

凯莱英(002821)

更新报告

行业公司研究—医疗服务行业—

证券研究报告

# 四论业绩确定性加速趋势和长期天花板打开

——凯莱英更新报告

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

## 报告导读

通过财务数据分析我们认为 2021-2024 年凯莱英业绩加速确定性高，有可能会超出市场预期，底层逻辑来自于类比合全药业临床后期和商业化项目进入兑现期带来业绩加速，维持“买入”评级。

## 投资要点

### □ 一论预期：市场对 2021-2023 年业绩预期如何？

**市场预期 2021-2023 年收入端同比增速基本持平于历史复合增速（收入 YOY 30%附近）：**从历史数据看，公司 2016-2020 年收入端复合增速为 30%，归母净利润复合增速在 29.97%，扣非后归母净利润复合增速为 27.2%，一直维持在 30%附近的收入端同比增速水平。这也可能造成市场普遍认为凯莱英 2021-2023 年收入端和利润端同比增速维持在历史水平。参考合全药业 2012-2018 年整体收入端复合增速在 26%附近，但 2019-2021H1 收入端呈现 40%以上的复合增速水平，这就意味着历史收入增速并不一定代表未来复合增速水平。

### □ 二论业绩：业绩会加速么？

**我们认为：市场忽略了公司报表内财务数据变化。但是我们观察到凯莱英 2020 年财务数据（存货、合同负债）、产能情况（人员、固定资产）发生了明显的变化，这些变化可能指引凯莱英 2021-2024 年收入端增速有加速趋势。**正如我们更新报告《订单产能共振，业绩加速确定》中论证；① 2020Q4 和 2021Q1 存货高增长指引 2021Q2-Q3 收入高增长。② 2020 年员工同比高增长指引 2021 年全年收入高增长，呈现加速趋势。③ 2021-2024 年新产能进入加速释放期，有望奠定业绩加速基础。经我们测算公司 2022 年产能有望同比 2020 年底翻倍，2024 年有望同比 2020 年翻两倍以上，奠定业绩高增长基础。在公司订单充沛情况下，也就意味着公司业绩有望维持高增长，参考 2020 年基数我们预计 2021-2024 年公司业绩出现加速概率较大。

### □ 三论逻辑：加速的底层逻辑？

**通过分析对比合全药业 2019-2021H1 收入加速阶段，我们认为凯莱英 2021-2023 年凯莱英业绩加速的底层逻辑可能来自于临床后期和商业化项目也进入漏斗效应兑现期。**① 2020 年凯莱英存货绝对值增长情况与合全药业 2018 年类似（两者收入体量相近）。② 2020 年凯莱英完成临床项目梯队和合全药业 2018 年类似。如果我们推演的头部 CDMO 企业临床后期和商业化项目进入兑现期能够得到验证，就意味着凯莱英有可能会比合全药业晚 2 年附近进入到兑现期（前期漏斗效应积累的结果，目前只有头部的合全药业和凯莱英漏斗梯队最为完整），也就意味着在凯莱英产能不受限情况下，2021-2023 年会进入收入加速期。③ 2020 年凯莱英固定资产绝对值和合全药业 2018 年类似。

### □ 四论空间：怎么看待长期市值天花板？

**我们认为公司短中长期业绩和市值天花板的持续打开确定性高但动力不同。**① **短期看（2021-2023 年）：**小分子中间体 CDMO 业务加速会不断打开业绩天花板。② **中期看（2023-2026 年）：**小分子 CDMO 业务从中间体到高附加值的 API 和制剂 CDMO 业务拓展。③ **长期看（2026-2030 年）：**一体化平台布局以及高

评级	买入
上次评级	买入
当前价格	¥ 348.60
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,为国内外大中型制药企业、生物技术企业提供药物研发、生产一站式 CMC 服务。

## 相关报告

- 1 《【浙商医药】凯莱英：激励常态化，看好 2021 年业绩加速》2021.06.18
- 2 《【浙商医药】凯莱英：订单产能共振，业绩加速确定》2021.05.10
- 3 《【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
- 4 《【浙商医药】凯莱英：符合预期，看好 2021 年业绩加速》2021.04.16
- 5 《【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

附加值新业务成熟后进一步打开市值天花板。

#### □ 盈利预测及估值

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 4.29、6.15、8.78 元，按 2021 年 7 月 26 日收盘价对应 2021 年 81 倍 PE（2022 年 57 倍）。参考可比公司估值，我们认为公司临床后期及商业化项目有望进入快速兑现期带来公司业绩加速，我们给予凯莱英 2021 年 95-100 倍 PE，对应市值区间约 989-1040 亿元，维持“买入”评级。

#### □ 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。

#### 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3150	4399	6197	8665
(+/-)	28.04%	39.67%	40.87%	39.83%
净利润	722	1040	1490	2130
(+/-)	26.00%	43.99%	43.30%	42.93%
每股收益(元)	2.98	4.29	6.15	8.78
P/E	117.05	81.29	56.72	39.69

资料来源：浙商证券研究所

## 正文目录

1. 一论预期：市场对 2021-2023 年业绩预期是多少？	4
2. 二论业绩：公司业绩会加速么？	4
3. 三论逻辑：业绩加速的底层逻辑？	5
4. 四论空间：怎么看待长期市值天花板？	6
5. 估值与投资建议	7
6. 风险提示	8

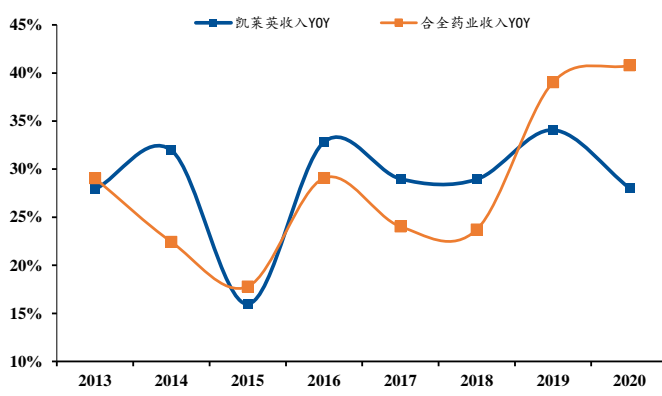
## 图表目录

图 1：凯莱英和合全药业历史收入 YOY 对比	4
图 2：凯莱英和合全药业历史扣非后归母净利润 YOY 对比	4
图 3：存货 YOY 高增长指引 2021Q2-Q3 收入 YOY 高增长	4
图 4：2020 年员工 YOY 高增长指引 2021 年收入 YOY 高增长	4
图 5：2020 年凯莱英存货高增长与合全药业 2018 年类似	5
图 6：2018 年合全药业存货高增长指引 2019 年收入高增长	5
图 7：2016-2020 年凯莱英完成项目拆分	6
图 8：2018-2020 年合全药业服务项目情况	6
图 9：2015-2021Q1 凯莱英固定资产绝对值变化	6
图 10：2012-2018 年合全药业固定资产变化	6
图 11：2021-2030 年短中长期看凯莱英市值天花板有望不断打开	7
表 1：可比公司估值	7
表附录：三大报表预测值	9

## 1. 一论预期：市场对 2021-2023 年业绩预期如何？

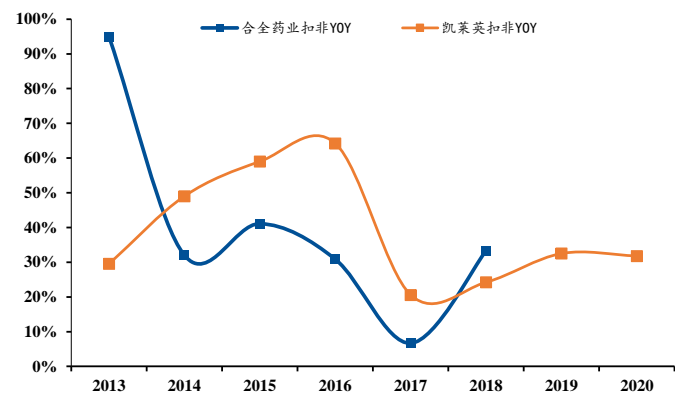
市场预期 2021-2023 年收入端同比增速基本持平于历史复合增速（收入 YOY 30% 附近）：从历史数据看，公司 2016-2020 年收入端复合增速为 30%，归母净利润复合增速在 29.97%，扣非后归母净利润复合增速为 27.2%，一直维持在 30% 附近的收入端同比增速水平。这也可能造成市场普遍认为凯莱英 2021-2023 年收入端和利润端同比增速维持在历史水平。参考合全药业 2012-2018 年整体收入端复合增速在 26% 附近，我们注意到公司 2019-2021H1 收入端呈现 40% 以上的复合增速水平，这就意味着历史收入增速并不一定代表未来复合增速水平。我们更需关注合全药业 2019 年开始业绩加速的底层逻辑和财务数据变化，从而分析凯莱英是不是有类似的变化，从而有望带来未来业绩加速。

图 1：凯莱英和合全药业历史收入 YOY 对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：凯莱英和合全药业历史扣非后归母净利润 YOY 对比



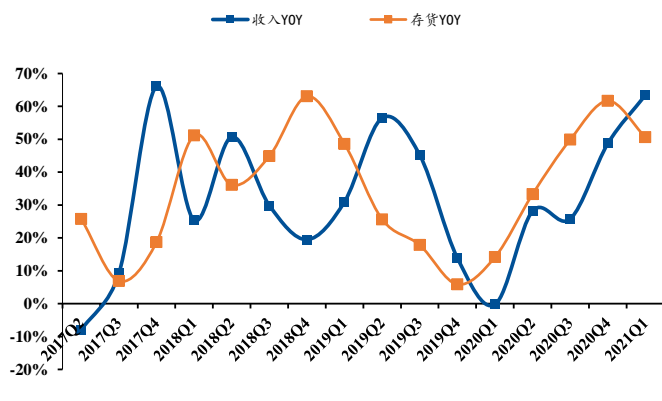
资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 2. 二论业绩：公司业绩会加速么？

我们认为：市场忽略了公司报表内财务数据变化。但是我们观察到凯莱英 2020 年财务数据（存货、合同负债）、产能情况（人员、固定资产）发生了明显的变化，这些变化可能指引凯莱英 2021-2023 年收入端增速有加速趋势。正如我们更新报告《订单产能共振，业绩加速确定》中论证：

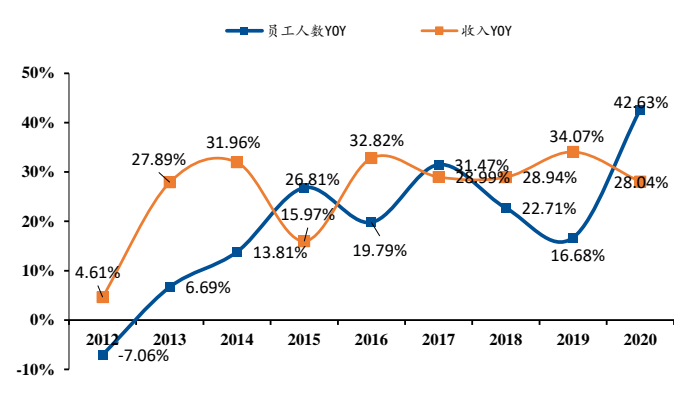
1) 2020Q4 和 2021Q1 存货高增长指引 2021Q2-Q3 收入高增长：公司 2020Q4 和 2021Q1 存货同比增速高增长很可能指引 2021Q2-Q3 收入端同比增速维持较高水平（存货周转天数在 117-126 天之间正好是 1-2 个季度）；

图 3：存货 YOY 高增长指引 2021Q2-Q3 收入 YOY 高增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：2020 年员工 YOY 高增长指引 2021 年收入 YOY 高增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2) 2020 年员工同比高增长指引 2021 年全年收入高增长, 呈现加速趋势: 公司 2020 年公司新增员工同比增速达到 43% (在员工人数绝对值达到 5477 人基础上, 新增员工同比增速绝对值还达到历史新高), 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。

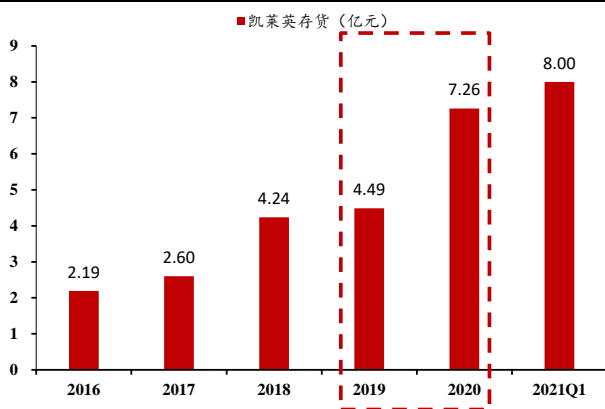
3) 2021-2024 年新产能进入加速释放期, 有望奠定业绩加速基础。经我们测算公司 2022 年产能有望同比 2020 年底翻倍, 2024 年有望同比 2020 年翻两倍以上, 奠定业绩高速增长基础。按照我们拆解, 公司 2020 年固定资产绝对值为 15.35 亿元, 考虑到 2020 年完成 23 亿定增 (新投入小分子 CDMO 产能和技术建设投资额约为 13.5 亿元, 再叠加 2020 年底 6.7 亿在建工程意味着到 2022 年公司产能有望翻倍) 以及 2021 年将于港股 IPO (根据公司招股书披露预计港股募集资金大部分也将用于小分子 CDMO 产能建设, 假设募资 60-80 亿人民币, 50%投入到小分子 CDMO 产能建设), 我们预计到 2023-2024 年公司小分子 CDMO 固定资产绝对值有望实现至少 2 倍以上增长。在公司订单充沛情况下, 也就意味着公司业绩有望维持高增长, 参考 2020 年基数我们预计 2021-2024 年公司业绩出现加速概率较大。

### 3. 三论逻辑: 业绩加速的底层逻辑?

通过分析对比合全药业 2019-2021H1 收入加速阶段, 我们认为凯莱英 2021-2023 年凯莱英业绩加速的底层逻辑可能来自于临床 III 期和商业项目也进入漏斗效应兑现期。

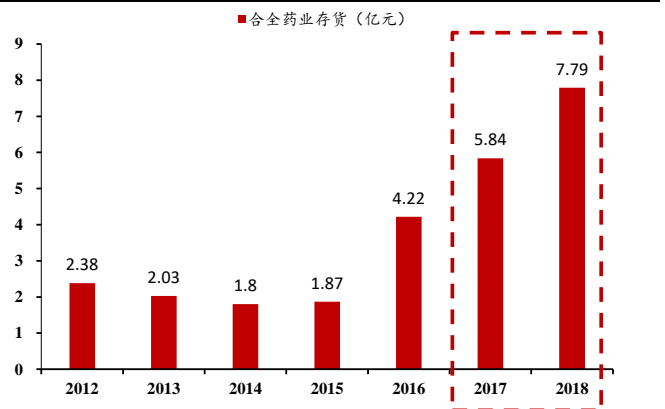
1) 2020 年凯莱英存货绝对值增长情况与合全药业 2018 年类似(两者收入体量相近)。我们通过对比发现凯莱英 2020 年存货突然高增长, 与 2018 年合全药业存货高增长很类似, 而 2019 年我们看到合全药业收入端呈现明显加速趋势 (2018 收入 YOY 28% vs 2019 年收入 YOY 39%), 与此对应的是 2019 年合全药业服务商业化项目数量新增达到 5 个, 我们预计这跟公司所服务临床 III 期项目兑现到商业化项目 (漏斗效应) 加速有关, 更底层的逻辑来自于合全药业之前不断打造的临床 I-II-III-商业化梯队实现了较好的漏斗效应。这也可以从 2020 年公司服务商业化项目新增 7 个得到进一步验证。与合全药业 2018 年阶段类似我们看到凯莱英 2020 年存货绝对值实现快速增长, 有可能预示公司 2021 年收入端相比 2020 年更高增长, 呈现加速趋势。

图 5: 2020 年凯莱英存货高增长与合全药业 2018 年类似



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 6: 2018 年合全药业存货高增长指引 2019 年收入高增长

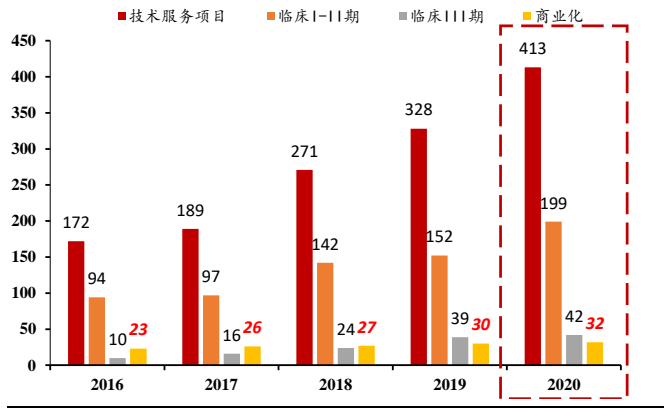


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2) 2020 年凯莱英完成临床项目梯队和合全药业 2018 年类似。通过对比合全药业服务临床项目数量和凯莱英服务临床项目数量发现: ①I-II 期项目数接近: 2018 年合全药业预计完成临床 I-II 期项目数量约在 200+, 凯莱英 2020 年完成 I-II 期项目数量在 199 个,

