

成大生物(688739)

报告日期: 2025年11月25日

股东协同, 创新延伸

——成大生物深度报告

投资要点

□ 我们看好粤民投入股辽宁成大后对成大生物发展协同和助力, 看好公司创新边界持续延伸和突破下投资机会。

□ 亮点: 股东新活力, 战略新起点

1) 股东: 控股股东换届完成, 战略新起点。辽宁成大生物成立于2002年, 公司目前在售的产品包括人用狂犬病疫苗和人用乙脑灭活疫苗, 2025年公司控股股东辽宁成大完成董事会换届选举, 粤民投入股, 治理机制更趋灵活高效, 为专业化决策和市场化运营注入新动能。2) 经营: 竞争加剧, 业绩承压。2022-2025Q1-Q3公司收入端有所波动, 主要是因为国内疫苗市场竞争加剧, 人用狂犬病疫苗销售收入有所下降。3) 持续高强度, 打造成熟管线。公司近年来一直保持高研发投入强度, 这也对利润端造成一定影响, 但是公司目前形成了良好的管线梯队, 伴随着越来越多的疫苗产品进入临床中后期阶段, 公司业绩拐点也越来越清晰。

□ 产品: 梯队清晰, 创新延伸

1) 产品: 狂犬疫苗国内龙头, 乙脑疫苗差异化。公司主要上市产品为人用狂犬病疫苗和人用乙脑灭活疫苗, 其中人用狂犬病疫苗自2008年以来市场占有率连续十余年保持领先, 稳居该领域龙头地位; 公司人用乙脑灭活疫苗是目前国内唯一在售的乙脑灭活疫苗, 通过持续加大推广力度, 打造业绩支撑。2022年以来, 因为竞争激烈、需求下降等双重扰动下, 狂犬疫苗收入持续下滑, 对公司业绩造成一定扰动。

2) 管线: 梯队完善, 多管线处于临床中后期。截止2025H1公司人用二倍体狂犬疫苗通过临床试验现场核查, 完成产品注册检验, 根据国家药审中心的反馈意见开展补充研究工作, 全力推进人用二倍体狂犬病疫苗尽快上市。四价、三价流感疫苗分别于2025年1月、3月申报药品注册上市许可; 15价HPV疫苗于2025年3月正式启动II期临床试验; hib疫苗进入III期临床试验的收官阶段; 13价肺炎结合疫苗和水痘疫苗进入I期临床试验的收官阶段。

3) 突破: 现金充沛, 创新延伸。截止2025年三季报披露, 公司在手现金40.10亿元, 交易性金融资产10.60亿元, 公司资产负债率4.24%, 充足的现金储备和较低负债率, 为创新发展(投资、并购、融资等路径)提供坚实支撑。公司继续专注人用疫苗主业的同时将发展视野外延至创新药、创新疗法等领域, 密切关注生物医药技术创新动态。商务拓展团队与深圳子公司协同配合, 积极推进产业投资与商务拓展工作, 重点在疫苗及生物医药领域挖掘、筛选创新项目与重磅品种, 并寻找前沿性技术项目的合作机会。另外, 公司管理层密切关注资本市场与产业发展动态, 积极探索行业整合与外延并购的相关机会。整体而言, 公司将通过实施积极的产业投资拓展策略, 全力以赴筛选具备投资价值和发展潜力的新项目和业务, 打造公司第二增长曲线。

□ 盈利预测与估值

我们预计2025-2027年公司营业收入有望达到13.48、14.18、15.30亿元, 归母净利润2.00、2.23、2.54亿元, EPS分别为0.48、0.53和0.61元, 2025年11月25日股价对应2025年55倍PE。我们看好粤民投入股辽宁成大后对成大生物发展协同和助力, 看好公司创新边界持续延伸和突破下投资机会, 首次覆盖给予“增持”评级。

□ 风险提示

产品临床开发失败风险、销售不及预期风险、竞争风险。

□

投资评级: 增持(首次)

分析师: 郭双喜

执业证书号: S1230521110002

guoshuangxi@stocke.com.cn

分析师: 王班

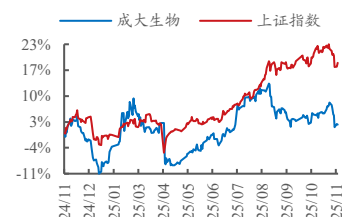
执业证书号: S1230525070003

wangban@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 26.66
总市值(百万元)	11,102.56
总股本(百万股)	416.45

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1676.24	1347.93	1418.37	1530.02
(+/-) (%)	-4.22%	-19.59%	5.23%	7.87%
归母净利润	342.82	200.23	222.63	253.73
(+/-) (%)	-26.42%	-41.59%	11.19%	13.97%
每股收益(元)	0.82	0.48	0.53	0.61
P/E	32.39	55.45	49.87	43.76

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 亮点：股东新活力，战略新起点	5
1.1 股东：控股股东换届完成，战略新起点	5
1.2 经营：竞争加剧，业绩承压	5
1.3 销售：成熟&国际化领先	6
1.4 研发：持续高强度，打造成熟管线	6
2 产品：梯队清晰，创新延伸	7
2.1 产品：狂犬疫苗国内龙头，乙脑疫苗差异化	7
2.2 管线：梯队完善，加快推进，多管线处于临床中后期	7
2.3 突破：现金充沛，创新延伸	8
3 投资建议	9
3.1 收入拆分	9
3.2 盈利预测	9
4 风险提示	11

图表目录

图 1: 2020-2025Q1-Q3 公司营业收入及 YOY	5
图 2: 2020-2025Q1-Q3 公司归母净利润及 YOY	5
图 3: 2020-2025Q1-Q3 毛利率和净利率	6
图 4: 2020-2025Q1-Q3 公司费用率趋势	6
图 5: 2020-2025H1 公司研发投入持续保持高强度	7
图 6: 2020-2025H1 公司核心产品收入变化	7
图 7: 2020-2025H1 公司核心产品毛利率变化	7
图 8: 成大生物管线布局	8
表 1: 公司营业收入拆分及预测	9
表 2: 可比公司估值情况	10
表附录: 三大报表预测值	12

1 亮点：股东新活力，战略新起点

1.1 股东：控股股东换届完成，战略新起点

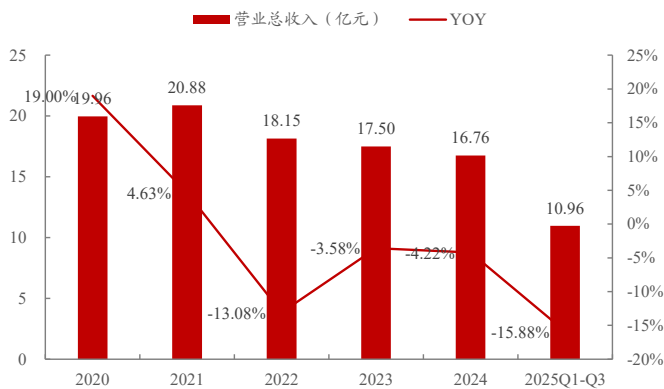
辽宁成大生物股份有限公司成立于 2002 年，公司目前在售的产品包括人用狂犬病疫苗和人用乙脑灭活疫苗，人用狂犬病疫苗全球累计安全使用超过 5 亿剂次；乙脑灭活疫苗适用人群更加广泛，更加纯净安全。自 2008 年以来，“成大速达”在我国人用狂犬病疫苗市场中销量稳居第一，荣获辽宁省制造业单项冠军产品（2023 年-2025 年）称号；“成大利宝”是目前中国市场上唯一在售的乙脑灭活疫苗，各项安全指标均达到或者优于药典标准，产品质量达到“国际先进，国内领先”水平，是新一代纯净安全的乙脑灭活疫苗，可提供良好的免疫保护效力。

2025H1 公司控股股东辽宁成大完成董事会换届选举，韶关高腾（粤民投控股）通过提名并推动当选董事人数占辽宁成大董事会非独立董事席位半数以上，实现对其经营管理的重大影响，辽宁成大控股股东由此前的辽宁国资经营公司变更为韶关高腾。由于韶关高腾股权结构穿透后无实际控制人，公司实际控制人相应由辽宁国资委变更为无实际控制人。公司治理结构实现重大调整，治理机制更趋灵活高效，为专业化决策和市场化运营注入新动能，成为全年经营工作的重要基础。

