

医药生物

2026年04月23日

海西新药

(02637)

——创新启航，攻坚眼底病口服小分子

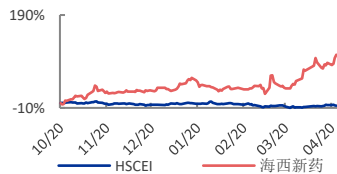
报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：2026年04月23日

收盘价（港币）	213.00
恒生中国企业指数	8732.63
52周最高/最低（港币）	218.00/97.50
H股市值（亿港元）	167.65
流通H股（百万股）	78.71
汇率（港币/人民币）	0.8765

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

张静含 A0230522080004  
zhangjh@swsresearch.com  
陈田甜 A0230524080013  
chentt@swsresearch.com

联系人

陈田甜 A0230524080013  
chentt@swsresearch.com

- **稳定盈利的创新药企业，深耕多靶点小分子创新药：**海西新药通过仿制药业务已连续5年实现盈利，整体营业收入和利润稳健增长，2025年营业收入达到5.82亿元，同比增长25%，净利润达到1.77亿，同比增长30%。在稳定且持续盈利后，公司大力推进创新药研发，进度最快的C019199即将进入III期临床阶段，具有全球重磅大单品潜力的HXP056有望迎来数据验证。
- **HXP056，全球首创的眼底病治疗口服小分子：**HXP056在分子设计上实现既要穿透血眼屏障使得药物能够到达眼底疾病部位，又要在系统暴露上优化实现患者用药安全性。目前全球范围内已上市或主流在研品种均为眼底注射剂，导致眼底病治疗渗透率低，依从性差，口服小分子通过改变给药方式能有效解决这一痛点。临床前动物数据提示HXP056能够穿透血眼屏障，在眼球分布高，半衰期长，而系统暴露快速代谢清除，无其他脏器蓄积，在疗效上能显著抑制模型动物的眼底渗漏，并呈现量效关系。I期临床数据显示，该药物具备良好安全性与耐受性，在wAMD初治或经治患者中，均可观察到眼底形态与视网膜功能有初步改善。HXP056目前正在II期临床阶段，我们预计将在今年底或明年初结束，并有望在2027年启动III期临床，在此期间或许有初步临床数据公布，进一步验证HXP056在人体中的疗效与安全性。
- **C019199，调节免疫抑制性肿瘤微环境的多靶点小分子，有望成为公司首款商业化创新药：**C019199是公司自主研发的新一代靶向CSF-1R/DDR1/VEGFR2，首发适应症骨肉瘤预计在2026年上半年开展III期临床研究。2025年ASCO大会上公司以口头汇报形式公布了C019199在骨肉瘤中的Ib期临床数据，相较于传统化疗，疗效和安全性优势明确。
- **首次覆盖，给予“买入”评级：**我们预计2026-2028年总营收分别为7.51/8.84/9.73亿元，同比增速分别29.0%/17.7%/10.1%，2026-2028年归母净利润分别为1.88/2.18/2.47亿元，同比增速为6.1%/15.9%/13.1%。公司未来核心发展潜力在创新药部分，考虑到首款创新药预计2029年才上市，为充分体现公司创新药业务价值，我们选取自由现金流模型（FCFF）进行绝对估值测算，得到公司目标市值为234.77亿港元，较2026年4月23日市值有40%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**研发失败风险或进度不及预期风险；集采导致业绩波动的风险；竞争恶化风险。

财务数据及盈利预测

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	467	582	751	884	973
同比增长率（%）	47.39	24.79	28.98	17.66	10.14
归属普通股股东净利润	136	177	188	218	247
同比增长率（%）	15.86	30.30	6.09	15.87	13.14
每股收益（元/股）	2.02	2.55	2.39	2.77	3.13
ROE（%）	25.14	11.13	10.56	10.90	10.98
市盈率	108	83	78	67	60

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元（人民币）



申万宏源研究微信服务号

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计 2026-2028 年总营收分别为 7.51/8.84/9.73 亿元，同比增速分别 29.0%/17.7%/10.1%，2026-2028 年归母净利润分别为 1.88/2.18/2.47 亿元，同比增速为 6.1%/15.9%/13.1%。公司未来核心发展潜力在创新药部分，考虑到首款创新药预计 2029 年才上市，为充分体现公司创新药业务价值，我们选取自由现金流模型 (FCFF) 进行绝对估值测算，得到公司目标市值为 234.77 亿港元，较 2026 年 4 月 23 日市值有 40% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设点

公司现有收入源于仿制药业务，假设几大核心仿制药品种 2026-2028 年收入保持稳定，其中海慧通和海必平在 2026 年我们预计将延续此前的高增长，分别假设为 40% 和 25% 的增长。同时考虑到仿制药生命周期较短，我们预计 2027-2028 年五大仿制药产品增速均会放缓。而伴随着在研仿制药陆续获批，其他仿制药品种会快速增长。

在毛利率端，2026-2028 年生产销售的均为仿制药，我们预期毛利率将保持稳定，假设为 83%。

基于以上假设，我们预计 2026-2028 年总营收分别为 7.51/8.84/9.73 亿元，同比增速分别 29.0%/17.7%/10.1%。

在创新药部分，我们预计公司首款创新药 C019199 将于 2029 年在中国上市，重磅眼底病小分子创新药 HXP056 预计 2029 年在中国上市。

### 有别于大众的认识

大众普遍认为公司是一家仿制药企业，我们认为公司是由创新药研发经验丰富的管理层创办，先发展仿制药是为了产生丰厚的现金流来反哺创新药，目前公司创新药已经到了兑现前期：首款创新药 C019199 有望在 2026H1 进入 III 期临床阶段，此前数据也于 2025 ASCO 上披露过；重磅创新药 HXP056 直击现有治疗痛点，已进入 II 期临床阶段，即将获得数据验证。

### 股价表现的催化剂

HXP056 临床进展、数据披露；潜在的对外授权合作等。

### 核心假设风险

研发失败风险或进度不及预期风险；集采导致业绩波动的风险；竞争恶化风险。

## 目录

---

<b>1. 海西新药：以仿制药筑基，以创新药致远</b> .....	<b>5</b>
1.1 公司基本情况介绍 .....	5
1.2 仿制药为基，实现稳定盈利 .....	6
1.3 创新药致远，聚焦全球新炎症及免疫调节小分子药物.....	8
<b>2. HXP056：全球首创口服眼底病小分子药物</b> .....	<b>9</b>
2.1 眼底病市场广阔，注射给药是核心痛点 .....	9
2.2 突破给药方式困境，HXP056 即将迎来临床数据验证.....	12
<b>3. C019199：创新多靶点抗肿瘤免疫调节剂，即将进入 III 期临 床阶段</b> .....	<b>13</b>
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>15</b>
4.1 盈利预测 .....	15
4.2 估值.....	16
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>18</b>

## 图表目录

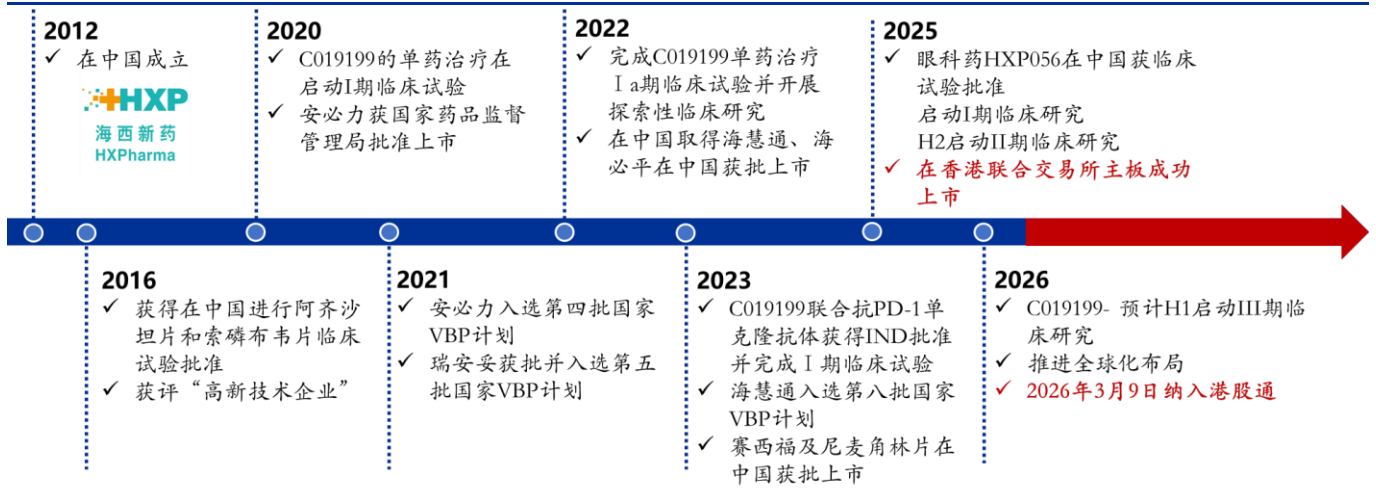
图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司管理团队介绍.....	5
图 3: 公司股权结构 (截至 2025 年 10 月 20 日) .....	6
图 4: 公司营业收入及其增长情况.....	7
图 5: 公司净利润及其增长情况 .....	7
图 6: 公司毛利率及净利率情况 .....	7
图 7: 公司费用率情况 .....	7
图 8: 公司创新药研发靠前的四款产品.....	8
图 9: 眼睛解剖图及血眼屏障.....	9
图 10: 中国主要视网膜疾病的流行病学情况.....	11
图 11: 中国眼底抗 VEGF 疗法市场规模 .....	11
图 12: 法瑞西单抗历年销售额.....	11
图 13: HXP056 的优势 .....	12
图 14: HXP056 在 C57 小鼠血液和眼球的 PK 暴露.....	12
图 15: HXP056 在 BN 大鼠眼底和其它组织的分布 .....	12
图 16: HXP056 在 hVEGFA-转基因小鼠模型的药效作用 .....	13
图 17: C019199 通过免疫抑制肿瘤微环境的作用机制.....	13
图 18: 全球骨肉瘤药物市场规模 .....	14
图 19: 中国骨肉瘤药物市场规模 .....	14
图 20: Ib 期骨肉瘤临床结果-DCR .....	15
图 21: Ib 期骨肉瘤临床结果-mPFS .....	15
表 1: 公司已获批 15 款仿制药产品情况.....	7
表 2: 收入拆分 .....	16
表 3: WACC 计算关键假设及测算结果.....	16
表 4: 绝对估值关键假设 .....	17
表 5: FCFF 估值过程 (单位: 百万元) .....	17
表 6: FCFF 绝对估值结果.....	18

# 1. 海西新药：以仿制药筑基，以创新药致远

## 1.1 公司基本情况介绍

福建海西新药创制股份有限公司，在福建省、福州市两级政府及有关部门的大力支持下，于2012年3月在福州成立，是一家覆盖研发、临床研究、生产和销售等行业上下游全产业链的制药企业。经过13年的发展，海西新药走出了一条不同寻常的发展道路——仿制药和创新药双线布局，坚持“仿制助力创新，创新驱动未来”的发展理念。在仿制药上，公司聚焦首仿药、难仿药、高仿药研发，2020年6月，公司首款仿制药“安必力”上市，截至2026年3月，已有15款药品获批，多款入选国家药品集采，构成公司稳定的收入和利润来源。在创新药上，依靠公司自主搭建的MultiSel-Opt小分子创新药物研发平台，首款创新药C019199预计在2026年上半年进入III期临床，核心项目HXP056也已处于I/II期临床试验阶段，创新管线将逐步兑现。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司核心管理层拥有丰富的学术背景和行业经验。创始人康心汕在制药行业拥有逾26年经验。在共同创办海西新药前，他曾于加州大学旧金山分校任职，主要负责药物化学和分子设计的研究。此后，他曾在PTC Therapeutics, Inc.担任计算科学家，并曾在贝达药业担任首席药学家。联合创始人Feng Yan女士在制药行业拥有逾22年经验。在共同创办海西新药前，她曾在麦克马斯特大学担任实验室总监，而后加入耶鲁大学医学院担任研究经理。公司以康心汕博士领军，组建了主要来自国内外知名学府的研发团队，其中约30%拥有博士或硕士学位，覆盖广泛的科学领域。

图 2：公司管理团队介绍

联合创始人

**康心汕博士** 董事长/总经理 26+年医药行业经验

- ◆ 国家海外高层次人才、教授级高级工程师
- ◆ 前贝达药业首席药学家
- ◆ 普林斯顿大学化学博士



**冯岩女士** 执行董事 22+年医药行业经验

- ◆ 曾任麦克马斯特大学实验室总监，耶鲁大学医学院研究经理
- ◆ 中国科学院硕士



核心高管

**张明强博士** 研发及全球事务总裁 30+年医药行业经验

- ◆ 曾在多个医药MNC工作，包括于MSD担任全球副总/亚太区研发总裁，及于Amgen担任全球研发副总/亚洲研发总裁
- ◆ 领导全球化拓展，包括海外BD，创新药研发及商业合作等



**陈光明博士** 副总经理/首席科学官 31+年医药行业经验

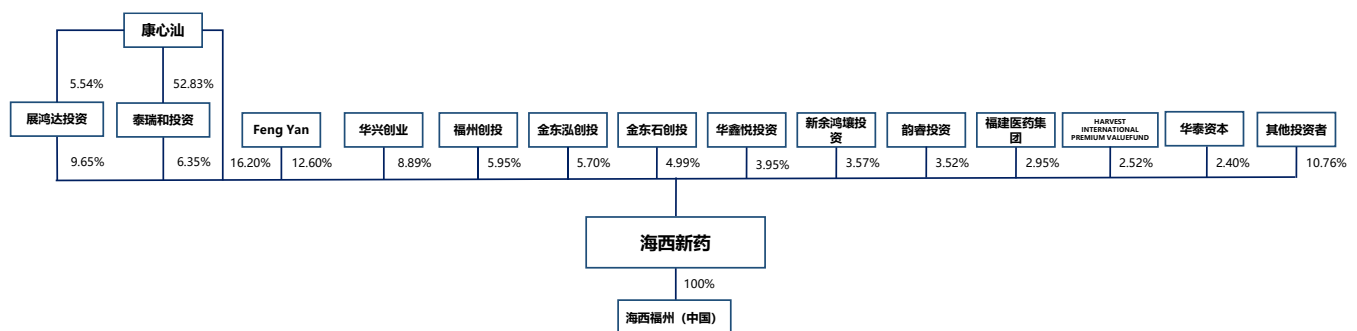
- ◆ 曾于PTC Therapeutics (Nasdaq上市公司) 担任 Senior Research Fellow，牵头多款全球创新药研发
- ◆ 领导公司创新药研发，对立项和研发总负责



资料来源：公司演示材料，申万宏源研究

公司股权结构稳定，创始人康心汕博士与其妻 Feng Yan 女士为一致行动人，且为公司控股股东，根据企查查数据，截至 2025 年 10 月 20 日，合计持股 32.69%。展鸿达投资及泰瑞和投资为员工持股平台，分别持股 9.65%、6.35%。

图 3：公司股权结构（截至 2025 年 10 月 20 日）

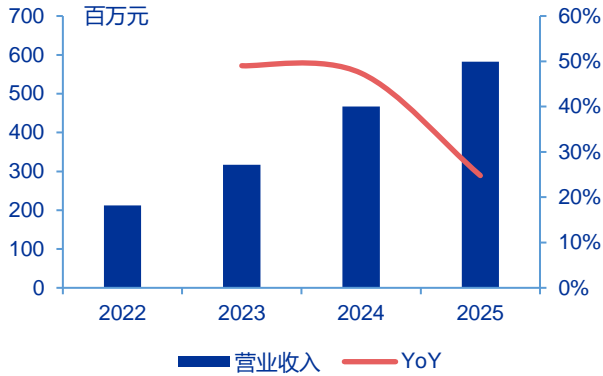


资料来源：企查查，申万宏源研究

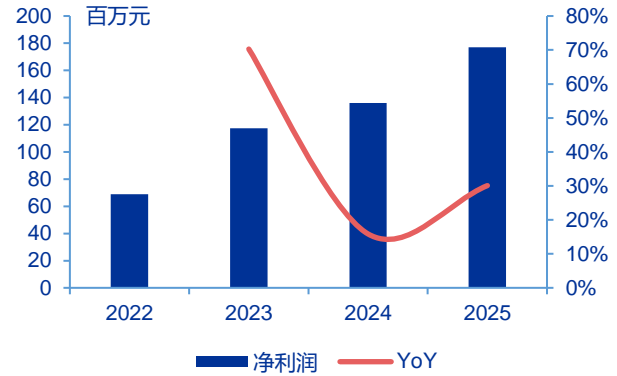
## 1.2 仿制药为基，实现稳定盈利

自 2020 年首款仿制药上市，2021 年实现盈利，截至 2025 年公司通过仿制药业务已连续 5 年实现盈利，创造了丰厚的现金流。整体营业收入和利润稳健增长，营业收入从 2022

年的 2.12 亿, 增长至 2025 年的 5.82 亿, 年复合增速达到 40%, 净利润从 2022 年的 6,898 万元, 增长至 2025 年的 1.77 亿, 年复合增速为 37%。

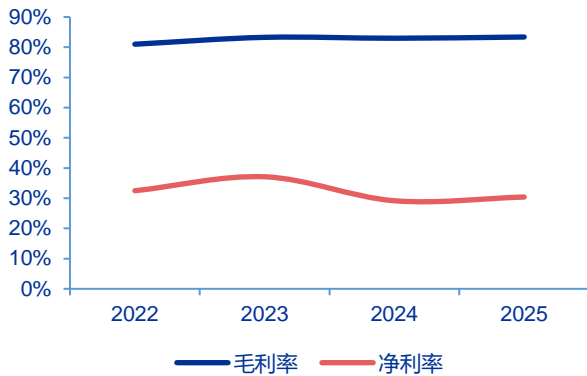
**图 4: 公司营业收入及其增长情况**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

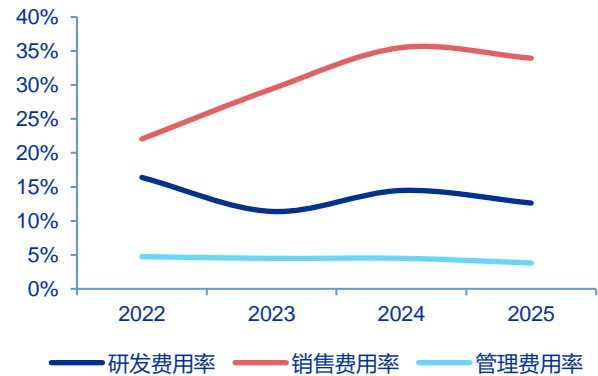
**图 5: 公司净利润及其增长情况**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

海西新药高效运营, 净利率稳定在 30% 左右。公司在售产品均为仿制药, 通过降本增效, 追求高效运营, 保持整体毛利率在 80% 以上, 净利率在 30% 上下。在费用率上, 2025 年销售费用率为 34%, 公司拥有专业的销售团队, 具备强大且高效的商业化能力, 销售团队 2025 年人均销售收益近 2,000 万元。管理费用率保持稳定, 2025 年为 3.8%。随着创新药管线推进, 公司研发费用在持续增加, 但费用率相对平稳, 2025 年为 12.6%。

**图 6: 公司毛利率及净利率情况**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

**图 7: 公司费用率情况**


资料来源: Wind, 申万宏源研究

截至 2026 年 3 月, 公司已有 15 款仿制药获批上市, 多款产品中选国家或省级联盟集采, 主要产品包括安必力 (莫沙必利片)、海慧通 (氨氯地平阿托伐他汀钙片)、瑞安妥 (盐酸西那卡塞片), 根据公司招股书, 以上三款产品在 2024 年中国同类产品销售额中分别排名第二 (市占率 25.7%)、第一 (市占率 59.3%)、第二 (市占率 16.7%)。我们认为公司仿制药业务发展稳健, 借助国家集采实现快速放量, 未来将持续有新的仿制药产品上市, 凭借公司高效的运营团队, 仿制药业务将持续为公司提供扎实支撑, 创造丰厚的现金流, 助力创新药研发。

**表 1: 公司已获批 15 款仿制药产品情况**

治疗领域	商品名	仿制药名称	适应症	纳入 VBP 时间	国家级 / 省级	首次获批时间	通过一致性评价顺序
------	-----	-------	-----	-----------	----------	--------	-----------

消化系统	安必力	枸橼酸莫沙必利片	功能性消化不良	2021年2月	国家级	2020年6月17日	同类首款
	安立定	瑞巴派特片	急性胃炎、慢性胃炎的急性加重期胃粘膜病变	2024年12月	省级	2024年4月24日	
心血管系统	海慧通	氨氯地平阿托伐他汀钙片	高血压、冠心病及高胆固醇血症	2023年4月	国家级	2022年1月30日	
	海必平	缬沙坦氨氯地平片(I)	高血压	2022年6月	省级	2022年4月19日	
	海可喜	缬沙坦片	高血压	2024年5月	省级	2022年6月28日	
	/	尼麦角林片	急性或慢性脑血管疾病或脑代谢不良			2023年11月28日	同类第二款
	海惠宁	比索洛尔氨氯地平片	高血压			2024年12月1日	
	海立平	盐酸贝尼地平片	高血压			2025年7月30日	
内分泌系统	瑞安妥	盐酸西那卡塞片	SHPT	2021年6月	国家级	2021年3月16日	
神经系统	安优凡	草酸艾司西酞普兰片	抑郁症、广泛性焦虑、惊恐障碍	2022年9月	省级	2021年3月23日	
炎症	安妥飞	塞来昔布胶囊	包括(但不限于)骨关节炎、类风湿性关节炎及强直性脊柱炎			2021年10月11日	
	赛西福	硫酸羟氯喹片	类风湿性关节炎、青少年慢性关节炎、系统性和盘状红斑狼疮	2024年12月	国家级	2023年10月27日	同类第二款
	安飞平	双氯芬酸钠肠溶片	消炎镇痛			2024年6月28日	同类首款
	盈安可	腺苷钴胺胶囊	贫血及各种神经炎症			2024年8月5日	
免疫	及舒宁	盐酸西替利嗪口服溶液	过敏性鼻炎、过敏性结膜炎	2025年11月	省级	2025年6月20日	同类第二款

资料来源：公司招股书，公司官网，米内网，申万宏源研究

### 1.3 创新药致远，聚焦全球新炎症及免疫调节小分子药物

在仿制药业务能稳定持续盈利后，公司大力推进创新药研发。基于海西新药多靶点创新药开发平台，以及基于在炎症反应及免疫调节方面的洞察力，公司的创新药管线专注于具有重大未满足医疗需求及巨大全球市场潜力的多种适应症的在研药物。

人体免疫系统是涵盖多重途径与机制协同作用的复杂结构。公司的小分子创新药物平台 (MultiSel-Opt 平台) 专注于通过选择性地锁定多个蛋白质靶点来调节炎症与免疫反应，并充分发挥小分子化合物的特性，用单一药物分子实现多重机制协同作用。MultiSel-Opt 平台的另一特色在于专注于优化药物在疾病部位的分布，例如如何设计最佳药物化合物以实现适当穿透血视网膜屏障或血脑屏障。基于该平台，目前公司处于临床阶段的产品包括一款口服治疗视网膜病变相关疾病的小分子 HXP056，一款靶向调节免疫抑制性肿瘤微环境的小分子 C019199，以及尚处于临床前阶段，用于治疗肿瘤、呼吸系统疾病的创新候选药物。

图 8：公司创新药研发靠前的四款产品

项目/产品	治疗领域	靶点	注册类别	单药/联合疗法	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	
C019199	肿瘤学	CSF-1R/ DDR1/ VEGFR2 肿瘤免疫 疗法	化学药品 1类	单药	骨肉瘤	中国	美国					
					HER2阴性乳腺癌	中国						
					腱鞘巨细胞瘤	中国						
					黑色素瘤	中国						
				联合疗法 (抗 PD-1单克隆 抗体)	三阴性乳腺癌 (INBC)	中国	美国					
					结直肠癌 (CRC)	中国						
					胰腺癌	中国						
					胃癌	中国						
					食道鳞状细胞癌	中国						
					头颈鳞状细胞癌	中国						
HXP056	眼科	未公布	化学药品 1类	单药	湿性年龄相关性黄 斑变性 (wAMD)	中国						
					糖尿病性黄斑水肿 (DME)	中国						
					视网膜静脉阻塞 (RVO)	中国						
HXP089	肿瘤	未公布	化学药品 1类	单药	脑胶质瘤	中国						
HXP090	呼吸系统	未公布	化学药品 1类	单药	特发性肺纤维化 (IPF)	中国						

▬ 临床前研究     ▬ 临床研究

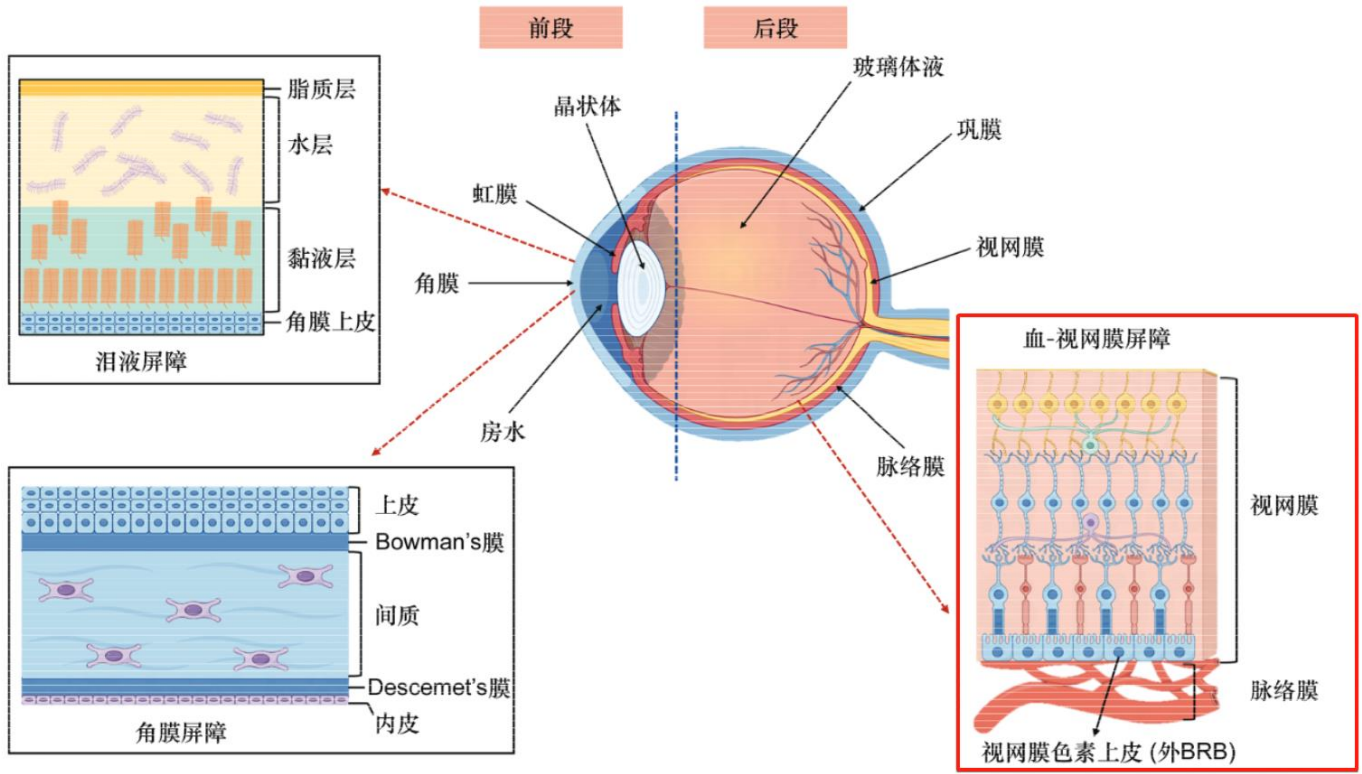
资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 2. HXP056：全球首创口服眼底病小分子药物

### 2.1 眼底病市场广阔，注射给药是核心痛点

血眼屏障是维持眼内环境稳态的重要结构，分为眼前段的血-房水屏障和眼后段的血-视网膜屏障（BRB）。BRB通过严格控制视网膜与血液循环间的物质交换保护视网膜神经组织。在进行药物治疗时，通过口服或静脉注射等全身给药方式，血眼屏障会限制血液中的药物递送到眼内，导致眼底疾病部分有效药物浓度难以维持、生物利用度低等问题。

图 9：眼睛解剖图及血眼屏障



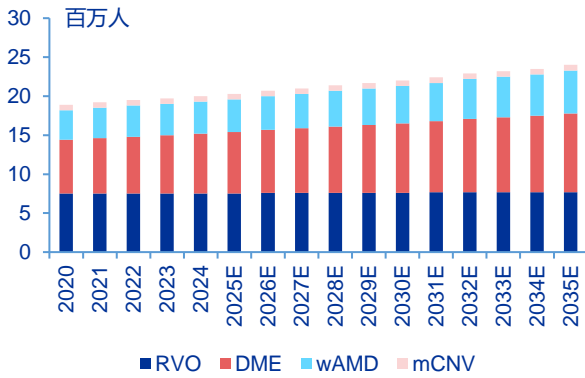
资料来源：论文《新型眼部药物递送系统的研究进展》，申万宏源研究

DME（糖尿病性黄斑水肿）、AMD（年龄相关性黄斑变性）及 RVO（视网膜静脉阻塞）是三种截然不同但均属严重的视网膜疾病，若未能及时治疗，可能导致不可逆转的视力丧失。就 DME 而言，长期糖尿病会损伤视网膜内的微小血管，导致液体渗漏及黄斑水肿，而黄斑是负责清晰中心视力的区域。AMD 尤以主要见于老年人的湿性类型（即 wAMD，湿性年龄相关性黄斑变性）为甚，其特征为黄斑下方出现异常、易渗漏的血管增生，并导致中心视力逐步丧失。RVO 是由于视网膜静脉受阻所致，会引发出血、液体渗漏及黄斑水肿，其症状通常表现为单眼突然出现无痛性视力丧失或模糊。尽管这三种疾病的根本病因不同，但均常导致黄斑水肿。全球范围内 wAMD、DME 和 RVO 疾病的患病率在稳步提升，主要源于人口老龄化、糖尿病等慢性病负担加重，据弗若斯特沙利文统计，中国 2024 年 wAMD、DME 和 RVO 患病人群分别有 410 万人、770 万人、750 万人。

VEGF 是一类调节血管生成的细胞因子，主要由血管周围的细胞产生，并通过旁分泌机制作用于内皮细胞，在促进血管形成、抑制内皮细胞的凋亡及提高血管通透性等方面发挥重要作用。病理性视网膜血管疾病主要是由过度的 VEGF 信号驱动，VEGF 水平升高促进视网膜下异常血管生长并增加血管通透性，导致出血、液体积蓄、视网膜瘢痕形成和进行性视力丧失。玻璃体内注射抗 VEGF 药物可有效阻断新生血管形成、减少血管渗漏并恢复视网膜稳定性，从而保护中心视力。

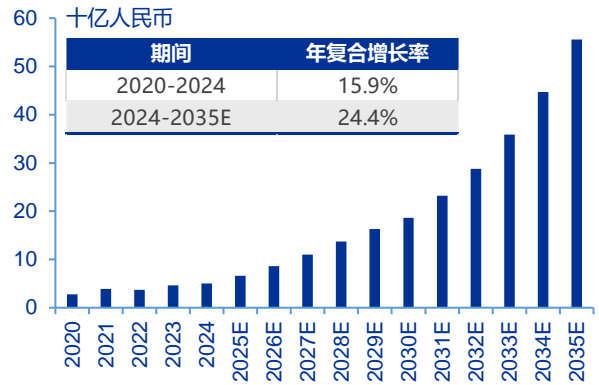
目前全球范围内共有 5 款抗 VEGF 药物获批上市，包括雷珠单抗、布鲁西单抗、阿柏西普、康柏西普、法瑞西单抗，是目前治疗眼底疾病的一线标准疗法。随着患者人群增加，整体市场规模在持续扩大，据弗若斯特沙利文统计，2024 年中国眼底疾病抗 VEGF 药物市场规模约 50 亿元，预计 2035 年将达到 556 亿元，年复合增速为 24.4%。2024 年全球抗 VEGF 疗法市场规模为 198 亿美金，预计 2034 年将达到 319 亿美金，年复合增长率为 4.9%。

图 10: 中国主要视网膜疾病的流行病学情况



资料来源: 弗若斯特沙利文, 申万宏源研究

图 11: 中国眼底抗 VEGF 疗法市场规模

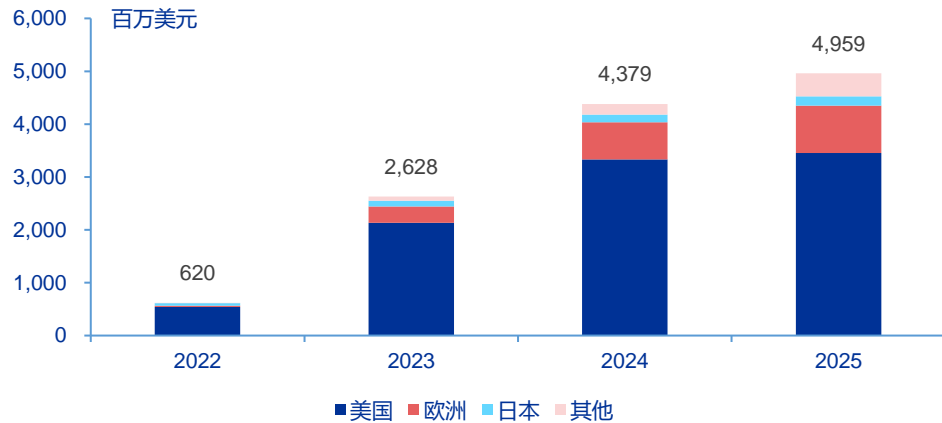


资料来源: 弗若斯特沙利文, 申万宏源研究

尽管当前抗 VEGF 疗法可快速实现视力初步改善或稳定。但整体治疗渗透率依然较低, 根据 CG 咨询统计, 中国 VEGF 类药物眼科渗透率仅 1.15%, 而美国市场的渗透率约为 6%-7%。主要源于目前所有抗 VEGF 疗法均需进行多次眼内注射, 由于治疗次数频繁以及眼内注射导致的不适和焦虑, 患者往往依从性较差。一项随访期为 4 年的真实世界研究中, 接受抗 VEGF 治疗的患者的视力从治疗第 6 个月开始随时间推移逐渐下降。患者平均年注射次数也逐年下降, 分别为第 1 年 7.5 次、第 2 年 6.7 次、第 3 年 6.6 次和第 4 年 6.4 次。表明高频次的玻璃体内抗 VEGF 注射对患者而言治疗负担重, 依从性逐渐降低, 最终导致真实世界中治疗效果不及预期, 长期视力维持效果与临床研究结果存在差距, 临床未满足需求较大。

目前多数在研创新药主要针对单靶点抗 VEGF 药物半衰期较短, 为达到治疗目的或维持视力需多次进行玻璃体腔注射的痛点进行研发, 通过双靶点、延长半衰期的方式降低给药频次, 并未在给药方式上进行创新。全球唯一一款获批上市的双靶点 VEGF 注射液法瑞西单抗上市后快速放量, 自 2022 年 1 月美国首次获批后, 2025 年全球销售额已达到 49.59 亿美金, 体现出患者亟需一款能改变当下治疗困境的药物。

图 12: 法瑞西单抗历年销售额



资料来源: 丁香园数据库, 申万宏源研究

## 2.2 突破给药方式困境，HXP056 即将迎来临床数据验证

HXP056 项目是基于 MultiSel-Opt 平台，采用了单一药物、多重选择性机制设计，旨在提供一种口服药物来治疗出血性视网膜疾病的小分子药物，拟治疗包括 wAMD、DME 以及 RVO 等。该小分子药物从设计上克服既要穿透血眼屏障使得药物能够到达眼底疾病部位，又要同时在系统暴露上优化实现患者用药安全性的这些业界周知的极大的技术挑战，有望成为全球首款的口服治疗上述眼底病的新药，是一款兼具技术颠覆性，及全球市场爆发力的原创创新药。

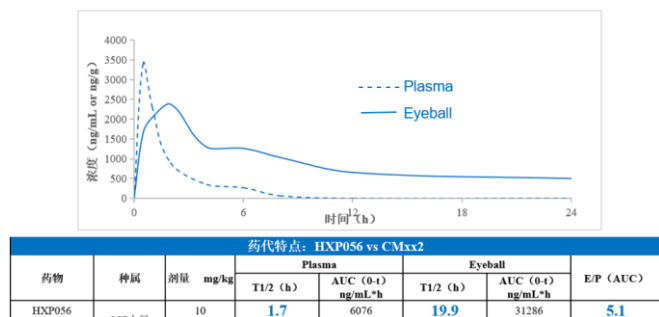
图 13: HXP056 的优势

<b>治疗方式便利</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 依从性高，可实现在家自我管理治疗</li> <li>➢ 口服便利，可实现双眼同时治疗</li> <li>➢ 无需冷链运输和保存，降低成本和社会负担</li> </ul>
<b>有望疗效更优</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 多靶点发挥抗血管生成、抗炎和抗纤维化多重协同作用</li> <li>➢ 眼部暴露高，局部效用持久</li> </ul>
<b>潜在安全性风险小</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 避免眼部操作带来的不适和感染风险</li> <li>➢ 系统代谢快，潜在毒性小</li> <li>➢ Off-target活性靶点少，潜在毒副作用少</li> </ul>

资料来源：公司演示材料，申万宏源研究

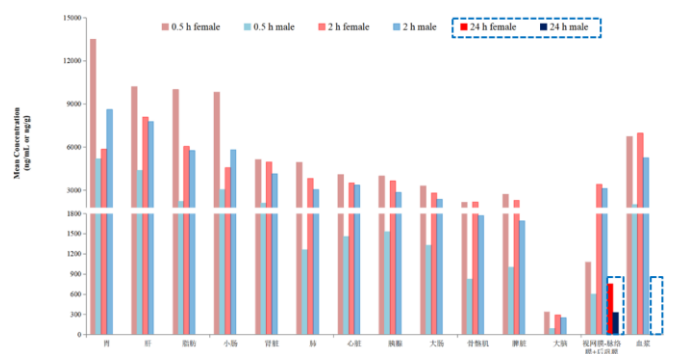
HXP056 临床前研究显示：①小鼠中，药物能够穿透血眼屏障，在眼球分布高，半衰期长，而系统暴露能实现快速代谢清除。②大鼠中，通过单次经口灌胃 10mg/kg HXP056，观察到在大鼠体内可快速分布，给药后 24 小时各脏器组织及血浆中 HXP056 浓度均低于定量下限，但视网膜-脉络膜+后巩膜中 HXP056 浓度仍有其峰浓度的~15%。PK 和组织分布动物数据提示 HXP056 能实现在眼球局部发挥疗效的同时降低系统暴露可能带来的安全性问题。

图 14: HXP056 在 C57 小鼠血液和眼球的 PK 暴露



资料来源：公司官网，申万宏源研究

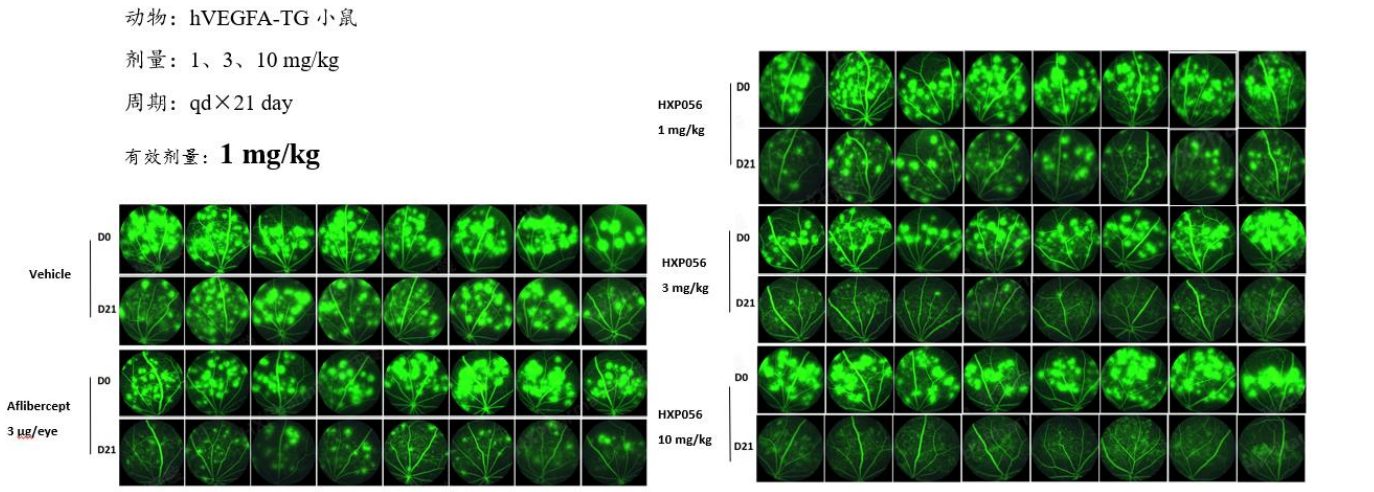
图 15: HXP056 在 BN 大鼠眼底和其它组织的分布



资料来源：公司官网，申万宏源研究

③在 hVEGFA-转基因小鼠动物模型上，在 1、3、10 mpk 剂量下均可显著抑制 hVEGFA-转基因小鼠模型动物的眼底渗漏，并呈现量效关系，且对比阿柏西普也有明显优势。

图 16: HXP056 在 hVEGFA-转基因小鼠模型的药效作用



资料来源: 公司官网, 申万宏源研究

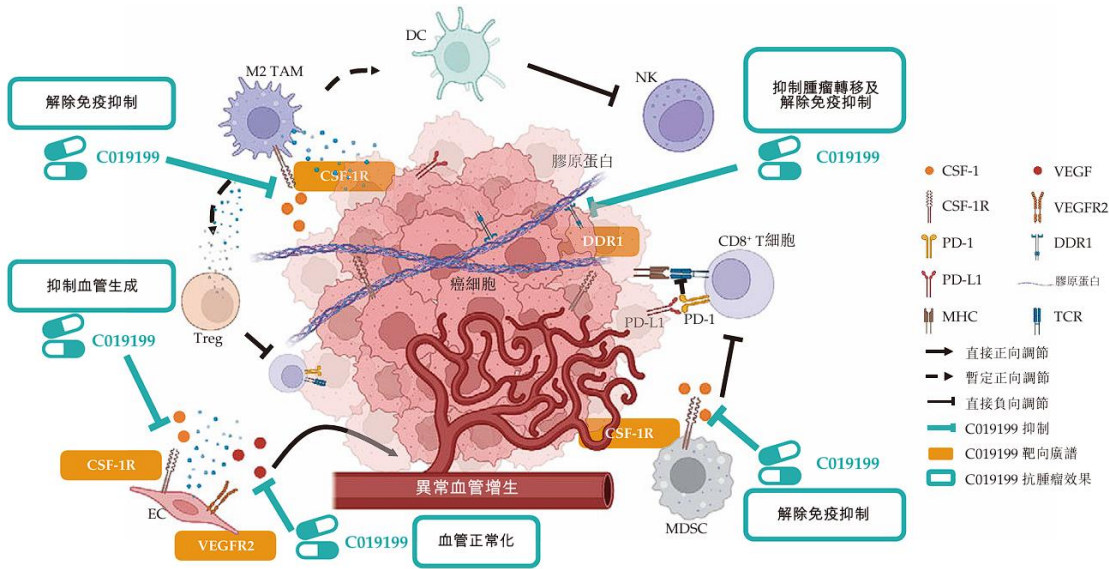
公司正在中国开展针对 wAMD 的 I 期/II 期临床试验。根据公司公告, 目前 I 期临床已完成单次给药剂量递增与多次给药剂量递增阶段的所有患者招募工作, 并在连续给药四周后完成剂量限制性毒性 (DLT) 评估及药代动力学 (PK) 数据收集。初步疗效评估亦同步进行中。根据公司公告, 针对 wAMD 的 I 期临床研究初步数据显示, 该药物具备良好安全性与耐受性, 且呈现明确的剂量 - 暴露关系。此外, 在参与 I 期临床试验的 wAMD 初治或经治患者中, 均可观察到眼底形态与视网膜功能有初步改善。基于这些令人鼓舞的初步成果, 公司于 2025 年第四季度已经开始中国 II 期扩展研究的患者招募, 而彼时 I 期剂量递增研究仍在进行中。

我们预计针对 wAMD 的 II 期临床将在今年底或明年初结束, 并有望在 2027 年启动 III 期临床, 在此期间或许有初步临床数据公布, 验证 HXP056 在人体中的疗效与安全性。

### 3. C019199: 创新多靶点抗肿瘤免疫调节剂, 即将进入 III 期临床阶段

C019199 是公司自主研发的新一代靶向 CSF-1R/DDR1/VEGFR2, 调节免疫抑制性肿瘤微环境的原创新药, 通过多机制协同作用: ①抑制 CSF-1R 信号通路, 抑制和极化肿瘤相关巨噬细胞, 解除对 T 细胞的抑制, 促进 T 细胞的浸润, 增强 T 细胞杀伤功能; ②通过对 DDR1 的抑制作用解除肿瘤组织胞外基质的“物理屏障”, 进一步增加免疫细胞和药物对肿瘤组织的浸润渗透; ③通过适当程度的 VEGFR2 抑制, 既诱导肿瘤血管正常化, 使免疫细胞和药物更好地通过血管浸润肿瘤内部, 又通过调节降低 Treg 进一步解除肿瘤细胞的免疫抑制, 从而协同增进肿瘤免疫治疗的疗效。

图 17: C019199 通过免疫抑制肿瘤微环境的作用机制



资料来源：公司演示材料，申万宏源研究

C019199 于 2020 年在北京肿瘤医院和厦门大学附属第一医院两个中心同时开展 I 期临床研究。I 期数据显示药物的人体吸收良好，不良反应明显少于同类药物，疗效初步显现，有望多机制协同解除肿瘤的免疫抑制，提高对多种肿瘤的疗效。2022 年上半年已完成 I a 期临床试验，并陆续在腱鞘巨细胞瘤、骨肉瘤、乳腺癌等实体瘤开展探索性临床研究；2023 年上半年联用免疫检查点抑制剂的 I / II 期临床 IND 申请获批，并于 2023 年 12 月完成联用的 I 期剂量爬坡，接着陆续在结直肠癌、胃癌、食管癌、头颈鳞癌、胰腺癌、三阴乳腺癌、骨肉瘤等晚期实体瘤开展 II 期研究。骨肉瘤是 C019199 的首发适应症，计划在 2026 年上半年开展 III 期临床研究。

骨肉瘤是一种高级别、产生骨样物质的间叶细胞起源恶性肿瘤，是最常见的原发性骨癌，占有原发性骨肿瘤约 11.7%，特征是侵袭性强且预后不良，具有高度远处转移的倾向，尤其是肺部，通常在短时间内发生。全球骨肉瘤的发病率由 2018 年的 23.1 千人微升至 2024 年的 24.6 千人，复合年增长率为 1.1%，预计至 2032 年将进一步增至 27.2 千人，复合年增长率为 1.3%。中国的骨肉瘤发病率于 2018 年至 2024 年间保持平稳。预计骨肉瘤患者人数将轻微上升，复合年增长率为 0.2%，至 2032 年将达到 4.4 千人。

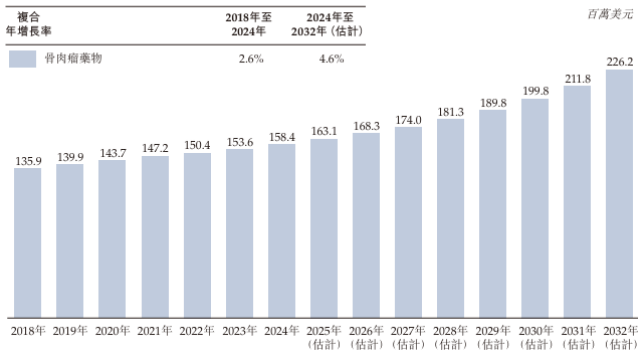
骨肉瘤多发于年轻患者。一线骨肉瘤的标准治疗途径通常涉及新辅助化疗、手术切除及术后辅助化疗的组合。新辅助化疗的目标是在手术前诱导显著的肿瘤坏死（≥90%），通常涉及完全肿瘤切除且手术切缘阴性。术后辅助化疗可能会根据对初始治疗的反应继续作出或进行调整。对于二线骨肉瘤，目前未有临床批准的疗法，因此参加临床试验成为患者的首选方案。

全球骨肉瘤药物的市场规模由 2018 年的 1.36 亿美元增至 2024 年的 1.58 亿美元，复合年增长率为 2.6%，预计至 2032 年将增至 2.26 亿美元，复合年增长率为 4.6%。中国骨肉瘤药物市场稳步增长，由 2018 年的 1.58 亿元增至 2024 年的 1.85 亿元，复合年增长率为 2.7%，因除传统化疗外缺乏有效的专门治疗方法。然而，随着临床试验活动激增以及近年陆续出现为患者带来曙光的在研药物，预计市场前景将持续改善，骨肉瘤药物市场规模预计将增长至 2032 年的人民币 2.42 亿元。

图 18：全球骨肉瘤药物市场规模

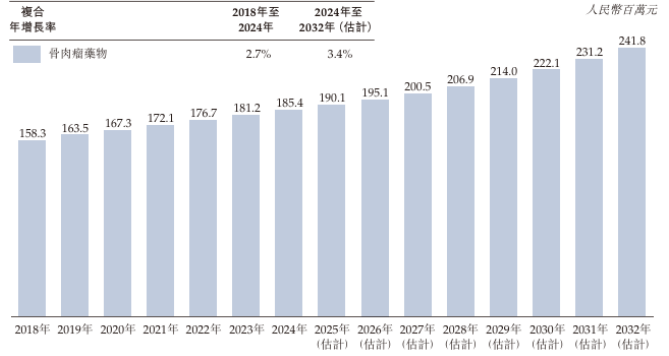
图 19：中国骨肉瘤药物市场规模

2018年至2032年(估计)全球骨肉瘤药物市场规模



资料来源: 灼识咨询, 申万宏源研究

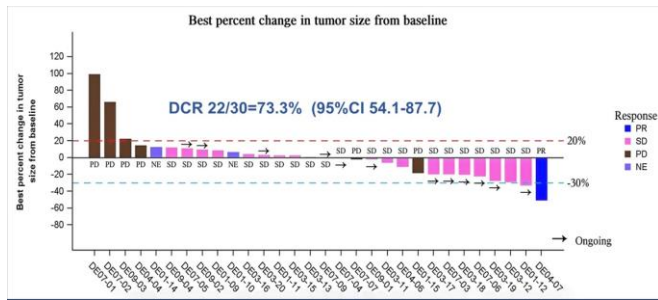
2018年至2032年(估计)中国骨肉瘤药物市场规模



资料来源: 灼识咨询, 申万宏源研究

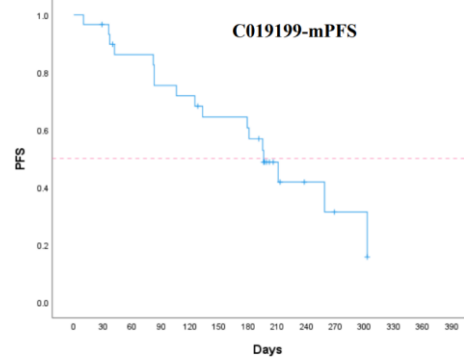
2025年 ASCO 大会上公司以口头汇报形式公布了 C019199 在骨肉瘤中的 Ib 期临床期中分析数据, 在一线化疗失败的复发或难治性骨肉瘤患者中, C019199 展现出良好的安全性和疗效,  $\geq 3$  级治疗相关不良事件 (TRAE) 发生率仅 23.3%, 疾病控制率 (DCR) 为 73.3%, 中位无进展生存期 (PFS) 为 6 个月, 显著长于标准治疗 (化疗) 的 2-3 个月。

图 20: Ib 期骨肉瘤临床结果-DCR



资料来源: 丁香园数据库, 2025 ASCO (美国临床肿瘤学会), 申万宏源研究

图 21: Ib 期骨肉瘤临床结果-mPFS



C019199 mPFS ~ 6 months

资料来源: 公司演示材料, 申万宏源研究

C019199 有望成为同类首款的创新肿瘤药物, 也将成为公司首款商业化的创新药。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

公司现有收入源于仿制药业务, 假设几大核心仿制药品种 2026-2028 年收入保持稳定, 其中海慧通和海必平在 2026 年我们预计将延续此前的高增长, 分别假设为 40% 和 25% 的增长。同时考虑到仿制药生命周期较短, 我们预计 2027-2028 年五大仿制药产品增速均会放缓。目前公司持续推进在研仿制药的一致性评价, 根据公司招股书, 预计未来 5 年每年将获得 3-5 款仿制药的上市批准, 伴随着在研仿制药陆续获批, 其他仿制药品种会快速增长。

在毛利率端, 2026-2028 年生产销售的均为仿制药, 我们预期毛利率将保持稳定, 假设为 83%。

基于以上假设，我们预计 2026-2028 年总营收分别为 7.51/8.84/9.73 亿元，同比增速分别 29.0%/17.7%/10.1%。

表 2：收入拆分

百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	467	582	751	884	973
YoY	47%	25%	29%	18%	10%
营业成本	79	97	125	147	162
毛利率	83%	83%	83%	83%	83%
<b>医药产品</b>	<b>462</b>	<b>581</b>	<b>746</b>	<b>879</b>	<b>968</b>
YoY	48%	26%	28%	18%	16%
——海慧通/氨氯地平阿托伐他汀钙片	187	292	409	470	470
YoY	82%	56%	40%	15%	0%
——安必力/莫沙必利片	146	162	179	196	206
YoY	0%	11%	10%	10%	5%
——瑞安妥/西那卡塞	48	38	38	38	38
YoY	19%	-21%	0%	0%	0%
——赛西福/羟氯喹	44	36	36	36	36
YoY		-18%	0%	0%	0%
——海必平/缬沙坦氨氯地平片	21	28	35	39	39
YoY	71%	35%	25%	10%	0%
——其他	16	25	50	100	180
YoY	55%	58%	100%	100%	80%
<b>服务收入</b>	<b>5</b>	<b>1</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
	1%	-75%	0%	0%	0%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 4.2 估值

我们预计 2026-2028 年总营收分别为 7.51/8.84/9.73 亿元，同比增速分别 29.0%/17.7%/10.1%，2026-2028 年归母净利润分别为 1.88/2.18/2.47 亿元，同比增速为 6.1%/15.9%/13.1%。

公司未来核心发展潜力在创新药部分，考虑到首款创新药预计 2029 年才上市，为充分体现公司创新药业务价值，我们选取自由现金流模型（FCFF）进行绝对估值测算。

WACC：经测算得到公司 WACC 值为 6.10%。

表 3：WACC 计算关键假设及测算结果

加权资本成本		
无风险利率	3.79%	中美十年期国债收益率加权（中债权重按港股通交易量占香港市场交易总量的比例计算）
股票市场溢价	3.92%	恒生指数隐含 ERP（1/恒生指数 PE-无风险利率）
Beta	1.08	Wind
股权成本(Ke)	8.03%	CAPM 公式
名义债务成本(Kd)	3.25%	参考央行 1-5 年贷款基准利率

资产负债率	45.00%	公司处于快速发展期，预计远期资产负债率接近行业中成熟企业
有效税率	15.00%	高新技术企业，享受企业所得税优惠税率 15%
WACC	6.10%	加权平均

资料来源：Wind，申万宏源研究

显性阶段（2026-2035）关键假设：公司首款创新药 C019199 预计 2029 年在中国上市，重磅眼底病小分子创新药 HXP056 预计 2029 年在中国上市，参考同类药物放量情况，预计达到相对成熟的销售状态至少需要 5 年时间，因此显性阶段设置为 10 年。此阶段收入和利润主要依靠①仿制药业务稳定发展；②C019199 和 HXP056 上市并纳入医保后放量。

半显性关键指标假设：2035 年后公司创新药销售的商业模式相对成熟，我们假设半显性阶段的复合增速为 10%，考虑到公司商业化产品均为小分子药，参考港股盈利的创新药代表性公司翰森制药，其上市产品以小分子为主，给予半显性阶段的 ROIC 为 15%，公司在当前仅依靠仿制药业务产生收入和利润的情况下，EBIT Margin 就能维持在 30%以上，我们预计收入结构转换为以创新药为主后，EBIT Margin 假设为 40%。

递减过渡阶段（2039-2043）关键假设：此阶段公司业务逐步过渡至平稳态，收入增速、ROIC、EBIT Margin 均递减至永续阶段水平。

永续阶段关键假设：此阶段公司业务模式已成熟，假设永续阶段公司营收年增速维持 2%的低速增长（参考成熟经济体 GDP 增速），ROIC 回归至 WACC 水平，EBIT Margin 维持 15%水平。

表 4：绝对估值关键假设

FCFF 估值关键假设						
估值阶段	年数	收入增长率	ROIC	EBIT Margin	WACC	少数股权 PB
显性阶段	10	—	—	—	6.10%	1
半显性阶段	3	10.00%	15.00%	40.00%		
递减过渡阶段	5	递减	趋于稳态	趋于稳态		
永续	After 18 年	2.00%	6.10%	15.00%		

资料来源：申万宏源研究

基于以上假设，采用 FCFF 绝对估值法得出海西新药当前的目标价为 261.45 人民币，对应 298.28 港元，目标市值为 234.77 亿港元，较 2026 年 4 月 23 日市值有 40%的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：FCFF 估值过程（单位：百万元）

FCFF估值过程	历史阶段				显性阶段								半显性阶段				递减过渡阶段				永续	
	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E	2042E		2043E
收入	317	467	582	751	884	973	1,230	1,869	2,439	3,634	4,862	6,093	7,405	8,145	8,960	9,856	10,710	11,495	12,185	12,754	13,179	13,442
收入增长率	-	47%	25%	29%	18%	10%	26%	52%	30%	49%	34%	25%	22%	10%	10%	9%	7%	6%	5%	3%	2%	2%
收入增长率YoY变化			-23%	4%	-11%	-8%	16%	26%	-22%	19%	-15%	-8%	-4%	-12%	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
EBIT	141	156	204	213	249	294	394	696	1,032	1,359	1,820	2,466	2,998	3,285	3,598	3,942	3,838	3,640	3,351	2,976	2,526	2,016
EBIT Margin	44%	33%	35%	28%	28%	30%	32%	37%	42%	37%	37%	40%	40%	40%	40%	40%	36%	32%	28%	23%	19%	15%
EBIT Margin YoY变化		-11%	2%	-7%	0%	2%	2%	5%	5%	-5%	0%	3%	0%	0%	0%	0%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%	-4%
减: 现金税	-16	-14	-22	-22	-25	-30	-40	-70	-105	-138	-184	-250	-304	-493	-540	-591	-576	-546	-503	-446	-379	-302
有效税率	-12%	-9%	-11%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%	-15%
NOPLAT	124	143	182	191	224	264	354	626	927	1,221	1,636	2,216	2,694	2,792	3,059	3,351	3,262	3,094	2,848	2,529	2,147	1,714
期末投入资本	160	273	328	385	543	883	1,203	1,756	2,461	3,314	4,170	5,026	5,885	7,859	12,108	22,340	24,134	25,714	26,999	27,900	28,315	28,100
ROIC	78%	52%	55%	50%	41%	30%	29%	36%	38%	37%	39%	44%	46%	36%	25%	15%	14%	12%	11%	9%	8%	6%
ROIC YoY变化			-6%	-8%	-11%	0%	6%	2%	-1%	2%	5%	2%	-10%	-10%	-10%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%
企业自由现金流		29	127	134	67	-76	34	72	222	368	780	1,360	1,835	817	-1,190	-6,881	1,468	1,514	1,563	1,628	1,732	1,929
企业自由现金流-折现值			126	59	-63	27	54	156	243	486	798	1,015	426	-585	-3,187	641	623	606	595	597	597	16,209

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6: FCFF 绝对估值结果

FCFF 估值结果		
单位:人民币百万元	价值	比率
显性半显性递减过渡价值	2,617.07	12.96%
终值	16,208.81	80.24%
核心企业价值	18,825.88	93.20%
加: 非核心长期投资	43.67	0.22%
现金及现金等价物	645.05	3.19%
交易性金融工具净值	685.42	3.39%
企业总价值	20,200.02	100.00%
减: 付息债务	108.67	0.54%
非控股权益价值	0.00	0.00%
非控股权益	0.00	
少数股权 PB	1.00	
股权价值	20,091.35	99.46%
总股数	78.71	
每股价值	255.27	
最新每股价值	2026/4/23	261.45

资料来源：公司公告，申万宏源研究

## 5. 风险提示

**研发失败风险或进度不及预期风险：**尽管早期临床的数据良好，但后续的大规模 III 期临床试验中仍存在疗效不及预期或新的安全性问题，从而导致临床试验失败的风险。

**集采导致业绩波动的风险：**公司目前收入均来源于仿制药销售，若集采影响大于预期，有可能导致业绩大幅波动。

**竞争恶化风险：**目前抗肿瘤新药领域新疗法不断涌现，竞争激烈，若出现新的可治愈的疗法，则会成为公司未来新药销售的强劲对手。

### 合并利润表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	467	582	751	884	973
主营收入	467	582	751	884	973
营业成本	-79	-97	-125	-147	-162
销售和管理费用	-187	-220	-283	-299	-329
研发费用	-68	-74	-150	-212	-214
其他经营损益	31	20	25	30	33
财务费用	-7	-6	-3	-7	-20
投资收益	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他非经常性损益	-8	-8	-5	-7	-7
除税前利润	149	198	210	242	275
所得税	-13	-21	-22	-24	-28
净利润	136	177	188	218	247
少数股东损益及其他	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	136	177	188	218	247

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

### 合并资产负债表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	346	1,440	1,515	1,831	2,170
现金及等价物	38	645	433	442	487
应收款项	35	53	68	80	88
存货净额	35	56	61	73	84
其他流动资产	238	687	953	1,236	1,511
非流动资产	410	406	558	721	1,142
长期投资	51	44	120	120	200
固定资产	275	295	370	534	875
投资物业	0	0	0	0	0
无形资产及商誉	34	33	33	33	33
其他非流动资产	49	34	34	34	34
资产总计	756	1,847	2,073	2,552	3,312
流动负债	182	228	267	528	1,041
短期借款	23	84	84	315	808
应付款项	157	143	181	211	231
其他流动负债	2	2	2	2	2
非流动负债	32	25	25	25	25
负债合计	214	253	291	553	1,066
股本	67	79	79	79	79
总储备	474	1,515	1,703	1,921	2,168
其他股东权益	0	0	0	0	0
非控股权益及其他	0	0	0	0	0
权益总额	541	1,594	1,782	2,000	2,246
负债和股东权益合计	756	1,847	2,073	2,552	3,312

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

### 合并现金流量表

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E
净利润	136	177	188	218	247
加：折旧摊销减值			25	36	59
利息净支出			3	7	20
投资损失			0	0	0
营运资本变动			18	6	1
其他经营现金流			5	7	7
经营活动现金流	164	171	239	274	333
资本开支			-100	-200	-400
其它投资现金流			-349	-290	-361
投资活动现金流	-379	-430	-449	-490	-761

支付股利和利息			-3	-7	-20
其它融资现金流			0	231	493
融资活动现金流	-1	866	-3	224	473
净现金流	-216	607	-212	9	45

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

## 信息披露

### 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

### 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司 (隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”) 在中华人民共和国内地 (香港、澳门、台湾除外) 发布，仅供本公司的客户 (包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户) 使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及 (若有必要) 咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。