

投资评级:中性(维持)

医药生物行业中报解读

工业增速下台阶主旋律依然是看创新能力

最近一年行业指数走势



联系信息

张文录

分析师

SAC 证书编号: S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

沈瑞

分析师

SAC 证书编号: S0160517040001

021-68592283

shenr@ctsec.com

相关报告

- 1 《慢牛格局不变, 医药短期超涨: 医药生物漫谈第九十三期》 2019-08-26
- 2 《一系列“好事”将压制一系列“坏事”主导成长股向上: 医药生物漫谈第九十二期》 2019-08-19
- 3 《贸易摩擦下行业避险属性再现: 医药生物漫谈第九十一期》 2019-08-13

● 医药工业增速下台阶, 主旋律是忽略盈利看创新能力、医保谈判

1、化学制剂行业利润增速大幅下滑, 主要是因系统性风险的股价下跌后, 上市公司顺势计提坏账、减值等因素造成, 但今年股价上涨已经将利润增速恢复充分体现出来。2、化学原料药行业: 受益带量采购和供给侧改革价值上升, 随着带量采购模式推进, 仿制药的竞争将体现在原料药上, 掌控原料药的企业盈利能力将保持稳定。3、中药: 研发费用依然上不来, “平反”难度大。虽有关部门鼓励中医药产业, 但医保资金的捉襟见肘对中药产品的压制没有变化。中药发展的两个路径, 从医保中抽出来走消费品路径, 不依赖于医保, 治未病; 做好质量, 道地药材, 做好循证医学, 研发在疗效再评价上下功夫。4、生物制药依然是景气度最高的细分领域之一, 增长靠疫苗和重组蛋白, 抗体类基本在港股, 随着上交所科创板的开放程度, 相信会有更多的企业选择在国内上市, 继续提升生物制药的景气度。5、血制品行业: 受成本上升影响, 终端难以提价, 净利润率处于下滑中。6、医疗器械: 受益于行业景气度和集中度、汇率贬值等因素净利率水平创历史新高。7、高值耗材: 在集采降价和需求爆发中博弈中成长。随着各个省份耗材集采的深入, 盈利能力将逐渐下滑, 这个细分领域内依然要选择行业景气度高、竞争压力较小而议价能力相对较强的公司作为标准配置。8、IVD: 化学发光带动增长, 期待基因诊断领域新突破, 提升行业景气度。9、CRO/C(D)MO: 全球产业分工下的中国崛起, 景气度持续上升。中国将成为全球最大的CXO 产业布局, 前端临床前/临床的项目增速高, 预示未来几年后端 CMO 行业的爆发, 虽毛利率随着规模化生产对客户的让利而有所下降, 但收入端的爆发式增长、成本的控制, 规模效应, 使得利润增速持续保持高水平。10、流通企业估值处于低位, 现金流转暖、债务率稳定, 利润率上升将修复行业估值; 11、零售行业受益处方外流成长方向明确。12、医保谈判: 创新药的香饽饽。统计中的 2017 年 31 个被纳入医保谈判的产品中, 虽平均降价幅度达到了 50-60%。但 2018-2019 年仅 1 个产品由于竞争激烈出现了下滑, 其他都是大幅度增长, 医保谈判加速创新药变现, 成为行业发展红利。关注 2019 年医保谈判的降价幅度。

● 风险提示: 带量采购降价幅度超预期, 医保谈判降价超预期

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (09.04)	EPS (元)			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
002675	东诚药业	103.65	12.92	0.35	0.49	0.63	36.91	26.37	20.51	买入
300595	欧普康视	182.15	45.10	0.54	0.75	1.12	83.52	60.13	40.27	买入
300676	华大基因	283.47	70.85	1.11	1.35	1.66	63.83	52.48	42.68	增持
002223	鱼跃医疗	221.65	22.11	0.73	0.90	1.12	30.29	24.57	19.74	买入
002773	康弘药业	318.54	36.38	1.17	1.53	2.00	31.09	23.78	18.19	买入
300233	金城医药	82.48	20.98	0.67	1.54	1.48	31.31	13.62	14.18	买入

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财, 财通天下

内容目录

1、 严控医保支出，医药工业增速下台阶	4
2、 细分领域财务数据分析	4
2.1 化学制剂行业：利润增速将恢复以充分体现到股价上	6
2.2 化学原料药行业：受益带量采购和供给侧改革价值上升	7
2.3 中药领域：研发费用依然上不来，“平反”难度大	8
2.4 生物制药增长靠疫苗和重组蛋白，抗体类基本在港股	9
2.5 血制品行业：受成本上升影响，净利润率下滑	10
2.6 医疗器械：受益于行业景气度和集中度等因素净利率水平创历史新高	11
2.7 高值耗材：在集采降价和需求爆发博弈中成长	12
2.8 IVD：化学发光带动增长，期待基因诊断领域新突破	13
2.9 CRO/C(D)MO：全球产业分工下的中国崛起，景气度持续上升	14
2.10 流通企业估值处于低位，利润率上升将修复估值	15
2.11 零售行业受益处方外流成长方向明确	17
3、 医保谈判：创新药的香饽饽	17

图表目录

图 1：医药制造业收入增速放缓	4
图 2：医药制造业利润增速放缓	4
图 1：化学制剂子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速	6
图 2：化学制剂子行业毛利率及各项费用率变化情况	7
图 3：化学原料药子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速	7
图 4：化学原料药子行业毛利率及各项费用率变化情况	8
图 5：中药子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速	8
图 6：中药子行业毛利率及各项费用率变化情况	9
图 7：生物制制药（剔除血液制品）子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速	9
图 8：生物制品（剔除血液制品）子行业毛利率及各项费用率	10
图 9：血制品子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速	10
图 10：血制品子行业毛利率及各项费用率变化情况	11
图 11：医疗器械（剔除高值耗材和 IVD）子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速	11
图 12：医疗器械（剔除高值耗材和 IVD）子行业毛利率及各项费用率变化情况	12
图 13：高值耗材子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速	12
图 14：高值耗材子行业毛利率及各项费用率变化情况	13
图 15：体外诊断子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速	13
图 16：体外诊断子行业毛利率及各项费用率变化情况	14
图 17：CRO/C(D)MO 子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速	14
图 18：CRO/C(D)MO 子行业毛利率及各项费用率变化情况	15
图 19：流通子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速	15
图 20：流通子行业毛利率及各项费用率变化情况	16
图 21：流通子行业经营活动净现金流变化情况	16
图 22：流通子行业有息负债情况稳定	16

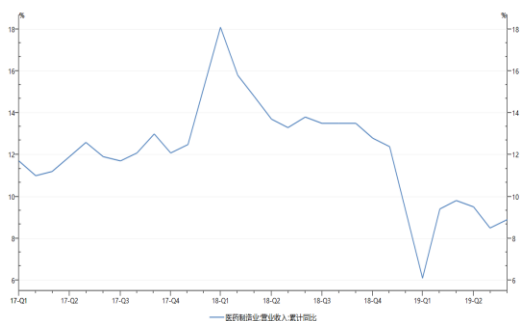
图 23: 零售子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速.....	17
图 24: 零售子行业毛利率及各项费用率变化情况.....	17
图 25: 利妥昔单抗近年销售增速.....	18
图 26: 曲妥珠单抗近年销售增速.....	18
图 27: 贝伐珠单抗近年销售增速.....	18
图 28: 阿比特龙近年销售增速.....	18

表 1: 医药上市公司细分领域划分.....	4
------------------------	---

1、严控医保支出，医药工业增速下台阶

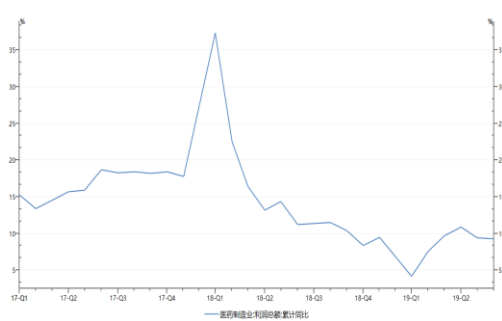
2019 年上半年医药制造业收入 1.22 万亿，同比增加 8.5%，增速放缓下一台阶。利润总额 1608 亿，同比增加 9.4%，盈利能力较 2018 年弱复苏。医药工业未来面临的形势依然是比较严峻的，医保资金腾笼换鸟，很大一部分医保资金迅速从辅助用药和中药向创新药等领域支付。大量的进口创新药对国内企业的经营造成压力，如果明年带量采购铺开的步伐加速，医药工业增速有可能继续缓慢下行。因创新药投资、审批速度和进入医保的节奏都有明显提速，整个资本市场的资金面宽松，未来三到五年主旋律依然是忽略企业盈利看创新能力。

图 1：医药制造业收入增速放缓



数据来源：国家统计局、财通证券研究所

图 2：医药制造业利润增速放缓



数据来源：国家统计局、财通证券研究所

2、细分领域财务数据分析

为客观反映细分领域的变化情况，财通医药组对细分领域和分支进行重新归类统计，具体分类情况见下表。

表 1：医药上市公司细分领域划分

原料药	化学制剂	中药	生物制药	医疗器械	流通
普洛药业	东诚药业	广誉远	康弘药业	鱼跃医疗	瑞康医药
新华制药	仙琚制药	仁和药业	长春高新	九安医疗	国药一致
北大医药	双成药业	通化金马	双鹭药业	尚荣医疗	海王生物
广济药业	广生堂	泰合健康	千红制药	奥美医疗	英特集团
京新药业	丰原药业	金陵药业	未名医药	阳普医疗	浙江震元
海普瑞	丽珠集团				

润都股份 福安药业 金城医药 尔康制药 山河药辅 富祥股份 新光药业 同和药业 海正药业 天药股份 华海药业 奥翔药业 司太立 美诺华 健友股份 天宇股份 九洲药业 东宝生物 赛托生物	海南海药 景峰医药 山大华特 恩华药业 信立泰 亚太药业 力生制药 科伦药业 长江润发 誉衡药业 海思科 特一药业 奥赛康 赛隆药业 哈三联 昂利康 莱美药业 北陆药业 康芝药业 华仁药业 翰宇药业 仟源医药 金石东方 贝达药业 海辰药业 普利制药 九典制药 一品红 华润双鹤 人福医药 复星医药 恒瑞医药 健康元 现代制药 联环药业 哈药股份 华北制药 莎普爱思 辰欣药业 灵康药业	九芝堂 华润三九 沃华医药 紫鑫药业 嘉应制药 桂林三金 奇正藏药 众生药业 精华制药 汉森制药 贵州百灵 太安堂 益盛药业 以岭药业 佛慈制药 葵花药业 龙津药业 黄山胶囊 易明医药 盘龙药业 新天药业 华森制药 红日药业 上海凯宝 福瑞股份 吉药控股 香雪制药 振东制药 佐力药业 陇神戎发 同仁堂 太极集团 太龙药业 中恒集团 羚锐制药 中新药业 亚宝药业 昆药集团 千金药业 天士力	安科生物 智飞生物 沃森生物 舒泰神 我武生物 赛升药业 康泰生物 海特生物 金花股份 通化东宝 康辰药业	盈康生命 理邦仪器 宝莱特 和佳股份 三诺生物 戴维医疗 三鑫医疗 乐心医疗 开立医疗 英科医疗 爱朋医疗 迈瑞医疗 万东医疗 新华医疗 振德医疗 维力医疗 南卫股份 康德莱	重药控股 嘉事堂 华通医药 鹭燕医药 中国医药 同济堂 国药股份 南京医药 第一医药 九州通 柳药股份 塞力斯 润达医疗 迪安诊断 美康生物
			血制品 振兴生化 华兰生物 上海莱士 卫光生物 博雅生物 天坛生物	高值耗材 冠昊生物 正海生物 蓝帆医疗 大博医疗 乐普医疗 凯利泰 欧普康视 健帆生物	零售 一心堂 人民同泰 大参林 老百姓 益丰药房
			CXO 凯莱英 博腾股份 量子生物 药石科技 昭衍新药 药明康德 泰格医药 博济医药 康龙化成	IVD 利德曼 博晖创新 九强生物 迈克生物 安图生物 贝瑞基因 科华生物 达安基因	

	卫信康 诚意药业 方盛制药 西藏药业 常山药业 兴齐眼药 德展健康 济民制药	康缘药业 济川药业 康恩贝 益佰制药 神奇制药 天目药业 江中药业 辅仁药业 健民集团 马应龙 康惠制药 珍宝岛 步长制药 寿仙谷 大理药业		万孚生物 艾德生物 华大基因 明德生物 迪瑞医疗 凯普生物 透景生命 基蛋生物	
--	---	--	--	--	--

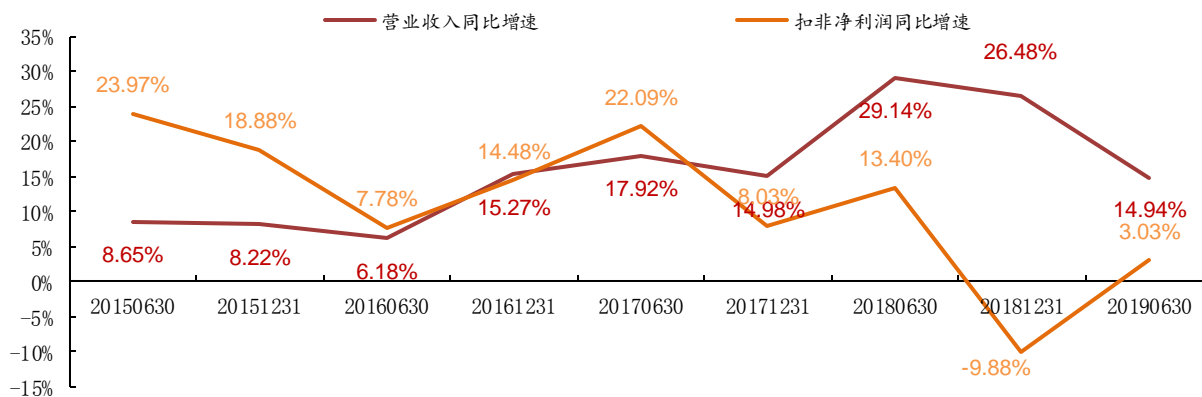
数据来源：财通证券研究所

备注：我们主要关注中成药市场变化情况，因剔除东阿阿胶、云南白药、恒康医疗、信邦制药、片仔癀和康美药业。化药剔除新股微芯生物，原料药剔除维生素，因其主要为普用；流通剔除华东医药和上海医药。

2.1 化学制剂行业：利润增速将恢复已充分体现到股价上

2019H1 化学制剂上市公司收入 1173 亿，同比增速 14.94%；扣非净利润 107 亿，增速 3.03%，净利润率 9.12%，利润增速大幅下滑的主要原因是股价持续低迷，在 2018Q4 与 2019Q1 上市公司顺势计提大量费用、减值和坏账等因素所致。目前股

图 3：化学制剂子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速

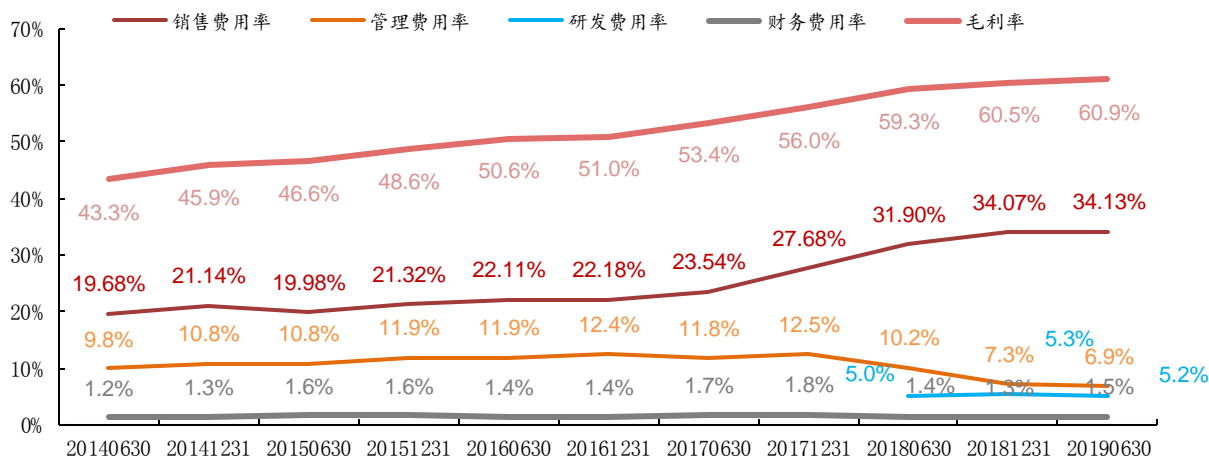


数据来源：wind、财通证券研究所

价已经修复，体现了上市公司利润将恢复至与收入增速相匹配的情形。整体上从

2017 年开始的两票制影响，销售费用率呈现快速上升趋势，目前以趋于平稳，管理费用率保持稳定，从 2018 年研发费用从管理费用里单独列出来，可以看出，研发费用率缓慢上行，主要还是在研发和一致性评价投入上。影响行业变化还是在新药进入医保速度和带量采购的进展上。

图 4：化学制剂子行业毛利率及各项费用率变化情况

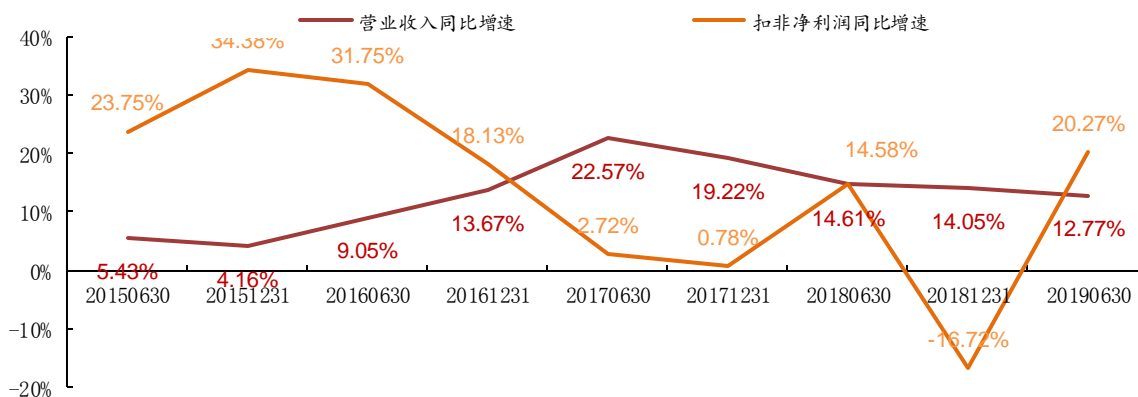


数据来源：wind、财通证券研究所

2.2 化学原料药行业：受益带量采购和供给侧改革价值上升

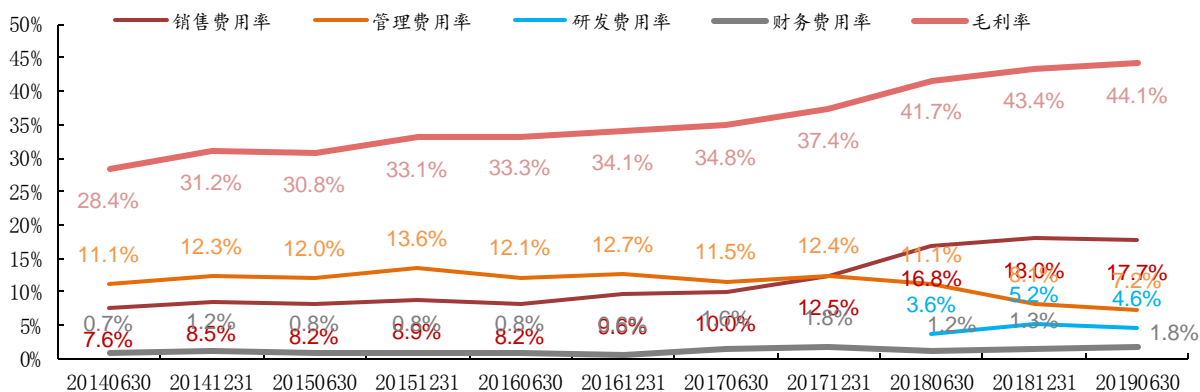
2019H1 化学原料药行业（剔除以兽用饲料行业为主的维生素企业）收入 331 亿，同比增速 12.77%；扣非净利润 28 亿，同比增加 20.27%，净利率 8.46%。从 2017 年受益供给侧改革以来，原料药行业增速显著高于制剂行业增速，盈利能力也显著提升。随着仿制药带量采购模式的深入推进，仿制药行业的竞争将体现在原料药上，掌控原料药的企业的盈利能力将保持稳定。

图 5：化学原料药子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速



数据来源：wind、财通证券研究所

图 6：化学原料药子行业毛利率及各项费用率变化情况

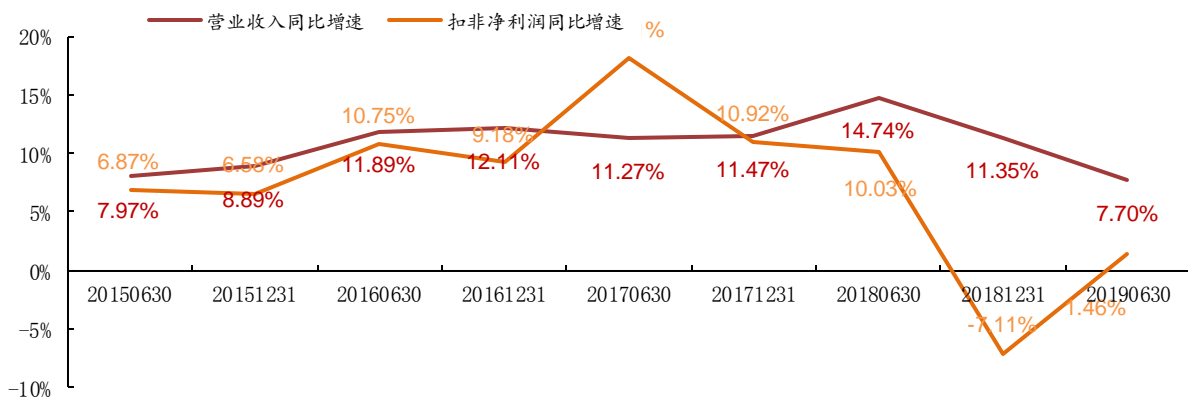


数据来源：wind、财通证券研究所

2.3 中药领域：研发费用依然上不来，“平反”难度大

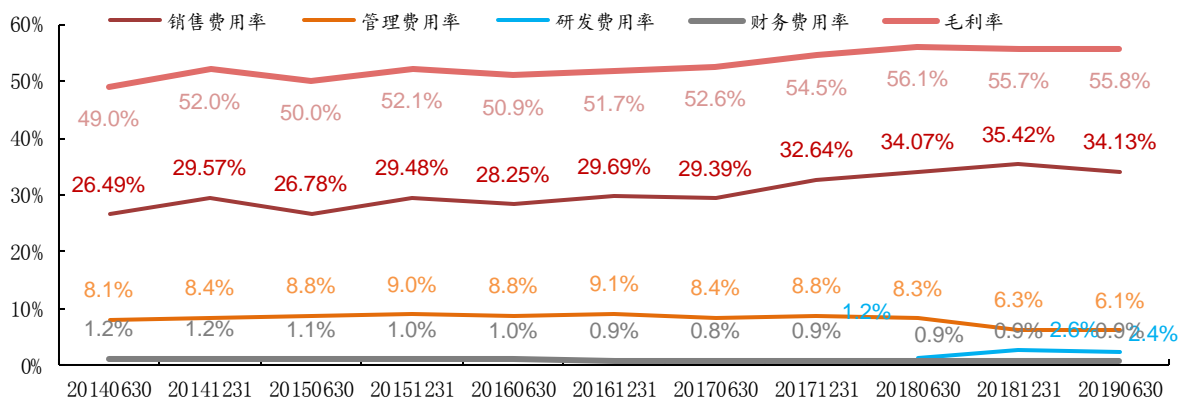
2019H1 中药领域（剔除消费品为主的东阿阿胶、云南白药和片仔癀，波动较大的康美药业等）营业收入 1609 亿，依然是最大的细分领域，同比增速为 7.70%，收入增速加速下行；扣非净利润 105 亿元，同比增速 1.46%；净利润率 6.53%。销售费用率经过两票制之后稳中有降，毛利率和管理费用率趋于稳定，研发费用率仅为 2.4%。虽国家有关部门鼓励发展中医药产业，但医保资金的捉襟见肘对中药产品的压制没有变化。我们依然认为，中医药发展的两个路径，第一，从医保中抽出来走消费品路径，不依赖于医保，治未病；第二，做好质量，道地药材，做好循证医学，研发在疗效再评价上下功夫，才能扭转医生的理念。目前来看，扭转的速度偏慢，资本市场很难给予正反馈。

图 7：中药子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速



数据来源：wind、财通证券研究所

图 8：中药子行业毛利率及各项费用率变化情况

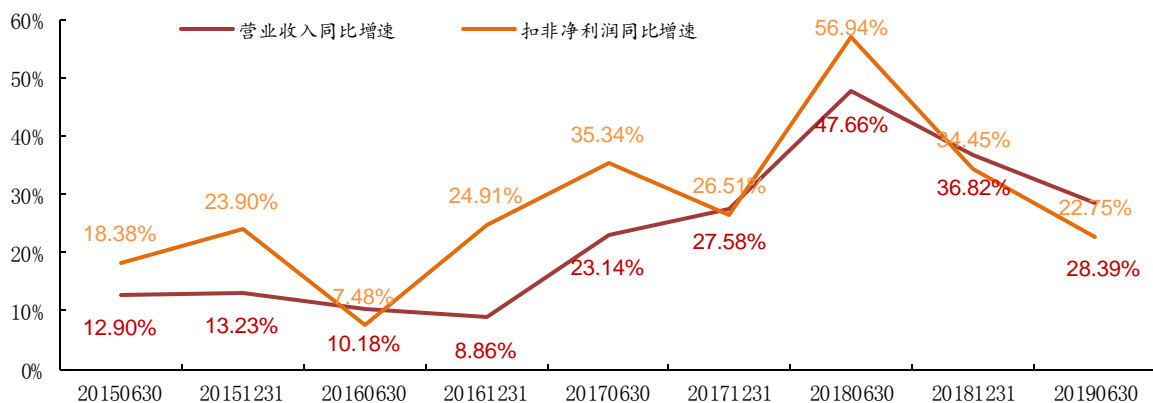


数据来源：wind、财通证券研究所

2.4 生物制药增长靠疫苗和重组蛋白，抗体类基本在港股

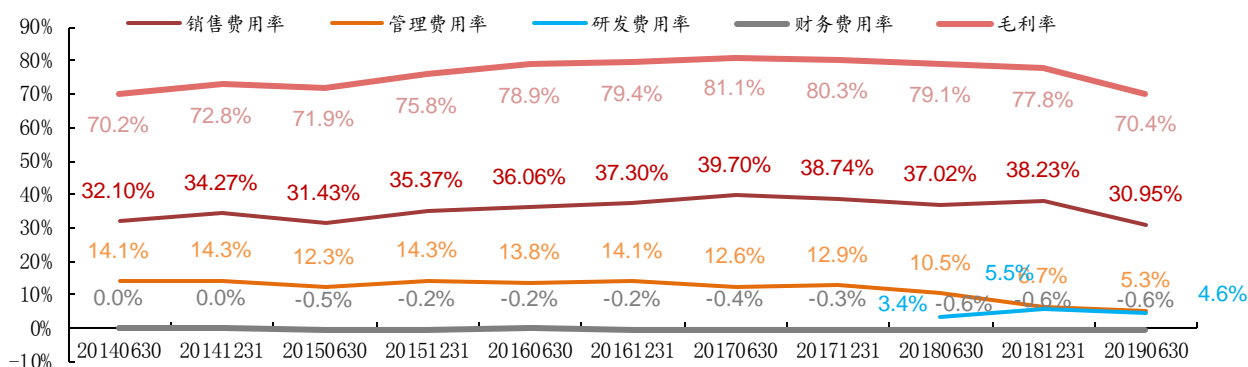
2019H1 生物制药（剔除血液制品）公司收入 180 亿元，同比增速 28.39%；扣非净利润 41 亿元，同比增速 22.75%，净利润率 22.78%。生物制药依然是发展最为景气的行业之一，行业需求增速高速稳定，招标降价因素影响小，利润率持续保持高位。A 股的生物制品标的主要是疫苗和重组蛋白生长激素类等，而抗体类药物主要公司药明生物、信达生物、百济神州、君实生物和基石药业等均在港股上市，随着上交所科创板的开放程度，相信会有更多的企业选择在国内上市，继续提升生物制药的景气度。

图 9：生物制药（剔除血液制品）子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速



数据来源：wind、财通证券研究所

图 10：生物制品（剔除血液制品）子行业毛利率及各项费用率变化情况

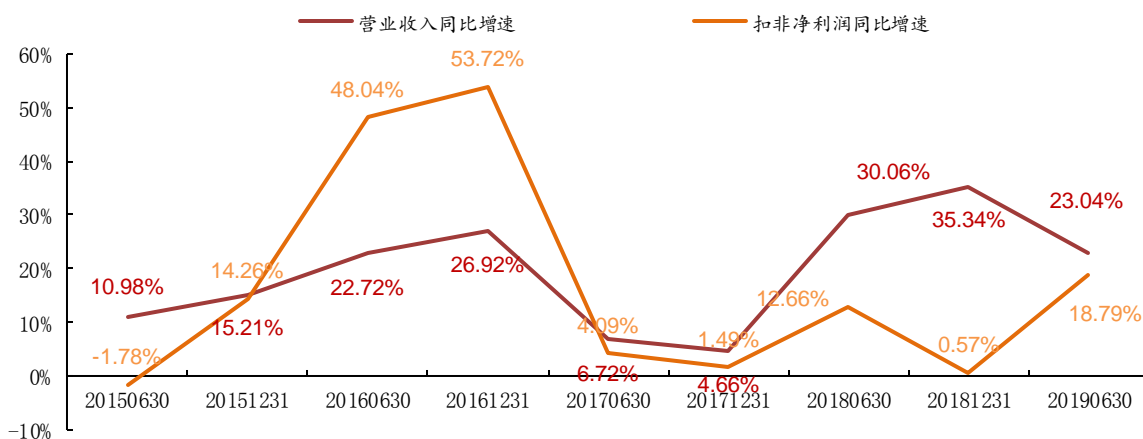


数据来源：wind、财通证券研究所

2.5 血制品行业：受成本上升影响，净利润率下滑

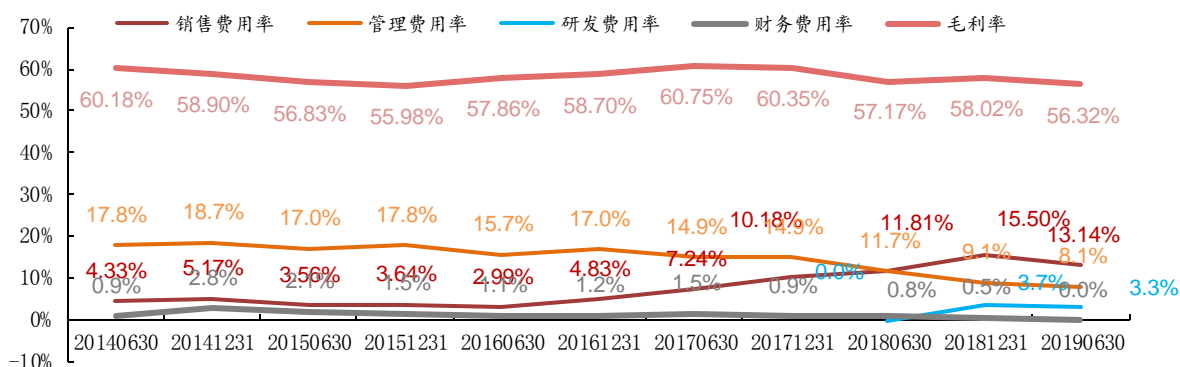
2019H1 血制品公司收入 64 亿，同比增速 23.04%；净利润 15 亿，同比增速 18.79%，净利润率 23.29%。毛利率下降主要是受到振兴生化和卫光生物两个企业的毛利率下滑拖累，此外，华兰生物去年疫苗业务爆发对毛利率拉动的基数较高所致。整体上来看，受到原料获取成本的上升，终端价格无法通过提价转移，血制品行业净利润率依然处于缓慢下滑中，净利润率从 2017 年的 26.2% 下滑到目前的 23.3%。

图 11：血制品子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速



数据来源：财通证券研究所、wind

图 12：血制品子行业毛利率及各项费用率变化情况

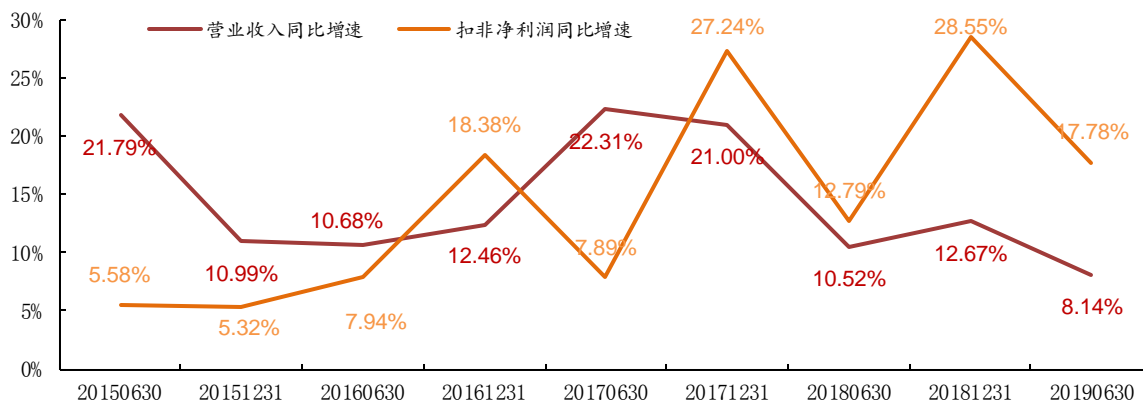


数据来源：wind、财通证券研究所

2.6 医疗器械：受益于行业景气度和集中度等因素净利率水平创历史新高

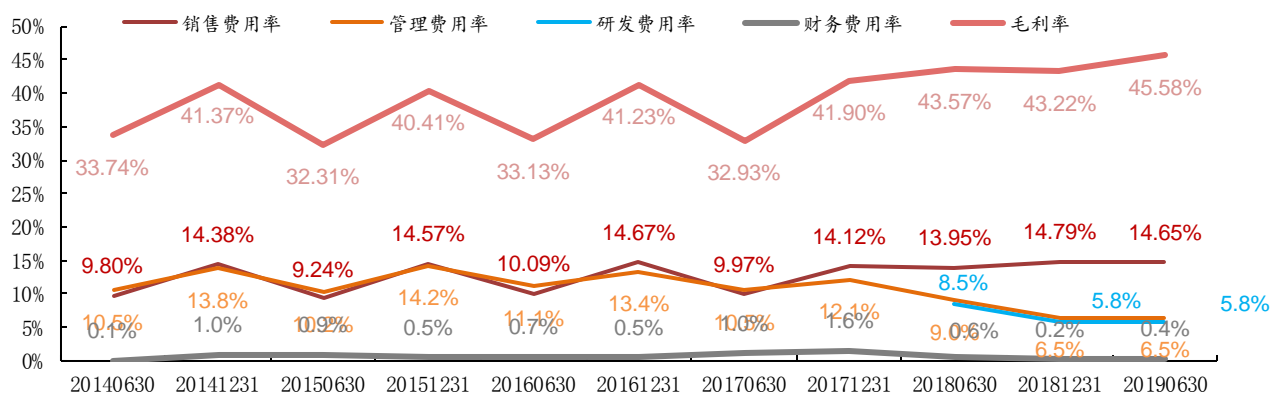
2019H1 医疗器械（剔除高值耗材和 IVD）公司收入 231 亿，同比增长 17.78%；净利润 31 亿，同比增长 8.14%，净利润水平 13.2%，创历史新高。佐证了我们对医疗器械行业高景气度的判断，医疗器械行业受到贸易战影响小，反而受益于汇率贬值等因素，以及低值医疗器械的行业集中度提升，管理效率提升，盈利水平较高。

图 13：医疗器械（剔除高值耗材和 IVD）子行业营业收入及扣非归母净利润同比增速



数据来源：wind、财通证券研究所

图 14：医疗器械（剔除高值耗材和 IVD）子行业毛利率及各项费用率变化情况

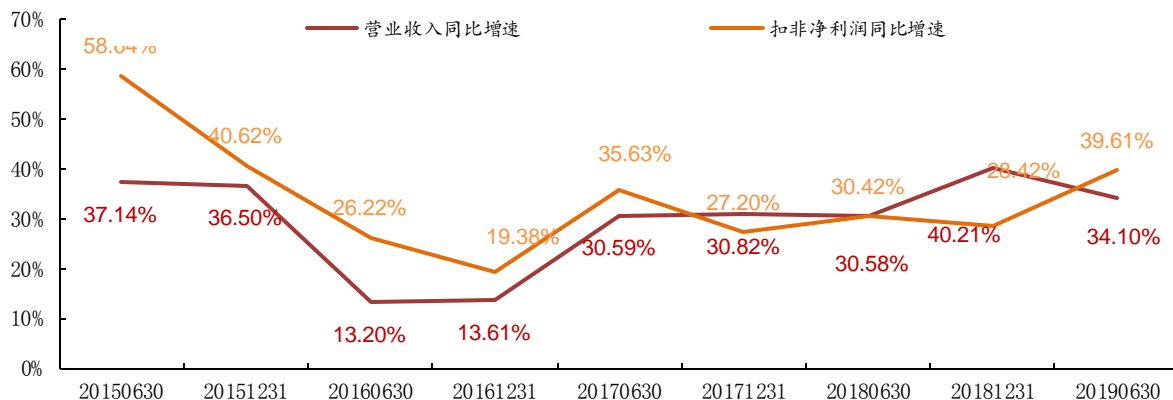


数据来源：wind、财通证券研究所

2.7 高值耗材：在集采降价和需求爆发博弈中成长

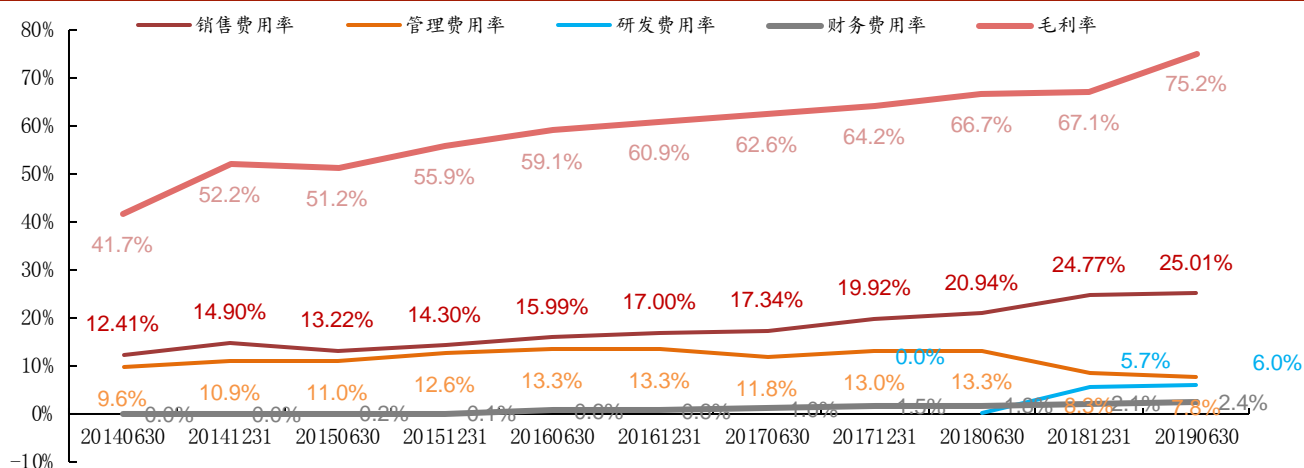
2019H1 高值耗材行业收入 63 亿，增速 39.61%；净利润 19 亿，同比增速 34.10%，净利率水平达到历史新高的 30.1%，主要受到乐普医疗、健帆生物和欧普康视强劲增长的影响。高值耗材两票制和集采始终是一个悬而未决的事情，所以相对如此高的利润和收入增速，估值“偏低”，但随着各个省份耗材集采的深入，盈利能力将逐渐下滑，这个细分领域内依然要选择行业景气度高、竞争压力较小而议价能力相对较强的公司作为标准配置。

图 15：高值耗材子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速



数据来源：wind、财通证券研究所

图 16：高值耗材子行业毛利率及各项费用率变化情况

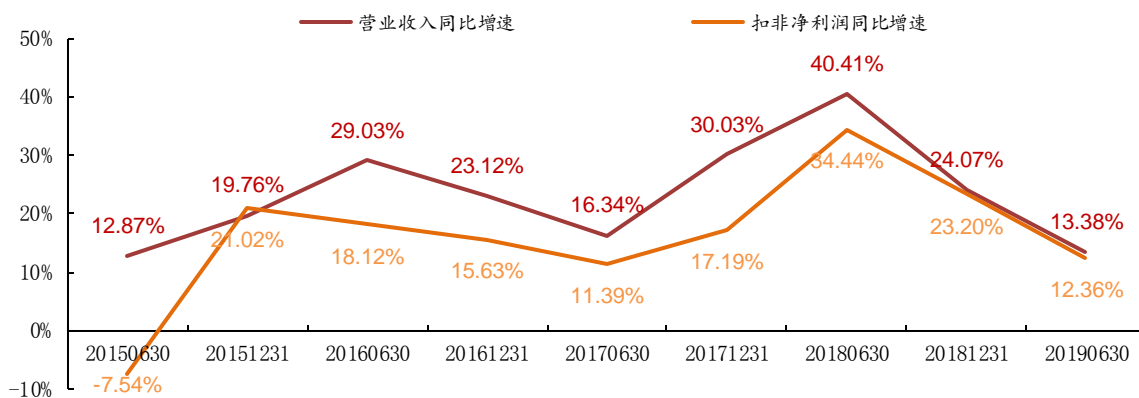


数据来源：wind、财通证券研究所

2.8 IVD：化学发光带动增长，期待基因诊断领域新突破

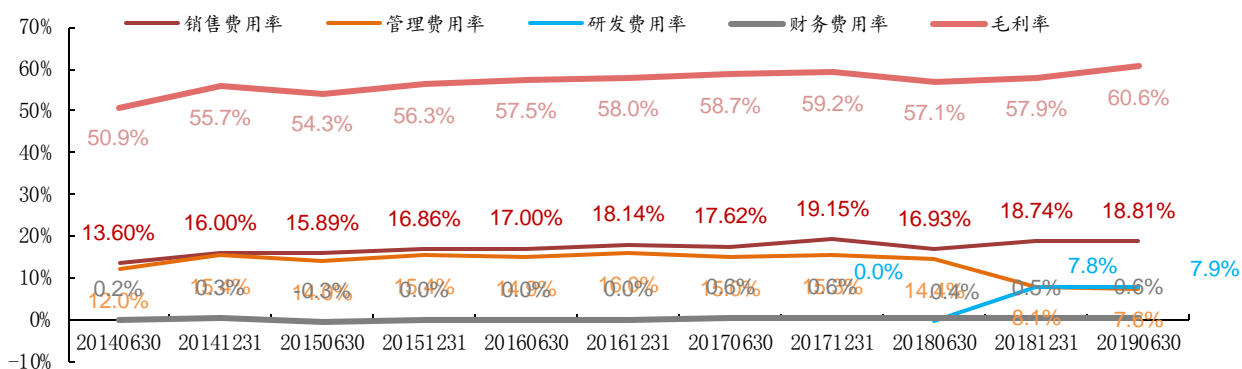
2019H1 体外诊断公司收入 100 亿，同比增长 13.38%；扣非净利润 19 亿，同比增长 12.36%，净利润率 18.6%，与去年同期基本持平。生化诊断和基因诊断增长较为缓慢，化学发光和 POCT 增长较为快速，这个领域第一还是化学发光的国产替代逻辑；随着基因诊断在肿瘤个性化用药和肿瘤早诊方面的进步，诊断行业或迎来新一波高景气周期。

图 17：体外诊断子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速



数据来源：wind、财通证券研究所

图 18：体外诊断子行业毛利率及各项费用率变化情况

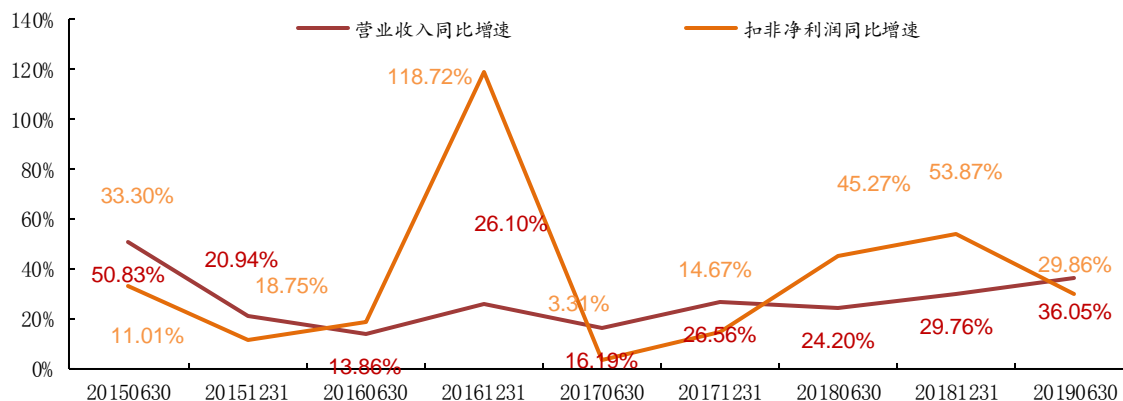


数据来源：wind、财通证券研究所

2.9 CRO/C(D)MO：全球产业分工下的中国崛起，景气度持续上升

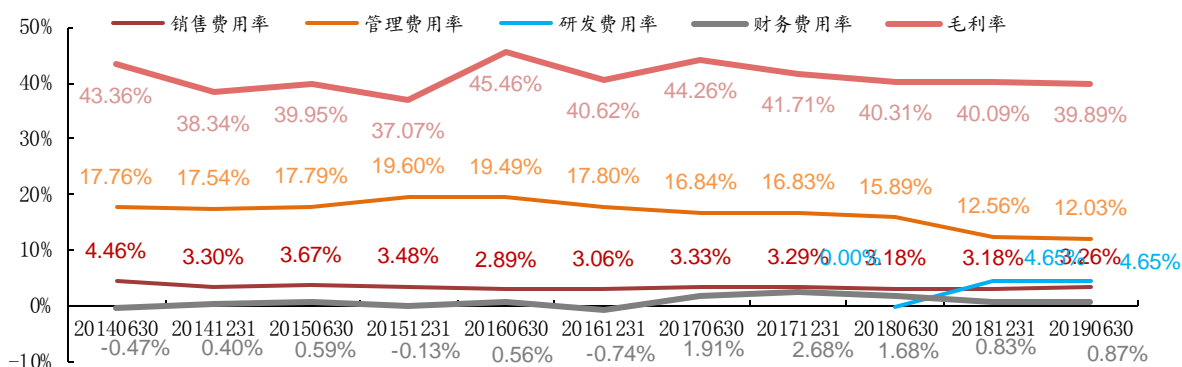
CRO/C(D)MO 行业随着创新药的迅猛发展，行业增速持续向上，2019H1 相关公司收入 118 亿，同比 36.05%；扣非净利润 18 亿，同比增长 29.86%；净利润率 15.6%，创出历史新高。随着医药产业国际大分工的进展，国内临床资源和生产力的提升，中国将成为全球最大的 CXO 产业布局，前端临床前/临床的项目增速高，预示未来几年后端 CMO 行业的爆发，虽毛利率随着规模化生产对客户的让利而有所下降，但收入端的爆发式增长、成本的控制，规模效应，使得利润增速持续保持高水平。

图 19：CRO/C(D)MO 子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速



数据来源：wind、财通证券研究所

图 20：CRO/C(D)MO 子行业毛利率及各项费用率变化情况

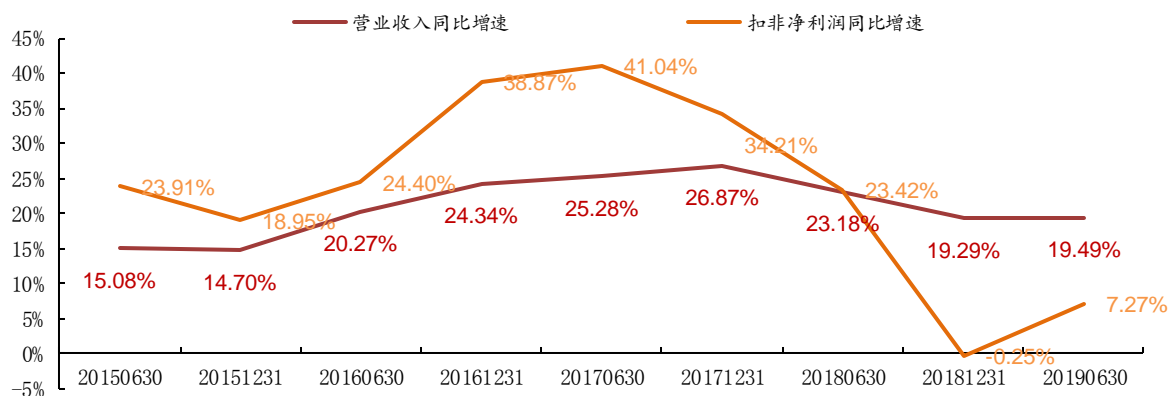


数据来源：wind、财通证券研究所

2.10 流通企业估值处于低位，利润率上升将修复估值

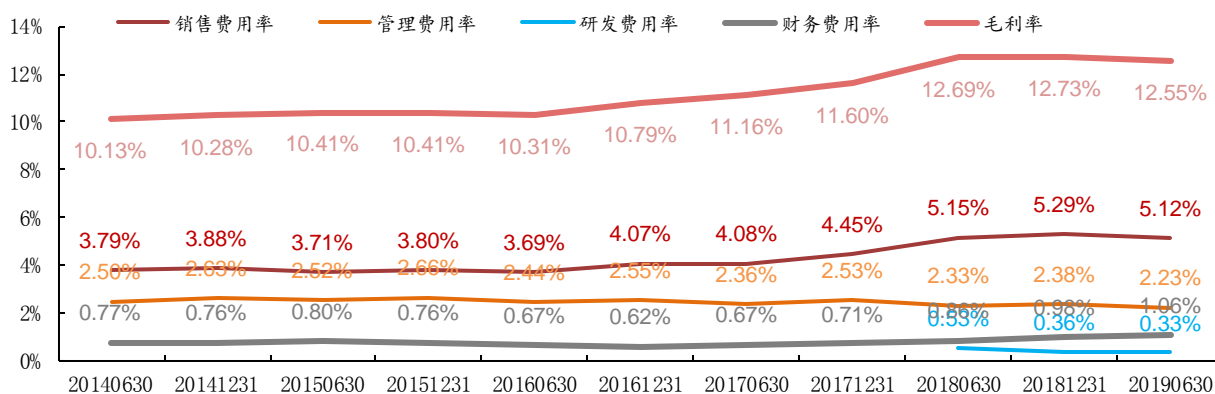
2019H1 批发流通企业(剔除上海医药和华东医药)收入 3315 亿,同比增速 19.9%;扣非净利润 76 亿,同比增长 7.27%。行业增速虽较 2017-2018 年放缓,但高于 2015 年,有息负债比重较为稳定,行业现金流迅速转暖,预计 2019-2020 年净利润增速将有所回升,流通全行业估值水平处于历史低位,有向上修复的系统性机会。

图 21：流通子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速



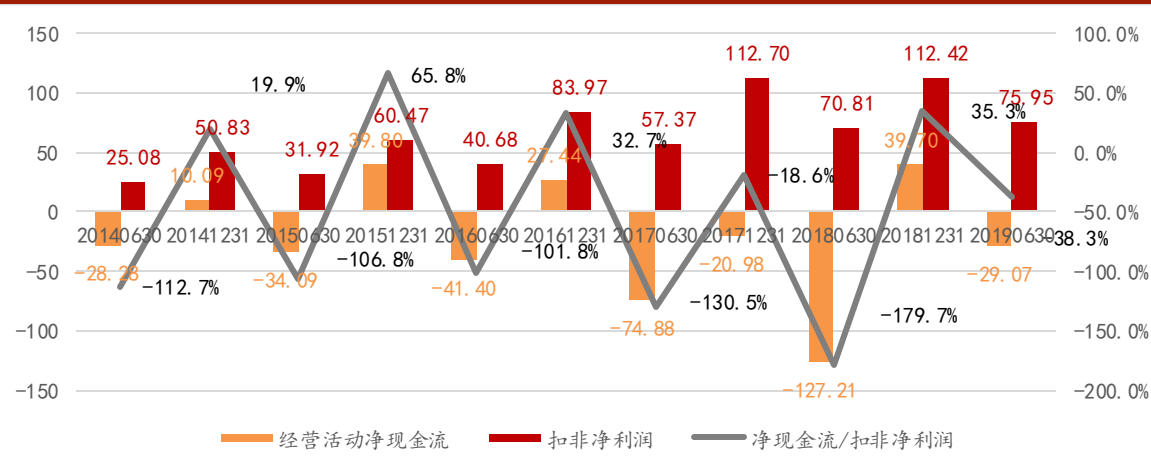
数据来源：wind、财通证券研究所

图 22：流通子行业毛利率及各项费用率变化情况



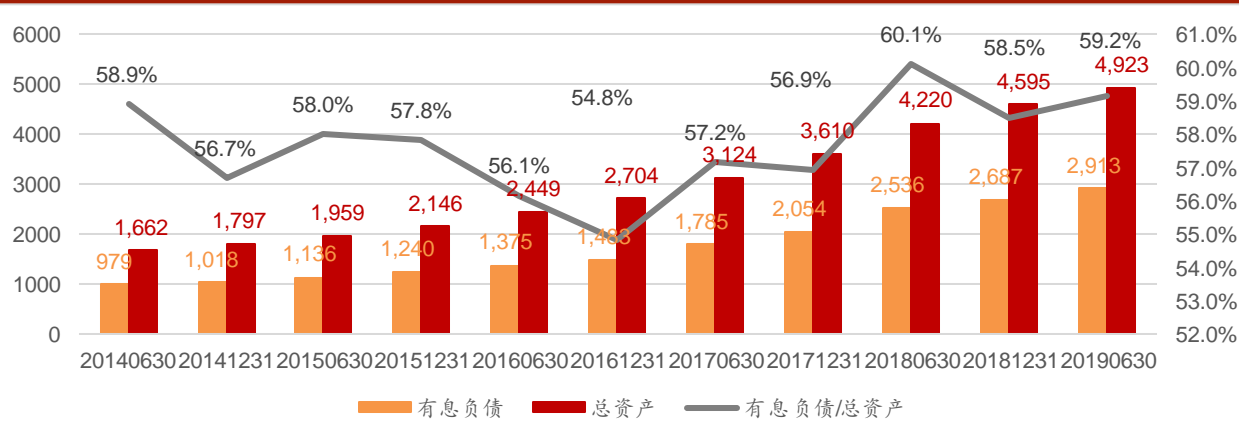
数据来源：wind、财通证券研究所

图 23：流通子行业经营活动净现金流变化情况



数据来源：wind、财通证券研究所

图 24：流通子行业有息负债情况稳定

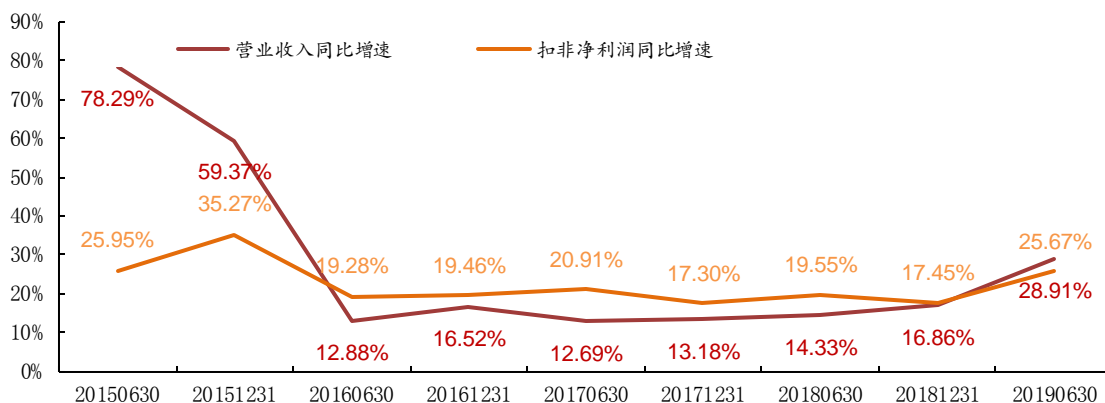


数据来源：wind、财通证券研究所

2.11 零售行业受益处方外流成长方向明确

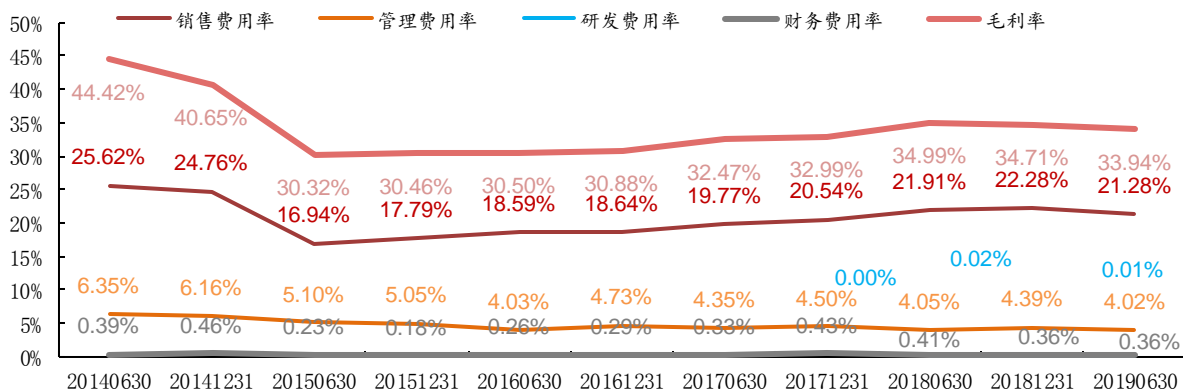
2019H1 纯零售公司 5 家营业收入 248 亿，同比增速 28.91%；扣非净利润 14 亿，同比增速 25.67%；净利润率 5.7%，与去年同期基本持平。处方外流的大方向不变，一级市场并购价格的下降，支持零售企业快速做大。虽近期有试点超市销售乙类非处方药，但专业的人做专业的事情，药店的综合服务能力和对上游的议价能力是无可比拟，处方外流的速度将超过非处方药流出速度，对行业影响不大。

图 25：零售子行业营业收入及扣非归母净利润累计同比增速



数据来源：wind、财通证券研究所

图 26：零售子行业毛利率及各项费用率变化情况



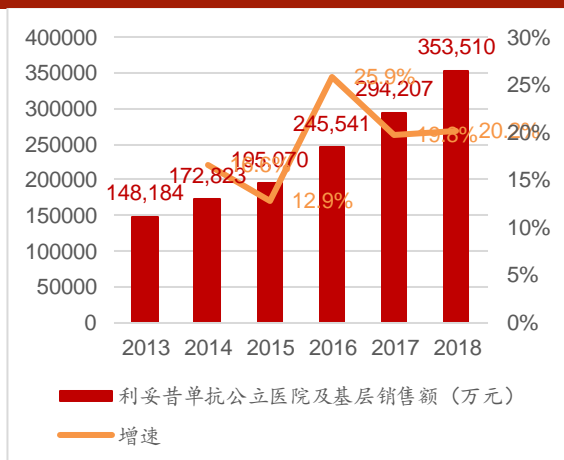
数据来源：wind、财通证券研究所

3、医保谈判：创新药的香饽饽

医保谈判以价换量让企业吃到了甜头，以抗肿瘤药品为例，2017 年医保谈判中，利妥昔、曲妥珠、贝伐珠和阿比特龙平均降价近 60%，但 2018 年依然实现了较大幅度增长，销售量增速平均在 150%以上，销售额上依然保持增长，预计 2019

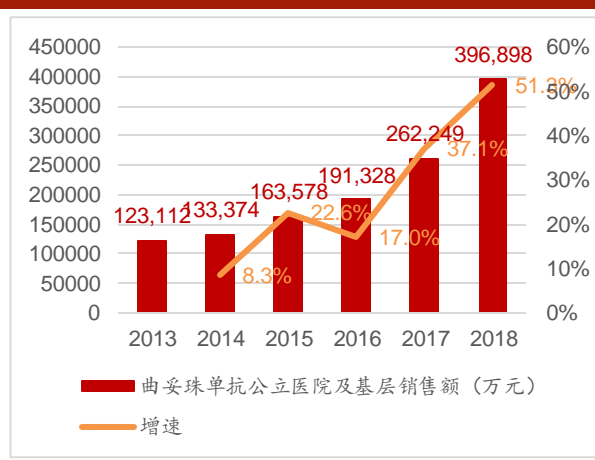
年将实现 50%左右增长上一个很大的台阶。

图 27：利妥昔单抗近年销售增速



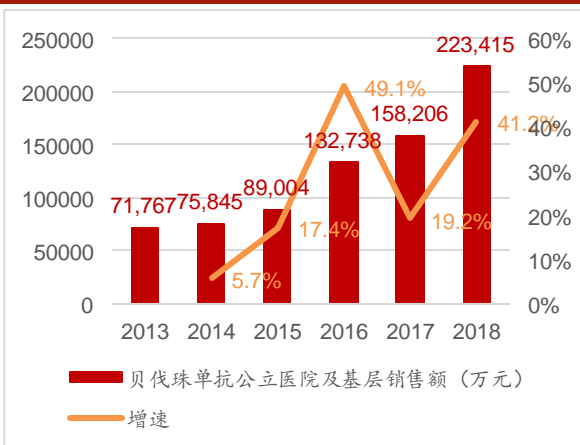
数据来源：米内数据、财通证券研究所

图 28：曲妥珠单抗近年销售增速



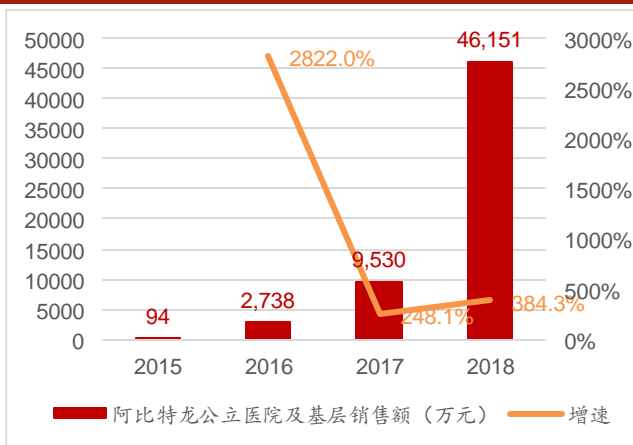
数据来源：米内数据、财通证券研究所

图 29：贝伐珠单抗近年销售增速



数据来源：米内数据、财通证券研究所

图 30：阿比特龙近年销售增速



数据来源：米内数据、财通证券研究所

同样索拉菲尼、硼替佐米、重组人血管内皮抑制素、尼妥珠单抗、阿帕替尼、氟维司群、依维莫司、西达苯胺、重组人脑利钠肽、重组人尿激酶原和康柏西普等 2018 年均覆盖了 2017 年的降价影响，销售额实现正增长，2019 年将爆发式增长。雷珠单抗因降价 40%，面临强劲的竞争对手康柏西普只实现了个位数的增长；只有厄洛替尼因降价 60%后面临贝达药业埃克替尼的挑战，而出现了个位数的下滑。总体，31 个被纳入医保谈判的产品中，仅 1 个出现了下滑，其他都是大幅度增长。

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通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本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。