

南新制药

688189

审慎增持 (首次)

业绩稳健增长，新药研发稳步推进

2020年08月25日

市场数据

市场数据日期	2020-08-24
收盘价(元)	61.25
总股本(百万股)	140
流通股本(百万股)	32
总市值(亿元)	86
流通市值(亿元)	20
净资产(亿元)	15.38
总资产(亿元)	19.52
每股净资产	10.84

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1014	1361	1805	2369
同比增长(%)	44.8%	34.2%	32.6%	31.3%
净利润(百万元)	91	123	164	217
同比增长(%)	70.9%	34.6%	33.3%	32.3%
毛利率(%)	88.6%	90.8%	92.5%	93.4%
净利润率(%)	9.0%	9.0%	9.1%	9.2%
每股收益(元)	0.65	0.88	1.17	1.55
每股经营现金流(元)	0.23	0.90	0.53	0.88
市盈率	93.7	69.6	52.2	39.5

相关报告

投资要点

- 8月18日，南新制药公布了2020年中报，报告期内实现营业收入5.81亿元，同比增长27.77%，实现归属母公司的净利润4952万元，同比增长40.97%，扣非后归母净利润4957万元，同比增长45.81%。二季度营业收入2.55亿元(+15.05%)，归属母公司的净利润0.23亿元(+59%)。
- **盈利预测：**公司于2020年3月26日在科创板上市，继续加大对创新药研发的投入。公司已上市创新药帕拉米韦氯化钠注射液销售额增长快速，具有广阔的市场上升空间。同时公司在帕拉米韦注射液基础上开展了帕拉米韦吸入溶液、帕拉米韦干粉吸入剂两个改良新药的研发，抗肿瘤靶向药美他非尼也已处于临床试验阶段，目前形成了1个创新药上市，3个创新药、2个改良型新药在研的良好态势，研发投入和创新成果不断推进，为业绩持续增长提供保障。首次覆盖公司进行盈利预测，预计2020-2022年EPS分别为0.88元、1.17元和1.55元，对应2020年8月24日收盘价的市盈率分别为69.6X、52.2X和39.5X，给与“审慎增持”评级。

分析师：

孙媛媛

sunnyuan@xyzq.com.cn
S0190513080001

徐佳熹

xujiaxi@xyzq.com.cn
S0190513080003

研究助理：

王楠

wangnan20@xyzq.com.cn

风险提示：药品上市审批不确定性，技术升级迭代，核心产品竞争加剧，带量采购导致价格下降

报告正文

事件

- 8月18日,南新制药公布了2020年中报,报告期内实现营业收入5.81亿元,同比增长27.77%,实现归属母公司的净利润4952万元,同比增长40.97%,扣非后归母净利润4957万元,同比增长45.81%。二季度营业收入2.55亿元(+15.05%),归属母公司的净利润0.23亿元(+59%)。

点评

- **整体业绩保持稳定增长。**2019年公司实现营业收入10.14亿元,同比增长44.78%,主要受益于公司加大市场营销力度,同时在“两票制”政策的影响下公司产品的平均销售价格有所提增长,2020H1公司实现营业收入5.81亿元。同比增长27.77%,主要系创新药帕拉米韦氯化钠注射液收入增加所致:

(1) 疫情期间抗病毒类药物销量明显上升。公司作为国内抗流感药物创新研发领域具备核心竞争优势的药企,始终坚持在抗流感药物领域精耕细作,疫情期间的疫区及全国各地对抗病毒药物需求量上升,帕拉米韦氯化钠注射液销售量增长明显。同时疫情影响非呼吸道系统疾病的病人入院治疗人数,心脑血管疾病等其他类药品的销量有所下降,2020Q1实现营业收入3.26亿元,同比增长39.89%。

(2) 创新药业务占比持续上升,逐步形成公司业绩核心增长点。公司业绩主要由核心技术产品收入构成,其中创新药帕拉米韦氯化钠注射液收入占主营业务收入比重逐年上升,2019年收入占比达到51.26%,并仍保持快速增长。未来随着帕拉米韦销售收入的不断增长以及后续创新药及改良新药的上市,公司将逐步形成以新药为主的产品结构。

表1、疫情期间公司产品销售情况

单位:百万元

产品名称	2020年1月		2019年1月	
	金额	占比	金额	占比
帕拉米韦氯化钠注射液	133.82 (+90.71%)	73.78%	70.17	55.24%
辛伐他汀分散片	21.68 (-15.25%)	11.95%	25.58	20.14%
头孢克洛胶囊	18.71 (+13.46%)	10.32%	16.49	12.98%
乳酸环丙沙星氯化钠注射液	2.78 (-50.53%)	1.53%	5.62	4.43%
头孢呋辛酯分散片	1.53 (-75.12%)	0.84%	6.15	4.84%
其他化学制剂	2.86 (-5.30%)	1.57%	3.02	2.38%
合计	181.37 (+42.78%)	100%	127.03	100%

数据来源:公司招股说明书,兴业证券经济与金融研究院整理

图 1、公司 2017-2020H1 营收及增速 (百万元)

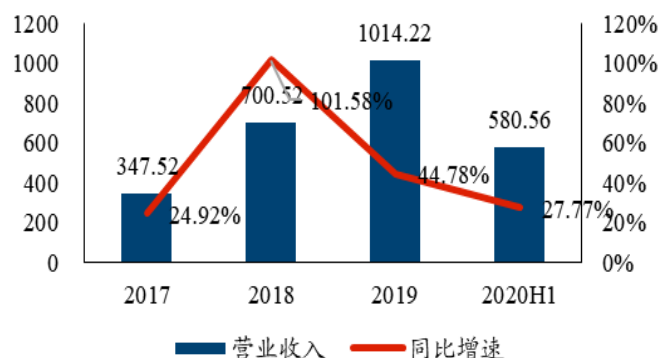
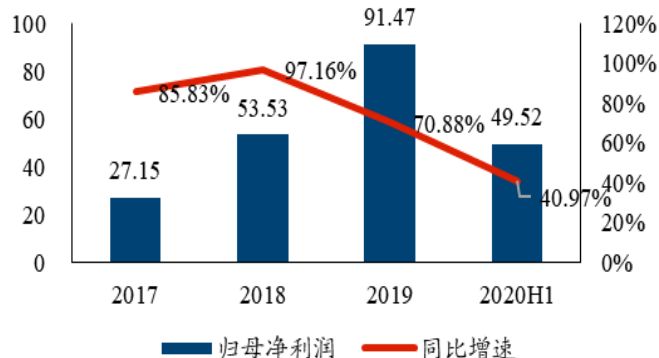
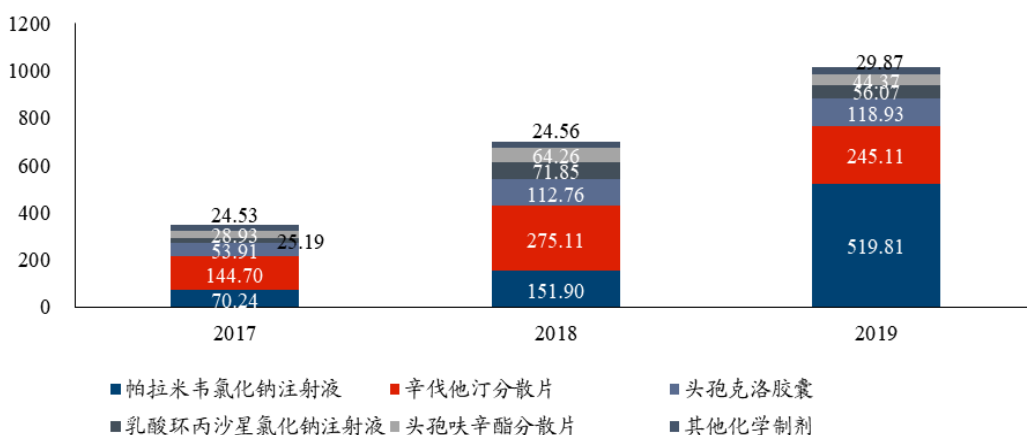


图 2、公司 2017-2020H1 归母净利润 (百万元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3: 公司 2017-2019 营收构成



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **公司产品有望进一步扩大市场份额。**目前帕拉米韦注射液市场占有率仍然较低, 但未来具有较大的发展前景, 同时叠加带量采购的影响, 公司药品的市场占有率有望进一步提高:

(1) **抗流感创新药帕拉米韦市场空间广阔。**抗病毒治疗作为流感的主要治疗方案之一, 许多国家进行了抗流感病毒药物的战略性储备, 客观上推动了抗流感病毒药物市场的迅猛发展。公司目前生产的帕拉米韦注射液作为一种新型的抗流感病毒药物发展迅速, 全国城市、县级公立医院帕拉米韦用药金额从 2014 年的 214 万元增长到 2018 年的 19193 万元。随着用药终端对帕拉米韦制剂产品在临床领域得到进一步认可和熟悉, 2019 年销售额即已达到 5.2 亿元, 预计未来仍将保持快速增长趋势。

目前市场主流抗流感病毒药物仍是奥司他韦, 但随着流感发病率提高以及人们对流感防治的重视, 公司帕拉米韦氯化钠注射溶液凭借自身优势, 具有较大的市场容量增长空间。

图 4、抗流感病毒药物市场格局（百万元）

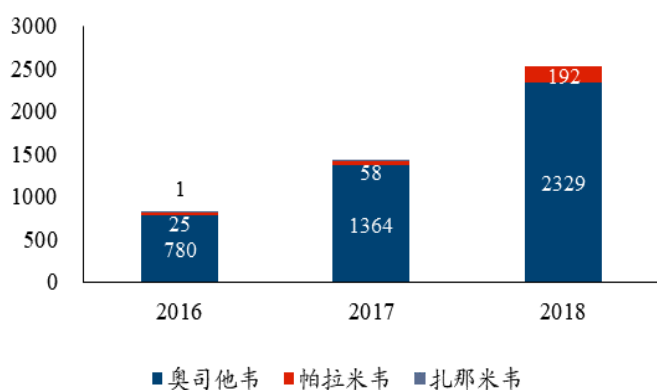
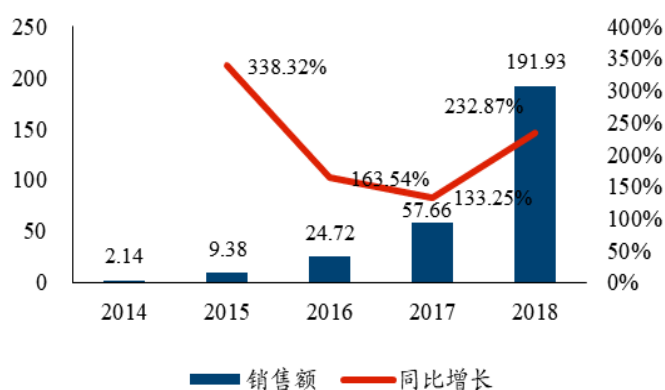


图 5、城市、县级公立医院帕拉米韦销售额（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 公司产品存在纳入带量采购目录的可能性。目前头孢克洛胶囊已有 1 家同类药品通过一致性评价，存在被纳入带量采购目录的可能性，产品市场占有率有望进一步提高。公司在销产品中已纳入带量采购目录的药品品种为头孢呋辛酯分散片，公司头孢呋辛酯分散片为 125mg 规格，因规格不同未直接纳入采购目录，但其 2019 年销售额仅占公司主营业务收入的 4.38%，因此目前对公司总体业绩影响不大。目前全国只有两家公司拥有生产批件，且仅有公司启动了一致性评价申报工作，若公司能率先通过一致性评价，预计将对该产品市场份额的积极恢复产生较大程度的促进作用。

- **竞争优势：**公司注重技术创新，产品技术领先，同时建立了与产品特性相适应的营销模式，为公司发展奠定基础：

(1) 新药研发投入整体呈增长趋势。公司高度重视技术创新及新产品研发对公司业务发展的推动作用，报告期内公司研发投入金额持续快速增长，研发投入占比在公司收入规模大幅增加的基础上仍有小幅提高，2019 年公司研发投入占营收比例为 7.08%，2020H1 研发投入占营收比例为 7.96%。公司主导产品创新药帕拉米韦氯化钠注射液于 2013 年 4 月获批上市，其研发费用主要发生在报告期之前，目前公司的新药研发基本处于临床前研究阶段，因此研发总投入较少。同时公司逐步开展一致性评价工作，一致性评价投入加大，从而导致新药研发投入占研发总投入比重的下降。公司现有创新药美他非尼及帕拉米韦吸入溶液、帕拉米韦干粉吸入剂两个改良型新药在研，新药投入金额未来将逐步增长。

图 6、公司 2017-2020H1 研发投入及占比 (百万元)

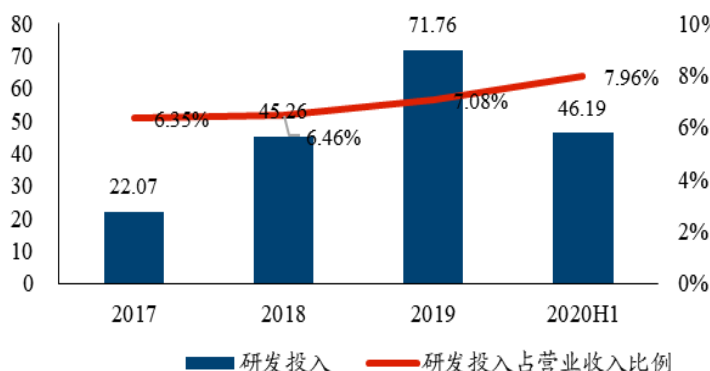
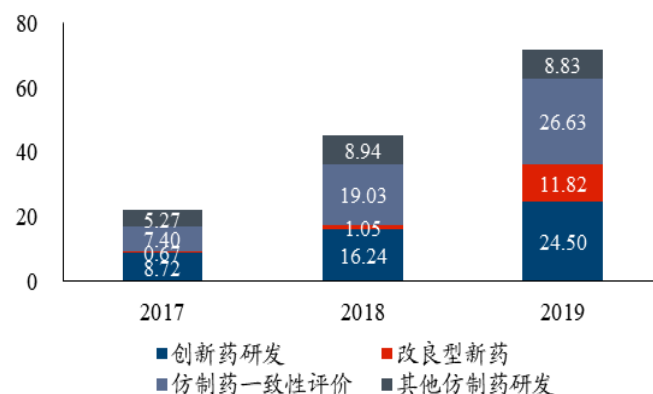


图 7、公司 2017-2019 研发投入构成 (百万元)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(2) 公司专注创新药研发，产品管线丰富。公司自从军科院毒物药物研究所引进帕拉米韦氯化钠注射液相关技术及临床批件，开始了新药研发历程并持续不断地进行新药研发。凭借自有核心技术，公司新药研发形成了 1 个创新药上市，3 个创新药、2 个改良型新药在研的良好态势。公司新药研发基于两条主线，在抗流感药物领域，公司的帕拉米韦吸入溶液项目正在进行 I/II 期临床研究，新一代抗流感病毒创新药 NX-2016 以及帕拉米韦干粉吸入剂项目在进行临床前研究；在其他重大疾病药物领域，公司自主开发的抗肿瘤靶向药物——美他非尼正在进行 Ib/IIa 期临床研究，糖尿病肾病新药——盐酸美氟尼酮正在进行 I 期临床研究，产品管线稳步推进。

表 2、公司新药研发管线

药物名称	临床应用	药物类别	适应症	临床前	IND	I 期	II/III 期	NDA	上市
帕拉米韦氯化钠注射液	一线用药 治疗流感	创新药	抗流感	→	→	→	→	→	→
美他非尼	一线或二线治疗 晚期肝癌	创新药	抗肿瘤	→	→	→	→	→	→
盐酸美氟尼酮	一线用药治疗 糖尿病肾病	创新药	糖尿病肾病	→	→	→	→	→	→
帕拉米韦吸入溶液	一线用药 治疗流感	改良新药	抗流感	→	→	→	→	→	→
帕拉米韦干粉吸入剂	一线用药治疗和预 防流感	改良新药	抗流感	→	→	→	→	→	→
NX-2016	一线用药治疗和预 防流感	创新药	抗流感	→	→	→	→	→	→

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(3) 公司技术领先，产品具有独特优势。目前公司核心创新药品为帕拉米韦氯化钠注射液，其主要竞争产品为奥司他韦及扎那米韦等抗流感病毒药物。扎那米韦是吸入剂，奥司他韦属于口服制剂，不适于重症患者以及婴幼儿用药，因此临床上的应用存在一定限制。帕拉米韦是国内首个全年龄段适用的

静脉途径给药治疗流感的药物，具有见效快、持续时间长等优点，在一定程度上弥补了其他药品的不足，为流感重症患者、无法接受吸入或口服的患者和因其他神经氨酸酶抑制剂疗效不佳或产生耐药的患者提供了新的治疗选择。

据评估显示，公司自主研发的新型抗肿瘤药美他非尼较临床上市药物有明显的疗效和安全性优势，同时具有治疗多个发病率高、生存率低实体肿瘤，如晚期肝癌、结肠直肠癌、晚期胃癌等的巨大潜力。

表 3、帕拉米韦与其他国内已上市神经氨酸酶抑制剂的优劣势对比情况

项目	药品名称		
	帕拉米韦氯化钠注射液	磷酸奥司他韦胶囊	扎那米韦吸入粉雾剂
疗效	总有效率：94.4% 中位发热缓解时间：17.8h 中位症状环节时间：27.9h	总有效率：82% 中位发热缓解时间：22.3h 中位症状环节时间：42.7h	流感病毒转阴率：93.3% 体温复常时间：38.63 ± 24.81h 流感症状缓解时间：95.31 ± 29.24h
给药方式	静脉注射	口服	经口吸入
疗程	轻症，单次静滴；重症，1天1次，1-5天	1天2次，5天	1天2次，5天
适用人群	全年龄段	1岁以上儿童及成人	7岁以上儿童及成人
不良反应	包括临床检测值异常的不良反 应，主要有腹泻、呕吐、嗜中性粒细胞减少、蛋白尿	包括轻度至中度恶心和呕吐，以及腹泻、支气管炎、腹痛、头痛、头晕、咳嗽、失眠、眩晕；精神方面表现为行为异常、谵妄，包括以下症状，如幻觉、易激动、意识水平改变、意识模糊、梦魇、妄想	包括头痛、腹泻、恶心、呕吐、鼻部症状、支气管炎、咳嗽等；最常见的实验室异常包括肝酶的升高、CPK 升高、淋巴细胞减少、嗜中性粒细胞减少等。此外，还包括支气管痉挛、神经精神事件、过敏反应等
价格	100ml (帕拉米韦 0.15g: 氯化钠 0.9g)，115.79 元/瓶 (2019 年山东中标价)	达菲：75mg*10 粒/盒，209.1 元/两；可威 75mg*10 粒/两，137.57 元/两 (2019 年山东中标价)	5mg*20 泡，234 元/两 (2019 年浙江中标价)

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、美他非尼有潜在疗效的恶性实体肿瘤类型

瘤种	晚期肝癌	转移性结肠直肠癌	晚期肾细胞癌	胃肠道间质瘤	转移性分化型甲状腺癌	晚期胃癌
适应症	一线或索拉非尼后二线	化疗后二线或单抗后三线	一线或二线	一线或二线	一线或索拉非尼后二线	化疗后二线

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(4) 销售能力突出，营销模式符合公司发展战略。目前公司采用专业化学术推广模式，经销商不承担终端市场推广职能，由公司自行或委托专业学术研究机构和 CSO 市场推广服务企业负责组织安排学术教育活动以达到产品推广目的。公司在全国三十个省（市、区）派驻了专门人员，负责与各地药品经销商的业务联系，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

同时区分不同产品，相应组建了不同的销售分公司，以市场为中心，为客户提供高效优质的服务。报告期内，公司在深耕城市公立医院市场的同时，积极开拓县级公立医院市场，推动营销网络的下沉，努力提高公司产品的市场占有率，以实现企业的良性快速发展。

- **募集资金重点投向科技创新领域。**公司本次募集资金项目为创新药研发、营销渠道网络升级建设和补充流动资金，其中，创新药研发项目主要聚焦于抗肿瘤、抗病毒、糖尿病肾病等重大疾病治疗领域，截至2019年12月31日，公司已为创新研发项目投入资金1661.18万元。公司拟通过本项目的实施加快创新药研发和产业化进程，促进公司产品功能和品类的完善丰富，进一步发挥公司技术和品牌优势，增强市场竞争能力，巩固和提高公司行业地位。

表5、创新药研发项目投入情况

序号	品种名称	注册类别	治疗领域/适应症	研究进度	拟投资金额 (万元)
1	美他非尼	化学药品1类	肝癌、肾癌、转移性结肠癌和胃肠道间质瘤	临床I期	17,700.00
2	盐酸美氟尼酮	化学药品1类	糖尿病肾病	已批准临床，即将开展I期临床	13,300.00
3	帕拉米韦吸入溶液	化学药品2类	抗流感药，主要用于流感病毒引起的普通流行性感冒、甲型流行性感冒	临床前研究	5,030.00
4	帕拉米韦干粉吸入剂	化学药品2类	抗流感药，主要用于流感病毒引起的普通流行性感冒、甲型流行性感冒	临床前研究	4,930.00

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **销售毛利率突出，销售费用逐年增加。**公司主营业务突出，主营业务毛利率占比达到99%以上，是公司毛利率的主要来源。销售毛利率逐年增长，2019年为88.61%，2020H1为90.02%。同时公司期间费用增长较快，其中管理费用率及财务费用率基本保持稳定；销售费用增长显著，2019年销售费用率为61.28%，2020H1为63.25%：

(1) **产品结构变动带动毛利持续增长。**随着公司2017年推出150mg/100ml规格帕拉米韦氯化钠注射液，创新药产品毛利率有所提高的同时占公司销售收入的比重大幅提升，逐渐成为公司盈利增长的有力支撑。2019年帕拉米韦氯化钠注射液毛利占比为53.17%，成为公司利润贡献第一大产品。同时各产品价格均呈现上涨趋势，也带动了毛利率的持续上升。

(2) **销售模式变化及推广活动推动销售费用提高。**“两票制”政策逐步在更多省份落地提高了公司与配送经销商合作模式的占比，同时公司在报告期内加

大对帕拉米韦氯化钠注射液新规格的市场推广教育力度，从而导致销售费用的逐年增加。

图 8、公司 2017-2020H1 主营业务毛利率

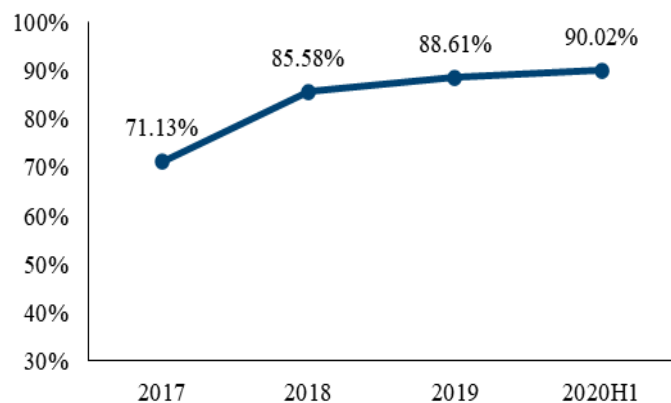
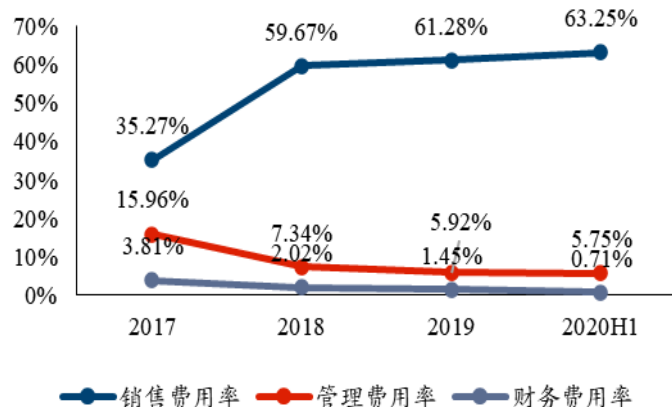
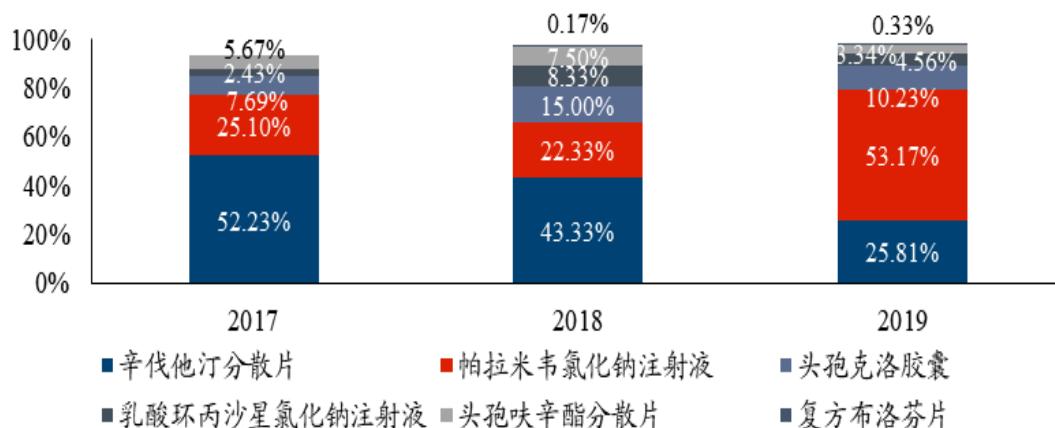


图 9、公司 2017-2020H1 期间费用率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10：公司 2017-2019 毛利贡献



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 盈利预测：**公司于 2020 年 3 月 26 日在科创板上市，继续加大对创新药研发的投入。公司已上市创新药帕拉米韦氯化钠注射液销售额增长快速，具有广阔的市场上升空间。同时公司在帕拉米韦注射液基础上开展了帕拉米韦吸入溶液、帕拉米韦干粉吸入剂两个改良新药的研发，抗肿瘤靶向药美他非尼也已处于临床试验阶段，目前形成了 1 个创新药上市，3 个创新药、2 个改良型新药在研的良好态势，研发投入和创新成果不断推进，为业绩持续增长提供保障。首次覆盖公司进行盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.88 元、1.17 元和 1.55 元，对应 2020 年 8 月 24 日收盘价的市盈率分别为 69.6X、52.2X 和 39.5X，给与“审慎增持”评级。
- 风险提示：**药品上市审批不确定性，技术升级迭代，核心产品竞争加剧，带量采购导致价格下降

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	448	1791	2030	2331
货币资金	155	1447	1571	1745
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	246	285	398	513
其他应收款	1	1	2	2
存货	33	41	42	50
非流动资产	370	328	280	235
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	241	218	195	171
在建工程	0	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	77	55	34	12
资产总计	819	2118	2311	2565
流动负债	341	333	351	368
短期借款	205	187	193	191
应付票据	0	0	0	0
应付账款	15	24	23	28
其他	120	123	135	150
非流动负债	121	131	126	127
长期借款	110	118	114	115
其他	11	13	12	12
负债合计	461	464	478	495
股本	105	140	140	140
资本公积	210	1336	1336	1336
未分配利润	18	141	305	522
少数股东权益	25	37	51	71
股东权益合计	357	1654	1833	2070
负债及权益合计	819	2118	2311	2565

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	91	123	164	217
折旧和摊销	38	36	36	36
资产减值准备	11	-0	0	0
无形资产摊销	12	13	12	12
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	16	-8	-37	-43
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	6	12	14	20
营运资金的变动	-138	-36	-103	-106
经营活动产生现金流量	33	126	74	123
投资活动产生现金流量	-13	9	9	9
融资活动产生现金流量	10	1158	40	42
现金净变动	30	1293	124	174
现金的期初余额	125	155	1447	1571
现金的期末余额	155	1447	1571	1745

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1014	1361	1805	2369
营业成本	115	125	135	157
营业税金及附加	13	14	19	25
销售费用	621	825	1151	1540
管理费用	60	201	281	372
财务费用	15	-8	-37	-43
资产减值损失	-3	-3	-3	-3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	109	146	196	260
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	111	148	198	262
所得税	13	13	19	25
净利润	97	135	179	237
少数股东损益	6	12	14	20
归属母公司净利润	91	123	164	217
EPS(元)	0.65	0.88	1.17	1.55

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	44.8%	34.2%	32.6%	31.3%
营业利润增长率	82.4%	33.7%	34.2%	32.6%
净利润增长率	70.9%	34.6%	33.3%	32.3%
	44.8%	34.2%	32.6%	31.3%
盈利能力(%)				
毛利率	88.6%	90.8%	92.5%	93.4%
净利率	9.0%	9.0%	9.1%	9.2%
ROE	27.5%	7.6%	9.2%	10.9%

偿债能力(%)				
资产负债率	56.4%	21.9%	20.7%	19.3%
流动比率	1.32	5.37	5.78	6.33
速动比率	1.21	5.24	5.65	6.18
营运能力(次)				
资产周转率	1.34	0.93	0.81	0.97
应收帐款周转率	5.87	5.13	5.29	5.20
每股资料(元)				
每股收益	0.65	0.88	1.17	1.55
每股经营现金	0.23	0.90	0.53	0.88
每股净资产	2.38	11.55	12.73	14.28
估值比率(倍)				
PE	93.7	69.6	52.2	39.5
PB	25.8	5.3	4.8	4.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn