

华东医药(000963)/化学制药
创新转型全面启航，奋起直追大步前行
评级：买入(维持)

市场价格：18.24

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1749.81
流通股本(百万股)	1749.78
市价(元)	18.24
市值(亿元)	319.17
流通市值(亿元)	319.16

股价与行业-市场走势对比
相关报告

1 华东医药(000963)-公司点评：费用计提增加，加速研发创新转型-(中泰证券_江琦)-20190829

1 华东医药(000963)-公司点评：一季度业绩超预期，工业板块增长强劲-(中泰证券_池陈森_江琦)-20190430

2 华东医药(000963)-公司点评：业绩超预期，医药工业高增长-买入-(中泰证券_池陈森_江琦)-20190419

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	30663.37	35445.70	35762.25	39066.75	43165.91
增长率 yoy%	10.17%	15.60%	0.89%	9.24%	10.49%
净利润	2267.23	2813.12	2826.04	3285.87	4064.78
增长率 yoy%	27.41%	24.08%	0.46%	16.27%	23.70%
每股收益(元)	1.30	1.61	1.62	1.88	2.32
每股现金流量	1.17	1.14	1.78	1.87	2.19
净资产收益率	22.81%	22.85%	18.70%	18.43%	19.43%
P/E	14.08	11.35	11.29	9.71	7.85
PEG	0.51	0.47	24.58	0.60	0.33
P/B	3.21	2.59	2.11	1.79	1.53

备注：

投资要点

- **事件：华东医药公布 2019 年年报，报告期内公司实现营业收入 354.46 亿元，同比增长 15.60%；实现归母净利润 28.13 亿元，同比增长 24.08%；实现扣非净利润 25.74 亿元，同比增长 15.12%；经营性现金流 20.02 亿元，同比下降 1.85%。**
- **点评：公司业绩略超预期。公司全年保持良好增长态势，医药工业加速增长，子公司中美华东营收破百亿。公司全年毛利率为 32.05%，同比增长 3.06 个百分点，我们认为主要受益于毛利率高的医药工业收入占比提升。**
- **工业增长迅速，医美扭亏为盈，商业稳健增长。2019 年商业、工业、国际医美业务分别同比增长 9.8%、26.7%、569.8%。医药工业板块继续保持高速增长，慢性肾病、糖尿病、移植免疫、消化等四大产品线均保持良好增长趋势，分别同比增长 15%、33%、24%、25%。中美华东营业收入首次突破百亿元，达到 105.08 亿元，实现净利润 21.98 亿元，预计公司继续深化慢病领域市场优势，主力品种阿卡波糖片和百令胶囊收入均接近 30 亿元。商业板块继续稳定增长，在浙江省内保持医药商业龙头地位。国际医美业务平台 Sinclair 全球市场业务进一步拓展，全年营收同比增长 36%，净利润实现扭亏为盈。**
- **研发投入大步向前，2020 迎来全面创新转型。公司 2019 年研发投入 10.55 亿元，同比增长 49.14%，占医药工业收入比例达到 10%。公司全方位推动研发转型工作，研发布局全面转向创新，通过自主研发+合作委托开发+产品授权引进(License-in)相结合的新药研发模式，加速丰富自身产品管线；研发团队实力快速增强，研发人员由 550 名迅速扩充至 1078 名，创新力度显著提升，2020 年将是公司全面创新转型元年，公司将重点布局抗肿瘤、内分泌和自身免疫三大核心领域创新产品，计划未来每年研发支出将不低于医药工业销售收入的 10%，力争 2022 年开始，保持每年有创新产品上市的良好发展节奏，实现 2025 年创新业务板块占整体工业营收 30%的阶段性的目标。**
- **创新管线快速丰富，多个产品进入临床后期。肿瘤领域迈华替尼已经启动 III 期临床，用于一/二线罕见基因突变的 II 期单臂临床试验，在获得第一阶段良好疗效的基础上完成与 CDE 沟通，有望以 II 期数据直接报产；GLP-1 新药 TTP273 已完成临床方案确认和医院伦理审批工作，将于 2020 年上半年开展 I 期 PK 桥接试验。利拉鲁肽注射液目前已全面启动 2 型糖尿病适应症多中心 II 期临床试验，预计 2020 年完成，并已正式开展该产品减肥适应症多中心 III**