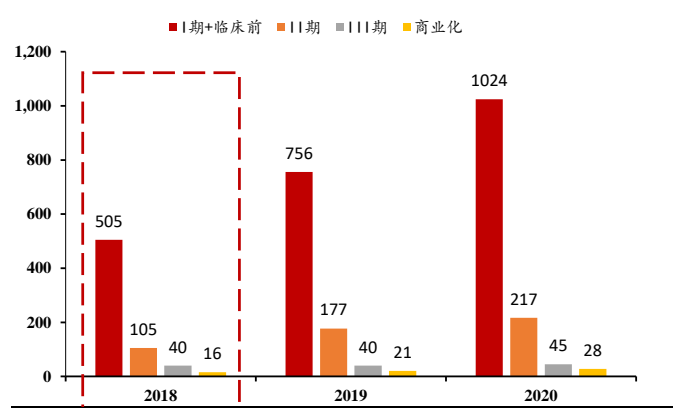
非常接近。②III期项目数接近：合全药业服务III期项目40个，凯莱英服务III期项目42个，非常接近。如果我们推演的头部CDMO企业临床后期和商业化项目进入兑现期能够得到验证，就意味着凯莱英有可能会比合全药业晚2年附近进入到兑现期（前期漏斗效应积累的结果，目前只有头部的合全药业和凯莱英漏斗梯队最为完整），也就意味着在凯莱英产能不受限情况下，2021-2023年会进入收入加速期。

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

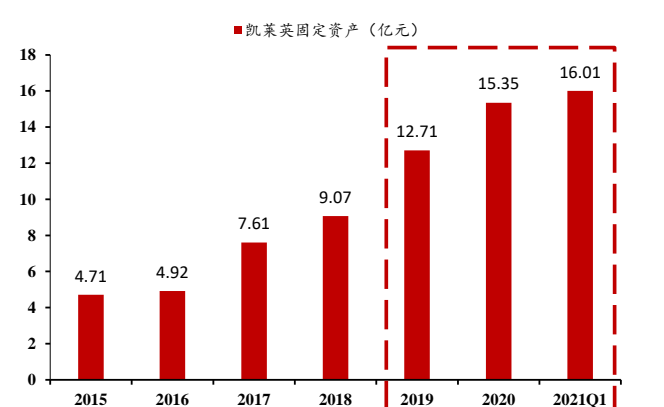
图 8：2018-2020 年合全药业服务项目情况



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

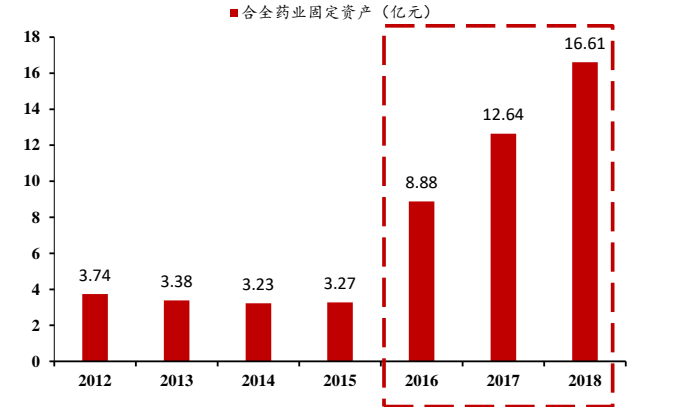
3)2020 年凯莱英固定资产绝对值和合全药业 2018 年类似。从固定资产绝对值角度，凯莱英 2020 年达到合全药业 2018 年（16.61 亿）水平。收入增速与固定资产投产节奏并不具备直接相关性，但是从合全药业 2018 年以来业绩加速节奏来看（大概率跟项目执行情况有关），也就意味着伴随着临床后期和商业化项目数量快速增加，收入端大概率会进入到加速阶段。如果凯莱英也进入到这种临床后期和商业化项目加速兑现的阶段（前期项目漏斗+BD），意味着公司业绩有望进入加速阶段。

图 9：2015-2021Q1 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

#### 4. 四论空间：怎么看待长期市值天花板？

市场上目前普遍关心凯莱英未来业务/市值天花板如何打开的问题，我们基于对公司已经成熟业务（小分子 CDMO）以及逐步布局新业务（大分子 CDMO、ADC 等抗体偶联药物、临床前/临床 CRO 以及港股招股书里提到的细胞和基因治疗 CDMO 业务）的理解阐述下我们认知。

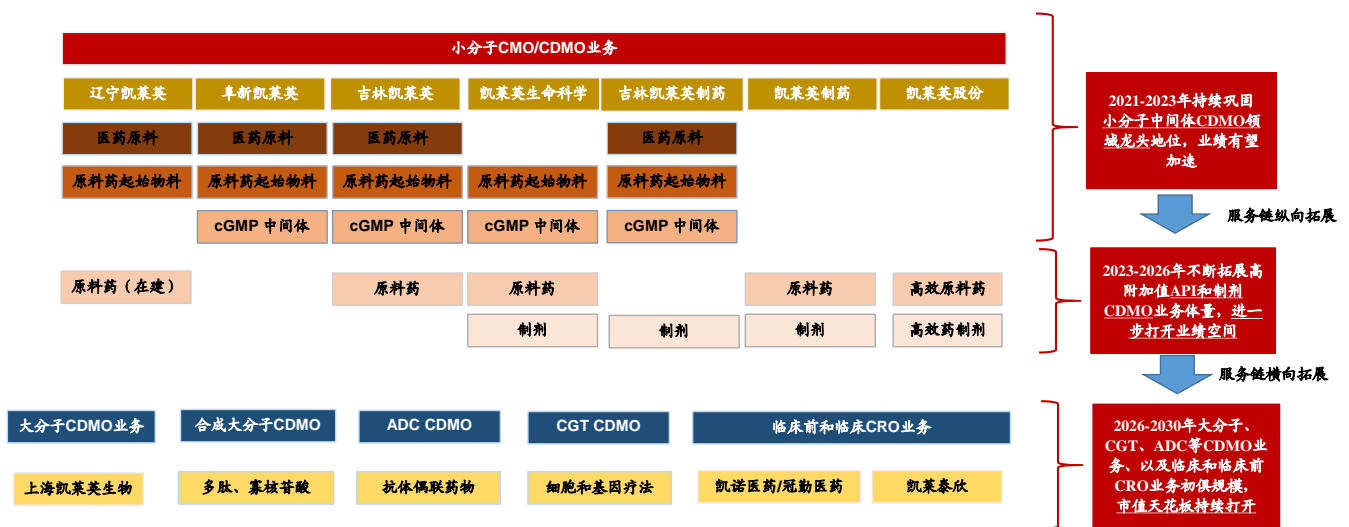
我们认为公司短中长期业绩和市值天花板的持续打开确定性高但动力不同。

**1) 短期看(2021-2023年): 小分子中间体 CDMO 业务加速会不断打开业绩天花板。**  
关于加速的分析见前文, 而参考固定资产加速释放节奏的分析, 2021-2024 年收入端复合增速有望达到 35%-40% (按照固定资产 4 年翻 2 倍进行推演)。

**2) 中期看(2023-2026年): 小分子 CDMO 业务从中间体到高附加值的 API 和制剂 CDMO 业务拓展。**正如我们《凯莱英深度报告: 差异化优势加速体现的 CDMO 龙头》中描述, 公司正在不断加强下游 API 和制剂 CDMO 产能布局。考虑到欧美大型制药公司 API、制剂向亚洲转移速度相对缓慢, 一旦公司为首的 CDMO 龙头企业大规模切入海外大药企 API 和制剂 CDMO 供应链体系, 大概率会带来公司市值天花板进一步提升。

**3) 长期看:(2026-2030年): 一体化平台布局以及高附加值新业务成熟后进一步打开市值天花板。**我们预计 2026-2030 年公司布局的产业链横向拓展业务(临床前/临床 CRO、大分子 CDMO、抗体偶联药物 CDMO 和细胞和基因治疗 CDMO)有望逐步走向成熟, 从而为公司长期市值天花板打开提供基础。虽然不同业务所用工艺放大技术差别较大(比如小分子化学合成工艺与大分子和细胞和基因在治疗业务的细胞培养工艺完全不同), 但是公司已经在小分子工艺开发与放大方面已经具备丰富经验, 相对而言在新技术领域工艺开发上更占优势。

图 11: 2021-2030 年短中长期看凯莱英市值天花板有望不断打开



资料来源: 公司 A 股和港股招股书, 公司公告及年报, 浙商证券研究所

## 5. 估值与投资建议

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 4.29、6.15、8.78 元, 按 2021 年 7 月 26 日收盘价对应 2021 年 81 倍 PE (2022 年 57 倍)。参考可比公司估值, 我们认为公司临床后期及商业化项目有望进入快速兑现期带来公司业绩加速, 我们给予凯莱英 2021 年 95-100 倍 PE, 对应市值区间约 989-1040 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
		21/7/26	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
300363.SZ	博腾股份	80.3	0.60	0.84	1.12	134	96	72	买入	
600259.SZ	药明康德	148.74	1.21	1.85	2.38	123	80	62	买入	
300759.SZ	康龙化成	183.54	1.48	1.89	2.42	124	97	76	买入	

300725.SZ	药石科技	133.00	1.20	2.02	2.83	111	66	47	买入
平均值						123	85	64	
002821.SZ	凯莱英	348.60	2.98	4.30	5.89	117	81	59	买入

资料来源：浙商证券研究所

## 6. 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	4289	4870	6152
现金	2125	1768	1464	1874
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	986	1284	1772	2269
其它应收款	39	54	76	106
预付账款	66	91	127	176
存货	726	997	1325	1611
其他	88	95	105	115
<b>非流动资产</b>	3128	4408	5880	7486
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	487	548
<b>资产总计</b>	7158	8696	10750	13638
<b>流动负债</b>	925	1405	1929	2637
短期借款	10	0	0	0
应付款项	522	696	905	1164
预收账款	0	176	310	520
其他	393	533	714	953
<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	1675	2239	2997
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)
归属母公司股东权	5995	7022	8512	10641
<b>负债和股东权益</b>	7158	8696	10750	13638
<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	1329	1322	2210
净利润	722	1040	1490	2130
折旧摊销	160	106	154	212
财务费用	44	32	30	18
投资损失	10	15	20	25
营运资金变动	(5)	127	(63)	82
其它	(361)	9	(308)	(256)
<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	(154)	(130)	(118)
短期借款	10	(10)	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	2258	(144)	(130)	(118)
<b>现金净增加额</b>	1735	(457)	(404)	310

资料来源：浙商证券研究所

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	3150	4399	6197	8665
营业成本	1683	2318	3233	4476
营业税金及附加	24	31	42	57
营业费用	84	110	146	191
管理费用	307	418	586	815
研发费用	259	374	527	737
财务费用	44	32	30	18
资产减值损失	26	36	51	71
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	1176	1684	2406
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(4)
<b>利润总额</b>	814	1173	1681	2402
所得税	92	133	190	272
<b>净利润</b>	722	1040	1490	2130
少数股东损益	(0)	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	722	1040	1490	2130
<b>EBITDA</b>	922	1230	1795	2572
<b>EPS (最新摊薄)</b>	2.98	4.29	6.15	8.78
<b>主要财务比率</b>				
	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	28.04%	39.67%	40.87%	39.83%
营业利润	27.07%	43.92%	43.24%	42.87%
归属母公司净利润	26.00%	43.99%	43.30%	42.93%
<b>获利能力</b>				
毛利率	46.55%	47.30%	47.84%	48.34%
净利率	22.92%	23.64%	24.04%	24.58%
ROE	15.98%	15.98%	19.18%	22.24%
ROIC	11.25%	14.20%	17.08%	19.66%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	16.25%	19.26%	20.82%	21.97%
净负债比率	0.88%	0.01%	0.01%	0.01%
流动比率	4.36	3.05	2.53	2.33
速动比率	3.57	2.34	1.84	1.72
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.58	0.55	0.64	0.71
应收帐款周转率	3.83	3.82	3.90	4.04
应付帐款周转率	4.27	3.81	4.04	4.33
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.98	4.29	6.15	8.78
每股经营现金	2.35	5.48	5.45	9.12
每股净资产	24.73	28.96	35.11	43.89
<b>估值比率</b>				
P/E	117.05	81.29	56.72	39.69
P/B	14.10	12.04	9.93	7.94
EV/EBITDA	76.43	67.25	46.28	32.13

## 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：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>