

医药生物

报告日期：2023 年 01 月 28 日

成本下行、制剂弹性，2023 年更乐观

——原料药板块 2023 年观点

投资要点

与前不同：展望 2023 年，我们认为成本下行、制剂业务弹性兑现成为原料药行业最大的两个边际变化，我们对以原料药为代表的医药高端制造板块更乐观。

□ 成本周期：潜在毛利率弹性

我们认为，从 2022H2 起综合化工价格指数有所下降，2022 年底已降至 2014 年以来的平均水平，假设 2023 年化工成本稳定在 2022 年底的水平，我们预计 2023H1 原料药业务毛利率提升弹性有望体现。但同时，我们强调原料药业务的毛利率弹性同时受到较多因素影响：

①**汇兑**：2022 年人民币相对贬值 4.2%，我们估算 2022 年 1-9 月主要原料药公司税后财务费用/归母净利率中位数为-12.4%，表明主要公司的归母净利润明显受到了财务费用的正向带动。展望 2023 年，如果人民币针对美元升值，我们认为成本下行对毛利率的带动可能有所减弱。我们以 2021 年原料药公司的平均情况进行模拟，假设 2023 年人民币升值 5%、原材料成本下降 10%，当一个公司原材料成本/总收入为 36.1%、海外收入占比为 46.5%（注：两个数据为 2021 年原料药板块公司的中位数）时，毛利率提升幅度约 2.8pct。以上估算并不精确（如未考虑套期保值等因素），结果仅供参考，我们认为外币收入敞口越低（需考虑上游原材料进口与原料药出口收入之差）、原材料成本占总收入比例越高的公司，在人民币升值、成本下行的背景下毛利率弹性更高。

②**存货周期**：综合考虑主要公司的存货周转天数，我们预计成本下降反馈到利润表的利润率弹性可能需要 1-2 个季度。

③**折旧摊销等费用**：我们认为主要原料药公司正处于产能建设、能力提升期，折旧摊销、研发费用等的增加可能导致净利率下降，但从投入期向产出期的过渡可能带来固定资产周转率先提升、净利率后提升。我们看好原料药公司中已进入产能释放期的公司（体现为在建工程占比开始下降）在产能利用率上升（体现为固定资产周转率提升）下的净利润弹性。

综合上述分析，从成本周期看，2022 年平均上游化工价格指数已高于过去 9 年平均，2022 年主要原料药公司在制剂和 CDMO 收入占比提升的背景下平均毛利率已回到 2014-2015 年的水平，我们预计随着上游成本下降、产能释放后周转率提升，即使考虑到汇率变动带来的潜在负面影响，我们认为 2023 年主要公司的毛利率仍有提升空间，净利率变动取决于各公司 2022 年的汇兑收益基数及净汇兑敞口，我们看好普洛药业、国邦医药等公司的利润率弹性，关注司太立等公司主要成本变动趋势。

□ 制剂弹性：“前向一体化”新起点

①**集采制剂利润兑现的起点**：2021 年第四批和第五批全国集采中主要公司产品中标个数明显增加，2022 年第七批全国集采原料药公司中标的增量单品明显增多，我们预计 2023 年有望成为原料药公司“前向一体化”战略加速带动公司盈利能力提升的起点。

②**制剂布局加速**：我们关注到 2021 年以来，普洛药业、天宇股份、美诺华等公司在制剂申报上明显加速；从品种布局上看，美诺华、普洛药业、天宇股份、博瑞医药等公司已申报的产品对应的市场容量最大，奥锐特、诺泰生物等公司申报的产品主要由原研销售、竞争格局相对好。

从制剂弹性看，我们看好普洛药业（第七批集采中标 3 个产品有望明显贡献 2023 年制剂的利润增长+品种储备加速）、奥锐特（2023 年高壁垒的地屈孕酮片有望获批，开启前向一体化）、博瑞医药（第七批集采中标大品种注射用米卡芬

行业评级：看好(维持)

分析师：孙建

执业证书号：S1230520080006
02180105933

sunjian@stocke.com.cn

分析师：毛雅婷

执业证书号：S1230522090002

maoyating@stocke.com.cn

研究助理：盖文化

gaiwenhua@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《口腔种植牙行业及集采分析》 2023.01.19
- 2 《动物实验再讨论，AZ 拓展心肾病——投融资周报 20230115》 2023.01.16
- 3 《周关注：新集采、种植牙、北上资金加速——医药行业周报》 2023.01.15

净钠+未集采的大品种储备相对较多) 等公司, 建议关注天宇股份、司太立、美诺华等公司制剂利润拐点。**从存量制剂集采的角度看**, 我们关注到 2022 年第七批集采中仙琚制药的存量大产品罗库溴铵注射液已顺利中标, 我们看好仙琚制药 2023 年制剂收入结构调整, 体现为集采对利润影响的基数下降、竞争格局较好的潜力大单品销售(舒更葡糖钠注射液等)、高壁垒制剂即将上市(黄体酮阴道缓释凝胶等)、创新药 NDA(注射用奥美克松钠) 或 IND(仙琚萃泽的注射用 CZIS), 带动 2024 年起利润增长加速。

□ 产品周期: 从洼地红利, 到全球盈利

完善的化工体系, 产业转移空间仍大。①产业逻辑看, 中国仍然是全球最有竞争力的原料药制造中心, 源于综合化工配套竞争力、更高效&先进的产能建设等。②产业链地位看, 中国大部分特色原料药公司还没有触及发展天花板。

看好处于放量周期及卡位国内市场的原料药公司。①产品立项: 从产品竞争力角度看看好奥锐特(地屈孕酮规范市场开拓+多肽/小核酸原料药储备)、奥翔药业(舒更葡糖钠等产品全球销售)、国邦医药(大吨位动保产品贡献增量), 关注天宇股份、海翔药业等。②国内原料药: 我们认为, 国内带量采购打开了国内原料药市场的增长空间, 2021 年起原料药公司国内关联审评 I 和 A 的产品个数明显增多, 国内原料药有望逐渐成为增长新动能, 从关联品种个数看, 看好普洛药业、天宇股份等公司的国内市场原料药弹性。

□ 投资建议

展望 2023 年, 我们认为成本下行有望逐渐带来原料药业务毛利率弹性; 产业升级角度看, 2023 年有望成为制剂业务兑现的起点。从成本结构、制剂弹性、产品周期等角度, 推荐普洛药业(成本下行+制剂弹性)、仙琚制药(制剂结构切换)、国邦医药(潜在的成本弹性+动保产品放量周期+低估值) 等公司; 从壁垒产品放量周期+储备梯队的角度, 推荐奥锐特、博瑞医药、奥翔药业等标的。

从产业升级角度看医药制造公司的转型与升级, 我们持续看好医药高端制造公司从原料药等出发, 持续提升议价能力、通过制剂国际化/CDMO/创新药等新业务打开增长天花板, 推荐健友股份、九洲药业等标的, 关注普利制药、苑东生物、科伦药业等。

□ 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

表1: 主要公司盈利预测与估值

代码	公司	日期		EPS			PE		评级
		1月20日	2021A	2022E	2023E	TTM	2022E	2023E	
000739.SZ	普洛药业	25.0	0.81	0.83	1.06	34.6	29.9	23.5	买入
603707.SH	健友股份	19.5	0.88	0.76	0.98	28.1	25.5	19.9	买入
603456.SH	九洲药业	46.0	0.76	1.04	1.40	42.5	44.4	33.0	买入
300630.SZ	普利制药	27.5	0.95	1.37	1.78	24.9	20.2	15.5	增持
688513.SH	苑东生物	60.9	1.94	2.27	2.85	30.2	26.9	21.4	增持
002332.SZ	仙琚制药	11.8	0.62	0.72	0.82	17.0	16.4	14.3	增持
300702.SZ	天宇股份	24.5	0.59	0.34	0.78	227.5	72.9	31.2	增持
603229.SH	奥翔药业	28.4	0.51	0.57	0.79	53.7	50.2	36.0	增持
688166.SH	博瑞医药	24.2	0.60	0.66	0.81	38.7	37.0	29.8	增持
603520.SH	司太立	22.7	1.32	0.50	1.19	62.9	45.4	19.1	增持
688076.SH	诺泰生物	27.7	0.60	0.57	0.74	61.9	48.3	37.6	增持
605116.SH	奥锐特	27.2	0.42	0.55	0.66	49.8	49.0	41.1	增持
002099.SZ	海翔药业	7.7	0.06	0.19	0.25	55.4	41.5	31.2	增持
605507.SH	国邦医药	28.0	1.38	1.71	2.14	17.2	16.3	13.1	增持
002422.SZ	科伦药业	27.8	0.78	1.14	1.37	23.8	24.4	20.3	增持
300636.SZ	同和药业	15.4	0.36	0.31	0.51	60.7	49.7	30.4	未评级
603538.SH	美诺华	26.7	0.92	1.42	1.87	25.8	18.8	14.3	未评级

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：上述公司 2022-2023 年 EPS 来 Wind 一致预期

正文目录

1 核心观点：成本下行、制剂弹性，2023 年更乐观	6
1.1 成本周期：潜在毛利率弹性	6
1.2 制剂弹性：“前向一体化”新起点	7
1.3 产品周期：从洼地红利，到全球盈利	8
2 投资建议	9
3 风险提示	10

图表目录

图 1: 成本及汇兑扰动下, 原料药板块主要公司毛利率和净利率中位数变动	6
图 2: 部分原料药公司原材料成本占比及海外收入占比	6
图 3: 2022 年三季报部分公司财务费用及税后占比	6
图 4: 部分原料药公司存货周转率	7
图 5: 在建工程/总资产 (上图) & 固定资产周转率 (下图)	7
图 6: 部分原料药公司 2018 年后被 CDE 审核的制剂个数	8
图 7: 部分原料药公司被审核制剂的总销售、竞争格局情况	8
图 8: 2021 年美国 ANDA 的原料药生产基地分布	9
图 9: 分适应症看美国仿制药的原料药来源地	9
图 10: 从商业化品种立项看主要原料药公司的差异	9
图 11: 部分原料药公司国内制剂关联审评个数	9
表 1: 主要公司盈利预测与估值	2
表 2: 盈利预测与财务指标	10

1 核心观点：成本下行、制剂弹性，2023 年更乐观

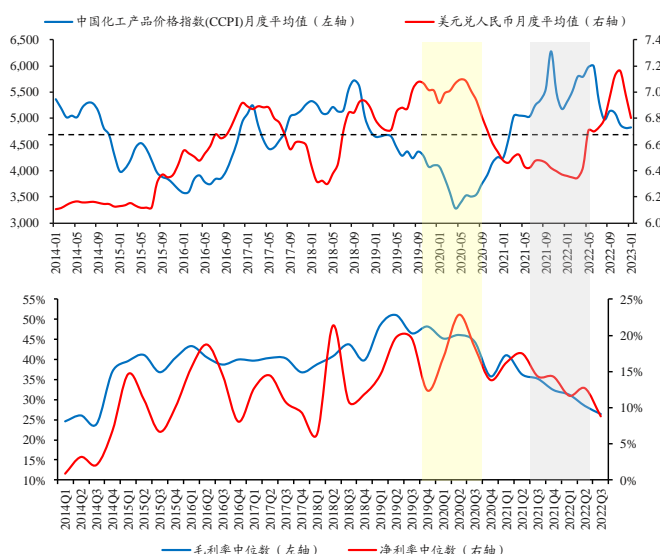
与前不同：展望 2023 年，我们认为成本下行有望逐渐带来毛利率弹性；产业升级角度看，2023 年有望成为制剂“前向一体化”业绩加速兑现的起点。

1.1 成本周期：潜在毛利率弹性

我们认为，成本和汇兑是影响主要原料药公司盈利能力的共性影响因素，在财务数据复盘，我们发现当化工成本处于历史平均下方且保持下降趋势时，整体净利率处于上升趋势（如下图黄色方框部分）；当化工成本高于历史平均且处在上升趋势时，净利率中位数有所下降。我们认为，从 2022H2 起综合化工价格指数有所下降，2022 年底已降至历史 2014 年以来的平均水平，如果 2023 年化工成本稳定在 2022 年底的水平，我们预计 2023H1 主要公司原料药业务毛利率可能有同比弹性。但同时，我们强调原料药业务的毛利率弹性同时受到较多因素影响：

- ①汇兑：根据 wind 数据，2022 年美元对人民币汇率平均为 6.72，而 2021 年平均为 6.45，2022 年人民币相对贬值 4.2%，2022 年三季报显示主要原料药公司财务费用平均数为-1341 万元（注：负值代表利润正贡献），估算税后财务费用/归母净利润中位数为-12.4%，表明 2022 年 1-9 月中主要公司的归母净利润明显受到了财务费用的正向带动，我们认为这可能和 2022Q2 到 Q3 人民币贬值有关。展望 2023 年，如果人民币针对美元升值，我们认为成本下行对毛利率的带动可能有所减弱。我们以 2021 年原料药公司的平均情况进行模拟，假设 2023 年人民币升值 5%、原材料成本下降 10%，当一个公司原材料成本/总收入为 36.1%、海外收入占比为 46.5%（注：两个数据为 2021 年原料药板块公司的中位数）时，毛利率提升幅度约 2.8pct。以上估算并不精确（如未考虑套期保值等因素），结果仅供参考，我们认为外币收入敞口越低（需考虑上游原材料进口与原料药出口收入之差）、原材料成本占总收入比例越高的公司，在人民币升值、成本下行的背景下毛利率弹性更高。

图1：成本及汇兑扰动下，原料药板块主要公司毛利率和净利率中位数变动

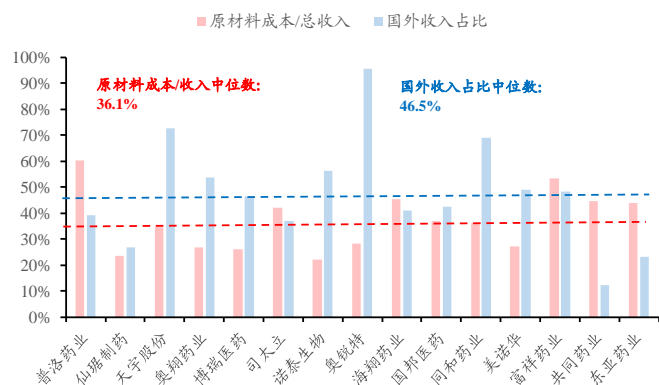


资料来源：Wind，浙商证券研究所

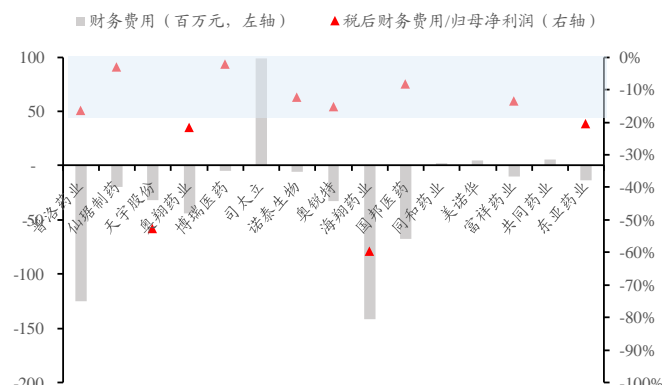
注：样本公司主要包括：普洛药业、仙琚制药、天宇股份、奥翔药业、博瑞医药、司太立、诺泰生物、奥锐特、海翔药业、国邦医药、同和药业、美诺华、富祥药业、共同药业、东亚药业等。

图2：部分原料药公司原材料成本占比及海外收入占比

图3：2022 年三季报部分公司财务费用及税后占比



资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

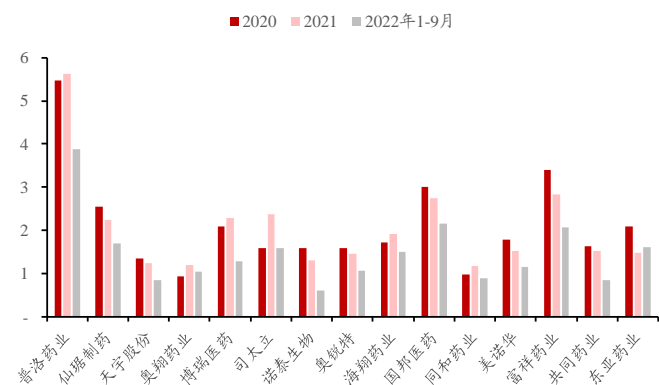


资料来源: Wind, 公司年报, 浙商证券研究所

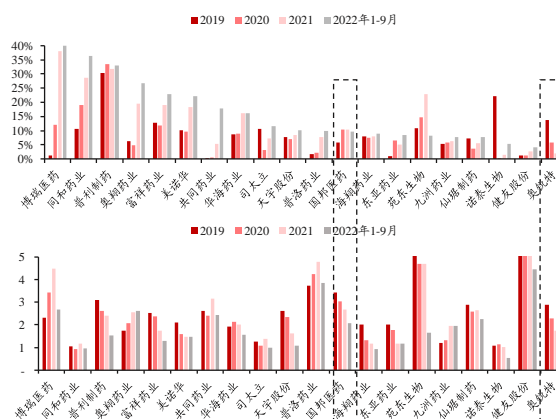
- **存货周期:** 我们认为, 成本下降的过程中, 主要原料药公司的毛利率一般不会快速上升, 存货周期一般会导致主要公司的平均成本下降幅度小于化工原料成交额的边际降价, 综合考虑主要公司的存货周转天数, 我们预计成本下降反馈到利润表的利润率弹性可能需要 1-2 个季度。
- **折旧摊销等费用:** 我们认为主要原料药公司正处于产能建设、能力提升期, 折旧摊销、研发费用等的增加可能导致净利率下降, 但从投入期向产出期的过渡可能带来固定资产周转率先提升、净利率后提升。我们看好原料药公司中已进入产能释放期的公司 (体现为在建工程占比开始下降) 在产能利用率上升 (体现为固定资产周转率提升) 下的净利润弹性。

图4: 部分原料药公司存货周转率

图5: 在建工程/总资产 (上图) & 固定资产周转率 (下图)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

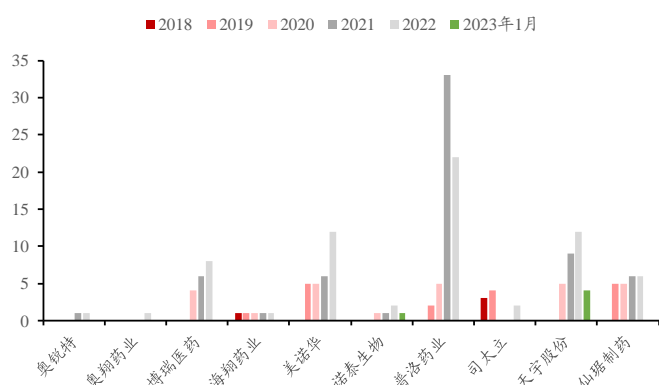
综合上述分析, 从成本周期看, 2022 年平均上游化工价格指数已高于过去 9 年平均, 2022 年主要原料药公司在制剂和 CDMO 收入占比提升的背景下平均毛利率已回到 2014-2015 年的水平, 我们预计随着上游成本下降、产能释放后周转率提升, 即使考虑到汇率变动带来的潜在负面影响, 我们认为 2023 年主要公司的毛利率仍有提升空间, 净利率变动取决于各公司 2022 年的汇兑收益基数及净汇兑敞口, 我们看好普洛药业、国邦医药等公司的利润率弹性, 关注司太立等公司主要成本变动趋势。

1.2 制剂弹性: “前向一体化”新起点

我们认为，制剂弹性有望成为原料药板块利润弹性和增长驱动力：①集采制剂利润兑现的起点：我们分析了主要原料药公司的制剂立项和集采中标情况，2021年第四批和第五批全国集采中主要公司产品中标个数明显增加，2022年第七批全国集采原料药公司中标的增量单品明显增多（普洛药业的琥珀酸美托洛尔缓释片、司太立的碘帕醇注射液、博瑞医药的注射用米卡芬净钠等），综合考虑几个公司的中标产品原料药自给，我们预计2023年有望成为原料药“前向一体化”加速带动公司净利润增长的起点。②制剂布局加速：我们关注到2021年以来，普洛药业、天宇股份、美诺华等公司在制剂申报上明显加速；从品种布局上看，美诺华、普洛药业、天宇股份、博瑞医药等公司已申报的产品对应的市场容量最大，奥锐特、诺泰生物等公司申报的产品主要由原研销售、竞争格局相对好。

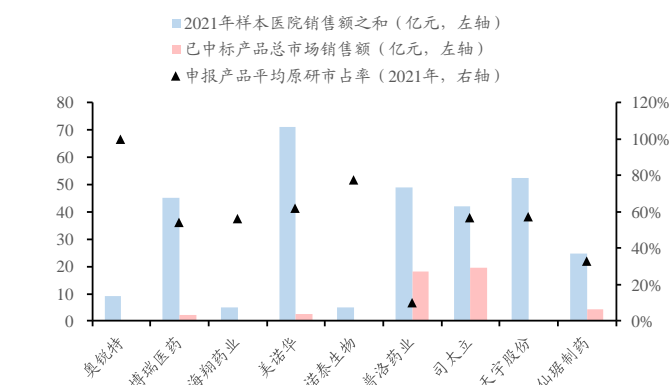
从制剂弹性看，我们看好普洛药业（第七批集采中标3个产品有望明显贡献2023年制剂的利润增长+品种储备加速）、奥锐特（2023年高壁垒的地屈孕酮片有望获批，开启前向一体化）、博瑞医药（第七批集采中标大品种注射用米卡芬净钠+未集采的大品种储备相对较多）等公司，建议关注天宇股份、司太立、美诺华等公司制剂利润拐点。从存量制剂集采的角度看，我们关注到2022年第七批集采中仙琚制药的存量产品罗库溴铵注射液已顺利中标，我们看好仙琚制药2023年制剂收入结构调整，体现为集采对利润的影响的基数下降、竞争格局较好的潜力大单品销售（舒更葡糖钠注射液等）、高壁垒制剂即将上市（黄体酮阴道缓释凝胶等）、创新产品NDA（注射用奥美克松钠）或IND（仙琚苯泽的注射用CZ1S），带动2024年起利润增长加速。

图6：部分原料药公司18年后被CDE审核的制剂个数



资料来源：Wind 医药库，药融云，CDE，浙商证券研究所
注：不含以中药申报的产品

图7：部分原料药公司被审核制剂的总销售、竞争格局情况

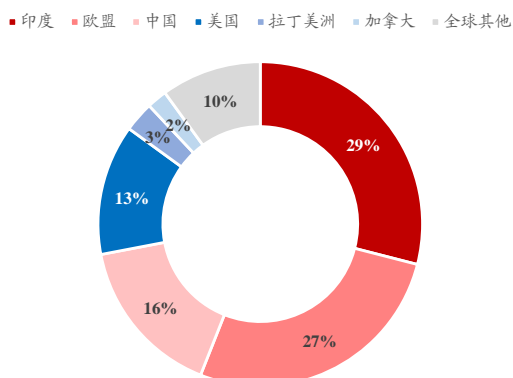


资料来源：Wind 医药库，浙商证券研究所
注：样本医院销售额未放大，数据仅供参考

1.3 产品周期：从洼地红利，到全球盈利

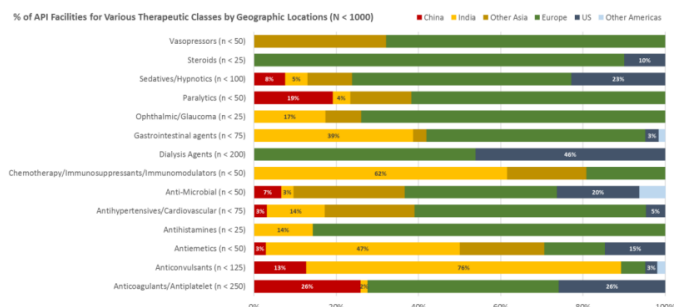
完善的化工体系，产业转移空间仍大。①产业逻辑看，中国仍然是全球最有竞争力的原料药制造中心，源于综合化工配套竞争力、更高效&先进的产能建设等。②产业链地位看，中国大部分特色原料药还没有到担心天花板的阶段，参考科睿唯安数据，2020年全球原料药中亚太区占比30%，北美和欧洲分别占比40%和20%，综合考虑印度的市场份额，我们认为中国原料药占全球的供应链不超过20%且偏大吨位和大宗的原料药为主；参考美国FDA的数据，2021年美国仿制药中中国原料药供应占比约16%，分适应症看抗凝血用药（中国原料药供应占比26%）、抗中风用药（中国原料药供应占比19%）、抗惊厥用药（中国原料药供应占比13%）等占比相对较高，大部分特色原料药领域如心血管、消化类等中国占比不足5%，我们认为对大部分中国原料药供应商而言，全球市场机遇远多于挑战，而从成本控制、制造能力等角度看，中国仍有望成为全球重要的产能转移方。

图8： 2021 年美国 ANDA 的原料药生产基地分布



资料来源：FDA，浙商证券研究所

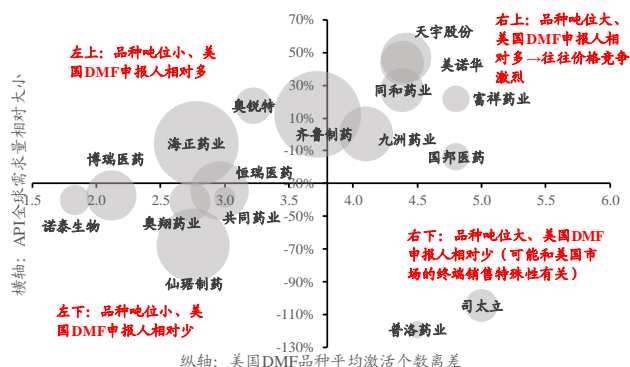
图9： 分适应症看美国仿制药的原料药来源地



资料来源：FDA，浙商证券研究所

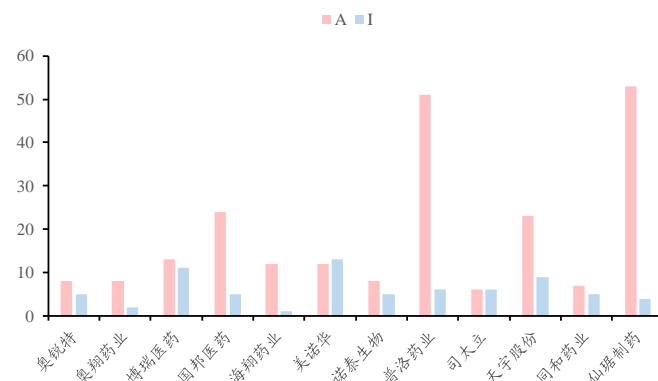
看好处于放量周期及卡位国内市场的原料药公司。①整体产品立项：我们看好壁垒产品、放量周期的特色原料药品种对公司的利润增长带动（具体分析参考我们已正式发布的公司和行业报告），从产品竞争力角度看看好奥锐特（地屈孕酮规范市场开拓+多肽/小核酸原料药储备）、奥翔药业（舒更葡糖钠等产品全球销售）、国邦医药（大吨位动保产品贡献增量），建议关注天宇股份、海翔药业等。②国内原料药：我们认为，国内带量采购打开了国内原料药市场的增长空间，2021 年起原料药公司国内关联审评 I 和 A 的产品个数明显增多，国内原料药有望逐渐成为增长新动能，从关联品种个数看，看好普洛药业、天宇股份等公司的国内市场原料药弹性。

图10： 从商业化品种立项看主要原料药公司的差异



资料来源：Wind，浙商证券研究所
注：气泡大小代表产品个数

图11： 部分原料药公司国内制剂关联审评个数



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 投资建议

展望 2023 年，我们认为成本下行有望逐渐带来原料药业务毛利率弹性；产业升级角度看，2023 年有望成为制剂“前向一体化”业绩加速兑现的起点。从成本结构、制剂弹性、产品周期等角度，2023 年原料药板块推荐普洛药业（成本下行+制剂弹性）、仙琚制药（制剂结构切换）、国邦医药（潜在的成本弹性+动保产品放量周期+低估值）等公司；从壁垒产品放量周期+储备梯队的角度，推荐奥锐特、博瑞医药、奥翔药业等公司。

从产业升级角度看医药制造公司的转型与升级，我们持续看好医药高端制造公司从原料药等出发，在市场化、国际化竞争环境中持续提升议价能力、通过制剂国际化/CDMO/创

新药等新业务打开增长天花板，持续推荐健友股份、九洲药业等公司，建议关注普利制药、苑东生物、科伦药业等。

表2: 盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS				PE		评级
		1月20日	2021A	2022E	2023E	TTM	2022E	2023E	
000739.SZ	普洛药业	25.0	0.81	0.83	1.06	34.6	29.9	23.5	买入
603707.SH	健友股份	19.5	0.88	0.76	0.98	28.1	25.5	19.9	买入
603456.SH	九洲药业	46.0	0.76	1.04	1.40	42.5	44.4	33.0	买入
300630.SZ	普利制药	27.5	0.95	1.37	1.78	24.9	20.2	15.5	增持
688513.SH	苑东生物	60.9	1.94	2.27	2.85	30.2	26.9	21.4	增持
002332.SZ	仙琚制药	11.8	0.62	0.72	0.82	17.0	16.4	14.3	增持
300702.SZ	天宇股份	24.5	0.59	0.34	0.78	227.5	72.9	31.2	增持
603229.SH	奥翔药业	28.4	0.51	0.57	0.79	53.7	50.2	36.0	增持
688166.SH	博瑞医药	24.2	0.60	0.66	0.81	38.7	37.0	29.8	增持
603520.SH	司太立	22.7	1.32	0.50	1.19	62.9	45.4	19.1	增持
688076.SH	诺泰生物	27.7	0.60	0.57	0.74	61.9	48.3	37.6	增持
605116.SH	奥锐特	27.2	0.42	0.55	0.66	49.8	49.0	41.1	增持
002099.SZ	海翔药业	7.7	0.06	0.19	0.25	55.4	41.5	31.2	增持
605507.SH	国邦医药	28.0	1.38	1.71	2.14	17.2	16.3	13.1	增持
002422.SZ	科伦药业	27.8	0.78	1.14	1.37	23.8	24.4	20.3	增持
300636.SZ	同和药业	15.4	0.36	0.31	0.51	60.7	49.7	30.4	未评级
603538.SH	美诺华	26.7	0.92	1.42	1.87	25.8	18.8	14.3	未评级

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 上述公司在 2022-2023 年 EPS 来自于 Wind 一致预期。

3 风险提示

生产安全事故及质量风险: 对于 API 公司而言, 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: 对于已经延伸至制剂端的 API 公司而言, 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。

汇率波动风险: API 销售的主要客户在海外, 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。

订单交付波动性风险: 无论对于 CDMO/CMO 业务还是对于 API 销售业务而言, 订单交付受到客户销售、合同规定的影响, 一般而言不是按月度平均交付, 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。。

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“本公司”）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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

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>