公司研究

业绩稳健增长，创新与国际化再上层楼

——复星医药（600196.SH、2196.HK）2020 年报点评

A 股：买入（维持）

当前价：39.79 元

H 股：买入（维持）

当前价：33.15 港元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

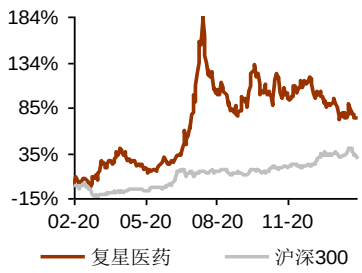
010-57378027

wangmingrui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	25.63
总市值(亿元):	1019.78
一年最低/最高(元):	29.96/79.75
近 3 月换手率:	66.64%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.76	-20.72	-12.15
绝对	-11.60	-24.88	25.22

资料来源：Wind

相关研报

Q3 业绩稳健增长，研发投入力度持续加大——复星医药（600196.SH、2196.HK）2020 年三季报点评（2020-10-30）

Q2 业绩强劲复苏，创新转型稳步推进——复星医药（600196.SH、2196.HK）2020 年半年报点评（2020-08-26）

要点

事件：

公司发布 2020 年报，实现营业收入 303.07 亿元，同比+6.02%；归母净利润 36.63 亿元，同比+10.27%；扣非归母净利润 27.18 亿元，同比+21.65%；经营性净现金流 25.80 亿元，同比-19.94%；EPS 1.43 元；业绩符合市场预期。

点评：

疫情影响逐步恢复，新冠疫苗首付款影响现金流：公司 2020Q1~Q4 单季度营业收入分别为 58.81/81.48/80.75/82.04 亿元，同比-12.62%/+9.47%/+14.45%/+11.51%；归母净利润 5.77/11.38/7.64/11.84 亿元，同比-18.97%/+41.51%/+39.57%/-5.89%；扣非归母净利润 4.36/8.68/7.55/6.58 亿元，同比-17.59%/+36.03%/+36.12%/+28.62%。新冠疫情主要对公司一季度业务造成较大影响，Q2~Q4 影响逐步消除，并且新产品曲妥珠单抗、阿伐曲泊帕片的上市和新冠核酸检测试剂等抗疫产品成为公司新的业务增长点。经营性净现金流下降主要是受 2020 年末向 BioNTech 支付 1.25 亿欧元新冠疫苗首付款的影响，剔除该因素后，同口径增长 11.19%。分业务板块来看：

- **制药：**营业收入 218.80 亿元，同比+0.52%；分部利润 23.55 亿元，同比+13.60%。制药板块利润增速快于收入增速，主要是产品结构有明显优化，重要产品包括：
  - **利妥昔单抗：**新增生产规模（2000L）快速放量，全年收入 7.5 亿元；
  - **阿伐曲泊帕、曲妥珠单抗：**2020 年 8 月开始销售，实现收入均约 1.4 亿元；
  - **非布司他、匹伐他汀、人用狂犬病疫苗：**保持高速增长，销量分别同比增加 73.9%、64.3%、353.4%；
  - **疟疾预防药品 SPAQ-CO Disp**：推动抗疟系列产品高速增长，收入同比增长 52.6%；
  - **依诺肝素钠、肝素钠、米卡芬净：**推动 Gland 收入同比增长 27.22%。
- **医疗器械与医学诊断**：营业收入 52.17 亿元，同比+39.64%；分部利润 9.07 亿元，同比+ 83.23%。收入和净利润增长主要来自于新冠核酸检测试剂盒、负压救护车及呼吸机等抗疫产品的贡献和常规业务的恢复。主要产品和子公司的经营情况包括：
  - **抗疫产品：**新冠核酸检测试剂盒通过国家药监局应急审批，并有若干试剂盒取得美国、欧盟、澳大利亚等国家和地区的相关资质和认证。并承接、保证负压救护车、呼吸机、全身移动 CT 等全球供应；
  - **复锐医疗科技：**营业收入 1.62 亿美元，同比-6.58%；净利润 1468 万美元，同比-33.07%。业绩下降主要是医美行业受到新冠疫情的影响。2020 年复锐医疗科技推出 Derma Clear、Harmony XL Pro、Opus Plasma(北美版)、Alma Hybrid 四款新产品。其营销网络已经覆盖全球 90 多个国家和地区，包括 7 个直销地区。

- **自主研发产品：**全自动化学发光仪及配套试剂进入市场逐步放量销售；用于抗精神类药物血药浓度检测的独家产品 Mycare 迅速打开市场；Glycotest（肝癌诊断）进入产品注册阶段，自产 ELSPOT（结核检测）已上市。

- **医疗服务：**营业收入 31.72 亿元，同比+4.34%；分部利润 1.09 亿元，同口径 -45.50%（剔除出售 HHH（主要资产为和睦家医院）的影响）。业绩下滑主要是受到疫情防控、医院诊疗量减少、医院运营成本中固定成本占比高以及新开业机构的前期亏损影响。公司通过专科建设布局、内部整合以及外延扩张，打造区域性医疗中心和大健康产业链，截至 2020 年底核定床位 4610 张。

- **医药分销和零售：**国药控股营业收入 4564.15 亿元、净利润 120.97 亿元、归属净利润 71.87 亿元，分别较上年增长 7.32%、13.91%和 14.95%。各个细分赛道的情况包括：
  - **医药分销：**收入 3482.94 亿元，同比+3.25%；
  - **医药零售：**收入 241.64 亿元，同比+22.02%。2020 年底零售门店总数达到 8977 家；
  - **医疗器械：**收入 894.02 亿元，同比+29.02%。

持续加码研发创新，产品升级未来可期：公司于 2020 年初设立全球研发中心，统筹立项和内外部资源，优先推进战略产品，加强全球临床和注册能力，提升效率，并培育全球 BD 团队触达行业领先产品和技术并实现转化。2020 年研发投入共计 40.03 亿元，同比+15.59%，占营业收入比例为 13.21%；其中费用化 27.95 亿元，同比+36.94%，研发费用率 9.22%。制药业务研发投入 36.70 亿元，同比+17.21%，占制药业务收入的 16.77%，其中费用化 24.68 亿元，同比+41.76%，占制药业务收入的 11.28%。截至 2020 年底，公司研发人员 2300 人，主要在研创新药、仿制药、生物类似药及仿制药一致性评价项目共 247 项。

引进来与走出去相结合，对接全球一流创新：在许可引进方面，公司在 2020 年 3 月从 BioNTech 引进 mRNA 新冠疫苗在中国大陆及港澳台地区的权益，2021 年 1 月，该疫苗已经在中国香港获认可做紧急使用，并已于 2021 年 3 月分别被适用于中国香港、中国澳门的政府接种计划，在中国内地的 II 期临床试验也在有序推进。在对外许可方面，控股子公司重庆复创在 2020 年 10 月与礼来达成协议，将自主研发的 BCL-2 选择性小分子抑制剂在中国以外区域的权益授予礼来，后者将支付至多 4.4 亿美元的许可费，并根据产品上市后销售情况支付 4~8%的销售提成；曲妥珠单抗通过与 Accord 的合作，已经在英国、德国等上市销售，2021 年 1 月又授予 Intas（Accord 的控股股东）在美国和加拿大的开发及商业化权利，后者将支付 2700 万美元首付款+不超过 1300 万美元研发里程碑付款+销售里程碑及销售提成。

盈利预测、估值与评级：考虑到疫情的影响逐步减弱，上调 2021~2022 年归母净利润预测为 44.04/52.59 亿元（原预测为 42.72/51.86 亿元，分别上调 3%/1%），新增预测 2023 年归母净利润为 62.72 亿元，同比增长 20.23%/19.42%/19.26%，按最新股本测算 EPS 为 1.72/2.05/2.45 元，A 股现价对应 PE 为 23/19/16 倍，维持“买入”评级；H 股现价对应 PE 为 16/14/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：药品降价超预期；研发进度不达预期；投资收益低于预期。

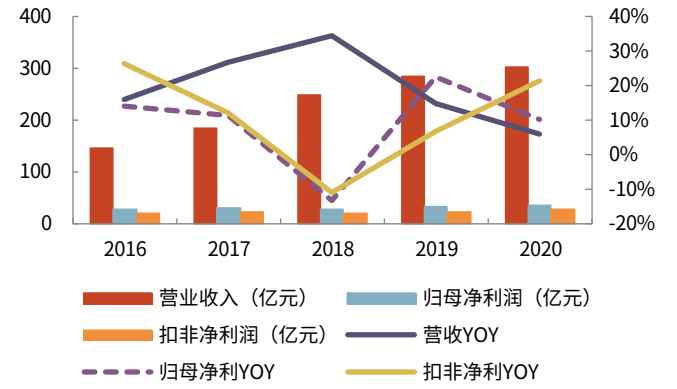
表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	28,585	30,307	36,033	42,076	48,341
营业收入增长率	14.72%	6.02%	18.89%	16.77%	14.89%
净利润（百万元）	3,322	3,663	4,404	5,259	6,272
净利润增长率	22.66%	10.27%%	20.23%	19.42%	19.26%
EPS（元）	1.30	1.43	1.72	2.05	2.45
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.42%	9.90%	10.93%	11.89%	12.82%
P/E	31	28	23	19	16
P/E（H 股）	22	20	16	14	11

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-31；汇率：按 1HKD=0.84518CNY 换算

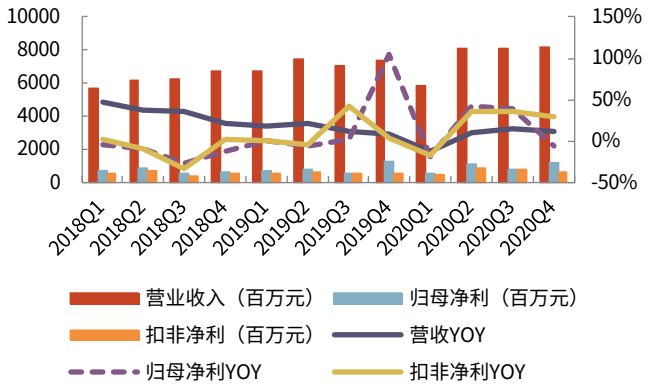
附录:

图 1：公司 2016-2020 年收入利润增长情况



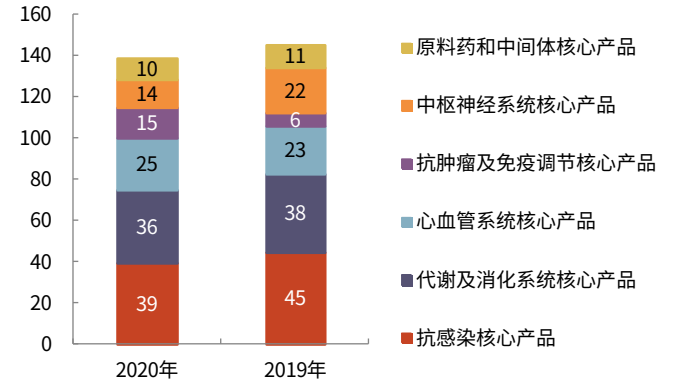
资料来源：iFinD、光大证券研究所

图 2：公司 2018-2020 年单季度收入利润增长情况



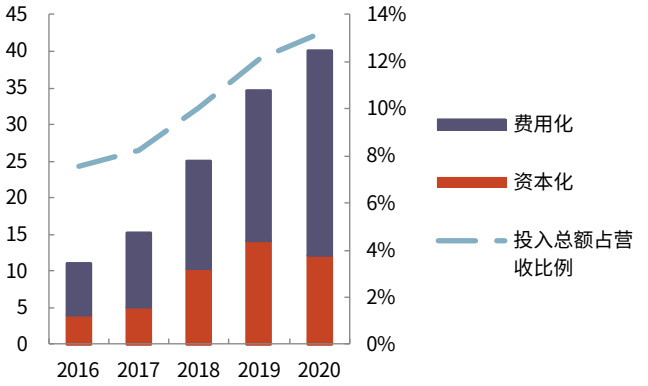
资料来源：iFinD、光大证券研究所

图 3：公司 2019-2020 年制药板块核心产品收入情况（亿元）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

图 4：公司近年来研发投入持续加大（亿元）



资料来源：公司年报、光大证券研究所

表 2：公司自研小分子创新药研发进展（截至 2020 年报期）

治疗领域	药品名称/代号	适应症	截至报告期末于中国的研发进展	截至报告期末于其他国家的研发进展
抗肿瘤	SAF-189	非小细胞肺癌	II 期临床	获临床试验批准（美国）
	FCN-411	非小细胞肺癌	I 期临床	-
	FN-1501	白血病，实体瘤	I 期临床	I 期临床（美国、澳大利亚）
	FCN-159	恶性黑色素瘤	I 期临床	-
	FCN-159	1 型神经纤维瘤	获临床试验批准	-
	ORIN1001 注	实体瘤	I 期临床	I 期临床（美国）
	FCN-647	复发或难治的 B 淋巴细胞恶性肿瘤	获临床试验批准	-
	FCN-011	实体瘤	获临床试验批准	-
	FCN-338	血液系统恶性肿瘤	获临床试验批准	获临床试验批准（美国）
	FCN-437c	乳腺癌	II 期临床	I 期临床（美国）
代谢及消化系统	万格列净片	糖尿病	I 期临床	-
	FCN-207	高尿酸血症	I 期临床	-
其他	ORIN1001	特发性肺纤维化	-	获临床试验批准（美国）

资料来源：公司年报、光大证券研究所（注：用于复发性、难治性、转移性乳腺癌（包括三阴乳腺癌） 已获得美国 FDA Fast Track Development Program（即快速通道审评）认证。）

表 3：公司自研生物创新药研发进展（截至 2020 年报期）

治疗领域	药品名称/代号	适应症	截至报告期末于中国的研发进展	截至报告期末于其他国家的研发进展
抗肿瘤	重组抗 EGFR 人源化单克隆抗体注射液（HLX07）	实体瘤	Ib/II 期临床[注1]	获临床试验批准（美国）
	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液(HLX10)（包括联合治疗及化疗）	高度微卫星不稳定型实体瘤（MSI-H）	II 期临床[注2]	获临床试验批准（美国）
		局部晚期／转移性食管鳞癌（ESCC）	III 期临床	-
		鳞状非小细胞肺癌（sqNSCLC）	III 期临床	III 期临床（土耳其等）
		广泛期小细胞肺癌(ES-SCLC)	III 期临床	III 期临床（土耳其等）
		胃癌（GC）	III 期临床	-
		复发或转移性头颈部鳞状细胞癌（HNSCC）	II 期临床	-
		非鳞状非小细胞肺癌（nsNSCLC）	III 期临床	-
		肝细胞癌（HCC）	II 期临床	-
		转移性结直肠癌（mCRC）	II 期/III 期临床	-
	重组抗 PD-L1 全人单克隆抗体注射液(HLX20)	实体瘤	获临床试验批准	I 期临床（澳大利亚）
	HLX22 单抗注射液	胃癌（GC）、乳腺癌（BC）	I 期临床	-
	注射用 HLX55 单抗	实体瘤	I 期临床	-
	HLX56 单抗注射液	实体瘤	获临床试验批准（中国台湾）	-
	重组 HER2 人源化单克隆抗体单甲基奥瑞他汀 F 偶联剂注射液	HER2 阳性的晚期乳腺癌和/或晚期恶性实体瘤	I 期临床	-
抗感染	抗 S1 全人源单克隆中和抗体(HLX70)	新型冠状病毒肺炎和新型冠状病毒引起的急性呼吸窘迫综合征或多重器官衰竭	-	获临床试验批准（美国）
	ACE2-Fc 受体融合蛋白(HLX71)	新型冠状病毒肺炎	-	获临床试验批准（美国）
	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液(HLX10)	慢性乙型肝炎（HBV）	II 期临床（中国台湾）	-
血液系统	重组人促红素-HyFc 融合蛋白注射液	贫血	I 期临床	-

资料来源：公司年报、光大证券研究所（注 1：于中国大陆开展 Ib/II 期临床试验中， 于中国台湾地区开展的 Ia 期临床试验已完成。注 2：实体瘤适应症的 I 期临床试验于中国台湾地区开展中；经标准治疗失败的、不可切除或转移性高度微卫星不稳定型或错配修复缺陷型实体瘤的 II 期临床研究于中国境内开展中。）

表 4：公司许可引进创新药研发进展（截至 2020 年报期）

治疗领域	药品名称/代号	适应症	截至报告期末于中国的研发进展
代谢及消化系统	Tenapanor 片	便秘性肠易激综合症(IBS-C)	I 期临床
	枸橼酸焦磷酸铁溶液	透析患者铁替代药	III 期临床
抗肿瘤	Balixafortide	乳腺癌	临床试验申请准备
	SurvaxM 注射液	恶性胶质母细胞瘤	临床试验申请准备
抗感染	mRNA 疫苗 BNT162b1	预防新型冠状病毒肺炎	I 期临床
	mRNA 疫苗 BNT162b2		II 期临床
	PA-824	无法耐受治疗/疗效欠佳的广泛耐药结核病（XDR-TB）或耐多药结核病（MDR-TB）	I 期临床
中枢神经系统	Opicapone 胶囊	帕金森综合征	I 期临床[注]
血液系统	马来酸阿伐曲泊帕片	慢性免疫性血小板减少症（ITP）	获临床试验批准
	Tenapanor 片	终末期肾病透析患者高磷血症(ESRD-HD)	获临床试验批准
其他	Bremelanotide 注射液	机能减退女性性欲障碍（HSDD）	I 期临床
	Fortacin 喷雾（利多卡因丙胺卡因喷雾剂）	早泄	临床试验申请
	RT002	成人中重度眉间纹（GL）	获临床试验批准
		颈部肌张力障（CD）	获临床试验批准

资料来源：公司年报、光大证券研究所（注：已豁免 III 期临床， 2021 年 2 月递交上市申请获受理。）

表 5：公司自研生物类似药研发进展（截至 2020 年报期）

治疗领域	药品名称/代号	适应症	截至报告期末于中国的研发进展
抗肿瘤	重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液(HLX04)	转移性结直肠癌（mCRC）、非小细胞肺癌（NSCLC）	上市申请
	重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液(HLX05)	转移性结直肠癌（mCRC）、转移性头颈部鳞状细胞癌（HNSCC）	获临床试验批准
	重组抗 HER2 结构域 II 人源化单克隆抗体注射液(HLX11)	乳腺癌（BC）	I 期临床
	重组抗 VEGFR2 结构域 IIIII 全人单克隆抗体注射液(HLX12)	胃癌（GC）、转移性非小细胞肺癌（NSCLC）、转移性结直肠癌（mCRC）	I 期临床
	重组抗 CTLA-4 全人单克隆抗体注射液(HLX13)	黑色素瘤、肾细胞癌(RCC)、转移性结直肠癌(mCRC)	获临床试验批准
	重组抗 RANKL 全人单克隆抗体注射液(HLX14)	骨质疏松症（OP）	I 期临床
	重组抗 CD38 全人单克隆抗体注射液(HLX15)	多发性骨髓瘤（MM）	获临床试验申请受理
代谢与消化系统	甘精胰岛素注射液	糖尿病	上市申请
	重组人胰岛素注射液	糖尿病	补充申请
	重组赖脯胰岛素注射液	糖尿病	上市申请
	精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液(50R)	糖尿病	III 期临床
	利拉鲁肽注射液	糖尿病	III 期临床
血液系统	重组人促红素注射液(CHO 细胞)	肾性贫血	III 期临床
	注射用重组人促红素（CHO 细胞）	癌性贫血	补充申请

资料来源：公司年报、光大证券研究所

财务报表与盈利预测

利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**28,585**	**30,307**	**36,033**	**42,076**	**48,341**
营业成本	11,543	13,431	15,787	18,113	20,448
折旧和摊销	1,332	1,499	1,183	1,323	1,472
税金及附加	260	217	258	302	347
销售费用	9,847	8,464	10,213	11,565	13,253
管理费用	2,591	2,962	3,163	3,421	3,746
研发费用	2,041	2,795	3,714	4,673	5,547
财务费用	865	724	481	491	490
投资收益	3,565	2,284	2,549	2,829	3,096
营业利润	**4,494**	**4,721**	**5,801**	**6,929**	**8,266**
利润总额	**4,526**	**4,678**	**5,812**	**6,940**	**8,277**
所得税	782	738	943	1,127	1,343
净利润	**3,744**	**3,940**	**4,868**	**5,814**	**6,933**
少数股东损益	422	277	465	555	662
归属母公司净利润	**3,322**	**3,663**	**4,404**	**5,259**	**6,272**
EPS(按最新股本计)	**1.30**	**1.43**	**1.72**	**2.05**	**2.45**

现金流量表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	3,222	2,580	4,484	3,841	4,847
净利润	3,322	3,663	4,404	5,259	6,272
折旧摊销	1,332	1,499	1,183	1,323	1,472
净营运资金增加	1,548	1,809	1,106	2,657	2,714
其他	-2,979	-4,390	-2,208	-5,399	-5,610
投资活动产生现金流	-172	-4,706	-1,219	-379	-126
净资本支出	-3,928	-4,428	-3,191	-3,199	-3,206
长期投资变化	20,930	22,309	0	0	0
其他资产变化	-17,174	-22,587	1,973	2,819	3,080
融资活动现金流	-1,936	1,467	-2,417	-1,648	-2,842
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-1,709	1,890	-1,134	-146	-1,095
无息负债变化	1,666	-1,104	1,857	1,745	1,818
净现金流	1,109	-959	848	1,813	1,880

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	**76,120**	**83,686**	**88,175**	**94,260**	**100,331**
货币资金	9,533	9,962	10,810	12,623	14,502
交易性金融资产	457	1,970	2,069	2,172	2,281
应收帐款	4,368	4,565	5,135	5,996	6,889
应收票据	240	242	360	421	483
其他应收款（合计）	405	326	455	528	604
存货	3,941	5,163	5,484	6,311	7,141
其他流动资产	1,045	1,362	1,649	1,951	2,264
流动资产合计	**20,403**	**25,085**	**26,976**	**31,165**	**35,478**
其他权益工具	108	1	1	1	1
长期股权投资	20,930	22,309	22,309	22,309	22,309
固定资产	7,410	8,136	9,283	10,426	11,522
在建工程	3,145	4,119	4,665	5,073	5,380
无形资产	7,916	8,670	8,546	8,424	8,305
商誉	9,014	8,677	8,677	8,677	8,677
其他非流动资产	1,798	1,829	2,401	2,401	2,401
非流动资产合计	**55,716**	**58,601**	**61,199**	**63,095**	**64,853**
总负债	**36,915**	**37,702**	**38,424**	**40,024**	**40,747**
短期借款	6,358	7,916	8,181	9,155	8,956
应付账款	2,153	2,942	3,243	3,721	4,200
应付票据	245	347	316	362	409
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	249	55	112	172	235
流动负债合计	**17,434**	**24,872**	**25,295**	**26,578**	**26,973**
长期借款	7,293	7,146	7,146	7,146	7,146
应付债券	5,284	1,330	1,330	1,330	1,330
其他非流动负债	3,659	1,231	1,517	1,820	2,133
非流动负债合计	**19,482**	**12,829**	**13,129**	**13,445**	**13,774**
股东权益	**39,204**	**45,984**	**49,751**	**54,237**	**59,584**
股本	2,563	2,563	2,563	2,563	2,563
公积金	14,667	17,861	17,861	17,861	17,861
未分配利润	15,126	17,505	20,807	24,738	29,423
归属母公司权益	31,888	36,996	40,297	44,228	48,914
少数股东权益	7,316	8,989	9,453	10,008	10,670

主要指标

盈利能力（%）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	59.6%	55.7%	56.2%	57.0%	57.7%
EBITDA 率	16.5%	15.0%	12.5%	13.8%	14.6%
EBIT 率	11.6%	9.8%	9.2%	10.7%	11.5%
税前净利润率	15.8%	15.4%	16.1%	16.5%	17.1%
归母净利润率	11.6%	12.1%	12.2%	12.5%	13.0%
ROA	4.9%	4.7%	5.5%	6.2%	6.9%
ROE（摊薄）	10.4%	9.9%	10.9%	11.9%	12.8%
经营性 ROIC	6.9%	6.5%	6.0%	7.5%	8.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	48%	45%	44%	42%	41%
流动比率	1.17	1.01	1.07	1.17	1.32
速动比率	0.94	0.80	0.85	0.94	1.05
归母权益/有息债务	1.48	1.58	1.81	2.00	2.33
有形资产/有息债务	2.59	2.69	3.03	3.33	3.79

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	34.45%	27.93%	28.34%	27.49%	27.42%
管理费用率	9.06%	9.77%	8.78%	8.13%	7.75%
财务费用率	3.03%	2.39%	1.34%	1.17%	1.01%
研发费用率	7.14%	9.22%	10.31%	11.11%	11.48%
所得税率	17%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.39	0.43	0.52	0.62	0.74
每股经营现金流	1.26	1.01	1.75	1.50	1.89
每股净资产	12.44	14.44	15.72	17.26	19.09
每股销售收入	11.15	11.83	14.06	16.42	18.86

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	31	28	23	19	16
PB	3.2	2.8	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	24.8	26.4	26.4	20.6	17.0
股息率	1.0%	1.1%	1.3%	1.6%	1.9%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测　　注：按最新股本摊薄测算

原点资产

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE