



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 04 月 06 日

基础数据

04 月 03 日收盘价（港元）	26.50
总市值（亿港元）	144.25
总股本（亿股）	5.44

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】荣昌生物（09995）  
2023 年年报点评：管线全球进展顺利，  
销售表现稳健-2024.04.03

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

荣昌生物(09995.HK)

收入稳健增长、经营效率提升，关注管线全球进展

投资要点：

- **事件**：公司公告 2024 年年报，2024 年实现营业收入 17.1 亿元人民币，同比增长 58.9%，实现归母净利润-14.7 亿元人民币（2023 年同期为-15.1 亿元）。
- **点评**：2024 年公司的核心产品泰它西普（BlyS/APRIL）和维迪西妥单抗（HER2 ADC），在医院的药品准入方面进展良好，收入增长保持稳健。适应症拓展方面，泰它西普在国内和海外的自身免疫适应症积极拓展，公司计划泰它西普治疗全身型重症肌无力的 3 期数据将在 2025 年 4 月 8 日的 2025 年美国神经病学学会年会（AAN）进行重磅口头报告。泰它西普在中国用于治疗 gMG 的上市申请已于 2024 年 10 月获受理，后续期待在国内完成该项适应症的上市审批。维迪西妥单抗国内单药用于治疗 2L HER2+ 伴肝转移乳腺癌的上市申请于 2024 年 10 月获得受理，海外合作方辉瑞正在推进单药 2L 尿路上皮癌的 2 期关键临床以及联合帕博利珠单抗治疗 1L 尿路上皮癌的 3 期研究。另外，公司产品布局丰富，包含 RC28（VEGF/FGF）、RC88（MSLN ADC）、RC148（PD-1/VEGF 双抗）等多项管线处于临床阶段。
- **盈利预测与评级**：荣昌生物专注全球未被满足的临床需求，以及差异化药物开发，目前已经具有产品商业化能力，并通过积极地全球适应症拓展逐步开拓全球市场。我们预计公司 2025-2027 年营业总收入为 22.52 亿元、30.54 亿元、42.17 亿元，同比增长为 31.66%、35.64%、38.08%，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示**：国内外临床推进不及预期、国内销售不及预期、持续亏损和现金流压力。

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	1710	2252	3054	4217
同比增长	58.92%	31.66%	35.64%	38.08%
归母净利润（百万元）	-1468	-1202	-639	46
同比增长	-	-	-	-
毛利率	79.96%	77.88%	78.20%	78.67%
ROE	-	-	-	2.14%
每股收益（元）	-2.73	-2.21	-1.17	0.08
市盈率	-	-	-	296.38

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

公司公告 2024 年年报, 2024 年实现营业收入 17.1 亿元人民币, 同比增长 58.9%, 实现归母净利润-14.7 亿元人民币 (2023 年同期为-15.1 亿元)。

## 点评

- **核心产品营业收入快速增长, 医院药品准入进展顺利。**公司 2024 年实现营业收入 17.1 亿元人民币, 同比增长 58.9%, 实现归母净利润-14.7 亿元人民币 (2023 年同期为-15.1 亿元)。在医院的药品准入方面, 截至 2024 年底, 公司自身免疫商业化团队已完成超过 1000 家医院的药品准入 (2023 年底为超过 800 家); 肿瘤商业化团队已完成超过 1000 家医院的药品准入 (2023 年底为超过 650 家)。同时泰它西普和维迪西妥单抗持续在全球拓展多种适应症, 不断挖掘产品的临床潜力, 有望实现公司业绩的持续增长。
- **泰它西普 (BlyS/APRIL) 在自免领域持续拓展多种适应症, 在全球临床进展中挖掘产品潜力。**(1) 全身性重症肌无力 (gMG), 在中国用于 gMG 的上市申请在 2024 年 10 月获得受理, 美国的 gMG 3 期研究于 2024 年 8 月完成首例患者入组; 另外, 泰它西普治疗 gMG 的 3 期数据, 将计划于 2025 年 4 月 8 日在 2025 年美国神经病学会年会 (AAN) 上进行重磅口头报告; (2) 原发性干燥综合征 (pSS), 在中国用于 pSS 已经在 2024 年 5 月完成 3 期临床患者招募, 在美国的 pSS 3 期临床 IND 于 2023 年 12 月获得批准, 并于 2024 年 3 月获得快速通道资格认定 (FTD); (3) IgA 肾病, 在中国用于 IgA 肾病已经在 2024 年 5 月完成 3 期临床患者招募; (4) 类风湿性关节炎 (RA): 在中国用于中、重度 RA 在 2024 年 7 月获完全批准上市。泰它西普在作用机制上能够有效降低 B 细胞介导的自身免疫应答, 有望在国内外多项 3 期临床研究中充分挖掘产品的临床潜力, 进一步实现产品销售的持续放量。
- **维迪西妥单抗 (HER2 ADC) 在多种肿瘤适应症中临床进展顺利, 与海外 MNC 合作持续拓展全球肿瘤治疗市场。**
  - **尿路上皮癌 (UC)**, 在中国联合特瑞普利单抗 (PD-1) 治疗 1L UC 的 3 期已经于 2024 年 8 月完成入组; 海外合作方辉瑞正在推进单药 2L UC 的 3 期临床, 以及联合帕博利珠单抗 (PD-1) 治疗 1L UC 的 2 期关键性临床; 2025 年 1 月在国际肿瘤顶刊 Annals of Oncology (IF: 56.7) 上, 维迪西妥单抗联合特瑞普利单抗用于 1L UC 的 1b/2 期长期随访数据公布, 近 3 年的随访数据显示, ORR 73.2%, mOS 33.1 个月; 另外在 2024 年 9 月的 2024 ESMO 上, 维迪西妥单抗联合帕博利珠单抗用

于 1L UC 的 2 期数据显示,20 例患者中经确认的 ORR 75%,CR 35%, mDOR 未达到,安全性可控。同类临床研究中,Padcev( Nectin-4 ADC ) +Keytruda( PD-1 )用于 1L UC 的 3 期临床研究 KEYNOTEA-39 在 2024 年 3 月发表的 NEJM 期刊显示, mOS 31.5 个月( 化疗组 16.1 个月), mPFS 12.5 个月( 化疗组 6.3 个月), ORR 68%( 化疗组 44%), CR 29%( 化疗组 13%)。维迪西妥单抗展现出和 PD-1 联用较好的疗效,有望逐步展现全球竞争力。

- **胃癌 ( GC )**, 在中国联合“特瑞普利+曲妥珠”治疗 1L GC 的 2/3 期于 2024 年底完成患者招募; 在 2024 年 6 月的 2024 ASCO 上, 维迪西妥单抗联合“替雷利珠单抗 ( PD-1 ) +S-1 ( 氟尿嘧啶类复方药物 )”治疗 1L HER2+胃或胃食管结合部腺癌的 2 期临床进行口头汇报, 53 例可评估疗效的患者中, ORR 94.3%, DCR 98.1%; 1 年 PFS 率为 71.8%, 1 年 OS 率为 97.6%, 且具有良好的安全性。
- **乳腺癌 ( BC )**, 单药用于 2L HER2+伴肝转移乳腺癌的上市申请于 2024 年 10 月获得受理; 在 2024 年 12 月的 2024 年圣安东尼奥乳腺癌研讨会的重要壁报专场上, 公布了维迪西妥单抗治疗 2L HER2+伴肝转移乳腺癌 ( 对比拉帕替尼联合卡培他滨 ) 的 3 期数据, 中位随访 17.2 个月, 维迪西妥单抗 mPFS 9.9 个月 ( vs 拉帕替尼联合卡培他滨 4.9 个月), 风险比[HR]=0.56, mOS 尚未成熟 ( vs 拉帕替尼联合卡培他滨 25.9 个月)。
- **宫颈癌**, 在 2024 年 3 月的 ESGO 2024 上发布口头报告, 22 例可评估患者中, ORR 36.4%, DCR 86.4%, mDoR 5.52 个月, mPFS 4.37 个月, mOS 尚未成熟, 1 年 OS 率为 66%, 安全性可控。维迪西妥单抗单药拓展多瘤种适应症、以及联用 PD-1 疗法拓展一线适应症, 在全球临床研究进展顺利, 预计将进一步拓展维迪西妥单抗的市场空间。
- **公司早期管线层次明晰, 为公司长期发展提供助力。**
  - **RC28 ( VEGF/FGF )** 用于眼科治疗, 治疗湿性老年黄斑变性 ( wAMD ) 于 2024 年底完成 3 期临床入组, 治疗糖尿病黄斑水肿 ( DME ) 于 2024 年底完成 3 期临床入组, 以及治疗糖尿病视网膜病变 ( DR ) 于 2024 年底完成 2 期临床入组; 2024 年 7 月发表在《眼科和治疗》 ( Ophthalmology and Therapy ) 期刊用于治疗 wAMD 的 1b 期数据显示, RC28-E ( 0.5mg~2.0mg ) 耐受性良好, 治疗第 48 周时患者视力明显改善, 以及对接受过 VEGF 治疗的难治性患者有效。

- **RC88 ( MSLN ADC )** 联合信迪利单抗治疗实体瘤的 1/2 期截至 2024 年年报发布时已实现首例患者入组。
- **RC148 ( PD-1/VEGF 双抗 )** 联合多西他赛治疗晚期肺癌的 2 期临床，以及联合 ADC 疗法治疗实体瘤的 1/2 期研究截至 2024 年底均正在顺利进行中。
- 另外公司还有一项 ADC 管线 RC278 截至 2024 年年报发布时已完成临床前研究，预计未来将推进至临床阶段。公司在小分子抑制剂、ADC、双抗产品的布局处于不同的临床阶段，将持续为公司的长期发展提供动力。
- **公司优化团队管理体系，提升运行管理效率。**公司 2024 年全年，毛利率 80.0% ( 同比+3.5pcts )；销售费用率 55.5% ( 同比-16.6pcts )，管理费用率 19.4% ( 同比-9.7pcts )，主要由于公司对管理人员结构的优化和运营效率的提升；研发费用率 90.0% ( 同比-31.4pcts )。公司提高运营效率，各项费用率同比下降。
- **盈利预测与评级：**荣昌生物专注全球未被满足的临床需求，以及差异化药物开发，目前已经具有产品商业化能力，并通过积极地全球适应症拓展逐步开拓全球市场。我们预计公司 2025-2027 年营业总收入为 22.52 亿元、30.54 亿元、42.17 亿元，同比增长为 31.66%、35.64%、38.08%，首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**国内外临床推进不及预期、国内销售不及预期、持续亏损和现金流压力。

## 附表

资产负债表		单位：百万元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
<b>流动资产</b>	<b>2,290</b>	<b>2,388</b>	<b>2,653</b>	<b>3,188</b>	
现金	760	550	454	420	
应收账款及票据	599	831	1,130	1,531	
存货	659	692	740	874	
其他	272	315	330	363	
<b>非流动资产</b>	<b>3,209</b>	<b>3,051</b>	<b>2,840</b>	<b>2,602</b>	
固定资产	2,744	2,604	2,355	2,095	
无形资产	237	240	268	280	
其他	228	208	217	226	
<b>资产总计</b>	<b>5,499</b>	<b>5,439</b>	<b>5,493</b>	<b>5,790</b>	
<b>流动负债</b>	<b>2,188</b>	<b>1,779</b>	<b>2,341</b>	<b>2,659</b>	
短期借款	1,370	885	1,385	1,627	
应付账款及票据	162	180	203	225	
其他	656	714	753	806	
<b>非流动负债</b>	<b>1,324</b>	<b>926</b>	<b>1,058</b>	<b>992</b>	
长期债务	1,196	797	930	864	
其他	128	128	128	128	
<b>负债合计</b>	<b>3,512</b>	<b>2,705</b>	<b>3,399</b>	<b>3,651</b>	
普通股股本	544	544	544	544	
储备	1,887	682	42	88	
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1,986</b>	<b>2,734</b>	<b>2,094</b>	<b>2,139</b>	
少数股东权益	0	0	0	0	
<b>股东权益合计</b>	<b>1,986</b>	<b>2,734</b>	<b>2,094</b>	<b>2,139</b>	
负债和股东权益	5,499	5,439	5,493	5,790	

现金流量表		单位：百万元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>-1,114</b>	<b>-844</b>	<b>-426</b>	<b>59</b>	
归属母公司净利润	-1,468	-1,202	-639	46	
少数股东权益	0	0	0	0	
折旧摊销	304	553	516	467	
营运资金变动及其他	50	-195	-302	-454	
<b>投资活动现金流</b>	<b>-248</b>	<b>-350</b>	<b>-226</b>	<b>-179</b>	
资本支出	0	-415	-295	-220	
其他投资	-248	65	70	42	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>1,393</b>	<b>987</b>	<b>556</b>	<b>86</b>	
借款增加	0	-884	632	176	
普通股增加	0	0	0	0	
已付股利	0	-82	-76	-90	
其他	1,393	1,953	0	0	
<b>现金净增加额</b>	<b>33</b>	<b>-210</b>	<b>-96</b>	<b>-34</b>	

利润表		单位：百万元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
<b>营业收入</b>	<b>1,710</b>	<b>2,252</b>	<b>3,054</b>	<b>4,217</b>	
其他收入	7	6	5	5	
<b>营业成本</b>	<b>343</b>	<b>498</b>	<b>666</b>	<b>899</b>	
销售费用	949	991	1,038	1,181	
管理费用	332	338	351	380	
研发费用	1,540	1,576	1,619	1,645	
财务费用	72	65	64	80	
<b>除税前溢利</b>	<b>-1,468</b>	<b>-1,202</b>	<b>-639</b>	<b>46</b>	
所得税	0	0	0	0	
<b>净利润</b>	<b>-1,468</b>	<b>-1,202</b>	<b>-639</b>	<b>46</b>	
少数股东损益	0	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>-1,468</b>	<b>-1,202</b>	<b>-639</b>	<b>46</b>	
EBIT	-1,396	-1,138	-576	126	
EBITDA	-1,092	-585	-60	593	
EPS (元)	-2.73	-2.21	-1.17	0.08	

## 主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	58.92%	31.66%	35.64%	38.08%
归属母公司净利润	-	-	-	-
<b>获利能力</b>				
毛利率	79.96%	77.88%	78.20%	78.67%
销售净利率	-85.86%	-53.40%	-20.94%	1.08%
ROE	-	-	-	2.14%
ROIC	-30.67%	-25.76%	-13.06%	2.71%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	63.88%	49.73%	61.88%	63.05%
净负债比率	90.96%	41.43%	88.86%	96.79%
流动比率	1.05	1.34	1.13	1.20
速动比率	0.74	0.94	0.81	0.86
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.31	0.41	0.56	0.75
应收账款周转率	3.36	3.15	3.12	3.17
应付账款周转率	2.27	2.91	3.47	4.20
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-2.73	-2.21	-1.17	0.08
每股经营现金流	-2.05	-1.55	-0.78	0.11
每股净资产	3.65	5.02	3.85	3.93
<b>估值比率</b>				
P/E	-	-	-	296.38
P/B	3.71	4.96	6.48	6.34
EV/EBITDA	-8.40	-25.12	-257.50	26.35

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，暂不考虑后续公司可能的定增对股本和资本公积的影响

## 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](http://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。

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