

百济神州 (688235)

证券研究报告
2024年05月25日

泽布替尼海外销售增长超预期，在研药物临床试验稳步推进

事件：

公司发布2023年年报，收入174.23亿元，同比增长82.13%；归母净利润-67.16亿元，同比减亏50.77%；扣非归母净利润-96.82亿元，同比减亏29.97%。公司发布2024年第一季度报告，收入53.59亿元，同比增长74.78%；归母净利润-19.08亿元，同比减亏22.01%；扣非归母净利润-20.47亿元，同比减亏21.70%。

公司首款“重磅产品”泽布替尼销售持续高速增长

2023全年度泽布替尼全球总收入为12.9亿美元，同比增长129%；美国区收入9.45亿美元，同比增长142.63%；欧洲区收入1.22亿美元，同比增长722.31%。2024Q1全球总收入4.89亿美元，同比增长131.11%；美国区收入3.51亿美元，同比增长153%；欧洲区2024Q1收入6700万美金，同比增长243%。近期，泽布替尼新增FL适应症在美国获批上市，业绩有望进一步增厚。

随收入体量高速增长，费用增长放缓，有望带来亏损逐步收窄

公司经营效率持续提升，销售及管理费用率大幅下降，公司盈利能力持续改善中。2023年，公司销售费用率为41.92%，同比减少20.8pt；管理费用率为19.93%，同比减少8.3pt。2024Q1，公司销售费用率为36.91%，同比减少11.8pt；管理费用率为19.78%，同比减少6.8pt。

研发费用率亦大幅下降，2023研发费用率为73.54%，同比减少43pt。2024Q1，随产品收入增长，III期临床试验接替进行，研发费用率同样大幅下降，研发费用率为62.1%，同比减少29.8pt。

BCL-2 抑制剂和 BTK CDAC 多项潜在/注册性临床进行中，均为潜在重磅单品

BCL-2 抑制剂 Sonrotoclax 正在进行多项潜在/注册性临床，适应症包括 R/R MCL，WM 和 TN CLL。目前项目整体已入组 850 名患者。

BTK CDAC (BGB-16673)是靶向降解 BTK 的 PROTAC 技术路径的在研药物。BTK CDAC (BGB-16673)已在 2023 年 ASH 年会上公布 POC 临床数据，展现出显著的临床缓解和可耐受的安全性特征，2024 年底预计启动 R/R CLL 的 III 期临床试验，进入注册性临床阶段。此外在 2024 第一季度，已启动针对 R/R MCL 的潜在注册临床以及针对 R/R CLL 的临床试验，已有超 220 名患者入组。

替雷利珠单抗在全球多地区陆续获批多项适应症

2023 全年度替雷利珠单抗实现 5.37 亿美元收入，同比增长 27%；2024 年 Q1，该药品实现收入 1.45 亿美元，同比增长 26%。该药物近期已获欧盟批准用于一线及二线治疗三项 NSCLC 适应症，并获英国 MHRA 批准用于二线治疗晚期 ESCC 适应症。此外，还获得 FDA 批准用于既往接受化疗后的 ESCC 二线治疗；其用于胃或胃食管结合部腺癌一线治疗的新适应症也已获 FDA 受理；用于晚期或转移性 ESCC 一线治疗的上市申请正在接受 FDA 审评，目标决议时间预计为 2024 年 7 月。

盈利预测与投资评级

我们预计 2024-2026 年收入为 226.52、289.63、340.49 亿元，归母净利润为 -32.22、-3.09、11.95 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：临床试验进度不及预期，在研药物疗效不及预期，上市产品销售放量不及预期

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	121.47 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	115.06
流通 A 股股本(百万股)	115.06
A 股总市值(百万元)	13,975.76
流通 A 股市值(百万元)	13,975.76
每股净资产(元)	17.76
资产负债率(%)	40.51
一年内最高/最低(元)	163.88/98.50

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

曹文清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523120003
caowenqing@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

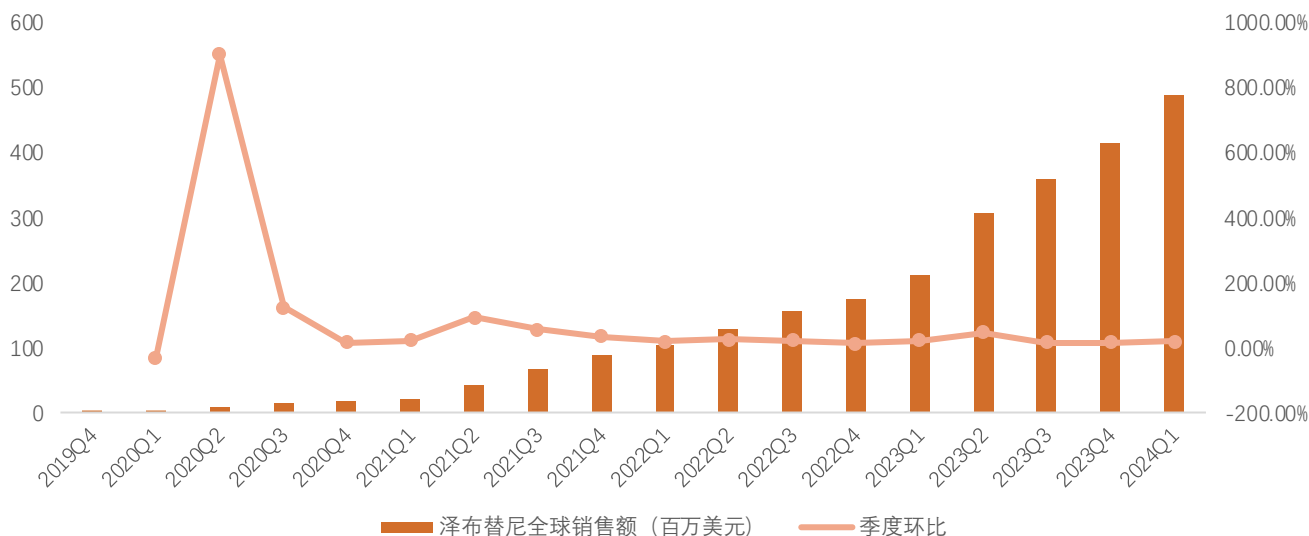
- 《百济神州-季报点评:核心产品美国市场处于高速放量期，我们再次上调全年销售预期》2023-11-28
- 《百济神州-半年报点评:泽布替尼放量超预期，公司盈利能力有望进一步提升》2023-09-04
- 《百济神州-年报点评报告:泽布替尼海外放量符合预期，2023 年公司有望进一步提升盈利能力》2023-05-23

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	9,566.41	17,423.34	22,652.09	28,962.96	34,048.86
增长率(%)	26.06	82.13	30.01	27.86	17.56
EBITDA(百万元)	(792.64)	4,610.02	(4,863.72)	(472.76)	957.05
净利润(百万元)	(13,642.04)	(6,715.86)	(3,222.06)	(308.61)	1,194.64
增长率(%)	39.95	(50.77)	(52.02)	(90.42)	(487.10)
EPS(元/股)	(10.04)	(4.94)	(2.37)	(0.23)	0.88
市盈率(P/E)	(12.10)	(24.58)	(51.23)	(534.90)	138.18
市净率(P/B)	5.44	6.58	0.01	0.01	0.01
市销率(P/S)	17.26	9.47	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	29.66	(3.62)	2.48	10.36	(18.54)

资料来源: wind, 天风证券研究所

1. 泽布替尼高速放量

图 1：2019Q4-2024Q1 泽布替尼全球销售数据（单位：百万美元）



资料来源：百济神州官网，百济神州公众号，百济神州 2020-2024Q1 季度以及年度报告，天风证券研究所

2. BTK CDAC 已公布初步临床有效性数据

表 1：BTK CDAC (BGB-16673) 首次人体研究关于经过多种治疗的 b 细胞恶性肿瘤患者的初步数据

干预药	BGB-16673
组名	试验组
RR 次要终点	67%
MTD 主要终点	NR
TEAE	88.5% [contusion (30.8%; no gr ≥3), pyrexia (23.1%; no gr ≥3), neutropenia/neutrophil count decreased (23.1%; gr ≥3, 15.4%), and lipase increased (23.1%; gr ≥3, 3.8%; all transient and asymptomatic).]
TEAE(≥ grade 3)	46.2%
SAE	38.5%
TEAE(dose reduction)	2 pts
DLT	1 DLT(200 mg gr 3 maculopapular rash on day 27; after 5-day dose hold, assigned dose was recommenced with persistent gr 1 rash).
结论	Preliminary data from this ongoing, first-in-human study of the novel BTK degrader BGB-16673 demonstrate a tolerable safety profile and clinical responses in heavily pretreated pts with B-cell malignancies, including those with BTKi-resistant disease. Substantial reductions in BTK protein levels in peripheral blood and tumor tissue were also observed, demonstrating proof-of-concept of a strong, on-target effect.

资料来源：insight, 天风证券研究所

表2: BTK CDAC (BGB-16673)首次人体研究的更新数据

干预药	BGB-16673
组名	试验组
ORR 次要终点	67%
MTD 主要终点	NR
TEAE 主要终点	contusion (31%; no gr \geq 3), fatigue(31%; no gr \geq 3), diarrhea (26%; no gr \geq 3), and neutropenia (23%; gr \geq 3, 18%).
TEAE(discontinuation)主要终点	2 pts
TEAE(dose reduction)主要终点	1 pt
结论	Emerging data from this ongoing, first-in-human study of the novel BTK degrader BGB-16673 demonstrate atolerable safety profile and antitumor activity in heavily pretreated patients with CLL/SLL, including those withBTK inhibitor-resistant mutations

资料来源: insight, 天风证券研究所

表3: BTK CDAC (BGB-16673)首次人体研究关于经过多种治疗的 NHL 患者的初步数据

干预药	BGB-16673	BGB-16673	BGB-16673
组名 (人数)	试验组 Y1 (N=4)	试验组 Y2 (N=2)	试验组 Y3 (N=8)
分组特征	FL	MZL	WM
ORR 次要终点	50%	100%	75%
TEAE(>10%)主要终点	contusion (22%), fatigue (22%), amylase increased(17%), headache (13%), lipase increased (13%), neutropenia (13%), and upper respiratory tract infection(13%).		
TEAE(\geq grade 3)主要终点	Neutropenia was the only grade \geq 3 event in >1 patient (n=2)		
TEAE(death)主要终点	1pt (200 mg)%		
结论	Preliminary data from this ongoing, first-in-human study of the novel BTK degrader BGB-16673 demonstrate atolerable safety profile and antitumor activity in heavily pretreated patients with NHL, including those with BTKinhibitor-resistant disease.Keywords: Dose escalation, relapsed/refractory, Phase I, Indolent non -Hodgkin' s lymphoma		

资料来源: insight, 天风证券研究所

3. BCL-2 抑制剂 Sonrotoclax 临床试验进展

表4: BCL-2 抑制剂 Sonrotoclax 开展的临床试验信息

登记号/代号	试验药	适应症	通俗标题	分期	目标入组人数	地区
NCT06367374	泽布替尼 Sonrotoclax	慢性淋巴细胞白血病 /小淋巴细胞淋巴瘤	MRD Guided Sonrotoclax and Zanubrutinib in Newly Diagnosed CLL/SLL	II 期	66	
NCT04883957 CTR20211017 BGB-11417-10 2	Sonrotoclax	B 细胞肿瘤	Study of BGB-11417 in Adult Participants With Mature B-cell Malignancies	I 期	81	中国内地
NCT05952037 CTR20232718	Sonrotoclax	华氏巨球蛋白血症	Study to Evaluate the Efficacy and Safety of BGB-11417 in Participants With Waldenström's Macroglobulinemia	II 期	85	中国内地,美国, 法国,希腊,意大利, 西班牙,英国, 澳大利亚,加拿大
NCT06073821 CTR20241195	泽布替尼 Sonrotoclax	慢性淋巴细胞白血病 /小淋巴细胞淋巴瘤	Study of Sonrotoclax (BGB-11417) Plus Zanubrutinib (BGB-3111) Compared With Venetoclax Plus Obinutuzumab in Participants With Chronic Lymphocytic Leukemia (CLL)	III 期	640	中国内地,美国, 澳大利亚,加拿大, 韩国,新西兰, 波多黎各
NCT05844111	Sonrotoclax	Healthy Volunteers	A Study to Investigate the Absorption, Metabolism and Excretion of [14C]-BGB-11417	I 期	0	美国
NCT05479994 CTR20222085	Sonrotoclax	慢性淋巴细胞白血病 /小淋巴细胞淋巴瘤	Study of BGB-11417 in Participants With Relapsed or Refractory Chronic Lymphocytic Leukemia or Small Lymphocytic Lymphoma	II 期	97	中国内地
NCT05471843 CTR20221815	Sonrotoclax	套细胞淋巴瘤	Study of BGB-11417 Monotherapy in Participants With Relapsed or Refractory Mantle Cell Lymphoma	II 期	122	中国内地,美国, 比利时,法国,德国, 意大利,波兰, 西班牙,土耳其, 英国,阿根廷,巴西, 加拿大,以色列, 波多黎各
NCT04771130 CTR20213416 EUCTR2021-00 3285-12 BGB-11417-10 3	Sonrotoclax	急性髓系白血病 骨髓增生异常综合征 骨髓增生性肿瘤	A Study of BGB-11417 in Participants With Myeloid Malignancies	I/II 期	260	中国内地,美国, 德国,西班牙,澳大利亚, 韩国,新西兰
NCT04973605 CTR20231932	Sonrotoclax	多发性骨髓瘤	A Phase 1b/2 Study of BGB-11417 in Monotherapy and	I/II 期	180	中国内地,美国, 瑞士,英国,澳大

			in Various Combinations With Dexamethasone and Carfilzomib in Multiple Myeloma			利亚,巴西,加拿大,以色列,韩国,新西兰,新加坡
NCT04277637	Sonrotoclax	B 细胞肿瘤	Study of Bcl-2 Inhibitor	I 期	537	美国,德国,意大利,西班牙,英国,澳大利亚,新西兰
BGB-11417-10		非霍奇金淋巴瘤	BGB-11417 in Participants With			
1		华氏巨球蛋白血症	Mature B-Cell Malignancies			
		滤泡性淋巴瘤				
		慢性淋巴细胞白血病				
		/小淋巴细胞淋巴瘤				
		弥漫性大 B 细胞淋巴瘤				
		套细胞淋巴瘤				
		边缘区淋巴瘤				
		转化型淋巴瘤				

资料来源: insight, 天风证券研究所

4. BTK CDAC (BGB-16673) 临床试验进展

表5: BTK CDAC (BGB-16673)开展的临床试验信息

登记号/代号	试验药	适应症	通俗标题	分期	目标入组人数	地区
NCT05294731	BGB-16673	B 细胞肿瘤	Treatment of Chinese	I	127	中国内地
CTR20220399			Participants With B-Cell Malignancies With BGB-16673, a Bruton Tyrosine Kinase-Targeted Protein-Degrader	期		
NCT05006716	BGB-16673	B 细胞肿瘤	A Dose-Escalation and	I/II	466	美国,法国,德国,意大利,摩尔多瓦,西班牙,瑞典,澳大利亚,加拿大,格鲁吉亚,韩国
BGB-16673-10		非霍奇金淋巴瘤	Expansion Study of BGB-16673	期		
1		华氏巨球蛋白血症	in Participants With B-Cell Malignancies			
		滤泡性淋巴瘤				
		慢性淋巴细胞白血病				
		/小淋巴细胞淋巴瘤				
		弥漫性大 B 细胞淋巴瘤				
		套细胞淋巴瘤				
		边缘区淋巴瘤				

资料来源: insight, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,132.63	15,124.88	7,712.47	2,317.04	13,441.42
应收票据及应收账款	1,201.95	2,538.27	2,324.38	6,141.68	2,048.66
预付账款	1,314.59	984.36	3,295.55	1,158.95	3,454.78
存货	1,954.20	2,951.16	3,050.07	3,932.19	3,655.21
其他	11,570.54	8,211.38	14,608.09	12,009.04	11,706.26
流动资产合计	36,173.91	29,810.06	30,990.57	25,558.89	34,306.33
长期股权投资	192.21	184.18	184.18	184.18	184.18
固定资产	3,555.46	3,735.30	3,259.39	2,783.49	2,307.58
在建工程	2,038.11	5,248.86	5,298.86	5,398.86	5,418.86
无形资产	715.06	982.34	843.06	703.79	564.51
其他	1,549.43	1,160.94	1,096.58	1,158.18	1,046.63
非流动资产合计	8,050.27	11,311.62	10,682.08	10,228.49	9,521.76
资产总计	44,224.17	41,121.68	41,672.64	35,787.38	43,828.09
短期借款	2,202.70	4,683.67	2,000.00	3,334.00	2,000.00
应付票据及应付账款	2,482.40	3,679.67	6,268.81	3,901.33	7,170.89
其他	4,128.38	4,469.69	11,315.32	5,596.86	11,047.12
流动负债合计	8,813.48	12,833.03	19,584.13	12,832.19	20,218.02
长期借款	1,444.42	1,403.91	1,200.00	1,664.55	1,200.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,145.62	1,781.40	1,781.40	1,902.80	1,821.87
非流动负债合计	3,590.04	3,185.31	2,981.40	3,567.35	3,021.87
负债合计	13,893.11	16,018.33	22,565.53	16,399.54	23,239.88
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	0.90	0.91	0.91	0.91	0.91
资本公积	80,518.62	81,383.04	79,804.74	79,804.74	79,804.74
留存收益	(50,972.41)	(57,688.27)	(60,910.33)	(61,218.94)	(60,024.30)
其他	783.94	1,407.66	211.79	801.13	806.86
股东权益合计	30,331.06	25,103.34	19,107.12	19,387.84	20,588.21
负债和股东权益总计	44,224.17	41,121.68	41,672.64	35,787.38	43,828.09

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(13,642.04)	(6,715.86)	(3,222.06)	(308.61)	1,194.64
折旧摊销	459.47	651.18	615.18	615.18	615.18
财务费用	1,718.28	505.98	(53.39)	47.67	(5.94)
投资损失	(63.82)	(167.43)	(87.84)	(106.36)	(120.55)
营运资金变动	11,428.94	2,745.62	824.12	(7,999.40)	11,161.09
其它	(7,700.54)	(4,812.74)	54.00	(27.00)	0.00
经营活动现金流	(7,799.71)	(7,793.25)	(1,869.98)	(7,778.53)	12,844.42
资本支出	4,122.66	4,598.13	50.00	(21.41)	100.94
长期投资	45.89	(8.03)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,753.97)	(4,472.81)	(120.16)	81.77	(0.39)
投资活动现金流	2,414.59	117.29	(70.16)	60.36	100.55
债权融资	(1,542.40)	2,024.00	(2,698.10)	1,733.39	(1,826.31)
股权融资	4,047.33	1,488.14	(2,774.17)	589.34	5.73
其他	(2,953.04)	(953.74)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(448.11)	2,558.41	(5,472.27)	2,322.73	(1,820.58)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(5,833.23)	(5,117.55)	(7,412.41)	(5,395.43)	11,124.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	9,566.41	17,423.34	22,652.09	28,962.96	34,048.86
营业成本	1,895.63	2,689.08	3,171.29	3,765.19	4,085.86
营业税金及附加	78.70	71.28	92.67	118.48	139.29
销售费用	5,997.09	7,304.46	7,928.23	8,399.26	9,193.19
管理费用	2,695.41	3,471.67	3,624.33	3,962.13	4,426.35
研发费用	11,152.09	12,813.45	13,477.99	13,902.22	16,002.96
财务费用	1,309.00	196.74	(53.39)	47.67	(5.94)
资产/信用减值损失	(6.28)	(34.86)	(21.68)	(17.01)	(20.13)
公允价值变动收益	(161.46)	(50.73)	54.00	(27.00)	0.00
投资净收益	63.82	167.43	87.84	106.36	120.55
其他	(32.37)	(394.92)	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	(13,425.20)	(8,810.26)	(5,468.88)	(1,169.64)	307.56
营业外收入	0.18	2,603.63	2,303.61	867.94	867.94
营业外支出	1.94	1.65	1.20	1.60	1.48
利润总额	(13,426.96)	(6,208.27)	(3,166.47)	(303.29)	1,174.03
所得税	215.08	507.59	55.59	5.32	(20.61)
净利润	(13,642.04)	(6,715.86)	(3,222.06)	(308.61)	1,194.64
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	(13,642.04)	(6,715.86)	(3,222.06)	(308.61)	1,194.64
每股收益(元)	(10.04)	(4.94)	(2.37)	(0.23)	0.88

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	26.06%	82.13%	30.01%	27.86%	17.56%
营业利润	40.15%	-34.38%	-37.93%	-78.61%	-126.30%
归属于母公司净利润	39.95%	-50.77%	-52.02%	-90.42%	-487.10%
获利能力					
毛利率	80.18%	84.57%	86.00%	87.00%	88.00%
净利率	-142.60%	-38.55%	-14.22%	-1.07%	3.51%
ROE	-44.98%	-26.75%	-16.86%	-1.59%	5.80%
ROIC	-79.85%	-139.12%	-67.84%	-16.41%	2.13%
偿债能力					
资产负债率	31.42%	38.95%	54.15%	45.82%	53.03%
净负债率	-50.86%	-32.65%	-18.51%	18.78%	-45.25%
流动比率	3.51	2.32	1.58	1.99	1.70
速动比率	3.32	2.09	1.43	1.69	1.52
营运能力					
应收账款周转率	4.47	9.32	9.32	6.84	8.31
存货周转率	5.47	7.10	7.55	8.30	8.98
总资产周转率	0.19	0.41	0.55	0.75	0.86
每股指标(元)					
每股收益	-10.04	-4.94	-2.37	-0.23	0.88
每股经营现金流	-5.74	-5.73	-1.38	-5.72	9.45
每股净资产	22.32	18.47	21,089.53	21,399.38	22,724.29
估值比率					
市盈率	-12.10	-24.58	-51.23	-534.90	138.18
市净率	5.44	6.58	0.01	0.01	0.01
EV/EBITDA	29.66	-3.62	2.48	10.36	-18.54
EV/EBIT	19.75	-4.15	2.20	4.50	-51.90

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com