

南新制药 (688189.SH)

百亿帕拉米韦+几十亿狂犬单抗，抗流感新星迈向璀璨未来

本篇报告详细阐述了公司两大重要投资看点：公司通过布局帕拉米韦多剂型（注射剂、吸入溶液、干粉吸入剂）、新一代抗流感药物 NX-2016、目前主流抗流感品种奥司他韦新剂型（干混悬剂），逐步形成了多品种、多剂型抗流感平台，帕拉米韦有望成为百亿级别大单品；筹划收购兴盟生物获得几十亿级别大单品狂犬单抗，预计成为拉动未来公司业绩快速增长的驱动力。公司逐步形成多品种、多剂型的抗流感平台，百亿级别大单品帕拉米韦快速放量。流感患病人数众多，每年在全球可导致 300 万~500 万重症病例，我国近两年流感人数均超过百万人。目前的主流用药奥司他韦销售约 70 亿元，帕拉米韦有望成为下一个流感用药大单品。帕拉米韦注射剂是国内首个全年龄段适用的静脉途径给药的 NAIs，纳入医保后快速放量，见效快、持续时间长，为流感重症患者、无法接受吸入或口服患者和因其他 NAIs 疗效不佳或产生耐药的患者提供了新的治疗选择。此外，由于轻症患者仅需单次静滴，因此帕拉米韦注射剂的患者依从性也较好。预计我国流感市场空间约 367 亿元，帕拉米韦注射剂的中性销售峰值约 37 亿元（渗透率 10%），乐观情况下可突破 50 亿元（渗透率 14% 以上）。此外，公司帕拉米韦吸入溶液正在进行临床试验，有望助力帕拉米韦成为百亿级别大单品。公司通过布局帕拉米韦多剂型（注射剂、吸入溶液、干粉吸入剂）、新一代抗流感药物 NX-2016、目前主流抗流感品种奥司他韦新剂型（干混悬剂），逐步形成了多品种、多剂型的抗流感平台，未来有望占有流感市场更大市场份额。

收购兴盟生物，获得几十亿级别大单品狂犬单抗。狂犬病 III 级暴露患者众多，预计在 500 万-700 万人左右，但在实际情况下，II 级暴露和 III 级暴露难以简单评估区分（两者合计占比约 90%），因此我们预计，狂犬整体市场需求远大于 4000 万支。由于 HRIG 产能受限，被动免疫制剂市场缺口长期存在。HRIG 批签发近年的最高值（2019 年）仅 1226 万支，距离市场所需的 3000-4000 万支还有较大缺口。单抗产品不受产能限制，通过细胞发酵获得，已上市产品临床数据显示，狂犬单抗疗效非劣于 HRIG。国内狂犬单抗研发企业较少，仅华北制药与兴盟生物（南新制药）布局。兴盟生物复合制剂理论上具有更全面的中和能力，布局全球多中心临床开拓海外市场，正在进行国际多中心 IIb/III 期临床试验，在中国大陆已正式开始 III 期临床，初步临床结果显示优于 HRIG。若假设狂犬单抗定价与 HRIG 产品相当，考虑到良好的竞争格局，我们认为，兴盟生物的狂犬单抗产品均有望成为几十亿级别大品种，且有进一步在海外拓宽销售空间的潜力。

盈利预测与估值。暂不考虑兴盟生物并表，预计公司 2020-2022 年收入可达 11.16 亿元、15.40 亿元、21.61 亿元，同比增长为 10.0%、38.0%、40.4%；归母净利润为 1.09 亿元、1.83 亿元、2.71 亿元，同比增长为 19.6%、67.0%、48.2%；对应 PE 为 76x、45x、31x。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品销售不及预期风险；产品研发失败风险；产业政策负向影响风险；重大资产重组失败风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	701	1,014	1,116	1,540	2,161
增长率 yoy (%)	101.6	44.8	10.0	38.0	40.4
归母净利润(百万元)	54	91	109	183	271
增长率 yoy (%)	97.2	70.9	19.6	67.0	48.2
EPS 最新摊薄(元/股)	0.38	0.65	0.78	1.31	1.93
净资产收益率(%)	23.6	27.3	27.6	30.8	30.7
P/E(倍)	154.7	90.5	75.7	45.3	30.6
P/B(倍)	35.3	24.9	18.7	13.3	9.2

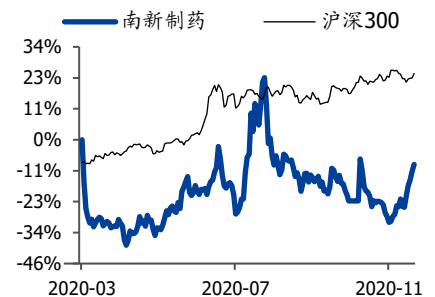
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

买入（首次）

股票信息

行业	化学制药
最新收盘价	59.16
总市值(百万元)	8,282.40
总股本(百万股)	140.00
其中自由流通股(%)	24.00
30 日日均成交量(百万股)	0.70

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

研究助理 应沁心

邮箱：yingqinxin@gszq.com

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	285	448	610	876	1016
现金	125	155	422	406	570
应收票据及应收账款	99	250	134	395	348
其他应收款	1	1	1	2	2
预付账款	9	7	10	13	20
存货	41	33	39	56	73
其他流动资产	10	3	3	3	3
非流动资产	411	370	359	536	715
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	261	241	220	372	558
无形资产	86	77	83	91	81
其他非流动资产	65	53	56	73	76
资产总计	696	819	968	1412	1731
流动负债	283	341	341	557	560
短期借款	150	205	205	358	324
应付票据及应付账款	31	15	30	30	51
其他流动负债	102	120	106	169	185
非流动负债	148	121	99	107	107
长期借款	135	110	88	97	97
其他非流动负债	12	11	11	11	11
负债合计	431	461	440	664	668
少数股东权益	31	25	51	88	133
股本	105	105	140	140	140
资本公积	203	210	210	210	210
留存收益	-73	18	154	374	689
归属母公司股东权益	234	333	477	660	930
负债和股东权益	696	819	968	1412	1731

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	64	33	283	40	437
净利润	62	97	136	220	316
折旧摊销	42	38	30	40	59
财务费用	14	15	7	8	9
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-53	-138	110	-227	54
其他经营现金流	-2	20	0	0	0
投资活动现金流	-21	-13	-19	-218	-238
资本支出	21	13	-12	177	179
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	-30	-40	-59
筹资活动现金流	7	10	3	9	-2
短期借款	-47	55	0	0	0
长期借款	74	-25	-22	9	0
普通股增加	0	0	35	0	0
资本公积增加	0	7	0	0	0
其他筹资现金流	-20	-27	-10	-0	-2
现金净增加额	50	30	267	-169	198

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	701	1014	1116	1540	2161
营业成本	101	115	113	149	201
营业税金及附加	10	13	18	24	31
营业费用	418	621	687	928	1304
管理费用	51	60	70	93	128
研发费用	45	72	78	108	151
财务费用	14	15	7	8	9
资产减值损失	-4	-3	0	0	0
其他收益	3	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	60	109	144	230	336
营业外收入	4	2	4	2	3
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	64	111	148	233	339
所得税	2	13	12	13	24
净利润	62	97	136	220	316
少数股东损益	9	6	27	37	45
归属母公司净利润	54	91	109	183	271
EBITDA	121	163	185	281	407
EPS (元/股)	0.38	0.65	0.78	1.31	1.93

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入 (%)	101.6	44.8	10.0	38.0	40.4
营业利润 (%)	59.5	82.4	31.8	60.0	46.0
归属母公司净利润 (%)	97.2	70.9	19.6	67.0	48.2
获利能力					
毛利率 (%)	85.6	88.6	89.9	90.3	90.7
净利率 (%)	7.6	9.0	9.8	11.9	12.5
ROE (%)	23.6	27.3	27.6	30.8	30.7
ROIC (%)	14.0	16.2	18.6	20.3	23.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.0	56.4	45.4	47.0	38.6
净负债比率 (%)	70.8	54.4	-19.9	12.2	-10.0
流动比率	1.0	1.3	1.8	1.6	1.8
速动比率	0.8	1.2	1.6	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.3	1.2	1.3	1.4
应收账款周转率	10.0	5.8	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	3.0	5.0	5.0	5.0	5.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.38	0.65	0.78	1.31	1.93
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.46	0.23	2.02	0.29	3.12
每股净资产 (最新摊薄)	1.67	2.38	3.16	4.46	6.40
估值比率					
P/E	154.7	90.5	75.7	45.3	30.6
P/B	35.3	24.9	18.7	13.3	9.2
EV/EBITDA	70.4	52.1	44.5	30.1	20.4

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

一、公司逐步形成多品种、多剂型的抗流感平台，百亿级别大单品帕拉米韦快速放量	4
1.1 流感患病人数多，市场大，奥司他韦销售约 70 亿元，东阳光药一家独大，帕拉米韦纳入医保之后快速放量，有望成为下一个流感用药大单品	4
1.2 公司逐步形成多品种、多剂型抗流感平台，帕拉米韦注射剂峰值有望达 37 亿元，吸入剂型有望成为下一个主流单品	6
二、筹划收购兴盟生物，获得几十亿级别大单品狂犬单抗	9
2.1 狂犬病病毒具有高度嗜神经性，致死率高，目前尚无有效治疗手段，预防措施极其重要	9
2.2 狂犬病 III 级暴露患者需要被动免疫制剂+疫苗共同使用预防狂犬病	10
2.3 HRIG 产能受限，国内狂免市场存在较大缺口，预计未来需求将会持续增长	12
2.4 狂犬单抗疗效非劣于 HRIG，有望成为产能不受限的优效被动免疫预防方案，国内仅华北制药与兴盟生物（南新制药）布局	13
三、湖南省国资委背景，快速成长的抗流感新星	15
四、盈利预测与估值	16
风险提示	17

图表目录

图表 1: 流感与普通感冒的区别	4
图表 2: 我国流感发病人数与死亡人数	5
图表 3: 流感用药一览	5
图表 4: 样本医院流感用药销售额快速增长	6
图表 5: 样本医院流感用药销售额	6
图表 6: 样本医院流感用药占比	6
图表 7: 公司抗流感新药研发历程	7
图表 8: 公司抗流感领域在研项目	7
图表 9: 帕拉米韦快速放量	7
图表 10: 已上市 NAIs 对比	8
图表 11: 我国流感市场理论空间测算	8
图表 12: 帕拉米韦注射剂销售峰值敏感性分析	9
图表 13: 帕拉米韦吸入溶液临床试验信息	9
图表 14: 狂犬病的发病机理	10
图表 15: 狂犬病暴露后的预防处置方式	11
图表 16: 马抗狂犬病血清（ERA）、人源免疫蛋白（HRIG）以及狂犬单抗的对比	11
图表 17: 狂犬疫苗批签发数量	12
图表 18: 狂犬病人免疫球蛋白批签发情况（万瓶）	13
图表 19: 狂犬病人免疫球蛋白近年保持快速增长	13
图表 20: 国产狂犬单抗研发情况	14
图表 21: 兴盟生物狂犬单抗销售峰值敏感性分析	14
图表 22: 公司股权结构	16
图表 23: 公司收入与业绩快速增长	16
图表 24: 收入与利润分拆（暂不考虑兴盟并表）	17

一、公司逐步形成多品种、多剂型的抗流感平台，百亿级别大单品帕拉米韦快速放量

1.1 流感患病人数多，市场大，奥司他韦销售约 70 亿元，东阳光药一家独大，帕拉米韦纳入医保之后快速放量，有望成为下一个流感用药大单品

流感与普通感冒有较大区别。流感，全称流行性感，是流感病毒引起的一种急性呼吸道疾病，属于丙类传染病，按病毒的类型可分为甲型流感、乙型流感。流感与普通感冒有较大区别，流感有明显的季节性，多高热伴寒战，症状较重，可能有并发症，病程较长，病死率较高。

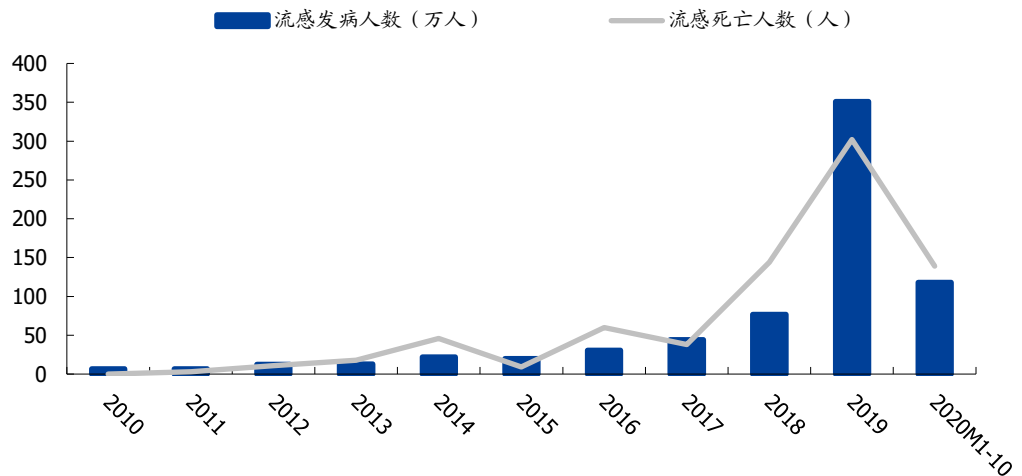
流感患病人数众多，及时防治至关重要。据世界卫生组织（WHO）估计，每年季节性流感在全球可导致 300 万~500 万重症病例，29 万~65 万死亡。我国近两年流感人数均超过百万人（2019 年全年发病人数超 350 万，2020 年 1-10 月超 118 万），流感病死人数超过百人（2019 年 302 人，2020 年 1-10 月 139 人）。

图表 1: 流感与普通感冒的区别

	普通感冒	流感
病原体	鼻病毒、冠状病毒、副流感病毒、呼吸道合胞病毒等	流感病毒
传染性	非传染性	丙类传染病（按乙类管理）
季节性	季节性不明显	有明显的季节性
发热程度	不发热或轻、中度热、无寒战	多高热（39~40℃），可以伴寒战
发热持续时间	1~2 天	3~5 天
全身症状	少或没有	重，头痛，全身肌肉酸痛，乏力
并发症	罕见	可以出现中耳炎、肺炎、心肌炎、脑膜炎或脑炎等
病程	1~3 天	5~10 天
病死率	较低	较高，死亡多由于引起原发病（肺部疾病、神经系统疾病及心脏病等）急性加重或出现并发症（肺炎、心肌炎、脑膜炎或脑炎等）

资料来源：中华医学会，国盛证券研究所

图表 2: 我国流感发病人数与死亡人数



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

目前国内流感的主流用药为神经氨酸酶抑制剂。目前流感用药主要有三类, 神经氨酸酶抑制剂、血凝素抑制剂、M2 离子通道阻滞剂。我国目前主流用药为神经氨酸酶抑制剂(奥司他韦、扎那米韦、帕拉米韦); 血凝素抑制剂由于在我国临床数据有限, 需密切关注疗效和不良反应; M2 离子通道阻滞剂由于对目前流行的流感病毒株耐药, 已不建议使用。

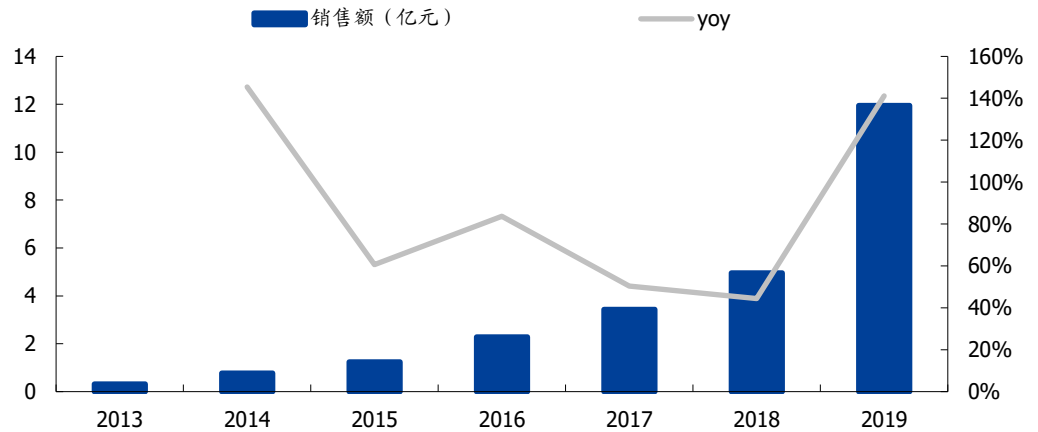
图表 3: 流感用药一览

类型	药品名称	剂型	用量	注意事项	2019 年样本医院销售额	主要生产厂家
神经氨酸酶抑制剂	奥司他韦	胶囊/颗粒	成人每次 75mg, 每日 2 次, 疗程 5 天	肾功能不全者要根据肾功能调节剂量	10.41 亿元	罗氏、东阳光药、中西三维
	扎那米韦	吸入喷雾剂	成人每次 10mg, 每日 2 次, 疗程 5 天	不推荐原有哮喘或其他慢性呼吸道疾病患者使用	2 万元	GSK、先声药业
	帕拉米韦	注射剂	成人 300~600mg, 每日 1 次, 疗程 1~5 天	-	1.45 亿元	南新制药
血凝素抑制剂	阿比多尔	胶囊/颗粒/片/分散片	成人每次 200mg, 每日 3 次, 疗程 5 天	我国临床应用数据有限, 需密切观察疗效和不良反应	885 万元	先声药业、石四药、江苏涟水、江苏吴中、石药集团、苏州长征-欣凯
M2 离子通道阻滞剂	金刚烷胺和金刚乙胺			对目前流行的流感病毒株耐药, 不建议使用		

资料来源: 流行性感冒诊疗方案(2020年版), wind 医药库, 国盛证券研究所

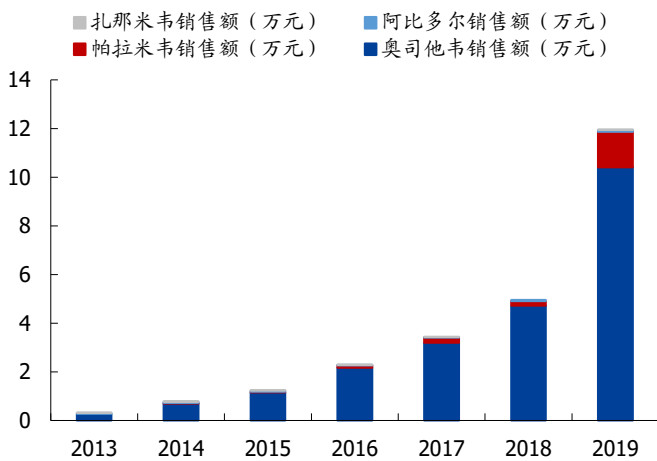
目前的主流用药奥司他韦销售约 70 亿元, 东阳光药一家独大, 帕拉米韦纳入医保之后快速放量, 有望成为下一个流感用药大单品。国内流感用药市场快速增长, 目前最主流的用药是奥司他韦, 2019 年国内市场销售额约 70 亿元, 呈现东阳光药一家独大的格局。2017 年帕拉米韦纳入医保以来, 实现快速放量, 在流感市场占比逐步增大, 有望成为下一个流感用药大单品。

图表4: 样本医院流感用药销售额快速增长



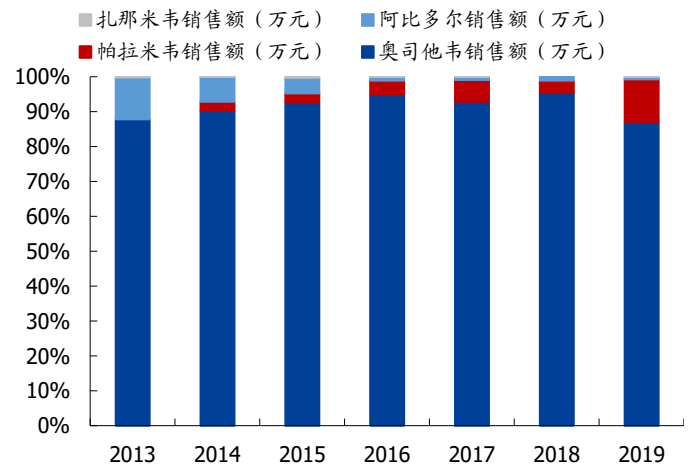
资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

图表5: 样本医院流感用药销售额



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

图表6: 样本医院流感用药占比



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

1.2 公司逐步形成多品种、多剂型抗流感平台, 帕拉米韦注射剂峰值有望达37亿元, 吸入剂型有望成为下一个主流单品

公司于2009年5月引进帕拉米韦临床批件, 自此开始抗流感平台布局, 已逐步形成多品种、多剂型抗流感平台。

- ✓ **帕拉米韦注射剂、吸入制剂全剂型布局:** 2013年, 帕拉米韦注射剂300mg产业化上市, 2017年150mg上市, 同年帕拉米韦纳入医保开始快速放量。由于帕拉米韦注射剂的主要应用场景在儿科急诊, 因此对医保支付的依赖程度相对较低。同时, 公司还布局了帕拉米韦吸入溶液和帕拉米韦干粉吸入剂研发, 吸入制剂能够直接作用于呼吸道局部, 使局部药物浓度高、药效明显, 对呼吸道疾病疗效快、用药省、全身反应少, 且对于儿童用药更友好, 有望成为下一个主流抗流感大单品。
- ✓ **布局新一代流感药物内切酶抑制剂 NX-2016:** NX-2016属于第三代新型抗流感药物内切酶抑制剂。不同于神经氨酸酶抑制剂(阻断病毒释放), 内切酶抑制剂可以选择性阻断流感病毒的转录过程(阻断病毒核酸复制), 同时对宿主细胞不造成影响。
- ✓ **布局目前最主流抗流感药物奥司他韦新剂型(干混悬剂), 方便携带, 且对老人、儿童等更友好:** 奥司他韦是目前最主流的抗流感药物, 2019年国内销售额约70亿

元。目前奥司他韦上市的剂型为胶囊剂及颗粒剂，胶囊剂为罗氏、东阳光药与中西三维三家主要生产厂家（东阳光药与中西三维均为罗氏授权引进），颗粒剂为东阳光药独家品种（儿童更适用）。公司的奥司他韦干混悬剂对于吞咽困难患者、老人、儿童患者等更友好，是奥司他韦片剂、胶囊剂的潜在替代产品，目前已完成预BE。

图表 7: 公司抗流感新药研发历程



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

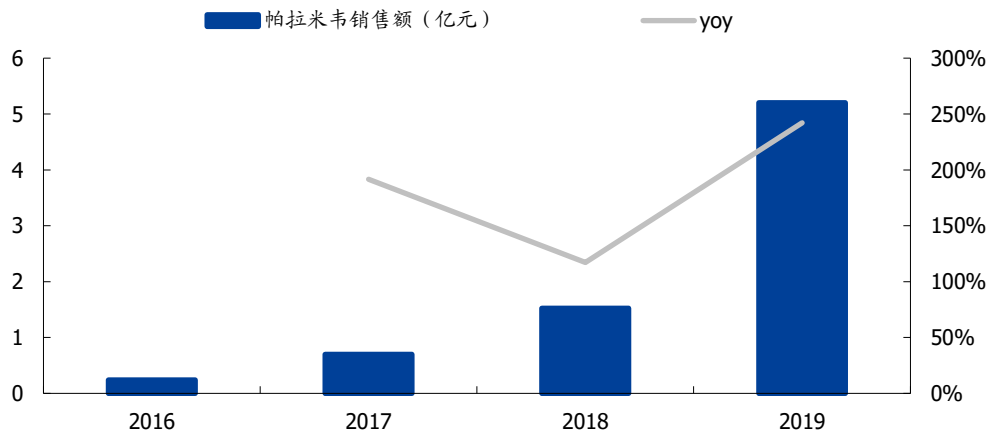
图表 8: 公司抗流感领域在研项目

项目名称	注册分类	进展情况	技术优势
1 帕拉米韦吸入溶液	化药2类	I/II期临床研究	全球首个抗流感雾化吸入溶液
2 帕拉米韦干粉吸入剂	化药2类	临床前研究	是口服剂和注射剂治疗流感的有效替代产品
3 NX-2016	化药1类	成药性研究	国内首个内切酶抑制剂
4 磷酸奥司他韦干混悬剂	化药3类	完成预BE	是磷酸奥司他韦片剂、胶囊剂的潜在替代产品

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

帕拉米韦是国内首个全年龄段适用的静脉途径给药的NAIs，纳入医保后快速放量。帕拉米韦氯化钠注射液（商品名“力纬”）是1.1类创新药，是一种新型高效神经氨酸酶抑制剂（neuraminidase inhibitors, NAIs），也是国内首个全年龄段适用的静脉途径给药的NAIs。2013年，帕拉米韦注射液300mg产业化上市，2017年150mg上市，同年帕拉米韦纳入医保开始快速放量。2016-2019年，帕拉米韦销售额分别为0.24/0.7/1.5/5.2亿元。

图表 9: 帕拉米韦快速放量



资料来源: 公司招股书, 国盛证券研究所

帕拉米韦氯化钠注射液见效快、持续时间长、患者依从性好，是国内首个全年龄段适用的静脉途径给药治疗流感的药物。目前已上市的三种 NAIs 分别是静脉注射、口服及粉雾剂，帕拉米韦氯化钠注射液是国内首个全年龄段适用的静脉途径给药治疗流感的药物，具有见效快、持续时间长等优点，同时对丧失意志的患者具有良好的治疗效果，在一定程度上弥补了其他药物的不足，为流感重症患者、无法接受吸入或口服患者和因其他 NAIs 疗效不佳或产生耐药的患者提供了新的治疗选择。此外，由于轻症患者仅需单次静滴，因此帕拉米韦的患者依从性也较好。

图表 10: 已上市 NAIs 对比

	帕拉米韦氯化钠注射液	磷酸奥司他韦胶囊	扎那米韦吸入粉雾剂
疗效	总有效率: 94.4% 中位发热缓解时间: 17.8h 中位症状缓解时间: 27.9h	总有效率: 82% 中位发热缓解时间: 22.3h 中位症状缓解时间: 42.7h	流感病毒转阴率: 93.3% 体温复常时间: 38.63 ± 24.81h 流感症状缓解时间: 95.31 ± 29.24h
给药方式	静脉注射	口服	经口吸入
疗程	轻症, 单次静滴; 重症, 1天1次, 1~5天	1天2次, 5天	1天2次, 5天
适用人群	全年龄段	1岁以上儿童及成人	7岁以上儿童及成人
不良反应	包括临床检测值异常的不良反 应, 主要有腹泻、呕吐、嗜中 性粒细胞减少、蛋白尿	包括轻度至中度恶心和呕吐, 以及腹泻、支气管炎、腹痛、 头痛、头晕、咳嗽、失眠、眩 晕; 精神方面表现为行为异常、 谵妄, 包括以下症状, 如幻觉、 易激动、意识水平改变、意识 模糊、梦魇、妄想	包括头痛、腹泻、恶心、呕 吐、鼻部症状、支气管炎、咳 嗽等; 最常见的实验室异常包 括肝酶的升高、CPK 升高、淋 巴细胞减少、嗜中性粒细胞减 少等。此外, 还包括支气管痉 挛、神经精神事件(谵妄和不 正常行为并导致自我伤害)、过 敏反应等
价格	100ml (帕拉米韦 0.15g) 138 元/瓶; 100ml (帕拉米韦 0.3g) 196 元/瓶	东阳光药 130-140 元, 罗氏 209-220 元 (75mg*10 粒/盒)	先声 5mg*20 泡, 200 元/盒左右

资料来源: 公司招股书, wind 医药库, 国盛证券研究所

预计我国流感市场空间约 367 亿元, 帕拉米韦注射剂的中性销售峰值约 37 亿元 (渗透率 10%), 乐观情况下可突破 50 亿元 (渗透率 14% 以上)。儿童是流感的高发人群, 根据流行病学数据, 儿童流感发病率约 20%~30%, 我们在测算中取中间值 25%; 成人流感发病率约 5%~10%, 我们取中间值 7%; 根据儿童与成人流感患病总人数倒推计算, 我国每年流感疑似患者约有 1.43 亿人, 发病率约 10%。儿童流感患者用药量约 10mg/kg 体重, 假设儿童平均体重为 30kg, 则用药量为 300mg; 成人患者用药量为 300~600mg, 我们取中间值 450mg 进行计算。根据测算, 我国儿童流感市场理论空间达 125 亿元, 成人流感市场理论空间达 242 亿元, 合计达 367 亿元。奥司他韦目前国内市场年销售额约 70 亿元, 则其渗透率约 19%。我们对帕拉米韦注射剂的销售峰值进行敏感性分析, 假设其市场渗透率为 5%~15%, 则在中性情况下 (10%), 其销售峰值有望达到 37 亿元; 在乐观情况下 (14% 以上), 可突破 50 亿元。

图表 11: 我国流感市场理论空间测算

用药人群	人口 (亿人)	流感发病率	流感疑似患者 (亿人)	单人用药量 (mg)	单人用药金额 (元)	理论终端市场空间 (亿元)
儿童	2.5	25%	0.63	300	200	125
成人	11.5	7%	0.81	450	300	242
总计	14	10%	1.43	-	256	367

资料来源: 中国统计局, 药品说明书, 国盛证券研究所

图表 12: 帕拉米韦注射剂销售峰值敏感性分析

渗透率	5%	7%	9%	10%	12%	14%	15%
市场空间	367	367	367	367	367	367	367
帕拉米韦销售额(亿元)	18	26	33	37	44	51	55

资料来源: 中国统计局, 药品说明书, 国盛证券研究所

帕拉米韦吸入剂优势明显, 有望助力帕拉米韦成为百亿级别大单品。公司的帕拉米韦吸入溶液正在进行 I/II 期临床, 我们预计 2021 年上半年有望揭盲, 2021 年底至 2022 年初有望获批。流感是一种呼吸道感染疾病, 吸入制剂能够直接作用于呼吸道局部, 使局部药物浓度高、药效明显, 因此对呼吸道疾病疗效快、用药省、全身反应少, 且对于儿童用药更友好, 有望成为下一个主流抗流感大单品, 预计销售峰值也能达到几十亿级别, 甚至超越注射剂。综合来看, 帕拉米韦有望成为百亿级别大单品。

图表 13: 帕拉米韦吸入溶液临床试验信息

登记号	产品名称	试验分类	进度	更新日期	对照组	目标入组人数
CTR20202026	帕拉米韦吸入溶液	有效性及安全性	进行中-尚未招募	2020/12/03	帕拉米韦氯化钠注射液	414

资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

公司通过布局帕拉米韦多剂型(注射剂、吸入溶液、干粉吸入剂)、新一代抗流感药物 **NX-2016**、目前主流抗流感品种奥司他韦新剂型(干混悬剂), 逐步形成了多品种、多剂型的抗流感平台, 未来有望占有流感市场更大市场份额。

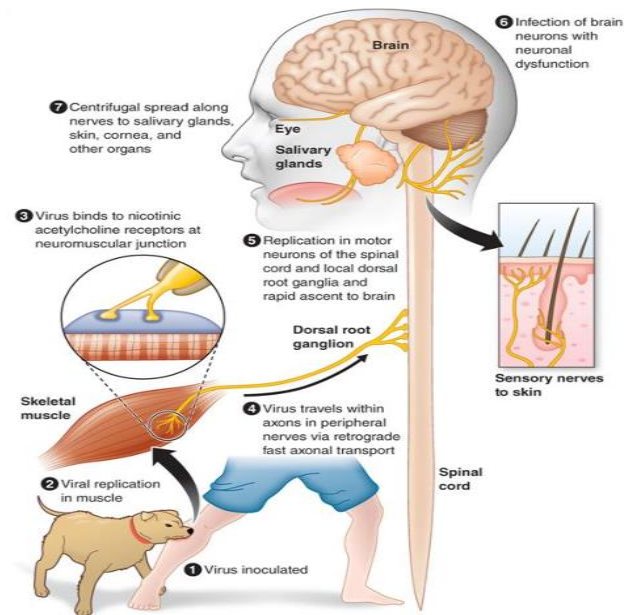
二、筹划收购兴盟生物, 获得几十亿级别大单品狂犬单抗

南新制药正在筹划收购兴盟生物 100% 股权, 兴盟生物的核心品种为狂犬单抗。狂犬病在世界范围内流行, 超过 2/3 的国家和地区曾报告发生人畜狂犬病疫情, 每年因狂犬病致死的人数约 7 万人。2019 年我国狂犬病死亡人数达到 276 人, 依然保持在传染性疾病预防前列。目前对狂犬病缺乏有效治疗手段, 人患狂犬病后的病死率接近 100%, 故应加强预防措施。尤其对于 III 级暴露的患者, 需要被动免疫制剂+狂犬疫苗共同使用, 来对狂犬病进行预防。由于 HRIG 产能受限, 被动免疫制剂市场缺口长期存在。狂犬单抗产品疗效非劣于 HRIG, 有望成为产能不受限的优效被动预防方案。

2.1 狂犬病病毒具有高度嗜神经性, 致死率高, 目前尚无有效治疗手段, 预防措施极其重要

狂犬病病毒具有高度嗜神经性, 能在咬伤部位潜伏数周后向周围神经扩散。狂犬病毒是弹状病毒科狂犬病病毒属的反义单链 RNA 病毒, 分泌在受感染动物的唾液中, 储存在咬合部位的组织中。狂犬病毒是一种高度嗜神经病毒, 沿神经通路传播并侵入中枢神经系统(CNS), 导致急性感染。被咬伤后, 狂犬病毒能在咬伤部位增殖潜伏数周; 随后, 沿着周围神经和中枢神经扩散, 在中枢神经系统中引发轻微炎症。最后, 狂犬病毒向周围神经扩散, 侵入唾液腺、皮肤、心脏、胃肠道等外周组织、器官。

图表 14: 狂犬病的发病机理



资料来源: *Rabies (Third Edition)*, 国盛证券研究所

狂犬病致死率高，目前尚无有效治疗手段，预防措施极其重要。人类多数因为被携带狂犬病的兽类（我国主要是狗传播，其他还包括狐、狼、豺以及蝙蝠等）咬伤而感染。狂犬病初期症状是发热和暴露处的刺痛，继而发生恐水、怕风、咽喉痉挛、进行性瘫痪等临床症状。狂犬病在世界范围内流行，超过 2/3 的国家和地区曾报告发生人畜狂犬病疫情，每年因狂犬病致死的人数约 7 万人。目前对狂犬病缺乏有效治疗手段，人患狂犬病后的病死率接近 100%，故应加强预防措施。对于狂犬病暴露者而言，除了罹患狂犬病的风险外，动物咬伤还可以导致各种复杂的外科伤口、可能的严重并发症以及继发的细菌感染，因此也应预防破伤风的感染。

2.2 狂犬病 III 级暴露患者需要被动免疫制剂+疫苗共同使用预防狂犬病

由于国内狂犬病的诱发主要来自犬只咬伤，因此犬只的疫苗接种需要长期推进。国内狂犬病的诱发主要来自犬只咬伤，对于犬只的免疫管理是消除狂犬病的重要方向。但在我国，由于犬数大、散养率高，疫苗的接种工作有较大障碍，并且犬只的管理工作也需要监管部门完善相关职责，因此我们认为，犬只的疫苗接种将是一个需要长期推进的工作。

除了针对犬只的管理，使用人用疫苗进行预防也十分重要。人用疫苗主要分为暴露前接种和暴露后接种。针对频繁暴露于狂犬病毒危险环境下的个体，均推荐进行暴露前预防性狂犬病疫苗接种，如接触狂犬病毒的实验室工作人员、狂犬病患者亲密接触者、兽医、动物驯养师等。我们一般的咬伤接种是暴露后接种。

狂犬病暴露后情况来看，暴露级别不同具有不同的预防处置方式。狂犬病暴露分为 I/II/III 级，不同的预防处置有不同的方式。当前来看 III 级暴露大概占比在 40% 左右，这部分人群需要被动免疫制剂+狂犬疫苗共同使用，来对狂犬病进行预防。

狂犬疫苗注射后有病毒入侵窗口期，被动免疫注射狂免或者狂犬单抗对整个疫苗接种环节非常重要。由于主动免疫中狂犬疫苗在注射 7-14 天后抗体才能达到一定浓度，如果在这个窗口期不进行被动注射预防，狂犬病毒繁殖后就有入侵的风险。在 III 级暴露当中，被动免疫浸润注射在短期内可以限制局部病毒的繁殖，在整个预防接种环节都显得尤为重要。

图表 15: 狂犬病暴露后的预防处置方式

暴露级别	接触方式	程度	暴露后免疫预防处置	占比
I	符合以下情况之一者: 1.单处或多处贯穿皮肤的咬伤或抓伤; 2.完整皮肤被舔舐; 3.完好的皮肤接触狂犬病动物或人狂犬病病例的分泌物或排泄物。	无	确认接触方式可靠则不需处置	10%
II	符合以下情况之一者: 1.裸露的皮肤被轻咬; 2.无出血的轻微抓伤或擦伤;	轻度	1、处理伤口; 2、接种狂犬病疫苗	50%
III	符合以下情况之一者: 1.单处或多处贯穿皮肤的咬伤或抓伤; 2.破损的皮肤被舔舐; 3.开放性伤口或粘膜被唾液污染(如被舔舐); 4.暴露于蝙蝠	严重	1.处理伤口; 2.注射狂犬病被动免疫制剂(抗狂犬病血清/狂犬病人免疫球蛋白); 3.注射狂犬病疫苗。	40%

资料来源:《狂犬病防控指南 2016》, 国盛证券研究所

对于狂犬病毒 III 级暴露者, 应在伤口周围浸润注射的被动免疫制剂主要分为马源和人源。目前国际上狂犬病被动免疫制剂可分为马源免疫球蛋白 (ERIG)、马源纯化 F(ab')₂ 片段制品和人源免疫球蛋白 (HRIG) 三种, 前两种在国内习惯上沿用“马抗狂犬病血清”的名称 (ERA)。我国批准上市的为马源纯化 F(ab')₂ 片段制品和 HRIG。马源纯化 F(ab')₂ 片段制品通过采用不含人源成分的狂犬病病毒抗原免疫马匹后采集血浆, 用硫酸铵盐析方法获得 ERIG, 再经胃蛋白酶水解切除 Fc 段, 保留完整的 F(ab')₂, 并高度纯化所得。HRIG 是采集经人用狂犬病疫苗免疫的人的血浆, 用低温乙醇蛋白分离或其他经批准的分离制造工艺获得的抗狂犬病免疫球蛋白 (IgG)。

目前 ERA 已经很少使用, HRIG 不良反应率较低但同时也较昂贵。由于 ERA 为马源免疫制剂, 因此存在人体使用后引起异源蛋白所致的不良反应 (如血清病、过敏性休克等) 的可能性, 近年来国内 ERA 制品的总蛋白含量绝对值进一步降低, 以减少或减轻这些不良反应。另外, 由于 ERA 在人体内半衰期较短, 因此所需注射剂量较高, 增加了不良反应的风险。因此, 目前马源表达的被动免疫制剂已经很少使用。HRIG 由于无异源蛋白反应风险, 故不良反应率较低, 但由于其需要不断从加强免疫的健康人群中获得, 来源相对困难, 因此价格昂贵。

图表 16: 马抗狂犬病血清 (ERA)、人源免疫蛋白 (HRIG) 以及狂犬单抗的对比

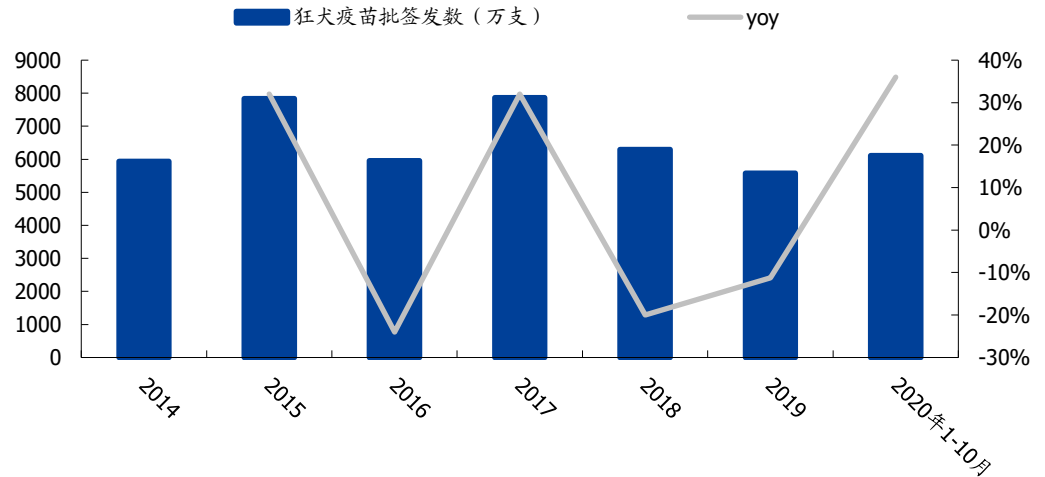
比较项目	ERA	HRIG	狂犬单抗
医学伦理	无	存在	无
免疫用抗原要求	制备要求高	制备要求高	制备要求高
来源限制	相对充足	来源受限	充足
血源感染风险	无	潜在风险 (如艾滋病, 乙肝, 丙肝等)	无
不良反应率	过敏反应, 甚至血清病	几乎无	几乎无
使用花费	低	高	较高
人体半衰期	14 天	21 天	-

资料来源:《狂犬病防控指南 2016》, 国盛证券研究所

2.3 HRIG 产能受限，国内狂免市场存在较大缺口，预计未来需求将会持续增长

我国狂犬疫苗近年批签发数量总体较稳定，每年使用约 **1300-1800** 万人份。近年来，国内狂犬疫苗每年的批签发数量维持在 6000-8000 万支，即对应 1300-1800 万人份左右。2018-2019 年受到疫苗事件影响批签发数量有所下降，2020 年已恢复增长。

图表 17: 狂犬疫苗批签发数量

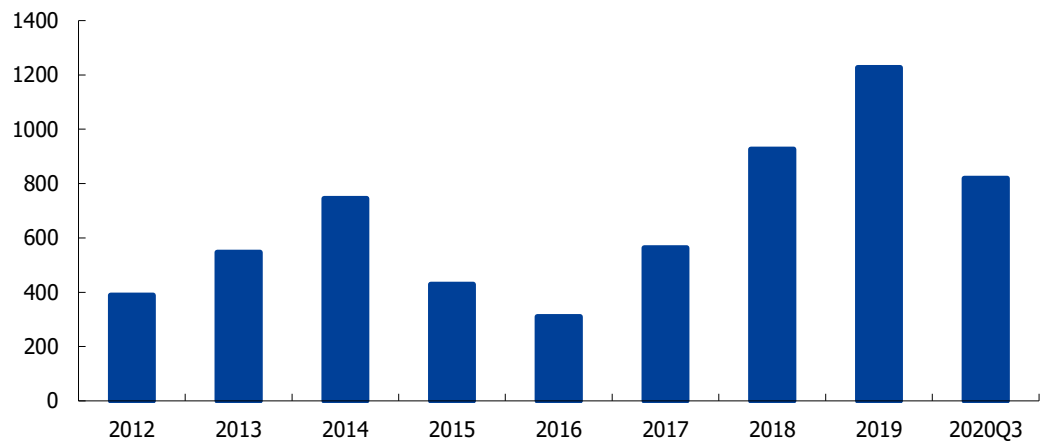


资料来源: 中检所, 国盛证券研究所

预计狂免整体的市场需求在 **3000-4000** 万支左右。根据 16 版狂犬防控指南数字，国内狂犬暴露 III 级占比大概在 40% 左右。按照每年的狂犬接种人群 1300-1800 万，预计 III 级暴露的人群在 500 万-700 万左右，每人根据 200IU/10kg 体重来进行注射（假设平均体重为 60kg，即每人使用 6 支狂免），我们预计狂免整体的市场需求应该在 3000-4000 万支左右。但在实际情况下，II 级暴露和 III 级暴露难以简单评估区分（两者合计占比约 90%），因此我们预计，狂免整体市场需求远大于 4000 万支。

HRIG 产能受限，国内狂免市场存在较大缺口。由于人源狂免的制备需要献浆人员首先进行狂犬疫苗免疫后才能进行提取，并且献浆人员需要定期维护，因此产能较为受限。HRIG 批签发近年的最高值（2019 年）仅 1226 万支，距离市场所需的 4000 万支以上还有较大缺口（仅满足了不到 30% 的市场需求）。

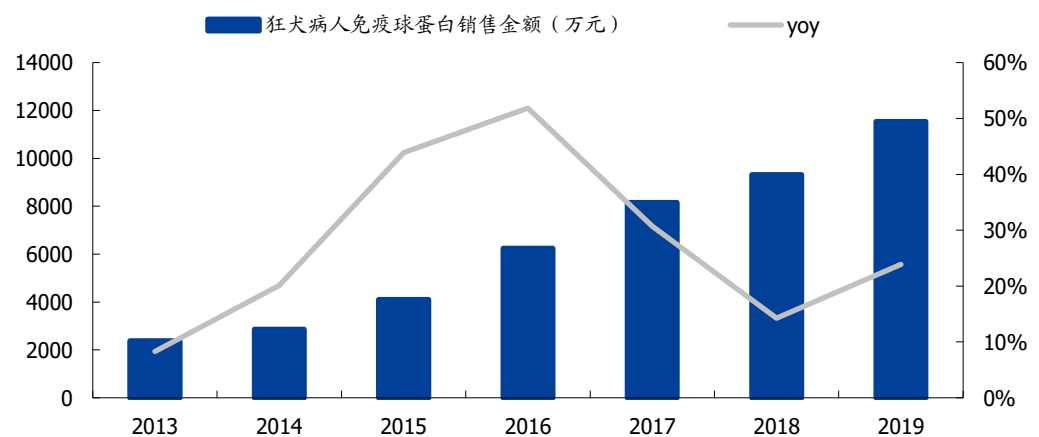
图表 18: 狂犬病人免疫球蛋白批签发情况 (万瓶)



资料来源: 中检所, 国盛证券研究所

狂犬病人免疫球蛋白全国签发金额近 20 亿元, 近年保持快速增长, 预计未来被动免疫制剂需求将会持续增长。根据药智网以及米内网医疗终端分布数据, 2019 年狂犬病人免疫球蛋白的全国签发金额为 19.59 亿元, 2019 年狂犬病人免疫球蛋白的公立医院销售金额为 14 亿元, 占全国签发金额的 71%, 公立医院是狂犬病被动免疫产品的主要销售终端。根据样本医院数据, 狂犬病人免疫球蛋白近年保持快速增长。2019 年样本医院销售额已达到 1.15 亿元, 同比增长 24%。我们预计随着居民接种意识的不断提高、狂犬外科门诊在医院端的推行, 国内医院终端对被动免疫制剂的需求将会持续增长。

图表 19: 狂犬病人免疫球蛋白近年保持快速增长



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

2.4 狂犬单抗疗效非劣于 HRIG, 有望成为产能不受限的优效被动免疫预防方案, 国内仅华北制药与兴盟生物 (南新制药) 布局

全球市场已有狂犬单抗产品上市, 疗效非劣于 HRIG, 有望成为产能不受限的优效被动免疫预防方案。单抗产品不受产能限制, 通过细胞发酵获得, 使用安全。印度血清研究所研发的重组抗狂犬病毒单抗注射液 SII RMab(Rabishield)已于 2016 年 12 月在印度批准上市; 印度 Zydus Cadila 开发的鼠源单抗混合制剂 RabiMabs(Twinrab) 于 2019 年 9

月在印度获得批准。SII RMAb 的临床结果显示，在暴露后预防程序中，与狂犬病疫苗联用时，SII RMAb 在中和抗体产生方面非劣效于阳性对照狂犬病人免疫球蛋白（HRIG）治疗组。

国内狂犬单抗研发企业较少。华北制药 rhRIG 已申报生产，疗效非劣于 HRIG；复合制剂已获批临床。兴盟生物（南新制药）复合制剂正在进行国际多中心 IIB/III 期临床试验，在中国大陆已正式开始 III 期临床，初步临床结果显示优效于 HRIG。复合制剂理论上具有更全面的中和能力。

- 华北制药的重组人源抗狂犬病毒单抗注射液（rhRIG）已申报生产，其国内 III 期临床数据显示，其联合狂犬病疫苗和 HRIG 联合狂犬病疫苗在 III 级疑似狂犬病毒暴露人群中注射后第 7 天狂犬病毒中和抗体几何平均浓度（GMC）比较结果显示，疗效非劣。另外华北制药申报的 NM57S/NC08 的复合制剂，目前也已获批临床。
- 兴盟生物（南新制药）的重组抗狂犬病毒人源化单克隆抗体注射液 SYN023 在美国已完成 IIa 期临床试验，正在进行国际多中心 IIB/III 期临床试验（是 FDA 第一个批准的狂犬单抗临床试验），在中国大陆已正式开始 III 期临床。SYN023 是一种包含两株抗狂犬病毒人源化单克隆免疫球蛋白 IgG1 κ 抗体的鸡尾酒疗法，对狂犬病毒具有广谱中和作用。初步的临床数据显示，其疗效非劣于已上市 HRIG，且具有良好的安全性，比 HRIG 更快地达到更高的人体血清 RVNA（抗狂犬病毒中和抗体活性），且不会影响狂犬疫苗产生中和抗体，SYN023 有望成为全球第一个拥有自主知识产权的重组人源化抗狂犬病毒单克隆组合抗体。

图表 20: 国产狂犬单抗研发情况

受理号	产品名称	生产企业	临床进展	状态开始日期
CXSS2000039	重组人源抗狂犬病毒单抗注射液	华北制药	申报生产	2020-07-04
CXSS2000040				
CXSL1700183	重组人源抗狂犬病毒单抗 NM57S/NC08	华北制药	获批临床	2018-02-06
CXSL1700184				
CXSL1500072	重组抗狂犬病毒人源化单克隆抗体注射液	苏州兴盟/深圳龙瑞	国内 III 期	2020-09-25
			美国 IIB/III 期	2019-05-23

资料来源: wind 医药库, clinicaltrials, 国盛证券研究所

兴盟生物狂犬单抗是几十亿级别大品种。按照 III 级暴露患者 700 万人，狂犬单抗单价 1500 元计算，狂犬单抗理论市场空间在 100 亿元以上。我们按照兴盟生物渗透率 20%~50% 进行敏感性分析，公司狂犬单抗在中性情况下（35%），销售峰值可达 35 亿元；乐观情况下（50%），销售峰值可达 50 亿元。此外，公司还布局了海外临床，有进一步拓展海外市场的潜力。

图表 21: 兴盟生物狂犬单抗销售峰值敏感性分析

兴盟生物渗透率	20%	25%	30%	35%	40%	45%	50%
狂犬单抗市场空间 (亿元)	100	100	100	100	100	100	100
兴盟生物狂犬单抗销售峰值 (亿元)	20	25	30	35	40	45	50

资料来源: 《狂犬防控指南 (2016)》，国盛证券研究所

狂犬单抗投资逻辑梳理:

1.狂犬病 III 级暴露患者众多，预计被动免疫需求将会持续增长，市场空间大。按照每年的狂犬接种人群 1300-1800 万，预计 III 级暴露的人群在 500 万-700 万左右，每人根据 200IU/10kg 体重来进行注射（假设平均体重为 60kg，即每人使用 6 支狂免），我们预计狂免整体的市场需求应该在 3000-4000 万支左右。但在实际情况下，II 级暴露和 III 级暴露难以简单评估区分（两者合计占比约 90%），因此我们预计，狂免整体市场需求远大于 4000 万支。2019 年狂犬病人免疫球蛋白的全国签发金额为 19.59 亿元，预计随着居民接种意识的不断提高、狂犬外科门诊在医院端的推行，国内对被动免疫制剂的需求将会持续增长。

2.HRIG 产能受限，被动免疫制剂市场缺口长期存在。由于人源狂免的制备需要献浆人员首先进行狂犬疫苗免疫后才能进行提取，并且献浆人员需要定期维护，因此产能较为受限。HRIG 批签发近年的最高值（2019 年）仅 1226 万支，距离市场所需的 3000-4000 万支还有较大缺口。

3.狂犬单抗产品疗效非劣于 HRIG，有望成为产能不受限的优效被动免疫预防方案。单抗产品不受产能限制，通过细胞发酵获得，使用安全。已上市产品临床数据显示，狂犬单抗疗效非劣于 HRIG。

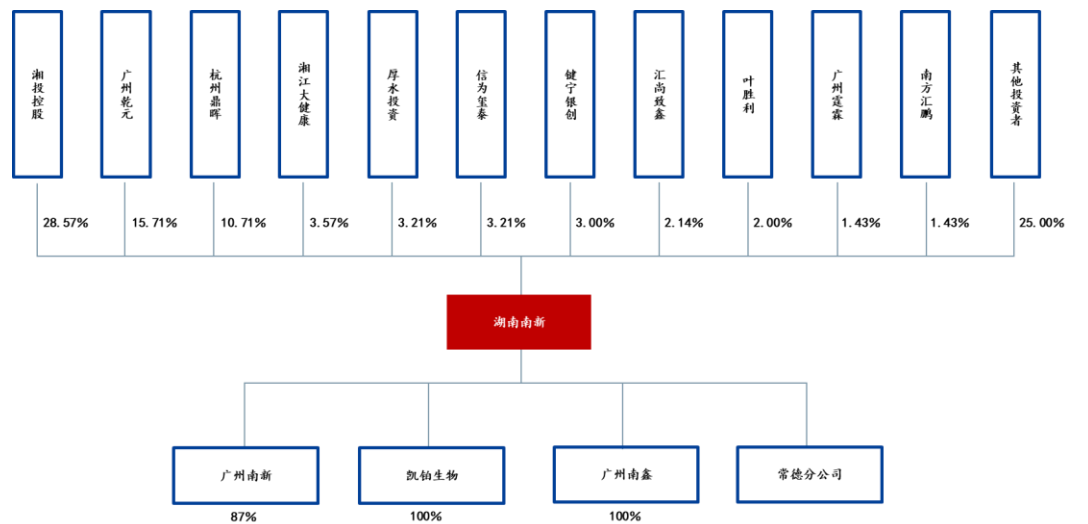
4.国内狂犬单抗研发企业较少，仅华北制药与兴盟生物（南新制药）布局。兴盟生物复合制剂理论上具有更全面的中和能力，布局全球多中心临床开拓海外市场，初步临床数据显示优效于 HRIG。华北制药 rhHRIG 已申报生产，疗效非劣于 HRIG；复合制剂已获批临床。兴盟生物（南新制药）复合制剂正在进行国际多中心 IIb/III 期临床试验，在中国大陆已正式开始 III 期临床，初步临床结果显示优于 HRIG。复合制剂理论上具有更全面的中和能力。若假设狂犬单抗定价与 HRIG 产品相当，考虑到良好的竞争格局，我们认为，兴盟生物（南新制药）的狂犬单抗产品均有望成为几十亿级别大品种，兴盟生物（南新制药）同时布局海外临床，有进一步在海外拓宽销售空间的潜力。

三、湖南省国资委背景，快速成长的抗流感新星

公司第一大控股股东为湘投控股，持股 28.57%，湖南省国资委为公司的实际控制人。公司下属四个分公司，分工明确。

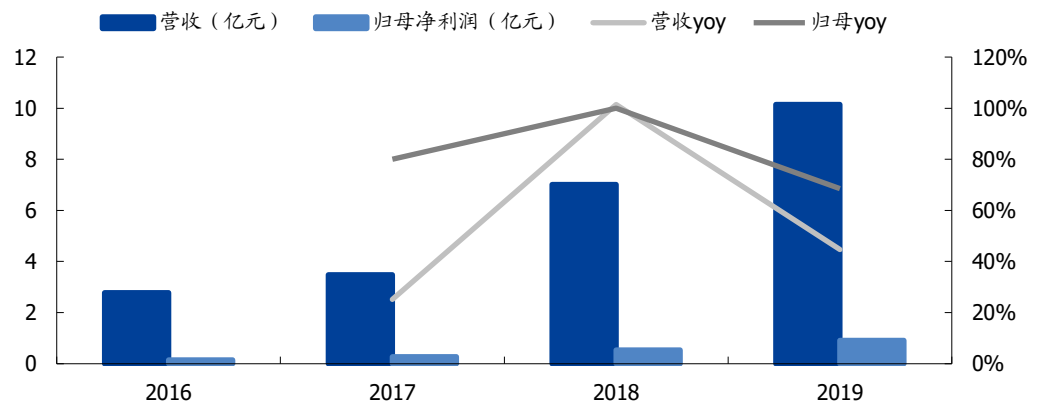
公司近年收入与业绩均实现快速增长。2017-2019 年营业收入复合增长高达 71%，净利润复合增长率高达 62%。

图表 22: 公司股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 公司收入与业绩快速增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

四、盈利预测与估值

关键假设:

- 帕拉米韦氯化钠注射液:** 考虑到流感市场巨大, 帕拉米韦是唯一的注射剂型, 后续还有吸入剂型布局, 未来有望持续快速放量趋势, 利润率小幅提升。
- 狂犬单抗:** 目前国内处于 III 期临床, 预计 2022 年有望上市, 上市后有望快速放量。
- 其他业务:** 维持平稳增长。

图表 24: 收入与利润分拆 (暂不考虑兴盟并表)

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
帕拉米韦								
销售额 (亿元)	0.24	0.70	1.50	5.20	7.80	11.70	17.55	26.33
yoy		192%	114%	247%	50%	50%	50%	50%
净利润 (亿元)	0.04	0.11	0.23	0.78	1.03	1.76	2.63	3.95
yoy		192%	114%	247%	32%	71%	50%	50%
其他								
销售额 (亿元)	2.54	2.78	5.51	4.94	3.36	3.70	4.06	4.47
yoy		9%	98%	-10%	-32%	10%	10%	10%
净利润 (亿元)	0.03	0.12	0.26	0.10	0.07	0.07	0.08	0.09
yoy		238%	122%	-61%	-33%	10%	10%	10%
总收入								
	2.78	3.48	7.01	10.14	11.16	15.40	21.61	30.80
yoy		25%	101%	45%	10%	38%	40%	42%
毛利率	60.32%	71.13%	85.58%	88.61%	89.89%	90.32%	90.68%	90.98%
净利率	7.63%	10.70%	8.91%	9.61%	9.79%	11.88%	12.56%	13.11%
归母净利润(亿元)	0.15	0.27	0.54	0.91	1.09	1.83	2.71	4.04
yoy		80%	100%	69%	20%	67%	48%	49%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

结论: 公司通过布局帕拉米韦多剂型 (注射剂、吸入溶液、干粉吸入剂)、新一代抗流感药物 **NX-2016**、目前主流抗流感品种奥司他韦新剂型 (干混悬剂), 逐步形成了多品种、多剂型的抗流感平台, 帕拉米韦有望成为百亿级别大单品; 筹划收购兴盟生物获得几十亿级别大单品狂犬单抗, 预计成为拉动未来公司业绩快速增长的驱动力。暂不考虑兴盟生物并表, 预计公司 2020-2022 年收入可达 11.16 亿元、15.40 亿元、21.61 亿元, 同比增长为 10.0%、38.0%、40.4%; 归母净利润为 1.09 亿元、1.83 亿元、2.71 亿元, 同比增长为 19.6%、67.0%、48.2%; 对应 PE 为 76x、45x、31x。首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 1. 产品销售不及预期风险。** 公司帕拉米韦纳入医保之后开始快速放量, 2019 年销售额收入占比总收入已超过 50%, 若未来帕拉米韦销售不及预期, 将对公司业绩造成较大影响。
- 2. 产品研发失败风险。** 兴盟生物的核心品种狂犬单抗还处于临床 III 期, 尚未正式上市, 且公司还有较多在研管线布局, 有一定的研发失败风险。
- 3. 产业政策负向影响风险。** 医保控费趋严, 未来公司产品可能面临降价风险, 以及其他政策负向影响的风险。
- 4. 重大资产重组失败风险:** 本次重大资产重组能否获得有关批准或注册均存在不确定性, 存在重组失败风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com