

2025年12月14日
华芯生物 (2396.HK)

SDICSI

华芯生物深度IPO点评

公司概览

华芯生物是一家2012年成立的生物制药公司，专注于伤口愈合疗法的发现、开发与商业化。截至2025年12月5日，公司管线共布局十款候选产品，其中七款为PDGF候选药物，涵盖Pro-101-1和Pro-101-2两款核心产品。

财务方面，目前公司尚未通过产品销售产生任何收入。2023年、2024年以及截至2025年9月30日，公司净亏损分别为1.1亿元、2.1亿元及1.3亿元。

行业状况及前景

根据弗若斯特沙利文报告显示，中国伤口愈合药物市场规模从2018年的828亿元增长至2024年的957亿元，复合年增长率为2.4%，预计到2033年，该市场规模将达到1,180亿元，2024年至2033年的复合年增长率为2.3%。市场增长的核心驱动因素为外科手术量增加、慢性病发病率上升以及人口老龄化进程加快。

优势与机遇

1) 中国领先PDGF药物生物制药企业，Pro-101-1是中国治疗烧烫伤临床开发进度最快的PDGF候选药物。2) 背靠优秀的研发团队，成功搭建覆盖蛋白质/多肽及mRNA等核心领域的系统性技术平台。3) 管理团队经验丰富。

弱项与风险

政策风险；研发进展不及预期；行业竞争加剧；商业化不及预期。

招股信息

招股时间为12月12日-17日，上市时间为12月22日。

基石投资者

无。

募集资金及用途

约61.8%将用于资助核心产品Pro101-1及Pro-101-2的持续临床开发及商业化；约18.8%将用于通过购买与研发及质量控制活动相关的专业设备及仪器来提升公司研发能力；约6.3%将用于支付核心产品以外的PDGF产品用于治疗其他适应症的持续临床前研发的第三方服务费、研发人员费用及原材料成本；约3.1%将用于支付Mes-201、Oli-101及Oli-201临床前研发活动的第三方服务费、研发人员成本及原材料成本；约10.0%用作营运资金及一般公司用途。

投资建议

华芯生物作为中国领先PDGF药物生物制药企业，拥有七款PDGF候选药物。核心产品Pro-101-1是国内治疗烧烫伤领域临床开发进度最快的PDGF候选药物，目前已在中国完成IIb期临床试验的最后一例患者入组，正处于临床试验报告的确定阶段。若按照招股价上限——51港元测算，公司上市市值约60亿港元。结合近期港股医药打新市场的高涨情绪，我们给予该公司IPO专用评分“5.6”。

IPO点评

证券研究报告

医药

股份名称：华芯生物
股份代码：2396.HK

IPO专用评级 5.6

— 评级基于以下标准，最高10分
1. 公司营运 (30%) 5
2. 行业前景 (30%) 7
3. 招股估值 (20%) 3
4. 市场情绪 (20%) 7

主要发售统计数字

上市日期：2025/12/22

发行价范围(港元) 38.2-51.0

发行股数，绿鞋前(百万股) 17.65

— 香港公开发售；占比 1.77；10%

发行后股本，绿鞋前(百万股) 117.66

集资金额，绿鞋前(亿港元) 6.74-9.00

— 香港公开发售部分 0.67-0.90

发行后总市值，绿鞋前(亿港元) 44.9-60.0

备考每股有形资产净值(港元) 5.93-7.78

备考市净率(倍) 6.44-6.56

保荐人

华泰国际、中信证券

账簿管理人

华泰国际、中信证券、招商证券国际、民银资本、中国银河国际、国联证券国际、中州国际、富途证券、华福国际、利弗莫尔证券、浦银国际

会计师

EY

资料来源：公司招股书、国投证券国际

谢欣洳 医药行业分析师

xiexinru@sdicsi.com.hk

目录

1. 公司介绍	4
1.1. 公司概览	4
1.2. 管理层及股权结构	4
1.3. 财务概况	5
1.4. 募集资金用途	5
2. 中国创面愈合市场、中国生长因子药物市场和中国 PDGF 药物市场情况	6
2.1. 中国创面愈合市场	6
2.2. 中国生长因子药物市场	6
2.3. 中国 PDGF 药物市场	7
3. 核心竞争力	9
3.1. 中国领先 PDGF 药物生物制药公司, Pro-101-1 是中国治疗烧烫伤临床开发进度最快的 PDGF 候选药物	9
3.2. 背靠优秀的研发团队, 成功搭建覆盖蛋白质/多肽及 mRNA 等核心领域的系统性技术平台	9
3.3. 经验丰富的管理团队	9
4. 风险提示	11

图表索引

图 1: 研发管线 (截至 2025 年 12 月 5 日)	4
图 2: 全球发售完成后 (假设超额配股权未获行使) 股权结构图 (截至 2025 年 12 月 5 日)	4
图 3: 2023-2025Q1-3 收入和净利润 (万元)	5
图 4: 2023-2025Q1-3 研发费用 (万元)	5
图 5: 2018-2033E 中国创面愈合市场规模情况 (亿元)	6
图 6: 2018-2033E 中国生长因子药物市场规模情况 (亿元)	7
图 7: PDGF 在伤口愈合及组织修复中的作用机制	8
表 1: 中国 PDGF 药物管线 (截至 2025 年 12 月 5 日)	8

1. 公司介绍

1.1. 公司概览

华生生物是一家 2012 年成立的生物制药公司，专注于伤口愈合疗法的发现、开发与商业化。截至 2025 年 12 月 5 日，公司管线共布局十款候选产品，其中七款为 PDGF 候选药物，涵盖 Pro-101-1 和 Pro-101-2 两款核心产品。用于治疗深二度及浅二度烧烫伤的 Pro-101-1 已在中国完成 IIb 期临床试验的最后一例患者入组，并正处于临床试验报告的确定阶段。用于治疗糖足的另一款核心产品 Pro-101-2 正在中国进行 II 期临床试验。

图 1：研发管线（截至 2025 年 12 月 5 日）

候选产品	机制/靶点	适应症	剂型	临床试验地区	研发阶段				即将到来的里程碑	主管或监管机构	商业权利	自主研发或联合研发		
					临床前	I期	II期	III期						
★Pro-101-1	统烫伤	外用凝胶		中国	临床前	Ia	IIa	IIb	IIIa	IIIb	国家药监局	全球	自主研发	
				美国	临床前	(1)					预计于 2026 年第一季度完成针对深二度烧烫伤治疗的 IIa 期临床试验，并于 2026 年第二季度完成针对浅二度烧烫伤治疗的 IIb 期临床试验报告	FDA	全球	
				日本	临床前	(2)					预计于 2026 年第二季度申请上市前进行沟通交流会，讨论我们完成 Pro-101-1 用于治疗浅二度烧烫伤治疗的 IIb 期临床试验的计划	PMDA	全球	
★Pro-101-2	PDGF 受体	糖足	外用凝胶	中国	临床前	(3)					预计于 2027 年第一季度完成 II期，预计于 2027 年第三季度启动三期	国家药监局	全球	与军科院生物工程研究所联合研发 ²⁰
				美国	临床前	(4)					预计于 2027 年第一季度提交 IND 申请	FDA	全球	
				日本	临床前	(5)					预计于 2027 年第一季度提交 IND 申请	PMDA	全球	
Pro-101-3	新细胞创面、烧伤、放射性溃疡、日光性皮炎、复发性复发、复发	外用凝胶	中国	临床前	(6)						针对新细胞创面、烧伤及放射性溃疡适应症，预计于 2025 年 12 月在中国提交 IND 申请；针对日光性皮炎、复发及疼痛适应症，预计于 2026 年在中国提交 IND 申请。	国家药监局	全球	
Pro-102	新细胞创面、日光性皮炎	喷雾剂	中国	临床前	(7)						预计于 2028 年在中國提交 IND 申请	国家药监局	全球	自主研发
Pro-103	乾眼症、角膜损伤	滴眼液	中国	临床前	(8)						预计于 2026 年在中國提交 IND 申请	国家药监局	全球	
Pro-104	脱发	器械组合产品 ²¹	中国	临床前	(9)						预计于 2029 年在中國提交 IND 申请	国家药监局	全球	
Pro-105	胃溃疡	口服	中国	临床前	(10)						预计于 2027 年在中國提交 IND 申请	国家药监局	全球	
Mes-201 (mRNA)	TSA	实体瘤	注射剂	中国	临床前	(11)					预计于 2027 年在中國提交 IND 申请	国家药监局	全球	自主研发
OH-101 (ASO)	脱羧蛋白酶	注射剂	中国	临床前	(12)						预计于 2028 年在中國提交 IND 申请	国家药监局	全球	
OH-201 (ASO)	TNBC	注射剂	中国	临床前	(13)						预计于 2029 年在中國提交 IND 申请	国家药监局	全球	自主研发

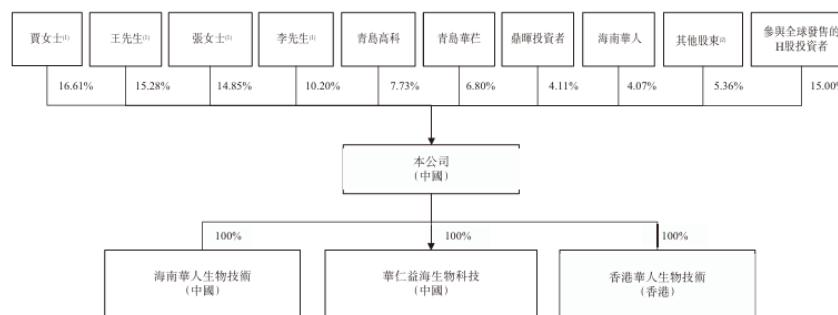
★ 核心产品

数据来源：招股说明书、国投证券国际

1.2. 管理层及股权结构

公司创始人、董事会主席兼执行董事贾丽加女士拥有逾 27 年的医药行业经验。在成立公司之前，贾女士于 1997 年 1 月至 2004 年 9 月担任牡丹江灵泰药业股份有限公司（北京办事处）的销售经理。随后，贾女士于 2004 年 10 月至 2010 年 12 月担任北京盛宏业医药科技发展有限公司（一家主要从事医药技术开发的公司）的副总经理，主要负责销售及运营管理。

图 2：全球发售完成后（假设超额配股权未获行使）股权结构图（截至 2025 年 12 月 5 日）

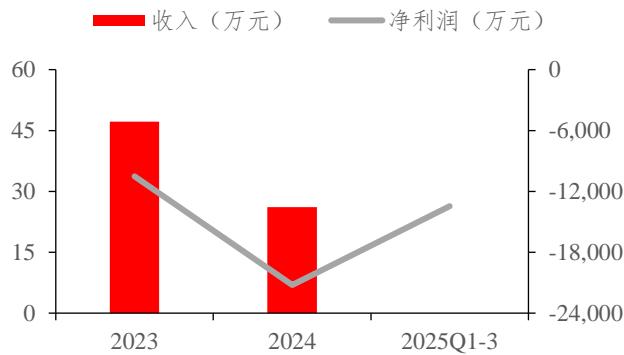


数据来源：招股说明书、国投证券国际

1.3. 财务概况

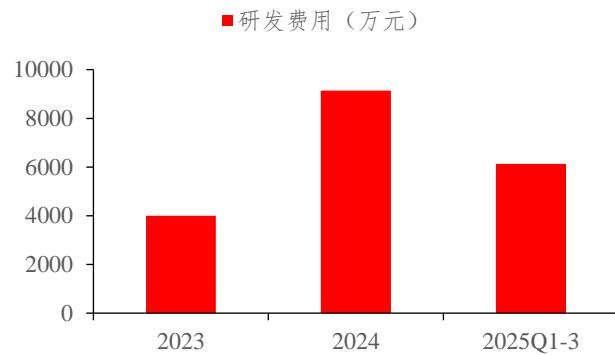
目前公司尚未通过产品销售产生任何收入。2023 年、2024 年以及截至 2025 年 9 月 30 日，公司净亏损分别为 1.1 亿元、2.1 亿元及 1.3 亿元。2025 年前三季度公司研发费用为 6122 万元，较去年同期略有下滑。

图 3: 2023-2025Q1-3 收入和净利润（万元）



数据来源：招股说明书、国投证券国际

图 4: 2023-2025Q1-3 研发费用（万元）



数据来源：招股说明书、国投证券国际

1.4. 募集资金用途

公司拟将全球发售所得款项净额用作以下用途：约 61.8% 将用于资助核心产品 Pro101-1 及 Pro-101-2 的持续临床开发及商业化；约 18.8% 将用于通过购买与研发及质量控制活动相关的专业设备及仪器来提升公司研发能力；约 6.3% 将用于支付核心产品以外的 PDGF 产品用于治疗其他适应症（如新鲜创面、压疮及放射性溃疡）的持续临床前研发的第三方服务费、研发人员费用及原材料成本；约 3.1% 将用于支付 Mes-201、Oli-101 及 Oli-201 临床前研发活动的第三方服务费、研发人员成本及原材料成本；约 10.0% 用作营运资金及一般公司用途。

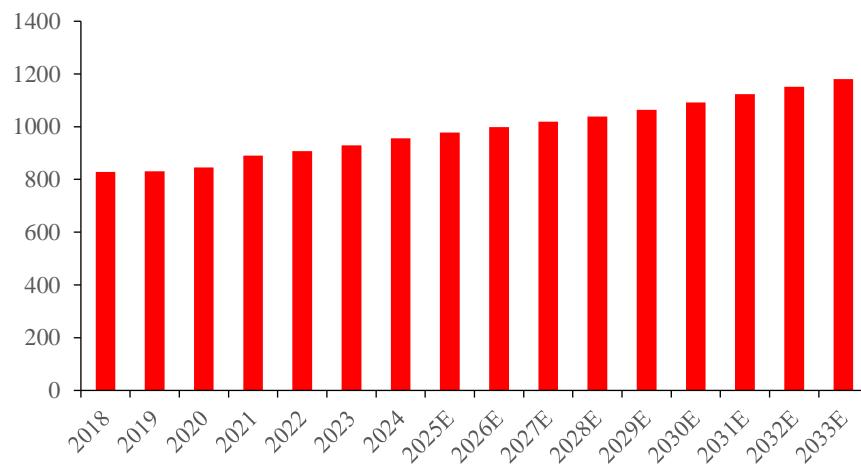
2. 中国创面愈合市场、中国生长因子药物市场和中国 PDGF 药物市场情况

2.1. 中国创面愈合市场

创面愈合是一个复杂的生物过程，涉及受伤后皮肤及组织的修复及再生，目的是恢复患处的结构完整性及功能性。创面愈合市场是一个庞大的多元化市场，包括诸多专门针对特定医疗需求及治疗目标的细分市场，为各类疾病提供治疗，包括糖足、烧烫伤、压疮、痔疮、日光性皮炎、放射性溃疡、新鲜创面、胃溃疡、干眼症、角膜损伤、及脱发。

中国创面愈合市场的销售额呈现持续上升的趋势。根据弗若斯特沙利文测算，2018 年中国创面愈合相关市场的销售总额为 828 亿元，到 2024 年稳步增长至 957 亿元，复合年增长率为 2.4%，并预计在 2033 年市场规模将达到 1,180 亿元，增长的主要原因系外科手术增加、慢性病发病率增加和人口老龄化。

图 5：2018-2033E 中国创面愈合市场规模情况（亿元）



数据来源：招股说明书、弗若斯特沙利文、WHO、GLOBOCAN、国投证券国际

2.2. 中国生长因子药物市场

生长因子是一组多肽，作为细胞之间的讯号分子，具有刺激细胞增殖、创面愈合及偶尔细胞分化的能力，对调节各种细胞过程产生重要的作用。不同的生长因子促进不同细胞类型的分化和成熟。例如，表皮生长因子(EGF)增强成骨分化，而成纤维细胞生长因子(FGF)及血管内皮生长因子(VEGF)刺激血管分化(即血管生成)。在该等生长因子中，PDGF 已被可靠地证明可以刺激创面愈合(特别是治疗糖足)，且其申请过往已获 FDA 的审批。

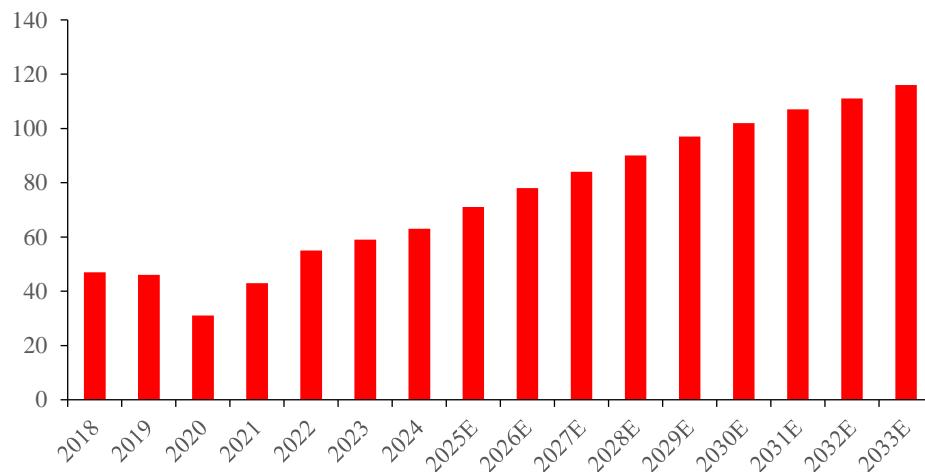
中国生长因子药物市场规模近几年有所波动。2018 年至 2020 年，中国生长因子药物市场呈下降趋势，主要受 (1) 自 2018 年至 2019 年，中国对非人源生长因子产品副作用的担忧以及更加严格的监管，及 (2) COVID-19 疫情中断物流及供应链，导致 2020 年药品销售中相关药物的稀缺的影响。随著更多人源生长因子产品的推出，中国生长因子药物市场于 2021 年出现反弹，于 2024 年达到 63 亿元。受需求增加、适应症范围扩大及家庭消费能力提升的推动，根据弗若斯特沙利文预测，该市场将进一步增至 2028 年的 90 亿元及 2033 年的 116 亿元，2024 年至 2028 年及 2028 年至 2033 年的复合年增长率分别 9.4% 及 5.0%。

竞争格局方面，中国生长因子药物市场由 FGF、EGF 和 NGF 药物组成，其中，FGF 药物佔 2024 年的最大市场份额，为 57.7%，其次是 EGF 和 NGF，分别占 27.1% 和 13.2%。皮肤创面、眼科及神经系统是于中国获批的生长因子药物的主要适应症，市场份额为 66.5%，主要为 EGF 和 FGF，用于治疗皮肤创面，如烧烫伤创面、慢性创面和新鲜创面等。截至 2025 年 12 月 5 日，并无获中国相关监管机构审批的 PDGF 药物。全球范围内，FDA 仅批准了三

种生长因子药物，其中只有一种是 PDGF 药物——Regranex。

PDGF 药物的分子复杂性及高技术壁垒一直是限制行业发展的主要因素。负压疗法、皮肤替代品及抗菌疗法等现有的糖足及烧烫伤治疗方法无法加速创面愈合或显著降低复发率。基于先进的临床设计及科学验证，公司的 PDGF 候选产品可透过促进组织再生及创面修复，解决现有疗法的重大局限性，并有望满足并超越严格的监管要求。

图 6：2018-2033E 中国生长因子药物市场规模情况（亿元）



数据来源：招股说明书、弗若斯特沙利文、国投证券国际

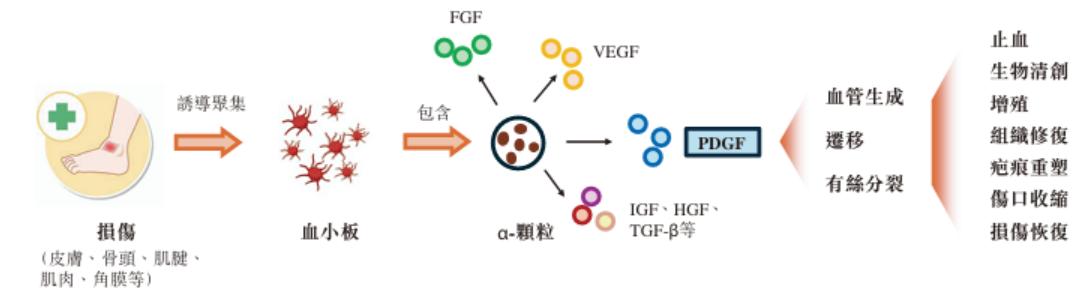
2.3. 中国 PDGF 药物市场

PDGF 为一种强效因子，可刺激细胞生长、吸引细胞，并支持间充质来源细胞（包括成纤维细胞、平滑肌细胞及神经胶质细胞）的生存。其与细胞表面的特定受体相互作用，启动调节细胞功能的信号，并通过启动成纤维细胞及其他关键细胞类型而成为创面愈合不可或缺的物质。除创面愈合外，PDGF 亦与动脉粥样硬化及癌症等疾病有关，通过血管生成影响斑块形成及肿瘤生长。临床方面，重组人 PDGF 可用于治疗糖尿病溃疡等慢性创面，目前正被用作癌症治疗靶点及组织工程应用。

PDGF 是受伤后身体愈合反应不可或缺的一部分，在伤口愈合及组织修复中发挥著至关重要的作用，包括皮肤、骨骼、肌腱、肌肉和角膜。目前，PDGF 产品有可商业化的水凝胶，具有以下优点：(1)PDGF 产品的水凝胶形式提供优异的吸收性能。其活性特性确保 PDGF 易于获得，以促进创面愈合过程；(2)该等产物表达 PDGF，而 PDGF 刺激邻近组织，从而促进肉芽组织生长，这是创面有效愈合的重要阶段。水凝胶的机制促进血管内皮细胞的生长和迁移，从而促进血管生成。

PDGF 衍生的超分子水凝胶实际上是一种 PDGF 肽，专门用于促进皮肤创面愈合。这种创新性水凝胶透过将 PDGF 表位与自组装基序结合形成，产生一种帮助创面愈合的稳定结构。超分子水凝胶在创面护理方面非常有效，其结合了提供愈合剂及保持理想湿度水平的能力，同时还能吸收多余液体。该等凝胶透过非共价键在水中自组装，具有捕获蛋白质及影响细胞行为等优点。

图 7: PDGF 在伤口愈合及组织修复中的作用机制



数据来源: 招股说明书、弗若斯特沙利文、国投证券国际

根据招股说明书显示, 截至 2025 年 12 月 5 日, 中国尚无获批的 PDGF 药物, 目前有三条 PDGF 药物管线, 包括一条专门治疗慢性糖尿病下肢皮肤溃疡 (尤其是糖足) 的管线、一条专门治疗糖足的管线及一条专门治疗烧烫伤的管线, 其中两条管线是公司产品。

表 1: 中国 PDGF 药物管线 (截至 2025 年 12 月 5 日)

产品	公司	适应症	给药途径	临床阶段
rhPDGF	天士力医药	慢性糖尿病患者的下肢皮肤溃疡	外用药	III
rhPDGF	华佗生物	烧烫伤	外用药	IIb
rhPDGF	华佗生物	糖足	外用药	II

数据来源: 药审中心、招股说明书、国投证券国际

PDGF 药物为创新型生物药, 可作为多种适应症的辅助治疗, 该等适应症包括烧烫伤、糖足、新鲜创面及胃溃疡等。根据招股说明书内容, 在烧烫伤领域, PDGF 药物在治疗烧烫伤, 尤其是深二度或三度烧伤方面具有显著优势。PDGF 能加速愈合并减少疤痕形成。相比之下, EGF 主要作用于表皮细胞, 因而更适用于浅表烧伤, 而 FGF 虽能促进成纤维细胞增殖, 但在血管生成及深部组织修复方面效果欠佳。非生长因子药物, 比如某类化学药物、抗生素, 仅能控制感染, 而创面敷料虽能提供湿润环境, 却无法促进深部组织再生。在糖足领域, PDGF 药物在治疗慢性、难愈合的糖尿病足创面方面展现出显著优势, 其能刺激血管生成和肉芽组织形成, 从而提高愈合率, 并降低截肢风险。EGF 则局限于浅表创伤, 在修复坏死组织方面效果欠佳, 而 FGF 改善微循环的能力不足。非生长因子药物, 比如某类化学药物、抗生素, 仅能控制感染, 而敷料只能提供局部保护, 无法促进深部组织再生。

3. 核心竞争力

3.1. 中国领先 PDGF 药物生物制药公司，Pro-101-1 是中国治疗烧烫伤临床开发进度最快的 PDGF 候选药物

根据弗若斯特沙利文报告，公司核心产品之一 Pro-101-1，是中国治疗烧烫伤临床开发进度最快的 PDGF 候选药物。此外，就 PDGF 相关技术和专利数量而言，公司是中国最先进的生物制药公司。截至 2025 年 12 月 5 日，中国尚无获批的 PDGF 药物，目前有三条 PDGF 药物管线，其中两条是公司产品。

自 2013 年开始研发 PDGF 药物以来，公司改进了 PDGF 的基因序列组合，开发了用于生产的专有 PDGF 基因序列、适用于公司的蛋白质/肽医药平台。该等改进和发展有助于更高效地开发 PDGF 药物。与美国 FDA 批准的唯一一款治疗糖足的 PDGF 药物（采用酿酒酵母表达技术）相比，公司的 PDGF 候选产品以毕赤酵母为载体，糖基化水平较低，目标产物胞外分泌表达，发酵工艺成熟，分离纯化过程简单。与酿酒酵母相比，巴斯德毕赤酵母表达系统具有更高的分泌表达效率，且由于产生的内源性分泌蛋白较少可以使重组蛋白的纯化更加容易。其所基于的 PDGF 的 DNA 序列不同于唯一获美国 FDA 批准用于治疗糖足的 PDGF 药物的 DNA 序列。尤其是，公司 PDGF 候选产品的序列删除了五个容易裂解的氨基酸，这使得 PDGF 候选产品具有更高的稳定性和一致性。

公司 PDGF 候选产品目前可用于广泛的创面愈合适应症，覆盖多种急性和慢性创面以及轻微和难以愈合的创面。截至 2025 年 12 月 5 日，公司在中国已完成 Pro-101-1 治疗深二度及浅二度烧烫伤的 IIb 期临床试验的最后一例患者入组并已进入 Pro-101-2 治疗糖足的 II 期临床试验，并已于 2021 年 12 月向 FDA 提交了 Pro-101-1 治疗烧烫伤的 IND 前沟通申请。同时，公司亦正推进 PDGF 候选产品用于其他九个适应症的临床前开发，包括新鲜创面、压疮、放射性溃疡、乾眼症、角膜损伤、日光性皮炎、脱髮、痔疮及胃溃疡。

3.2. 背靠优秀的研发团队，成功搭建覆盖蛋白质/多肽及 mRNA 等核心领域的系统性技术平台

公司已组建一支具有丰富药物开发经验的专业研发团队，核心成员平均拥有 15 年以上的行业经验。总经理翟俊辉博士负责研发工作总体战略。翟博士是一位微生物学、分子生物学、病毒学及预防医学领域的杰出科学家，在生物医学科学研究方面拥有约 30 年的经验，主要研究领域包括微生物学及病毒基因组学、新兴传染病中新病原体的发现以及新型病毒检测技术的开发。他获得军科院预防保健学博士学位，并于哥伦比亚大学公共卫生学院（感染与免疫中心实验室）担任微生物学博士后研究员。

背靠公司的研发团队及强劲的专利矩阵，公司已成功建立先进的坚实技术平台，覆盖蛋白质/多肽及 mRNA 核心领域。

蛋白质/多肽医药平台。蛋白质/多肽医药平台得益于真核表达技术、原核表达技术及重组 DNA 技术的强大组合。基于该平台，公司已具备新药制剂开发及适应症扩展的能力。公司的蛋白质/多肽医药平台拥有真核及原核表达技术。其中，基于毕赤酵母系统的真核表达技术对于确保 PDGF 产品的卓越品质及产量至关重要，并有望促进公司的 PDGF 管线展现出强大的商业化潜力。同时，原核表达技术则采用大肠杆菌系统，具有培养条件简单、生长及繁殖迅速、安全性高、成本效益高、效率高及可扩展性强等特性，这些特性使其成为生产重组蛋白质及肽的理想表达系统，预计将丰富基于该表达系统的蛋白质/多肽治疗管线。

核酸医药平台。公司的核酸医药平台以 mRNA 分子设计及 LNP 递送技术为基础，研究包括开发针对实体瘤、脑胶质瘤及 TNBC 等适应症的 mRNA 及 ASO 候选产品。

3.3. 经验丰富的管理团队

董事会主席及创始人贾丽加女士在制药行业拥有约 30 年的经验。她于制药公司的运营及管理方面拥有丰富的经验。在 2012 年本公司成立之前，贾女士曾于多家制药公司担任高级职位。她与生物物理研究所及中国科学院等国内多家医药研究机构保持良好的长期合作关系。

总裁兼董事会副主席王轲珑先生是一位经验丰富的企业家，在企业运营及管理方面拥有超过

九年的经验。在于 2018 年加入公司之前，他曾在多家科技公司长期担任管理职位，在生物技术及人工智能技术等前沿领域积累多年的行业经验，亦拥有丰富的科技企业管理经验。王先生曾就职于 Berkshire Hathaway Automotive。王先生于 2018 年入选《胡润 U30 中国创业领袖》榜单，并于 2019 年入选《福布斯中国 30 岁以下精英榜》。

首席财务官、副总裁兼董事会秘书何鸿添先生在多家上市公司的管理及发展方面拥有超过 20 年经验。于 2023 年加入公司前，何先生曾担任华润（集团）有限公司高级副总监及华润啤酒（控股）有限公司（为华润创业有限公司的前身）的企业规划及发展部助理总经理。何先生持有多伦多大学工商管理硕士学位及曼彻斯特大学经济及社会学一级荣誉文学学士学位。何先生在美国、加拿大和香港拥有多项金融及会计方面的专业资质。

4. 风险提示

- 1) 政策风险;
- 2) 研发进展不及预期;
- 3) 行业竞争加剧;
- 4) 商业化不及预期。

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国投证券(香港)有限公司(国投证券国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国投证券国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国投证券国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国投证券国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国投证券国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国投证券国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国投证券国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国投证券国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国投证券国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系**收益评级:**

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上;
增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%;
中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%;
减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%;
卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国投证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼 电话: +852-2213 1000 传真: +852-2213 1010