

凯莱英(002821)

点评报告

行业公司研究—医疗服务II行业—

证券研究报告

# 订单产能共振，业绩加速确定

——凯莱英点评报告

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006  
☎️：联系人：郭双喜  
✉️：sunjian@stocke.com.cn

## 报告导读

公司存货、人员、固定资产与收入同比增速具备较高相关性，我们预计公司 2021-2023 年业绩进入加速期，并有望超预期，上调盈利预测，上调 6-12 个月目标市值至 937 亿，维持“买入”评级。

## 投资要点

### □ 订单：高景气，存货高增长指引 2021Q2-Q3 收入端确定性高增长

1) 存货：高增长指引 2021Q2-Q3 收入端确定性高增长。历史数据看，存货同比增速对后续 1-2 个季度收入同比增速指引性强。基于历史数据以及公司 2020Q4-2021Q1 存货同比增速高增长，我们认为公司 2021Q2-Q3 整体收入高增长确定性高，这是我们与市场预期具有较大差别的地方。2) 订单：多项财务数据指引 2020 年和 2021Q1 订单超高景气。2020 年底存货达到 7.26 亿，相比 2020 年初增加 2.77 亿（同比 2019 年增加值增长 1008%）。合同负债 2020 年增加值同比 2019 年同比增长 1300%。2021Q1 合同负债相比 2020 年底增长 56.01%。为未来 1-2 个季度业绩加速提供订单保障。

### □ 产能：固定资产和人员加速投放指引 2021-2022 年业绩加速

1) 固定资产：新产能进入加速释放期，有望指引业绩高增长。按照公司 2020 年报数据：2021 年底反应釜体积有望同比 2020 年底增加 47.9%，这也为公司 2022 年收入端进一步加速提供产能基础。从历史数据看，固定资产同比增速加快可能指引 1-2 年商业化项目收入增速加快，奠定未来 1-2 年业绩加速基础。2) 人员：2020 年人员高增长指引 2021 年收入端高增速。历史数据看，公司前一年的员工人数同比增速能较好地反应下一年度收入端同比增速情况。2020 年公司新增员工 YOY43%，指引公司 2021 年收入有望加速。

### □ 漏斗：商业化项目有望进入加速兑现期，带来业绩加速

参考合全药业 2018 年-2020 年服务临床项目导流进度，也就意味着在产能不受限的情况下，凯莱英项目导流到兑现阶段应该在 2022 年附近。从固定资产绝对值角度，凯莱英 2020 年达到合全药业 2018 年（16.61 亿）水平。虽然历史数据看总收入增速与固定资产投资节奏并不具备直接相关性，但是从合全药业 2018 年以来业绩加速节奏来看（大概率跟项目执行情况有关），也就意味着伴随着商业化项目和临床 III 期项目数量快速增加，收入端大概率会进入到加速阶段。如果凯莱英也进入到这种商业化项目加速兑现的阶段（前期项目漏斗+BD），意味着公司业绩有望进入加速阶段。

### □ 盈利预测及估值

基于公司核心业务分析，我们认为公司业绩有可能会超预期，因此上调盈利预测。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 4.30、5.89、7.94 元，按 2021 年 5 月 7 日收盘价对应 2021 年 71 倍 PE（2022 年为 52 倍）。参考可比公司估值，考虑到公司新技术应用领先性、CDMO 业务未来较大的成长空间、公司商业化订单进入收获期以及 API 和制剂产能持续释放，公司业绩有望加速，我们给予凯莱英 2021 年 85-90 倍 PE，对应市值区间约 885-937 亿元，维持“买入”评级。

## 评级

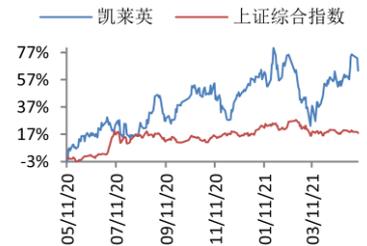
## 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥ 307.06

## 单季度业绩

## 元/股

1Q/2021	0.64
4Q/2020	0.89
3Q/2020	0.82
2Q/2020	0.90



## 公司简介

公司是一家国内领先的 CDMO(医药合同定制研发生产)企业,主要致力于全球制药工艺的技术创新和商业化应用。

## 相关报告

- 1 《【浙商医药】凯莱英 2021Q1: 符合预期, 强调业绩有望加速趋势》2021.04.23
- 2 《【浙商医药】凯莱英: 符合预期, 看好 2021 年业绩加速》2021.04.16
- 3 《【浙商医药】凯莱英深度报告: 差异化优势加速体现的 CDMO 龙头》2021.03.13

报告撰写人：孙建

联系人：郭双喜

**□ 风险提示**

全球创新药研发投入景气度下滑的风险、新业务拓展不及预期风险、竞争风险、汇兑风险、业绩不达预期风险、新产能投放不及预期风险。

**财务摘要**

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3150	4253	5835	7709
(+/-)	28.04%	35.03%	37.20%	32.12%
净利润	722	1041	1427	1925
(+/-)	30.37%	44.22%	37.04%	34.89%
每股收益(元)	2.98	4.30	5.89	7.94
P/E	103.10	71.49	52.17	38.67

## 正文目录

<b>1. 订单：高景气，存货指引 21Q2-Q3 收入端确定性高增长</b> .....	<b>4</b>
1.1. 存货：高增长指引 2021Q2-Q3 收入端高增长.....	4
1.2. 订单：多项财务数据指引 2020 年和 2021Q1 订单超高景气.....	4
<b>2. 产能：固定资产和人员加速投放指引 21-22 年业绩加速</b> .....	<b>5</b>
2.1. 固定资产：新产能进入加速释放期，有望指引业绩高增长.....	5
2.2. 人员：2020 年人员高增长指引 2021 年收入端高增速.....	6
<b>3. 漏斗：商业化项目有望进入加速兑现期，带来业绩加速</b> .....	<b>6</b>
<b>4. 估值与投资建议</b> .....	<b>8</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>8</b>

## 图表目录

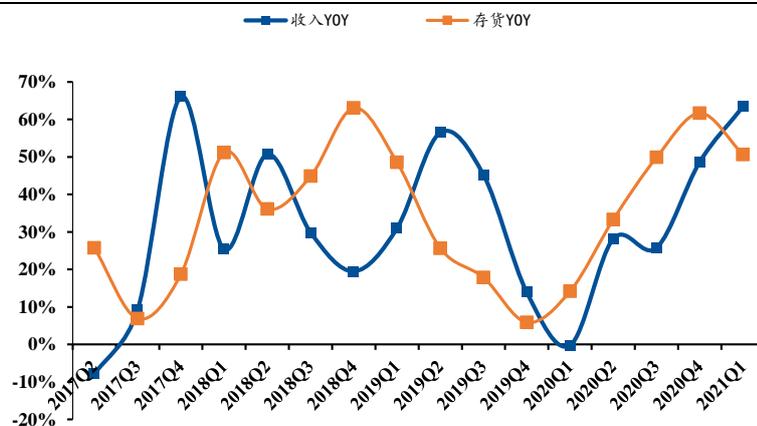
图 1：凯莱英存货 YOY 指引未来 1-2 季度收入 YOY 情况.....	4
图 2：2020 年凯莱英存货快速增加.....	5
图 3：2020-2021Q1 合同负债绝对值快速增加.....	5
图 4：2016-2020 年凯莱英固定资产 YOY 与收入 YOY 关系.....	5
图 5：2015-2018 年合全药业固定资产 YOY 与收入 YOY 关系.....	5
图 6：2020 年凯莱英员工人数高增长指引 2021 年收入有望高增长.....	6
图 7：2016-2020 年凯莱英完成项目拆分.....	7
图 8：2015-2018 年合全药业固定资产 YOY 与收入 YOY 关系.....	7
图 9：2015-2021Q1 年凯莱英固定资产绝对值变化.....	7
图 10：2012-2018 年合全药业固定资产变化.....	7
表 1：可比公司估值.....	8
表附录：三大报表预测值.....	9

## 1. 订单：高景气，存货指引 21Q2-Q3 收入端确定性高增长

### 1.1. 存货：高增长指引 2021Q2-Q3 收入端高增长

存货同比增速指引未来 1-2 个季度收入同比增速加快。历史数据看，存货同比增速对后续 1-2 个季度收入同比增速指引性强。我们通过对季度历史数据中存货同比增速水平(季度同比前一年相同季度同比增速)与季度收入同比增速水平进行分析对比后发现，历史上存货同比增速对未来 1-2 个季度收入指引性很强。从存货周转率的角度来看存货同比增速对未来 1-2 个季度收入同比增速指引是具有相关性的(2017-2020 年存货周转率大概在 2.87-3.07 之间，存货周转天数在 117-126 天之间正好是 1-2 个季度)。也是基于以上历史数据以及公司 2020Q4-2021Q1 存货同比增速高增长，我们认为公司 2021Q2-Q3 整体收入高增长的业绩确定性较高，这是我们与市场预期具有较大差别的地方。

图 1：凯莱英存货 YOY 指引未来 1-2 季度收入 YOY 情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

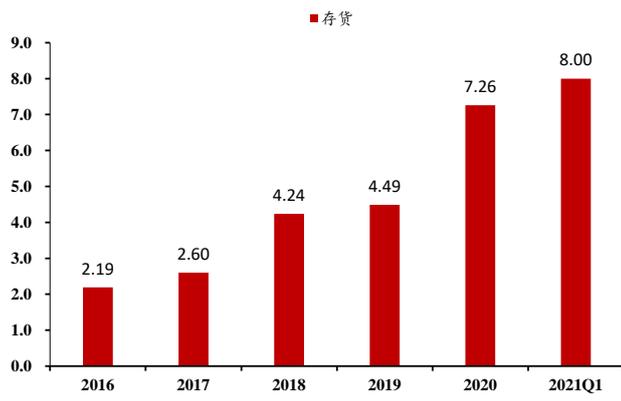
### 1.2. 订单：多项财务数据指引 2020 年和 2021Q1 订单超高景气

财务指标看，2020 和 2021Q1 存货和合同负债高增长都显示订单超高景气。

1) 存货：2020 年底存货达到 7.26 亿，相比 2020 年初增加 2.77 亿(同比 2019 年增加值增长 1008%)，从“其他非流动资产”较期初增加 213.25%也进一步验证 1 年以上的合同仍然超预期增长(2021Q1 “其他非流动资产”相比 2020 年底增长 22%)。2021Q1 存货相比 2020 年底增长绝对值同比 2020Q1 增长绝对值同比增长 10.19%。

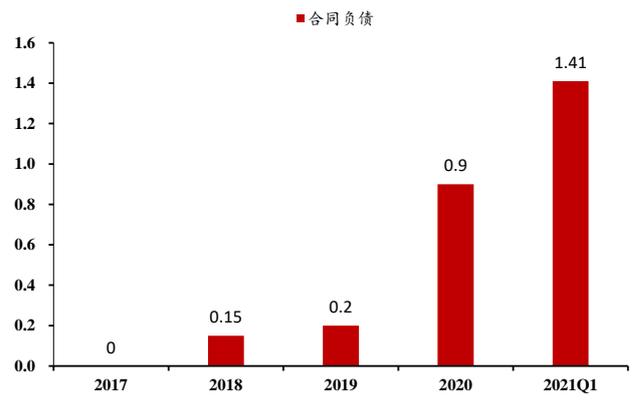
2) 合同负债：合同负债 2020 全年增加绝对值同比 2019 年同比增长 1300%(基数太小，不一定具有很强参考价值，但是我们认为 2020 年合同负债绝对值有明显提升情况下可能意味着凯莱英话语权有较大提升，后续合同负债绝对值达到较高体量有可能会对后续业绩有较好的指引性，这一点可以参考药明康德和康龙化成合同负债对业绩指引性)，2021Q1 合同负债相比去年年底增长 56.01%，相比 2020 年底增长绝对值同比 2020Q1 增长 410%。我们认为以上财务指标反映了公司订单高景气增长。此外，我们发现公司 2021Q1 预付款项同比去年年底增长 103.35%，这些数据都显示公司 2021Q1 订单相对 2020 年底更为景气。

图 2：2020 年凯莱英存货快速增加



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：2020-2021Q1 合同负债绝对值快速增加



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. 产能：固定资产和人员加速投放指引 21-22 年业绩加速

### 2.1. 固定资产：新产能进入加速释放期，有望指引业绩高增长

**固定资产：新产能进入加速释放期，有望指引业绩高增长。**按照公司年报披露数据，2019 年底反应釜体积是 2300m<sup>3</sup>，2020 年底是 2800m<sup>3</sup>，新增反应釜体积 500m<sup>3</sup>（同比增长 21.7%），其中 2020H1 反应釜体积 2400m<sup>3</sup>，意味着 2020H2 新增反应釜体积 400m<sup>3</sup>。如果按照 2020 年报中公司提到 2021 年底相比 2019 年底新增反应釜体积 80% 计算，意味着 2021 年底反应釜体积超过 4140m<sup>3</sup>，同比 2020 年底增加 1340m<sup>3</sup>（YOY 47.9%），这也为公司 2022 年收入端进一步加速提供产能基础。

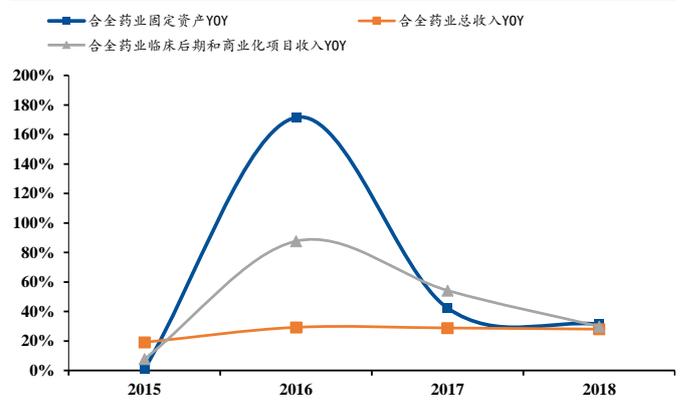
**固定资产同比增速加快可能指引 1-2 年商业化项目收入增速加快。**值得注意的是，从历史数据看公司整体收入同比增速与固定资产同比增速并没有很强的相关性。但是我们通过拆分合全药业 2016-2018 年临床后期和商业化项目收入增速以及凯莱英商业化项目收入同比增速发现，凯莱英的固定资产同比增速加快会带来下一年度凯莱英商业化项目收入同比增速加速，合全药业的固定资产同比增速加快会带来当年和下一年度临床后期和商业化项目收入增速加快（我们也注意到 2016-2018 年合全药业存货和固定资产增长较快，但是临床前期项目收入增速整体一般，临床后期和商业化项目收入呈现加速趋势，也就意味着临床后期项目收入的增长可能与固定资产投放相关度更大）。我们认为可能与商业化项目具有更大的产能需求以及会带来更大的业绩弹性有关。

图 4：2016-2020 年凯莱英固定资产 YOY 与收入 YOY 关系



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：2015-2018 年合全药业固定资产 YOY 与收入 YOY 关系



资料来源：Wind，浙商证券研究所

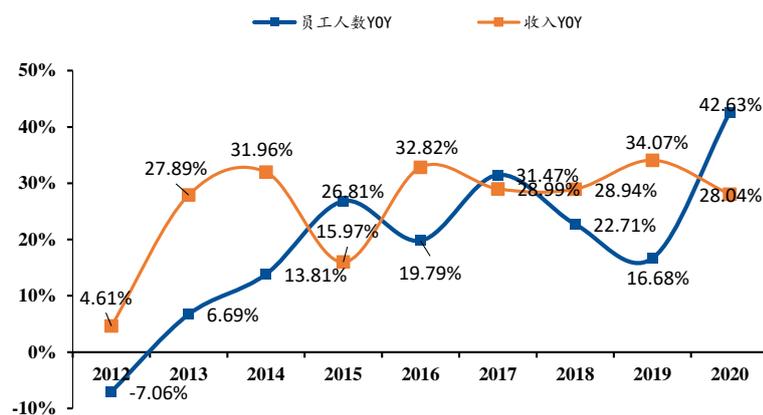
**新产能投放拆解：**吉林凯莱英新建车间和吉林凯莱英制药工程有可能是 2020Q4 和 2021Q1 收入高增长主要产能支撑。根据我们对公司 2020H1 和 2020 年财务报告中在建工程、转固情况以及新增投资项目情况分析来看：2020Q4 和 2021Q1 收入端同比高增长（分别为 48.69%和）的产能支撑动力可能与吉林凯莱英制药工程（预算 2.4 亿，工程累计投入占预算比例 103.46%，新建医药中间体生产基地），其次为吉林凯莱英新建车间（转固 0.68 亿，占转固金额比 23%）有关。值得注意的是公司 2020H2 加大对吉林凯莱英新建车间投资，新增投资 2.04 亿（占 2020H2 在建工程新增投资额 4.88 亿的 42%），而从 2020H1 吉林凯莱英新建车间工程进度已经达到 89%来看，预计 2021-2022 年公司对吉林凯莱英新建车间新增在建工程投资主要是针对设备安装等开支，我们预计吉林凯莱英新建车间（预算 4.83 亿，2020H2 新增 2.04 亿，新建医药中间体生产车间）的新设备有望在 2021Q2 开始有新反应釜陆续投入使用，为业绩高增长奠定产能基础。

**中间体/原料药/制剂新产能进入加速释放期：**从目前项目进度和新增投资金额来看，凯莱英生命科学改造工程（预算 1.35 亿，工程累计投入占预算比例 98.39%，各项车间改造工程）、凯莱英生命科学新制剂车间（预算 5.45 亿，工程累计投入占预算比例 24.86%，新建的多功能制剂车间）、辽宁高端项目（预算 0.9 亿，工程累计投入占预算比例 87.22%，新建原料药生产车间）、凯莱英制药二期工程（预算 0.78 亿，工程累计投入占预算比例 90.96%，新建医药中间体生产基地）等多处产能预计也将进入快速投放阶段，奠定未来 3 年业绩高增长基础。

## 2.2. 人员：2020 年人员高增长指引 2021 年收入端高增速

**人员和收入增长线性相关，2021 年有望加速增长。**我们一直强调目前国内 CDMO 行业体现明显的“供给决定需求”的卖方市场特点，CDMO 行业核心产能包括人员和固定资产，公司人员快速增长也奠定了未来收入持续增长的基础。我们对照公司收入同比增速和员工同比增速数据可以看出，公司前一年的员工人数同比增速能较好地反应下一年度收入端同比增速情况。2020 年公司新增员工同比增速达到 43%，如果按照往年数据来看我们认为公司 2021 年收入有望加速增长。

图 6：2020 年凯莱英员工人数高增长指引 2021 年收入有望高增长



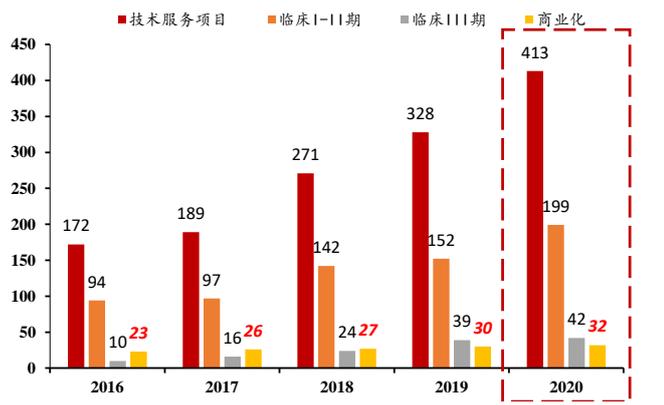
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 3. 漏斗：商业化项目有望进入加速兑现期，带来业绩加速

**项目：商业化项目有望进入加速兑现期。**公司 2020 年完成商业化项目 32 个（同比增加 2 个），临床 III 期项目 42 个（同比增加 3 个），显示出较为稳定的项目增长趋势。全年完成 686 个项目，完成项目数量稳定增长，后期项目和商业化项目逐渐增多，为公司

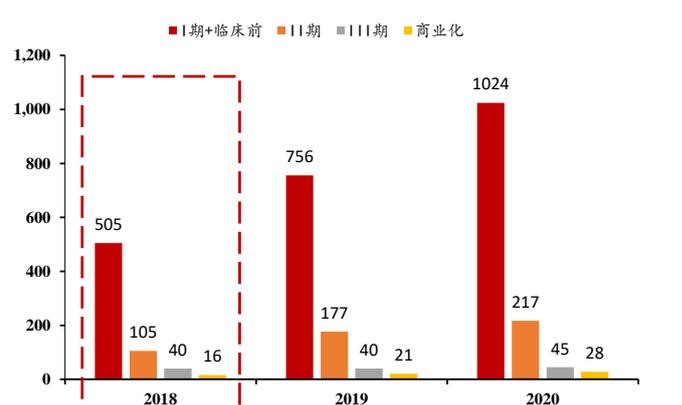
未来收入持续增长奠定良好基础。分业务来看，商业化阶段、临床阶段和技术开发阶段项目收入分别为 16.58 (YOY 35.58%)、11.80 (YOY 17.82%) 和 3.10 亿 (YOY 31.61%)，商业化阶段项目收入占比持续提升至 52.63%，显示出商业化项目订单良好发展态势。商业化项目单价持续提升至 5181 万，显示出公司单个项目质量持续提升趋势，符合我们深度报告中对公司商业化项目单价稳定提升的判断。我们认为伴随着公司漏斗效应(技术服务项目 413 个-临床 I-II 期 199 个-临床 III 期 42 个-商业化项目 32 个)持续兑现，公司收入占比最大的商业化项目数量有望实现加速增长。

图 7：2016-2020 年凯莱英完成项目拆分



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

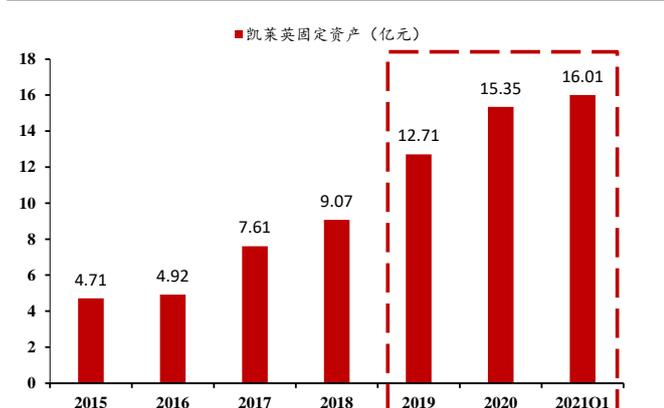
图 8：2015-2018 年合全药业固定资产 YOY 与收入 YOY 关系



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**参考：**参考合全药业 2018 年-2020 年服务临床项目导流进度，也就意味着在产能不受限的情况下凯莱英真正的项目导流到兑现阶段应该在 2022 年附近。从固定资产绝对值角度，凯莱英 2020 年达到合全药业 2018 年 (16.61 亿) 水平。收入增速与固定资产投产节奏并不具备直接相关性，但是从合全药业 2018 年以来业绩加速节奏来看 (大概率跟项目执行情况有关)，也就意味着伴随着商业化项目和临床 III 期项目数量快速增加，收入端大概率会进入到加速阶段。如果凯莱英也进入到这种商业化项目加速兑现的阶段 (前期项目漏斗+BD)，意味着公司业绩有望进入加速阶段。

图 9：2015-2021Q1 年凯莱英固定资产绝对值变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 10：2012-2018 年合全药业固定资产变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**参考以上分析，我们认为凯莱英公司订单高景气(存货、合同负债和预付账款等财务指标)，新产能投放(公司 2021 年底会有 80% 新增反应釜产能投放)以及人员高增长(2020 YOY 42.63%)，我们预计公司 2021-2023 年业绩进入加速期，并有望超预期。**

## 4. 估值与投资建议

基于公司核心业务分析，我们认为公司业绩有可能会超预期，因此上调盈利预测。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 4.30、5.89、7.94 元，按 2021 年 5 月 7 日收盘价对应 2021 年 71 倍 PE（2022 年为 52 倍）。参考可比公司估值，考虑到公司新技术应用领先性、CDMO 业务未来较大的成长空间、公司商业化订单进入收获期以及 API 和制剂产能持续释放，公司业绩有望加速，我们给予凯莱英 2021 年 85-90 倍 PE，对应市值区间约 885-937 亿元，维持“买入”评级。

**表 1：可比公司估值**

代码	重点公司	现价			EPS			PE			评级
		21/05/7	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E			
300363.SZ	博腾股份	51.29	0.60	0.75	1.01	85	68	51	买入		
600259.SZ	药明康德	143.09	1.21	1.67	2.18	118	86	66	买入		
300759.SZ	康龙化成	154.00	1.48	1.84	2.45	104	84	63	买入		
300725.SZ	药石科技	131.00	1.20	2.02	2.83	109	65	46	买入		
603456.SH	九洲药业	40.10	0.47	0.75	1.08	85	53	37	买入		
平均值						100	71	53			
002821.SZ	凯莱英	311.00	2.98	4.30	5.89	104	72	53	买入		

资料来源：浙商证券研究所

## 5. 风险提示

1) **全球创新药研发投入景气度下滑的风险。**由于公司所处行业与创新药企研发投入相关性较大，也与全球生物医药行业投融资景气度息息相关，若全球研发投入不达预期有可能或造成公司业绩受到影响。

2) **竞争风险。**目前国际上有较多企业开展 CDMO 业务，存在竞争风险。

3) **新业务拓展不及预期风险。**公司在从事小分子 CDMO 业务的同时，不断拓展业务领域到大分子 CDMO、临床 CRO 服务等之前未涉及领域，存在新业务拓展不及预期风险。

4) **汇兑风险。**公司目前超过 90% 收入来自海外客户，可能存在因为人民币升值带来的汇兑损失的风险。

5) **业绩不达预期风险。**公司订单等执行有可能不及预期，带来业绩不达预期风险。

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	4030	4248	4705	5614
现金	2125	1809	1495	1806
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	986	1241	1668	2013
其它应收款	39	52	72	95
预付账款	66	88	120	156
存货	726	963	1246	1429
其他	88	95	105	115
<b>非流动资产</b>	3128	4407	5880	7484
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	270	300	350	400
固定资产	1535	2326	3307	4454
无形资产	286	365	483	582
在建工程	671	981	1254	1503
其他	366	436	486	546
<b>资产总计</b>	7158	8656	10585	13098
<b>流动负债</b>	925	1362	1824	2363
短期借款	10	0	0	0
应付款项	522	672	851	1032
预收账款	0	170	292	463
其他	393	520	682	868
<b>非流动负债</b>	238	270	310	360
长期借款	0	0	0	0
其他	238	270	310	360
<b>负债合计</b>	1163	1632	2134	2723
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司股东权益	5995	7023	8450	10376
<b>负债和股东权益</b>	7158	8656	10585	13098
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	569	1339	1301	2106
净利润	722	1041	1427	1925
折旧摊销	160	106	154	212
财务费用	44	1	19	14
投资损失	10	15	20	25
营运资金变动	(5)	134	(53)	91
其它	(361)	42	(265)	(160)
<b>投资活动现金流</b>	(1102)	(1631)	(1597)	(1782)
资本支出	(574)	(1200)	(1400)	(1600)
长期投资	(68)	(30)	(50)	(50)
其他	(459)	(401)	(147)	(132)
<b>筹资活动现金流</b>	2268	(124)	(119)	(114)
短期借款	10	(10)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	2258	(114)	(119)	(114)
<b>现金净增加额</b>	1735	(416)	(414)	211

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	3150	4253	5835	7709
营业成本	1683	2239	3039	3969
营业税金及附加	24	30	40	51
营业费用	84	106	137	170
管理费用	307	404	551	725
研发费用	259	355	488	648
财务费用	44	1	19	14
资产减值损失	26	35	48	63
公允价值变动损益	5	0	0	0
投资净收益	(10)	(15)	(20)	(25)
其他经营收益	99	110	120	130
<b>营业利润</b>	817	1178	1613	2175
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(4)
<b>利润总额</b>	814	1175	1610	2171
所得税	92	133	182	246
<b>净利润</b>	722	1041	1427	1925
少数股东损益	(0)	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	722	1041	1427	1925
<b>EBITDA</b>	922	1232	1723	2342
<b>EPS (最新摊薄)</b>	2.98	4.30	5.89	7.94
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	28.04%	35.03%	37.20%	32.12%
营业利润	30.98%	44.14%	36.99%	34.84%
归属母公司净利润	30.37%	44.22%	37.04%	34.89%
<b>获利能力</b>				
毛利率	46.55%	47.34%	47.92%	48.51%
净利率	22.92%	24.49%	24.46%	24.97%
ROE	15.98%	16.00%	18.45%	20.45%
ROIC	11.25%	14.21%	16.45%	18.20%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	16.25%	18.86%	20.17%	20.79%
净负债比率	0.88%	0.01%	0.01%	0.01%
流动比率	4.36	3.12	2.58	2.38
速动比率	3.57	2.41	1.90	1.77
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.58	0.54	0.61	0.65
应收帐款周转率	3.83	3.76	3.86	3.94
应付帐款周转率	4.27	3.75	3.99	4.22
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.98	4.30	5.89	7.94
每股经营现金	2.35	5.52	5.37	8.69
每股净资产	24.73	28.97	34.85	42.79
<b>估值比率</b>				
P/E	103.10	71.49	52.17	38.67
P/B	12.42	10.60	8.81	7.18
EV/EBITDA	76.43	58.97	42.35	31.02

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>