



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025年03月30日

基础数据

03月28日收盘价（港元）	24.40
总市值（亿港元）	212.67
总股本（亿股）	8.72

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外医药】和黄医药（00013.HK）2024年半年报点评：呋喹替尼美国销售超预期，全球管线持续进展-2024.08.12

分析师：孙媛媛

S0190515090001
BUN498
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：杨希成

S0190522090002
请注意：杨希成并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
yangxicheng@xyzq.com.cn

研究助理：孙宋暄

sunsongxuan@xyzq.com.cn

和黄医药(00013.HK)

呋喹替尼海外增长超指引，公司战略转型聚焦创新药业务

投资要点：

- **事件：**公司公布2024年全年业绩。2024年全年实现综合收入总额6.30亿美元（同比-25%，固定汇率CER同比-24%）；全年实现肿瘤产品市场销售额5.01亿美元（同比+134%，CER同比+136%）。其中，全年实现肿瘤业务综合收入2.72亿美元（同比+65%，CER同比+67%），增速高于公司在2023年年报中提供的相应30%至50%的指引。全年实现净收益0.38亿美元。公司还于2024年12月与金浦健服和上药医药订立协议，以约6.08亿美元（45亿人民币）出售合资企业上海和黄药业45%股权，保留5%股权，估计公司将录得税前收益约4.8亿美元。
- **点评：**呋喹替尼海外销售增速超指引，拉动公司整体业绩增长，该产品目前已在中国、美国、欧盟、日本等多个市场获批，并且已纳入NCCN指南（美国国立综合癌症网络指南）的3L结直肠癌治疗推荐、ESMO指南（欧洲肿瘤内科学会指南）的3L及以上结直肠癌治疗推荐，有望进一步提升市场占有率。赛沃替尼联合奥希替尼治疗2L伴MET+/EGFRm NSCLC海外SAVANNAH顶线数据积极、治疗2L伴MET+/EGFRm NSCLC国内SACHI达主要终点，将进一步打开市场空间。索乐匹尼布治疗ITP（免疫性血小板减少症）疗效和安全性良好，预计2025年底完成国内2L ITP适应症上市评审，市场空间广阔。公司还有多项临床1期和2期管线，支持中期和长期的增长战略。公司计划出售上海和黄药业部分股权，有利于进行战略聚焦，获取资金将用于支持抗体靶向偶联药物平台建设，支持创新药业务长期发展。公司ATTC技术平台整合靶向小分子和抗体的优势，拓展传统ADC药物的成药空间，并已在临床前研究中展现出抗肿瘤优势。
- **盈利预测与评级：**和黄医药专注创新药开发，立足全球化市场。随着呋喹替尼全球持续放量，赛沃替尼、索乐匹尼布等管线产品推进，以及公司出售资产取得一次性收益支持创新药平台建设，公司有望实现长期增长，我们看好公司的成长性。我们预计公司2025-2027年EPS为0.42美元、0.14美元和0.21美元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**产品销售不及预期、产品临床推进不及预期、行业政策变动

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万美元）	630	691	808	885
同比增长	-24.8%	9.6%	16.9%	9.6%
归母净利润（百万美元）	38	366	126	179
同比增长	-62.6%	871.3%	-65.6%	41.9%
毛利率	44.6%	46.9%	55.7%	59.1%
ROE	5.0%	32.5%	10.0%	12.4%
每股收益（美元）	0.04	0.42	0.14	0.21
市盈率	72.50	7.46	21.67	15.27

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

公司公布 2024 年全年业绩。2024 年全年实现综合收入总额 6.30 亿美元（同比-25%，固定汇率 CER 同比-24%）；全年实现肿瘤产品市场销售额 5.01 亿美元（同比+134%，CER 同比+136%，市场销售额指相关产品由公司及其销售合作方武田、礼来、AZ 向第三方的总销售额，以下同）。其中，全年实现肿瘤业务综合收入 2.72 亿美元（同比+65%，CER 同比+67%，综合收入指相关业务为公司带来的合作收入、特许权使用费、产品销售等计入公司综合经营表的收入，以下同），增速高于公司在 2023 年年报中提供的相应 30%至 50%的指引。全年实现净收益 0.38 亿美元。公司还于 2024 年 12 月与金浦健服和上药医药订立协议，以约 6.08 亿美元（45 亿人民币）出售合资企业上海和黄药业 45%股权，保留 5%股权，估计公司将录得税前收益约 4.8 亿美元。

点评

- **呋喹替尼海外销售增速超指引，拉动公司整体业绩增长。**公司 2024 年全年实现综合收入总额 6.30 亿美元（同比-25%，固定汇率 CER 同比-24%）；全年实现肿瘤产品市场销售额 5.01 亿美元（同比+134%，CER 同比+136%）。其中，全年实现肿瘤/免疫业务综合收入 3.63 亿美元（同比-31%，CER 同比-31%），达到公司在 2023 年年报中提供的相应 3.0 至 4.0 亿美元的指引中位值；全年实现肿瘤业务综合收入 2.72 亿美元（同比+65%，CER 同比+67%），增速高于公司在 2023 年年报中提供的相应 30%至 50%的指引，主要受呋喹替尼海外销售推动。2024 年全年实现净收益 0.38 亿美元。具体产品方面：

（1）呋喹替尼中国（爱优特）全年实现产品市场销售额 1.15 亿美元（同比+7%，CER 同比+9%）；（2）呋喹替尼海外（Fruzaqla）全年实现产品市场销售额 2.91 亿美元（同比增长超 18 倍）；（3）索凡替尼全年实现产品市场销售额 0.49 亿美元（同比+12%，CER 同比+14%）；（4）赛沃替尼全年实现产品市场销售额 0.46 亿美元（同比-2%，CER 同比持平）。公司提供的肿瘤/免疫业务综合收入的 2025 年全年指引为 3.5 至 4.5 亿美元。
- **呋喹替尼纳入美国 NCCN、欧洲 ESMO 3L 结直肠癌临床指南推荐，有望进一步提升市场空间。**呋喹替尼治疗 3L 结直肠癌，于 2018 年 9 月在中国获批、2023 年 11 月在美国获批、2024 年 6 月在欧盟获批、2024 年 9 月在日本获批，并持续拓展全球市场。根据合作方武田的财报报告，在 2024 年全年，呋喹替尼在美国实现产品市场销售额 403 亿日元（约合 2.7 亿美元，按汇率 1USD=150JPY 计，下同）；在欧盟实现产品市场销售额 26 亿日元（约合 0.2 亿美元）；在日本实现产品市场销售额 9 亿日元（约合 0.06 亿美元）。

随着呋喹替尼纳入 NCCN 指南（美国国立综合癌症网络指南）的 3L 结直肠癌治疗推荐、ESMO 指南（欧洲肿瘤内科学会指南）的 3L 及以上结直肠癌治疗推荐，预计呋喹替尼有望抢占并加速渗透全球市场。另外在适应症拓展方面，国内预计利用 FRUSICA-2 中国 III 期研究取得积极结果，推进呋喹替尼二线治疗肾细胞癌的审批进度。

- **赛沃替尼海外 SAVANNAH 顶线数据积极、国内 SACHI 达主要终点，将通过适应症拓展，进一步打开市场空间。** SAVANNAH 全球 II 期研究显示，赛沃替尼联合奥希替尼治疗奥希替尼耐药后 2L 伴 MET 扩增和/或过表达的 EGFR 突变的晚期 NSCLC 研究的 MET 高扩增患者中，研究者评估和盲态独立中心评估（BICR）的确认的 ORR 分别为 56%和 55%、mDOR 为 7.1 和 9.9 个月，mPFS 为 7.4 和 7.5 个月；G3+ TRAE 为 32%。此外，SACHI 中国 III 期研究在中期分析中达到主要终点。目前赛沃替尼联合奥希替尼治疗 2L 伴 MET 扩增的 EGFR TKI 难治的 EGFR 突变阳性 NSCLC 已经获得优先审评和突破性治疗品种，公司预计 2025 年年底获批上市上述适应症。
- **索乐匹尼布治疗 ITP（免疫性血小板减少症）疗效和安全性良好，预计 2025 年年底完成上市评审，市场空间广阔。** 索乐匹尼布的 ESLIM-01 中国 III 期研究结果在 EHA 会议上公布，结果显示持续应答率达到 48.4%，总应答率达到 70.6%，疗效显著优于同类药物福他替尼（持续应答率 18%）；另外在 ASH 2024 会议上公布了索乐匹尼布的长期安全性和疗效数据，在总体人群中，81%（145/179）的患者达到整体应答，其中持续应答率为 51.4%，长期持续应答率为 59.8%，安全性与既往临床研究保持一致。索乐匹尼布预计在 2025 年年底前完成国内 2L ITP 适应症上市审评。ITP 全球发病人数约 17 至 41 万人，目前治疗手段选择有限，索乐匹尼布上市后市场空间广阔。
- **公司临床早中期管线丰富，支持公司中期和长期的增长战略。**
 - 索凡替尼（VEGFR、FGFR 和 CSF-1R）已在 2021 年于中国上市治疗所有晚期神经内分泌肿瘤；2024 年公司与恒瑞合作，拓展索凡替尼联合卡瑞利珠单抗用于治疗初治胰腺导管腺癌（PDAC）的 II/III 期研究（NCT06361888），ClinicalTrials.gov 记载的临床主要终点日期为 2027 年 8 月，公司还预计索凡替尼在 2029 年前后在中国上市治疗一线 PDAC。
 - 他泽司他（EZH2）由公司从 Epizyme 引进大中华区权益；目前已经基于美国的临床数据，完成了中国的桥接研究，预计 2025 年底左右在中国上市治疗三线 FL（滤泡性淋巴瘤）；另外一项 1b/3 期他泽司他联合来那度胺和利妥昔单抗治疗 2L+ FL 的 3 期初步数据显示，18 个月的 PFS

率为 94.4%，DOR 率为 100%，目前该研究的中国部分也在 3 期研究阶段。

- **HMPL-453 (FGFR) 治疗 2L 胆管癌的 2 期研究正在进行中**，其中注册队列已经完成患者招募，预计 2025 年将公布相关临床数据，并预计在 2026-2027 年前后在中国上市治疗 2L 胆管癌。
- **HMPL-306(IDH1/2)治疗 2L 伴 IDH1/2 突变的急性髓系白血病(AML)**正在开展中国 3 期研究 (NCT06387069)，ClinicalTrials.gov 记载的临床主要终点日期为 2027 年 6 月；另有一项恶性血液瘤的 1 期研究显示，RP2D 剂量在 IDH1 和 IDH2 群体中，CR/CRh 率分别为 45.5%和 50.0%，mOS 未达到，耐受性良好，其中 3 级分化综合征为 6.8%。
- 公司处于临床阶段的管线还有：(1)一款三代 BTK 非共价抑制剂 **HMPL-760**，目前一项针对弥漫性大 B 细胞淋巴瘤患者的 2 期研究正在进行；(2) Menin 抑制剂 (**HMPL-506**) 用于治疗 MLL 和 NMP1 类型急性白血病处于临床 1 期；(3) SHP2 变构抑制剂 (**HMPL-415**) 用于治疗实体瘤处于临床 1 期；(4) CSF-1R 变构抑制剂 (**HMPL-653**) 用于治疗实体瘤和腱鞘巨细胞瘤处于临床 1 期；(5) CD47 单抗 (**HMPL-A83**) 用于肿瘤治疗处于临床 1 期；(6) ERK 抑制剂 (**HMPL-295**) 用于肿瘤治疗处于临床 1 期。(7) 和黄医药授予创响生物 (计划与纳斯达克上市公司 Ikena Oncology 实现反向收购借壳上市) 的 **IMG-007 (OX40 单克隆抗体)** 和 **IMG-004 (BTK 抑制剂)** 全球独家权益，目前 **IMG-007** 治疗特应性皮炎和斑秃均处于北美 2a 期，**IMG-004** 处于美国 1 期阶段，公司在合并后的公司拥有权益。
- **出售上海和黄药业部分股权，有利于公司进行战略聚焦，获取资金用于支持创新药平台。**公司于 2024 年 12 月与金浦健服和上药医药订立协议，以约 6.08 亿美元 (45 亿人民币) 出售合资企业上海和黄药业 45% 股权，保留 5% 股权。股权购买方有私募股权公司金浦健服 (收购 35%) 和上药医药 (收购 10%)，估计公司将录得税前收益约 4.8 亿美元。本次资产出售，既能提供聚焦创新药业务的契机，也能够获得足量资金支持抗体靶向偶联药物 **ATTC** 等技术平台的建设，支持公司长期可持续发展。
- **抗体靶向偶联药物 ATTC 平台，拓展传统 ADC 药物的成药空间。**不同于传统 ADC (抗体偶联药物) 技术是将非靶向性的细胞毒素分子偶联至抗体，公司选择的 **ATTC (抗体靶向偶联药物)** 技术平台是将小分子靶向药物与特异性抗体偶联。这种特殊的偶联组合能够利用抗体和小分子靶向药物的协同作用，提高疗效，并进一步降低肿瘤外组织毒性和脱靶毒性。在公司的临床前

研究中，仅单次给药就展现出强大的抗肿瘤活性和持久的缓解；公司计划首个 ATTC 候选药物将于 2025 年下半年进入临床试验。该 ATTC 技术平台将有效整合公司在肿瘤通路的广泛知识以及在小分子靶向治疗领域的专长，并将助力公司持续推出候选产品管线，实现业绩长期增长。

- **盈利预测与评级：**和黄医药专注创新药开发，立足全球化市场。随着吠喹替尼全球持续放量，赛沃替尼、索乐匹尼布等管线产品推进，以及出售资产取得的一次性收益能够支持近期的创新药平台建设，公司有望实现长期增长，我们看好公司的成长性。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.42 美元、0.14 美元和 0.21 美元，维持“增持”评级。
- **风险提示：**产品销售不及预期、产品临床推进不及预期、行业政策变动。

附表

资产负债表		单位：百万美元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1,067	1,546	1,779	1,999	
现金	154	216	299	436	
应收账款及票据	156	133	178	183	
存货	50	50	50	50	
其他	707	1,147	1,252	1,330	
非流动资产	208	137	132	147	
固定资产	92	87	76	69	
无形资产	4	7	11	12	
其他	111	42	46	65	
资产总计	1,274	1,683	1,912	2,146	
流动负债	377	383	466	494	
短期借款	23	35	37	44	
应付账款及票据	43	40	49	45	
其他	311	309	380	406	
非流动负债	126	156	167	188	
长期债务	59	80	96	114	
其他	66	76	71	73	
负债合计	502	539	633	682	
普通股股本	87	91	96	100	
储备	684	1,050	1,179	1,359	
归属母公司股东权益	760	1,129	1,263	1,447	
少数股东权益	12	15	16	17	
股东权益合计	772	1,144	1,279	1,464	
负债和股东权益	1,274	1,683	1,912	2,146	

现金流量表		单位：百万美元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	0	47	88	103	
归属母公司净利润	38	366	126	179	
少数股东权益	0	3	1	2	
折旧摊销	12	14	13	11	
营运资金变动及其他	-50	-336	-52	-89	
投资活动现金流	-96	-18	-26	8	
资本支出	-18	-12	-4	-6	
其他投资	-78	-7	-22	14	
筹资活动现金流	-31	38	26	31	
借款增加	6	32	18	25	
普通股增加	-35	8	11	10	
已付股利	0	-3	-3	-4	
其他	-1	0	0	0	
现金净增加额	-130	62	83	137	

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，现金净增加额考虑了汇率的影响

利润表		单位：百万美元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
营业收入	630	691	808	885	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	349	367	358	362	
销售费用	49	49	60	64	
管理费用	64	68	81	88	
研发费用	212	241	277	306	
财务费用	-37	-95	-24	-35	
非经常项目损益	0	334	72	72	
除税前溢利	45	410	146	204	
所得税	7	41	19	23	
净利润	38	369	127	181	
少数股东损益	0	3	1	2	
归属母公司净利润	38	366	126	179	
EBIT	8	315	122	170	
EBITDA	20	329	135	181	
EPS (美元)	0.04	0.42	0.14	0.21	

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-24.80%	9.63%	16.92%	9.57%
归属母公司净利润	-62.56%	871.27%	-65.56%	41.91%
获利能力				
毛利率	44.64%	46.93%	55.71%	59.08%
销售净利率	5.99%	53.04%	15.62%	20.24%
ROE	4.96%	32.45%	10.00%	12.38%
ROIC	0.80%	22.52%	7.52%	9.25%
偿债能力				
资产负债率	39.42%	32.04%	33.12%	31.77%
净负债比率	-9.22%	-8.78%	-12.98%	-18.97%
流动比率	2.83	4.03	3.82	4.05
速动比率	2.70	3.90	3.71	3.94
营运能力				
总资产周转率	0.49	0.47	0.45	0.44
应收账款周转率	4.63	4.78	5.19	4.91
应付账款周转率	8.85	8.92	8.03	7.70
每股指标 (美元)				
每股收益	0.04	0.42	0.14	0.21
每股经营现金流	0.00	0.05	0.10	0.12
每股净资产	0.87	1.30	1.45	1.66
估值比率				
P/E	72.50	7.46	21.67	15.27
P/B	3.33	2.42	2.17	1.89
EV/EBITDA	119.86	8.01	19.08	13.58

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的12个月内内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与 XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、佛山市高明建设投资集团有限公司、淮安开发控股有限公司、都江堰市城乡建设集团有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省豫融担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、兰溪市国有资本运营有限公司、兰溪市交通建设投资集团有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、枣庄市基础设施投资发展集团有限公司、株洲市城市建设发展集团有限公司、嵊州市交通投资发展集团有限公司、嵊州市投资控股有限公司、福建石狮国有资本运营集团有限责任公司、湖南金霞发展集团有限公司、长沙金霞新城城市发展有限公司、福建红树林投资集团有限公司、漳州市龙海区国有资产投资经营有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、滨江国投有限公司、GF Financial Holdings BVI Ltd.、广发证券、广发证券、泰州港城投资集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、湖州吴兴经开建设投资发展集团有限公司、申万宏源(国际)集团有限公司、申万宏源证券有限公司、扬州经济技术开发区开发(集团)有限公司、郑州建中建设开发(集团)有限责任公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、成都东方广益投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、重庆市合川城市建设投资(集团)有限公司、淄博市淄川区财金控股有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、江西省信用融资担保集团股份有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、开矿集团(开曼群岛)有限公司、山东能源集团有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、南阳城投控股有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资有限责任公司、稠州国际投资有限公司、江门高新技术工业园有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、安徽海螺水泥股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、天长市农业发展有限公司、四川省金玉融资担保有限公司、徽商银行股份有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、浙江德盛(BVI)有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、唐山国控集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、Mixin International Trading Co., Limited、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州圆山发展有限公司、漳州高鑫发展有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际(维尔京)有限公司、新沂市交通文旅集团有限公司、XD 民生银行、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、江苏银行、无锡恒廷实业有限公司、四海国际投资有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、济南章丘控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd.、中国信达(香港)控股有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、资阳发展投资集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、南京银行、淄博市城市资产运营集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、九江银行、无锡市交通产业集团有限公司、保定市国控集团有限责任公司、海翼(香港)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、重庆新双圈城市建设开发有限公司、Shenghai Investment Co., Limited、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、青岛军民融合发展集团有限公司、泰兴市港口集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk