

普利制药(300630)

制剂出口新阶段，仿创升级加速

——普利制药点评

✍️：孙建 执业证书编号：S1230520080006  
☎️：联系人：毛雅婷  
✉️：maoyating@stocke.com.cn

报告导读

分析公司的产品布局、产能投放，我们认为公司2022年起有望进入制剂国际化新阶段，大品种、创新品种的合作有望打开成长空间。

投资要点

□ 认知与分歧：2022年是制剂出口新阶段

市场普遍认知：我们认为，公司国内外制剂双轮驱动、制剂出口随着产能释放而加速，这些因素一定程度上已被市场认知。

①带量采购兑现期：2020年8月以来，公司地氯雷他定片等5个品种陆续中标国家带量采购，其中除了地氯雷他定片和注射用阿奇霉素在集采前有存量销售，其他品种有望贡献纯增量；我们估算，2021-2023年集采中标品种有望显著贡献业绩弹性。

②制剂出口排头兵：随着海南二车间、三车间审计&投产及浙江普利、安庆厂区建设推进，2021年起产能制约研发&生产的问题有望逐步缓解，我们认为2021-2022年是公司制剂出口注册申报、销售上量新阶段。

核心关注&我们的解答：2022年是公司制剂出口新阶段。

①注射用阿奇霉素集采中标，对业绩增速有怎样的影响？

通过量价估算，我们认为2021-2022年该品种对利润表的影响好于市场预期。

②制剂出口品种数量多、体量小，怎样看待长期利润天花板？

节奏看，预期2021年底到2022年是公司注射剂产能投放期；从注册申报节奏看，2022-2023年有望成为公司大品种集中获批期，产品产能配合下，2022-2023年有望成为制剂出口新阶段。

空间看，根据产能涉及的品种规划（具体品种可以参考我们在5月发布的深度报告），国内市场销售空间为140-150亿元；美国和欧盟市场空间约200-220亿元，合并销售空间约340-370亿元，假设公司平均市占率10-20%，对应收入空间约为34-74亿元；其中制剂出口的空间为20-44亿元，对应7-15.5亿利润弹性，假设5年达到制剂出口空间中枢，对应收入CAGR为82%。

□ 预期差：仿创升级新阶段

合作点评：产学研结合是仿创升级的重要路径，我们看好品种转化和临床推进的边际变化。根据公司公告，公司通过与中国科学院高能物理研究所（以下简称“高能所”）合作，聚焦于硼中子药物、mRNA核酸药物、纳米多肽药物、蛋白药物以及靶向递送系统等领域的战略合作。我们认为，高能所及其下属科研机构在核酸疫苗/药物、多肽药物等领域沉淀了前沿研究成果，我们关注品种转化进展。

评级

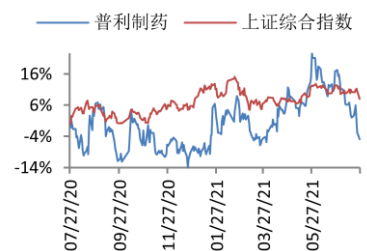
增持

上次评级 增持  
当前价格 ¥42.88

单季度业绩

元/股

1Q/2021 0.28  
4Q/2020 0.28  
3Q/2020 0.29  
2Q/2020 0.28



公司简介

公司从事缓控释、掩味口崩、冻干、液体胶囊领域药品的销售，在解热镇痛、抗生素、心脑血管、抗过敏消化系统和皮肤科领域积累了完善的市场资源。

相关报告

1《普利制药深度报告：后发优势加速兑现的注射剂出口平台》2021.05.12

## □ 发展阶段&空间

我们认为,2021年是公司国内品种带量采购放量、产能逐步投放的过渡期,2022-2023年随着ANDA梯队形成(安庆原料药品种45-50个,预期对应制剂在1-2年内陆续申报、2-3年内陆续获批,大品种如造影剂等有望贡献更大的利润弹性)、优势品种全球化推进(在欧洲、亚洲地区逐步获批),注射剂出口业务有望登上新台阶。分析全球注射剂龙头公司,收入结构中多由仿制药注射剂、生物药等共同组成,从普利制药在近几年合作、布局情况看,我们关注公司通过505b2、产学研结合等方式,在创新品种、高难度品种的布局和突破,在注射剂出口兑现期储备力量。

## □ 盈利预测及估值

我们预计公司2021-2023年EPS分别为1.30、1.78、2.35元/股,2021年7月26日收盘价对应2021年33倍PE,高于可比公司平均。我们认为,基于冻干注射剂合规产能优势和高端制剂能力积累,公司注射剂全球注册的速度、欧美市场销售速度有望超预期,2022年起有望进入制剂国际化新阶段,大品种、创新品种的合作有望打开成长空间。综合考虑公司的比较优势和成长逻辑认知预期差,维持“增持”评级。

## □ 风险提示

生产安全事故及质量风险;核心制剂品种流标或销售额不及预期风险;汇率波动风险;订单交付波动性风险;医药监管政策变化风险。

## 财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	1189	1628	2132	2801
(+/-)	25.10%	37.01%	30.90%	31.38%
净利润	407	567	778	1026
(+/-)	26.29%	39.14%	37.24%	31.86%
每股收益(元)	0.93	1.30	1.78	2.35
P/E	51.01	32.98	24.09	18.25

## 正文目录

1. 认知与分歧：2022 年是制剂出口新阶段 .....	4
1.1. 市场认知：带量采购兑现期，制剂出口排头兵 .....	4
1.2. 核心关注&我们的解答：2022 年是公司制剂出口新阶段 .....	4
2. 预期差：仿创升级新阶段 .....	6
3. 投资建议 .....	8
4. 风险提示 .....	8

## 图表目录

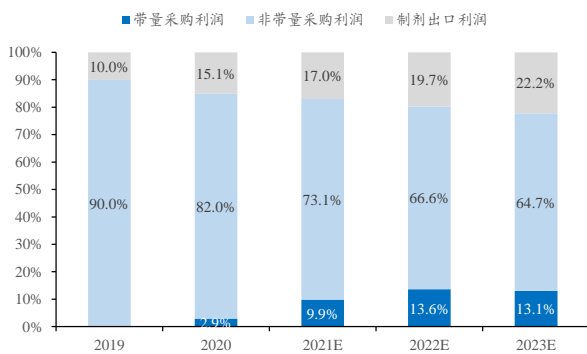
图 1：估算公司 2021-2023 年净利润构成 .....	4
图 2：公司第三轮集采中标品种样本医院销售额市占率变化 .....	4
图 3：注射用阿奇霉素销售额市占率变化 .....	5
图 4：估算公司各适应症收入占比 .....	5
图 5：基于细菌外膜囊泡的个体化肿瘤疫苗平台快速抗原展示及抗肿瘤免疫评价 .....	6
图 6：富勒醇诱导 CRT 暴露的作用机制以及联合抗 CD47 单克隆抗体的抗肿瘤免疫治疗的作用 .....	7
表 1：普利制药主要在建项目及预期投产时间、年均净利润（万元） .....	5
表 2：盈利预测与财务指标 .....	8
表附录：三大报表预测值 .....	9

## 1. 认知与分歧：2022 年是制剂出口新阶段

### 1.1. 市场认知：带量采购兑现期，制剂出口排头兵

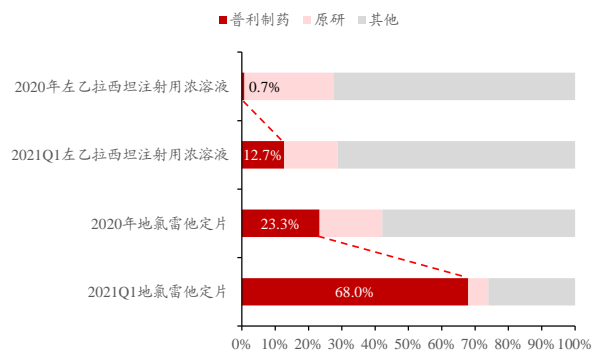
我们认为，公司国内外制剂双轮驱动、制剂出口随着产能释放而加速，这些因素一定程度上已被市场认知。①国内制剂看，2020 年 8 月以来，公司地氯雷他定片（第三轮）、左乙拉西坦注射用浓溶液（第三轮）、注射用比伐芦定（第四轮）、左氧氟沙星片（第四轮）、注射用阿奇霉素（第五轮）等 5 个品种陆续中标国家带量采购，其中除了地氯雷他定片和注射用阿奇霉素在集采前有存量销售，其他品种有望贡献纯增量。我们估算，2021-2023 年间集采中标品种有望显著贡献业绩弹性。②制剂出口看，随着海南二车间、三车间审计&投产及浙江普利、安庆厂区建设推进，2021 年起产能制约研发&生产的问题有望逐步缓解，随着 2021 年注射用比伐芦定、双环胺注射液正式获批 ANDA，我们认为 2021-2022 年是公司制剂出口注册申报、销售上量新阶段。

图 1：估算公司 2021-2023 年净利润构成



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图 2：公司第三轮集采中标品种样本医院销售额市占率变化



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

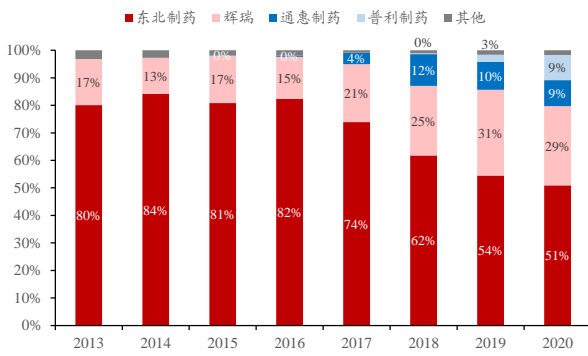
### 1.2. 核心关注&我们的解答：2022 年是公司制剂出口新阶段

#### ①注射用阿奇霉素集采中标，对业绩增速有怎样的影响？

2021 年公司注射用阿奇霉素（2020 年 Wind 样本医院销售额 1.06 亿元，假设放大 5 倍，对应 5-6 亿元市场容量）在第五轮全国集采中标，中标价 188.58 元/盒，对应中标额约 1150 万元。根据 Wind 样本医院销售额数据，2020 年公司注射用阿奇霉素销售额市占率约 9%，辉瑞（市占率约 29%）及东北制药（市占率约 51%）并未中标，两者合并市占率 80%，我们预期公司中标后仍有较大放量空间。

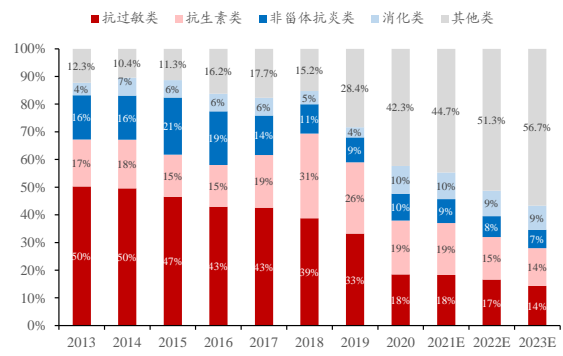
**集采影响测算：我们认为 2021-2022 年该品种对利润表的影响好于市场预期。**①从量的维度看，我们认为，根据 wind 医药库样本医院销售数据，2019 年国内注射用阿奇霉素总销售量约 982 万支（此处考虑到 2020 年医院端需求可能受到疫情影响，采用 2019 年数据分析），假设样本医院放大倍数为 3 倍，对应全国注射用阿奇霉素销售量在 3000-3500 万支，对应公司销售量约为 300-350 万支。此轮集采中公司拟中标量为 60.82 万支，我们预期公司实际销售量有望明显超出集采中标量。②从价的维度看，集采中标价为 18.85 元/支，我们估算 2020 年公司报表口径注射用阿奇霉素单价约在 18-20 元/支，我们认为集采影响的核心是放量倍数，价格对利润表的冲击可能低于预期；从公司其他已中标品种的表现和市占率空间（80%市占率对应 2400-2800 万支总量空间，预期集采中标公司有望争取更大的市场份额）看，量价因素变动下注射用阿奇霉素对业绩的负面影响可能低于预期。

图 3：注射用阿奇霉素销售额市占率变化



资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所

图 4：估算公司各适应症收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

## ②制剂出口品种数量多、体量小，怎样看待长期利润天花板？

1. 节奏看：我们分析了公司几个厂区投资额、对应品种储备情况，预期 2021 年底到 2022 年是公司注射剂产能投放期；从注册申报节奏看，2022-2023 年有望成为公司大品种集中获批期，产品产能配合下，2022-2023 年有望成为制剂出口新阶段。

2. 品种空间看，根据产能涉及的品种规划（具体品种可以参考我们在 5 月发布的深度报告），国内市场销售空间为 140-150 亿元；美国和欧盟市场空间约 200-220 亿元，合并销售空间约 340-370 亿元，假设公司平均市占率 10-20%，对应收入空间约为 34-74 亿元；其中制剂出口的空间为 20-44 亿元，对应 7-15.5 亿利润弹性。估算中并未考虑浙江普利滴眼剂、软膏等品种的销售空间，2020 年公司制剂出口收入额约 1.6 亿元，假设 5 年达到制剂出口空间中枢，对应收入 CAGR 为 82%，远超平均增速。我们认为，公司采用经销合作为主、GPO 中标为辅的销售模式，ANDA 获批是销售兑现的先导，我们预期 2022 年起 ANDA 获批有望加速，进而加速制剂出口弹性。

表 1：普利制药主要在建项目及预期投产时间、年均净利润（万元）

项目名称	所属厂区	预计全部完工时间	投资额(亿元)	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
年产制剂产品 15 亿片/粒/袋生产线及研发中心建设项目	浙江普利	2020 年 3 月	4.6	1,237	2,886	5,771	6,596	6,596
冻干水针、预充针项目	浙江普利	2022 年 12 月	1.2	-	-	-	-	-
合成小试、滴眼剂车间、软膏车间项目	浙江普利	2022 年 12 月	1.3	-	-	-	527	2,106
欧美标准注射剂生产线建设项目（二车间）	海南普利	2019 年 3 月	4.0	1,377	3,214	6,427	7,346	7,346
欧美标准注射剂生产线建设扩建项目（三&四车间）	海南普利	2021 年 12 月	2.5	-	-	-	-	-
国际高端生产线扩建项目（转债项目）	海南普利	2025 年 12 月	3.2	-	-	-	-	-
普利国际高端原料药及创新制剂制造基地项目	安庆普利	2024 年 4 月	10.0	-	-	-	-	3,592
项目效益新增净利润				2,614	6,099	12,199	14,468	19,640

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

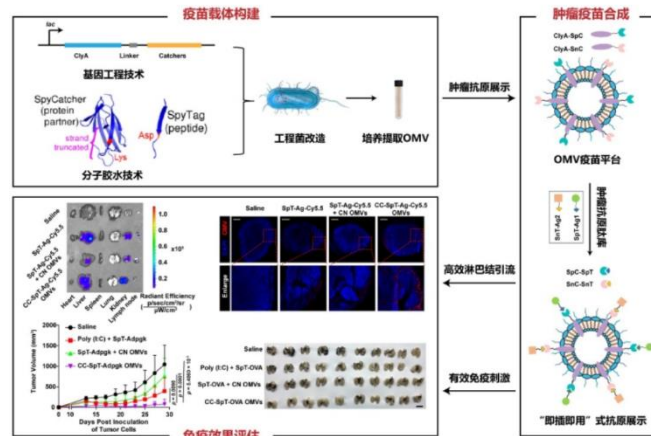
## 2. 预期差：仿创升级新阶段

**合作点评：**产学研结合是仿创升级的重要路径，我们看好品种转化和临床推进的边际变化。根据公司公告，公司通过与中国科学院高能物理研究所（以下简称“高能所”）合作，聚焦于硼中子药物、mRNA 核酸药物、纳米多肽药物、蛋白药物以及靶向递送系统等领域的战略合作。根据高能所官网，高能所“是我国从事高能物理研究、先进加速器物理与技术研究及开发利用、先进射线技术与应用的综合性研究基地”，下属3个中国科学院重点实验室：粒子天体物理重点实验室、纳米生物效应与安全重点实验室（与国家纳米中心共建）、粒子加速物理与技术重点实验室。我们通过分析高能所研究领域、研究成果推测，公司与高能所的合作可能涉及纳米生物效应与安全重点实验室等下属机构的合作。我们认为，产学研结合是仿创升级的重要方式，普利制药在制剂商业化运作等领域积累了渠道、销售资源，科研所在前沿领域积累了丰富的研发成果，一揽子战略合作下有望加速高能所及其下属机构在含硼药物、mRNA 疫苗及核酸药物、多肽等领域的科研转化，我们关注后续品种临床推进进展。

**想象空间：**高能所及其下属科研机构在核酸疫苗/药物、多肽药物等领域沉淀了前沿研究成果，我们关注品种转化进展。根据纳米生物效应与安全重点实验室官网的研究成果，涉及的科研项目包括且不限于（注：以下仅为官网成果列举，不代表公司正式合作情况，具体合作产品以公司实际公告为准）：

①**个体化纳米肿瘤疫苗：**2021年4月国家纳米科学中心聂广军研究员与赵潇研究员课题组在 Nature Communications 上发表了纳米技术增强肿瘤免疫治疗的最新研究成果，构建了具有人工淋巴结靶向性能的肿瘤疫苗。

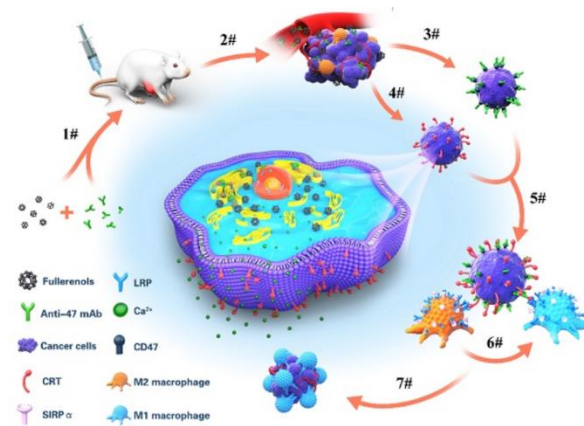
图 5：基于细菌外膜囊泡的个体化肿瘤疫苗平台快速抗原展示及抗肿瘤免疫评价



资料来源：国家纳米科技中心，浙商证券研究所

②**纳米药物与抗肿瘤先天性免疫治疗领域：**中国科学院高能物理研究所多学科研究中心邢更妹研究员课题组研究发现富勒醇作为一种安全无毒的纳米材料，能够增强巨噬细胞介导的程序性细胞清除，在皮下肿瘤和原位骨肉瘤模型中都能有效抑制肿瘤的生长。

图 6：富勒醇诱导 CRT 暴露的作用机制以及联合抗 CD47 单克隆抗体的抗肿瘤免疫治疗的作用



资料来源：国家纳米科技中心，浙商证券研究所

**总结：怎样定位普利制药的发展阶段和发展空间？**我们认为，2021 年是公司国内品种带量采购放量、产能逐步投放的过渡期，2022-2023 年随着 ANDA 梯队形成（安庆原料药品种 45-50 个，预期对应制剂在 1-2 年内陆续申报、2-3 年内陆续获批，大品种如造影剂等有望贡献更大的利润弹性）、优势品种全球化推进（在欧洲、亚洲地区逐步获批），注射剂出口业务有望登上新台阶。分析全球注射剂龙头公司，收入结构中多由仿制药注射剂、生物药等共同组成，从普利制药在近几年合作、布局情况看，我们关注公司通过 505b2、产学研结合等方式，在创新品种、高难度品种的布局和突破，在注射剂出口兑现期储备力量。

### 3. 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.30、1.78、2.35 元/股，2021 年 7 月 26 日收盘价对应 2021 年 33 倍 PE，高于可比公司平均。我们认为，基于冻干注射剂合规产能优势和高端制剂能力积累，公司注射剂全球注册的速度、欧美市场销售速度有望超预期，2022 年起有望进入制剂国际化新阶段，大品种、创新品种的合作有望打开成长空间。综合考虑公司的比较优势和成长逻辑认知预期差，覆盖给予“增持”评级。

**表 2：盈利预测与财务指标**

代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
		7 月 26 日	2020A	2021E	2022E	TTM	2021E	2022E	
600521.SH	华海药业	19.66	0.64	0.77	0.99	30.42	25.53	19.86	增持
603707.SH	健友股份	27.98	0.87	1.13	1.52	38.93	24.76	18.41	增持
002399.SZ	海普瑞	14.64	0.76			23.54			无评级
600276.SH	恒瑞医药	59.22	1.19	1.22	1.48	58.20	48.38	40.03	无评级
平均						37.77	32.89	26.10	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：华海药业、健友股份 EPS 为浙商证券研究所估计值，其余公司 EPS 为 Wind 一致预期。

### 4. 风险提示

**生产安全事故及质量风险：**生产安全事故可能导致生产交付拖延、重要客户丢失风险等，也可能触发监管部门的重新审查、罚款等措施，对公司经营、企业形象产生负面影响。

**核心制剂品种流标或销售额不及预期风险：**如果不能及时参与集采或流标，可能导致存量制剂品种销售额下滑。针对普利制药，地氯雷他定片、左乙拉西坦注射用浓溶液、注射用比伐卢定、左氧氟沙星片是已经在全国集采中中标品种，如果公司在采购期结束后在地方集采续标过程中流标，可能降低公司制剂收入增速。

**汇率波动风险：**公司的主要客户在海外，人民币快速、大幅升值可能对公司利润产生明显的负面影响，汇兑损益的大小一定程度上取决于公司套期保值政策和执行情况。

**订单交付波动性风险：**公司的季度业绩受到 GPO 中标、交付节奏影响，可能带来季度业绩波动性。

**医药监管政策变化风险：**中国医药市场正处在市场化、国际化改革的关键窗口期，对于仿制药、API 生产、销售监管政策的变化可能导致相关公司经营受到影响。



**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	1233	1775	2653	3774	<b>营业收入</b>	1189	1628	2132	2801
现金	357	716	1260	1950	营业成本	300	414	572	780
交易性金融资产	1	0	0	0	营业税金及附加	10	13	17	22
应收账款	598	814	1066	1401	营业费用	177	216	234	294
其它应收款	3	5	6	8	管理费用	59	81	107	140
预付账款	37	41	57	78	研发费用	191	301	373	476
存货	94	124	172	234	财务费用	13	2	(9)	(25)
其他	143	74	91	103	资产减值损失	14	1	0	0
<b>非流动资产</b>	1823	1888	2029	2145	公允价值变动损益	1	1	1	1
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	(0)	1	(1)	(0)
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	33	33	33	33
固定资产	537	998	1325	1560	<b>营业利润</b>	458	634	870	1146
无形资产	94	114	140	158	营业外收支	(4)	(1)	(3)	(2)
在建工程	1023	682	454	303	<b>利润总额</b>	454	632	867	1144
其他	170	94	109	124	所得税	47	65	89	118
<b>资产总计</b>	3056	3663	4682	5919	<b>净利润</b>	407	567	778	1026
<b>流动负债</b>	675	716	943	1148	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	170	147	189	169	<b>归属母公司净利润</b>	407	567	778	1026
应付款项	280	331	458	624	EBITDA	518	677	922	1199
预收账款	0	49	64	84	EPS (最新摊薄)	0.93	1.30	1.78	2.35
其他	225	188	232	271					
<b>非流动负债</b>	342	295	308	315	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	195	195	195	195		2020	2021E	2022E	2023E
其他	147	100	113	120	<b>成长能力</b>				
<b>负债合计</b>	1017	1011	1252	1463	营业收入	25.10%	37.01%	30.90%	31.38%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润	28.95%	38.38%	37.32%	31.70%
归属母公司股东权益	2039	2652	3430	4456	归属母公司净利润	26.29%	39.14%	37.24%	31.86%
<b>负债和股东权益</b>	3056	3663	4682	5919	<b>获利能力</b>				
					毛利率	74.76%	74.56%	73.15%	72.15%
					净利率	34.28%	34.81%	36.50%	36.63%
					ROE	25.58%	24.17%	25.58%	26.02%
					ROIC	17.05%	18.81%	20.03%	20.71%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	33.27%	27.60%	26.73%	24.72%
					净负债比率	36.26%	34.18%	30.97%	25.10%
					流动比率	1.83	2.48	2.81	3.29
					速动比率	1.69	2.31	2.63	3.08
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.50	0.48	0.51	0.53
					应收帐款周转率	2.56	2.31	2.27	2.27
					应付帐款周转率	2.25	1.91	1.93	1.92
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.93	1.30	1.78	2.35
					每股经营现金	0.76	1.03	1.60	2.01
					每股净资产	4.67	6.07	7.85	10.20
					<b>估值比率</b>				
					P/E	51.01	32.98	24.09	18.25
					P/B	10.19	7.84	6.06	4.66
					EV/EBITDA	35.40	30.20	21.63	16.04

<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>	332	452	698	879
净利润	407	567	778	1026
折旧摊销	56	42	63	80
财务费用	13	2	(9)	(25)
投资损失	0	(1)	1	0
营运资金变动	(21)	(116)	(92)	(141)
其它	(124)	(44)	(43)	(61)
<b>投资活动现金流</b>	(834)	(113)	(205)	(194)
资本支出	(662)	(160)	(160)	(160)
长期投资	(2)	0	0	0
其他	(169)	47	(45)	(34)
<b>筹资活动现金流</b>	666	21	51	4
短期借款	(81)	(22)	42	(20)
长期借款	145	0	0	0
其他	601	43	9	25
<b>现金净增加额</b>	165	359	544	690

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>