

华东医药

000963

买入 (变动)

跃出泥潭，主业企稳，白马开启新征程

2022年8月11日

## 市场数据

市场数据日期	2022-08-10
收盘价(元)	44.74
总股本(百万股)	1749.81
流通股本(百万股)	1749.76
总市值(百万元)	78286.48
流通市值(百万元)	78284.34
净资产(百万元)	17348.59
总资产(百万元)	28760.97
每股净资产(元)	9.91

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《【兴证医药】华东医药(000963)深度报告: 优质白马新征程, 跃出泥潭, 繁华初现》2022-05-27

《【兴证医药】华东医药(000963) License-in 点评: 加速融合 ADC 生态圈, 拓展创新药管线》2022-02-28

《【兴证医药】华东医药(000963) 2021 三季报点评: 工业板块压力逐步缓解, 管线品种后续可期》2021-11-13

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

## 主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	34563	38689	44195	50123
同比增长	2.6%	11.9%	14.2%	13.4%
归母净利润(百万元)	2302	2829	3487	4361
同比增长	-18.4%	22.9%	23.3%	25.1%
毛利率	30.7%	32.9%	35.4%	37.2%
净利率	6.7%	7.3%	7.9%	8.7%
净资产收益率	13.9%	15.0%	16.0%	17.2%
每股收益(元)	1.32	1.62	1.99	2.49
每股经营现金流(元)	1.81	1.54	1.77	2.21

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 投资要点

- 近日, 公司发布 2022 年中报, 1-6 月公司实现营业收入 181.98 亿元 (同比+5.93%, 剔除华东宁波后同比+9.56%), 实现扣非归母净利润 12.72 亿元 (同比+6.52%, 剔除华东宁波后同比+8.50%), 实现归母净利润 13.41 亿元 (同比+3.09%)。单二季度来看, 公司实现营业收入 92.65 亿元 (同比+11.86%), 实现扣非归母净利润 5.73 亿元 (同比+15.06%)。
- 公司近日推出 2022 年限制性股票激励计划 (草案), 同时也是公司历史上第一次推出股权激励计划, 首次授予的激励对象人数为 117 人, 共计授予 500 万股。
- 此外, 公司发布公告, 拟出资不超过 3.96 亿元以增资和受让股份的方式, 获得华仁科技 60% 股权, 成为其控股股东。
- **盈利预测与估值:** 公司作为传统医药白马, 药品、商业、工业微生物、美容护理四大板块边际均向好, 商业板块稳步增长, 药品板块甩开集采包袱, 今明两年多款创新产品上市放量, 工业微生物和美护板块高速发展, 我们调整对于公司的盈利预测, 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.62、1.99、2.49 元, 对应 2022 年 8 月 10 日收盘价, 对应 PE 估值分别为 27.7、22.5、18.0 倍, 维持对其“买入”评级。

风险提示: 药品集中采购风险, 新药研发风险, 产品竞争格局加剧风险

## 报告正文

### 事件

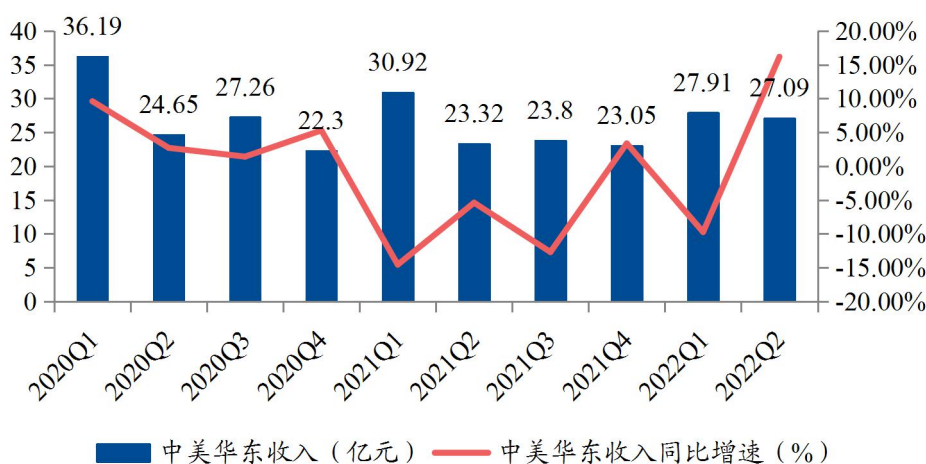
- 近日,公司发布 2022 年中报,1-6 月公司实现营业收入 181.98 亿元(同比+5.93%,剔除华东宁波后同比+9.56%),实现扣非归母净利润 12.72 亿元(同比+6.52%,剔除华东宁波后同比+8.50%),实现归母净利润 13.41 亿元(同比+3.09%)。单二季度来看,公司实现营业收入 92.65 亿元(同比+11.86%),实现扣非归母净利润 5.73 亿元(同比+15.06%)。
- 公司近日推出 2022 年限制性股票激励计划(草案),同时也是公司历史上第一次推出股权激励计划,首次授予的激励对象人数为 117 人,共计授予 500 万股。
- 此外,公司发布公告,拟出资不超过 3.96 亿元以增资和受让股份的方式,获得华仁科技 60% 股权,成为其控股股东。

### 点评

- **上半年业绩符合预期,医药工业企稳回升,Q2 单季度为中美华东 2020 年以来单季度增速最高**

**医药工业板块:**核心子公司中美华东 1-6 月实现收入 55 亿元,同比增长 1.4%,实现扣非净利润 10.6 亿元,同比下降 4.3%,相较第一季度实现大幅收窄。其中第二季度实现收入 27.1 亿元,同比增长 16.2%,基本扭转因此前核心品种集采影响下的下降趋势,单季度同比增速为 2020 年 Q1 以来最高。2022 年 6 月,阿卡波糖片和注射用泮托拉唑钠顺利中选河南 13 省药品联盟开展的国家药品集中带量采购 44 个接续品种续约,7 月吗替麦考酚酯胶囊、盐酸吡格列酮片和奥硝唑中选国家组织第七批药品集中采购。

图 1、中美华东单季度收入(亿元,左轴)及同比增速(右轴)



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**医药商业板块:** 稳健增长, 1-6 月实现营业收入 122.11 亿元, 同比增长 8.95%, 累计实现净利润 1.98 亿元, 同比增长 16.52%。

**美容护理板块:** 1-6 月合计实现营业收入 8.97 亿元, 按可比口径(剔除华东宁波)同比增长 130.25%, 核心子公司 Sinclair 上半年实现合并营业收入约 5.31 亿元人民币, 同比增长 104.3%, 实现 EBITDA 1184 万英镑, 均创 Sinclair 历史最好水平。展望下半年, 预计随着全球市场的不断开拓, Sinclair 整体将继续保持快速增长趋势。**核心子公司欣可丽美学实现营业收入 2.71 亿元, 盈利水平向好。**伊妍仕(少女针)目前签约合作医院数量已超 500 家, 培训认证医生数量超过 900 人。

**工业微生物板块:** 上半年受到国内疫情影响, 导致部分销售合同延迟履行, 但整体收入继续保持良好发展态势, 与去年同期相比增长 31%, 抗感染及医药中间体类原料产品海外市场出口增长较快。全资收购的安徽美华高科(原华昌高科)已于 4 月底正式试生产, 美琪健康的功能性健康产品绿色制造项目即将开工建设。已完成维生素 K2、依克多因等多个产品的委托生产及销售。晖达生物已经向全球 100 多个客户提供 ADC 毒素(payload)、连接子(linker)以及相关产品的 CDMO 服务。此外, 公司 2022 年 5 月投资成立全资子公司晖益生物, 有较强的合成生物学技术水平, 拥有微生物细胞工厂构建平台、生物酶的筛选与进化平台、发酵及产物分离纯化平台, 已建成包含所有七大酶系的酶库资源, 业务包括工业酶制剂研发、发酵过程优化技术研发、生物基材料技术研发等。7 月, 中美华东、杭州市拱墅区人民政府、浙江工业大学三方共同组建华东合成生物学产业技术研究院, 将以合成生物学技术为基础, 聚焦营养与医药化学品、医美生物、生物材料及健康代糖品四大领域。

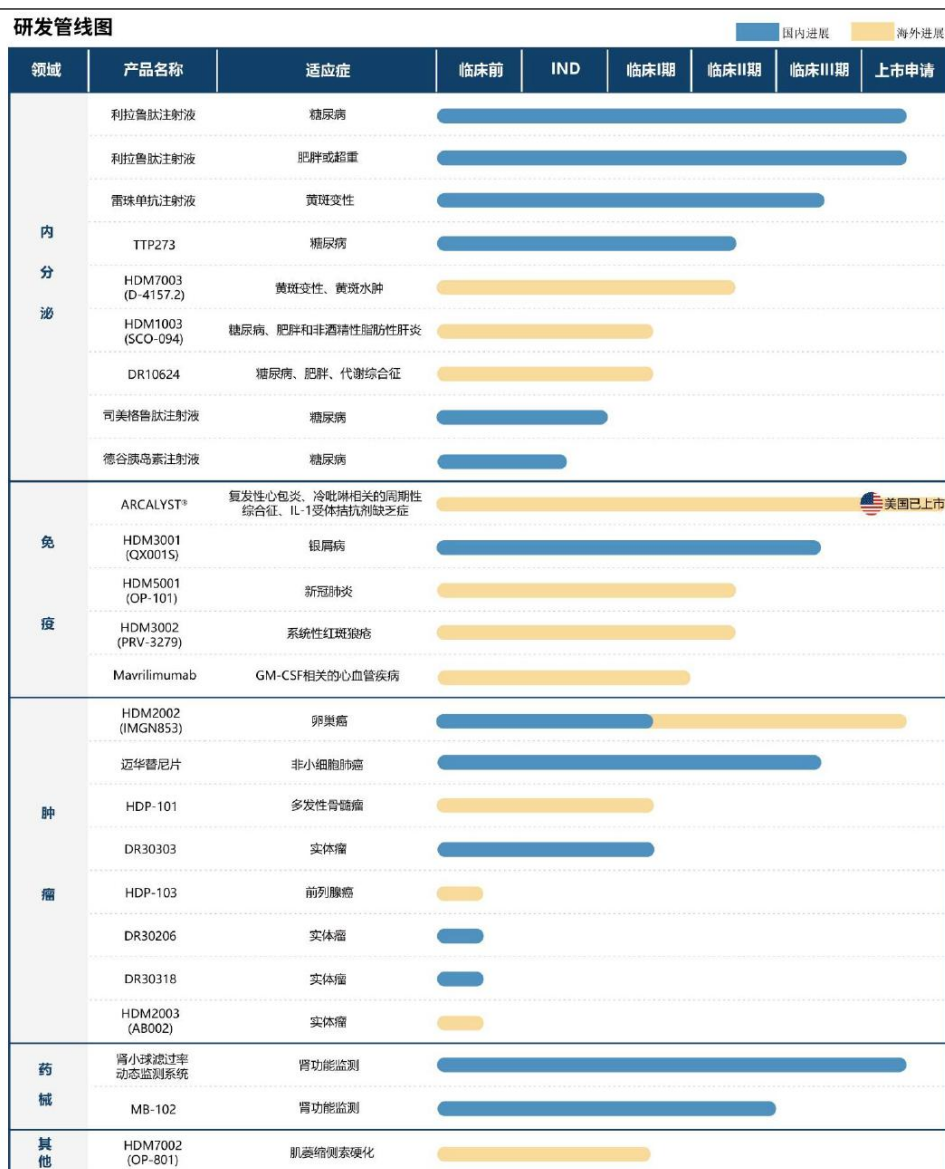
#### ● 创新管线数量丰富, 收获在即

公司创新转型工作还在加速, 医药工业研发支出较 2021 年上半年同比增长 34.1%, 其中费用化支出 5.4 亿元。

公司制定了未来 5 年的创新药发展战略规划, 围绕现有覆盖治疗领域, 明确规划期间每年创新项目立项重点方向和数量, 提出规划期间每年完成不少于 15 个创新品种(包括创新药物、改良型新药和创新医疗器械等)的立项和储备。

截至目前, 医药在研项目合计 86 个, 其中创新产品及生物类似药项目 43 款; 4 款产品处于 III 期临床阶段, 4 款产品处于 II 期临床阶段。

图 2、公司主要创新药及生物类似物研发管线 (截至 2022 年 8 月 9 日)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

部分临床偏后期的产品进度如下：

利拉鲁肽注射液糖尿病适应症上市许可申请于 2021 年 9 月获 NMPA 受理，目前处于发补研究阶段，预计有望于 2022 年底前获批，肥胖或超重适应症的上市许可申请于 2022 年 7 月获得受理。

HDM2002 (Mirvetuximab)：全球首个针对叶酸受体  $\alpha$  (FR  $\alpha$ ) 阳性卵巢癌的 ADC 在研药物，用于治疗 FR  $\alpha$  高表达的铂耐药卵巢癌。2022 年 5 月，公司合作方 ImmunoGen, Inc. 宣布美国 FDA 已受理该产品的生物制品许可申请 (BLA)，并授予优先审评资格。根据处方药申报者付费法案 (PDUFA)，FDA 做出决议的目标日期为 2022 年 11 月 28 日。该 BLA 申请是基于关键性

SORAYA 单臂临床试验的结果。除 SORAYA 试验外，目前其正在开展国际多中心随机对照 III 期研究 MIRASOL，ImmunoGen 预计将于 2023 年初公布该研究的关键数据（top-line data）。2022 年 7 月，该产品在中国的 I 期临床试验 PK 药代研究已完成全部受试者入组。

ARCALYST: 已先后于 2008 年、2020 年及 2021 年在美国获批用于治疗冷吡啉相关的周期性综合征、IL-1 受体拮抗剂缺乏症和复发性心包炎。ARCALYST®被 CDE 列入《临床急需境外新药名单（第一批）》，用于治疗冷吡啉相关的周期性综合征（CAPS），公司已于 2022 年 7 月向 CDE 递交了该产品 CAPS 适应症的 Pre-BLA 申请，计划于 2022 年下半年在国内递交 BLA 申请。

HDM3001（QX001S）：乌司奴单抗生物类似药，为公司与荃信生物合作开发的在研产品，用于治疗成年中重度斑块状银屑病，其 III 期临床试验已于 2022 年 2 月提前完成全部受试者入组。

雷珠单抗注射液：其 III 期临床试验已于 2022 年 3 月完成首例受试者入组。

HD-NP-102(肾小球滤过率动态监测系统)和 MB102): 公司与美国 MediBeacon, Inc.联合开发的产品,该肾小球滤过率动态监测系统可通过无创监测外源性示踪剂发出的荧光随时间的变化,来连续测量肾功能正常或受损患者的肾小球滤过率(GFR)。2022 年 7 月,该系统的医疗器械注册申请获 NMPA 受理,将进入审评阶段。与该系统配合使用的 MB-102 注射液(Relemapirazin)为 1 类新药,其国际多中心 III 期临床试验的申请已于 2021 年 5 月获得 NMPA 批准,并将于 2022 年下半年在中美同步开展。

#### ● 首次推出股权激励，建立健全长期激励机制

公司近日推出 2022 年限制性股票激励计划（草案），同时也是公司历史上第一次推出股权激励计划，首次授予的激励对象人数为 117 人，共计授予 500 万股，激励对象包括公司及子公司任职的董事、高级管理人员、中层管理人员和核心技术（业务）人员，计划授予的限制性股票的授予价格为 25.00 元/股。激励计划授予的限制性股票，考核年度为 2022-2024 年，分年度进行绩效考核并在解除限售期内解除限售，以达到绩效考核目标作为激励对象的解除限售条件。公司设定本次股权激励计划业绩考核指标为：以 2021 年净利润为基数，公司 2022-2024 年净利润增长率不低于 7%、23%、50%

**表 1、首次授予限制性股票的各年度业绩考核目标**

	2021	2022	2023	2024
相比 2021 年净利润增长率(%)	-	7%	23%	50%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

上述“2021 年净利润”指标以公司 2021 年度经审计的归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润作为计算依据；“净利润增长率”指标以本计划及其他股权激励计划实施所产生的激励成本摊销前并扣除非经常性损益后的净利润作为计算依据

● **工业微生物标的收购，拓展品类，产能加码**

公司发布公告，拟出资不超过 3.96 亿元以增资和受让股份的方式，获得华仁科技 60% 股权，成为其控股股东。芜湖华仁科技有限公司成立于 2006 年 8 月，主要从事系列核苷亚磷酸胺单体、核苷与核苷酸及其修饰物、杂环及糖类化合物、新一代抗病毒类药物中间体的开发、生产与销售。产品主要服务于新药研发及生产、生物合成、PCR 扩增、基因测序、诊断试剂生产、医学检验、生命科学研究等专业部门。公司建有实验中心 5200m<sup>2</sup>，生产车间 2700m<sup>2</sup>，拥有完备的实验、分析及生产设施，已通过环境、安全与质量管理体系认证，为安徽省高新技术企业。华仁科技后续计划在芜湖江北产业集中区（化工园区）新征土地，投资核酸药物原料、生物试剂原料及功能材料生产扩建项目，项目分二期建设：一期快速落地核酸药物原料类系列产品，后续有望进一步为公司工业微生物板块贡献业绩。

**盈利预测与估值：**公司作为传统医药白马，药品、商业、工业微生物、美容护理四大板块边际均向好，商业板块稳步增长，药品板块甩开集采包袱，今明两年多款创新产品上市放量，工业微生物和美护板块高速发展，我们调整对于公司的盈利预测，预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.62、1.99、2.49 元，对应 2022 年 8 月 10 日收盘价，对应 PE 估值分别为 27.7、22.5、18.0 倍，维持对其“买入”评级。

**风险提示：**药品集中采购风险，新药研发风险，产品竞争格局加剧风险

表 2、公司分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	21-2Q	21-3Q	21-4Q	22-1Q	22-2Q	QOQ	2021-06	2022-06	YOY
营业收入	8283	8748	8636	8933	9265	11.9%	17179	18198	5.9%
营业成本	5784	6231	6137	5915	6328	9.4%	11589	12243	5.6%
毛利	2499	2517	2499	3018	2937	17.5%	5590	5955	6.5%
销售费用	1330	1187	1259	1433	1599	20.2%	2979	3033	1.8%
管理费用	257	325	307	303	269	4.8%	535	572	7.0%
财务费用	1	6	6	8	-3	-307.6%	10	5	-44.3%
研发费用	218	290	252	319	247	13.7%	438	567	29.5%
资产减值	3	0	-20	0	0	-100.0%	3	0	-100.0%
公允价值	0	0	0	0	0	-	0	0	-
投资收益	-28	-6	-36	-28	-26	-	-54	-53	-
营业利润	649	681	587	888	758	16.8%	1589	1646	3.6%
利润总额	647	683	561	883	759	17.3%	1583	1642	3.7%
归母净利润	542	595	406	704	636	17.4%	1300	1341	3.1%
EPS	0.310	0.340	0.232	0.403	0.364	17.4%	0.743	0.766	3.1%
销售费用率	16.1%	13.6%	14.6%	16.0%	17.3%	1.2%	17.3%	16.7%	-0.7%
管理费用率	3.1%	3.7%	3.6%	3.4%	2.9%	-0.2%	3.1%	3.1%	0.0%
财务费用率	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
研发费用率	2.6%	3.3%	2.9%	3.6%	2.7%	0.0%	2.5%	3.1%	0.6%
所得税率	12.2%	12.2%	29.3%	19.2%	15.7%	3.5%	15.2%	17.5%	2.3%
毛利率	30.2%	28.8%	28.9%	33.8%	31.7%	1.5%	32.5%	32.7%	0.2%
净利率	6.5%	6.8%	4.7%	7.9%	6.9%	0.3%	7.6%	7.4%	-0.2%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	15487	18092	21383	25535
货币资金	4032	5488	7261	9751
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	6430	7198	8222	9325
预付款项	275	298	328	362
存货	3975	4308	4737	5223
其他	774	799	835	874
<b>非流动资产</b>	11510	11721	11866	11978
长期股权投资	985	985	985	985
固定资产	3077	3481	3423	3134
在建工程	1582	791	396	198
无形资产	2233	2834	3435	4036
商誉	2139	2139	2139	2139
长期待摊费用	12	10	8	5
其他	1481	1481	1481	1481
<b>资产总计</b>	26996	29813	33249	37513
<b>流动负债</b>	9266	9646	10134	10687
短期借款	1238	1238	1238	1238
应付票据及应付账款	4520	4,899	5,387	5,939
其他	3508	3510	3509	3509
<b>非流动负债</b>	789	859	888	937
长期借款	139	209	237	286
其他	650	650	650	650
<b>负债合计</b>	10055	10505	11022	11623
股本	1750	1750	1750	1750
资本公积	2230	2230	2230	2230
未分配利润	11626	13750	16371	19660
少数股东权益	362	407	463	534
<b>股东权益合计</b>	16941	19308	22227	25890
<b>负债及权益合计</b>	26996	29813	33249	37513

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	2302	2829	3487	4361
折旧和摊销	516	563	629	662
资产减值准备	59	45	60	64
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	84	-72	-135	-220
投资损失	53	96	96	96
少数股东损益	37	45	56	70
营运资金的变动	13	-812	-1088	-1171
<b>经营活动产生现金流量</b>	3170	2694	3105	3863
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1987	-873	-873	-873
<b>融资活动产生现金流量</b>	-767	-366	-460	-500
现金净变动	423	1456	1773	2490
现金的期初余额	3157	4032	5488	7261
现金的期末余额	3580	5488	7261	9751

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	34563	38689	44195	50123
营业成本	23957	25967	28554	31482
税金及附加	177	198	227	257
销售费用	5424	6453	7734	8772
管理费用	1167	1306	1934	2596
研发费用	980	1176	1411	1693
财务费用	22	-72	-135	-220
其他收益	175	0	0	0
投资收益	-96	-96	-96	-96
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-42	-42	-42	-42
资产减值损失	-17	-17	-17	-17
资产处置收益	-0	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	2856	3506	4315	5388
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	31	31	31	31
<b>利润总额</b>	2828	3475	4284	5357
所得税	489	601	741	926
净利润	2339	2874	3543	4431
少数股东损益	37	45	56	70
<b>归属母公司净利润</b>	2302	2829	3487	4361
<b>BPS(元)</b>	1.32	1.62	1.99	2.49

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	2.6%	11.9%	14.2%	13.4%
营业利润增长率	-17.9%	22.8%	23.1%	24.9%
归母净利润增长率	-18.4%	22.9%	23.3%	25.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	30.7%	32.9%	35.4%	37.2%
净利率	6.7%	6.7%	7.3%	7.9%
ROE	13.9%	15.0%	16.0%	17.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	37.2%	35.2%	33.1%	31.0%
流动比率	1.67	1.88	2.11	2.39
速动比率	1.24	1.43	1.64	1.90
<b>营运能力</b>				
资产周转率	135.0%	136.2%	140.2%	141.7%
应收帐款周转率	520.2%	537.1%	542.2%	540.4%
存货周转率	594.0%	625.2%	629.6%	630.4%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.32	1.62	1.99	2.49
每股经营现金	1.81	1.54	1.77	2.21
每股净资产	9.47	10.80	12.44	14.49
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	34.0	27.7	22.5	18.0
PB	4.7	4.1	3.6	3.1

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn