

2022年，CXO逻辑破了吗？

——医药外包双周报

行业评级：看好

2021年12月12日

姓名	孙建	郭双喜	王帅	毛雅婷
邮箱	sunjian@stocke.com.cn	guoshuangxi@stocke.com.cn	wangshuai1@stocke.com.cn	maoyating@stocke.com.cn
电话	13641894103	19801116960	13548094491	15038304564
证书编号	S1230520080006	S1230120080013	S1230120120025	S1230120080071

本周思考：2022年，CXO逻辑破了么？

打破简单产业链思维，看CXO供给端、需求端的投资本质。

➤ 中国市场红利下，供给能力的多元化

预期差：市场对需求端的过度担忧及对供给端能力升级的忽视。

需求端的担忧：①CDE新政下逐渐升级的创新门槛；②集采及医保控费的持续进行；③投融资数据增速下滑；

供给端的升级：中国市场红利逻辑下的公司，泰格医药从单一临床业务向多元化业务拓展；昭衍新药从临床前向临床I期及海外市场拓展；美迪西业务从临床前向药物筛选、发现及国际化能力的增强；方达控股基于较强的生物分析能力、较好的海外客户基础及可能的母公司客户导流拓展从药物发现到CMC的一体化服务能力。

投资建议：国内需求驱动的CRO公司，增长来自于量与价。市场往往过度担心量的下降而忽视价的提升。我们强调，政策驱动的创新升级或带来板块龙头集中，而公司不断增强的一体化能力有望带来业绩增长及盈利能力提升的超预期。

➤ 全球市场转移下，制造升级带来的参与度提升

预期差：市场对景气度中疫情催化的过度解读及对制造升级下全球参与度提升的逻辑的忽视。

需求端的担忧：①疫情结束后订单回流；②中美国际关系对国内CDMO发展的限制；③逐渐消退的工程师红利。

供给端的升级：①多家CXO对新冠小分子订单不同阶段的承接（从RSM-中间体-API-制剂）显示我们在全球产业地位的提升；②一二线公司向高附加值的原料药、制剂、生物药板块及技术能力的拓展，不断提高全球产业链参与度；③二线公司在新板块的持续拓展已初见成效，短期看大订单支撑现金流、中期看业务板块不断升级、长期看CGT新兴爆发。

投资建议：对CXO公司市场强调投融资和产业转移的需求端逻辑，我们建议淡化远期的需求逻辑着眼于近处的能力提升。二线公司的能力突破已逐渐得到证明，可持续增长确定性强，有望贡献超预期弹性。

3、行业景气跟踪

- **国内：**2021.11.29-2021.12.12 医药板块下跌0.51%，跑输沪深300指数7.99pct；医药外包板块下跌3.98%，跑赢医药板块3.47pct。2021年年初以来，医药板块下跌5.42%，跑输沪深300指数2.42 pct，医药外包板块上涨40.39%，跑赢沪深300指数43.39 pct。从个股来看，近两周H股维亚生物、方达股份领涨，累计涨幅分别为12.11%及4.82%，美迪西、天宇股份、昭衍新药领跌，跌幅累计16.30%、14.03%及11.36%，可能与市场对国内CXO景气度的担忧及天宇高管减持有关。
- **海外：**2021.11.29-2021.12.10 海外龙头外包公司累计下跌1.51%，跑输MSCI医疗健康指数5.65pct。从个股来看，近两周Codexis及Catalent 小分子及疫苗CDMO领跌板块，分别累计下跌13.24%及5.61%。Codexis及Catalent作为默克及Moderna的主要CDMO供应商，受南非新变异株及默克新临床数据的影响，股价有较大波动。Lonza受收购Codiak的外泌体制造工厂的带动，领涨板块，看出市场对细胞和基因市场的持续关注。
- **行业动态跟踪：**本土CXO一体化进程加速，CGT依然是投资热点

4、国内外双周复盘

- **全球医疗健康产业融资额有所下滑。**11月份，全球融资额为97亿美元，较10月份环比下降约27%。但从全年来看，2021年全球医疗健康产业融资依然十分活跃，。从今年十月份至今，全球第四季度发生637起融资事件，融资额达230亿美元，占第三季度融资总额的80%%；自今年年初起至今，全球年融资金额已达1171亿，较2020年全年增长42%，融资事件发生3259例，较去年全年增长18.25%。
- **国内行业融资活跃度明显提升。**11月以来国内市场逐渐回温，国内11月融资额约达29亿美元，环比增长36%，同比增长69%，总融资事件117件。其中，正岸健康、聆心智能、移视科技等新兴数字疗法公司均在本月完成首轮融资。

5、投资建议

强调供给端能力的提升带来前端CRO的量价齐升及后端CDMO在全球参与度的增强。我们重点推荐关注：泰格医药、药明康德、昭衍新药、凯莱英、康龙化成、九洲药业、博腾股份、方达控股、药石科技、美迪西等。

表：盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价	EPS			PE			
		2021/12/12	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	
603259.SH	药明康德	139.9	1.25	1.83	2.62	112	76	53	买入
300347.SZ	泰格医药	142.5	2.19	2.48	2.93	65	57	49	买入
1521.HK	方达控股	4.57	0.06	0.16	0.23	76	29	20	买入
000739.SZ	普洛药业	36.72	0.69	0.89	1.16	53	41	32	买入
002821.SZ	凯莱英	470	2.98	4.16	8.42	158	113	56	买入
300759.SZ	康龙化成	177.12	1.48	1.74	2.44	120	102	73	买入
300363.SZ	博腾股份	95	0.6	0.91	1.27	158	104	75	买入
603456.SH	九洲药业	58.72	0.47	0.77	1.08	125	76	54	买入
603127.SH	昭衍新药	126.27	1.39	1.22	1.68	91	104	75	买入
300725.SZ	药石科技	148	1.2	2.55	2.32	123	58	64	买入
300702.SZ	天宇股份	41.04	3.66	0.79	1.49	11	52	28	增持
688202.SH	美迪西	538.71	2.09	4.26	7.3	258	126	74	增持
1873.HK	维亚生物	5.46	-0.25	0.23	0.44	(22)	24	12	买入

目录

CONTENTS

- 01 本周思考：
2022年，CXO逻辑破了么？
- 02 国内、国外双周复盘
- 03 行业景气跟踪
- 04 重点报告汇总
- 05 投资建议
- 06 风险提示

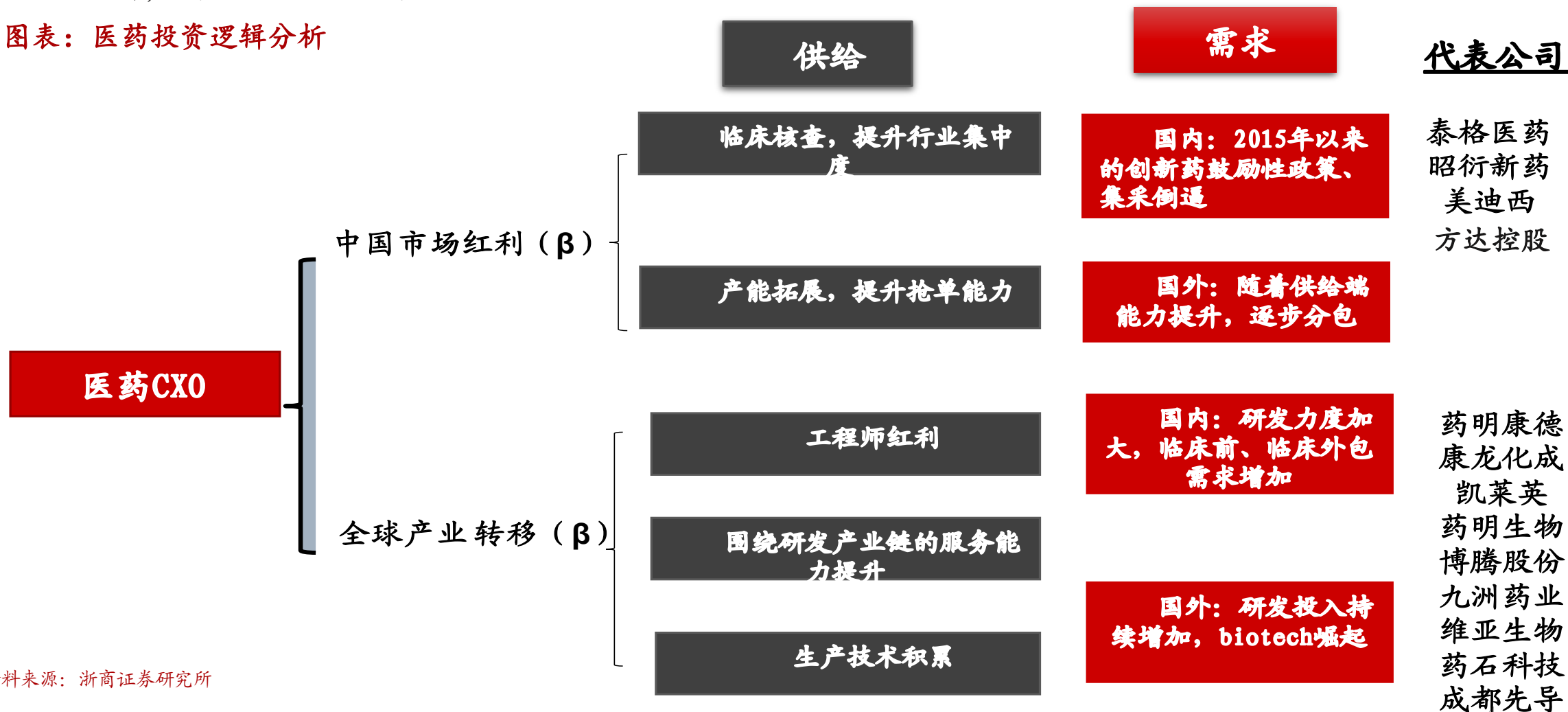
01

本周思考

2022年，CXO逻辑破了吗？

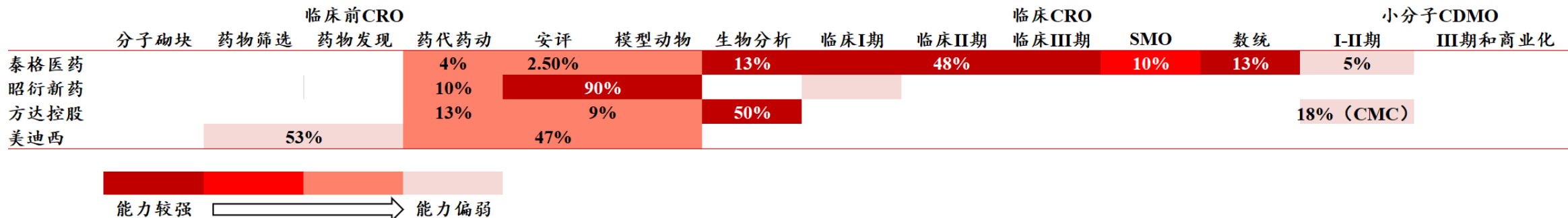
打破简单产业链思维，看CXO供给端、需求端的投资本质。国内创新药生产及研发能力的逐渐崛起及疫情下中国公司展现出来的稳定供应能力引发市场对医药板块的持续关注。随着疫情的逐渐平稳，如何看待后疫情时代的医药投资？本周周报我们打破产业链思维，看CXO投资本质，从中国市场红利及全球产业转移两个角度分析，高基数下CXO高增长的确性。

图表：医药投资逻辑分析



- **预期差：**市场对需求端的过度担忧及对供给端能力升级的忽视。
- **需求端的担忧：**①CDE新政下逐渐升级的创新门槛；②集采及医保控费的持续进行；③投融资数据在高基数下增速下滑（11月国内投融资QOQ 36%,YOY 69%）；
- **供给端的升级：**中国市场红利逻辑下的公司，包括泰格医药、昭衍新药、美迪西和方达控股均在近年来迎来明显供给端能力提升。其中，泰格医药从单一临床业务向多元化业务拓展；昭衍新药从临床前向临床I期及海外市场拓展；美迪西业务从临床前向药物筛选、发现及国际化能力的增强；方达控股基于较强的生物分析能力、较好的海外客户基础及可能的母公司客户导流拓展从药物发现到CMC的一体化服务能力。
- **投资建议：**国内需求驱动的CRO公司，增长驱动方面有量也有价。市场往往过度担心量的下降而忽视价在一体化能力提升下的上涨。我们强调，政策驱动的创新能力提升或带来板块向龙头集中度增强，而CRO公司不断增强的一体化能力有望带来未来业绩增长及盈利能力提升的超预期。

图表：中国市场红利CXO 2020年收入占比及能力拓展



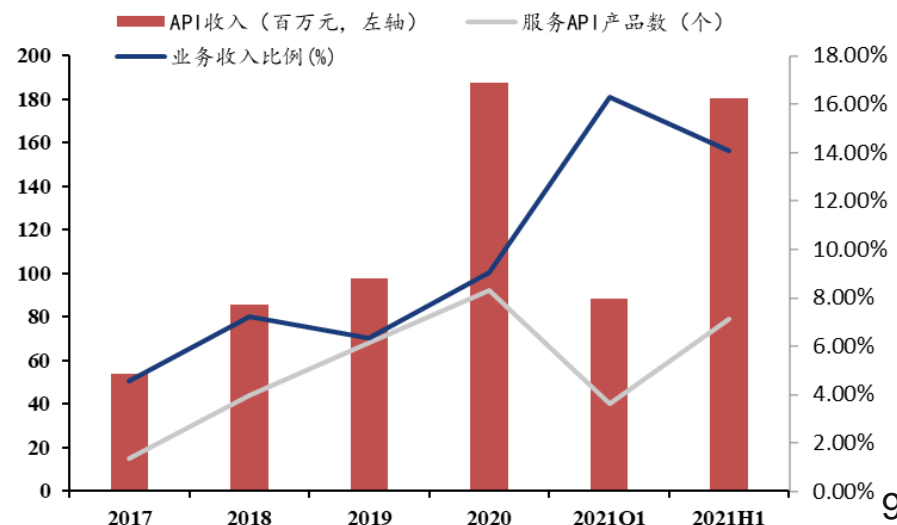
- **预期差：**市场对景气度中疫情催化的过度解读及对制造升级下全球参与度提升的逻辑的忽视。
- **需求端的担忧：**①疫情结束后订单回流；②中美国际关系对国内CDMO发展的限制；③逐渐消退的工程师红利。
- **供给端的升级：**①多家CXO对新冠小分子订单不同阶段的承接（从RSM-中间体-API-制剂）显示我们在全球产业地位的提 升；②一二线公司向高附加值的原料药、制剂、生物药板块及技术能力的拓展，不断提高全球产业链参与度；③二线公司如博腾股份在新板块的持续拓展已初见成效，短期看大订单对现金流的支撑、中期看业务板块的不断升级、长期看CGT等新兴板块的爆发。
- **投资建议：**对CXO公司市场强调投融资和产业转移的需求端逻辑，我们建议淡化远期的需求逻辑着眼于近处的能力提升。二线公司的能力突破已逐渐得到证明，可持续增长确定性强，有望贡献超预期弹性。

图表：全球市场转移 CXO 的制造能力升级

	向高附加值的原料药、制剂、生物药等方向拓展						技术突破提高效率+降低成本		
	小分子			大分子			技术平台		
	中间体	原料药	制剂	寡核苷酸和多肽类	抗体类	细胞和基因疗法	酶催化	流体化学	高活性
药明康德	√	√	√	√		√	√	√	√
凯莱英	√	√	√	√	√		√	√	√
博腾股份	√	√	√			√	√	√	√
九洲药业	√	√					√	√	√
普洛药业	√	√					√	√	√

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图表：2017-2021H1博腾股份API业务变化



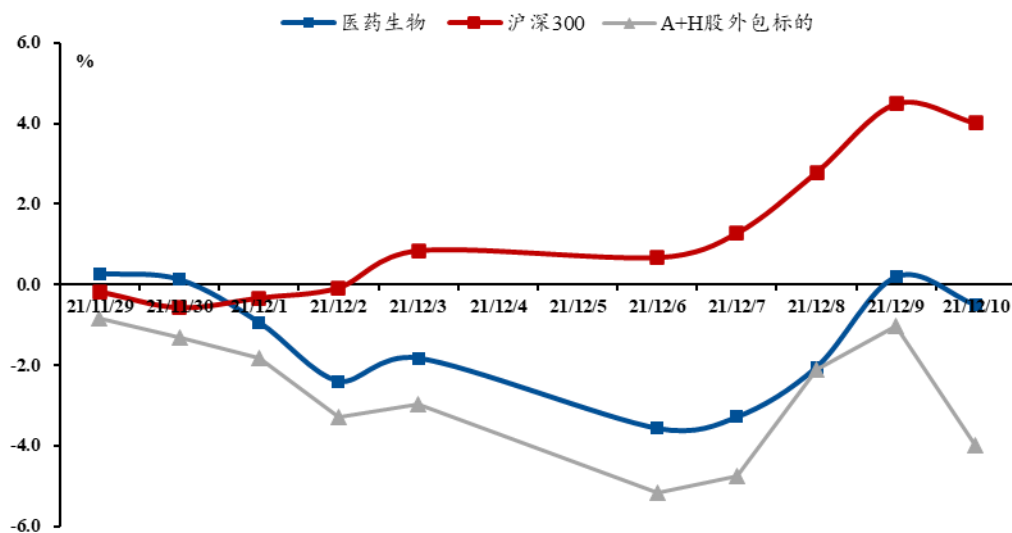
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

02

国内、国外
双周复盘

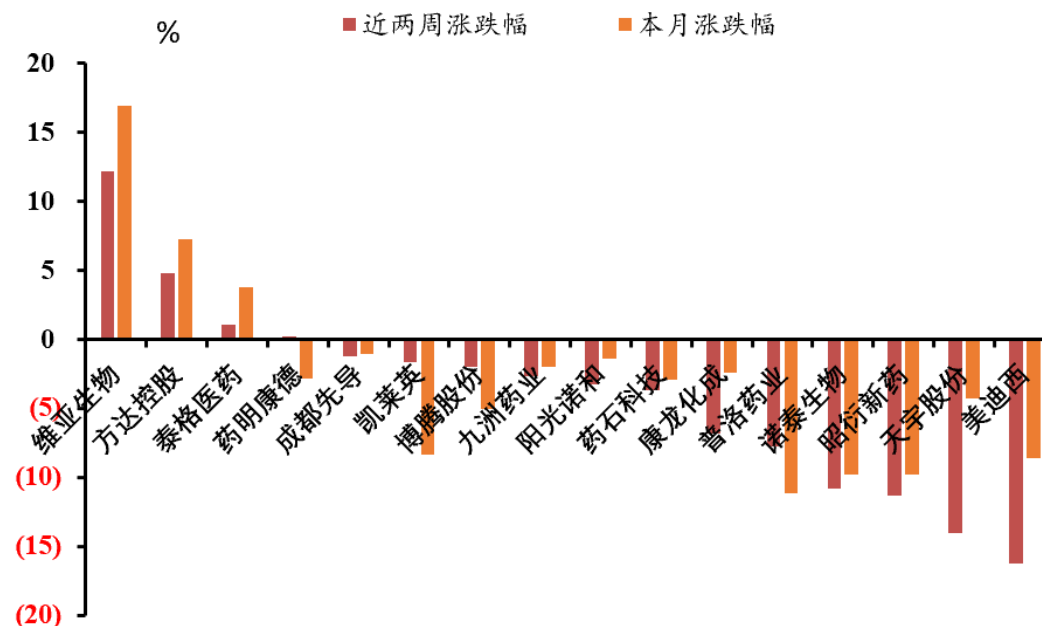
- 2021.11.29-2021.12.12 医药板块下跌0.51%，跑输沪深300指数7.99pct；医药外包板块下跌3.98%，跑赢医药板块3.47pct。2021年年初以来，医药板块下跌5.42%，跑输沪深300指数2.42 pct，医药外包板块上涨40.39%，跑赢沪深300指数43.39 pct。
- 从个股来看，近两周H股维亚生物、方达股份领涨，累计涨幅分别为12.11%及4.82%，美迪西、天宇股份、昭衍新药领跌，跌幅累计16.30%、14.03%及11.36%，可能与市场对国内CXO景气度的担忧及天宇高管减持有关。

图表：近两周外包重点标的、中信医药和沪深300走势



资料来源：wind，浙商证券研究所

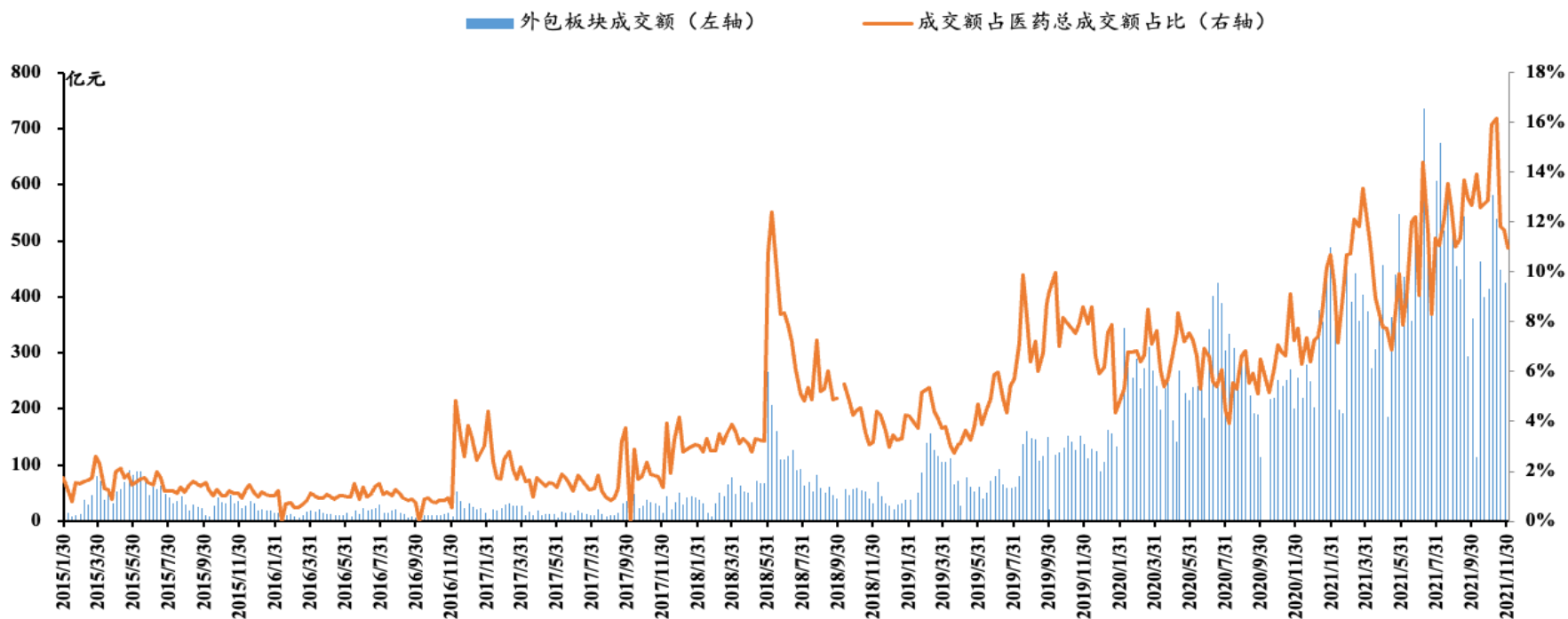
图表：近两周A+H重点CXO公司涨跌幅



资料来源：wind，浙商证券研究所

- 医药总成交额低于历史中枢。从成交量上看，医药行业本周成交额为4412.09亿元，占全部A股总成交额的7.64%，环比上升0.74 pct，较2018年以来的中枢水平低0.68pct。
- 外包标的占比有所下降。本周外包重点标的成交额484.78亿元，占全部医药总成交额的11%，环比下降0.83pct，较2018年以来中枢水平高4.1pct。

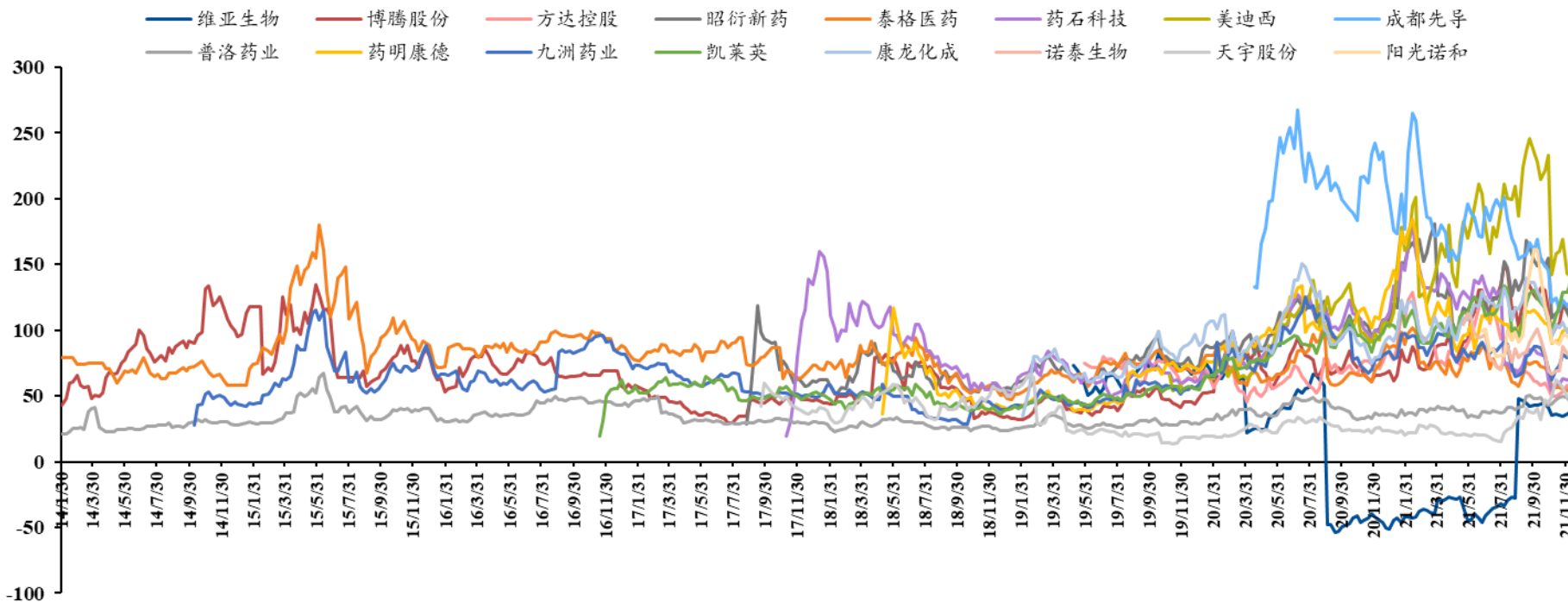
图表：近两周外包重点标的、中信医药和沪深300走势



资料来源：wind，浙商证券研究所

- 2021.12.12 CXO重点标的平均PE (TTM) 86.07，较2020年初至今平均PE (TTM) 下降1.63。其中DEL平台药筛龙头公司——成都先导，PE (TTM) 122，临床前龙头凯莱英，PE (TTM) 136，承接新一批小分子创新药相关订单的CDMO公司博腾股份，PE(TTM) 116，彰显出市场对临床前公司高景气及CDMO标的在新冠疫情期间产业地位提升的较强认可。

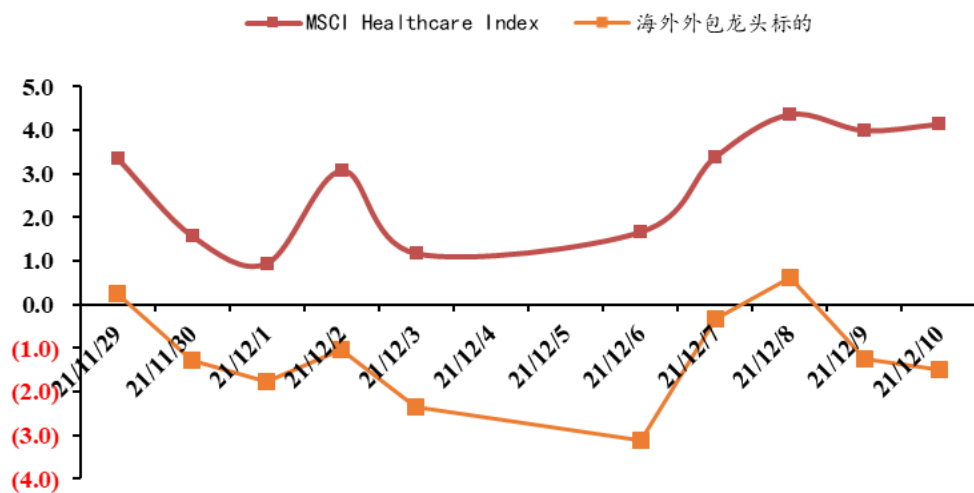
图表：CXO重点标的PE (TTM) 走势



资料来源：wind，浙商证券研究所

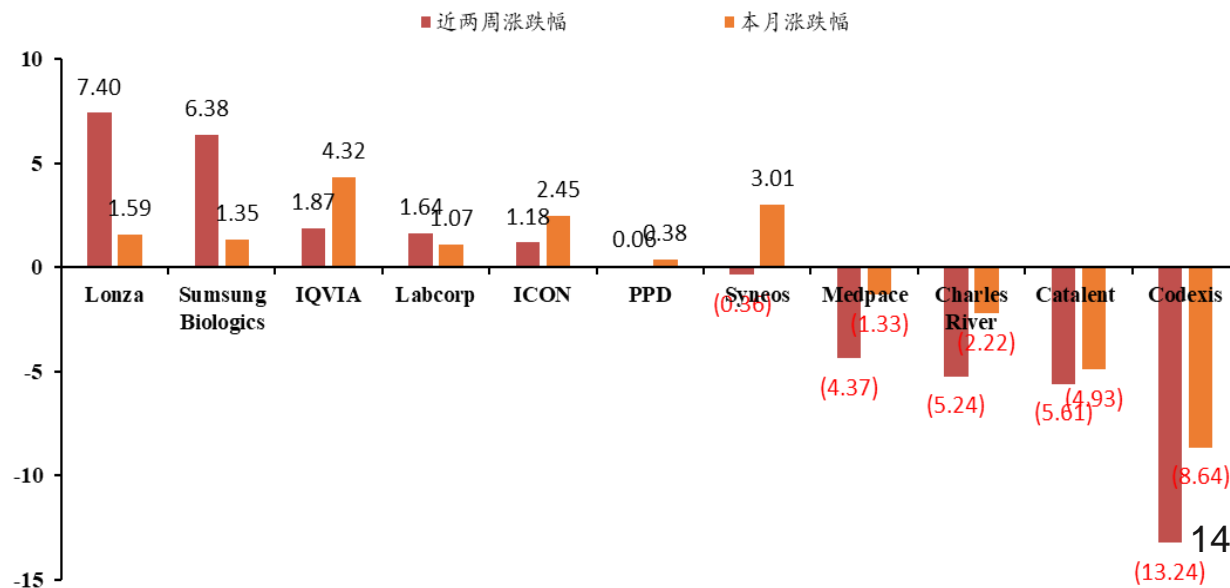
- 2021.11.29-2021.12.10 海外龙头外包公司累计下跌1.51%，跑输MSCI医疗健康指数5.65pct。从个股来看，近两周Codexis及Catalent 小分子及疫苗CDMO领跌板块，分别累计下跌13.24%及5.61%。Codexis及Catalent作为默克及Moderna的主要CDMO供应商，受南非新变异株及默克新临床数据的影响，股价有较大波动。Lonza受收购Codiak的外泌体制造工厂的带动，领涨板块，看出市场对细胞和基因市场的持续关注。

图表：近两周海外外包龙头标的、MSCI 医疗健康指数涨跌幅



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图表：2021.11.29-2021.12.12 海外龙头标的涨跌幅



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

- 海外CXO公司的估值较为分化，截至2021.12.12，生物大分子CDMO Samsung Biologics 拥有较高估值，PE (TTM) 172倍，此外一体化CDMO Lonza及临床CRO IQVIA分别为65、67倍，而LabCorp (Covance)受ICL业务的影响，估值较低，PE (TTM) 为10倍。我们认为，全球医药外包行业头部公司通过兼并收购不断延伸服务、完善产业链，临床研究及将触角逐渐探入高成长板块（生物大分子及CGT）的公司往往享受更高的估值。

图表：2015-2020 年国内外重点CXO收入同比增长范围

代码	名称	主营业务	国内对标公司	当前市值 (亿元)	2020年收入 (亿元)	PE (TTM)	三季报归母净利润 YOY
LH.N	Labcorp (Covance)	全产业链覆盖	药明康德	1758	912	10	195%
IQV.N	IQVIA	CRO (临床为主)	泰格医药	3290	741	67	305%
SYNH.O	Syneos	CRO (临床为主)	泰格医药	661	288	41	57%
CRL.N	Charles River	CRO (安评)	昭衍新药	1150	191	46	15%
ICLR.O	ICON (PRA)	CRO (临床为主)	泰格医药	932	183	43	-
CTLT.N	Catalent	CDMO (小分子、大分子、CGT)	凯莱英、药明生物	1334	219	38	505%
CDXS.O	Codexis	CDMO (小分子)	凯莱英	131	5	(137)	44%
MEDP.O	Medpace	CRO (临床为主)	泰格医药	469	60	40	39%
LONN.SIX	Lonza	CDMO (小分子+大分子)	药明生物、凯莱英	3876	334	65	-
207940.KS	Samsung Biologics	CDMO (大分子)	药明生物	3220	67	172	22%
PPD.O	PPD	CRO (临床为主)	泰格医药	-	305	-	392%

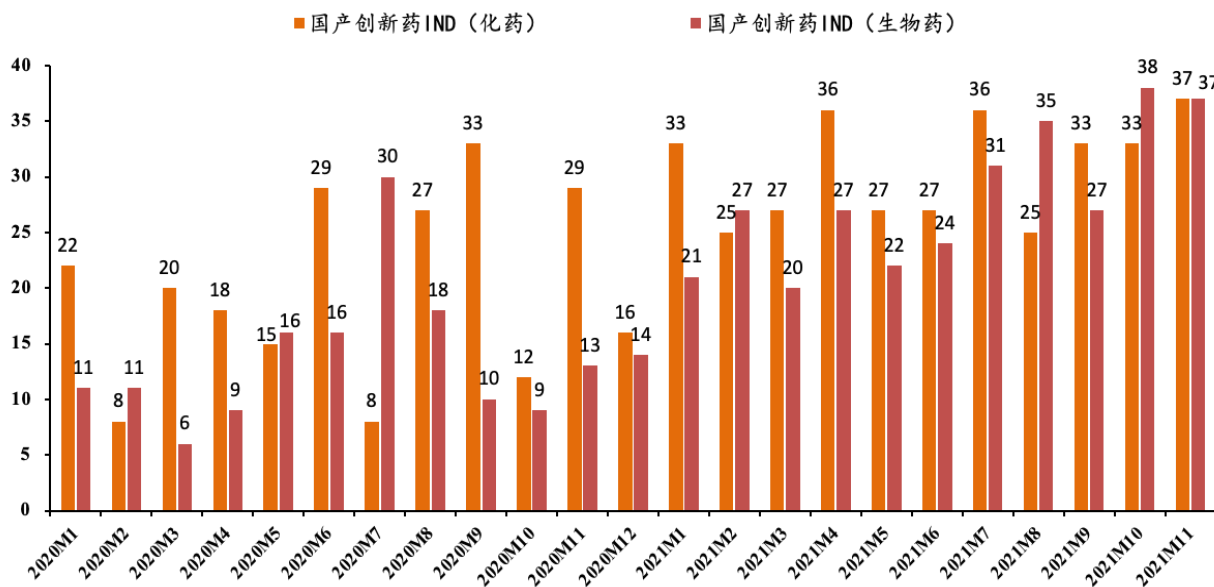
- **2021年11月26日，Lonza以6500万美元收购Codiak的外泌体制造工厂。**Lonza宣布，2021年11月3日已经从Codiak生物科学公司收购了位于马萨诸塞州列克星敦的外泌体制造工厂，该工厂将保持其治疗候选产品的生产线。工程化的外泌体可以选择性靶向特定的细胞。外泌体的组织相容性高、到达常规载体无法到达的组织和细胞、容量大、生产成本低等优势，具有作为药物递送载体的巨大潜力。Codiak拥有最先进的外泌体治疗产品线之一，通过收购其临床制造工厂，龙沙将能够向第三方提供服务，并“创造一种领先的外泌体产品，将有利于更广泛的细胞和基因市场”
- **2021年11月29日，药石科技宣布任命公司原质量管理高级副总裁苗文芳博士出任公司首席执行官。**苗文芳博士于2020年加入药石科技担任质量管理高级副总裁，带领团队全面提升公司的质量管理体系，为客户提供高质量的服务和产品交付。自苗文芳博士加入药石科技以来，公司的质量体系和CMC一体化平台的能力得到了很大的提升，苗文芳博士将在新的岗位上管理公司在全球的运营和发展，推进公司的各项战略实施。
- **2021年11月30日，CRO标的百诚医药过会，即将发行。**百诚医药成立于2011年，该公司已成为国内领先的”药学+临床“综合性医药技术研发企业，成功打造了创新药研发、仿制药及一致性评价药学研究、BE/PK研究、包材相容性研究四个核心技术平台和与国际接轨的药物研发体系和质量保证体系。本次IPO，百诚医药拟募资6.5亿元用于总部及研发中心项目，全面提升药物研发服务水平及自主研发能力。
- **2021年12月1日，方达医药宣布旗下的全资子公司合亚医药新药发现实验室（二期）正式投入运营。**合亚医药于2001年创立于美国硅谷，2009年上海研发中心投入运营，目前在上海张江高科技产业东区拥有研发面积8,200平方米，员工总数近300人，主要从事以化学为主导的医药开发和医药研发服务。该新药发现实验室位于张江高科技产业东区杰昌园区，总面积1,660平方米，建有10个标准药化实验室，100台通风橱及配套的分析检测实验室。二期工程的竣工并投入使用，标志着合亚医药新药发现服务能力将提升约50%。
- **2021年12月1日，全球CDMO领先企业Adare宣布收购Frontida BioPharm，扩大CDMO产品范围。**Frontida BioPharm是一家专注于口服配方的垂直集成CDMO公司。此次收购加强了Adare的承诺，即通过提供从产品开发到商业规模生产和包装的解决方案来改变药物输送。Adare为其客户提供的服务组合将扩大到包括新能力，如高效力化合物处理和包装服务。两家公司的合并将进一步确立Adare在复杂剂型药物的开发和生产方面的领先地位。

03

行业景气 跟踪

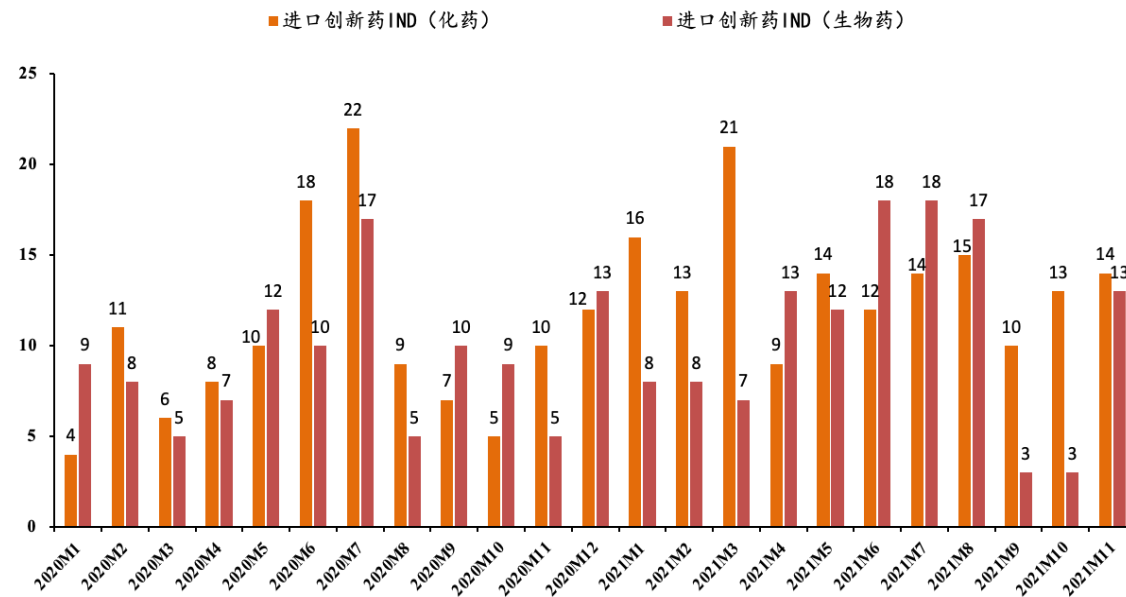
➤ 国产创新药IND申请景气度持续，国产生物药IND申报数量大幅超越进口。据CDE数据显示，进入2020年后国产创新药IND申请总数开始全面超越进口数据。2021年Q3，国内1类化药IND数量合计94个，同比上升40%，1类生物药IND数量93个，同比上升60%；进口化药IND数量38个，与2020年Q3持平，进口生物药IND数量38个，同比上升19%。2021年截止至12月3日，国内1类化药IND数量343个，1类生物药IND数量313个；进口化药IND数152个，生物药IND数量120个，均超越2020年全年水平。我们发现，自2020Q2IND申请数量实现井喷，国内申请总数远超进口。我们认为随着临床试验的逐步推进，国产创新药NDA申请及上市数量有望在5-10年内全面反超进口，创新药格局将迎来新态势。

图表：2020-2021.11 国产创新药IND数量



资料来源：CDE，浙商证券研究所

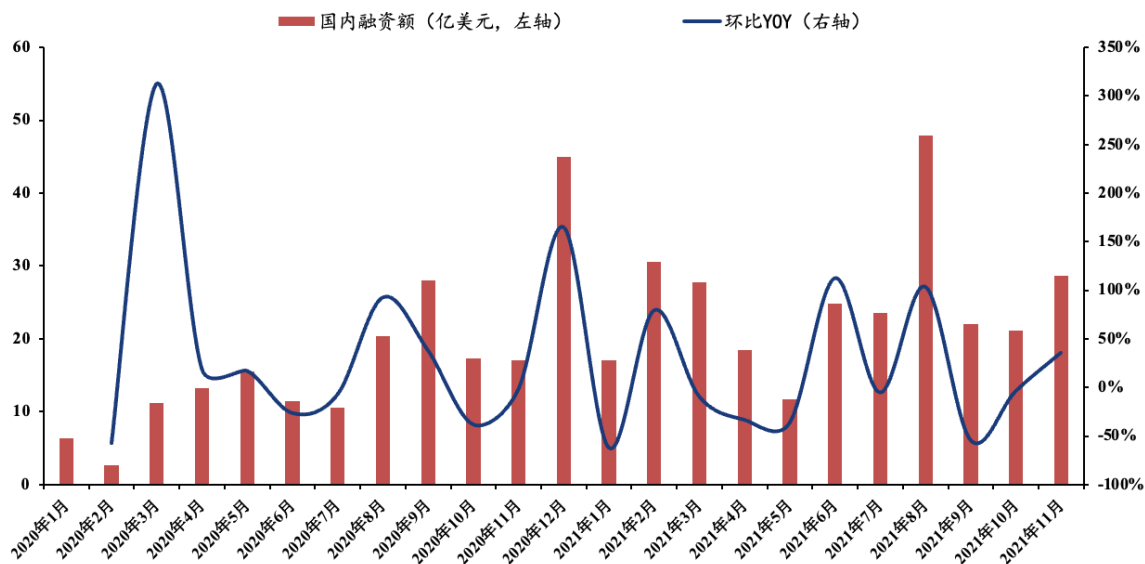
图表：2020-2021.11 进口创新药IND数量



资料来源：CDE，浙商证券研究所

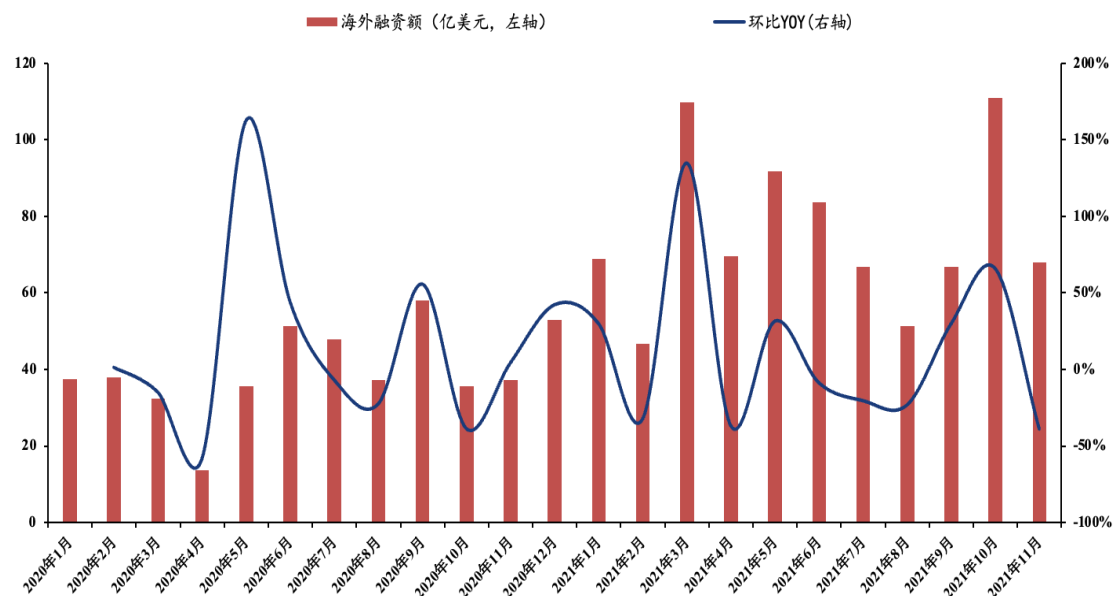
- 全球医疗健康产业融资额有所下滑。在11月份，全球融资额为97亿美元，较10月份环比下降约27%。但从全年来看，2021年全球医疗健康产业融资依然十分活跃。截止2021.12.03，全球第四季度发生637起融资事件，融资额达230亿美元，占第三季度融资总额的80%；自今年年初起至今，全球年融资金额已达1171亿，较2020年全年增长42%，融资事件发生3259例，较去年全年增长18.25%。
- 国内行业融资活跃度回升。我国医疗产业融资额在9月份出现一定幅度下滑，而自11月以来国内市场逐渐回温，在11月份全球投融资下滑的情况下，国内的月融资额约达29亿美元，环比增长36%，显现出国内投融资活跃度的回升。

图表：2020-2021.11 国内医疗健康领域融资额



资料来源：动脉网，浙商证券研究所

图表：2020-2021.11 海外医疗健康领域融资额



资料来源：动脉网，浙商证券研究所

04

重点报告
汇总

凯莱英：再签新订单，兑现超预期！

新签订单再超预期，新产能加速释放下业绩加速确定，维持“买入”评级。

□ 订单：再签超预期大单，业绩加速再确认

公司11月28日公告：“公司持续为某制药公司的一款小分子化学创新药物提供合CDMO服务过程中，近日再次与客户签订了相关产品新一批的《供货合同》，本次合同金额折合人民币约27.20亿元。若本合同顺利履行，交货时间为2022年度”。

叠加11月16日公司公告签署4.81亿美金重大合同，意味着2022年公司收入端有可能在此次超预期。产能支撑来自于公司预计2021H2新释放产能1390m³，2022年预计新增1500m³产能。此外，公司2021年中报披露：在新建设的厂房中，公司将进一步加大连续性反应的应用，实现相同反应体积、更高产值输出，因此我们预计在产能释放端仍有较大弹性。我们认为公司持续获得超预期大订单是对公司能力的进一步验证，也为后续获得更多优质订单打下基础，看好公司产业链地位持续提升趋势。

□ 盈利预测及估值

考虑到此次新签订单对2022年业绩增量较为显著，我们上调公司2022年盈利预期。我们预计2021-2023年公司EPS为4.16、8.42、8.72元/股（前次预测2021-2023年公司EPS为4.16、6.39、8.20元/股），2021年11月26日收盘价对应2021年PE为115倍（对应2022年PE为57倍），维持“买入”评级。

我们认为，近期同业频繁披露的重大相关订单显示了本土CDMO在产业链中的崛起。本土CDMO已经证明的稳定供应能力、技术能力、承接能力、交付能力及积累的大客户基础正随着疫情的催化逐渐放量。

□ 订单：单项目累计订单2.17亿美元，2022年前交付

2021年11月30日，博腾股份收到美国某大型制药公司新一批小分子创新药相关CDMO订单，该项目累计金额高达2.17亿美元，订单交付时间为2021年至2022年。公告中透露，该大客户公司长期合作，比对历年年报信息，该客户在2018年-2020年始终位于公司第3位至第5位大客户。

□ 订单交付：预计大部分交付于2022年，产能饱满，加速可期

按照公告结点及可能的管线药物分析，我们认为2021年及2022年分别供给III期临床及商业化阶段用药。基于订单特点，我们认为2022年公司盈利能力有望随着产能的饱满利用及较成熟技术路线而提升。

□ 产能：湖北宇阳为2022主要增量

2021年公司产能增量主要为109多功能车间，新增产能186m³。截至2021Q3，109车间综合利用率达到68%，我们预计2021年年末公司产能利用率有望达到80%。公司支撑2022年增长的主要增量产能为新收购的湖北宇阳，此产能或对标东邦工厂，我们预计贡献产值4-5亿元，于2021年年底投入使用。其余新建产能或于2023年逐步兑现。我们认为，按照目前公司的排产计划，2022年产能仍较为紧张，建议关注新产能的落地。

□ 长期：看好疫情期间本土CDMO的崛起

在公告中公司提示，订单的执行或受客户新药审批进展、需求变化等影响，可能存在部分订单无法全部履行的风险。但我们认为，近期同业频繁披露的重大相关订单显示了本土CDMO在产业链中的崛起。随着疫情反复中，各种防疫措施效果或受影响，但在国内的清零政策下，本土CDMO已经证明的稳定供应能力、技术能力、承接能力、交付能力不变。我们看好本土CDMO在疫情中能力的迭代与大客户长期合作关系的加强，看好中长期产业地位的提升。

05

投资建议

投资建议：关注供给端能力提升带来的超预期

- **我们认为：** 强调供给端能力的提升带来前端CRO的量价齐升及后端CDMO在全球参与度的增强。
- **与众不同：** 市场普遍认为医药CXO景气来自需求景气，且产业转移带来的需求受疫情影响得到强化，因此在新冠特效药的持续进展下，市场认为可能边际上使这个逻辑变差。我们认为这忽略了医药CXO的真实逻辑。

- **我们认为：**

中国市场红利下，国内需求驱动的CRO公司，增长驱动方面有量也有价。我们强调，政策驱动的创新能力提升或带来板块向龙头集中度增强，而CRO公司不断增强的一体化能力有望带来未来业绩增长及盈利能力提升的超预期。

海外产业转移下，建议淡化远期的需求逻辑着眼于近处的能力提升。二线公司的能力突破已逐渐得到证明，可持续增长确定性强，有望贡献超预期弹性。

- **重点推荐：** 逻辑认知超预期推荐：泰格医药、药明康德、昭衍新药、凯莱英、康龙化成、九洲药业、博腾股份、方达控股、药石科技、美迪西等。

06

风险提示

- 国内药审政策的波动性风险
- 一级市场投融资周期波动的风险
- 新业务拓展不及预期风险
- 汇兑风险

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

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>