

# 三生制药 (01530.HK)

优于大市

业绩保持稳健增长，创新药临床快速推进

## ◆ 公司研究 · 海外公司快评

## ◆ 医药生物 · 生物制品

## ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师:	陈曦炳	0755-81982939	chenxibing@guosen.com.cn	执证编码: S0980521120001
证券分析师:	彭思宇	0755-81982723	pengsiyu@guosen.com.cn	执证编码: S0980521060003
证券分析师:	陈益凌	021-60933167	chenyiling@guosen.com.cn	执证编码: S0980519010002

## 事项:

三生制药与百利天恒达成战略合作，共同在中国推进 707 和 BL-B01D1 联合用药治疗实体瘤。

**国信医药观点:** 1) 707 是三生制药研发的一款 PD-1xVEGF 双抗，研发进度较为靠前，早期临床数据优秀，有望在今年下半年进入 3 期临床；2) 双抗联合 ADC 有望成为下一代肿瘤免疫治疗的组合，多个 MNC 已经通过合作的方式储备了丰富的 ADC 管线，但在 PD(L)1 双抗的布局相对较少，707 具备授权出海的潜力；3) 三生制药核心产品特比澳销售持续增长，并在医保谈判取得理想的结果，预计将在 2025-2026 年保持稳健增长。**投资建议:** 公司的创新药临床快速推进，业绩保持稳健增长，当前估值较低且有稳定分红。由于核心产品销售增长超出预期，我们上调盈利预测，预计 2024-26 年公司的归母净利润分别为 20.17、22.96、25.71 亿元（前值分别为 19.31、21.53、24.23 亿元），同比增长 30.2%/13.8%/12.0%，维持“优于大市”评级。

## 评论:

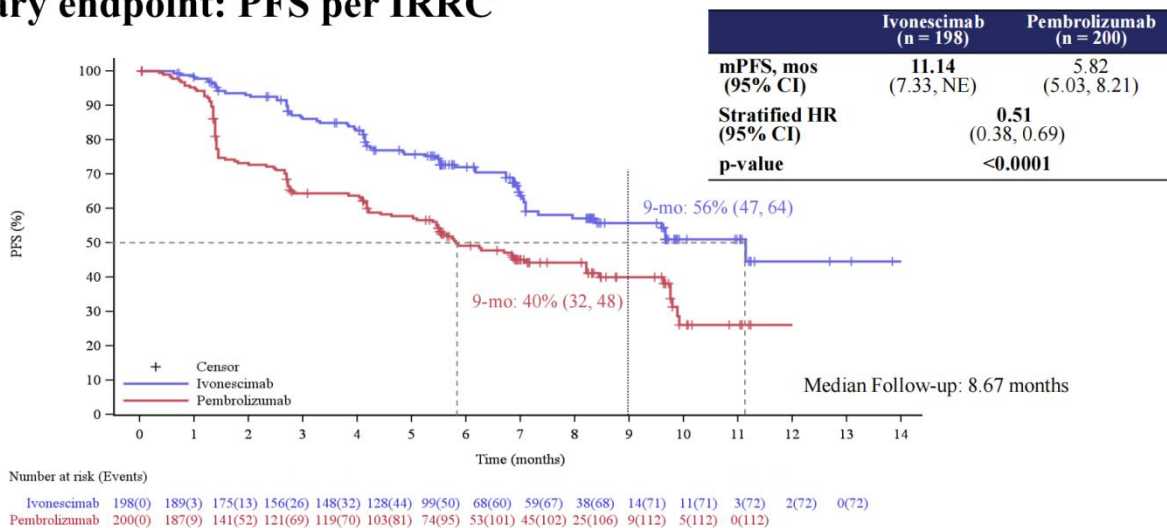
### ◆ PD-1xVEGF 双抗头对头击败 K 药

**双抗与 ADC 的联用可能成为下一代肿瘤免疫治疗的组合。**以 PD-1/PD-L1 单抗为代表的免疫治疗在实体瘤的治疗中占据核心地位，代表药物 Keytruda (K 药) 2024 年销售 295 亿美元，是全球药王。K 药联合含铂双药化疗（全人群）或 K 药单药（PD-L1 TPS ≥ 50% 人群）是一线治疗 NSCLC 患者的标准疗法。目前，有越来越多的在研管线探索双抗（PD-1 与 VEGF/CTLA4/TIGIT 等双抗）与 ADC（TROP2/HER3/EGFR 等 ADC）联合治疗在肿瘤免疫治疗中的潜力。三生制药的 707（PD-1xVEGF 双抗）和百利天恒的 BL-B01D1（EGFRxHER3 双抗 ADC）达成在中国的合作，正是这一策略的体现。

**依沃西头对头击败 K 药。**康方生物的依沃西（AK112）头对头 K 药一线治疗 PD-L1 (+) NSCLC 的中国 p3 注册临床（HARMONI-2/AK112-303）试验结果在 2024 年 WCLC 会议上进行了口头报告。结果表明，依沃西达到了临床有效性主要终点：**mPFS 为 11.14 vs 5.82 个月，HR=0.51，p<0.0001，证明了依沃西相比 K 药而言取得了具有临床意义的、统计学显著的 PFS 获益。**亚组分析显示，**在几乎所有亚组中，依沃西相比 K 药而言都能带来与整体人群相似且显著的 PFS 获益**，无论患者 PD-L1 表达水平（1-49% 或 ≥ 50%）、组织学类型（鳞癌或非鳞癌）、基线状态（年龄、性别、吸烟史、身体状况）、疾病转移情况（是否脑转移、是否肝转移）；同时，依沃西相比 K 药而言也能进一步提高 ORR、DCR，且 DoR 显示持久响应特征。安全性分析显示，依沃西的安全性特征与既往研究相似，耐受性良好；免疫相关不良事件（irAEs）与抗血管相关不良事件均可耐受、可管理，单药治疗导致严重不良事件或停药的比例低于 K 药。

图1: HARMONI-2 临床 PFS 曲线

### Primary endpoint: PFS per IRRC



资料来源: WCLC、国信证券经济研究所整理

#### ◆ 707 在非小细胞肺癌和结直肠癌中展示出良好的临床数据

707 是三生制药 CLF2 平台研发的一款 PD-1xVEGF 双抗, 目前单药在一线 PD-L1 阳性的 NSCLC、联合化疗在一线 NSCLC、结直肠癌、子宫内膜癌等实体瘤中开展临床 II 期研究, 截至目前入组的患者总数超过 300 名, 同时获得美国 FDA 批准开展临床研究。

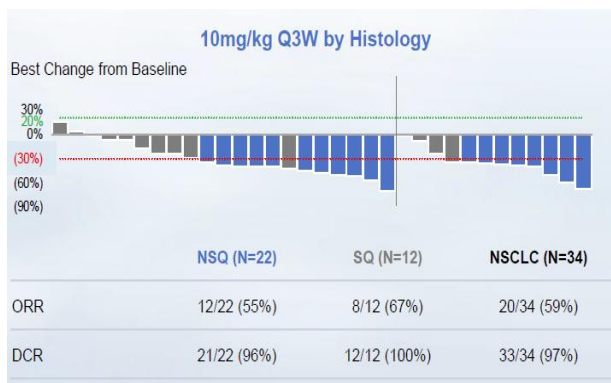
表1: 707 已公示的临床试验

适应症	治疗方案	地区	进度	入组人数	NCT	CTR	首次公示日期	首例入组日期
实体瘤	单药	中国	ph1	130	-	CTR20221432	2022-06-28	2023-03-20
子宫内膜癌, 2L 卵巢上皮癌	联合紫杉醇+卡铂	中国	ph2	80	NCT06522828	CTR20242752	2024-07-26	2024-10-10
1L NSCLC (驱动基因阴性)	联合化疗	中国	ph2	235	NCT06412471	CTR20241649	2024-05-10	2024-07-26
1L PD-L1+ NSCLC	单药	中国	ph2	120	NCT06361927	CTR20241067	2024-04-01	2024-05-15
1L CRC	单药/联合化疗	中国	ph2	130	NCT06493760	CTR20242357	2024-07-01	2024-09-03

资料来源: Insight, 国信证券经济研究所整理

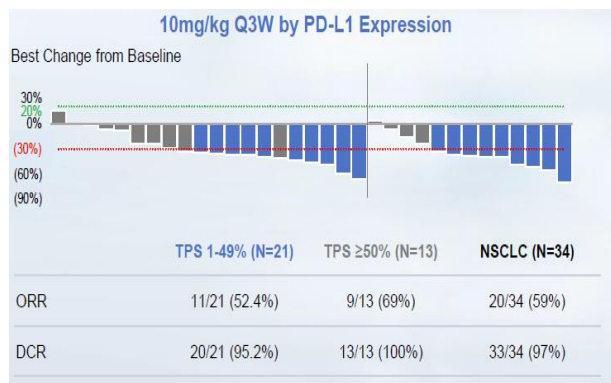
公司在 2025 年的 JPM 大会上公布 NSCLC 和结直肠癌最新的临床数据。在 PD-L1 表达的一线 NSCLC 患者中, 单药治疗 (10mg/kg) 时 34 名患者的整体 ORR 为 59%, DCR 为 97%; 其中, 按照组织学分组, 22 名 nsqNSCLC 患者展示出 55% 的 ORR, 12 名 sqNSCLC 患者展示出 67% 的 ORR; 依据 PD-L1 表达分组时, PD-L1 TPS ≥ 50% 的患者 ORR 为 69%, DCR 为 100%。另一项联合化疗的临床研究中, 707 联合紫杉醇和卡铂治疗 sqNSCLC 患者的 ORR 高达 81.3%, DCR 达到 100%。707 单药治疗、联合化疗的治疗中, 均展示出良好的治疗潜力。

图2: 707 单药在 NSCLC 中的临床数据 (组织学分型)



资料来源: 2025 年 JPM 大会, 国信证券经济研究所整理

图3: 707 单药在 NSCLC 中的临床数据 (PD-L1 表达分型)



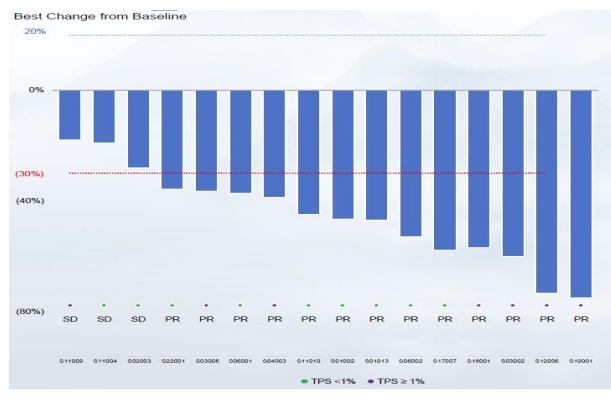
资料来源: 2025 年 JPM 大会, 国信证券经济研究所整理

图4: 707 联合化疗在 nsqNSCLC 中有效性数据



资料来源: 2025 年 JPM 大会, 国信证券经济研究所整理

图5: 707 联合化疗在 sqNSCLC 中有效性数据



资料来源: 2025 年 JPM 大会, 国信证券经济研究所整理

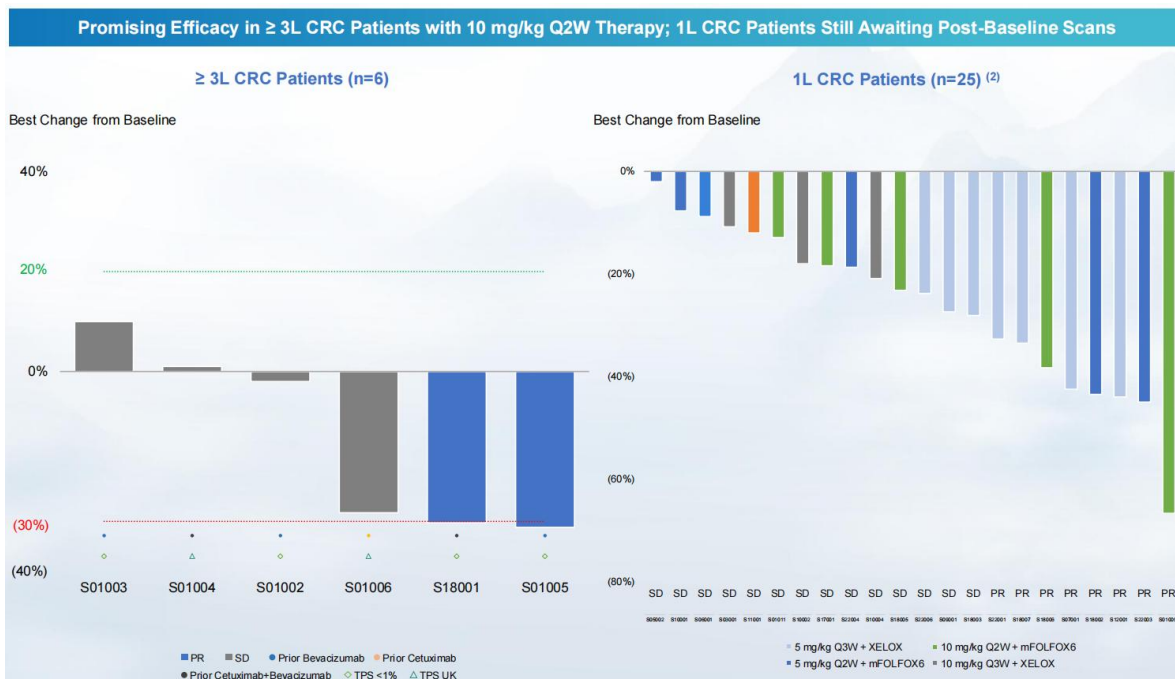
同样的, 707 在 CRC 患者中也取得了良好的有效性数据。我们预计, 707 将在 25 年下半年开启 3 期临床。

表1: 707 在非小细胞肺癌和结直肠癌等实体瘤中的临床数据

临床阶段	ph1a/2b	ph2	ph2	ph2
适应症	实体瘤	1L PD-L1+ NSCLC EGFR/ALK 野生型, ECOG 0-1, PD-L1 TPS ≥1%	1L NSCLC EGFR/ALK 野生型, ECOG 0-1	≥3L mCRC RASm/RAFm, 无 MSI-H/pMMR
给药方案	单药	单药	联合培美曲塞+卡铂; 联合紫杉醇+卡铂	单药
剂量	0.2-30 mg/kg QW 45 mg/kg Q3W	NSQ: 5-30mg/kg Q3W; SQ: 5-30mg/kg Q3W	NSQ: 5-20mg/kg Q3W; SQ: 5-20mg/kg Q3W+ 培美曲塞+卡铂; 紫杉醇+卡铂	10mg/kg Q2W
入组患者数	85 (预计入组 164)	83 (预计入组 120)	108 (预计入组 235)	7
有效性		10mg/kg*	NSQ 10mg/kg; SQ 10mg/kg	
ORR	整体: 14%	70.8%	58.3%; 81.3%	PR: 33.3%
DCR	整体: 59.6%	100%	100%	SD: 66.7%
PFS	-	-	-	PD: 0%
安全性	整体	10mg/kg Q3W	10mg/kg Q3W	
TRAE	89.4%	88.2%	55.6%	-
3级以上 TRAE	33.3%	23.5%	8.9%	-

资料来源: 2025 年 JPM 大会, 国信证券经济研究所整理。\*此处 10mg/kg 组展示数据为至少经过 2 次基线后肿评的患者。

图6: 707 在 mCRC 中的有效性数据



资料来源: 2025 年 JPM 大会, 国信证券经济研究所整理

◆ 707 研发进度较为靠前, 在同类产品中占据一定的优势

PD-(L)1/VEGF 双抗中仅有康方生物的依沃西 (AK112) 获批上市, 普米斯和 BioNTech 研发的 PM8002 处于临床 III 期研究阶段。三生制药的 707 目前处于 II 期临床阶段, 预计将于下半年进入 III 期临床, 研发进度较为靠前。

表2: PD-(L)1/VEGF 靶点药物临床进展梳理

公司	产品	靶点	适应症	海外临床	国内临床	FIH
康方生物/Summit	依沃西单抗	PD-1/VEGF	肺癌、胆道癌、头颈部鳞癌、乳腺癌等实体瘤	ph3	批准上市	2019-09-20
BioNTech/普米斯	PM8002	PD-L1/VEGF	乳腺癌、肺癌、间皮瘤等	ph3	ph3	2021-03-09
圆祥生命科技/天士力	B1962	PD-L1/VEGF	胆道癌、结直肠癌、肺癌等	ph1	ph2	2022-12-01
三生制药	707	PD-1/VEGF	肺癌、结直肠癌、乳腺癌等	IND	ph2	2023-03-20
荣昌生物	RC148	PD-1/VEGF	乳腺癌、非小细胞肺癌等实体瘤	-	ph2	2023-09-14
宜明昂科/Instil Bio	IMM2510	PD-L1/VEGF	软组织肉瘤、肺癌、乳腺癌等	-	ph2	2021-08-18
OncoC4	A1-081	PD-1/VEGF	实体瘤	ph1/2	-	2025-02-13
礼新医药/默沙东	LM-299	PD-1/VEGF	实体瘤	-	ph1/2	2024-10-09
神州细胞	SCTB14	PD-1/VEGF	实体瘤	ph1/2	ph1/2	2024-06-04
明慧医药	MHB039A	PD-1/VEGF	肺癌、实体瘤	-	ph1/2	2024-04-01
君实生物	JS207	PD-1/VEGF	实体瘤	-	ph1	2023-09-26
甫康制药	CVL006	PD-L1/VEGF	非小细胞肺癌、结直肠癌、头颈部鳞癌等	-	ph1	2024-11-20
尚健生物	SG1408	PD-L1/VEGF	实体瘤	-	ph1	2022-11-22

资料来源: Insight, 国信证券经济研究所整理

与其他 PD-(L)1xVEGF 双抗已经发布的数据相比, 707 在小样本的 ORR 数据上表现优秀。

表3: PD-(L)1xVEGF 双抗临床数据对比 (PD-L1+ NSCLC 1L)

公司	康方生物		三生制药						普米斯/BioNTech
产品	AK112		707						PM8002/BNT327
靶点	PD-1xVEGF-A		PD-1xVEGF						PD-L1xVEGF
临床	HARMONi-2		NCT06361927						NCT05918445
临床阶段	ph3		ph2						ph1b/2a
适应症	PD-L1+ NSCLC 1L		PD-L1+ NSCLC 1L						PD-L1+ NSCLC 1L
治疗方案	AK112 vs K 药		单药 (10mg/kg)						单药
患者基线									
入组人数	198 vs 200		83						17
年龄	51.0% vs 57.5% ( $\geq 65$ )								65 (中位数)
PD-L1 表达量									
TPS 1-49%	58.1% vs 57.5%								53%
TPS $\geq 50\%$	41.9% vs 42.5%								47%
肝转移比例	12.6% vs 14.0%								-
脑转移比例	16.7% vs 19.5%								5.9%
有效性数据									
		基线后肿评 2次以上	nsqNSCLC	sqNSCLC	NSCLC	PD-L1 TPS 1-49%	PD-L1 TPS $\geq 50\%$	NSCLC	
人数	198 vs 200		24	22	12	34	21	13	34
mFU (mo)									17
ORR	50.0% vs 38.5%		70.8%	55.0%	67.0%	59.0%	52.4%	69.0%	59.0%
DCR	89.9% vs 70.5%		100.0%	96.0%	100.0%	97.0%	95.2%	100.0%	97.0%
mDoR (mo)	NR vs NR								-
mPFS (mo)	11.14 vs 5.82 (HR 0.51)								13.6
mOS (mo)	-								13.9
数据来源	WCLC 2024		JPM 2025						ASCO 2024

资料来源: 各学术会议、国信证券经济研究所整理

表4: PD(L)1xVEGF 双抗临床数据对比 (NSCLC 1L)

公司	康方生物		三生制药	
产品	AK112		707	
靶点	PD-1xVEGF		PD-1xVEGF	
临床	AK112-201		NCT06412471	
临床数据的阶段	ph2		ph2	
适应症	NSCLC 1L		NSCLC 1L	
治疗方案	AK112+化疗		707+化疗	
患者基线	sqNSCLC	nsqNSCLC		
入组人数	63	72	108	
年龄	60	62		
PD-L1 表达量				
TPS <1%	38%	53%		
TPS 1-49%	38%	24%		
TPS $\geq 50\%$	22%	21%		
肝转移比例	16.0%	19.0%		
脑转移比例	8.0%	31.0%		
有效性数据			sqNSCLC	nsqNSCLC
人数	60	69		
mFU (mo)	13.3	13.3		
ORR	67%	52%	81.3%	58.3%
DCR	93%	93%	100.0%	100.0%
mDoR (mo)	15	18		
mPFS (mo)	11 (n=63)	12.3 (n=72)		
mOS (mo)	NR (n=63)	NR (n=72)		
数据来源	ASCO 2023		JPM 2025	

资料来源: 各学术会议、国信证券经济研究所整理

MNC 在 PD-(L)1 双抗的布局相对较少。近年来，多个 MNC 通过合作/自研的方式补充了 ADC 的管线储备，但在 PD-(L)1 双抗上的布局相对较少：默沙东与礼新合作了 LM-299，阿斯利康自主开发了 3 款 PD-1 双抗，BioNTech 与普米斯合作（后收购普米斯）得到了 PM8002。

图7：海外主要制药公司 IO+ADC 布局

	Merck	BMS	AZ	Roche	Pfizer	Abbvie	GSK	Regeneron	BioNTech
PD (L) 1 单抗	Keytruda PD-1 单抗	Opdivo PD-1 单抗	Durvalumab PD-L1 单抗	Atezolizumab PD-L1 单抗	Sasanlimab PD-1 单抗	Budigalimab PD-1 单抗	Dostarlimab PD-1 单抗	Cemiplimab PD-1 单抗	
PD (L) 1 双抗	LM-299 PD-1xVEGF		Rilvegostomig PD-1xTIGIT	RO-7284755 PD-1xIL2v			REGN-10597 PD-1xIL2RA	PM8002/BNT327 PD-1xVEGF	
ADC	SKB264/MK2870 TROP2 ADC HER3-DXd HER3 ADC DS7300/MK2400 B7-H3 ADC DS6000/MK5909 CDH6 ADC SKB410/MK3120 Nectin-4 ADC	BL-B01D1 EGFRxHER3 ADC LM-302 CLDN18.2 ADC	Dato-DXd TROP2 ADC T-DXd HER2 ADC AZD0901 CLDN18.2 ADC AZD9592 EGFRxMET ADC AZD8205 B7-H4 ADC	YL211 C-MET ADC IB13009 DLL3 ADC	PADCEV Nectin-4 ADC TIVDAK TF ADC SGN B6A IB6 ADC SGN PDL1V PD-L1 ADC	ELAHERE FRα ADC ABBV-399 C-MET ADC ABBV-400 C-MET ADC	HS-20093 B7-H3 ADC HS-20089 B7-H4 ADC	DB1303/BNT323 HER2 ADC YL202/BNT326 HER3 ADC DB1311/BNT324 B7-H3 ADC DB1305/BNT325 TROP2 ADC	

资料来源：各公司官网、国信证券经济研究所整理。注：蓝底白字表示近 3 年达成合作的产品管线。

### ◆ 投资建议：

1) 707 是三生制药研发的一款 PD-1xVEGF 双抗，研发进度较为靠前，早期临床数据优秀，有望在今年下半年进入 3 期临床；2) 双抗联合 ADC 有望成为下一代肿瘤免疫治疗的组合，多个 MNC 已经通过合作的方式储备了丰富的 ADC 管线，但在 PD-(L)1 双抗的布局相对较少，707 具备授权出海潜力；3) 三生制药核心产品特比澳销售持续增长，并在医保谈判取得理想的结果，预计将在 2025-26 年保持稳健增长。投资建议：公司的创新药临床快速推进，业绩保持稳健增长，当前估值较低且有稳定分红。由于核心产品销售增长超出预期，我们上调盈利预测，预计 2024-26 年公司的归母净利润分别为 20.17、22.96、25.71 亿元（前值分别为 19.31、21.53、24.23 亿元），同比增长 30.2%/13.8%/12.0%，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示：研发进度不及预期、临床数据不及预期、商业化销售不及预期。

### 相关研究报告：

- 《三生制药 (01530.HK) -业绩较快增长，研发管线布局丰富》——2024-08-25
- 《三生制药 (01530.HK) -经营业绩较快增长，特比澳、蔓迪销售表现强劲》——2024-03-27
- 《三生制药 (01530.HK) -营收实现快速增长，研发管线进入收获期》——2023-08-28
- 《三生制药 (01530.HK) -业绩稳健增长，自有管线及引进产品值得期待》——2023-03-24

## 财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2021	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2149	2610	2579	4495	6504	营业收入	6859	7816	9004	10123	11177
应收款项	1829	2228	2660	2854	3210	营业成本	1188	1174	1335	1501	1657
存货净额	712	778	770	889	1015	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	209	196	284	294	319	销售费用	2580	3006	3445	3853	4243
<b>流动资产合计</b>	<b>9761</b>	<b>9193</b>	<b>9674</b>	<b>11913</b>	<b>14429</b>	管理费用	1201	1438	1536	1698	1848
固定资产	4086	4692	4672	4541	4296	财务费用	252	365	189	167	173
无形资产及其他	5763	5795	5643	5490	5338	投资收益	0	0	(17)	(81)	(88)
投资性房地产	999	812	812	812	812	资产减值及公允价值变动	0	0	0	2	1
长期股权投资	1380	3133	3133	3133	3133	其他收入	346	371	472	486	498
<b>资产总计</b>	<b>21989</b>	<b>23625</b>	<b>23934</b>	<b>25889</b>	<b>28009</b>	营业利润	1985	2203	2954	3311	3667
短期借款及交易性金融负债	363	2112	875	1117	1368	营业外净收支	289	(225)	(464)	(477)	(492)
应付款项	406	299	384	428	460	<b>利润总额</b>	<b>2274</b>	<b>1978</b>	<b>2490</b>	<b>2834</b>	<b>3174</b>
其他流动负债	1024	1317	1407	1515	1600	所得税费用	366	392	473	538	603
<b>流动负债合计</b>	<b>1794</b>	<b>3728</b>	<b>2666</b>	<b>3060</b>	<b>3428</b>	少数股东损益	(7)	37	0	0	0
长期借款及应付债券	4065	2689	2689	2689	2689	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1915</b>	<b>1549</b>	<b>2017</b>	<b>2296</b>	<b>2571</b>
其他长期负债	729	695	755	824	903						
<b>长期负债合计</b>	<b>4794</b>	<b>3384</b>	<b>3444</b>	<b>3513</b>	<b>3592</b>	<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>6588</b>	<b>7111</b>	<b>6109</b>	<b>6572</b>	<b>7021</b>	净利润	1915	1549	2017	2296	2571
少数股东权益	2438	2480	2480	2480	2480	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	12963	14034	15345	16837	18508	折旧摊销	329	366	472	486	498
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>21989</b>	<b>23625</b>	<b>23934</b>	<b>25889</b>	<b>28009</b>	公允价值变动损失	0	0	0	(2)	(1)
						财务费用	252	365	189	167	173
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2021</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	453	(113)	(278)	(102)	(310)
每股收益	0.80	0.65	0.84	0.96	1.07	其它	(7)	25	0	0	0
每股红利	0.00	0.22	0.29	0.34	0.38	<b>经营活动现金流</b>	<b>2690</b>	<b>1827</b>	<b>2211</b>	<b>2677</b>	<b>2758</b>
每股净资产	5.41	5.86	6.41	7.03	7.73	资本开支	0	(810)	(300)	(200)	(100)
ROIC	10%	10%	14%	19%	21%	其它投资现金流	(2961)	1480	0	0	0
ROE	15%	11%	13%	14%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3020)</b>	<b>(1082)</b>	<b>(300)</b>	<b>(200)</b>	<b>(100)</b>
毛利率	83%	85%	85%	85%	85%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	28%	28%	30%	30%	31%	负债净变化	1630	(1377)	0	0	0
EBITDA Margin	32%	33%	35%	35%	35%	支付股利、利息	0	(516)	(706)	(803)	(900)
收入增长	7%	14%	15%	12%	10%	其它融资现金流	(3584)	3503	(1237)	242	251
净利润增长率	16%	-19%	30%	14%	12%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(324)</b>	<b>(284)</b>	<b>(1942)</b>	<b>(562)</b>	<b>(649)</b>
资产负债率	41%	41%	36%	35%	34%	<b>现金净变动</b>	<b>(654)</b>	<b>461</b>	<b>(31)</b>	<b>1915</b>	<b>2009</b>
息率	0.0%	3.2%	4.4%	5.0%	5.6%	货币资金的期初余额	2803	2149	2610	2579	4495
P/E	7.8	9.7	7.4	6.5	5.8	货币资金的期末余额	2149	2610	2579	4495	6504
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8	企业自由现金流	0	1205	2072	2671	2865
EV/EBITDA	10.2	9.0	7.0	6.3	5.9	权益自由现金流	0	3038	682	2777	2976

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032