

评级：增持（首次）

市场价格：8.05

分析师：邓欣

执业证书编号：S0740518070004

电话：021-20315125

Email: dengxin@r.qlzq.com.cn

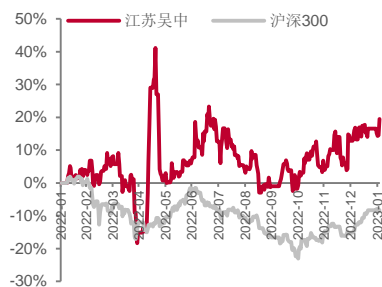
联系人：谷寒婷

Email: guht@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	712
流通股本(百万股)	712
市价(元)	8.05
市值(百万元)	5,734
流通市值(百万)	5,734

股价与行业-市场走势对比



相关报告

《如何看待重组胶原的市场格局？》

2023.01.14

《鲁商发展：重塑成长新逻辑——专注与拓展》2022.12.06

《巨子生物：重组胶原龙头的成长路径》2022.11.27

《复锐医疗科技：产品为基，渠道开路》2022.04.08

《四环医药：肉毒之上，平台初现》2022.02.10

《医美细分 V：重组胶原龙头的路径选择》2022.11.07

《医美细分 I：再生元年的针剂趋势》2021.06.08

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,872	1,775	1,736	1,942	2,429
增长率 yoy%	-11%	-5%	-2%	12%	25%
净利润(百万元)	-506	23	-83	40	123
增长率 yoy%	-885%	104%	-467%	147%	213%
每股收益(元)	-0.71	0.03	-0.12	0.06	0.17
每股现金流量	-0.58	0.63	0.07	0.09	0.03
净资产收益率	-27%	1%	-5%	3%	8%
P/E	13.5	37.0	-68.8	145.9	46.7

备注：股价取自 2022/2/6 收盘价

报告摘要

■ 廿余载医药谋变、医美成破局之道

江苏吴中发展二十余年，持续以医药为主线探寻新成长路径。2020 年以来形成以 **医药为主、医美重点培育、投资板块赋能** 的业务布局：医药主业研产销产业链全覆盖；医美板块通过自研+并购已在 **童颜针、胶原、玻尿酸、溶脂针** 注射管线布局；当前收入以医药业务为主，未来医美将贡献显著增量。

■ 医美增量在即：代理童颜针预期 23H2 上市

顶尖海外童颜针产品加持，预期 2023H2 资质落地。2021.12 公司取得聚双旋乳酸产品爱塑美在中国大陆的独家代理权。2021 年国内童颜针市场规模约 1.1 亿元，**预期以 48% CAGR 增长至 2030 年的 37.6 亿**，当前仅 3 款产品获批，爱塑美优势包括①海外高认知，台湾份额接近龙头塑然雅；②经多重认证，双旋结构更优化；③专利多孔性微球体结构诱导胶原增生更自然长效；④浓度可调配，速溶技术更高效安全。

■ 医美长期布局：外引前瞻重组胶原技术 & Humedix，新品预计 25 年上市

外引突破性重组胶原技术具完整三螺旋三聚体，预计 2023 启动产品开发。2022.10 公司宣布从美国引进具有三螺旋和三聚体结构的重组 III 型人胶原蛋白生物合成技术，公司旗下中凯生物将承接该技术，**预计 2023 年实现原料工艺打通，并启动产品开发，望于 2026-2027 年实现产品上市。**当前公司已先行布局重组胶原敷料品牌“婴芙源”。

获 Humedix 玻尿酸新品独家代理权，预计 2025 上市。2021.7 公司获 Humedix 最新款 HARA 玻尿酸中国独家代理权，有望 2025 年获批上市。产品拥有 Humedix 专有 HDRM 和 HIVE 双相交联升级技术，使得黏度和弹性出色、持久性更佳，颗粒细腻、舒适性更佳。

■ 医药：研产销全产业链，拓展 CDMO

医药业务研产销产业链完善，产线丰富，推进 CDMO 进程。公司已建成涵盖基因药物、化学药物与现代中药，集研发、生产和销售为一体的完整产业链，主要产品涵盖“**抗病毒/抗感染、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管**”领域，目前公司重点聚焦高端仿制药、首仿药、专科用药，稳步推进创新药研发。

■ 投资建议：

公司医药业务有望迎疫后复苏、长期企稳；医美业务未来贡献核心增量，其中即将获批的爱塑美预测期内预计贡献约 90% 医美收入，长期看玻尿酸-胶原-溶脂针持续接力。预计公司 22-24 年收入 17.36、19.42、24.29 亿元，同比-2%、12%、25%；归母-0.84、0.40、1.23 亿元，同比-467%、147%、213%，当前市值 57 亿，对应 24 年 PE47X，公司医美产品储备完善、具获批爆发潜力，叠加医药疫后复苏，首次覆盖，“增持”评级。

风险提示：产品获批进度不及预期；行业政策风险；引用第三方数据可信度及滞后风险

内容目录

一、廿余载深耕医药，医美成破局之道	- 4 -
1.1 发展历程：坚定医药主线，医美注射管线全布局	- 4 -
1.2 组织架构：医药背景深厚，激励绑定长期利益	- 4 -
1.3 业绩表现：调整后医药为核心	- 5 -
二、医美板块：团队蓄势以待发，再生先行	- 6 -
2.1 设立吴中美学，外引尖端人才搭建核心团队	- 6 -
2.2 童颜针：顶尖海外产品加持，预期 2023H2 落地销售	- 7 -
2.3 重组胶原：外引突破性技术有望实现弯道超车	- 10 -
2.4 透明质酸：代理 Humedix 新品 HARA 预计 2025 年上市	- 12 -
2.5 其他管线：溶脂针稳步推进	- 13 -
三、医药板块：研产销全产业链，拓展 CDMO	- 14 -
四、盈利估值	- 17 -
风险提示	- 18 -

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	- 4 -
图表 2: 江苏吴中股权结构图.....	- 5 -
图表 3: 公司股权激励业绩目标.....	- 5 -
图表 4: 江苏吴中收入业绩增长表现 (亿元)	- 6 -
图表 5: 江苏吴中盈利能力走势.....	- 6 -
图表 6: 江苏吴中营收结构走势.....	- 6 -
图表 7: 江苏吴中分行业毛利率.....	- 6 -
图表 8: 江苏吴中核心医美团队.....	- 7 -
图表 9: 公司主要医美管线.....	- 7 -
图表 10: 中国基于聚乳酸的皮肤填充剂产品市场规模 (亿元)	- 7 -
图表 11: 中国境内 III 类医疗器械再生产品.....	- 8 -
图表 12: 爱塑美聚双旋乳酸 PDLA 的双重机制.....	- 8 -
图表 13: 爱塑美专利多孔性微球体结构.....	- 8 -
图表 14: AestheFill (爱塑美) 童颜针竞品对比.....	- 9 -
图表 15: 中国重组胶原蛋白细分应用市场增长 (零售额: 亿元)	- 10 -
图表 16: 国内重组胶原拓展一览.....	- 10 -
图表 17: 江苏吴中重组胶原发展历程.....	- 11 -
图表 18: 江苏吴中重组胶原规划.....	- 11 -
图表 19: 婴芙源产品分类及特色.....	- 12 -
图表 20: 中国透明质酸皮肤填充剂市场 (十亿元)	- 12 -
图表 21: 中国透明质酸注射填充竞争格局 (按销售额)	- 12 -
图表 22: HARA 与同业透明质酸填充剂对比.....	- 13 -
图表 23: 溶脂针市场规模增长 (亿元)	- 13 -
图表 24: 江苏吴中医药业务产业链情况一览.....	- 14 -
图表 25: 医药研发团队储备.....	- 14 -
图表 26: 研发投入项目结构变化趋势.....	- 15 -
图表 27: 核心医药产品.....	- 15 -
图表 28: 江苏吴中医药业务收入结构.....	- 16 -
图表 29: 江苏吴中医药分产品毛利率.....	- 16 -
图表 30: 江苏吴中收入拆分.....	- 17 -
图表 31: 同业估值对比.....	- 17 -
图表 32: 盈利预测.....	- 19 -

一、廿余载深耕医药，医美成破局之道

1.1 发展历程：坚定医药主线，医美注射管线全布局

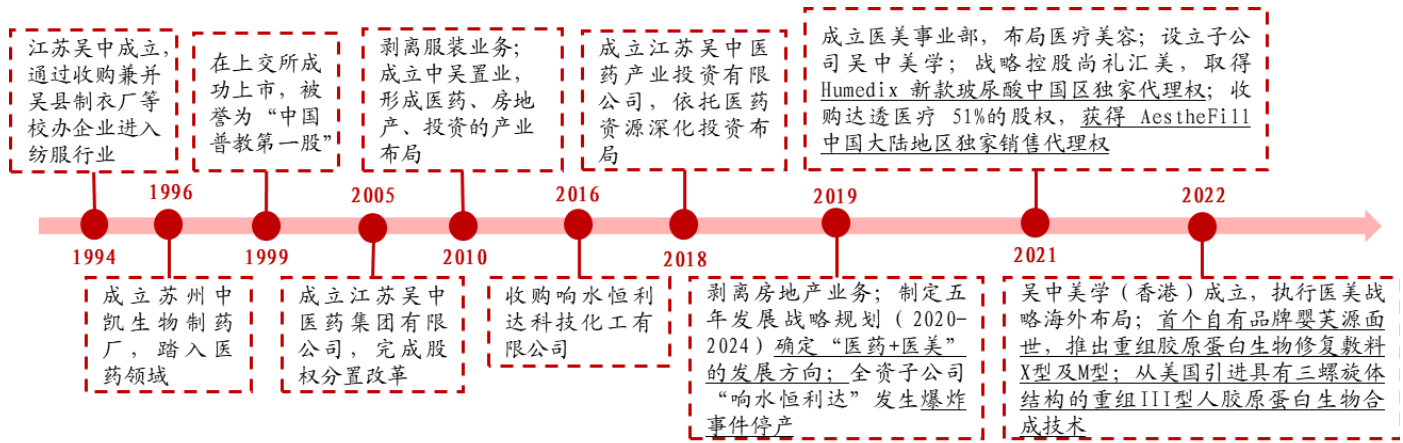
2020年正式开启医美之路。江苏吴中成立于1994年，1996年成立中凯生物制药厂迈入医药领域，二十余年发展历程中，坚持深耕医药行业，先后历经医药+纺服+贵金属加工（1994-2009）、医药+地产+贵金属加工（2010-2016）、医药+化工+地产（2016-2020）等多重业务转型，2020年以来形成以“**医药+医美**”为核心的发展战略，围绕医药大健康产业布局，目前形成以医药板块为主、医美板块重点培育新产品、投资板块赋能的业务布局。

医药板块研产销产业链全覆盖。拥有集研-产-销为一体的完整产业链，产品覆盖抗病毒/抗感染、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类等领域，拥有多个国内独家产品。

医美板块四大类注射管线全布局。2020年提出把医疗美容作为新兴大健康子行业重点培育，以期与现有医药产业形成协同和互补，并初步搭建医美运营平台，于2021年正式开启医美领域布局，目前已成功合作引进童颜针、玻尿酸、胶原蛋白等国际医美产品或技术。

投资板块外延扩张矩阵边界。以2018年投资成立的江苏吴中医药产业投资有限公司为核心，围绕医药+医美的产业格局，推动并购整合、外延扩张，拓展产品矩阵。

图表 1：公司发展历程

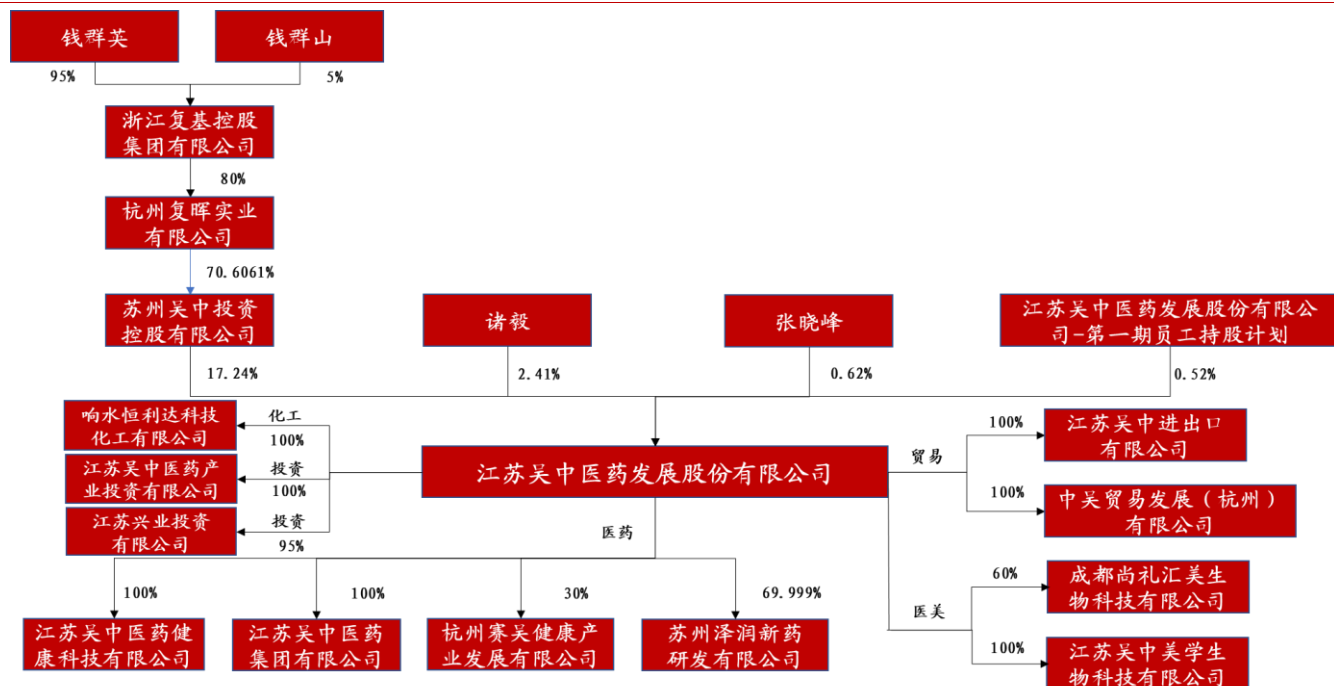


来源：公司官方公众号、中泰证券研究所

1.2 组织架构：医药背景深厚，激励绑定长期利益

公司控股股东为苏州吴中控股集团有限公司，持股比例17.24%，公司实际控制人为现任总裁、副董事长钱群英，间接持股9.25%。公司股权结构稳定，管理层具有丰富的医药研发、投资并购经验，并且通过股权激励计划绑定管理层及核心技术/业务人员利益。2022年2月向包含核心技术人员及核心业务人员等的110人授予限制性股票共412.4万股，建立起健全的长效激励约束机制。

图表 2: 江苏吴中股权结构图 (截至 2022/9/30)



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 3: 公司股权激励业绩目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	需满足下列两个条件之一: 1、以 2021 年营业收入为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 10%; 2、以 2021 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 10%。
第二个解除限售期	需满足下列两个条件之一: 1、以 2021 年营业收入为基数, 2023 年营业收入增长率不低于 20%; 2、以 2021 年净利润为基数, 2023 年净利润增长率不低于 20%。
第三个解除限售期	需满足下列两个条件之一: 1、以 2021 年营业收入为基数, 2024 年营业收入增长率不低于 30%; 2、以 2021 年净利润为基数, 2024 年净利润增长率不低于 30%。

来源：公司公告、中泰证券研究所

1.3 业绩表现：调整后医药为核心

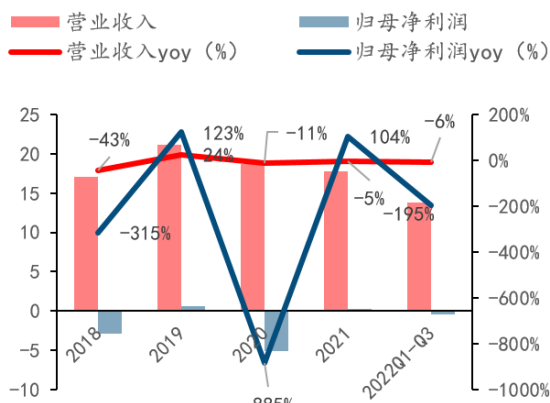
公司原有房地产、化工、贵金属加工等逐渐剥离，仅保留医药及贸易业务并拓展医美业务，其中医药业务为公司核心，近年营收占比超七成。

收入端：历经调整，疫情扰动。2018 年响水恒利达化工园区环保整治停产引起营收大幅下滑，2019 年医药业务收入带动应收增长，2020-2022 年医药业务受新冠疫情影响经历低潮期，营业收入小幅下降，2022Q1-3 营业收入 13.08 亿元（-5.96%）。

利润端：因业务调整及疫情影响波动较大。2018 年和 2020 年由于响水恒利达停产及计提大额资产减值，叠加 2020 年疫情影响医药业务销售，净利润出现亏损；2019 年和 2021 年因基数、业绩补偿和投资收益等原因有所改善，扭亏为盈，

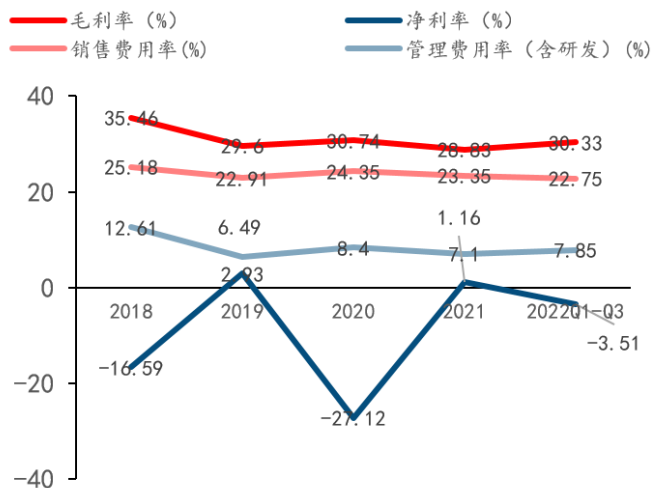
2022Q1-3 受基数+疫情+前置费用投入等影响归母净利润-0.468 亿元 (-195%)，净利率-3.51%。

图表 4: 江苏吴中收入业绩增长表现 (亿元)



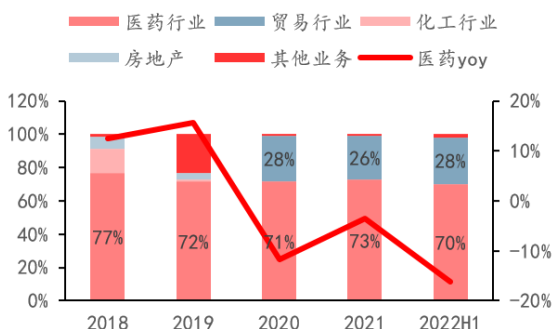
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 5: 江苏吴中盈利能力走势



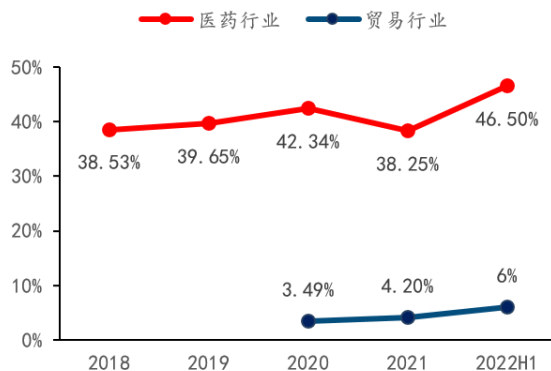
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 6: 江苏吴中营收结构走势



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 7: 江苏吴中分行业毛利率



来源: 公司公告、中泰证券研究所

二、医美板块: 团队蓄势以待发, 再生先行

2.1 设立吴中美学, 外引尖端人才搭建核心团队

医美业务发展历程: 2020 年以来形成以“医药+医美”为核心的发展战略→2021.04 成立医美事业部→2021.07 战略控股成都尚礼汇美生物科技(HARA 独家代理)→2021.10 设立江苏吴中美学生物科技→2021.12 战略控股达透医疗器械(深圳)(AestheFill 独家代理)→2022.01 设立吴中美学(香港), 执行医美战略海外布局医美团队构建。

顶尖医美专家林睿禹坐镇, 外引资深人才搭建核心团队。公司当前核心医美团

队已基本搭建完成，原 Regen Biotech 医疗总顾问林睿禹担任首席医学教育官，常务副总经理李艳章曾任华东医药医美事业部总经理，BD 总监曾任欣可丽高级业务发展经理，技术顾问同样医美背景深厚。

图表 8: 江苏吴中核心医美团队






姓名	职务	工作背景
林睿禹	吴中美学首席医学教育官、达透医疗首席医学顾问	原 Regen Biotech 医疗总顾问；中国台湾医美整形专家；台湾 Vitalsigns 医疗器械首席医疗顾问；台北力安胺医美整形诊所院长；拥有近 15 年整形美容经验
李艳章	医美事业部总经理、吴中美学常务副总经理	曾任华东医药医美事业部总经理、Sinclair 美学中国区副总裁
孙洋	吴中美学业务发展中心总监	毕业于浙江工业大学药学院微生物与生化药学专业，曾任华东医药股份有限公司/欣可丽美学（华东医药股份有限公司全资子公司）高级业务发展经理
林川元	吴中美学医疗技术顾问	台湾外科医学会外科专科医师，台湾整形外科医学会整形外科专科医师，具有多年外科整形临床经验
许乃仁	吴中美学医疗技术顾问	台湾皮肤暨美容外科医学会理事，中国整形美容协会海峡两岸分会委员，台湾皮肤科医学会美容医学皮肤科医师，Sculptra（童颜针）、AestheFill（精灵针）、法国高德美大药厂国际玻尿酸注射种子教学讲师

来源：公司公告、中泰证券研究所

产品矩阵：四大类注射管线全布局

公司切入医美领域后，拟通过“取得代理权迅速切入市场→技术引入培育自研能力→完全自研建立自有技术平台及核心壁垒”三步纵深战略布局，目前拟在医疗器械布局童颜针、玻尿酸、胶原蛋白，药品布局溶脂针，此外还有辅助类产品比如含乳膏、麻膏等产品。

图表 9: 公司主要医美管线

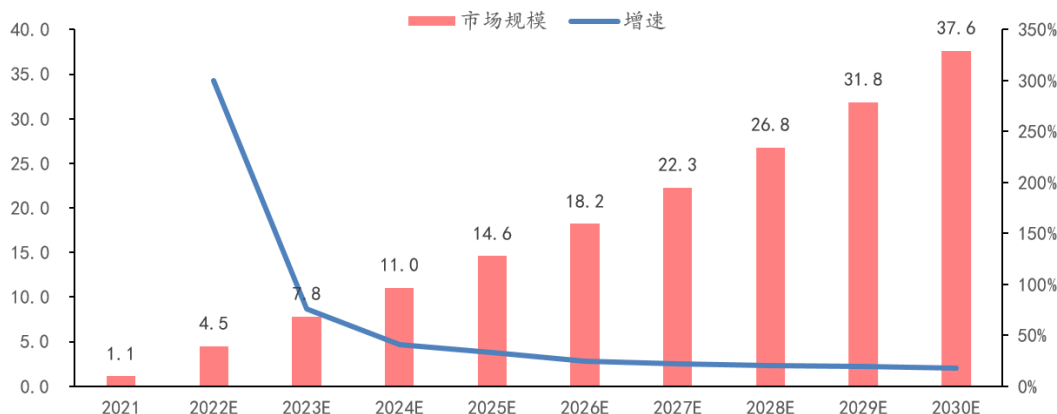
产品	成分	研发阶段				预计下一节点	预计上市时间
		临床前	临床	提交注册	上市		
AestheFill 童颜针	聚双旋乳酸 (PDLLA)					取证上市	2023.H2
HARA 玻尿酸	双相交联透明质酸钠，添加利多卡因					2024 提交注册	2025.H2
自研胶原蛋白	重组胶原蛋白					2023 启动临床	2026-2027
利丙双卡因乳膏	利多卡因和丙胺卡因					2022 启动 BE	2025
溶脂针	脱氧胆酸					2024 取得临床批件	2027-2028

来源：公司公告、中泰证券研究所

2.2 童颜针：顶尖海外产品加持，预期 2023H2 落地销售

国内再生市场起步晚、占比低，但市场潜力巨大。境外市场童颜针产品已合法使用多年，主要成分聚左旋乳酸是获得美国 FDA 认证安全的材料，当前主流童颜针包括法国 Sulpra（塑然雅）、韩国 AestheFill（爱塑美）、美国 DermaVeil（得美颜），但均未在国内获批。与境外成熟市场相比，内地再生市场起步较晚，获批产品数少。据沙利文，2021 年国内基于聚乳酸的皮肤填充剂产品市场规模约 1.1 亿元，预期 2030 年有望达到 37.6 亿元，预计未来 9 年 CAGR48%，市场潜力巨大。

图表 10: 中国基于聚乳酸的皮肤填充剂产品市场规模（亿元）



来源: Frost & Sullivan、中泰证券研究所

注射医美市场迈入“再生时代”，市场望进一步拓容。2021 年以前，中国合规再生类注射医美市场处于空白。2021 年，中国国家药品监督管理局先后批准了三款基于聚乳酸等生物高分子材料的皮肤填充剂，分别为 Ellans é 伊妍仕（华东医药）、Löviselle 艾维岚（长春圣博玛）、濡白天使（爱美客），同时还有多款产品在中国积极开展临床试验，预计在未来几年陆续上市。

图 11: 中国境内 III 类医疗器械再生产品

名称	注册人名称	产品名称	批准日期	2022 预期销售额
伊妍仕	艾克蒂思医疗有限公司 AQTIS Medical B.V.	注射用聚己内酯微球面部填充剂	2021-04-08	6-7 亿元
艾维岚	长春圣博玛生物材料有限公司	聚乳酸面部填充剂	2021-04-19	/
濡白天使	爱美客技术发展股份有限公司	含左旋乳酸-乙二醇共聚物微球的交联透明质酸钠凝胶	2021-06-24	3 亿元

来源: 国家药监局、中泰证券研究所

公司第三代童颜针蓄势待发。2021 年 12 月，吴中美学通过增资+股权转让的方式，取得达透医疗 51% 的股权，取得韩国公司 RegenBiotech, Inc 聚双旋乳酸产品 AestheFill 在中国大陆地区的独家销售代理权，12 月 27 日于海南博鳌一龄生命养护中心顺利完成全国首例注射，预计 2023H2 取证上市。

产品端优势:

①**海外高认知，台湾上市一年半市占率接近龙头。**AestheFill（爱塑美）童颜针最早于 2014 年在韩国获批上市，经历 10 次临床实验和 3 次动物实验，目前已获得欧盟 CE 认证，在全球 68 个国家和地区销售，不断创下销售佳绩。AestheFill 在台湾市场引进后，很快形成较高市占率，一年半左右就与耕耘市场长达 10 年的龙头 Sculptra 并驾齐驱。

②**产品多重认证，双旋结构更优化，安全性更高。**产品核心成分为聚双旋乳酸 PDLA，能够温和刺激皮肤再生胶原蛋白，可被人体完全吸收、代谢，副作用极少，在 46 个国家有 FDA 认可，效果和安全性均有验证。且注射时不易堵塞针头，施打顺滑；术后也无需按摩，不易产生结节，安全性更高。

图 12: 爱塑美聚双旋乳酸 PDLA 的双重机制

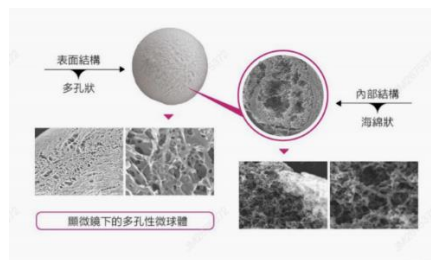
图 13: 爱塑美专利多孔性微球体结构



第一重作用：立即填充效果

第二重作用：刺激自体胶原蛋白增生

来源：公司官网、中泰证券研究所



来源：公司官网、中泰证券研究所

③**搭配专利多孔性微球体结构，诱导胶原增生更自然长效。**多孔性微球体结构让胶原蛋白有更多生长空间，初期提供肌肤的再生支架，内部空心多孔结构吸引纤维母细胞并诱导促进皮肤第一型胶原蛋白自然增生。PDLLA 搭配专利多孔性微球体使得术后肌肤更柔软自然，可兼顾短期与长期效果，使肌肤渐进式年轻化，效果可长效维持 18 至 24 个月。

④**注射浓度可调配，速溶技术更高效安全。**爱塑美产品可经由医师的判断，调整溶解浓度，配合个人改善需求，定制专属的治疗方案；百变浓度，也可搭配各种部位施打。相较传统童颜针产品，爱塑美产品溶解更均匀、速度更快；现场拆封溶解，安全性更高。

图表 14: AestheFill (爱塑美) 童颜针竞品对比

	AestheFill 爱塑美	濡白天使	Löviselle 艾维岚	Ellans é 伊妍仕	Sculptra 塑然雅
所属公司	韩国 RegenBiotech, Inc	爱美容	长春圣博玛	华东医药	法国 Galderma
主成分	聚双旋乳酸 PDLLA+羧甲基纤维素 CMC	18%PLLA-PEG 聚左旋乳酸-乙二醇+HA 玻尿酸	80%聚左旋乳酸 PLLA+羧甲基纤维素 CMC+甘露醇	30%聚己内酯微球 PCL+70%羧甲基纤维素 CMC	聚左旋乳酸 PLLA 微球+羧甲基纤维素钠
粒径	20-53 μm	不详	10-20 μm	20-50 μm	40-80 μm
作用机理	多孔性微球建立再生支架提供支撑，内部空心结构诱导胶原生成	玻尿酸填充，PLLA（亲脂性）+乙二醇（亲水性）双亲性微球刺激胶原再生	PLLA 降解为乳酸刺激纤维细胞产生胶原	CMC 即刻填充，PCL 刺激胶原再生	PLLA 微球刺激胶原蛋白再生
剂型	球型粉末	凝胶	结晶粉末	针剂/凝胶	结晶粉末
成分结构	多孔性微球体	玻尿酸混悬物	实心结晶体	微球体/胶体	实心结晶体
浓度	可调配	不可调配	不可调配	不可调配	不可调配
溶解时间	20-30min	无需复溶	15-20min	无需复溶	24-48h
立即效果	有	有	无	有	无
按摩	不需	不需	需要	不需	需要
维持性	2 年	2 年	2 年	1 年或 2 年（依剂型）	2 年
风险程度	极少不良反应，几乎不会产生结节，很少出现堵针头现象	“双亲性”复合微球可解决结块肿胀、炎症问题	需要按摩辅助产品均匀分布	注射难度较大，对医师要求较高	存在堵针风险，术后可能产生硬结，需要按摩促进微球均匀分布
效果	效果自然，渐进式年轻化，专为亚洲肤质	乳白色复合凝胶不透光，效果更加自然真实	即刻效果不显著，支撑和塑形效果较弱，	乳白色凝胶不透光，刺激胶原蛋白新生的效果更稳定、	无即刻填充效果，长期刺激胶原再生，支撑度高

	研发设计及制造		适合皮肤大面积注射	塑形能力强	
价格	36000 新台币(台湾)/支	12800 元/支 (0.75ml)	20000 元/支 (340mg)	18800 元/支 (1ml) /35000 新台币(台湾)/支	30000-35000 新台币(台湾)/支

来源：江苏吴中交流材料、各公司官网、中泰证券研究所

2.3 重组胶原：外引突破性技术有望实现弯道超车

重组胶原风起，行业迎千亿空间。参考沙利文，重组胶原 2021 年规模合计 108 亿，预计 2027 年规模达 1083 亿，未来 5 年 CAGR42%。其中功效护肤 2021 年 46 亿，未来 5 年 CAGR55%；医用敷料 2021 年 48 亿，未来 5 年 CAGR29%；肌肤焕活 2021 年 4 亿（22 年 26 亿），未来 5 年 CAGR37%。

图表 15：中国重组胶原蛋白细分应用市场增长（零售额：亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	CAGR (2017-2021)	CAGR (2022E-2027E)
功效护肤	46	72	112	174	269	416	645	53%	55%
医用敷料	48	72	101	135	173	213	255	92%	29%
肌肤焕活应用	4	26	37	51	70	93	121	-	37%
生物医用材料	5	7	10	14	19	27	37	39%	39%
一般护肤	5	6	7	8	9	10	11	25%	13%
保健食品	-	1	1	1	1	1	1	-	19%
其他	0	1	3	4	6	9	13	65%	43%
合计	108	185	271	387	547	769	1083	63%	42%

来源：沙利文、中泰证券研究所

当前多家入局，共促“做大蛋糕”。胶原因技术难度（仍处行业技术进阶期）、成本定价（量产未及透明质酸导致高成本高定价）、监管（批文更少）等原因格局相比玻尿酸更优。随着第一款重组胶原针剂的获批和行业标准的设立，多家医美、护肤、原料公司纷纷入局，开拓重组胶原原料生产并积极规划下游应用。

图表 16：国内重组胶原拓展一览

公司	巨子生物	锦波生物	九美股份	华熙生物	江苏吴中	鲁商发展	暨源生物	江山聚源	江苏创健
技术来源	自研	自研	暨南大学	自研	G 公司	河北纳科	暨南大学	自研	自研
拓展时间	2000	2008	2021	2021	2022	2022	2012	2015	2016
胶原	I 型、III 型	I 型、III 型	I 型、III 型	III 型	III 型	III 型	III 型	III 型	I、III、XV II 型
核心技术	全面分子库储备；高生产率扩张技术；重组胶原仿生组合	164.88° 柔性三螺旋结构	I&III 嵌合双胶原；独家 C-Pro 扣环技术；“翻译暂停”专利技	依托创新细胞工厂，并开发定制化功能性重组胶原	引进具有三螺旋和三聚体结构的重组 III 型人胶原蛋白生	重组 III 型人源化胶原蛋白	混合重组人源化胶原蛋白、重组类人胶原蛋白	重组人源胶原蛋白（RHC）规模化生产	重组 I、II、III、XV II 型胶原蛋白规模化、标准化生产

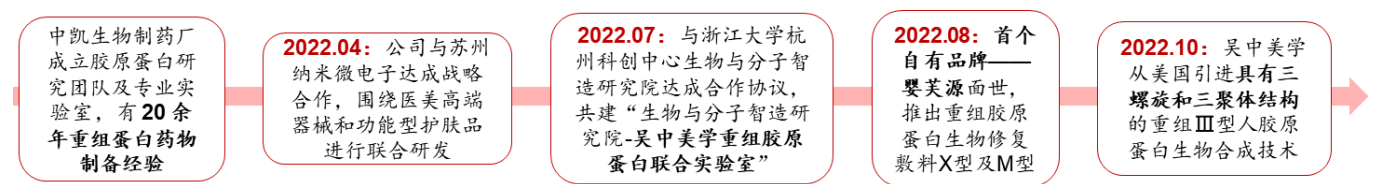
			术		物合成技术				
产能	10.9吨, 募投扩产212.5吨	102kg	吨级	/	/	/	不详	诸暨项目达产后将达12吨	2.5吨
下游应用	敷料、功效护肤	医美针剂、敷料、功效护肤	功效护肤	/	敷料	/	功效护肤品、医疗器械	敷料、功效护肤	敷料、功效护肤
核心品牌	可复美、可丽金	薇旖美	丸美	/	婴芙源	/	丽普司肽、思美润	蒂美生、科媿氏	悦白之几

来源：各公司公告、各公司官网、中泰证券研究所

中凯生物重组蛋白经验深厚，2022年迎持续突破。中凯生物成立胶原蛋白研发团队及专业实验室→2022.04与苏州纳米微电子达成战略合作→2022.07与浙江大学杭州科创中心合作建立吴中美学重组胶原蛋白联合实验室→2022.08敷料品牌婴芙源面世→2022.10从美国引进具有三螺旋三聚体结构的重组Ⅲ型人胶原蛋白生物合成技术。

外引前瞻技术具备完整三螺旋三聚体，产业化突破有望实现弯道超车。G公司作为一家位于美国加州的新药研发公司，从事重组胶原蛋白研究已超过5年，掌握全球领先的重组人胶原蛋白合成技术，通过基因工程技术成功表达了具有天然全长的Ⅲ型胶原蛋白序列，在完整的天然序列基础上形成了正确的三螺旋和三聚体结构。当前该技术具备一定的成熟度，较纯产物的分子量在400kd左右，99%情况下具备完整的三螺旋三聚体结构。三螺旋构象是理化特性和生物学活性的基础，前期基础研究显示其研究样品具有低抗原活性、低刺激性和低细胞毒性的特点，安全性较高。

图表 17: 江苏吴中重组胶原发展历程



来源：公司官方公众号、中泰证券研究所

自研重组胶原平台有望承接引进前沿技术，预计2023年临床2026-2027年上市。中凯生物制药厂具20余年重组蛋白药物生产经验，获得“重组蛋白提取纯化新工艺”国家发明专利技术，并且成立了胶原蛋白研发团队及专业实验室，未来将承接从美国引进的重组胶原合成技术，该技术目前处于研发阶段，将在工艺优化后形成产业化重组胶原材料，用于开发支撑塑形功能的胶原填充剂，预计2023年实现原料端工艺打通并启动临床，预计2026-2027年实现产品上市。

图表 18: 江苏吴中重组胶原规划



核心要素	进展
核心技术	通过基因工程技术表达具有天然全长的Ⅲ型胶原蛋白序列，在完整的天然序列基础上形成了三螺旋和三聚体结构。其研究样品具有低抗原活性、低刺激性和低细胞毒性的特点，安全性较高。

研发进度	预计 2023 年中凯生物实现技术承接、原料工艺打通并启动临床。
下游产品	当前主要以婴芙源二类敷料产品率先布局渠道（第三方采购原料产品），未来预计拓展注射填充类产品、医用敷料、功效型护肤品及功能性食品等领域

来源：公司官网、中泰证券研究所

公司胶原蛋白当前主要以婴芙源二类敷料产品率先布局渠道，以重组 III 型人源化胶原为核心成分，主打修复和抗衰功能，在靶向修复受损细胞、改善干纹细纹和调理肤质等方面有着显著作用。目前推出修复敷料 X 型及 M 型，两者定位互补，搭配使用效果更佳。

图表 19: 婴芙源产品分类及特色

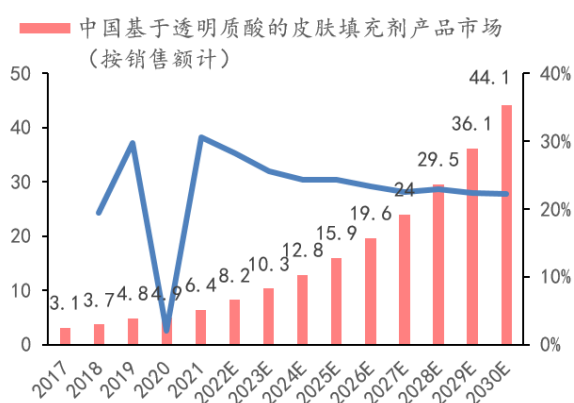
分类	图示	特点
X 型		纯度高，过敏率低，浓度含量更适合亚洲肌肤，运用脂质体包裹技术，粒径均值 250nm 左右，水溶性好，吸收力强
M 型		用于治疗完成后的修复、抗炎、锁水方面效果显著

来源：官方公众号、中泰证券研究所

2.4 透明质酸：代理 Humedix 新品 HARA 预计 2025 年上市

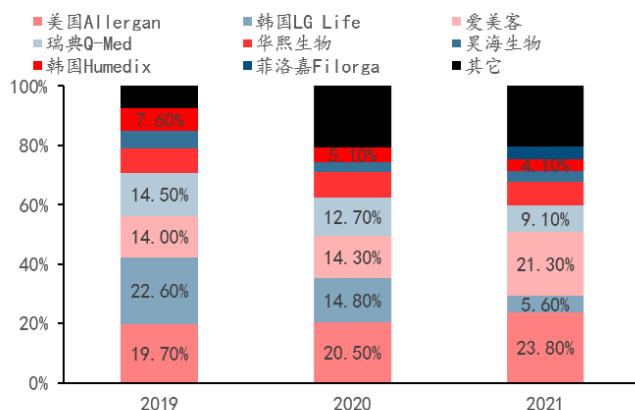
透明质酸填充剂长期市场达 441 亿。据沙利文，中国透明质酸填充剂市场 2021 年 64 亿元，历史 4 年 CAGR 为 19.7%，预计于 2026 年达 196 亿元，2021-2026 年 CAGR 为 25.0%，2030 年将达 441 亿元，2026-2030 年 CAGR 为 22.5%。Humedix 旗下艾莉薇占据约 4-5% 的市场份额。

图表 20: 中国透明质酸皮肤填充剂市场（十亿元）



来源：沙利文，中泰证券研究所

图表 21: 中国透明质酸注射填充竞争格局（按销售额）



来源：沙利文，中泰证券研究所

获 Humedix 新品独家代理权，预计 2025 上市。2021 年 7 月，江苏吴中通过增资入股战略控股尚礼生物子公司尚礼汇美 60% 股权，获得 Humedix 最新款高端含利多卡因双相交联透明质酸钠凝胶产品（HARA 玻尿酸）中国区独家销售代理权，并在功能护肤，光电设备类领域保持进一步合作讨论。目前 HARA 产品已完成临

床前检验工作，并推进其在海南乐城医疗先行区的上市销售，预计 2024 年 Q1 提交注册，有望 2025 年获批上市。

技术升级: Humedix 专有的 HDRM 和 HiVE 双相交联技术。HDRM (高密度网状结构) 技术结合高交联率，将高分子透明质酸钠转化成高分子、高密度的网状结构，可以维持均衡的稳定性，延长塑形效果的维持时间；HiVE 技术是 Humedix 公司的最新交联技术，HARA 产品是该技术的首次应用，可令化学交联剂最少化，物理交联最大化，产品生物相容性较好。

效果更佳: 黏度和弹性出色、持久性更佳，颗粒细腻、舒适性更佳。作为 Humedix 玻尿酸主打系列艾莉薇的迭代产品，HARA 剪切黏度和黏着力更高，可弥补单相交联的缺点，塑形能力媲美固态假体，视觉维持时间长；在低交联剂使用的情况下实现极佳性能，同时产品粒径细腻且加入利卡多因，减少注射带来的不适感。

延续高端定位，最大化“量价具优”优势。HARA 将延续高端玻尿酸产品定位，技术革新打造差异化优势：颗粒更细腻舒适性更佳、高粘度形状稳定性更佳、降解周期长持久性更佳等；同时最大化在高端产品中“量价具优”的优势，定位轻奢高性价比抢占市场份额。

图表 22: HARA 与同业透明质酸填充剂对比

公司	价格/次	核心成分	核心技术	功效时长
HARA	定位精致轻奢、量价俱佳	双相交联透明质酸钠凝胶，添加利多卡因	使用最新专有 HDRM 与 HiVE 交联技术，增加了黏性、弹性和稳定性，不易移位，持久性更好	12 个月以上
艾莉薇	3500-6800	单相交联透明质酸	采用 HDRM (高密度网状结构) 专利技术，结合 12% 的高交联率，形成一种高分子、高密度的网状结构，可以维持均衡的稳定性。延长塑形效果的维持时间	12 个月以上
乔雅登	6000-18000	单相交联透明质酸	采用 HYLACROS 技术制造，凝胶不含颗粒，注射后更加持久柔顺，具有三维稳健的透明质酸基质结构，凝聚性高，维持时间更长	12-18 个月
伊婉	2000-4500	单相交联透明质酸	采用 HICE 技术，弹性和粘度更好，使用寿命更长，分子结构为 300 万道尔顿，更接近人体结构	6-8 个月
嗨体	1500-4000	非交联透明质酸	真皮层细胞赋活疗法，系统性建立皮肤健康微循环，可以抚平细纹，收紧皮肤、让皮肤水润有弹性、恢复皮肤健康状态	6-8 个月
瑞蓝	6000-17000	双相交联透明质酸	特有 NASHA 盈韧填充技术，有效提升轮廓，抚平皱纹	6-12 个月

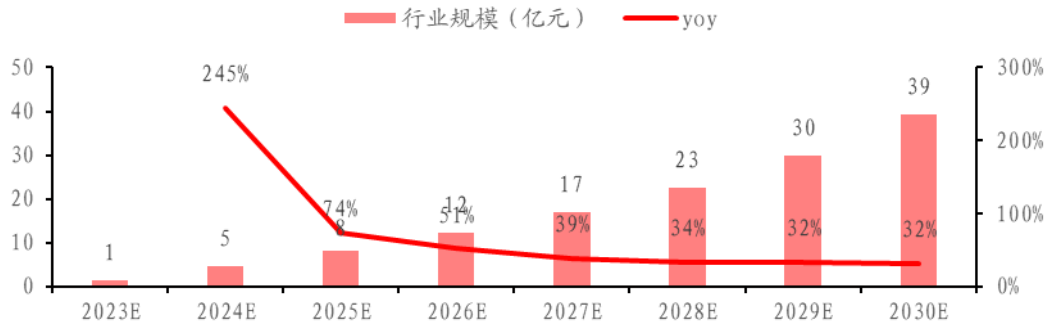
来源：新氧、各公司官网、中泰证券研究所

2.5 其他管线：溶脂针稳步推进

溶脂针已打通原料药工艺，当前进度稳步推进，预计 2024 年拿到临床批件，有望于 2027-2028 年取证上市。

溶脂针预计合规市场 2023 年突破，未来 CAGR60%+。中国当前未有合规溶脂针，预计 2023 年市场规模 1.3 亿元，预计以 60%+ 的 CAGR 增至 2030 年的 39 亿元。

图表 23: 溶脂针市场规模增长 (亿元)

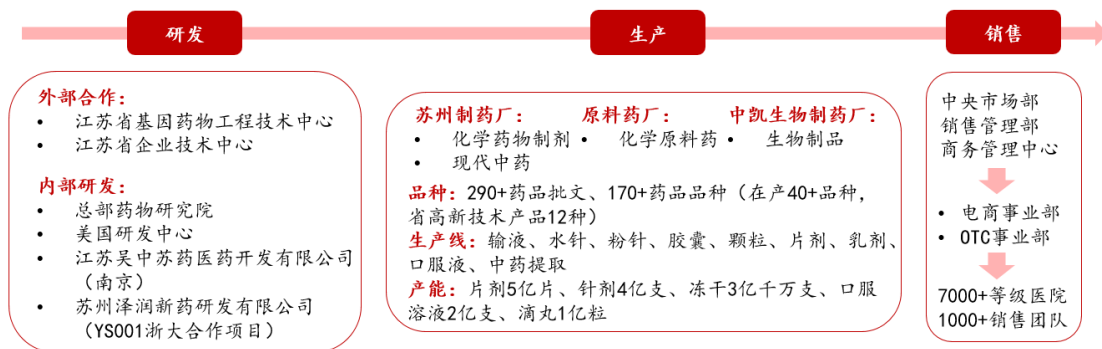


来源：沙利文，中泰证券研究所

三、医药板块：研产销全产业链，拓展 CDMO

吴中医药研产销产业链完善，产线丰富。吴中医药已建成涵盖基因药物、化学药物与现代中药，集研发、生产和销售为一体的完整产业链，主要产品涵盖“抗病毒/抗感染、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类”等领域。目前公司重点聚焦高端仿制药、首仿药、专科用药，稳步推进创新药研发，大力推进注射剂、片剂等品种的一致性评价。

图表 24：江苏吴中医药业务产业链情况一览



来源：公司官网，中泰证券研究所

研发端：

强大专家团队&内外双修研发体系保障公司创新动能。核心研发团队由专家团队、创新研发团队、基层研发人员构成，其中合作专家包含 2 位中国工程院院士与 3 位高水平院校院长；科学顾问为全球医疗保健龙头与学界的著名专家；校企合作包含浙江大学、复旦大学等 7 个高水平院校，强化产学研用闭环发展。同时公司采取内外双修研发模式，集约高效，保障江苏吴中研发动能。

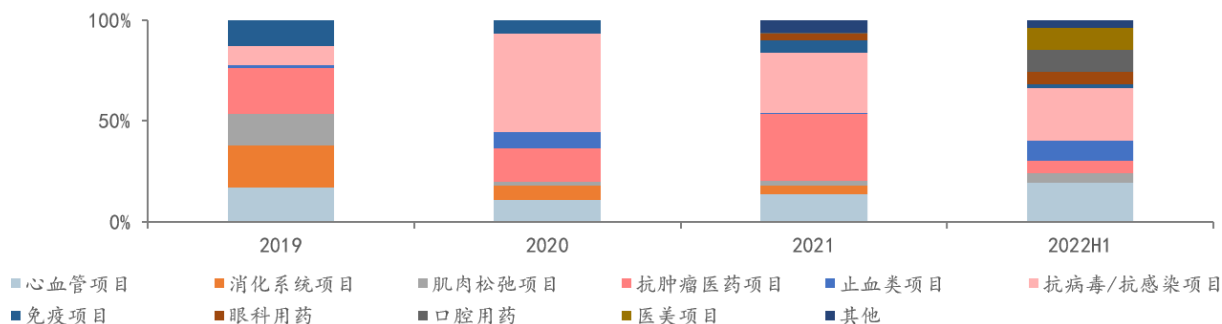
图表 25：医药研发团队储备

类型	姓名	背景	
专家团队	合作专家	沈倍奋	企业院士工作站：中国工程院院士、免疫生物学专家
		王广基	科技服务站合作：中国工程院院士、药代动力学专家
		杨波	YS001 项目总指导：浙大药学院院长、药审中心新药评审专家
		石远凯	项目合作：中国医学科学院肿瘤医院副院长、肿瘤内科专家

		何俏军	YS001 项目首席科学家：浙大（杭州）创新医药研究院副院长
	科学顾问	戴卫国	前强生公司科学总监、美中医药开发协会（SAPA）会长、美国药学家学会（AAPS）成员、曾在安进、丽珠等多家制药公司任职
		甘勇	上海药物研究所研究院、课题组长、博士生导师；中国药学会药剂专业委员会资深委员；国家药监局审评中心外聘专家
	合作院校	浙江大学、复旦大学、中国药科大学、南京医科大学、苏州大学、安徽中医药大学、安徽医科大学	
创新研发团队	内部研发	药物研究院、江苏吴中医药集团药物研发分公司、苏州泽润新药研发有限公司	
	外部合作	江苏省基因药物工程技术中心、江苏省企业技术中心	
基层研究人员	各个项目部、实验室等		

来源：公司官网，中泰证券研究所

口腔、医美、眼科研发投入加大。 2022H1 抗病毒、心血管项目研发投入占比最大，分别为 25%、19%，消化系统项目占比快速下滑至 0，近两年新增口腔用药、医美项目及眼科用药的研发投入，占比分别为 11%、11%及 6%，研发紧跟公司策略以及市场趋势变化，不断开辟新领域。

图表 26：研发投入项目结构变化趋势


来源：公司公告，中泰证券研究所

生产端：

管线全面，多款独家品种份额居前列。 苏州制药厂主要以生产现代中药和化学药为主，原料药厂以生产化学原料药为主，中凯生物制药厂主要生产生物制品。公司获得 290+药品批文、拥有 170+药品品种、在产品种 40+，省高新技术产品 12 种；包含硬胶囊剂、颗粒剂、片剂等多种剂型；逐步形成以“抗感染类/抗病毒、免疫调节、抗肿瘤、消化系统、心血管类”为核心的产品群，在骨科、免疫调节、眼科、心脑血管等细分领域市场份额居国内前列。在多领域中有多款独家品种。

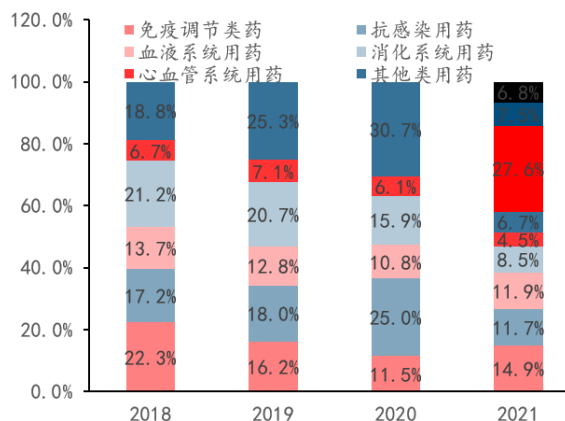
图表 27：核心医药产品

主治领域	产品名称	特点
抗病毒/抗感染	玛诺苏-盐酸阿比多尔片	阻融合增强细胞抗毒能力，新类型广谱抗病毒新选择。进入国家卫健委第六、七、八版新冠病毒诊疗方案。
	利奈唑胺葡萄糖注射液	治疗由特定微生物敏感株引起的感染。
	爱路韦-阿德福韦酯胶囊	用于成年慢性乙型肝炎患者。
免疫调节	芙露饮-匹多莫德口服液	口服生物多肽，调节细胞免疫。 独家品种 ，全国唯一按时完成并提交临床有效性再评价。
消化类	洛凯-注射用奥美拉唑钠	抑制胃酸，迅速止血。
	洛汇-注射用兰索拉唑	用于口服疗法不适用的伴有出血的胃、十二指肠溃疡、急性应激溃疡、急性胃粘膜损伤。

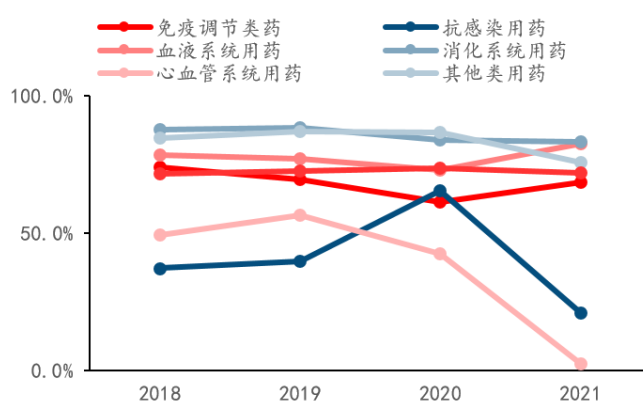
心血管类	爱怡令-盐酸曲美他嗪片	优化心脏代谢途径，治疗缺血性心脏病。 首家 通过药品一致性评价并入选国家第三批集采目录
	洛叶-注射用卡络磺钠、卡络磺钠片	强化血管，回缩裂端，减少渗透，迅速止血。国内 独家 。
	希珞瑛-西洛他唑片	抗血小板血栓，疏通脉管闭塞。
	洁欣	重组人粒细胞刺激因子注射液
口腔疾病领域	连苓珍珠滴丸	治疗口腔溃疡，纯中药制剂。独家品种，国家医保品种。
中枢性肌松药	力制同-美索巴莫注射液	迅速解痉，协同止痛，用于急性骨骼肌疼痛或不适症状的治疗。 独家品种 ， 首家 通过一致性评价、全国唯一静脉用中枢性肌松药。

来源：公司官网，中泰证券研究所

生产：产品线持续拓宽，骨骼肌松弛、眼科、解热镇痛药收入占比提升。2021年从其他业务中剥离的骨骼肌松弛药业务、眼科用药业务与解热镇痛药收入占比增加，**骨骼肌松弛药业务一跃成为收入贡献最大业务**，抗感染用药、心血管系统用药等收入占比下滑，同时因纳入集采和医保目录等影响毛利率有所下滑。

图表 28：江苏吴中医药业务收入结构


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 29：江苏吴中医药分产品毛利率


来源：公司公告，中泰证券研究所

渠道端：多重销售模式覆盖 7000+终端。公司拥有自营终端、配送、招商、OTC、电商等多种销售模式，销售渠道涵盖全国各区域内的代理商、医疗机构和零售店等，总部成立医药集团销售中心，另组建江苏吴中医药销售、江西吴中医药营销两家专业医药销售公司，在全国范围内有着多个销售中心，**为全国 7000 多家等级医院、代理商、医疗机构、零售药店供应药品**，**销售团队超过 1000 人**。近年来公司积极推动营销管理扁平化，加大营销人员激励，向医药供应链综合服务商转变。

业务升级：从 CMO 迈向 CDMO。2017-2021 年，CDMO 行业规模由 29 亿元上升至 159 亿元，历史 5 年 CAGR 为 40.5%，行业规模增长迅速。**公司规划发展化学制剂和生物医药的一站式 CDMO 合作业务，联合苏州政府形成园中园孵化/投资参股-CDMO 业务收入-商业化代理/MAH-股权投资回报的完整闭环，建设 CDMO 业务平台，向“研发+生产+商业化推广”的全产业链服务转变。**

2022 年 1 月子公司吴中医药与苏州吴中经开区招商局签署《用地项目投资协议书》，将以自有资金 17.28 亿元投资建设江苏吴中医药集团研发及产业化基地一期项目，项目集现代化药物实验室研究、中试放大研究和商业规模化生产于一体，也可以承接多剂型多品种的 CDMO 业务，**全部项目建设内容在五年内建设完成。**

四、盈利估值

收入端: (1) **医美:** 预计爱塑美 2023 年 H2 上市, 参考同业估算出厂单价约 5000 元, 2023 当年预测出货约 1 万支, 对应收入约 5000 万; 2024 年完整年度参考同业预计出货量 7 万支, 则对应收入 3.5 亿元。因此预计 2022-2024 年医美收入 0.1/0.6/4 亿元 (其他医美收入主要依靠婴芙源敷料等业务)。(2) **医药:** 2022 年整体受疫情影响有所下滑, 但从 Q3 来看环比改善趋势显著, 预计 2023 年后将恢复增长。拆分核心产品来看, 抗感染用药、心血管系统用药等因纳入集采或医保毛利率承压, 同时占比下滑, 未来骨骼肌松弛、眼科、解热镇痛药等重磅产品预计继续放量, 叠加 CDMO 转型贡献增量, 未来增速有望企稳。

盈利端: 预测毛利率将随医美放量而显著提升, 2022-2024 年为 31.5%、34.4%、42.7%; 预计整体费用率维持稳定研发投入有所加大; 净利率 2022 年因公司资产处置高基数等影响下降, 2023 年疫后有望快速复苏, 2024 年随医美业务跃升。预计 2022-2024 年归母净利-0.84、0.40、1.23 亿元, 同比-467%、147%、213%。

估值端: 公司当前市值 57 亿, 对应 2024 年 PE47X, 考虑到公司医美团队产品储备完善、23-25 年陆续获批爆发潜力强, 叠加医药疫后复苏, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 30: 江苏吴中收入拆分 (百万元)

收入	2021	2022E	2023E	2024E
医药	1291	1266	1417	1559
yoy	-3.49%	-2%	12%	10%
占比	72.74%	73%	73%	64%
毛利率	38.25%	41%	42%	43%
医美		10	60	400
yoy			500%	567%
爱塑美			50	350
销量 (万支)			1	7
占比		0.6%	3.1%	16.5%
毛利率		80%	85%	86%
贸易	469	446	450	455
yoy	-9.41%	-5%	1%	1%
占比	26.44%	25.68%	23.19%	18.73%
毛利率	4.20%	4.50%	5%	5%
其他业务	15	15	15	15
yoy	7.96%	0	0	0
合计	1775	1736	1942	2429
yoy	-5.14%	-2.2%	11.9%	25.0%
毛利率	28.83%	31.5%	34.4%	42.7%

来源: 中泰证券研究所

图表 31: 同业估值对比

公司	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
爱美客	1272	1303	1955	2737	98	65	46
华熙生物	597	1002	1310	1677	60	46	36
医美行业平均					79	55	41
复星医药	584	4441	5940	7099	13	10	8
华润双鹤	191	1118	1253	1372	17	15	14
海思科	264	282	439	660	93	60	40
医药行业平均					41	28	21
江苏吴中	57	-84	40	123	-69	146	47

来源：中泰证券研究所（股价截至 2023/2/6 收盘价），江苏吴中、爱美客、华熙生物数据为中泰预测，其他数据取自 wind 一致预期

风险提示

- 1、**产品获批上市进度不及预期的风险。**当前预期公司核心医美产品于 2023-2025 年陆续获批，若获批进度放缓，将显著影响公司短期业绩节奏。
- 2、**医美领域行业竞争加剧的风险。**市场竞争加剧，新产品持续获批恶化竞争格局。
- 3、**行业政策风险。**医美面临强监管，医药业务面临集采、医保等政策影响。
- 4、**爱塑美上市后销售不及预期的风险。**报告参考同业预测爱塑美的销售情况，可能面临销售情况不及预期的风险。
- 5、**引用第三方数据可信度风险；依据数据信息滞后风险。**报告部分行业规模、品牌销售等数据参考引用第三方，存在数据误差较大或信息滞后的风险。

图表 32: 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	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,131	521	583	729	营业收入	1,775	1,736	1,942	2,429
应收票据	0	0	0	0	营业成本	1,264	1,189	1,274	1,392
应收账款	760	729	800	993	税金及附加	12	12	13	16
预付账款	18	17	18	20	销售费用	415	408	456	595
存货	126	119	127	139	管理费用	105	103	107	134
合同资产	0	0	0	0	研发费用	21	35	39	49
其他流动资产	649	635	709	885	财务费用	63	36	57	88
流动资产合计	2,684	2,021	2,238	2,766	信用减值损失	5	0	0	0
其他长期投资	110	110	110	110	资产减值损失	-2	-120	0	0
长期股权投资	395	395	395	395	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	244	615	986	1,358	投资收益	18	0	0	0
在建工程	6	106	106	6	其他收益	19	19	19	19
无形资产	111	155	195	231	营业利润	37	-147	65	209
其他非流动资产	208	208	208	208	营业外收入	7	8	8	8
非流动资产合计	1,074	1,589	2,000	2,308	营业外支出	5	5	5	5
资产合计	3,758	3,610	4,238	5,074	利润总额	39	-144	68	212
短期借款	1,116	1,259	2,043	2,947	所得税	18	-68	32	100
应付票据	21	19	21	23	净利润	21	-76	36	112
应付账款	132	124	133	145	少数股东损益	-2	8	-4	-11
预收款项	1	1	2	2	归属母公司净利润	23	-84	40	123
合同负债	15	15	17	21	NOPLAT	54	-57	66	158
其他应付款	294	294	294	294	EPS (按最新股本摊薄)	0.03	-0.12	0.06	0.17
一年内到期的非流动负债	63	63	63	63					
其他流动负债	54	53	54	61					
流动负债合计	1,696	1,829	2,626	3,555					
长期借款	167	105	43	-19					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	18	18	18	18					
非流动负债合计	186	124	62	0					
负债合计	1,881	1,953	2,688	3,555					
归属母公司所有者权益	1,855	1,628	1,524	1,505					
少数股东权益	22	30	26	15					
所有者权益合计	1,877	1,657	1,550	1,519					
负债和股东权益	3,758	3,610	4,238	5,074					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	448	53	66	21
现金收益	134	11	208	378
存货影响	28	7	-8	-12
经营性应收影响	462	152	-72	-195
经营性应付影响	-14	-9	10	15
其他影响	-163	-108	-71	-165
投资活动现金流	43	-566	-526	-486
资本支出	-56	-566	-526	-486
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	99	0	0	0
融资活动现金流	-46	-97	522	611
借款增加	46	81	722	842
股利及利息支付	-62	420	-294	-801
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-30	-598	94	570

主要财务比率				
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入增长率	-5.1%	-2.2%	11.9%	25.0%
EBIT增长率	-123.1%	-205.8%	-215.2%	139.9%
归母公司净利润增长率	-104.5%	-467.1%	-147.1%	212.6%
获利能力				
毛利率	28.8%	31.5%	34.4%	42.7%
净利率	1.2%	-4.4%	1.8%	4.6%
ROE	1.2%	-5.0%	2.5%	8.1%
ROIC	4.0%	-4.7%	4.1%	7.8%
偿债能力				
资产负债率	50.1%	54.1%	63.4%	70.1%
债务权益比	72.7%	87.3%	139.9%	198.1%
流动比率	1.6	1.1	0.9	0.8
速动比率	1.5	1.0	0.8	0.7
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	147	154	142	133
应付账款周转天数	53	39	36	36
存货周转天数	40	37	35	35
每股指标 (元)				
每股收益	0.03	-0.12	0.06	0.17
每股经营现金流	0.63	0.07	0.09	0.03
每股净资产	2.60	2.28	2.14	2.11
估值比率				
P/E	252	-69	146	47
P/B	3	4	4	4
EV/EBITDA	38	-102	24	12

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%-15%之间
	持有	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%+5%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%+10%之间
	减持	预期未来 6-12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6-12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权, 任何机构和个人, 不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。