

建筑材料及新材料

投资建议：强于大市（维持）

上次建议：强于大市

西氏：从全球药用胶塞龙头到药包材龙头

西氏：全球药用胶塞龙头，近年盈利能力持续提升

西氏早期为胶塞/铝盖等药用包装制造商，百年发展，逐步成长为了全球领先的注射剂容器包装和给药系统的制造服务商，核心产品包括瓶塞和药物包装密封组件等。21年公司在药用胶塞领域的全球市场份额超50%。全球前75位的制药和生物药公司均为公司长期合作伙伴，23年公司制造医药包装组件超480亿个。1987-2023年公司收入Cagr+7.1%，EBITDA Cagr+8.4%，近年盈利能力持续提升。

关键词：客户需求导向，高价值产品转型卓有成效

(1) 公司聚焦客户需求迭代产品及服务，如08年推出的Ready Pack解决方案满足生物制药快速上市的需求，公司生物制药收入占比由17年23%提升至23年37%。(2) 研发投入保持强度及高客户粘性，驱动公司高价值产品贡献持续提高，其收入占比从17年41%提升至23年50%。(3) 擅用产业资源，如公司与Daikyo、康宁等全球头部药包材供应商的紧密合作，为公司更好满足客户需求、规模增长及扩大盈利有重要贡献。

股价复盘：1980至今上涨近300倍，大幅跑赢指数

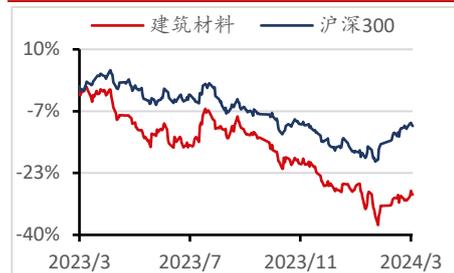
西氏股价表现大致可分为4个阶段：1) 1980-2010：标准包装产品销量增长驱动的增长。区间股价上涨1,498%，较SPX超额611%；2) 2011-2021，高价值产品贡献持续增加驱动公司盈利能力持续提升及阶段新冠疫苗需求催化等，“戴维斯双击”。区间股价上涨超22倍，较SPX超额1,925%。3) 2022：消化前期高估值，新冠疫苗需求下降，公司业绩阶段承压。4) 2023年初以来：GLP-1需求高景气，业绩上修，估值有一定修复。

本土启示：规模及盈利能力有提升空间，专注客户粘性

我们将中国本土代表药包材企业主要指标与西氏进行对比。中国药包材企业较西氏收入及EBITDA规模有较大差距，同时盈利能力及其稳定性西氏亦有优势。我们认为西氏收入利润规模优势一方面是服务客户规模更大，同时持续的产品创新（产业合作重要目的）及解决客户需求痛点的高价值产品打造、与提升客户粘性相辅相成，“西氏模制”值得国内药包材企业借鉴。此外，西氏与Daikyo、康宁等良好的产业合作效果亦值得思考。

风险提示：注射剂包装市场增长不及预期，供给格局超预期恶化，直接原材料及能源价格波动超预期。

相对大盘走势



作者

分析师：武慧东

执业证书编号：S0590523080005

邮箱：wuhd@glsc.com.cn

相关报告

- 《建筑材料：23Q4末板块基金重仓占比下降，关注结构性亮点》2024.01.26
- 《建筑材料：肖特药包：持续创新及全球化成就玻璃药包龙头》2024.01.14

正文目录

1. 西氏：全球药用胶塞龙头，业绩增长动能强劲	3
1.1 概况：完整布局药包密封件品类，胶塞市场份额领先	3
1.2 数据：近 26 年收入 Cagr+7%，近年盈利能力持续提升	4
2. 关键词：客户需求导向，高价值产品转型卓有成效	5
2.1 客户需求导向，持续迭代产品及服务	6
2.2 高价值产品转型卓有成效，近年贡献持续加大	7
2.3 擅用产业资源，持续完善升级药包材解决方案	9
3. 股价复盘：1980 至今上涨近 300 倍，大幅跑赢指数	10
4. 启示：规模及盈利能力有提升空间，专注客户粘性	12
4.1 专注客户需求，产品持续创新并打造成套解决方案	12
4.2 提升客户粘性与持续突破高价值产品等相辅相成	13
5. 风险提示	14

图表目录

图表 1：西氏主要产品示意图	4
图表 2：西氏近年营收及增速	5
图表 3：西氏近年 EBITDA 及增速	5
图表 4：西氏近年业务结构变化	5
图表 5：西氏近年分部毛利率变化	5
图表 6：公司发展历程	6
图表 7：公司近年研发费用及研发费用率	7
图表 8：公司收入分市场占比	7
图表 9：公司业务分市场布局及聚焦侧重点	7
图表 10：公司高价值产品图示	8
图表 11：公司近年营收分产品占比	8
图表 12：西氏 2022 年产品毛利率对比	8
图表 13：西氏近年资产负债率情况	9
图表 14：西氏近年经营活动现金流及营业现金比率	9
图表 15：西氏与 Daikyo 合作 30 年历程	10
图表 16：西氏股价表现复盘	11
图表 17：西氏 PE_TTM 估值情况	12
图表 18：西氏与中国药包材企业收入（百万元）	13
图表 19：西氏与中国药包材企业 EBITDA（百万元）	13
图表 20：西氏与中国药包材企业毛利率	13
图表 21：西氏与中国药包材企业 EBITDA 率	13

