



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 11 月 17 日

基础数据

11 月 17 日收盘价（港元）	33.10
总市值（亿港元）	805.19
总股本（亿股）	24.33

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

分析师：郭沛骅

S0190525040003
请注意：郭沛骅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。
guopeihua@xyzq.com.cn

三生制药(01530.HK)

三生制药：PD1/VEGF 双抗开启全球 III 期临床，携手辉瑞展望全球重磅泛实体瘤空间

投资要点：

- 事件：11 月 7 日，三生制药/辉瑞在 SITC 会议更新发表了 SSGJ-707 治疗非小细胞肺癌的 II 期临床数据。10 月 30 日，辉瑞陆续在 Clinicaltrials 上注册了 PD-1/VEGF 双抗的两项全球三期临床试验，分别为与化疗联合治疗晚期非小细胞肺癌，头对头对照帕博利珠单抗+化疗、与化疗联合治疗转移性结直肠癌。
- PD1/VEGF 双抗 SSGJ-707 持续更新临床数据展现全球泛实体瘤实力。公司在 2025 年 ESMO 上持续更新临床试验数据，包括一线结直肠癌的 ORR 药效数据。一线 pMMR/MSS（错配修复完整/微卫星稳定）mCRC 中，整体 ORR 为 68.7%（47/68），其中不同给药剂量 ORR 达到 58.8%~88.2%。
- 辉瑞 ADC 管线丰富，疗法联用空间拓展全球市场。辉瑞拥有完整的 ADC 产品管线，如 Nectin-4 ADC、HER2 ADC、PDL1 ADC、ITGB6 ADC 等，有望构建 SSGJ-707+ADC 的管线组合，多瘤种空间广阔。
- 双抗、多抗生物药平台新品种进展顺利。SSGJ-706（PD1/PDL1 双抗）在国内处于临床 II 期阶段，有望在 PD1 耐药后的实体瘤中展现差异化疗效，2026 年初步 POC 数据有望读出；SSGJ-705（PD1/HER-2 双抗）有望覆盖泛 HER-2 阳性瘤种。生物药平台后续管线均值得关注。
- 公司成熟品种的收入利润稳步增长。公司 2025 年上半年实现营业收入 43.55 亿元（同比-0.77%），归母净利润 13.58 亿元（同比+24.61%）。特比澳上半年承受一些压力，实现收入 23.7 亿元（同比-4.2%），蔓迪收入 6.8 亿元（同比+24.0%），子公司三生国健收入 6.4 亿元（同比+7.6%）。
- 盈利预测与评级：预计随着 SSGJ-707 授权后海外三期的陆续开启，产品全球空间和确定性有望持续提升。公司成熟产品收入稳定，后续创新管线加速推进中。我们预计公司 2025-2027 年收入可达 181.00、99.90、109.29 亿元，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：临床试验不及预期风险、收入不及预期风险

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	9108	18100	9990	10929
同比增长	17%	99%	-45%	9%
归母净利润（百万元）	2090	10086	2782	2915
同比增长	35%	382%	-72%	5%
毛利率	85.95%	92.89%	86.17%	86.20%
ROE	13.54%	39.45%	9.80%	9.30%
每股收益（元）	0.86	4.15	1.14	1.20
市盈率	7.07	7.98	28.94	27.63

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

11月7日，三生制药/辉瑞在 SITC 会议更新发表了 SSGJ-707 治疗非小细胞肺癌的 II 期临床数据。10月30日，辉瑞陆续在 Clinicaltrials 上注册了 PD-1/VEGF 双抗的两项全球三期临床试验，分别为与化疗联合治疗晚期非小细胞肺癌，头对头对对照帕博利珠单抗+化疗、与化疗联合治疗转移性结直肠癌。

点评

- 辉瑞快速开展 PD1/VEGF 双抗 SSGJ707 全球 III 期临床，临床进度超预期。

辉瑞在 Clinicaltrials 上注册了 PD-1/VEGF 双抗的两项全球三期临床试验，(1) 为与化疗联合治疗晚期非小细胞肺癌（头对头对比帕博利珠单抗+化疗）；(2) 与化疗联合治疗转移性结直肠癌。

具体方案如下：

- 1、一线治疗非小细胞肺癌三期临床拟入组 1500 例患者，头对头帕博利珠单抗+化疗，包括鳞癌和非鳞癌，采用 PFS、OS 双主要终点（NCT07222566）；
- 2、结直肠癌三期临床拟入组 800 例患者，与贝伐珠单抗+化疗头对头对比，采用 OS、PFS 双主要终点（NCT07222800）；

从交易达成到三期方案注册不到半年，充分体现辉瑞对于该品种的重视程度。除了两项三期外，公司也已在近期新登记启动 4 项临床试验：

- 1、联合化疗对照阿替利珠单抗（PDL1）+化疗治疗 SCLC 的 II/III 期注册性临床研究（NCT07226999）；
- 2、联合 sigvotatug vedotin（整合素 β 6 ADC）治疗 NSCLC Phase I/II（NCT07227298）；
- 3、联合伊匹木单抗（CTLA-4）治疗肝细胞癌 HCC 的 I/II 期临床（NCT07227012）；
- 4、单药及联合其他抗肿瘤药治疗 RCC 的 I/II 期临床（NCT07227415）。

公司计划短期继续启动局部晚期或转移性尿路上皮癌 I/II 期临床试验，并正积极规划第二批开发，预计到 2026 年底，可能再启动针对 10 个新增适应症以及超过 10 种新联合疗法的临床试验。

● **SSGJ-707 持续更新临床数据展现全球泛实体瘤实力。**

三生制药/辉瑞在 SITC 会议室更新发表了 SSGJ-707 联合化疗治疗非小细胞肺癌的 II 期临床数据,在非鳞癌和鳞癌多个队列展现出与 PD-1 联合化疗相比的优势。

公司在 2025 年 ESMO 上首次发布一线结直肠癌的临床数据。整体 ORR 为 68.7% (47/68), 其中不同给药剂量 ORR 达到 58.8%~88.2%。其中, 10mg q3w 组+化疗: ORR=58.8%, 10mg q2w 组+化疗: ORR=62.5%, 5mg q3w 组+化疗: ORR=88.2%, 5mg q2w 组+化疗: ORR=64.7%。

表 1、三生制药/辉瑞: PD1/VEGF 双抗 707 联合化疗一线 NSCLC 数据更新

药物		SSGJ-707 (PF-08634404)						
适应症		一线非小细胞肺癌 II 期 (NCT06412471)						
患者表达基线		TPS<1(43%),TPS 介于 1~49%(36%),TPS>50(21%)						
有效性								
类型	非鳞癌			鳞癌				
	队列 A		队列 B					
疗法和人数	SSGJ-707 5mg/kg + 卡铂和培美曲塞化疗 (n=30)	SSGJ-707 10mg/kg + 卡铂和培美曲塞化疗 (n=29)	替雷利珠单抗 + 卡铂和培美曲塞化疗 (n=31)	SSGJ-707 5mg/kg + 卡铂和紫杉醇化疗 (n=26)	SSGJ-707 10mg/kg + 卡铂和紫杉醇化疗 (n=24)	SSGJ-707 10mg/kg + 卡铂和紫杉醇化疗 (n=16)	SSGJ-707 10mg/kg + 卡铂和白蛋白紫杉醇化疗 (n=13)	替雷利珠单抗 + 卡铂和白蛋白紫杉醇化疗 (n=21)
确认 ORR (%)	50	58.6	38.7	38.5	75	37.5	69.2	47.6
PR pending (待确认的部分缓解,%)	3.3	10.3	9.7	15.4	0	43.8	7.7	28.6
uORR (%)	53.3	68.9	48.4	53.9	75	81.3	76.9	76.2
安全性								
安全性	类别	SSGJ-707 5 mg/kg + 化疗 (n=69)	SSGJ-707 10 mg/kg + 化疗 (n=105)	SSGJ-707 20 mg/kg + 化疗 (n=3)	替雷利珠单抗 + 化疗 (n=67)			
TRAE n (%)	所有级别 TRAE	57 (82.6)	95 (90.5)	3 (100)	56 (83.6)			
	Grade ≥ 3 TRAE	26 (37.7)	41 (39.0)	3 (100)	22 (32.8)			
	Grade 5 TRAE	0	3 (2.9) ¹	0	1 (1.5)			
	TR SAE	13 (18.8)	17 (16.2)	2 (66.7)	15 (22.4)			

	TRAE 导致治疗中断	0	2 (1.9)	0	1 (1.5)
VEGF 相关 AEs n (%)	所有级别	26 (37.7)	43 (41.0)	2 (66.7)	11 (16.4)
	Grade \geq 3	4 (5.8)	9 (8.6)	0	1 (1.5)
irAE n (%)	Any grade	7 (10.1)	15 (14.3)	1 (33.3)	11 (16.4)
	Grade \geq 3	1 (1.4)	5 (4.8)	1 (33.3)	4 (6.0)
资料来源: Journal for ImmunoTherapy of Cancer, 兴业证券经济与金融研究院整理					
备注: 2 例咯血和 1 例未知原因					

安全性方面, 三级以上 TRAE=28%, 所有级别 TRAE=90%。相对比, 贝伐珠单抗+化疗治疗一线 CRC(主要包括了 pMMR/MSS, NCT00265850), ORR=55.2% (n=559)。

- **双抗、多抗生物药平台新品种进展顺利。**

SSGJ-706 (PD1/PDL1 双抗) 在国内处于临床 II 期阶段, 有望在 PD1 耐药后的实体瘤中展现差异化疗效, 2026 年初步 POC 数据有望读出; SSGJ-705 (PD1/HER-2 双抗) 有望覆盖泛 HER-2 阳性瘤种。生物药平台后续管线均值得关注。

- **公司成熟品种的收入利润稳步增长。**

公司 2025 年上半年实现营业收入 43.55 亿元 (同比-0.77%), 归母净利润 13.58 亿元 (同比+24.61%)。特比澳上半年承受一些压力, 实现收入 23.7 亿元 (同比-4.2%), 蔓迪收入 6.8 亿元 (同比+24.0%), 子公司三生国健收入 6.4 亿元 (同比+7.6%)。

盈利预测与评级: 预计随着 SSGJ-707 授权后海外三期的陆续开启, 产品全球空间和确定性有望持续提升。公司成熟产品收入稳定, 后续创新管线加速推进中。我们预计公司 2025-2027 年收入可达 181.00、99.90、109.29 亿元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 临床试验不及预期风险、收入不及预期风险

附表

资产负债表				
单位：百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,347	23,276	26,602	31,769
货币资金	1,618	12,379	17,881	22,312
应收账款及票据	1,305	2,718	1,461	1,607
存货	795	812	875	951
其他	5,628	7,367	6,386	6,899
非流动资产	14,866	14,335	13,893	13,409
固定资产	4,993	5,033	5,022	4,964
无形资产	5,987	5,578	5,191	4,824
其他	3,886	3,724	3,679	3,621
资产总计	24,213	37,612	40,495	45,178
流动负债	5,464	8,386	8,283	9,843
短期借款	3,470	4,767	6,160	7,515
应付账款及票据	180	213	220	239
其他	1,814	3,406	1,902	2,089
非流动负债	713	684	684	684
长期债务	38	38	38	38
其他	675	646	646	646
负债合计	6,176	9,069	8,966	10,527
普通股股本	0	0	0	0
储备	15,554	25,684	28,512	31,471
归属母公司股东权益	15,436	25,567	28,394	31,354
少数股东权益	2,600	2,975	3,134	3,297
股东权益合计	18,036	28,542	31,528	34,651
负债和股东权益	24,213	37,612	40,495	45,178
现金流量表				
单位：百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,201	9,625	4,486	3,565
归母净利润	2,090	10,086	2,782	2,915
少数股东权益	127	375	159	163
折旧和摊销	413	919	878	836
营运资金的变动	571	-1,755	667	-349
投资活动现金流	-1,358	-110	-295	-376
资本支出	-963	-550	-480	-410
其他投资	-394	440	185	34
筹资活动现金流	-2,253	1,201	1,266	1,197
借款增加	-1,282	1,297	1,393	1,355
普通股增加	-242	0	0	0
已付股利	-555	0	0	0
其他	-174	-96	-127	-159
现金净增加额	-469	10,761	5,502	4,431

利润表				
单位：百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	9,108	18,100	9,990	10,929
其他收入	0	0	0	0
营业成本	1,280	1,286	1,381	1,508
销售费用	3,351	3,258	3,596	4,044
管理费用	502	489	499	546
研发费用	1,327	1,303	1,399	1,585
财务费用	191	75	-34	-74
除税前溢利	2,718	12,307	3,460	3,621
所得税	501	1,846	519	543
净利润	2,218	10,461	2,941	3,078
少数股东损益	127	375	159	163
归属母公司净利润	2,090	10,086	2,782	2,915
EBIT	2,909	12,382	3,426	3,547
EBITDA	3,322	13,301	4,304	4,383
EPS(元)	0.86	4.15	1.14	1.20
主要财务比率				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	16.53%	98.72%	-44.81%	9.41%
归母净利润增长率	34.93%	382.50%	-72.41%	4.76%
盈利能力				
毛利率	85.95%	92.89%	86.17%	86.20%
归母净利率	22.95%	55.72%	27.85%	26.67%
ROE	13.54%	39.45%	9.80%	9.30%
ROIC	11.02%	31.56%	7.72%	7.14%
偿债能力				
资产负债率	25.51%	24.11%	22.14%	23.30%
净负债比率	10.47%	-26.54%	-37.06%	-42.59%
流动比率	1.71	2.78	3.21	3.23
速动比率	1.44	2.57	3.04	3.07
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.59	0.26	0.26
应收账款周转率	7.59	9.00	4.78	7.13
应付账款周转率	6.53	6.56	6.38	6.57
每股资料 (元)				
每股收益	0.86	4.15	1.14	1.20
每股经营现金	1.34	3.96	1.84	1.47
每股净资产	6.44	10.51	11.67	12.89
估值比率 (倍)				
PE	7.07	7.98	28.94	27.63
PB	0.94	3.15	2.84	2.57

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。

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.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徐州高新控股集团有限公司、德阳发展控股集团有限公司、菏泽交通投资发展集团有限公司、菏泽市铁路投资发展集团有限公司、中华人民共和国广东省人民政府、安徽华恒生物科技股份有限公司、福建海西新药创制股份有限公司、环世国际物流控股有限公司、醴陵市涿江投资控股集团有限公司、迈威（上海）生物科技股份有限公司、珠海华发集团有限公司、芯迈半导体技术（杭州）股份有限公司、圣火科技集团有限公司、嵊州市投资控股有限公司、新昌县交通投资集团有限公司、金叶国际集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、上海攀达科技发展股份有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、益阳市赫山区发展集团有限公司、湖南省融担担保集团有限公司、彭泽县城市发展建设集团有限公司、重庆兴农融担担保集团有限公司、济高国际（开曼）投资发展有限公司、济南高新控股集团有限公司、广西交通投资集团有限公司、中港投资有限公司、中华人民共和国广东省深圳市人民政府、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳城投控股有限公司、稠州国际投资有限公司、创兴银行有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、天长市农业发展有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融担担保集团股份有限公司、土耳其主权基金、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、徽商银行、运城发展投资集团有限公司、滨州智慧城市运营有限公司、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、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、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、新琪安集团股份有限公司、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、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、GAOXIN INTERNATIONAL INVESTMENT CO., LTD.、XUZHOU HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、DEYANG DEVELOPMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Heze Transportation Investment And Development Group Co., Ltd.、Heze Railway Investment and Development Group Co., Ltd.、People's Government of Guangdong Province of the People's Republic of China、Anhui Huaheng Biotechnology Co., Ltd.、Huafa 2024 I Company Limited、Fujian Haixi Pharmaceuticals Co., Ltd.、Worldwide Logistics Holding Inc.、LILING LUJIANG INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Mabwell (Shanghai) Bioscience Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Zhuhai Huafa Group Co., Ltd.、Silicon Magic Semiconductor Technology (Hangzhou) Co., Ltd.、Holyfire Technology Group Limited、SHENGZHOU INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、XINCHANG COUNTY TRANSPORTATION INVESTMENT GROUP COMPANY LIMITED、GOLDEN LEAF INTERNATIONAL GROUP LIMITED、ZHEJIANG XINCHANG INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LTD.、SHANGHAI ZHIDA TECHNOLOGY DEVELOPMENT CO., LTD.、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、Zibo Hi-Tech State-Owned Capital Investment Co., Ltd.、UNCONDITIONALLY AND IRREVOCABLY GUARANTEED BY CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、YIYANG HESHAN DISTRICT DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、HUNAN FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、PENGZE COUNTY DEVELOPMENT AND CONSTRUCTION GROUP CO., LTD.、CHONGQING XINGNONG FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH INTERNATIONAL (CAYMAN) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、Jinan Hi-tech Holding Group Co., Ltd.、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、Sino Trendy Investment Limited、SHENZHEN MUNICIPAL PEOPLE'S GOVERNMENT OF GUANGDONG PROVINCE OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Taixing Runjia Holdings Ltd.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO., LTD.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED、Chong Hing Bank Limited、YIWU STATE-OWNED CAPITAL OPERATION CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、ZHENGDING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Turkey Wealth Fund、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Huishang Bank Corporation Limited、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI'AN HOLDING GROUP CO., LTD.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN 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.、NEWTREND GROUP HOLDING 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.、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