

大小分子两大特色技术平台，自研管线丰富

泽璟制药-U(688266)

大小分子两大自主特色技术平台，自研管线丰富

公司旨在成为中国肿瘤、出血及血液疾病、肝胆疾病和免疫炎症性疾病等领域新药研发的领军企业；已成功建立了精准小分子药物研发及产业化和复杂重组蛋白新药研发及产业化两大特色核心技术平台。公司产品管线丰富，首个自主研发创新药多纳非尼已于2020年3月在国内申报上市，2020年12月开始现场核查，预计有望2021年上半年获批上市；重组人凝血酶预计2021年申报上市，杰克替尼针对骨髓纤维化适应症已开展3期临床。

多纳非尼获批在即，CSCO指南一线用药

多纳非尼是公司自主研发的1类创新药，目前一线治疗肝细胞癌适应症已经于2020年进行上市申请的现场核查，预计2021年中能够获批上市。根据3期临床数据结构，主要终点OS多纳非尼组优于索拉非尼组(12.1 vs 10.3个月)。由于显著的优势，多纳非尼于2020年7月被CSCO指南纳入一线用药，肝癌是中国第二大肿瘤，年新发患者40万左右，预计多纳非尼销售峰值能够突破10亿元。

投资建议

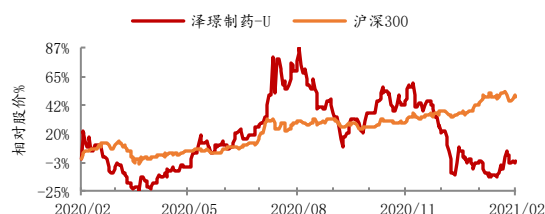
由于公司属于未盈利的Biotech公司，对公司DCF估值较为合理。根据对公司多纳非尼、重组人凝血酶、杰克替尼三个临近商业化阶段的创新药物DCF估值，分别为90.6亿元、86.8亿元、22.0亿元；以此给公司199.4亿元估值。考虑到目前估值仅为为此3个产品进度较快的适应症，而还有较多早期临床阶段的适应症未进行估算，首次覆盖，给予公司“买入评级”。

风险提示

创新药物研发失败风险、医保谈判失败或降价幅度超预期风险、同类产品集采政策风险

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	65.73
股票代码:	688266
52周最高价/最低价:	128.92/49.5
总市值(亿)	157.75
自由流通市值(亿)	87.44
自由流通股数(百万)	133.03



分析师: 崔文亮

邮箱: cuiwl@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110002

分析师: 王帅

邮箱: wangshuai@hx168.com.cn

SAC NO: S1120119110064

正文目录

1. 大小分子两大特色技术平台，自研管线丰富	3
2. 多纳非尼获批在即，指南肝癌一线用药	4
3. 重组人凝血酶安全性优势大	6
4. 杰克替尼骨髓纤维化适应症已开展 3 期临床	7
5. 投资建议	9
6. 风险提示	10

图表目录

图 1 公司在研管线	3
图 2 索拉非尼销售情况	5
图 3 仑伐替尼销售情况	5
图 4 多纳非尼 DCF 估值	5
图 5 2014-2030E 中国外科手术台数情况：例	6
图 6 重组人凝血酶 DCF 估值	7
图 7 2014-2030E 中国骨髓纤维化患者人数	8
图 8 杰克替尼估值	9
表 1 多纳非尼临床开展情况	4
表 2 杰克替尼临床开展情况	7

1. 大小分子两大特色技术平台，自研管线丰富

公司成立于 2009 年，致力于创新药物的自主研发，已成功建立了精准小分子药物研发及产业化和复杂重组蛋白新药研发及产业化两大特色核心技术平台。公司旨在成为中国肿瘤、出血及血液疾病、肝胆疾病和免疫炎症性疾病等领域新药研发的领军企业。公司产品管线丰富，首个自主研发创新药多纳非尼已于 2020 年 3 月在国内申报上市，2020 年 12 月开始现场核查，预计有望 2021 年上半年获批上市；重组人凝血酶预计 2021 年申报上市，杰克替尼针对骨髓纤维化适应症已开展 3 期临床。

图 1 公司在研管线

疾病领域	在研药品名称	适应症	目前阶段					
			临床前 研发	IND 申请	临床试验			NDA
					I期	II期	III期	
肿瘤	甲苯磺酸多纳非尼	肝细胞癌	→	→	→	→	→	
		结直肠癌	→	→	→	→	→	
		甲状腺癌	→	→	→	→	→	
		鼻咽癌	→	→	→	→	→	
	多纳非尼与抗PD1单抗JS001联合治疗肿瘤	肝细胞癌	→	→	→	→	→	
	多纳非尼与抗PD-L1单抗CS1001联合治疗肿瘤	子宫内腺癌、肝胆肿瘤、头颈部肿瘤等	→	→	→	→	→	
多纳非尼与双特异抗体KN046联合治疗肿瘤	实体瘤	→	→	→	→	→		
出血	外用重组人凝血酶	外科手术渗血	→	→	→	→	→	
肿瘤、免疫疾病	盐酸杰克替尼片	骨髓纤维化	→	→	→	→	→	
		芦可替尼不能耐受的骨髓纤维化	→	→	→	→	→	
		移植宿主病	→	→	→	→	→	
		重症斑秃	→	→	→	→	→	
		特发性肺纤维化	→	→	→	→	→	
		类风湿性关节炎	→	→	→	→	→	
		强直性脊柱炎	→	→	→	→	→	
		中重度斑块状银屑病	→	→	→	→	→	
		中重度特应性皮炎	→	→	→	→	→	
		免疫疾病	盐酸杰克替尼乳膏	轻中度斑秃	→	→	→	→
免疫疾病	盐酸杰克替尼乳膏	轻中度特应性皮炎	→	→	→	→		
肿瘤	注射用重组人促甲状腺激素	甲状腺癌的辅助诊断与辅助治疗	→	→	→	→	→	
肿瘤	奥卡替尼	ALK/ROS1突变的非小细胞肺癌	→	→	→	→	→	
		ALK突变合并脑转移的非小细胞肺癌	→	→	→	→	→	
肿瘤	ZG005	肿瘤	→	→	→	→		
肿瘤	ZG006	肿瘤	→	→	→	→		
肿瘤	ZGGS001	肿瘤	→	→	→	→		
慢性肝病	ZG5266	原发性胆汁淤积性肝炎/肝硬化	→	→	→	→	→	
		非酒精性脂肪性肝炎	→	→	→	→	→	
慢性肝病	ZG0588	非酒精性脂肪性肝炎	→	→	→	→		
慢性肝病、肿瘤	ZG170607	乙型肝炎、肿瘤等	→	→	→	→		

资料来源：公司官网，华西证券研究所

2. 多纳非尼获批在即，指南肝癌一线用药

多纳非尼是公司通过其精准小分子新药研发及产业化平台中的药物稳定技术自主研发的小分子多靶点 1 类新药，氘代索拉非尼；其专利于 2032 年到期。根据已完成的多项临床试验数据显示，多纳非尼对晚期肝癌、结直肠癌、肾癌、鼻咽癌、放射性碘难治性分化型甲状腺癌、急性髓系白血病有显著治疗作用。

表 1 多纳非尼临床开展情况

登记号	用药方案	适应症	试验分期	登记日期
CTR20202151	多纳非尼+KN046	晚期消化道实体瘤	1期+2期	2020/11/3
CTR20202085	多纳非尼片+特瑞普利单抗+TAC	不能手术切除的肝细胞癌	1期	2020/10/28
CTR20201412	CS1001+多纳非尼	晚期实体瘤	1期+2期	2020/7/9
CTR20192680	特瑞普利+多纳非尼	晚期肝细胞癌	1期+2期	2020/4/14
CTR20180191	多纳非尼	局部晚期/转移性放射性碘难治性分化型甲状腺癌	3期	2018/3/2
CTR20170862	多纳非尼片+DNR+Ara-C	复发性急性髓系白血病	1期	2018/4/20
CTR20160482	多纳非尼	晚期结直肠癌	3期	2016/9/13
CTR20160257	多纳非尼	二线以上晚期食管癌	IB期	2016/4/19
CTR20160252	多纳非尼	晚期鼻咽癌二线治疗	IB期	2016/4/27
CTR20160220	多纳非尼	局部晚期/转移性放射性碘难治性分化型甲状腺癌	2期	2016/8/23
CTR20160218	多纳非尼	二线以上晚期结直肠癌	IB期	2016/4/12
CTR20160216	多纳非尼	二线以上晚期结直肠癌	1期	2016/4/7
CTR20160213	多纳非尼	晚期（不可手术或转移性）肝细胞肝癌	IB期	2016/4/12
CTR20160190	多纳非尼	二线以上晚期胃癌	IB期	2016/4/25
CTR20160184	多纳非尼	晚期肝细胞癌	2/3期	2016/4/12

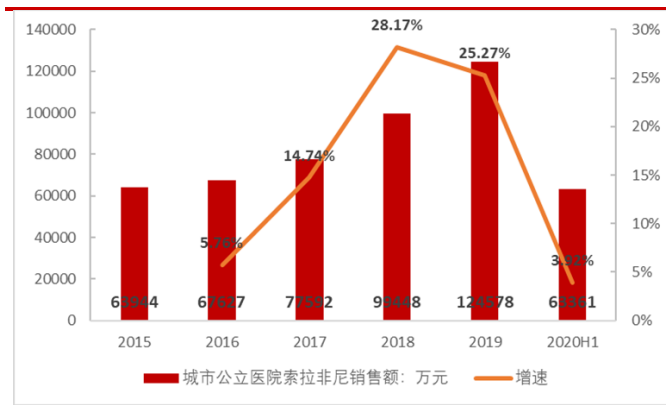
资料来源：药智，华西证券研究所

根据多纳非尼对比索拉非尼一线治疗晚期肝细胞癌（HCC）的开放标签、随机对照、多中心 II/III 期临床研究结果，主要终点 OS 多纳非尼组优于索拉非尼组（12.1 vs 10.3 个月， $p=0.0363$ ），并且具有更好的安全性和耐受性，有望成为一线优选治疗方案。

肝癌是中国第四大癌种，也是中国特有的高发癌种。根据中国癌症登记中心统计，2018 年中国肝癌新发病例数达 40 万例，占全球肝癌新发病例数的 48%。肝细胞癌是肝癌的主要亚型，大约占到所有肝癌患者的 90%。由于中国肝癌患者大多数拥有病毒性肝炎或肝硬化，疾病发展较为迅速，容易发生肝内播散与肝转移，早期诊断难度大，57% 患者在第一次诊断时已达晚期或终末期。而对于晚期和终末的肝细胞癌患者仅可以从化疗与分子靶向药获益法，目前全球仅有两款获批的小分子靶向药用于晚期肝细胞癌的一线治疗，分别是索拉非尼和仑伐替尼。

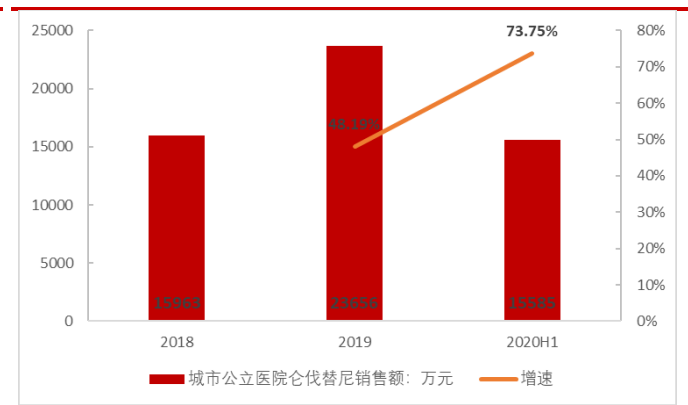
索拉非尼于 2008 年在中国获批治疗不可切除或转移的肝细胞癌，仑伐替尼于 2018 年在中国获批，2019 年两个产品在城市公立医院的销售额分别为 12.46 亿元、2.37 亿元。随着医保覆盖，肝癌靶向治疗会渗透更多的患者。

图 2 索拉非尼销售情况



资料来源：米内，华西证券研究所

图 3 仑伐替尼销售情况



资料来源：米内，华西证券研究所

2020 年索拉非尼成功续签医保并降价，在国内医保支付标准降低至 95 元/片，折合月用药费用 1.14 万元。根据 2019 年销售额折算，索拉非尼+仑伐替尼为代表的肝癌靶向小分子渗透率在 10% 左右，随着国产创新药推进上市、医保覆盖扩大、仿制药竞争等多种因素，肝癌靶向小分子药物渗透率预期将在 2030 年达到 45% 左右。2020 年 7 月，多纳非尼被 CSCO 新版的《原发性肝癌诊疗指南》纳入，被列为晚期肝细胞癌一线治疗药物，预计多纳非尼将能占据 30% 的市场份额。根据 DCF，多纳非尼估值有 90.6 亿元。

图 4 多纳非尼 DCF 估值

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
肝细胞癌年新发患者：万人	38.2	38.96	39.74	40.54	41.35	42.18	43.02	43.88	44.76	45.65
晚期或末期患者：万人	21.77	22.21	22.65	23.11	23.57	24.04	24.52	25.01	25.51	26.02
一线靶向药物渗透率	15%	20%	25%	30%	33.00%	36.00%	39.00%	42.00%	45.00%	45.00%
一线靶向用药患者：万人	3.27	4.44	5.66	6.93	7.78	8.65	9.56	10.50	11.48	11.71
多纳非尼份额	1.00%	10.00%	18.00%	23.00%	26.00%	28.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
多纳非尼销售额：亿元	0.14	1.87	4.30	6.73	8.53	10.22	12.10	13.29	14.53	14.82
净利润率	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%
净利润（亿元）	0.04	0.56	1.29	2.02	2.56	3.07	3.63	3.99	4.36	4.45
WACC（%）	7.00%									
永续增长率（%）	2.00%									
预测期净现值（亿元）	16.20									
永续期价值（亿元）	74.39									
折现价值（亿元）	90.59									

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

3. 重组人凝血酶安全性优势大

外用重组人凝血酶是公司通过其复杂重组蛋白新药研发及产业化平台自主研发的蛋白质药物，目前处于 3 期临床中，预计 2021 年申报上市申请。公司重组人凝血酶临床应定位为：任何毛细血管和小静脉渗血/小出血的辅助治疗及任何常规外科止血（如缝合、结扎或烧灼）无效不适用时的止血。

中国现有的外科手术局部止血药物主要为人血来源/畜血来源提取的凝血酶、蛇毒凝血酶以及纤维蛋白粘合剂；此类产品已进入国家保目录，且均有多个产品上市。然而由于血浆来源的日益缺乏、血浆提取产品潜在残留病毒或免疫原性等安全性风险和血浆提取产品的生成成本日益升高等原因，中国市场上血源生化提取的多数凝血酶产品已经停产，且市场上也没有进口和国产的重组人凝血酶品。

近年来，随着医疗机构数量的进一步增加，分级诊疗制度实施，以及外科手术相关器械的发展和医技的进步，中国外科手术台数呈逐年上升趋势。根据卫健委统计，在过去五年，中国外科手术台数由 2014 年的 4383 万台增长到 2018 年的 6043 万台，期间年复合增长率为 8.4%。预计未来将以 8.0% 的年复合增长率于 2023 年以及 2030 年分别达到 8880 万台以及 15218 万台。

中国外科手术出血局部用药市场规模由 2014 年的 56.6 亿元增长到了 2018 年的 73.0 亿元。在手术台数增加，新一代局部止血药物的技术替代等多种驱动因素下，外科手术局部止血市场将会由 2018 年的 73.0 亿元增长至 2030 年的 160.3 亿元，年复合增长率为 6.8%。

图 5 2014-2030E 中国外科手术台数情况：例



资料来源: Frost&Sullivan, 公司招股说明书, 华西证券研究所

根据临床的进度, 预计公司的重组人凝血酶将于 2022 年获批上市。预计随着医保的纳入, 公司的重组人凝血酶将逐渐抢占人血来源/畜血来源提取的凝血酶市场份额。根据 DCF, 重组人凝血酶估值有 86.8 亿元。

图 6 重组人凝血酶 DCF 估值

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国外科手术局部止血药物市场规模: 亿元	89	96	103	110	117	125	133	142	151	160
泽璟重组人凝血酶份额			2.00%	5.00%	7.00%	8.50%	10.00%	11.30%	12.00%	13.00%
泽璟重组人凝血酶销售额: 亿元			2.06	5.5	8.19	10.625	13.3	16.046	18.12	20.8
净利润率			30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
净利润 (亿元)			0.62	1.65	2.46	3.19	3.99	4.81	5.44	6.24
WACC (%)	7.00%									
永续增长率 (%)	2.00%									
预测期净现值 (亿元)	19.53									
永续期价值 (亿元)	104.43									
折现价值 (亿元)	86.77									

资料来源: Frost&Sullivan, 公司招股说明书, 华西证券研究所

4. 杰克替尼骨髓纤维化适应症已开展 3 期临床

杰克替尼是公司自主研发的 1 类创新药, 是 JAK 激酶抑制剂, 具有抑制 JAK1、JAK2、JAK3 的作用, 有片剂和乳膏两种剂型, 针对骨髓纤维化、银屑病、特应性皮炎、斑秃等适应症公司已经开展了多项临床试验。针对中高危骨髓纤维化适应症公司于 2020 年 11 月开始 3 期平行试验 (对照羟基脲片)。

表 2 杰克替尼临床开展情况

登记号	用药方案	适应症	试验状态	试验分期	登记日期

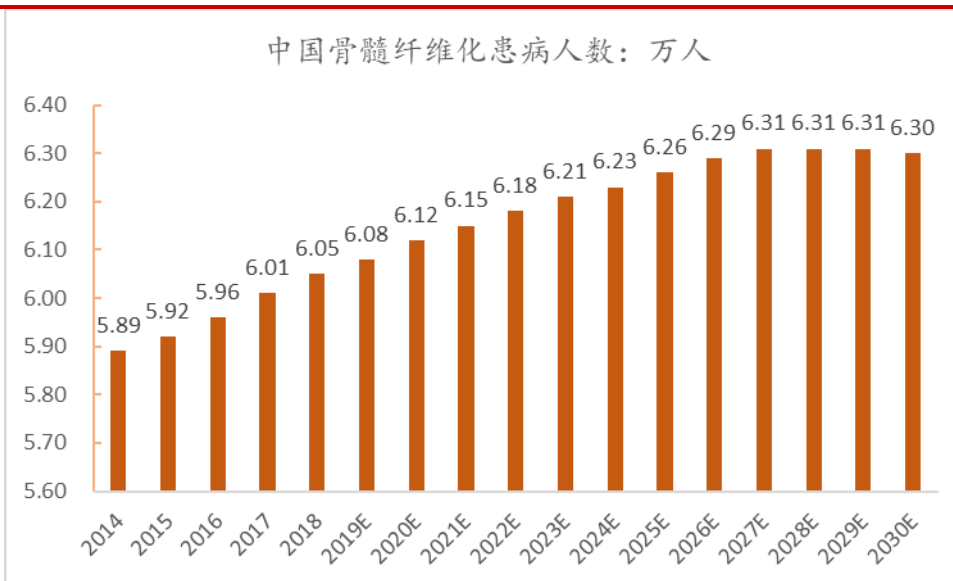
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

CTR20202165	杰克替尼片	中、重度斑块状银屑病	进行中 (尚未招募)	2 期	2020/11/2
CTR20202130	杰克替尼片	中高危骨髓纤维化	进行中 (尚未招募)	3 期	2020/11/24
CTR20201162	杰克替尼乳膏	轻、中度特应性皮炎	进行中 (招募中)	1 期+2 期	2020/6/11
CTR20201120	杰克替尼片	中、重度特应性皮炎	进行中 (招募中)	2 期	2020/9/7
CTR20200937	杰克替尼片	活动性强直性脊柱炎	进行中 (招募中)	2 期	2020/8/6
CTR20200904	杰克替尼片	特发性肺纤维化	进行中 (招募中)	2 期	2020/7/23
CTR20192468	杰克替尼乳膏	轻中度斑秃	进行中 (招募中)	1 期+2 期	2020/1/17
CTR20192225	杰克替尼片	用于芦可替尼不耐受的中 高危骨髓纤维化，包括原 发性骨髓纤维化 (PMF)、真性红细胞增 多症后骨髓纤维化	进行中 (招募中)	2 期	2019/11/13
CTR20191341	杰克替尼片	重症斑秃	进行中 (招募完成)	2 期	2019/7/3
CTR20180453	杰克替尼片	骨髓纤维化	进行中 (招募完成)	2 期	2018/4/13

资料来源：药智，华西证券研究所

全球针对骨髓纤维化仅有瑞士诺华公司的芦可替尼这一靶向药获批，芦可替尼在中国于 2017 年获批。根据弗若斯特沙利文数据，预计 2021 年中国骨髓纤维化患者约 6.1 万人。中国骨髓纤维化市场从芦可替尼在国内的推广开始，芦可替尼在 2019 年国家医保谈判纳入国家医保，以最小剂量用药，月用药费用为 3468 元。

图 7 2014-2030E 中国骨髓纤维化患者人数



资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，华西证券研究所

预计杰克替尼骨髓纤维化适应症于 2022 年获批上市，2023 年医保谈判进入国家医保。参照芦可替尼目前的医保定价，按照医保后 6 万/年的费用、续约谈判 5 万/年的费用进行 DCF 估值，杰克替尼估值约 22 亿元。

图 8 杰克替尼估值

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
中国骨髓纤维化患病人数：万人	6.15	6.18	6.21	6.23	6.26	6.29	6.31	6.31	6.31	6.30
JAK 药物渗透率	5.00%	6.50%	7.80%	13.00%	17.00%	20.00%	23.00%	25.00%	27.00%	29.00%
杰克替尼份额			10.00%	25.00%	35.00%	40.00%	45.00%	50.00%	50.00%	50.00%
杰克替尼年费用：万元			7	6	6	5	5	5	5	5
杰克替尼销售额：亿元			0.34	1.21	2.23	2.52	3.27	3.94	4.26	4.57
净利润率			30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
净利润 (亿元)			0.10	0.36	0.67	0.75	0.98	1.18	1.28	1.37
WACC (%)	7.00%									
永续增长率 (%)	2.00%									
预测期净现值 (亿元)	4.62									
永续期价值 (亿元)	22.93									
折现价值 (亿元)	22.04									

资料来源：Frost&Sullivan，公司招股说明书，华西证券研究所

5. 投资建议

由于公司属于未盈利的 Biotech 公司，对公司 DCF 估值较为合理。根据对公司多纳非尼、重组人凝血酶、杰克替尼三个临近商业化阶段的创新药物 DCF 估值，分别为 90.6 亿元、86.8 亿元、22.0 亿元；以此给公司 199.4 亿元估值。考虑到目前估值仅为这 3 个产品进度较快的适应症，而还有较多早期临床阶段的适应症未进行估

算，首次覆盖，给予公司“买入评级”。（注：本文 DCF 估值按照行业一般参数，对 WACC 给到 7%，永续增长给到 2%）

表 3 2021-2030 年公司销售预测

亿元	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
多纳非尼-肝癌	0.14	1.87	4.30	6.73	8.53	10.22	12.10	13.29	14.53	14.82
重组人凝血酶			2.06	5.50	8.19	10.63	13.30	16.05	18.12	20.80
杰克替尼-骨髓纤维化			0.34	1.21	2.23	2.52	3.27	3.94	4.26	4.57
合计	0.14	1.87	6.70	13.44	18.95	23.36	28.67	33.28	36.91	40.19

资料来源：华西证券研究所

6. 风险提示

- **创新药物研发失败风险：**公司是专注于 1 类创新药研发的公司，创新药具有高投资、高风险、周期长的特性；如果公司核心创新药研发失败或者部分适应症临床失败，将对公司估值产生重要影响。
- **医保谈判失败或降价幅度超预期风险：**多纳非尼属于国产创新药，在获批上市后如果要进入医保目录需要参加国家医保谈判。从历次国家医保谈判降价幅度看，创新药平均降价 50% 进入医保，多纳非尼如果降幅超预期可能导致销售峰值不达预期；亦或者多纳非尼降幅没有达到医保局低价范围，未进入医保可能影响销售。
- **同类产品集采政策风险：**公司创新药多纳非尼的同类竞品索拉非尼、仑伐替尼的化合物专利分别于 2020 年 1 月、2021 年 10 月到期，晶型专利分别于 2025 年 9 月、2024 年 9 月到期。如果竞争被纳入集采，或将影响到多纳非尼的价格体系。

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

王帅：中国药科大学本硕，药学与药事法规专业复合背景，有过药品研发、生产、销售经历。曾就职于财通证券、新时代证券，2019年10月加入华西证券，主要负责A+H股创新药标的。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。