

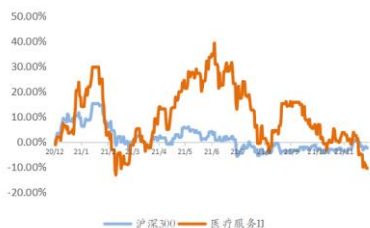
创新产业链从“战略布局”到“抢滩登陆”

相关研究：

- 1.《医保谈判落地，医保目录有进有出利好创新》 2021.12.06
- 2.《制裁名单不涉及CXO，板块布局正当时》 2021.12.20

行业评级：增持

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-15	-23	-7
绝对收益	-13	-22	-12

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：蒋栋

证书编号：S0500521050001

Tel: (8621)50295368

Email: jiangdong@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼湘财证券研究所

核心要点：

□ 上周医疗服务 II 下跌 5.70%，跌幅居首

上周医药生物报收 11036.16 点，上升 0.53%，涨幅排名位列申万一级行业第 10 位，涨幅居中。沪深 300 下跌 3.99%，医药跑赢沪深 300 指数 0.42%；医疗服务 II 报收 11327.85 点，下跌 5.70%；中药 II 报收 8264.71，上涨 9.41%；化学制药报收 11847.73 点，上涨 2.38%；生物制品 II 报收 12464.73 点，下跌 2.30%；医药商业 II 报收 5985.89 点，上涨 0.16%；医疗器械 II 报收 9654.68 点，上涨 1.48%；从涨跌特点上来看，中药及化学制药表现较强，医疗服务板块跌幅较大。

从医疗服务板块公司的表现来看，表现居前的公司有：创新医疗(+14.62%)、数字人(+14.54%)、南华生物(+11.21%)、宜华健康(+2.82%)、*ST 百花(+1.74%)；表现靠后的公司有：康龙化成(-10.50%)、药明康德(-10.23%)、美迪西(-10.09%)、泰格医药(-8.38%)、盈康生命(-7.59%)。从涨跌特点上来看，受市场风格转换影响医疗服务板块 CRO/CDMO 相关公司跌幅排名靠前。

□ 医疗服务 PE(ttm)环比下降 3.77，PB(lf)环比下降 0.48

当前医疗服务板块 PE 为 66.18，近一年 PE 最大值为 185.47，最小值为 66.47；当前 PB 为 8.42，近一年 PB 最大值为 14.47，最小值为 8.42。医疗服务板块 PE 环比下降 3.77，PB 环比下降 0.48，医疗服务板块 PE、PB 处于近一年底部水平。医疗服务板块相对于沪深 300 估值溢价率 487.62%。虽然静态来看医疗服务板块估值仍较高，但考虑到专科医院及 CXO 产业相关公司业绩增速较高，行业发展趋势较好且政策免疫，目前估值已较为合理。

□ 重要资讯

(1) 临床试验强调受试者安全 中药注射剂、细胞治疗同属核查重点

12 月 20 日，国家药品审核查验中心公布《药品注册核查工作程序（试行）》等 5 个文件，同时，国家药品审评中心也公布了《药品注册核查检验启动工作程序（试行）》，上述系列文件将于 2022 年 1 月 1 日起施行。根据《核查检验》文件中的表述，药审中心将基于风险等级决定是否启动药品注册核查与注册检验工作，主要从“品种”和“研发生产主体合规”两大纬度，将风险划分为高、中、低三个等级。其中，化学药品创新药、中药创新药、中药注射剂、生物制品等属于高风险，涉及生产工艺或生产场地重大变更的疫苗和血液制品，以及细胞治疗产品等也属于药品注册核查考虑的高风险情形。中风险情形主要包含脂质体、微球、吸入制剂等复杂剂型，特殊化学药品以及处方中含有大毒药材的中药民族药等特殊品种。除上述高、中风险情形外，其他情形为低风险。通过区分风险等级来进行核查检验工作之外，上述文件还特别强调了对药物临床试验现场核查的细则。

□ 本周观点

“战略布局”到“抢滩登陆”。虽然十年来医改取得了阶段性的成果，但可以

看到，医保资金目前支出增速大于收入增速，压力依然很大，带量采购常态化下医保资金未来支付结构将进一步调整：将虚高药价部分压缩，转移到临床急需用药、医疗服务，最大化医保资金使用效率。当前，我们提出创新产业链已经从“策略布局”到“抢滩登陆”阶段。所谓“策略布局”指的是在 2015 年 7 月 22 日临床自查核查之后，国内医药研发投入持续加大，创新药的获批数量持续提升。所谓的“抢滩登陆”指的是，花拳绣腿式的靠靶点跟随，撒网式的创新布局未来将难以持续，“抢滩登陆”是要靠“真创新”。

“策略布局”带来的问题：经过六年的粗狂式研发投入，品种布局，国内创新药在取得成果的同时也出现了诸多问题如靶点过于集中，临床试验同质化内卷等问题凸显。

政策信号：11 月 19 日，CDE 发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，从内容上来看，它是对“征求意见”中的内容进一步进行了明确，同时也对 CDE 在 11 月 10 日发布的《中国新药注册临床试验现状年度报告（2020 年）》揭示的一些主要问题，如：爆发式的创新药临床试验深陷同质化内卷、拖沓的临床试验效率、儿童药临床试验占比低、临床试验地域分布不均衡等，进行的一系列回应。

“抢滩登陆”对创新提出更高要求，更凸显 CXO 价值：市场担心以上临床指导原则以及实际的内卷情况会造成药企研发投入放缓，从而对创新产业链 CXO 公司带来冲击。我们认为以上指导原则其根本目的推动国内医药研发从伪创新，进一步走向真创新。而对于医疗服务板块 CXO 相关公司的影响来看，我们认为创新的难度加大并不会打消药企创新研发的热情，仿制药生命周期变短，带量采购常态化已经是不争的事实，只是以后对药企创新提出了更高的要求，这时候反而是更能凸显出 CXO 龙头公司对医药创新的价值。过去靶点跟随的战略已经趋于失效，唯有源头的创新才是真创新，而 CXO 企业如药明康德、康龙化成等对新药研发前沿技术持续跟踪与积累，其创新能力强于大多数制剂企业。所谓的“抢滩登陆”是到了企业拼硬实力的时候，靠简单的没有创新性的靶点跟随战略将愈加艰难。

在医保继续“腾笼换鸟”大背景下坚持“政策免疫”及“创新”的选股思路。**建议关注：**（1）**创新药卖水人“CXO”产业链公司：**全球医药研发投入及研发外包渗透率的不断提升使得 CXO 市场规模持续保持较高增速；国内 CXO 公司由于其人力资源成本优势及创新能力，将持续受益于海外产能向中国转移的大趋势，同时国内新医改及良好的医药投融资环境使得医药研发如火如荼；（2）**民营专科医疗服务公司：**随着可支配收入的增长及健康意识的提高，医疗市场逐渐由疾病驱动的市场（即治疗已经生病的人）转型为健康驱动的市场（即提供医疗服务积极改善生存质量），消费型医疗呈现上升趋势。国家继续鼓励社会资本办医，民营专科医院受政策压制小；

（3）**第三方医学检验实验室：**老龄化及健康意识的增强和慢性病病例的激增促使人们尽早发现并采取主动预防措施，预计，随着检验需求及 ICL 渗透率的不断提升，国内 ICL 行业规模将继续保持稳健增长。

□ 风险提示

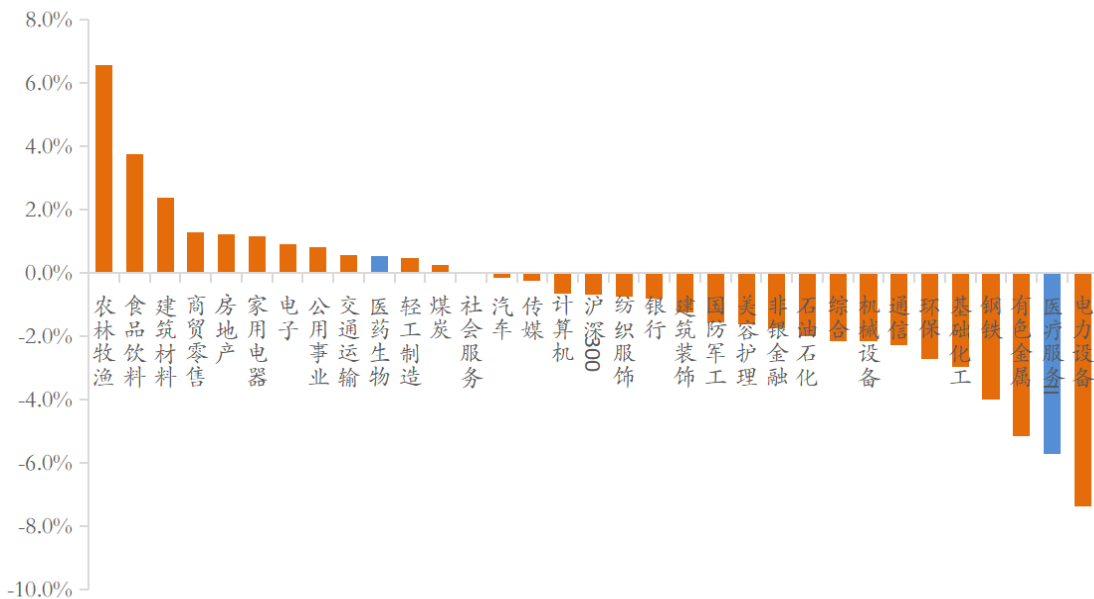
（1）政策变动不确定性；（2）创新药研发投入不及预期；（3）行业及上市公司业绩不及预期风险。

1 板块及个股表现

上周申万医药指数上涨 0.53%，位列全行业第 10 位，跑赢沪深 300 指数。

上周医药生物报收 11036.16 点，上升 0.53%，涨幅排名位列申万一级行业第 10 位，涨幅居中。沪深 300 下跌 3.99%，医药跑赢沪深 300 指数 0.42%。

图 1 上周各行业指数涨跌幅比较



资料来源：Wind、湘财证券研究所

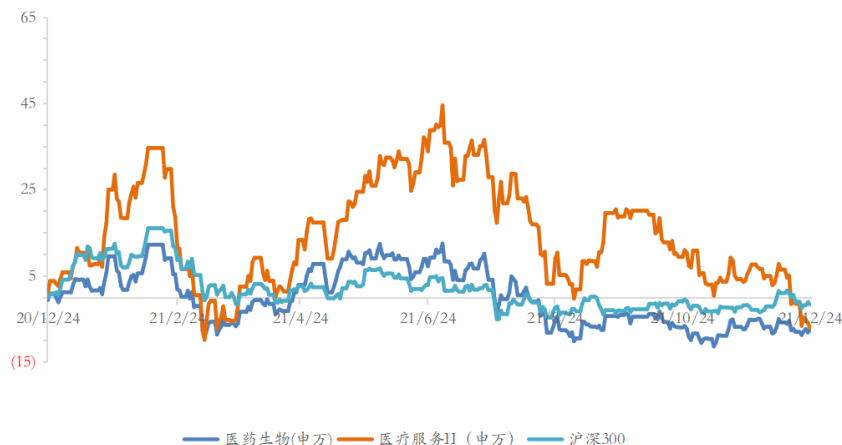
受市场风格转换影响医疗服务跌幅较大。医疗服务 II 报收 11327.85 点，下跌 5.70%；中药 II 报收 8264.71，上涨 9.41%；化学制药报收 11847.73 点，上涨 2.38%；生物制品 II 报收 12464.73 点，下跌 2.30%；医药商业 II 报收 5985.89 点，上涨 0.16%；医疗器械 II 报收 9654.68 点，上涨 1.48%；从涨跌特点上来看，中药及化学制药表现较强，医疗服务板块跌幅较大。

表 1 医药各子版块一周涨跌幅

板块	收盘价	涨跌幅 (%)	
		上周	2020 年以来
医药生物	11036.16	0.53	38.07
医疗服务	11327.85	-5.70	71.49
中药	8264.71	9.41	45.74
化学制药	11847.73	2.38	18.41
生物制品	12464.73	-2.30	42.27
医药商业	5985.89	0.16	-6.10
医疗器械	9654.68	1.48	65.26

资料来源：Wind、湘财证券研究所

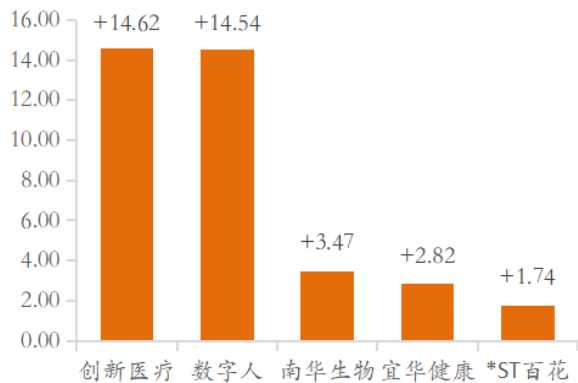
图 2 近一年医疗服务板块涨跌幅对比 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

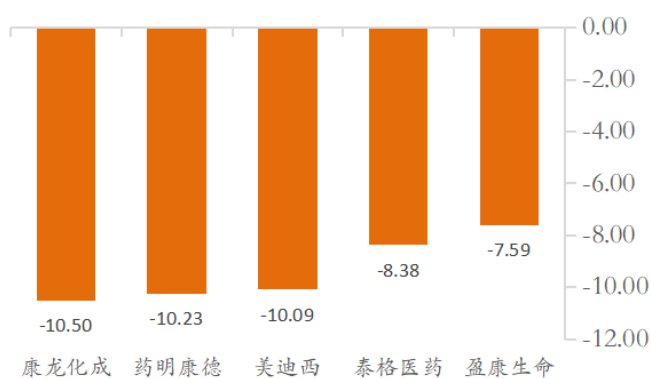
从医疗服务板块公司的表现来看，表现居前的公司有：创新医疗 (+14.62%)、数字人 (+14.54%)、南华生物 (+11.21%)、宜华健康 (+2.82%)、*ST 百花 (+1.74%)；表现靠后的公司有：康龙化成 (-10.50%)、药明康德 (-10.23%)、美迪西 (-10.09%)、泰格医药 (-8.38%)、盈康生命 (-7.59%)。从涨跌特点上来看，受市场风格转换影响医疗服务板块 CRO/CDMO 相关公司跌幅排名靠前。

图 3 医疗服务板块上市公司一周涨跌幅前五名



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4 医疗服务板块上市公司一周涨跌幅后五名



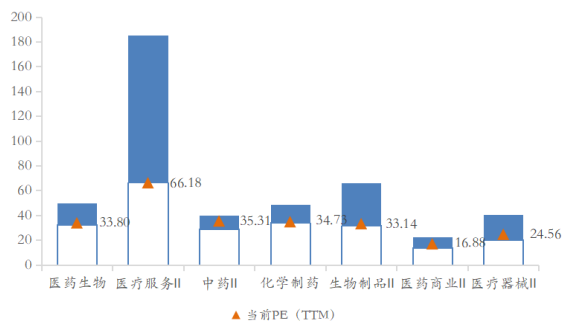
资料来源：Wind、湘财证券研究所

2 行业估值

近一年医药板块估值整体回落，医疗服务估值下降明显。当前医疗服务板块 PE 为 66.18，近一年 PE 最大值为 185.47，185.47 最小值为 66.47；当前 PB 为 8.42，近一年 PB 最大值为 14.47，最小值为 8.42。医疗服务板块 PE 环比下降 3.77，PB 环比下降 0.48，医疗服务板块 PE、PB 处于近一

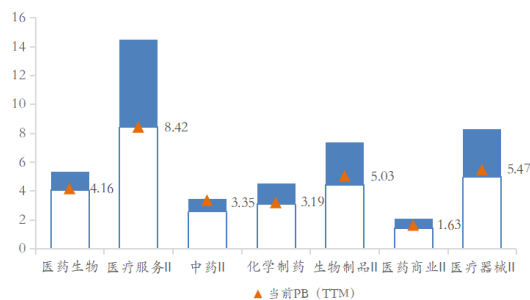
年底部水平。医疗服务板块相对于沪深 300 估值溢价率 487.62%。虽然静态来看医疗服务板块估值仍较高，但考虑到专科医院及 CXO 产业相关公司业绩增速较高，行业发展趋势较好且政策免疫，目前估值已较为合理。

图 5 近一年医药各子版块 PE 概况



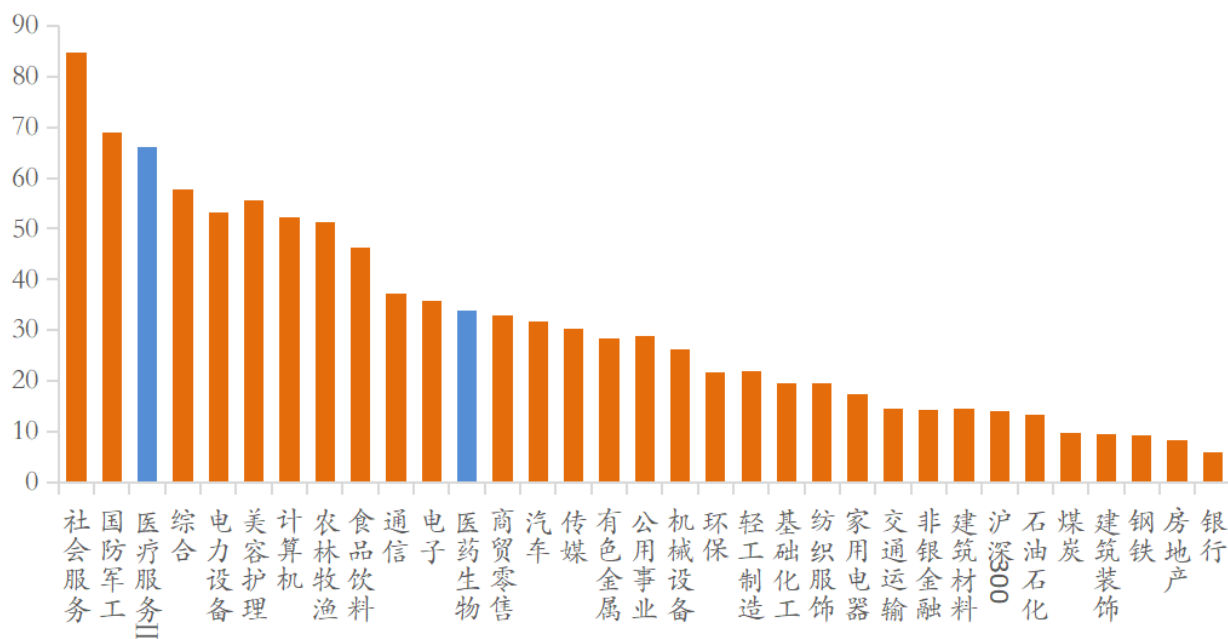
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6 近一年医药各子版块 PB 情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

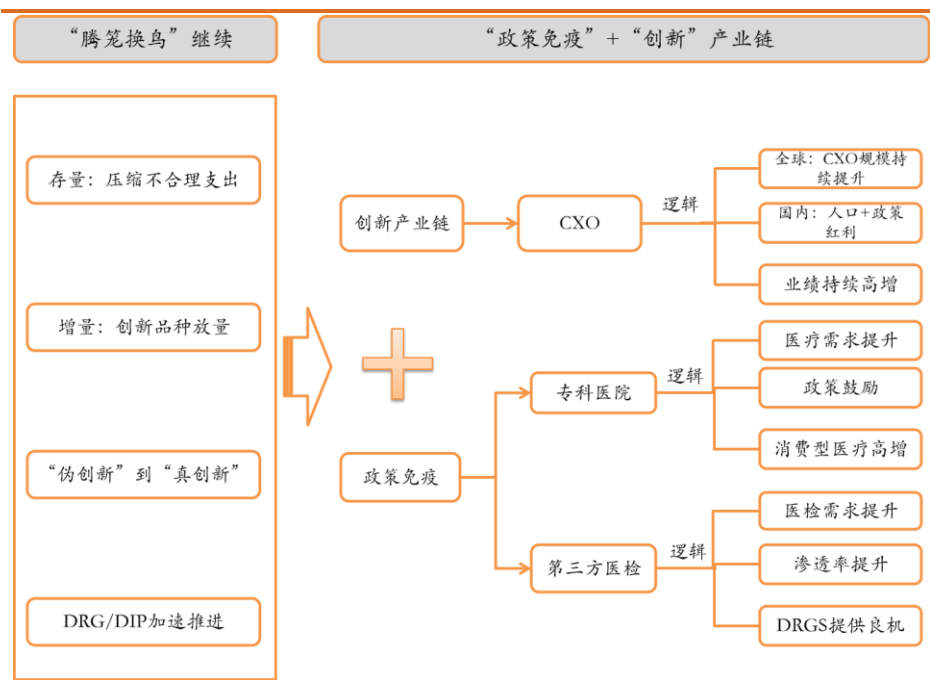
图 7 申万一级行业、医疗服务 II 市盈率情况 (TTM, 整体法, 剔除负值)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

医疗服务板块今年整体压力较大，大多数公司估值较前期有较明显回落，部分公司已具性价比。我们建议关注具有中国优势的板块调整下带来的布局机会，坚持“政策免疫”及“创新”的选股思路。

图 8 聚焦“政策免疫”和“创新”产业链



资料来源：湘财证券研究所

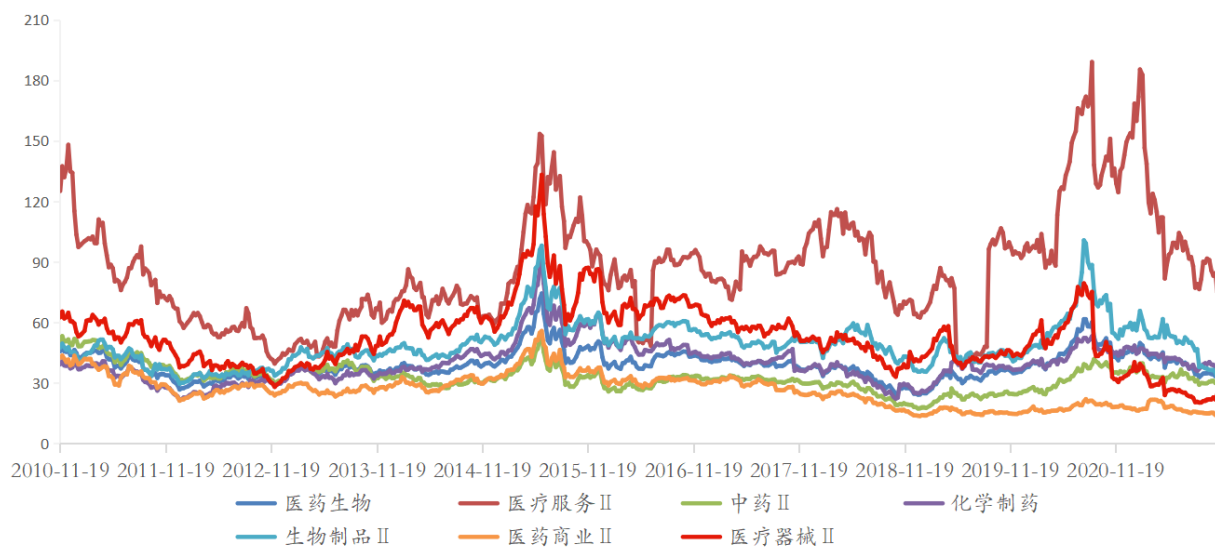
建议关注：

(1) **创新药卖水人“CXO”产业链公司**：全球医药研发投入及研发外包渗透率的不断提升使得 CXO 市场规模持续保持较高增速；国内 CXO 公司由于其人力资源成本优势及创新能力，将持续受益于海外产能向中国转移的大趋势，同时国内新医改及良好的医药投融资环境使得医药研发如火如荼，预计未来 3-5 年 CXO 行业有望保持 20%以上的复合增速。建议重点关注临床 CRO 龙头公司及后端 CRO/CDMO 公司。

(2) **民营专科医疗服务**：随着可支配收入的增长及健康意识的提高，医疗市场逐渐由疾病驱动的市场（即治疗已经生病的人）转型为健康驱动的市场（即提供医疗服务积极改善生存质量），消费型医疗呈现上升趋势。国家继续鼓励社会资本办医，民营专科医院受政策压制小，建议重点关注口腔医疗、眼科等专科医疗服务龙头公司。

(3) **第三方医学检验实验室**：老龄化及健康意识的增强和慢性病病例的激增促使人们尽早发现并采取主动预防措施，将推动医疗检测需求。独立医学实验室检测项目多，技术能力强，较医院自有检验科室优势明显。预计，随着检验需求及 ICL 渗透率的不断提升，国内 ICL 行业规模将继续保持稳健增长，建议关注 ICL 龙头公司。

图 9 2010 年至今各子行业估值变化情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

表 2 重点公司估值跟踪

证券名称	总市值	2020 营收 (亿元)	2020 利润 (亿元)	Wind 盈利预测 (亿元)			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300725.SZ 药石科技	269 亿	10.2	1.8	4.7	4.2	5.8	58X	64X	46X
002821.SZ 凯莱英	1093 亿	31.5	7.2	10.1	15.9	19.5	109X	69X	56X
603259.SH 药明康德	3282 亿	165.4	29.6	44.6	59.2	77.7	74X	55X	42X
300347.SZ 泰格医药	983 亿	31.9	17.5	21.9	26.8	32.7	45X	37X	30X
300759.SZ 康龙化成	1064 亿	51.3	11.7	14.6	19.7	26.7	73X	54X	40X
603127.SH 昭衍新药	384 亿	10.8	3.2	4.5	6.0	7.9	85X	64X	49X
2269.HK 药明生物	3711 亿	56.2	16.9	30.6	42.9	62.6	121X	87X	59X
300363.SZ 博腾股份	455 亿	20.7	3.2	4.8	7.4	9.1	95X	62X	50X
688131.SH 皓元医药	172 亿	6.4	1.3	2.0	2.9	4.2	86X	59X	41X
300244.SZ 迪安诊断	195 亿	106.5	8.0	13.7	13.0	14.2	14X	15X	14X
603882.SH 金域医学	466 亿	82.4	15.1	20.1	18.7	20.3	23X	25X	23X
300015.SZ 爱尔眼科	2334 亿	119.1	17.2	23.4	30.8	40.0	100X	76X	58X
600763.SH 通策医疗	620 亿	20.9	4.9	7.4	9.8	12.8	84X	63X	48X
平均							74X	56X	43X

资料来源：Wind、湘财证券研究所 数据截至 2021 年 12 月 24 日

3 行业要闻及重要公告

3.1 行业要闻

➤ 临床试验强调受试者安全 中药注射剂、细胞治疗同属核查重点

12月20日,国家药品审核查验中心公布《药品注册核查工作程序(试行)》等5个文件,同时,国家药品审评中心也公布了《药品注册核查检验启动工作程序(试行)》,上述系列文件将于2022年1月1日起施行。根据《核查检验》文件中的表述,药审中心将基于风险等级决定是否启动药品注册核查与注册检验工作,主要从“品种”和“研发生产主体合规”两大纬度,将风险划分为高、中、低三个等级。其中,化学药品创新药、中药创新药、中药注射剂、生物制品等属于高风险,涉及生产工艺或生产场地重大变更的疫苗和血液制品,以及细胞治疗产品等也属于药品注册核查考虑的高风险情形。中风险情形主要包含脂质体、微球、吸入制剂等复杂剂型,特殊化学药品以及处方中含有大毒药材的中药民族药等特殊品种。除上述高、中风险情形外,其他情形为低风险。通过区分风险等级来进行核查检验工作之外,上述文件还特别强调了对药物临床试验现场核查的细则。(来源:Wind)

➤ 136个药品拟涨价,最高超3000%

12月21日,辽宁省公共资源交易中心发布了两份通知。一份是《关于对药品挂网价格动态调整拟涨价情况进行公示的通知》,梳理发现,136个药品拟涨价,其中涨幅超1000%的达9个,涨幅最高的品种为河南辅仁怀庆堂制药的利巴韦林注射液(1ml:0.1g),从0.52元涨至19.8元/支,涨幅达3707.69%。增长金额较高的有吉林敖东药业的注射用盐酸平阳霉素、南京南大药业的注射用尿激酶以及瀚晖制药的注射用盐酸博来霉素,分别从148元涨至794元、74.9元涨至498元、119元涨至398元。(来源:医药经济报)

➤ 央企办医疗机构改革基本完成,360个医疗机构关闭撤销

国资委12月23日召开媒体通气会通报的数据显示,截至2021年11月底,中央企业所办1154个医疗机构深化改革完成率达到99.6%。其中,228个医疗机构移交地方纳入当地公共医疗卫生体系,促进了基本公共服务均等化;359个医疗机构通过中央企业内部整合等方式,实现专业化运营和集中管理;202个医疗机构通过重组改制、托管、交由地方专业化平台等方式推进改革;360个运营困难、缺乏竞争优势的企业办医疗机构,有序实施关闭撤销,妥善安置了医院职工。(来源:第一财经)

➤ 《医保基金监管蓝皮书:中国医疗保障基金监督管理发展报告(2021)》发布

12月23日,《中国医疗保险》杂志社召开新闻发布会,与社会科学文献出版社共同发布了《医保基金监管蓝皮书:中国医疗保障基金监督管理发展报告(2021)》。蓝皮书指出了我国医保基金监管工作亟待解决的3个问题:1)基金监管的法治化规范化建设存在短板;2)“互联网+”医药监管存在盲区;3)基金监管数据共享和交换仍存在障碍。(来源:中国医疗保险)

3.2 重要公告

➤ 光正眼科:关于下属子公司收到政府补贴的公告

12月21日,光正眼科发布公告其下属子公司山南康佳医疗器械有限公司,于近日收到山南地区财政局国库专户拨付的产业扶持资金款人民币16,895,417.00元。该项政府补贴为现金形式,已全部到账。根据《企业会计准则第16号—政府补助》的规定,山南公司本次获得的政府补助属于与收益相关的政府补助,本期计入其他收益科目,预计影响公司本年度利润总额(税前收益)16,895,417.00元。

➤ 博济医药:拟转让子公司相关药物技术成果及知识产权

12月20日,博济医药公告公司签署硝石甘胆颗粒《技术转让合同》、《技术开发(委托)合同》、《技术服务(委托)合同》,深圳博瑞将“硝石甘胆颗粒”项目全部技术成果及知识产权转让给康元医药,由康元医药委托深圳博瑞完成“硝石甘胆颗粒”临床批件中药学补充研究工作。

➤ 国际医学:关于监事亲属短线交易及致歉的公告

12月21日,国际医学公告公司于近日收到公司监事赵璐先生出具的《关于本人亲属短线交易的情况及致歉说明》,获悉赵璐先生的配偶钟文娟女士于2021年11月23日至2021年12月10日买卖公司股票,构成短线交易。

➤ 康龙化成:股票与股票期权激励计划限售条件成就但暂不上市的公告

12月22日,康龙化成发布公告根据公司2019年限制性股票与股票期权激励计划(以下简称“本次激励计划”、“《激励计划》”)所有激励对象承诺,自每个解除限售的条件达成之日起6个月内,其所持有的当批次解除限售的全部限制性股票不得转让。因此公司申请本次解除限售的限制性股票暂不上市,继续禁售至2022年5月12日。

➤ 药石科技:关于公司控股子公司浙江晖石药业复工复产的公告

12月24日,药石科技发布公告随着当地疫情防控形势逐步好转,浙江晖石根据《杭州湾综管办辖区工业企业有序复工复产实施意见》、《绍兴市上虞区化工生产企业复产操作方案》等文件要求于近日办理了复工复产申请,并

通过了主管部门的审批，于 2021 年 12 月 24 日开始复工复产。公司及浙江晖石后续将积极落实一手抓疫情防控、一手抓复工复产“两手抓”的总体要求，在确保疫情严格管控前提下，有序实施复工复产。

➤ 光正眼科：出售下属子公司定价暨交易进展公告

12 月 27 日，光正眼科发布公告公司于 2021 年 12 月 6 日召开了第五届董事会第二次会议，审议通过了《关于出售下属子公司的议案》，同意以不低于 1,500 万元的价格出售全资子公司新源县光正燃气有限公司 100% 股权。近日，关于新源光正股权出售事项的评估工作已完成，新源光正的评估价值为 1388.79 万元。依据评估结果，交易双方经友好协商，一致同意以 1,500 万元的价格转让新源光正 100% 股权并达成相关协议。本次交易完成后公司不再持有新源光正股权。

4 本周观点

“策略布局”到“抢滩登陆”。虽然十年来医改取得了阶段性的成果，但可以看到，医保资金目前支出增速大于收入增速，压力依然很大，带量采购常态化下医保资金未来支付结构将进一步调整：将虚高药价部分压缩，转移到临床急需用药、医疗服务，最大化医保资金使用效率。当前，我们提出创新产业链已经从“策略布局”到“抢滩登陆”。所谓“策略布局”指的是在 2015 年 7 月 22 日临床自查核查之后，国内医药研发投入持续加大，创新药的获批数量持续提升。所谓的“抢滩登陆”指的是，花拳绣腿式的靠靶点跟随，撒网式的创新布局未来将难以持续，“抢滩登陆”是要靠“真创新”。

“策略布局”带来的问题：经过六年的粗狂式研发投入，品种布局，国内创新药在取得成果的同时也出现了诸多问题如靶点过于集中，临床试验同质化内卷等问题凸显。

政策信号：11 月 19 日，CDE 发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，从内容上来看，它是对“征求意见稿”中的内容进一步进行了明确，同时也对 CDE 在 11 月 10 日发布的《中国新药注册临床试验现状年度报告（2020 年）》揭示的一些主要问题，如：爆发式的创新药临床试验深陷同质化内卷、拖沓的临床试验效率、儿童药临床试验占比低、临床试验地域分布不均衡等，进行的一系列回应。

“抢滩登陆”对创新提出更高要求：市场担心以上临床指导原则以及实际的内卷情况会造成药企研发投入放缓，从而对创新产业链 CXO 公司带来冲击。我们认为以上指导原则其根本目的推动国内医药研发从伪创新，进一步走向真创新。而对于医疗服务板块 CXO 相关公司的影响来看，我们认为创新的难

度加大并不会打消药企创新研发的热情，仿制药生命周期变短，带量采购常态化已经是不争的事实，只是以后对药企创新提出了更高的要求，这时候反而是更能凸显出 CXO 龙头公司对医药创新的价值。过去靶点跟随的战略已经趋于失效，唯有源头的创新才是真创新，而 CXO 企业如药明康德、康龙化成等对新药研发前沿技术持续跟踪与积累，其创新能力强于大多数制剂企业。所谓的“抢滩登陆”是到了企业拼硬实力的时候，靠简单的没有创新性的靶点跟随战略将愈加艰难。

我们建议投资者关注具有中国优势的板块调整下带来的布局机会，坚持“政策免疫”及“创新”的选股思路。**建议关注：（1）创新药卖水人“CXO”产业链公司：**全球医药研发投入及研发外包渗透率的不断提升使得 CXO 市场规模持续保持较高增速；国内 CXO 公司由于其人力资源成本优势及创新能力，将持续受益于海外产能向中国转移的大趋势，同时国内新医改及良好的医药投融资环境使得医药研发如火如荼，预计未来 3-5 年 CXO 行业有望保持 20% 以上的复合增速。建议重点关注临床 CRO 龙头公司及后端 CRO/CDMO 公司。

（2）民营专科医疗服务：随着可支配收入的增长及健康意识的提高，医疗市场逐渐由疾病驱动的市场（即治疗已经生病的人）转型为健康驱动的市场（即提供医疗服务积极改善生存质量），消费型医疗呈现上升趋势。国家继续鼓励社会资本办医，民营专科医院受政策压制小，建议重点关注口腔医疗、眼科等专科医疗服务龙头公司。**（3）第三方医学检验实验室：**老龄化及健康意识的增强和慢性病病例的激增促使人们尽早发现并采取主动预防措施，将推动医疗检测需求。独立医学实验室检测项目多，技术能力强，较医院自有检验科室优势明显。预计，随着检验需求及 ICL 渗透率的不断提升，国内 ICL 行业规模将继续保持稳健增长，建议关注 ICL 龙头公司。

5 风险提示

（1）政策变动不确定性；（2）创新药研发投入不及预期；（3）行业及上市公司业绩不及预期风险。

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。