

公司研究

21Q1 业绩持续高增长超预期，新冠疫苗进入业绩兑现期

——智飞生物（300122.SZ）2020 年报&2021 年一季报点评

买入（维持）

当前价：186.72 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

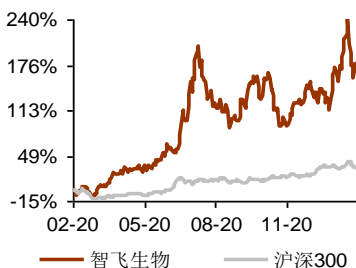
010-57378027

wangmingrui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	16.00
总市值(亿元):	2987.52
一年最低/最高(元):	76.27/216.57
近3月换手率:	60.69%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	5.27	30.92	108.69
绝对	5.79	23.74	140.61

资料来源：Wind

相关研报

业绩符合预期，HPV 疫苗强劲增长——智飞生物（300122.SZ）2020 年业绩快报点评（2021-02-22）

15 价肺炎结合疫苗开展 III 期临床，HPV 疫苗成功续签协议——智飞生物（300122.SZ）公告点评（2020-12-31）

要点

事件：

- 1) 公司发布 2020 年报，实现营业收入 151.90 亿元，同比+43.48%；归母净利润 33.01 亿元，同比+39.51%；扣非归母净利润 33.23 亿元，同比+39.13%；经营性净现金流 34.97 亿元，同比+155.79%；EPS 2.06 元。业绩符合市场预期。
- 2) 公司发布 2021 年一季报，实现营业收入 39.27 亿元，同比+49.04%；归母净利润 9.38 亿元，同比+81.69%；扣非归母净利润 9.42 亿元，同比+79.68%；经营性净现金流-1.14 亿元；EPS 0.59 元；业绩超市场预期。

点评：

HPV 疫苗持续拉动业绩高增长，现金流状况明显改善：2020 年 Q1~Q4，公司单季度营业收入分别为 26.35/43.59/40.56/41.41 亿元，同比+14.87%/58.79%/54.37%/41.74%；归母净利润 5.16/9.88/9.74/8.23 亿元，同比+2.85%/53.23%/58.13%/36.33%；扣非归母净利润 5.25/9.88/9.70/8.40 亿元，同比-1.47%/+53.40%/+56.16%/+42.25%。随着疫情逐步得到控制，公司稳步复产复工，提高学术会议的推广质量，确保了经营目标顺利实现。2020 年公司自主和代理产品批签发量均有大幅提升，较好的满足了民众的接种需求：

- **自主产品方面：**营业收入 11.98 亿元，同比-9.50%，主要是 AC-Hib 三联苗未获得再注册无法继续生产；毛利率 86.52%，相比上年下降 7.20pp。四价流脑多糖疫苗批签发 606.24 万支，同比+703.18%，占全市场批签发量的 54.38%；Hib 疫苗批签发 369.77 万支，同比+764.13%，占全市场批签发量的 33.17%；AC 结合疫苗批签发 440.41 万支，同比+558.10%，占全市场批签发量的 59.24%。
- **代理产品方面：**营业收入 139.55 亿元，同比+51.88%，主要由 HPV 疫苗带动；毛利率 34.82%，相比上年提升 1.19pp。4 价 HPV 疫苗估计实现收入超过 55 亿元，批签发 721.95 万支，同比+30.23%；9 价 HPV 疫苗估计实现收入超过 60 亿元，批签发 506.64 万支，同比+52.41%；5 价轮状病毒疫苗估计实现收入超过 10 亿元，批签发 399.33 万支，同比-15.00%；23 价肺炎多糖疫苗批签发 47.85 万支，同比-66.98%；灭活甲肝疫苗批签发 48.20 万支，同比-3.19%。

公司 2020 年经营性净现金流大幅增长，净利润现金含量达到 105.92%，相比往年出现大幅提升，销售回款情况良好。

研发投入力度持续加大，多重产品矩阵逐步成型：公司 2020 年研发投入 4.81 亿元，同比增长 85.61%，占营收比例达到 3.16%；其中费用化 3.00 亿元，研发费用率 1.97%。现有研发基地 2 个，研发中心 1 个，在研项目 27 项，逐步构建具有行业竞争力的多个产品矩阵：

- 结核产品矩阵：
 - 已上市：重组结核杆菌融合蛋白（EC）于 2020 年 4 月获批；注射用母牛分枝杆菌于 2001 年上市；
 - 审评审批：母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）；

- 在研项目：冻干重组结核疫苗（AEC/BC02）、皮内注射用卡介苗、卡介菌纯蛋白衍生物都在推进临床试验；
- 狂犬病疫苗矩阵：
 - 在研项目：冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）、冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）都在推进 III 期临床试验；
- 呼吸道病毒疫苗矩阵：
 - 在研项目：流感病毒裂解疫苗已完成临床试验并获得总结报告；重组新型冠状病毒疫苗（CHO 细胞）、四价流感病毒裂解疫苗正在推进 III 期临床试验；呼吸道合胞病毒（RSV）疫苗正在进行临床前研究；
- 肺炎疫苗矩阵：
 - 在研项目：23 价肺炎球菌多糖疫苗已完成临床试验；15 价肺炎球菌结合疫苗正在推进 III 期临床试验；
- 肠道疾病疫苗矩阵：
 - 在研项目：福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗、肠道病毒 71 型灭活疫苗、四价重组诺如病毒疫苗（毕赤酵母）正在推进临床试验；灭活轮状病毒疫苗正在准备临床试验；双价手足口病疫苗、双价重组轮状病毒疫苗（毕赤酵母）正在进行临床前研究；
- 脑膜炎疫苗矩阵：
 - 在研项目：ACYW135 群流脑结合疫苗正在进行临床试验；重组 B 群脑膜炎球菌疫苗正在进行临床前研究。

同时公司以疫苗为依托，在大生物、大健康领域积极进取，公司在 2020 年 6 月对智睿投资增资 1 亿元以满足其在预防、治疗大健康领域的布局需要；在 2020 年 12 月参股深信生物布局 mRNA 技术平台。公司始终将长期发展的核心驱动力定位于技术创新与突破，未来随着自主产品陆续获批上市，将促进技术与市场的互动，形成良性循环，实现创新驱动长期健康发展。

新冠疫苗已获批上市，助力疫情防控：公司在新冠疫情发生后不计投入潜心研发新冠疫苗，与中科院微生物研究所合作开发了重组新型冠状病毒疫苗（CHO 细胞），在 2020 年 6 月启动临床试验，10 月获得 I、II 期临床安全性和免疫原性关键数据，2021 年 3 月被纳入紧急使用，作为国产新冠疫苗第一梯队，公司的新冠疫苗将为抗击疫情做出突出贡献。根据临床试验结果，接种 2 剂次疫苗后，76% 的人可以产生中和抗体，接种 3 剂次疫苗后 97% 的人可以产生中和抗体，抗体的几何平均滴度（GMT）达到 102.5，超过 89 份新冠康复病人血清中和抗体水平（GMT, 51）。目前公司的新冠疫苗制剂产能约为 3 亿支/年，已经在安徽、江苏、重庆等多个省市启动了接种工作，并已经出口乌兹别克斯坦，将为新冠疫情防控提供有力的支持，预计该产品将从 2021Q2 开始贡献业绩。

一季度销售继续放量，全年持续高增长可期：2020Q1，公司的自主和代理产品均有较大增长，9 价 HPV 疫苗批签发 120.57 万支，同比+191.02%；4 价 HPV 疫苗批签发 166.00 万支，同比+47.46%；5 价轮状病毒疫苗批签发 101.44 万支，同比-13.27%；4 价流脑疫苗批签发 215.69 万支，同比+140.19%；AC 结合疫苗批签发 183.99 万支，同比+89.53%；23 价肺炎多糖疫苗和 Hib 结合疫苗 Q1 无批签发。公司多个核心品种批签发增长强劲，预计全年有望维持较高业绩增速。

盈利预测、估值与评级：暂不考虑新冠疫苗对业绩的贡献，由于公司一季度业绩超出我们此前的预期，上调 2021-2022 年归母净利润预测为 47.36/61.26 亿元（原预测为 46.95/58.79 亿元，分别上调 1%/4%），新增预测 2023 年归母净利润为 78.09 亿元，同比增长 43.45%/29.37%/27.46%，对应 EPS 分别为 2.96/3.83/4.88 元，当前股价对应 PE 分别为 63/49/38 倍，维持“买入”评级。

风险提示：微卡上市与推广低于预期；HPV 疫苗竞争对手增多。

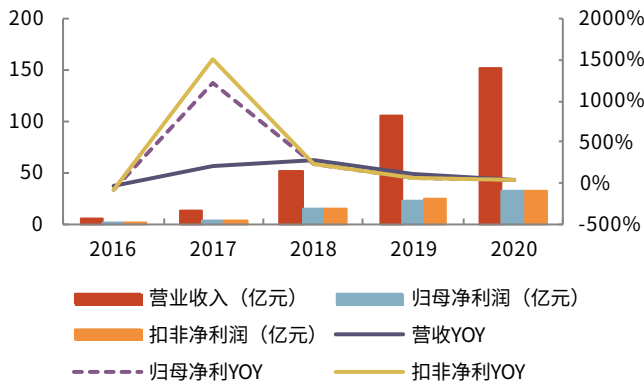
表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	10,587	15,190	20,292	23,814	27,038
营业收入增长率	102.50%	43.48%	33.58%	17.36%	13.54%
净利润 (百万元)	2,366	3,301	4,736	6,126	7,809
净利润增长率	63.05%	39.51%	43.45%	29.37%	27.46%
EPS (元)	1.48	2.06	2.96	3.83	4.88
ROE (归属母公司) (摊薄)	41.17%	40.02%	38.87%	35.69%	33.25%
P/E	126	91	63	49	38
P/B	52.1	36.3	24.6	17.4	12.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-04-19

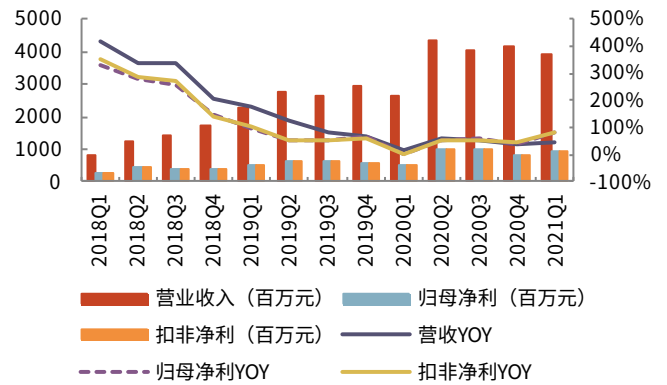
1、附录

图 1: 公司 2016-2020 年收入利润情况



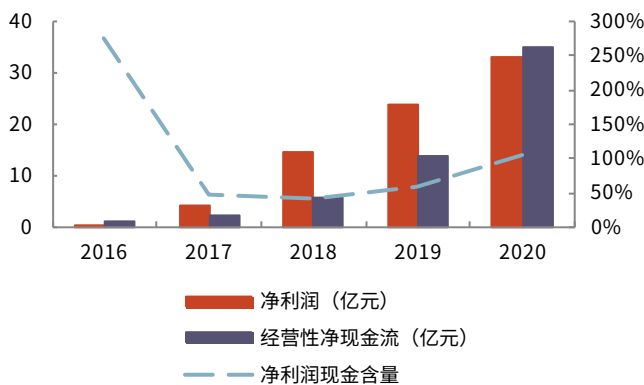
资料来源: 公司财报、光大证券研究所

图 2: 公司 2018-2021Q1 单季度收入利润情况



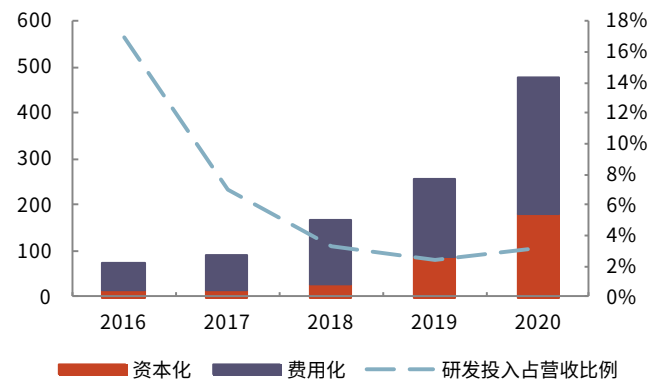
资料来源: 公司财报、光大证券研究所

图 3: 公司 2016-2020 年现金流情况



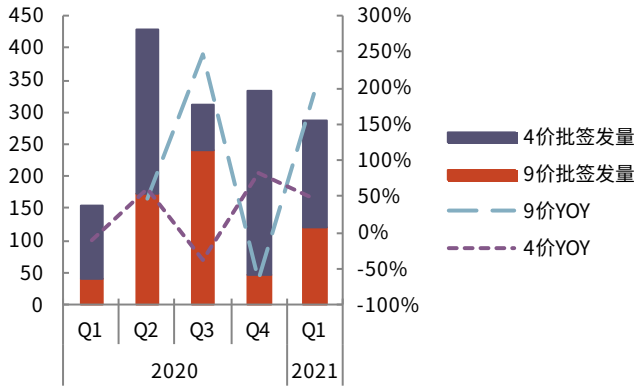
资料来源: 公司财报、光大证券研究所

图 4: 公司 2016-2020 年研发投入情况 (百万元)



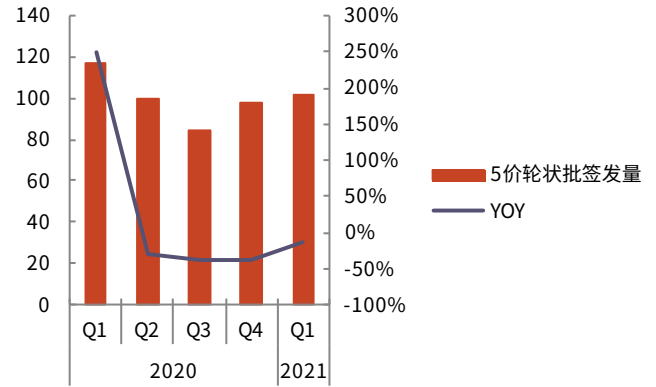
资料来源: 公司财报、光大证券研究所

图 5: MSD 的 HPV 疫苗批签发量 (万支)



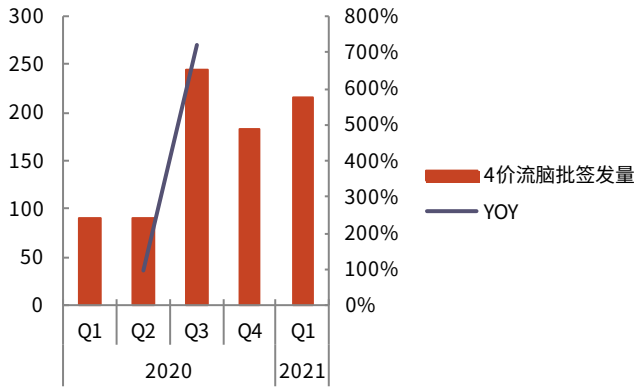
资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

图 6: MSD 的 5 价轮状病毒疫苗批签发量 (万支)



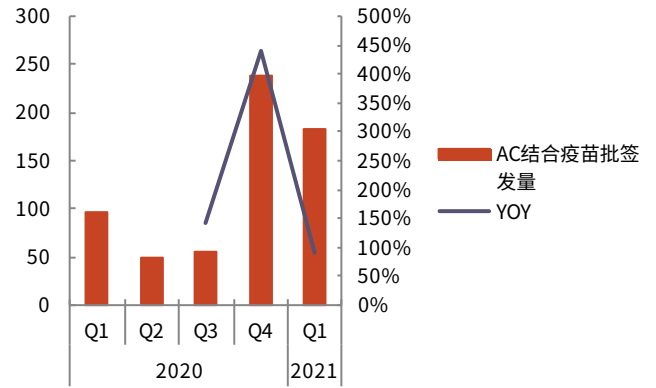
资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

图 7: 公司的 4 价流脑疫苗批签发量 (万支)



资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

图 8: 公司的 AC 结合疫苗批签发量 (万支)



资料来源: 医药魔方、光大证券研究所

表 1: 公司进入注册程序的项目研发进展 (截至 2020 年报期)

序号	药品名称	注册分类	功能主治	注册阶段	进展情况
1	母牛分枝杆菌疫苗 (结核感染人群用)	预防用生物制品 1 类	用于结核菌潜伏感染高危人群结核病的预防。	申报生产	CDE 专业评审中
2	流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品 15 类	接种本疫苗后, 可刺激机体产生抗流感病毒免疫力, 用于预防本株病毒引起的流行性感冒。	临床试验	完成临床试验, 并获得临床试验总结报告
3	23 价肺炎球菌多糖疫苗	预防类生物制品 9 类	预防肺炎链球菌引起的感染性疾病。	临床试验	临床试验已完成
4	重组新型冠状病毒疫苗 (CHO 细胞) (ZF2001)	预防用生物制品 1 类	用于预防由 2019-nCoV 引起的新型冠状病毒肺炎。	临床试验	III 期临床试验进行中
5	15 价肺炎球菌结合疫苗	预防类生物制品 7 类	预防肺炎链球菌引起的感染性疾病。	临床试验	III 期临床试验进行中
6	冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞)	预防用生物制品 9 类	接种本疫苗后, 可刺激机体产生抗狂犬病病毒免疫力, 用于预防狂犬病。	临床试验	III 期临床试验进行中
7	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	预防用生物制品 15 类	接种本疫苗后, 可刺激机体产生抗狂犬病病毒免疫力, 用于预防狂犬病。	临床试验	III 期临床试验进行中
8	四价流感病毒裂解疫苗	预防用生物制品 15 类	接种本疫苗后, 可刺激机体产生抗流感病毒免疫力, 用于预防本株病毒引起的流行性感冒。	临床试验	III 期临床试验进行中
9	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	预防类生物制品 1 类	预防志贺氏菌引起的感染性疾病。	临床试验	临床试验进行中
10	ACYW135 群流脑结合疫苗	预防类生物制品 7 类	预防脑膜炎球菌引起的感染性疾病。	临床试验	临床试验进行中
11	肠道病毒 71 型灭活疫苗	预防类生物制品 1 类	预防 EV71 感染引起的疾病。	临床试验	临床试验进行中
12	冻干重组结核疫苗 (AEC/BC02)	预防用生物制品 1 类	用于预防结核分枝杆菌潜伏感染人群结核病发病	临床试验	临床试验进行中
13	皮内注射用卡介苗	预防用生物制品 15 类	接种本疫苗后, 可使机体产生细胞免疫应答。用于预防结核病。	临床试验	临床试验进行中
14	卡介菌纯蛋白衍生物	治疗用生物制品 15 类	用于结核病的临床辅助诊断、结核病流行病学	临床试验	临床试验进行中

			调查及卡介苗接种后机体免疫反应的监测。与鉴别用体内诊断试剂（重组结核融合蛋白（EC））联用，可用于鉴别卡介苗未接种或接种后阴性的结核杆菌未感染人群、卡介苗接种后阳性的结核杆菌未感染人群、结核杆菌感染人群。		
15	四价重组诺如病毒疫苗（毕赤酵母）	预防用生物制品 1 类	接种本疫苗后，可刺激机体产生抗诺如病毒免疫力，用于预防诺如病毒感染引起的急性胃肠炎。	临床试验	临床试验进行中
16	组份百白破疫苗	预防类生物制品 4 类	预防百日咳、白喉和破伤风杆菌引起的疾病。	临床试验	临床试验准备中
17	灭活轮状病毒疫苗	预防用生物制品 1 类	用于预防轮状病毒引起的腹泻。	临床试验	临床试验准备中

资料来源：公司年报、光大证券研究所

表 2：临床前项目

序号	产品名称	2020 年进度及变化		预计进度（2021-2022 年）	
1	重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）	临床前研究		临床前研究	临床前研究
2	双价手足口病疫苗	临床前研究		申报临床	获得临床试验通知书
3	双价重组轮状病毒疫苗（毕赤酵母）	临床前研究	申报临床并获得受理	获得临床试验通知书	临床试验
4	重组带状疱疹疫苗（CHO 细胞）	临床前研究	申报临床并获得受理	获得临床试验通知书	临床试验
5	乙型肝炎灭活疫苗	临床前研究		临床前研究	申报临床
6	治疗用卡介苗	临床前研究		临床前研究	申报临床
7	灭活水痘带状疱疹疫苗	临床前研究		临床前研究	申报临床
8	呼吸道合胞病毒（RSV）疫苗	临床前研究		临床前研究	临床前研究
9	重组 B 群脑膜炎球菌疫苗	临床前研究		申报临床并获得受理	临床试验
10	重组 MERS 病毒疫苗	临床前研究		临床前研究	申报临床并获得受理

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	10,587	15,190	20,292	23,814	27,038
营业成本	6,136	9,268	12,306	13,610	14,503
折旧和摊销	89	121	141	168	196
税金及附加	51	71	101	119	135
销售费用	1,096	1,198	1,511	1,850	2,130
管理费用	183	212	226	240	256
研发费用	170	300	419	687	869
财务费用	75	131	138	110	-6
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	2,814	3,895	5,565	7,188	9,152
利润总额	2,765	3,854	5,528	7,151	9,115
所得税	399	553	792	1,025	1,307
净利润	2,366	3,301	4,736	6,126	7,809
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,366	3,301	4,736	6,126	7,809
EPS (元)	1.48	2.06	2.96	3.83	4.88

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,367	3,497	3,238	5,033	6,751
净利润	2,366	3,301	4,736	6,126	7,809
折旧摊销	89	121	141	168	196
净营运资金增加	3,736	2,979	3,049	2,256	2,058
其他	-4,824	-2,905	-4,688	-3,518	-3,311
投资活动产生现金流	-623	-897	-575	-587	-562
净资本支出	-573	-827	-557	-557	-558
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-50	-70	-17	-30	-5
融资活动现金流	-393	-2,114	973	-3,566	-3,956
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,763	490	1,911	-2,308	-2,477
无息负债变化	803	1,281	1,225	592	438
净现金流	352	481	3,636	880	2,234

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	42.0%	39.0%	39.4%	42.8%	46.4%
EBITDA 率	29.2%	28.6%	29.1%	31.6%	34.8%
EBIT 率	28.3%	27.8%	28.4%	30.9%	34.0%
税前净利润率	26.1%	25.4%	27.2%	30.0%	33.7%
归母净利润率	22.4%	21.7%	23.3%	25.7%	28.9%
ROA	21.6%	21.7%	21.2%	24.0%	26.2%
ROE (摊薄)	41.2%	40.0%	38.9%	35.7%	33.2%
经营性 ROIC	26.9%	27.2%	29.4%	32.4%	36.1%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	47%	46%	45%	33%	21%
流动比率	1.61	1.69	1.82	2.55	4.02
速动比率	1.12	1.19	1.37	1.94	3.16
归母权益/有息债务	2.41	2.87	2.55	6.93	-
有形资产/有息债务	4.35	5.01	4.48	9.94	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	10,942	15,215	22,287	25,550	29,835
货币资金	1,150	1,437	5,073	5,953	8,187
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	4,437	6,624	8,386	9,841	11,173
应收票据	0	0	2	2	2
其他应收款 (合计)	63	9	125	146	166
存货	2,484	3,406	4,522	5,001	5,329
其他流动资产	0	5	10	14	17
流动资产合计	8,167	11,537	18,191	21,039	24,963
其他权益工具	100	170	170	170	170
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,037	1,480	1,761	2,022	2,264
在建工程	947	906	942	969	989
无形资产	241	271	315	358	400
商誉	19	19	19	19	19
其他非流动资产	116	293	293	293	293
非流动资产合计	2,776	3,678	4,096	4,510	4,872
总负债	5,195	6,967	10,103	8,386	6,347
短期借款	2,384	2,874	4,785	2,477	0
应付账款	2,213	3,030	4,023	4,449	4,741
应付票据	9	55	72	80	85
预收账款	0	0	1	1	1
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	5,072	6,817	9,972	8,256	6,217
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	95	116	116	116	116
非流动负债合计	123	150	130	130	130
股东权益	5,747	8,249	12,184	17,163	23,487
股本	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
公积金	674	993	1,008	1,008	1,008
未分配利润	3,473	5,656	9,576	14,555	20,879
归属母公司权益	5,747	8,249	12,184	17,163	23,487
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	10.35%	7.88%	7.45%	7.77%	7.88%
管理费用率	1.73%	1.40%	1.11%	1.01%	0.95%
财务费用率	0.71%	0.86%	0.68%	0.46%	-0.02%
研发费用率	1.60%	1.97%	2.06%	2.89%	3.21%
所得税率	14%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.50	0.50	0.72	0.93	1.18
每股经营现金流	0.85	2.19	2.02	3.15	4.22
每股净资产	3.59	5.16	7.62	10.73	14.68
每股销售收入	6.62	9.49	12.68	14.88	16.90

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	126	90	63	49	38
PB	52.0	36.2	24.6	17.4	12.7
EV/EBITDA	98.2	70.1	51.4	40.1	31.7
股息率	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	0.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
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与、不与，也将不会与本报告中的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