

300966.SZ

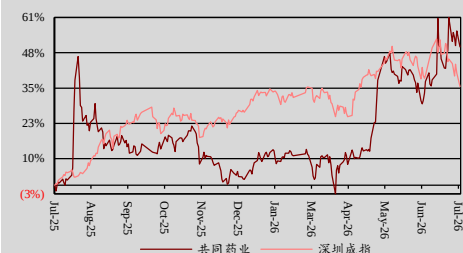
买入

原评级：未有评级

市场价格：人民币 29.00

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	42.6	9.1	36.9	53.0
相对深圳成指	37.6	12.1	36.1	17.3

发行股数 (百万)	115.28
流通股 (百万)	76.67
总市值 (人民币 百万)	3,343.15
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	144.89
主要股东	
系祖斌	31.72%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2026 年 7 月 13 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：化学制药

证券分析师：刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

证券分析师：苏雪儿

xueer.su@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300526030001

共同药业

守正出奇，甾体原料龙头蓄势待发

公司立足甾体药物领域上游龙头优势，向中下游中间体及高端原料药延伸，持续完善产业链布局驱动成长；国际化布局逐步成型、非激素类新品蓄势待发，构建多元新增长极。当前行业价格有望触底反弹，叠加新项目产能释放与原料药业务逐步放量，公司业绩拐点明确，预计有望恢复快速增长。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

- **甾体药物领域上游龙头，下游延伸打开成长空间。**公司作为中国甾体领域上游原材料的全球龙头企业，围绕“起始物料—中间体—原料药—制剂”一体化战略稳步推进。起始物料业务，现有核心产品雄烯二酮（4-AD）、双降醇（BA）等合计产能超 3000 吨，市占率超六成，龙头地位稳固。依托起始物料领域的规模、技术和成本优势，向中下游高附加值产品延伸。中间体业务，公司已形成超 100 种产品覆盖，持续聚焦孕激素、性激素、皮质激素及其他特色中间体领域；原料药业务，与华海药业合资成立华海共同，布局 13 个高端原料药产品，目前两个车间进入试生产与工艺验证阶段，同时叠加 CDMO 业务布局，成长天花板有望进一步打开。公司营收重回快速增长通道，2026Q1 业绩拐点明确，盈利修复趋势有望持续向上。
- **甾体药物行业具备“应用广”+“需求强”+“壁垒高”的特点，近些年原料价格有望逐步回升。**甾体药物是仅次于抗生素的第二大类药物，全球已上市品种超 400 种，广泛应用于抗炎、免疫调节、内分泌治疗及肿瘤治疗等领域，临床需求刚性强劲。全球及中国甾体药物市场均保持稳健增长态势，中国市场规模占全球比重已从 2011 年的 44% 提升至 2021 年的 60%，成为全球产业核心引擎；原料药消耗量同步攀升，其中性激素与孕激素类 2016-2021 年 CAGR 高达 45.05%，市场扩容趋势明确。我们认为，甾体药物行业具备“应用广”+“需求强”+“壁垒高”的特点，行业进入难度较高，行业集中度持续提升，头部企业规模化优势显著。截至 2021 年我国甾体激素原料药年产量已占世界总产量的 1/3 左右，皮质激素产能居世界首位。价格端来看，甾体原料药价格已跌至历史低位区间，随着行业供需格局逐步再平衡，原料药价格有望在低位反弹，同时，受国际油价上涨，上游化工品涨价明显，带动医药中间体、原料药成本抬升，产品迎来提价契机，具备成本优势与一体化布局的头部企业有望率先受益于价格修复。
- **技术优势显著，产能爬坡驱动业绩修复。**公司已构建覆盖甾体药物全生产流程的技术体系，在生物发酵、酶转化及化学合成三大环节均形成核心技术壁垒，是国内较早掌握植物甾醇生物发酵生产起始物料技术并率先实现酶转化产业化的企业之一。相较于传统黄姜皂素路线，以植物甾醇为原料的生物发酵路线生产成本降低、收率显著提升，公司技术优势显著。同时，公司围绕“起始物料—中间体—原料药—制剂”一体化战略稳步推进，目前正进入产能集中投放期，短期折旧及运营成本增加对利润形成一定压制。随着黄体酮及 BA 募投项目正式投产，各环节产能利用率有望逐步爬坡，叠加中下游高附加值产品占比持续提升，公司盈利能力有望逐步修复。
- **国际化布局逐步成型，新品种有望为公司带来新的业绩增量。**公司国际化战略成效显著，2025 年境外收入同比增长 46.59% 至 2.25 亿元，收入占比提升至 37.04%，境外毛利率达 28.23%，贡献重要营收，公司已在美国设立子公司，加速海外市场拓展，未来营收占比有望进一步提升。同时，公司依托甾体产业链源头优势向非激素类产品差异化延伸：植物源维生素 D3 已完成中试、推进产业化；熊去氧胆酸以自产 BA 为原料，采用植物源生物合成路线，有效规避动物提取的伦理及化学合成的高污染问题，在肝胆疾病治疗领域需求稳健。此外，公司以性激素与孕激素中间体为切入点，战略布局辅助生殖领域，向下游制剂环节延伸，打造从原料到终端制剂的生殖健康全产业链布局。

估值

- 我们预计 2026-2028 年共同药业营业收入分别为 10.12/12.43/15.03 亿元，P/S 分别为 3.30/2.69/2.22 倍。随着公司新项目产能爬坡，下游延伸原料药业务逐步放量，叠加甾体原料药相关产品价格有望触底反弹，预计公司业务有望恢复快速增长，首次覆盖，给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 产能投放不及预期风险、产品价格波动风险、原料药业务拓展不及预期风险、行业政策与环保合规风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
主营收入(人民币 百万)	537	606	1,012	1,243	1,503
增长率(%)	(5.3)	13.0	67.0	22.8	20.9
EBITDA(人民币 百万)	14	49	177	248	339
归母净利润(人民币 百万)	(28)	(73)	21	43	69
增长率(%)	(219.9)	165.9	128.2	107.0	61.9
最新股本摊薄每股收益(人民币)	(0.24)	(0.64)	0.18	0.37	0.60
市盈率(倍)	(121.2)	(45.6)	161.7	78.1	48.3
市净率(倍)	3.6	4.0	3.6	2.6	2.4
市销率(倍)	6.2	5.5	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA(倍)	198.0	71.1	25.4	17.8	12.9
每股股息(人民币)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息率(%)	0.0	0.2	0.0	(0.1)	(0.1)

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

一、甾体药物领域上游龙头，下游延伸打开成长空间	5
1.1 公司是甾体领域上游原材料的全球龙头企业	5
1.2 营收稳健增长，业绩拐点已现	6
二、甾体药物行业具备“应用广”+“需求强”+“壁垒高”的特点，近 些年原料价格有望逐步回升	8
2.1 甾体药物种类繁多，临床应用刚需性强	8
2.2 甾体药物行业进入壁垒很高	8
2.3 下游甾体药物市场稳健增长，头部企业规模化优势显著	11
2.4 行业价格有望逐步触底企稳	12
三、公司技术优势显著，产能爬坡驱动业绩修复	15
3.1 核心技术奠基，全流程技术体系筑牢竞争护城河	15
3.2 逐步完善产业链布局，中下游延伸打开成长空间	16
3.3 产能释放驱动成长，利用率爬坡带动盈利改善	19
四、国际化布局逐步成型，新品种有望为公司带来新的业绩增量	20
4.1 国际化拓展加速布局，海外收入占比持续提升	20
4.2 甾体非激素类新产品：差异化布局打开增量空间	21
4.3 拓展生殖健康领域：从原料供应到全产业链布局	23
五、盈利预测	24
六、风险提示	26

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 共同药业主要产品情况.....	5
图表 2. 共同药业发展历程.....	5
图表 3. 共同药业股权结构（截止 2025.12.31）.....	6
图表 4. 共同药业营业收入及增速（2021-2026Q1）（亿元）.....	7
图表 5. 共同药业归母净利润及增速（2021-2026Q1）（万元）.....	7
图表 6. 共同药业毛利率与净利率（2021-2026Q1）.....	7
图表 7. 共同药业期间费用率情况（2021-2026Q1）.....	7
图表 8. 甾体药物分类及主要用途.....	8
图表 9. 甾体药物产业链.....	9
图表 10. 甾体药物生产的两种技术路线.....	10
图表 11. 两种技术路线对比.....	10
图表 12. 全球甾体药物市场规模.....	11
图表 13. 中国甾体药物市场规模.....	11
图表 14. 全球皮质甾体原料药消耗量.....	12
图表 15. 全球性激素和孕激素原料药消耗量.....	12
图表 16. 国内外甾体药物产业链结构.....	12
图表 17. 2020 年以来甾体药物激素中间体及原料药出口规模（单位：万美元）..	13
图表 18. 黄体酮价格走势（月）.....	13
图表 19. 地塞米松价格走势（月）.....	13
图表 20. 雄烯二酮(4-AD)和 17 α -羟基黄体酮(羟孕酮)价格走势（元/千克，日）..	14
图表 21. 共同药业核心技术情况.....	15
图表 22. 公司研发费用及人员情况（2021-2026Q1）.....	16
图表 23. 可比公司研发费用率情况（2021-2026Q1）.....	16
图表 24. 共同药业产业链布局情况.....	16
图表 25. 共同药业起始物料端具体产品及功能.....	17
图表 26. 共同药业中间体端具体产品及功能.....	18
图表 27. 共同药业原料药端具体产品及功能.....	18
图表 28. 共同药业在建项目.....	19
图表 29. 共同药业主要子公司业务及产能情况.....	19
图表 30. 共同药业境内、外营业收入及增速（2021-2025）（亿元）.....	20
图表 31. 共同药业境内、外营业收入占比情况（2021-2025）.....	20
图表 32. 共同药业境内、外毛利率情况（2021-2025）.....	21
图表 33. 国内维生素 D3 竞争格局.....	21
图表 34. 维生素 D3 合成工艺对比.....	22

图表 35. 全球熊去氧胆酸原料药市场收入及增长率（2021-2032E）（百万美元）	22
图表 36. 国内熊去氧胆酸原料药竞争格局.....	22
图表 37. 熊去氧胆酸合成工艺对比.....	23
图表 38. 中国辅助生殖药物市场规模（2015-2025E）（亿元）	23
图表 39. 共同药业盈利预测（单位：百万元）	24
图表 40. 可比公司估值对比表.....	25
利润表(人民币 百万).....	27
现金流量表(人民币 百万).....	27
财务指标.....	27
资产负债表(人民币 百万)	27

一、甾体药物领域上游龙头，下游延伸打开成长空间

1.1 公司是甾体领域上游原材料的全球龙头企业

公司深耕甾体药物行业，在上游起始物料领域优势突出。共同药业成立于 2006 年，总部位于湖北襄阳，2021 年 4 月在深交所创业板上市，是一家专注于高品质甾体药物起始物料、中间体及原料药研发、生产与销售的高新技术企业。公司被誉为甾体药物的“源头工厂”，核心产品为雄烯二酮、双降醇等，现有产能达 3000 吨，国内份额领先。

公司目前拥有两个生产工厂以及两家合资工厂，均通过生物转化和化学合成等方式进行甾体原料药及中间体的生产，并在武汉设立高端甾体药物研究院，聚焦化学合成、生物发酵、生物酶转化等前沿领域。公司主营业务聚焦甾体药物起始物料、中间体及原料药的研发与生产，产品涵盖三大板块，从甾体起始物料向下游高端原料药方向延伸。

图表 1. 共同药业主要产品情况

业务	代表产品
甾体激素起始物料	4-雄烯二酮（4-AD）、9a-羟基雄烯二酮、1,4-雄二烯二酮(ADD)、双降醇（BA）
甾体激素中间体	去氢表雄酮及醋酸酯（DHEA & Acetate）、坎利酮、11a-羟基坎利酮、酸性脱羧物、孕烯醇酮
甾体原料药	雌激素：雌酚酮、雌二醇系列、孕激素：黄体酮、雄激素：睾酮系列、其他甾体类：螺内酯

资料来源：共同药业官网，中银证券

起始物料奠基，近些年业务开始逐步向下游延伸。公司发展大致分为三个阶段，2006-2010 年为初创探索期，创始人系祖斌于湖北宜城创立共同药业，初期以甾体药物中间体研发生产为主，依托外贸经验快速打开市场。2011-2019 年为技术突破与规模扩张期，公司率先在国内掌握利用植物甾醇通过生物发酵生产起始物料的核心技术，成为行业较早实现该工艺产业化的企业，成立子公司共同生物并逐步扩大产能，确立起始物料领域的国内领先地位。2020 年至今加速全产业链布局，与华海药业合资成立甾体药业（原华海共同），向下游原料药延伸，2021 年公司于创业板上市，募集资金进一步扩充产能，生产 BA 及黄体酮等高附加值中间体，明确“起始物料-中间体-原料药-制剂”全链条战略，致力于成为中国甾体药物制造业的领先者。

图表 2. 共同药业发展历程



资料来源：共同药业公告、湖北工业大学新闻网、汉口学院就业信息网，中银证券

实控人持股集中，华海药业战略入股。公司股权结构高度集中，控股股东与实际控制人为系祖斌，截至 2025 年末，持有 31.72% 股份，核心管理团队李明磊持股 11.91%。浙江华海药业持有公司 1.74% 股份，位列前五大股东，双方成立合资子公司甾体药业（原华海共同），推进高端甾体原料药项目，实现产业链深度协同。

创始人技术背景深厚，高管团队深耕行业多年。董事长兼总经理系祖斌为湖北工业大学生物工程学院发酵工程专业科班出身，早年任职于襄阳市国际贸易公司，兼具技术研发与外贸视野，2006 年创立公司后主导攻克植物甾醇生物发酵生产起始物料的核心技术，并担任研发总监推动全产业链布局。副总经理李明磊具备外贸业务背景，进入公司后长期分管销售工作，财务总监刘向东具备上市公司财务管理经验。整体来看，公司核心管理团队深耕行业多年，经验丰富，为公司持续转型与战略落地提供坚实的人才保障。

图表 3. 共同药业股权结构（截止 2025.12.31）



资料来源：iFind，中银证券

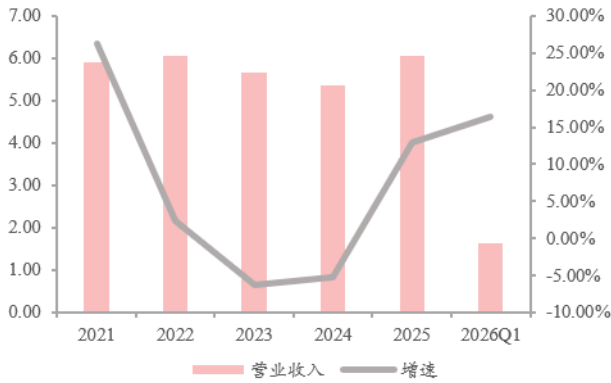
公司推出 2026 年限制性股票激励计划，绑定核心团队、锚定收入高增目标，彰显发展信心。公司于 2026 年 4 月发布《2026 年限制性股票激励计划（草案）》，并于 2026 年 5 月完成首次授予。本次拟授予限制性股票合计 106.00 万股，约占公告日公司股本总额的 0.92%，其中首次授予 89.00 万股、预留 17.00 万股（占授予总量 16.04%）。授予价格为 11.75 元/股。首次授予激励对象共 20 人，覆盖董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干，激励范围向核心技术与业务骨干倾斜，有助于稳定并激发关键人才积极性。业绩考核目标以营业收入为核心指标，2026-2028 年收入目标复合增速较高，锚定成长确定性。以 2025 年营业收入为基数，触发值/目标值对应 2026/2027/2028 年营收增长分别为 31.97%/68.27%/110.33%（触发）与 64.97%/97.96%/147.45%（目标）。以目标值口径测算，2026—2028 年营业收入对应约 22%的年复合增速，考核目标较为积极，彰显公司发展信心。

1.2 营收稳健增长，业绩拐点已现

营收恢复快速增长，净利润扭亏为盈。公司营收从 2021 年的 5.91 亿元增加至 2025 年的 6.06 亿元，营收 CAGR 为 0.63%，在 2023-2024 年连续两年下滑后 2025 年重回增长轨道，2026Q1 延续增长态势，实现营收 1.62 亿元，同比增长 16.32%。归母净利润方面，2025 年亏损 7336 万元，亏损扩大主要系新建项目年度转固导致产能未完全释放、部分产品市场价格下行及年末计提资产减值等原因共同导致。2026Q1 归母净利润为 319.85 万元，同比增长 195.59%，盈利能力实现修复。

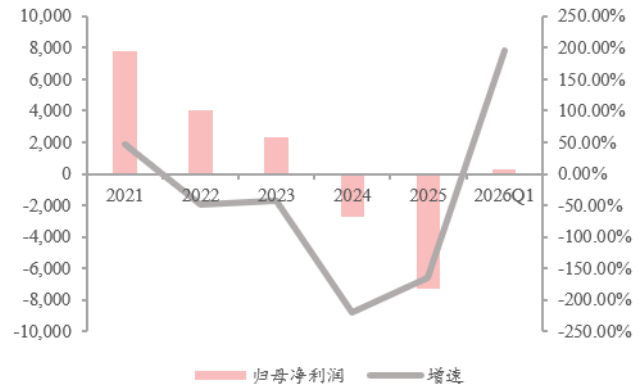
我们认为，公司正处于盈利修复阶段，业绩拐点上趋势明确。第一，公司起始物料、中间体产品涨价，有望带动公司营收提升；第二，公司目前进入产能集中释放期间，产能爬坡有望驱动盈利能力修复。第三，公司加速海外市场拓展，随着公司产品通过欧美高端市场认证，有望进一步提升公司毛利率；第四，公司差异化布局留体非激素类产品，有望贡献新的营收增量。

图表 4. 共同药业营业收入及增速（2021-2026Q1）（亿元）



资料来源: iFind, 中银证券

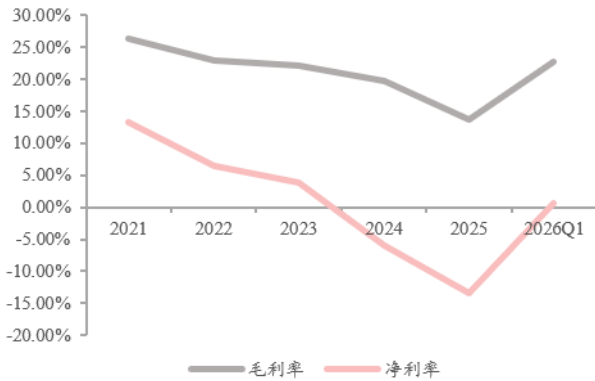
图表 5. 共同药业归母净利润及增速（2021-2026Q1）（万元）



资料来源: iFind, 中银证券

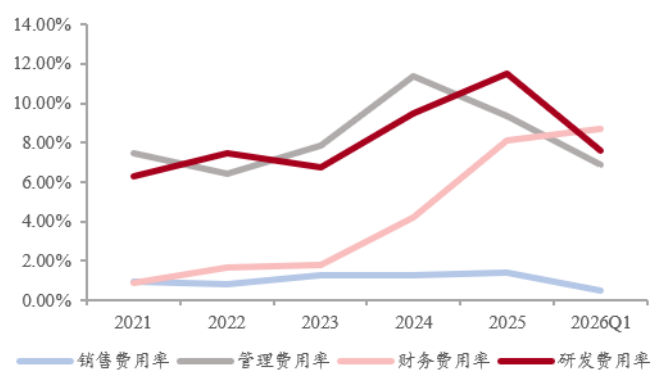
2025 年盈利阶段性承压, 2026Q1 拐点已现。公司毛利率自 2022 年以来持续走低, 2025 年为 13.77%, 同比下滑 5.90 个百分点, 主要因单位产品成本高、部分新产品投放前期成本过高等综合因素所致。2025 年净利率为-13.48%, 同比下降 7.58 个百分点。2026 年 Q1 毛利率恢复至 22.84%, 净利率转正, 盈利能力边际改善明显。费用端, 2025 年研发费用率 11.52%, 同比提升 2.00 个百分点, 公司持续加大研发投入力度; 财务费用率 8.12%, 同比增加 3.92 个百分点, 主要系银行借款增加及募投项目转固后项目贷及可转债利息停止资本化所致; 管理费用率 9.38%, 同比减少 1.98 个百分点, 呈改善趋势; 销售费用率 1.44%, 同比增加 0.16 个百分点, 维持低位, 费用管控整体趋于稳健。

图表 6. 共同药业毛利率与净利率（2021-2026Q1）



资料来源: iFind, 中银证券

图表 7. 共同药业期间费用率情况（2021-2026Q1）



资料来源: iFind, 中银证券

二、甾体药物行业具备“应用广”+“需求强”+“壁垒高”的特点，近些年原料价格有望逐步回升

2.1 甾体药物种类繁多，临床应用刚需性强

甾体药物种类繁多，位居第二大类药物。甾体药物是指分子结构中含有“环戊烷并多氢菲”母核结构的药物，目前全球生产的甾体类药物已超过 400 种，是仅次于抗生素的第二大类药物。对机体起着非常重要的调节作用，具有很强的抗感染、抗过敏、抗病毒和抗休克的药理作用，能改善蛋白质代谢、恢复和增强体力以及利尿降压，广泛用于治疗风湿性关节炎、支气管哮喘、湿疹等皮肤病、过敏性休克、前列腺炎、爱迪森氏等内分泌疾病，也可用于避孕、安胎、减轻女性更年期症状、手术麻醉等方面，以及预防冠心病、艾滋病、减肥等。

甾体药物可根据下游产品属性分为性激素、孕激素、皮质激素及其他类。性激素主要包括雌性激素雌二醇、雄性激素康力龙等。孕激素主要包括甲羟孕酮、黄体酮、地屈孕酮等。皮质激素主要包括醋酸可的松，氢化可的松，地塞米松等。其他类主要包括熊去氧胆酸、依普利酮、阿比特龙、维库溴铵、罗库溴铵、螺内酯等。

图表 8. 甾体药物分类及主要用途

分类	代表产品	主要用途
性激素	雌二醇、康力龙等	主要用于激素替代治疗、计生用药或促进肌体健康，促进蛋白质的合成以及提高身体免疫力等
孕激素	甲羟孕酮、黄体酮、地屈孕酮等	主要用于孕激素缺乏引起的相关疾病治疗，或与雌激素联合使用作为计生用药
皮质激素	醋酸可的松，氢化可的松，地塞米松等	用于物理性损伤、化学性损伤、免疫性损伤以及无菌性炎症等各种急慢性炎症的治疗，另外还用于抗休克、退热、刺激骨髓造血功能、维持人体内水和电解质的平衡等
其他类	熊去氧胆酸、依普利酮、阿比特龙、维库溴铵、罗库溴铵、螺内酯等	用于慢性心功能不全和心律失常、降血压、抗肿瘤、免疫调节等

资料来源：共同药业招股说明书，中银证券

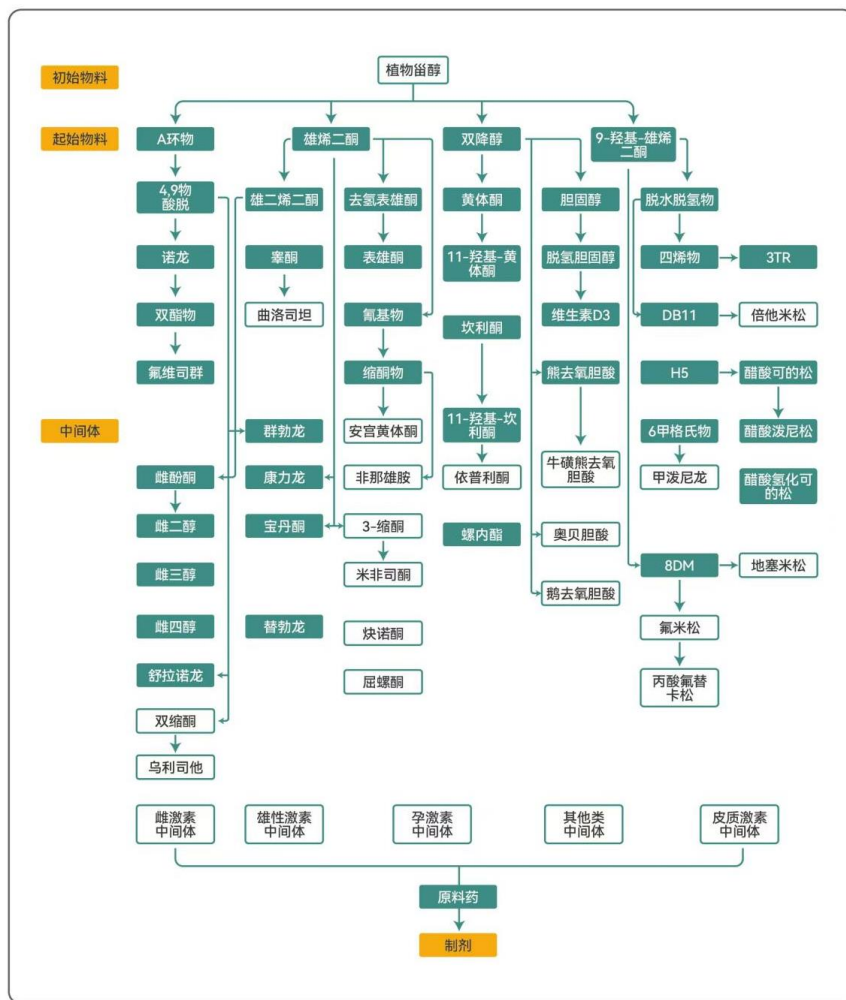
2.2 甾体药物行业进入壁垒很高

我们认为，甾体行业的壁垒很高，主要体现在以下几个方面：

壁垒一：产业链较长，发酵工艺复杂

甾体药物产业链较长，各环节需专业化分工。根据甾体药物生产厂商的产品所处产业链的不同位置可以将产品分为起始物料、中间体、原料药及制剂。从“初始物料-起始物料-中间体-原料药及制剂”这一产业链涉及到的产品种类相当多，初始物料都为植物甾醇，向下游生产雄烯二酮等四种起始物料，然后再向下游生产共计超过 400 种的雌性激素类、雄性激素类、孕激素类、皮质激素类及其他类甾体药物中间体，并且部分中间体还是其他中间体产品的上游原材料，各环节在工艺复杂程度、生产设备、操作人员技术水平等方面的要求均有所不同，使得甾体药物产业链在充分、合理地专业化分工上具备了必要性和可行性。

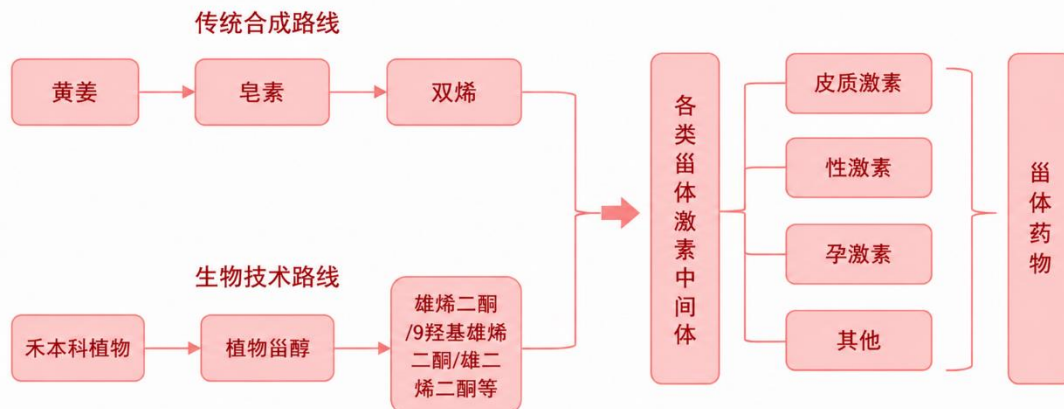
图表 9. 甾体药物产业链



资料来源：共同药业招股说明书，中银证券

技术路线迭代，筑高行业壁垒。甾体药物拥有近百年发展历程，技术路线上先后经历 2 次迭代。20 世纪 30 年代被视为甾体药物行业的开端，当时主要通过动物内脏提炼的胆酸来制备甾体药物。20 世纪 50 年代在墨西哥发现了薯蓣皂素后，除某些特殊激素特殊产品如雌激素需从动物尿液中提炼外，大部分甾体药物的生产路线转变为以“黄姜-皂素等初始物料-双烯等起始物料-各类甾体激素中间体-甾体药物”为生产流程的传统工艺路线。20 世纪 70 年代中期，由于薯蓣皂素价格上涨以及传统工艺路线产出大量废水但缺乏有效处理手段使得环保压力增大，欧美跨国药企开始探索以甾醇等为初始物料制造雄烯二酮等起始物料的生物技术。由于该技术具有显而易见的成本和环保优势，甾醇逐渐开始替代皂素，并广泛应用于甾体激素药物的生产，逐步形成了生产流程为“禾本科植物-甾醇等初始物料-雄烯二酮等起始物料-各类甾体激素中间体-甾体药物”的生物技术路线，替代了已有的传统技术路线。

图表 10. 甾体药物生产的两种技术路线



资料来源：共同药业招股说明书，中银证券

甾醇技术路线成本和环保优势显著。与传统工艺路线相比，生物技术路线拥有多项优点。（1）生产过程中不再使用了工业强酸、强碱，改善了操作条件并大幅减少了环境污染；（2）生物发酵技术专一性强，具有较好的立体选择性和区域选择性；（3）微生物转化所用原材料为植物甾醇，是食用油加工业、造纸业、制糖业等工业的副产物，来源广泛、供应充足且价格较低。因此，生物发酵技术的研究应用，对于提高资源利用率、降低能耗和生产成本、实现绿色制造和可持续发展具有重要意义。

图表 11. 两种技术路线对比

	传统工艺路线	生物技术路线
环境污染程度	高	低
生产成本	较高	低
原料来源稳定度	不稳定	稳定
反应线路	长	短
收率	较低	高

资料来源：《甾体化合物绿色生物制造：从生物转化到微生物从头合成》熊亮斌等，中银证券

涉及发酵合成，行业进入门槛较高。与一般的药品相比，甾体药物的生产技术更加复杂，工艺开发时间更长。其生产技术不仅涉及化学合成技术，还涉及到生物发酵技术。截至目前，对于一些高端甾体激素品种，我国仍未掌握规模化生产工艺。

除此之外，甾体药物种类繁多，每个品种的合成步骤均有不同程度的差别，普通甾体药物如氢化可的松产品均需经 30 多步化学反应，这对普通中小企业来说，自身摸索合成的难度极大，加之环保压力，如果企业的生产规模未达到一定水平，将难以维持治污成本与利润的平衡，因此一般企业很难进入甾体药物市场。

医药制造业本身属于资本密集型和技术密集型产业，甾体药物的生产技术涉及生物技术和化学合成，工艺开发时间较长，技术起点较高，这使得新进企业难以快速满足上述资本和技术的要求，行业进入门槛较高。

壁垒二，规模优势突出，单一品种很难盈利

由于甾体行业涉及的品种较多，且每一类甾体原料药的规模与化工领域或大宗原料药领域相比，规模仍然有一定的差距，所以对于企业来说，做单一的品种很难盈利，必须进行多产品多产线的布局，这对新进入者来说，又形成了高的壁垒。

壁垒三：海外市场认证又形成一定的准入门槛

海外市场认证对企业来说又形成一道门槛。在国际上，根据甾体药物质量和合成的难易程度，购买客户可分为三个层次：

高端市场：主要集中在欧美地区，相关企业有拜耳、辉瑞、赛诺菲等，这些企业对原料药的品质要求较高，报价也高；

中端市场：主要以日本、韩国、香港企业为主，该市场对甾体原料药的需求相对稳定，报价略低于高端市场；

低端市场：主要以印度、印尼等地的企业为主。

与中、低端相比，甾体原料药出口给高端客户的优势非常明显。

首先，高端客户对甾体原料药的需求量较大，且较稳定。早些年，多数甾体药物品种尚在专利期内，是欧美药企贡献利润的重要品种，企业多自身生产相关甾体原料药。但近年来，随着这些品种的专利到期，其盈利能力逐步下降。同时，在海外环保成本上升、原材料和劳动力价格上涨等因素的影响下，与中国、印度等国家相比，欧美企业已无生产优势。在这种情况下，欧美大型药企逐渐放弃了自身甾体原料药的生产，转为从中国、印度市场进口相关原料药。所以欧美市场对甾体原料药的需求相对较大，也较稳定。

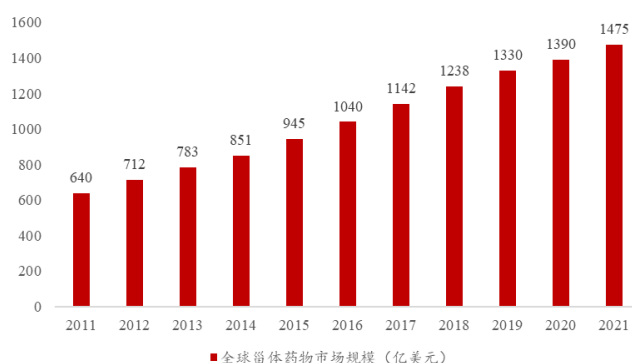
其次，高端市场的利润水平也高。与大宗原料药不同，不同市场地区甾体原料药的报价差别很大。虽然高端甾体激素市场利润水平高，但生产厂家欲将产品销往海外，一般需要通过海外市场的相关认证，才能获得该区域的销售资格，特别是发达地区如美国、欧洲市场，这些国家在海外药品的准入方面有非常严格的规定，认证的门槛很高。

例如，如果相关原料药欲进入美国市场，其必须经过美国 FDA 的审核，审核内容不仅包括相关原料药的安全性、有效性方面，还包括现场检查、员工操作规范等方面的审核，基本上生产厂家的每个生产设施和人员都需要符合 FDA 的标准，这对中小企业来说难度极大。

2.3 下游甾体药物市场稳健增长，头部企业规模化优势显著

下游甾体药物市场稳健增长，中国已成为全球产业核心引擎。随着全球经济发展、人口老龄化进程的加速和人们健康需求的不断提升，甾体药物市场规模将持续增长。根据共研网数据，全球甾体药物市场规模由 2011 年的 640 亿美元增长至 2021 年的 1475 亿美元，中国甾体药物市场规模由 2011 年的 208 亿美元增长至 2021 年的 879 亿美元，预计 2022 年为 936 亿美元，同比增长 6.48%。中国甾体药物市场规模占全球的比重从 2011 年的 44% 增长至 2021 年的 60%。中国占全球市场的比重已从 2011 年的 44% 提升至 2021 年的 60%，在全球甾体药物产业版图中的核心地位持续强化。

图表 12. 全球甾体药物市场规模



资料来源：公司公告，中银证券

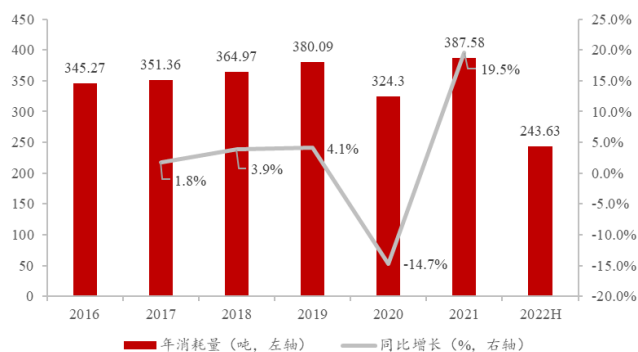
图表 13. 中国甾体药物市场规模



资料来源：公司公告，中银证券

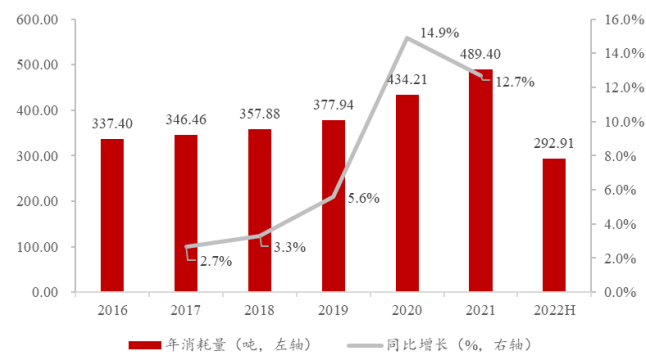
全球甾体原料药消耗量持续攀升，市场扩容趋势明确。根据摩熵医药（原药融云）数据，2016-2021 年全球皮质甾激素类原料药消耗量呈现持续增长态势，2020 年受疫情影响消耗量有所下跌，至 2021 年达到 387.58 吨，同比增长 19.5%，2016-2021 年复合年均增长率为 12.25%。全球性激素与孕激素类原料药消耗量亦持续走高，2021 年达 489.40 吨，同比增长 12.7%，2016-2021 年 CAGR 高达 45.05%，增速显著领先于皮质甾体激素类。随着下游甾体药物需求增长，甾体原料药消耗量持续攀升，原料药市场有望持续扩容。

图表 14. 全球皮质甾体原料药消耗量



资料来源:《甾体类药物产业链白皮书》摩熵医药(原药融云), 中银证券

图表 15. 全球性激素和孕激素原料药消耗量



资料来源:《甾体类药物产业链白皮书》摩熵医药(原药融云), 中银证券

近年来行业集中度逐步提升, 头部企业规模化优势显著。从甾体药物产业链来看, 位于行业上游的是甾醇提取行业, 从禾本科植物中提取植物甾醇, 国内的主要供应商为中粮系企业, 国外的主要供应商为 Arboris; 位于产业链中游的是起始物料、中间体的生产企业, 国内的主要供应商为共同药业和赛托生物, 国外的主要供应商为辉瑞和拜耳; 位于产业链下游的是原料药及制剂生产商, 国内的主要供应商为人福药业和仙琚制药等, 国外的主要供应商为辉瑞、赛诺菲-安诺特、拜耳和默沙东等。

近年来, 国内主要生产要素价格上涨加重了甾体药物生产企业的生产成本, 导致行业内的中小企业生存压力增加, 行业集中度进一步提高。在上游起始物料领域, 共同药业、赛托生物和湖南新合新已占据国内大部分市场份额; 在下游原料药及制剂领域, 天药股份、仙琚制药、仙居君业等企业已占据了国内大部分的市场份额, 这些行业内具备竞争优势的企业拥有较强的定价能力。未来, 甾体药物行业具备产业链扩张的趋势, 即上游厂商向中下游延伸, 拓展高附加值产品提升自身盈利水平; 下游厂商向上中游扩张, 降低生产成本。

图表 16. 国内外甾体药物产业链结构

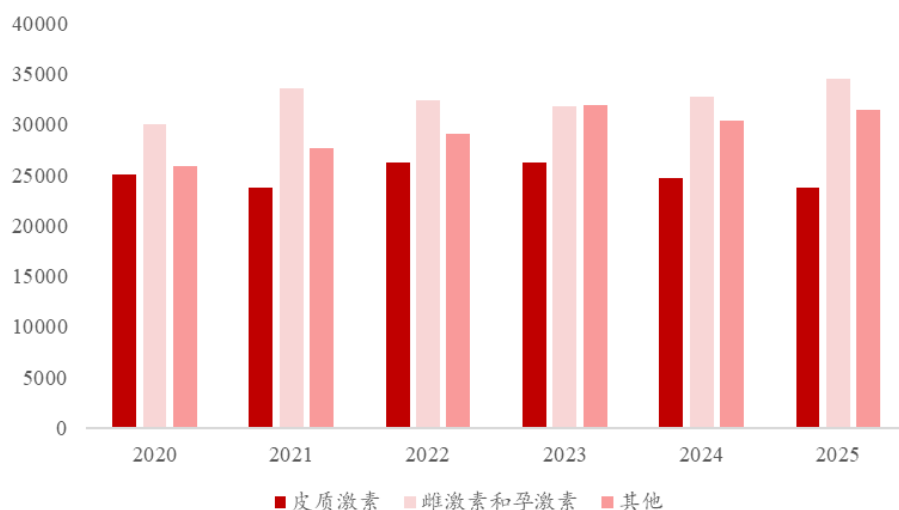


资料来源: 共同药业招股说明书, 中银证券

2.4 行业价格有望逐步触底企稳

截至 2021 年我国甾体激素原料药年产量已占世界总产量的 1/3 左右, 其中, 皮质激素原料药生产能力和实际产量均居世界第一位。甾体药物中间体产品种类繁多, 国内生产厂商众多且公开披露的信息较少, 中间体整体市场规模主要受下游原料药及制剂厂商的影响。据海关总署披露数据, 2020 年至今皮质激素、雌激素和孕激素以及其他激素中间体和原料药的年均出口规模分别约为 24947 万美元、32463 万美元和 29350 万美元。

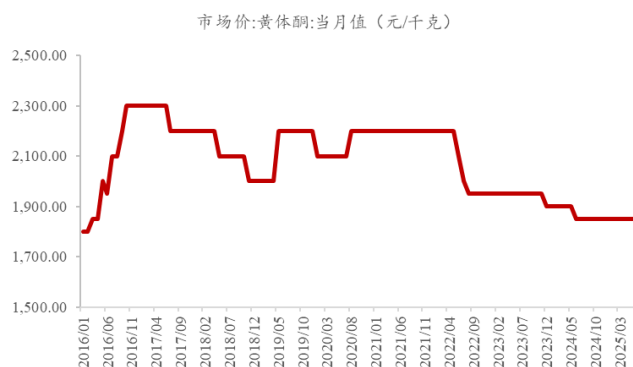
图表 17. 2020 年以来甾体药物激素中间体及原料药出口规模（单位：万美元）



资料来源：iFind，中银证券

原料药价格已处于低位，部分品种触底企稳。黄体酮自 2016 年上涨至每千克 2300 元的价格高位后，于 2022 年高位回落，25 年 6 月已跌至每千克 1850 元的历史低价附近。地塞米松价格波动幅度较大，但 26 年 5 月已降至每吨 43.2 万美元，处于历史较低价格分位。随着行业供需格局逐步再平衡，原料药价格有望在低位反弹，同时，受国际油价上涨，上游化工品涨价明显，带动中间体、原料药成本抬升，产品迎来提价契机，具备成本优势与一体化布局的头部企业有望率先受益于价格修复。

图表 18. 黄体酮价格走势（月）



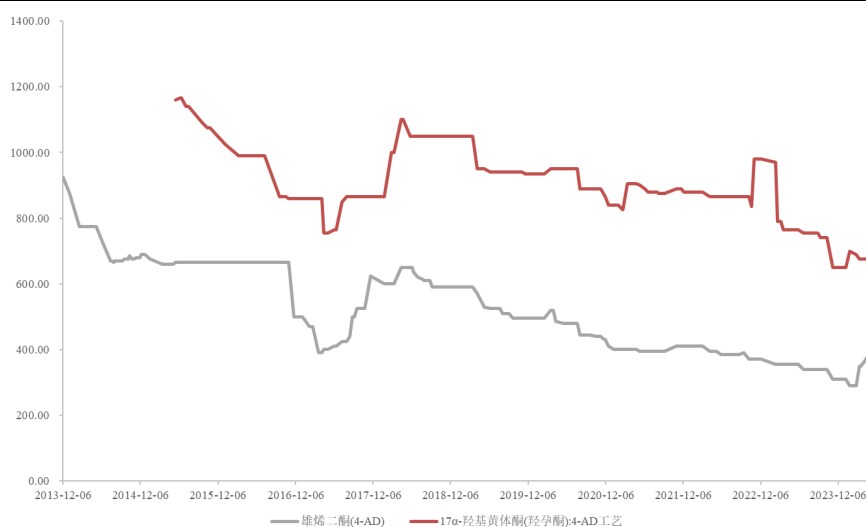
资料来源：iFind，中银证券

图表 19. 地塞米松价格走势（月）



资料来源：iFind，中银证券

图表 20. 雄烯二酮(4-AD)和 17 α -羟基黄体酮(羟孕酮)价格走势（元/千克，日）



资料来源: iFind, 中银证券

三、公司技术优势显著，产能爬坡驱动业绩修复

3.1 核心技术奠基，全流程技术体系筑牢竞争护城河

公司已构建覆盖甾体药物全生产流程的技术体系。其中生物发酵环节通过菌种定向筛选与高效植物甾醇转化技术，实现从植物甾醇到起始物料（4-AD、BA 等）的定向转化；酶转化环节通过酶改造甾体结构共性技术，利用脱氢酶、还原酶等实现甾体结构特定位点的精准改造，相比于传统化学合成工艺，缩短反应步骤，收率大幅提高；化学合成环节利用绿色化学合成技术对格氏、醚化、还原水解、酯化、加氢、氧化、缩酮等反应进行优化，推动公司合成产品生产效率高、生产过程安全环保。公司是国内较早掌握植物甾醇生物发酵生产起始物料技术的企业，并率先在酶转化方式上实现产业化。

图表 21. 共同药业核心技术情况

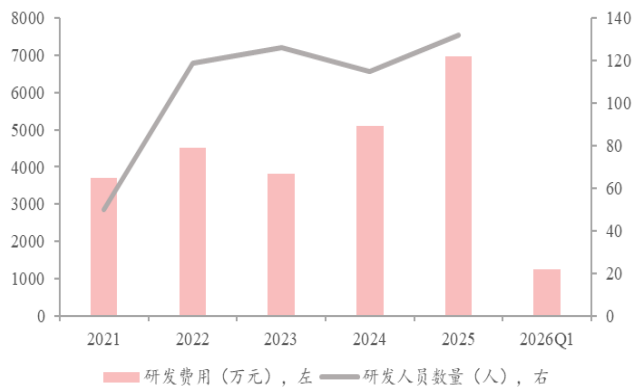
核心技术名称	工艺类别	应用产品情况	技术概况	竞争优势及先进性
菌种改造技术	生物发酵	雄烯二酮、9-羟基-雄烯二酮、双降醇	利用基因工程等手段对菌种进行改造，得到能生产各种甾体目标物的相应菌种	相较于传统的菌种培育、紫外诱变、化学诱变等技术，能够针对性地对特定优势基因、杂质基因片段分别进行强化转化和敲除，定向构建出能耐受高浓度植物甾醇的发酵环境的菌种，从而形成高效稳定转化植物甾醇的生产体系
高效植物甾醇转化技术	生物发酵	雄烯二酮、9-羟基-雄烯二酮、双降醇	以植物甾醇为初始物料，通过微生物发酵的方式，得到甾体药物起始物料，提高植物甾醇在发酵环境中的浓度，形成高效的植物甾醇转化环境	采用特殊新型复合表面活性剂，增加植物甾醇在发酵液中的溶解度，建立了高浓度、高稳定的植物甾醇分散体系
酶改造甾体结构共性技术	酶转化	雌酚酮中间体、泼尼松龙中间体、诺龙	具备脱氢酶、还原酶对甾体结构特定位点进行改造的集成技术，应用于甾体起始物料及中间体的生产	通过脱氢酶、还原酶实现了对甾体结构特定位点的改造，相比于传统化学合成工艺，缩短反应步骤，收率大幅提高。
绿色化学合成技术	化学合成	康力龙、群勃龙	对格氏、醚化、还原水解、酯化、加氢、氧化、缩酮等反应利用绿色合成技术理念进行优化，应用于公司合成产品的生产	针对环保、安全、生产效率等方面进行绿色创新，例如在格氏反应中通过一氯甲烷代替价格昂贵而且危险的金属锂和碘甲烷制备格氏试剂、在醚化反应中采用高效催化剂代替传统的对甲苯磺酸等，通过上述改进实现环保安全以及生产效率更优的化学合成

资料来源：共同药业公告，中银证券

以生物发酵路线替代传统皂素路线，成本优势显著。传统甾体药物生产以黄姜皂素为原料，存在工艺路线冗长、产品收率偏低及废水排放量大等突出问题。近年来，在环保政策持续趋严的背景下，落后产能加速出清，以植物甾醇为原料的生物发酵技术路线凭借其绿色、高效的优点，逐步成为行业主流。公司核心技术优势构建显著的成本竞争壁垒：一方面，酶转化技术实现了以双降醇（BA）替代黄姜皂素作为黄体酮的起始原料，有效降低原材料成本；另一方面，公司“生物转化植物甾醇制备新型甾体药物中间体 BA 产业化技术研究与应用”项目落地实施，在提升 BA 产业链下游黄体酮、熊去氧胆酸等高端产品质量的同时，进一步降低了生产成本，有力推动了国内甾体药物产业的升级进程。

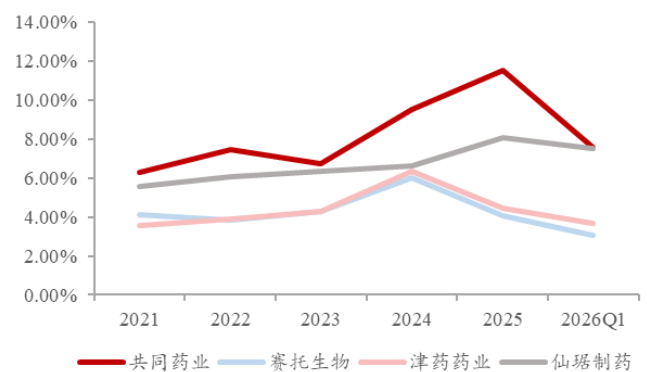
研发投入持续加码，夯实技术壁垒。2025 年研发费用达 6985 万元，同比增长 36.74%，研发费用率提升至 11.52%，研发人员数量占比提升至 14.78%，依托武汉研究院聚焦生物发酵、生物酶转化等前沿领域，推动技术平台升级。截至 2025 年末，公司累计授权专利 82 项，并获评“湖北省生物合成甾体分子企校联合创新中心”、“湖北省植物甾醇工程技术研究中心”等省级科研平台，研发体系日臻完善，为全产业链延伸提供技术支撑。对比行业可比公司来看，公司研发费用率显著高于行业可比公司，研发投入较大。未来公司将加快在研品种商业化进度，丰富关键中间体及原料药产品矩阵，持续推进工艺优化与技术升级，巩固行业技术领先地位。

图表 22. 公司研发费用及人员情况 (2021-2026Q1)



资料来源: iFind, 中银证券

图表 23. 可比公司研发费用率情况 (2021-2026Q1)



资料来源: iFind, 中银证券

3.2 逐步完善产业链布局, 中下游延伸打开成长空间

甾体药物的生产需经过多个环节, 公司从起始物料起步, 已打通全产业链关键节点, 是国内少数实现从植物甾醇发酵生产起始物料到中间体、原料药全链条贯通的企业之一。公司围绕“起始物料—中间体—原料药—制剂”一体化发展的战略布局稳步推进。一方面, 依托起始物料领域的规模、技术和成本优势, 巩固在产业链源头环节的领先地位; 另一方面向中下游高附加值产品延伸, 推动产品结构从基础起始物料向特色中间体和原料药升级。随着下游原料药业务逐步放量, 公司有望从单一中间体供应商向甾体药物全产业链平台型企业转型, 盈利能力和成长空间进一步打开。

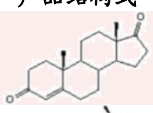
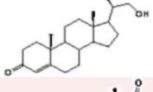
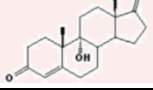
图表 24. 共同药业产业链布局情况

产业链环节	代表产品	目前布局情况
起始物料	4-AD、ADD、BA、9-OH-AD	已形成规模优势: 现有产能超 3000 吨, 2025 年营收 1.48 亿元
↓		
中间体	孕激素、皮质激素、性激素中间体等	持续拓展: 产品种类达 100 余种, 2025 年营收 4.48 亿元
↓		
原料药	甾体类原料药相关品种: 性激素、孕激素、非激素系列	积极延伸: 布局 13 个高端原料药产品, 整体规划分为两期建设, 目标实现全球范围内获认证的原料药品种达 30-50 个
↓		
制剂	暂无	远期延伸方向

资料来源: 共同药业 2025 年年度报告、中国证券报、新浪新闻, 中银证券

起始物料业务: 全球龙头, 构筑源头壁垒。公司率先通过生物发酵技术布局起始物料领域, 生产 4-雄烯二酮 (4-AD)、双降醇 (BA)、雄二烯二酮 (ADD)、9-羟基雄烯二酮等核心产品, 现有产能超 3000 吨, 是全球甾体药物起始物料的主要供应商之一, 2025 年起始物料营业收入 1.48 亿元。其中, 4-AD 和 BA 是甾体药物全产业链的源头刚需品。4-AD 可用于合成相关甾体激素类下游产品等; BA 主要用于合成黄体酮, 也可用于生产皮质激素和胆酸类产品。募投项目投产后, 公司 BA 等核心起始物料产能进一步扩大, 新建双降醇产能可支撑全国约 60% 黄体酮的生产需求。依托生物发酵工艺、规模化生产和成本控制能力, 公司在起始物料领域占据技术制高点, 多款产品市占率居细分赛道前列, 为公司向产业链中下游延伸奠定坚实基础。

图表 25. 共同药业起始物料端具体产品及功能

产品分类简称	主要产品名称	产品结构式	功能
AD	雄烯二酮		雄烯二酮和 9-羟基-雄烯二酮可继续通过合成或者生物转化方式得到甾体激素类下游产品。双降醇主要用于继续合成黄体酮，也可用于生产皮质激素和胆酸类产品
BA	双降醇		
9-OH-AD	9-羟基-雄烯二酮		

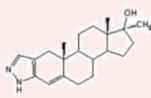
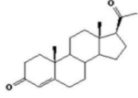
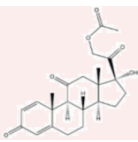
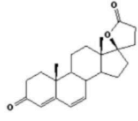
资料来源：共同药业公告，中银证券

市占率超六成，起始物料龙头地位稳固。公司起始物料产能及市占率位居前列，与赛托生物位列第一梯队。共同药业自成立以来始终聚焦甾体药物起始物料及中间体环节，是国内少数实现 BA 等核心起始物料规模化稳定供应的企业之一，并且与华海药业等国内外甾体药物厂商建立深度合作关系。从全球范围看，甾体药物起始物料的供应高度集中于少数中国企业，公司与赛托生物等共同构成全球甾体起始物料的主要供给方，长期占据全球甾体产业链上游的关键卡位，2024 年共同药业与赛托生物占据超过 80% 的市场份额。全球甾体药物市场稳健增长，随着新建产能逐步释放，公司在全球甾体产业链上游的市占率优势预计将进一步巩固和扩大，龙头地位稳固。

中间体业务：品类丰富，原料业务协同构筑较强竞争力。中间体是甾体药物产业链中承上启下的关键环节，相比起始物料具备更高的工艺复杂度和附加值。公司依托酶工程与绿色合成技术优势，将起始物料向下游延伸生产为性激素、孕激素、皮质激素等多系列甾体药物中间体，产品种类达 100 余种，是国内甾体药物中间体的重要研发和生产基地，2025 年中间体营业收入 4.48 亿元。通过内部供应起始物料，公司能够在原料成本、交付周期和质量一致性方面形成协同优势，可精准响应下游药企的多元化需求，有效增强中间体业务的竞争力。在客户方面，公司已与国内甾体药物龙头企业津药药业、仙琚制药，以及国际知名制药企业 CHEMO、SUNPHARM 等建立了良好的合作关系。随着中间体产品矩阵不断丰富，公司业务结构有望从基础原料供应逐步向多品类、高附加值中间体供应持续升级。

公司通过合资设立同新药业向皮质激素中间体领域横向延伸。2021 年 4 月，公司与新华制药共同出资设立山东同新药业，注册资本 1.2 亿元，公司持股 40%。同新药业投资建设年产 300 吨醋酸阿奈可他和 200 吨 17 α -羟基黄体酮（羟孕酮）项目，旨在完善公司在甾体皮质激素板块核心中间体的产业链布局。醋酸阿奈可他为常用的糖皮质激素类药物中间体，可用于合成具有抗炎、抗免疫作用的可的松系列等药物，市场需求较大。17 α -羟基黄体酮是生产皮质激素的重要中间体。该项目已正式投产运营，同新药业 2024 年度实现营业收入 2105 万元，净利润 69.69 万元。随着同新药业产能持续释放，公司将在皮质激素中间体领域形成新的业务增量。

图表 26. 共同药业中间体端具体产品及功能

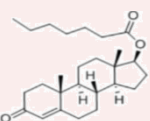
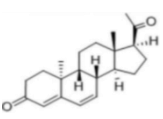
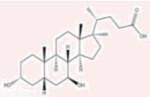
产品分类简称	主要产品名称	产品结构式	功能
性激素类中间体	康力龙等		性激素类中间体包括康力龙、睾酮等，主要用于继续合成甲基睾酮等下游高附加值性激素，具有促进性器官成熟、副性征发育及维持性功能等作用
孕激素类中间体	黄体酮等		孕激素类中间体包括黄体酮等，主要用于继续合成孕激素，用于孕激素缺乏引起的相关疾病治疗，或与雌激素联合使用作为计生用药
皮质激素类中间体	泼尼松龙中间体等		皮质激素类中间体主要包括泼尼松龙中间体等，主要用于继续合成下游各类皮质激素
其他类	螺内酯中间体等		其他类下游产品包含胆酸类用药熊去氧胆酸，心血管用药依普利酮，抗癌药物阿比特龙，肌松药物维库溴铵、罗库溴铵，利尿剂螺内酯等不同类别用药，甾体其他类药物的适应症范围逐步扩大

资料来源：共同药业公告，中银证券

原料药与 CDMO 业务：高附加值延伸，打开成长天花板。原料药是公司当前战略重心所在，也是全产业链布局的最终落脚点。公司依托与华海药业合资的子公司甬领药业（原华海共同），布局 13 个高端原料药产品，整体规划分为两期建设。目前两个生产车间已陆续进入试生产与工艺验证阶段，另一车间也即将启动试生产，后续将推进注册资料准备与申报工作。

此外，公司深度布局 CDMO 业务，建设有符合国际标准的 CDMO 专用车间，面积超 10000 平方米，配备 100L 至 5000L 各类材质反应釜及 4 个独立洁净车间，拥有超 100 人的研发团队，能够实现生物发酵、酶催化、化学合成等多种途径的项目研发。据公司披露，该车间产品的综合毛利率可达 50% 以上，可为国际药企提供甾体药物定制生产。随着业务从中间体到延伸到原料药供应，公司从产业链中游向下游价值链顶端跃升，进一步打开成长天花板。

图表 27. 共同药业原料药端具体产品及功能

产品分类简称	主要产品名称	产品结构式	功能
性激素系列	庚酸睾酮等		临床上适用于治疗男性性腺机能不全、性器官发育不良、不育症、无睾症和隐睾症等；也可用于女性功能性子宫出血、更年期综合征、乳腺癌和性器官癌；肝硬化、再生障碍性贫血、骨质疏松症等；消耗性疾病
孕激素系列	地屈孕酮等		可用于治疗内源性孕酮不足引起的疾病，如痛经、子宫内膜异位症、继发性闭经、月经周期不规则、功能失调性子宫出血、经前期综合征、孕激素缺乏所致先兆性流产或习惯性流产、黄体不足所致不孕症
非激素系列	熊去氧胆酸等		可用于增加胆汁酸分泌，并使胆汁成分改变，降低胆汁中胆固醇及胆固脂，有利于胆结石中的胆固醇逐渐溶解

资料来源：共同药业公告，中银证券

制剂：远期战略布局，打造全产业链闭环。制剂是公司全产业链战略的远期目标，也是向综合型甾体药企转型的最终环节。根据公司规划，未来在生殖健康领域，公司拟实现从原料药全产品覆盖，到参与制剂或复合制剂生产，最终直接面向消费者的全产业链布局。公司战略定位明确将自身打造为“高端中间体、原料药及制剂全产业链业态模式”，目前制剂端布局仍处于早期规划阶段，纳入公司长期战略蓝图，为公司远期成长打开空间。

3.3 产能释放驱动成长，利用率爬坡带动盈利改善

产能集中释放，利用率爬坡有望带动盈利改善。公司正进入产能集中投放期，固定资产规模快速扩张，短期折旧与运营成本增加对利润形成压制，但随产能利用率逐步爬坡，经营情况有望持续改善。截至 2026 年 Q1，公司固定资产合计达 15.44 亿元。从产能布局看，起始物料端现有产能 3000 吨，构成公司收入与利润的基本盘；中间体端，“黄体酮及中间体 BA 生产建设项目”已正式投产，具备年产 800 吨 BA 及 200 吨黄体酮的生产能力，其中 BA 产能可满足全国约 60% 的黄体酮生产需求，为下游原料药延伸奠定了产能基础。原料药端，甾体药业（原华海共同）原料药项目整体规划分两期建设，目前已有两个生产车间进入试生产与工艺验证阶段，另一车间即将启动试生产。短期来看，产能集中投放带来的折旧及运营成本增加对利润端形成一定压制；中长期看，随着各环节产能利用率持续提升、高附加值产品占比逐步增加，公司盈利能力有望迎来逐步修复。

图表 28. 共同药业在建项目

项目名称	产能规划	工程进度
共同生物黄体酮及中间体 BA 生产建设募投项目	年产 800 吨 BA、200 吨黄体酮	100%
共同生物甾体类产业链升级建设项目	-	75%
共同生物生物酶生产及转化建设项目	-	80%
共同生物溶剂精制项目	-	70%
华海共同年产 370 吨甾体系列原料药生产建设项目及产业链延伸项目	年产 200 吨黄体酮、100 吨睾酮、50 吨雌酚酮、10 吨雌二醇、10 吨雌三醇	58.8%
共同药业高端甾体系列原料药及中间体生产建设项目	-	-

资料来源：共同药业公告，中银证券

图表 29. 共同药业主要子公司业务及产能情况

公司简称	生产地	主营业务	现有产能	在建产能
共同生物	湖北丹江口	甾体激素类原料药及中间体生物发酵及绿色合成研发、生产、销售	一期： 雄烯二酮 800 t/a、螺内酯 60 t/a、黄体酮 200 t/a、诺龙 20 t/a、泼尼松龙 70 t/a 二期： 雄烯二酮 1000 t/a、螺内酯 200 t/a、去氢表雄酮 200 t/a、11 羟 - AD 400 t/a、CP1 800 t/a、BA 800 t/a	预计建成： 1,2 位脱氢产品 200 t/a、9 羟 - AD300 t/a、丙酸氯倍他索 2 t/a、美替诺龙庚酸酯 0.5 t/a、罗库溴铵 2 t/a、15,16 脱氢雌二醇 - 3 - 苯醚 5 t/a
甾体药业（原华海共同）	湖北丹江口	高端甾体药物原料药的研发、生产与销售		预计建成： 黄体酮 200 t/a、睾酮 100 t/a、雌酚酮 50 t/a、雌二醇 10 t/a、雌三醇 10 t/a
同新药业	山东寿光	甾体原料药及中间体生产销售		预计建成： 醋酸阿奈可他 300 t/a、17 α -羟基黄体酮 200 t/a

资料来源：共同药业公告，甾体类产业链升级建设项目环境影响报告书，湖北省发改委，中银证券

四、国际化布局逐步成型，新品种有望为公司带来新的业绩增量

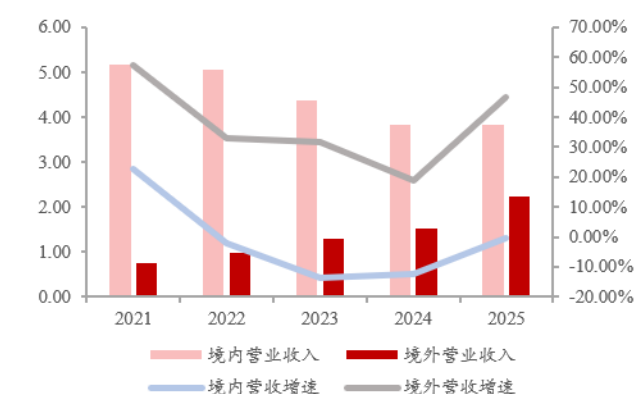
4.1 国际化拓展加速布局，海外收入占比持续提升

海外业务快速发展，营收占比持续提升。公司持续推进国际化战略，海外收入规模与占比稳步提升。2025 年公司实现境外主营业务收入 2.25 亿元，同比增长 46.59%，成为拉动整体营收增长的核心动力；同期境内收入 3.82 亿元，同比微降 0.46%，境内外增长出现分化。从收入结构看，境外收入占比从 2024 年的 28.54%持续提升至 2025 年的 37.04%，国际化战略成效持续显现。

2024 年 1 月，公司公告拟在美国特拉华州设立控股子公司 AURORA LLC，注册资本 100 万美元，旨在开拓美洲市场和服务海外客户。目前公司海外市场已覆盖欧洲、北美、南美、印度等区域，未来将加速国际化市场拓展，进一步提升海外市场占比。一方面依托在海外设立的子公司，加强公司在海外的品牌推广，拓展销售渠道；另一方面通过海外资源，寻求与当地企业的商业合作，通过技术、市场与供应链的协同，构建可持续的业务网络。

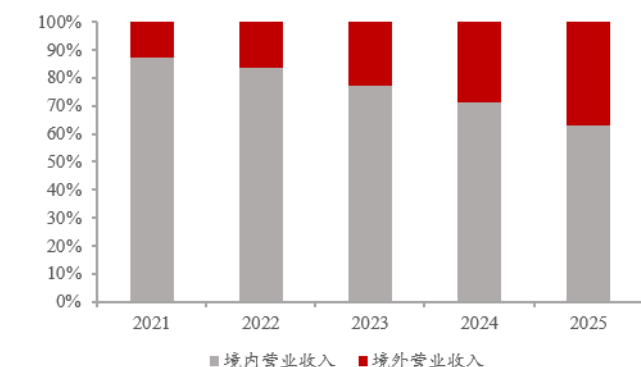
同时，子公司留诺药业作为原料药生产企业，正同步推进中美欧日等多地认证。拥有美国 FDA、欧洲 CEP 等权威认证是产品进入规范市场的“通行证”，成功的国际认证将提升公司合规能力，助力产品进入欧美主流市场，增强整体竞争力。

图表 30. 共同药业境内、外营业收入及增速（2021-2025）（亿元）



资料来源：iFind，中银证券

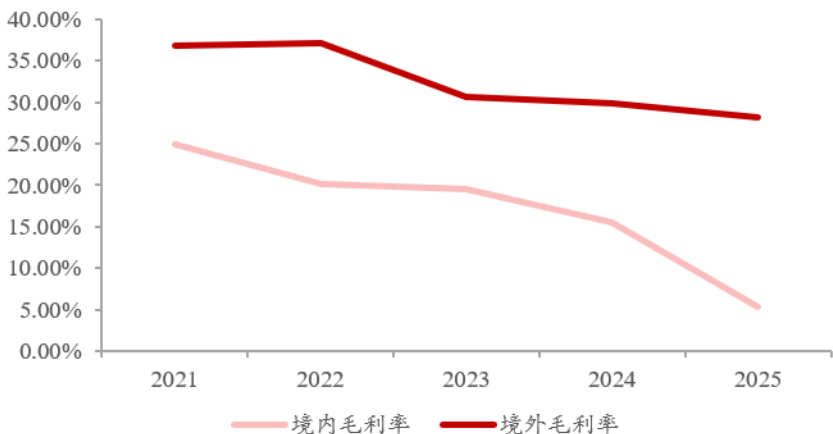
图表 31. 共同药业境内、外营业收入占比情况（2021-2025）



资料来源：iFind，中银证券

海外毛利率显著高于国内，盈利贡献持续提升。毛利率方面，境外业务以定制化产品为主，毛利率显著高于境内。2025 年境外毛利率为 28.23%，境内毛利率仅为 5.27%。随着海外收入占比的持续提升，境外业务逐步成长为公司利润的核心来源，有望带动公司盈利能力进一步改善。

图表 32. 共同药业境内、外毛利率情况（2021-2025）



资料来源：iFind，中银证券

4.2 甾体非激素类新产品：差异化布局打开增量空间

公司依托甾体产业链源头优势，向非激素类甾体产品延伸布局，在深耕甾体药物领域的同时，差异化发展甾体非激素类产品如维生素 D3、熊去氧胆酸等。目前，植物源维生素 D3 已进入产业化阶段，熊去氧胆酸形成独特工艺路线，有望成为公司新的增长极。

植物源维生素 D3：完成中试，产业化布局加速。

维生素 D3 市场稳健增长，生物发酵路线优势显著。维生素 D3 是人体必需的脂溶性维生素，核心功能是促进钙和磷的吸收，维持骨骼健康与免疫系统正常运作。临床及营养学层面，其主要用于预防和治疗骨质疏松、佝偻病等骨骼疾病，全球市场需求稳健增长。据 GII 行业研究数据，预计 2025 年全球维生素 D3 市场规模约 24.9 亿美元，预计 2033 年将增至 48.8 亿美元，2026-2033 年复合年增长率约 8.8%。传统 VD3 生产工艺以羊毛脂胆固醇为原料，来源为动物源，存在携带病毒风险（如疯牛病病毒）和兽药残留等潜在隐患。以植物甾醇为原料的生物发酵路线生产植物源 VD3，则具有纯天然来源、工艺绿色清洁、无动物源安全风险等优势，可满足素食认证、清真认证等严苛标准，深受欧美高端市场青睐。国内已有企业（如江西淳迪）实现植物源 VD3 商业化生产，产品出口占比达 80%。

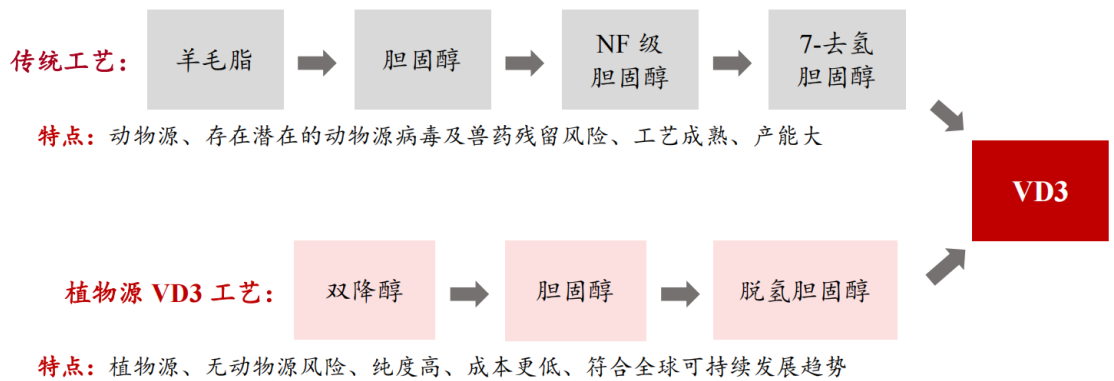
图表 33. 国内维生素 D3 竞争格局

公司名称	行业定位	VD3 产能情况	市场份额
花园生物	全球唯一的维生素 D3 全产业链生产企业，实现从羊毛脂到 NF 级胆固醇再到 VD3 全产业链布局，行业龙头	VD3 3600t/a、25-羟基 VD3 结晶 15.6 t/a	2025 年市占率约 30-40%； 2023 年产能占比约 38%
动物源	新和成	全球 VA/VE 双龙头（市占率 30%/25%），国内维生素行业综合实力第一	VD3 2000 t/a 2023 年产能占比约 18%
	金达威	全球辅酶 Q10 原料龙头；深耕营养原料行业，国内 NMN 赛道商业化领先企业	VD3 1600 t/a 2023 年产能占比约 15%
植物源	浙江医药	国内 VE/VA 头部企业；医药与维生素协同的综合型药企	VD3 800 t/a -
	淳迪生物	全球唯一实现植物源维生素 D3 商业化生产企业	VD3 结晶 5 t/a、25-羟基 VD3 结晶 5 t/a -
	共同药业	已布局植物源 VD3，完成工艺研发及中试阶段，尚未实现商业化生产	

资料来源：花园生物公告，中商产业研究院，观研报告网，井冈山经济技术开发区，中银证券

公司依托植物甾醇生物发酵核心技术储备，差异化布局植物源 VD3，目前已完成工艺研发及中试阶段，正推进产业化生产布局。该产品以植物甾醇为原料，与公司现有起始物料（4-AD、BA 等）技术同源，可充分复用现有的生物发酵产线、菌种库和工程化经验。未来 VD3 的量产，公司业务将从传统激素类产品向非激素类、消费属性产品延伸，有望打造新的增长极。

图表 34. 维生素 D3 合成工艺对比

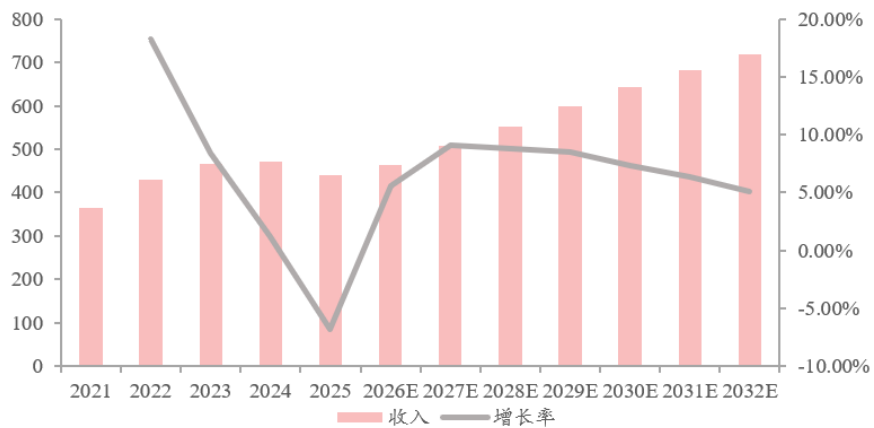


资料来源：共同药业公告，花园生物公告，万方数据，中银证券

熊去氧胆酸：原料来源替代动物源，肝胆领域刚需药物。

熊去氧胆酸是一种外源性胆酸药物，主要通过补充机体缺乏的胆酸，调节胆固醇代谢和胆汁酸浓度，改善胆汁分泌功能。临床层面，主要用于治疗胆囊胆固醇结石、胆汁淤积性肝病（如原发性胆汁性肝硬化）、胆汁反流性胃炎等疾病。2025 年 4 月，国内首个获批治疗罕见病囊性纤维化相关肝病（CFALD）的熊去氧胆酸口服混悬液获批上市，适应症进一步拓展。市场规模方面，根据 QYResearch 数据，2021 年至 2025 年全球熊去氧胆酸原料药市场规模已由 3.64 亿美元增长至 4.40 亿美元，复合增长率达 4.85%，且仍保持稳健增长的趋势，预计到 2032 年，市场规模可达 7.18 亿美元。

图表 35. 全球熊去氧胆酸原料药市场收入及增长率（2021-2032E）（百万美元）



资料来源：百灵生物招股书（申报稿），QYResearch，中银证券

图表 36. 国内熊去氧胆酸原料药竞争格局

公司名称	行业定位	产能情况	市场份额
百灵生物	国内最大的熊去氧胆酸原料药生产商，国内唯一同时掌握化学法与酶法两种工艺的企业	现有熊去氧胆酸 382.94 t/a，拟新增熊去氧胆酸 321 t/a	约 20%
动物源 苏州天绿	规模较大的胆酸系列产品生产企业	各类胆酸合计 230 t/a	-
云港生物	国内胆汁酸综合利用头部企业	拟建设熊去氧胆酸 480 t/a 生产线	熊去氧胆酸中间体占据国内市场三分之一以上
植物源 共同药业	已布局植物源熊去氧胆酸，尚未实现商业化生产		

资料来源：观研报告网，苏州天绿官网，云港生物官网，百灵生物招股书（申报稿），中银证券

公司采用双降醇合成熊去氧胆酸，差异化优势显著。熊去氧胆酸生产工艺目前主要有三种，分别为熊胆汁提取法、化学法和酶法。熊胆汁提取法是从活熊身上得到熊胆汁，经提取、分离纯化得到熊去氧胆酸；化学法是以猪、鸭、鹅等动物胆汁中的胆酸（CA）、鹅去氧胆酸（CDCA）、猪去氧胆酸（HDCA）等为原料，经化学法合成得到。酶法是以胆酸或鹅去氧胆酸为原料，经酶催化反应合成得到。经研发试验，公司可利用 BA 向下游可生产熊去氧胆酸，BA 由植物甾醇发酵而来，该路线属于植物合成路线，能够有效避开传统合成工艺迫害动物的不利舆论，也是未来合成熊去氧胆酸的发展方向。BA 是公司的核心起始物料之一，年产能充足，可实现原料自供。该路线与传统工艺相比具备原料自供优势和成本竞争力，是公司从激素类产品向非激素类甾体药物延伸的重要差异化布局。

图表 37. 熊去氧胆酸合成工艺对比

工艺类型	特点
熊胆汁提取法	在活熊取胆常采用活体引流技术，目前已经发展为无管引流，来源非常有限且周期较长，且违反动物保护。
化学法	主要分为以动物胆酸类物质为底物和以非胆酸类甾体物质为底物两大类，过程复杂，污染大，并且涉及高温高压等危险步骤。
酶法（生物转化法）	一般以鹅去氧胆酸或石胆酸为原料，利用微生物全细胞或酶在底物的特定位点特异性催化，完成氧化和还原两步反应生成熊去氧胆酸，绿色安全
植物源生物合成法	利用由植物甾醇发酵而来的双降醇为原料，原料可持续且无动物伦理问题

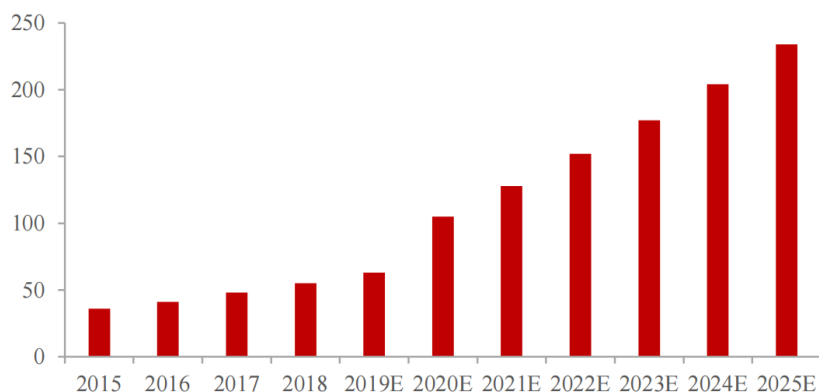
资料来源：Ultra Synbio，中银证券

4.3 拓展生殖健康领域：从原料供应到全产业链布局

以性激素与孕激素中间体为切入点，向下游生殖健康制剂环节延伸。公司的双降醇产品是孕激素类药物的重要原料，而孕激素在胚胎着床、妊娠维持中发挥着不可替代的作用。随着辅助生殖周期数的逐年增长，孕激素类药物需求持续攀升。公司已实现性激素与孕激素中间体的产业化，其原料供应能力直接影响下游药物的产能稳定性，在源头供给端具备较强议价权。

公司产品战略将辅助生殖作为新兴领域重点布局方向之一。公司表示将持续深耕市场，巩固与全球头部药企的战略合作，拓展抗癌、辅助生殖等新兴领域中间体布局。我国辅助生殖药物市场空间十分广阔，预计 2025 年其规模将达到 234 亿元。长远规划方面，董事长系祖斌提出，未来在生殖健康领域，推动从原料药全产品覆盖到参与制剂或复合制剂的生产，实现全产业链布局。

图表 38. 中国辅助生殖药物市场规模（2015-2025E）（亿元）



资料来源：观研报告网，中银证券

五、盈利预测

我们分业务对公司 2026-2028 年业绩情况进行预测：

自产产品：公司的主要产品为甾体药物生产所需的起始物料和中间体。在甾体药物起始物料领域，公司是国内最大的供应商之一；在甾体药物中间体领域，公司掌握了多种产品的生产技术，实现了起始物料至性激素类中间体的完整产品路线覆盖，并能够生产多种皮质激素类中间体和孕激素类中间体，产品线丰富，能够满足客户的多元化需求。随着公司新项目产能释放和订单逐步交付，同时开拓原料药产品市场，扩大市场份额并提升营收，公司产品收入有望保持稳健增长。预计 2026-2028 年公司自产产品收入增速分别为 72.00%/23.00%/21.00%；基于公司现有起始物料产品优势，进一步布局发展下游高附加值的中间体和原料药产品，有助于公司整体毛利率提升。我们预计随着中间体和原料药产品产能逐步落地，产品爬坡有望带动毛利率提升，公司自产产品毛利率预计呈稳定增长态势，2026-2028 年分别为 23.16%/24.26%/25.36%。

非自产产品：公司在销售自产产品的同时，亦存在少量起始物料和中间体非自产产品的销售业务。由于甾体药物行业产业链较长，产品种类较多，行业内的生产厂商无法凭借自身的生产及技术能力对所有产品实现规模化量产，公司为满足客户产品的多元化需求进而开展非自产产品销售。非自产产品主要包括 9-羟基-雄烯二酮、17 α -羟基黄体酮和雌酚酮中间体等，均系甾体药物产业链中的起始物料或中间体产品，随着公司自产产品产能持续提升，非自产产品业务呈下降态势，预计 2026-2028 年公司非自产产品收入增速分别为 20.00%/20.00%/20.00%；因为公司非自产产品在收到客户订单后进行相应采购，我们预计非自产产品毛利率保持稳定，2026-2028 年分别为 6.43%/6.55%/6.67%。

图表 39. 共同药业盈利预测（单位：百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
自产产品					
收入	427.81	548.18	942.87	1159.73	1403.27
YoY(%)	8.34	28.14	72.00	23.00	21.00
毛利率(%)	22.92	14.56	23.16	24.26	25.36
非自产产品					
收入	108.79	58.00	69.60	83.52	100.22
YoY(%)	(36.57)	(46.69)	20.00	20.00	20.00
毛利率(%)	6.90	6.31	6.43	6.55	6.67
合计					
收入	536.60	606.18	1,012.47	1,243.25	1,503.49
YoY(%)	(5.26)	12.97	67.02	22.79	20.93
毛利率(%)	19.67	13.77	22.01	23.07	24.12

资料来源：公司财报，中银证券

可比公司层面，我们选取甾体产业主要企业仙琚药业和原料药企业新合成、川宁生物进行对比，其中，仙琚制药公开披露的皮质激素类药物包括原料药和制剂，性激素类药物（妇科及计生用药）主要为制剂，皮质激素类药物和性激素类药物与共同药业产品处于同一细分产品领域。新和成的原料药产品主要涵盖维生素系列、抗生素系列、医药中间体系列，川宁生物专注于抗生素中间体领域，两者业务均属于原料药和中间体领域，具有可比性。我们预计 2026-2028 年共同药业营业收入分别为 10.12/12.43/15.03 亿元，P/S 分别为 3.30/2.69/2.22 倍。随着公司新项目产能爬坡，下游延伸原料药业务逐步放量，叠加甾体原料药相关产品价格触底企稳，预计公司业务有望恢复快速增长。考虑到公司作为甾体药物上游龙头企业，有望享受部分估值溢价，首次覆盖，给予 **买入** 评级。

图表 40. 可比公司估值对比表

股票代码	公司简称	市值 (亿元)	营业收入 (亿元)					P/S		
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
002001.SZ	新和成	864.55	222.51	266.68	285.77	308.08	3.43	3.24	3.03	2.81
301301.SZ	川宁生物	188.41	46.16	49.28	53.57	58.18	4.30	3.82	3.52	3.24
002332.SZ	仙琚制药	82.40	37.59	40.05	43.57	49.73	2.24	2.06	1.89	1.66
	平均	378.45	102.09	118.67	127.64	138.66	3.33	3.04	2.81	2.57
300966.SZ	共同药业	33.43	6.06	10.12	12.43	15.03	5.52	3.30	2.69	2.22

资料来源: iFind, 中银证券

注: 新和成、川宁生物、仙琚制药预测值来自 iFind 一致预期, 共同药业预测值来自中银证券, 日期截至 2026 年 7 月 13 日。

六、风险提示

产能投放不及预期风险：公司正处于产能集中投放期，固定资产规模快速扩张，在建工程陆续转固后折旧及运营成本显著增加。若新增产能未能及时消化或产能利用率提升不及预期，将可能压制公司利润表现。

产品价格波动风险：公司所处甾体药物行业正处于快速变化与深刻转型阶段，行业竞争处于自由竞争状态。甾体原料药及中间体产品价格受供需格局、行业竞争及下游客户议价能力等多重因素影响，若价格端继续承压，盈利能力修复节奏可能不及预期。

原料药业务拓展不及预期风险：公司正从起始物料及中间体向高端原料药延伸，华海共同原料药项目尚处于试生产与工艺验证阶段，商业化放量存在不确定性。

行业政策与环保合规风险：甾体药物行业受国家药品监管、环保政策及医保控费等多重政策影响。环保标准持续趋严推高企业合规成本，若公司不能持续满足日趋严格的环保要求，可能面临限产、停产或额外治理投入的风险。此外，国际贸易政策的不确定性（如关税波动）也可能对公司海外业务拓展构成扰动。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	537	606	1,012	1,243	1,503
营业收入	537	606	1,012	1,243	1,503
营业成本	431	523	790	956	1,141
营业税金及附加	1	1	2	3	3
销售费用	7	9	14	19	23
管理费用	61	57	86	99	113
研发费用	51	70	96	109	125
财务费用	23	49	0	0	0
其他收益	13	20	20	20	20
资产减值损失	(13)	(11)	0	0	0
信用减值损失	(4)	(6)	(9)	(9)	(14)
资产处置收益	0	(1)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	(42)	(101)	34	65	103
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	4	5	5	5	5
利润总额	(46)	(105)	30	61	99
所得税	(14)	(23)	7	14	22
净利润	(32)	(82)	23	48	77
少数股东损益	(4)	(8)	2	5	8
归母净利润	(28)	(73)	21	43	69
EBITDA	14	49	177	248	339
EPS(最新股本摊薄, 元)	(0.24)	(0.64)	0.18	0.37	0.60

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	770	770	843	1,130	1,289
货币资金	141	86	84	209	203
应收账款	189	159	178	271	272
应收票据	16	19	26	29	38
存货	385	474	491	571	696
预付账款	11	7	20	13	26
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	29	26	43	37	54
非流动资产	2,020	2,080	2,261	2,422	2,614
长期投资	48	48	48	48	48
固定资产	1,154	1,549	1,765	1,914	2,015
无形资产	50	54	98	137	171
其他长期资产	767	429	350	323	381
资产合计	2,790	2,851	3,104	3,552	3,904
流动负债	808	822	999	1,078	1,319
短期借款	294	230	230	230	230
应付账款	423	424	585	664	857
其他流动负债	91	168	184	184	232
非流动负债	968	1,119	1,099	1,109	1,104
长期借款	485	621	621	621	621
其他长期负债	483	498	478	488	483
负债合计	1,775	1,941	2,098	2,187	2,423
股本	115	115	115	115	115
少数股东权益	92	83	85	90	98
归属母公司股东权益	923	826	921	1,275	1,383
负债和股东权益合计	2,790	2,851	3,104	3,552	3,904

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	(32)	(82)	23	48	77
折旧摊销	47	119	161	201	254
营运资金变动	(6)	(47)	137	(100)	84
其他	(30)	51	20	(7)	6
经营活动现金流	(21)	41	341	141	421
资本支出	(312)	(166)	(355)	(355)	(450)
投资变动	1	1	0	0	0
其他	17	0	(2)	(2)	(2)
投资活动现金流	(294)	(166)	(357)	(357)	(452)
银行借款	319	72	0	0	0
股权融资	(4)	(28)	75	310	39
其他	4	47	(60)	30	(15)
筹资活动现金流	319	90	14	341	24
净现金流	4	(35)	(1)	125	(7)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率(%)	(5.3)	13.0	67.0	22.8	20.9
营业利润增长率(%)	(317.2)	138.0	133.5	93.6	57.9
归属于母公司净利润增长率(%)	(219.9)	165.9	128.2	107.0	61.9
息税前利润增长率(%)	(244.4)	117.0	122.6	200.3	79.8
息税折旧前利润增长率(%)	(73.0)	240.2	261.8	40.0	36.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(219.9)	165.9	128.2	107.0	61.9
获利能力					
息税前利润率(%)	(6.0)	(11.5)	1.6	3.8	5.7
营业利润率(%)	(7.9)	(16.7)	3.3	5.3	6.9
毛利率(%)	19.7	13.8	22.0	23.1	24.1
归母净利润率(%)	(5.1)	(12.1)	2.0	3.4	4.6
ROE(%)	(3.0)	(8.9)	2.2	3.4	5.0
ROIC(%)	(1.0)	(2.5)	0.5	1.4	2.4
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6
净负债权益比	1.0	1.3	1.1	0.8	0.7
流动比率	1.0	0.9	0.8	1.0	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	2.7	3.5	6.0	5.5	5.5
应付账款周转率	1.5	1.4	2.0	2.0	2.0
费用率					
销售费用率(%)	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5
管理费用率(%)	11.4	9.4	8.5	8.0	7.5
研发费用率(%)	9.5	11.5	9.5	8.8	8.3
财务费用率(%)	4.2	8.1	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.2)	(0.6)	0.2	0.4	0.6
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.2)	0.4	3.0	1.2	3.7
每股净资产(最新摊薄)	8.0	7.2	8.0	11.1	12.0
每股股息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值比率					
P/E(最新摊薄)	(121.2)	(45.6)	161.7	78.1	48.3
P/B(最新摊薄)	3.6	4.0	3.6	2.6	2.4
EV/EBITDA	198.0	71.1	25.4	17.8	12.9
价格/现金流(倍)	(162.4)	81.5	9.8	23.7	7.9

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买 入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中 性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减 持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中 性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371