

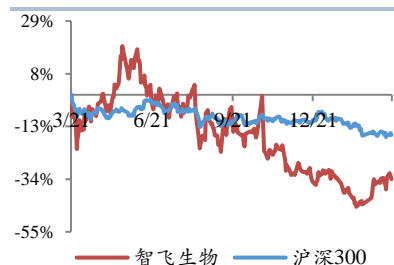
# 重组新冠病毒蛋白疫苗获批附条件上市，将持续贡献业绩

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-03-03

收盘价（元） 124.68  
近 12 个月最高/最低（元） 224.81/ 103.92  
总股本（百万股） 1,600  
流通股本（百万股） 922  
流通股比例（%） 57.62  
总市值（亿元） 1,995  
流通市值（亿元） 1,149

## 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：任雯萱

执业证书号：S0010121080050

邮箱：renwx@hazq.com

## 相关报告

1.【华安医药】智飞生物（300122）深度报告：代理起家锤炼营销能力 自研产品打造第二生长曲线 2022-03-11

## 主要观点：

### ● 事件：

3月1日，国家药监局附条件批准公司的重组新冠疫苗上市注册申请。继2021年3月在国内获批紧急使用一年后，该疫苗成为首个附条件上市的国产重组新冠病毒蛋白疫苗。

### ● 点评：

· **获批附条件上市叠加优异的临床数据或有助于疫苗的加强针推广**  
一方面，公司新冠疫苗为目前国内唯一一款获批附条件上市的重组蛋白新冠疫苗；另一方面，公司新冠疫苗作为序贯加强针以及针对变异株，在临床数据上都表现出优异的有效性。双重因素将催化公司进一步加强重组蛋白新冠疫苗的推广，提高疫苗在加强针中的渗透率，甚至推动新冠疫苗出海进程。全球 III 期临床试验数据初步分析结果显示，三剂接种疫苗对 Delta 变异株的保护效力为 81.38%。另外，据两篇公开发布的文章中的数据显示，公司的重组蛋白新冠疫苗作为灭活疫苗的序贯加强针，对各种变异株都显示出较高的中和抗体几何滴度水平，优于同源加强接种。

### · 2022 年公司新冠疫苗海内外销售规模合计数十亿元

2021 年，预计重组蛋白新冠疫苗产品为公司贡献超过 100 亿元的收入。2022 年，正式获批有助于公司进一步在国内推广重组蛋白新冠疫苗，叠加新冠疫苗出海业务的持续推进，新冠业务将继续为公司贡献大量现金流，预计 2022 年公司新冠疫苗的销售规模约数十亿元。

### · 投资建议：

我们维持业绩预测不变，预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 306/ 299/ 330 亿元，同比增长 101.7%/ -2.3%/ 10.2%。归母净利润分别为 102/ 92/ 93 亿元，同比增长 208.8%/ -9.9%/ 1.7%。

除新冠疫苗产品外，公司依靠“自研+代理”打造丰富疫苗产品管线，双轮驱动公司业绩高速增长。代理：独家代理默沙东 HPV 疫苗等产品，销售收入 4 年翻 40 倍，协议采购额 2023 年近 200 亿元。自研：微卡、流脑疫苗系列产品以及 23 价肺炎球菌多糖疫苗、流感病毒裂解疫苗、人二倍体狂苗、四价流脑结合疫苗等自研重磅疫苗产品逐渐进入收获期，多维产品矩阵有望贡献百亿元以上收入，打造第二增长曲线。不考虑新冠疫苗业务对公司业绩产生的影响，我们预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 186/ 239/ 300 亿元，同比增长 22.7%/ 28.3%/ 25.4%。归母净利润分别为 40/ 60/ 75 亿元，同比增长 22.2%/ 49.9%/ 24.8%；公司 2021~2023 年 PE 分别为：49X/ 33X/ 26X。考虑到疫苗行业的持续快速发展、公司营销团队的优势以及接下来几年重磅产品接连上市带来的长期成长性，我们维持“买入”评级。

● 风险提示

市场推广不及预期的风险；疫情变化影响公司正常经营的风险；临床获批进展不及预期的风险；代理业务续签失败的风险等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15190	30645	29927	32994
收入同比 (%)	43.5%	101.7%	-2.3%	10.2%
归属母公司净利润	3301	10194	9188	9339
净利润同比 (%)	39.5%	208.8%	-9.9%	1.7%
毛利率 (%)	39.0%	50.5%	47.1%	42.4%
ROE (%)	40.0%	57.5%	35.0%	26.9%
每股收益 (元)	2.06	6.37	5.74	5.84
P/E	71.69	19.57	21.71	21.36
P/B	28.69	11.26	7.60	5.75
EV/EBITDA	58.72	15.67	16.55	15.79

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1 事件：公司成为目前国内唯一获批的重组蛋白新冠疫苗厂商 .....	5
2 公司新冠疫苗在临床数据上表现出优异的有效性 .....	6
3 2022 年，公司新冠疫苗海内外销售规模合计在数十亿元 .....	7
4 投资建议 .....	9
风险提示： .....	9
财务报表与盈利预测 .....	10

