

九州通 (600998.SH)

快速推进数字化转型，高毛利业务快速发展

2021年08月25日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

蔡明子 (分析师)

古意涵 (联系人)

caimingzi@kysec.cn

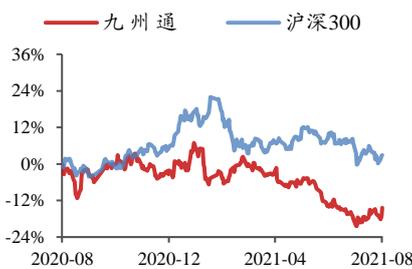
guyihan@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790121020007

日期	2021/8/25
当前股价(元)	14.93
一年最高最低(元)	19.50/13.70
总市值(亿元)	279.76
流通市值(亿元)	279.76
总股本(亿股)	18.74
流通股本(亿股)	18.74
近3个月换手率(%)	17.9

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-第二期员工持股计划草案出台,健全长效激励机制》
-2021.8.4

《公司首次覆盖报告-数字化转型+院外广布局,有望走出第二增长曲线》
-2021.6.21

● 主营分销业务稳定增长,高毛利业务快速增长,维持“买入”评级

8月24日,公司发布2021年半年报:公司2021H1实现营收619.81亿(+20.70%),归母净利润21.72亿(+72.55%),扣非净利润9.79亿(+2.06%),经营现金流净额-12.52亿(+52.03%)。EPS 1.16元/股(+0.5元/股)。公司为国内民营医药流通企业龙头,差异化布局院外市场,基于过往累积优势,持续推进平台化、数字化、互联网化转型,有望走出第二增长曲线,我们维持2021-2023年盈利预测,预计2021-2023年归母净利润分别为31.44、36.77、43.23亿元, EPS分别为1.68/1.96/2.31元/股,当前股价对应PE分别为8.9/7.6/6.5倍,维持“买入”评级。

● 2020H1防疫物资高基数导致扣非净利润增长不明显,较2019H1增长良好

公司2021H1归母净利润较2020H1增幅明显,主要原因为:(1)主营业务增长稳定(分销业务实现稳定增长、三方物流业务大幅增长、总代总销业务保持增长),毛利率持续提升;(2)公司持有爱美客技术发展股份有限公司股票形成的公允价值变动收益等,形成非经常性损益达11.93亿元。2021H1扣非净利润同比2020H1增长2.06%,我们认为与2020上半年防疫物资高基数有关,2021H1扣非净利润同比2019H1增长58.64%,表明公司经营业务在2021上半年实现了较好增长。

● 总代总销及自产业务快速推进,数字化转型取得较好成效

2021H1扣除疫情期间不可比因素影响,药品总代总销收入同比增长31%,快速增长。公司持续引进并大力推广优质总代总销品种,包括新增的品种六味地黄丸等主要品种,通过实施精准营销提升业务毛利率。总代总销医疗器械业务实现收入33.68亿元(+40.53%),大幅增长主要因为新增雅培IVD和费森尤斯高耗业务、医院手术量增加拉动高耗需求。数字化转型下,公司各智能赋能系统运营取得较好成果,快速拓展下游终端客户、三甲医院、零售门店、基层医疗机构合作伙伴。公司大力拓展“万店联盟”项目,截至2021H1已签约门店3237家,目标在2021年底实现与5000家药店对接,业务得到快速推进。

● 风险提示:未来融资成本上行,企业财务费用上升,导致净利率下降。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	99,497	110,860	127,435	146,718	169,255
YOY(%)	14.2	11.4	15.0	15.1	15.4
归母净利润(百万元)	1,727	3,075	3,144	3,677	4,323
YOY(%)	28.8	78.1	2.2	17.0	17.5
毛利率(%)	8.7	9.0	9.3	9.6	9.9
净利率(%)	1.7	2.8	2.5	2.5	2.6
ROE(%)	8.1	13.2	11.7	12.1	12.4
EPS(摊薄/元)	0.92	1.64	1.68	1.96	2.31
P/E(倍)	16.2	9.1	8.9	7.6	6.5
P/B(倍)	1.7	1.4	1.3	1.1	0.9

