

# 主业景气，蓄势向上

## ——CXO 2023年中报业绩总结

行业评级：看好

2023年9月14日

分析师	孙建	郭双喜	王帅
邮箱	<a href="mailto:sunjian@stocke.com.cn">sunjian@stocke.com.cn</a>	<a href="mailto:guoshuangxi@stocke.com.cn">guoshuangxi@stocke.com.cn</a>	<a href="mailto:wangshuai@stocke.com.cn">wangshuai@stocke.com.cn</a>
电话	13641894103	19801116960	13548094491
证书编号	S1230520080006	S1230521110002	S1230523060003

# 目录

CONTENTS

## 01

### 行情复盘

本土：订单&业绩驱动，多肽CDMO关注高

海外：临床CRO更优，龙头业绩更稳健

## 02

### 财务分析

成长性：基数因素大幅下降，主业增速仍很快

盈利能力：有所下降，相对高水平

运营效率：整体平稳，大订单相关有下降

## 03

### 思考与展望

投融资：望逐渐触底

估值：海外可参考，本土相对低估

供给&需求：订单分化，新业务在兑现

机构持仓：回落低位

## 04

### 投资建议&风险提示

## 投资要点：扰动偏短期，长期兑现仍较强

### ➤ 市场分歧：

- 1) 产能过剩风险：竞争加剧>产能过剩>价格战>盈利能力受影响担忧
- 2) 投融资继续下行风险：美国加息>流动性收紧>Biotech融资困难>研发投入减少>订单受影响>业绩增长持续性担忧
- 3) CXO估值锚找不到：认为CXO类似制造业/化工股逻辑>高估值分歧
- 4) 市占率已经很高了：认为未来成长空间有限

### ➤ 核心结论：

- 1) 投融资景气度有望回升：2023Q1中国医疗健康投融资回落到2017Q1-Q3水平，全球回到2018-2019年水平，绝对值相对较低，我们看好2023H2投融资望触底，景气度有望逐渐回升（以年度基数为参考）；
- 2) 2023H1 CXO龙头扣除2022H1一些短期大订单基数扰动，主业收入仍保持高增长，凸显了龙头议价能力和多业务协同发展（比如药明康德的漏斗效应，泰格医药大临床业务，凯莱英强劲的M端、博腾股份常规业务收入的快速增长等）下的抗风险能力；
- 3) 2023H2和2024年业绩更乐观：看好2023H2 CXO龙头主业收入同比增速有所改善，2023年相对低基数下（大订单基数影响逐渐消除）2024年主业收入同比增速进一步改善，景气度逐渐回升。
- 4) 基金持仓已经回到2020Q1水平，估值性价比很高。

# 投资建议

- 我们看好细分领域龙头，即使投融资短期有波动，但是细分龙头议价权仍然优势明显，强者恒强格局短中期不会被打破。
- 重点推荐：药明康德、泰格医药、康龙化成、凯莱英、昭衍新药、美迪西、药石科技、九洲药业、博腾股份、皓元医药、方达控股、和元生物、百诚医药等细分领域龙头。

表：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS (元/股)		PE (倍)		评级
		9月12日	2023E	2024E	2023E	2024E	
603259.SH	药明康德	77.5	3.42	4.17	23	19	买入
300347.SZ	泰格医药	62.5	2.84	3.58	22	17	买入
002821.SZ	凯莱英	125.2	5.97	5.43	21	23	买入
300759.SZ	康龙化成	27.6	1.08	1.38	26	20	买入
300363.SZ	博腾股份	24.6	1.25	1.13	20	22	买入
603456.SH	九洲药业	25.3	1.48	1.90	17	13	买入
603127.SH	昭衍新药	23.6	1.08	1.63	22	14	买入
1521.HK	方达控股	2.13	0.02	0.02	13	10	买入
300725.SZ	药石科技	43.4	2.08	2.86	21	15	买入
688202.SH	美迪西	73.0	6.14	8.63	12	8	增持
688238.SH	和元生物	10.1	0.09	0.14	112	72	增持
688131.SH	皓元医药	52.2	1.92	2.88	27	18	增持
301096.SZ	百诚医药	62.4	2.56	3.62	24	17	增持

- 1、国内药审政策的波动性风险
- 2、新签订单不及预期风险
- 3、新业务整合不及预期风险
- 4、汇兑风险
- 5、产能释放不及预期风险
- 6、新业务大幅投入下盈利能力下降风险

# 01

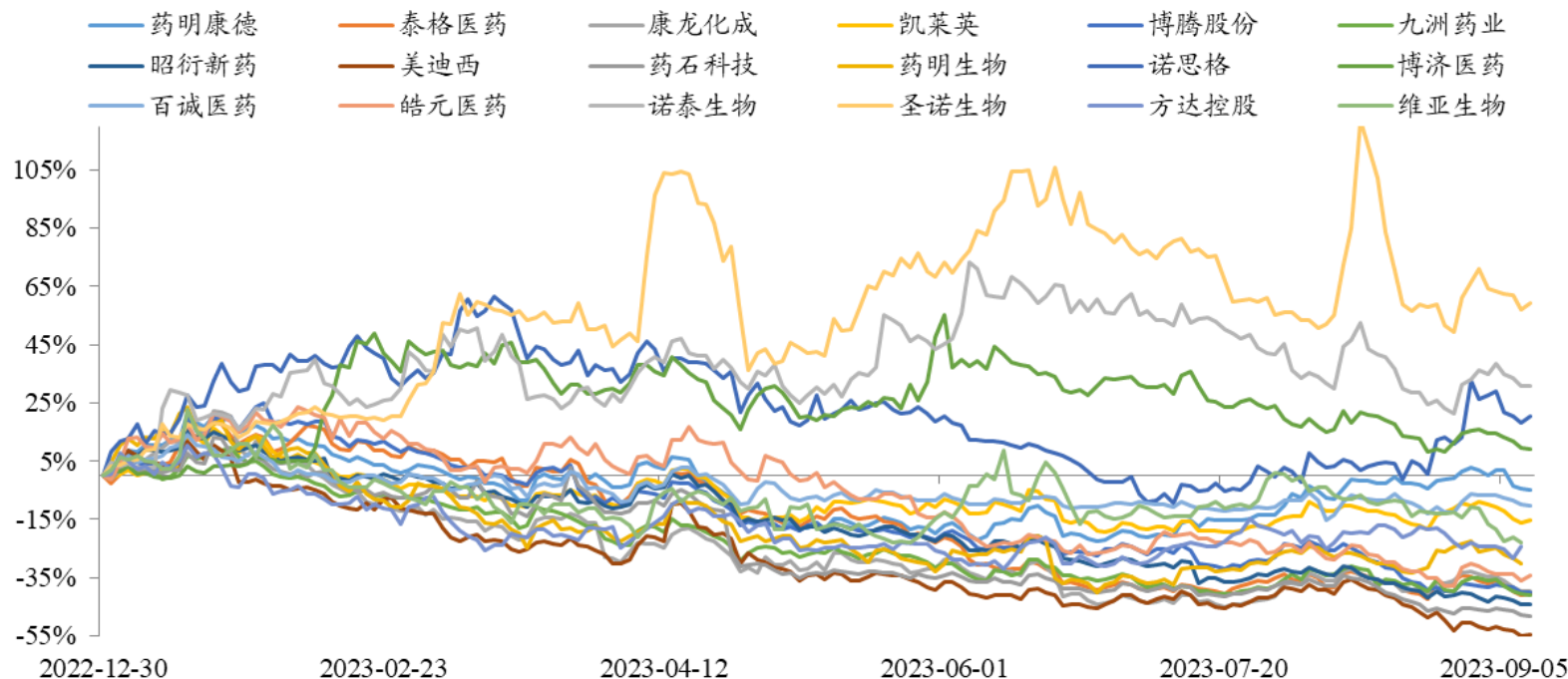
## 行情复盘

**本土：订单&业绩驱动，  
多肽CDMO关注高**

**海外：临床CRO更优，龙  
头业绩更稳健**

➤ 2022.12.30至2023.09.08，CXO平均跌幅16.26%，多肽CDMO和临床CRO表现更好，：圣诺生物(+59.33%)>诺泰生物(+30.88%)>普蕊斯(+21.28%)>诺思格(+20.61%)>博济医药(+9.06%)>药明康德(-4.69%)>百诚医药(-10.11%)>凯莱英(-15.50%)>维亚生物(-22.86%)>方达控股(-24.48%)>药明生物(-30.08%)>皓元医药(-34.16%)>康龙化成(-39.90%)>博腾股份(-40.25%)>泰格医药(-40.57%)>九洲药业(-40.90%)>昭衍新药(-44.04%)>药石科技(-48.11%)>美迪西(-54.37%)。整体看多肽CDMO供应链以及小的临床CRO相对更超额，我们预计主要受益于全球GLP-1药物相关需求快速增长以及临床CRO强劲的业绩和订单表现。

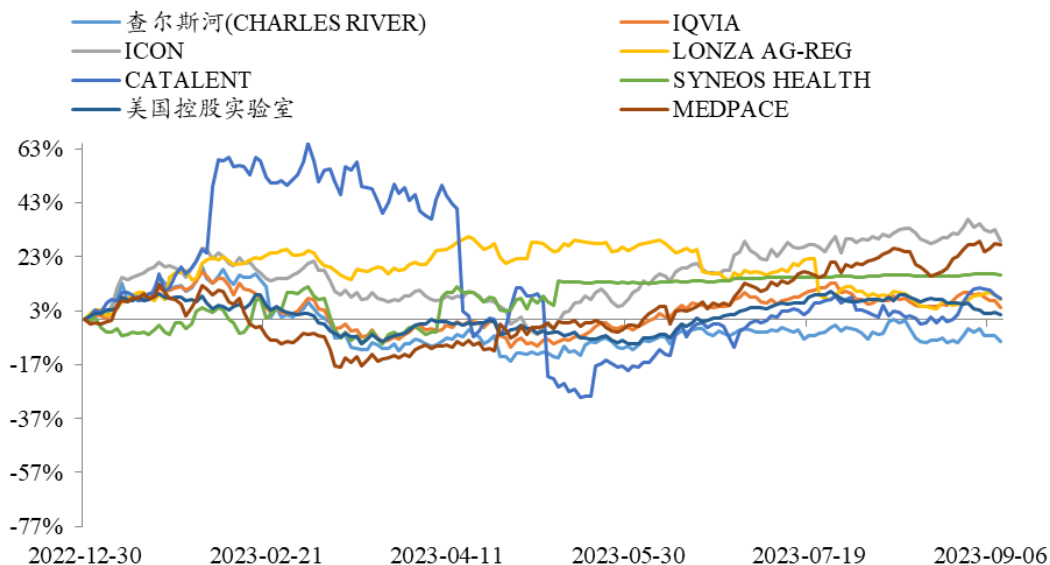
图：本土CXO龙头涨跌幅统计



- 2022.12.30至2023.09.08，海外CXO平均涨幅10.62%，临床CRO领涨：ICON (+28.77%) > Medpace (+27.64%) > Syneos (+16.41%) > Catalent (+7.71%) > Lonza (+7.10%) > IQVIA (+4.22%) > 美国控股实验室 (+1.47%) > 查尔斯河 (-8.33%)。
- 其中分公司看：Medpace、IQVIA、ICON等公司在手订单YOY仍较为稳健，Syneos预计受到投融资影响在手订单YOY下滑较多，临床CRO订单和业绩开始分化。大体量临床CRO显示出较为稳健的增长，我们认为这与龙头具有较高的议价能力有关。

表：海外CXO龙头2023Q2业绩复盘

图：海外CXO龙头涨跌幅统计



数据来源：Wind，各公司官网，浙商证券研究所

	2023年全年收入YOY指引	2023H1订单在手绝对值(亿美元)	2023Q2业务拆分
IQVIA	4.4%-5.3% (扣除汇兑、并购和其他扰动YOY8%-9%)，公司相较2023Q1指引的5.1%-6.9%YOY有所下调	2023Q2大临床业务在手订单284亿美元 (YOY11%)	2023Q2收入YOY5.5% (恒定汇率)，其中TAS业务收入YOY3.4%，RDS业务收入YOY7.6%
Lonza	中到高个位数同比增长 (相较2022年报指引高个位数增长略有下调)	-	2023H1收入YOY5.6%，其中生物药CDMO收入YOY1.9%，小分子CDMO收入YOY37.5% (2022H1收入YOY-21.3%基数低)，CGT CDMO收入YOY10.8%
Catalent	2024财年1%-5%收入YOY (2024Q2为2024财年)。公司不断下调2023财年收入YOY指引，从2022Q2的年报 (公司财年) 指引的3%-8%YOY不断下调到2022Q4公司2023年中报 (公司财年) 的-4%~1%YOY。公司2023年报 (公司财年) 收入YOY最终为-10.95%，低于先前指引	-	2023Q4 (公司财年) 收入YOY-17%，其中Pharma and Consumer Health Segment收入YOY3% (恒定汇率)，生物药CDMO收入YOY-19% (恒定汇率)
Medpace	26.0%-28.8% (相较2023Q1指引的19.5%-23.6%YOY有所上调)	2023Q2在手订单25.72亿美元 (YOY18.61%)	2023Q2收入YOY31.2%
ICON	4.3%-6.1% (相较2023Q1指引2.6%-7.7%YOY收窄)	2023Q2在手订单217亿美元 (YOY8.5%)	2023Q2收入YOY4.3% (恒定汇率下内生增长)
Syneos	-	2023H1临床在手订单96.49亿美元 (YOY-15.8%)	2023Q2收入YOY0.39%
Charles River	2.5%-4.5%表观YOY，5.5%-7.5%内生YOY，其中RMS高个位数YOY增长，DSA中个位数YOY增长，CDMO低到到中个位数YOY下滑，主要是禽流感业务剥离	2023Q2的DSA业务在手订单28亿美金，环比23Q1的30亿美金有所下降	2023Q2整体收入YOY8.9%，其中DSA收入YOY12.1%，RMS收入YOY12.6%，CDMO收入YOY-4.2%



# 02

## 财务分析

**成长性：基数因素大幅下降，  
主业增速仍很快**

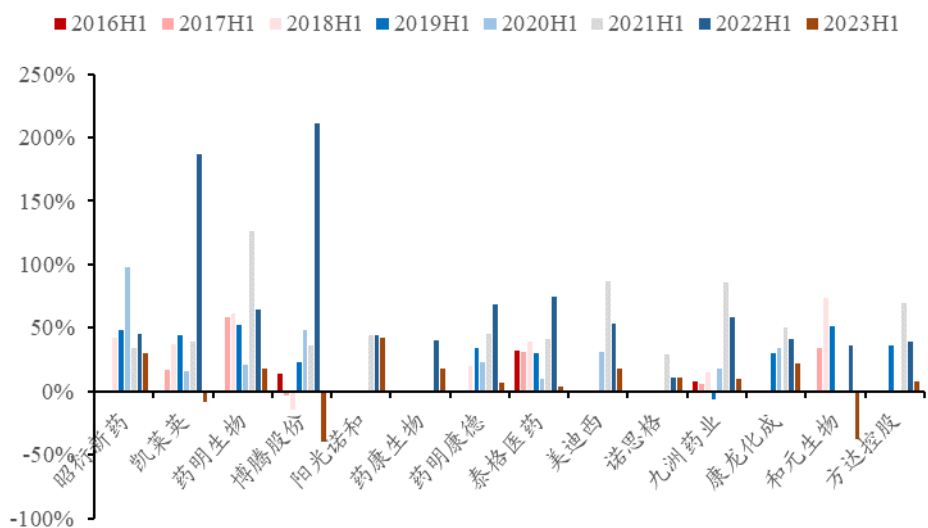
**盈利能力：有所下降，相对高  
水平**

**运营效率：整体平稳，大订单  
相关有所下降**

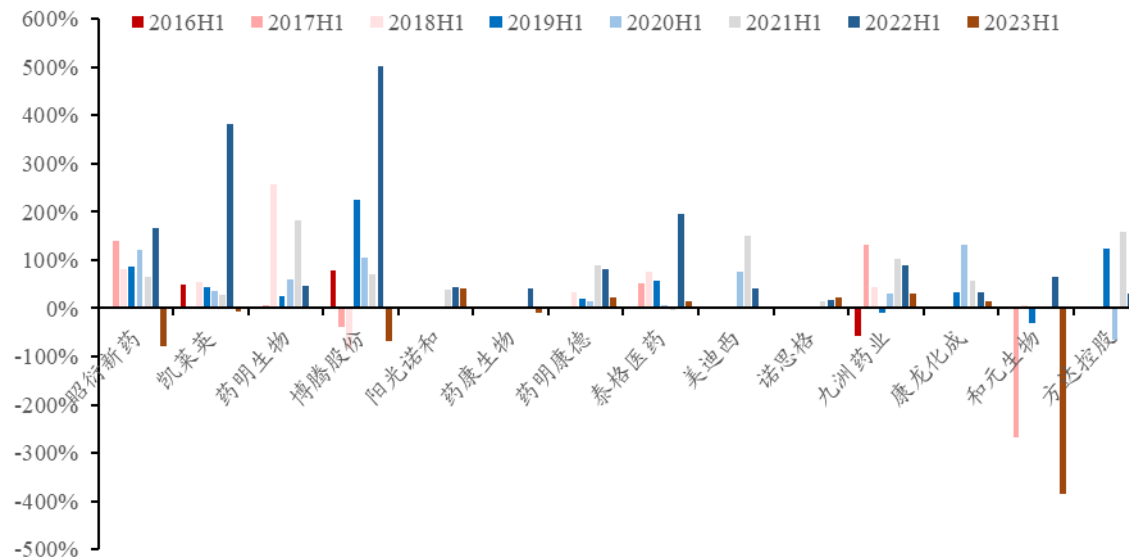
## 2.1 成长性：基数因素大幅下降，主业增速仍很快

- **收入同比增速平均7%：显著降速。2023H1收入YOY同比下降62.5pct。** 主要是小分子CDMO板块博腾股份、凯莱英、药明康德、药明生物、泰格医药等受益于大订单带来2022H1收入YOY提速，2023H1大订单交付体量同比大幅下滑导致。
- **扣非净利润同比增速平均-6%（剔除和元生物低基数但是较大YOY波动影响）：同比下滑134pct。** 主要是博腾股份、凯莱英、泰格医药因2022H1大订单高基数2023H1YOY大幅下降、昭衍新药因猴子降价公允价值大幅下滑拖累。
- 从收入端看：药明康德主业收入YOY高达28%附近，凯莱英主业YOY30%+，博腾股份主业收入也在30%附近，泰格医药主业收入YOY25%-30%，意味着CXO公司主业收入YOY仍保持在高位运营。

图：2016H1-2023H1CXO收入同比增速



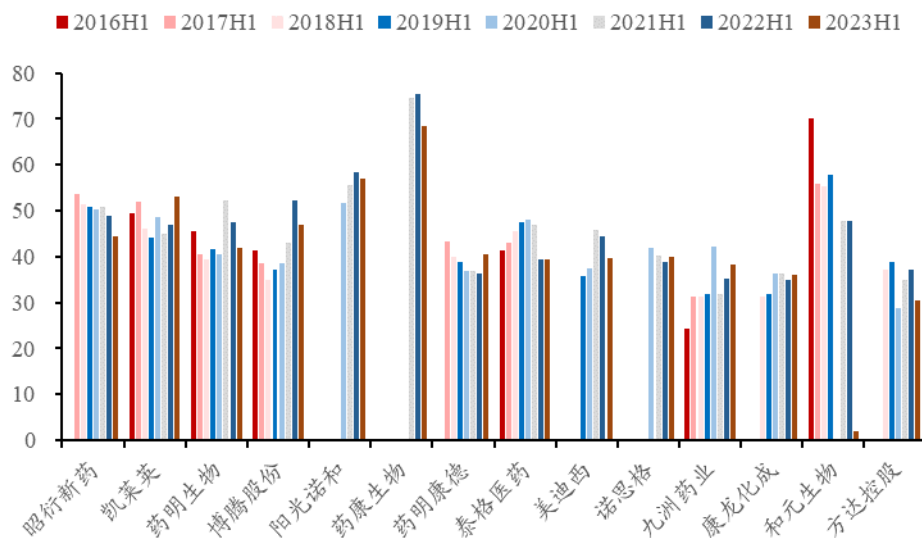
图：2016H1-2023H1CXO扣非净利润同比增速



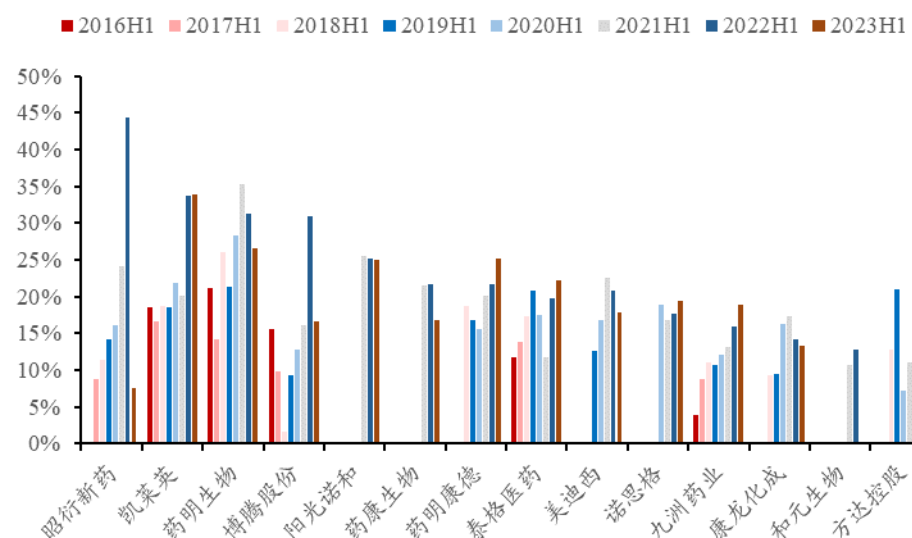
## 2.2 盈利能力：有所下降，相对高水平

- **从盈利能力看2023H1仍维持在较高水平：**
- **2023H1平均毛利率41.29%，同比下降4.64pct。**其中和元生物因为新产能投放人员提前储备、加大研发投入等影响，同比大幅下降46pct，影响CXO板块平均毛利率最大。方达控股（投融资不佳导致需求下降、新增产能折旧）、博腾股份（大订单占比下降）、药明生物（新增产能折旧，大订单基数拖累）等毛利率均下降4pct以上。
- **2023H1平均扣非净利率19%，同比下降4pct。**主要是和元生物（投融资以及摊销等影响下大幅下滑）、昭衍新药（生物资产公允价值波动及竞争加剧影响）、博腾股份（新板块、新产能费用大幅增加）。

图：2016H1-2023H1 CXO毛利率

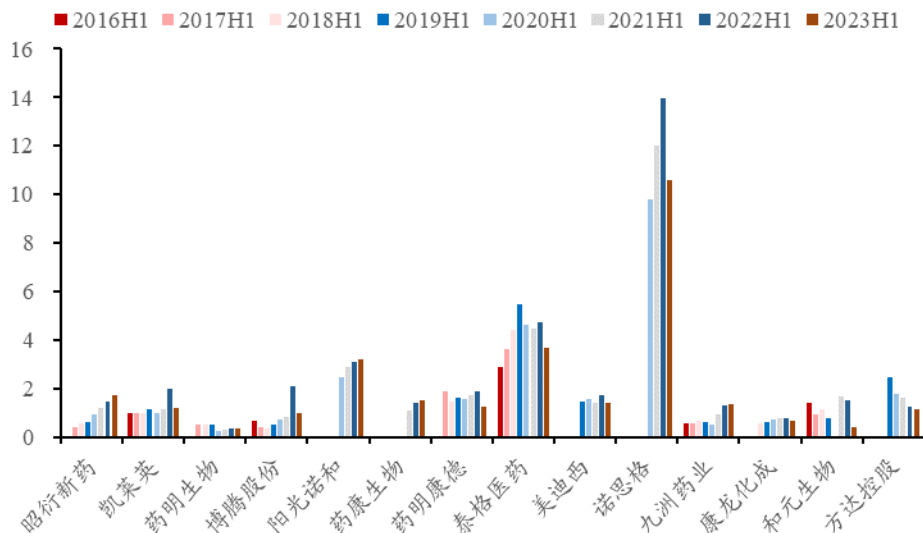


图：2016H1-2023H1 CXO扣非净利率

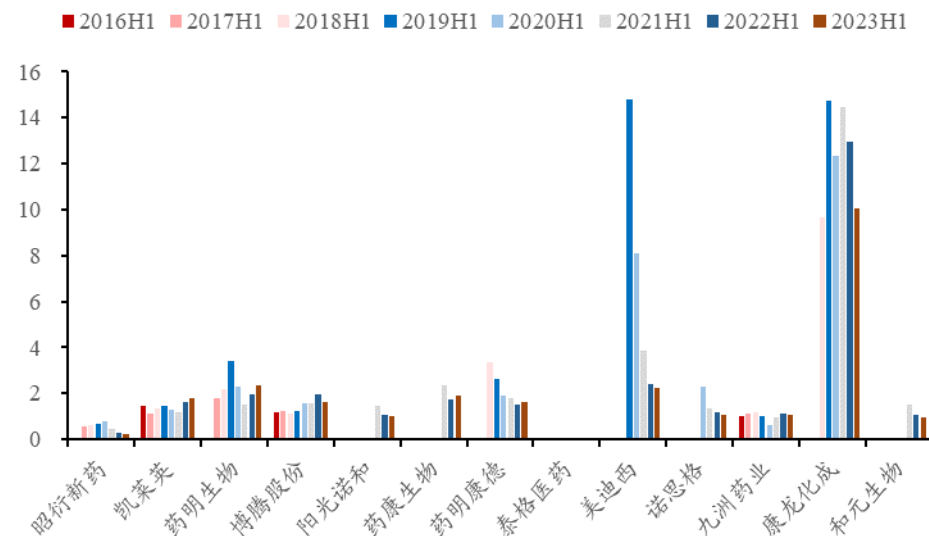


- **固定资产周转率：CDMO明显下降**，主要是博腾股份、凯莱英、药明生物、药明康德等2022年受益大订单带来的周转率提升，2023H1逐渐回归正常水平。和元生物因新产能投放拖累较大。展望2023H2大订单影响逐渐弱化，预计固定资产周转率会回归到以往正常水平。
- **存货周转率：大部分CDMO略有提升，其中凯莱英、药明生物、药明康德等均有提升，博腾股份和九洲药业均略有下降。CDMO分化预计与大订单交付节奏有关系，大订单持续交付完成后，大概率会回归正常甚至高位水平。**康龙化成存货周转率继续下降，预计为后续订单交付储备原材料存货增加导致，伴随着订单持续交付，存货周转率有望提升。

图：2016H1-2023H1 CXO固定资产周转率（单位：次）



图：2016H1-2023H1 CXO存货周转率（单位：次）



数据来源：Wind，浙商证券研究所

# 03

## 思考与展望

**投融资：望逐渐触底**

**估值：海外可参考，本土相对低估**

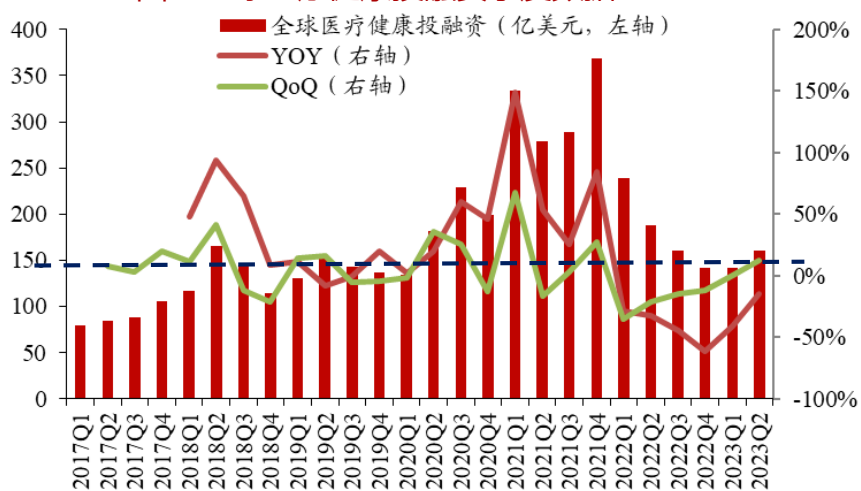
**供给&需求：订单分化，新业务在兑现**

**机构持仓：回落低位**

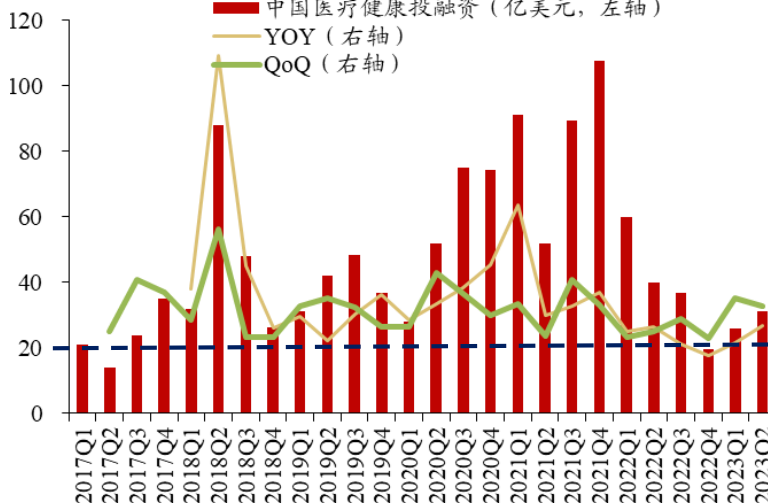
# 3.1 投融资：望逐渐触底

➤ 2023H2投融资YOY或现转机，2023Q1国内投融资已经回到了2017Q1-Q3水平，全球回到了2018-2019年水平。

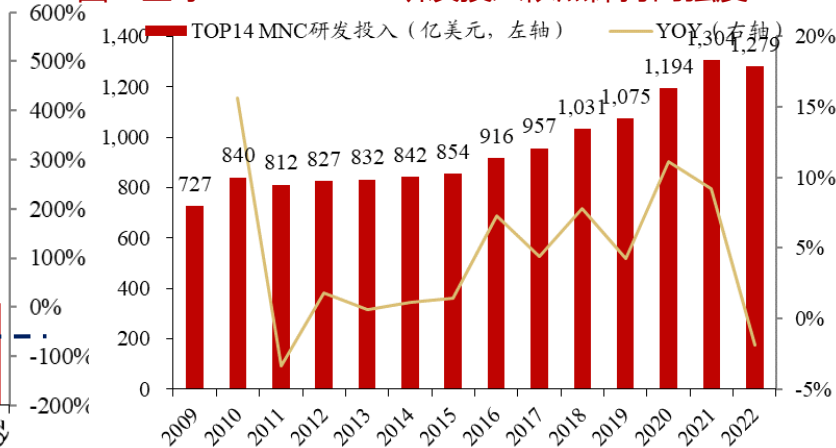
图：全球医疗健康投融资季度数据



图：中国医疗健康投融资季度数据

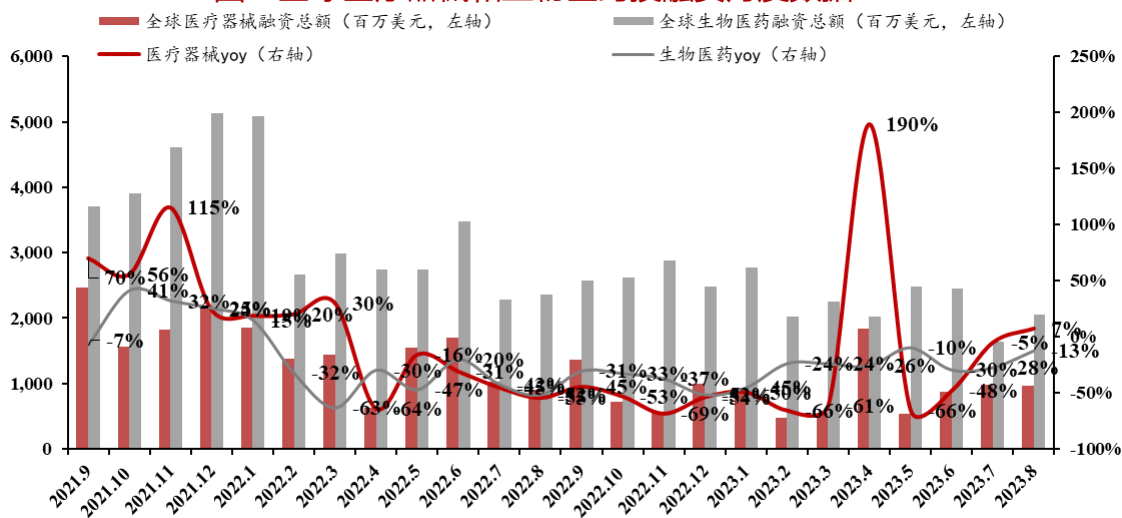


图：全球TOP 14 MNC研发投入依然保持高强度

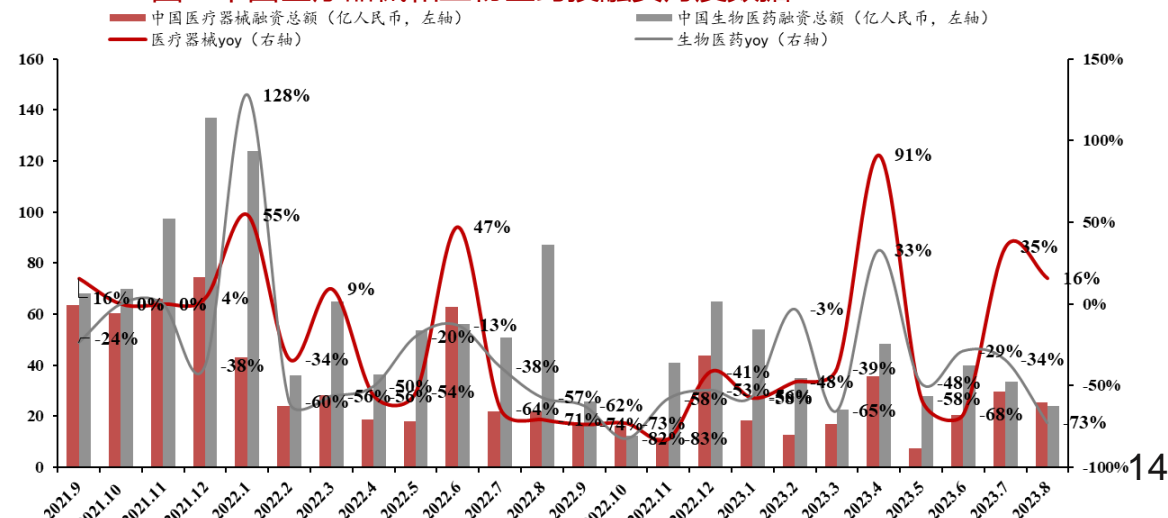


➤ 全球生物医药投融资连续14个月（2022.07-2023.08）保持20亿美金上下，中国生物医药投融资有望逐渐见底。

图：全球医疗器械和生物医药投融资月度数据



图：中国医疗器械和生物医药投融资月度数据



## 3.2 估值体系：参考海外CXO，本土CXO成长性更强

表：本土和海外CXO龙头财务数据对比

- 根据彭博和Wind一致预测：
- 2022-2025年收入平均CAGR分别为28%（本土）和9%（海外）；
- 2025年本土vs海外CXO平均净利润YOY 32% vs 17%；
- 2025年本土vs海外CXO平均收入YOY 28% vs 9%。

	收入YOY			净利润YOY			收入CAGR
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
IQVIA	5%	8%	9%	77%	11%	15%	7.12%
Lonza	3%	11%	12%	-22%	25%	20%	8.55%
Catalent	-10%	8%	7%	-73%	137%	30%	1.50%
Medpace	28%	12%	14%	11%	15%	14%	17.85%
Syneos	-2%	2%	5%	38%	14%	11%	1.47%
Charles River	4%	7%	9%	12%	12%	17%	6.80%
ICON	5%	6%	8%	108%	15%	15%	6.37%
	收入YOY			净利润YOY			收入CAGR
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
药明康德	6.46%	24.43%	25.95%	13.60%	23.95%	26.45%	18.61%
泰格医药	20.21%	27.80%	25.64%	21.97%	25.58%	25.74%	24.51%
康龙化成	22.77%	26.69%	27.54%	39.40%	32.93%	32.77%	25.65%
凯莱英	-7.47%	8.12%	25.83%	-24.84%	1.00%	26.73%	7.98%
博腾股份	-37.50%	8.52%	24.80%	-61.60%	8.35%	28.83%	-5.41%
药石科技	23.57%	27.90%	27.58%	9.63%	31.20%	32.55%	26.33%
美迪西	27.80%	26.71%	25.62%	27.43%	30.51%	28.50%	26.71%
昭衍新药	32.17%	29.33%	27.40%	-13.62%	32.21%	25.97%	29.62%
方达控股	21.80%	27.60%	26.04%	3.10%	44.22%	43.73%	25.12%
九洲药业	27.25%	26.65%	25.29%	32.52%	29.88%	28.84%	26.39%
药明生物	29.20%	29.23%	28.27%	17.32%	30.46%	29.56%	28.90%
普蕊斯	40.49%	33.31%	29.39%	56.36%	36.33%	32.96%	34.32%
博济医药	40.60%	34.24%	36.44%	89.46%	43.14%	43.15%	37.07%
泓博医药	45.02%	42.48%	38.10%	69.70%	46.05%	41.14%	41.84%
诺思格	24.20%	26.42%	24.60%	45.24%	26.85%	26.30%	25.07%

## 3.2 中国vs海外：本土CXO相对低估

表：本土和海外CXO龙头财务数据对比

- 参考PEG和业绩复合增速，本土CXO相对低估。根据彭博和Wind一致预测：
- 2025年本土CXO平均PE为16倍；
- 海外CXO龙头平均PE为18倍；
- 但是PEG分别为0.51（本土）vs 1.09（海外）。

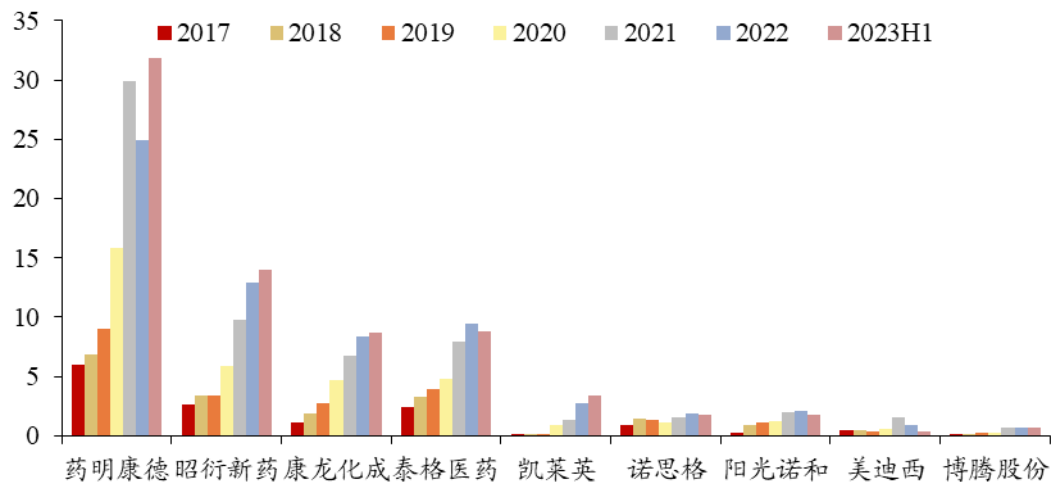
	PE			PEG			收入CAGR
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
IQVIA	20.89	18.52	16.08	0.27	1.75	1.10	7.12%
Lonza	37.80	29.81	25.01	-1.74	1.19	1.26	8.55%
Catalent	64.33	27.92	21.68	-0.88	0.20	0.72	1.50%
Medpace	33.66	29.47	25.49	3.10	1.97	1.76	17.85%
Syneos	12.20	10.54	9.47	0.32	0.73	0.85	1.47%
Charles River	18.93	16.93	14.50	1.61	1.46	0.87	6.80%
ICON	20.14	17.51	15.20	0.19	1.14	1.04	6.37%
	PE			PEG			收入CAGR
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
药明康德	22.98	18.54	14.66	1.69	0.77	0.55	18.61%
泰格医药	22.32	17.77	14.14	1.02	0.69	0.55	24.51%
康龙化成	25.89	19.48	14.67	0.66	0.59	0.45	25.65%
凯莱英	18.52	18.34	14.47	(0.75)	18.26	0.54	7.98%
博腾股份	17.31	15.98	12.40	(0.28)	1.91	0.43	-5.41%
药石科技	25.11	19.14	14.44	2.61	0.61	0.44	26.33%
美迪西	22.57	17.29	13.46	0.82	0.57	0.47	26.71%
昭衍新药	19.14	14.48	11.50	(1.41)	0.45	0.44	29.62%
方达控股	21.57	14.96	10.41	6.95	0.34	0.24	25.12%
九洲药业	18.72	14.41	11.19	0.58	0.48	0.39	26.39%
药明生物	32.2	24.69	19.05	1.86	0.81	0.64	28.90%
普蕊斯	32.26	23.66	17.80	0.57	0.65	0.54	34.32%
博济医药	61.98	43.30	30.25	0.69	1.00	0.70	37.07%
泓博医药	40.16	27.50	19.48	0.58	0.60	0.47	41.84%
诺思格	36.53	28.80	22.8	0.81	1.07	0.87	25.07%



### 3.3 供给&需求：订单分化，在手仍景气

- **2023H1扣大订单增速开始分化，药明康德议价能力凸显：**药明康德扣大订单在手订单YOY维持25%+，我们中报点评拆分凯莱英扣大订单在手YOY20-30%。诺思格和普蕊斯小体量临床CRO新签订单仍高增长，诺思格新签6.49亿（YOY69.78%），普蕊斯新签6.29亿（YOY32.94%），在手17.54亿（YOY35.88%）。
- **合同负债&存货：在手订单还是较为景气。**

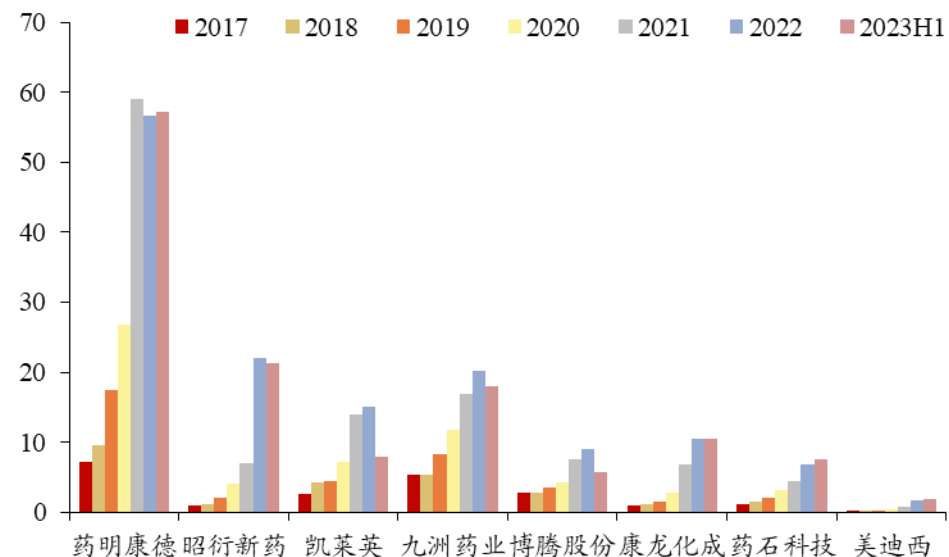
图：2017-2023H1合同负债仍在提升（亿元）



表：CXO在手订单/新签订单仍处于高增长

在手订单（亿元）	2019	2020	2021	2022	2023H1
药明康德	119	159	291	328	339
药明生物（亿美元）	17	66	79	135	136
泰格医药	50	73	114	138	-
昭衍新药	10	17	29	44	39
凯莱英（亿美元）			19	12	9.1
阳光诺和		11	16	20	
百诚医药（新签）		5.04（在手）	8.93	10.07	6.27
美迪西（新签）	6.16	13.07	24.52	34.58	15.57
方达控股（美元）		1.72	2.42	3.42	3.41

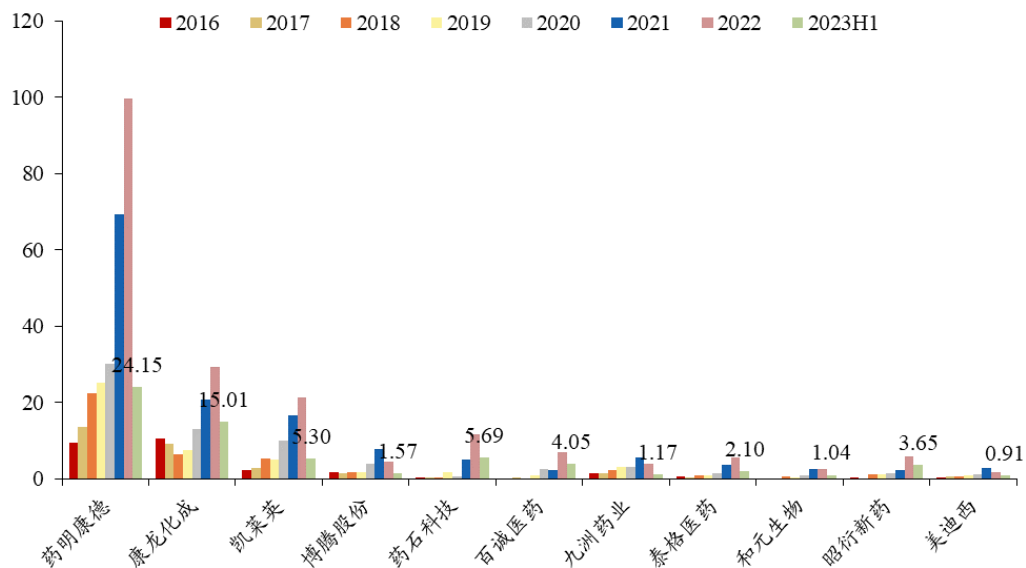
图：2017-2023H1存货持续高绝对值（单位：亿元）



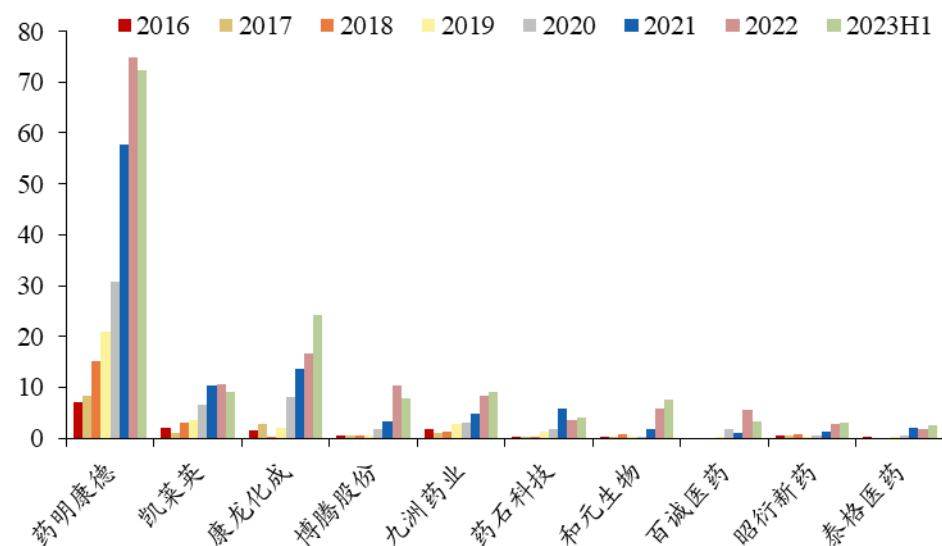
数据来源：Wind，各公司公告，浙商证券研究所

- **2021年开始，CXO企业开始在新业务产能布局方面呈现明显加速迹象。**我们认为这也是CXO企业致力于打造新驱动的前瞻布局。多肽和寡核苷酸CDMO、生物药CDMO、CGT CDMO等新的未满足需求也是本土CXO产能扩张的重点领域。
- ✓ **药明康德：**我们预计未来主要围绕制剂CDMO（国内&海外）、多肽和寡核苷酸CDMO、CGT CDMO等布局；
- ✓ **凯莱英：**我们预计2023-2025年资本开支主要围绕新兴业务和新技术等布局；
- ✓ **康龙化成：**我们预计未来主要围绕CDMO、安评、生物和CGT服务及CDMO；
- ✓ **博腾股份：**我们预计未来主要围绕海外小分子生产、API、生物药、CGT、制剂CDMO。

图：2016-2023H1 Capex仍在高位（单位：亿元）



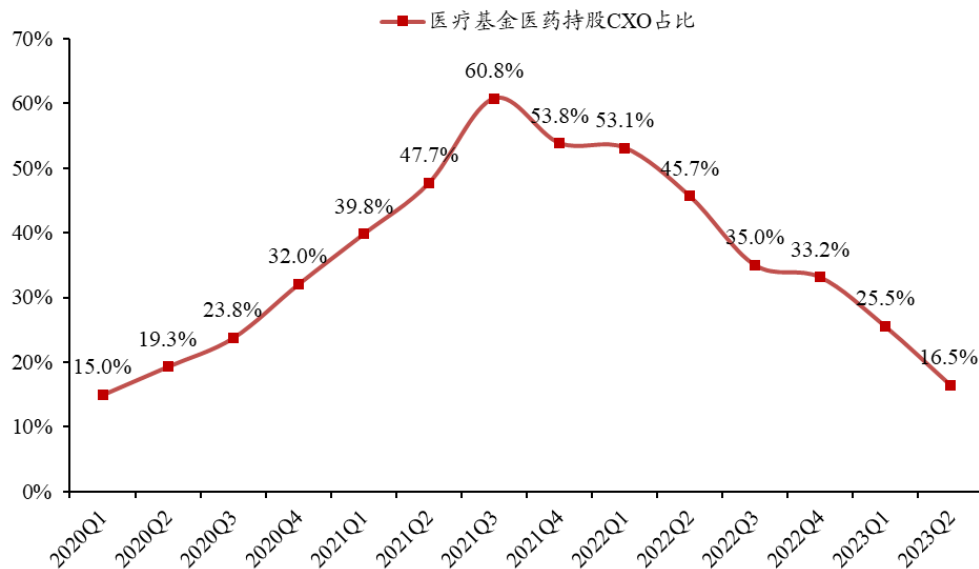
图：2016-2023H1在建工程仍在增长（单位：亿元）



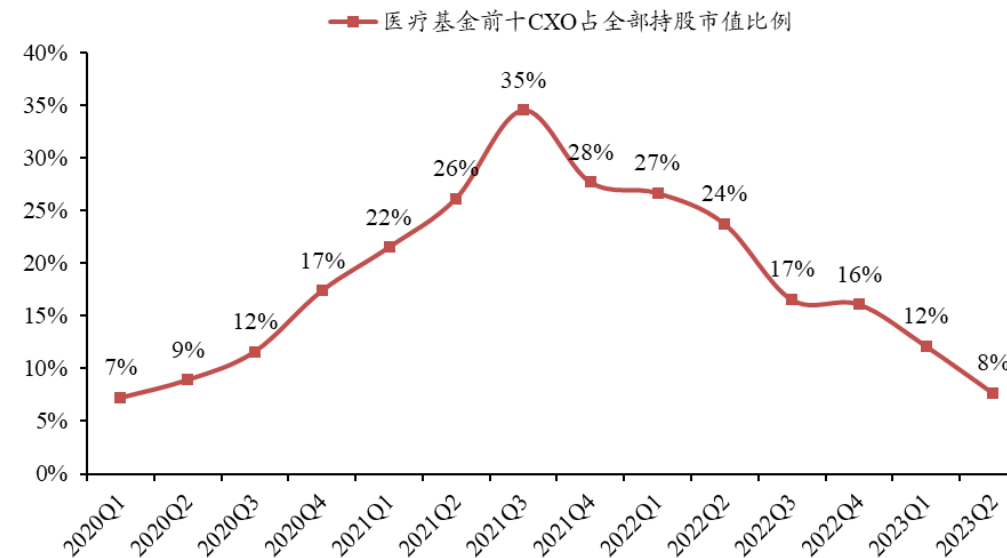
## 3.4 机构持仓：回落低位

- 2023Q2 基金CXO持仓占比回落至2020Q1水平。
- 全市场基金持有CXO仓位已经从2021Q3最高点的3.48%持续回落至2023Q2的0.84%，其中医疗基金CXO持仓从高位60.8%持续回落至2023Q2的16.5%，全市场非医疗基金CXO持仓从最高1.98%下降至2023Q2的0.51%。
- 医疗基金前十大CXO持仓占比已经从2021Q3最高的35%下降至2023Q2的8%。可以看出现在持仓占比基本回落至2020Q1水平，基金持仓结构持续优化。

图：医药基金CXO持仓占比数据



图：医药基金前十大中CXO持仓占比数据



# 04

## 投资建议

- 我们看好细分领域龙头，即使投融资短期有波动，但是细分龙头议价权仍然优势明显，强者恒强格局短中期不会被打破。
- 重点推荐：药明康德、泰格医药、康龙化成、凯莱英、昭衍新药、美迪西、药石科技、九洲药业、博腾股份、皓元医药、方达控股、和元生物、百诚医药等细分领域龙头。

表：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS (元/股)		PE (倍)		评级
		9月12日	2023E	2024E	2023E	2024E	
603259.SH	药明康德	77.5	3.42	4.17	23	19	买入
300347.SZ	泰格医药	62.5	2.84	3.58	22	17	买入
002821.SZ	凯莱英	125.2	5.97	5.43	21	23	买入
300759.SZ	康龙化成	27.6	1.08	1.38	26	20	买入
300363.SZ	博腾股份	24.6	1.25	1.13	20	22	买入
603456.SH	九洲药业	25.3	1.48	1.90	17	13	买入
603127.SH	昭衍新药	23.6	1.08	1.63	22	14	买入
1521.HK	方达控股	2.13	0.02	0.02	13	10	买入
300725.SZ	药石科技	43.4	2.08	2.86	21	15	买入
688202.SH	美迪西	73.0	6.14	8.63	12	8	增持
688238.SH	和元生物	10.1	0.09	0.14	112	72	增持
688131.SH	皓元医药	52.2	1.92	2.88	27	18	增持
301096.SZ	百诚医药	62.4	2.56	3.62	24	17	增持

05

风险提示

- 1、国内药审政策的波动性风险
- 2、新签订单不及预期风险
- 3、新业务整合不及预期风险
- 4、汇兑风险
- 5、产能释放不及预期风险
- 6、新业务大幅投入下盈利能力下降风险

## 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

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>