1. 西氏：全球药用胶塞龙头，业绩增长动能强劲

1.1 概况：完整布局药包密封件品类，胶塞市场份额领先

西氏是从胶塞/铝盖等药用包装制造商逐步成长为全球领先的注射剂容器包装和给药系统的制造服务商。西氏（West Pharmaceutical Services, Inc.，后文无特别说明均使用“西氏”指代公司）成立于1923年，1970年纽交所上市，总部位于美国宾夕法尼亚州埃克斯顿，在全球包括北美、欧洲、亚太、南美50多个国家或地区设有分公司，包括26个生产基地。2009年在中国上海青浦工业园区投产其在中国的首座工厂，随后在北京、上海及台湾分别设立了办事处及技术中心。据华兰股份招股书，截止2021年，西氏在全球药用胶塞市场的份额超50%。西氏是由提供铝盖、胶塞单品的制造商逐步成长为提供成套解决方案的综合制造服务商，目前业务分为专利包装容器和药物递送产品（proprietary packaging containment and drug delivery product，后文亦简称专利产品）和合同制造（contract manufacturing）两方面，客户包括世界领先的生物、仿制药、制药、诊断和医疗设备公司。专利产品包括注射剂包装容器解决方案、西林瓶/卡式瓶组件、自主注射系统、及密封解决方案和药物输送系统等，主要面向生物、仿制药、制药药物客户。合同制造分部为集成业务，定制化开发满足市场需求的解决方案，覆盖从产品设计开始的一站式生产解决方案，帮助客户完成医疗器械、给药系统和组合产品的开发和商业化，主要面向制药、诊断和医疗设备客户。目前，全球前50位的注射用生物制剂皆依赖于西氏的包装组件，全球前75位制药和生物制药公司是西氏的长期合作伙伴。据公司23年年报披露，西氏23年销售医药组件超480亿个。

图表1：西氏主要产品示意图

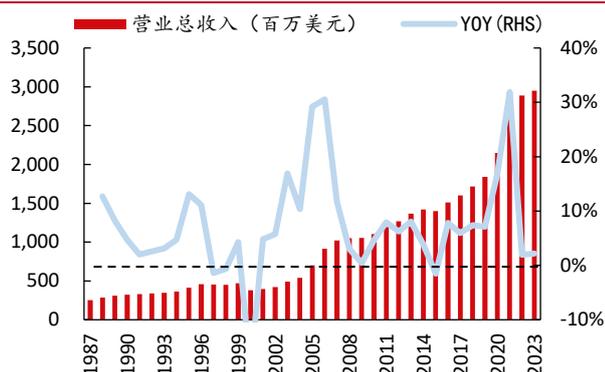


资料来源：西氏官网，国联证券研究所整理

1.2 数据：近 26 年收入 Cagr+7%，近年盈利能力持续提升

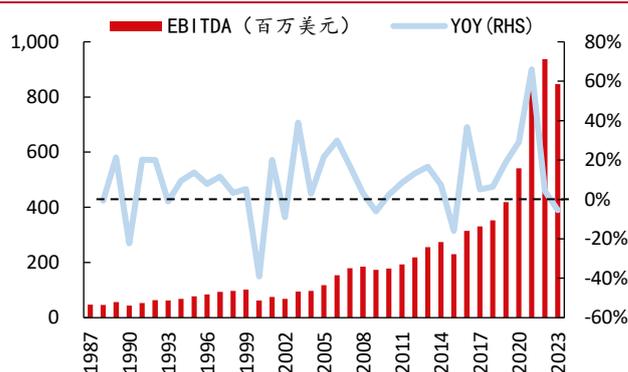
1987-2023 年收入 Cagr+7%，近年盈利能力稳步提升。1987-2023 年公司收入 Cagr+7.1%，EBITDA Cagr+8.4%。近年公司盈利能力持续提高，23 年公司综合毛利率为 38.3%，同比-1.1pct（阶段因 Covid-19 疫苗相关产品收入减少所致），较 14 年+6.8pct，近年盈利能力持续提高，核心驱动力为专利产品中高价值产品占比持续提高（注：公司未明确阐述高价值产品具体内涵，我们理解该类产品具备的特征包括定制程度较高、技术门槛较高、应用的药品单价较高）。分业务看，专利产品为公司收入主要来源，2023 年公司专利产品收入占比分别为 81%。

图表2：西氏近年营收及增速



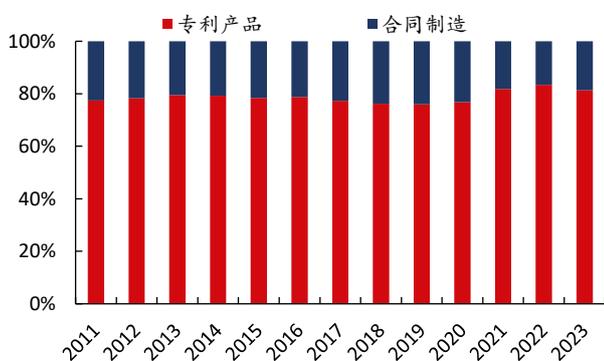
注：最大区间可得数据；
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表3：西氏近年EBITDA及增速



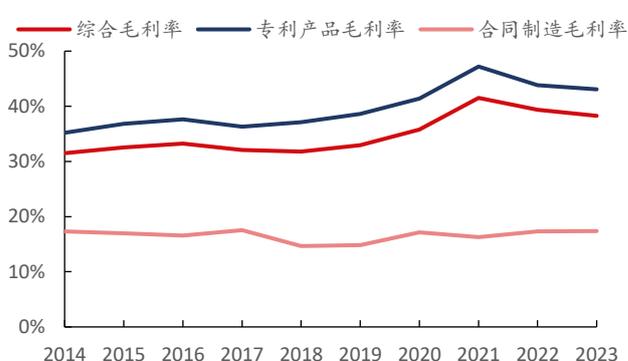
注：最大区间可得数据；
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：西氏近年业务结构变化



注：14年以前未单独披露分业务收入数据；2011-2013年数据为倒推得到；
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表5：西氏近年分部毛利率变化

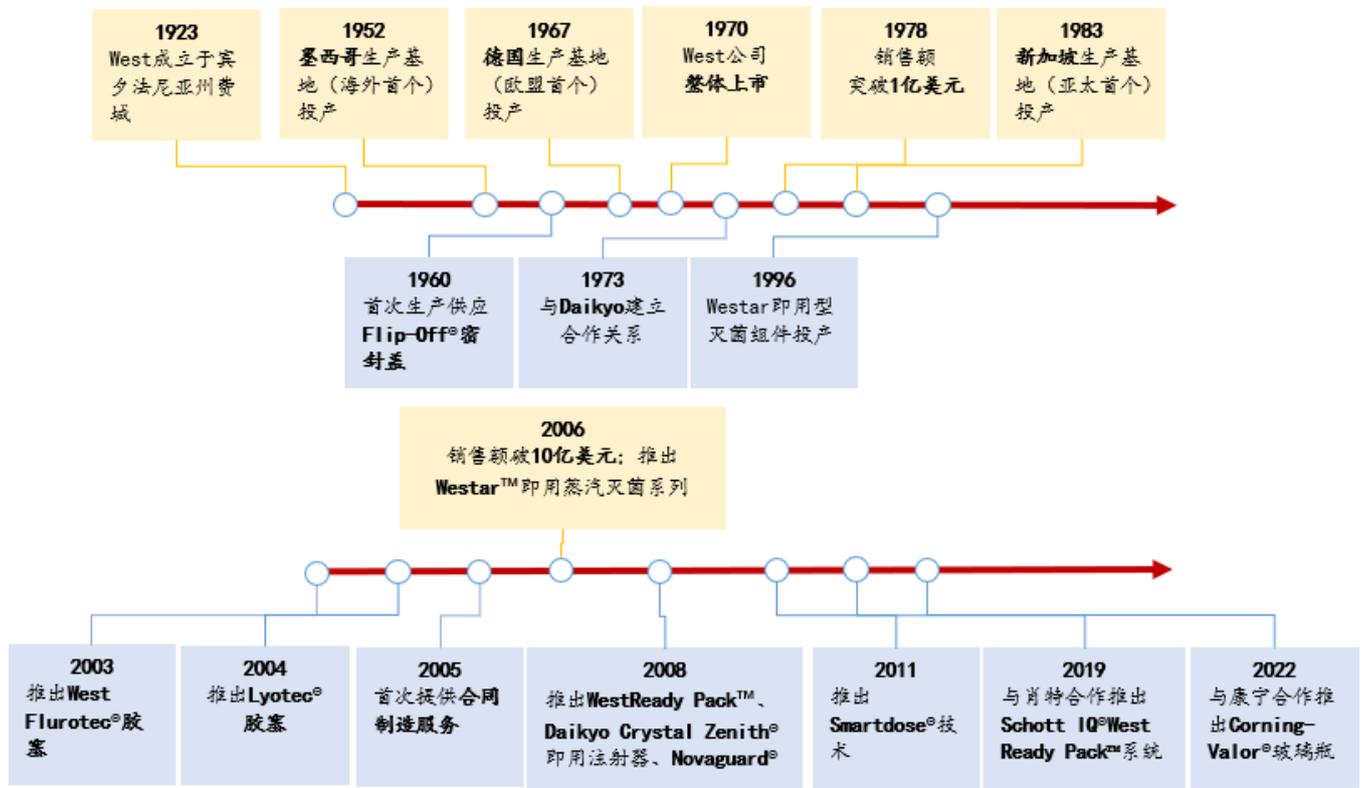


注：14年以前未单独披露该分业务毛利率数据；
资料来源：Wind，国联证券研究所

2. 关键词：客户需求导向，高价值产品转型卓有成效

药用包装产品品类持续完善、并逐步从产品销售向提供方案转型，驱动公司持续增长。公司成立初期以生产铝盖和胶塞为主，产品持续迭代更新丰富，2005年公司首次开始提供合同制造服务，为客户定制化提供成套解决方案，2008年、2019年、2022年相继与 Daikyo（2019年公司增持 Daikyo 股份至 49%）、肖特、康宁合作推出 Daikyo Crystal Zenith®、Schott IQ®West Ready Pack™、Corning-Valor®系列产品。

图表6：公司发展历程

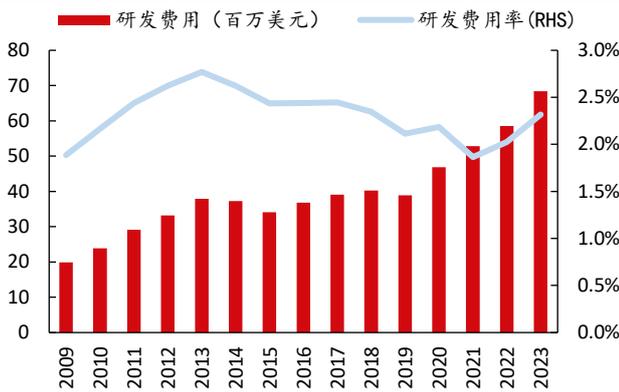


资料来源：公司22年年报推介材料，国联证券研究所

2.1 客户需求导向，持续迭代产品及服务

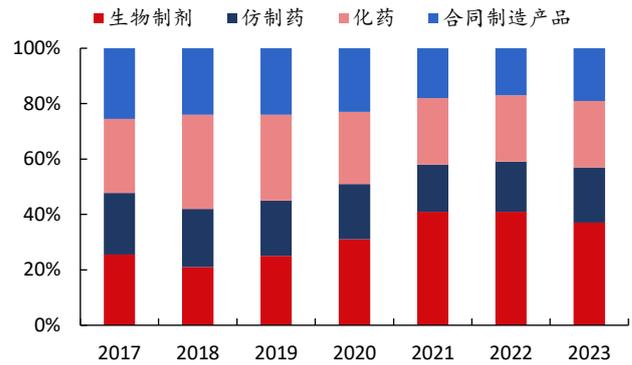
重视研发投入，围绕客户需求持续迭代产品及服务。重视创新研发是公司持续成长的核心动力，公司研发费用率基本维持在2%以上，2023年研发费用6,840万美元，研发费用率2.3%（14-23年平均为2.3%）。公司目前形成了生物制药、仿制药、化药、合同制造四大业务板块，针对不同类型/不同需求客户，均可提供合适的产品及服务。围绕客户持续更新的需求，公司持续推进产品/服务迭代。如在生物制药领域，全球生物技术公司为了满足蓬勃发展的市场需求，尤其追求药品上市速度。公司2008年推出的Ready Pack系统是主要针对生物药提供的一整套即用型注射剂包装解决方案，提供包括铝盖、胶塞、西林瓶的完整药包材解决方案，可确保容器密封完整性、降低药品研发和生产风险，并确保药物和包装在从临床试验到商业化生产的整个周期中拥有同样稳定的状态，缩短药品上市时间。作为高价值产品服务集中的领域，公司生物制药领域收入占比由2017年23%提升至2023年37%。针对仿制药研发商，公司2020年推出AccelTRA®包装组件，该类胶塞一方面可支持仿制药快速生产，同时有较大价格优势。

图表7：公司近年研发费用及研发费用率



注：09 年以前公司未单独披露研发费用；
资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

图表8：公司收入分市场占比



注：17 年以前公司未单独披露分市场的收入数据
资料来源：wind，公司公告，国联证券研究所

图表9：公司业务分市场布局及聚焦侧重点

Taking a customer-centric approach to addressing customer segment needs.



资料来源：公司 22 年年报推介材料，国联证券研究所

2.2 高价值产品转型卓有成效，近年贡献持续加大

高价值组件占比持续提升,11-23 年 EBITDA Cagr+13.1%(vs 87-10 年为 6.0%)。

据华兰股份招股书，截止 2021 年，西氏在全球药用胶塞市场的份额超 50%，近年支撑公司盈利增长动能的核心驱动力为高价值产品（高价值组件和高价值药物递送系统，包括公司 NovaPure®、Westar®、FluroTec®、Envision®等商标下的胶塞、铝盖等）占比持续提升，据公司 22 年公告，预计高价值组件毛利率高于 40%，高价值药物递送系统毛利率约 40%，高于公司综合毛利率，且明显高于标准包装产品。公司 2006 年开始进一步加大新产品研发力度，2011 年高价值产品初步贡献收入利润，近年高价值组件销售的快速增长为公司收入业绩注入强劲增长动能。高价值组件收入占比从 2017 年 41%提升至 2023 年 50%，高价值组件盈利水平更优，是公司综合毛利率由 2017 年 32.1%提升 6.2pct 至 2023 年 38.3%的核心驱动因素。公司 1987-2010、2011-2023 收入分别 cagr+6.6%、7.8%；EBITDA 分别 cagr+6.0%、13.1%，2010 年后

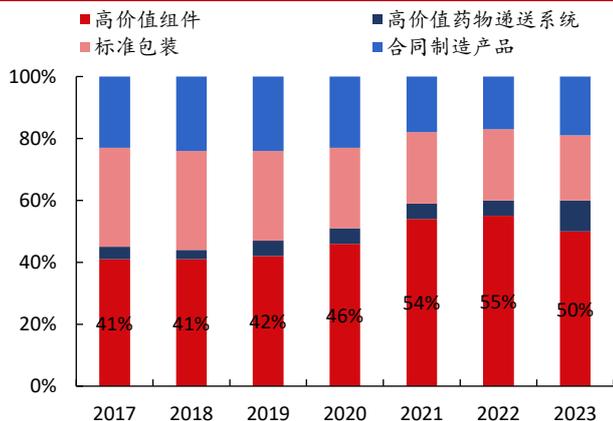
公司利润增长动能进一步提升。

图表10：公司高价值产品图示



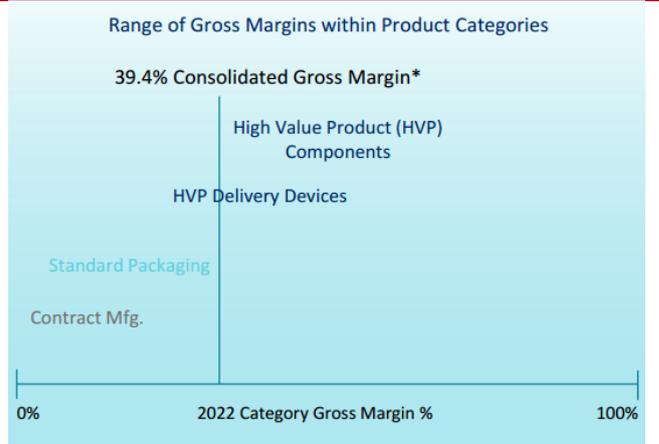
资料来源：公司公告，国联证券研究所

图表11：公司近年营收分产品占比



注：17年以前公司未披露该分产品收入数据，高价值产品自2011年开始逐步贡献收入利润；
资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

图表12：西氏2022年产品毛利率对比



资料来源：Wind，公司公告，国联证券研究所

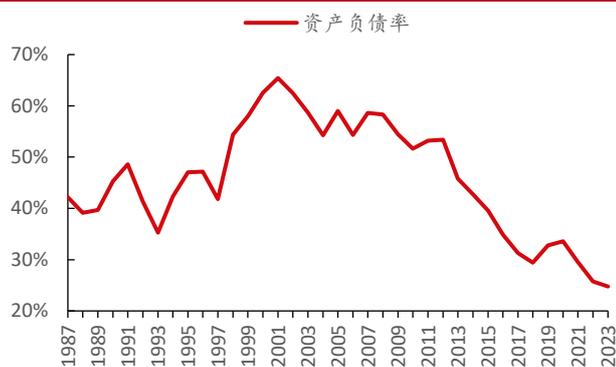
公司充沛的现金流和主要客户的稳定合作为转型提供坚实支撑：

(1) 充沛的现金流保障产能扩张执行力及高强度持续研发投入。1987年以来，公司经营活动现金流净额维持净流入（23年公司经营活动现金净流入7.8亿美元），且营收现金比率持续提高反映公司优异的回款能力（23年为26%），驱动公司资产负债率稳步向下（23年末为25%）。公司优异的现金流创造能力较好支撑公司为高价值产品研发及产能扩张提供保障（2021/2022/2023年公司资本开支分别为0.41/0.33/0.53亿美元）。

(2) 客户覆盖全面及强客户粘性使公司挖掘高价值产品市场更有优势。公司的业务组合多样化，与主要生物制药企业的稳定合作（我们判断为公司高价值产品较集

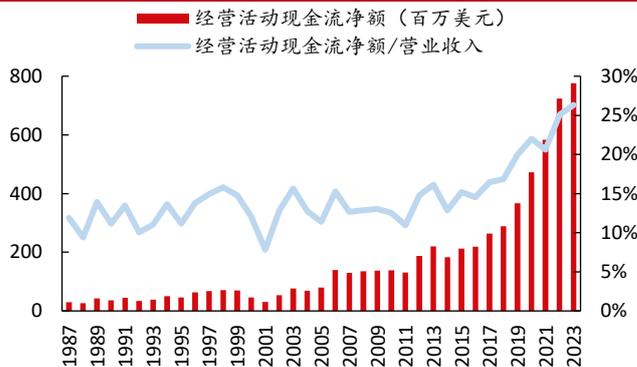
中的领域),使得公司能够参与注射药物从开发到创新商业化以及营销的整个生命周期。公司长期合作伙伴包括全球前75位制药和生物制药公司(一个佐证为公司在胶塞领域的全球高市占率),与制药客户产品的深度合作形成强客户粘性,使公司拓展高价值产品市场具备更多优势。

图表13: 西氏近年资产负债率情况



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 西氏近年经营活动现金流及营业现金比率

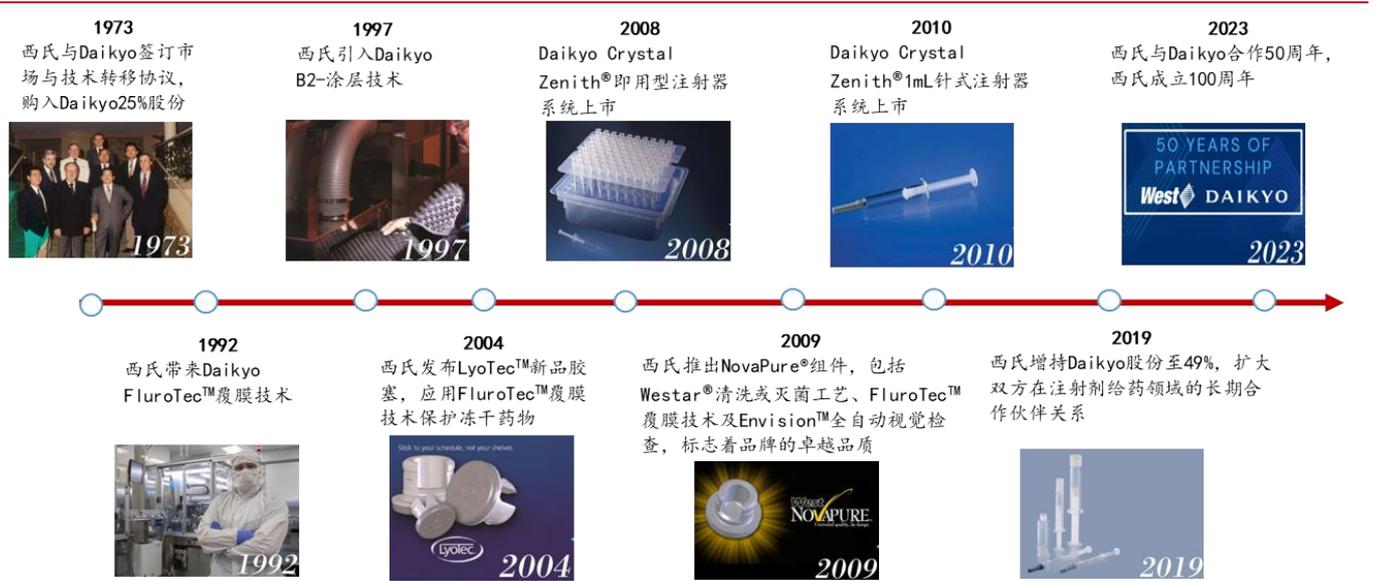


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2.3 擅用产业资源, 持续完善升级药包材解决方案

擅用产业资源, 联合头部药包材企业, 持续完善升级解决方案。公司与日本注射剂包装组件制造商 Daikyo (大协精工株式会社, 为全球药用胶塞龙头企业之一, 成立于1954年, 主要产品包括层压橡胶塞、西林瓶、预组装橡胶塞的塑料瓶盖、预灌装注射器及卡式瓶, 产品开发能力是公司重要优势之一)于1973年建立合作关系, 包括一系列合作分销体系和技术许可合同, 同时购入 Daikyo 公司 25% 股份。2019年公司对 Daikyo 的股权比例由 25% 提高至 49%。公司与 Daikyo 合作以来, 持续推出新产品, 如 2008 年首次上市的 Daikyo Crystal Zenith® 即用性注射器系统是一种技术先进的环烯烃聚合物封闭和输送系统, 公司在 2010 年、2022 年相继拓展 1mL、2.25mL 规格, 逐步扩大的注射容量为客户提供更安全、更高用户体验的注射产品。目前公司已与 Daikyo 达成了协议, 拥有 Daikyo 产品的独家经销权。此外, 公司于 2022 年与康宁公司达成协议, 将整合康宁 Valor® 药玻技术推出产品, 公司获得康宁 Valor® Glass 西林瓶的全球独家分销权, 进一步拓展为完整成熟的从开发到商业化的一站式包装解决方案 Ready Pack™, 满足药品全阶段包装要求。

图表15: 西氏与 Daikyo 合作 30 年历程



资料来源: 西氏微信公众号, 国联证券研究所

3. 股价复盘: 1980 至今上涨近 300 倍, 大幅跑赢指数

我们复盘西氏股价表现 (1980-至今), 大致可分为四个阶段:

阶段 1 (1980/10/31-2010/12/31): 销量持续提升驱动业绩稳健增长, PE_ttm 区间基本稳定于 12-25 区间。此阶段公司增长核心驱动因素为标准包装产品的销量持续增长, 1990-2010 年收入 Cagr+6.3%, EBITDA Cagr+7.2%。WST.N 区间股价上涨 1,498%, 较 SPX 累计超额收益 611%。

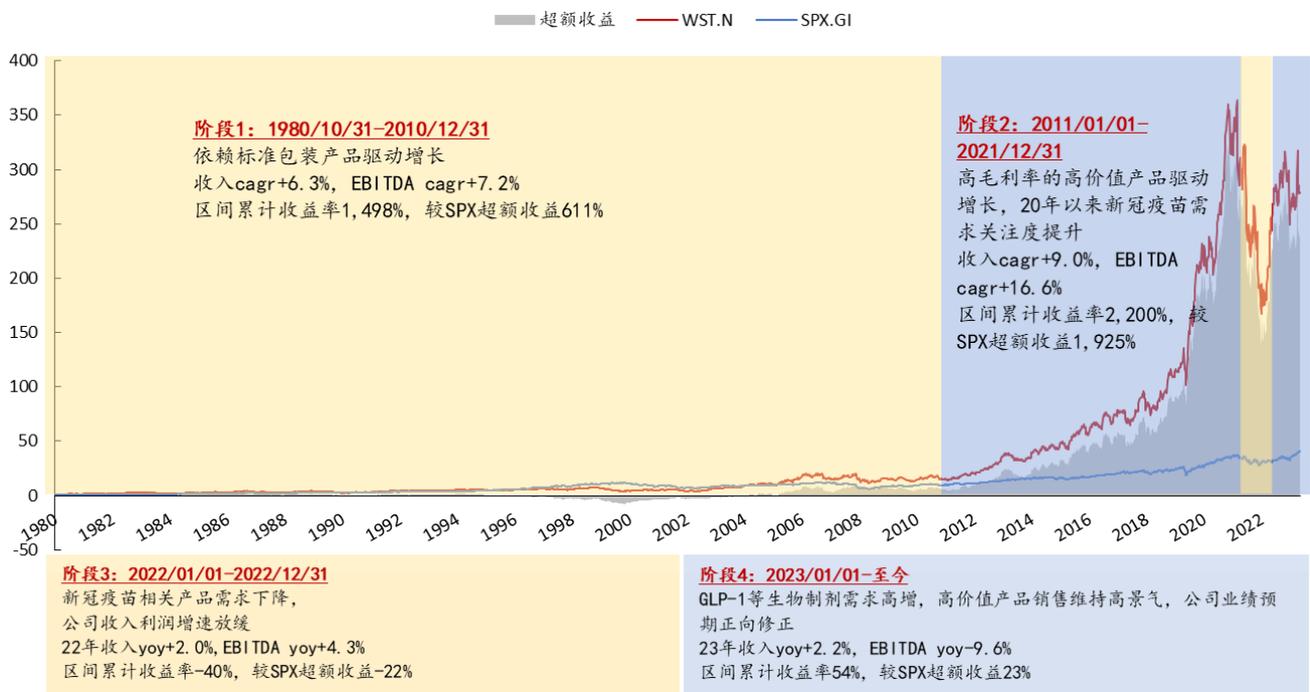
阶段 2 (2011/01/01-2021/12/31): 高价值产品贡献持续加大、盈利能力持续提升, 阶段新冠疫苗催化等, “戴维斯双击”。如前文所述, 10 年后公司高价值产品贡献逐步提升, 产品销量稳健增长之外, 利润率亦呈持续改善态势 (11-21 年公司收入 Cagr+9.0%, EBITDA Cagr+16.6%, 公司 EBITDA 率自 2011 年 16.2%提升 15.5pct 至 2021 年 31.7%)。此外, 20 年新冠疫情后新冠疫苗成为药品需求中的明珠, 公司受益 (21 年公司收入 yoy+31.9%; EBITDA yoy+66.0%)。WST.N 区间股价上涨 22 倍, 较 SPX 累计超额收益 1,925%, 总体呈戴维斯双击态势, 公司 PE_ttm 在该阶段最高到达 72x, 明显高于阶段 1 区间。

阶段 3 (2022/01/01-2022/12/31): 新冠疫苗贡献减少, 短暂 “戴维斯双杀”。2022 年公司收入 yoy+2.0%, EBITDA yoy+4.3%。新冠疫苗需求下降, 公司业绩阶段小幅承压, 消化前期高估值等, 该短暂阶段呈 “戴维斯双杀” 态势, WST.N 区间股价下跌 40%, 较 SPX 累计超额收益-22%, PE_ttm 在该阶段最低到达 26x。

阶段 4 (2023/01/01-至今): GLP-1 需求高景气, 向上修正业绩指引, 估值适当

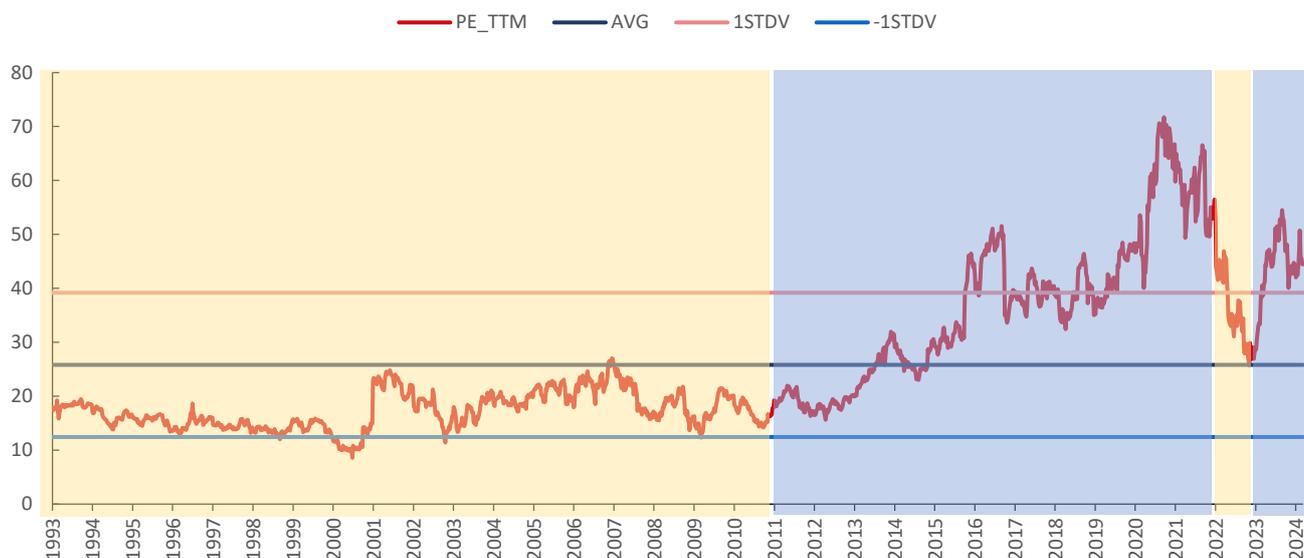
改善。该阶段股价上涨核心驱动力源于公司超预期的业绩：1) 公司是生命科学领域为数不多的几家对 2023 年盈利预期进行正面修正的公司之一。公司 23 年三季度报调整全年收入预期为 29.50-29.60 亿美元，稀释每股收益 7.95-8.00 美元 (vs 公司 22 年年报披露 23 年收入预期 29.35-29.60 亿美元，稀释每股收益 7.25-7.40 美元；23 年实际实现收入 29.50 亿美元，稀释每股收益 8.08 美元)，同行下调预期为主；2) GLP-1 (治疗肥胖和糖尿病药物) 高端制剂的需求维持高景气，公司或明显受益，23Q1-3 公司合同制造分部在 GLP-1 需求驱动下实现 17% 增长，专利产品分部亦为 GLP-1 供应组件。WST.N 区间股价上涨 54%，较 SPX 累计超额收益 23%，前期估值持续压缩态势得以扭转，截止 2024/03/08，公司 PE_ttm 为 44x。

图表16：西氏股价表现复盘



注：最大可得数据区间；数据截止 2024/03/08 收盘；
资料来源：wind，国联证券研究所

图表17：西氏 PE_TTM 估值情况



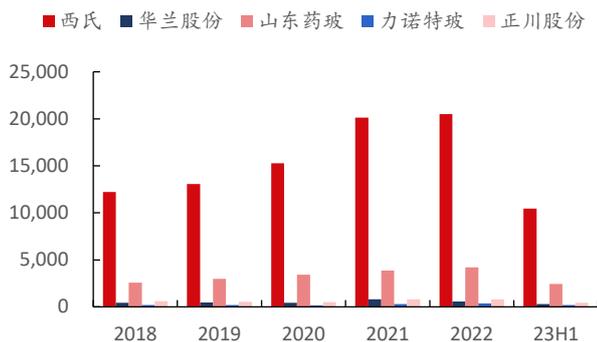
注：最大区间可得数据；数据截止 2024/03/08 收盘；
资料来源：彭博，国联证券研究所

4. 启示：规模及盈利能力有提升空间，专注客户粘性

4.1 专注客户需求，产品持续创新并打造成套解决方案

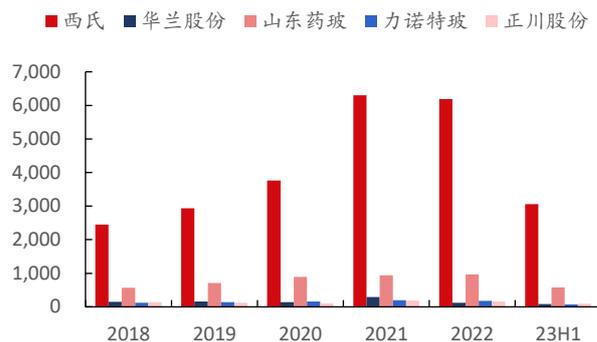
聚焦客户需求，产品持续创新并逐步形成成套解决方案为中国药包材企业进一步提升竞争力及规模的重要思路。西氏收入、EBITDA 规模较中国药包材企业有较大领先优势，23H1 西氏收入 104.5 亿元，EBITDA 30.6 亿元，中国药包材企业华兰股份/山东药玻/力诺特玻/正川股份收入分别为 3.0/24.2/2.1/4.5 亿元，EBITDA 利润分别为 0.8/5.7/0.8/0.9 亿元。我们认为西氏遥遥领先的收入利润规模一方面服务客户规模更大，同时公司持续围绕客户需求针对性持续创新推出的成套解决方案，对于强化竞争优势、客户粘性、市场份额、同时提高产品附加值方面扮演的角色尤为重要。国内药包材企业在后一方面表现有一定差距，我们认为其是中国药包材企业后续进一步提升竞争力、提升规模的需要重视的方面。

图表18: 西氏与中国药包材企业收入 (百万元)



注: 力诺特玻为药用玻璃业务收入, 其余为整体收入; 西氏收入以2024/01/27 汇率进行换算, 1美元=7.1074元, 下同;
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表19: 西氏与中国药包材企业 EBITDA (百万元)

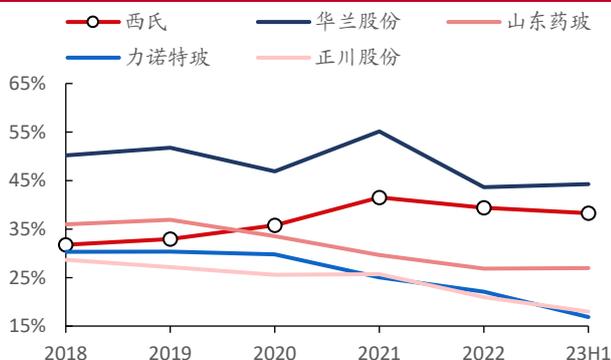


资料来源: Wind, 国联证券研究所

4.2 提升客户粘性与持续突破高价值产品等相辅相成

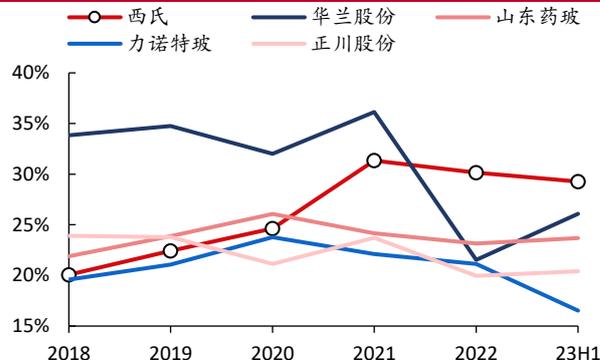
提升客户粘性与持续突破高价值产品及相关解决方案相辅相成, 为国内药包材企业提升盈利能力及稳定性的重要抓手。西氏22年毛利率、EBITDA率分别为39.4%、30.1%, yoy-2.2、-1.2pct。21-22年受新冠疫苗需求扰动影响, 公司盈利能力小幅波动, 但整体波动幅度小于国内主要药包材企业如华兰股份。我们认为核心原因在于公司更高的高端产品占比使得均价、盈利能力水平及稳定性均更优。此外, 公司针对性打造的成套解决方案或为公司极强客户粘性的重要来源, 使得公司在产业链上的议价能力或更强。持续突破高价值产品及相关解决方面与提升客户粘性相辅相成, “西氏模式”使两方面形成较好的良性循环, 值得国内药包材企业借鉴, 或是国内药包材企业提升盈利能力及稳定性的重要抓手。

图表20: 西氏与中国药包材企业毛利率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表21: 西氏与中国药包材企业 EBITDA 率



资料来源: Wind, 国联证券研究所

5. 风险提示

注射剂包装市场增长动能不及预期, 供给竞争明显加剧, 直接原材料及能源价格超预期波动。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