数据来源:聚源、开源证券研究所

目 录

1、 主营分销业务稳定增长，高毛利业务快速增长，投资爱美客取得较高投资收益	3
2、 报表亮点：平台化、互联网化、数字化转型下成为科技驱动型的高效运营的全链医药供应链服务型企业	4
2.1、 亮点一：全渠道、全品类的业务布局和拓展.....	4
2.2、 亮点二：总代总销与自产业务快速推进，助力提升盈利能力	5
2.3、 亮点三：平台化、互联网化、数字化转型	5
3、 员工持股计划持续推进，调动公司管理者和员工的积极性	6
4、 盈利预测与投资建议	6
5、 风险提示	7
附：财务预测摘要	8

图表目录

表 1： 2021H1 公司主营业务 TO B 渠道收入皆实现了同比增长	4
表 2： 九州通盈利预测	6

1、主营分销业务稳定增长，高毛利业务快速增长，投资爱美客取得较高投资收益

8月24日，公司发布2021年半年报：公司2021H1实现营收619.81亿(+20.70%)，归母净利润21.72亿(+72.55%)，扣非净利润9.79亿(+2.06%)，经营现金流净额-12.52亿(+52.03%)。EPS 1.16元/股(+0.5元/股)。

分季度看，公司2021年Q1/Q2收入分别为326.29亿元(+20.08%)、293.52亿元(+21.41%)；归母净利润分别为7.6亿元(+4088.52%)、14.12亿(+10.50%)；扣非净利润分别为4.2亿元(+1865.91%)、5.58亿元(-43.19%)；经营现金流净额分别为-24.22亿元(-3342.01%)、11.69亿元(+146.03%)。

公司2021H1归母净利润较2020H1增幅明显，主要原因为：(1)主营业务增长稳定(分销业务实现稳定增长、三方物流业务大幅增长、总代总销业务保持增长)，毛利率持续提升；(2)公司持有上市公司爱美客技术发展股份有限公司股票形成的公允价值变动收益等，形成非经常性损益达11.93亿元。

公司2021H1扣非净利润同比2020H1增长2.06%，我们认为与2020上半年防疫物资高基数有关，2021H1扣非净利润同比2019H1增长58.64%，表明公司经营业务在2021上半年实现了较好增长。

2021H1经营活动现金流净额大幅改善，主要系公司销售回款增加、回现款率提升(回款集中于Q2)等原因所致。

分业务看，2021H1公司的商业分销业务营收为539.37亿元(+22.19%)，总代总销及自产业务66.85亿元(+14.00%)，零售业务9.19亿元(-10.62%)，三方物流业务2.62亿元(+103.18%)，医疗健康及技术服务1.32亿元(-14.49%)。其中，公司主营商业分销业务通过客户分级、推进核心电商实现较快增长，重点发展业务总代总销及自产业务通过优化产品结构与营销策略实现较好增长；三方物流业务由于2021H1医药物流行业复苏实现大幅增长；零售业务由于2020H1高基数导致收入下降，但好药师专业药房建设快速推进，好药师平台销售大幅增长；医疗健康及技术服务也由于2020H1高基数导致收入下降，但在专利权、软件著作权取得方面、智能赋能系统运营方面、“产学研医”合作方面皆取得较好成果。

从盈利能力来看，公司2021H1毛利率8.40%(-1.21pct)，净利率3.50%(+1.05pct)，扣非净利率1.58%(-0.29pct)；毛利率略降主要由于医药零售业务毛利率下降7.43pct，我们认为与2020年高基数下成本摊薄效应更强有关；扣非净利率由于毛利率下降较2021H1略有下滑，但下降比例仅为0.29pct，与整体费用率降低有关(表明公司成本管控能力较强)；归母净利率有所提升，在成本管控良好的基础上，主要受益于11.93亿元非经常性损益。

费用端来看，销售费用率与财务费用率较2020H1均有所下降，分别为2.89%(-0.35pct)和0.76%(-0.32pct)；管理费用率和研发费用率分别为1.96%和0.10%，同比提升0.04pct与0.03pct，其中研发费用较2020H1增幅明显，主要由细胞工程和外泌体工程、零售及生产ERP系统等项目研发增加所致。

现金流来看，2021H1经营活动产生的现金流量净额-12.52亿元(52.03%)，主要由公司销售回款增加、回现款率提升等原因所致；投资活动产生的现金流量净额

-8.15 亿元(+55.96%)，主要由 2020H1 购买理财产品所致；筹资活动产生的现金流量净额-0.92 亿元(-103.93%)，主要由公司 2020H1 发行债券及 2021 年分配股利所致。

营运情况来看，2021H1 存货周转天数从 2020H1 的 54.28 天下降至 45.34 天，应收账款天数从 2020H1 的 85.76 天下降至 82.68 天，表明公司的渠道结构优化，现金回款周期降低。

2、报表亮点：平台化、互联网化、数字化转型下成为科技驱动型的高效运营的全链医药供应链服务型企

2.1、亮点一：全渠道、全品类的业务布局和拓展

公司业务包括分销、物流、零售、面对 C 端的医疗健康服务等全产业链布局，在数字化转型下，能够积累大量数据，为公司上游供应商提供全渠道数字化分销服务，以及为下游客户提供高效的全品类“一站式”数字化供应链服务解决方案，且能以客户需求为中心不断创新自身业务，持续扩大业务覆盖度。

全渠道赋能上游供应商：公司拥有庞大客户资源，截至 2021H1 公司覆盖 8,100 余家等级医院、17.8 万家基层医疗机构、1 万多家民营医院、5,545 家连锁公司等实体终端客户；覆盖京东、阿里、平安好医生、叮当、康爱多、泉源堂、壹号、合纵、德开、小药药等互联网平台客户。

2021H1 主营业务分渠道来看，TO B 渠道皆实现了同比增长，电商渠道快速增长凸显供应链平台价值，带量采购配送招标取得重大成果，助力下半年业绩增长。就收入占比最大的下游商业分销渠道而言，公司作为下游医药经销商最重要的供应商，基于品种、品牌、物流、技术与信息构成的“一站式”供应链平台服务优势，能够保持该业务的稳健增长。就增长最快的 B2B 电商业务而言，其销售占比从 2020 年底的 11.46% 增长至 13.2%，成为公司重要业务渠道，供应链平台价值逐步显现。就增长第二快的第一终端而言，城市公立医院增长快速(+39.81%)，且对应有效客户达 8100 余家，覆盖率 61%，且公司在第四批集采中获得 315 个配送权(省独配送权 14 个)，在第五批集采中获得 315 个配送权(省配送权 7 个)。

表1: 2021H1 公司主营业务 TO B 渠道收入皆实现了同比增长

业务按渠道分类	同比增长 (%)	收入占比 (%)	业务按渠道分类	同比增长 (%)	收入占比 (%)	业务按渠道分类	同比增长 (%)	收入占比 (%)
(一) 第一终端	37.50%	25.19%	(三) 第三终端	26.08%	8.73%	(五) 下游商业分销渠道	12.46%	29.50%
1.城市公立医院	39.81%	23.14%	1.基层医疗机构	13.48%	4.13%	(六) 商超及其他渠道	11.82%	3.39%
2.县级公立医院	15.85%	2.05%	2.民营医疗机构	40.00%	4.60%			
(二) 第二终端	5.79%	18.51%	(四) B2B 电商业务	43.57%	13.20%			
1.连锁药店	8.09%	16.54%	1.互联网平台(第四终端)	63.85%	3.82%			
2.单体药店	-10.18%	1.98%	2.九州通 B2B 电商平台	36.67%	9.38%			

数据来源：公司公告、开源证券研究所

全品类赋能下游客户：公司经营品规数已达 47.85(+3.46, 皆较 2020 年底)万个，其中中西成药品规数 7.08 (+0.85) 万个，器械品规数 25.52 (-1.34) 万个，中药品规数达到 9.23 (+0.51) 万个，非药品规数 6.02 (+3.45) 万个，能够为下游药品、器

械、中药、消费品生产企业以及药械代理企业提供“一站式”数字化供应链服务解决方案。

2.2、亮点二：总代总销与自产业务快速推进，助力提升盈利能力

在国家推进带量采购的大趋势下，公司凭借品类多、渠道广的优势大力发展总代总销及自产业务，截至 2021H1，公司药品总代总销品种达 1340 个（同比 2020 年底增加 101 个），实现收入 33.17 亿（-4.33%，同比 2020H1），主要由于 2020H1 销售较好的磷酸奥司他韦（可威）在 2021H1 基本无销售，**扣除疫情期间不可比因素影响，药品总代总销收入同比增长 31%**。公司持续引进并大力推广优质总代总销品种，包括新增加的品种六味地黄丸等主要品种，通过实施精准营销提升业务毛利率。总代总销医疗器械达 307 个，实现收入 33.68 亿元（+40.53%），大幅增长主要因为新增雅培 IVD 和费森尤斯高耗业务、医院手术量增加拉动高耗需求。公司传统商业分销业务 2021H1 毛利率为 7.45%，总代总销及自产业务毛利率高达 13.02%，由此，总代总销及自产业务占比提升有利提升公司整体盈利能力。

2.3、亮点三：平台化、互联网化、数字化转型

公司统一业务、物流、财务信息系统为转型奠定坚实基础：整体业务信息系统方面，公司的整体应用架构包含了 46 个信息系统，组成了九州通灵活、先进、成熟的应用架构，不仅可以满足集团各项业务协同的要求，还可以保持在较低的运营成本和高效运行效率的条件下，进一步拓宽新的业务范围。**物流信息系统方面**，集团物流已完成数字化转型，已实现网络化经营、平台化运作、数字化管控与智能化生产，具备一体化的全场景、全渠道的服务能力。**财务信息系统方面**，公司合作开发并已上线成立了财务共享中心平台并已实现共享系统的正常运行，实现了财务账务的标准化与规范化，既提升了集团资金的使用效率，也降低了集团资金的潜在风险。

转型下，公司各智能赋能系统运营取得较好成果：

智药通（手机 APP）：平台有效供应商为 2328 家，有效覆盖下游终端客户 14.43 万家，平台成交额达 28.13 亿元（含税），同比增长 40%。

智药云（软件系统）：与武汉大学人民医院互联网医院等三甲医院实施互联网医院战略合作，提供平台流转处方服务，期内平台流转处方 9375 张，单日最高处方流转量 1340 张，平台处方交易金额 242.92 万元。

智药店（软件系统）：截至 2021H1，平台合作门店 10481 家，其中活跃门店 7916 家，系统支持三方 O2O 业务。

医卫助手（软件系统）：建立“医卫融合”解决方案，为基层医疗机构提供贯穿全场景、全流程、全环节的慢病管理平台、药械供应保障及医师能力提升服务。截止 2021 年 8 月，已在武汉市武昌区、武汉市汉阳区、麻城市、建始县、涪水县进行了相关项目落地。

转型下，公司零售业务增长空间扩大：公司启动并大力拓展“万店联盟”项目计划，通过品牌授权的加盟模式赋能终端药店，截至目前，“万店联盟”项目已签约

门店 3237 家(同比 2020 年底增长 188%),目标在 2021 年底实现与 5000 家药店对接;公司拓展智慧药房业务,为实体医院互联网平台及互联网医疗平台提供“云药房”服务,截至 2021H1 已投入运营 2 家 DTP 药房、2 家重症慢病医保店、9 家医院药店、11 家院边店。

物流版块从“成本中心”转为“利润中心”:公司旗下九州云仓公司及九州云智公司是具备互联网+大数据主流框架完整开发工具平台的企业,目前九州云仓已为 12 个行业的 300 余家(较 2020 年底+150)国内知名企业如云南白药、天津金耀、广东大参林等提供了物流科技集成服务。公司运营的九州云仓数智物流平台和九州通仓、运、配物流资源,构建了覆盖全国范围内 96%以上地区的医药物流网络。

医疗健康服务项目多样化、技术增值服务助力实现“数字业务化”目标:2021H1 公司大健康平台建设取得重大进展,基本完成了用户端、医生端的开发。重构和升级药店端及医院端的服务,为药店快速升级为药诊所提供了服务通道;接通商保核销业务,使多家商保用户可以在药店进行权益核销;构建数据中台,成功部署了主数据系统、商品中心、库存中心、订单中心等模块。

3、员工持股计划持续推进,调动公司管理者和员工的积极性

2020 年 6 月,公司持续制定了 2020 年首期员工持股计划及中长期员工持股计划(2021-2022 年),并于 2020 年 7 月完成首期员工持股计划股票非交易落户,在 2021 年 8 月 3 日发布第二期员工持股计划,计划参加人数不超过 2,000 人,其中公司董事、监事及高级管理人员 15 人,合计获授份额占第二期员工持股计划总份额的比例为 12.37%,其余持有人获授份额占比为 87.63%,实施规模不超过 1,600 万股,拟筹集资金总额上限为 14,400 万元。公司通过新的激励方式继续调动公司管理者和员工的积极性,吸引和保留优秀管理人才和核心骨干,提高公司员工的凝聚力和竞争力。此外,公司灵活便捷的激励方式可以更加方便地吸纳外部高级人才加盟公司。

4、盈利预测与投资建议

公司为国内民营医药流通企业龙头,差异化布局院外市场,基于过往累积优势,持续推进平台化、数字化、互联网化转型,有望走出第二增长曲线,我们维持 2021-2023 年盈利预测,预计 2021-2023 年归母净利润分别为 31.44、36.77、43.23 亿元, EPS 分别为 1.68/1.96/2.31 元/股,当前股价对应 PE 分别为 8.9/7.6/6.5 倍,维持“买入”评级。

表2:九州通盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	99,497	110,860	127,435	146,718	169,255
YoY(%)	14.2	11.4	15.0	15.1	15.4
净利润(百万元)	1,727	3,075	3,144	3,677	4,323
YoY(%)	28.8	78.1	2.2	17.0	17.5
毛利率(%)	8.7	9.0	9.3	9.6	9.9
净利率(%)	1.7	2.8	2.5	2.5	2.6

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
ROE(%)	8.1	13.2	11.7	12.1	12.4
EPS(摊薄/元)	0.92	1.64	1.68	1.96	2.31
P/E(倍)	16.2	9.1	8.9	7.6	6.5
P/B(倍)	1.7	1.4	1.3	1.1	0.9

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、风险提示

未来融资成本上行，企业财务费用上升，导致净利率下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	58903	66150	75327	87746	97460
现金	12171	14809	16495	19406	19782
应收票据及应收账款	23097	25228	28253	35682	38121
其他应收款	4620	5245	6838	6840	8706
预付账款	3182	3746	4844	5144	6180
存货	14072	14775	17789	19325	23030
其他流动资产	1762	2347	1107	1349	1641
非流动资产	12245	14674	14625	16219	18060
长期投资	1683	1768	2178	2601	2953
固定资产	5361	5731	6660	7631	8665
无形资产	2232	2271	2446	2635	2845
其他非流动资产	2969	4903	3342	3351	3597
资产总计	71148	80824	89952	103965	115521
流动负债	45948	51332	59111	69633	77068
短期借款	11707	14325	16325	18525	20925
应付票据及应付账款	28019	31099	33996	42193	45909
其他流动负债	6221	5909	8790	8915	10234
非流动负债	3232	3875	2885	2545	2161
长期借款	2724	3205	2434	2037	1627
其他非流动负债	509	670	451	507	534
负债合计	49180	55207	61997	72178	79229
少数股东权益	3213	3790	3922	4077	4258
股本	1878	1874	1874	1874	1874
资本公积	8131	8095	8095	8095	8095
留存收益	7181	10155	13430	17262	21766
归属母公司股东权益	18754	21827	24034	27711	32033
负债和股东权益	71148	80824	89952	103965	115521

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2768	3444	1572	3475	1224
净利润	1781	3385	3276	3832	4504
折旧摊销	537	557	554	660	728
财务费用	1235	985	1147	1320	1523
投资损失	-140	-140	-127	-147	-169
营运资金变动	-751	-592	-2200	-1247	-4374
其他经营现金流	106	-751	-1078	-943	-988
投资活动现金流	-1240	-1275	484	-1137	-1379
资本支出	1192	1457	934	1059	1228
长期投资	-242	-211	-409	-229	-352
其他投资现金流	-290	-29	1008	-306	-503
筹资活动现金流	-2842	-184	-369	572	531
短期借款	1456	2618	2000	2200	2400
长期借款	1098	481	-771	-397	-411
普通股增加	0	-4	0	0	0
资本公积增加	135	-36	0	0	0
其他筹资现金流	-5532	-3242	-1599	-1231	-1458
现金净增加额	-1314	1982	1686	2911	376

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	99497	110860	127435	146718	169255
营业成本	90795	100919	115605	132684	152479
营业税金及附加	239	253	301	346	398
营业费用	3135	3542	4730	5666	6749
管理费用	1960	2153	2510	2934	3554
研发费用	74	127	146	168	194
财务费用	1235	985	1147	1320	1523
资产减值损失	-13	-33	-122	-140	-162
其他收益	203	214	140	161	186
公允价值变动收益	-14	1078	900	950	1000
投资净收益	140	140	127	147	169
资产处置收益	7	258	9	10	12
营业利润	2301	4352	4294	5008	5886
营业外收入	47	74	64	73	85
营业外支出	31	93	89	88	102
利润总额	2317	4334	4269	4993	5869
所得税	536	949	993	1161	1365
净利润	1781	3385	3276	3832	4504
少数股东损益	55	310	132	154	181
归母净利润	1727	3075	3144	3677	4323
EBITDA	3378	5526	5375	6244	7265
EPS(元)	0.92	1.64	1.68	1.96	2.31

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	14.2	11.4	15.0	15.1	15.4
营业利润(%)	25.8	89.1	-1.3	16.6	17.5
归属于母公司净利润(%)	28.8	78.1	2.2	17.0	17.5
获利能力					
毛利率(%)	8.7	9.0	9.3	9.6	9.9
净利率(%)	1.7	2.8	2.5	2.5	2.6
ROE(%)	8.1	13.2	11.7	12.1	12.4
ROIC(%)	6.5	9.7	8.5	8.7	9.0
偿债能力					
资产负债率(%)	69.1	68.3	68.9	69.4	68.6
净负债比率(%)	12.6	12.5	11.6	7.0	10.7
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.5	1.5	1.5	1.5
应收账款周转率	4.4	4.6	4.8	4.6	4.6
应付账款周转率	3.4	3.4	3.6	3.5	3.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.64	1.68	1.96	2.31
每股经营现金流(最新摊薄)	1.48	1.84	0.84	1.85	0.65
每股净资产(最新摊薄)	8.87	10.35	11.53	13.49	15.80
估值比率					
P/E	16.2	9.1	8.9	7.6	6.5
P/B	1.7	1.4	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	10.1	6.3	6.5	5.5	5.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn