

华熙生物(688363)

点评报告

公司研究—医美及化妆品—

证券研究报告

# “黑零”发布，扬帆起航

## ——华熙生物跟踪点评

### 报告导读

推出“黑零”卡位透明质酸食品赛道，“华熙生物研究院”平台上线着眼产业链上下游赋能，体现龙头眼界及格局。

### 投资要点

- 事件: 1/22 华熙生物举行了旗下华熙生物研究院的上线仪式以及透明质酸食品品牌“黑零”的发布会, 作为透明质酸原料的全球龙头及终端应用领域的领军企业展现了其与上下游企业共生共创共赢的决心, 年初华熙申报的透明质酸获批纳入普通食品原料也进一步开拓了透明质酸在消费端的应用领域, 其前后公关接近 16 年, 侧面体现了公司的发展决心及行业中的绝对龙头地位。
- **原料端全球龙头地位稳固, 市占率超过 4 成。** 根据艾瑞咨询数据, 2024 年透明质酸原料在全球的销量有望达到 1150 吨, 2020-2024 年 CAGR 有望达到 26.4%, 其中食品及日化产品级别原料持续占到销量 9 成以上, 华熙生物作为全球透明质酸端第一大龙头原料端研发起步早、技术过硬、产品种类齐全、生产规模化下成本优势明显, 2019 年全球市占率达到 39%, 若考虑 20 年并购佛斯特带来新增产能, 市占率超过 4 成。
- **16 年不懈努力, 2021 年透明质酸打开本土普通食品市场。** 华熙从 2004 年开始申请将透明质酸作为保健品及普通食品原料, 2008 年获批成为保健食品原料, 2021/1/7 其 HAPLEX Plus 透明质酸钠产品正式获批适用范围扩大至普通食品。透明质酸长期口服可以起到增加皮肤水分、抗氧化、抗衰、保护骨关节健康、运动营养、呵护眼健康及胃肠道健康等作用, 尤以美容相关功效受到消费者欢迎, 参考日本消费情况, 长期来看我国透明质酸终端食品市场消费规模也有望达到百亿级别, 而华熙一方面通过 HAPLEX 产品率先成为本土普通食品原料供应商, 1/22 更发布玻尿酸食品品牌“黑零”卡位终端消费市场, 体现在食品领域打造现象级品牌的野心。
- **除食品外, 功能性护肤品成绩斐然, 医美线新推娃娃针, 透明质酸下游应用领域多点开花**
  - 1) **功能性护肤品子品牌销售全面爆发:** 凭借过硬的产品力以及有效的宣传推广, 2020 年前三季度华熙旗下功能性护肤品业务收入体量翻倍增长, 已经成为公司最大收入来源, 除润百颜品牌外, 夸迪、米蓓尔、BioMESO 肌活等子品牌也凭借各自细分领域的口碑积累获得突破性高增长, 以主打 5D 玻尿酸抗初老的夸迪为例, 2020 年与头部主播李佳琦的良好互动带动品牌知名度迅速提升, 成为现象级护肤品, 2020 年双十一全平台销售额超过 1.9 亿元, 同比增长 600%, 双十一成交量已经与润百颜品牌 (2 亿+) 接近, 体现多品牌策略的成功。
  - 2) **医美终端产品新推润致娃娃针:** 公司 2020 年上半年医美终端业务受到疫情影响略有下滑, 但 Q3 开始回暖趋势已现, 8 月更推出新产品润致娃娃针, 利用 HEC 高效微交联技术及利多卡因缓释技术, 较普通水光针产品持久度高、疼痛度低, 随着该产品 9 月开始正式上市推广, 未来销售放量值得期待。
- **盈利预测及估值:** 公司原料业务增长、医疗终端产品业务 20 年疫情下经历回调 21 年有望恢复增长, 功能性护肤品业务旗下润百颜/夸迪/米蓓尔受益产品过硬及有效宣传投入下品牌认知度提升有望保持高速增长, 作为食品原料获批也为原料及终端产品业务打开新空间, 我们预期公司 20/21/22 年收入同比增长 31.2%/34.1%/32.0%至 24.7/33.2/43.8 亿元, 归母净利同增 9%/34%/35%至 6.4/8.6/11.6 亿元, 对应 PE 144/107/80X, 公司在透明质酸领域保持全球龙头地位, 研发创新引领市场, 储备产品丰富, 坚定看好长期发展潜力, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 新产品研发、注册进度不及预期; 核心人员流失或技术泄露; B 端或 C

### 评级

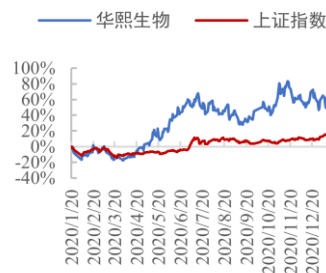
### 买入

上次评级	买入
当前价格	¥ 192.00

### 单季度业绩

### 元/股

3Q/2020	0.35
2Q/2020	0.33
1Q/2020	0.23
4Q/2019	0.37



### 公司简介

透明质酸原料领域全球龙头, 主要业务板块包含透明质酸原料研发生产、医疗终端产品开发生产 (医美、骨科、眼科) 及润百颜品牌为代表的功能性护肤品业务

### 相关报告

- 1、《华熙生物: 透明质酸全球龙头, 廿载厚积薄发尽享行业红利》2020-08-06
- 2、《华熙生物: 上市后首推股权激励计划, 与核心员工分享成长红利》2021-01-18

### 覆盖分析师

马莉  
执业证书编号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

詹陆雨  
执业证书编号: S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

端竞争加剧；疫情或其他影响消费环境的黑天鹅事件发生

**财务摘要**

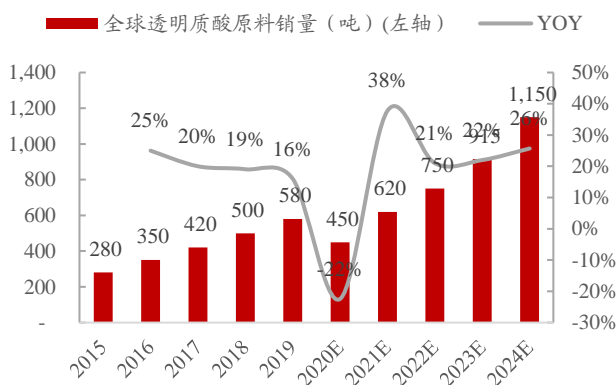
(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	<b>1885.6</b>	<b>2473.8</b>	<b>3317.0</b>	<b>4378.6</b>
(+/-)	49.3%	31.2%	34.1%	32.0%
净利润	<b>585.6</b>	<b>638.7</b>	<b>857.8</b>	<b>1156.2</b>
(+/-)	38.2%	9.1%	34.3%	34.8%
每股收益(元)	1.22	1.33	1.79	2.41
P/E	<b>157.4</b>	<b>144.3</b>	<b>107.4</b>	<b>79.7</b>

1/22 华熙生物举行了旗下华熙生物研究院的上线仪式以及透明质酸食品品牌“黑零”的发布会，作为透明质酸原料的全球龙头及终端应用领域的领军企业展现了其与上下游企业共生共创共赢的决心，年初华熙申报的透明质酸成功获批纳入普通食品原料也进一步开拓了透明质酸在消费端的应用领域，其前后公关接近 16 年，侧面体现了公司的发展决心及行业中的绝对龙头地位。

## 1. 原料端全球龙头地位稳固，市占率超过 4 成

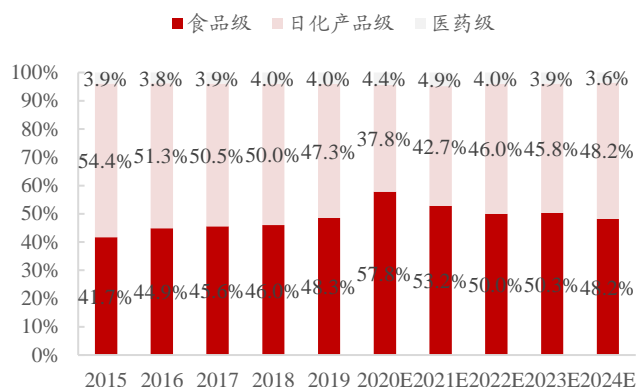
**全球透明质酸原料市场方兴未艾，20-24 年销量 CAGR 达到 26.4%。**透明质酸作为人体抗衰重要成分在医疗、化妆品、食品领域应用广泛，19-23 年复合增速有望达到 18%。透明质酸由于其良好的保水性、润滑性、黏弹性、生物降解性及生物相容性，在医药（骨科、眼科、普外科、泌尿外科、胃肠科、耳鼻喉科、口腔科、整形外科、皮肤科）、化妆品及食品中应用广泛。根据艾瑞咨询数据，2024 年透明质酸原料在全球的销量有望达到 1150 吨，2020-2024 年 CAGR 有望达到 26.4%，其中食品及日化产品级别原料持续占到销量 9 成以上，从 2020-2024 年销量 CAGR 看，食品/日化产品/医药产品级别原料分别有望达到 20.8%/34.4%/20.2%。

图 1:全球透明质酸原料销量及增长率



数据来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

图 2:全球透明质酸销量结构



数据来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

**华熙生物作为全球透明质酸端第一大龙头原料端研发起步早、技术过硬、产品种类齐全、生产规模化下成本优势明显，目前市占率 4 成以上。**华熙生物作为国内最早致力于透明质酸研究及规模化生产的企业，成立至今经历了 20 年的研发积累，其在原料端的主要优势在于：

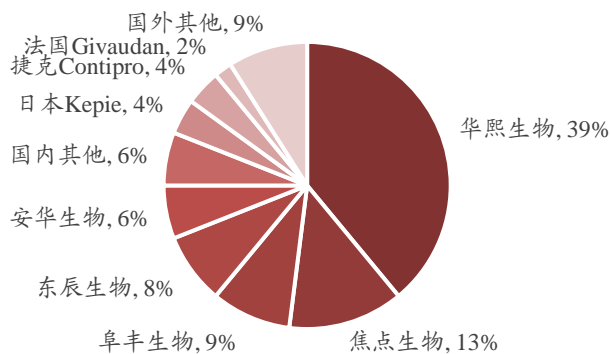
1) 国际领先的微生物发酵法生产透明质酸技术，产品产率高、杂质水平低、成本优势明显。截至 2019 年公司透明质酸发酵产率可以达到 12-14g/L，而行业平均产率仅达到 6-7g/L，有效促进了生产成本的降低；高产率同时，公司通过发酵、纯化、精制等工艺优化，产品质量超过欧洲药典标准和日本药典标准，核酸、内毒素等杂质水平分别为 0.01 (A260nm) 和 0.0025EU/mg，仅为欧洲国际药典标准规定值的 1/50 和 1/20，产品具有高安全性、高纯度、高稳定度。

2) 高中低多种分子量段的分段控制发酵和纯化精准控制技术，产业化生产技术覆盖 2kDa-4000kDa 分子量透明质酸。华熙通过诱变筛选获得可生产高分子量透明质酸的优质菌株，并采用分段控温发酵和温和纯化工艺实现了分子量高达 4000kDa 的透明质酸产业化生产，另使用酶切降解规模化生产低分子量透明质酸，相较普通化学降解方法产品结构更完整、纯度更高、降解效率更高、透皮吸收率更高。由此，华熙的产业化生产技术覆盖

了 2kDa-4000kDa 分子量的透明质酸原料产品，可供客户购买的产品规格超过 200 种，也为公司在医疗终端及功能性化妆品业务核心产品的不断迭代打下基础。

也由于华熙在透明质酸原料端研发起步早、技术过硬、产品种类齐全、生产规模化下成本优势明显，截至 2019 年公司在透明质酸领域市占率达到 39%（以销量计），2019 年华熙生物自有透明质酸原料产能/销量分别达到 320/253 吨，同时 2020 年 6 月公告收购东辰集团旗下生物医药板块佛斯特公司的 100% 股权，后者作为全球第四大透明质酸原料生产商拥有年产 100 万吨化妆品、食品级透明质酸原料产能，收购后进一步巩固华熙在全球透明质酸领域的龙头地位。

图 3：2019 年全球透明质酸市占率（以销量计）



数据来源：招股说明书，浙商证券研究所

## 2. 下游应用领域再下一城，化妆品、医药、食品市场多点开花

### 2.1. 16 年不懈努力，2021 年透明质酸打开本土普通食品市场

参考日本，国内透明质酸食品市场规模扩张空间充分。透明质酸作为食品添加剂由来已久，其口服后可以起到增加皮肤水分、抗氧化、抗衰、保护骨关节健康、运动营养、呵护眼健康及胃肠道健康等作用，尤以美容相关功效受到消费者欢迎。作为最早开发和流行透明质酸口服美容产品的国家，日本 2019 年口服透明质酸原料产品市场规模为 390 亿日元（合 24.4 亿人民币），占到日本口服美容产品原料市场规模的 18%，朝日、森永、明治、可口可乐、POLA、FANCL、DHC 等都开发了透明质酸相关食品，形式包括饮料、果冻、软糖、口服液等等，考虑口服美容市场的主力消费者为女性，日本 15-64 岁女性数量大约为 4000 万人，我国同年年龄层女性人数达到 4.8 亿人，随着终端产品的丰富以及消费者认知的提升，我们认为长期来看国内透明质酸食品原料也拥有百亿级别的消费市场。

图 4：2019 年日本口服美容市场规模



数据来源：HAPLEX 口服美容食品应用交流会，浙商证券研究所

图 5：日本透明质酸产品一览



数据来源：HAPLEX 口服美容食品应用交流会，浙商证券研究所

华熙在原料端（HAPLEX Plus）及品牌端（“黑零”）两手抓，占领国内透明质酸食

**品应用市场先机。**国内透明质酸食品应用来看，华熙从2004年开始申请将透明质酸作为保健品及普通食品原料，2008年获批成为保健食品原料，2021/1/7其HAPLEX Plus透明质酸钠产品正式获批适用范围扩大至普通食品即乳及乳制品、饮料类、酒类、可可制品、巧克力和巧克力制品（包括代可可脂巧克力及制品）以及糖果、冷冻食品，不包括婴儿食品，成为华熙在食品领域努力16年的重要里程碑。此前，公司透明质酸原料产品已经与包括海明健牌透明质酸胶囊、日本Plumoon水光丸、透明质酸口服液、养胃调理液等产品进行过合作，本次本土市场对普通食品添加准入的放开将有利于华熙HAPLEX产品进一步强化在原料市场的龙头地位。

图 6:华熙生物透明质酸保健食品原料业务合作品牌商



数据来源：公司官网，浙商证券研究所

紧抓原料市场的同时，华熙也在1/22推出首个玻尿酸品牌“黑零”，该品牌定位黑科技+零添加，产品覆盖各个生活、工作场景，目前已有产品布局包括透明质酸白芸豆纤维咀嚼片、透明质酸GABA舒眠抗衰软糖、透明质酸GABA叶黄素酯脑活力UP明目软糖、透明质酸西洋参饮、透明质酸胶原水光饮、透明质酸GABA胶原燕窝饮六款产品，主打健康瘦身、安眠舒压、护肝养胃、美白抗氧化等功效，体现了公司继润百颜、夸迪、米蓓尔等2C功能性护肤品品牌的成功打造食品领域现象级品牌的野心。

图 7:黑零品牌形象及首批产品



数据来源：发布会直播截图，华熙生物公众号，浙商证券研究所

## 2.2. 功能性护肤品成绩斐然，医美线新推娃娃针，透明质酸下游应用领域多点开花

除了食品领域的突破性进展，在公司已有的强势领域20年公司同样成绩斐然：

**1) 功能性护肤品子品牌销售全面爆发：**凭借过硬的产品力以及有效的宣传推广，2020年前三季度华熙旗下功能性护肤品业务收入体量翻倍增长，已经成为公司最大收入来源，

除了润百颜品牌外，夸迪、米蓓尔、BioMESO 肌活等子品牌也凭借各自细分领域的口碑积累获得突破性高增长，以主打 5D 玻尿酸抗初老的夸迪为例，2020 年与头部主播李佳琦的良好互动带动品牌知名度迅速提升，成为现象级护肤品，2020 年双十一全平台销售额超过 1.9 亿元，同比增长 600%，双十一成交量已经与润百颜品牌（2 亿+）接近，体现多品牌策略的成功。

**2) 医美终端产品新推润致娃娃针：**公司 2020 年上半年医美终端业务受到疫情影响略有下滑，但 Q3 开始回暖趋势已现，8 月更推出新产品润致娃娃针，利用 HEC 高效微交联技术（交联度为 0.6）延长降解时间，使产品持久度较非交联透明质酸水光更长，可促进胶原纤维的生成并通过网格化锁水及修复皮肤张力的作用，实现“补水+紧致+平纹”三效合一，同时利多卡因缓释技术也有效降低注射疼痛，随着该产品 9 月开始正式上市推广，未来销售放量值得期待。

### 3. 上线“华熙生物研究院”打造智慧科技共享平台

**构建智慧科技共享平台及授权体系，赋能产业链上下游。**在 1/22 发布会中，董事长赵燕女士宣布华熙生物研究院平台上线，该平台开放资源包含：1) 研发平台，吸引更多研发机构及科研院所探索科学本质；2) 开放企业的 30 条中试生产线，吸引合作伙伴将基础研究成果实现产业落地；3) 开放应用平台：吸引更多其他行业合作伙伴实现跨界发展，开发生物活性在新领域与和日常生活应用。

同时，华熙将围绕公司原料、配方、工艺、数据、商标、服务等多维度打造“华熙 inside”授权生态，通过该授权，华熙生物原料的企业合作伙伴可将体系中的“13 位编码+原料品牌”的组合标识标注在自己的产品包装上，以此印证其所采用的华熙生物优质原料来源，从而向产业链上下游合作伙伴提供价值赋能，共同推进生物科技行业及大健康领域向上发展。

图 8：华熙生物研究院开放的授权资源体系



数据来源：发布会直播截图，华熙生物公众号，浙商证券研究所

### 4. 盈利预测及投资建议

公司原料业务增长、医疗终端产品业务 20 年疫情下经历回调 21 年有望恢复增长，功能性护肤品业务旗下润百颜/夸迪/米蓓尔受益产品过硬及有效宣传投入下品牌认知度提升有望保持高速增长，作为食品原料获批也为原料及终端产品业务打开新空间，我们预期公司 20/21/22 年收入同比增长 31.2%/34.1%/32.0%至 24.7/33.2/43.8 亿元，归母净利润同增 9%/34%/35%至 6.4/8.6/11.6 亿元，对应 PE 144/107/80X，公司在透明质酸领域保持全球龙头地位，研发创新引领市场，储备产品丰富，坚定看好长期发展潜力，维持“买入”

评级。

## 5. 风险提示

- 1) **新产品研发、注册进度不及预期的风险:** 生物医药行业研发周期长、投入高、技术注册审批手续严格,若新产品推出速度不及预期或合作开发商出现负面新闻,可能影响公司发展速度;
- 2) **核心技术人员流失或技术泄露风险:** 若公司核心研发人才流失或技术及专利保密措施执行不到位,可能影响公司的市场竞争力及未来发展前景;
- 3) **B端及C端推广不力的风险:** 医疗终端产品在专业美容机构及其他骨科眼科等医用领域推广策略需要不断根据政策及竞品策略进行及时调整,功能性护肤品需要不断通过社交媒体营销组合拳提升消费者认知度,若推广力度不足,可能影响公司发展速度;
- 4) **重大传染病或其他影响消费环境的事件发生的风险:** 如新冠肺炎疫情蔓延时间长于预期,对公司正常的产品开发、生产、客户拓展、物流传递将形成限制,同时若疫情进一步影响二三季度经济增长,消费者消费意愿下降,对公司业务发展也将形成负面影响。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>3,771</b>	<b>3,497</b>	<b>4,106</b>	<b>4,896</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,886</b>	<b>2,474</b>	<b>3,317</b>	<b>4,379</b>
现金	2,201	1,775	2,077	2,509	营业成本	384	501	673	884
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	26	35	46	61
应收账款	372	447	570	769	营业费用	521	990	1,294	1,686
其它应收款	7	19	16	30	管理费用	182	148	199	241
预付账款	37	34	62	65	研发费用	94	148	199	263
存货	315	401	560	702	财务费用	-12	-14	-20	-18
其他	839	821	821	821	资产减值损失	-4	-1	-2	-2
<b>非流动资产</b>	<b>1,201</b>	<b>1,989</b>	<b>2,142</b>	<b>2,293</b>	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	0	40	40	40
长期投资	15	15	15	15	其他经营收益	23	70	76	103
固定资产	460	1,209	1,351	1,485	<b>营业利润</b>	<b>700</b>	<b>765</b>	<b>1,028</b>	<b>1,386</b>
无形资产	385	381	376	371	营业外收支	2	1	1	1
在建工程	172	200	200	200	<b>利润总额</b>	<b>701</b>	<b>766</b>	<b>1,029</b>	<b>1,387</b>
其他	169	183	200	222	所得税	116	127	171	230
<b>资产总计</b>	<b>4,972</b>	<b>5,485</b>	<b>6,248</b>	<b>7,189</b>	<b>净利润</b>	<b>585</b>	<b>639</b>	<b>858</b>	<b>1,156</b>
<b>流动负债</b>	<b>366</b>	<b>415</b>	<b>557</b>	<b>662</b>	少数股东损益	-1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>586</b>	<b>639</b>	<b>858</b>	<b>1,156</b>
应付款项	95	105	164	190	EBITDA	750	817	1,083	1,450
预收账款	20	22	34	39	EPS (最新摊薄)	1.22	1.33	1.79	2.41
其他	251	288	360	433	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>56</b>	<b>72</b>	<b>93</b>	<b>119</b>		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	56	72	93	119	营业收入	49.3%	31.2%	34.1%	32.0%
<b>负债合计</b>	<b>422</b>	<b>488</b>	<b>650</b>	<b>781</b>	营业利润	33.4%	9.3%	34.4%	34.8%
少数股东权益	-1	-1	-1	-1	归属母公司净利润	38.2%	9.1%	34.3%	34.8%
归属母公司股东权益	4,550	4,999	5,599	6,408	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>4,972</b>	<b>5,485</b>	<b>6,248</b>	<b>7,189</b>	毛利率	79.7%	79.7%	79.7%	79.8%
					净利率	31.0%	25.8%	25.9%	26.4%
					ROE	18.7%	13.4%	16.2%	19.3%
					ROIC	12.6%	12.5%	15.0%	17.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	8.5%	8.9%	10.4%	10.9%
					净负债比率	9.3%	9.8%	11.6%	12.2%
					流动比率	10.3	8.4	7.4	7.4
					速动比率	9.3	7.4	6.2	6.2
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
					应收帐款周转率	6.1	5.6	6.0	6.0
					应付帐款周转率	4.9	5.0	5.0	5.0
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	1.22	1.33	1.79	2.41
					每股经营现金	0.76	1.01	1.43	1.82
					每股净资产	9.48	10.41	11.66	13.35
					<b>估值比率</b>				
					P/E	157.4	144.3	107.4	79.7
					P/B	20.3	18.4	16.5	14.4
					EV/EBITDA	119.9	110.6	83.2	61.8

资料来源：浙商证券研究所



## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>