

恒瑞医药（600276.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月5日

基本信息		估值结果		四维评级	
所属行业	医疗健康	价值	5862 亿	成长空间	★★★★☆
当前股价	68.65	DDM 估值 上行空间	29%	盈利趋势	★★★★☆
总市值	4556.44 亿	状态	偏低估	产业格局	★★★★☆
PE-TTM	61.95	价值	6097 亿	护城河	★★★★☆
PB-MRQ	7.79	动态估值 上行空间	34%		
		状态	偏低估		

核心评级结论

恒瑞医药是我国仿制药创新转型的典型代表、龙头企业，现正逐步渡过转型阵痛期，进入以创新药为核心驱动的业绩增长长期。

恒瑞未来营收主要依赖国内创新药销售，成长空间好，盈利趋势中等。恒瑞作为产业龙头，在研管线数量比肩全球龙头，商业化能力国内独树一帜，因此产业格局好，护城河高。

从估值来看，丰厚的在研管线将支撑未来营收持续增长，目前偏低估。此外，在研管线若关键节点进展顺利，风险系数调整将带来估值进一步上行可能。

我们区别于市场的观点

恒瑞在创新药投入超二十年，但至今未诞生十亿美元分子，使得部分人仍对恒瑞研发质量和未来成长性有一定担忧。我们认为恒瑞已经展现了“me-better”的实力，并在向“best-in-class”突破，丰富的管线储备也为未来的成长空间做足了保障。

风险提示

- （1）创新药研发不及预期风险：公司若无法持续保持在研管线的厚度及进度的领先性，将导致未来市占率的下降；
- （2）销售不及预期风险：公司创新药销售较依赖渠道覆盖和市场教育，若无相匹配的渠道覆盖力度，将导致公司创新药渗透率下降、市占率下降；
- （3）政策落地不及预期风险：目前集采政策呈现反内卷、反“唯低价论”，市场预期较积极，但实际落地能提供多少改善空间仍有不确定性，若实际落地不及预期，将加速公司仿制药业务萎缩。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 研发高端度	5
3.2 研发强度	5
3.3 营销强度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	8
5.4 护城河	8
6. 公司估值	9
6.1 核心假设及逻辑	10
6.2 动态估值	12
6.3 DDM估值	12
6.4 估值确定性	12

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	9
表2：公司整体业绩预测	11
表3：公司分业务业绩预测	11
表4：公司整体及分业务动态估值	12
表5：公司整体及分业务DDM估值	12

1. 基本信息

恒瑞医药是国内传统药企从仿制药向创新药转型的典型代表，仿创龙头。恒瑞医药前身为1970年成立的连云港制药厂（原料药），1990年孙飘扬接任厂长后以抗肿瘤药（化疗药）开启仿制药业务。2000年上交所上市。2003年首款创新药获批临床，开启仿创转型。现已进入创新药收获期：2018年上市加速，2020年收入驱动业绩增长，2021年来临床获批明显提速，2023年通过海外授权方式出海加速。

2. 业务介绍

对于恒瑞医药公司。我们对其业务和竞争市场界定如下：

仿制药：

仿制药是原研药的“平价替身”。恒瑞仿制药业务主要包括抗肿瘤药（化疗药）、造影剂、精麻类药物。我们对该业务竞争市场界定为中国国内。

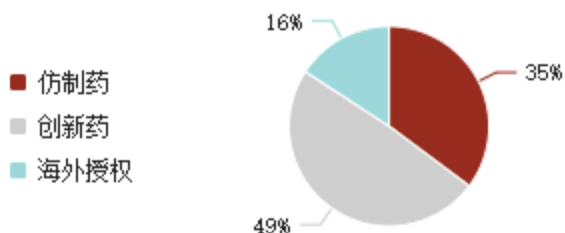
创新药：

创新药即“原研药”，在靶点、作用机制等方面具有创新性，全球无先例，上市后有较长的专利保护期。恒瑞主要涉及肿瘤、自免、呼吸、代谢等疾病领域的创新药。我们对该业务的竞争市场界定为中国国内。

海外授权：

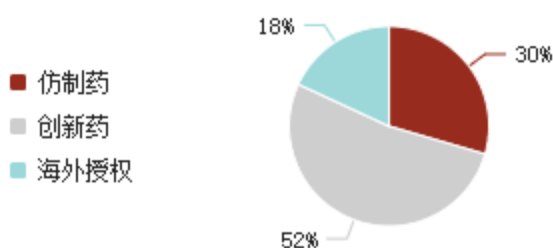
海外授权是恒瑞创新药出海的重要形式，指将在研管线、技术或专利授权给其他企业（引进方），引进方获得在特定区域内进行该项目后续研发、生产和商业化的权力，恒瑞获得相应对价，包括首付款、研发和销售的里程碑付款、以及一定比例的销售提成。我们对该业务的竞争市场界定为全球。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司发展重心聚焦创新药，研发周期长、投入高，且公司已形成了“上市一批、临床一批、开发一批”的研发格局和节奏，需要持续的研发投入，研发强度高且高端度高。下游为医院和患者，需要大量市场投入来进行医生及患者教育，以建立较好的用药认知基础，营销强度高。

3.1 研发高端度

低

较低

中等

较高

高

2024 年公司研发人员 5667 人，硕博占比 58%，人均研发费用 145 万元，创新药是高科技产业，高学历人才密集。从成果来看，公司在研管线已从“fast-follow”迈入“me-better”，并持续向“best-in-class”、“first-in-class”突破，目前进度全球前三的项目超过 30 个，研发水平迈向全球一流。

3.2 研发强度

低

较低

中等

较高

高

2024 年公司研发投入 82.28 亿元，费用化 65.83 亿元，研发费用率 24%，创新药研发周期长、失败率高、所需资金多，尤其是恒瑞在研管线极其丰厚，自研管线数量全球第二，“上市一批、临床一批、开发一批”的背后是高强度、持续的研发投入。

3.3 营销强度

低

较低

中等

较高

高

2024 年销售费用率 30%，创新药均为最前沿的科学研究落地，且价格通常高于仿制药，市场认知度往往较低，需要大量的投入和学术沟通来完成市场教育，让医生和患者了解并认可疗效、接受和处理副作用，因此营销强度较高。

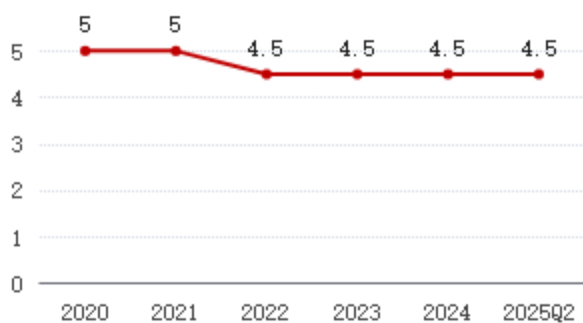
4. 历史经营绩效

公司是仿制药向创新转型的龙头企业，随着仿制药集采不利影响逐步出清、创新药上市获批加速、海外价值得到认可，成长能力已从转型底部走出，盈利能力稳定修复，业务控制力持续优化。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



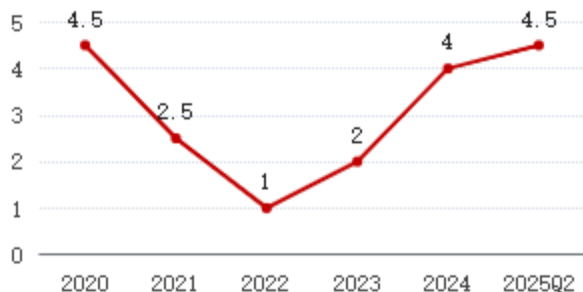
数据来源：公司财报，壹评级

公司盈利能力保持优秀，近年略有下降，2024 年毛利率 86%，净利率 23%。公司仿制药市占率高（部分品种 99%），规模经济下毛利率高于同行，但集采降价导致毛利率下滑，此外研发投入加大对净利润造成一定影响。但随着高毛利的创新药占比提高，毛利率已有一定修复。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



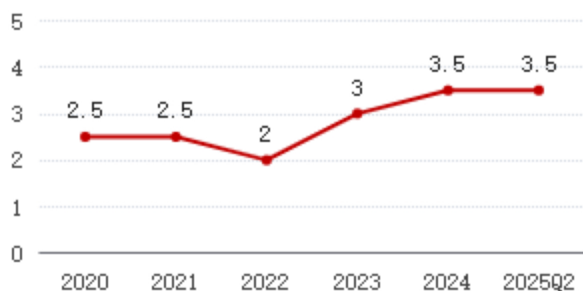
数据来源：公司财报，壹评级

公司已渡过仿转创的阵痛期，成长能力持续向上，2024 年营收增长23%。2021、2022 年主要由于集采品种涉及广、创新药医保降价但入院不顺，整体成长能力承压，但随着创新药放量加速，单次集采中涉及品类逐步减少，公司成长能力已回升到较优水平。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



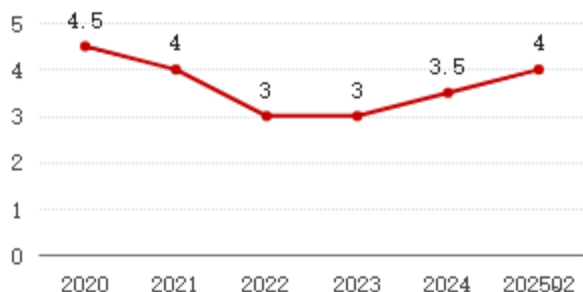
数据来源：公司财报，壹评级

2024 年公司应收账款周转率5.54，业务控制力中等偏低，但持续上行，主要系下游主要为医院及医保资金，政策驱动下回款效率显著优化。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司过去五年的股东回报情况呈现“低分红率、高研发投入”的典型创新药企特征，股东分红率在20-30%之间波动。

5. 四维评级

整体来看，公司成长空间优，盈利趋势中等，产业格局优，护城河极宽且持续性强。

5.1 成长空间

★★★★☆

成长空间业务间分化，仿制药仍有集采压力且公司投入已减少，成长空间极低，创新药是未来发展核心，成长空间高。

仿制药 (0.5 星):

预测未来5年该业务负增长，成长空间极低。公司仍有3个规模超20亿元的大单品未集采，而公司对仿制药投入已减少，主要集中难仿、首仿药物，近两年年均上市数量已缩减至1-2个，且对应市场规模较小，增量有限。大单品陆续集采仍将造成仿制药业务负增长。

创新药 (5星):

预测未来5年该业务CAGR 超过30%，成长空间极高。主要系公司持续增厚的在研管线支撑未来成长空间，适应症向自免、呼吸及代谢领域拓展，打开市场空间；公司研发进度全球靠前，有望在药物上市后实现较高的市占率。

海外授权 (4星):

预测未来5年该业务CAGR 为10%，成长空间较好，主要系稳定的首付款收入和陆续达成的里程碑付款增多。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

盈利趋势中等，主要系创新药主要在国内销售，自主销售出海难度大。

仿制药 (0.5 星):

公司此前为仿制药龙头，商业化能力强，品种市占率极高，部分达到99%，但一致性评价和集采抹平差异，回归价格竞争，使得公司市占率下降、毛利率下降，盈利趋势极弱。

创新药 (3.5 星):

公司创新药主要在国内销售，海外商业化主要通过海外授权形式，自主销售出海难度大。而国内创新药销售较依赖医保放量，而医保谈判则压制了售价空间，盈利趋势中等偏上。

海外授权 (3星):

海外授权是无法自主销售出海的替代选择，授出方相对弱势，且首付款是一次性付款，盈利重点是销售分成，但目前恒瑞售出的管线，距离海外商业化仍有较高不确定性和较长的时间周期，盈利趋势中等。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司是国内创新药龙头企业，在研管线数量全球前列、在研进度全球前列，产业格局优。

仿制药 (2.5 星)：

一致性评价和集采制度下仿制药同质化，回归价格竞争，过去公司在渠道等方面的差异化优势被削弱，产业格局较一般。

创新药 (4.5 星)：

创新药是各类前沿科技的落地应用，靶点、适应症、给药方式、给药频次等多方面均可差异化发展，公司优势在于在研管线广泛覆盖多种疾病，靶点多、适应症多，且进度靠前，虽然在细分领域可能稍弱于专精该领域的 biotech，但恒瑞国内销售能力、医院覆盖力较为领先，因此产业格局好。

海外授权 (4 星)：

公司优势在于在研管线丰富，靶点多且进度靠前，虽然在细分领域内可能相对弱于专精该领域的 biotech，但大型跨国药企往往会跟进式购买同赛道的潜力管线，因此产业格局较好。

5.4 护城河

★★★★☆

恒瑞是我国创新药的标杆企业。公司创新药研发投入高、效率高，在研管线国内最丰富，截至2025年中，自主研发管线数量全球第二，已形成“上市一批、临床一批、开发一批”的良性循环。从研发质量来看，已从“fast follow”迈向“me better”，并持续向“best-in-class”、“first-in-class”突破。且已上市的品类验证其商业化能力强，并在不断优化以适配创新药销售需求，整体护城河极宽且持续性高。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
仿制药	(5星) 仿制药护城河宽度极高，该业务经壹评级调整后ROE为40.4%，ROIC为35.9%，集采前多个仿制药品种市占率第一，超过原研药，主要系品牌力强和线下渠道优势。业务控制力中等，主要系下游为医院。	(3星) 该业务护城河为品牌和线下渠道，可持续性中等。公司销售网络覆盖全国超2.2万家医院、20万家药店，已建立了强势的品牌力和渠道力，这也可从高市占率和高毛利率窥见一斑，但集采扩面将持续弱化品牌影响力、削弱渠道重要性。
创新药	(4.5星) 创新药护城河宽度高，该业务经壹评级调整后ROE为17.2%，ROIC为34%，肿瘤创新药市占率第一，主要系品牌力强、线下渠道优势和专利保护。业务控制力中等，主要系下游为医院。	(5星) 该业务护城河为专利、品牌和线下渠道，可持续性极高。创新药保持高售价的核心在于专利，公司自研管线数量超160个、全球第二，在“上市一批、临床一批、开发一批”的良性循环下可接续性强；创新药为前沿科技，销售较依赖品牌和线下渠道，随着医生和患者覆盖面提升，品牌力有望不断提升，而线下渠道有望在组织架构的持续优化下效率提高。
海外授权	(5星) 海外授权业务护城河宽度极高，该业务经壹评级调整后ROE和ROIC均超过100%，以交易总额计算市占率第一，主要系品牌力强和专利数量多。	(4星) 该业务护城河为专利和品牌，可持续性较好。公司在研管线数量国内最多且进度保持全球前列，可持续性好，是大型跨国药企购买潜力管线的不二之选；品牌既指代恒瑞高效有保障研发能力的背书，又指代强大BD团队赋能，提高交易达成度，但会随着国内biotech的成长而趋于弱化。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对恒瑞医药采用了动态估值和DDM估值方法，经测算公司目前市值偏低估。此外，在研管线若关键节点进展顺利，风险系数调整将带来估值进一步上行可能。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：仿制药、创新药和海外授权。我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

仿制药：

收入假设：

1) 集采风险品种：销量集采后下降50-60%；价格降幅75%（参考恒瑞过去集采中标平均降幅和中标量）；

盈利能力假设：

1) 集采品种毛利率：集采前85%，集采后40%。

创新药：

收入假设：

1) 2020年以前上市的品种：市场格局稳定，替代风险较高，3-4年内进入衰退期。2021年及以后上市的品种：大适应症获批推动市场空间增大，销售峰值提高；在所代表的新疗法成为主流的大趋势下，增速强劲。

2) III期管线销售峰值：患病人数 $\times$ 治疗率 $\times$ 该类药物渗透率 $\times$ 人均治疗费用 $\times$ 恒瑞市占率 $\times$ 调整风险系数。测算管线主要包括以HER2为核心的多靶点肿瘤ADC，针对特应性皮炎和银屑病两大刚性需求布局的以JAK1为核心的自免管线，针对他汀类无效的高胆固醇人群布局的三大降脂管线，以及降糖减重的三大GLP-1管线。市占率主要取决于上市位次和差异化程度。

盈利能力假设：

1) 毛利率：考虑国内医保谈判定价的限制，毛利率短期仍将小幅下行。研发费用率和销售费用率：短期内保持高位，费用率随收入规模的增长而摊薄下降。

海外授权：

收入假设：

1) 首付款：稳定，系跨国药企外购管线需求将保持稳定，恒瑞是国内在手管线最丰富、数量最多、进度保持全球前列的企业，将持续受益。里程碑付款：持续增厚，系累计授出管线增多，关键节点向后期发展、付款比例提高。

盈利能力假设：

1) 毛利率100%。研发费用率：较低水平且逐步降低，主要系授权管线多为早期管线，因此研发费用率低于创新药销售业务，并且随研发效率提高和里程碑付款的增厚，逐步降低至个位数。

表2：公司整体业绩预测

恒瑞医药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	212.8	228.2	279.8	329.5	364.9	417.8	494.2	555.9
归母净利润(亿)	39.0	43.0	63.1	85.7	95.9	133.2	177.6	215.8
归母净利润增速(%)	-13.9	10.1	46.8	35.9	12.0	38.9	33.3	21.6
经营性净利润(亿)	31.9	40.1	57.8	85.7	95.9	133.2	177.6	215.8
经营性净利润增速(%)	-20.7	25.8	43.9	48.4	12.0	38.9	33.3	21.6
经营性归母净利润(亿)	32.7	40.4	57.7	85.7	95.9	133.2	177.6	215.8
经营性归母净利润增速(%)	-19.6	23.6	43.1	48.4	12.0	38.9	33.3	21.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

仿制药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	128.3	121.9	117.5	116.0	120.8	103.4	98.4	88.1
收入增速(%)	-28.8	-5.0	-3.5	-1.3	4.2	-14.4	-4.8	-10.5
经营性净利润(亿)	51.3	44.8	40.0	39.2	41.0	33.3	29.0	22.7
经营性净利率(%)	40.0	36.8	34.1	33.8	33.9	32.2	29.4	25.8
经营性净利润增速(%)	-28.0	-12.6	-10.7	-2.1	4.5	-18.6	-13.0	-21.5
创新药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	81.1	99.0	129.6	161.5	214.1	280.8	358.6	427.1
收入增速(%)	2.7	22.2	30.8	24.7	32.5	31.2	27.7	19.1
经营性净利润(亿)	-22.0	-9.9	-4.8	12.1	35.2	77.1	122.9	164.5
经营性净利率(%)	-27.1	-10.0	-3.7	7.5	16.4	27.5	34.3	38.5
经营性净利润增速(%)	29.2	54.9	52.0	355.0	189.9	119.3	59.3	33.9
海外授权	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	3.4	7.3	32.7	51.9	30.0	33.6	37.2	40.7
收入增速(%)	72583.0	114.3	348.5	58.6	-42.2	11.9	10.7	9.6
经营性净利润(亿)	2.6	5.2	22.5	34.3	19.8	22.8	25.7	28.6
经营性净利率(%)	76.3	71.6	68.6	66.2	66.0	67.8	69.1	70.2
经营性净利润增速(%)	10230804.6	101.3	329.7	52.8	-42.4	14.9	12.9	11.4

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
仿制药	2.0%	中低	一般	较强	8.3%	11.88	17.8
创新药	6.2%	中等	非常好	强	8.0%	23.6	340.1
海外授权	5.5%	中等	较好	较强	8.3%	18.57	37.4
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
仿制药(亿)	235.5	103.4	338.9	99.3	—	—	438.2
创新药(亿)	972.6	4015.4	4988.0	109.5	—	—	5097.5
海外授权(亿)	193.7	340.3	534.0	27.7	—	—	561.7
公司整体测算(亿)	1401.8	4459.1	5860.9	236.5	—	—	6097.4

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
仿制药(亿)	268.4	94.9	363.3	99.3	—	—	462.6
创新药(亿)	1717.8	2981.9	4699.7	109.5	—	—	4809.2
海外授权(亿)	271.4	291.3	562.7	27.7	—	—	590.4
公司整体测算(亿)	2257.6	3368.1	5625.7	236.5	—	—	5862.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

恒瑞估值确定性一般。公司药品种类多，院内院外均有销售，渠道极其分散，销售额等核心数据公司披露较少、可跟踪性差。此外，中国流行病学和疾病诊疗率调查数据较少、更新较慢。因此估值确定性一般。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM 估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。