期临床试验；地特胰岛素已正式开展 I 期临床试验；雷珠单抗已提交临床申请，目前正在开展相关发补资料研究。

- **2020-2021 年多个仿制药品种有望上市，拉动公司业绩成长。**为更好实现创新转型，公司进一步梳理仿制药品种，明确了重点聚焦和优先推进的品种。阿那曲唑、卡泊芬净、西格列汀二甲双胍有望年内接受生产现场检查；奥美拉唑碳酸氢钠、来曲唑、恩格列净二甲双胍均已报产；米卡芬净、利奈唑胺、卡格列净、马昔腾坦、索拉非尼有望年内申报生产。
- **盈利预测与估值：**我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 357.62 亿元、390.67 亿元、431.66 亿元，同比分别增长 0.89%、9.24%、10.49%；归母净利润分别为 28.26 亿元、32.86 亿元、40.65 亿元，同比分别增长 0.46%、16.27%和 23.70%。公司当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 11X、10X 和 8 X。考虑公司研发布局加速，市场基础雄厚推广能力强大，创新管线布局丰富，维持“买入”评级。
- **风险提示：**药品研发的风险；市场容量不及预期的风险；销售低于预期的风险；仿制药大幅降价风险

内容目录

业绩表现略超预期，核心板块保持高增长.....	- 4 -
研发投入大步向前，2020 迎来全面创新转型	- 6 -
盈利预测和投资建议	- 8 -
风险提示.....	- 9 -
药品研发的风险	- 9 -
市场容量不及预期的风险	- 9 -
销售低于预期的风险.....	- 9 -
仿制药大幅降价风险.....	- 9 -

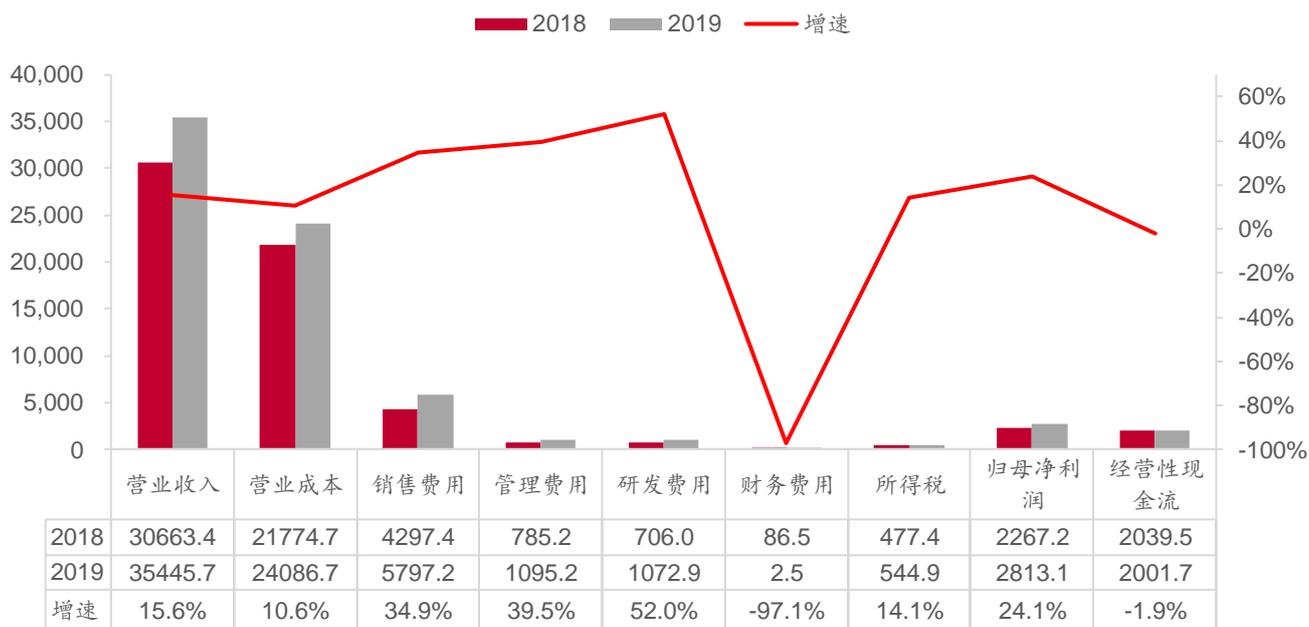
图表目录

图表 1: 公司 2019 年主要财务数据表现情况 (百万元)	- 4 -
图表 2: 公司分季度财务数据 (百万元)	- 4 -
图表 3: 公司分季度收入情况 (百万元, %)	- 5 -
图表 4: 公司分季度净利润情况 (百万元, %)	- 5 -
图表 5: 公司各业务板块收入变化情况 (百万元)	- 5 -
图表 6: 公司各业务板块的收入占比情况.....	- 5 -
图表 7: 公司毛利率变化情况.....	- 6 -
图表 8: 公司主要产品线 2019 年增速.....	- 6 -
图表 9: 公司历年研发投入情况 (百万元)	- 7 -
图表 10: 公司糖尿病领域全产品线布局 (截止 2020 年 4 月)	- 8 -
图表 11: 公司主要仿制药品种研发进展.....	- 8 -
图表 12: 华东医药财务预测模型.....	- 10 -

业绩表现略超预期，核心板块保持高增长

- 公司全年业绩表现略超预期，工业板块实现快速增长。公司 2019 年实现收入和归母净利润分别为 354.46 亿元和 28.13 亿元，同比分别增长 14.6% 和 24.1%。Q4 单季实现收入 78.18 亿元，净利润 6.00 亿元，业绩表现略超预期。工业板块实现快速增长，我们预计核心品种阿卡波糖、百令胶囊等继续保持快速增长，免疫抑制剂、消化道药物等多点开花，继续放量。

图表 1: 公司 2019 年主要财务数据表现情况 (百万元)



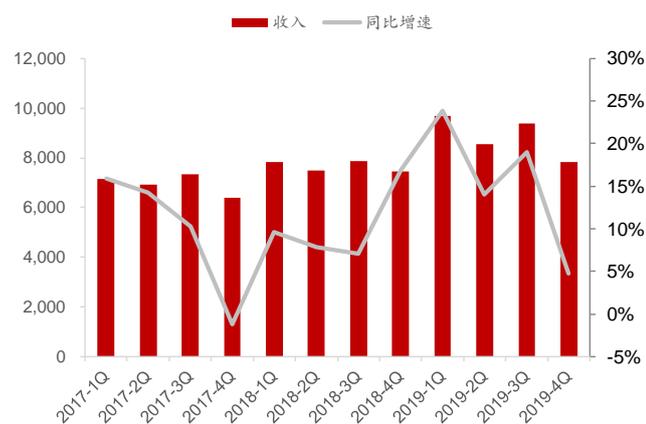
来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 2: 公司分季度财务数据 (百万元)

	2017-1Q	2017-2Q	2017-3Q	2017-4Q	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q
营业收入	7149.4	6941.6	7359.9	6381.0	7836.7	7488.2	7879.5	7458.9	9705.1	8543.5	9379.2	7817.8
营收同比增长	16.0%	14.2%	10.2%	-1.2%	9.6%	7.9%	7.1%	16.9%	23.8%	14.1%	19.0%	4.8%
营收环比增长	10.7%	-2.9%	6.0%	-13.3%	22.8%	-4.4%	5.2%	-5.3%	30.1%	-12.0%	9.8%	-16.6%
营业成本	5136.5	5202.2	5500.0	4723.0	5356.1	5309.5	5690.2	5418.9	6323.0	5840.2	6530.0	5393.5
毛利	2012.9	1739.4	1859.9	1657.9	2480.6	2178.7	2189.3	2040.0	3382.1	2703.3	2849.2	2424.3
销售费用	1126.9	785.5	969.1	847.4	1339.0	982.7	1057.8	917.8	1858.9	1194.8	1519.1	1224.4
管理费用	169.8	244.1	262.5	391.6	245.8	348.6	185.2	269.6	206.5	320.1	246.6	321.9
财务费用	11.2	14.0	13.3	9.0	6.3	13.8	21.7	44.7	36.1	32.2	41.5	-107.4
研发费用							202.0	240.0	157.5	311.2	243.6	360.7
营业利润	667.0	664.4	586.1	423.7	849.2	822.2	701.8	536.4	1126.6	880.8	778.6	611.0
利润总额	687.2	638.0	580.4	418.8	847.0	813.9	692.8	518.8	1125.0	870.1	775.5	699.6
所得税	122.5	116.0	103.5	94.2	156.2	140.7	146.2	34.2	187.2	144.8	134.1	78.9
归母净利润	544.0	497.4	447.7	290.3	659.2	634.2	515.7	458.1	907.2	689.0	616.8	600.0
归母净利润同比	25.1%	28.1%	20.3%	15.5%	21.2%	27.5%	15.2%	57.8%	37.6%	8.6%	19.6%	31.0%
毛利率	28.2%	25.1%	25.3%	26.0%	31.7%	29.1%	27.8%	27.3%	34.8%	31.6%	30.4%	31.0%
销售费用率	15.8%	11.3%	13.2%	13.3%	17.1%	13.1%	13.4%	12.3%	19.2%	14.0%	16.2%	15.7%
管理费用率	2.4%	3.5%	3.6%	6.1%	3.1%	4.7%	2.3%	3.6%	2.1%	3.7%	2.6%	4.1%
财务费用率	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	0.4%	0.4%	0.4%	-1.4%
归母净利率	7.6%	7.2%	6.1%	4.6%	8.4%	8.5%	6.5%	6.1%	9.3%	8.1%	6.6%	7.7%

来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 3: 公司分季度收入情况 (百万元, %)



来源: 中泰证券研究所, WIND

图表 4: 公司分季度净利润情况 (百万元, %)



来源: 中泰证券研究所, WIND

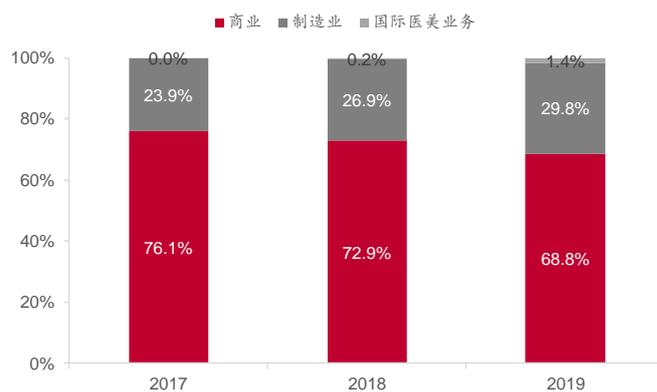
- 工业增长迅速, 医美扭亏为盈, 商业稳健增长。**2019 年商业、工业、国际医美业务分别实现收入 250.98 亿元、108.65 亿元、5.09 亿元, 分别同比增长 9.8%、26.7%、569.8%。医药工业板块继续保持高速增长, 慢性肾病、糖尿病、移植免疫、消化等四大产品线均保持良好增长趋势, 中美华东营业收入首次突破百亿元, 达到 105.08 亿元, 实现净利润 21.98 亿元。商业板块继续稳定增长, 在浙江省内保持医药商业龙头地位。国际医美业务平台 Sinclair 全球市场业务进一步拓展, 全年营收同比增长 36%, 净利润实现扭亏为盈。受益于高毛利的医药工业业务占比提升, 公司毛利率也得到提高, 2019 年全年毛利率 32.05%, 同比提升 3.06 个百分点。

图表 5: 公司各业务板块收入变化情况 (百万元)

		2017	2018	2019
商业	收入	21189.9	22349.4	25098.0
	增速		5.5%	9.8%
制造业	收入	6641.9	8237.9	10864.9
	增速		24.0%	26.7%
国际医美业务	收入		76.0	509.2
	增速			569.8%
合计		27831.8	30663.4	35445.7

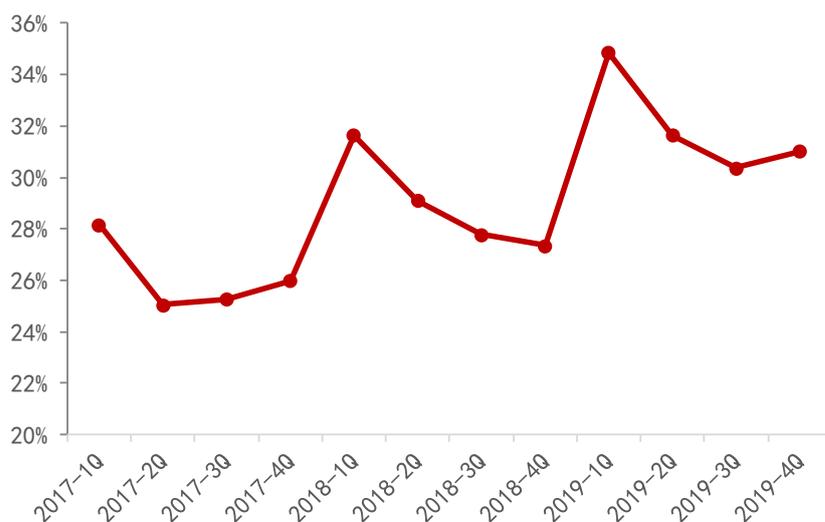
来源: 中泰证券研究所, 公司公告

图表 6: 公司各业务板块的收入占比情况



来源: 中泰证券研究所, 公司公告

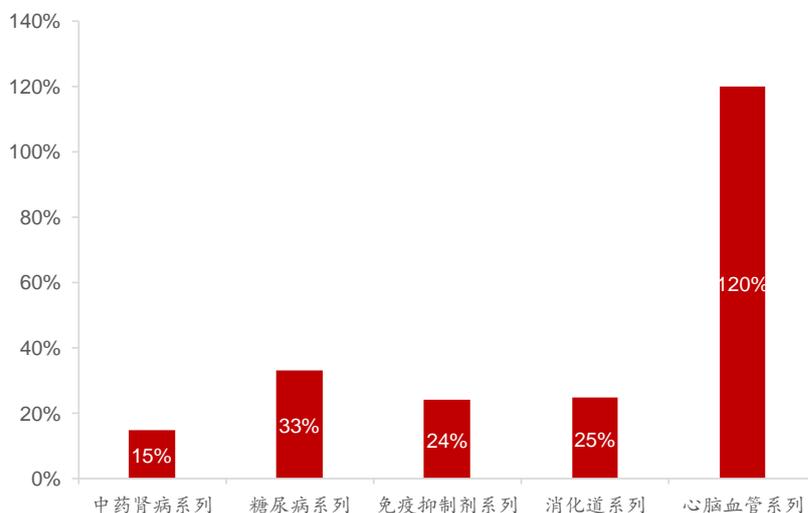
图表 7: 公司毛利率变化情况



来源: 中泰证券研究所, 公司公告

- **核心产品销售增长强劲。**2019 年公司在慢病领域继续深耕, 核心产品销售强劲, 中药肾病、糖尿病、免疫抑制剂、消化道、心脑血管系列产品分别同比增长 15%、33%、24%、25%、120%。我们预计公司继续深化慢病领域市场优势, 主力品种阿卡波糖片和百令胶囊收入均接近 30 亿元。

图表 8: 公司主要产品线 2019 年增速



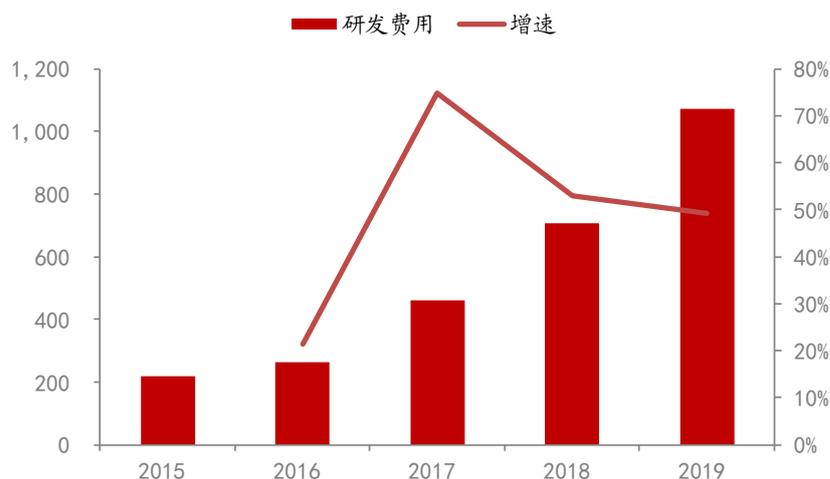
来源: 中泰证券研究所, 公司公告

研发投入大步向前, 2020 迎来全面创新转型

- **持续加大研发投入, 研发转型全面加速。**公司 2019 年研发投入 10.55 亿元, 同比增长 49.14%, 占医药工业收入比例达到 10%。公司全方位推动研发转型工作, 研发布局全面转向创新, 通过自主研发+合作委托开发+产品授权引进 (License-in) 相结合的新药研发模式, 加速丰富自

身产品管线；研发团队实力快速增强，研发人员由 550 名迅速扩充至 1 078 名，创新力度显著提升，2020 年将是公司全面创新转型元年，公司将重点布局抗肿瘤、内分泌和自身免疫三大核心领域创新产品，计划未来每年研发支出将不低于医药工业销售收入的 10%，力争 2022 年开始，保持每年有创新产品上市的良性发展节奏，实现 2025 年创新业务板块占整体工业营收 30% 的阶段目标。

图表 9：公司历年研发投入情况（百万元）



来源：中泰证券研究所，WIND

- **创新管线快速丰富，创新药研发规划明确。**2019 年已立项的创新项目超过 15 个，包括 HD1902、HD1903 和 HD1906 等多个肿瘤和自身免疫领域 1 类创新药项目，HD1901、HD1905、HD-IM-001 等新适应症或新剂型改良型 2 类新药，进一步丰富了创新产品管线。肿瘤领域迈华替尼已经启动 III 期临床，用于一/二线罕见基因突变的 II 期单臂临床试验，在获得第一阶段良好疗效的基础上完成与 CDE 沟通，有望以 II 期数据直接报产；GLP-1 新药 TTP273 已完成临床方案确认和医院伦理审批工作，将于 2020 年上半年开展 I 期 PK 桥接试验。利拉鲁肽注射液目前已全面启动 2 型糖尿病适应症多中心 III 期临床试验，预计 2020 年完成，并已正式开展该产品减肥适应症多中心 III 期临床试验；地特胰岛素已正式开展 I 期临床试验；雷珠单抗已提交临床申请，目前正在开展相关发补资料研究。
- **糖尿病领域创新药和仿制药形成完善产品线，专科优势将进一步强化。**公司过去在糖尿病等慢病领域构筑了雄厚的市场基础，公司进一步加强糖尿病领域产品布局，创新药、生物类似药、仿制药管线齐发，形成了创新靶点和差异化仿制药产品管线的全面布局。凭借优秀的专业化推广团队和市场网络，公司在糖尿病等专科、慢病用药领域的优势有望进一步强化。

图表 10: 公司糖尿病领域全产品线布局 (截止 2020 年 4 月)


来源: 中泰证券研究所, 公司公告

- 2020-2021 年多个仿制药品种有望上市, 拉动公司业绩成长。**为更好实现创新转型, 公司进一步梳理仿制药品种, 明确了重点聚焦和优先推进的品种。阿那曲唑、卡泊芬净、西格列汀二甲双胍有望年内接受生产现场检查; 奥美拉唑碳酸氢钠、来曲唑、恩格列净二甲双胍均已报产; 米卡芬净、利奈唑胺、卡格列净、马昔腾坦、索拉非尼有望年内申报生产。

图表 11: 公司主要仿制药品种研发进展

治疗领域	产品	适应症	研发进展		进展描述
			BE	ANDA	
糖尿病	* 卡格列净及片	2型糖尿病	████████████████████	████████████████████	完成BE和工艺验证, 计划2020年申报生产
	* 恩格列净二甲双胍复方片	2型糖尿病	████████████████████	████████████████████	已申报生产, 正在审评阶段
	* 西格列汀二甲双胍片	2型糖尿病	████████████████████	████████████████████	通过审评, 即将接受生产现场检查
	吡格列酮二甲双胍片(15/850mg)	2型糖尿病	████████████████████	████████████████████	处方工艺优化, 进行预BE试验。
	瑞格列奈片	2型糖尿病	████████████████████	████████████████████	正在开展BE研究
免疫	西罗莫司片	抗排异	████████████████████	████████████████████	小试研究准备
	他克莫司软膏	抗排异	████████████████████	████████████████████	小试研究
抗肿瘤	* 来曲唑片 ^{注1}	乳腺癌	████████████████████	████████████████████	已申报生产, 在审评阶段
	* 阿那曲唑片 ^{注2}	乳腺癌	████████████████████	████████████████████	提交现场检查表, 等待生产现场检查
	* 索拉非尼片	肝癌	████████████████████	████████████████████	通过预BE, 开展BE试验
超级抗生素	* 卡泊芬净及注射剂	抗真菌	████████████████████	████████████████████	已提交现场检查表, 等待生产现场检查
	* 米卡芬净及注射剂	抗真菌	████████████████████	████████████████████	完成发补资料研究, 计划2020年申报生产
	* 利奈唑胺片	超级抗生素	████████████████████	████████████████████	计划2020年上半年申报生产
消化道	复方奥美拉唑碳酸氢钠胶囊	胃溃疡	████████████████████	████████████████████	完成发补研究和一致性评价, 已申报生产
	沃诺拉赞片	胃溃疡	████████████████████	████████████████████	通过预BE, 开展正式BE试验
心血管	马昔腾坦片	肺动脉高压	████████████████████	████████████████████	通过预BE, 开展BE试验
肾病	百令颗粒剂二次开发	补肺肾	████████████████████	████████████████████	完成处方工艺优化, 待样品制备

注1、注2为“7.22”临床自查主动撤回品种, 重新申报后被列入优先审评程序。

注3: 以上标“*”的项目, 由公司委托杭州华东医药集团新药研究院有限公司进行开发, 本公司或子公司仍需支付相关委托开发费方可获得对应项目的产权。

来源: 中泰证券研究所, WIND

盈利预测和投资建议

- 我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 357.62 亿元、390.67 亿元、431.66 亿元, 同比分别增长 0.89%、9.24%、10.49%; 归母净利润分别为 28.26 亿元、32.86 亿元、40.65 亿元, 同比分别增长 0.46%、16.27% 和 23.70%。公司当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 11X、10X 和

8X。考虑公司研发布局加速，市场基础雄厚推广能力强大，创新管线布局丰富，维持“买入”评级。

风险提示

药品研发的风险

- 临床试验存在较高的不确定性，公司创新药早期产品的临床试验开展存在一定的不确定性，试验结果可能不能达到预期终点。

市场容量不及预期的风险

- 销售预测的假设条件，例如药品定价或药品的渗透率及患者的平均使用周期可能不及预期。

销售低于预期的风险

- 同类产品或同靶点产品竞争激烈，使得产品销售低于预期。

仿制药大幅降价风险

- 国家带量采购和肿瘤药专项采购政策严厉，使得药品价格整体大幅下降。

图表 12: 华东医药财务预测模型

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	13736	15564	19167	23239	营业收入	35446	35762	39067	43166
现金	2403	3804	6443	9315	营业成本	24087	24808	26762	28923
应收账款	6092	6318	6891	7587	营业税金及附加	182	193	209	230
其他应收款	92	90	101	111	营业费用	5797	5012	5475	6050
预付账款	363	370	406	436	管理费用	1095	933	1019	1126
存货	4039	4237	4575	4927	财务费用	2	-4	-74	-150
其他流动资产	746	746	751	864	资产减值损失	4	4	4	4
非流动资产	7728	7287	6953	6579	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	223	223	223	223	投资净收益	-15	26	26	26
固定资产	2175	2945	3188	3159	营业利润	3397	3508	4074	5038
无形资产	1455	1306	1156	1007	营业外收入	118	42	42	42
其他非流动资产	3875	2814	2386	2189	营业外支出	45	36	36	36
资产总计	21464	22852	26120	29818	利润总额	3470	3514	4080	5044
流动负债	8397	6903	7296	7721	所得税	545	552	641	792
短期借款	656	120	120	120	净利润	2925	2962	3439	4252
应付账款	3789	3903	4210	4550	少数股东损益	112	136	153	187
其他流动负债	3952	2881	2966	3051	归属母公司净利润	2813	2826	3286	4065
非流动负债	201	142	143	143	EBITDA	3814	3933	4511	5448
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.61	1.62	1.88	2.32
其他非流动负债	201	142	143	143					
负债合计	8597	7045	7439	7863	主要财务比率				
少数股东权益	557	694	847	1034	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	1750	1750	1750	1750	成长能力				
资本公积	2158	2158	2158	2158	营业收入	15.6%	0.9%	9.2%	10.5%
留存收益	8379	11205	13926	17005	营业利润	16.8%	3.3%	16.1%	23.7%
归属母公司股东权益	12309	15113	17834	20920	归属于母公司净利润	24.1%	0.5%	16.3%	23.7%
负债和股东权益	21464	22852	26120	29818	获利能力				
					毛利率(%)	32.0%	30.6%	31.5%	33.0%
					净利率(%)	7.9%	7.9%	8.4%	9.4%
					ROE(%)	22.9%	18.7%	18.4%	19.4%
					ROIC(%)	24.9%	25.4%	28.6%	33.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	40.1%	30.8%	28.5%	26.4%
					净负债比率(%)	19.88%	1.70%	1.61%	1.53%
					流动比率	1.64	2.25	2.63	3.01
					速动比率	1.15	1.64	2.00	2.37
					营运能力				
					总资产周转率	1.74	1.61	1.60	1.54
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	6.26	6.45	6.60	6.60
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.61	1.62	1.88	2.32
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	1.78	1.87	2.19
					每股净资产(最新摊薄)	7.03	8.64	10.19	11.96
					估值比率				
					P/E	11.35	11.29	9.71	7.85
					P/B	2.59	2.11	1.79	1.53
					EV/EBITDA	8	8	7	6

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2002	3123	3266	3836
净利润	2925	2962	3439	4252
折旧摊销	414	429	511	560
财务费用	2	-4	-74	-150
投资损失	15	-26	-26	-26
营运资金变动	-1344	-578	-543	-760
其他经营现金流	-11	340	-41	-39
投资活动现金流	-1583	-134	-134	-134
资本支出	1353	150	150	150
长期投资	257	0	0	0
其他投资现金流	28	16	16	16
筹资活动现金流	-609	-1589	-493	-830
短期借款	30	-536	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	292	0	0	0
资本公积增加	-297	0	0	0
其他筹资现金流	-633	-1053	-493	-830
现金净增加额	-167	1401	2639	2873

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。