

2022年12月19日

百利天恒 (688506.SH)

投资要点

◆ 本周三（12月21日）有一家科创板上市公司“百利天恒”询价。

◆ **百利天恒（688506）：**公司是一家集药品研发、生产与营销一体化的现代生物医药企业，拥有化药制剂与中成药制剂业务板块和创新生物药业务板块，具备包括小分子化学药、大分子生物药及抗体偶联药物（ADC药物）的全系列药物研究开发生产能力。公司2019-2021年分别实现营业收入12.07亿元/10.13亿元/7.97亿元，YOY依次为8.62%/-16.07%/-21.33%；实现归母净利润0.08亿元/0.38亿元/-1.00亿元，YOY依次为-76.45%/390.26%/-363.82%，2021年公司归母净利润盈转亏。最新报告期，2022Q3公司实现营业收入4.80亿元，同比下降21.75%；实现归母净利润-2.43亿元，同比下降954.86%。根据初步预测，公司2022年度归属于母公司股东的净利润约-32,300.00万元至-30,300.00万元，同比减少223.03%至203.03%。

① **投资亮点：**1、公司深耕化药制剂和中药制剂领域26年，葡萄糖电解质泡腾片等多款药物为我国首仿品种。截至报告期末，公司拥有化学制剂注册批件182个，原料药注册批件11个。从重点布局的麻醉重症、儿科等临床亟需领域来看，公司的葡萄糖电解质泡腾片、注射用盐酸尼非卡兰、马来酸依那普利口服溶液等6个品种为国内首仿品种；其中，新一代适用于儿童及成人的低渗低钠口服补液的“葡萄糖电解质泡腾片”，以及能够快速起效用于恶性心律失常急救的抗心律失常药物“注射用盐酸尼非卡兰”为公司独家品种，而儿童药马来酸依那普利口服溶液（第三批鼓励清单，重大新药创制项目）已于2022年6月28日获批上市，其国外原研品种并未在中国上市；上述产品的上市，可有效填补相关领域的市场空白，而公司作为独家供应，有望从中获益。2、在创新生物药领域，公司前瞻性的选择技术壁垒更高的双/多特异性抗体等领域为研发重点；截至目前，公司多个在研项目已取得阶段性成果。公司自2011年开始布局创新生物药领域，并前瞻性的避开技术相对成熟、竞争较为激烈的单克隆抗体领域，而选择技术壁垒更高的双/多特异性抗体等领域为研发重点，成为了上述领域的先行者。截至目前，公司共有9个双/多特异性抗体及融合蛋白药物在研项目。其中，治疗非小细胞肺癌等上皮肿瘤的双特异性抗体SI-B001已进入II期临床试验，是全球范围内基于HER3靶点进展最快的双特异性抗体药物；四特异性抗体GNC-038、GNC-039、GNC-035已进入I期临床试验，是全球前3个进入临床研究阶段的四特异性抗体；另外，进入I期临床试验的双抗ADC药物BL-B01D1是全球第三个，中国首个进入临床研究阶段的靶向双靶点的双抗ADC候选药物。近年来，多特异性抗体在肿瘤靶向、多重药理活性、抑制免疫逃逸等方面已具备相应优势，因而也成为目前各大药企研发的重点；公司在该领域的先发优势，将有利于助推其未来的持续性发展。

② **同行业上市公司对比：**选取了化药制剂与中成药制剂领域的南新制药、恩华药业、海思科、奥赛康、灵康药业，以及创新生物药领域的荣昌生物为百利天恒的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021年平均收入规模为21.11亿元、PE-TTM（算术平均）为98.74X，平均销售毛利率为82.59%；相较而言，

新股覆盖研究

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	360.90
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	/

分析师 李蕙
 SAC 执业证书编号：S0910519100001
 lihui1@huajinsec.cn

相关报告

信达证券-新股专题覆盖报告（信达证券）
-2022年第192期 2022.12.19
佰维存储-新股专题覆盖报告（佰维存储）
-2022年第191期 2022.12.14
富乐德-新股专题覆盖报告（富乐德）-2022年第190期 2022.12.13
清越科技-新股专题覆盖报告（清越科技）-2022年第189期 2022.12.12
萤石网络-专题覆盖报告（萤石网络）-2022年第187期 2022.12.9



公司的营收规模及净利率水平皆处于同业的中下位区间、未及同业均值。

- ◆ **风险提示:** 已经开启动询价流程的公司依旧存在因特殊原因无法上市的可能、公司内容主要基于招股书和其他公开资料内容、同行业上市公司选取存在不够准确的风险、内容数据截选可能存在解读偏差、具体上市公司风险在正文内容中展示等。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2019A	2020A	2021A
主营收入(百万元)	1,206.6	1,012.7	796.7
同比增长(%)	8.62	-16.07	-21.33
营业利润(百万元)	11.8	46.7	-101.5
同比增长(%)	-62.75	296.62	-317.32
净利润(百万元)	7.7	37.9	-100.0
同比增长(%)	-76.45	390.26	-363.82
每股收益(元)	0.02	0.11	-0.28

数据来源: 聚源、华金证券研究所

内容目录

一、百利天恒	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	7
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	8
(六) 风险提示	9

图表目录

图 1: 公司收入规模及增速变化	4
图 2: 公司归母净利润及增速变化	4
图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化	5
图 4: 公司 ROE 变化	5
图 5: 全球医疗卫生支出及预测 (2016-2030)	5
图 6: 中国医疗卫生支出及预测 (2016-2030)	5
图 7: 中国化学药市场规模及预测 (2016-2030)	6
图 8: 中国中药市场规模及预测 (2016-2030)	6
图 9: 全球生物药市场规模及预测 (2014-2030)	6
图 10: 中国生物药市场规模及预测 (2014-2030)	6
图 11: 全球抗肿瘤药物市场规模及预测 (2016-2030E)	7
图 12: 中国抗肿瘤药物市场规模及预测 (2016-2030E)	7
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	8
表 2: 同行业上市公司指标对比	9

一、百利天恒

公司是一家集药品研发、生产与营销一体化的现代生物医药企业，拥有化药制剂与中成药制剂业务板块和创新生物药业务板块，具备包括小分子化学药、大分子生物药及抗体偶联药物(ADC药物)的全系列药物研究开发生产能力；拥有中美两地研发中心（美国：Systimmune；中国：百利药业和多特生物等）、1个大分子生物药及抗体偶联药物(ADC药物)生产企业（多特生物）、2个化药制剂生产企业（百利药业百利天恒和拉萨新博）；覆盖从中间体、原料药到制剂的上下游一体化能力及“研发—生产—营销”完整全生命周期商业化运营能力。

经过10年的积累，公司创新生物药板块已经颇具规模，且已取得阶段性成果，已形成“多特异性抗体新型分子结构平台”、“全链条一体化多特异性抗体药物研发核心技术平台”、“柔性GMP标准多特异性抗体及ADC药物生产技术平台”等核心技术平台，并基于前述平台开发出成系列的产品；截至本招股意向书签署日，公司共有9个双/多特异性抗体及融合蛋白药物在研项目。

（一）基本财务状况

公司2019-2021年分别实现营业收入12.07亿元/10.13亿元/7.97亿元，YOY依次为8.62%/-16.07%/-21.33%；实现归母净利润0.08亿元/0.38亿元/-1.00亿元，YOY依次为-76.45%/390.26%/-363.82%，2021年公司归母净利润盈转亏。最新报告期，2022Q3公司实现营业收入4.80亿元，同比下降21.75%；实现归母净利润-2.43亿元，同比下降954.86%。

2021年，公司主营业务收入按产品类型可分为两大板块，分别为化药制剂（6.06亿元，76.20%）、中成药制剂（1.89亿元，23.80%）。报告期内，化药制剂为公司的核心业务及首要收入来源，其销售收入占比维持在75%以上；而在化药制剂当中，又以麻醉类的丙泊酚中/长链脂肪乳注射液和丙泊酚乳状注射液为销售主体，尤其是丙泊酚乳状注射液，在2022年上半年的销售收入中占据了近5成。

图1：公司收入规模及增速变化



图2：公司归母净利润及增速变化

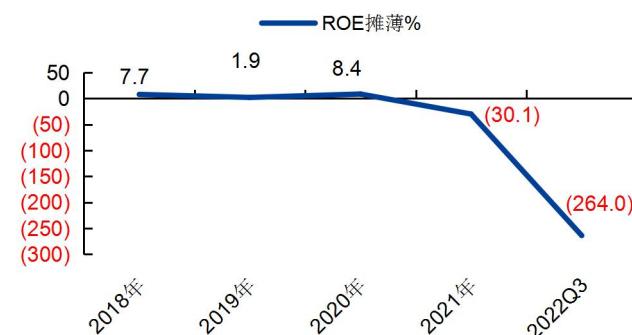


资料来源：wind，华金证券研究所

资料来源：wind，华金证券研究所

图 3: 公司销售毛利率及净利润率变化


资料来源: wind, 华金证券研究所

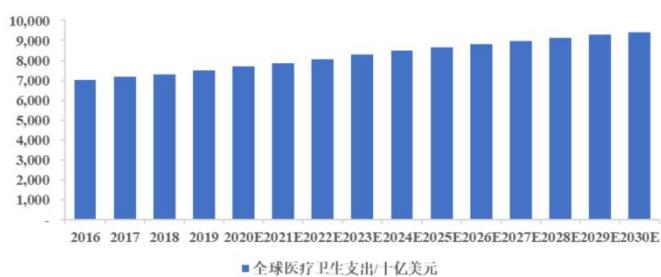
图 4: 公司 ROE 变化


资料来源: wind, 华金证券研究所

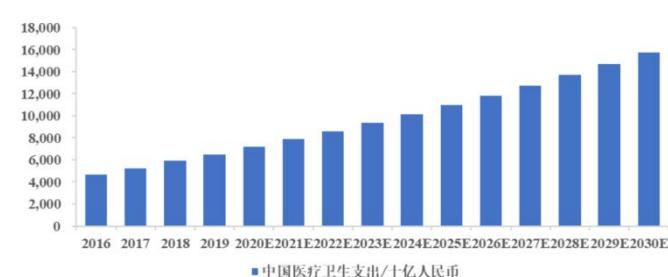
(二) 行业情况

公司是一家集药品研发、生产与营销一体化的现代生物医药企业，拥有化药制剂与中成药制剂业务板块和创新生物药业务板块；根据业务类型，公司归属于医药行业。

从医药行业发展来看，根据沙利文报告显示，全球医疗卫生支出正在稳步增长。2019年全球医疗卫生支出总额达到7.5万亿美元。预计2019年至2024年将以2.5%的复合年增长率增长，2024年全球医疗卫生支出将达到约8.5万亿美元。到2030年，全球医疗卫生总支出约为9.4万亿美元，2024年至2030年的复合年增长率约为1.7%。国内医疗卫生市场方面，从2016年到2019年，中国的医疗卫生总支出从4.6万亿人民币增长到6.5万亿人民币，复合年增长率为12.0%。预计未来会继续保持快速增长，2019年至2024年的复合年增长率有望达到9.3%，到2024年中国医疗卫生总支出将达到10.1万亿人民币。2024年至2030年的复合年增长率约为7.6%，到2030年，中国医疗卫生支出总额预计将达到约15.8万亿人民币。

图 5: 全球医疗卫生支出及预测 (2016-2030)


资料来源: 世界卫生组织, Frost & Sullivan, 华金证券研究所

图 6: 中国医疗卫生支出及预测 (2016-2030)


资料来源: 国家卫健委, Frost & Sullivan, 中国卫生健康统计年鉴, 华金证券研究所

从药品种类来看，行业内主要分为化学药、中成药和生物药。

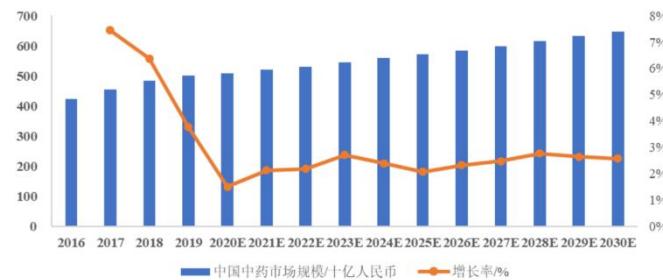
化学药是所有药品中数量、种类最多的类别，也是居民日常生活中使用最广泛的类别，化学药制造行业是医药制造行业重要的子行业。沙利文报告显示，2016年我国化学药市场规模7,226亿元，到2030年销售规模有望增长至12,435亿元，复合年增长率为3.95%，保持较快发展。

中成药受益于良好的政策环境,同时随着居民消费水平的提高,和健康养生意识的不断加强,中成药行业规模继续扩大,行业总体呈现持续向好态势。沙利文报告显示,2016年我国中药市场规模4,232亿元,到2030年销售规模有望增长至6,481亿元,复合年增长率为3.09%。

图 7: 中国化学药市场规模及预测 (2016-2030)



图 8: 中国中药市场规模及预测 (2016-2030)



资料来源: Frost & Sullivan, 华金证券研究所

资料来源: Frost & Sullivan, 华金证券研究所

生物药虽然起步较晚,但生物药行业已经成为全球医药行业中最容易出现年收入10亿美元以上重磅产品的细分领域,公开数据显示,2020年全球前十大畅销药物中,生物药占据六席,销售金额占前十位药物销售总额的63.65%。根据沙利文报告,2014年全球生物药市场规模达1,944亿美元,并于2020年达到2,979亿美元,技术创新不断突破是生物药行业市场的主要增长动力。中国的生物药行业发展滞后于全球市场,因而相对具有更加广阔的增长空间。受到技术创新、居民保健意识增强、生物药疗效卓越等因素驱动,未来中国生物药市场规模将快速增长,市场规模将于2030年达到1.29万亿元。

图 9: 全球生物药市场规模及预测 (2014-2030)

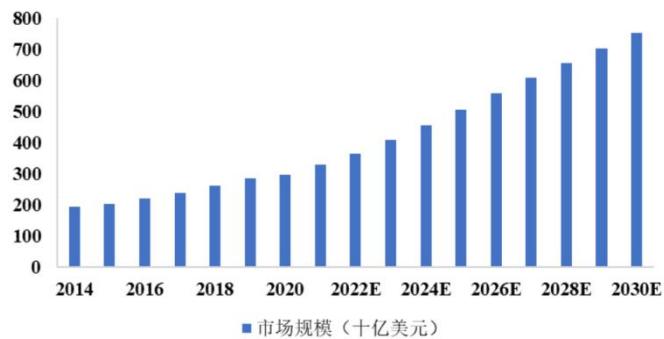
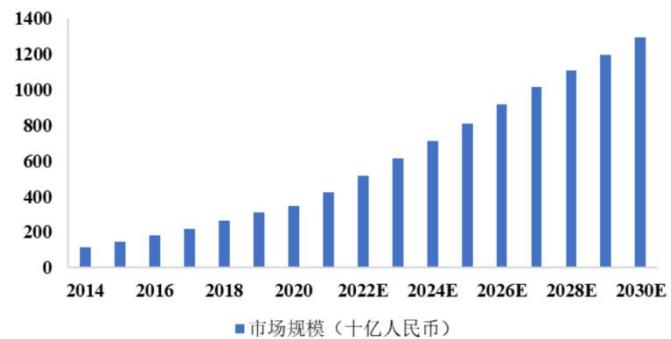


图 10: 中国生物药市场规模及预测 (2014-2030)



资料来源: Frost & Sullivan, 华金证券研究所

资料来源: Frost & Sullivan, 华金证券研究所

公司目前的主要产品和在研品种,涵盖抗肿瘤、麻醉、抗感染、儿科等多个治疗领域。

抗肿瘤药物市场方面,公司在研品种的主要适应症包括非小细胞肺癌、头颈鳞癌、食管鳞癌、结直肠癌等。根据国家癌症中心的统计数据,2018年中国癌症新发病例数量约为428.5万,复合年均增长率为2.5%。预计到2023年,年新发癌症病例数将达到486.5万。2019年,全球抗肿瘤药物花费总额接近1,434亿美元,同比增长11.9%,欧美和日本等发达国家目前仍占据市场主要地位,预测到2030年全球抗肿瘤药物市场总额将超过3,912亿美元。近十年来,国内抗肿瘤药物市场发展迅速。沙利文报告显示,2019年国内抗肿瘤药物市场规模达到281亿元,较之

2016 年 192 亿元的市场规模增长 46.35%，增长率远超过全球市场。预计 2030 年规模有望超过 1,018 亿元，前景十分广阔。

图 11：全球抗肿瘤药物市场规模及预测（2016-2030E）

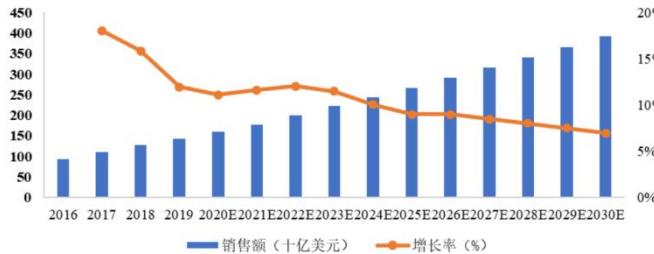
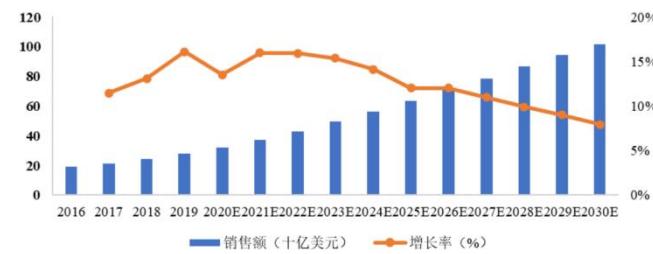


图 12：中国抗肿瘤药物市场规模及预测（2016-2030E）



资料来源：Frost & Sullivan, 华金证券研究所

资料来源：Frost & Sullivan, 华金证券研究所

非小细胞肺癌市场方面，根据弗若斯特沙利文报告，中国 2020 年新增非小细胞肺癌人数 78.55 万人。根据沙利文报告，中国非小细胞肺癌市场在过去保持着稳定的增长，市场规模从 2016 年的 172 亿元增加至 2020 年 449 亿元。预计到 2025 年，中国非小细胞肺癌市场规模将达到 1,186 亿元。

头颈癌市场方面，根据沙利文报告，中国 2020 年新增头颈癌人数 14.31 万人，其中头颈鳞癌占整个头颈癌人数的 90%，中国头颈癌市场在过去保持着稳定的增长，市场规模从 2016 年的 13 亿元增加至 2020 年 30 亿元。预计到 2025 年，中国头颈癌市场规模将达到 74 亿元。

食管癌市场方面，根据世界卫生组织国际癌症研究机构（IARC）的数据，2020 年，全球食管癌占全部癌症种类的 3.0%。根据沙利文报告，中国 2020 年新增食管癌人数 28.96 万人，其中食管鳞癌占整个食管癌人数的 90%，中国食道癌市场在过去保持着稳定的增长，市场规模从 2016 年的 23 亿元增加至 2020 年 33 亿元。预计到 2025 年，中国食道癌市场规模将达到 122 亿元。

结直肠癌市场方面，根据 IARC 的数据，2020 年，直结肠癌占全部癌症种类的 9.7%。根据沙利文报告，中国 2020 年新增结直肠癌人数 45.34 万人，中国结直肠癌市场在过去保持着稳定的增长，市场规模从 2016 年的 69 亿元增加至 2020 年 161 亿元。预计到 2025 年，中国结直肠癌市场规模将达到 316 亿元。

（三）公司亮点

1、公司深耕化药制剂和中药制剂领域 26 年，葡萄糖电解质泡腾片等多款药物为我国首仿品种。截至报告期末，公司拥有化学制剂注册批件 182 个，原料药注册批件 11 个。从重点布局的麻醉重症、儿科等临床亟需领域来看，公司的葡萄糖电解质泡腾片、注射用盐酸尼非卡兰、马来酸依那普利口服溶液等 6 个品种为国内首仿品种；其中，新一代适用于儿童及成人的低渗低钠口服补液的“葡萄糖电解质泡腾片”，以及能够快速起效用于恶性心律失常急救的抗心律失常药物“注射用盐酸尼非卡兰”为公司独家品种，而儿童药马来酸依那普利口服溶液（第三批鼓励清

单,重大新药创制项目)已于2022年6月28日获批上市,其国外原研品种并未在中国上市;上述产品的上市,可有效填补相关领域的市场空白,而公司作为独家供应,有望从中获益。

2、在创新生物药领域,公司前瞻性的选择技术壁垒更高的双/多特异性抗体等领域为研发重点;截至目前,公司多个在研项目已取得阶段性成果。公司自2011年开始布局创新生物药领域,并前瞻性的避开技术相对成熟、竞争较为激烈的单克隆抗体领域,而选择技术壁垒更高的双/多特异性抗体及融合蛋白药物在研项目。其中,治疗非小细胞肺癌等上皮肿瘤的双特异性抗体SI-B001已进入II期临床试验,是全球范围内基于HER3靶点进展最快的双特异性抗体药物;四特异性抗体GNC-038、GNC-039、GNC-035已进入I期临床试验,是全球前3个进入临床研究阶段的四特异性抗体;另外,进入I期临床试验的双抗ADC药物BL-B01D1是全球第三个,中国首个进入临床研究阶段的靶向双靶点的双抗ADC候选药物。近年来,多特异性抗体在肿瘤靶向、多重药理活性、抑制免疫逃逸等方面已具备相应优势,因而也成为目前各大药企研发的重点;公司在该领域的先发优势,将有利于助推其未来的持续性发展。

(四) 募投项目投入

公司本轮IPO募投资金拟投入2个项目。

- 1、抗体药物产业化建设项目:**本项目将建成符合NMPA, EMEA, FDA等药政要求的生物药制剂生产基地,大幅提升公司生物药制剂产能;本项目建成后,将可生产SI-B001、SI-B003、GNC-038、GNC-039、GNC-035、SI-F019等创新生物制剂,用于满足创新生物药的临床样品生产需求,及批准上市后的早期商业化生产需求。
- 2、抗体药物临床研究项目:**本项目拟用于创新药物的临床研究,包括公司5个重点在研品种的共计17个临床研究,以支持这些品种的上市申请或进一步开展后续更大规模的确证性临床研究等。其中,多特生物将承担“肿瘤治疗领域创新抗体类药物研发项目”,包括4个创新抗体合计16个临床试验的开展。百利药业将承担“新冠治疗领域创新抗体类药物研发项目”,将开展1个创新抗体药物的1个临床试验。

表1:公司IPO募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
1	抗体药物产业化建设项目	31,375.00	31,375.00	17个月
2	抗体药物临床研究项目(包括肿瘤治疗领域创新抗体类药物研发项目、新冠治疗领域创新抗体类药物研发项目)	110,852.55	110,852.55	-
	合计	142,227.55	142,227.55	-

资料来源:公司招股书,华金证券研究所

(五) 同行业上市公司指标对比

2021 年度，公司实现营业收入 7.97 亿元，同比下降 21.33%；实现归属于母公司净利润-1.00 亿元，同比下降 363.82%。根据初步预测，公司预计 2022 年度实现营业收入为 68,800.00 万元至 72,400.00 万元，同比减少 13.65% 至 9.13%；预计实现归属于母公司股东的净利润约-32,300.00 万元至-30,300.00 万元，同比减少 223.03% 至 203.03%；预计实现扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润-34,300.00 万元至-32,700.00 万元，同比减少 122.30 至 111.93。

公司同时拥有化药制剂与中成药制剂业务板块和创新生物药业务板块；因此，选取了化药制剂与中成药制剂领域的南新制药、恩华药业、海思科、奥赛康、灵康药业，以及创新生物药领域的荣昌生物为百利天恒的可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年平均收入规模为 21.11 亿元、PE-TTM（剔除负值/算术平均）为 98.74X，平均销售毛利率为 82.59%；相较而言，公司的营收规模及净利率水平皆处于同业的中下位区间、未及同业均值。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	2021 年收入 (亿元)	2021 年收 入增速	2021 年归 母净利润 (亿元)	2021 年净 利润增长 率	2021 净 利率	2021 年 ROE 摊 薄
688189.SH	南新制药	35.87	-17.80	6.85	-37.08%	-1.67	-225.50%	86.70%	-11.98%
002262.SZ	恩华药业	219.45	25.32	39.36	17.09%	7.98	9.46%	77.20%	16.21%
002653.SZ	海思科	223.83	129.38	27.73	-16.71%	3.45	-45.80%	65.98%	12.14%
002755.SZ	奥赛康	84.28	-104.89	31.07	-17.87%	3.80	-47.35%	91.08%	11.80%
603669.SH	灵康药业	50.77	-61.58	7.40	-26.04%	0.66	-58.83%	79.38%	4.52%
688331.SH	荣昌生物	391.00	141.51	14.26	46753.31%	2.76	139.59%	95.18%	8.02%
688506.SH	百利天恒	/	/	7.97	-21.33%	-1.00	-363.82%	75.18%	-30.13%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（六）风险提示

政策风险、药品集中采购相关风险、公司仿制药无法通过或者未能在时限内通过一致性评价的风险、公司产品进入国家医保目录存在不确定性的风险、原材料供应及价格波动风险、发生被列入医药价格和招采失信事项目录清单的失信行为、经销商的管理风险、GMP 标准生产管理风险、在境外开展研发业务的风险、公司从化学制药企业向创新药企业业务转型的风险、新冠肺炎疫情对公司研发及生产经营造成不利影响的风险等风险。

公司评级体系

收益评级:

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A —正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B —较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

分析师声明

李蕙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn