

药石科技 (300725.SZ)

Q2 业绩大超预期，凸显公司前端后端协同性

药石科技发布 2021H1 报告。上半年公司实现营业收入 6.21 亿元，同比增长 35.24%；归母净利润 3.81 亿元，同比增长 336.52%；扣非净利润 1.45 亿元，同比增长 77.16%，实现 EPS 为 1.93 元。

单独看 Q2，公司实现收入 3.36 亿元，同比增长 16.16%（基数扰动较大，过去 2 年复合增速 55.6%）；归母净利润 3.11 亿元，同比增长 426.81%；扣非净利润 0.80 亿元，同比增长 42.96%（过去两年复合增速 54.4%）。

观点：Q2 在高基数的基础上再次加速，同比环比增长大超预期，单季度收入利润再创新高

H1 收入略超预期，Q2 收入端在产能紧张的情况下环比创新高，超市场预期。公司上半年处于产能偏紧的状态，通过高附加值订单实现了 35% 以上的快速增长，略超预期。Q2 单季度收入创历史新高，且是在 2020 年 108% 高基数的基础上持续增长，超预期。公司持续的超预期一方面来自于早期分子砌块持续向后推进带来的指数级放大效应，另一方面也有疫情之下产业转移趋势的加速。下半年公司募投项目产能逐步释放，我们预计将大大缓解公司产能压力，为公司收入端提供增长动力。

H1 利润端大超预期，效率持续提升。公司 H1 归母利润 3.81 亿元，其中有 2.22 亿收购晖石后的公允价值变动收益。扣掉之后利润为 1.59 亿元，Q2 单季度为 0.89 亿元，也超预期。公司产能偏紧，此前市场普遍预期 Q2 环比 Q1 增长不多，公司通过提升经营效率，在 Q2 完成了超高速增长。

Q2 单季度毛利率超过 50%，有晖石控股的贡献，也体现订单附加值的提升。公司 H1 毛利率，Q2 单季度毛利率 51.49%，环比 Q1（47.47%）有了较大提升，一方面是由于晖石并入体内后成本口径有一定转变，另外公司在产能偏紧的状态下优先完成高附加值订单。

拆分来看，上半年公斤级以上订单超高速增长，体现早期项目向后延伸放量。

- 2021H1 公斤级以上收入 4.96 亿元（+42.36%），未来预计 kg 级以上订单将持续快速增长。
- 2021H1 公斤级以下收入 1.16 亿元（+30.78%），公斤级以下订单受到产能的限制，预计后续募投项目投产后将拉动公斤级以下订单加速。
- 2020H1 技术服务收入 0.09 亿元，收入占比较小。

从业务的角度，前端分子砌块不断向后端引流，CDMO 业务继续上升，收入增长 44.43%，完成 428 个项目。公司持续推动 API 项目落地，2021 年上半年 API 服务项目 21 个，其中 9 个为国外客户项目。

盈利预测与投资建议。我们上调盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.33 亿元、4.67 亿元、6.56 亿元，增长分别为 189.5%、-12.5%、40.6%。EPS 分别为 3.47 元、3.04 元、4.27 元，对应 PE 分别为 43x、49x、35x，维持“买入”评级。

风险提示：分子砌块需求下降风险；大订单波动；晖石产能利用率低于预期。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	662	1,022	1,460	2,141	3,006
增长率 yoy (%)	38.5	54.4	42.8	46.6	40.4
归母净利润(百万元)	152	184	533	467	656
增长率 yoy (%)	14.0	21.1	189.5	-12.5	40.6
EPS 最新摊薄(元/股)	0.99	1.20	3.47	3.04	4.27
净资产收益率(%)	20.5	9.7	22.2	16.4	18.9
P/E(倍)	149.2	123.1	42.5	48.6	34.6
P/B(倍)	30.62	11.97	9.40	7.97	6.53

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 7 月 30 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	化学制药
前次评级	买入
7月30日收盘价(元)	147.66
总市值(百万元)	29,487.66
总股本(百万股)	199.70
其中自由流通股(%)	81.40
30日日均成交量(百万股)	3.31

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究

- 1、《药石科技(300725.SZ)：收入利润均大超预期，盈利能力提升体现核心竞争力》2021-04-22
- 2、《药石科技(300725.SZ)：收入增速亮眼，剔除激励费用和汇兑后内生超高速增长大超预期》2021-03-26
- 3、《药石科技(300725.SZ)：收入 50%+ 高增长，剔除激励费用和汇兑后内生高增长略超预期》2020-10-29

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	537	1873	2341	2792	3354	营业收入	662	1022	1460	2141	3006
现金	164	1245	1618	1654	1989	营业成本	321	554	727	1073	1507
应收票据及应收账款	79	167	185	331	394	营业税金及附加	7	6	15	22	28
其他应收款	2	1	3	3	6	营业费用	24	31	44	73	105
预付账款	17	15	30	36	57	管理费用	74	121	165	246	331
存货	207	310	368	632	773	研发费用	69	91	131	204	284
其他流动资产	68	135	135	135	135	财务费用	-1	20	-5	-1	20
非流动资产	493	552	683	868	1082	资产减值损失	-2	-2	5	5	0
长期投资	152	156	159	163	166	其他收益	0	0	220	0	0
固定资产	131	138	267	423	591	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	25	34	39	43	46	投资净收益	1	3	1	1	1
其他非流动资产	185	224	219	239	278	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	1029	2425	3024	3660	4437	营业利润	164	194	598	520	731
流动负债	278	476	554	754	905	营业外收入	9	11	9	10	10
短期借款	60	120	120	120	120	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	125	184	222	376	465	利润总额	172	205	606	529	740
其他流动负债	92	172	212	257	320	所得税	20	20	71	61	83
非流动负债	10	55	55	55	55	净利润	152	184	536	468	657
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	-0	2	1	1
其他非流动负债	10	55	55	55	55	归属母公司净利润	152	184	533	467	656
负债合计	288	531	609	809	959	EBITDA	194	201	598	536	767
少数股东权益	0	0	2	4	5	EPS (元)	0.99	1.20	3.47	3.04	4.27
股本	145	154	200	200	200						
资本公积	318	1313	1267	1267	1267						
留存收益	333	496	950	1355	1927						
归属母公司股东权益	741	1895	2413	2847	3472						
负债和股东权益	1029	2425	3024	3660	4437						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	127	272	542	298	673
净利润	152	184	536	468	657
折旧摊销	22	26	27	48	74
财务费用	-1	20	-5	-1	20
投资损失	-1	-3	-1	-1	-1
营运资金变动	-64	-9	-15	-216	-77
其他经营现金流	18	52	0	0	0
投资活动现金流	-301	-145	-158	-231	-287
资本支出	174	75	128	181	211
长期投资	-121	-72	-4	-4	-4
其他投资现金流	-248	-141	-34	-54	-80
筹资活动现金流	51	993	-11	-31	-51
短期借款	35	60	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	35	9	46	0	0
资本公积增加	31	994	-46	0	0
其他筹资现金流	-49	-71	-11	-31	-51
现金净增加额	-120	1096	374	36	335

主要财务比率					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	38.5	54.4	42.8	46.6	40.4
营业利润(%)	14.4	18.7	208.0	-13.1	40.7
归属于母公司净利润(%)	14.0	21.1	189.5	-12.5	40.6
获利能力					
毛利率(%)	51.6	45.8	50.2	49.9	49.9
净利率(%)	23.0	18.0	36.5	21.8	21.8
ROE(%)	20.5	9.7	22.2	16.4	18.9
ROIC(%)	18.6	7.6	19.5	14.3	16.9
偿债能力					
资产负债率(%)	28.0	21.9	20.1	22.1	21.6
净负债比率(%)	-12.7	-56.5	-59.8	-51.9	-52.2
流动比率	1.9	3.9	4.2	3.7	3.7
速动比率	1.0	3.2	3.5	2.8	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	11.5	8.3	8.3	8.3	8.3
应付账款周转率	4.2	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.99	1.20	3.47	3.04	4.27
每股经营现金流(最新摊薄)	0.83	1.77	3.53	1.94	4.38
每股净资产(最新摊薄)	4.82	12.33	15.71	18.53	22.61
估值比率					
P/E	149.2	123.1	42.5	48.6	34.6
P/B	30.6	12.0	9.4	8.0	6.5
EV/EBITDA	151.7	141.1	46.7	52.1	35.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 7 月 30 日收盘价

内容目录

1.事件	4
2.观点：Q2 业绩大超预期，凸显公司前端后端协同性	4
2.1 Q2 在高基数的基础上再次加速，同比环比增长大超预期，单季度收入利润再创新高	4
2.2 “药石研发” + “药石制造” 双发展战略驱动力十足	5
2.3 投资逻辑再梳理，立足分子砌块向创新+CDMO 战略延伸	7
3.盈利预测与投资评级	8
4.风险提示	8

图表目录

图表 1: 公司不同板块收入情况 (单位: 百万元)	5
图表 2: 公司以分子砌块为核心研发和制造双战略	5

1.事件

药石科技发布 2021H1 报告。上半年公司实现营业收入 6.21 亿元，同比增长 35.24%；归母净利润 3.81 亿元，同比增长 336.52%；扣非净利润 1.45 亿元，同比增长 77.16%，实现 EPS 为 1.93 元。

单独看 Q2，公司实现收入 3.36 亿元，同比增长 16.16%；归母净利润 3.11 亿元，同比增长 426.81%；扣非净利润 0.80 亿元，同比增长 42.96%。

2.观点：Q2 业绩大超预期，凸显公司前端后端协同性

2.1 Q2 在高基数的基础上再次加速，同比环比增长大超预期，单季度收入利润再创新高

Q2 在高基数的基础上再次加速，同比环比增长大超预期，单季度收入利润再创新高

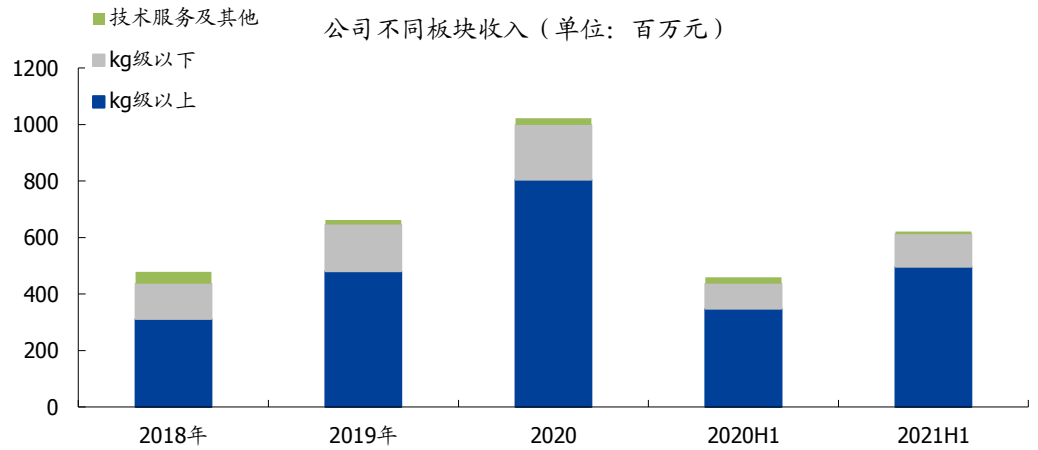
- **H1 收入略超预期，Q2 收入端在产能紧张的情况下环比创新高，超市场预期。**公司上半年处于产能偏紧的状态，通过高附加值订单实现了 35% 以上的快速增长，略超预期。Q2 单季度收入创历史新高，且是在 2020 年 108% 高基数的基础上持续增长，超预期。公司持续的超预期一方面来自于早期分子砌块持续向后推进带来的指数级放大效应，另一方面也有疫情之下产业转移趋势的加速。下半年公司募投项目产能逐步释放，我们预计将大大缓解公司产能压力，为公司收入端提供增长动力。
- **H1 利润端大超预期，效率持续提升。**公司 H1 归母利润 3.81 亿元，其中有 2.22 亿收购晖石后的公允价值变动收益。扣掉之后利润为 1.59 亿元，Q2 单季度为 0.89 亿元，也超预期。公司产能偏紧，此前市场普遍预期 Q2 环比 Q1 增长不多，公司通过提升经营效率，在 Q2 完成了超高速增长。
- **Q2 单季度毛利率超过 50%，有晖石控股的贡献，也体现订单附加值的提升。**公司 H1 毛利率，Q2 单季度毛利率 51.49%，环比 Q1 (47.47%) 有了较大提升，一方面是由于晖石并入体内后成本口径有一定转变，另外公司在产能偏紧的状态下优先完成高附加值订单。股权激励费用今年 2082 万，与去年 2225 万持平。公司 kg 级以上业务毛利率 43.80%，相较去年同期提升 5.95pp，kg 级以下业务毛利率 73.14%，相较去年同期提升 2.58pp，kg 级以上订单与晖石并入有关，kg 级以下订单的毛利率提升体现公司业务的竞争力和技术壁垒。

拆分来看，上半年公斤级以上订单超高速增长，体现早期项目向后延伸放量。

- 2021H1 公斤级以上收入 4.96 亿元 (+42.36%)，未来预计 kg 级以上订单将持续快速增长。
- 2021H1 公斤级以下收入 1.16 亿元 (+30.78%)，公斤级以下订单受到产能的限制，预计后续募投项目投产后将拉动公斤级以下订单加速。
- 2020H1 技术服务收入 0.09 亿元，收入占比较小。

分地区来看，公司海外收入占比 70% 以上。

图表 1: 公司不同板块收入情况 (单位: 百万元)

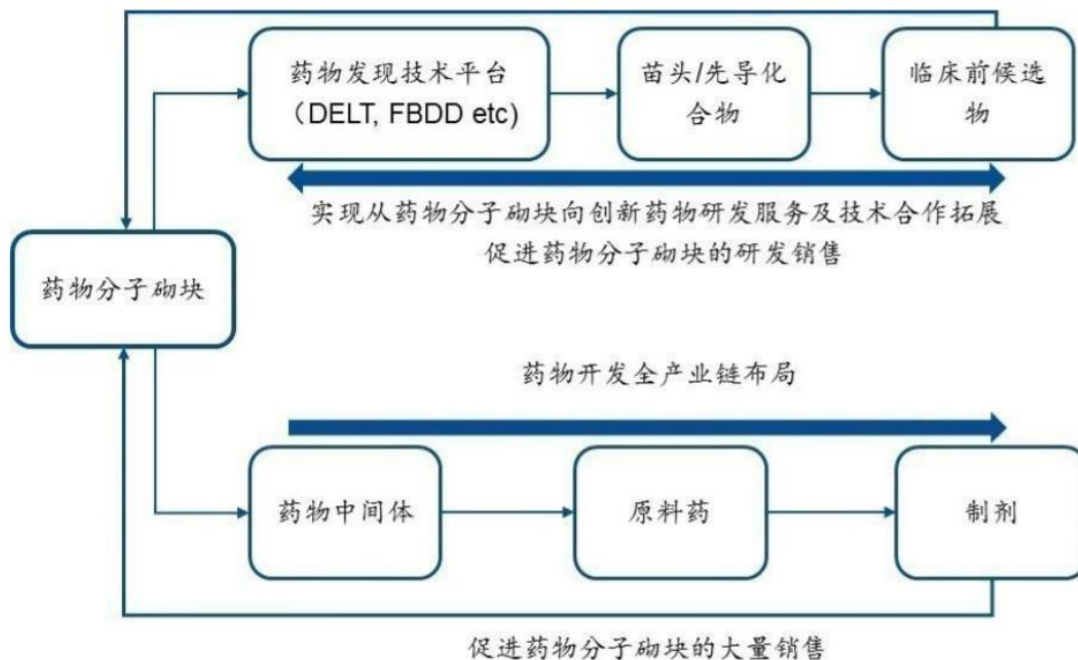


资料来源: 公司报表, 国盛证券研究所

财务指标方面: 公司 2021 年上半年销售费用率为 2.81%, 比去年同期 3.27% 下降 0.46pp, 主要是业务模式决定了公司销售费用率较低, 无需过多销售推广, 同时品牌效应持续加强; 管理费用率为 10.53%, 比去年同期的 12.63% 下降 2.11pp, 管理费用控制较好。公司研发费用从去年上半年的 3870 万元上升至今年上半年的 5080 万元, 同比增长 31.27%, 研发力度加大, 体现公司对研发的重视。财务费用略有上升, 主要是汇兑损失。公司综合毛利率 49.64%, 较去年同期的 45.06% 上升了 4.58pp, 主要是订单附加值升高带来。公司经营活动产生的现金流量净额达 1.90 亿元, 同比增长 59.33%。公司各项财务指标体现出公司经营情况良好。

2.2 “药石研发” + “药石制造” 双发展战略驱动力十足

图表 2: 公司以分子砌块为核心研发和制造双战略



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司以分子砌块为核心，深耕药物发现端和生产端。目前已经取得诸多进展。

砌块端：公司的特色砌块具有新颖性、高成药性、高合成壁垒和高效率特征，在小分子药物研发的早期阶段具有非常重要的作用，经过多年的不断积累，目前已设计超过 13 万个化合物。

1. 热门片段持续覆盖设计。公司对目前近 700 个临床前、临床 I 至 III 期及部分上市的化合物进行研究分析，新增 500 余个热门分子砌块，基本上覆盖目前热门靶点化合物，如 KARS、SHP2、BTK 等抑制剂的关键片段，较好地助力客户进行新药研发。同时，公司加强对文献、专利的学习、系列方法的总结，持续强化新颖独特分子砌块的设计，上半年共设计 6000 多个分子，进一步扩大的分子砌块的范围，提升公司竞争力。手性类化合物、含氟化合物一直是药物研发的热门砌块。报告期内，公司加大对手性类化合物研究，目前已搭建一个含有近 3 万个的手性化合物的分子砌块库，其中库存手性化合物超过 3000 个。同时公司加大对氟化学的研究，目前已经能够将四氟化硫 (SF₄)、氟化氢 (HF) 等应用于小量研发、中试开发和放大生产，提升了公司在该领域的竞争力。

2. 砌块分类整合。公司对分子砌块全产业链进一步整合，通过对 13 万个化合物进行分类，已形成了 63 个系列；围绕这些系列进行深入研究，从系列的基础原料、关键中间体到热门片段，进行各个维度的方法创新，强化特定化学结构的系统能力，提升整个系列的竞争力，比如环丁烷系列，分子砌块研发团队对其基础原料工艺进行重点研究，最终实现突破，增强了该系列的竞争力，也实现了整个系列的高速增长。报告期内，公司实现了 100 余个分子砌块项目的方法创新，覆盖基础原料、热门中间体、关键中间体片段，进一步提升公司的竞争能力。报告期内，公司共申请发明专利 8 项，其中 PCT 申请 5 项；专利授权 12 项，其中发明专利 3 项。

生产端：从中报来看，首先分子砌块向下游放大已得到印证。另外 CDMO 的漏斗效应已经形成。公司产能也在跟着业务不断匹配升级。

从业务导流和漏斗效应的角度：2021 年上半年公司承接的项目中，有 320 余个处在临床前至临床 II 期，29 个处在临床 III 期至商业化阶段；除以上项目外，另有 350 余个公斤级以上项目。报告期内，除中后期项目的衍生增长外，公司积累了大量早期项目，形成可持续增长的项目管线。2021 年上半年，公司 CDMO 业务继续上升，收入增长 44.43%，完成 428 个项目。公司持续推动 API 项目落地，2021 年上半年 API 服务项目 21 个，其中 9 个为国外客户项目。

1. 从客户的角度：2021 年上半年，公司客户管线稳健发展。一方面持续扩大服务客户群体，特别是中小 biotech 公司，强化公司客户池积累；同时，持续提升与大客户的服务深度，提高合作粘性。报告期内形成订单的客户数 722 家，同比增长 5%；公斤级以上终端客户（仅包含国内外制药公司及中小型创新药公司）数 105 家，同比增长 25%；销售额 500 万以上客户数 27 家，同比增长 42%。基于彼此信任及双赢的合作模式，公司与众多优质客户建立了持续深入的合作关系，合作项目逐渐从分子砌块向 CDMO 延伸，从项目早期到商业化开发延伸。公司在全球范围内，与礼来、诺华、勃林格殷格翰、默克、艾伯维、福泰制药、Blueprint、Agiros 等全球知名的大型跨国制药和生物技术企业保持良好合作关系。同时，公司与 eMolecules、Thermo Fisher、AstaTech、Namiki 等海外药物研发试剂专业经销商合作，营销渠道广泛。

2. 从产能的角度：2021 年 4 月，公司正式控股浙江晖石，进一步扩充产能。公司在南京江北新区新建的研发中心将在今年三季度开始分批启用，项目建筑面积达 6.3 万平米，将进一步增强公司前端研发力量。公司天易生物一站式高水平 CDMO 服务平台占地面积 368.5 亩，建筑面积约 25 万平方米，该项目已被纳入省、市重大项目，预计将在下半年将进入全面建设阶段。

3. 从技术平台的角度：公司的创新化学和工程技术平台，积累了连续流化学技术、微填充床技术、多相催化技术、工艺安全评估、药物晶体工程技术等 CDMO 核心化学工程技术，能够有效帮助下游客户降低生产成本，减少三废排放，提升其产品利润空间，受到客户的青睐。

- **在微填充床加氢技术方面**，报告期内，公司完成了 55 个公斤级以上项目的交付，其中包括 5 个百公斤级以上包括吨级的项目，并且成功开发了连续不对称均相催化氢化技术，实现了比传统高压釜工艺更好的手性选择性和反应收率，并且显著降低了催化剂用量。
- **在连续流技术方面**，公司已实现超过 20 种不同类型反应的连续工艺，在这些丰富的反应类型基础上，报告期内，公司又成功实现了连续臭氧氧化反应的工艺开发与应用，并持续拓展了连续光催化反应的应用。报告期内，连续流技术完成项目数量实现了持续增长，累计完成了 30 个公斤级以上项目的交付，其中包括 4 个百公斤以上项目。
- **在酶催化技术方面**，公司持续开发酶工艺路线，扩大酶催化项目，报告期内交付了 45 个新项目。同时，公司的酶库储备也取得了初步进展，并开展了酶定向进化研究；新建成的研发中心已建有公斤级发酵实验室，可以更快捷高效地进行酶的发酵生产。
- **在药物晶体工程技术方面**，公司建立了设备齐全的药物晶体工程实验室，涵盖了药物研发生产所必需的晶体学研究、固态化学及处方前研究、结晶工艺开发、粒子工程等各方面功能。药物晶体工程部以持续创新为发展动力，拓展在粒子科学、创新性结晶技术、在线监测技术、连续结晶、高通量研究、特异性手性拆分等领域的技术积累，并实现了项目应用。报告期内累计完成项目 71 项，其中公斤级项目 33 项。
- 公司设备工程团队按照各项新技术的工艺需求，设计和组装新型的实验和生产设备，帮助实现新技术从实验室到工厂的转移与放大。在浙江晖石、天易 CDMO 等新产能建设中，符合 GMP 要求的微填充床加氢和连续流设备产能都将获得进一步提升。

研发端： 继续加强其创新结构药物发现三大核心技术平台：结构多样化碎片分子库 (Fragment Library)、DNA 编码化合物库 (DEL)、超大容量特色虚拟化合物库 (Virtual Library) 的建设。结合所构建的多种化合物库，以及进一步提高的多种技术筛选能力，公司在早期苗头化合物发现的能力以及所涉及的疾病领域靶点蛋白领域得到了进一步快速增长，**总共完成了超过 30 个新靶点的筛选**，所涵盖蛋白领域除了主要的激酶，还有目前受到广泛关注的蛋白-蛋白相互作用、表观遗传学、磷酸酶、骨架蛋白等十个领域，在已有肿瘤，自身免疫领域以外进一步开拓了神经类疾病领域创新靶点筛选研发的能力。已经获得多个全新结构、成药性高的苗头化合物和先导化合物，其中在抗肿瘤以及自身免疫相关领域具有重大临床需求的相关项目得到快速推进。

2.3 投资逻辑再梳理，立足分子砌块向创新+CDMO 战略延伸

公司核心竞争力在于基于对研发趋势和化学技术的理解，实现不同方向的变现（分子砌块、CDMO、难仿药、创新药）。

分子砌块领域纵向一体化战略。公司在分子砌块领域通过多年的积累，已经有一定的品牌知名度。未来公司在医药研发领域全面打造纵向一体化化学服务，从实验室级别分子砌块设计、合成、供应，到定制合成、工艺开发，以及关键中间体的商业化生产。“纵向一体化”战略顺应了行业发展趋势，进一步巩固药石科技与全球客户全面而长期稳定的合作关系。

随着产品的放量和产能的扩大，公司业务逐步向 CDMO 战略延伸。早期公司主要以销售临床前和临床阶段的分子砌块为主，随着时间的推移，前期积累的订单有望向临床后期推进。公司也布局了晖石和谛爱两个具有商业化生产能力的基地，可以承接 CDMO 商业化量级的订单。

通过分子砌块的积累，公司有向创新 CRO 战略转型的潜质。公司基于现有的分子砌块库，可以做的延伸很多：

- 向 CRO 延伸，做临床前服务；
- 将分子砌块组合后做成候选化合物/先导化合物；

➤ 基于分子砌块构建自己的化合物库等。

未来 3-5 年增长点论述:

存量分子砌块小批量业务保持较快增长 (20%-30%的收入增长): 存量分子砌块业务随着品牌知名度的提升和公司分子砌块库的不断扩展, 而保持较快的增长。基于 400 亿美金的市场规模, 公司天花板还远远没有达到。未来 3-5 年分子砌块增长至 10 亿收入可期。

进入商业化的项目带来额外增量: 公司已经成立 10 年, 早期合作的项目已经逐步推进到临床后期, 我们预计早期合作的品种在近几年有望进入商业化 (2021 年上半年公司承接的项目中, 有 320 余个处在临床前至临床 II 期, 29 个处在临床 III 期至商业化阶段), 有望带来增量。

创新方面如果有筛选出一些新分子实体/先导化合物的话可以与其他公司合作研发。 公司董事在 2018 年接受恺思俱乐部访谈中曾经提到, 公司是用做创新药的概念来定义公司。分子砌块是作为现金流业务, 在挣钱的同时又能够帮助之后的创新药研发。

3. 盈利预测与投资评级

我们上调盈利预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 5.33 亿元、4.67 亿元、6.56 亿元, 增长分别为 189.5%、-12.5%、40.6%。EPS 分别为 3.47 元、3.04 元、4.27 元, 对应 PE 分别为 43x, 49x, 35x, 维持“买入”评级。

4. 风险提示

分子砌块需求下降风险; 大订单波动; 晖石产能利用率低于预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用
 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com