

2023年09月06日

万邦医药 (301520.SZ)

新股覆盖研究

投资要点

- ◆ 本周五 (9月8日) 有一家创业板上市公司“万邦医药”询价。
- ◆ 万邦医药 (301520): 公司是一家同时提供药学研究和临床研究服务的综合型 CRO 企业, 其中临床研究的生物等效性研究是公司的核心业务。公司 2020-2022 年分别实现营业收入 1.39 亿元/2.11 亿元/2.61 亿元, YOY 依次为 35.02%/51.72%/23.54%, 三年营业收入的年复合增速 36.27%; 实现归母净利润 0.55 亿元/0.82 亿元/0.99 亿元, YOY 依次为 104.94%/50.18%/20.60%, 三年归母净利润的年复合增速 54.83%。最新报告期, 2023 年 1-6 月公司实现营业收入 1.65 亿元, 同比上升 53.28%; 实现归母净利润 0.54 亿元, 同比上升 50.23%。根据初步预测, 预计公司 2023 年 1-9 月实现归母净利润 8,287.50 万元至 8,712.50 万元, 较上年同期变动 20.24%至 26.40 %。
- ② **投资亮点:** 1、公司具备承接对某一药品研发的药学研究及临床研究全流程服务的能力, 其中在生物等效性研究环节具有较强竞争力。公司现已建立起“药学研究服务+临床研究服务”综合服务能力, 二者具备良好的协同效应和规模效应, 能有效提升药物研发成功率。其中, 在生物等效性 (BE) 研究环节具有较强竞争力; 一方面, 公司的生物等效性研究项目数充沛, 占全国生物等效性研究备案数较高, 根据 CDE 官网公布数据, 2020 年至 2022 年该比例分别为 6.53%、7.50%和 9.77%; 另一方面, 公司开展生物等效性研究业务效率高, 根据公司招股书, 2020-2022 年正式试验项目平均周期为 5-9 个月, 低于行业 6-12 个月的均值。2、公司现有业务相对聚焦于仿制药领域, 客户基础及服务能力相对较强。公司成立于 2006 年, 是国内较早开展药物研发服务的 CRO 企业之一, 现有客户覆盖国内知名药企, 包括华润集团旗下如华润赛科、华润双鹤药业等多家公司, 以及科伦药业、上海现代制药、济川药业等, 在仿制药领域经验相对丰富。同时, 公司承接的利培酮口服溶液为全国第一家通过一致性评价的品种, 恩替卡韦分散片为安徽省第一个通过一致性评价的品种, 甲硝唑片为全国第二家通过一致性评价的品种; 凸显公司的仿制药研发服务能力。
- ③ **同行业上市公司对比:** 综合考虑业务与产品类型等方面, 选取泰格医药、博济医药、百花村、阳光诺和、诺思格、百诚医药为万邦医药的可比上市公司; 从上述可比公司来看, 2022 年平均收入规模为 16.30 亿元, 销售毛利率为 46.20%; 剔除负值和极值的可比 PE-TTM (算术平均) 为 33.65X; 相较而言, 公司营收规模低于行业可比公司平均, 毛利率高于行业可比公司平均。
- ◆ **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) | 139.1 | 211.1 | 260.8 |
| 同比增长(%) | 35.02 | 51.72 | 23.54 |

交易数据

| | |
|------------|-------|
| 总市值 (百万元) | |
| 流通市值 (百万元) | |
| 总股本 (百万股) | 50.00 |
| 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@huajinsec.com

相关报告

- 中研股份-华金证券-新股-中研股份-新股专题覆盖报告 (中研股份)-2023 年第 185 期-总第 382 期 2023.9.3
- 飞南资源-华金证券-新股-飞南资源-新股专题覆盖报告 (飞南资源)-2023 年第 184 期-总第 381 期 2023.9.1
- 崇德科技-新股专题覆盖报告 (崇德科技)-2023 年第 183 期-总第 380 期 2023.8.31
- 盛科通信-华金证券-新股-盛科通信-新股专题覆盖报告 (盛科通信)-2023 年第 182 期-总第 379 期 2023.8.27
- 斯菱股份-华金证券-新股-斯菱股份-新股专题覆盖报告 (斯菱股份)-2023 年第 181 期-总第 378 期 2023.8.25



| | | | |
|-----------|--------|-------|-------|
| 营业利润(百万元) | 59.4 | 87.2 | 106.1 |
| 同比增长(%) | 109.73 | 46.66 | 21.68 |
| 净利润(百万元) | 54.5 | 81.9 | 98.7 |
| 同比增长(%) | 104.93 | 50.18 | 20.60 |
| 每股收益(元) | 1.14 | 1.64 | 1.97 |

数据来源: 聚源、华金证券研究所

内容目录

| | |
|-----------------------|----|
| 一、万邦医药 | 4 |
| (一) 基本财务状况 | 4 |
| (二) 行业情况 | 5 |
| (三) 公司亮点 | 9 |
| (四) 募投项目投入 | 10 |
| (五) 同行业上市公司指标对比 | 10 |
| (六) 风险提示 | 11 |

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: 2019-2025 年全球药品支出总额 (单位: 十亿美元) | 5 |
| 图 6: 2010-2021 年全球在研新药数量 (个) | 6 |
| 图 7: 2010-2021 年 FDA 新药获批数量 (个) | 6 |
| 图 8: 2018-2026 年全球专利药到期销售下滑情况 (十亿美元) | 7 |
| 图 9: 2014-2024 年全球 CRO 行业市场规模 (亿美元) | 7 |
| 图 10: 2011-2021 年我国三大终端市场药品销售额 (单位: 亿元) | 8 |
| 图 11: 2015-2020 年中国 BE 试验数量变化情况 (个) | 9 |
| 表 1: 药物研发流程 | 8 |
| 表 2: 公司 IPO 募投项目概况 | 10 |
| 表 3: 同行业上市公司指标对比 | 11 |

一、万邦医药

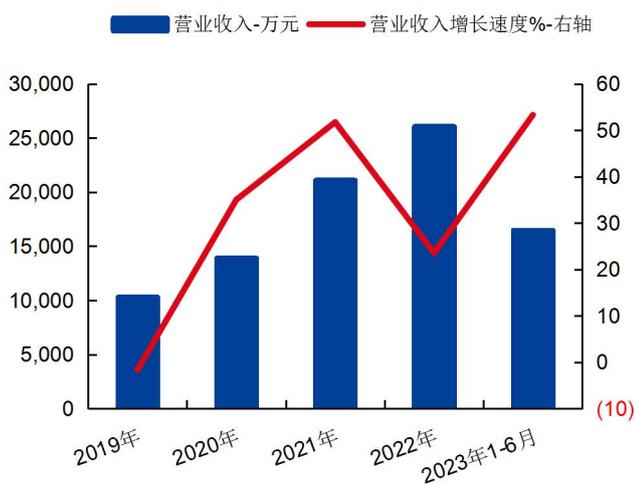
公司是一家同时提供药学研究和临床研究服务的综合型 CRO 企业，包括药学研究领域的仿制药开发和一致性评价服务，以及临床研究领域的生物等效性研究服务。

（一）基本财务状况

公司 2020-2022 年分别实现营业收入 1.39 亿元/2.11 亿元/2.61 亿元，YOY 依次为 35.02%/51.72%/23.54%，三年营业收入的年复合增速 36.27%；实现归母净利润 0.55 亿元/0.82 亿元/0.99 亿元，YOY 依次为 104.94%/50.18%/20.60%，三年归母净利润的年复合增速 54.83%。最新报告期，2023 年 1-6 月公司实现营业收入 1.65 亿元，同比上升 53.28%；实现归母净利润 0.54 亿元，同比上升 50.23%。

2022 年，公司主营业务收入按产品类型可分为三个板块，分别为药学研究服务（0.50 亿元，20.32%）、临床研究服务（1.88 亿元，76.41%）、其他（0.08 亿元，3.28%）。

图 1：公司收入规模及增速变化



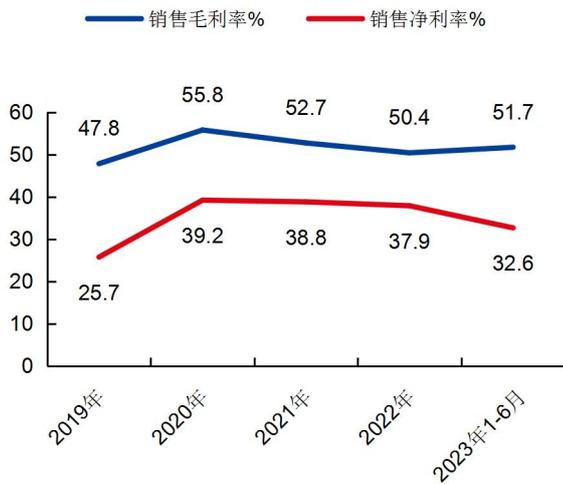
资料来源：wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利润及增速变化



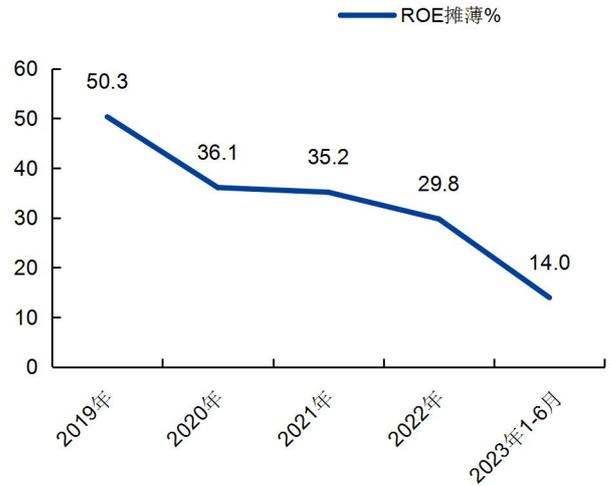
资料来源：wind，华金证券研究所

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

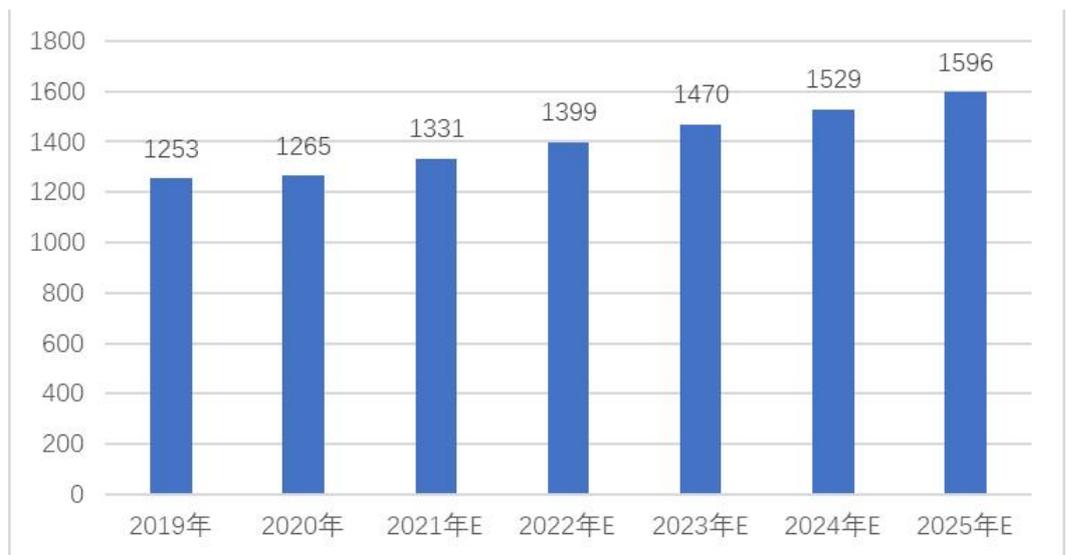


资料来源: wind, 华金证券研究所

(二) 行业情况

随着全球经济的不断发展、人口总量的持续增长以及社会老龄化程度的加剧，全球药品市场呈现出强劲的增长态势，药物研发投入增长。根据 IQVIA 的数据，2020 年全球药品支出达到了惊人的 12,650 亿美元，预计到 2025 年，全球药品支出总额将飙升至约 1.6 万亿美元。并在未来五年内以 3%-6% 的年复合增长率持续增长。

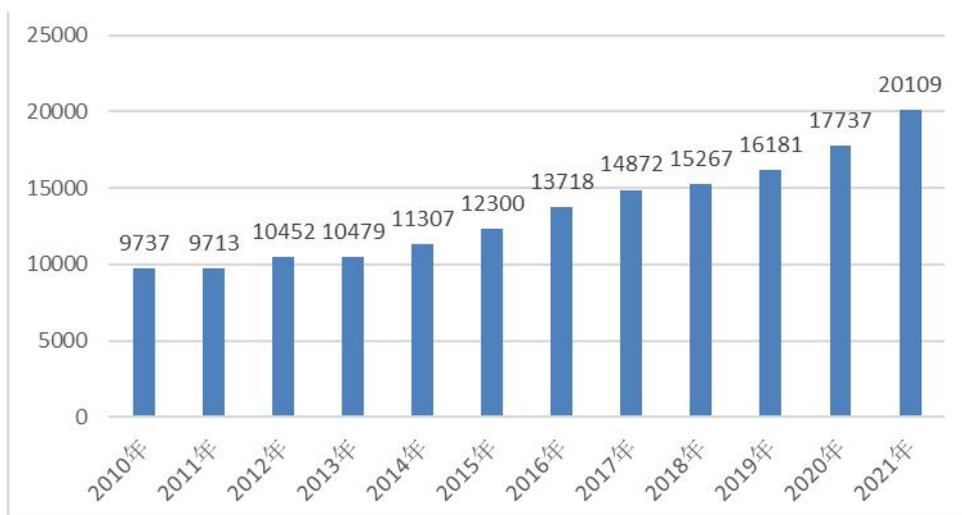
图 5：2019-2025 年全球药品支出总额（单位：十亿美元）



资料来源: IQVIA, 华金证券研究所

全球在研新药的数量持续攀升，尤其是自 2013 年以来，全球在研新药数量呈现明显增长趋势。根据 Pharmaprojects 数据库所记录的在研药品信息，自 2014 年以来，全球在研发药物的数量同比增长率均超过 8.0%。截至 2022 年 1 月，全球在研发药物数量已达到惊人的 20,109 个。

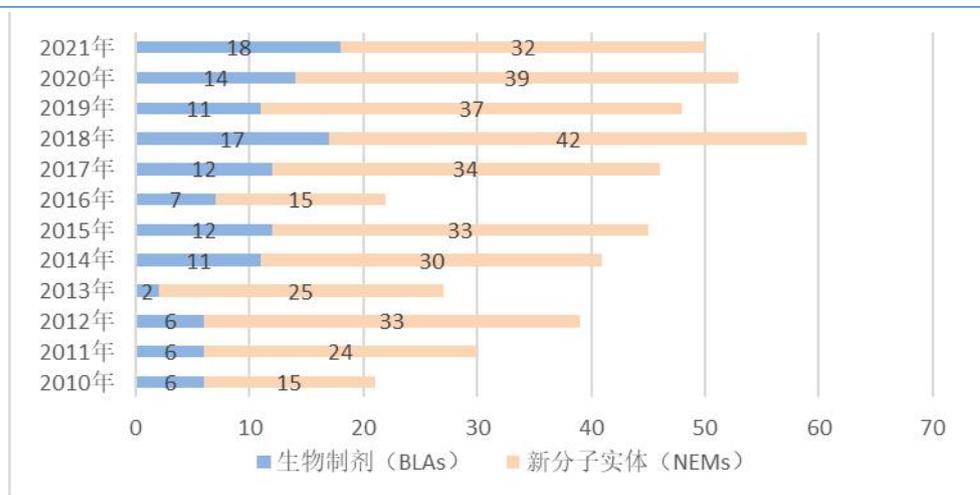
图 6：2010-2021 年全球在研新药数量（个）



资料来源：Pharmaprojects，华金证券研究所

近年来 FDA 加快药物评审速度，还加速了制药企业的回报周期，促进医药企业研发投资与回报的良性循环发展，为医药企业的研发投资与回报形成了良性循环。根据国内药物审批数据，2021 年，药审中心审评通过批准 IND，同比增长高达 46.90%；审评通过 NDA，同比增长 55.29%；审评通过批准一致性评价申请，同比增长 87.18%。医药研发活动因其复杂性、长期性和高投入而催生了 CRO 行业的迅猛崛起。

图 7：2010-2021 年 FDA 新药获批数量（个）



资料来源：FDA，华金证券研究所

自 21 世纪以来，医药行业面临着大规模专利到期的挑战，许多跨国制药公司相继失去了多款药物的专利保护，导致药品价格受到巨大的压力，医药公司的盈利状况也受到了较大的影响。根据 EvaluatePharma 的数据，2022 年，全球专利药到期市场规模预计约为 390 亿美元，到 2025 年将达到 560 亿美元。在专利到期后，原研药企业可能会考虑退出市场或减少产量，而仿制药则将迎来迅猛的市场机遇。同时，全球老龄化问题日益严重，专利药物价格居高不下，为减轻医保支付压力，多国政府积极推动仿制药的发展，因此仿制药有望持续保持强劲增长态势。面对仿制药的竞争压力，制药企业需要不断增加对新药的投入，以早日完成各期临床试验，以应对专利保护期结束的挑战。

图 8：2018-2026 年全球专利药到期销售下滑情况（十亿美元）

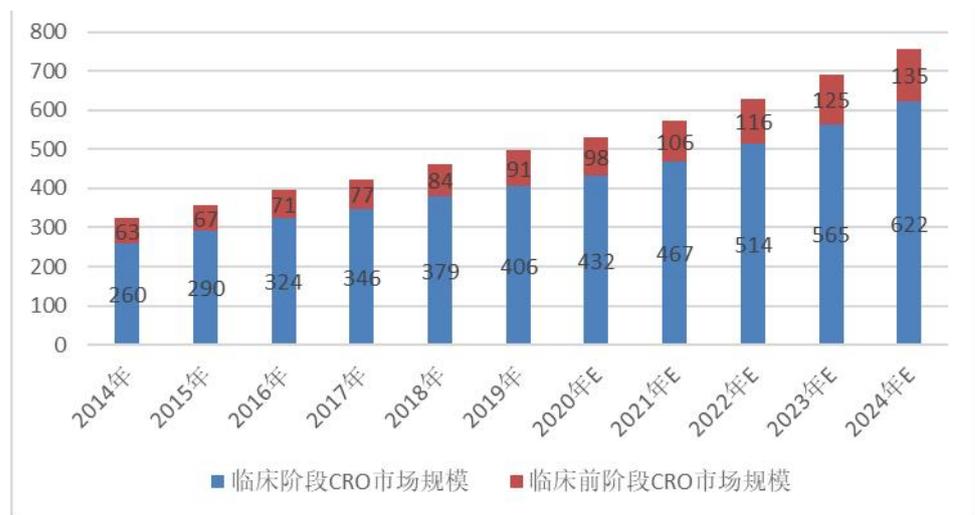


资料来源：Evaluate Pharma, 华金证券研究所

随着药物研发成本的不断攀升以及生物科技公司的兴起，CRO 行业的渗透率也在不断提高。根据 Frost&Sullivan 和 EvaluatePharma 的统计，2018 年，CRO 行业的渗透率较 2013 年前提高了 5.1 个百分点。预计未来五年，全球 CRO 行业的渗透率将继续每年增长约 2 个百分点，到 2022 年将达到 37.50%。

根据 Frost&Sullivan 的数据和预测，2014 年，全球临床研究阶段外包服务市场规模为 260 亿美元，而 2019 年已增长至 406 亿美元，临床前外包服务市场规模则从 2014 年的 63 亿美元增长至 2019 年的 91 亿美元。预计到 2023 年，全球临床研究阶段和临床前研究阶段的 CRO 市场规模将分别增长至 625 亿美元和 135 亿美元。

图 9：2014-2024 年全球 CRO 行业市场规模（亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan, 华金证券研究所

随着我国人口老龄化的迅速加速，城镇化率不断提高，人均可支配收入的增加，以及医药卫生体制改革的深化，我国逐步建立了覆盖城乡居民的公共卫生服务体系、医疗服务体系、医疗保障体系和药品供应保障体系。国家在医药行业的支持力度逐渐增加，为我国医药行业的发展创造了良好的国内环境。这推动了国内健康消费需求持续释放，医药市场保持着快速增长，药品消费

市场不断扩大。根据南方医院研究所的数据，我国公立医院、零售药店和基层医疗机构三大市场终端药品销售规模从2011年的8,097亿元增长到2021年的17,747亿元。

图 10：2011-2021 年我国三大终端市场药品销售额（单位：亿元）



资料来源：米内网，华金证券研究所

中国药品监管政策与国际接轨，加入了国际人用药品注册技术协调会（ICH），这为中国的药品监管带来了全球认可。中国已逐步实施国际最高技术标准和指南，积极参与国际规则制定，提高了新药研发、注册和上市的效率，中国国际多中心临床试验项目预计会大幅增加，这些试验的实施将有助于加速新药的同步研发。这意味着试验结果可供多个监管机构进行注册审评，确保试验设计在科学上保持同一水平的严谨性。同时更有效地利用患者资源，降低研发成本，为CRO行业提供了有利条件。

根据Frost&Sullivan的数据，2016年，我国CRO行业市场规模达到220亿元，而在2020年，这一规模增长至522亿元，年均复合增长率达到24.11%。尽管相对于发达国家，我国的CRO行业发展仍然处于初级阶段，但潜在的发展空间巨大。根据Frost&Sullivan的预测，未来几年，中国CRO市场预计将继续保持24.84%的年复合增长率，预计到2025年将达到1,583亿元。

中国本土CRO企业，但大多数仍需要提升规模和核心竞争力，与跨国CRO企业在市场规模、业务范围和行业认知度等方面存在差距。少数企业如药明康德、康龙化成具有全方位、一体化的医药研发服务能力，在药物发现、药学研究、临床试验、药物工艺研发和生产领域占据行业的领先地位。此外，如泰格医药、博济医药、百花村、诺思格、阳光诺和、百诚医药等企业已在细分领域占据了一定的市场份额。

表 1：药物研发流程

| 药物研发流程 | 研究内容 |
|--------|--|
| 化合物研究 | 该阶段是药物研发的初始阶段，通过早期研究，选择与证实目标疾病的基因功能和靶标，筛选先导化合物和优化先导化合物，并进行早期安全性筛选、药物改性等成药性研究，以获得具备成药性的候选化合物 |
| 临床前研究 | 包括临床前药物评价服务和药学研究服务。其中，临床前药物评价服务主要工作是在实验室条件下，通过对化合物研究阶段获得的候选药物分别进行实验室研究和活体动物研究，以分析化合物对目标疾病的生物活性，并对其药理毒理等方面进行安全性评估。药学研究服务包括原料药研究服务和制剂研 |

| 药物研发流程 | 研究内容 |
|--------|--|
| 临床研究 | 研究服务，是药物研发的重要内容，是开展药物有效性及安全性研究的基础 临床研究指在人体（病人或健康志愿者）进行药物的系统性研究，以证实或揭示试验药物的作用、不良反应及/或试验药物的吸收、分布、代谢和排泄规律，目的是确定试验药物的有效性与安全性。临床试验研究主要包括 I-IV 期临床研究服务、生物等效性（BE）研究服务等 |
| 上市后研究 | 药品在上市前虽然经过严格的临床前研究和临床研究后才被批准上市，但上市前研究毕竟在诸多方面受到多种因素的制约，存在一定的局限性，因此，药品上市后仍需不断地进行评价和研究，即药品的上市后研究 |

资料来源：公司招股书，华金证券研究所

仿制药一致性评价包括药学一致性评价、BE 试验等过程，是检验绝大部分口服制剂和复杂注射剂有效性和安全性的关键。根据 CDE 公示的数据，中国 BE 试验数量 2020 年达到了 1,117 个。受 2016 年国务院办公厅发布的《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》政策推动，试验数量每年大幅增加。中国 BE 试验年度数量从 2015 年的 136 个上升至 2020 年的 1,117 个，增幅远超整体临床试验。开展仿制药质量和疗效一致性评价工作有利于保障药品安全性和有效性，随着医药产业升级和结构调整，未来有望持续提升。

图 11：2015-2020 年中国 BE 试验数量变化情况（个）



资料来源：CDE，华金证券研究所

（三）公司亮点

1、公司具备承接对某一药品研发的药学研究及临床研究全流程服务的能力，其中在生物等效性研究环节具有较强竞争力。公司现已建立起“药学研究服务+临床研究服务”综合服务能力，二者具备良好的协同效应和规模效应，能有效提升药物研发成功率。其中，在生物等效性（BE）研究环节具有较强竞争力；一方面，公司的生物等效性研究项目数充沛，占全国生物等效性研究备案数较高，根据 CDE 官网公布数据，2020 年至 2022 年该比例分别为 6.53%、7.50%和 9.77%；另一方面，公司开展生物等效性研究业务效率高，根据公司招股书，2020-2022 年正式试验项目平均周期为 5-9 个月，低于行业 6-12 个月的均值。

2、公司现有业务相对聚焦于仿制药领域，客户基础及服务能力相对较强。公司成立于 2006 年，是国内较早开展药物研发服务的 CRO 企业之一，现有客户覆盖国内知名药企，包括华润集团旗下如华润赛科、华润双鹤药业等多家公司，以及科伦药业、上海现代制药、济川药业等，在仿制药领域经验相对丰富。同时，公司承接的利培酮口服溶液为全国第一家通过一致性评价的品种，恩替卡韦分散片为安徽省第一个通过一致性评价的品种，甲硝唑片为全国第二家通过一致性评价的品种；凸显公司的仿制药研发服务能力。

（四）募投资项目投入

公司本轮 IPO 募投资金拟投入 1 个项目及补充流动资金。

1、**药物研发及药代动力学工程中心项目**：本项目包含临床试验服务能力提升项目、药学研究中心升级建设项目、创新药开发平台建设项目 3 个子项目，其中临床试验服务能力提升项目新增临床试验运营（BE 试验）项目 70 个、临床试验运营（I-IV 期临床研究）项目 10 个、临床试验现场管理项目 280 个、数据管理与统计分析项目 200 个、生物样本分析项目 160 个；其中药学研究中心升级建设项目新增客户委托研发项目 30 个、技术成果转让项目 9 个；此外，公司拟建设创新药开发平台。

表 2：公司 IPO 募投资项目概况

| 序号 | 项目名称 | 项目投资总额 (万元) | 拟使用募集资金 额(万元) | 项目建设期 |
|----|------------------|----------------|------------------|-------|
| 1 | 药物研发及药代动力学工程中心项目 | 40,398.00 | 40,398.00 | 3 年 |
| 2 | 补充流动资金项目 | 8,000.00 | 8,000.00 | 1 年 |
| | 总计 | 48,398.00 | 48,398.00 | |

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 2.61 亿元，同比增长 23.54%；实现归属于母公司净利润 0.99 亿元，同比增长 20.60%。根据初步预测，预计公司 2023 年 1-9 月实现营业收入 25,350 万元至 26,650 万元，较上年同期变动 40.55%至 47.76%；预计实现归属于母公司所有者的净利润 8,288 万元至 8,713 万元，较上年同期变动 20.24%至 26.40%；扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润为 7,800 万元至 8,200 万元，较上年同期变动 35.61%至 42.57%。

公司主要提供 CRO 的药学研究和临床研究服务；综合考虑业务与产品类型等方面，选取泰格医药、博济医药、百花村、阳光诺和、诺思格、百诚医药为万邦医药的可比上市公司；从上述可比公司来看，2022 年平均收入规模为 16.30 亿元，销售毛利率为 46.20%；剔除负值和极值的可比 PE-TTM（算术平均）为 33.65X；相较而言，公司营收规模低于行业可比公司平均，毛利率高于行业可比公司平均。

表 3：同行业上市公司指标对比

| 代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | PE-TTM | 2022 年收入 (亿元) | 2022 年 收入增速 | 2022 年归 母净利润 (亿元) | 2022 年净 利润增长 率 | 2022 年 销售毛利 率 | 2022 年 ROE 摊薄 |
|------------------|-------------|-------------|----------|------------------|----------------|-------------------------|----------------------|---------------------|------------------|
| 300347.SZ | 泰格医药 | 569.17 | 25.84 | 70.85 | 35.91% | 20.07 | -30.19% | 39.64% | 10.25% |
| 300404.SZ | 博济医药 | 32.75 | 107.69 | 4.24 | 30.68% | 0.28 | -28.84% | 37.93% | 3.24% |
| 600721.SH | 百花村 | 27.95 | -87.21 | 3.50 | 24.36% | -0.35 | -158.09% | 39.92% | -5.21% |
| 688621.SH | 阳光诺和 | 66.83 | 35.82 | 6.77 | 37.06% | 1.56 | 47.59% | 55.49% | 17.39% |
| 301333.SZ | 诺思格 | 60.08 | 43.45 | 6.38 | 4.78% | 1.14 | 14.47% | 36.85% | 7.15% |
| 301096.SZ | 百诚医药 | 67.42 | 29.49 | 6.07 | 62.27% | 1.94 | 74.78% | 67.37% | 7.82% |
| 301520.SZ | 万邦医药 | / | / | 2.61 | 23.54% | 0.99 | 20.60% | 50.38% | 29.77% |

资料来源：Wind（数据截至日期：2023 年 9 月 5 日），华金证券研究所

（六）风险提示

技术迭代变化、药物研发相关的监管政策变动、医药企业的研发投入不及预期、市场竞争加剧、公司技术开发不及预期、项目推进不及预期等风险。

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