



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年09月17日

基础数据

09月16日收盘价(港元)	15.82
总市值(亿港元)	137.91
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

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: 高尹伟业

gaoyinweiye@xyzq.com.cn

和铂医药-B(02142.HK)

全年对外合作金额已超 60 亿美元, 临床开发与早期研发持续推进

投资要点:

- 对外授权收入带动业绩大幅增长, 与阿斯利康订立全球战略合作协议。公司 2025 年上半年实现收入 1.01 亿美元 (+327%); 实现归母净利润 0.73 亿美元 (+5125%)。其中, 分子许可费收入由 2083 万美元增长至 9371 万美元 (+350%)。2025 年 3 月, 公司在阿斯利康订立的合作协议中有资格获得预付款及潜在短期里程碑付款及额外项目的选择权行使费用 1.75 亿美元、最多 44 亿美元的额外开发和商业里程碑付款及分级特许权使用费。截至 2025 年中期业绩公布日, 公司年内对外合作总金额已超 60 亿美元。
- HBM7020 在自免疾病中潜力广阔, 已与大冢制药达成授权合作。BM7020 是利用公司专有的全人源 HBICE®双抗技术及 Harbour Mice®平台开发的 BCMaXCD3 双特异性抗体。2024 年公司将 HBM7020 的开发策略重新调整为免疫性疾病, 当前自身免疫疾病处于 IND 准备中。2025 年 6 月, 公司与大冢制药达成 HBM7020 的海外权益授权, 公司将获得总计 4700 万美元的首付款和近期里程碑付款, 并与大冢制药子公司 Visterra 公司达成有关诺纳生物专有的 HCAb Harbour Mice®技术平台的许可协议。
- 下一代 I/O 领域布局丰富, HBM4003 MSS mCRC 数据将亮相 2025 ESMO。HBM4003 为新一代全人源抗 CTLA-4 抗体, 作为全球首个进入临床开发阶段的抗 CTLA-4 的全人源仅重链抗体, 有望克服现有 CTLA-4 疗法的疗效和毒性瓶颈。公司将于 2025 年 10 月的 ESMO 年会上公布 HBM4003 联合替雷利珠单抗治疗微卫星稳定型转移性结肠癌的 II 期临床数据。此外, 公司布局了 PD-L1xVEGF 双抗 HBM9027、PD-1xVEGF 三抗以及 PD-(L)1xVEGF 四抗等品种, 在下一代 I/O 领域布局丰富。
- HBM9378 全球 II 期已启动, NewCo 出海前景可期。HBM9378 是全球第二个全人源 TSLP 单抗, 其优势在于可实现 3-6 个月超长给药周期。2025 年 1 月, 公司同科伦博泰完成对 Windward Bio 的海外权益授权。公司预计 2025 年下半年将启动中国哮喘/慢阻肺的临床 II 期试验, 并完成国内 CRSwNP 的 IND 递交。合作伙伴 Windward Bio 展开的 POLARIS 的 II 期临床研究哮喘适应症数据预计将于 2026 年中读出。
- 盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润 0.81/0.43/0.60 亿美元, 同比增长 2804.4%/-46.6%/39.7%, 以 2025 年 9 月 16 日收盘价计算, 对应 PE 为 22.8/42.6/30.5 倍, 首次覆盖, 给予“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)	38	151	108	133
同比增长	-57.4%	297.0%	-28.8%	23.9%
归母净利润(百万美元)	3	81	43	60
同比增长	-87.8%	2804.4%	-46.6%	39.7%
毛利率	88.2%	96.3%	91.6%	89.1%
ROE	2.2%	39.3%	17.3%	19.5%
每股收益(美元)	0.00	0.09	0.05	0.07
市盈率	65.4	22.8	42.6	30.5

数据来源: ifind, 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, 港币兑美元汇率取 0.13。

事件

公司公布 2025 年中期业绩。公司 2025 年上半年实现收入 1.01 亿美元，同比增长 327%；实现归母净利润 0.73 亿美元，同比增长 5125%。

点评

- **对外授权收入带动业绩大幅增长。**公司 2025 年上半年实现收入 1.01 亿美元，同比增长 327%；实现归母净利润 0.73 亿美元，同比增长 5125%。其中，分子许可费收入由 2083 万美元增长至 9371 万美元，同比增长 350%，研究服务及技术许可费收入由 287 万美元增长至 760 万美元，同比增长 165%。当前公司布局超过 10 种专注于免疫于肿瘤疾病的候选药物，2025 年上半年公司研发成本为 1796 万美元，同比增长 37.1%。
- **与阿斯利康订立全球战略合作协议，2025 年内对外合作总金额已超 60 亿美元。**2025 年 3 月 21 日，公司与阿斯利康订立全球战略合作协议，共同研发新一代治疗多抗项目，阿斯利康将获得多个项目的授权许可选择权，公司获得预付款及潜在短期里程碑付款及额外项目的选择权行使费用 1.75 亿美元、最多 44 亿美元的额外开发和商业里程碑付款，以及净销售额的分级特许权使用费。此外，阿斯利康还可选择在未来五年内将更多项目纳入合作，订约方可在双方同意的情况下将协议期再延长五年。此外，阿斯利康以 1.05 亿美元的股权投资认购和铂医药的 9.15% 新发行股份。截至 2025 年中期业绩公布日，公司年内对外合作总金额已超 60 亿美元，公司预计与阿斯利康的成功合作将为公司未来提供稳定现金流入，并将使公司将更专注于世界级的技术平台创新、临床中后期产品管线的开发。

图1、公司对外合作授权情况（截至 2025 年中期业绩发布日）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司在研管线（截至 2025 年中期业绩发布日）

项目	靶点	适应症	商业权益	开发进展					合作方
				早期发现	临床前	IND	一期	二期	
靶向FcRn的自身免疫疾病療法									
巴托利单抗 HBM9161	FcRn	全身型重症肌無力	大中華區授權	BLA已提交					CSPPC
靶向2型炎症信號通路的免疫疾病療法									
HBM9378 ¹	TSLP	哮喘	除大中華/ 一帶一路對外授權						Windward Bio
		哮喘 慢性阻塞性肺病	大中華/一帶一路	中國IND獲批					
致病性B細胞耗竭類自身免疫疾病療法									
HBM7020 ¹	BCMA×CD3	自身免疫疾病	對外授權	IND籌備中					
R2006	CD19×CD3	自身免疫疾病	全球						Ono 和 華盛頓生物
HBM7026	BCMA×CD19×CD3	自身免疫疾病	全球						
其它TCEs	未披露	自身免疫疾病	全球						
下一代腫瘤免疫療法的單克隆抗體藥物									
普魯蘇拜單抗 HBM4003	CTLA-4	黑色素瘤	全球	聯用PD-1 Ph. 1b.2					
		結直腸癌		聯用PD-1 Ph. 1b.2					
		肝癌癌		聯用PD-1 Ph. 1b.2					
		神經內分泌癌		聯用PD-1 Ph. 1b.2					
HBM1020	B7H7/HLA2	實體瘤	全球						
HBM1022	CCR8	實體瘤	全球	IND獲批					
HBM9014	LIFR	實體瘤	全球						Yinuoke
腫瘤療法免疫細胞嵌合器									
HBM7022/ AZD5863	CLDN18.2×CD3	實體瘤	全球對外授權						AstraZeneca
HBM7008	B7H4×4-1BB	實體瘤	全球						
HBM7020 ¹	BCMA×CD3	血癌	對外授權	中國IND獲批					Ono 和 華盛頓生物
HBM9027	PD-L1×CD40	實體瘤	全球	中美IND獲批					
HBM7004	B7H4×CD3	實體瘤	全球						
偶聯藥物平台									
HBM9033/ PF-08052666/ SGN-MesoC2	MSLN ADC	實體瘤	全球對外授權						Pfizer
抗體偶聯藥物項目	未披露	實體瘤	全球						
放射性核素 偶聯藥物項目	未披露	實體瘤	全球						
代謝與中樞神經系統疾病									
代謝藥物	未披露	肥胖症	全球						
中樞神經系統藥物	未披露	中樞神經系統疾病	全球						

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 诺纳生物专注于 I to ITM 全过程主力，Harbour Mice®仅重链平台具备差异化优势。公司于 2022 年成立诺纳生物，诺纳生物致力于为全球来自科研院所、生物技术初创企业及大型生物制药公司的合作伙伴提供整体的解决方案。利用 Harbour Mice®平台的优势，综合抗体发现服务范围从抗原制备、动物免疫、单 B 细胞筛选，到先导抗体的生成、工程化改造、可开发性评估和相关药理学评估，为合作方提供 I to ITM (Idea 到 IND 申报) 的全过程助力。截至公司 2025 年中期业绩发布日，诺纳生物已与超过 110 个合作伙伴共同推进超过 320 项已完成或正在执行的研究项目，25H1 常规平台研究及技术许可收入同比增长 165%，Humatrix AI 平台已成功孵化 2 家旗舰 Biotech:

Élancé 制药 (减肥代谢) 和 Resilience 制药 (中枢神经系统)。诺纳生物的 Harbour Mice® 技术平台可生成经典的双重、双轻链(H2L2)和仅重链(HCAb)形式的全人源单克隆抗体。HCAb 平台产生的抗体具备以下优势：(1) 良好的溶解度以及热稳定性；(2) 良好的重链可变区多样性；(3) 优异的生物学活性，HCAb 重链抗体具有纳摩尔至皮摩尔范围的高亲和力；(4) 快速和高效的抗体发现，可以不通过杂交瘤等复杂的传统技术，且全人源抗体分子免去了耗时、费力的抗体人源化过程；(5) 广泛的应用前景，HCAb 平台产生的重链抗体可以改造成只有 VH 的片段抗体、双特异或多特异性抗体、VH 片段衍生的诊断或治疗用的多种分子形式。HCAb 平台能够产生高度多样化和稳定的全人源重链抗体及其衍生的全人源单域抗体，使公司可以用具有更小的分子量和更少的蛋白多肽链的简单结构去构建新颖的多特异性抗体。公司在 HCAb 平台的基础上建立了具有自主知识产权的 HBICE® (基于 HCAb 的免疫细胞衔接器平台) 平台，HBICE® 分子可以通过不同的途径来激活免疫细胞。一方面，靶向 CD3 的 HBICE® 分子以非 MHC 限制的方式来激活 T 细胞，进而克服因肿瘤细胞 MHC 下调或抗原递呈细胞耐受引起的免疫逃逸机制。另一方面，靶向共刺激分子的 HBICE® 分子可引起肿瘤相关抗原介导的共刺激分子的交联以及下游信号传导通路的激活，为 T 细胞的完全激活提供了共刺激信号，进而充分活化 T 细胞，提高其杀伤肿瘤的效力。报告期内，公司基于 Harbour Mice® 与 HBICE® 平台的研发进展与对外合作已取得了以下成就：

- **HBM7020 在自免疾病中潜力广阔，已与大冢制药达成授权合作。**

BM7020 是利用公司专有的全人源 HBICE® 双抗技术及 Harbour Mice® 平台开发的 BCMAxCD3 双特异性抗体。该分子具备具备不对称结构，有效解决轻链错配挑战，HBM7020 与 BCMA 具有高结合亲和力 (KD ~0.02 nM)，并通过具有低结合亲和力 (KD ~950 nM) 和沉默 Fc 的 CD3 单抗将细胞因子释放风险降至最低。HBM7020 临床前 PK/PD 数据显示强效持久的致病性 B 细胞耗竭作用，且耐受性良好。BCMAxCD3 双抗有潜力覆盖多个自免适应症，2024 年公司将 HBM7020 的开发策略重新调整为免疫性疾病，当前 HBM7020 自身免疫疾病处于 IND 准备中。2025 年 6 月，HBM7020 与大冢制药达成授权合作，大冢获得 HBM7020 在全球范围内（不包括大中华区，即中国大陆、香港、台湾及澳门）开发、制造及商业化 HBM7020 的独家授权，公司将获得总计 4700 万美元的首付款和近期里程碑，以及高达 6.23 亿美元的研发和商业里程碑。此外，公司与大冢制药子公司 Visterra 公司达成许可协议，借助诺纳生物专有的 HCAb Harbour Mice® 技术平台，推进 Visterra 公司在免疫介导性疾病及

自身免疫性疾病领域的新一代生物疗法管线开发。

- **HBM4003 MSS mCRC 数据将亮相 2025 ESMO。** HBM4003 为新一代全人源抗 CTLA-4 抗体，是历史上全球首个进入临床开发阶段的抗 CTLA-4 的全人源仅重链抗体，有望克服现有 CTLA-4 疗法的疗效和毒性瓶颈，成为肿瘤免疫治疗领域的核心产品。2024 年 10 月，公司在《癌症免疫治疗杂志》上发布联合特瑞普利单抗治疗晚期黑色素瘤和其他实体肿瘤患者的 I 期研究结果，在抗 PD-1/PD-L1 初次治疗患者中 ORR 为 33.3%，黏膜黑色素瘤中抗 PD-1/PD-L1 初次治疗的患者中 ORR 为 40.0%，公司将于 2025 年 10 月的 ESMO 年会上公布联合替雷利珠单抗治疗微卫星稳定型 (MSS) 转移性结直肠癌 (mCRC) 的 II 期临床数据。除 HBM4003 外，公司同时布局了 PD-L1xCD40 双抗 HBM9027 (中美 IND 已获批)、PD-1xVEGF 三抗 (预计 2026 年获批 IND) 以及 PD-(L)1xVEGF 四抗，在下一代 I/O 领域布局丰富。
- **HBM9378 全球 II 期已启动，NewCo 出海前景可期。** HBM9378 是全球第二个全人源 TSLP 单抗，HBM9378 的工程化设计可实现 3-6 个月超长长效给药周期，在猴与人体内的半衰期超过 Tezepelumab 约 2-3 倍，可有效减少注射频率，极大提升用药便利性，且由于其出色的药理学涉及，在高浓度下稳定性强，成药性良好，可以增加患者皮下给药的便利性，有望成为同类最佳 TSLP 单抗。2025 年 1 月，公司宣布同科伦博泰与 Windward Bio 订立独家授权，公司同科伦博泰授予 Windward Bio 在全球 (不包括大中华地区和若干东南亚和西亚国家) 进行 HBM9378 (WIN378) 的研发、生产和商业化的独家授权。2025 年 1 月，HBM9378 的 COPD 适应症 IND 获得 NMPA 批准，公司预计 2025 年下半将启动中国哮喘/慢阻肺的临床 II 期试验，并完成国内慢性鼻窦炎伴鼻息肉的 IND 递交。2025 年 7 月，Windward Bio 宣布展开 POLARIS 的 II 期临床研究，以评估 WIN378 对哮喘患者的长效剂量，该试验的临床数据公司预计将于 2026 年中读出。
- **成立 Élancé，进军减肥代谢疾病领域。** 2025 年 3 月，公司宣布成立 Élancé Therapeutics (Élancé)。Élancé 旨在借助和铂医药基于 HCAb 的专有双特异性抗体技术开发创新疗法，以应对当前在治疗肥胖症方面的主要挑战，包括维持肌肉量及长期疗效。Élancé 正在建立双特异性抗体项目管线，旨在改善减重效果，同时保存精瘦的肌肉量。这些疗法结合了双靶向策略和更高的安全性，具有补充和扩展现有治疗方案 (包括 GLP-1 受体、GIP 受体和 GCG 受体的各种激动剂) 的潜力。

- **盈利预测与投资建议：**公司预计在 3-5 年内诞生 3 款以上的商业化产品，HBM9161 巴托利单抗预计 2025 年内获批中国 BLA，该产品已于石药达成中国商业化权益合作。截至 2025 年中期业绩发布日，公司已累计超过 100 亿美元的里程碑资产包，随着合作项目持续推进，公司预计将带来高可见度的里程碑收入和销售分成。我们预计公司 2025-2027 年实现收入 1.51/1.08/1.33 亿美元，同比增长 297.0%/-28.8%/23.9%，实现归母净利润 0.81/0.43/0.60 亿美元，同比增长 2804.4%/-46.6%/39.7%，以 2025 年 9 月 16 日收盘价计算，对应 PE 为 22.8/42.6/30.5 倍，首次覆盖，给予“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	196	286	327	393
货币资金	167	241	299	354
应收账款及票据	9	8	4	7
存货	2	2	4	8
其他	18	34	19	23
非流动资产	19	19	19	19
固定资产	2	2	2	2
无形资产	9	9	9	9
其他	8	8	8	8
资产总计	215	305	346	412
流动负债	69	77	75	81
短期借款	56	56	56	56
应付账款及票据	5	6	9	12
其他	9	15	11	13
非流动负债	22	23	23	23
长期债务	4	4	4	4
其他	18	19	19	19
负债合计	91	100	98	104
普通股股本	0	0	0	0
储备	131	212	255	315
归属母公司股东权益	124	205	248	308
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	124	205	248	308
负债和股东权益	215	305	346	412

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	31	67	54	49
归母净利润	3	81	43	60
少数股东权益	0	0	0	0
折旧和摊销	3	0	0	0
营运资金的变动	25	-14	11	-11
投资活动现金流	7	9	5	7
资本支出	0	0	0	0
其他投资	7	9	5	7
筹资活动现金流	-10	-1	-1	-1
借款增加	-6	0	0	0
普通股增加	-1	0	0	0
已付股利	0	0	0	0
其他	-4	-1	-1	-1
现金净增加额	26	74	58	55

利润表

单位：百万美元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	38	151	108	133
其他收入	0	0	0	0
营业成本	4	6	9	15
销售费用	3	8	3	3
管理费用	13	18	16	17
研发费用	21	38	38	40
财务费用	4	0	-1	-2
除税前溢利	4	90	48	67
所得税	1	9	5	7
净利润	3	81	43	60
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3	81	43	60
EBIT	7	89	47	65
EBITDA	10	89	47	65
EPS(美元)	0.00	0.09	0.05	0.07

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-57.4%	297.0%	-28.8%	23.9%
归母净利润增长率	-87.8%	2804.4%	-46.6%	39.7%
盈利能力				
毛利率	88.2%	96.3%	91.6%	89.1%
归母净利率	7.3%	53.3%	40.0%	45.1%
ROE	2.2%	39.3%	17.3%	19.5%
ROIC	2.9%	30.4%	13.7%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	42.3%	32.8%	28.4%	25.3%
净负债比率	-86.6%	-88.8%	-96.8%	-95.7%
流动比率	2.82	3.71	4.35	4.85
速动比率	2.78	3.67	4.30	4.74
营运能力				
总资产周转率	0.17	0.58	0.33	0.35
应收账款周转率	1.24	17.40	16.71	22.43
应付账款周转率	0.44	0.98	1.20	1.40
每股资料 (美元)				
每股收益	0.00	0.09	0.05	0.07
每股经营现金	0.04	0.07	0.06	0.06
每股净资产	0.16	0.23	0.28	0.35
估值比率 (倍)				
PE	65.4	22.8	42.6	30.5
PB	1.5	9.0	7.4	6.0

数据来源：ifind、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，港币兑美元汇率取 0.13。

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.xyzq.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土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州建中建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、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、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能源电池技术股份有限公司、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、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENG DING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSHAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI'AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 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