

羚锐制药（600285.SH）

公司报告 | 首次评级报告



2025年9月10日

基本信息

所属行业	医疗健康
当前股价	23.38
总市值	132.59亿
PE-TTM	16.91
PB-MRQ	4.32

估值结果

价值	181.19亿
DDM估值	上行空间 37%
状态	偏低估
价值	195.66亿
动态估值	上行空间 48%
状态	偏低估

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

羚锐制药是国内中药贴膏龙头，核心产品通络祛痛膏等广受认可，受益于老龄化趋势较为清晰，业务涵盖骨科、心脑血管、呼吸等领域，产品覆盖处方药与OTC产品，渠道广泛，品牌深入人心。

公司成长空间较好，未来营收增速处于中等偏上水平，公司盈利趋势较好，市占率有望提升。公司产业格局优异，上下游议价能力强，替代风险低，主要系上游原材料来源分散，下游直接面向消费者/渠道，因此在产业链具有议价能力，同时由于中国患者对中药贴膏剂的认可，产品较难被替代。公司护城河较深，品牌和线下渠道具有优势。主要系公司在贴膏剂领域具有较好口碑，同时公司经过两次营销改革，从快速扩张到销售控费，目前形成了深入基层的精细化渠道布局，有望赋能至其他产品。

公司核心产品受益于老龄化趋势，市场扩容叠加市占率提升实现稳健增长。收购银谷制药对其产品进行渠道赋能，中短期实现较快增长。基于以上假设，公司当前估值偏低估。

我们区别于市场的观点

市场认为公司靠高额销售费用驱动，我们认为核心贴膏口碑良好，近年费用率下降体现品牌力增强。市场认为公司收购银谷制药体现对主业增长不自信。我们认为新管理层更年轻，发展雄心足，故进行收购，此次收购审慎且与主业发展不冲突，依托渠道优势有望推动银谷产品放量，带动公司业绩提升。

风险提示

贴膏剂市占率提升不及预期：中药贴膏市场品牌众多，且近年来化药贴膏市场亦持续发展。若未来包括化药贴膏在内的竞品不断增多，公司业绩可能增长不及预期。

政策风险：医药行业属于政策强监管行业，今年以来价格治理等政策进一步规范药品的院内外价格。若后续政策监管强度加大，可能影响不同渠道的产品放量节奏。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 营销强度	5
3.2 客户集中度	5
3.3 供应商集中度	5
3.4 整体供应链集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	8
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	9
6.2 动态估值	11
6.3 DDM估值	11
6.4 估值确定性	11

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	10
表3：公司分业务业绩预测	10
表4：公司整体及分业务动态估值	11
表5：公司整体及分业务DDM估值	11

1. 基本信息

羚锐制药成立于1992年，是国内知名的中药贴膏龙头企业，2000年在上交所上市。公司深耕骨科领域，旗下通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏等产品家喻户晓，其中通络祛痛膏为独家品种，已入选国家医保和基药目录。经过30多年发展，公司产品已覆盖骨科、心脑血管、呼吸、麻醉等多个治疗领域，既有家庭常备的健康消费品，也有服务慢病的处方药。凭借稳定的质量和广泛的渠道，羚锐制药在中药贴膏领域树立了稳固的龙头地位，“两只老虎”品牌形象更深入人心。

2. 业务介绍

对于羚锐制药公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

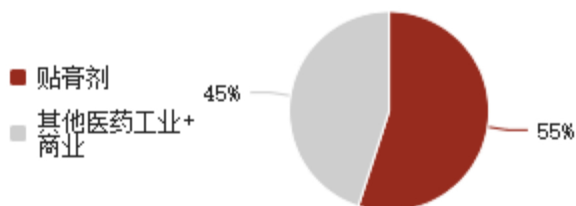
贴膏剂：

公司贴膏剂业务主打骨科产品，如独家通络祛痛膏及“两只老虎”系列，另有儿科的舒服贴膏、医用退热贴及麻醉科的芬太尼透皮贴剂。上游依赖中药材与橡胶等贴剂原材料；下游则通过医药流通渠道覆盖医院、药店及终端消费者。凭借独家配方、目录优势及广泛渠道布局，产品销量持续增长，商业格局稳健。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

其他医药工业+商业：

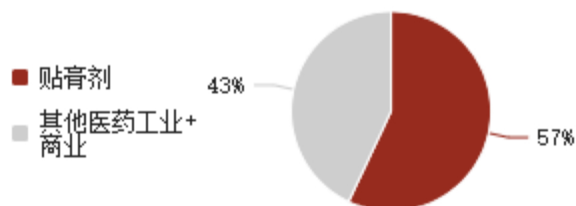
公司其他医药工业+商业业务包含片剂、胶囊剂、软膏剂、喷雾剂等，其主要产品包括骨科用药丹鹿通督片和活血消痛酊、心脑血管用药培元通脑胶囊、内分泌用药参芪降糖胶囊、皮肤科用药糠酸莫米松乳膏和三黄珍珠膏、呼吸科用药苯环喹溴铵鼻喷雾剂等，以及当地部分医药商业流通业务。医药工业上游为中药材及包装等原材料，下游为医药流通及零售商。医药商业上游为制药企业，下游为零售药店。我们对该业务的竞争市场界定在中国境内。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

公司产品具有消费品属性，需要较高营销强度，增强消费者/患者对品牌的了解以及零售终端对产品的推介。公司产品不依靠单一客户或供应商，整体供应链集中度较低，在产业链中具有议价能力，能够实现较高利润水平。

3.1 营销强度

低 较低 中等 较高 高

营销强度旨在衡量公司业绩对营销的依赖程度，2024年公司销售费率为45.62%，处于高水平。公司核心产品中成药贴膏剂属于消费属性较强的品类，较为依赖各项营销活动来加大产品曝光度，增强消费者对公司产品的了解，进而提升公司品牌力，实现稳健增长。

3.2 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

客户集中度旨在衡量公司对大客户的依赖程度，2024年公司前五客户销售额占比为14.29%，处于低水平。公司核心产品具有消费品属性，直接面向渠道/消费者，不依赖个别大客户进行销售，避免被大客户压价，同时客户群体更分散，收入稳定性强。

3.3 供应商集中度

低 较低 中等 较高 高

供应商集中度旨在衡量公司对上游依赖程度，2024年公司前五供应商采购额占比为15.87%，处于较低水平。公司上游主要为中药材以及产品包装原材料供应商，由于中药材的种植对地区、环境等要求较高，因此整体较为分散，产品包装原材料属于标准化工业品，供应商较为分散。

3.4 整体供应链集中度

低 较低 中等 较高 高

整体供应链集中度旨在衡量公司对上下游的依赖程度，2024年公司前五客户销售额占比为14.29%，前五供应商采购额占比为15.87%，综合处于较低水平。公司产品上游为中药材及包装原材料等，下游为渠道/消费者，公司在整体产业链中话语权较强，具有较强的议价能力，有助于公司维持较高利润水平。

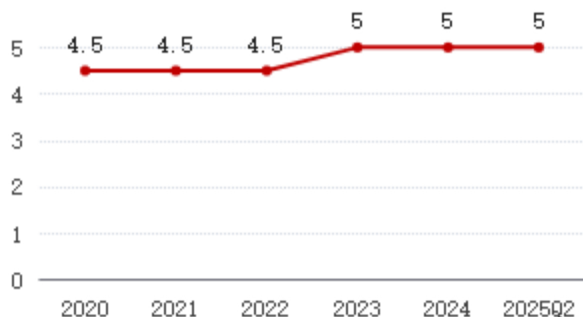
4. 历史经营绩效

公司历史盈利能力强，源于其核心产品高毛利以及近年的控费提效。公司历史成长能力优秀，主要系骨科产品受益于老龄化趋势，市场规模+市占率双重提升。公司历史股东回报优秀，源于盈利能力强、现金流优、投入较低以及管理层重视投资者回报。

4.1 历史盈利能力

★★★★★

图3：近年公司盈利能力趋势图



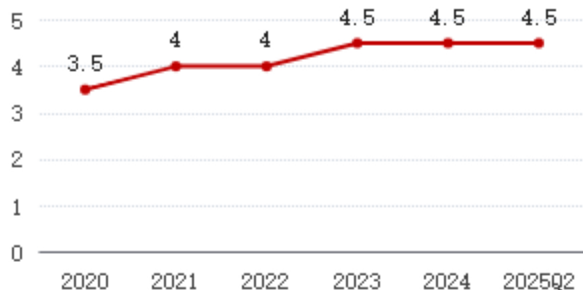
公司历史盈利能力强，2024年ROE近25%，扣非净利率为18.34%，主要由于公司核心产品成本较低，毛利率高，同时公司经过多年的营销推广，已形成一定的品牌力，并且公司持续推进控费提效，销售费率呈下降趋势，盈利能力得到提升。

数据来源：公司财报，壹评级

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



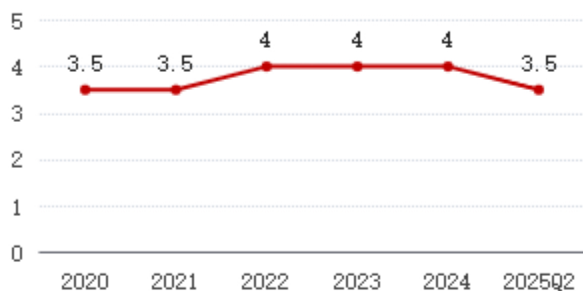
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史成长能力优秀，近5年业绩均保持正增长，营收CAGR为10.2%，归母净利润CAGR为19.7%。由于公司产品中成药贴膏剂主要用于治疗骨关节疼痛，该病种与年龄存在较大关联，随着老龄化进程推进，市场持续扩容，公司受益于行业规模+市占率双重提升。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



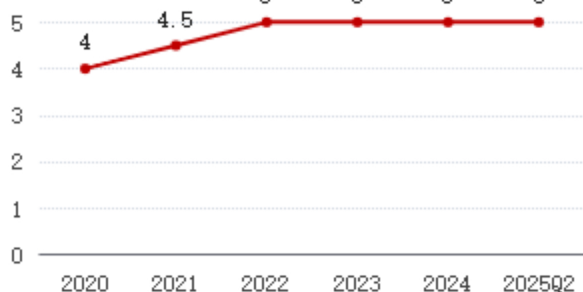
数据来源：公司财报，壹评级

公司历史业务控制力及财务健康表现良好，2024年经营性现金流净额/营业总收入为25.02%，高于行业平均，主要系公司产品多为OTC产品，院外销售占比大，相较于院内回款更快，因此总体现金流表现更好。

4.4 股东回报评级

★★★★★

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司历史股东回报优秀，2024年现金分红比例高于70%，股息率4%，主要由于公司盈利能力强，同时作为消费级中药企业，无需大规模的资本开支，研发费用控制在合理水平，现金流情况良好，并且公司重视投资者回报，分红比例高。

5. 四维评级

公司具有优秀的产业格局，主要系上下游议价能力强，公司产品上游原材料来源较为分散，下游直接面对消费者/渠道，供应链集中度低。公司具有较深的护城河，主要系盈利能力强，源自其品牌和线下渠道优势。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司整体成长能力较强，未来5年营收CAGR预计约12%。公司产品受益于老龄化趋势较为清晰，同时并表银谷制药有望进行渠道赋能，实现业绩持续增长。

贴膏剂(3.5星)：

公司贴膏剂业务成长能力较强，未来5年该业务营收CAGR预计8%左右，增速一般但增长确定性较强。公司贴膏剂核心产品主要用于治疗骨关节疼痛，该病种与年龄存在较大关联，随着老龄化进程推进，市场持续扩容，贴膏剂业务预计随之稳健增长。

其他医药工业+商业(4星)：

公司其他医药工业+商业业务成长能力较强，未来5年该业务营收CAGR预计高于15%，相较过去边际走强。公司于2025年3月并表银谷制药，有望受益于公司渠道优势，实现喷雾剂产品快速增长。同时老龄化驱动心脑血管+骨科用药需求提升，公司相关产品受益。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司整体盈利趋势较好，毛利率或维持较高水平，市占率有望提升。公司产品具有消费品属性，随着多年的营销以及患者实际使用体验，已经形成一定品牌力，消费者的认可有望带动市占率持续提升。

贴膏剂(4星)：

公司贴膏剂业务盈利趋势较好，主要系未来盈利展望、竞争格局及变化趋势较好。由于公司产品在多年营销宣传下已具备一定品牌力，盈利能力预计优于行业平均，同时公司产品覆盖较宽的价格带，市占率有望提升，故盈利趋势较好。

其他医药工业+商业(3星)：

公司其他医药工业+商业业务盈利趋势一般，主要系未来供需趋势、盈利展望都较为中性。由于公司其他医药工业产品相对知名度较低，未来预计盈利能力和行业同步。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司整体产业格局优异，主要系上下游议价能力强，替代风险低。公司产品上游原材料来源分散，下游直接面向消费者/渠道，因此公司在产业链具有议价能力。由于中国患者对中药贴膏剂的认可，产品较难被替代。

贴膏剂(4.5星):

公司贴膏剂业务产业格局优异，主要系上下游议价能力强、替代风险低。公司贴膏剂产品下游直接面向消费者/渠道，客户分散，上游原材料来源较为分散，因此上下游议价能力较强。同时当前对骨关节炎的治疗仍以消炎镇痛为主，骨科贴膏剂使用方便，替代风险低。

其他医药工业+商业(4星):

公司其他医药工业+商业业务产业格局良好，主要系上下游议价能力强、替代风险低。公司其他医药工业产品下游直接面向消费者/渠道，上游原材料来源较为分散，医药商业业务下游为零售药店、医院或终端消费者，上游为众多药企，格局都较为分散，不会被压价。

5.4 护城河

★★★★☆

公司整体护城河表现良好，主要系盈利能力强，经壹评级调整后ROE、ROIC均高于50%，来源于其品牌和线下渠道护城河。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
贴膏剂	(5星)公司贴膏剂业务护城河宽度优异，主要系盈利能力强，经壹评级调整后ROE、ROIC均高于50%。同时公司市占率较高，得益于全价格带布局，公司在骨科中药贴膏剂领域市占率排名第一。	(4星)公司贴膏剂业务护城河持续性较优，其核心护城河来源为品牌和渠道。公司核心产品在骨科贴膏剂领域具有一定知名度，同时公司经过两次营销改革，从快速扩张到销售控费，目前形成了深入基层的精细化渠道布局，利于公司之后进行其他产品的全国推广，有望增强公司的品牌力，维持品牌护城河，但由于当前线上电商的火热，原有渠道存在变革的可能性，未来渠道护城河预计将削弱。
其他医药工业+商业	(4星)公司其他医药工业+商业业务护城河宽度较优，主要系盈利能力强，经壹评级调整后ROE、ROIC均高于50%。但公司市占率低，主要系公司医药商业业务仅做本地业务。	(3星)公司其他医药工业+商业业务护城河持续性一般，其核心护城河来源为品牌和渠道。公司拥有丹鹿通督片、培元通脑胶囊等独家品种，在对应治疗领域具有一定品牌认可度，但是放眼全行业来看品牌力一般。受益于公司贴膏剂业务的优势，公司已在全国有较为优秀的渠道布局，但由于当前线上电商的火热，原有渠道存在变革的可能性，未来渠道护城河预计将削弱。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

根据壹评级动态估值和DDM估值，公司当前估值偏低估，主要系当前市场或未对其收购的银谷制药给予快速增长的预期，同时中药行业当前关注度相对较低。

6.1 核心假设及逻辑

羚锐制药：

公司的业务包括：贴膏剂、其他医药工业+商业，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

贴膏剂：

收入假设：

- 1) 销量：考虑到未来老龄化趋势，整体贴膏剂行业增速约为6.5%，通络祛痛膏预计市占率提升，年销量增速10%，两只老虎系列销量随单价的提升会有所波动。
- 2) 单价：通络祛痛膏近期无涨价预期，故维持单价持平，两只老虎系列考虑盒装占比提升以及公司主动提高出厂价，预计2028年平均单价由0.375元/片提升至0.45元/片。
- 3) 其他贴膏剂：舒腹贴膏和医用退热贴为儿科产品，由于出生率的下降，以及此前已经较大幅度下降，目前基数较低，中短期给予5%增速。芬太尼透皮贴剂由于竞争格局好，给予15%增速。

盈利能力假设：

考虑到核心产品中两只老虎平均单价提升的影响，同时公司原材料中药材非名贵稀缺品种，预计不会较大幅度涨价，故给予其中短期毛利率在2024年79%的基础上微增，远期下滑至74%。

其他医药工业+商业：

收入假设：

- 1) 培元通脑胶囊：考虑到其为公司独家品种，且医保覆盖，公司此前未重点覆盖院内市场营销，近年重视后给予其中短期10%增速，远期下降至2%。
- 2) 参芪降糖胶囊：考虑到其作为准独家产品，同时在完成和二甲双胍的销售队伍优化后实现了快速增长，中短期给予其20%增速，远期下降至2%。
- 3) 丹鹿通督片：院内医保产品，历年增速10%+，故给予其中短期10%增速，远期下降至2%。
- 4) 银谷制药：考虑到公司渠道优势对其产品的赋能，铺货至全国实现快速增长，给予其中短期20%-30%增速，远期降至2%。

盈利能力假设：

中短期考虑到银谷制药产品毛利率较高（80%+），其占比提升后带动该业务毛利率提升，远期由于产品稀缺性不足，综合毛利率下降至71%。

表2：公司整体业绩预测

羚锐制药	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	30.0	33.1	35.0	41.2	46.3	51.0	56.1	61.4
归母净利润(亿)	4.7	5.7	7.2	8.3	9.3	10.1	11.0	11.7
归母净利润增速(%)	28.7	22.1	27.2	14.6	12.4	8.4	8.7	6.9
经营性净利润(亿)	3.9	5.3	6.8	8.0	9.1	9.9	10.8	11.5
经营性净利润增速(%)	18.3	36.7	28.8	18.2	13.1	8.8	9.5	6.9
经营性归母净利润(亿)	3.9	5.3	6.8	7.9	9.0	9.7	10.7	11.4
经营性归母净利润增速(%)	18.6	36.7	28.8	17.1	13.0	8.6	9.5	6.9

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

贴膏剂	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	19.1	20.5	21.2	22.8	24.6	26.4	28.5	31.1
收入增速(%)	17.9	6.9	3.4	7.7	7.9	7.3	8.0	9.0
经营性净利润(亿)	2.9	3.7	4.7	5.3	5.7	6.0	6.4	6.8
经营性净利率(%)	15.0	18.1	22.3	23.1	23.0	22.7	22.5	21.9
经营性净利润增速(%)	33.9	29.3	27.2	11.8	7.4	5.6	7.5	5.8
其他医药工业+商业	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	10.9	12.6	13.9	18.4	21.7	24.6	27.6	30.4
收入增速(%)	1.7	16.3	9.5	33.1	17.9	13.0	12.3	10.0
经营性净利润(亿)	1.0	1.6	2.1	2.7	3.4	3.9	4.4	4.7
经营性净利率(%)	9.0	12.3	14.9	14.9	15.6	15.8	15.8	15.6
经营性净利润增速(%)	-11.8	58.2	32.5	33.0	24.0	14.2	12.6	8.5

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
贴膏剂	6.0%	中等	非常好	较强	7.5%	19.5	6.7
其他医药工业+商业	4.4%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	4.6
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
贴膏剂(亿)	21.6	97.4	119.0	11.2	-	-	130.3
其他医药工业+商业(亿)	11.6	49.2	60.8	6.6	2.0	-	65.4
公司整体测算(亿)	33.2	146.6	179.8	17.8	2.0	-	195.7

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
贴膏剂(亿)	54.9	48.6	103.5	11.2	-	-	114.7
其他医药工业+商业(亿)	33.3	28.6	61.9	6.6	2.0	-	66.5
公司整体测算(亿)	88.1	77.2	165.4	17.8	2.0	-	181.2

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性较好，主要系公司所处行业产业格局较好，且公司护城河持续性较强，历史业绩波动性低。但是由于公司产品当前仍主要为线下渠道销售，缺少高频销售数据进行参考，对确定性有一定削弱。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。