

业绩增长符合预期，脱敏治疗值得期待

——浩欧博（688656）2023年三季度报点评

事件：

公司发布 2023 第三季度报告，2023 前三季度实现营业收入 3.00 亿元，同比增长 17.89%；归母净利润 3863 万元，同比下降 13.13%；扣非归母净利润 3414 万元，同比下降 14.45%。其中，2023Q3 单季度公司实现营业收入 1.10 亿元，同比增长 6.09%；归母净利润 1706 万元，同比下降 15.16%；扣非归母净利润 1625 万元，同比下降 13.23%，EPS 为 0.27 元。

● 营收保持恢复性增长，持续投入新项目建设

公司业绩符合预期。公司前三季度营业收入实现恢复性增长，归母净利润同比下降，主要与公司加大业务投入力度有关。毛利率 62.77%，同比下降 2.71pct，主要与公司加大人才储备和产能建设，导致成本端大幅提升有关。销售费用率为 24.33%，同比增长 24.81pct；管理费用率为 11.62%，同比增长 11.08pct；研发费用率为 11.79%，同比增长 38.14pct；财务费用率为 0.50%，同比增长 323.29pct，公司第三季度各项费用率上升主要系期间持续加大研发项目投入，积极开展研发活动和研发人员及薪酬增加。

● 引进多过敏原治疗药，互联网医疗建设强化检测+治疗协同

过敏困扰全球 30%到 40%人群，全国过敏性鼻炎患病率约为 17.6%，20 岁以上哮喘患者约 4570 万。脱敏治疗是过敏症状唯一的对因治疗，预计我国过敏患者数量随城市化进程将持续上升，过敏治疗市场空间广阔。公司代理的产品欧脱克喷雾剂已在海南乐城特区上市销售，同时为尽快取得国内注册做准备。产品采用舌下免疫疗法，市场现存竞品较少，大陆地区舌下治疗市场仅有我武生物的粉尘螨滴剂在售。公司还与百度战略合作，以构建线下取样，线上诊疗的业务模式，促进互联网+过敏防治生态圈建设，强化检测和治疗产业协同效应。

● 投资建议与盈利预测

公司过敏、自免业务保持恢复性增长，新项目推广和研发投入增多，利润率同比略有下降。预计 2023-2025 年，公司实现营业收入分别为 4.09、5.19 和 6.36 亿元，实现归母净利润分别为 0.52、0.68 和 0.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.82、1.08 和 1.32 元/股，对应 PE 分别为 48、36 和 30 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

研发不及预期，市场竞争加剧，行业政策风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	317.71	320.39	408.58	519.20	635.78
收入同比 (%)	43.20	0.84	27.52	27.08	22.45
归母净利润(百万元)	86.19	41.65	51.76	68.40	83.38
归母净利润同比 (%)	52.24	-51.68	24.28	32.15	21.90
ROE (%)	11.19	5.34	6.37	7.95	9.11
每股收益 (元)	1.37	0.66	0.82	1.08	1.32
市盈率(P/E)	28.61	59.21	47.64	36.05	29.58

资料来源：Wind,国元证券研究所

买入|维持

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 45.51 / 32.62

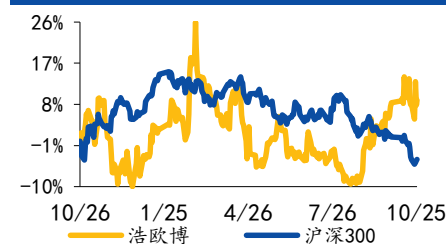
A 股流通股 (百万股): 18.06

A 股总股本 (百万股): 63.06

流通市值 (百万元): 706.26

总市值 (百万元): 2466.21

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-浩欧博（688656.SH）2023 半年报点评：收入快速恢复，投入加大拖累利润》2023.09.07

《国元证券公司研究-浩欧博（688656.SH）首次覆盖报告：过敏自免两翼齐飞，行稳致远进而有为》2023.06.14

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

目 录

1. 引进多过敏原治疗药，进军国内百亿市场	3
1.1 双螨过敏治疗药海南特区上市，临床三期推进中	3
1.2 国内市场竞争格局良好，脱敏治疗或形成四分格局	5
1.3 检测+治疗强化产业协同，布局互联网医疗生态	7

图表目录

图 1：过敏原免疫治疗机制图解	3
图 2：欧脱克喷雾剂图示	4
图 3：SLIT 治疗屋尘螨和花粉 5 年后的持续效果	5
图 4：2011 年部分城市人口鼻炎患病率（%）	6
图 5：我国未来哮喘患者估算（百万人）	6
图 6：全球过敏治疗市场空间（亿美元）	6
图 7：全球脱敏治疗市场规模（亿美元）	6
图 8：浩欧博产业协同模式	7
 表 1：免疫疗法对比	 1
表 2：国内过敏免疫治疗药物对比	7

1.引进多过敏原治疗药，进军国内百亿市场

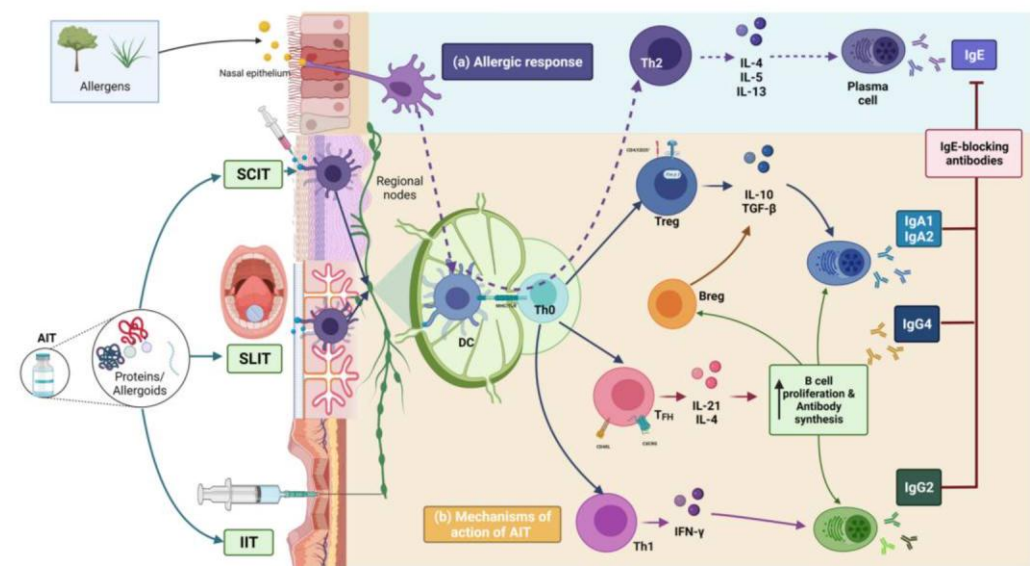
1.1 双螨过敏治疗药海南特区上市，临床三期推进中

过敏性疾病是一类机理复杂的免疫系统疾病，由于对良性物质产生免疫反应从而导致炎症的发生。常见的过敏性疾病包括过敏性鼻炎、过敏性哮喘、特应性皮炎、血管性水肿、荨麻疹、湿疹、过敏性结膜炎、食物过敏、酸性粒细胞疾病，昆虫和药物过敏等，影响着全球人口，且由于高肥胖率、维生素 D 缺乏症和全球气候变暖等因素，导致全球过敏性疾病的流行率正在上升。

脱敏治疗不仅可以治疗过敏症状，还可直接治疗过敏病因，是过敏症状唯一的对因治疗。WHO 对过敏性疾病的治疗提出了包含避免接触过敏原、对症治疗、脱敏治疗、患者教育等四个方面的综合性方案，其中对症治疗和脱敏治疗为主要治疗方式。FDA 已批准几种药物用于对症治疗过敏反应的症状，最常见的是可以单独使用或组合使用的抗组胺药、皮质类固醇或减充血剂，但以三种常见的过敏反应：过敏性鼻炎、过敏性结膜炎和哮喘为例，它们会影响身体的不同部位，导致每种过敏症都需要不同的治疗程序，且中断对症治疗后，患者再次暴露于过敏原时仍会再次产生过敏症状，且由于尘螨、花粉常年存在，避免接触过敏原也较难实现。

在脱敏免疫治疗中，目的是通过减少过敏原诱导 IgE 产生的倾向来诱导或恢复对过敏原的耐受性。患者通过不断增加的过敏原剂量逐渐减少 IgE 主导的反应而脱敏。免疫治疗的目的是引导免疫反应从体液免疫转向细胞免疫，从而促使机体产生更少的 IgE 抗体和更多分泌 IL-10 和 TGF- β 的 CD4+T 调节细胞，从而使免疫反应偏离 IgE 的产生。

图 1：过敏原免疫治疗机制图解



资料来源：Allergen Immunotherapy: Current and Future Trends，国元证券研究所

浩欧博代理产品欧脱克喷雾剂已在海南乐城特区上市。公司已开始着手乐城数据研究工作，同时为尽快取得国内注册做准备，以加快进程在大陆市场上市。公司布局长

线战略，按计划推进管线，逐步完善过敏治疗产品的研发与销售。过敏治疗药物的销售有望助力公司开辟第二增长曲线。公司此次引进的欧脱克喷剂通过舌下喷剂给药，可同时治疗屋尘螨和粉尘螨过敏症状。90%以上的过敏性鼻炎/哮喘患者为多重过敏原致敏，欧美国家超 80% 的尘螨过敏患者使用屋尘螨+粉尘螨混合制剂脱敏。双螨治疗是目前主流的治疗手段。

图 2：欧脱克喷雾剂图示

简明处方资料

【药品名称】	欧脱克30000TU/mL溶液型舌下喷雾剂。[活性强度以TU表示(治疗单位, 1TU=1BU), 欧脱克每毫升含有 30000TU]
【成分】	一种或多种过敏原提取物的甘油溶液。
【脱敏产品类型】	12种, 包括: 单一过敏原8种(屋尘螨、猫毛、狗毛、链格孢霉、艾蒿、普通豚草、桦树花粉、马毛)和混合过敏原4种(尘螨混合、杂草花粉混合、树花粉混合、草花粉混合)
【治疗适应症】	适用于成人和5岁以上儿童, 用于治疗经皮肤点刺试验和/或特异性IgE试验诊断的不同过敏原引起的I型过敏性呼吸系统疾病(IgE介导), 例如过敏性鼻炎、过敏性结膜炎和/或过敏性鼻炎结膜炎或不伴支气管哮喘。
【用法用量】	患者第一次用药由医生在门诊给药, 之后患者自行给药, 推荐的剂量是每天一次舌下喷服, 每次两喷(每次喷服 0.1mL)
【有效期】	3年
【储存条件】	2°C-8°C储存
【不良反应】	详见说明书



资料来源：公司公告，国元证券研究所

欧脱克喷剂系列产品利用舌下免疫疗法（SLIT）通过舌下喷剂给药，可替代传统皮下免疫治疗。脱敏治疗主要方式包括皮下注射脱敏（SCIT）和舌下含服脱敏（SLIT），是治疗屋尘螨（HDM）过敏导致的过敏性鼻炎（AR）的有效方法。

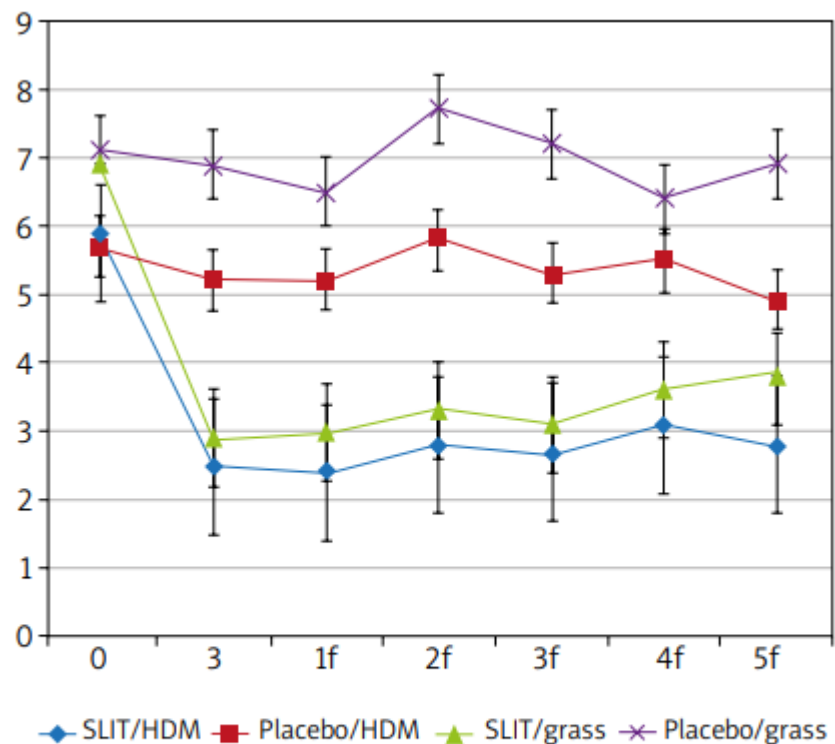
表 1：免疫疗法对比

治疗方式	治疗地点	不良反应	治疗效果
舌下免疫治疗	首次由医疗机构医师给药，后期自行管理用药。	严重不良反应罕见，无死亡报告。	无明显差异，患者治疗后长期有效。
皮下免疫治疗	需在专业医疗机构注射。	致死率（1/250 万），有更明显的临床和免疫反应。	

资料来源：Incidence and risk factors for subcutaneous immunotherapy anaphylaxis: the optimization of safety, Sublingual immunotherapy: World Allergy Organization position paper 2013 update，国元证券研究所

舌下免疫疗法是将过敏原提取物滴在舌头下，然后通过口腔粘膜吸收，已被证明对鼻结膜炎和哮喘症状有效，在治疗过程中通常第一剂由医生给药，以监测任何罕见的反应或过敏反应，后续剂量可自行服用。舌下免疫疗法具有至少 5 年的长期疗效，且终止治疗 2 年后仍有持续的免疫反应。2020 年发表的《过敏原舌下免疫治疗的远期疗效》的研究表明，与安慰剂组相比，SLIT 试验期间针对 D. pteronyssinus 的血清特异性 IgE 降低，并且在免疫治疗停止 5 年后仍保持在相同水平。在接受 SLIT 治疗草花粉的患者中也观察到了类似的趋势。由于其方便治疗、不良反应小、疗效明显，舌下免疫疗法成为传统皮下免疫治疗的优质替代方案。

图 3：SLIT 治疗屋尘螨和花粉 5 年后的持续效果



0 – baseline, 3 – end of SLIT (HDM or grass), 1f – first year of follow-up, 2f – second year of follow-up, etc.; SLIT – sublingual allergen immunotherapy, HDM – house dust mites.

资料来源：Long-term effects of allergen sublingual immunotherapy, 国元证券研究所

1.2 国内市场竞争格局良好，脱敏治疗或形成四分格局

过敏困扰全球 30%到 40%人群。在国内，全国过敏性鼻炎患病率约为 17.6%。我国约 4570 万哮喘患者，过敏性哮喘占成人哮喘 50%以上，占儿童哮喘 80%以上。预计我国过敏患者数量随城市化进程将持续上升，国内过敏治疗市场空间广阔。

图 4：2011 年部分城市人口鼻炎患病率（%）

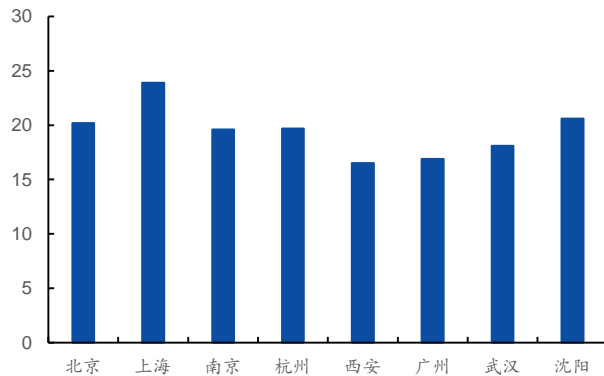
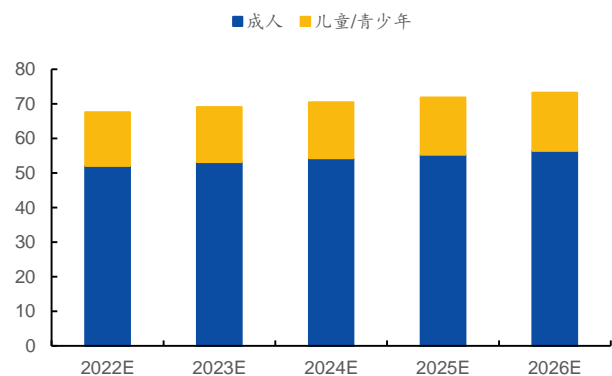


图 5：我国未来哮喘患者估算（百万人）



资料来源：Increasing Prevalence of Allergic Rhinitis in China，国元证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，国元证券研究所

受到环境污染日趋严重、过敏原接触机会增加以及社会心理因素等影响，全球过敏治疗市场空间呈现持续上升态势，预计将从 2023 年的 194.7 亿美元上涨到 2028 年的 287.4 亿美元。为从根源上解决过敏症状，全球脱敏治疗市场规模也呈现出持续上升态势，预计将从 2023 年的 17 亿美元市场上涨到 2030 年的 32 亿美元，目前渗透率较低，随群体健康意识的强化，市场有望保持高增长。

图 6：全球过敏治疗市场空间（亿美元）

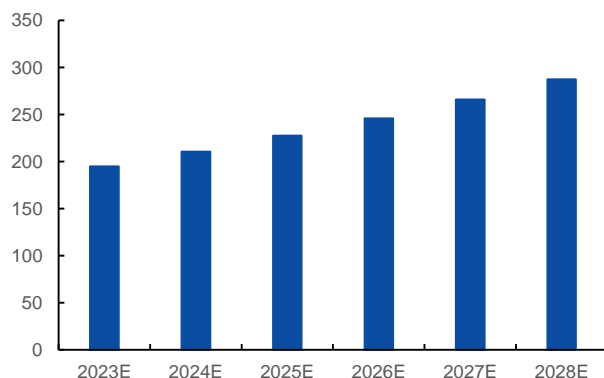
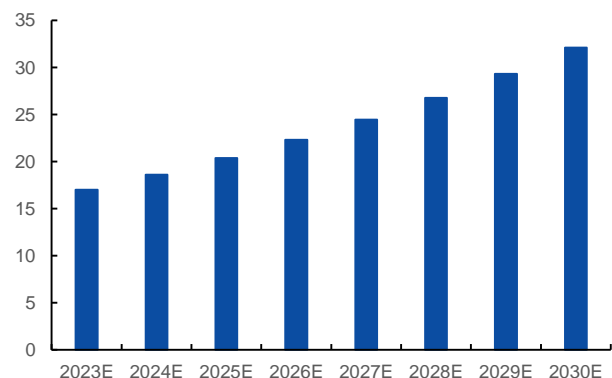


图 7：全球脱敏治疗市场规模（亿美元）



资料来源：Mordor Intelligence，国元证券研究所

资料来源：fortunebusinessinsights，国元证券研究所

目前国内市场可提供脱敏治疗产品的公司只有三家，分别是我武生物、ALK 和 Allergopharma。Allergopharma 公司成立于 1970 年，专门从事研究开发用于过敏性疾病的体内、体外诊断，脱敏治疗及预防产品。ALK 公司成立于 1923 年，专门从事研究、生产及销售过敏性疾病诊疗产品，已在中国开展商业活动近 20 年。在国内舌下免疫治疗市场，我武生物一枝独秀。公司 2022 年营业收入 8.96 亿元，归母净利润 3.49 亿元，其中公司粉尘螨治疗滴液占营业总收入 98.11%。丹麦制药企业 ALK 今年 2 月 4 日公布，中国国家药品监督管理局（NMPA）正式受理其尘螨（HDM）舌下特异性免疫治疗（SLIT）片 ACARIZAX 的生物制品上市许可申请（BLA）。Acarizax 是一种每日一次的舌下含片，全年服用，置于舌下后能够快速溶化。此产品已在欧美和日本上市，预计中国大陆项目审评将于 2024 年完成。

浩欧博代理的欧脱克系列产品上市后，将与我武生物、Allergopharma 及 ALK 形成四家竞争的市场格局。公司预计多过敏原（猫毛、狗毛、屋尘螨、花粉等）治疗可达百亿市场空间。在定价方面，浩欧博代理的欧脱克产品对标海外产品，产品上可实现双螨治疗（粉尘螨+屋尘螨）且剂量可控，目标患者大多为多重过敏原致敏，双螨治疗在疗效上将更为显著。

表 2：国内过敏免疫治疗药物对比

公司	药品名称	CFDA 获批时间	给药方式	使用要求
浩欧博	欧脱克	/	舌下喷剂	允许在家自行给药
	尘螨变应舌下片	/	舌下含片	允许在家自行给药
安脱达 (ALK)	屋尘螨变应原	2004	皮下注射	医生注射，注射后需监护 30 分钟
我武生物	粉尘螨滴剂	2006	舌下滴剂	允许在家自行给药
阿罗格 (Allergo Pharma)	螨变应原注射液	1999	皮下注射	医生注射，注射后需监护 30 分钟

资料来源：国元证券研究所

1.3 检测+治疗强化产业协同，布局互联网医疗生态

过敏治疗药与公司检测业务具有高度协同性，百万检测患者可直接引流进入治疗，未来发展潜力巨大。在检测可及性方面，公司与百度签署战略合作协议，并开始构建线下取样，线上诊疗的业务模式。公司计划建立高覆盖率的互联网医院体系，该方案从今年 4 月开始执行，预计 2 到 3 年完成，目前已有 600 多家医疗机构完成合作。浩欧博通过全资子公司敏医打造互联网+过敏防治生态圈，未来将实现患者通过百度搜索即可寻找到距离最近的取样医疗机构，在线下抽血取样后线上拿到结果，并在线上接受专业医师诊断的便捷诊疗模式。

图 8：浩欧博产业协同模式



资料来源：公司官网，国元证券研究所

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	569.97	422.98	417.95	519.94	645.22
现金	449.86	153.80	221.03	274.03	348.96
应收账款	37.48	32.38	41.30	52.48	64.26
其他应收款	2.55	2.23	4.80	6.09	7.46
预付账款	3.90	7.67	8.91	11.53	14.49
存货	68.20	87.80	114.50	148.18	182.40
其他流动资产	7.98	139.10	27.41	27.64	27.66
非流动资产	293.95	521.57	487.83	437.03	375.11
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	119.75	144.04	271.82	299.15	276.26
无形资产	12.17	12.59	12.37	12.20	11.99
其他非流动资产	162.03	364.94	203.64	125.68	86.86
资产总计	863.92	944.56	905.78	956.97	1020.33
流动负债	86.17	152.72	84.35	86.95	95.20
短期借款	20.02	50.01	0.00	0.00	0.00
应付账款	11.13	48.33	29.21	30.37	37.19
其他流动负债	55.02	54.37	55.14	56.58	58.01
非流动负债	7.75	12.27	9.19	9.98	10.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	7.75	12.27	9.19	9.98	10.10
负债合计	93.92	164.99	93.54	96.93	105.30
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	63.06	63.06	63.06	63.06	63.06
资本公积	549.35	550.62	550.62	550.62	550.62
留存收益	157.49	165.72	198.57	246.37	301.36
归属母公司股东权益	770.00	779.57	812.24	860.04	915.03
负债和股东权益	863.92	944.56	905.78	956.97	1020.33

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	104.79	58.31	23.50	62.66	90.79
净利润	86.19	41.65	51.76	68.40	83.38
折旧摊销	21.23	32.20	39.06	58.44	68.11
财务费用	0.74	1.13	-5.45	-9.80	-12.45
投资损失	-12.12	-5.85	-2.28	-5.11	-4.29
营运资金变动	3.12	-18.58	-59.36	-49.79	-44.99
其他经营现金流	5.63	7.75	-0.24	0.52	1.03
投资活动现金流	-154.39	-343.86	107.57	1.14	0.09
资本支出	167.89	220.21	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	124.15	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	13.49	0.50	107.57	1.14	0.09
筹资活动现金流	441.05	-10.85	-63.83	-10.80	-15.94
短期借款	0.00	30.00	-50.01	0.00	0.00
长期借款	-23.98	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	15.76	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	480.70	1.26	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-31.44	-42.11	-13.82	-10.80	-15.94
现金净增加额	391.04	-296.55	67.23	52.99	74.94

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	317.71	320.39	408.58	519.20	635.78
营业成本	98.55	118.14	155.26	202.49	247.96
营业税金及附加	3.32	3.64	5.18	6.59	8.07
营业费用	68.05	78.66	100.31	127.46	156.08
管理费用	31.26	39.47	47.49	60.35	73.90
研发费用	31.79	38.74	49.54	59.45	71.34
财务费用	0.74	1.13	-5.45	-9.80	-12.45
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.01	0.22	0.00	0.00	0.00
投资净收益	12.12	5.85	2.28	5.11	4.29
营业利润	97.52	47.57	59.59	78.84	96.21
营业外收入	2.77	0.94	1.63	1.59	1.50
营业外支出	1.17	2.03	1.64	1.69	1.73
利润总额	99.13	46.48	59.58	78.74	95.98
所得税	12.93	4.83	7.82	10.33	12.60
净利润	86.19	41.65	51.76	68.40	83.38
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	86.19	41.65	51.76	68.40	83.38
EBITDA	119.49	80.90	93.21	127.47	151.87
EPS (元)	1.37	0.66	0.82	1.08	1.32

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	43.20	0.84	27.52	27.08	22.45
营业利润(%)	49.81	-51.23	25.28	32.30	22.04
归属母公司净利润(%)	52.24	-51.68	24.28	32.15	21.90
获利能力					
毛利率(%)	68.98	63.13	62.00	61.00	61.00
净利率(%)	27.13	13.00	12.67	13.18	13.12
ROE(%)	11.19	5.34	6.37	7.95	9.11
ROIC(%)	24.82	7.78	8.01	10.26	12.82
偿债能力					
资产负债率(%)	10.87	17.47	10.33	10.13	10.32
净负债比率(%)	27.18	33.75	5.88	5.67	5.22
流动比率	6.61	2.77	4.96	5.98	6.78
速动比率	5.82	2.19	3.60	4.28	4.86
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.35	0.44	0.56	0.64
应收账款周转率	8.96	8.71	10.53	10.51	10.34
应付账款周转率	10.57	3.97	4.00	6.80	7.34
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.37	0.66	0.82	1.08	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	1.66	0.92	0.37	0.99	1.44
每股净资产(最新摊薄)	12.21	12.36	12.88	13.64	14.51
估值比率					
P/E	28.61	59.21	47.64	36.05	29.58
P/B	3.20	3.16	3.04	2.87	2.70
EV/EBITDA	18.64	27.53	23.90	17.47	14.67

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188