

恒瑞医药 (600276.SH)

阵痛期收入端受到影响，利润端降本增效逐步体现，坚定创新发展

恒瑞医药发布 2021 第三年度报告。2021 年上半年公司实现营业收入 201.99 亿元，同比增长 4.05%；实现归母净利润 42.07 亿元，同比下滑 1.21%。实现扣非净利润 41.49 亿元，同比增长 0.19%，实现 EPS 为 0.66 元。单独看 Q3：公司实现营业收入 69.01 亿元，同比下滑 14.84%；实现归母净利润 15.40 亿元，同比下降 3.57%。实现扣非净利润 15.02 亿元，同比下降 4.87%。Q3 实现 EPS 为 0.24 元。

观点：集采阵痛持续，利润略超预期，大力投入研发为未来发展蓄力。整体来看收入端个位数增长略低于预期，其中创新药收入我们预计在 70-80 亿之间。集采影响仍在加剧，叠加 PD-1 医保降价、销售队伍调整重构使营业总收入受到影响；公司前三季度利润下滑，主要是公司持续加大研发投入，研发费用率持续增加。

分季度来看：Q1-Q3 的收入和增速分别为 69.29 亿元 (+25.37%)，63.38 亿元 (+10.15%)，69.01 亿元 (-14.84%)。Q3 单季度收入下滑 14.85%，主要原因是集采的影响以及销售队伍的调整，同时也有基数的问题。去年 Q1-Q2 国内疫情较为严重，收入基数低，Q3 开始回暖，发货增加，但是今年 Q3 国内疫情多点散发，医院端受到了影响。综合考虑到疫情基数、销售调整和渠道库存清除，Q3 收入的绝对额略高于 Q2，相对正常。目前集采影响仍处于阵痛期，我们认为单季度收入的压力可能要持续到明年 Q3。

利润端，公司 Q3 单季度利润 15.4 亿元 (-3.57%)，利润率为 22.3%，环比 Q2 的 11.71 亿元 (18.4%) 有较大提升。在大力投入研发的同时利润率明显提升，利润绝对额上行，略超预期，降本增效逐步体现。

费用端，公司依然在加大研发投入力度。Q1-Q3 研发费用率分别为 19.0%、19.9%、22.6%，Q3 研发费用达 15.6 亿，环比 Q2 的 12.6 亿有较大增加。管理费用率和管理费用的绝对额逐步下降，运行效率提升。Q1-Q3 管理费用分别为 6.29 亿、5.35 亿、3.74 亿，管理费用率分别为 9.08%、8.40%、5.42%。销售费用率控制正常。

展望全年，第五批最大的集采影响将在 Q4 落地，我们预计整体 Q4 的收入环比 Q3 再下降 5-10 亿，即公司今年整体收入 260-265 亿，下滑个位数。利润端我们预计单季度利润率保持 20%左右。考虑到去年 Q4 利润基数较高，所以我们预计今年 Q4 的业绩表现下滑会比较明显，但由于没完成激励，所以提前预提的激励费用可能有加回（盈利预测暂未考虑激励费用加回）。

盈利预测与投资评级：基于集采的影响，我们下调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 56.36 亿元、65.55 亿元、77.87 亿元，增长分别为 -10.9%、16.3%、18.8%。EPS 分别为 0.88 元、1.02 元、1.22 元，对应 PE 分别为 56x、48x、41x。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：国际化进度低于预期、创新药研发失败风险

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	23,289	27,735	26,487	29,727	35,552
增长率 yoy (%)	33.7	19.1	-4.5	12.2	19.6
归母净利润 (百万元)	5,328	6,328	5,636	6,555	7,787
增长率 yoy (%)	31.1	18.8	-10.9	16.3	18.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.83	0.99	0.88	1.02	1.22
净资产收益率 (%)	21.4	20.5	16.0	16.1	16.5
P/E (倍)	59.6	50.2	56.3	48.4	40.8
P/B (倍)	12.8	10.4	9.0	7.9	6.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 19 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
10月19日收盘价(元)	49.61
总市值(百万元)	317,378.86
总股本(百万股)	6,397.48
其中自由流通股(%)	99.71
30日日均成交量(百万股)	56.89

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gscq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号: S0680519010003

邮箱: huruobi@gscq.com

相关研究

- 1、《恒瑞医药 (600276.SH): 仿制药增速放缓, 创新快速增长, 未来看创新+国际化拉动》2021-08-20
- 2、《恒瑞医药 (600276.SH): 海曲泊帕乙醇胺片获批上市, 公司创新持续快速推进》2021-06-22
- 3、《恒瑞医药 (600276.SH): 2020 全年符合预期, 下半年回暖明显, 后续看龙头创新持续推进》2021-04-20

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	22311	28050	33106	39890	45230
现金	5044	10805	16162	20858	24835
应收票据及应收账款	5435	5074	4962	6301	7169
其他应收款	894	651	825	832	1149
预付账款	591	562	539	697	782
存货	1607	1778	1437	2021	2115
其他流动资产	8741	9180	9180	9180	9180
非流动资产	5245	6680	6030	6203	6747
长期投资	60	60	60	60	60
固定资产	2542	3280	2918	3079	3469
无形资产	350	341	362	370	382
其他非流动资产	2293	2998	2690	2694	2836
资产总计	27556	34730	39136	46093	51978
流动负债	2473	3772	2515	4165	3612
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	1289	1433	1153	1628	1698
其他流动负债	1183	2339	1362	2537	1914
非流动负债	146	171	171	171	171
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	146	171	171	171	171
负债合计	2619	3943	2686	4336	3783
少数股东权益	162	283	309	309	312
股本	4423	5332	6398	6398	6398
资本公积	1663	3143	3143	3143	3143
留存收益	19103	23530	28239	33603	40010
归属母公司股东权益	24775	30504	36141	41448	47883
负债和股东权益	27556	34730	39136	46093	51978

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3817	3432	4759	6067	5801
净利润	5326	6309	5663	6555	7789
折旧摊销	646	476	469	522	636
财务费用	-134	-182	-405	-555	-685
投资损失	-309	-341	0	0	0
营运资金变动	-2057	-3438	-955	-438	-1917
其他经营现金流	344	608	-14	-17	-21
投资活动现金流	-1945	1798	194	-678	-1159
资本支出	561	554	-649	173	544
长期投资	-1693	2007	0	0	0
其他投资现金流	-3077	4359	-455	-505	-615
筹资活动现金流	-719	291	405	-692	-666
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	737	909	1066	0	0
资本公积增加	184	1480	0	0	0
其他筹资现金流	-1640	-2098	-662	-692	-666
现金净增加额	1165	5432	5357	4696	3976

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	23289	27735	26487	29727	35552
营业成本	2913	3349	3181	3422	4092
营业税金及附加	216	257	334	333	377
营业费用	8525	9803	9217	10286	12372
管理费用	2241	3067	2315	2467	2986
研发费用	3896	4989	5430	6391	7644
财务费用	-134	-182	-405	-555	-685
资产减值损失	-5	-7	0	0	0
其他收益	190	208	0	0	0
公允价值变动收益	38	16	14	17	21
投资净收益	309	341	0	0	0
资产处置收益	1	3	0	0	0
营业利润	6150	7007	6427	7401	8788
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	95	113	89	99	99
利润总额	6056	6895	6339	7303	8690
所得税	729	587	676	748	901
净利润	5326	6309	5663	6555	7789
少数股东损益	-2	-19	26	0	3
归属母公司净利润	5328	6328	5636	6555	7787
EBITDA	6550	7047	6404	7269	8640
EPS (元)	0.83	0.99	0.88	1.02	1.22

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	33.7	19.1	-4.5	12.2	19.6
营业利润(%)	33.8	13.9	-8.3	15.1	18.7
归属于母公司净利润(%)	31.1	18.8	-10.9	16.3	18.8
获利能力					
毛利率(%)	87.5	87.9	88.0	88.5	88.5
净利率(%)	22.9	22.8	21.3	22.1	21.9
ROE(%)	21.4	20.5	16.0	16.1	16.5
ROIC(%)	20.9	19.6	15.1	14.9	15.3
偿债能力					
资产负债率(%)	9.5	11.4	6.9	9.4	7.3
净负债比率(%)	-19.7	-34.6	-45.3	-50.9	-52.4
流动比率	9.0	7.4	13.2	9.6	12.5
速动比率	8.0	5.9	11.0	8.1	10.7
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.7	5.3	5.3	5.3	5.3
应付账款周转率	2.2	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.99	0.88	1.02	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.60	0.54	0.74	0.95	0.91
每股净资产(最新摊薄)	3.87	4.77	5.48	6.31	7.32
估值比率					
P/E	59.6	50.2	56.3	48.4	40.8
P/B	12.8	10.4	9.0	7.9	6.8
EV/EBITDA	46.4	42.8	46.2	40.1	33.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 10 月 19 日收盘价

内容目录

1.事件	4
2.观点	4
2.1 集采阵痛持续，利润略超预期，大力投入研发为未来发展蓄力	4
2.2 2021 三季度研发进展迅速，海内外创新同步发展	5
2.3 “重新定义创新”，首届研发日显辉煌	6
3.盈利预测与投资评级	6
4.风险提示	6

图表目录

图表 1: 恒瑞医药 2021 第三季度研发进展	5
--------------------------------	---

1. 事件

恒瑞医药发布 2021 半年度报告。公司 2021 年 1-9 月实现营业收入 201.99 亿元，同比增长 4.05%；归母净利润 42.07 亿元，同比下滑 1.21%；归母扣非净利润 41.49 亿元，同比增长 0.19%；公司前三季度实现 EPS 0.66 元。

2021 年第三季度，公司实现营业收入 69.01 亿元，同比下滑 14.84%；归母净利润 15.40 亿元，同比下滑 3.57%；归母扣非净利润 15.02 亿元，同比下滑 4.87%；公司 Q3 实现 EPS 0.24 元。

2. 观点

2.1 集采阵痛持续，利润略超预期，大力投入研发为未来发展蓄力

公司前三季度营收 201.99 亿元，同比增长 4.05%，归母净利润 42.07 亿元，同比下滑 1.21%。整体来看收入端个位数增长略低于预期，其中创新药收入我们预计在 70-80 亿之间。集采影响仍在加剧，叠加 PD-1 医保降价、销售队伍调整重构使营业总收入受到影响；公司前三季度利润下滑，主要是公司持续加大研发投入，研发费用率持续增加。

分季度来看

收入端 Q3 环比略有增长，同比下滑较大。 Q1-Q3 的收入和增速分别为 69.29 亿元 (+25.37%)，63.38 亿元 (+10.15%)，69.01 亿元 (-14.84%)。Q3 单季度收入下滑 14.85%，主要原因是集采的影响以及销售队伍的调整，同时也有基数的问题。去年 Q1-Q2 国内疫情较为严重，收入基数低，Q3 开始回暖，发货增加，但是今年 Q3 国内疫情多点散发，医院端受到了影响。综合考虑到疫情基数、销售调整和渠道库存清除，Q3 收入的绝对额高于 Q2，相对正常。Q3 收入增速下滑较多，主要由于 2020Q3 疫情后集中发货导致基数偏高。目前集采影响仍处于阵痛期，我们认为单季度收入的压力可能要持续到明年 Q3。

利润端，公司 Q3 单季度利润 15.4 亿元 (-3.57%)，利润率为 22.3%，环比 Q2 的 11.71 亿元 (18.4%) 有较大提升。在大力投入研发的同时利润率明显提升，利润绝对额上行，略超预期，降本增效逐步体现。

费用端，公司依然在加大研发投入力度。Q1-Q3 研发费用率分别为 19.0%、19.9%、22.6%，Q3 研发费用达 15.6 亿，环比 Q2 的 12.6 亿有较大增加。管理费用率和管理费用的绝对额逐步下降，运行效率提升。Q1-Q3 管理费用分别为 6.29 亿，5.35 亿，3.74 亿，管理费用率分别为 9.08%、8.40%、5.42%。销售费用率控制正常。

展望全年，第五批最大的集采影响将在 Q4 落地，我们预计整体 Q4 的收入比 Q3 低 5-10 亿，即公司今年整体收入 260-265 亿，下滑个位数。利润端我们预计单季度利润率保持 20%左右。考虑到去年 Q4 利润基数较高，所以我们预计今年 Q4 的业绩表现下滑会比较多，但由于没完成激励，所以提前预提的激励费用可能有加回（盈利预测暂未考虑加回）。2022 年公司收入主要靠几个创新药新品拉动。

财务指标方面，公司整体毛利率 86.5%，较去年同期 (87.7%) 略有下降，受仿制药集采和卡瑞利珠单抗降价影响。销售费用率 34.6%，较去年同期 (35.6%) 略有下降，销售费用控制良好。管理费用率 7.6%，相比去年 (9.7%) 下降，公司降本增效有所体现。研发投入力度持续加大，前三季度研发费用较去年增加 7.98 亿，占比收入 20.5%，去年同期为 17.2%。研发项目持续增多，创新仍是公司战略重点。经营性现金流降低

12.25%。整体各项财务指标稳定。

2.2 2021 三季度研发进展迅速，海内外创新同步发展

图表 1: 恒瑞医药 2021 第三季度研发进展

时间	事件	说明
2021.7.28	长效胰岛素/GLP-1 类似物固定比例复方制剂 HR17031 注射液在国内开展用于治疗 2 型糖尿病的临床试验获批	中美双获批品种，已有近 10 款药品实现中美双获批临床
2021.7.30	新麻醉剂丙泊酚中/长链脂肪乳注射液获批上市	起效迅速的短效静脉用全身麻醉剂，可用于一个月以上的婴幼儿
2021.8.9	卡瑞利珠单抗联合苹果酸法米替尼胶囊用于晚期非小细胞肺癌三期临床试验申请 FDA 获批	卡瑞利珠单抗在美国临床研究取得重大进展
2021.8.12	注射用 HRS9432 开展拟用于念珠菌血症和/或侵袭性念珠菌病的预防和治疗的临床试验	国内外尚无同类长效抗真菌产品上市
2021.8.23	SHR-1314 注射液开展用于治疗成人活动性银屑病关节炎的 II 期临床试验获批	在中重度斑块型银屑病、强直性脊柱炎患者中的研究已处于 III 期临床阶段，海外完成国际多中心 II 期
2021.8.24	SHR0302 片治疗斑秃 II 期临床达到主要研究终点	特应性皮炎 II 期和溃疡性结肠炎 II 期均获阳性
2021.8.26	大连万春授予恒瑞针对 GEF-H1 激活剂普那布林在大中华地区的联合开发权益以及独家商业化权益	
2021.8.26	前列腺癌创新药 SHR3680 片被纳入拟突破性治疗品种	加速 SHR3680 研发进程
2021.8.30	SHR-1701 注射液鼻咽癌适应症 Ib 期获批临床	SHR-1701 在澳洲 I 期进行中
2021.9.2	造影剂碘佛醇注射液通过仿制药一致性评价	首仿
2021.9.5	糖尿病复方缓释制剂 HR20033 片获批临床	
2021.9.6	SHR-1701 联用贝伐珠单抗治疗宫颈癌 III 期研究获批临床	SHR-1701 在澳洲 I 期进行中
2021.9.9	治疗痛风药物非布司他片 20mg 规格获批上市	
2021.9.18	SHR7280 片不孕症适应症 II 期研究获批临床	首个口服 GnRH 受体拮抗剂
2021.9.18	吡咯替尼 HER2 阳性乳腺癌新适应症上市申请获受理	联合曲妥珠单抗及多西他赛，HER2 阳性早期或局部晚期乳腺癌患者的新辅助治疗
2021.9.24	吡咯替尼新适应症上市纳入优先审评	联合曲妥珠单抗及多西他赛，HER2 阳性早期或局部晚期乳腺癌患者的新辅助治疗
2021.9.26	SHR-A1811 全球 I 期研究在韩国完成首例患者入组	在美国、澳大利亚和中国也在进行患者招募
2021.9.26	注射用 SHR-A1904 获准在美国开展临床试验	在中国晚期乳腺癌/实体瘤 I 期临床已完成首例受试者入组
2021.9.27	贝伐珠单抗注射液胶质母细胞瘤新适应症获批	第三个获批适应症
2021.9.28	氟唑帕利联合贝伐珠单抗治疗结直肠癌 Ib/III 期研究获批临床	
2021.9.30	吸入用七氟烷获批上市	
2021.9.30	普瑞巴林缓释片获批上市	提高 PHN 患者的用药依从性
2021.9.30	注射用环磷酰胺通过仿制药一致性评价	首家过评
2021.10.12	HR-1819 注射液治疗特应性皮炎获批临床	
2021.10.12	SHR-1701 注射液联合贝伐珠单抗治疗非小细胞肺癌 III 期研究获批临床	3 个适应症已获批
2021.10.12	SHR0302 治疗轻中度特应性皮炎 II 期临床达到主要研究终点	特应性皮炎 II 期、溃疡性结肠炎 II 期、斑秃 II 期已获积极结果

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3 “重新定义创新”，首届研发日显辉煌

公司开展首届研发日活动，从产品、疾病领域、技术平台和整体战略全面介绍了研发体系和布局，创新意识前瞻，技术平台先进，国际化将持续兑现。

从产品看：（1）种类多，共有 50 余种创新产品处于临床开发阶段，开展临床研究项目超过 240 个，超过 20 个创新分子即将步入临床研发阶段；（2）思路新，积极进行前瞻性探索。针对全新靶点，力争 First-in-class 的药物设计，并对产品进行创新组合，有机交叉、互补增益；（3）价值特，主张更多聚焦关注度不足但切实存在临床需求的领域，通过真正有价值的差异化发展，形成独特优势和领域竞争力，真正为患者带来福祉；（4）速度快，在确保药物分子质量的前提下，尽可能缩短发现与开发时间。2021 前三季度获得临床批件 23 个，5 个上市申请获得批准。

从领域看，50 余种创新药全面覆盖十余大类疾病，根据国人临床需求配置产品布局。肿瘤仍是公司关注重点领域，相关创新药物占据半壁江山。但随着人口老龄化、健康需求日渐提升，慢性病治疗极具探索价值。公司在自身免疫病、代谢性疾病逐渐发力，进而进军眼科、辅助生殖等领域，广泛布局、纵深发展，积极扩张产业版图，力图满足更多临床需求。

从平台看，公司针对不同疾病和靶点进行特异性的分子设计，构筑了众多具有自主知识产权的新技术平台，包括：蛋白水解靶向嵌合物（PROTAC）、分子胶、抗体药物偶联物（ADC）、双/多特异性抗体、AI-分子设计、HT Single Cell BCR、BsAb for Cell Therapy、基因治疗、mRNA 等。

从战略看，在发展中积极寻求合作，进行 license-in/license-out；国际化发展加速，组建专业海外临床研发团队，切实提高海外在研项目运行效率。

公司创新核心发展战略归纳为 6 点：

- 探索全新靶点，承担更高研发风险，解决未满足的临床需求；
- 充分发掘在研靶点在多种适应症潜力，探索全新适应症；
- 在治疗疾病领域布局多种不同作用机理的产品，形成互补和增益；
- 多种平台技术支持深度研究，不断产生全球权益项目；
- 加强与生物医药公司的合作，完善管线，加快国际化；
- 组建海外临床团队，培养内部能力，加快海外临床开发与产品上市。

之前 3 年，恒瑞国内产品快速获批、销售放量，能力有目共睹；未来，期待新技术平台及国际化的持续兑现。

3. 盈利预测与投资评级

基于集采的影响，我们下调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 56.36 亿元、65.55 亿元、77.87 亿元，增长分别为 -10.9%、16.3%、18.8%。EPS 分别为 0.88 元、1.02 元、1.22 元，对应 PE 分别为 56x，48x，41x。我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

4. 风险提示

国际化进度低于预期：国际化业务受到研发推进、海外政策、海外销售能力等影响，具

有不确定因素。

创新药研发失败风险：创新药研发过程失败几率大，从临床前到获批上市成功概率约10%，一旦失败所有的研发费用都将打水漂，造成损失。

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：021-38124100
 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