1.2 经营：竞争加剧，业绩承压

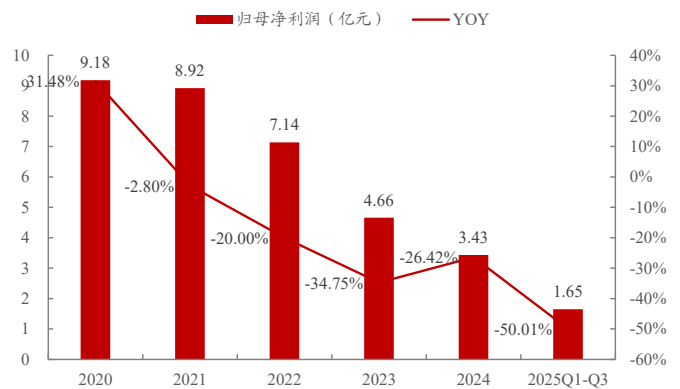
2022-2025Q3 公司收入端有所波动，主要是因为国内疫苗市场竞争加剧，人用狂犬病疫苗销售收入有所下降。2022 年开始乙脑灭活疫苗销售不断增长，对收入有正向贡献，但是 2025Q1-Q3 也因为行业竞争加剧，销售收入也有所下降（公司 2025 年半年报披露：2025H1 公司营业收入同比下降主要系国内疫苗市场竞争加剧，人用狂犬病疫苗及乙脑灭活疫苗销售收入下降；同时，国际人用狂犬病疫苗销售收入增长部分抵消了上述影响。虽然人用狂犬病疫苗总销量与上年同期基本持平，但因国外销量占比提升且其销售单价相对较低，故营业收入降幅较大）。

图1：2020-2025Q1-Q3 公司营业收入及 YOY



资料来源：Wind，浙商证券研究所

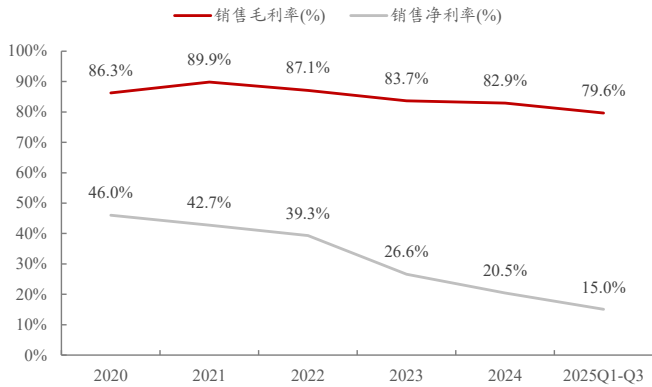
图2：2020-2025Q1-Q3 公司归母净利润及 YOY



资料来源：Wind，浙商证券研究所

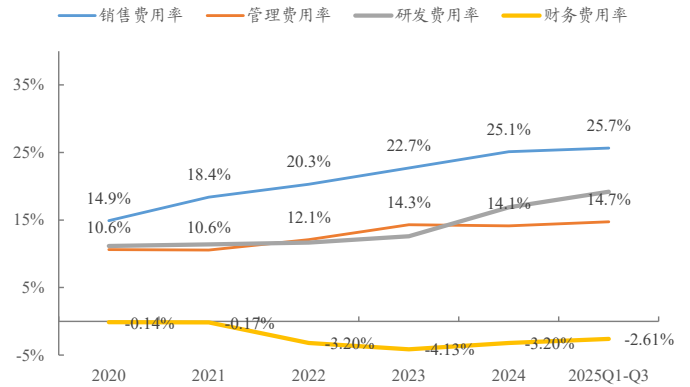
利润端下滑主要归结于成本上升、需求下降、减值损失（公司年报披露 2023 年净利润及扣除非经常性损益后的净利润同比下降，主要是因收入下降、成本上升及计提资产减值损失增加等）以及销售费用和研发投入增加（公司年报披露 2024 年净利润下滑，除营业收入下降因素外，研发投入持续加大、销售费用增加以及投资估值回调等因素共同影响了利润表现），我们认为伴随着新疫苗产品商业化，行业触底，公司收入和利润端有望逐渐好转。

图3: 2020-2025Q1-Q3 毛利率和净利率



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图4: 2020-2025Q1-Q3 公司费用率趋势



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3 销售: 成熟&国际化领先

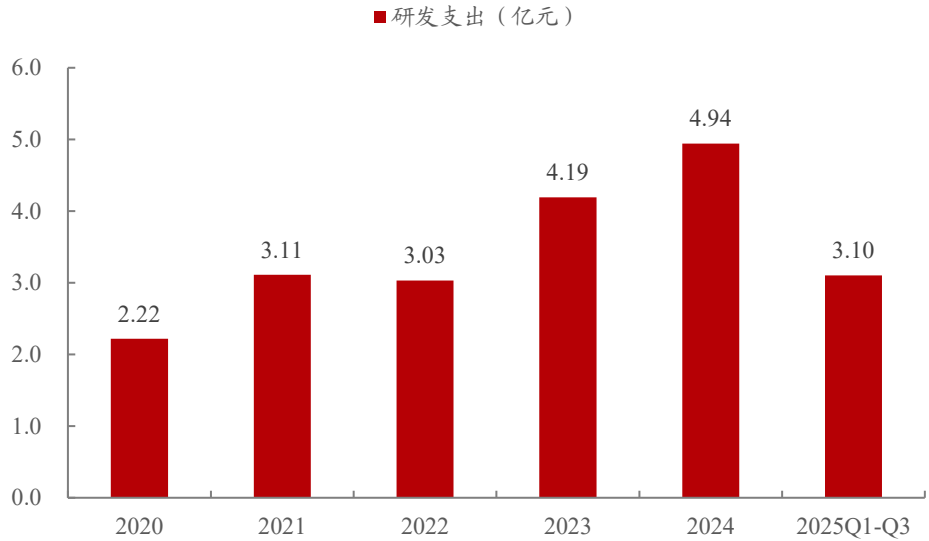
公司拥有竞争力较强的国内销售团队和国际销售团队, 面向国内和国际两个市场开展销售业务。截止 2025H1 国内销售团队由 400 余名专业销售人员组成, 通过采取自营团队为主导、推广商为辅助的营销模式, 已形成覆盖除港澳台地区外所有省、自治区及直辖市的营销网络, 为两千多家疾控中心提供疫苗产品, 通过组织学术会议和开展产品上市后临床研究等方式开展专业化推广服务。国际销售团队在国内起步较早且处于领先地位, 通过海外经销商进行业务拓展与销售服务, 营销网络覆盖泰国、印度、埃及等“一带一路”沿线的 30 多个国家和地区。

成熟的销售团队, 促使自 2008 年以来, “成大速达”在我国人用狂犬病疫苗市场中销量稳居第一, 国际化销售团队成为收入新的贡献点。

1.4 研发: 持续高强度, 打造成熟管线

研发: 公司近年来一直保持高研发投入强度, 这也对利润端造成一定影响, 但是公司目前形成了良好的管线梯队, 伴随着越来越多的疫苗产品进入临床中后期阶段, 公司业绩拐点也越来越清晰。

图5: 2020-2025H1 公司研发投入持续保持高强度



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

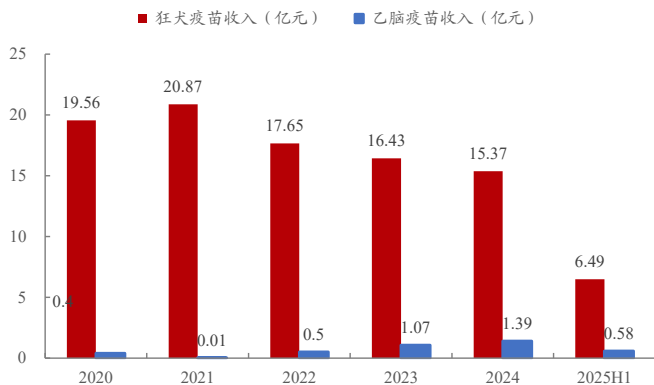
2 产品: 梯队清晰, 创新延伸

2.1 产品: 狂犬疫苗国内龙头, 乙脑疫苗差异化

公司主要上市产品为人用狂犬病疫苗和人用乙脑灭活疫苗, 其中人用狂犬病疫苗自2008年以来市场占有率连续十余年保持领先, 稳居该领域龙头地位; 公司人用乙脑灭活疫苗是目前国内唯一在售的乙脑灭活疫苗, 通过持续加大推广力度, 打造业绩支撑。2022年以来, 因为竞争激烈、需求下降等双重扰动下, 狂犬疫苗收入持续下滑, 对公司业绩造成一定扰动。

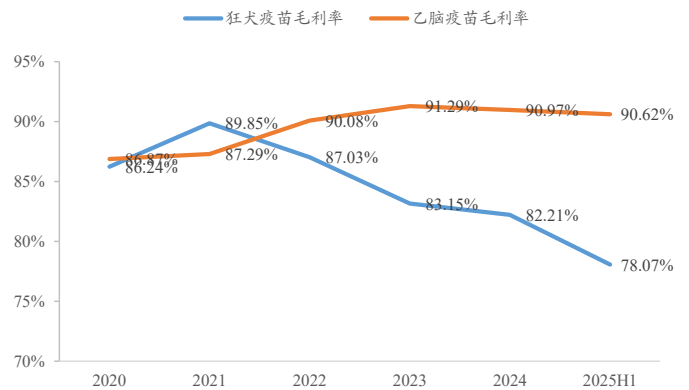
从批签发数据看, 2025H1 公司疫苗产品的批签发通过率达到 100%, 其中人用狂犬病疫苗获得 189 批次批签发, 批签发数量为 417 万人份, 同比增长 82%, 进一步巩固人用狂犬病疫苗市场的领先地位; 公司乙脑灭活疫苗获得 15 批次批签发, 批签发数量为 75 万支, 为乙脑灭活疫苗销售提供稳定供应。

图6: 2020-2025H1 公司核心产品收入变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图7: 2020-2025H1 公司核心产品毛利率变化



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2.2 管线: 梯队完善, 加快推进, 多管线处于临床中后期

公司加快推进重点研发项目的临床试验和注册申报工作。截止 2025H1 公司人用二倍体狂犬苗通过临床试验现场核查，完成产品注册检验，根据国家药审中心的反馈意见开展补充研究工作，全力推进人用二倍体狂犬病疫苗尽快上市。四价、三价流感疫苗分别于 2025 年 1 月、3 月申报药品注册上市许可，高剂量流感疫苗已完成 Pre-IND 申请提交，流感疫苗管线进展顺利；15 价 HPV 疫苗于 2025 年 3 月正式启动 II 期临床试验；hib 疫苗进入 III 期临床试验的收官阶段；13 价肺炎结合疫苗和水痘疫苗进入 I 期临床试验的收官阶段。ACYW135 四价流脑疫苗积极开展 I 期临床试验的各项准备工作；20 价肺炎结合疫苗提交 Pre-IND 申请，并获得国家药审中心的反馈意见；重组带状疱疹疫苗、RSV 疫苗、B 群流脑疫苗和狂犬病单抗等在研品种的各项临床前研究工作亦在稳健推进中。

图8：成大生物管线布局



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

2.3 突破：现金充沛，创新延伸

截止 2025 年三季报披露，公司在手现金 40.10 亿元，交易性金融资产 10.60 亿元，公司资产负债率 4.24%，充足的现金储备和较低负债率，为创新发展（投资、并购、融资等路径）提供坚实支撑。公司继续专注人用疫苗主业的同时将发展视野外延至创新药、创新疗法等领域，密切关注生物医药技术创新动态。商务拓展团队与深圳子公司协同配合，积极推进产业投资与商务拓展工作，重点在疫苗及生物医药领域挖掘、筛选创新项目与重磅品种，并寻找前沿性技术项目的合作机会。另外，公司管理层密切关注资本市场与产业发展动态，积极探索行业整合与外延并购的相关机会。整体而言，公司将通过实施积极的产业投资拓展策略，全力以赴筛选具备投资价值和发展潜力的新项目和业务，打造公司第二增长曲线。

AI 赋能，期待共振。在 AI 应用方面，公司积极探索 AI 大模型技术的本地化部署与场景化应用。2025 年 7 月，公司与中科紫东太初（北京）科技有限公司签订合作协议。双方决定联合共建“AI+疫苗研发联合实验室”，聚焦“AI+疫苗研发”创新体系建设，围绕数据整合、技术攻关、服务赋能及生态构建四大维度展开深度合作，通过 AI 技术的逐步应用，推动公司科研范式升级，为公司在多品类疫苗研发领域的持续创新注入强劲动力，助力公司全面提质增效。

3 投资建议

3.1 收入拆分

基于公司财务数据以及对核心产品市场分析，我们对公司 2025-2027 年核心产品和其他业务产品销售额以及毛利率进行如下预测：

狂犬疫苗收入：基于公司 2025 年半年报分析，“2025H1 国内疫苗市场竞争加剧，人用狂犬病疫苗及乙脑灭活疫苗销售收入下降；同时，国际人用狂犬病疫苗销售收入增长部分抵消了上述影响。虽然人用狂犬病疫苗总销量与上年同期基本持平，但因国外销量占比提升且其销售单价相对较低，故营业收入降幅较大”。我们预计 2025 年竞争导致收入下滑影响会持续，我们预计竞争影响持续弱化，同时国际化收入持续增长（2025 年半年报公司阐述：公司加快推进疫苗出海战略，实现国内市场和国际市场的高效协同），因此我们预计 2025-2027 年公司狂犬疫苗收入分别达到 1229.99/1266.89/1304.90 百万元。

乙脑疫苗收入：基于公司 2025 年半年报分析，“2025H1 国内疫苗市场竞争加剧，人用狂犬病疫苗及乙脑灭活疫苗销售收入下降；同时，国际人用狂犬病疫苗销售收入增长部分抵消了上述影响”。我们预计 2025 年竞争导致收入下滑影响会持续，考虑到乙脑疫苗差异化以及公司“通过持续加大推广力度，提升品牌知名度和美誉度，着力提升其销售贡献，努力将其打造成公司业绩有效支撑点”，我们预计乙脑疫苗收入有望逐渐增长，因此我们预计 2025-2027 年公司乙脑疫苗收入分别达到 117.94/121.48/125.12 百万元。

人用二倍体狂犬疫苗收入：人用二倍体狂犬疫苗已报产，我们假设 2026 年获批上市，2025-2027 年销售额分别为 0/30/70 百万元。

四价/三价流感病毒裂解疫苗收入：公司四价、三价流感疫苗分别于 2025 年 1 月、3 月申报药品注册上市许可，我们假设 2026 年获批上市，2025-2027 年销售额分别为 0/0/30 百万元。

毛利率：参考公司历史毛利率水平，考虑到行业竞争以及海外狂犬疫苗价格扰动，我们假设毛利率仍有可能下降，2025-2027 年毛利率分别为 78.0%/76.5%/75.0%。

表1：公司营业收入拆分及预测

单位：百万元	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计	1676.24	1347.93	1418.37	1530.02
YOY	-4.22%	-19.59%	5.23%	7.87%
毛利率	82.94%	78.00%	76.50%	75.00%
毛利	1390.24	1051.39	1085.05	1147.51
狂犬疫苗	1537.49	1229.99	1266.89	1304.90
YOY	-6.41%	-20.00%	3.00%	3.00%
乙脑疫苗	138.75	117.94	121.48	125.12
YOY	29.21%	-15.00%	3.00%	3.00%
人用二倍体狂犬疫苗			30.00	70.00
YOY				133.33%
四价/三价流感病毒裂解疫苗				30.00
YOY				

资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 盈利预测

我们预计 2025-2027 年公司营业收入有望达到 13.48、14.18、15.30 亿元，归母净利润 2.00、2.23、2.54 亿元，EPS 分别为 0.48、0.53 和 0.61 元，2025 年 11 月 21 日股价对应 2025 年 55 倍 PE。我们看好粤民投入股辽宁成大后对成大生物发展协同和助力，看好公司创新边界持续延伸和突破下投资机会，首次覆盖给予“增持”评级。

表2: 可比公司估值情况

代码	重点公司	现价	EPS (元)				PE (倍)			评级
		2025/11/24	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
300122.SZ	智飞生物	20.19	0.84	0.12	0.26	24	168	78	无评级	
300601.SZ	康泰生物	16.11	0.18	0.16	0.36	90	101	45	无评级	
688276.SH	百克生物	21.06	0.56	-0.16	0.36	38	-132	59	无评级	
300841.SZ	康华生物	77.28	3.00	3.06	3.5	26	25	22	无评级	
	平均值					44	41	51		
688739.SH	成大生物	26.48	0.82	0.48	0.53	32	55	50	增持	

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 智飞生物、康泰生物、百克生物、康华生物 EPS 均来自 Wind 一致预期

