

发展精麻核心领域, 多业务板块协同推进

核心观点

2024 年前三季度, 公司营业收入 10.40 亿, 同比增长 22.38%; 归母净利润 2.17 亿元, 同比增长 12.03%; 扣非归母净利润 1.68 亿元, 同比增长 14.92%。公司 2024 年前三季度研发管线取得了优异成果, 累计获批 10 个制剂新产品, 第三季度新增镇痛药 EP-0153 注射液和高血压复方制剂 EP-0170T 两个 2 类改良新药申报临床, 后续可关注: (1) 四季度预计 3 款制剂产品获批 (枸橼酸钾缓释片、布美他尼注射液、芦可替尼片); (2) 纳美芬、亚甲蓝等仿制药国际化商业进展与获批推动; (3) 麻醉等其他产品管线进展。

事件

近日, 苑东生物发布 2024 年三季报。

2024 年前三季度, 公司营业收入 10.40 亿, 同比增长 22.38%; 归母净利润 2.17 亿元, 同比增长 12.03%; 扣非归母净利润 1.68 亿元, 同比增长 14.92%; 计提股权激励费用 1011.58 万元, 剔除股权激励费用影响归母和扣非净利润分别增长 47.25% 和 21.85%。

2024 年第三季度, 公司营业收入 3.70 亿元, 同比增长 25.81%; 归母净利润 0.71 亿元, 同比增长 13.40%; 扣非归母净利润 0.54 亿元, 同比增长 16.72%; 计提股权激励费用 683.40 万, 剔除股权激励费用影响归母和扣非净利润分别增长 24.39% 和 31.46%。

公司在研项目储备 80 余项, 麻醉镇痛领域、慢病等领域主要产品名列前茅, 且国内制剂管线不断丰富, 在审精麻特药制剂 7 个, 年初至今国内制剂累计获批 10 个新产品, 累计报产 13 个, 目前 CDE 在审 23 个。

重要财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,170.51	1,117.12	1,341.22	1,636.28	2,012.63
YoY (%)	14.43	-4.56	20.06	22.00	23.00
净利润(百万元)	246.52	226.57	269.09	342.16	450.49
YoY (%)	6.06	-8.09	18.77	27.15	31.66
毛利率 (%)	83.25	80.01	83.24	84.86	87.40
净利率 (%)	21.06	20.28	20.06	20.91	22.38
ROE (%)	10.08	8.70	9.66	11.35	13.58
EPS (摊薄/元)	1.40	1.28	1.52	1.94	2.55
P/E (倍)	26.34	28.66	24.13	18.98	14.41
P/B (倍)	2.66	2.49	2.33	2.15	1.96

资料来源: iFinD, 中信建投证券

苑东生物 (688513.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

发布日期: 2024 年 10 月 29 日

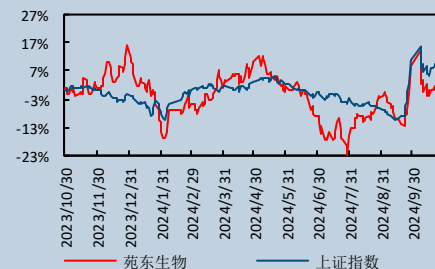
当前股价: 36.40 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-0.84/-8.44	19.03/4.11	-32.72/-42.80
12 月最高/最低价 (元)		63.78/28.49
总股本 (万股)		17,653.23
流通 A 股 (万股)		17,653.23
总市值 (亿元)		64.26
流通市值 (亿元)		64.26
近 3 月日均成交量 (万)		108.10
主要股东		
王颖		34.89%

股价表现



相关研究报告

【中信建投化学制药】苑东生物
24.08.24 (688513):收入利润稳健增长, 加快精麻

简评

一、业绩符合预期，重点领域产品销售业绩亮眼

2024 年前三季度，公司营业收入 10.40 亿，同比增长 22.38%；归母净利润 2.17 亿元，同比增长 12.03%；扣非归母净利润 1.68 亿元，同比增长 14.92%；计提股权激励费用 1011.58 万元，剔除股权激励费用影响归母和扣非净利润分别增长 47.25% 和 21.85%。

2024 年第三季度，公司营业收入 3.70 亿元，同比增长 25.81%；归母净利润 0.71 亿元，同比增长 13.40%；扣非归母净利润 0.54 亿元，同比增长 16.72%；计提股权激励费用 683.40 万，剔除股权激励费用影响归母和扣非净利润分别增长 24.39% 和 31.46%。

2024 年前三季度，重点疾病领域的主要产品销售业绩稳步增长，麻醉镇痛领域实现销售收入 3.8 亿，同比增长 32%，主要系存量产品保持稳定，去氧肾上腺素、去甲肾上腺素等处于快速增长阶段所致；心血管领域实现销售收入 3.4 亿，同比增长 20%，主要是存量产品比索洛尔氨氯地平片、硫酸氢氯吡格雷片以及新产品盐酸尼卡地平注射液带来增长所致。

研发方面，公司继续保持高比例研发投入。2024 年前三季度，研发投入 2.06 亿元，同比增长 19.76%，占营业收入的 19.84%，其中费用化研发投入 1.88 亿元，同比增长 11.47%，研发费用率 18.09%；2024 年第三季度，研发投入 0.84 亿元，同比增长 33.73%，占营业收入的 22.68%，主要系报告期内试验及临床研究费增加所致，其中费用化研发投入 0.79 亿元，同比增长 27.68%，研发费用率 21.38%。预计全年研发投入占营业收入的比例与前三季度持平，保持在 20% 左右。高比例研发投入将为产品管线、技术创新、国际化和精麻领域实现突破奠定坚实基础。

二、国内制剂产品矩阵持续丰富，重点打造精麻领域管线

2024 年至今，公司国内制剂累计获批 10 个新产品，累计报产 13 个产品，目前 CDE 在审产品 23 个，预计四季度还有 3 个制剂产品获批，包括枸橼酸钾缓释片、布美他尼注射液、芦可替尼片。未来公司每年预计有多个获批产品，国内制剂产品矩阵不断丰富，将为公司带来持续业绩增长。

同时，国内制剂产品准入和终端覆盖稳步推进，2024 年新产品盐酸纳布啡注射液、酒石酸布托啡诺注射液、比索洛尔氨氯地平片已完成全国省市挂网，其中酒石酸布托啡诺注射液、比索洛尔氨氯地平片已实现发货销售，盐酸纳布啡注射液完成近 100 家终端覆盖，比索洛尔氨氯地平片完成近 200 家终端覆盖。此外，公司主要产品富马酸比索洛尔片、布洛芬注射液和盐酸尼卡地平注射液也在河南 17 省联盟中新中选，预计为明年带来新的增量。

公司重点开发有政策壁垒的精麻特药以及有技术壁垒的高端复杂制剂，关注 2 类改良新药鼻喷制剂产品。目前，公司积累了近 30 个特药批件，有 7 个在审核阶段的精麻特药制剂，包括氨酚羟考酮缓释片、注射用苯磺酸瑞马唑仑、奥沙西洋片、盐酸麻黄碱注射液、吡仑帕奈片、盐酸纳呋拉啡口服片、咪达唑仑口服液；同时，有 11 个产品在研，主要围绕新复方制剂开发（降低成瘾性、提高有效性和安全性）、创新剂型（如口服缓控释制剂、口服溶液、鼻喷制剂）开发以及麻醉相关产品的开发三个方向展开。公司处于申报前的药械和临床阶段的精麻特药、高端复杂制剂近 20 个。

三、原料药及 CMO 板块协同制剂一体化发展，增长潜力大

公司自 2023 年开始引入专业团队打造原料药板块，在协同制剂一体化发展的同时持续加大国内外市

场拓展，推动原料药及 CMO 板块保持较快增长。

2024 前三季度原料药及 CMO 板块实现营业收入 1.34 亿元，同比增长 62%；其中，原料药实现营业收入 8947 万，同比增长 37%；CMO/CDMO 业务实现营业收入 4474 万，同比增长 155.78%。基于公司目前储备的客户与订单情况，该板块后续增长潜力大，预计未来复合增长率可达 30%以上。

四、制剂国际化实现突破，商业化提速值得期待

2024 年第三季度公司制剂国际化实现收入的确认和突破，公司国际化的产品管线进一步丰富。2024 年 9 月盐酸尼卡地平注射液简化新药申请（ANDA）获得正式批准，适应症为用于无法口服给药时的高血压短期治疗，预计第四季度还有 1-2 批发货。盐酸尼卡地平注射液是公司第二个制剂出海的产品，子公司青木制药的盐酸尼卡地平原料也已完成美国 DMF 登记，公司在该产品上实现了原料制剂一体化，具有成本优势。此外，盐酸纳洛酮鼻喷剂 9 月底按期提交 ANDA 申请，并已获得 FDA 的正式受理，商业化稳步推进。

2024 年公司制剂国际化起步发展，实现商业化突破，盐酸纳美芬注射液近期进行代理商切换，加强客户的拓展和匹配工作，提高研发转换效率，提升商业化速度。

五、核心技术平台筑底，推进创新药和高端仿制药的研发和产业化

公司依托持续的技术创新，已逐步建立起国内领先、符合国际标准的研发技术及产业化平台，建立了药物晶型技术平台、缓控释技术平台、特药技术平台、创新药技术平台、鼻喷雾剂技术平台等关键技术平台，已形成药物晶型集成创新与产业化技术、创新药物结构设计合成及评价集成技术、缓控释及迟释技术、鼻喷给药制剂技术、制备工艺设计与精益控制技术 etc 6 大类核心技术。

2024 年 9 月，马来酸氟伏沙明片、盐酸丙卡特罗口服溶液陆续获得药品注册证书，进一步丰富公司仿制药产品管线。公司集中资源打造技术平台，利用技术平台优势打造鼻喷制剂、缓控释制剂和长效注射剂等高端产品，未来国际化板块也将围绕鼻喷制剂等高端产品布局。公司高端仿制药立项聚焦麻醉镇痛、心脑血管以及肿瘤、糖尿病等慢性病，重点关注有技术门槛的高端制剂和有政策壁垒的产品，具备竞争优势。

同时，公司在创新药领域持续投入，重点围绕麻醉镇痛和肿瘤领域稳步推进。公司自主研发化学 1 类新药优格列汀片 III 期单药临床试验已取得临床报告并达到预期目标；生物 1 类新药 EP-9001A 单抗注射液正在开展 Ib/II 期临床试验；2 个小分子创新药 EP-0108 胶囊、EP-0146 片的 IND 申请获临床默示许可。

在改良型新药研发方面，硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊正在开展临床研究，水合氯醛口服溶液已申报生产；氨酚羟考酮缓释片申报上市许可获得受理，公司为国内首家申报上市许可该产品并获得受理的企业。公司还有多个麻醉镇痛、抗肿瘤领域的大、小分子创新药处于临床前研究阶段。2024 年第三季度，公司新增镇痛药 EP-0153 注射液和高血压复方制剂 EP-0170T 两个 2 类改良新药申报临床。

表 1: 重点创新药和改良新药研发进度

产品名称	适应症	研发进展
优格列汀片（DPP-IV）	2 型糖尿病	III 期临床
EP-9001A（NGF）	骨转移癌痛	Ib/II 期临床
氨酚羟考酮缓释片（阿片受体）	中重度疼痛	NDA
硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊（阿片受体）	中重度持续疼痛	I 期临床
水合氯醛口服溶液	儿童检查、操作前的镇静、催眠	NDA

EP-0153I+EP0153A（阿片受体）	术后镇疼	IND
EX-0203XR（阿片受体）	采用阿片激动剂/阿片拮抗剂组合的防滥用技术，降低单方使用过程中便秘等胃肠道不良反应	临床前
EP-0108 胶囊（BRD4）	复发/难治性急性白血病和前列腺癌	IND
EP-0146（LSD1）	晚期实体瘤	IND
EP-0170T（RAS 抑制剂/CCB）	原发性高血压	IND

资料来源：公司公告，中信建投证券

六、财务分析：收入利润逐步修复，销售费用率持续优化

收入和利润方面，2024 年前三季度，公司营业收入 10.40 亿，同比增长 22.38%；归母净利润 2.17 亿元，同比增长 12.03%；扣非归母净利润 1.68 亿元，同比增长 14.92%；计提股权激励费用 1011.58 万元，剔除股权激励费用影响归母和扣非净利润分别增长 47.25% 和 21.85%。2024 年第三季度，公司营业收入 3.70 亿元，同比增长 25.81%；归母净利润 0.71 亿元，同比增长 13.40%；扣非归母净利润 0.54 亿元，同比增长 16.72%；计提股权激励费用 683.40 万，剔除股权激励费用影响归母和扣非净利润分别增长 24.39% 和 31.46%。

费用方面，2024 年前三季度，公司销售费用 3.54 亿元，同比增长 23.25%，销售费用率 34.03%，同比增长 0.24pp；管理费用 0.73 亿元，同比增长 1.60%，管理费用率 7.03%，同比下降 1.44pp，主要是闲置产能折旧费用减少所致；研发费用 1.88 亿元，同比增长 11.47%，研发费用率 18.09%，同比下降 1.77pp。2024 年第三季度，公司销售费用 1.17 亿元，同比增长 21.44%，销售费用率 31.67%，同比下降 1.14pp；管理费用 0.30 亿元，同比增长 22.51%，管理费用率 7.99%，同比下降 0.22pp；研发费用 0.79 亿元，同比增长 27.68%，研发费用率 21.38%，同比增长 0.31pp。

七、近期公司相关催化剂

（1）红处方产品硫酸马啡/盐酸纳曲酮缓释胶囊正在进入 III 期临床数据的录入和清理，预计 2024 年 Q4 报产；其他在研红处方产品预计 2027 年陆续获批；另 2 款防滥用产品的特药立项批件预计 2025 年申报临床。

（2）国际化板块，预计 2025-2026 年盐酸尼卡地平注射液和亚甲蓝注射液能够实现销售放量；以及盐酸纳美芬注射液完成代理商切换，2025 年实现销售。此外，纳洛酮鼻喷剂型和纳美芬鼻喷剂型等也会陆续在美国报产上市。

（3）3 款制剂产品枸橼酸钾缓释片、布美他尼注射液、芦可替尼片预计 2024 年第四季度获批。

八、公司盈利预测及估值

公司增速提升的主要来源及原因：（1）6 款产品纳入第 10 批集采目录，包括存量产品纳洛酮注射剂和舒更葡糖注射剂，基础业务中比索洛尔、布洛芬在河南省联盟集采中续约，对公司经营产生积极影响。

（2）2024 年基于存量业务稳健，增量产品纳络酮注射液、盐酸去氧肾上腺素注射液、盐酸尼卡地平注射液、瑞格列奈二甲双胍、布托啡诺、纳布啡等爬坡放量，有望拉动增速；（3）2025-2026 年基于存量业务爬坡，增量业务精麻产品氨酚羟考酮缓释片、硫酸吗啡盐酸纳曲酮缓释胶囊，以及海外业务盐酸纳美芬、尼卡地平、纳络酮、亚甲蓝、氰钴胺等陆续上市和放量，有望维持相对平稳的增速，形成第二成长曲线。基于以上原因，我们假设 2024、2025、2026 年公司制剂销售业务的营收增速分别为 23%、27%、30%，公

司原料药销售业务营收保持 28% 增速，CMO/CDMO 业务和技术服务业务保持 25% 增速，由此我们预计公司 2024、2025、2026 年营业收入分别为 13.42 亿元，16.37 亿元，20.13 亿元，对应增速分别为 20.06%、22.00%、23.00%，归母净利润分别为 2.69 亿元、3.42 亿元、4.50 亿元，对应增速 18.54%、27.15%、31.66%。

表 2: 公司营收拆分及预测

	2023	2024E	2025E	2026E
总营收（亿元）	11.17	13.42	16.37	20.13
YoY（%）	-4.46%	20.06%	22.00%	23.00%
归母净利润（亿元）	2.27	2.69	3.42	4.50
YoY（%）	-8.10%	18.54%	27.15%	31.66%
制剂销售	8.81	10.84	13.76	17.89
YoY（%）	-13.54%	23.00%	27.00%	30.00%
原料药销售	0.94	1.60	2.05	2.62
YoY（%）	14.63%	28.00%	28.00%	28.00%
CMO/CDMO	0.31	0.39	0.47	0.55
YoY（%）	29.17%	25.00%	20.00%	18.00%
技术服务	1.10	1.38	1.72	2.15
YoY（%）	150%	25.00%	25.00%	25.00%
其他业务	0.01	-0.78	-1.63	-3.08
YoY（%）	125.40%	-5614.48%	107.73%	89.20%

资料来源：中信建投证券

考虑到公司自研新药开发的持续深入、临床开发和商业化等方面更多的重磅里程碑的落地，给予“买入”评级。

风险分析

行业政策变化风险：医药产品是关系人民生命健康和安全的特殊消费品，基于此，医药是一个受监管程度比较高的行业。近年来，随着国家医药卫生体制改革的不断深化，医药行业政策密集发布，对医药行业的市场供求关系、企业的经营模式、产品技术研发及药品价格产生较大影响。如“仿制药质量和疗效一致性评价”、“带量采购”和 DRG/DIP 付费等系列政策对仿制药的产品布局、产品质量和成本管控提出了更高的要求。“以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则”、“以患者为中心的药物临床试验设计、试验实施、获益-风险评估”则要求创新药的研发进行升级，真正做到以临床价值为导向，以患者受益为核心，避免靶点和适应症“内卷”，减少开发的同质化和资源的浪费，对国内目前以跟随为主的创新药研发带来了较大的冲击。同时，医药腐败治理常态化背景下，对医药企业规范化、合规化发展提出更高要求。如公司不能及时调整经营策略以适应医疗卫生体制改革带来的市场规则和监管政策的变化，将对公司的经营产生不利影响。

研发创新失败风险：药品创新研发具有投入大、周期长、环节多、风险高的特点，每一个环节都有较高的不确定性和失败风险，尤其是 II、III 期临床试验。公司以产品为主导，近三年均保持销售收入 20% 左右的研究资金用于创新药研发、抢仿和仿制药一致性评价等，随着国家审评和监管的政策不断出台，对药物研发各阶段的要求不断提高，有可能加大研发创新失败或者进度不及预期的风险。因此，公司不断健全研发创新体系和优化质量管理体系，完善研发全流程评估，根据外部环境的变化积极应对，持续提高研发效率，也会基于行业情况、产品市场竞争格局及未来商业价值等因素综合评估考虑适时终止部分项目。

核心人才不足或者流失风险：随着公司规模的扩张和业务的拓展，对高端专业人才的需求大幅度增加，并且近年来高端专业人才创业的意向较强，可能导致人才的配置满足不了企业发展速度的风险。此外，目前医药企业间技术人才的争夺十分激烈，虽然公司制定了富有竞争力的人员薪酬体系，并通过良好的企业文化增加人员的归属感，但仍不能排除核心人员流失的风险。

国家带量采购和医保支付调整带来的风险：随着国家带量采购常态化、医保目录动态调整和 DRG/DIP 支付方式等药品支付端政策的不断出台和落地，尽管目前公司存量的主要产品集采基本出清，但公司其他产品未来仍然面临因为产品集采导致的价格下调的风险。如果公司产品不中标或中标价格过低，可能会对公司经营业绩造成负面影响。基于此，公司以临床价值为导向，持续打造有政策壁垒、技术壁垒和市场竞争格局良好的新品并上市，以提高在细分领域的竞争力，降低国家带量采购和医保支付调整带来的风险。

环境保护风险与安全生产风险：公司的医药制造业务中，在研发和生产过程中会产生废气、废水、废渣或其他污染物，如果处理不当，可能对周围的环境产生不利影响，从而对公司正常生产经营带来损失。另外，由于公司生产的产品种类较多，生产工序复杂，因此存在因操作不当、保管不当等导致发生安全生产事故的风险。公司已根据自身特点，制定一系列药品安全生产管理体系以及加强对员工安全培训的制度，但仍不能排除未来发生安全事故的可能性。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk