


公司评级 **增持（维持）**
报告日期 2025 年 08 月 18 日

基础数据

08 月 18 日收盘价（港元）	25.92
总市值（亿港元）	226.05
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（0013.HK）2024 年年报点评：味喹替尼海外增长超预期，公司聚焦创新药业务-2025.03.30

分析师：黄翰漾

S0190519020002

请注意：黄翰漾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。

huanghanyang@xyzq.com.cn

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)
短期国内业绩承压，2025 年下半年销售有望实现企稳
投资要点：

- 公司公布 2025 年中期业绩。2025 年上半年实现综合收入总额 2.78 亿美元，同比-9%（固定汇率 CER 同比-9%）；2025 年上半年实现肿瘤产品市场销售额 2.34 亿美元，同比-4%（CER 同比-4%）；2025 年上半年实现肿瘤业务综合收入 0.99 亿美元，同比-22%（CER 同比-22%）。公司预计 2025 年全年实现肿瘤业务综合收入 2.7 至 3.5 亿美元。
- 公司 2025 年上半年销售业绩阶段性承压，下半年销售有望企稳。公司 2025 年上半年实现综合收入总额 2.78 亿美元，同比-9%（固定汇率 CER 同比-9%）；其中，2025 年上半年实现肿瘤业务综合收入 0.99 亿美元，同比-22%（CER 同比-22%）；公司预计 2025 年全年实现肿瘤业务综合收入 2.7 至 3.5 亿美元。赛沃替尼国内适应症拓展积极，有望进一步打开市场空间。2025 年 6 月，赛沃替尼联用奥希替尼用于 2L 伴 MET 扩增/EGFR 突变的 NSCLC 在中国获批上市，另外，公司预计赛沃替尼联用奥希替尼用于 2L 伴 MET 扩增的 EGFR 突变 NSCLC 的全球 3 期临床 SAFFRON 研究将在 2026 年上半年读出数据，未来赛沃替尼将进一步打开全球市场空间。味喹替尼在美国、欧洲以及日本进一步提升市场空间，新适应症拓展有望带来新的销售增长机会。2025 年上半年，味喹替尼海外（Fruzaqla）实现产品市场销售额 1.68 亿美元（按汇率 1USD=144JPY 计，以公司合作方武田的财报数据统计，可能存在汇率口径差异），同比+23%；我们预计味喹替尼有望加速渗透全球市场，并持续拓展多种适应症的治疗机会。公司出售上海和黄药业部分股权，获取充足现金储备用于支持创新药平台的开发。公司 2025 年上半年已确认税后出售净收益 4.163 亿美元；本次资产出售获得的足量资金将支持公司早期管线，以及抗体靶向偶联药物 ATTC 等技术平台的建设，支持公司长期可持续发展。公司 ATTC 技术平台提供相较 ADC 药物更为精准的治疗优势，公司预计推动多个 ATTC 药物在 2025 年年底至 2026 年陆续进入临床研究。
- 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。随着味喹替尼全球持续放量，以及公司出售非核心合资公司部分股权取得充足现金流支持创新药平台建设，公司有望扭转短期业绩承压的形势。我们预计公司在 2025 年下半年实现销售企稳，我们看好公司的成长性。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.48 美元、0.05 美元和 0.10 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	599	649	752
同比增长	-24.80%	-4.99%	8.45%	15.84%
归母净利润（百万美元）	38	414	45	86
同比增长	-62.56%	998.06%	-89.25%	93.14%
毛利率	44.64%	41.85%	40.04%	43.19%
ROE	4.96%	35.48%	3.69%	6.68%
每股收益（美元）	0.04	0.48	0.05	0.10
市盈率	71.60	6.93	64.48	33.39

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 2025 年中期业绩。2025 年上半年实现综合收入总额 2.78 亿美元，同比-9%（固定汇率 CER 同比-9%）；2025 年上半年实现肿瘤产品市场销售额 2.34 亿美元，同比-4%（CER 同比-4%）；2025 年上半年实现肿瘤业务综合收入 0.99 亿美元，同比-22%（CER 同比-22%）。公司预计 2025 年全年实现肿瘤业务综合收入 2.7 至 3.5 亿美元。

点评

- 公司 2025 年上半年销售业绩阶段性承压，下半年销售有望企稳。公司 2025 年上半年实现综合收入总额 2.78 亿美元，同比-9%（固定汇率 CER 同比-9%）；2025 年上半年实现肿瘤产品市场销售额 2.34 亿美元，同比-4%（CER 同比-4%）；2025 年上半年实现肿瘤业务综合收入 0.99 亿美元，同比-22%（CER 同比-22%）。具体产品方面：（1）呋喹替尼海外（Fruzaqla）2025 年上半年实现产品市场销售额 1.63 亿美元，同比+25%（CER 同比+25%）；（2）呋喹替尼中国（爱优特）2025 年上半年实现产品市场销售额 0.43 亿美元，同比-29%（CER 同比-29%）；（3）索凡替尼 2025 年上半年实现产品市场销售额 0.13 亿美元，同比-50%（CER 同比-50%）；（4）赛沃替尼 2025 年上半年实现产品市场销售额 0.15 亿美元，同比-41%（CER 同比-41%）；公司 2025 年上半年产品国内销售同比下降，主要是因为市场竞争加剧以及销售团队结构优化；公司在中期业绩报告表示，近期国内销售已恢复增长。公司预计 2025 年全年实现肿瘤业务综合收入 2.7 至 3.5 亿美元。
- 赛沃替尼国内适应症拓展积极，有望进一步打开市场空间。2025 年 6 月，赛沃替尼联用奥希替尼用于 2L 伴 MET 扩增/EGFR 突变 NSCLC 的适应症在中国获批上市。在 2025 年 ASCO 大会上，中国临床 3 期 SACHI 研究数据显示，赛沃替尼联合奥希替尼用于 2L 伴 MET 扩增/EGFR 突变 NSCLC，ITT 整体人群（包含 1-3 代 EGFR TKI 经治）mPFS 为 8.2 个月（对比含铂双药 4.5 个月，HR=0.34）；在 3 代 EGFR 经治人群 mPFS 为 6.9 个月（对比含铂双药 3.0 个月，HR=0.32）。目前美国国家综合癌症网络《NCCN 临床实践指南》推荐埃万妥单抗（强生，EGFR/cMET 双抗）联合化疗作为经典 EGFR 突变晚期 NSCLC 患者在奥希替尼耐药进展后的优选治疗方案；埃万妥单抗用于 2L 奥希替尼耐药进展后 EGFR 突变 NSCLC 临床 3 期数据在 2025 年 ASCO 大会公布，其中埃万妥单抗联用化疗在 MET 扩增亚组 mPFS 为 4.4 个月（对比化疗 3.1 个月，HR=0.51）。相比之下，赛沃替尼联用奥希替尼对 3 代 EGFR 经治进展后伴有 MET 扩展的患者的疗效更有优势。

- 另外，公司在 2025 年 3 月的欧洲肺癌大会（ELCC）上公布了赛沃替尼联用奥希替尼用于 2L 伴 MET 扩增的 EGFR 突变 NSCLC 的全球 2 期结果，盲态独立中心评估（BICR）的确认的 ORR 为 55%，mPFS 为 7.5 个月；同时，公司预计赛沃替尼联用奥希替尼用于 2L 伴 MET 扩增的 EGFR 突变 NSCLC 的全球 3 期临床 SAFFRON 研究将在 2026 年上半年读出数据。公司还在进行赛沃替尼联用奥希替尼用于 1L 伴 MET 扩增/EGFR 突变的 NSCLC 的中国 3 期研究，以及赛沃替尼单药用于 3L 伴 MET 扩增胃癌的中国 2 期研究。未来我们预计赛沃替尼将在多种实体瘤中持续拓展国内外的市场。
- 呋喹替尼在美国、欧洲以及日本进一步提升市场空间，新适应症拓展将带来新的销售增长机会。根据合作方武田的财报报告，在 2025 年上半年呋喹替尼海外（Fruzaqla）实现产品市场销售额 1.68 亿美元（按汇率 1USD=144JPY 计，以公司合作方武田的财报数据统计，可能存在汇率口径差异，下同），同比+23%；其中，呋喹替尼（Fruzaqla）在美国实现产品市场销售额 1.26 亿美元，在欧盟实现产品市场销售额 0.22 亿美元，在日本实现产品市场销售额 0.18 美元，我们预计欧盟和日本也有望后续带来销售额增长的核心贡献。2025 年 6 月，公司和信达生物宣布呋喹替尼和信迪利单抗联合疗法用于治疗既往经治的肾细胞癌在中国的新药上市申请获受理。我们预计呋喹替尼有望加速渗透全球市场，并将持续拓展多种适应症的治疗机会。
- 索乐匹尼布治疗 ITP（免疫性血小板减少症）预计 2026 年上半年重新递交上市申请，AIHA（自身免疫性溶血性贫血）临床 3 期研究正在进行中。公司预计根据国家药监局的要求，进一步进行生产验证以及稳定性测试，并预计在 2026 年上半年重新提交新药上市申请。索乐匹尼布作为口服 syk 抑制剂，在 ITP（免疫性血小板减少症）领域具有治疗潜力。另外，索乐匹尼布用于自身免疫性溶血性贫血的中国临床 3 期，也正在进行研究中。
- 公司出售上海和黄药业部分股权，获取充足现金储备用于支持创新药平台的开发。公司已经于 2025 年 4 月出售合资企业上海和黄药业 45% 股权，保留 5% 股权；公司 2025 年上半年已确认税后出售净收益 4.163 亿美元。本次资产出售获得的足量资金，将支持公司早期管线，以及抗体靶向偶联药物 ATTC 等技术平台的建设，同时公司在中期业绩中表示预计收购在中国具有潜力的产品管线，支持公司长期可持续发展。
 - 抗体靶向偶联药物 ATTC 平台，提供相较 ADC 药物更为精准的治疗优势。传统 ADC（抗体偶联药物）技术是将无靶向性的细胞毒素分子，偶联至抗体；公司的 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，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。公司计划首个

ATTC 候选药物将于 2025 年年底左右进入中国以及全球临床试验，并且公司将持续推动多个 ATTC 候选药物，在 2026 年进入全球临床阶段，为公司的长期发展提供动力。

- 公司的索凡替尼（VEGFR、FGFR 和 CSF-1R）与恒瑞合作，拓展索凡替尼联合卡瑞利珠单抗（PD-1 单抗）用于治疗初治胰腺导管腺癌（PDAC）的 II/III 期研究，公司预计该项研究 II 期部分将在 2025 年年底读出数据。胰腺癌作为缺乏血管化微环境和具有抑制性免疫微环境的“冷肿瘤”，患者生存率低，美国癌症协会发布数据显示美国胰腺癌在 2013 至 2019 年期间的 5 年生存率为 13%；并且目前治疗手段比较有限，CSCO 和 NCCN 指南推荐无明确基因突变胰腺癌一线治疗仍以化疗为主。如索凡替尼研究取得积极结果，将有望为胰腺导管腺癌领域提供更多系统治疗手段。
- 此外，公司的其它临床后期在研管线还包括：EZH2 抑制剂他泽司他（获批 3L 滤泡性淋巴瘤）、IDH1/2 抑制剂（临床 3 期 2L 伴 IDH1/2 突变的急性髓系白血病研究进行中）、FGFR 1/2/3 抑制剂（临床 2 期 2L 胆管癌的注册研究进行中）等。
- **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，以及公司出售非核心合资公司部分股权取得充足现金流支持创新药平台建设，公司有望扭转短期业绩承压的形势。我们预计公司在 2025 年下半年实现销售企稳，我们看好公司的成长性。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 0.48 美元、0.05 美元和 0.10 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	1,564	1,660	1,831	
现金	154	166	231	339	
应收账款及票据	156	150	150	180	
存货	50	56	58	65	
其他	707	1,192	1,222	1,246	
非流动资产	208	132	123	115	
固定资产	92	91	86	81	
无形资产	4	3	2	2	
其他	111	38	35	33	
资产总计	1,274	1,696	1,783	1,946	
流动负债	377	374	394	461	
短期借款	23	35	37	44	
应付账款及票据	43	45	47	53	
其他	311	294	309	364	
非流动负债	126	137	166	179	
长期债务	59	80	96	114	
其他	66	57	70	64	
负债合计	502	512	559	640	
普通股股本	87	87	87	87	
储备	684	1,092	1,131	1,212	
归属母公司股东权益	760	1,168	1,207	1,288	
少数股东权益	12	17	17	18	
股东权益合计	772	1,184	1,224	1,306	
负债和股东权益	1,274	1,696	1,783	1,946	

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	-75	22	66	
归属母公司净利润	38	414	45	86	
少数股东权益	0	5	1	1	
折旧摊销	12	12	11	11	
营运资金变动及其他	-50	-506	-35	-32	
投资活动现金流	-96	64	33	27	
资本支出	-18	-9	-6	-5	
其他投资	-78	72	39	32	
筹资活动现金流	-31	30	15	21	
借款增加	6	32	18	25	
普通股增加	-35	0	0	0	
已付股利	0	0	0	0	
其他	-1	-3	-3	-4	
现金净增加额	-130	12	64	109	

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

利润表		单位：百万美元			
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
营业收入	630	599	649	752	
其他收入	0	0	0	0	
营业成本	349	348	389	427	
销售费用	49	46	49	57	
管理费用	64	66	65	72	
研发费用	212	204	201	211	
财务费用	-37	-43	-51	-60	
非经常项目损益	0	477	48	48	
除税前溢利	45	462	51	98	
所得税	7	43	5	11	
净利润	38	419	45	87	
少数股东损益	0	5	1	1	
归属母公司净利润	38	414	45	86	
EBIT	8	420	0	38	
EBITDA	20	432	11	49	
EPS (美元)	0.04	0.48	0.05	0.10	

主要财务比率					
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	
成长能力					
营业收入	-24.80%	-4.99%	8.45%	15.84%	
归属母公司净利润	-62.56%	998.06%	-89.25%	93.14%	
盈利能力					
毛利率	44.64%	41.85%	40.04%	43.19%	
销售净利率	5.99%	69.19%	6.86%	11.43%	
ROE	4.96%	35.48%	3.69%	6.68%	
ROIC	0.80%	29.27%	-0.01%	2.33%	
偿债能力					
资产负债率	39.42%	30.17%	31.36%	32.88%	
净负债比率	-9.22%	-4.31%	-7.97%	-13.88%	
流动比率	2.83	4.18	4.22	3.97	
速动比率	2.70	4.03	4.07	3.83	
营运能力					
总资产周转率	0.49	0.40	0.37	0.40	
应收账款周转率	4.63	3.92	4.34	4.56	
应付账款周转率	8.85	7.92	8.39	8.49	
每股指标 (美元)					
每股收益	0.04	0.48	0.05	0.10	
每股经营现金流	0.00	-0.09	0.03	0.08	
每股净资产	0.87	1.34	1.38	1.48	
估值比率					
P/E	71.60	6.93	64.48	33.39	
P/B	3.28	2.46	2.38	2.23	
EV/EBITDA	118.32	6.53	245.33	54.80	

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.xyq.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武汉光谷产业投资有限公司、郑州城市发展集团有限公司、四川发展融资担保股份有限公司、四川自贡汇东发展股份有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、丹阳投资集团有限公司、凤美国际投资有限公司、国泰君安国际、河南水利投资集团有限公司、厦门象屿集团有限公司、香港象屿投资有限公司、绵阳市投资控股（集团）有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、青岛城乡小区建设融资担保有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、广州开发区投资集团有限公司、拨康视云制药有限公司、商丘新城建设投资集团有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、黄山旅游集团有限公司、山东国惠投资控股集团有限公司、瀚惠国际有限公司、九江市城市发展集团有限公司、九江市工发产业投资有限公司、青岛陆港国际开发建设有限公司、中国飞机租赁、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、新琪安集团股份有限公司、烟台市正源投资控股集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、正源国际发展有限公司、天津临港投资发展集团有限公司、天津临港投资控股集团有限公司、中泰国际财务（英属维京群岛）有限公司、中泰金融国际有限公司、中泰证券、广西交通投资集团有限公司、成都银行股份有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司、鲁南发展投资控股（枣庄）集团有限公司、山东沂河控股集团有限公司、泰州鑫泰集团有限公司、泰州国控投资集团有限公司、工商银行、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、国能环保投资集团有限公司、济南能源集团有限公司、江苏立恰实业发展有限公司、咸宁城市发展（集团）有限责任公司、开封市发展投资集团有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、博兴县财金投资集团有限公司、焦作市国有资本运营（控股）集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、双城（重庆）信用增进股份有限公司、成都天府大港集团有限公司、成都经开区产业投资集团有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、成都兴锦建设投资集团有限责任公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、唐山国际投资（香港）有限公司、淮安开发控股有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、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、河南省中豫融资担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、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、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、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、九江银行、江西省信用融资担保集团股份有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、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、兖矿集团（开曼群岛）有限公司、山东能源集团有限公司、南阳城投控股有限公司、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、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、脑动极光医疗科技有限公司、徽商银行股份有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、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、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、南京银行、三水国际发展有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、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、重庆兴农融资担保集团有限公司、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、邹城市城资控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、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、中原大禹国际（BVI）有限公司、中原资产管理有限公司、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、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、郑州地铁集团有限公司、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、徽商银行、怀远县新型城镇化建设有限公司、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

控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、赤壁城市发展集团有限公司、黄石产投控股集团有限公司、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、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、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、Wuhan Optics Valley Industrial Investment Co., Ltd.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SICHUAN DEVELOPMENT FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、SICHUAN ZIGONG HUIDONG DEVELOPMENT CO., LTD.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、DANYANG INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Phoenix Charm International Investment Limited、GUOTAI JUNAN I、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、XIMXYG CORPORATION、HONGKONG XIANGYU INVESTMENT CO., LIMITED、MIANYANG INVESTMENT HOLDING (GROUP) CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Zhangzhou Jiulongjiang Group Co., Ltd.、QINGDAO URBAN AND RURAL DEVELOPMENT FINANCING AND GUARANTY CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Guangzhou Development District Investment Group Co., Ltd.、Cloudbreak Pharma Inc.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO. LTD.、SHANGQIU NEW CITY CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、SHANDONG GUOHUI INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、HANHUI INTERNATIONAL LIMITED、Jiujiang Municipal Development Group Co., Ltd.、Jiujiang Gongfa Industrial Investment Co., Ltd.、QINGDAO LANDPORT INTERNATIONAL DEVELOPMENT CONSTRUCTION CO., LTD.、CALC Bonds Limited、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、CALC、Taizhou Chemical New Materials Industry Development Group Co., Ltd.、TAIXING JINJIANG INVESTMENT CO., LTD.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、Yantai Zhengyuan Investment Holding Group Co., Ltd.、Yisheng (BVI) International Co., Ltd.、Zheng Yuan International Development (BVI) Co., Limited、Shandong Yimeng Industrial Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Development Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Holding Group Co., Ltd.、ZHONGTAI INTERNATIONAL FINANCE (BVI) COMPANY LIMITED、ZHONGTAI FINANCIAL INTERNATIONAL LIMITED、ZHONGTAI SECURITIES、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、FUJIAN JINJIANG CONSTRUCTION INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、BANK OF CHENGDU CO., LTD.、Chengdu Inland Port Hub Investment & Development (Group) Co., Ltd.、Lunan Zaozhuang Economic Development Investment Co Ltd、Lunan Development Investment Holding (Zaozhuang) Group Co., Ltd.、SHANDONG YIHE HOLDING GROUP CO., LTD.、Yixin Innovation Technology Company Limited、Xin Fu (BVI) Co., Limited.、Taizhou Xintai Group Co., Ltd.、Taizhou Guokong Investment Group Co., Ltd.、INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA、WEIFANG URBAN CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guoneng Environmental Protection Investment Group Co., Limited、Jinan Energy Group Co., Ltd.、Jiangsu Liqia Industrial Development Co., Ltd.、QINGDAO JIMO DISTRICT URBAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、Xianning Urban Development (Group) Co., Ltd.、Huangshi Chantou Holding Group Co., Ltd.、Kaifeng Development and Investment Group Co., Ltd.、JINGDEZHEN URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BOXING FINANCIAL INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiaozuo State-owned Capital Operation (Holding) Group Co., Ltd.、Linyi City Development International Co., Limited.、LINYI CITY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Chengdu-Chongqing Bond Insurance Co., Ltd.、Chengdu Tianfu Dagang Group Co., Ltd.、Chengdu Economic Development Industrial Investment Group Co., Ltd.、China Great Wall International Holdings VI Limited.、China Great Wall AMC (International) Holdings Company Limited.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Chengdu Xingjin Construction Investment Group Co., Ltd.、Guixi Jingkai Holding Development Group Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited.、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Zhangzhou Transportation Development Group Co., Ltd.、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Huzhou Wuxing State-Owned Capital Investment Development Co., Ltd.、Moon King Limited. YUEXIU REIT. Yuexiu REIT Asset Management Limited. FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP CO., LTD. (FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP)、Tangshan Holding Development Group Co., LTD.、Tangshan International Investment (Hong Kong) Co., Ltd.、Huai'an Development Holdings Co Ltd.、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、FOSHAN GAOMING CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Baoding National Hi-tech Industry Development Zone Development Co Ltd.、Henan Airport Investment Group Co., Ltd.、Henan Zhongyu Financing Guarantee Co., LTD.、Jiyuan city Jikang technology Co., LTD.、QUANZHOU NANYI INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、QINGDAO JIAOZHOU URBAN DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、BANK OF BEIJING. XIANGTAN ZHENXIANG STATE-OWNED ASSETS MANAGEMENT INVESTMENT CO., LTD.、HUBEI UNITED DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF JIUJIANG. Shengzhou Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LISHUI ECONOMIC AND TECHNOLOGICAL DEVELOPMENT ZONE INDUSTRIAL DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) FINANCIAL LEASING CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangmen High-tech Industrial Park Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited.、Huishang Bank Corporation Limited.、Fuzhou Digital Economy Investment Group Co., Ltd.、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Fengdu Cultural And Tourism Group Co., Ltd.、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation.、Zhejiang DES (BVI) Co., Ltd.、Hangzhou Fuyang Transportation Development Investment Group Co., Ltd.、JINAN SHIZHONG FINANCE INVESTMENT GROUP CO., LTD.、JIANGSU JIANGYAN ECONOMIC DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF NANJING. SAN Shui International Development Co Ltd (BVI). Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd.、ANHUI XIHU INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Huabei City Construction Investment Holding Group Company Limited.、Quzhou Qutong Transportation Investment Development Co., Ltd.、Chengdu Wuhou Industrial Development Investment Management Group Co., Ltd.、Wenzhou Lucheng District State-owned Holding Group Co., Ltd.、Shandong Mingshui Guokai Development Group Co., Ltd.、Mixin International Trading Co., Limited.、Yichang High-tech Investment Development Co., Ltd.、ZHONGYUAN DAYU INTERNATIONAL (BVI) CO., LTD.、ZHONGYUAN ASSET MANAGEMENT CO., LTD.、Chengdu Transportation Investment Group Co., Ltd.、Binzhou Bincheng Economic Development Investment Company Limited.、Fuqing State-owned Assets Operation Investment Group Co., Ltd.、HUISHANG BANK. Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd.、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、YANTAI GUOFENG INVESTMENT HOLDINGS GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、Luoyang Guosheng Investment Holding Group Co., Ltd.、CHINA MINSHENG BANKING.、CHANGDE CAIXIN

FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、HUNAN RUIXIN INDUSTRIAL OPERATION MANAGEMENT CO., LTD.、Ganzhou Urban Investment Holding Group Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、Fujian Jinjiang Construction Investment Holding Group Co., Ltd. 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

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

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

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