4 风险提示

产品开发失败风险：疫苗产品开发也逐渐走向创新化，相较于传统疫苗，可能因为技术壁垒高、临床开发难度大、生产难度大等多重因素导致产品开发失败，或者因为竞争格局、产品迭代较快终止开发的风险。

销售不及预期风险：疫苗行业竞争激烈，狂犬疫苗、乙脑疫苗等同类产品较多，可能因为更多竞品上市、需求端波动（新生人口下降、消费能力下降等），导致竞争格局持续恶化，进一步导致核心产品销售不及预期风险。公司核心产品上市后也可能面临对患者需求等因素评估或者竞争格局等评估过于乐观，导致销售不及预期风险。

竞争风险：公司所处疫苗行业竞争激烈，同一产品可能有较多供应商，因此导致市场环境因较多疫苗产品上市而恶化，进一步导致销售不及预期风险。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	7,083	7,340	7,506	7,735
现金	4,496	4,748	4,843	4,876
交易性金融资产	973	973	973	973
应收账款	1,077	1,071	1,085	1,201
其它应收款	1	1	1	1
预付账款	24	25	28	32
存货	460	477	536	615
其他	52	45	40	36
非流动资产	2,968	3,076	3,180	3,270
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	57	50	48	46
固定资产	1,480	1,632	1,762	1,874
无形资产	181	173	167	159
在建工程	466	444	429	419
其他	784	778	775	772
资产总计	10,052	10,416	10,686	11,005
流动负债	393	407	455	520
短期借款	0	0	0	0
应付款项	252	261	294	337
预收账款	0	0	0	0
其他	141	146	162	183
非流动负债	96	96	96	96
长期借款	0	0	0	0
其他	96	96	96	96
负债合计	489	503	551	616
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	9,562	9,913	10,135	10,389
负债和股东权益	10,052	10,416	10,686	11,005

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,676	1,348	1,418	1,530
营业成本	286	297	333	383
营业税金及附加	23	17	18	20
营业费用	421	350	376	413
管理费用	237	202	220	245
研发费用	283	270	262	291
财务费用	(54)	(69)	(72)	(73)
资产减值损失	84	65	35	(31)
公允价值变动损益	(33)	(10)	(10)	(10)
投资净收益	16	10	7	5
其他经营收益	27	22	23	24
营业利润	406	238	264	301
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	403	235	262	298
所得税	60	35	39	45
净利润	343	200	223	254
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	343	200	223	254
EBITDA	507	276	314	363
EPS (最新摊薄)	0.82	0.48	0.53	0.61

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-4.22%	-19.59%	5.23%	7.87%
营业利润	-50.75%	-41.32%	11.09%	13.81%
归属母公司净利润	-26.42%	-41.59%	11.19%	13.97%
获利能力				
毛利率	82.94%	78.00%	76.50%	75.00%
净利率	20.45%	14.85%	15.70%	16.58%
ROE	3.58%	2.06%	2.22%	2.47%
ROIC	2.98%	1.42%	1.59%	1.84%

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	501	246	247	186
净利润	343	200	223	254
折旧摊销	171	109	124	138
财务费用	(54)	(69)	(72)	(73)
投资损失	(16)	(10)	(7)	(5)
营运资金变动	51	(49)	(10)	(31)
其它	5	64	(11)	(97)
投资活动现金流	(163)	(213)	(224)	(225)
资本支出	(81)	(230)	(230)	(230)
长期投资	54	7	2	2
其他	(135)	10	4	3
筹资活动现金流	(385)	219	72	73
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(385)	219	72	73
现金净增加额	(47)	251	95	34

偿债能力

资产负债率	4.87%	4.83%	5.16%	5.59%
净负债比率	1.05%	1.02%	0.93%	0.83%
流动比率	18.01	18.03	16.49	14.88
速动比率	16.84	16.86	15.31	13.70

营运能力

总资产周转率	0.17	0.13	0.13	0.14
应收账款周转率	1.55	1.21	1.21	1.22
应付账款周转率	1.22	1.16	1.20	1.21

每股指标(元)

每股收益	0.82	0.48	0.53	0.61
每股经营现金	1.20	0.59	0.59	0.45
每股净资产	22.96	23.80	24.34	24.95

估值比率

P/E	32.39	55.45	49.87	43.76
P/B	1.16	1.12	1.10	1.07
EV/EBITDA	10.42	19.58	16.88	14.50

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“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>