

华海药业（600521.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月5日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	26.46
总市值	396.17 亿
PE-TTM	50.80
PB-MRQ	4.10

估值结果

价值	481.97 亿
DDM 估值	上行空间 22%
状态	合理估值
价值	428.30 亿
动态估值	上行空间 8.1%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★☆☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

华海药业是特色原料药-制剂一体化厂家，沙坦类、普利类原料药的全球龙头。

全球医药支出压力持续上行、支付偏好向创新药倾斜的趋势下，公司原料药及制剂业务的成长空间和盈利趋势受限。但华海作为抗高血压原料药全球龙头，生产链一体化+规模带来的成本优势明显领先，护城河星级高，产业格局优。

从估值来看，品类拓展将为原料药和仿制药提供增长动力，而创新药有望带来新的增量市场，华海估值已回到较合理水平。

我们区别于市场的观点

市场目前主要关注华海的PD-1/VEGF 在研管线，并对BD给予了高预期。

但在我们的估值体系中，华海的核心价值仍由一体化的“原料药+制剂”支撑，新品类拓展将为这两大业务贡献增量，创新药业务由于不确定性高，在调整风险后占比较小。

风险提示

- 1) 创新药商业化/BD不及预期风险：公司尚无创新药商业化先例，且仿制药渠道近几年才加大投入力度，前景较不明朗；
- 2) 集采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；
- 3) 原料药产能回迁供需格局改变风险：疫情后各国重视医药产业链安全性，鼓励原料药产能回迁，包括特朗普关税政策，目前来看落地难度较大，但仍有风险，或将加速原料药价格下跌。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	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

公司成立于1989年，前身为合成化工厂，2000年转型原料药生产，沙坦、普利类原料药成为全球龙头。2013年制剂成功出海，国内制剂则在集采东风中顺势发展。现已成为全球原料药-制剂一体化化药生产销售厂商，并积极布局创新药，12个在研管线已进入临床。

2. 业务介绍

对于华海药业公司。我们对其业务和竞争市场界定如下：

特色原料药：

特色原料药即专利到期或即将到期的药品活性成分，可直接用于制剂生产。华海优势品类为沙坦、普利类抗高血压原料药，正在积极向神经系统等其他疾病领域拓展。我们对该业务竞争市场界定为全球。

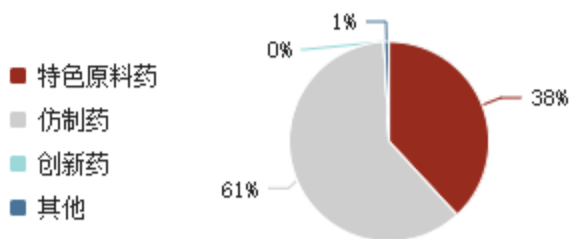
仿制药：

仿制药是原研药的“平价替身”。华海仿制药品种已从抗高血压、神经系统类向更多疾病领域拓展。我们对该业务竞争市场界定为中国和美国。

创新药：

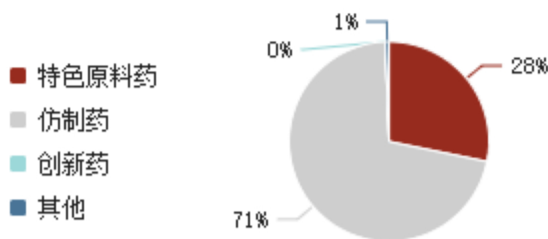
创新药即“原研药”，在靶点、作用机制等方面具有创新性，全球无先例，上市后有较长的专利保护期。华海目前主要布局研发肿瘤和自身免疫性疾病领域的创新药。我们对该业务竞争市场界定为中国和美国。

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

原料药：生产环节涉及排污处理，环保要求高，重资产类产业。仿制药：快速跟进仿制需要保持一定的研发投入，且下游客户为医院和患者，较依赖渠道建设和市场教育，营销强度高。创新药：研发周期长、投入高。

3.1 资产强度

低

较低

中等

较高

高

2024 年公司固定资产加在建工程达到85亿元。公司原料药业务较依赖产能建设，生产环节涉及排污处理且环保要求高，单位产能所需固定资产投资较高，因此资产强度较高。

3.2 研发强度

低

较低

中等

较高

高

2024 年公司研发费用率10%，2025 年上半年提升至14.36%。公司仿制药业务仍处在积极拓展品类阶段，需要维持一定的研发投入。此外，公司正在积极谋求创新转型，创新药业务研发投入远胜于仿制药，且随着管线的增多和推进至大临床，投入将进一步增加。

3.3 营销强度

低

较低

中等

较高

高

2024 年公司销售费用率18%。在药品产业链中，医院话语权较强，因此药物销售较依赖于入院渠道和市场教育。公司从2018 年开始通过集采向国内销售仿制药，目前仍在积极拓展渠道，因此营销强度较高，且后续随着创新药上市将进一步提高。

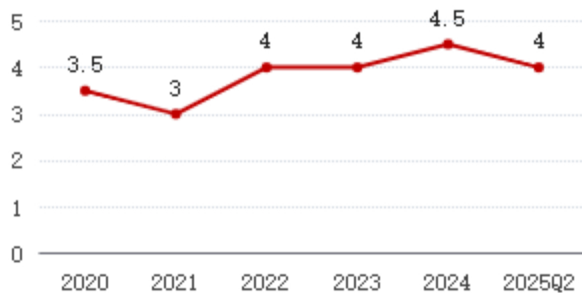
4. 历史经营绩效

公司是原料药-制剂一体化厂家，尽管外部环境波动且竞争激烈，但公司规模优势明显，随着业绩的增长，盈利能力企稳向上。但同样由于特色原料药和仿制药在医药支付体系中处劣势，价格压力持续存在，成长能力相对受限。

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

公司盈利能力整体呈现向上趋势，2024 年毛利率 61.9%、净利率 11.6%，主要系生产链一体化及规模扩大不断摊薄成本，带来盈利端持续修复。2021 年是公司盈利低谷，主要因为美国市场销量恢复但价格下滑影响。

4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



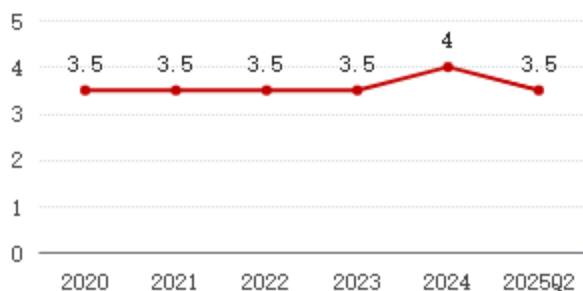
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力偏弱，且呈现一定波动性，2023 年营收同比增长0.05%，2024 年营收同比增长14.9%。成长能力偏弱主要系原料药价格走弱，波动性主要系原料药的周期性波动，未来随着仿制药占比提升、原料药品类拓展，成长能力有望回升、波动性趋于平滑。

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



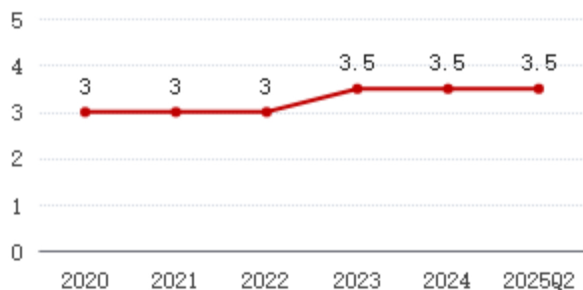
数据来源：公司财报，壹评级

公司业务控制力中等且较稳定，2024 年应收周转率为3.06，主要系特色原料药及仿制药产业链结构决定，原料药客户主要为大型药企，而仿制药客户为医院，下游客户占款能力更强势，且公司近年仍在积极拓展新客户，账期较为宽松。

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

公司股东回报保持较稳定，近五年分红率稳定在25%-35%区间，与业绩增长和行业周期基本匹配。

5. 四维评级

整体来看，公司成长空间一般，盈利趋势趋弱，产业格局较好，护城河高筑。

5.1 成长空间

★★★★☆

目前业务主要集中在原料药和仿制药，受限于医药支付体系的压力，成长空间一般。

特色原料药 (2.5 星)：

预测未来5年营收CAGR 为5-10%，并走弱到0-5%。主要系下游仿制药企价格压力传导，特色原料药价格通常在仿制药厂家数量快速增多的同时快速下降，成长空间受限。

仿制药 (4星)：

预测未来5年营收CAGR 超过10%，后下降至5%以内。公司仿制药处在发展阶段，年均获批上市数量仍处在高峰期，品类对应市场规模和品类市占率均有较大提升空间，因此成长空间较优。

创新药 (5星)：

预测未来5年营收CAGR 超过40%，并继续走高。公司创新药尚处在研阶段，预计年末实现首次商业化，从无到有，成长空间大。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

由原料药、仿制药占主要的产品结构决定，盈利趋势中等偏低。

特色原料药 (2星)：

特色原料药产品为仿制专利原料药，较为同质化，早期存在工艺差异，但长期工艺趋同，回归价格竞争，压缩利润空间。公司目前拓展的新品种均为专利已到期一段时间的产品，已进入价格竞争阶段，因此盈利趋势趋弱。

仿制药 (2.5 星)：

公司仿制药中无精麻类可免疫集采风险的品种，随着未来过评厂家增多、市场规模增大，终将进入集采，利润空间压缩，因此盈利趋势走弱。

创新药 (3.5 星)：

公司创新药仍处在研发阶段，需要较强的研发投入，进入商业化阶段后也需要较强的销售投入来完善渠道建设，因此盈利趋势较一般。

5.3 产业格局

★★★★☆

原料药和仿制药整体市场容量受限，竞争格局趋激烈，而公司优势在于龙头的大规模和低成本，竞争加剧有望加速尾部出清，集中度向上提升，因此产业格局较好。

特色原料药(4.5星)：

特色原料药长期工艺趋同回归价格竞争，厂家均会以拓展新品种来谋求新发展，单一品种内的竞争趋激烈。而公司作为抗心血管原料药全球龙头，具备规模和成本优势，有更强的拓展品类的能力，强者愈强，因此产业格局中等偏上。

仿制药(4星)：

一致性评价和集采制度意在同质化仿制药，加速价格竞争，因此仿制药竞争格局更为严峻。公司生产链一体化，原料药自供，具备原材料成本优势，因此产业格局中等偏上，但弱于原料药业务。

创新药(4.5星)：

创新药在靶点、适应症等多方面均有差异化竞争空间。公司在靶点和适应症上进行了差异化布局，如布局PD-1/VEGF 双抗（进度全球第四）、自免双抗，虽然目前尚无商业化前例，但从在研格局判断，产业格局较优。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较强且持续性好。在公司发展初期，通过工艺优势建立的成本优势，抓住普利类、沙坦类专利到期的时间红利窗口，成为全球最大龙头，从而建立了规模优势。并通过生产链一体化，将成本优势传导至制剂类产品，在国内集采的风口下迅速又建立较可观的规模。

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
特色原料药	(3.5星) 原料药护城河宽度中等偏上，该业务经壹评级调整后ROE为19.5%，ROIC为12.7%，主要系公司抗高血压类原料药市占率全球第一，具有高转换成本和规模经济效应。业务控制力中等，主要系下游为大型药企占款能力强。	(4.5星) 原料药护城河为转换成本和规模效应，持续性强：原料药及制剂关联注册机制下，制剂厂商更换原料药厂商需要重新注册，转换成本高（时间+费用），且优势会随公司客户数量增加而增强；规模优势下单位生产成本低，公司原料药毛利率远高于同行，且强者愈强，在竞争趋激烈的格局下无衰减趋势。
仿制药	(1.5星) 仿制药护城河宽度偏低，该业务经壹评级调整后ROE为11.1%，ROIC为7.6%，市占率中等水平，主要系公司具备高规模经济效应，但线下渠道尚处建设初期。业务控制力3.5，主要系下游为医院。	(4.5星) 仿制药护城河为规模效应和线下渠道，持续性强：规模及产业链一体化带来的成本优势，在集采中极为占优，公司仿制药毛利率远高于同行，且随集采持续扩面，优势将不断放大；公司已在加大线下渠道建设，毛利优势下能有充足现金支撑销售支出，预期未来会逐步走强。
创新药	(1星) 创新药护城河宽度极低，该业务经壹评级调整后ROE和ROIC均为负值，无市占率数据，主要系公司创新药在研管线均未上市，专利和线下渠道尚处弱势。	(4星) 创新药护城河为专利和线下渠道，持续性较好：公司在研发方面持续加大投入，研发费用率持续提高，且为匹配创新药商业化预计会加大线下渠道建设力度，专利和线下渠道护城河将持续垒高增强。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们对华海药业采用了动态估值和DDM估值方法，经测算公司目前已到较合理区间。若创新药在研管线进展顺利，调整后估值有望提升，应注意跟进调整。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务包括：特色原料药、仿制药和创新药，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：

特色原料药：

收入假设：

1) 抗心血管类原料药：销量稳定增长，主要系下游抗心血管类药物使用量稳定增长，华海市占率保持稳定；价格平缓下降，系未来竞争加剧。新拓展品类：假设在原研专利到期后全球消耗量前期保持20%增速，价格累计下跌70%，华海市占率提升至30-40%。

2) 抗精神类原料药：销量延续过去的产能释放节奏，新建产能3-4年达到80%利用率（根据市场容量和竞争格局，不同品类有一定区别调整）；价格延续过去以价换量的市场拓展策略，平均售价持续下降。

盈利能力假设：

1) 毛利率：同一品类先降后稳（早期拓展市场采取较激进的价格策略、后规模扩大），整体先降后升、波动趋于平滑、逐步稳定（销售品类轮动）。

仿制药：

收入假设：

1) 已上市品种：多为集采品种，量平缓增长，价格受地方续标影响小幅下行。新上市品种：渠道放量根据品种对应市场规模和华海市占率（海外20%-30%，国内未集采前个位数市占率，集采后市占率40-50%，但价格腰斩），假设每个单品带来千万级别的增量。

盈利能力假设：

1) 毛利率：短期内有提升空间，系规模扩大生产成本摊薄。销售费用率：短期内保持较高水平，系尚在积极拓展渠道，支出较高。

创新药：

收入假设：

1) 核心品种为PD-1/VEGF 双抗，核心适应症为NSCLC，测算逻辑为：患病人数×治疗率×该类药物渗透率×人均治疗费用×华海市占率×调整风险系数。市占率取决于上市顺序和差异化程度。

盈利能力假设：

1) 毛利率：医保谈判降低，海外上市拉高。研发费用率：随着在研管线进入大临床，支出快速增长，研发费用率超过100%（收入规模小），后随收入规模增大快速下降。销售费用率：商业化初期投入高，费用率超过100%（收入规模小），后随收入规模增大快速下降。

表2：公司整体业绩预测

华海药业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	82.7	83.1	95.5	107.3	118.5	133.1	149.9	164.0
归母净利润(亿)	11.7	8.3	11.2	11.1	14.2	16.1	21.6	23.3
归母净利润增速(%)	139.5	-28.9	34.7	-0.8	28.4	13.0	34.5	7.6
经营性净利润(亿)	12.2	9.2	11.5	11.1	14.2	16.1	21.6	23.3
经营性净利润增速(%)	832.9	-24.8	25.3	-3.4	28.4	13.0	34.5	7.6
经营性归母净利润(亿)	12.1	9.3	11.6	11.1	14.2	16.1	21.6	23.3
经营性归母净利润增速(%)	813.4	-23.1	24.6	-4.4	28.4	13.0	34.5	7.6

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

特色原料药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	32.9	31.6	36.5	40.8	43.9	48.3	52.9	56.8
收入增速(%)	18.7	-3.9	15.4	12.0	7.5	9.9	9.6	7.2
经营性净利润(亿)	6.6	6.3	7.5	7.7	8.3	8.2	9.3	9.9
经营性净利率(%)	20.0	20.0	20.5	18.8	19.0	17.1	17.6	17.4
经营性净利润增速(%)	181.1	-3.7	18.0	2.9	8.5	-1.0	12.8	6.6
仿制药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	47.2	49.3	57.6	65.6	74.0	81.8	90.0	98.3
收入增速(%)	29.5	4.5	16.8	13.8	12.8	10.6	10.0	9.2
经营性净利润(亿)	7.4	4.7	5.8	5.3	7.8	9.8	12.3	12.4
经营性净利率(%)	15.6	9.6	10.2	8.2	10.5	12.0	13.6	12.6
经营性净利润增速(%)	583.5	-35.9	23.7	-8.6	45.0	26.3	25.1	1.0
创新药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	2.6	2.2	1.4	0.9	0.6	3.0	7.0	9.0
收入增速(%)	13.0	-15.4	-34.4	-34.0	-33.8	387.5	131.5	27.6
经营性净利润(亿)	-1.7	-1.9	-1.8	-1.9	-1.8	-1.9	0.1	1.0
经营性净利率(%)	-68.0	-86.7	-128.1	-205.1	-295.3	-64.1	1.4	11.3
经营性净利润增速(%)	17.3	-7.9	3.0	-5.6	4.7	-5.7	105.2	897.6

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)
原料药	5.3%	中等	较好	强	7.8%	18.65	9.7
仿制药	5.5%	中等	较好	较强	8.0%	16.25	15.7
创新药	7.4%	中等	较好	较强	8.3%	15.6	9.0
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
原料药(亿)	25.6	134.9	160.5	—	—	—	160.5
仿制药(亿)	5.3	187.6	193.0	—	—	—	193.0
创新药(亿)	6.0	68.9	74.9	—	—	—	74.9
公司整体测算(亿)	36.9	391.4	428.3	—	—	—	428.3

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
原料药(亿)	83.2	81.0	164.2	—	—	—	164.2
仿制药(亿)	97.1	118.6	215.7	—	—	—	215.7
创新药(亿)	23.0	79.1	102.1	—	—	—	102.1
公司整体测算(亿)	203.2	278.7	482.0	—	—	—	482.0

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司估值确定性一般。公司原料药和仿制药种类多，除核心品种外，规模小的品种如价格、使用量等核心数据披露较少，可跟踪性差，但未来这部分收入占比会随着品类数量的增多而逐步提高，因此影响整体的估值确定性。此外创新药研发存在一定失败率，我们采用了风险系数调整来降低不确定性，但在实际中这是0与1的区别。

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。