

与武田达成全球战略合作， 国际化扬帆起航

核心观点

信达生物与武田达成全球战略合作，加速新一代 IO 及 ADC 疗法推向全球市场，总交易金额高达 114 亿美元。我们认为，信达生物国际化将借此机会扬帆起航。武田是成熟的国际化布局的 MNC。其肿瘤研发管线亟需大产品支撑，大力助力信达生物国际化是必然选择。信达生物在此合作中，保留了 IBI363 的 40% 美国权益，也为打磨自身的国际化研发、临床和商业化团队留足空间，对信达生物走向国际化具有重大战略意义。

事件

10 月 22 日，信达生物与武田制药达成全球战略合作。武田制药将向信达生物支付 12 亿美元首付款，其中包括 1 亿美元的战略股权投资，每股认购价格为 112.56 港元，较信达生物过去 30 个交易日的加权平均股价溢价 20%。合作交易总包高达 114 亿美元。信达生物将与武田制药共同开发 IBI363(PD-1/IL-2 α -bias)。此外，信达生物授予武田制药 IBI343(CLDN18.2 ADC)在大中华区以外地区的独家权益、IBI3001(EGFR/B7H3 ADC)在大中华区以外地区权益的独家选择权。

点评

与武田达成全球战略合作，国际化扬帆起航

信达与武田达成全球战略合作。武田制药将向信达生物支付 12 亿美元首付款，其中包括 1 亿美元的战略股权投资。每股认购价格为 112.56 港元，较信达生物过去 30 个交易日的加权平均股价溢价 20%。合作交易总包达 114 亿美元。信达生物将与武田制药共同开发 IBI363(PD-1/IL-2 α -bias)。此外，信达生物授予武田制药 IBI343(CLDN18.2 ADC)在大中华区以外地区的独家权益、IBI3001(EGFR/B7H3 ADC)在大中华区以外地区权益的独家选择权。

信达生物与武田制药将在全球范围内共同开发新一代 IO 基石疗法 IBI363(PD-1/IL-2 α -bias)，并在美国共同商业化。信达生物授予武田制药 IBI363 在除大中华区及美国以外地区的商业化权益。根据协议，信达生物与武田制药将按照 40/60 比例（信达生物/武田制药）分担开发成本；并按照 40/60 比例（信达生物/武田制药）分配美国市场利润或损失。信达生物在此合作中，保留了 IBI363 的全球共同开发的权益以及美国共同商业化的权益，也为打磨自身的国际化研发、临床和商业化团队留足了空间，对信达生物走向国际化具有重大战略意义。

信达生物(1801.HK)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

赵旭

zhaoxul@csc.com.cn

010-56135339

SAC 编号:S1440525070003

发布日期：2025 年 10 月 23 日

当前股价：85.20 港元

目标价格 6 个月：129.61 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-7.44/-7.44	-3.89/-10.10	87.05/57.42
12 月最高/最低价 (港元)		107.00/30.00
总股本 (万股)		171,352.00
流通 H 股 (万股)		171,352.00
总市值 (亿港元)		1,395.74
流通市值 (亿港元)		1,395.74
近 3 月日均成交量 (万)		2061.91
主要股东		
俞德超		6.60%

股价表现

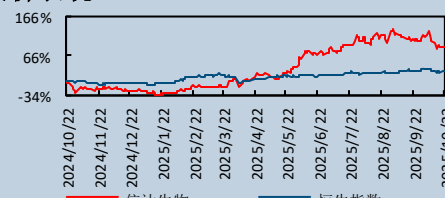
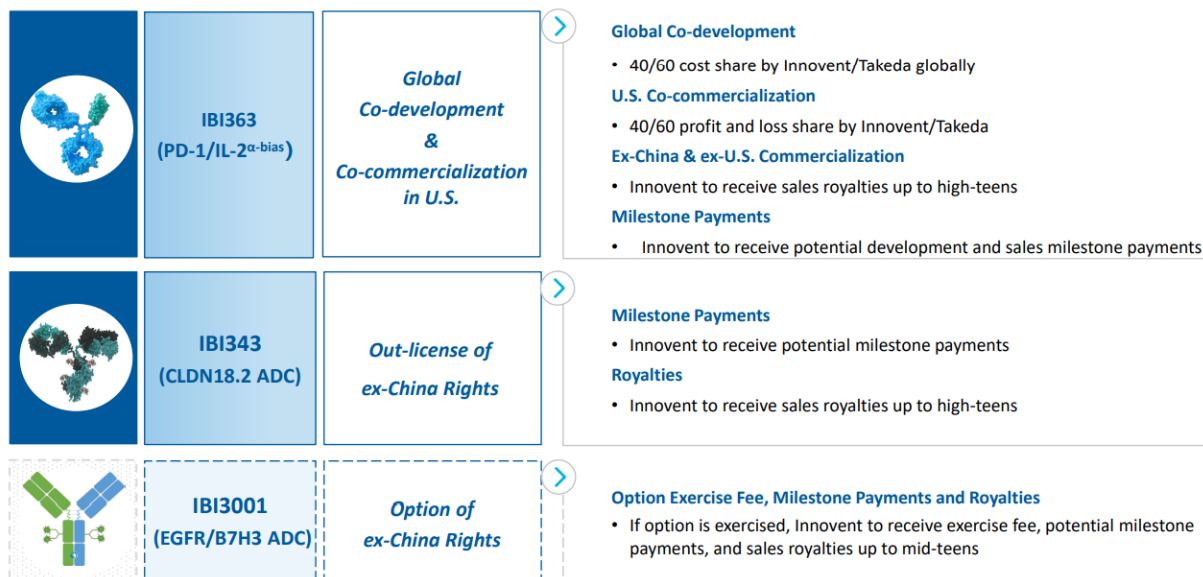


图 1: 信达与武田达成全球战略合作


数据来源：公司公告，中信建投证券

我们认为，信达生物选择 Co-co 出海模式，将迎来国际化价值重估机遇。Co-co 模式同步完成了“产品出海+团队国际化”。这不仅关乎当下产品的成功，更关键的是为企业植入了持续国际化的能力，带来未来价值与变现可能性的显著增长。信达生物敢于采用此战略，是其产品竞争力与全球化决心的双重体现，应享有显著估值溢价。

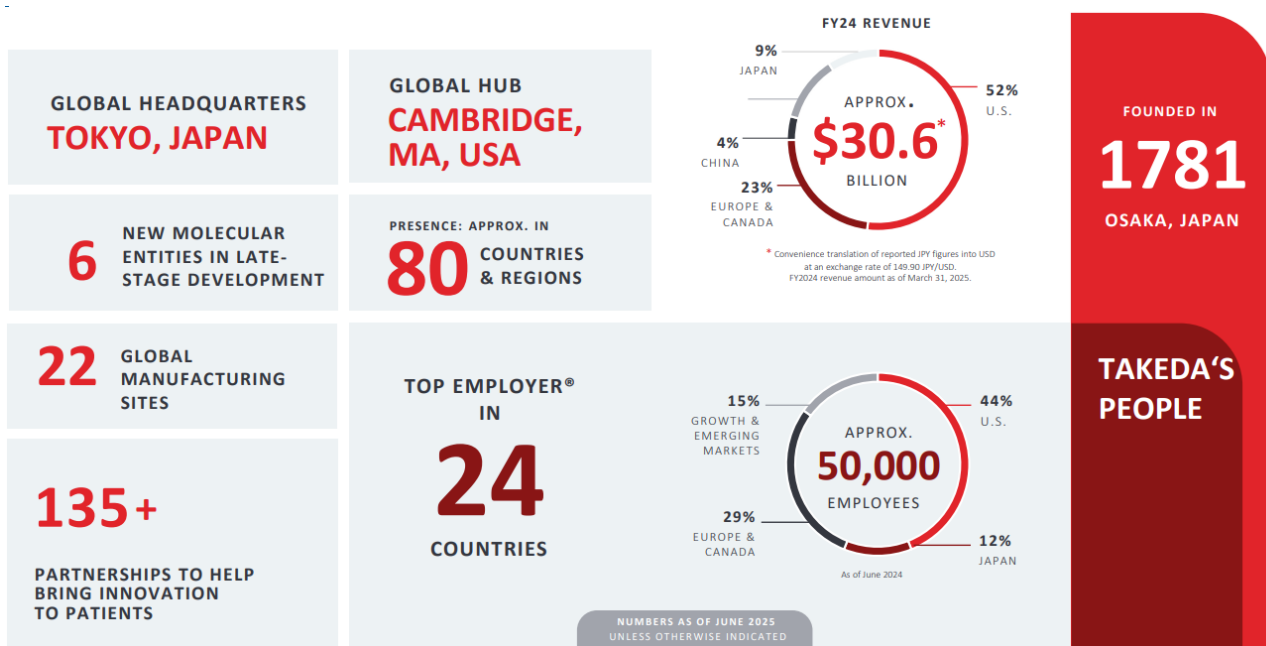
武田是成熟的国际化 MNC，欧美收入占比超过 75%

武田制药作为一家历史悠久的日本制药企业，已成功发展为高度国际化的跨国巨头。武田 2024 年收入约为 306 亿美元，其中美国约占 52%，欧洲和加拿大约占 23%。回顾武田出海的发展历程，是一个从建立海外合资公司，到逐步建立自主运营能力，并通过战略性并购实现跨越式发展的经典案例，也是信达可以追随的路径。

第一阶段：合资探索与借力起步（1980 年代-1990 年代）：1985 年武田与雅培各出资 50% 成立的 TAP Pharmaceuticals。通过 TAP，武田成功将亮丙瑞林（Lupron®）等产品推向美国。这种方式帮助武田在初期节省了完全自建团队成本，同时积累了宝贵的美国市场运营经验。

第二阶段：建立自主运营与并购扩张（2000 年后）：在通过合资公司积累经验后，武田开始追求自主运营。1998 年，武田在美国建立了自己的独立子公司进行药物销售。同时，武田通过战略性并购来快速获取管线、技术以及成熟销售网络，尤其是 2019 年完成的 620 亿美元对夏尔（Shire）的重磅并购，获得了夏尔在罕见病和专科药领域的管线及成熟的欧美销售网络。

图 2:武田已成功发展为高度国际化的跨国巨头



数据来源：公司公告，中信建投证券

武田肿瘤研发管线亟需大产品，将大力支持 IBI363、IBI343 发展

武田肿瘤管线亟需大产品，和信达战略合作有望带给武田肿瘤管线颠覆性突破。武田肿瘤板块 25Q1 收入占比约为 13%，主要产品包括 Adcetris（维布妥昔单抗）、Fruzaqla（呋喹替尼）等。同时，作为武田后续发展的战略板块，武田肿瘤研发管线亟需大产品支持。武田制药全球肿瘤事业部总裁 Teresa Bitetti 认为 IBI363 和 IBI343 有望为武田肿瘤管线带来颠覆性突破，并显著提升武田在 2030 年后的增长潜力。

武田肿瘤业务高管产业经验丰富，有助于最大化 IBI363 潜力。武田的全球肿瘤业务部总裁 Teresa Bitett 拥有超过 20 年的资深经验，曾领导 BMS 全球肿瘤商业化，曾主导明星肿瘤药 Opdivo 的上市。她于 2019 年加入武田，目前正利用其卓越的商业化能力推动武田肿瘤管线的全球发展。武田肿瘤研发负责人 P.K. Morrow 曾为 MD Anderson 癌症中心教授，还拥有 Amgen 等公司研发经验，领导武田肿瘤研发团队。武田在 R&D 方面每年投入 50 亿美金，拥有 4500 人的研发团队，且团队运作全球化。因此，信达与武田双方共同推进经达成一致的临床开发计划，将加速探索并最大化 IBI363 作为新型 IO 基石疗法的潜力。

图 3:武田肿瘤管线及核心高管

试验疗法	治疗方式	研究适应症	阶段
+ Elritercept (TAK-226)	复杂生物制剂	二线贫血相关骨髓增生异常综合征	三期 
	复杂生物制剂	贫血相关骨髓纤维化	二期 
+ Mirvetuximab soravtansine-gynx (TAK-853)	ADC	叶酸受体α阳性铂敏感卵巢癌 (JP)	三期 
	ADC	叶酸受体α阳性铂耐药卵巢癌 (JP)	一期/二期 
+ 鲁塞尔他达 (TAK-121)	小分子	真性红细胞增多症 (美国)	三期 
+ TAK-168	小分子	实体瘤	一期 

Oncology leadership team brings wealth of commercial and R&D experience including several successful launches in Oncology



Teresa Bitetti
President, Global Oncology Business Unit






P.K. Morrow
Head, Oncology Therapeutic Area Unit






数据来源：公司官网，中信建投证券

信达生物商业化产品扩充至 16 款，创新管线持续推进

商业化持续高效率推进，众多创新管线持续推进。目前，公司已经有 16 款商业化药物，同时也拥有上市单抗产品最多的中国药企。公司的研发管线也在高效率推进。IBI112 (IL23p19)、IBI310 (CTLA4) 和玛仕度肽 (糖尿病) 等适应症还在持续审批中，IBI343 (CLDN18.2 ADC) 启动胃癌和胰腺癌三期临床研究，同时 IBI354 (HER2 ADC) 也在启动 PROC 三期临床。早期管线中，公司的 IBI3002 (IL4/TSLP) 高效推进中，同时 IBI3001 (EGFR/B7H3 ADC)、IBI3020 (CEACAM5 ADC) 等药物也在高效率推进中，未来可期。

表 1:公司 25H2 研发催化剂整理

产品	事件	预计时间
替妥尤单抗 (IGF1R)	启动 1L TED 临床	2025H2
玛仕度肽	降糖适应症获批	2025H2
玛仕度肽	头对头司美、9mg 减重数据读出	2025H2
玛仕度肽	9mg 减重适应症申报上市	2025H2
玛仕度肽	新适应症 POC 读出	2025H2
IBI363 (PD-1/IL2α)	启动 1L CRC 和 1L NSCLC POC 临床	2025Q2-Q3 (已达成)
IBI363 (PD-1/IL2α)	潜在启动 sqNSCLC 3 期临床	2025H2 (已达成)
IBI363 (PD-1/IL2α)	潜在启动 3L MSS CRC 3 期临床	2025H2
IBI363 (PD-1/IL2α)	免疫初治黑色素瘤 POC 数据读出	2025H2
匹康奇拜单抗 (IL23p19)	银屑病获批上市	2025Q4
匹康奇拜单抗 (IL23p19)	启动 IL17 耐药后银屑病三期临床	2025
Tigulixostat	高尿酸适应症 POC 数据读出/潜在 III 期	2025H2
IBI3002 (IL4/TSLP)	哮喘适应症 1 期数据读出	2025
IBI356 (OX40L)	特应性皮炎 1 期数据读出	2025
IBI3016 (AGT siRNA)	高血压 1 期数据读出	2025
IBI3001 (EGFR/B7H3 ADC)	实体瘤 1 期数据读出	2025H2-2026H1
IBI3003 (BCMA/GPRC5D/CD3)	血液肿瘤 1 期数据读出	2025H2-2026H1

资料来源: 公司公告, Insight, 中信建投证券

盈利预测及投资建议

公司在肿瘤赛道的广泛布局已初具规模, 高价值的临床产品有望将公司肿瘤赛道的收入进一步提升并让边际成本持续下降; 非肿瘤赛道中, 公司已在代谢、自免和眼科领域进行广泛布局, 已上市与在研产品兼具竞争力强和进度领先。我们预计信达生物 2025-2027 年收入为 118.06 亿元、153.82 亿元和 210.92 亿元, 采用 DCF 估值, 公司合理市值为 2215 亿港元, 给予目标价至 129.61 港元。维持“买入”评级。

表 2:信达利润表预测 (百万元)

利润表	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入	4,269.7	4,556.4	6,206.1	9,421.9	11,806.2	15,381.8	21,091.8	25,115.8	35,345.2	39,723.1
增长率 %	11%	7%	36%	52%	25%	30%	37%	19%	41%	12%
营业成本	-573.0	-931.0	-1136.3	-1510.2	-1,652.87	-2,153.45	-2,952.85	-3,516.21	-4,948.33	-5,164.00
毛利	3,696.7	3,625.4	5,069.8	7,911.7	10,153.3	13,228.4	18,138.9	21,599.6	30,396.9	34,559.1
增长率 %	7%	-2%	40%	56%	28%	32%	37%	19%	41%	14%
毛利率 %	87%	80%	82%	84%	86%	86%	86%	86%	86%	87%
其他收入	196.9	279.7	552.4	535.9	312.48	263.61	270.57	309.73	433.20	619.13
其他收益及亏损	-72.8	774.3	81.2	250.0	-	-	-	-	-	-
研发费用	-2478.1	-2871.2	-2227.6	-2681.1	-2,420.27	-3,384.00	-3,796.52	-4,269.68	-5,655.23	-6,355.70
研发费用率 %	58%	63%	36%	28%	21%	22%	18%	17%	16%	16%
管理费用	-884.0	-835.5	-750.3	-738.0	-826.43	-1,153.64	-1,265.51	-1,456.72	-1,979.33	-2,184.77

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

管理费用率%	21%	18%	12%	8%	7.0%	7.5%	6.0%	5.8%	5.6%	5.5%
销售费用	-2,728.2	-2,590.8	-3,100.7	-4,346.9	-4,958.61	-6,152.72	-8,014.88	-9,292.84	-12,724.27	-13,903.08
销售费用率%	63.9%	56.9%	50.0%	46.1%	42.0%	40.0%	38.0%	37.0%	36.0%	35.0%
特许权使用费及佣金	-719.1	-450.8	-670.6	-901.5	-1,180.6	-1,384.4	-1,771.7	-2,009.3	-2,686.2	-2,860.1
占收入比重 %	17%	10%	11%	10%	10.0%	9.0%	8.4%	8.0%	7.6%	7.2%
融资成本	(62.5)	(101.7)	(98.6)	(67.6)	(47.0)	(36.0)	(29.5)	(26.7)	(28.8)	(30.8)
上市费用	0.00	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	-	-
应占联营公司损益	0.00	0.00	0.00	-41.01	-	-	-	-	-	-
税前利润	(3,051.0)	(2,170.5)	(1,144.4)	(78.6)	1,032.9	1,381.2	3,531.3	4,854.1	7,756.2	9,843.8
所得税（开支）/抵免	(87.0)	(8.8)	116.5	(16.0)	(154.9)	(207.2)	(529.7)	(728.1)	(1,163.4)	(1,476.6)
所得税率 %	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	(3,138.1)	(2,179.3)	(1,027.9)	(94.6)	878.0	1,174.0	3,001.6	4,126.0	6,592.8	8,367.2
净利率 %	-73%	-48%	-17%	-1%	7%	8%	14%	16%	19%	21%
增长率 %	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	-1028%	89%	156%	37%	60%	27%

数据来源：公司官网，中信建投证券

风险分析

新药研发不确定性风险。新药研发作为技术创新，具有研发周期长、投入大、风险高、成功率低的特点，从实验室研究到新药获批上市，要经过临床前研究、临床试验、新药注册上市和售后监督等诸多复杂环节，每一环节都有可能面临失败风险。现有产品或治疗方式也有被新疗法和新技术替代的风险。

商业化风险。医保控费超预期，导致创新药定价不达预期；尽管公司有独家品种处于放量阶段，但 PD1 及生物类似药市场竞争激烈，可能导致销售份额不及预期或销售费用率高于预期的风险。

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,428	10,273	9,810	10,306	12,611
现金	10,052	7,508	6,949	6,837	8,136
应收票据及应收账款合计	1,006	1,184	1,197	1,590	2,261
其他应收款	484	383	383	383	383
预付账款	-	-	-	-	-
存货	968	822	906	1,121	1,456
其他流动资产	918	376	376	376	376
非流动资产	7,199	11,330	11,675	12,062	12,516
长期投资	576	3,901	3,901	3,901	3,901
固定资产	4,290	5,280	5,562	5,891	6,289
无形资产	1,637	1,650	1,713	1,772	1,827
其他非流动资产	697	499	499	499	499
资产总计	20,627	21,603	21,485	22,369	25,127
流动负债	4,477	4,369	4,173	4,283	4,458
短期借款	1,195	405	205	205	205
应付票据及应付账款合计	373	358	362	472	647
其他流动负债	2,909	3,606	3,606	3,606	3,606
非流动负债	3,623	4,116	3,316	2,916	2,516
长期借款	2,327	2,412	1,612	1,212	812
其他非流动负债	1,296	1,704	1,704	1,704	1,704
负债合计	8,100	8,485	7,489	7,199	6,974
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
资本公积	27,325	27,723	27,723	27,723	27,723
留存收益	-15,768	-15,906	-15,028	-13,854	-10,871
其他储备	971	1,302	1,302	1,302	1,302
归属母公司股东权益	12,528	13,118	13,996	15,170	18,153
负债和股东权益	20,627	21,603	21,485	22,369	25,127

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	148	1,287	1,296	1,214	2,724
净利润	-1,144	-79	1,033	1,381	3,510
折旧摊销	385	420	510	538	572
财务费用	-99	-68	-47	-36	-30
其他经营现金流	1,006	1,014	-200	-670	-1,328
投资活动现金流	-999	-1,165	-856	-926	-1,025
资本支出	-1,383	-1,705	-856	-926	-1,025
其他投资现金流	385	540	-	-	-
筹资活动现金流	2,587	-607	-1,000	-400	-400
短期借款	307	-790	-200	-	-
长期借款	111	86	-800	-400	-400
其他筹资现金流	2,169	98	-	-	-
现金净增加额	1,736	-485	-559	-112	1,299

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	6206	9422	11806	15382	21092
营业成本	-1136	-1510	-1653	-2153	-2953
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-3771	-5248	-6139	-7537	-9787
管理费用	-750	-738	-826	-1154	-1266
研发费用	-2228	-2681	-2420	-3384	-3797
财务费用	-99	-68	-47	-36	-30
资产减值损失	0	0	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	552	536	312	264	249
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	-1226	-288	1033	1381	3510
其他非经营损益	81	209	0	0	0
利润总额	-1144	-79	1033	1381	3510
所得税	116	-16	-155	-207	-526
净利润	-1028	-95	878	1174	2983
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	-1028	-95	878	1174	2983
EBITDA	-1195	-265	1278	1692	3862
EPS（元）	-0.6	-0.1	0.5	0.7	1.7

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	36%	52%	25%	30%	37%
净利润(%)	n.m.	n.m.	-1028%	34%	154%
获利能力					
毛利率(%)	82%	84%	86%	86%	86%
净利率(%)	-17%	-1%	7%	8%	14%
ROE(%)	-8%	-1%	6%	8%	16%
ROIC(%)	-24%	-8%	7%	9%	24%
偿债能力					
资产负债率(%)	39%	39%	35%	32%	28%
净负债比率(%)	-59%	-39%	-37%	-36%	-39%
流动比率	3.00	2.35	2.35	2.41	2.83
速动比率	2.78	2.16	2.13	2.14	2.50
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.45	0.55	0.70	0.89
应收账款周转率	0.54	0.16	0.01	0.28	0.35
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	-0.60	-0.06	0.51	0.69	1.75
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.75	0.76	0.71	1.59
每股净资产(最新摊薄)	7.33	7.67	8.19	8.87	10.62
估值比率					
P/E	-139	-1512	163	122	48
P/B	11	11	10	9	8
EV/EBITDA	-120	-542	112	85	37

数据来源：Ifind，中信建投

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

袁清慧

中信建投制药及生物科技组首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部，负责制药及生物科技板块。

2020 年新浪金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围团队核心成员、Wind 金牌分析师医药行业第 4 名。2019 年 Wind 金牌分析师医药行业第 1 名。2018 年 Wind 金牌分析师医药行业第 3 名，第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2021 年新财富最佳分析师医药行业第五名。

赵旭

制药及生物科技

余梦珂

yumengke@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的 6 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 指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇广电金融中心 35 楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk