

2023年03月17日

科源制药（301281.SZ）

投资要点

- ◆ 下周二（3月21日）有一家创业板上市公司“科源制药”询价。
- ◆ **科源制药（301281）：**公司主要从事化学原料药及其制剂产品的研发、生产和销售，产品覆盖降糖类、麻醉类、心血管类及精神类等重点疾病领域。公司2020-2022年分别实现营业收入3.67亿元/4.21亿元/4.43亿元，YOY依次为18.02%/14.67%/5.22%，三年营业收入的年复合增速12.50%；实现归母净利润0.69亿元/0.78亿元/0.91亿元，YOY依次为127.73%/13.87%/16.77%，三年归母净利润的年复合增速44.67%。公司初步预测2023年第一季度净利润在2,700-3,200万元之间，同比变动-1.63%-16.58%。

② **投资亮点：**1、公司是格列齐特、盐酸罗哌卡因原料药国产龙头，在盐酸二甲双胍、单硝酸异山梨酯原料药领域亦具备较强的竞争优势。化学原料药为公司核心产品领域，公司现有原料药品种均具备较强的市场竞争力。目前公司是格列齐特、盐酸罗哌卡因领域龙头厂商，根据IMS数据库数据，2020年公司格列齐特销售量占全球同类原料药消耗量比重达36.00%，盐酸罗哌卡因销售量全球占比达25.41%；同时，公司亦为盐酸二甲双胍、单硝酸异山梨酯原料药的重要供应商之一。在国家集采中，相当比例的中标企业为公司客户或已处于新增公司为供应商过程中，具体来看，格列齐特、盐酸二甲双胍、盐酸罗哌卡因、单硝酸异山梨酯关联公司原料药的客户在集采中标中份额分别达到44.72%、20.68%、72.27%、39.55%，公司相应领域业绩或具备较强的持续性。2、**公司拥有单硝酸异山梨酯“原料药-制剂”一体化生产优势，报告期内产品拓展情况良好。**公司于2019年实现了对同一控制下的力诺制剂的收购，形成了“原料药+制剂”一体化生产能力，具备较好的成本及质量优势。公司该优势较好地体现在了单硝酸异山梨酯相关产品中，目前相应制剂单硝酸异山梨酯片已通过一致性评价并于2022年7月纳入国家集采，根据集采中标文件，公司单硝酸异山梨酯片的集采中标价格为0.41元/片，显著高于公司2021年销售均价0.15元/片，同时约定的年度采购金额为5,598.62万元（不考虑配送等相关费用），预计将为公司带来一定业绩提升。3、**公司已切入化妆品用中间体领域，相应产能的建设有望为业绩增长提供较好支撑。**公司中间体产品包括OR10127及OR10154，均用于欧莱雅防晒产品，其中OR10127为OR10154的上游原材料。随着海外疫情管控放开，国外出行、旅游需求快速增长，报告期内公司OR10154中间体销售呈现良好增长；基于此，公司拟使用IPO募集资金新增OR10154年产能300吨，建成后公司该产品生产能力相较2021年产能64.8吨将有大幅提升，或有望为公司业绩增长产生一定贡献。

③ **同行业上市公司对比：**公司专注于化学原料药、制剂及中间体的生产，其中主要产品为化学原料药；选取主要产品为特色原料药且品类与公司相似度较高的公司九洲药业、普洛药业、奥翔药业、美诺华、同和药业、亨迪药业为可比上市公司。从上述可比公司来看，2021年第四季度至2022年第三季度行业平均收入规模31.62亿元，可比PE-TTM（剔除最高值/算术平均）为37.84X，销售毛利率为34.84%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均水平。

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）	58.00
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@huajinse.cn

相关报告

云天励飞-新股专题覆盖报告（云天励飞）
-2023年第39期-总第236期 2023.3.17
华海诚科-新股专题覆盖报告（华海诚科）
-2023年第38期-总第235期 2023.3.17
国泰环保-新股专题覆盖报告（国泰环保）
-2023年第37期-总第234期 2023.3.17
中科磁业-新股专题覆盖报告（中科磁业）
-2023年第36期-总第233期 2023.3.16
日联科技-新股专题覆盖报告（日联科技）
-2023年第35期-总第232期 2023.3.14



平，但销售毛利率高于行业平均水平。

- ◆ **风险提示：**已经开启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等。具体上市公司风险在正文内容中展示。

公司近3年收入和利润情况

会计年度	2020A	2021A	2022A
主营收入(百万元)	367.1	420.9	442.9
同比增长(%)	18.02	14.67	5.22
营业利润(百万元)	78.6	89.8	98.2
同比增长(%)	101.78	14.26	9.29
净利润(百万元)	68.7	78.2	91.3
同比增长(%)	127.73	13.87	16.77
每股收益(元)	1.18	1.35	1.57

数据来源：聚源、华金证券研究所

内容目录

一、科源制药	4
(一) 基本财务状况	4
(二) 行业情况	5
(三) 公司亮点	8
(四) 募投项目投入	8
(五) 同行业上市公司指标对比	9
(六) 风险提示	10

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: 2020 年公立医疗机构非胰岛素类降血糖药格局	6
图 6: 麻醉药及其辅助用药样本医院销售规模 (亿元)	6
图 7: 2016-2021 年盐酸罗哌卡因公立医院销售规模 (万元)	6
图 8: 2012-2021 年精神障碍用药样本医院销售金额 (亿元)	7
图 9: 2021 年精神障碍用药占比情况	7
表 1: 公司 IPO 募投项目概况	9
表 2: 同行业上市公司指标对比	9

一、科源制药

公司主要从事化学原料药及其制剂产品的研发、生产和销售，公司自设立以来始终专注于化学原料药的研发和制造，并以特色原料药为基础，拓展部分化学药品制剂业务，致力于成为国内领先、具有国际竞争力的化学原料药生产企业。

公司产品覆盖降糖类、麻醉类、心血管类及精神类等重点疾病领域。截至招股意向书签署日，公司拥有 24 个原料药备案登记号及 41 个化学药品制剂批准文号。原料药产品主要包括格列齐特、盐酸二甲双胍、盐酸罗哌卡因、单硝酸异山梨酯等，均通过国家 GMP 认证，部分核心产品通过欧盟 EDQM 认证、美国 FDA 认证、日本 PMDA 认证、韩国 KFDA 认证等国家官方药政认证，具有较强的市场竞争力。化学药品制剂产品主要包括盐酸氟西汀分散片、单硝酸异山梨酯缓释片以及单硝酸异山梨酯片等，其中 29 个药品被列入国家医保目录，15 个药品被列入国家基本药物目录。同时，公司兼营部分中间体业务，主要销往国际市场。

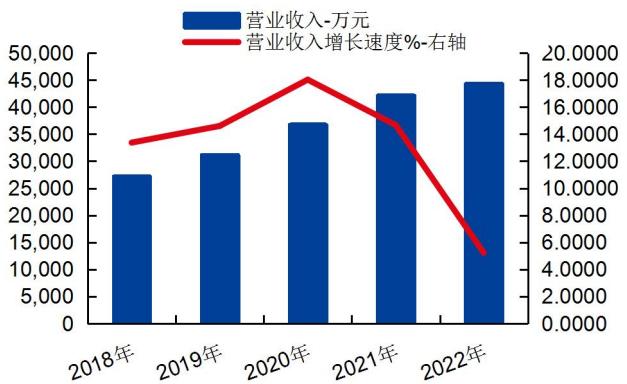
公司为高新技术企业，获得山东省认定企业技术中心、山东省技术创新示范企业、2022 年山东省第六批入库科技型中小企业、2021 年度山东省“专精特新”中小企业、省级第一批“现代优势产业集群+人工智能”试点示范企业、省级产业互联网平台示范项目（医药原料药企业智能网络平台）、济南市级博士后创新实践基地、济南市质子泵抑制剂工程研究中心等资质或认可。

(一) 基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 3.67 亿元/4.21 亿元/4.43 亿元，YOY 依次为 18.02%/14.67%/5.22%，三年营业收入的年复合增速 12.50%；实现归母净利润 0.69 亿元/0.78 亿元/0.91 亿元，YOY 依次为 127.73%/13.87%/16.77%，三年归母净利润的年复合增速 44.67%。

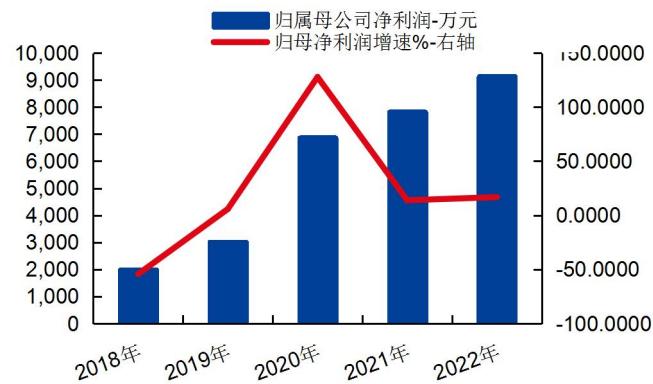
2021 年，公司主营业务收入按产品类型可分为三大板块，分别为化学原料药（3.61 亿元，85.97%）、化学药品制剂（0.36 亿元，8.50%）、中间体（0.23 亿元，5.53%）。2019 年至 2022 年 1-6 月报告期间，化学原料药一直为公司最主要的收入来源，收入占比维持在 70%以上。

图 1：公司收入规模及增速变化



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



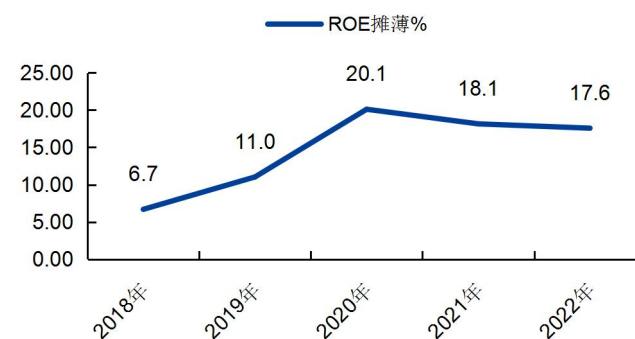
资料来源：Wind，华金证券研究所

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

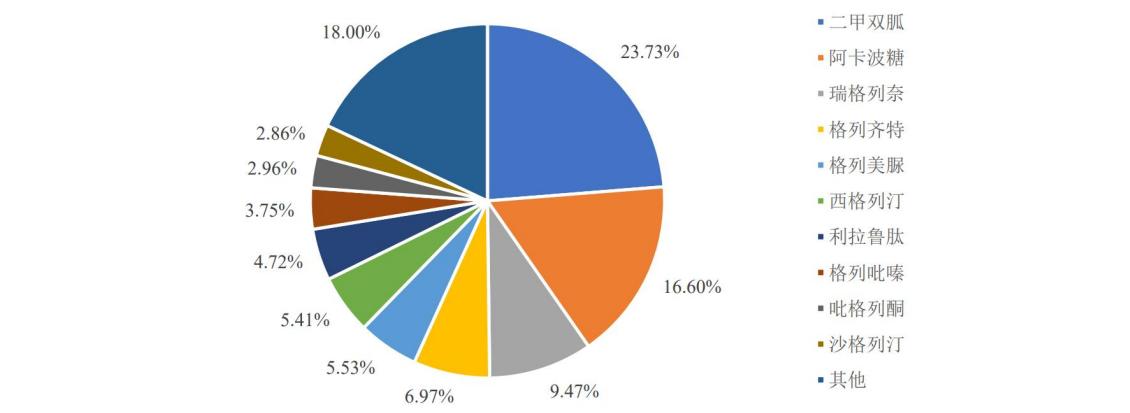
公司主要产品包括化学原料药、制剂及中间体，涵盖了降糖类药物（如格列齐特、盐酸二甲双胍）、麻醉类药物（如盐酸罗哌卡因）、心血管类药物（如单硝酸异山梨酯）以及精神类药物（如盐酸氟西汀分散片）等多个重点用药领域，分属于对应的降糖类药物、麻醉类药物、心血管类药物及精神类药物行业。

1、降糖类药物行业

据南方医药经济研究所统计显示，2019 年中国糖尿病患者人数 1.16 亿，居世界首位，预计 2030 年中国糖尿病患者人数 1.41 亿，2045 年将达到 1.47 亿人。据 IDF（国际糖尿病联盟）预测，全球每年糖尿病相关医疗开支大约为 7,600 亿美元，而到 2030 年预计将达到 8,250 亿美元，到 2045 年将达到 8,450 亿美元。糖尿病以 II 型糖尿病患者为主，占比约为 90%，同时，糖尿病相关药物种类较多，具体可分为胰岛素类、化学口服降糖类、GLP-1 受体激动剂类及不同组合的复方制剂等。目前我国糖尿病药物市场主导产品仍为双胍类、磺脲类和 α -糖苷酶抑制剂类等已上市多年的药物，新型降糖药 DPP-4、GLP-1 和 SGLT-2 在整体糖尿病中占比相对较低。

根据米内网数据，2020 年格列齐特制剂及二甲双胍制剂的公立医院销售规模分别为 128,264 万元及 388,784 万元，2016 年至 2020 年复合增长率分别为 8.32% 及 12.20%，呈稳定增长态势，2021 年受国家集采降价影响，盐酸二甲双胍制剂公立医院销售规模为 258,610 万元，格列齐特制剂公立医院销售规模为 109,630 万元，销售规模有所下降。根据米内网数据，非胰岛素类降血糖药中，2018-2020 年（相关期间不受集采降价因素影响），二甲双胍制剂市场份额分别为 18.29%、18.78% 及 23.73%，格列齐特制剂市场份额分别为 6.31%、6.09% 及 6.97%，其中 2020 年二甲双胍制剂、格列齐特制剂市场份额分别位列第 1 位、第 4 位，均为经过市场长期检验的主流非胰岛素类降血糖药，市场地位牢固。

图 5: 2020 年公立医疗机构非胰岛素类降血糖药格局



资料来源：米内网全国放大版公立医疗机构终端竞争格局数据库，华金证券研究所

2、麻醉类药物行业

根据 PDB 数据库，2021 年中国样本医院麻醉药销售规模为 48.34 亿元，过去八年的复合增速为 6.57%，受新冠疫情影响，2020 年销售规模有所减少。麻醉用药主要分为全麻药、局麻药、肌松药等三大类。从各类麻醉药销售情况来看，2021 年全身麻药销售占比 62.93%，肌松药销售占比 22.21%，局麻药销售占比 14.86%，局麻药在整个麻醉用药市场中占据份额相对较小。

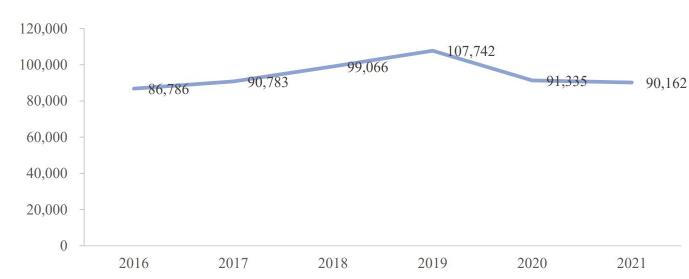
局麻药的上市品种较多，主要品种市场趋于成熟。从样本医院的统计数据看，目前应用较多的为盐酸罗哌卡因、利多卡因、达克罗宁等，其中以盐酸罗哌卡因占据市场份额最大，也是目前局麻药的领军药物。

盐酸罗哌卡因是一种长效酰胺类局部麻醉用药，具有麻醉和镇痛的双重作用，广泛用于各类外科手术麻醉，因其副作用相对较低，市场地位较为稳固，是相对成熟的产品。盐酸罗哌卡因在局麻药物中销售额占比最大，2020 年样本医院销售额占整体局麻药的比例为 26.98%。根据米内网全国放大版公立医院终端数据库，2020 年盐酸罗哌卡因制剂的城市公立医院和县级公立医院销售规模为 91,335 万元，2016 年至 2020 年复合增长率为 1.29%，受新冠疫情影响，2020 年销售规模有所减少。根据米内网数据库，2021 年 1-6 月，盐酸罗哌卡因制剂用量回升，公立医院销售规模为 48,311.00 万元，同比增加 19.52%，疫情的影响已经基本消除。受国家集采降价影响，2021 全年盐酸罗哌卡因制剂公立医院市场规模为 90,162 万元，较 2020 年有所减少。

图 6: 麻醉药及其辅助用药样本医院销售规模 (亿元)



图 7: 2016-2021 年盐酸罗哌卡因公立医院销售规模 (万元)



资料来源：PDB 数据库，华金证券研究所

资料来源：米内网全国放大版公立医院终端数据库，华金证券研究所

3、心血管类药物行业

根据国家心血管病中心发布的《中国心血管健康与疾病报告 2019》，中国心血管病患病率处于持续上升阶段，推算心血管病现患人数 3.30 亿，根据智研咨询分析，由于心血管疾病的患病率上升，中国相关药品的市场规模由 2015 年的 1,588 亿元增长至 2019 年的 2,122 亿元，年复合增长率为 7.5%，预期将以 3.3% 的年复合增长率由 2020 年的 2,175 亿元进一步增长至 2024 年的 2,477 亿元，保持快速增长态势。

心血管疾病多为慢性疾病，大部分心血管疾病患者从开始患有高血压、高血脂到严重的心血管疾病（如冠心病等）通常需要经历几十年的患病期，具有病程时间长、需持续用药的特点，市场对于心血管疾病药物具有刚性需求。

根据《硝酸酯在心血管疾病中规范化应用的专家共识》，硝酸酯是一种非内皮依赖性的血管扩张剂，硝酸酯类药物主要用于冠心病、心力衰竭、高血压危象和围手术期高血压的治疗，根据 PDB 数据库数据，2018-2021 年单硝酸异山梨酯制剂样本医院销售额占整体心血管药物的比例分别为 1.60%、1.60%、1.75% 以及 1.49%，其中占抗心绞痛药物的比例分别为 35.82%、31.83%、33.43% 以及 30.97%，2021 年由于国家集采降低了市场平均价格（售价较高的原研厂商未中标，中标的为售价相对较低的国内厂商），使得销售额占比有所下降，整体来看，单硝酸异山梨酯制剂的市场地位较为稳固，有一定市场需求。

4、精神类药物行业

精神障碍患者通常需要长期用药，随着人们健康意识的不断增强，我国精神障碍用药保持着持续增长态势。从 2012 年至 2019 年，样本医院精神障碍用药市场总规模持续增长，由 2012 年的 24.67 亿元上升至 2019 年的 57.32 亿元，年均复合增长率达到 12.80%，2020 年受新冠疫情影响有所下降，2021 年受国家集采影响，市场规模有所下降，总体来看市场成长性较好。

从各类别精神障碍用药的情况来看，根据 2021 年 PDB 数据库样本医院数据，目前销售额最大的是抗抑郁症用药，占比达 41.85%，其次为催眠/镇静用药以及抗精神病药。

图 8：2012-2021 年精神障碍用药样本医院销售金额（亿元）

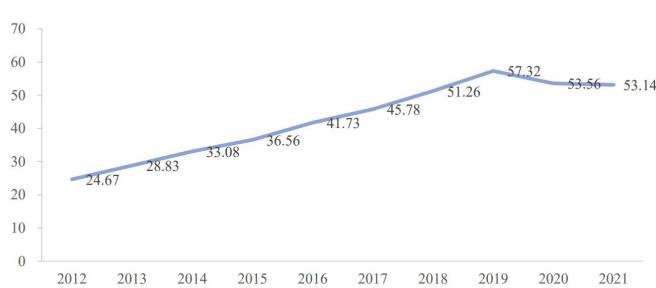
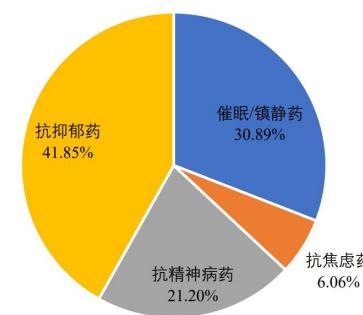


图 9：2021 年精神障碍用药占比情况



资料来源：PDB 数据库，华金证券研究所

资料来源：PDB 数据库，华金证券研究所

抗抑郁药是一类主要治疗情绪低落、心情郁郁寡欢、悲观、消极的药物，用药后可以使情绪振奋，提高情绪，增强思维能力及使精力好转。我国抗抑郁用药主要品种均为处方药品种，其中

基本药物目录品种有艾司西酞普兰、帕罗西汀、米氮平和氟西汀等。2019 年氟西汀样本医院销售额为 1.03 亿元，同比增长 4.88%，2020 年受新冠疫情以及国家集采影响有所减少，2021 年受国家集采影响减少较多。

(三) 公司亮点

1、公司是格列齐特、盐酸罗哌卡因原料药国产龙头，在盐酸二甲双胍、单硝酸异山梨酯原料药领域亦具备较强的竞争优势。化学原料药为公司核心产品领域，公司现有原料药品种均具备较强的市场竞争力。目前公司是格列齐特、盐酸罗哌卡因领域龙头厂商，根据 IMS 数据库数据，2020 年公司格列齐特销售量占全球同类原料药消耗量比重达 36.00%，盐酸罗哌卡因销售量全球占比达 25.41%；同时，公司亦为盐酸二甲双胍、单硝酸异山梨酯原料药的重要供应商之一。在国家集采中，相当比例的中标企业为公司客户或已处于新增公司为供应商过程中，具体来看，格列齐特、盐酸二甲双胍、盐酸罗哌卡因、单硝酸异山梨酯关联公司原料药的客户在集采中标中份额分别达到 44.72%、20.68%、72.27%、39.55%，公司相应领域业绩或具备较强的持续性。

2、公司拥有单硝酸异山梨酯“原料药-制剂”一体化生产优势，报告期内产品拓展情况良好。公司于 2019 年实现了对同一控制下的力诺制剂的收购，形成了“原料药+制剂”一体化生产能力，具备较好的成本及质量优势。公司该优势较好地体现在了单硝酸异山梨酯相关产品中，目前相应制剂单硝酸异山梨酯片已通过一致性评价并于 2022 年 7 月纳入国家集采，根据集采中标文件，公司单硝酸异山梨酯片的集采中标价格为 0.41 元/片，显著高于公司 2021 年销售均价 0.15 元/片，同时约定的年度采购金额为 5,598.62 万元（不考虑配送等相关费用），预计将对公司带来一定业绩提升。

3、公司已切入化妆品用中间体领域，相应产能的建设有望为业绩增长提供较好支撑。公司中间体产品包括 OR10127 及 OR10154，均用于欧莱雅防晒产品，其中 OR10127 为 OR10154 的上游原材料。随着海外疫情管控放开，国外出行、旅游需求快速增长，报告期内公司 OR10154 中间体销售呈现良好增长；基于此，公司拟使用 IPO 募集资金新增 OR10154 年产能 300 吨，建成后公司该产品生产能力相较 2021 年产能 64.8 吨将有大幅提升，或有望为公司业绩增长产生一定贡献。

(四) 募投项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 3 个项目以及补充流动资金。

- 1、**原料药综合生产线技术改造项目：**本项目主要是在科源制药现有厂区建设新的原料药综合生产线，增加 2.2 吨盐酸罗哌卡因、8 吨兰索拉唑、0.3 吨盐酸异丙肾上腺素、3 吨盐酸氟西汀原料药年度产能。
- 2、**药用原料绿色智能柔性生产线项目：**本项目拟建设内容主要包括盐酸鲁拉西酮原料药 1 吨、酚磺乙胺原料药 100 吨、氯喹沙宗原料药 100 吨及 OR10154 产品 300 吨年度产能所需生产厂房及配套设施。
- 3、**研究院建设及药物研发项目：**本项目分为山东力诺制药有限公司研究院建设项目及药物研发项目，系在力诺制药和科源制药现有研发组织架构的基础上，整合设立合成、制剂、

分析和注册等四大中心，建设研究院场地，配置先进研究、检测仪器设备，改善研发环境，引进专业技术人才，完善研发管理制度，建立与公司发展战略相适应的研发平台；同时，推进盐酸鲁拉西酮片的研发及盐酸氟西汀分散片、单硝酸异山梨酯片、单硝酸异山梨酯缓释片的一致性评价工作。

表 1：公司 IPO 募投项目概况

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金金额 (万元)	项目建设期
		(万元)		
1	原料药综合生产线技术改造项目	10,809.09	9,100.00	21 个月
2	药用原料绿色智能柔性生产线项目	5,400.00	4,200.00	21 个月
3	研究院建设及药物研发项目	8,466.69	8,200.00	24 个月
4	补充流动资金	13,500.00	13,500.00	-
	总计	38,175.78	35,000.00	-

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

2022 年度，公司实现营业收入 4.43 亿元，同比增长 5.22%；实现归属于母公司净利润 0.91 亿元，同比增长 16.77%。鉴于 2023 年第一季度仍处于新冠疫情恢复期，因此结合疫情态势以及公司目前的在手订单、经营状况以及市场环境，公司初步预测 2023 年第一季度营业收入为 13,500.00-14,500.00 万元，同比增长 19.02%-27.83%；预计 2023 年一季度净利润在 2,700-3,200 万元之间，同比变动 -1.63%-16.58%；扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润在 2,600-3,100 万元之间，同比增长 1.75%-21.32%。

公司专注于化学原料药、制剂及中间体的生产，其中主要产品为化学原料药；选取主要产品为特色原料药且品类与公司相似度较高的公司九洲药业、普洛药业、奥翔药业、美诺华、同和药业、亨迪药业为可比上市公司。从上述可比公司来看，2021 年第四季度至 2022 年第三季度行业平均收入规模 31.62 亿元，可比 PE-TTM(剔除最高值/算术平均)为 37.84X，销售毛利率为 34.84%；相较而言，公司的营收规模低于行业平均水平，但销售毛利率高于行业平均水平。

表 2：同行业上市公司指标对比

代码	简称	总市值 (亿元)	PE-TTM	收入-TTM (亿元)	收入增速 -TTM	归母净利润 -TTM(亿元)	净利润增长 率-TTM	销售毛利 率-TTM	ROE 摊薄 -TTM
603456.SH	九洲药业	324.38	35.88	54.32	39.07%	9.04	47.15%	35.01%	17.63%
000739.SZ	普洛药业	254.44	25.72	100.94	19.20%	8.51	-10.33%	23.90%	17.95%
603229.SH	奥翔药业	102.77	48.32	7.18	33.68%	2.13	62.41%	51.54%	15.16%
603538.SH	美诺华	53.43	24.16	15.70	34.87%	2.21	36.73%	40.30%	11.34%
300636.SZ	同和药业	49.07	55.10	6.92	32.11%	0.89	17.03%	29.55%	7.10%
301211.SZ	亨迪药业	75.05	74.42	4.68	-20.51%	1.01	-26.87%	28.75%	4.52%
301281.SZ	科源制药	/	/	4.43	5.22%	0.91	16.77%	40.94%	17.56%

资料来源：Wind，华金证券研究所

备注：由于可比上市公司尚未披露 2022 年报，可比上市公司的收入-TTM、净利润-TTM 数据范围为 2021Q4-2022Q3；科源制药的收入-TTM、净利润-TTM 数据为 2022 年全年数据。

(六) 风险提示

原料药行业监管政策变化相关风险、下游制剂纳入国家药品集采使得原料药产品价格下降风险、部分客户未中标国家药品集采导致公司客户结构发生变动的风险、主要制剂产品未能及时通过一致性评价及中标国家集采的风险、主要产品较为集中从而影响公司业绩稳定性的风险、市场竞争加剧导致业绩增长放缓或下降的风险等风险。

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。

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

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn