

舒泰神（300204）

以突破性疗法为抓手，开拓细专科大市场

舒泰神：深耕治疗性药物领域二十余载，研发及销售管线丰富

舒泰神 2002 年成立于北京，公司聚焦感染性疾病、呼吸与重症、自身免疫系统疾病及神经系统疾病等，在研产品 STSP-0601 和 BDB-001 被 CDE 纳入突破性疗法。公司自主研制开发了国家 1 类新药——注射用鼠神经生长因子“苏肽生”和同时具有清肠和便秘两个适应症的清肠便秘类药物——聚乙二醇电解质散剂“舒泰清”。2024 年实现营业收入 3.25 亿元，同比下降 10.81%，2024 年公司归母净利润为-1.45 亿元，同比 2023 年减亏。

STSP-0601：在研血友病新药获得突破性疗法认定，已提交附条件上市申请

公司核心在研品种注射用 STSP-0601（通用名：波米泰酶 α ）凝血因子 X 激活剂，目前有两个适应症处于临床研究阶段，分别是伴抑制物血友病患者按需治疗和在不伴抑制物血友病患者按需治疗。根据相关研究数据，国内预计血友病患者在 10 万人以上，预计接近三分之一的重度患者在接受凝血因子补充疗法的长期规范治疗后，会产生抑制物。在伴抑制物血友病方向，STSP-0601 已获得 CDE 突破性疗法认定，已提交附条件上市申请，并于 2025 年 5 月 26 日获得了 CDE 的优先审评。

STSA-1002：ARDS 适应症在降低 28 天全因死亡率等指标上显示出有效性

STSA-1002 是一种重组抗人补体蛋白 C5a(hC5a)的全人源 IgG1 单克隆抗体 (mAb)，用以减轻 ARDS 的炎症反应。急性呼吸窘迫综合征 (ARDS) 是 ICU 高发疾病，其病死率达 39.4%，目前无特效治疗方法。STSA-1002 注射液用于治疗 ARDS 的 Ib/II 期顶线数据结果显示，STSA-1002 在降低 28 天全因死亡率等方面体现出较显著的有效性，低剂量组、高剂量组和对照组的 28 天全因死亡率分别为 26.67%、5.88%和 40%。

在研管线布局深厚，多产品临床快速推进

1) BDB-001 注射液用于 ANCA 相关性血管炎 (AAV) 的适应症被纳入突破性治疗品种名单，目前处于 II 期临床收尾阶段，用于治疗中重度化脓性汗腺炎的 BDB-001 注射液已完成 II 期临床；2) STSP-0902 注射液用于治疗少弱精子症已完成 Ia 期临床，STSP-0902 滴眼液用于治疗神经营养性角膜膜炎的适应症处于 I 期临床试验阶段；3) 注射用 STSP-1301：原发性免疫性血小板减少症已发布 Ia 期数据。

盈利预测与估值：我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 3.36、4.71、6.45 亿元，归母净利润分别为-0.16/0.14/0.88 亿元。我们看好公司进入加速发展阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：创新药物研发及上市的风险，高素质研发人才紧缺的风险，市场开拓和市场竞争风险，内部控制及管理风险，产品质量与药品安全风险，医药政策与医保支付调整风险，国际化和外部合作不确定性风险，股价波动的风险。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	364.18	324.82	336.12	471.15	645.38
增长率(%)	(33.66)	(10.81)	3.48	40.17	36.98
EBITDA(百万元)	90.36	85.20	(1.11)	28.60	96.86
归属母公司净利润(百万元)	(398.89)	(144.84)	(15.90)	14.29	87.74
增长率(%)	102.48	(63.69)	(89.02)	(189.85)	514.09
EPS(元/股)	(0.83)	(0.30)	(0.03)	0.03	0.18
市盈率(P/E)	(44.23)	(121.82)	(1,109.44)	1,234.84	201.09
市净率(P/B)	17.29	18.99	19.32	19.28	17.45
市销率(P/S)	48.45	54.32	52.49	37.45	27.34
EV/EBITDA	45.20	34.50	(15,391.79)	596.28	175.45

资料来源：wind，天风证券研究所

证券研究报告
2025 年 06 月 15 日

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	36.93 元
目标价格	55.24 元

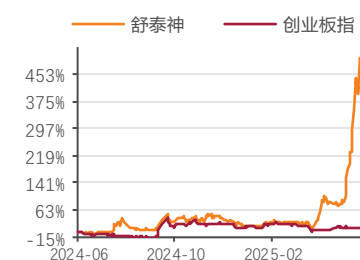
基本数据

A 股总股本(百万股)	477.77
流通 A 股股本(百万股)	471.94
A 股总市值(百万元)	17,644.14
流通 A 股市值(百万元)	17,428.72
每股净资产(元)	2.00
资产负债率(%)	18.89
一年内最高/最低(元)	37.98/5.41

作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
张雪	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020004	
zhangxue@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 舒泰神：深耕治疗性药物领域，创新研发驱动发展	4
1.1. 创立二十余载，专注创新药全产业链布局	4
1.2. 股权结构稳定，核心高管具有深厚研发底蕴	5
1.3. 研发蓄力，长期增长动能可期	6
2. 多管线研发梯次推进，临床突破蓄势长期动能	7
2.1. STSP-0601 波米泰酶 α ：血友病新药具有较高有效性，已提交附条件上市申请	7
2.1.1. 血友病诊疗成本高昂，国产药物提高治疗可及性	7
2.1.2. 波米泰酶 α Ib/II 期临床试验安全性、有效性优异	10
2.1.3. 国内附条件上市申请已获 CDE 受理，海外获 FDA 孤儿药认定	12
2.2. STSA-1002：急性呼吸窘迫综合征治疗方面表现出色，研发推进顺利	12
2.2.1. 急性呼吸窘迫综合征是 ICU 高发疾病	12
2.2.2. STSA-1002 有效阻断 ARDS 发生的上游机制，减轻 ARDS 的炎症反应	15
2.3. BDB-001 注射液：ANCA 相关性血管炎适应症纳入突破性疗法	15
2.4. STSP-0902 注射液：治疗少弱精子适应症已公布 Ia 期结果	16
2.4.1. 苏肽生的第四代迭代升级品种，在减痛、长效、人源等方向进行优化	16
2.4.2. 神经营养性角膜炎适应症正在推进早期临床试验	17
2.5. STSP-1301：原发性免疫性血小板减少症（ITP）已发布 Ia 期数据	17
2.5.1. 原发性免疫性血小板减少症是一种获得性自身免疫性出血性疾病	17
2.5.2. STSP-1301 作为 1 类新药，已完成 ITP 的 Ia 期临床试验	18
3. 深耕核心产品，创新驱动提高长期竞争力	18
3.1. 苏肽生：积极应对外部挑战，迭代升级深化临床应用	18
3.2. 舒泰清：国内清肠领域代表产品	19
3.3. 积极推进市场建设，不断丰富聚乙二醇产品线种类	20
4. 盈利预测与估值	20
4.1. 盈利预测	20
4.2. 估值与投资评级	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1：公司主营业务介绍	4
图 2：公司发展历程	4
图 3：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）	5
图 4：2020-2025Q1 公司营业收入、归母净利润及同比增速	6
图 5：2020-2025Q1 公司研发费用(百万元)	6
图 6：2020-2025Q1 公司销售毛利率及净利率(%)	7
图 7：2020-2025Q1 公司资产负债率(%)	7

图 8：公司在研项目研发进展	7
图 9：“凝血瀑布”，凝血因子（下标 a 表示活化状态）级联反应	8
图 10：诺其 2020-2024 年全球市场销售额（百万元）	9
图 11：诺其 2020-2024 年中国市场销售额（百万元）	9
图 12：人凝血酶原复合物（PCC）国内样本医院销售额（百万元）	10
图 13：凝血因子 X 激活剂注射用 STSP-0601 药物作用机制示意图	10
图 14：STSP-0601 注射液 Ib/II 期临床研究设计	11
图 15：活化部分凝血活酶时间（APTT）纠正试验示意图	11
图 16：带参数的正常凝血酶生成曲线	11
图 17：注射用波米泰酶 α 治疗伴抑制物血友病的疗效结果	12
图 18：ARDS 发生的病理生理机制	13
图 19：ARDS 的治疗策略	14
图 20：BDB-001 注射液作用机制示意图	16
图 21：NK 主要的发病机制	17
图 22：2020-2024 年苏肽生销售收入变化（百万元）	19
图 23：2023 年全国医院主要清肠剂药物市场占比	19
图 24：2020-2024 年舒泰清销售收入变化（百万元）	20
表 1：公司核心高管团队成员及背景	5
表 2：公司部分专利介绍	6
表 3：血友病分类	8
表 4：常见的血友病治疗药物及其特点	9
表 5：急性呼吸窘迫综合征 ARDS 定义	13
表 6：急性呼吸窘迫综合征 ARDS 流行病学数据	14
表 7：STSA-1002 注射液 ARDS 适应症 Ib/II 期结果	15
表 8：STSP-0902 注射液研发进展	17
表 9：STSP-1301 注射液研发进展	18
表 10：聚乙二醇产品线升级产品介绍	20
表 11：公司收入分类预测表（单位：百万元）	21
表 12：DCF 估值法预测每股权益价值（单位：元）	21

1. 舒泰神：深耕治疗性药物领域，创新研发驱动发展

1.1. 创立二十余载，专注创新药全产业链布局

舒泰神 2002 年成立于北京，2011 年在深交所创业板上市。公司深耕治疗性药物领域，聚焦感染性疾病、呼吸与重症、自身免疫系统疾病及神经系统疾病等。公司拥有较为完善的研发、生产、质量管理、营销以及配套体系，自主研制开发了国家 1 类新药——注射用鼠神经生长因子“苏肽生”和同时具有清肠和便秘两个适应症的清肠便秘类药物——聚乙二醇电解质散剂“舒泰清”。在研产品 STSP-0601 和 BDB-001 被 CDE 纳入突破性疗法。

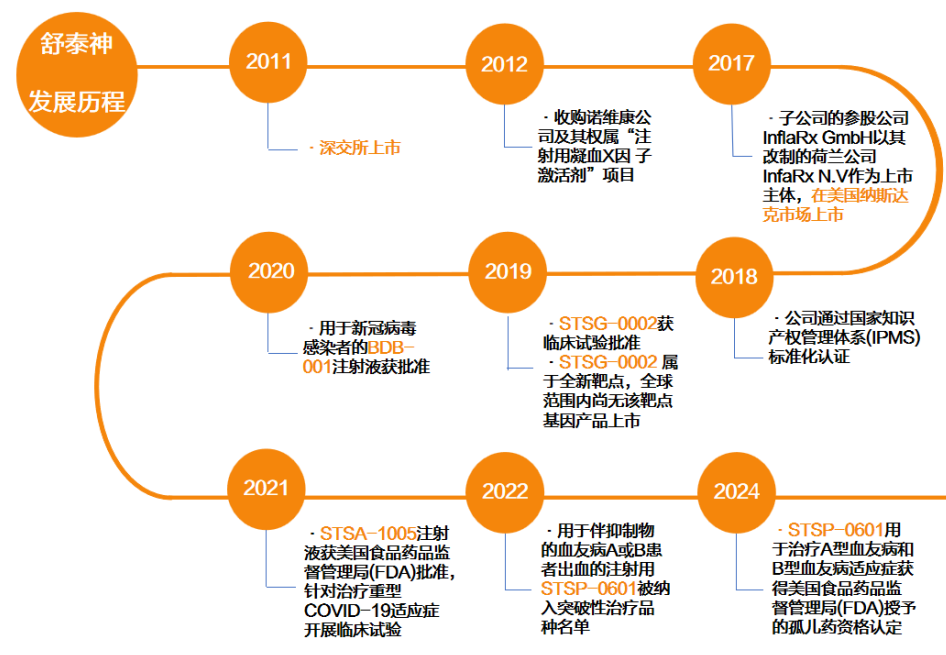
图 1：公司主营业务介绍



资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司成立至今在产品研发和商业化发展上不断沉淀。2012 年，公司收购诺维康公司及权属“注射用凝血 X 因子激活剂”项目，进一步巩固了公司的研发优势，增加研发项目的梯次化储备及产业化进程。2018 年，公司通过了国家知识产权管理体系(IPMS)标准化认证，标志着公司在知识产权创造、运用、管理和保护方面全面迈入国内领先水平。2024 年用于血友病适应症的 STSP-0601 获 FDA 孤儿药资格认定。

图 2：公司发展历程

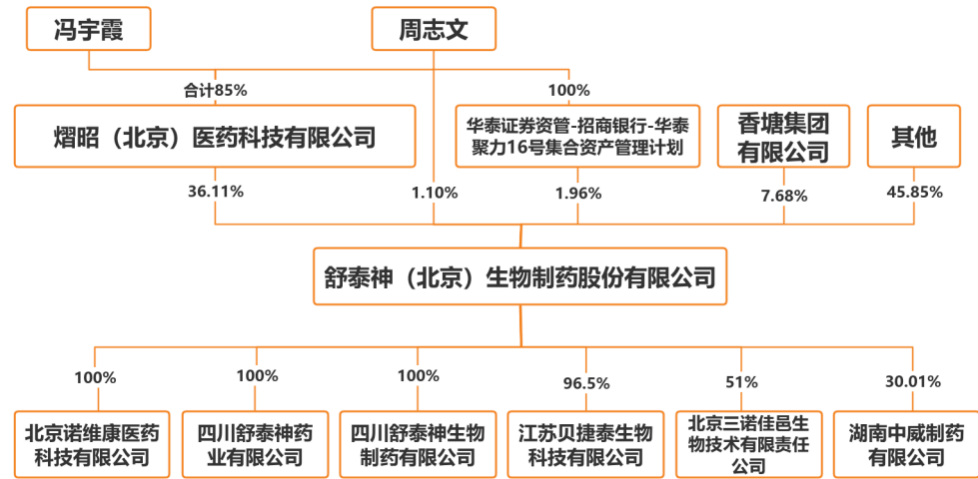


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构稳定，核心高管具有深厚研发底蕴

公司股权结构稳定，周志文先生、冯宇霞女士为其实际控制人。熠昭（北京）医药科技有限公司持有舒泰神 31.01%股份，周志文先生与冯宇霞女士为公司最大股东，分别持股 47.6% 和 37.4%。公司股权结构清晰。

图 3：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司核心高管团队拥有丰富的研发经验。公司董事长周志文先生深耕医药领域多年，亦是公司的核心技术人员之一，主持完成了多种药物研究，拥有多项专利。总经理兼财务负责人王超拥中国科学院遗传与发育生物学研究所，从业经验丰富。副总经理兼董事会秘书于茂荣拥有微生物学博士学位，曾在北京大学药学院从事博士后研究工作，曾任公司研发部门总监。临床研究中心总经理白雪莲已有 17 年新药临床研发相关工作经验。

表 1：公司核心高管团队成员及背景

姓名	职务	工作履历
周志文	董事长，董事	2002 年至 2009 年任舒泰神（北京）药业有限公司董事，2005 年至 2009 年任舒泰神（北京）药业有限公司总经理；2009 年至 2012 年任舒泰神（北京）生物制药股份有限公司董事长、总经理；2012 年至今任舒泰神（北京）生物制药股份有限公司董事长。现任北京三诺佳邑生物技术有限责任公司执行董事、STAIDSONHONGKONGINVESTMENTCOMPANYLIMITED 董事、浙江舒泰神投资有限公司执行董事、四川舒泰神生物制药有限公司执行董事。
王超	总经理、财务负责人	2004-2011 年毕业于中国科学院遗传与发育生物学研究所，获发育生物学博士学位。2011 年 07 月至 2018 年 09 月，任舒泰神（北京）生物制药股份有限公司项目负责人、部门经理；2018 年 09 月至 2020 年 08 月，任舒泰神（北京）生物制药股份有限公司高级研发总监；2020 年 08 月至 2021 年 08 月，任舒泰神（北京）生物制药股份有限公司副总经理；2021 年 08 月至今任舒泰神（北京）生物制药股份有限公司总经理。
于茂荣	副总经理，董事会秘书	2011 年 07 月，毕业于中国科学院，获微生物学博士学位；2015 年 12 月至 2022 年 11 月，在舒泰神（北京）生物制药股份有限公司研发部门历任项目负责人、部门经理、部门总监；2022 年 11 月至今任本公司董事会秘书、副总经理。
白雪莲	临床研究中心总经理	2006 年进入医药行业，2008 年起从事新药临床研发相关工作。2008 年 3 月至 2009 年 12 月，在大家制药研发（北京）有限公司，任临床研究助理；2009 年 12 月至 2017 年 2 月，在葛兰素史克（中国）投资有限公司/葛兰素史克（上海）医药研发有限公司任临床研究经理；2017 年 2 月至 2024 年 3 月，在上海君实生物医药科技股份有限公司历任临床开发总监、临床运营/项目总监及高级医学总监。2024 年 3 月加入公司，任临床研究中心总经理。

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司高度重视产品和技术的持续性创新，加快形成核心竞争力。公司经过多年积累，创新药物研发体系构建基本完成，具有聚焦产品线的项目储备，多专业的研发团队和技术支撑

平台。截至 2024 年末，公司研发人员共计 104 人，占员工总人数的比例为 21.14%。其中硕士以上学历人员 70 人，占研发人员总人数的 67.31%；博士以上学历人员 24 人，占研发人员总人数的 23.08%。

表 2：公司部分专利介绍

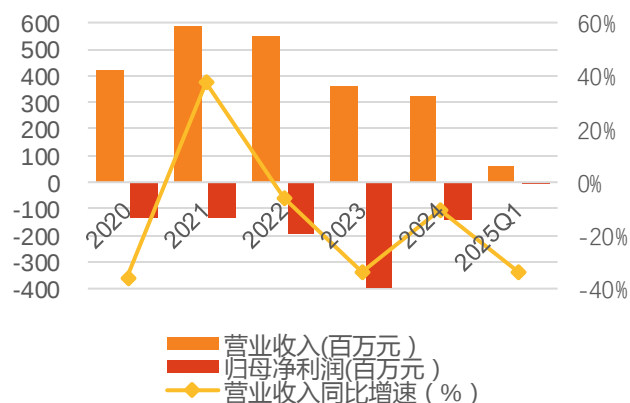
专利名称	公开公告号	专利简要介绍
特异性识别 LIGHT 的抗体及其应用	CN119998321A	涉及特异性地识别 LIGHT 的抗体或抗原结合片段，及其制备方法和用途。
一种分离的抗 GDF15 抗体及其制剂与应用	CN119954950A	本发明提供一种分离的抗 GDF15 抗体，用于治疗 GDF15 介导的疾病和病症。本发明还提供一种抗 GDF15 抗体制剂，所述制剂在冻融、振荡、高温、冷藏、加速条件下稳定性强，可保证该制剂在制备、运输及存储过程中保持良好的稳定性，保证临床用药安全性及质量可控性。
特异性识别 C5A 的抗体及其应用	CN114364695B	本申请涉及特异性识别补体组分 5a(C5a)的抗体或抗原结合片段，及其制备方法和用途。
用于治疗法布里病的腺相关病毒载体及其用途	CN114507692B	本发明公开了一种重组腺相关病毒(AAV)载体，包含 AAVX 衣壳和载体基因组，其中，所述载体基因组包含编码功能性 α -半乳糖苷酶 A 的核酸序列和引导 α -半乳糖苷酶 A 序列在宿主细胞中表达的调控序列。本发明还公开了所述重组腺相关病毒载体用于治疗法布里病的用途。
特异性识别假单胞菌 PCrV 的抗体及其用途	CN114072145A9	本发明提供了特异性识别假单胞菌 PCrV 的抗体，包括其抗原结合片段，还提供了其制备方法与用途。

资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 研发蓄力，长期增长动能可期

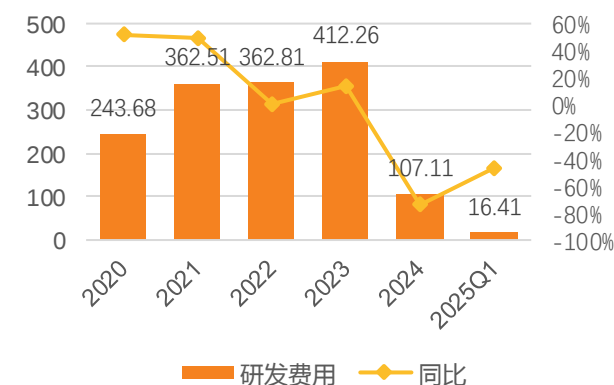
受到内外部因素综合影响，公司业绩短期承压。受外部因素和行业政策影响，公司主要产品销售收入有所下降，2024 年实现营业收入 3.25 亿元，同比下降 10.81%，其中，舒泰清实现销售收入 1.79 亿元，占营业收入的 55.16%，同比下降 8.20%；苏肽生实现销售收入 1.34 亿元，占营业收入的 41.21%，同比下降 17.30%；复方聚乙二醇(3350)电解质散（舒斯通）纳入《2023 年国家医保目录》，2024 年实现销售收入 771 万元；阿司匹林肠溶片 2024 年实现销售收入 396 万元；2024 年公司归母净利润为-1.45 亿元，同比 2023 年减亏。2025 年第一季度公司实现营业收入 6321.40 万元，同比下降 33.45%。公司多个在研项目所对应的多项适应症在持续推进临床试验中，研发投入持续处于较高水平。

图 4：2020-2025Q1 公司营业收入、归母净利润及同比增速



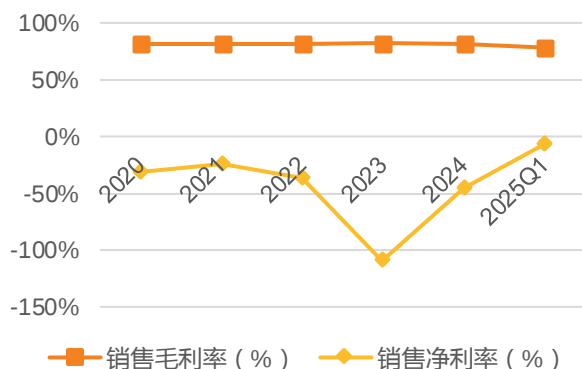
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2020-2025Q1 公司研发费用(百万元)



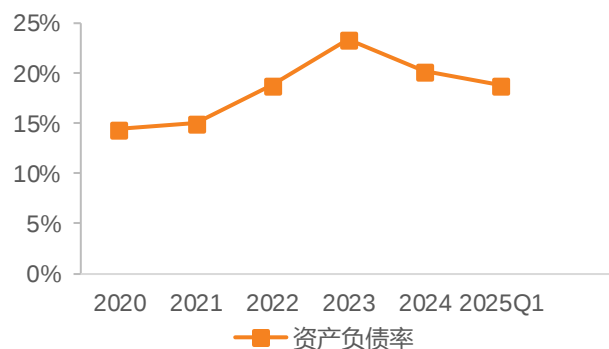
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2020-2025Q1 公司销售毛利率及净利率(%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2020-2025Q1 公司资产负债率(%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 多管线研发梯次推进，临床突破蓄势长期动能

公司在研产品的临床试验有序推进，多个 1 类创新生物药的多项适应症在临床试验阶段持续推进，尚有作为“种子”的多项创新生物药处于生物学/药学研究及临床前研究阶段。2024 年以来，公司集中资源推进项目研发，其单抗药物、蛋白药物、基因药物、化学药物研发取得阶段性进展，未来公司将围绕神经系统疾病、呼吸与重症、感染性疾病、自免性疾病等深耕领域稳定推进具有竞争力的多个研发项目至 IND 申报，并将资源投入重点聚焦至临床阶段研发项目的推进。

图 8：公司在研项目研发进展

药物类型	项目名称	适应症	临床前研究	IND	I期临床	II期临床	III期临床	NDA
单抗药物	韦洛利单抗 (BDB-001)	中重度化脓性汗腺炎 (HS)	■	■	■	■	■	■
		ANCA相关性血管炎	■	■	■	■	■	■
	STSA-1002 注射液	急性呼吸窘迫综合征 (ARDS)	■	■	■	■	■	■
	STSA-1002 皮下注射液	ANCA相关性血管炎	■	■	■	■	■	■
	STSA-1201 皮下注射液	哮喘	■	■	■	■	■	■
	STSA-1301 皮下注射液	原发性免疫性血小板减少症 (ITP)	■	■	■	■	■	■
	STSA-1001 注射液	癌痛	■	■	■	■	■	■
	SBT-1901注射液	局部晚期或转移性实体瘤	■	■	■	■	■	■
	多个创新单克隆抗体药物		■	■	■	■	■	■
蛋白药物	波米泰酶α (STSP-0601)	伴有抑制物的血友病A或B患者出血按需治疗	■	■	■	■	■	■
		不伴抑制物的血友病A或B患者出血按需治疗	■	■	■	■	■	■
	苏肽生新增适应症项目	糖尿病足溃疡	■	■	■	■	■	■
	STSP-0902注射液	少弱精子症	■	■	■	■	■	■
	STSP-0902滴眼液	神经营养性角膜炎	■	■	■	■	■	■
基因药物	治疗艾滋病的细胞治疗药物	艾滋病病毒感染相关疾病	■	■	■	■	■	■
药物类型	项目名称	适应症	生产报批					
化学药物	聚乙二醇3350散	用于缓解偶发性便秘 (不规律)	■	■	■	■	■	■

注：状态栏显示临床试验地点

资料来源：公司年报，天风证券研究所

2.1. STSP-0601 波米泰酶α：血友病新药具有较高有效性，已提交附条件上市申请

2.1.1. 血友病诊疗成本高昂，国产药物提高治疗可及性

血友病是一种 X 染色体连锁的隐性遗传性出血性疾病，其遗传特点是男性发病，女性携带。根据所缺乏的凝血因子不同，可分为血友病 A、血友病 B、血友病 C。血友病的临床特征性表现为出血倾向，主要表现为关节、肌肉和深部组织出血等。若反复出血，不及时治疗

可导致关节畸形和（或）假肿瘤形成，严重者可危及生命。血友病目前仍无彻底治愈的疗法，凝血因子替代治疗是首选的治疗方法。

表 3：血友病分类

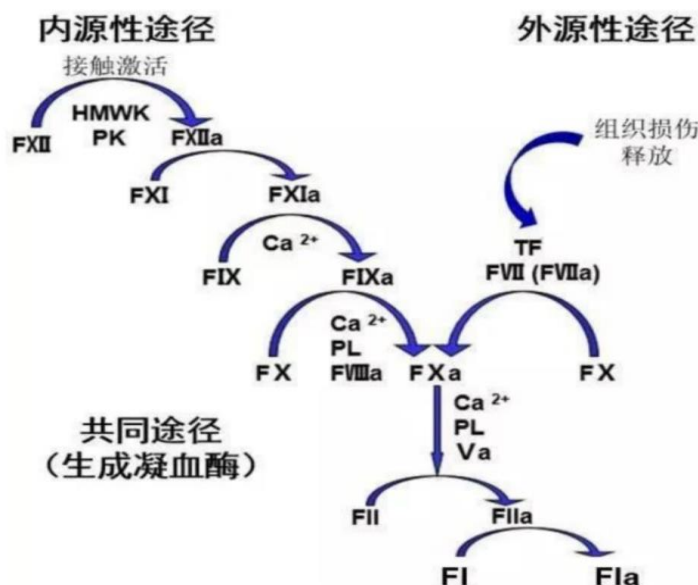
类型	简介
A 型血友病	最常见的类型，X 连锁隐性遗传，缺乏 VIII 因子
B 型血友病	同样为 X 连锁隐性遗传，缺乏 IX 因子
C 型血友病	染色体不完全隐性遗传，缺乏 XI 因子

资料来源：北京清华长庚医院妇产科公众号，湖北省妇幼保健院公众号，天风证券研究所

国内血友病治疗费用高昂，创新治疗方法显得遥不可及。现阶段，血友病的主要治疗方案为因子替代疗法，接受因子替代疗法的患者需要终身用药，可在一定程度上控制病情，但无法彻底治愈血友病。尽管血友病治疗药物多已纳入医保目录，患者仍需要自付 20-30% 的药费。以报销 70%（国内大致医保平均值）计算，伴抑制物血友病患者的按需治疗，一次出血止血报销后患者仍需自付治疗费用为 2 千至 2 万余元不等。为血友病患者提供高效、可及的治疗药物是研发的重要目标。

凝血过程有着精妙的调节，被形象地称为“凝血瀑布”；其生物化学实质是血浆中的凝血因子的一系列酶反应，上游因子活化其下游因子，最终凝血酶原(FII)转变为凝血酶(FIIa)，后者将可溶性纤维蛋白原(FI)变成不可溶的纤维蛋白(FIa)。正常情况下，体内的凝血因子都是未活化状态，只是流淌在血液中被血管内皮隔离，此外，体内有许多“闸门”，防止凝血瀑布一泻千里，形成凝血块堵塞正常血管。而当我们受伤时，凝血瀑布需要战胜级联反应路上的各种抵抗力量，形成凝血块堵住血管破口，避免失血过多，即生理性止血。

图 9：“凝血瀑布”，凝血因子(下标 a 表示活化状态)级联反应



资料来源：中国科学院昆明植物研究所，天风证券研究所

替代治疗仍是血友病的主要治疗方法，若有出血应及时给予足量的替代治疗。根据替代治疗的方式可以分为按需治疗和预防治疗（规律性替代治疗），而不同的血友病患者则需要选择不同的药物：血友病 A 患者替代治疗首选基因重组 FVIII 制剂或病毒灭活的血源性 FVIII 制剂。若无上述条件，可选用冷沉淀或新鲜冰冻血浆等。血友病 B 患者替代治疗首选基因重组 FIX 制剂或病毒灭活的血源性凝血酶原复合物，仅在上无上述条件时可选用新鲜冰冻血浆等。

目前常见的血友病药物主要包括：重组人凝血因子 VIII(rFVIII)，血浆源性浓缩凝血因子 VIII(PdFVIII)，重组人凝血因子 IX(rFIX)，凝血酶原复合物(PCC)，重组人凝血因子 VII，艾美赛珠单抗注射液，新鲜冰冻血浆(FFP)，冷沉淀 FFP。

表 4：常见的血友病治疗药物及其特点

治疗药物	特点
重组人凝血因子Ⅷ(rFⅧ)	用于血友病 A 的按需及预防治疗。这类药品储存、配制及使用较为方便。近几年也有新型的延长半衰期的产品上市。
血浆源性浓缩凝血因子Ⅷ(PdFⅧ)	用于血友病 A 的按需及预防治疗，中等纯度产品也可用于血管性血友病的治疗。是将大量血浆中的 FⅧ提取、浓缩而成的血制品。
重组人凝血因子Ⅸ(rFIX)	用于血友病 B 的按需及预防性治疗。
凝血酶原复合物(PCC)	用于血友病 B 的按需及预防治疗，以及伴有 FⅧ抑制物的血友病 A 的治疗。凝血酶原复合物是血浆浓缩后的制剂。
重组人凝血因子Ⅶ	用于血友病 A 伴抑制物患者、血友病 B 伴抑制物患者的治疗。药品储存、配制及使用较为方便，每 2~3 小时注射 1 次。
艾美赛珠单抗注射液	非凝血因子类产品，这是一种仅皮下注射的药物，经充分规范的皮下注射技术培训并取得医生许可后，血友病患者可在家庭中使用艾美赛珠单抗注射液。
新鲜冰冻血浆(FFP)	FFP 中含有各种凝血因子，但每种因子的量较少，因此，对于血友病 A 或血友病 B 治疗，仅在无法获得其他产品时使用 FFP。
冷沉淀	FFP 在低温解冻后，产生的白色的絮状沉淀就是冷沉淀。相比于 FFP，冷沉淀含有较多的 FⅧ、纤维蛋白原及血管性血友病因子，可用于血友病 A 的治疗;在无法获得 PdFⅧ时，也可以用于血管性血友病的治疗。

资料来源：血友之家公众号，罗氏官网，天风证券研究所

注：新鲜冰冻血浆是从义务献血者捐献的血液分离提取制成的血液制品经过病毒检测，但是未经过病毒灭活。血友病患者使用 FFP 会有病毒感染的风险，需要定期检测相关指标。

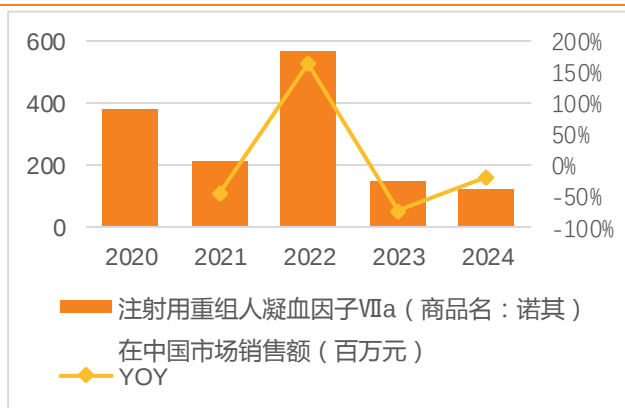
注射用重组人凝血因子 VIIa 为诺和诺德的产品，商品名为诺其（Novo Seven），主要用于治疗存在Ⅷ因子（FⅧ）或Ⅸ因子（FIX）中和抗体的先天性血友病和继发性血友病患者的自发性或手术性出血。从全球销售范围看，Novo Seven 在 2024 年销售收入达到约 88.64 亿元人民币。

图 10：诺其 2020-2024 年全球市场销售额（百万元）



资料来源：Novo Nordisk 年报，天风证券研究所

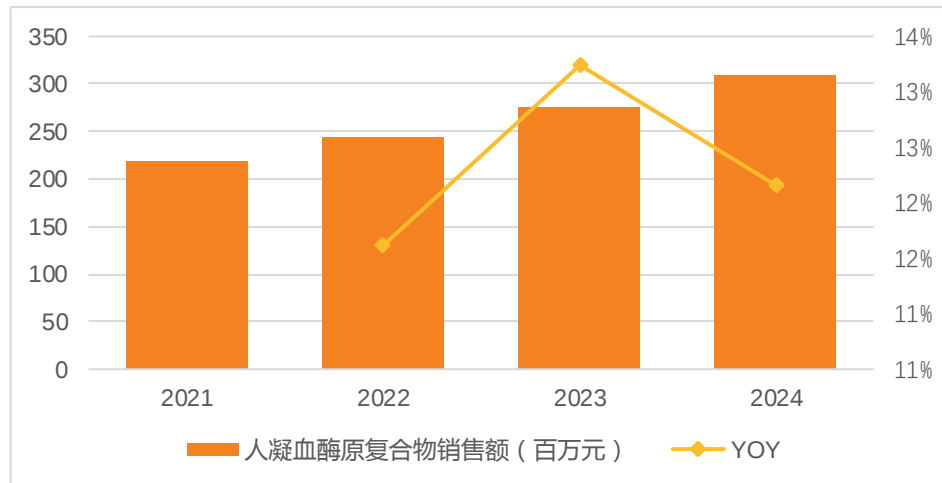
图 11：诺其 2020-2024 年中国市场销售额（百万元）



资料来源：Novo Nordisk 年报，天风证券研究所

人凝血酶原复合物（PCC）主要用于治疗先天性和获得性凝血因子Ⅱ、Ⅶ、Ⅸ、Ⅹ缺乏症（单独或联合缺乏），包括凝血因子Ⅸ缺乏症（乙型血友病）、抗凝剂过量、维生素 K 缺乏症等。人凝血酶原复合物 2024 年国内样本医院销售额为 3.10 亿元，整体呈稳定上升趋势。

图 12：人凝血酶原复合物（PCC）国内样本医院销售额（百万元）



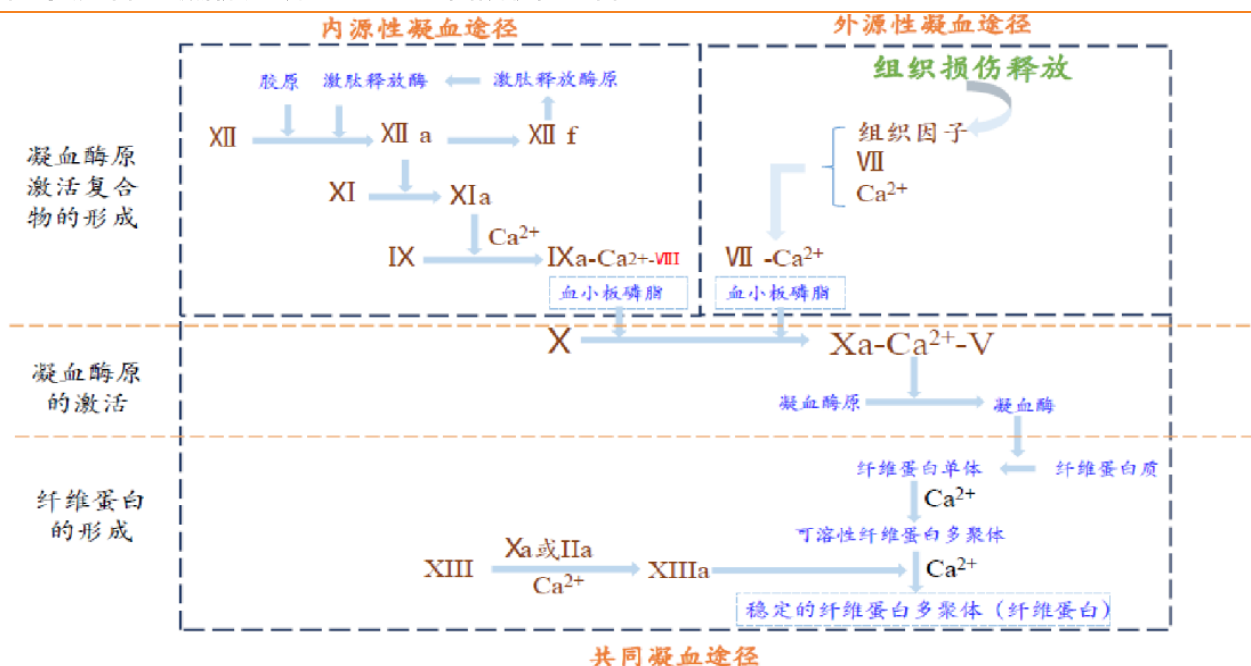
资料来源：医药魔方数据库，天风证券研究所

2.1.2. 波米泰酶 α Ib/II 期临床试验安全性、有效性优异

公司自主研发的血友病 1 类新药——凝血因子 X 激活剂注射用 STSP-0601（中文通用名：波米泰酶 α）是由圆斑蝥蛇毒液分离纯化而得的凝血因子 X 激活剂。该蛋白含有高度复杂的糖基化修饰，所携带糖链多为富含唾液酸的多天线糖型。注射用 STSP-0601 未来有望广泛应用于多种凝血障碍，如 A 型和 B 型血友病的按需治疗。从作用机理上，注射用 STSP-0601 可以特异性地激活 FX，使活性部位充分暴露生成 FXa，FXa 进而与损伤部位激活的血小板、FVa 以及钙离子形成凝血酶原“酶”复合物，从而增加凝血酶生成，凝血酶激活损伤部位的血小板和 FV、FVIII 并通过纤维蛋白原向纤维蛋白转换达到出血患者止血的目的。

STSP-0601 目前有两个适应症处于临床研究阶段，分别是伴抑制物血友病患者按需治疗和不伴抑制物血友病患者按需治疗。根据相关研究数据，国内预计血友病患者在 10 万人以上，预计接近三分之一的重度患者在接受凝血因子补充疗法的长期规范治疗后，会产生抑制物。在伴抑制物血友病方向，STSP-0601 已获得 CDE 突破性疗法认定。

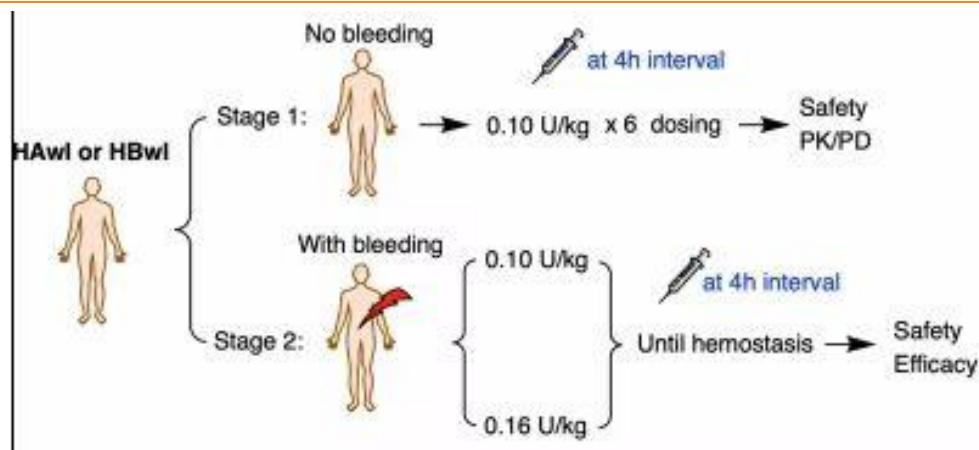
图 13：凝血因子 X 激活剂注射用 STSP-0601 药物作用机制示意图



资料来源：公司官网，天风证券研究所

注射用 STSP-0601 用于伴有抑制物的血友病 A 或 B 患者出血按需治疗已提交附条件上市申请。STSP-0601 注射液 Ib/II 期试验的评价指标分为：疗效评价（主要评价指标是有效止血率）、药代动力学/药效动力学评价、免疫原性评价、安全性评价。有效止血疗效评价，是国内外临床试验中评价治疗伴抑制物血友病疗效的主要疗效指标之一，也是国际公认的血友病疗效评价方法。在 STSP-0601 注射液 Ib/II 期试验中有效止血率 > 94%。同时，STSP-0601 注射液 Ib/II 期试验中还使用了药代动力学/药效动力学评价、免疫原性评价、安全性评价指标，其中 APTT 和 TG 属于药效动力学评价指标。

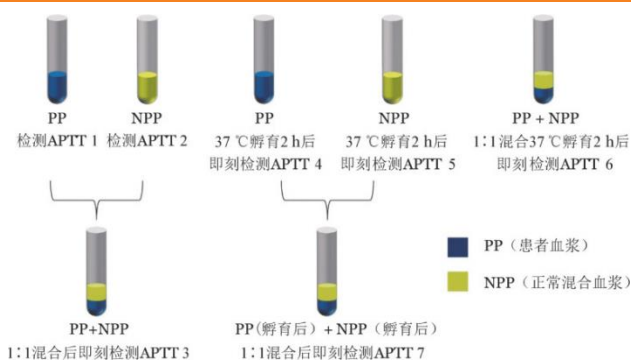
图 14：STSP-0601 注射液 Ib/II 期临床研究设计



资料来源：舒泰神公众号，天风证券研究所

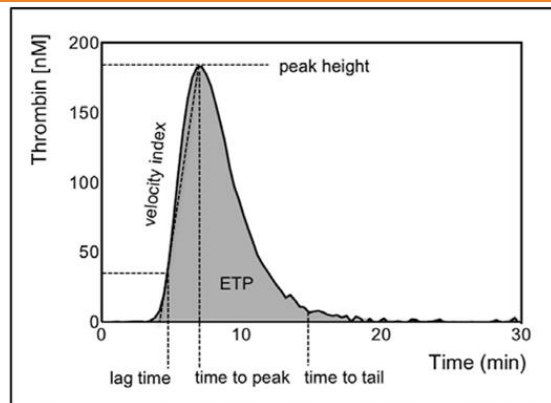
APTT 和 TG 是血友病临床试验中通常采用的药效动力学评价指标。活化部分凝血活酶时间（Activated Partial Thromboplastin Time, APTT）测定的是血浆暴露于激活接触因子的物质后发生凝固所需要的时间，反映内源凝血途径特别是第一阶段的凝血因子综合活性的一项凝血功能检查指标，广泛用于过筛测定内源途径凝血因子的缺陷，APTT 是血友病临床试验中通常采用的药效动力学评价指标之一。凝血酶生成试验（Thrombin generation test, TG）中的凝血酶是凝血级联反应中最为关键的酶，受到凝血因子和抗凝蛋白的调节，催化纤维蛋白原转化为纤维蛋白，检测凝血酶的浓度和活性能反应个体的凝血系统的状态。TG 曲线的特征是一个起始阶段，然后是大量凝血酶的形成，然后是天然抗凝剂对凝血酶的抑制。延迟时间定义为达到峰高处凝血酶量的 1/6 所需的时间。峰值代表实验过程中形成的活性凝血酶的最大浓度。达峰时间是达到峰高的时间。ETP 定义为曲线下的面积，代表治疗样品可以产生的总凝血酶的量。速度系数是凝血酶扩增阶段的最大斜率，反应凝血酶的生成速率。TG 峰值降低可见于血友病 A、血友病 B 等疾病。因此，TG 峰值也是血友病临床试验中通常采用的药效动力学评价指标之一。

图 15：活化部分凝血活酶时间（APTT）纠正试验示意图



资料来源：《血友病合并抑制物诊断与治疗中国指南（2023 年版）》，天风证券研究所

图 16：带参数的正常凝血酶生成曲线



资料来源：舒泰神公众号，天风证券研究所

注射用 STSP-0601 Ib/II 期临床试验结果显示 12h 有效止血率 > 94%。注射用 STSP-0601

的 Ib/II 期临床试验临床结果表明：12h 有效止血率 > 94%，药物能增加凝血酶的产生，缩短活化部分凝血活酶时间(APTT)，提高凝血酶（TG）峰值，且呈剂量依赖性，接受治疗的病人没有出现严重的不良反应，特别是有无血栓栓塞事件发生，也未发现与试验药物相关的抗药抗体产生。

图 17：注射用波米泰酶 α 治疗伴抑制物血友病的疗效结果

Bleeding sites	0.10 U/kg (N=20)	0.16 U/kg (N=37)
All sites		
Number of successes, n (%)	127 (94.07)	192 (96.48)
95% CI (%)	88.66, 97.41	92.89, 98.57
Number of episodes	135	199
Joints		
Number of successes, n (%)	65 (92.86)	123 (96.09)
95% CI (%)	84.11, 97.64	91.12, 98.72
Number of episodes	70	128
Muscles		
Number of successes, n (%)	38 (95.00)	42 (95.45)
95% CI (%)	83.08, 99.39	84.53, 99.44
Number of episodes	40	44
Other sites		
Number of successes, n (%)	24 (96.00)	27 (100.00)
95% CI (%)	79.65, 99.90	87.23, 100.00
Number of episodes	25	27

资料来源：舒泰神公众号，天风证券研究所

2.1.3. 国内附条件上市申请已获 CDE 受理，海外获 FDA 孤儿药认定

注射用 STSP-0601 IIb 期研究结果显示，STSP-0601 用于伴抑制物的血友病 A 或 B 患者出血按需治疗的疗效显著。注射用 STSP-0601 的 12h 止血率为 81.94%，优于单组目标值（OPC），差异具有统计学意义（ $P < 0.0001$ ），达到了预设的主要有效性终点。进一步分析结果显示，本品治疗的首次出血访视的 12h 有效止血率为 88.00%，本品治疗的靶关节出血访视有效止血率为 86.96%，且无论是血友病类型 A 或 B，都可以实现有效止血。本品止血起效快，在实现有效止血的出血访视中，平均给药次数（±标准差）为 1.9 ± 0.7 次，77.12% 的出血访视给药 1~2 次即可有效止血。

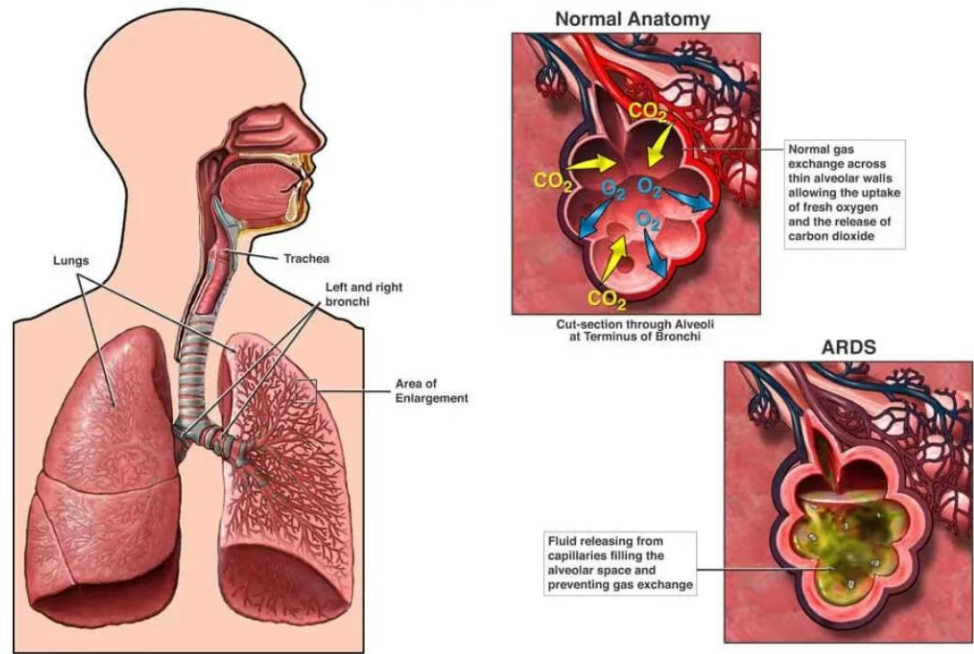
IIb 期研究结果显示，STSP-0601 安全性良好。36.00%受试者报告了与试验药物相关的不良事件，大多为 1 级，无需治疗可自行恢复，未报告 3 级及以上不良事件，未报告与试验药物有关的严重不良事件，未报告血栓栓塞事件。鉴于 IIb 期临床数据达到了预设的主要有效性终点，STSP-0601 已提交附条件上市申请，并于 2025 年 5 月 26 日获得了 CDE 的优先审评。海外市场方面，注射用 STSP-0601 用于治疗 A 型血友病和 B 型血友病的适应症获得美国食品药品监督管理局（FDA）授予的孤儿药资格认定。

2.2. STSA-1002：急性呼吸窘迫综合征治疗方面表现出色，研发推进顺利

2.2.1. 急性呼吸窘迫综合征是 ICU 高发疾病

急性呼吸窘迫综合征 ARDS 在临床上主要表现为进行性呼吸窘迫和顽固性低氧血症。急性呼吸窘迫综合征（acute respiratory distress syndrome, ARDS）是指心源性以外的各种肺内、外致病因素导致弥漫性肺间质和肺泡水肿，临床表现为急性起病，进行性呼吸困难加重，弥漫性肺浸润为主要特点。ARDS 发生的实质是肺泡上皮受损引起的肺上皮屏障遭破坏，以及肺泡毛细血管通透性增高。感染、创伤后的炎症反应失控是导致肺泡上皮细胞损伤和肺血管通透性增加的根本原因，是导致 ARDS 发生和发展重要机制。感染、创伤等因素虽然可直接损伤上皮细胞并活化内皮细胞，但通过诱发炎症进而对细胞的损害则更严重。

图 18：ARDS 发生的病理生理机制



资料来源：中山一大内公众号，天风证券研究所

ARDS 这一概念于 1967 被 Ashbaugh 等人首次提出，历经数次更新，直到 2012 柏林定义发布后，该定义被广泛应用。2012 柏林定义诊断 ARDS 基础为患者接受至少 5 cmH₂O 的呼气末正压（PEEP）条件下，氧合指数（PaO₂/FiO₂）≤300 mmHg。按照疾病严重程度，ARDS 分为轻度、中度及重度。

表 5：急性呼吸窘迫综合征 ARDS 定义

指标	2012 柏林定义	2023 指南	Global 定义	
发病时间	已知临床发病或呼吸症状新发或加重后一周内	不确定	1 周	
影像	胸片/胸部 CT：双侧浸润影，不能完全用积液、大叶/肺不张或结节解释	考虑取消胸片作为诊断标准或改为单侧浸润影	胸片、胸部 CT、超声提示双侧浸润影	
水肿原因	呼吸衰竭不能完全用心力衰竭或液体过度负荷来解释；如无相关危险因素，需行客观检查（如超声心动图）以排除静水压增高型肺水肿	未提及	临床判断可诊断	
氧合状态	轻度：200mm Hg < PaO ₂ /FiO ₂ ≤ 300 mm Hg 且 PEEP 或 CPAP ≥ 5cmH ₂ O	考虑	未插管患者	插管患者
	中度：100mm Hg < PaO ₂ /FiO ₂ ≤ 200 mm Hg 且 PEEP 或 CPAP ≥ 5cmH ₂ O	SpO ₂ /FiO ₂ 代替 PaO ₂ /FiO ₂	PaO ₂ /FiO ₂ ≤ 300 mm Hg；	轻度：200 < PaO ₂ /FiO ₂ ≤ 300 或 235 ≤ SpO ₂ /FiO ₂ ≤ 235，且 SpO ₂ ≤ 97%
	重度：PaO ₂ /FiO ₂ ≤ 100 mm Hg 且 PEEP ≥ 5cmH ₂ O	考虑取消	HFNO 30L/分	中度：100 < PaO ₂ /FiO ₂ ≤ 200 或 148 < SpO ₂ /FiO ₂ ≤ 235，且 SpO ₂ ≤ 97%
		PEEP ≥ 5cmH ₂ O	或 NIV/CPAP ≥ 5cm H ₂ O 条件下：SpO ₂ /FiO ₂ ≤ 315，且 SpO ₂ ≤ 97% H ₂ O	重度：PaO ₂ /FiO ₂ ≤ 100 或 SpO ₂ /FiO ₂ ≤ 148，且 SpO ₂ ≤ 97%

资料来源：中国医学论坛报今日呼吸公众号，天风证券研究所

注：NIV：Non-invasive ventilation，无创通气；CPAP：Continuous positive airway pressure，持续气道正压通气

ARDS 约占重症监护病房 (ICU) 入院的 10%，病死率约 39.4%。成人 ARDS 的发病率约为每年 (17.6~64.0) /10 万。ARDS 的加权平均死亡率为 39.4% (95%CI: 37.0%~41.8%)。根据《中国成人急性呼吸窘迫综合征 (ARDS) 诊断与非机械通气治疗指南 (2023)》，全球范围内的调查显示，ARDS 患者占 ICU 总住院患者的 10.4%，且 ARDS 患者死亡风险与疾病严重程度相关，轻、中、重度 ARDS 的死亡风险分别为 34.9%、40.3%和 46.1%。

表 6：急性呼吸窘迫综合征 ARDS 流行病学数据

类别	数据
发病率	(17.6~64.0) /10 万
ICU 患者发病率	10.4%
病死率	39.4% (95%CI: 37.0%~41.8%)
疾病严重程度相关病死率	轻、中、重度 ARDS 的死亡风险分别为 34.9%、40.3%和 46.1%

资料来源：《中国成人急性呼吸窘迫综合征 (ARDS) 诊断与非机械通气治疗指南 (2023)》，舒泰神公众号，SADANA D. et al. Mortality associated with acute respiratory distress syndrome, 2009 -2019: a systematic review and meta-analysis [J].

Critical care and resuscitation : journal of the Australasian Academy of Critical Care Medicine, 2022, 24(4): 341 -51, 天风证券研究所

ARDS 至今无特效治疗方法，目前治疗策略以消除原发病和支持治疗为主。治疗方式具体包括以下四点：

- 1、积极治疗原发病：**积极治疗原发病，尽早去除诱因是治疗 ARDS 的首要原则。
- 2、呼吸支持治疗：**轻度 ARDS 可用高流量鼻导氧 (HFNO)；中重度 ARDS 采用小潮气量 (4-8 mL/kg)、PEEP $\geq$ 5 cmH₂O 机械通气，平台压 $\leq$ 30 cmH₂O；循环稳定者每日俯卧位 $\geq$ 12 h；重症且氧合难以维持者考虑 ECMO。
- 3、炎症反应的调节治疗：**发病 7 天内小至中剂量甲基强的松龙静滴 3 - 4 周,随后减量；不宜晚期或预防性使用。
- 4、镇静与肌松：**重度 ARDS 患者早期短时间 (48h) 应用神经肌肉阻滞剂明显改善 ARDS 预后。

图 19：ARDS 的治疗策略



资料来源：中山一大内公众号，天风证券研究所

药物治疗方面：

- 1. 激素的常规应用仍存在争议：**炎症反应失控是 ARDS 发生和发展的重要机制。在初始的渗出阶段，肺部病理生理改变以先天性免疫系统驱动的促炎反应为主；在后续的修复阶段，病原体、促炎因子和凋亡的炎症细胞逐渐被清除；在远期阶段，纤维母细胞增生和细胞外基质沉积可能导致肺纤维化。激素可以调控全身炎症反应，因而被认为能改善 ARDS 患者病情和预后，但激素在众多 ARDS 临床试验中的结果相互矛盾。尽管有一些研究提示其能改善 ARDS 的预后，但目前对 ARDS 患者是否应该常规应用激素仍然存在争议。如何在众多病情复杂的 ARDS 患者中识别出真正能从激素获益的患者，如何选择激素的使用时

机和剂量，以及激素是否可以改善 ARDS 患者的远期预后，是目前临床中亟待进一步研究和解决的问题。

2. 他汀类药物和 $\beta 2$ 受体激动剂可能有害：他汀类药物可以通过抑制 3-羟基-3-甲基戊二酰辅酶 A 调节炎症反应，与激素一样可能会改善 ARDS 预后。 $\beta 2$ 受体激动剂可以增加肺泡上皮细胞 Na 的转运，促进肺泡上皮的修复，从而加速肺水肿的消退，也被认为可以缓解 ARDS 病情。尽管他汀类药物和 $\beta 2$ 受体激动剂在临床前研究中对 ARDS 有较好疗效，但一些临床研究证实两者对 ARDS 患者无益甚至可能有害，因此不支持对其进行更大规模临床研究。

2.2.2. STSA-1002 有效阻断 ARDS 发生的上游机制，减轻 ARDS 的炎症反应

STSA-1002 是一种重组抗人补体蛋白 C5a (hC5a) 的全人源 IgG1 单克隆抗体 (mAb)。ARDS 的致病机制复杂，包括免疫细胞激活、凝血过程、血管内皮通透性调节、内皮和上皮细胞间屏障作用、离子通道功能调节等，针对单一机制可能对疾病进程的抑制效果甚微。STSA-1002 通过抑制 C5a 可有效阻断其对中性粒细胞的趋化、NETs 形成、纤维蛋白生成；阻断中性粒细胞介导的免疫激活、对血管内皮和上皮细胞的破坏、血管通透性增加和凝血过程，从而阻断 ARDS 发生的上游机制，减轻 ARDS 的炎症反应。

2025 年 5 月 28 日，公司发布 STSA-1002 注射液用于急性呼吸窘迫综合征 (ARDS) 适应症的 Ib/II 期顶线数据 (Topline Data) 初步统计分析结果。主要疗效指标为 28 天内临床缓解时间，通过竞争模型分析，低剂量组和高剂量组相对于对照组的风险比 (Hazard Ratio, HR) 分别为 1.04、1.55，试验组缩短达到临床缓解的时间 2~5 天。次要疗效指标中，低剂量组、高剂量组和对照组的 28 天全因死亡率分别为 26.67%、5.88% 和 40%，低剂量组和高剂量组较对照组分别相对降低死亡率 33.33%、85.3%。

其他改善临床缓解状态的次要疗效指标显示，低剂量组、高剂量组、对照组的第 14 天临床缓解率为 73.33%、76.47%、66.67%；第 28 天临床缓解率为 73.33%、82.35%、66.67%；低剂量组、高剂量组、对照组第 28 天呼吸支持治疗方式降低 ≥ 1 级的受试者比例分别为 53.33%、82.35%、46.67%；低剂量组、高剂量组、对照组第 28 天 PaO₂/FiO₂ > 300mmHg 的受试者比例分别为 66.67%、70.59%、53.33%；试验组缩短第 28 天 ICU 平均住院时间 3.5~4 天，缩短平均总住院时间 1.2~3.7 天。在本研究的给药剂量和频率下，STSA-1002 注射液在 ARDS 患者中安全性、耐受性良好。

表 7：STSA-1002 注射液 ARDS 适应症 Ib/II 期结果

结局指标	结局指标类别	低剂量组 (%)	高剂量组 (%)	对照组 (%)
主要疗效指标	28 天内临床缓解时间-相对于对照组的 风险比 (Hazard Ratio, HR)	1.04	1.55	
次要疗效指标	28 天全因死亡率	26.67	5.88	40
其他次要疗效指标	第 14 天临床缓解率	73.33	76.47	66.67
	第 28 天临床缓解率	73.33	82.35	66.67
	第 28 天呼吸支持治疗方式降低 ≥ 1 级的受试者比例	53.33	82.35	46.67
	第 28 天 PaO ₂ /FiO ₂ > 300mmHg 的 受试者比例	66.67	70.59	53.33

资料来源：公司公告，天风证券研究所

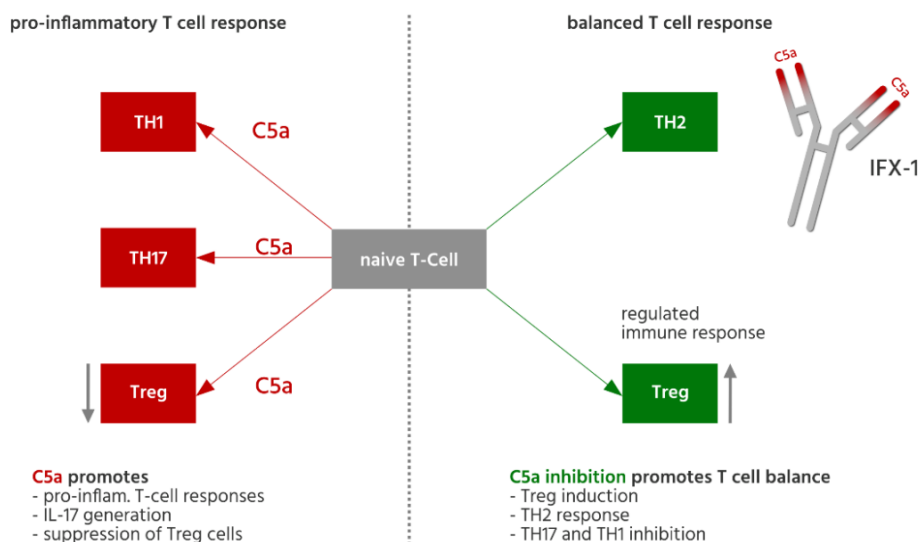
2.3. BDB-001 注射液：ANCA 相关性血管炎适应症纳入突破性疗法

BDB-001 注射液为抗人补体成分 C5a 的重组单克隆抗体注射液。C5a 通过结合其受体 C5aR 发挥其生物学功能。该单克隆抗体药物通过特异性结合补体成分 C5a，使 C5a 丧失结合受体的能力，从而阻断其诱导的生物学功能，如中性粒细胞趋化、细胞内溶菌酶的释放、炎症因子水平的上升和氧呼吸爆发等。

从作用机理上，单克隆抗体药物 BDB-001 注射液针对的靶点是 C5a。C5a 具有强烈的趋

化作用，可以诱导中性粒细胞、嗜酸粒细胞和单核细胞向炎症部位的移动。此外，C5a 对免疫应答有明显增强作用，可诱导单核细胞分泌 IL-1、IL-6、IL-8 及 TNF- α 等细胞因子。因此提示阻断 C5a 具有对化脓性汗腺炎(Hidradenitis suppurativa, HS)强有力的治疗潜力，其可以有效控制导致 HS 关键致病因素的炎症因子水平，从而控制 HS 相关疾病症状。

图 20：BDB-001 注射液作用机制示意图



资料来源：舒泰神公众号，天风证券研究所

BDB-001 注射液用于治疗中重度化脓性汗腺炎的 BDB-001 注射液已经取得 II 期临床研究总结报告。研究表明，BDB-001 注射液按照方案拟定的给药方式，在 HS 患者中显示了良好的安全性、耐受性。BDB-001 注射液在 HS 患者中显示出一定的疗效趋势，改善了 HiSCR 等疗效指标。BDB-001 注射液按照方案拟定的给药方式，对中重度化脓性汗腺炎患者中具有较弱的免疫原性，对细胞因子和淋巴细胞分型无明显影响。

BDB-001 注射液用于抗中性粒细胞胞质抗体（ANCA）相关性血管炎（AAV）的适应症被纳入突破性治疗品种名单，目前处于 II 期临床收尾阶段。ANCA 相关性血管炎（AAV）是由 ANCA 介导的以寡或无免疫复合物沉积的坏死性小血管炎为特征的一组疾病。ANCA 是系统性坏死性血管炎的血清学特征性抗体之一，其主要靶抗原为蛋白酶-3 和髓过氧化物酶。ANCA 可刺激中性粒细胞释放细胞因子，从而诱导中性粒细胞产生脱颗粒作用，促使氧自由基和裂解酶的释放，进而导致血管内皮细胞的裂解和破坏。研究发现，补体活化所形成的下游活化产物 C5a 是 AAV 发病机制中的关键环节。C5a 通过和 C5a 受体的结合发挥其生物学功能一系列生物学效应。BDB-001 注射液是针对 C5a 靶点的特异性单克隆抗体，可以高效、特异地抑制 C5a 信号通路，具有治疗 AAV 的良好潜力。BDB-001 注射液用于抗中性粒细胞胞质抗体（ANCA）相关性血管炎（AAV）的适应症被纳入突破性治疗品种名单，目前处于 II 期临床收尾阶段。

2.4. STSP-0902 注射液：治疗少弱精子适应症已公布 Ia 期结果

2.4.1. 苏肽生的第四代迭代升级品种，在减痛、长效、人源等方向进行优化

STSP-0902 注射液是针对苏肽生的第四代迭代升级品种，目前在减痛、长效、人源等方向都有所优化。STSP-0902 是舒泰神自主研发的对特定定位点进行定向改造的重组人神经生长因子 Fc 融合蛋白，能够结合并激活 TrkA 受体通路，发挥生物学效应。临床前实验数据显示，STSP-0902 可促进神经生长、精原细胞和睾丸支持细胞增殖，提高少弱精子症小鼠模型的精子数量和精子活力，减少精子畸形率，改善睾丸生精小管变性/萎缩。同时，与野生型人神经生长因子相比，STSP-0902 在临床前研究中表现出注射后疼痛反应减弱，体内半衰期延长的特点。

2025 年 5 月，STSP-0902 注射液取得了 Ia 期临床研究总结报告。在健康受试者中，在方案设计的剂量范围内，STSP-0902 注射液单次皮下注射安全性和耐受性良好，基本呈线性

药代动力学特征，未报告 ADA 阳性，提示免疫原性风险较低。本试验结果支持 STSP-0902 注射液开展进一步的临床研究。

表 8：STSP-0902 注射液研发进展

日期	进展
2024 年 4 月	向国家药品监督管理局提交 STSP-0902 注射液（用于治疗少弱精子症）临床试验申请
2024 年 6 月	取得临床试验批准
2024 年 8 月	完成 Ia 期临床试验的首例受试者给药
2025 年 5 月	取得 STSP-0902 注射液用于治疗少弱精子症的 Ia 期临床研究总结报告

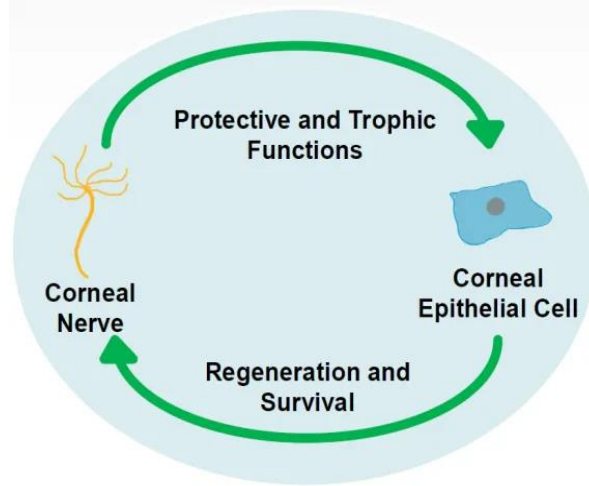
资料来源：舒泰神公众号，天风证券研究所

2.4.2. 神经营养性角膜炎适应症正在推进早期临床试验

神经营养性角膜炎也称为神经营养性角膜病变（neurotrophic keratopathy, NK），是由三叉神经损伤引起的一种罕见的角膜退行性疾病。NK 最主要的发病机制是由于三叉神经损伤使角膜感觉神经丧失，从而干扰正常的角膜上皮细胞周转，导致上皮细胞缺损，从而导致角膜感染和持久性溃疡。本病特征是角膜知觉减退或缺失，出现干眼、角膜上皮缺损和角膜溃疡，最终引起角膜基质溶解和穿孔。该疾病于 2023 年被国家卫健委纳入《第二批罕见病目录》。

STSP-0902 滴眼液由舒泰神自主研发，发明专利已在国内和国际进行申请。STSP-0902 临床前实验数据表明，STSP-0902 能够激活 TrkA 受体通路，促进神经生长，提高大鼠神经营养性角膜炎模型的角膜完整性和角膜神经长度，增加角膜知觉敏感度。同时，与重组野生型人神经生长因子相比，STSP-0902 亦能够减弱引起的疼痛反应。公司于 2024 年 04 月向国家药品监督管理局提交 STSP-0902 滴眼液（用于治疗神经营养性角膜炎）临床试验申请，于 2024 年 07 月取得临床试验批准。截至 2024 年底，该药物目前处于 I 期临床试验阶段。

图 21：NK 主要的发病机制



资料来源：舒泰神公众号，天风证券研究所

2.5. STSP-1301：原发性免疫性血小板减少症（ITP）已发布 Ia 期数据

2.5.1. 原发性免疫性血小板减少症是一种获得性自身免疫性出血性疾病

原发性免疫性血小板减少症（ITP）是一种获得性自身免疫性出血性疾病，以无明确诱因的孤立性外周血小板计数减少为主要特点。ITP 的主要发病机制是由于患者对自身抗原的免疫耐受，引起致病性抗血小板自身抗体异常增加，导致免疫介导的血小板破坏增加和巨核细胞产生血小板不足。

目前国外报道的成人 ITP 年发病率（2-10）/10 万，国内尚无基于人口基数的 ITP 流行病学数据，60 岁以上老年人是高发群体。该病临床表现变化较大，无症状血小板计数减少、皮肤粘膜出血、严重内脏出血、致命性颅内出血均可发生。

现有的一线治疗有糖皮质激素和丙种免疫球蛋白 IVIg 两种方案。目前糖皮质激素仍是新诊断 ITP 患者的标准初始治疗药物,且与常规剂量泼尼松方案相比,大剂量地塞米松起效快,安全性高。然而糖皮质激素使用存在不良反应问题,包括系统毒性、精神影响及病毒复制等,糖皮质激素治疗 ITP 的地位弱化已成为国内外血液病学同行的共识。IVIg 适用于糖皮质激素效果不佳、有严重不良反应或需紧急提高血小板水平,以及妊娠或分娩前的患者,起效时间优于糖皮质激素,但不能维持长期疗效。

2.5.2. STSP-1301 作为 1 类新药,已完成 ITP 的 Ia 期临床试验

STSA-1301 是具有国内外自主知识产权的 1 类新药,有望治疗 ITP 等致病性 IgG 自身抗体介导的自身免疫性疾病。人体的抗血小板抗体多以 IgG 为主,新生儿 Fc 受体 (FcRn) 能 pH 依赖性地与 IgG 结合,延长循环中 IgG 半衰期,因此阻断 FcRn 与 IgG 的结合,加速 IgG 尤其是致病性 IgG 的清除,有望治疗致病性 IgG 自身抗体介导的 ITP 等自身免疫性疾病。目前可知的临床前数据表明, FcRn 抑制剂在一定剂量下可能能够实现类似的 IVIg 一种或几种效应,在降低不良反应的发生率的基础上,达到一定的治疗效果,并减少患者的经济负担。此外, FcRn 抑制剂与其他药物的联合可能比单一疗法更有效。

STSA-1301 皮下注射液作为 FcRn 抑制剂的一种,是重组抗人 FcRn 高亲和力人源化 IgG4 单克隆抗体,通过特异性结合 FcRn,使其丧失和 IgG 结合的能力,加速 IgG 的降解,同时不影响 IgM、IgA 等其他类型抗体,从而有望达到治疗 ITP 等致病性 IgG 自身抗体介导的自身免疫性疾病的目的。

目前,公司已经取得用于治疗原发性免疫性血小板减少症的 Ia 期临床研究总结报告。在健康受试者中单次给药的安全性和耐受性良好,呈非线性药代动力学特征,能够剂量依赖性地降低血清总 IgG 水平,给药后 5~14 天出现最大降低幅度。在高剂量组会呈现一定的免疫原性,但未见对 PK、PD 及安全性的影响。在方案设计的剂量范围内,未观察到 STSA-1301 皮下注射液对 IgA、IgM、IgD、IgE 及细胞因子有影响。

表 9: STSP-1301 注射液研发进展

日期	进展
2023 年 8 月	申报新药临床试验申请获得受理
2023 年 10 月	取得临床试验批准
2023 年 11 月	完成 Ia 期临床试验的首例受试者给药
2024 年 8 月	取得 STSP-1301 注射液用于治疗原发性免疫性血小板减少症的 Ia 期临床研究总结报告

资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 深耕核心产品, 创新驱动提高长期竞争力

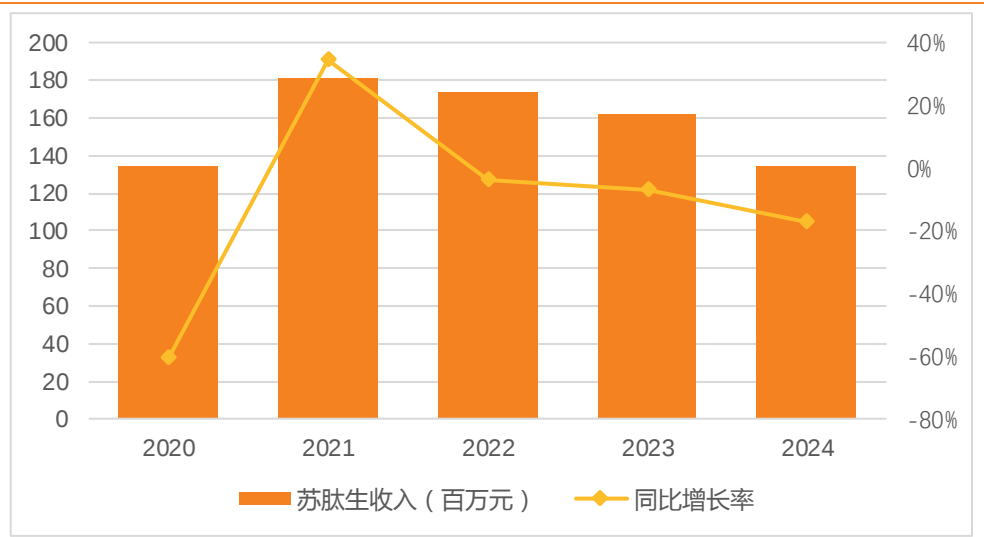
公司主要产品为创新生物药苏肽生 (注射用鼠神经生长因子) 和特色品种舒泰清 (复方聚乙二醇电解质散 (IV)), 经过多年的临床验证, 具有长期的品牌优势。2024 年, 苏肽生和舒泰清共实现收入 3.13 亿元, 占公司总收入比重达 96.37%。

3.1. 苏肽生: 积极应对外部挑战, 迭代升级深化临床应用

公司主要产品苏肽生是中国注射用鼠神经生长因子领域第一个国药准字号产品, 领先于同类产品先行上市, 并第一个完成产品上市后的 IV 期临床实验。该产品具有促进神经损伤恢复的作用, 用于治疗视神经损伤。

2019 年, 苏肽生被调出医保药品目录, 再加上集采、医改控费、带量采购等外部政策给企业带来的生产、销售影响, 苏肽生收入规模有所缩小。2022-2024 年, 苏肽生收入整体呈下降趋势。2024 年, 苏肽生实现收入 1.34 亿元, 同比下降 17.30%。面对医改政策带来的阶段性影响, 公司以神经生长因子的作用机制为基础, 不断挖掘, 公司 2024 年推进到临床阶段的 STSP-0902 注射液是针对苏肽生的第四代迭代升级品种。

图 22：2020-2024 年苏肽生销售收入变化（百万元）



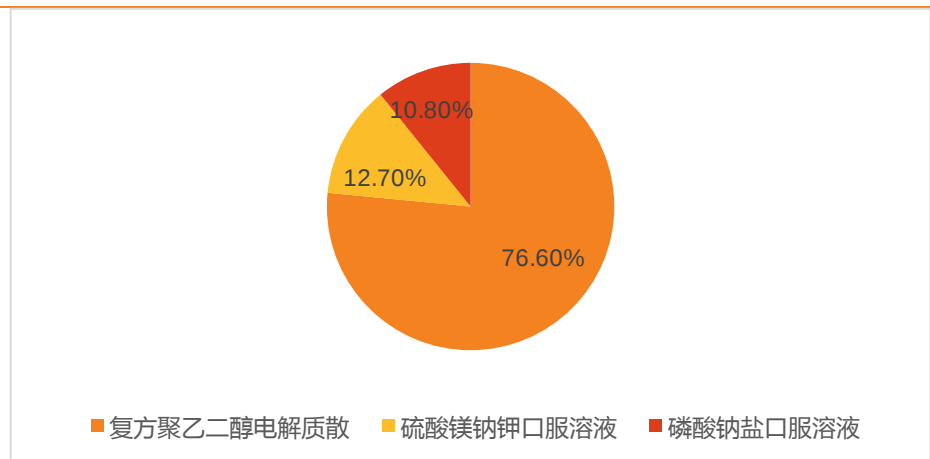
资料来源：Wind, 天风证券研究所

神经生长因子能够修复损伤神经，改善糖尿病足溃疡的血液供应，参与糖尿病足溃疡愈合的炎症期、肉芽期、上皮形成期，促进溃疡愈合。目前国内外尚无治疗糖尿病足的神经生长因子相关产品上市销售。截至 2024 年底，苏肽生新增适应症糖尿病足溃疡处于 II 期临床试验阶段。

3.2. 舒泰清：国内清肠领域代表产品

目前国内清肠剂市场主要由三款产品所占据：复方聚乙二醇电解质散、硫酸镁钠钾口服溶液和磷酸钠盐口服溶液。根据法伯全国医院市场数据显示，这三类药物 2023 年在全国医院的销售额达 13.8 亿元，其中复方聚乙二醇电解质散占比最高，达 76.6%。

图 23：2023 年全国医院主要清肠剂药物市场占比

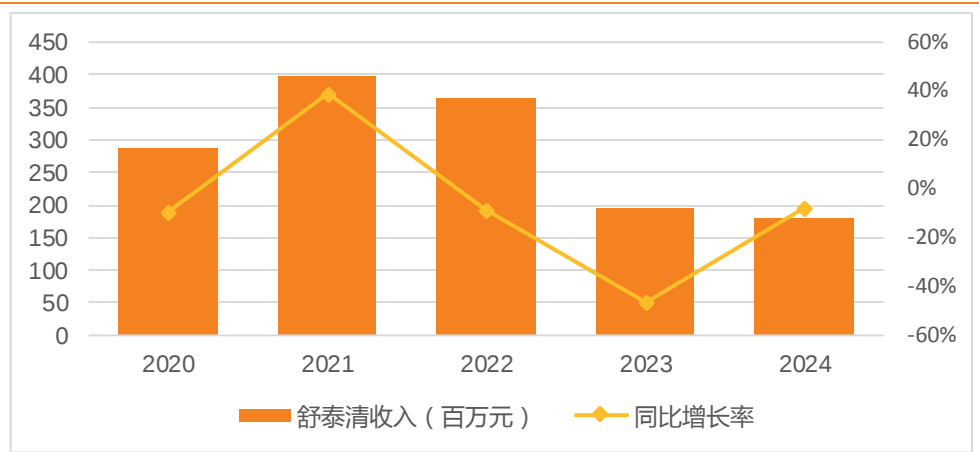


资料来源：法伯全国医院市场数据，舒泰神公众号，天风证券研究所

舒泰清（通用名：复方聚乙二醇电解质散（IV）；剂型：散剂）是公司主要产品之一。舒泰清的适应症为“用于治疗功能性便秘；用于术前肠道清洁准备，肠镜及其它检查前的肠道清洁准备。”舒泰清为患者带来了符合国际“清肠、治疗便秘金标准”的药物，成为《中国消化内镜诊疗肠道准备指南》和《中国慢性便秘诊治指南》的一线用药，在清肠领域市场份额位居第一。

舒泰清多年来一直是公司的主要收入来源，占收入比重保持在 50% 以上。2021 年，舒泰清实现销售收入 3.98 亿元，同比增长 39.09%。近年来，受外部环境及行业政策等因素影响，公司主要产品收入有所下降。2024 年，舒泰清实现收入 1.79 亿元，同比减少 8.20%。

图 24：2020-2024 年舒泰清销售收入变化（百万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 积极推进市场建设，不断丰富聚乙二醇产品线种类

公司在舒泰清基础上，积极拓展聚乙二醇系列销售产品管线。舒泰清所在的聚乙二醇类产品，升级产品包括已上市的舒斯通（治疗儿童便秘）、舒亦清（治疗成人便秘）、舒常轻（用于清肠）。三类产品先后取得国家药监局核准签发的药品批准文号，标志着公司获得了相关药品在国内市场生产、销售的资格，进一步丰富了公司聚乙二醇产品管线，有利于提高公司产品的市场竞争力，长期看对公司经营发展预计具有积极作用。复方聚乙二醇电解质散（舒斯通）纳入《2023 年国家医保目录》，2024 年实现收入 771 万元。

表 10：聚乙二醇产品线升级产品介绍

产品名称	核准日期	适应症
复方聚乙二醇电解质散（舒斯通）	2022 年 09 月 14 日	用于治疗 2 岁至 11 岁儿童慢性便秘
复方聚乙二醇电解质口服溶液（舒亦清）	2022 年 09 月 20 日	治疗慢性便秘
复方聚乙二醇电解质维 C 散（舒常轻）	2024 年 09 月 26 日	本品适用于成人，用于任何需要清洁肠道的操作前的肠道清洁（如内镜、放射检查）

资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 3.36/4.71/6.45 亿元，归母净利润分别为 -0.16/0.14/0.88 亿元。预测假设为：

- 1) 舒泰清在清肠领域市场份额位居第一，我们预计舒泰清 2025-2027 年收入分别为 1.88/2.07/2.48 亿元。
- 2) 苏肽生是中国注射用鼠神经生长因子领域第一个国药准字号产品，该产品具有促进神经损伤恢复的作用，用于治疗视神经损伤。我们预计苏肽生 2025-2027 年收入分别为 1.34/1.47/1.77 亿元。
- 3) 血友病新药 STSP-0601 波米泰酶 α 已提交附条件上市申请，我们预计该产品有望在 2026 年获批上市。我们预计波米泰酶 α 2025-2027 年收入分别为 0/1.00/2.00 亿元。

表 11：公司收入分类预测表（单位：百万元）

项目	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	548.99	364.18	324.82	336.12	471.15	645.38
yoy (%)	-6.0%	-33.7%	-10.8%	3.5%	40.2%	37.0%
舒泰清	364.67	195.18	179.18	188.14	206.95	248.34
yoy (%)	-8.47%	-46.48%	-8.20%	5.00%	10.00%	20.00%
苏肽生	174.02	161.86	133.86	133.86	147.25	176.70
yoy (%)	-3.73%	-6.99%	-17.30%	0.00%	10.00%	20.00%
其他主营业务	10.29	7.13	11.77	14.12	16.95	20.34
yoy (%)	102.16%	-30.71%	65.08%	20.00%	20.00%	20.00%
波米泰酶 α					100.00	200.00
yoy (%)						100.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 估值与投资评级

舒泰神是一家创新型生物制药企业，以自主知识产权创新药物，特别是生物药物的研发、生产和营销为主要业务，公司重视研发活动，在研产品的临床试验正常推进中。我们看好公司进入加速发展阶段。以 DCF 法对公司市值进行估计，假设 WACC 为 7%，永续增长率为 2%，目标价 55.24 元。

表 12：DCF 估值法预测每股权益价值（单位：元）

永续增长率	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%
5.5%	60.36	64.65	69.90	76.46	84.89	96.13	111.86	135.47
6.0%	53.91	57.28	61.31	66.24	72.41	80.34	90.91	105.71
6.5%	48.54	51.22	54.38	58.18	62.82	68.62	76.08	86.02
WACC 7.0%	44.01	46.17	48.69	51.66	55.24	59.60	65.06	72.08
7.5%	40.15	41.91	43.94	46.31	49.11	52.47	56.58	61.72
8.0%	36.83	38.28	39.93	41.85	44.08	46.72	49.88	53.75
8.5%	33.95	35.15	36.52	38.08	39.88	41.98	44.47	47.45

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

（1）创新药物研发及上市的风险

创新药物从研发到上市须经历临床前研究、临床试验、申报注册、获准生产等过程，具有投入大、环节多、开发周期长、风险高且容易受到不可预测因素影响的特点，可能导致在研项目推进阻滞，不利于公司业务、财务状况。此外，如果公司研发的新药上市后适应市场需求有限或不被市场接受，可能导致研发投入回报不匹配、经营成本上升，对公司的盈利水平和成长也会构成不利影响。

（2）高素质研发人才紧缺的风险

作为技术密集型行业，高素质的技术人才和管理人才对生物制药企业的发展起着非常重要的作用，能否吸引、培养、留住高素质的技术人才和管理人才，是影响生物制药行业发展的重要因素。随着新产品的不断研发和业务不断发展，公司需要补充大量技术人才和管理人才，会在发展过程中面临人才短缺的风险。

（3）市场开拓和市场竞争风险

公司根据各种第三方来源（如科学文献、临床调查、患者基础或市场研究）和内部对目标患者群体某种疾病的发病率和流行率进行估计，并基于有关估计就公司药品开发策略进行决策。有关估计可能不准确或基于不精确的数据。整个潜在市场的机遇将取决于在研药品是否被接受、该药品是否容易被患者获得或药品定价和报销等因素。公司在创新药市场面临多方面的竞争，如果公司无法在创新药领域持续推出新药并保持产品的不断改进，或者无法投入更多的财务、人力资源以持续取得市场认可，即使公司的新药成功商业化，也可能随着时间的推移而变得过时从而影响公司的市场份额，进而对公司的业务、财务状况及经营业绩产生不利影响。

（4）内部控制及管理风险

随着公司经营规模不断扩展，研发投入持续增长，对公司的研发项目的管理能力、临床运营的管理能力与协调能力、现金流与资金效率的管理能力以及公司在文化融合、资源整合、市场开拓、管理体制、激励考核等方面的能力提出了更高的要求。若公司的组织结构、管理模式、管理效能等不能跟上公司内外部环境的变化并及时进行调整、完善，将给公司未来的经营和发展带来一定的影响。

（5）产品质量与药品安全风险

公司的核心产品多为注射剂及单克隆抗体等高技术壁垒品种，对生产环境、质量控制体系和冷链运输要求极高。若出现生产批次偏差、原辅料质量波动、冷链失效或不良反应监测不到位，均可能导致产品召回、监管处罚甚至暂停生产，对公司的品牌声誉和经营业绩产生重大不利影响。

（6）医药政策与医保支付调整风险

国家集采、医保谈判、DRG/DIP 付费改革等政策对药品价格形成持续下压，公司已上市或拟上市产品未来面临再次降价或准入受限的可能；同时各省医保目录动态调整节奏加快，若公司产品未能及时纳入或被调出目录，将直接影响销量与回款周期，对盈利能力造成不确定性。

（7）国际化和外部合作不确定性风险

公司多管线布局涉及 FDA 孤儿药认定、跨境临床试验及海外商业化合作。不同国家和地区的监管要求、知识产权体系、商业条款及合规标准存在差异，若国际合作谈判受挫、临床试验进度延误或合规成本超出预期，可能导致项目开发周期拉长、费用增加或市场准入受阻，进而影响公司长期增长目标。

（8）股价波动的风险

受行业政策、市场环境变化及投建基地尚未盈利等因素，公司业绩受到影响。同时，公司继续加大研发投入，推进创新产品临床试验进度，导致公司短期盈利承压。以上因素均可能引发市场信心不足，造成股价波动。投资者需理性决策，审慎投资。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	85.18	53.91	50.42	70.67	96.81
应收票据及应收账款	61.22	39.07	75.09	84.93	134.26
预付账款	20.64	16.68	37.32	35.84	52.22
存货	20.93	22.18	22.09	29.18	32.86
其他	50.92	45.78	46.85	47.62	48.63
流动资产合计	238.89	177.62	231.76	268.24	364.77
长期股权投资	1.08	0.69	0.50	0.40	0.35
固定资产	261.36	234.87	202.13	176.67	154.86
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	97.62	152.34	177.44	188.17	191.72
其他	733.27	584.08	640.61	702.71	771.01
非流动资产合计	1,093.33	971.98	1,020.67	1,067.95	1,117.93
资产总计	1,332.22	1,149.61	1,252.44	1,336.19	1,482.71
短期借款	28.83	30.03	111.31	147.44	175.02
应付票据及应付账款	72.91	33.49	48.84	82.31	90.30
其他	106.44	90.93	96.87	107.94	117.11
流动负债合计	208.17	154.45	257.02	337.69	382.43
长期借款	0.00	0.00	20.19	25.19	33.32
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	103.38	78.40	74.48	70.75	67.22
非流动负债合计	103.38	78.40	94.66	95.95	100.54
负债合计	311.55	232.85	351.68	433.63	482.97
少数股东权益	0.00	(12.47)	(12.58)	(12.45)	(11.42)
股本	477.77	477.77	477.77	477.77	477.77
资本公积	534.46	570.95	570.95	570.95	570.95
留存收益	(83.63)	(249.37)	(265.27)	(250.98)	(163.24)
其他	92.06	129.88	129.88	117.27	125.68
股东权益合计	1,020.67	916.76	900.75	902.56	999.74
负债和股东权益总计	1,332.22	1,149.61	1,252.44	1,336.19	1,482.71

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	(398.89)	(147.73)	(15.90)	14.29	87.74
折旧摊销	31.57	22.81	21.76	21.78	21.79
财务费用	1.17	0.39	1.40	2.90	3.58
投资损失	0.00	(0.14)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	4.16	60.61	(97.46)	(36.82)	(125.13)
其它	133.67	0.38	(0.10)	0.13	1.03
经营活动现金流	(228.32)	(63.68)	(90.30)	2.28	(10.98)
资本支出	(21.01)	75.56	18.04	10.78	7.07
长期投资	0.67	(0.39)	(0.19)	(0.10)	(0.05)
其他	38.18	(70.95)	(31.96)	(17.74)	(10.55)
投资活动现金流	17.84	4.21	(14.12)	(7.06)	(3.53)
债权融资	27.45	1.27	100.93	37.64	32.24
股权融资	65.05	74.31	0.00	(12.61)	8.40
其他	(61.86)	(48.08)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	30.64	27.50	100.93	25.03	40.64
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(179.85)	(31.97)	(3.49)	20.25	26.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	364.18	324.82	336.12	471.15	645.38
营业成本	64.71	62.27	60.90	82.98	111.58
营业税金及附加	4.21	4.31	4.15	5.84	8.18
销售费用	181.64	153.93	153.06	177.16	216.26
管理费用	66.59	41.98	37.51	57.11	64.98
研发费用	412.26	107.11	103.38	141.24	169.32
财务费用	(1.31)	(0.02)	1.40	2.90	3.58
资产/信用减值损失	(10.22)	0.09	0.56	0.36	0.67
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.00)	0.14	0.00	0.00	0.00
其他	8.00	10.92	9.54	9.49	9.98
营业利润	(366.16)	(33.61)	(14.17)	13.75	82.14
营业外收入	0.16	0.48	0.46	0.37	0.44
营业外支出	0.45	1.18	1.00	0.88	1.02
利润总额	(366.45)	(34.32)	(14.71)	13.24	81.55
所得税	32.44	113.42	1.30	(1.17)	(7.22)
净利润	(398.89)	(147.73)	(16.01)	14.41	88.77
少数股东损益	0.00	(2.89)	(0.10)	0.13	1.03
归属于母公司净利润	(398.89)	(144.84)	(15.90)	14.29	87.74
每股收益（元）	(0.83)	(0.30)	(0.03)	0.03	0.18

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-33.66%	-10.81%	3.48%	40.17%	36.98%
营业利润	50.70%	-90.82%	-57.84%	-197.05%	497.28%
归属于母公司净利润	102.48%	-63.69%	-89.02%	-189.85%	514.09%
获利能力					
毛利率	82.23%	80.83%	81.88%	82.39%	82.71%
净利率	-109.53%	-44.59%	-4.73%	3.03%	13.60%
ROE	-39.08%	-15.59%	-1.74%	1.56%	8.68%
ROIC	-109.93%	-57.73%	-4.23%	5.01%	28.96%
偿债能力					
资产负债率	23.39%	20.25%	28.08%	32.45%	32.57%
净负债率	-5.52%	-2.60%	9.10%	11.33%	11.20%
流动比率	1.15	1.15	0.90	0.79	0.95
速动比率	1.05	1.01	0.82	0.71	0.87
营运能力					
应收账款周转率	2.92	6.48	5.89	5.89	5.89
存货周转率	18.32	15.07	15.19	18.38	20.80
总资产周转率	0.24	0.26	0.28	0.36	0.46
每股指标（元）					
每股收益	-0.83	-0.30	-0.03	0.03	0.18
每股经营现金流	-0.48	-0.13	-0.19	0.00	-0.02
每股净资产	2.14	1.94	1.91	1.92	2.12
估值比率					
市盈率	-44.23	-121.82	-1,109.44	1,234.84	201.09
市净率	17.29	18.99	19.32	19.28	17.45
EV/EBITDA	45.20	34.50	-15,391.79	596.28	175.45
EV/EBIT	69.32	47.06	-747.33	2,502.69	226.40

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com