管内凝血；产后大出血和因大手术、外伤或内出血等引起的纤维蛋白原缺乏而造成的凝血障碍。
	人凝血因子 VIII		对于缺乏凝血因子所致的凝血机能障碍具有纠正作用，主要用于防治血友病 A 和获得性凝血因子缺乏而致的出血症状及这类患者的手术出血治疗。

资料来源：公司官网，公司年报，华安证券研究所

1.2 国药集团入局有望赋能，管理层深耕医药领域

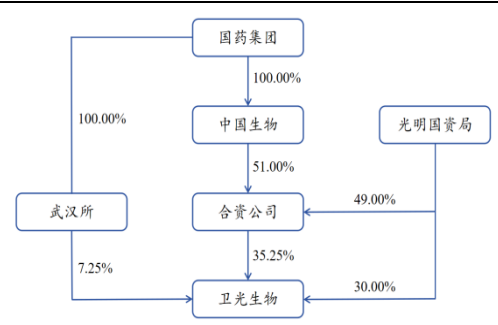
公司股东有望发生变更，国药集团将成为公司实际控制人。2023 年 6 月 2 日，卫光生物发布公告，公司控股股东深圳市光明区国资局与中国生物技术股份有限公司达成合作，拟按 49: 51 股权占比设立合资公司，开展生物医药领域合作。合资公司成立后，光明区国资局将持有的卫光生物 35.25% 股份、中国生物将持有的 5.96% 天坛生物股份无偿划转至合资公司。合资公司将成为卫光生物控股股东，中国生物随即成为卫光生物间接控股股东。加上武汉生物制品研究所 (由中国生物 100% 控股) 之前持有的卫光生物 7.25% 股份，中国生物将控制卫光生物 42.50% 的股份。

图表 3 公司股权结构 (截至 24 年一季度)



资料来源：ifind，华安证券研究所

图表 4 收购完成后的公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司董事管理与技术能力兼备，管理层经验丰富。作为领导核心的张战董事长，不仅拥有“深圳市高层次领军人才”的称号，更以其丰富的管理经验和卓越的技术背景，引领公司稳步向前。岳章标董事兼任财务总监，以其严谨的审计精神和丰富的财务管理经验，为公司的财务战略提供坚实支持。林海晖董事则以其双料博士学位和跨领域经验，为公司的技术创新和战略规划注入新活力。各位管理人员共同构成了一支实力雄厚、经验丰富的管理团队，为卫光生物的腾飞保驾护航。

图表 5 公司管理层基本情况

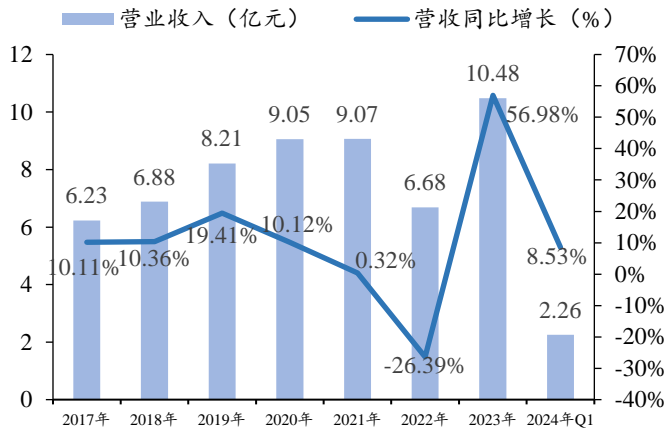
姓名	职务	主要工作经历
张战	董事长	研究生学历，高级工程师，深圳市高层次领军人才，享受深圳市政府特殊津贴专家。现任深圳市卫光生物制品股份有限公司党委书记、董事长；曾任深圳市卫光生物制品股份有限公司副总经理、总经理、董事。
岳章标	董事 财务总监	海军工程大学工科学士，中国注册会计师，具备中国法律职业资格，现任深圳市卫光生物制品股份有限公司董事、财务总监；曾任天健会计师事务所高级审计员，北京久银投资控股股份有限公司风控总监，华菱津杉（天津）产业投资管理有限公司基金风控总监，深圳市光明海吉星农产品产业发展有限公司财务总监。
李莉刚	董事	本科学历，现任深圳市卫光生物制品股份有限公司董事，武汉生物制品研究所有限责任公司财务总监，武汉中生毓晋生物医药有限责任公司监事；曾任国药集团扬州威克生物工程有限公司财务总监、副总经理、董事会秘书、党委副书记、纪委书记，国药集团动物保健股份有限公司财务总监。
林海晖	董事	加拿大多伦多大学化学工程系-工学和 IBBME 生物材料与生物医药工程院-材料学双料博士，现任深圳市卫光生物制品股份有限公司董事，深圳市绚图新材科技有限公司董事长和清远市绚淳环保新材料有限公司执行董事。曾任美国星铂联颜料制造公司全球首席技术官，美国迈图高新材料集团全球战略技术部总监与并购部副总监。
郭采平	董事 总经理	研究生学历，中南财大工商管理学硕士学位，清华大学生物学博士学位，教授级高级工程师，现任深圳市卫光生物制品股份有限公司总经理，兼任卫光生命科学园总经理。1994 年至今任职于深圳市卫光生物制品股份有限公司，历任检定室副主任、质保部副部长兼质量检定科科长、药物研发中心副主任、药物研发中心主任、研发总监、副总经理。
许强	副总经理	本科学历，主管药师，2002 年 2 月至今任深圳市卫光生物制品股份有限公司副总经理。1989 年 6 月至 2002 年 1 月曾任湖南南岳制药厂主任、科长、副厂长。1999 年 6 月至 2002 年 2 月，任西安瑞克生物制品有限公司副总经理。2002 年 2 月至今，任深圳市卫光生物制品股份有限公司副总经理。
金建军	董事会秘书 营销总监	本科学历，毕业于浙江大学。曾任亿腾医药（中国）有限公司全国商务总监，2018 年 8 月至今担任深圳市卫光生物制品股份有限公司营销总监。

资料来源：ifind，华安证券研究所

1.3 公司整体经营稳健，费用率管控良好

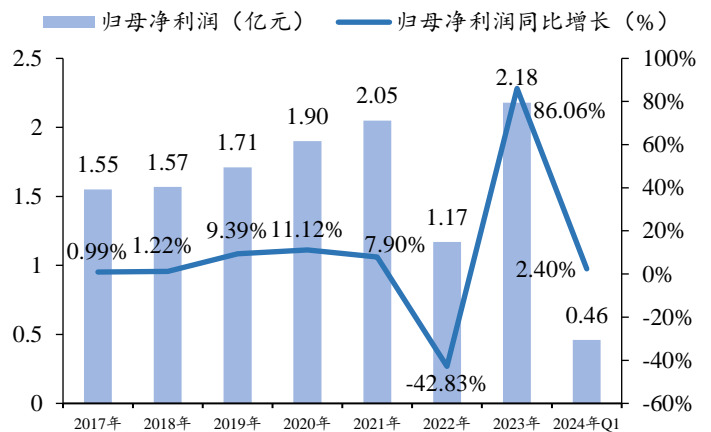
公司发展稳健，积极推进生产经营各项工作，2017 年至 2023 年营收和归母净利润均呈增长态势。公司营收由 2017 年的 6.23 亿元增长至 2023 年的 10.48 亿元，CAGR 为 9.05%；归母净利润由 2017 年的 1.55 亿元增长至 2023 年的 2.18 亿元，CAGR 为 5.85%。其中，2022 年公司业绩大幅下滑主要系公司为提升产能进行生产线技术改造工作。

图表 6 2017-2024Q1 公司营业收入



资料来源：公司年报，华安证券研究所

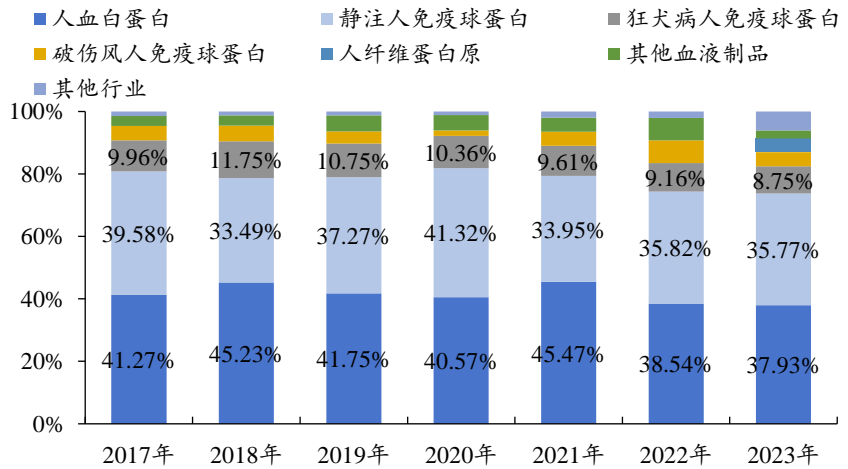
图表 7 2017-2024Q1 公司归母净利润



资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司各类产品收入比例基本稳定，人血白蛋白与静注人免疫球蛋白占公司营收70%以上。人血白蛋白与静注人免疫球蛋白为公司的主要收入来源，2023年公司人血白蛋白实现收入3.97亿元，占公司总营收比重为37.93%，静注人免疫球蛋白实现收入3.75亿元，占公司总营收比重为35.77%。

图表 8 2017-2023 年公司分产品收入构成

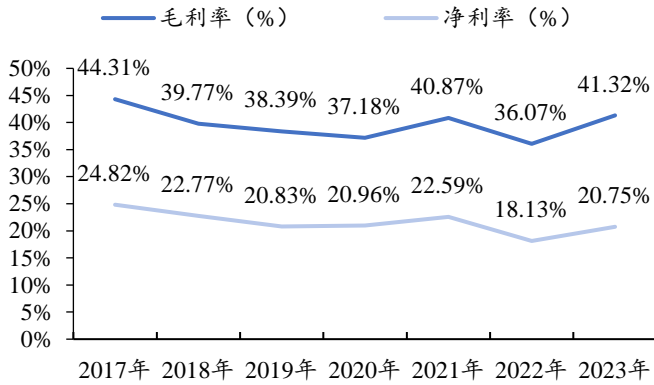


资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司毛利率与净利率保持稳定，费用率管控良好。2017年至2023年公司毛利率和净利率略微下降，但整体保持稳定。2023年，公司毛利率为41.32%，净利率为20.75%。公司期间费用率略有下降，从2017年的15.08%下降到2023年的13.3%。销售方面，公司积极构建新营销网络，销售费用率从2017年的2.3%提升至2023年的3.9%。2023年销售费用同比增长50.01%，主要是销售服务费和薪酬增加所致。管理方面，公司持续开展“精细化管理、降本增效”活动，有效降低成本，管理费用率从2017年的11.4%下降至2023年的8.21%。2023年管理费用同比增长33.59%，主要是薪酬和中介咨询费增加所致。研发方面，公司重视新产品和新工艺研发，研发费用率从2017年的4.11%提升至2023年的6.07%。2023年研发费用同比增长77.37%，

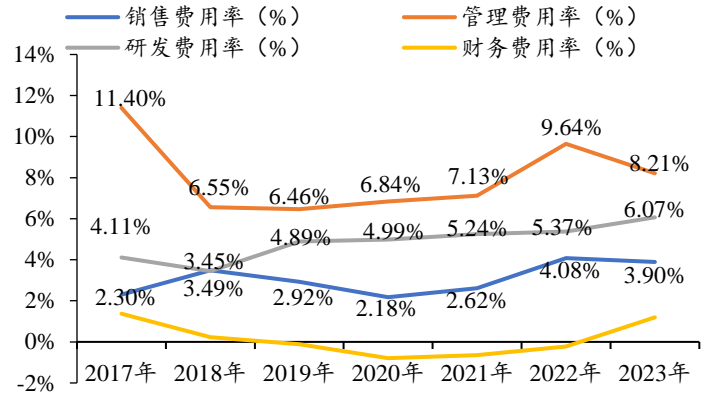
主要是研发投入及薪酬增加所致。财务方面,公司财务费用率一直控制在 1.5%以下。2023 年财务费用同比增长 948.02%, 主要是利息费用增加所致。

图表 9 2017-2023 年公司毛利率与净利率



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 10 2017-2023 年公司四大费用率情况



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

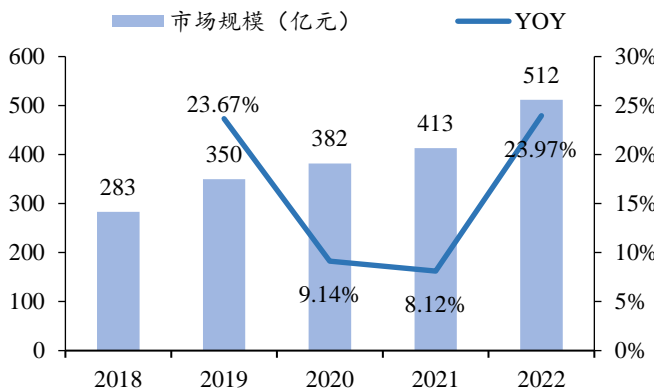
2 内生与外延并举, 持续注入发展动能

2.1 血液制品行业向好, 市场规模持续增长

血液制品指从健康人血液、血浆或特异免疫人血浆中分离、提纯或通过重组 DNA 技术制备的蛋白或细胞组分。血液制品主要分为白蛋白、免疫球蛋白和凝血因子三大类产品, 用于预防和治疗免疫缺陷病、凝血障碍等各类疾病。

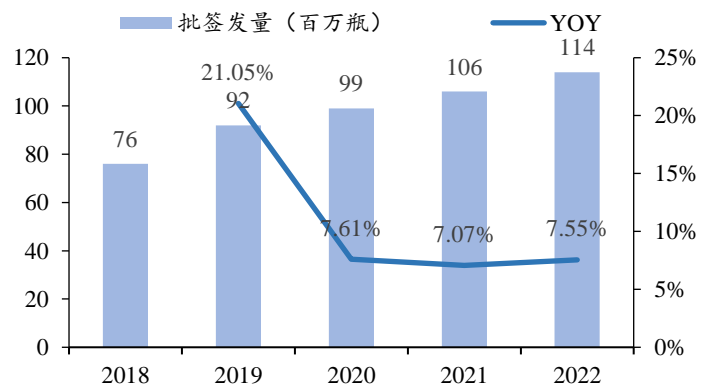
国内血液制品行业处于快速发展期, 市场规模与批签发量持续攀升。根据中商产业研究院数据, 中国 2018 年血制品市场规模为 283 亿元, 2022 年达到 512 亿元, 2018-2022 年 CAGR 为 15.98%; 2022 年我国血液制品批签发量约为 114 百万瓶, 2018-2022 年 CAGR 为 10.67%。2023 年国内血液制品市场人血白蛋白和静注人免疫球蛋白占据绝大部分市场份额, 分别为 57%和 22%。随居民医疗卫生意识不断提高、人口老龄化加速、血液制品临床适用症及医保目录覆盖范围的扩大, 我国对血液制品的需求将持续增长, 行业有望保持较高的成长空间。

图表 11 2018-2024 年中国血液制品市场规模



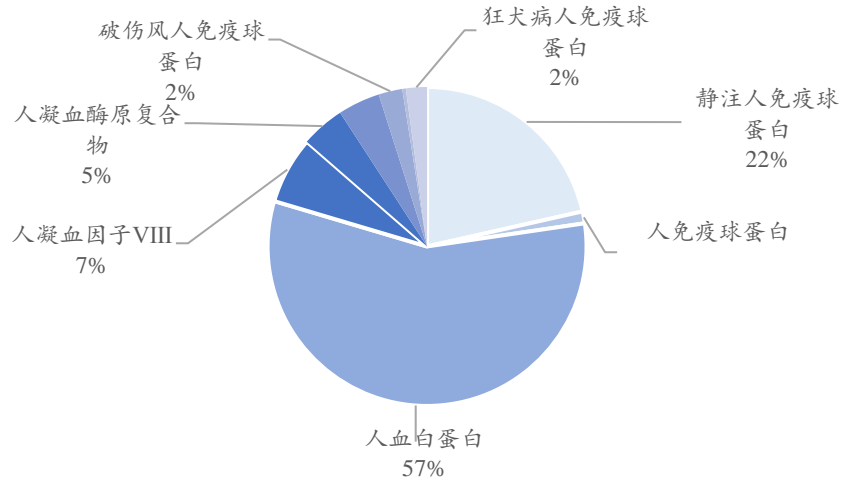
资料来源: 中商产业研究院, 华安证券研究所

图表 12 2018-2024 年中国血液制品批签发量



资料来源: 中商产业研究院, 华安证券研究所

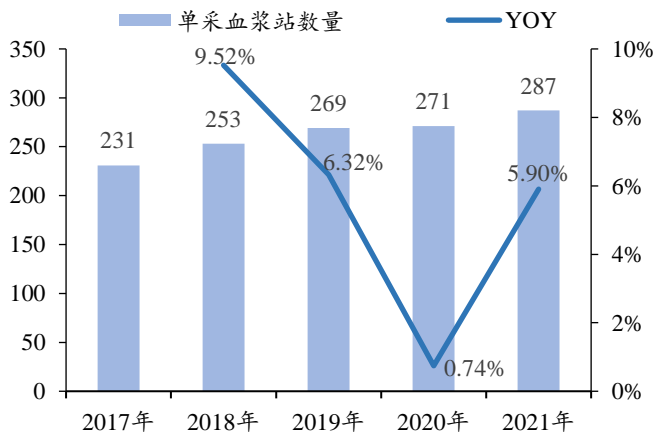
图表 13 2023 年批签发分品类构成



资料来源：中国食品药品检定研究院，华安证券研究所

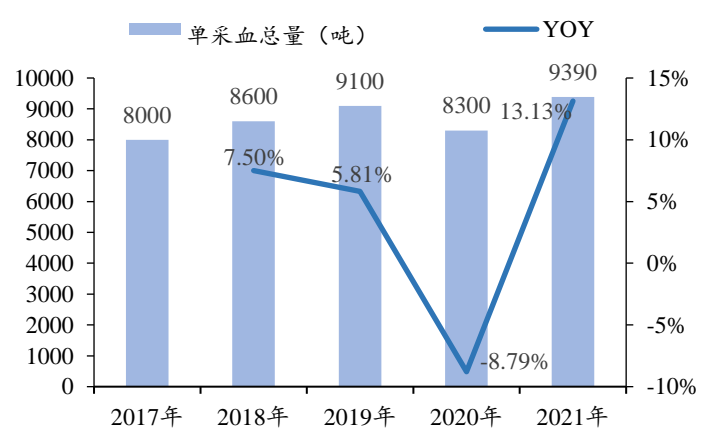
十四五期间采浆站获批加速，浆站数和采浆量持续增长。2016 年 11 月，政府出台《关于促进单采血浆站健康发展的意见》，对新增单采血浆站进行严格审批，审批速度放缓。2021 年我国单采血浆站数量为 287 个，2017-2021 年 CAGR 为 5.58%；采浆量增速也放缓，2021 年我国单采血浆总量为 9390 吨，2017-2021 年 CAGR 为 4.09%。2020 年，我国单采血浆总量增速为-8.79%，主要系新冠疫情因素影响，为疫情防控需要和减少新采血浆遭到污染的可能性，浆站应国家要求停工停产了一段时间。从中长期角度看，未来仍有更多省份披露新建采浆站计划，随新批采浆站持续投产，行业采浆量还有持续上行空间。

图表 14 2017-2021 年中国单采血浆站数量 (个)



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

图表 15 2017-2021 年中国单采血浆总量 (吨)



资料来源：华经产业研究院，华安证券研究所

行业准入壁垒高，相关监管政策严格。鉴于血液制品的特殊性和极高的安全性要求，国家对血液制品行业实行全方位高度监管，包括献浆员户籍、年龄、采浆频率、单次采浆量；新浆站设立审批；血浆检疫期管理；产品批签发；药品质量授权人制度等，从原料血浆采集到血液制品生产销售各环节全链条、全流程监管。1997 年

底，国家对血液制品行业率先实行 GMP 认证制度，只有通过 GMP 认证的企业才能生产经营血液制品。2001 年 5 月起，国家不再批准新的血液制品生产企业，对血液制品生产企业实行总量控制，同时对行业实行 GMP 认证制度，通过 GMP 认证的企业才能生产经营血液制品，目前国内正常经营的血液制品企业不足 30 家。

图表 16 国内血制品行业监管相关政策

国内血制品行业监管相关政策		
政策名称	发布时间	主要内容
《关于禁止进口 VIII 因子制剂等血液制品的通告》	1986/1/29	明确规定了血液制品除人血白蛋白以外，其他所有品系均系国家规定禁止进口的药物。
《血液制品管理条例》	1996/12/30	健康人血浆的采集需通过单采血浆站进行，而单采血浆站需取得由省级政府卫生行政部门核发的《单采血浆许可证》才能进行采浆活动，且在一个采浆区域内只能设置一个单采血浆站。
/	1997 年底	国家对血液制品行业率先实行 GMP 认证制度，只有通过 GMP 认证的企业才能生产经营血液制品。
《中国遏制与防治艾滋病行动计划（2001-2005 年）》	2001/5/25	实行血液制品生产企业总量控制，加强监督管理，不再批准新的血液制品生产企业。
《关于单采血浆站转制的工作方案》	2006/4/11	要求县级卫生行政部门与单采血浆站脱钩，不再设置单采血浆站；原由县级卫生行政部门设置的单采血浆站转制为由血液制品生产企业设置；单采血浆站与血液制品生产企业建立“一对一”供浆关系。
《关于实施血液制品生产用原料血浆检疫期的通知》	2007/7/18	原料血浆检疫期规定为不少于 90 天。
《单采血浆站管理办法》	2008/1/4	新建浆站需于 3 年内达到 30 吨的年采浆水平，且申请企业血制品品种不少于 6 个。
《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》（新版 GMP 认证）	2011/1/17	要求药品生产企业血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品的生产，应在 2013 年 12 月 31 日前达到新版 GMP 要求，未达到新版 GMP 要求的企业（车间）在 2013 年 12 月 31 日后不得继续生产。
《关于单采血浆站管理有关事项的通知》	2012/1/20	血液制品生产企业申请设置新的单采血浆站，其注册的血液制品应当不少于 6 个品种，且同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和凝血因子类制品。
《关于促进单采血浆站健康发展的意见》	2016/11/23	严格新增单采血浆站设置审批，向研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血液制品生产。
《生物制品批签发管理办法》	2017/12/29	加强生物制品监督管理，规范生物制品批签发行为，保证生物制品安全、有效。未通过批签发的产品，不得上市销售或者进口。
《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》血液制品附录修订稿	2020/6/30	企业应当建立原料血浆的追溯系统，确保每份血浆可追溯至献血浆者，并可向前追溯到献血浆者最后一次采集的血浆之前至少 60 天内所采集的血浆。
《关于做好重点品种信息化追溯体系建设工作的公告》	2020/10/10	建立信息化追溯系统，2020 年 12 月 31 日前基本实现包括血液制品在内的重点品种的可追溯。
《单采血浆站质量管理规范（2022 年版）》	2022/2/14	进一步规范单采血浆站全面质量管理，提升单采血浆站血浆采集供应全过程质量标准及要求，保障血浆质量和献血浆者安全。

《单采血浆站技术操作规程
(2022年版)》

2022/7/19

进一步适应单采血浆站技术发展要求、规范技术操作流程、细化质量控制要求、提高原料血浆采集技术规范水平。

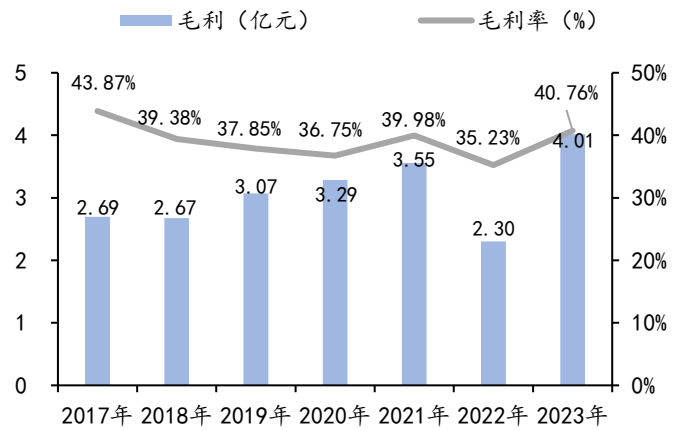
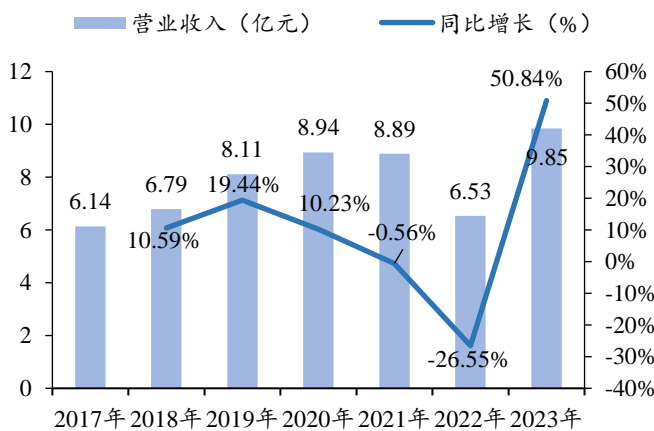
资料来源：中国政府网，华安证券研究所

2.2 营收毛利双高增长，浆站平均采浆量领先

公司血液制品业务持续增长，毛利率略有下滑。公司血液制品业务营收占总营收的80%左右，由2017年的6.14亿元增长至2023年的9.85亿元，CAGR为8.20%；毛利由2017年的2.69亿元增长至2023年的4.01亿元，CAGR为6.88%；毛利率由2017年的43.87%下降到2022年的35.23%，2023年有所回升。长期来看，公司血液制品业务仍有发展空间，前景向好。

图表 17 2017-2023 年公司血液制品业务营业收入

图表 18 2017-2023 年公司血液制品业务毛利及毛利率

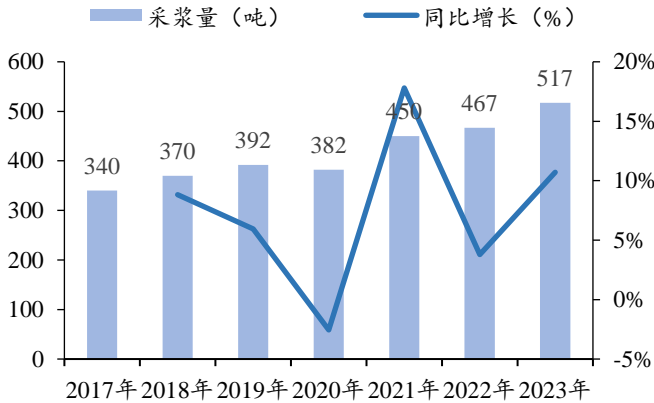


资料来源：公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司内生与外延并举，采浆规模持续提升。公司采浆量由2017年的340吨增长至2022年的467吨，CAGR为6.51%。2023年，公司采浆量约517吨，较2022年同比增长10.71%。2023年，公司以2280万元的价格收购安康单采血浆站80%股权并顺利复采，同时以安康浆站为切入点，辐射周边区域，进一步拓展血浆资源。公司目前拥有9个全资或控股单采血浆站，浆站平均采浆量在行业处于领先地位。其中，平果浆站采浆量近年来保持持续增长，采浆量位居行业前列。平果浆站是卫光生物旗下最大的浆站，其与其他浆站的主要区别在于其拥有较好的献浆文化和较高的浆站运营管理水平。经过多年的耕耘，平果浆站的献浆员对献浆文化认可度高，献浆频率也较高，采浆潜力大。通过宣传和教育，平果浆站提高了献浆员对献浆的认识和认同感，鼓励更多人参与献浆。同时，平果浆站采用先进的管理系统和流程，确保浆站运营的高效和规范，并提供优质的服务和环境，增加献浆员的满意度和献浆意愿。在这些措施的推动下，平果浆站的采浆量和频率都显著提高，为公司提供了稳定且充足的血浆资源。

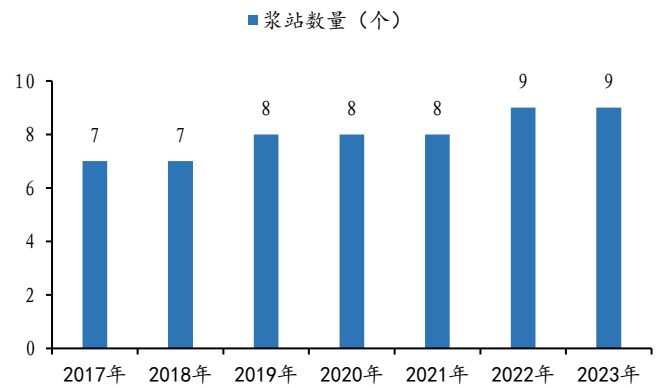
图表 19 2017-2023 年公司采浆量



资料来源：公司年报，公司官网，华安证券研究所

注：2018、2019 及 2021 年公司采浆量为估值。

图表 20 2017-2023 年公司浆站数量变化

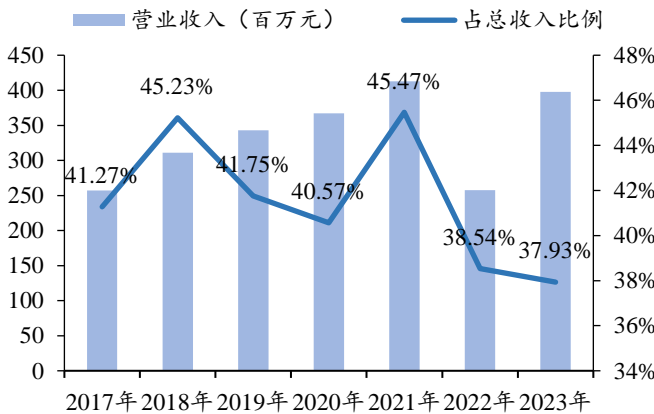


资料来源：公司年报，华安证券研究所

2.3 积极推进生产经营，产品研发持续创新

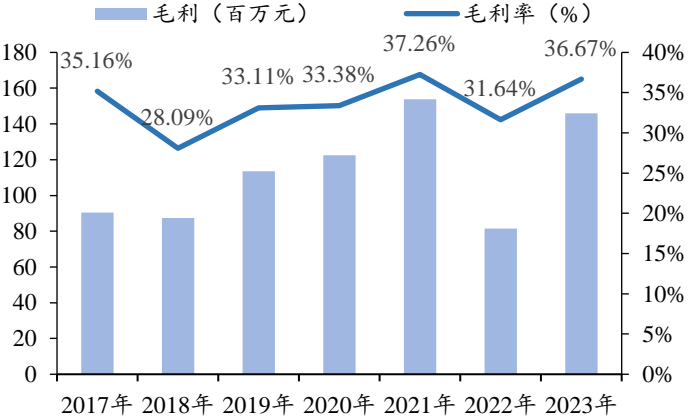
人血白蛋白为公司主营产品之一，占总收入 40%左右。人血白蛋白营业收入由 2017 年的 2.57 亿元增长至 2023 年的 3.98 亿元，CAGR 为 7.53%，2023 年同比增长为 54.52%；毛利由 2017 年的 0.90 亿元增长至 2023 年的 1.46 亿元，CAGR 为 8.29%，2023 年同比增长为 79.08%；2023 年公司毛利率为 36.67%，较 2022 年增长了 5.03pct。

图表 21 2017-2023 年公司人血白蛋白营业收入



资料来源：ifind，华安证券研究所

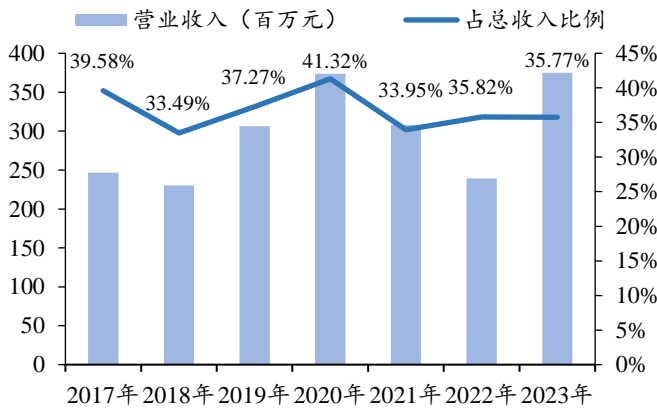
图表 22 2017-2023 年公司人血白蛋白毛利及毛利率



资料来源：ifind，华安证券研究所

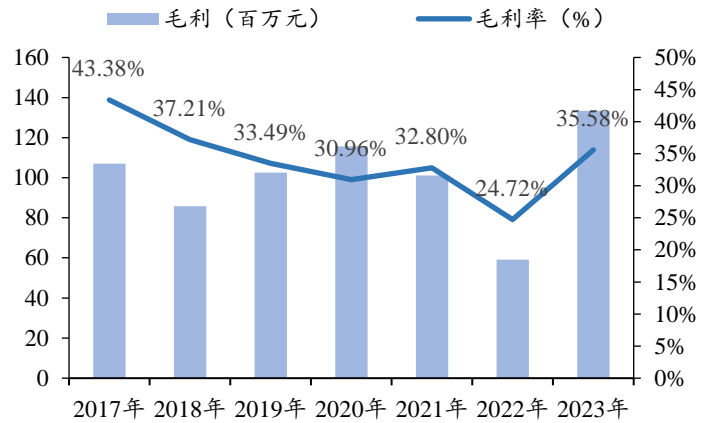
静注人免疫球蛋白同为公司主营产品之一，占总收入 35%左右。静注人免疫球蛋白营业收入由 2017 年的 2.47 亿元增长至 2023 年的 3.75 亿元，CAGR 为 7.23%，2023 年同比增长为 56.76%；毛利由 2017 年的 1.07 亿元增长至 2023 年的 1.33 亿元，CAGR 为 3.74%，2023 年同比增长为 125.57%。2017 年至 2022 年的毛利率呈下滑趋势，由 43.38%降至 24.72%；2023 年毛利率上涨至 35.58%，较 2022 年增长 10.86pct。

图表 23 2017-2023 年公司静注人免疫球蛋白营业收入



资料来源: ifind, 华安证券研究所

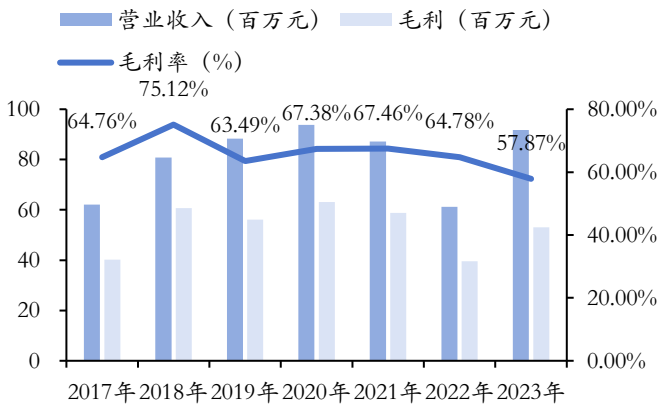
图表 24 2017-2023 年公司静注人免疫球蛋白毛利及毛利率



资料来源: ifind, 华安证券研究所

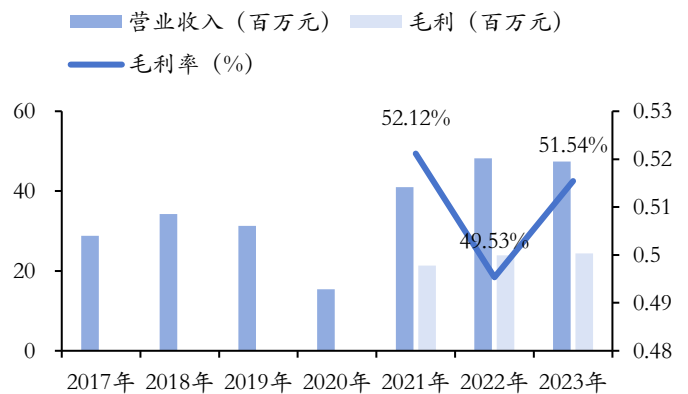
狂犬病人免疫球蛋白及破伤风人免疫球蛋白合占公司总收入 15%左右, 对毛利率贡献大。狂犬病人免疫球蛋白营业收入由 2017 年的 0.62 亿元增长至 2023 年的 0.92 亿元, CAGR 为 6.73%, 2023 年同比增长为 50.01%; 毛利由 2017 年的 0.40 亿元增长至 2023 年的 0.53 亿元, CAGR 为 4.74%, 2023 年同比增长为 34.00%; 毛利率在 60%左右, 2017 年至 2023 年略有下滑, 2023 年毛利率为 57.87%。破伤风人免疫球蛋白营业收入由 2017 年的 0.29 亿元增长至 2023 年的 0.47 亿元, CAGR 为 8.68%, 2023 年同比增长为-1.69%; 毛利由 2021 年的 0.21 亿元增长至 2023 年的 0.24 亿元, 2023 年同比增长为 2.30%; 近三年毛利率在 50%左右。

图表 25 2017-2023 年公司狂免营收及毛利



资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 26 2017-2023 年公司破免营收及毛利



资料来源: ifind, 华安证券研究所

2023 年公司人凝血因子 VIII 完成上市许可申请, 顺利获批上市。2023 年 10 月, 公司人凝血因子 VIII 顺利取得《药品注册证书》, 2024 年 5 月 31 日, 人凝血酶原复合物 (规格: 300IU/瓶, 每瓶含人凝血因子 IX300IU; 同时含人凝血因子 II300IU、人凝血因子 VII300IU、人凝血因子 X300IU) 获得国家药监局签发的《药品注册证书》, 公司血液制品品种突破至 11 个, 成为国内少数上市品种达两位数的企业之一。新产品上市有利于提高原料血浆的综合利用率, 丰富公司血液制品产品种类, 对公司业绩产生积极影响。

公司聚焦重点项目，加快研发进度。2023年，公司产品研发进展喜人：1) 新型静注人免疫球蛋白已完成商业化规模生产线建设和设备调试验证，预计2024年完成III期临床试验入组；2) 人纤维蛋白粘合剂已完成临床前研究，正在进行IND注册申报，预计2024年启动临床试验研究；3) 冻干人用狂犬病疫苗（鸡胚细胞）正在按照IND沟通交流意见。新产品项目有望进一步丰富公司产品种类，预计产品上市后对公司业绩产生积极影响。

图表 27 公司在研管线介绍

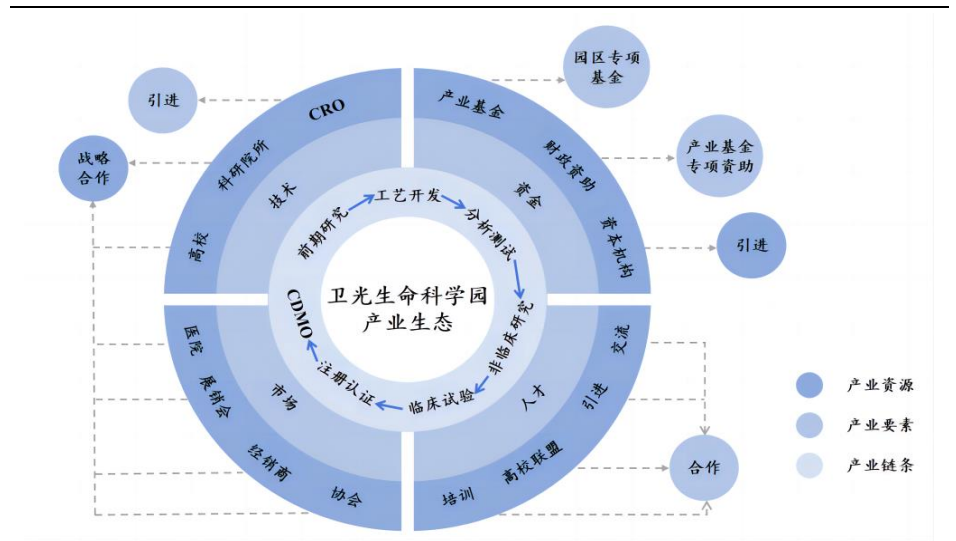
研发项目	项目进展	拟达到的目标
新型静注人免疫球蛋白	已完成商业化规模生产线建设和设备调试验证	2024年完成III期临床试验入组
人纤维蛋白粘合剂	已完成临床前研究，正在进行IND注册申报	2024年启动临床试验研究
人纤溶酶原	已获临床试验批准	2024年启动I期临床试验
冻干人用狂犬病疫苗（鸡胚细胞）	按照IND沟通交流意见	/

资料来源：公司2023年年报，深交所投资者动态互动，华安证券研究所

2.4 打造优势技术平台，强化产业生态布局

公司坚持打造“全球平台化生物医药新锐”的战略目标，以自有科研平台、卫光生命科学园为主体，打造优势技术平台、资本运作平台及成果转化平台。公司拥有8大科研载体和人才创新载体，为公司研发提供高质量支撑，努力发展成为源头创新策源地、科研经济先行地、创新人才集聚地。卫光生命科学园位于深圳光明科学城核心区、广深港澳科技创新走廊中间节点，以合成生物学、脑科学等为重点领域，建设基因、大分子和细胞核心技术平台，打造以创新孵化和成果转化为特色的“生产、生活、生态”三生融合的科研经济生态体系，成为深圳市投资推广重点产业园区、深圳市众创空间、光明区科技创新产业园和光明区合成生物产业园。卫光生命科学园成功引进深圳医科院、深圳先进技术研究院等“大院大所”和“独角兽”优质企业，引入药品医疗器械注册指导工作站、税务微税厅等便民政务资源，进一步促进园内产业集聚，加速科技成果转化，打造生物医药生态圈。

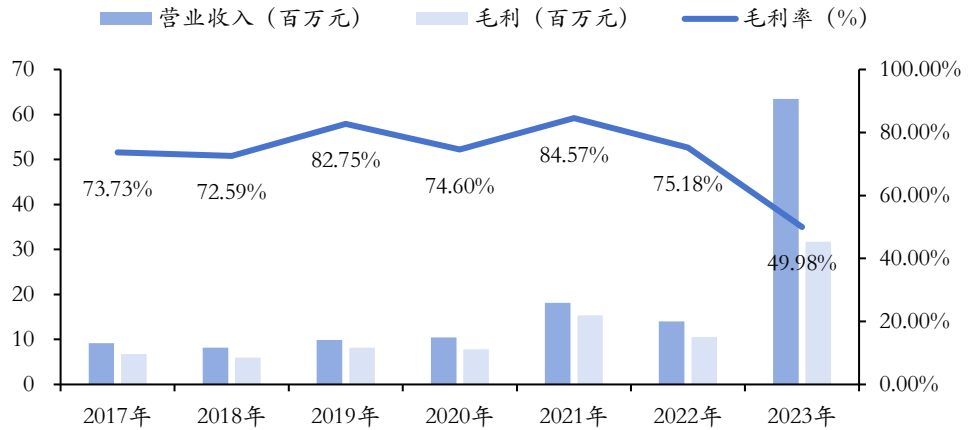
图表 28 卫光生命科学园产业生态图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司除以血液制品为核心业务外，积极拓展包括疫苗、基因工程产品在内的其他生物医药业务。公司非血液制品业务营收由2017年的0.09亿元增长至2023年的0.63亿元，CAGR为38.00%；毛利由2017年的0.07亿元增长至2023年的0.32亿元，CAGR为29.33%；2023年非血制品业务的板块毛利率下滑至49.98%。

图表 29 2017-2023 年公司非血液制品业务营收及毛利



资料来源：公司 2017-2023 年年报，华安证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测与估值分析

关键假设：

血液制品业务：2022 年，公司进行了生产线技术改造工作，库存血浆较充足，库存血浆的投产销售有望带动公司业务增长。未来，随着公司人凝血酶原复合物等产品的上市销售以及刚获批的人凝血因子 VIII 产品销售量的拓展，公司产能和管线双重发力，血液制品业务收入有望稳健增长。预计公司 2024/25/26 年血液制品业务实现 9.55%/14.10%/13.17% 的增长，预计技改后毛利率相较于 2022 年有所提升，分别为 41.48%/42.11%/42.89%。

其他行业业务：2022 年，公司进行了生产线技术改造工作，库存血浆较充足，库存血浆的投产销售有望带动公司业务增长。未来，随着卫光生命科学园的资源整合、产业赋能的推进，其他行业业务收入有望稳健增长。预计公司其他行业业务 24-26 年保持 10% 的增长。

图表 30 卫光生物收入拆分预测

单位 (百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营业收入	667.93	1048.50	1148.92	1308.07	1477.92
YOY	-26.39%	56.98%	9.58%	13.85%	12.99%
营业成本	427.02	615.26	666.42	751.24	838.09
毛利率	-20.41%	44.08%	8.32%	12.73%	11.56%
血液制品	653.93	985.02	1079.09	1231.26	1393.43
YOY	-26.47%	50.63%	9.55%	14.10%	13.17%

占总营收百分比	97.90%	93.95%	93.92%	94.13%	94.28%
成本	423.55	583.51	631.51	712.83	795.84
毛利	230.38	401.51	447.59	518.42	597.59
YOY	-35.21%	74.28%	11.47%	15.83%	15.27%
毛利率	35.23%	40.76%	41.48%	42.11%	42.89%
其他行业	14.00	63.48	69.83	76.81	84.49
YOY	-22.84%	353.57%	10.00%	10.00%	10.00%
占总营收百分比	2.10%	6.05%	6.08%	5.87%	5.72%
成本	3.47	31.75	34.91	38.41	42.25
毛利	10.52	31.73	34.91	38.41	42.25

资料来源: ifind, 华安证券研究所

可比估值:

我们选取业务同为血液制品业务的博雅生物、华兰生物、天坛生物、上海莱士和派林生物作为可比公司。截至 2024 年 8 月 14 日, 一致预测显示可比公司 2024-2026 年 PE 平均值为 25X/21X/19X; 我们预计卫光生物 2024-2026 年 PE 平均值为 26X/23X/20X。

图表 31 可比公司估值情况

公司名称	收盘价 (元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)			
		23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
博雅生物	33.48	237.47	568.19	623.24	695.06	71.52	29.25	26.67	23.91
华兰生物	15.69	1481.58	1735.32	2007.20	2294.47	27.32	16.96	14.66	12.82
天坛生物	24.35	1109.89	1527.76	1841.26	2199.59	45.94	31.68	26.29	22.01
上海莱士	7.53	1779.48	2319.76	2627.52	2971.34	29.88	22.00	19.42	17.18
派林生物	25.08	612.11	778.66	930.14	1076.50	32.62	23.60	19.76	17.07
平均	21.23					41.46	24.70	21.36	18.60
卫光生物	27.45	218.65	235.73	266.73	304.09	36.44	26.41	23.34	20.47

资料来源: ifind, 收盘价为 8 月 14 日的的数据, 华安证券研究所

3.2 投资逻辑与建议

国资入主, 助力卫光生物腾飞

卫光生物创建于 1985 年, 始终专注于血液制品领域, 已发展成为国内血浆综合利用率高、产品种类齐全、研发实力雄厚的血液制品领先企业。公司目前的主要产品分为人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子三大类, 包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白等共 11 个品种 23 个规格的产品, 涵盖了广泛的临床需求; 各类产品收入比例基本稳定, 人血白蛋白与静注人免疫球蛋白为公司的主要收入来源, 占公司营收 70% 以上。

国药集团将成为卫光生物的实际控制人。2023 年 6 月 2 日, 深圳市光明区国资局与中国生物技术股份有限公司达成协议, 共同设立合资公司, 持有卫光生物的大部分股份。国药集团入主后, 卫光生物有望获得更多资源和支持, 进一步提升其在生物医药领域的竞争力和创新能力。随着国资的介入, 公司在研发、生产和市场拓展等方面的能力有望显著增强。

业绩持续增长，发展态势喜人

公司营收由 2017 年的 6.23 亿元增长至 2023 年的 10.48 亿元，CAGR 为 9.05%，公司营收增长显著；归母净利润由 2017 年的 1.55 亿元增长至 2023 年的 2.18 亿元，CAGR 为 5.85%。2024 年一季度实现归母净利润 0.47 亿元，同比增长 2.40%，一季度净利润的增长有所放缓，扣非归母净利润 0.46 亿元，同比增长 1.23%，扣非净利润的增幅较小，公司在非经常性收益方面的依赖度降低。

