

评级：买入(维持)

市场价格：85.51

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@r.qlzq.com.cn

分析师：崔少煜

执业证书编号：S0740522060001

Email: cuisy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	199.66
流通股本(百万股)	163.12
市价(元)	85.51
市值(百万元)	17,072.93
流通市值(百万元)	13,948.39

股价与行业-市场走势对比

相关报告

1 《药石科技 (300725)：业绩持续稳健，CDMO 产能投放有望带来增长新动能-买入-（中泰证券_祝嘉琦_崔少煜）》2022.04.28

2 《药石科技 (300725)：业绩稳健增长，期待后端产能释放带来收入提速-买入-（中泰证券_祝嘉琦_崔少煜）》2022.01.26

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1022.23	1201.63	1636.62	2369.74	3497.00
增长率 yoy%	54.36%	17.55%	36.20%	44.79%	47.57%
净利润 (百万元)	184.21	486.56	372.92	507.24	738.58
增长率 yoy%	21.13%	164.14%	-23.35%	36.02%	45.61%
每股收益 (元)	0.92	2.44	1.87	2.54	3.70
每股现金流量	1.36	1.19	2.15	1.91	3.12
净资产收益率	9.72%	20.04%	13.24%	15.36%	18.39%
P/E	92.70	35.10	45.79	33.67	23.12
PEG	4.39	0.21	-1.96	0.93	0.51
P/B	9.01	7.03	6.06	5.17	4.25

备注：截止 2021 年 08 月 14 日

投资要点

- **事件：2022 年 08 月 12 日，公司发布 2022 年中报，2022 年上半年公司实现营业收入 7.35 亿元，同比增长 18.23%；归母净利润 1.53 亿元，同比下降 59.84%；扣非归母净利润 1.51 亿元同比增长 4.15%。**
- **收入稳步增长，剔除某大客户商业化项目交付周期阶段性影响后 2022H1 收入增速约 29.00%。**分季度看，公司 2022Q2 营业收入为 3.99 亿元 (+18.91%)，归母净利润 8226 万元 (-73.59%)，扣非归母净利润 8591 万元 (+6.78%)。我们预计主要系：1) 人才与生产建设投入较大：①因固定资产增加及晖石合并产生的差异，产生折旧 3651.82 万元 (+83.97%)；②公司强化人才储备，人力资源相关支出 2.35 亿元 (+82.16%)；2) 受疫情影响，大订单确认呈一定周期性波动。2022H1 年公司成本及各项费用管理能力基本稳定，2022H1 毛利率约 47.74% (-1.90pp)，期间费用率 21.68% (-0.36pp)，扣非净利率 20.57% (-2.78pp)。
- **分子砌块优势稳固，2022H1 持续快速增长。**2022H1 分子砌块收入约 1.73 亿元，同比增长 50.15%。目前公司已设计分子砌块超 16 万个化合物，2022H1 完成超 10,000 种高质量化合物设计，进一步扩大砌块范围。此外，项目方面，交付公斤级以下订单 3000 余个，公斤级以上项目 200 余个，整体完成 1.5 万种以上化合物出库，项目成功率超 90%以上。
- **“药石研发”+“药石制造”双轮驱动，产业链纵向延伸有望带来长期成长。**1) 药石研发：①新药发现：2022H1 公司新药发现平台持续扩大，DEL 库类别增至 300 个、虚拟库增至 700 亿以上。基于药筛平台开启“风险共担、利益共享”合作模式，有望提升长期业绩弹性；②新分子业务：寡核酸：完成 600 种寡核酸分子砌块相关的设计，为下游生物制药企业提供快速优质的原料供应；PROTAC：分子库覆盖 40 种以上的 E3 ligands 和近 1,000 种 linker，个别产品规模已达百公斤以上；ADC：研发团队推出了近百条的 linker-payload 目录以及近千条的 linker 目录，部分 linker 产品已完成交付。2) CDMO：受①新产能尚处于试运行及产能爬升阶段及②疫情导致大订单确认呈一定周期性波动，2022H1 公司 CDMO 收入约 5.55 亿元 (+9.96%)，项目上，承接 API 项目 55 个，其中 5 个进入 III 期、注册验证及商业化阶段，4 个原料药-制剂一体化项目，其中 1 个进入 III 期及商业化阶段。产能上，501 多功能 GMP 自动化车间 (165 立方米) 已于 2022 年 3 月正式启用。502 (94.3 立方米) 预计 2022 年 8 月下旬启用、503 (190.6 立方米) 车间预计 2023 年上半年启用。随着新产能的持续释放，CDMO 业绩有望迎来快速增长期。
- **盈利预测与投资建议：**考虑公司项目储备丰富，产能逐步释放，我们预计 2022-2024 年公司收入 16.37、23.70 和 34.97 亿元，同比增长 36.20%、44.79%、47.57%，考虑到公司新产能逐步投入，折旧摊销有可能导致毛利率略有波动，我们预计 2022-2024 年归母净利润 3.73、5.07 和 7.39 亿元，同比增长-23.35%、36.02%、45.61%。公司为分子砌块领域的领先企业，依托分子砌块纵向开拓新药权益转让与 CDMO 业务，带来长期成长性，维持“买入”评级。
- **风险提示事件：**研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险核心技术人才流失风险；分子砌块市场竞争加剧风险；原材料供应及其价格上涨的风险，环保和安全生产风险；汇率波动风险。

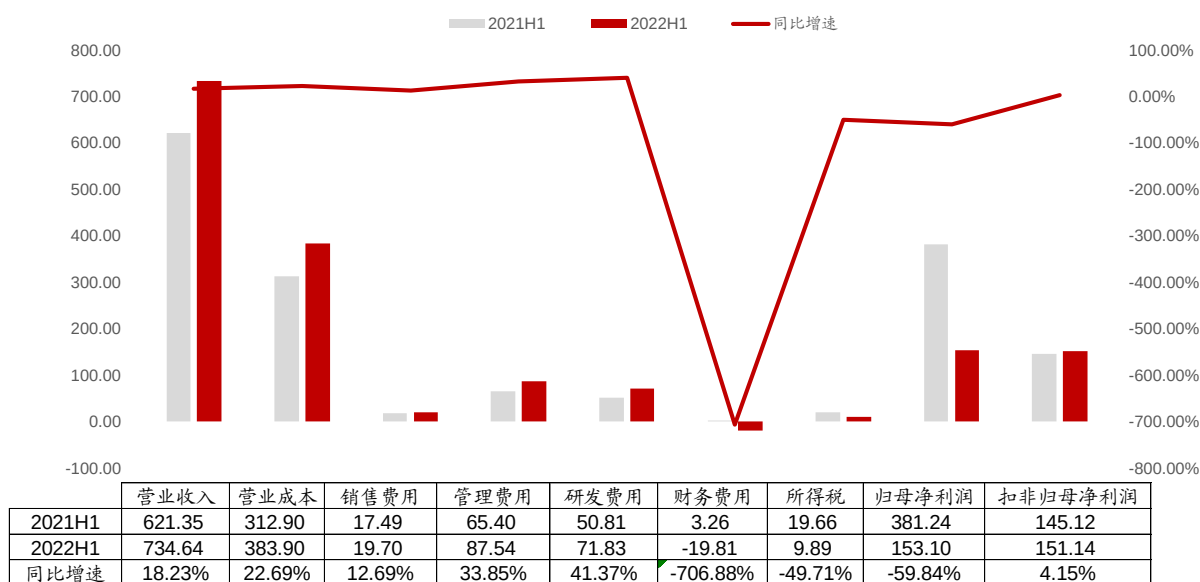
内容目录

收入稳步增长，利润受研发及生产建设投入较大略有放缓.....	- 3 -
分子砌块优势稳固，2022H1 持续快速增长.....	- 6 -
“药石研发”+“药石制造”双轮驱动，产业链纵向延伸有望带来长期成长	- 7 -
新药发现业务持续亮眼，依托分子砌块拓展新型小分子业务.....	- 7 -
产能稳步扩张，CDMO 业务有望持续快速增长.....	- 7 -
盈利预测与投资建议	- 9 -
风险提示.....	- 10 -
研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险	- 10 -
核心技术人员流失风险	- 10 -
分子砌块市场竞争加剧风险	- 10 -
毛利率下降的风险	- 10 -
原材料供应及其价格上涨的风险.....	- 10 -
环保和安全生产风险	- 10 -
汇率波动风险.....	- 11 -

收入稳步增长，利润受研发及生产建设投入较大略有放缓

- **2022H1 剔除剔除某大客户商业化项目交付周期阶段性影响收入更为强劲。**2022H1 公司实现营业收入 7.35 亿元，同比增长 18.23%，我们预计主要源于分子砌块业务持续强劲带来收入快速增长；归母净利润 1.53 亿元，同比下降 59.84%，主要源于 21 年上半年收购晖石带来约 2.22 亿元投资收益。此外，更能反应公司真实运营的扣非净利润约 1.51 亿元同比增长 4.15%，我们预计主要系人才与生产建设投入较大所致：①因固定资产增加及晖石合并产生的差异，产生折旧 3651.82 万元（同比+83.97%）；②公司强化人才储备，提升对高素质人才的吸引力，人力资源相关支出 2.35 亿元（同比+82.16%）。同时，剔除某大客户商业化项目交付周期阶段性影响，2022H1 收入同比增长 29.00%，客户结构较好。

图表 1：药石科技主要财务指标变化（单位：百万元）



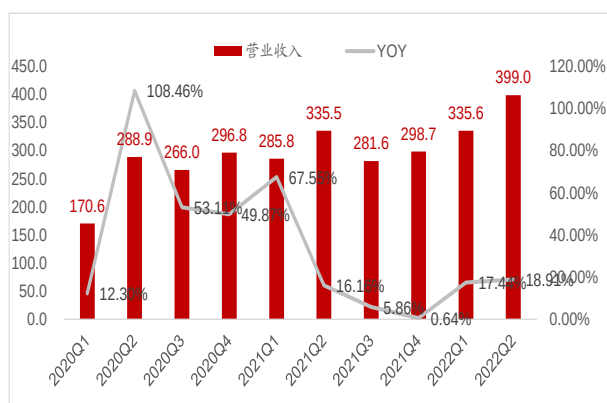
来源：公司公告，中泰证券研究所

- **2022Q2 扣非持续稳健，订单交付节奏扰动 2022Q2 业绩。**分季度看，公司 2022Q2 营业收入为 3.99 亿元，同比增长 18.91%，2022Q2 归母净利润 8226 万元，同比下降 73.59%，2022Q2 扣非归母净利润 8591 万元，同比增长 6.8%。我们预计主要系①公司持续加大人才与生产建设投入，利润增速略受影响；②受疫情影响，大订单确认呈一定周期性波动。

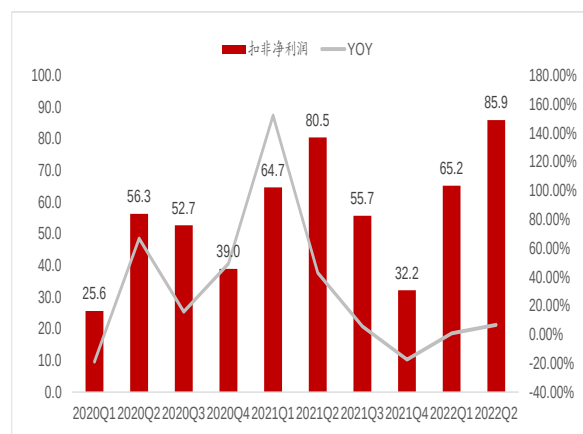
图表 2：药石科技分季度财务数据（单位：百万元，%）

项目	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
营业收入	170.58	288.87	265.99	296.79	285.81	335.54	281.58	298.70	335.64	399.00
营业收入同比	12.30%	108.46%	53.11%	49.87%	67.55%	16.16%	5.86%	0.64%	17.44%	18.91%
营业收入环比	-13.86%	69.34%	-7.92%	11.58%	-3.70%	17.40%	-16.08%	6.08%	12.37%	18.88%
营业成本	92.03	160.37	140.07	161.70	150.14	162.76	144.60	165.85	175.73	208.17
毛利率	46.05%	45.06%	47.37%	45.52%	47.47%	51.49%	48.65%	44.48%	47.64%	47.83%
销售费用	7.00	8.03	6.93	8.70	9.80	7.69	7.02	-0.22	10.26	9.44
管理费用	27.20	30.86	29.49	33.62	39.87	25.53	36.25	48.70	39.46	48.08
研发费用	16.99	21.72	18.87	33.35	29.42	21.39	30.65	32.57	27.53	44.30
财务费用	-4.18	-0.64	9.70	15.41	-9.52	12.78	-2.80	15.88	0.12	-19.93
营业利润	29.30	66.82	63.67	34.34	72.70	323.01	68.28	28.96	79.96	87.54
利润总额	31.77	69.08	66.07	37.58	76.59	325.65	70.82	34.72	82.99	91.65
所得税	3.56	10.01	11.02	-4.29	10.01	9.65	5.42	-17.88	8.63	1.26
归母净利润	28.21	59.12	55.00	41.87	69.77	311.47	61.14	44.18	70.84	82.26
归母净利润同比	-15.81%	65.35%	14.21%	20.87%	147.30%	426.81%	11.16%	5.52%	1.53%	-73.59%
净利率	16.54%	20.45%	20.70%	14.11%	24.41%	92.83%	21.71%	14.79%	21.11%	20.62%
扣非归母净利润	25.64	56.28	52.69	38.96	64.66	80.46	55.70	32.17	65.23	85.91
扣非归母净利润同比	-18.8%	66.8%	15.8%	49.3%	152.2%	43.0%	5.72%	-17.43%	0.88%	6.8%
扣非净利率	15.03%	19.48%	19.81%	13.13%	22.62%	23.98%	19.78%	10.77%	19.43%	21.53%

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 3：药石科技分季度营业收入（单位：百万元，%）


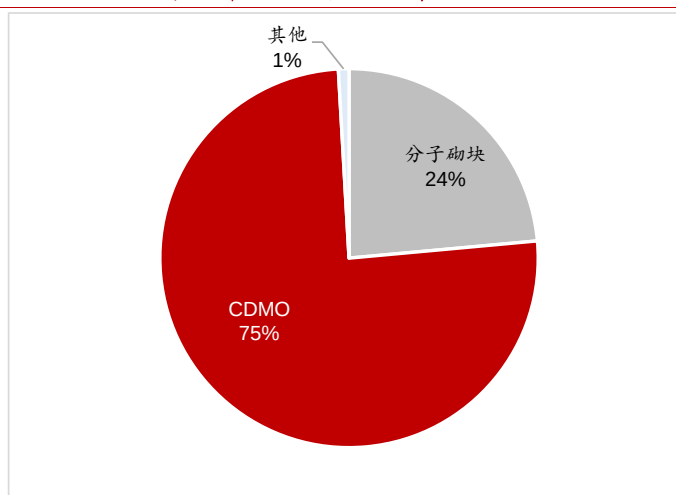
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：药石科技分季度扣非净利润（单位：百万元，%）


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **分子砌块收入快速增长，CDMO 业务受产能爬坡影响增速稳健。**分业务看，公司 2022H1 分子砌块收入约 1.73 亿元，同比增长 50.15%，主要系南京新实验室产能持续释放，前端分子砌块研发品类持续增加，下游需求持续旺盛所致。2022H1 CDMO 收入约 5.55 亿元，同比增长 9.96%，占收入比重约 75.5%，主要源于：①大订单受疫情影响交付周期延后；②公司新增产能尚处于试运行及产能爬升阶段，对公司 CDMO 业务的推动作用将在后续逐步体现。此外，剔除某大客户商业化项目交付周期阶段性影响，2022H1 CDMO 收入同比增长 21.14%。

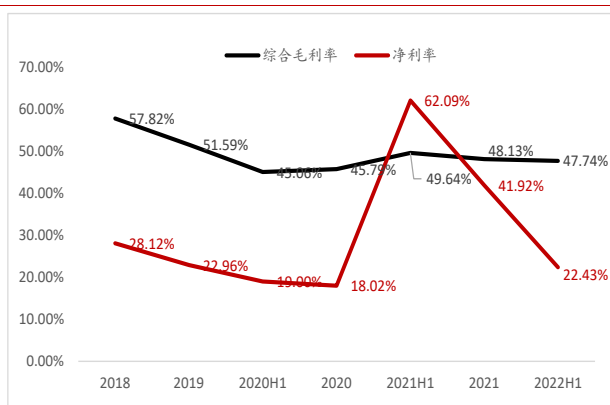
图表 5：2022H1 药石科技收入概况（单位：百万元，%）



来源：公司公告，中泰证券研究所

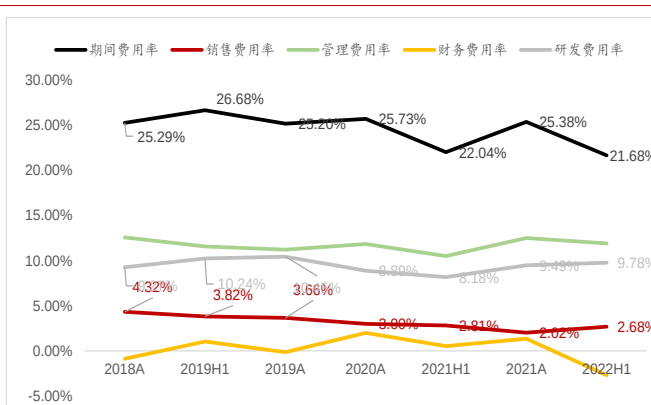
- 后端占比提升及人才投入加大，综合毛利率略有下降，管理能力持续提升，费用率略有下降。2022H1 综合毛利率为 47.74%，相比同期略降 1.90pp。其中分子砌块均为自主研发，制备方法受知识产权保护，存在市场稀缺性，有高附加值，但源于分子砌块业务随单个项目用量增加后报价会逐步降低，因此毛利率略有降低，2022H1 约为 61.95%，较同期略降 6.82pp。2022H1 CDMO 毛利率约 43.17%，较同期略降 2.13pp，主要由于新产能还处爬坡期，折旧摊销导致毛利率略有波动。公司自成立以来便不断加大研发投入，2022H1 研发投入 7183 万元，同比增长 41.37%，费用率提升 1.60pp，约为 9.78%。其余费用率基本保持稳定并略有下降，2022H1 销售费用率 2.68% (-0.13pp)。管理费用率 11.91% (-1.39pp)，财务费用率-2.70% (-3.23pp)，主要系汇兑损益大幅减少所致。

图表 6：药石科技毛利率净利率概况



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 7：药石科技费用率概况



来源：公司公告，中泰证券研究所

分子砌块优势稳固，2022H1 持续快速增长

- **分子砌块龙头地位稳固，2022H1 年收入同比增长约 50.15%。**公司的特色砌块具有新颖性、高成药性、高合成壁垒和高效率特征，在小分子药物研发的早期阶段具有非常重要的作用，经过多年的不断积累，目前已设计超过 16 万个化合物。2022H1 公司完成超 10,000 种高质量化合物的设计，覆盖最新专利、最新临床化合物、最新文献所涉及的分子片段，进一步扩大分子砌块的范围，完成公斤级以下订单 3000 余个，公斤级以上项目 200 余个，完成 1.5 万种以上化合物的出库。项目的成功率超过 90%以上，较好地帮助客户推进其的新药研发项目。公司继续加强手性化合物的研究、氟化学的研究等特殊能力的建设，持续提升在该领域的竞争力。

“药石研发”+“药石制造”双轮驱动，产业链纵向延伸有望带来长期成长

新药发现业务持续亮眼，依托分子砌块拓展新型小分子业务

- **新药发现业务稳步推进，“风险共担、利益共享”合作模式有望提升长期业绩弹性。**2022H1 公司 DEL 库的子库数增至 300 个以上。同时构建了超 700 亿以上的超大容量虚拟化合物库。此外，公司建设了药物筛选平台与蛋白表达平台，获得多个全新结构、成药性高的苗头与先导化合物，开启“风险共担、利益共享”的早期药物发现合作模式，随着多个项目逐步推进，有望提升长期业绩弹性。
- **依托分子砌块资源，拓展新型小分子业务。**公司依托在化学小分子领域多年积累的技术优势与独特资源，延伸服务链条，布局寡核酸、PROTAC、ADC 等新兴业务领域。①完成 600 种寡核酸分子砌块相关的设计，为下游生物制药企业提供快速优质的原料供应；②PROTAC 分子库覆盖 40 种以上的 E3 ligands（E3 泛素连接酶配体）和近 1,000 种各类 linker（酸、叠氮、卤素、氨基、羟基、炔基、羧基等），个别产品规模已达百公斤以上；③研发团队依托公司分子砌块独特资源，推出了近百条的 linker-payload 目录以及近千条的 linker 目录，部分 linker 产品已完成交付。

产能稳步扩张，CDMO 业务有望持续快速增长

- **CDMO 业务稳健增长，布局终端制剂 CDMO，为客户提供药物发现至商业化一站式研发生产外包服务，盈利能力有望放大。**受新产能爬坡阶段，2022H1 公司 CDMO 业务稳健增长，收入约 5.55 亿元，同比增长约 9.96%，承接 API 项目 55 个，其中 5 个进入 III 期、注册验证及商业化阶段；所承接 API 项目中有 26 个项目来自欧美客户。2022H1 公司加强制剂开发及生产业务开拓，承接了 4 个原料药-制剂一体化项目，其中 1 个进入了 III 期及商业化阶段。2022H1 公司承接的项目中有 890 个处在临床前至临床 II 期，38 个处在临床 III 期至商业化阶段，形成可持续增长的项目管线。2022H1 公司公斤级以上终端客户（仅包含国内外制药公司及中小型创新药公司）数 166 家，同比增长 58%；销售额 500 万以上客户数 35 家，同比增长 30%。基于彼此信任及双赢的合作模式，公司与众多优质客户建立了持续深入的合作关系，合作项目逐渐从分子砌块向 CDMO 延伸，从项目早期到商业化开发延伸。
- **晖石产能有序扩张，产能爬坡完毕后有望推动 CDMO 逐步放量。**产能方面，501 多功能 GMP 自动化车间已于 2022 年 3 月正式启用，新增反应釜体积 165 立方米。502、503 两个车间亦在加快建设，502 车间设计产能为 94.3 立方米，配备 3 条洁净区生产线及连续流设备，预计 2022 年 8 月下旬启用；503 车间设计产能 190.6 立方米，配备了 2 条洁净区生产线，预计 2023 年上半年启用。在建的两个车间通过多功能模块式设计，提高了设备可操作性和灵活性，增加的工艺联锁模块及自动惰

化等功能将生产自动化操作水平提升到行业前沿水平。随着新产能的持续释放，CDMO 业绩有望迎来快速增长期。

盈利预测与投资建议

- **盈利预测与投资建议：**考虑公司项目储备丰富，产能逐步释放，我们预计2022-2024年公司收入16.37、23.70和34.97亿元，同比增长36.20%、44.79%、47.57%，考虑到公司新产能逐步投入，折旧摊销有可能导致毛利率略有波动，我们预计2022-2024年归母净利润3.73、5.07和7.39亿元，同比增长-23.35%、36.02%、45.61%。公司为分子砌块领域的领先企业，依托分子砌块纵向开拓新药权益转让与CDMO业务，带来长期成长性，维持“买入”评级。

风险提示

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

- 报告中使用了大量公开资料，可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

核心技术人员流失风险

- 公司从事的药物分子砌块研发与生产业务为技术密集型，高素质专业人才是公司的核心竞争要素。虽然公司持续为员工提供有竞争力的薪酬及股权激励，但由于行业近些年来发展迅速，对专业人才需求与日俱增，不排除发生人才流失或人才短缺的情况，这将给公司经营带来不利影响。

分子砌块市场竞争加剧风险

- 公司业务以分子砌块为核心，虽然行业壁垒较高以及公司有强劲的核心竞争力，但不排除较为成熟的或研发实力较强的 CRO/CDMO 公司，药企，化工企业转型系统性深耕分子砌块领域，将会加大竞争，公司业务将受到较大的影响。

毛利率下降的风险

- 公司凭借自身技术及产品方面的优势，目前的综合毛利率维持在较高水平，随着公司的快速发展，公司业务规模及范围将进一步扩大，如果公司不能始终保持在技术和产品方面的竞争优势，随着销售规模的扩大，公司的毛利率有趋同同行业毛利率的可能，存在下降的风险。

原材料供应及其价格上涨的风险

- 公司研发、生产所需原材料主要以基础化工原料、化学试剂和溶剂为主，这些原材料市场供应充足、价格较为市场化，且公司与主要供应商已建立稳定的合作关系，但是如果宏观经济环境发生重大变化或发生自然灾害等不可抗力，可能会出现原材料短缺、价格波动或原材料不能达到公司生产所要求的质量标准等情况，会影响公司的正常经营。

环保和安全生产风险

- 随着公司业务规模的逐步扩大，环保及安全生产方面的压力也在增大，可能会存在因设备故障、人为操作不当、自然灾害等不可抗力事件导致的安全环保方面事故的风险。一旦发生安全环保事故，不仅客户可能会中止与公司的合作，且公司将面临着政府有关监管部门的处罚、责令整改或停产的可能，进而严重影响公司正常的业务经营。

汇率波动风险

- 公司海外销售占比 70%以上，海外客户以美元结算订单，随着公司业务持续、稳定的发展，公司业务量逐渐变大，汇率波动将会对公司业绩产生较大的影响。

图表 8：药石科技财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1804	2378	3219	4659	营业收入	1202	1637	2370	3497
现金	700	1300	1714	2612	营业成本	623	885	1326	1960
应收账款	201	158	214	304	营业税金及附加	8	12	17	25
其他应收款	2	4	5	7	营业费用	24	54	78	110
预付账款	24	43	62	86	管理费用	150	198	289	427
存货	448	589	906	1328	财务费用	16	-41	-62	-90
其他流动资产	429	284	318	322	资产减值损失	-10	-6	-6	-7
非流动资产	1703	1549	1466	1341	公允价值变动收益	2	1	1	1
长期投资	8	57	41	46	投资净收益	238	3	3	2
固定资产	596	804	844	801	营业利润	493	375	509	749
无形资产	111	109	107	104	营业外收入	15	13	13	13
其他非流动资产	988	579	474	389	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	3507	3927	4685	6000	利润总额	508	388	522	763
流动负债	789	841	1102	1705	所得税	4	15	15	24
短期借款	348	294	328	539	净利润	504	373	507	739
应付账款	116	99	175	377	少数股东损益	17	0	0	0
其他流动负债	326	448	599	789	归属母公司净利润	487	373	507	739
非流动负债	90	69	80	79	EBITDA	566	419	555	780
长期借款	24	24	24	24	EPS (元)	2.44	1.87	2.54	3.70
其他非流动负债	67	46	56	55					
负债合计	879	910	1183	1784	主要财务比率				
少数股东权益	200	200	200	200	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
股本	200	200	200	200	成长能力				
资本公积	1299	1299	1299	1299	营业收入	17.5%	36.2%	44.8%	47.6%
留存收益	967	1320	1807	2520	营业利润	153.9%	-23.9%	35.6%	47.3%
归属母公司股东权益	2427	2816	3302	4015	归属于母公司净利润	164.1%	-23.4%	36.0%	45.6%
负债和股东权益	3507	3927	4685	6000	获利能力				
					毛利率(%)	48.1%	45.9%	44.1%	43.9%
现金流量表					净利率(%)	40.5%	22.8%	21.4%	21.1%
单位: 百万元					ROE(%)	20.0%	13.2%	15.4%	18.4%
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	ROIC(%)	25.0%	17.8%	22.7%	33.2%
经营活动现金流	238	429	381	622	偿债能力				
净利润	504	373	507	739	资产负债率(%)	25.1%	23.2%	25.2%	29.7%
折旧摊销	57	85	109	121	净负债比率(%)	43.34%	35.42%	30.23%	31.90%
财务费用	16	-41	-62	-90	流动比率	2.29	2.83	2.92	2.73
投资损失	-238	-3	-3	-2	速动比率	1.70	2.11	2.07	1.93
营运资金变动	-144	24	-190	-162	营运能力				
其他经营现金流	43	-9	20	16	总资产周转率	0.41	0.44	0.55	0.65
投资活动现金流	-914	173	-42	-0	应收账款周转率	6	9	12	13
资本支出	506	0	0	0	应付账款周转率	7.26	8.23	9.65	7.10
长期投资	276	49	-16	5	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-132	222	-59	5	每股收益(最新摊薄)	2.44	1.87	2.54	3.70
筹资活动现金流	145	-2	76	276	每股经营现金流(最新摊薄)	1.19	2.15	1.91	3.12
短期借款	227	-54	34	211	每股净资产(最新摊薄)	12.16	14.10	16.54	20.11
长期借款	24	0	0	0	估值比率				
普通股增加	46	0	0	0	P/E	35.10	45.79	33.67	23.12
资本公积增加	-14	0	0	0	P/B	7.03	6.06	5.17	4.25
其他筹资现金流	-138	52	42	64	EV/EBITDA	29	40	30	21
现金净增加额	-548	600	415	898					

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。