

中小市值主题精选系列之利德曼 深度报告

——利德曼（300289）：静待化学发光放量

2016 年 06 月 13 日

推荐/首次

利德曼

报告摘要：

化学发光业务成为公司业绩新增长点。经过多年发展，生化诊断业务国产化进程接近完成，进入成熟发展阶段。免疫诊断领域国产化进程刚刚开始，发展迅猛。而化学发光作为免疫诊断主流技术之一，近年增速保持在 20%-25%。公司自产的化学发光仪 CI1000 自 2014 年推出以来，15 年完成 100 余台，同时带动配套试剂销售，推进速度显著，正逐步成为公司业绩新的增长点。

德赛贡献已显现，完成业绩承诺无压力。公司收购德赛系统和德赛产品是国际领先的体外诊断公司，Hcy、特殊蛋白、脑脊液等特殊检测项目市占率处于前列，免疫比浊产品更是在市场独树一帜。收购后公司产品种类得以丰富，技术水平和产品结构进一步优化，销售渠道得到进一步丰富和完善，协同效应显著。

- ◆ **公司积极布局分子诊断和 POCT 产品。**公司通过代理 IDS 化学发光仪和 Enigma 的 POCT 产品，完成了 IVD 行业全产品线覆盖，原料和试剂一体化生产能显著增强市场竞争力。
- ◆ **盈利预测与评级：**预计 2015-2017 年公司营业收入为 7.96、9.15、10.37 亿元，归属上市净利润为 1.69、1.87、2.27 亿元，摊薄后 EPS 分别为 0.40 元、0.44 元、0.54 元，对应 PE 为 34 倍和 31 倍，看好公司化学发光试剂业务的增长和外延并购带来的协同效应，维持“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	536.97	681.68	795.87	914.98	1,037.6
增长率（%）	56.26%	26.95%	16.75%	14.97%	13.40%
净利润（百万元）	143.72	178.12	182.98	201.18	241.43
增长率（%）	30.57%	23.94%	2.73%	9.95%	20.01%
净资产收益率（%）	13.30%	13.25%	7.67%	8.05%	9.20%
每股收益（元）	0.84	0.40	0.40	0.44	0.54
PE	16.07	33.75	33.88	30.59	25.17
PB	2.20	4.82	2.60	2.46	2.31

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

虞瑞捷

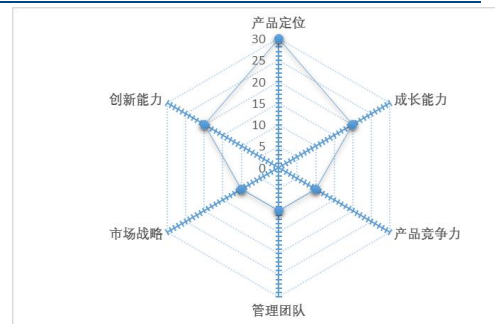
010-66555181

yurj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S148051604000

六位评价体系之服务业、制造业图



核心护城河、商业模式概括

· 国内 IVD 行业龙头企业之一，产品线全面

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

目 录

1. 体外诊断行业领军企业之一	4
2. 免疫和分子诊断支撑体外诊断行业快速发展	5
体外诊断市场总体平稳增长	7
生化诊断、免疫诊断占据主流，分子诊断增长迅速	7
3. 利德曼：内生增长和外延并购并举	9
3.1 内生增长：化学发光业务发展迅速	9
3.2 外延式发展路径：对外并购与合作	10
IDS：合作研发和独家代理	11
德赛诊断：公司收购德赛诊断、德赛产品各 70% 股权	11
Enigma：合资设立英格曼，布局 POCT-分子诊断领域	12
4. 盈利预测和评级	14
5. 风险提示	14

表格目录

表 2：体外诊断类型	6
表 3：国内主要全自动化学发光免疫分析仪上市情况	9
表 4：国内主要全自动化学发光免疫分析仪上市情况	9
表 5：利德曼合作公司	10
表 6：IDS 公司简介	11
表 7：德赛产品市场占有情况	12
表 8：英格曼公司	13
表 9：英格曼 POCT-分子诊断产品优势	13
表 8：英格曼公司	14
表 10：公司盈利预测表	错误!未定义书签。

插图目录

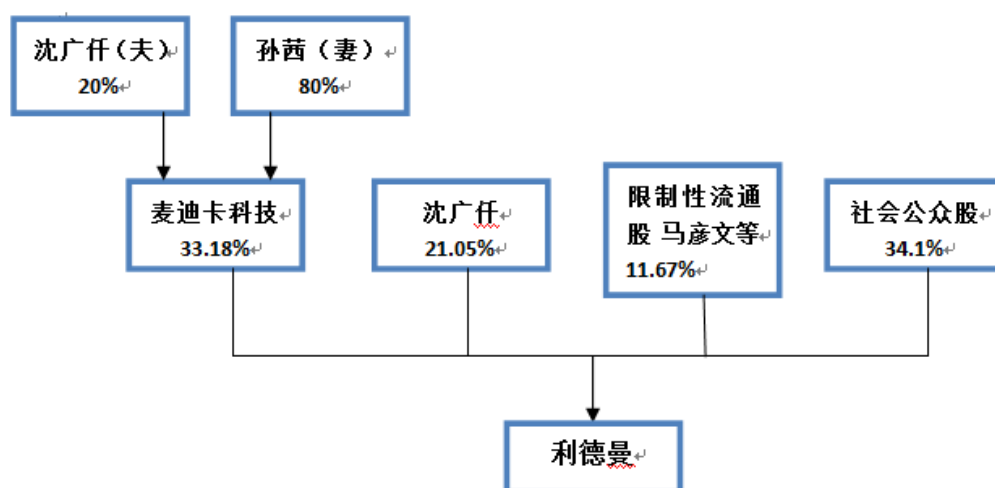
图 1: 利德曼股权结构.....	4
图 2: 利德曼历年营业收入变化（亿元）.....	5
图 3: 利德曼历年净利润变化（亿元）.....	5
图 4: 利德曼 2015 年营业收入构成.....	5
图 5: 利德曼分业务毛利率.....	5
图 6: 体外诊断产业链.....	6
图 7: 产业链公司分布.....	6
图 8: 我国体外诊断市场规模预测（亿元）.....	7
图 9: 2014 年我国体外诊断市场份额.....	8
图 10: 2014 年我国体外诊断市场份额.....	8
图 11: 化学发光试剂增长明显（亿元）.....	8
图 12: 2014-2017 年德赛承诺利润.....	12

1. 体外诊断行业领军企业之一

利德曼成立于 1997 年，涵盖生物化学、免疫和分子诊断三大业务领域，是一家综合性体外诊断企业。公司 2012 年于创业板上市，并在 2015 年收购德赛中国的两家公司，各占有 70% 的股权。公司主营业务为生化诊断、免疫和化学和生物化学原料等。其中，体外生化诊断试剂收入占历年总收入比重均超过 85%。

公司董事长沈广仟先生和总经理孙茜女士共同控制的北京麦迪卡科技有限公司，持有利德曼 33.18% 的股权，董事长沈广仟先生个人直接持有公司 21.05% 的股份。

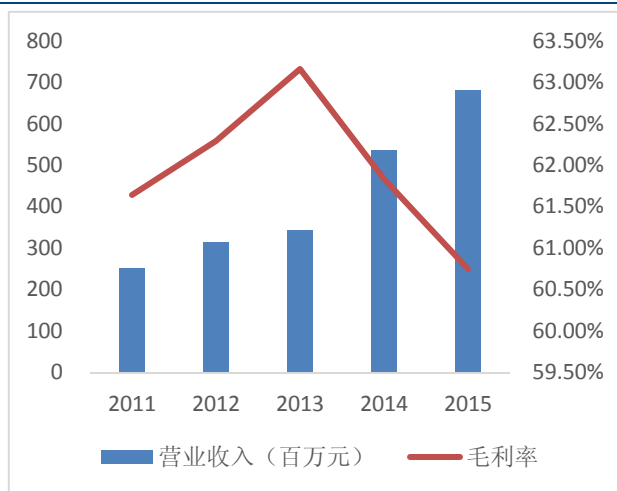
图 1：利德曼股权结构



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

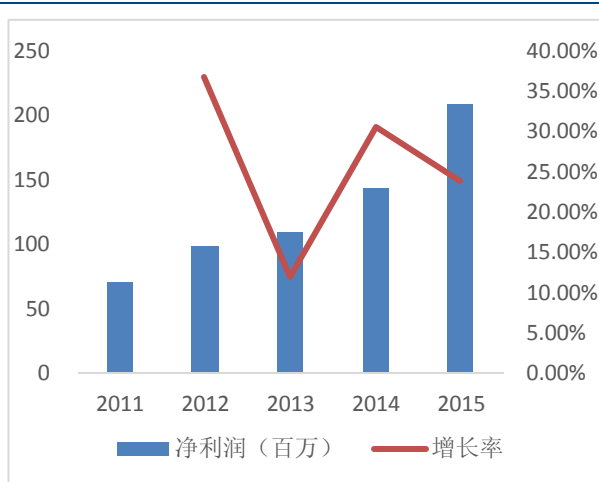
2015 年公司实现营业收入 6.8 亿元，同比增长 26.95%；利润总额 2.1 亿元，同比增长 24.60%；归属于上市公司股东的净利润 1.57 亿元，同比增长 22.56%。2016 年 1-3 月份公司实现主营业务收入 1.2 亿元，同比下降 15.39%，主要由于本报告期严格销售渠道管理所致。

图 2：利德曼历年营业收入变化（亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

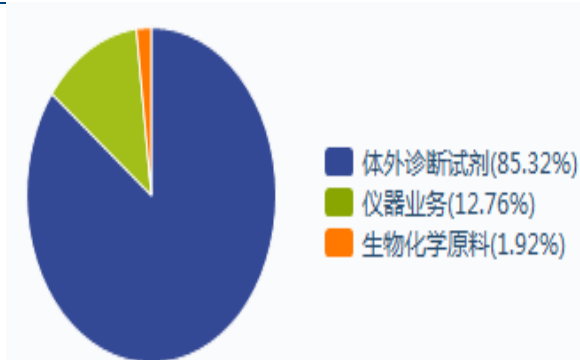
图 3：利德曼历年净利润变化（亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

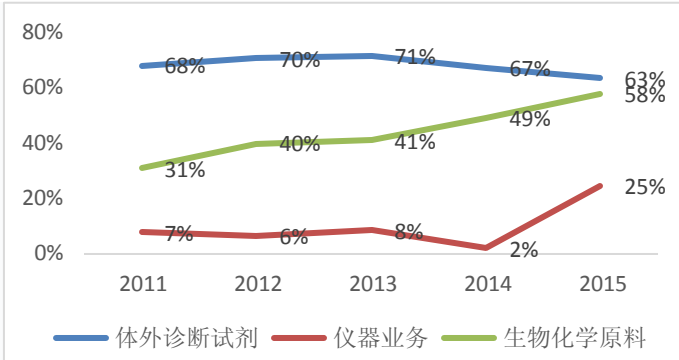
利德曼整体毛利率保持在 60%，净利率保持在 30% 左右。

图 4：利德曼 2015 年营业收入构成



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 5：利德曼分业务毛利率



资料来源：wind，东兴证券研究所

2. 免疫和分子诊断支撑体外诊断行业快速发展

体外诊断（In Vitro Diagnostics, IVD）产业，主要指在体外通过对血液等组织及分泌物进行检测获取临床诊断信息的产品和服务。体外诊断系统包括诊断试剂及诊断仪器设备，还有低值检测耗材（如采血管）。体外诊断的类型主要分为：生化诊断、免疫诊断、分子诊断。

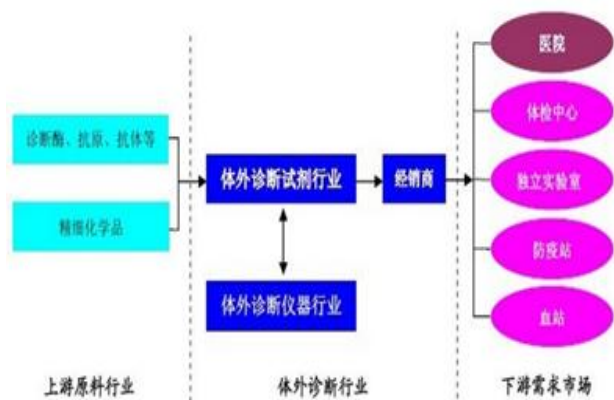
表 1: 体外诊断类型

	生化诊断	免疫诊断（主要介绍化学发光免疫诊断）	分子诊断
原理	是指有酶反应参与、或者抗原抗体反应参与，主要用于测定酶类、糖类、脂类、蛋白和非蛋白氮类、无机元素类等生物化学指标、机体功能指标或蛋白的诊断方法。	将抗原抗体同样本结合，然后由磁珠捕捉形成的反应物，再加入发光促进剂，加大反应物自发光速度和强度，用发光信号测量仪测量光子数量，据此诊断	应用分子生物学方法检测患者体内遗传物质的结构或表达水平的变化而做出诊断的技术
优点	技术成熟，成本最低	精确度高，无污染，检测速度快，技术日益成熟	综合了多种现代高精尖技术，快速有效
缺点	操作复杂，耗时长，反应试剂残留存在污染	成本相对高，技术成熟度在国内相对弱	成本高、开发难度大，目前产品种类很少，只用于科研和药物筛选等用途
发展方向	目前是国内主流技术，但未来逐步被化学发光和分子诊断替代	代表了免疫诊断的发展方向	包括基因芯片、基因测序、蛋白质分子检测等，目前主要用于肿瘤诊断和产筛。

资料来源：东兴证券研究所

体外诊断试剂的上游为生物化学原料，其中诊断酶、抗原、抗体为主要原料。消费需求主要来自医学检测和血液筛查，医学检测是体外诊断试剂最主要的消费去向，包括医院检验科、体检中心、独立实验室、防疫站等；血液筛查主要是采供血部门对于血液的检测，包括各类血站和血制品厂家。目前，医院是我国体外诊断试剂最主要的需求市场。

图 6: 体外诊断产业链



资料来源：中国产业信息网，东兴证券研究所

图 7: 产业链公司分布

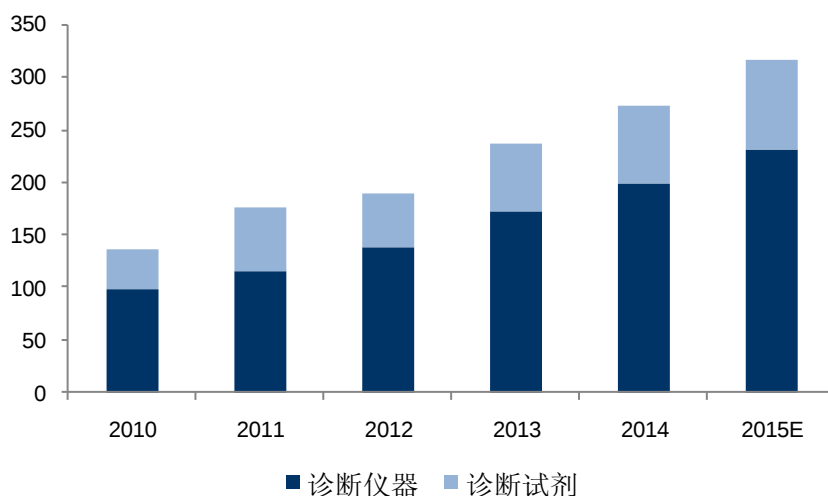


资料来源：东兴证券研究所

体外诊断市场总体平稳增长

近年来，我国体外诊断市场同比增长保持在 15% 左右，处于平稳增长的态势。据估计，2015 年我国体外诊断市场规模将达到 290 亿，其中体外诊断试剂规模将达到 210 亿左右，体外诊断仪器规模将达到 80 亿。据中国医药工业信息中心发布的《中国医药健康蓝皮书》预计 2019 年该市场规模将达到 723 亿元，年均符合增长率高达 18.7%。

图 8：我国体外诊断市场规模预测（亿元）



资料来源：东兴证券研究所

生化诊断、免疫诊断占据主流，分子诊断增长迅速

体外诊断细分领域，免疫诊断、生化诊断和分子诊断占比分别为 38%，19%，15%。未来 5 年分子诊断增速有望实现 15%，预计到 2020 年分子诊断占比会达到 30%。

目前，生化试剂类产品主要以国产品牌为主；免疫诊断和分子诊断类产品以进口为主导，国产品牌占有一定份额。

图 9：2014 年我国体外诊断市场份额

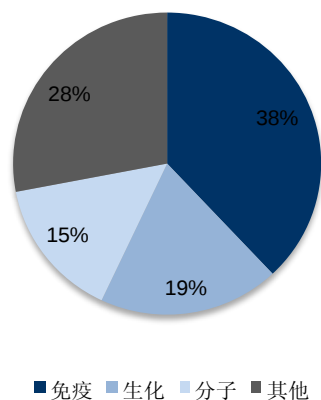
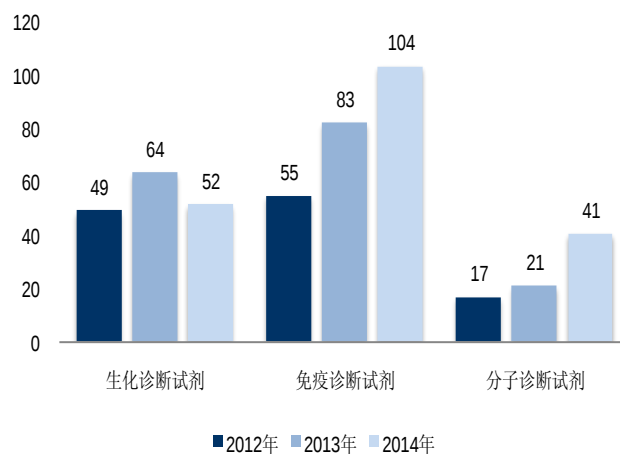


图 10：2014 年我国体外诊断市场份额

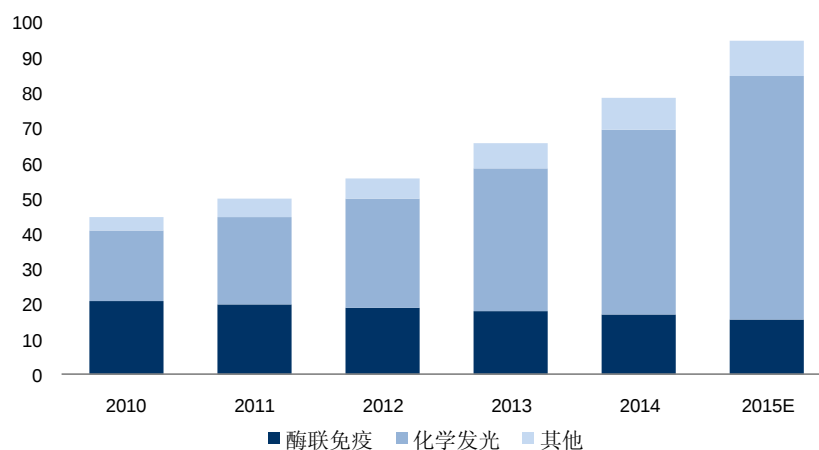


资料来源：McEvoy&Farmer, Kalorama Information，中商情报网

生化诊断市场将继续保持稳定增长，分子诊断市场进入快速发展期，而在免疫诊断领域，化学发光免疫诊断产品由于精度高、可定量、使用方便的优点，近年来市场保持高速增长。

国外主流市场已基本完成化学发光对酶联免疫的替代，而国内仍是化学发光和酶联免疫并存，但化学发光市场规模已超过酶联免疫，市场增速也更高，将逐步完成替代。2015 年我国免疫诊断市场达到 95 亿元，年均增长率不低于 15%。其中化学发光增速估计超过 30%，市场规模 69 亿元。

图 11：化学发光试剂增长明显（亿元）



资料来源：公开资料，东兴证券研究所

3.利德曼：内生增长和外延并购并举

3.1 内生增长：化学发光业务发展迅速

公司自产的化学发光仪 CI1000 从 2014 年 7 月投放市场以来，2015 年完成销售超过 100 台，每台仪器的价格在 30 万元左右，并能带动 50-60 万元的配套试剂消费。公司代理的 IDS 化学发光仪与公司自产的 CI1000 形成互补，并且均能使用自主研发的试剂。

表 2：国内主要全自动化学发光免疫分析仪上市情况

公司	新产业	迈克生物	安图生物	博奥生物	利德曼
仪器	MAGLUMI800 等 6 款	IS1200	AutolumoA2000	ChemLite1200	CI1000
配套试剂	102 项	77 项	68 项	20 项	35 项
累积销售	>4000 台	>500 台	≈ 100 台	-	100 台
上市时间	2008 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
发光原理	直接化学发光	磁微粒酶促	磁微粒酶促	磁微粒酶促	磁微粒酶促

资料来源：wind, 东兴证券研究所

在体外诊断试剂业务，公司已拥有 165 个生化诊断试剂的产品注册证书，是国内拥有生化诊断试剂产品注册证最多的企业。免疫诊断试剂已经取得近 40 个产品注册证。正在注册申请中的如乙肝五项，预计最快今年年底可以拿到注册证并上市销售。像肿瘤标志物、传染病等检测需求量也很大的免疫项目公司也在研发中，利德曼力争尽快将免疫诊断试剂产品线补齐。其次是分子诊断，德赛在上海有分子研发中心，在研的项目包括叶酸遗传吸收能力分析、乙肝肝硬化患者基因分型、侵袭性真菌特异核酸检测等项目。在仪器方面，公司新研发的全自动血凝分析仪预计今年六、七月份能拿到产品注册证，配套的血凝四项测定试剂今年也会拿到产品注册证。

表 3：国内主要全自动化学发光免疫分析仪上市情况

生化试剂领域	化学发光领域
2011	10 种
99 种	

2012	全自动生化仪获批	化学发光仪获批
2013	超过 100 种	-
2014	超过 100 种	31 种
2015H	165 种	40 种

资料来源：wind, 东兴证券研究所

3.2 外延式发展路径：对外并购与合作

表 4: 利德曼合作公司

标的公司	合作类型	标的公司优势	对利德曼意义
IDS 公司	与 IDS 合作，独家代理，销售 IDS 公司生产的 IDS-iSYS 仪器及配套试剂。	小而专，对特定检测项目（如骨代谢、钙代谢）有优势	与公司 CI1000 化学发光仪形成梯次，占领不同细分市场
德赛公司	公司分两次收购德赛诊断、德赛产品各 70% 股权。第一次分别以 17588.5 万和 1891 万取得德赛系统 25% 股权和德赛产品 31% 的股权。第二次利德曼公司发行股份 1245.3 万股计价 3.4 亿，收购力鼎基金、赛领基金、智度基金合计所持有的德赛系统 45% 的股权和德赛产品 31% 的股权。	1、产品高端，免疫透射比浊试剂尤为强势 2、品牌力强，三甲医院销售为主	1、显著增厚利润 2、拓宽国内三甲医院等高端渠道 3、提高技术实力
英格曼	与 Enigma 公司合资英格曼，进入 POCT-分子诊断领域；Enigma 以现金出资 581 万美元，占 70% 的股权，利德曼以现金或现金等	Enigma 的 Enigma ML 系统提供分子诊断全自动化解决方案，具有快速、准	进军分子诊断领域

确、简易、数据实时
价物出资 249 万美元，占 30%的股权，成立
传输的优势。

合资公司英格曼。同时 Enigma 授权合资公

司作为其 POCT-分子诊断产品独家代理商。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

IDS：合作研发和独家代理

2013 年 5 月，利德曼获得 IDS-iSYS 专利技术平台在中国的独家授权，并在 IDS 公司的研发协助下将利德曼已有免疫试剂应用在 IDS-iSYS 仪器上。同时，利德曼可在 IDS-iSYS 技术平台上研发、生产、销售新的免疫试剂产品。IDS 将获得利德曼生产的 IDS-iSYS 配套试剂在中国以外区域的独家经销权利。同时，IDS 公司授权利德曼为其中国区域内的独家经销商，销售 IDS 公司生产的 IDS-iSYS 仪器及配套试剂。通过与 IDS 的合作，将大大增强公司业务的协同效应，实现仪器销售带动自产试剂的销售。

表 5: IDS 公司简介

IDS	内容
主要领域	主要擅长于骨代谢诊断。
发展状况	在日本市场占主导地位，在美国、英国、芬兰有分公司。在中国授权代理销售模式
旗舰产品	维他命 D 测定试剂盒（血清），曾于 1999 年荣获女王技术成就奖。

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

德赛诊断：公司收购德赛诊断、德赛产品各 70%股权

德赛系统和德赛产品分别原为德国德赛在大陆地区的控股子公司和全资子公司，是德国德赛体外诊断产品在大陆地区的独家经销商和独家制造商。德国德赛是一家专业研发、生产和销售体外诊断产品的跨国公司，是世界上第一家推出全液体即用型临床化学试剂的企业，在免疫透射比浊试剂生产领域拥有世界领先的技术。

德赛系统和德赛产品主营产品为体外诊断试剂，产品涵盖肝功、肾功、血脂与脂蛋白、血糖、心肌酶、电解质、自身免疫抗体、风湿类、胰腺功能等生化检测项目，能够满足医疗机构、体检中心等各种生化检测需求。与利德曼属同一行业。本次收购后，公司将拥有行业内另一高端品牌，产品种类得以丰富，技术水平和产品结构进一步优化，

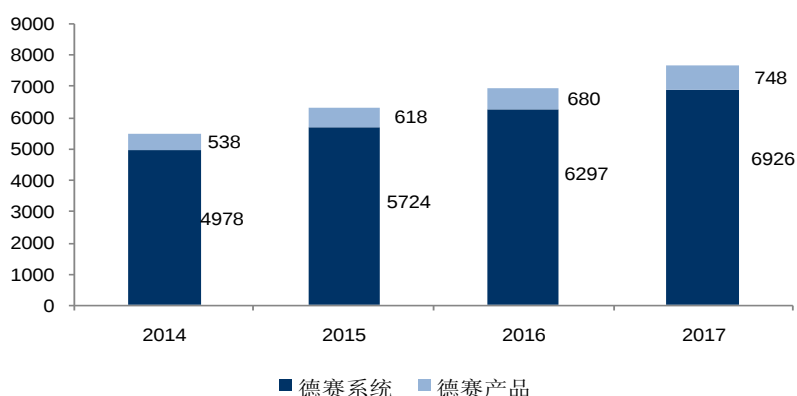
公司拥有一级经销商 280 多家，二级经销商 290 多家，而德赛在国内的经销商也超过 300 家，销售渠道得到进一步丰富和完善，协同效应显著。

表 6：德赛产品市场占有率情况

德赛产品	德赛产品在卫生部临检中心举办的产品实验室占有率评比排名
前白蛋白测定试剂盒	第一
同型半胱氨酸测定试剂盒	靠前
肌酸激酶 MB 同工酶检测试剂	第二（仅次于罗氏）
盒	
脂类试剂	排名居上
载脂蛋白 A1、载脂蛋白 B 检测	拳头产品
微量白蛋白	名列前茅
常规化学试剂	排名中上
脂肪酶检测、淀粉酶检测	排名较高

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

图 12：2014-2017 年德赛承诺利润



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

Enigma：合资设立英格曼，布局 POCT-分子诊断领域

Enigma 公司成立于 2004 年，是一家设立并注册于英格兰和威尔士的公司，Enigma 专注于分子诊断设备、检测及其他产品。利德曼和 Enigma 双方分别出资 128.57 万美元、300 万美元共同投资设立英格曼诊断(中国)有限公司，在 Enigma ML 设备系统、Enigma 的其他诊断设备产品线及若干相关诊断检测产品的商业化方面实现合作。

公司与 Enigma 合作设立的子公司对 Enigma ML 的设备和试剂进行运作，Enigma 是 PCR 分子诊断设备和服务提供商，拥有速度快、精度高的 Enigma ML 系统。许多技术专利已经得到美国、欧盟和日本等核心商业地区的承认。Enigma ML 系统在分子诊断的处理，PCR 检测，数据的处理和传输方面具有极大的优势，有望成为市场的主导产品。

表 7: 英格曼公司

Enigma	内容
主要领域	PCR 分子诊断设备和服务提供商，拥有速度快、精度高的 Enigma ML 系统。许多技术专利已经得到美国、欧盟和日本等核心商业地区的承认
合作情况	2010 年 7 月，与葛兰素史克在合作开发和 Enigma ML 平台的商业化推广方面达成合作 2014 年 5 月，与中国疾病预防控制中心合作，基于 Enigma ML 平台，合作开发临床分子诊疗方案。 2014 年 10 月，与利德曼合资设立英格曼，在临床分子诊断展开合作
旗舰产品	Enigma ML 系统

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

Enigma ML 系统提供了将现有分子诊断的前处理、PCR 检测、数据处理和分析、数据传输合为一体的全自动化解决方案，结合了实时荧光 PCR 反应的高灵敏度和 POCT 类产品检测的特点，具有快速、准确、简易、数据实时传输的优势。

表 8: 英格曼 POCT-分子诊断产品优势

	POCT 分子诊断	传统分子诊断
体积	小巧	较大
场所	无需	需专用监测场所
人员	门诊医师自检	需专门培训检测人员
操作步骤	简单	复杂
交叉污染	很小	较高
检测速度	1 小时	2 小时

资料来源：东兴证券研究所

4. 盈利预测和评级

预计 2015-2017 年公司营业收入为 7.96、9.15、10.37 亿元，归属上市净利润为 1.69、1.87、2.27 亿元，摊薄后 EPS 分别为 0.40 元、0.44 元、0.54 元，对应 PE 为 34 倍和 31 倍，看好公司化学发光试剂业务的增长和外延并购带来的协同效应，维持“推荐”评级。

表 9：英格曼公司

上市公司	2016 年市场预期 PE
科华生物	40
美康生物	55
迈克生物	48
九强生物	35

资料来源：wind，东兴证券研究所

5. 风险提示

业绩低于预期，外延整合低于预期

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	664	727	1851	2116	2402	营业收入	537	682	796	915	1038
货币资金	105	178	1177	1333	1519	营业成本	205	288	337	403	438
应收账款	334	340	392	451	512	营业税金及附加	5	8	12	14	16
其他应收款	9	15	17	20	22	营业费用	41	43	48	55	65
预付款项	4	9	12	16	20	管理费用	103	120	135	156	176
存货	95	71	120	143	156	财务费用	10	15	15	15	15
其他流动资产	2	2	2	2	2	资产减值损失	10.85	8.86	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	952	932	846	762	678	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	-0.04	0.00	0.00	0.00
固定资产	686.72	666.28	593.04	513.12	433.19	营业利润	162	199	244	268	322
无形资产	45	41	37	33	29	营业外收入	6.29	10.85	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2	2	0	0	0	营业外支出	0.24	0.28	0.00	0.00	0.00
资产总计	1616	1659	2697	2877	3080	利润总额	168	209	244	268	322
流动负债合计	419	355	371	416	457	所得税	24	31	61	67	80
短期借款	10	20	0	0	0	净利润	144	178	183	201	241
应付账款	161	78	90	107	117	少数股东损益	15	21	14	14	14
预收款项	17	13	37	64	95	归属母公司净利润	128	157	169	187	227
一年内到期的非	76	117	117	117	117	EBITDA	260	301	343	367	421
非流动负债合计	105	44	0	0	0	BPS (元)	0.84	0.40	0.40	0.44	0.54
长期借款	80	0	0	0	0	主要财务比率	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	523	399	371	416	457	成长能力					
少数股东权益	128	73	87	101	115	营业收入增长	56.26%	26.95%	16.75%	14.97%	13.40%
实收资本 (或股	157	424	424	424	424	营业利润增长	29.12%	22.73%	22.90%	9.95%	20.01%
资本公积	468	267	1145	1145	1145	归属于母公司净利润	7.48%	10.77%	7.48%	10.77%	21.50%
未分配利润	333	465	532	607	698	获利能力					
归属母公司股东	965	1187	2204	2325	2473	毛利率 (%)	61.83%	57.77%	57.67%	56.00%	57.75%
负债和所有者权	1616	1659	2662	2842	3045	净利率 (%)	26.76%	26.13%	22.99%	21.99%	23.27%
现金流量表						总资产净利润 (%)	7.94%	9.48%	6.27%	6.50%	7.38%
单位:百万元						ROE (%)	13.30%	13.25%	7.67%	8.05%	9.20%
2014A 2015A 2016E 2017E 2018E											
经营活动现金流	-13	178	189	242	286	偿债能力					
净利润	144	178	183	201	241	资产负债率 (%)	32%	24%	14%	15%	
折旧摊销	88.58	87.64	0.00	84.00	84.00	流动比率	1.59	2.05	4.99	5.09	5.26
财务费用	10	15	15	15	15	速动比率	1.36	1.85	4.67	4.74	4.92
应收账款减少	0	0	-52	-59	-60	营运能力					
预收帐款增加	0	0	24	27	31	总资产周转率	0.38	0.42	0.37	0.33	0.35
投资活动现金流	-138	-25	-3	-5	-5	应收账款周转率	2	2	2	2	2
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	3.77	5.71	9.52	9.31	9.29
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.84	0.40	0.40	0.44	0.54
筹资活动现金流	-71	-80	813	-81	-95	每股净现金流 (最新	-1.41	0.17	2.36	0.37	0.44
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	6.13	2.80	5.20	5.48	5.83



长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	4	267	0	0	0	P/E	16.07	33.75	33.88	30.59	25.17
资本公积增加	47	-201	878	0	0	P/B	2.20	4.82	2.60	2.46	2.31
现金净增加额	-222	73	999	156	186	EV/EBITDA	8.40	18.88	13.60	12.28	10.27

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

分析师：虞瑞捷

多年化工行业和中小市值研究经验，2011，2012，2014，2015 年新财富团队成员。2016 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。