公司血液制品业务营收占总营收的 80% 左右，由 2017 年的 6.14 亿元增长至 2023 年的 9.85 亿元，CAGR 为 8.20%，公司吨浆收入 191 万元/吨，血液制品业务营收增长迅速；毛利由 2017 年的 2.69 亿元增长至 2023 年的 4.01 亿元，CAGR 为 6.88%，吨浆毛利为 77.66 万元/吨，公司在成本控制和利润提升方面取得了显著成效。长期来看，公司血液制品业务仍有发展空间，前景向好。

2023 年，人血白蛋白营业收入为 3.98 亿元，同比增长 54.52%，营收大幅增长；毛利为 1.46 亿元，同比增长 79.08%；毛利率为 36.67%。2023 年，静注人免疫球蛋白营业收入为 3.75 亿元，同比增长 56.76%，营业收入增长迅速；毛利为 1.33 亿元，同比增长为 125.57%，毛利的翻倍增长显示了静注人免疫球蛋白的高盈利潜力和市场受欢迎程度，毛利率为 35.58%。

内生与外延并举，持续注入发展动能

公司目前拥有 9 个全资或控股单采血浆站，浆站平均采浆量在行业处于领先地位。2023 年，公司采浆量约 517 吨，同比增长 10.71%。

平果浆站是卫光生物旗下最大的浆站，具有优良的献浆文化和高水平的运营管理，公司通过宣传和培训提高献浆员的认可度和献浆频率，并采用先进管理系统和优质服务，使采浆量和频率显著提升，为公司提供了稳定的血浆资源。

公司重视产品研发，2023 年公司人凝血因子 VIII 顺利取得《药品注册证书》，2024 年 5 月，人凝血酶原复合物获得《药品注册证书》，其他在研项目也在稳步推进。新型静注人免疫球蛋白预计完成 III 期临床试验入组；人纤维蛋白粘合剂预计启动临床试验研究。新产品项目有望进一步丰富公司产品种类，产品上市后对公司业绩产生积极影响。

投资建议

我们预计，公司 2024-2026 年营收分别为 11.49/13.08/14.78 亿元，分别同比增长 9.6%/13.9%/13.0%，归母净利润分别为 2.36/2.67/3.04 亿元，分别同比增长 7.8%/13.2%/14.0%，对应估值为 26X/23X/20X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

- ▶ **原料血浆供应不足风险：**血液制品原材料为健康人血浆，来源特殊，具有稀缺性。尽管公司拥有申请新设浆站的资质，但随着法律法规和新设浆站政策的收紧，国家对新设单采血浆站的管控愈发严格，新设浆站存在较大不确定性，随着公司生产能力的提升，可能会面临原料血浆不足的风险。
- ▶ **新产品研发风险：**药品研发周期较长，研发进程受到现有技术水平、产品设计、临床效果、预算投入和国家政策、市场需求、有关部门审批等多方面影响，可能会出现研发进度不及预期、研发暂缓、研发失败等方面的风险。
- ▶ **产品潜在的安全风险：**血液制品是以健康人血浆为原料，采用生物学工艺或分离纯化技术制备的具有生物活性的制剂。公司在血浆采集和生产过程中，采用先进的采集技术和管理体系，严格按照国家相关规定要求，在采浆、研发、生产、质检

等环节全面从严采取了筛查相关病原体、去除和灭活病毒的措施，但产品理论上仍可能存在某些未知病原体的潜在风险。

- **市场竞争加剧风险：**随着行业内工艺技术、纯化水平的提高和基因工程技术的应用兴起，行业内企业注重研发人纤维蛋白原、重组人凝血因子VIII等产品，短期内相关产品的市场竞争可能加剧。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1104	1327	1579	1847	营业收入	1049	1149	1308	1478
现金	252	183	417	481	营业成本	615	666	751	838
应收账款	55	119	102	134	营业税金及附加	8	8	10	11
其他应收款	5	7	7	8	销售费用	41	46	55	67
预付账款	2	11	7	11	管理费用	86	98	115	133
存货	673	837	883	1019	财务费用	12	16	17	13
其他流动资产	116	171	162	194	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1773	1786	1839	1904	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	5	7	7	8
固定资产	575	569	559	547	营业利润	247	268	304	348
无形资产	137	167	213	251	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	1061	1050	1067	1105	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	2877	3113	3418	3751	利润总额	245	268	304	348
流动负债	266	264	299	325	所得税	28	29	34	41
短期借款	0	0	0	0	净利润	218	238	269	307
应付账款	78	74	81	88	少数股东损益	-1	2	3	3
其他流动负债	188	189	218	236	归属母公司净利润	219	236	267	304
非流动负债	565	565	565	565	EBITDA	342	353	398	439
长期借款	484	484	484	484	EPS (元)	0.96	1.04	1.18	1.34
其他非流动负债	81	82	82	82					
负债合计	831	829	864	890					
少数股东权益	31	34	36	40					
股本	227	227	227	227					
资本公积	575	575	575	575					
留存收益	1213	1449	1715	2020					
归属母公司股东权益	2014	2250	2517	2821					
负债和股东权益	2877	3113	3418	3751					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2026E
经营活动现金流	398	26	377	217	成长能力				
净利润	218	238	269	307	营业收入	57.0%	9.6%	13.9%	13.0%
折旧摊销	89	70	77	77	营业利润	79.0%	8.2%	13.5%	14.5%
财务费用	15	20	20	20	归属于母公司净利润	86.1%	7.8%	13.2%	14.0%
投资损失	-6	-7	-7	-8	获利能力				
营运资金变动	94	-295	18	-179	毛利率 (%)	41.3%	42.0%	42.6%	43.3%
其他经营现金流	111	534	251	486	净利率 (%)	20.9%	20.5%	20.4%	20.6%
投资活动现金流	-352	-76	-123	-134	ROE (%)	10.9%	10.5%	10.6%	10.8%
资本支出	-329	-84	-130	-142	ROIC (%)	8.7%	9.0%	9.2%	9.4%
长期投资	-23	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	8	7	8	资产负债率 (%)	28.9%	26.6%	25.3%	23.7%
筹资活动现金流	-88	-20	-20	-20	净负债比率 (%)	40.6%	36.3%	33.9%	31.1%
短期借款	-100	0	0	0	流动比率	4.15	5.04	5.28	5.68
长期借款	55	0	0	0	速动比率	1.47	1.68	2.18	2.40
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.38	0.40	0.41
其他筹资现金流	-43	-20	-20	-20	应收账款周转率	13.25	13.19	11.84	12.51
现金净增加额	-42	-70	235	64	应付账款周转率	11.12	8.79	9.67	9.87
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.96	1.04	1.18	1.34
					每股经营现金流	1.75	0.11	1.66	0.96
					每股净资产	8.88	9.92	11.10	12.44
					估值比率				
					P/E	36.44	26.41	23.34	20.47
					P/B	3.96	2.77	2.47	2.21
					EV/EBITDA	24.11	18.59	15.93	14.30

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药首席分析师, 中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所, 主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目, 有丰富的医疗产业、二级市场投资和二级市场研究经验。

分析师: 陈珈蔚, 医药行业分析师, 主要负责医疗服务及生物制品行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。