## 图表目录

图表 1 公司重组新冠疫苗研发及上市时间线.....	5
图表 2 针对新冠变异株两剂灭活疫苗+重组新冠疫苗加强剂显著增强了 RBD 抗体反应和中和滴度.....	6
图表 3 重组蛋白新冠疫苗作为灭活苗的序贯加强针，针对 OMICRON 变异株的实验数据.....	6
图表 4 2022 年加强针接种带来的市场空间预测.....	7
图表 5 2021 年海关部分疫苗出口情况统计.....	8
图表 6 2022 年疫苗出口带来的市场空间预测.....	8

## 1 事件：公司成为目前国内唯一获批的重组蛋白新冠疫苗厂商

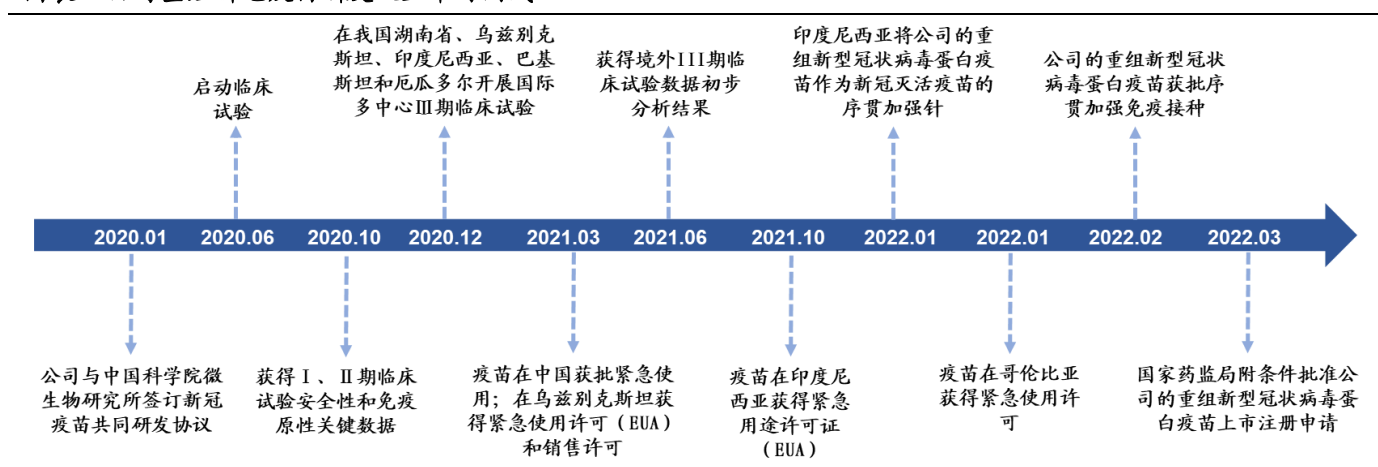
3月1日，国家药监局附条件批准公司的重组新冠疫苗上市注册申请。继2021年3月在国内获批紧急使用一年后，该疫苗成为首个获批的国产重组新冠病毒蛋白疫苗。

回顾公司重组新冠疫苗的发展历程，**2020年，公司迅速开启新冠疫苗的研发并推进至III期临床。**在新冠疫情爆发之初，智飞生物就与中国科学院微生物研究所签订协议，共同加快新冠疫苗的开发。2020年6月，重组新冠疫苗启动临床试验，10月获得I、II期临床试验关键数据，结果表明疫苗具有很好的安全性和免疫原性。12月12日，公司开始陆续在我国湖南省、乌兹别克斯坦、印度尼西亚、巴基斯坦和厄瓜多尔开展重组新冠疫苗的国际多中心III期临床试验。

**2021年，公司的重组新冠疫苗在国内及部分其他国家获批紧急使用，顺利开展疫苗的国内接种及出海工作。**2021年3月1日，乌兹别克斯坦授予该疫苗EUA及销售许可。3月17日，经中国国家卫健委提议，国家药监局批准该疫苗被纳入紧急使用。6月30日，公司公告称已获得境外III期临床试验数据初步分析结果。10月7日，印度尼西亚授予该疫苗EUA，并在2022年1月22日批准公司重组新冠疫苗作为序贯加强针。2022年1月10日，哥伦比亚授予该疫苗EUA。

**2022年，公司的重组新冠疫苗获批序贯加强针后，正式获批复条件上市，将进一步推动疫苗的国内接种及出海进程。**2022年2月18日，智飞批新冠疫苗序贯接种加强针。国家明确现阶段可在全程接种国药中生北京、科兴中维、中生武汉的新冠病毒灭活疫苗满6个月，且未完成同源加强免疫的18岁及以上人群中实施序贯加强免疫接种，目标人群可选择智飞的重组蛋白疫苗或康希诺的腺病毒载体疫苗中的一种，免费开展1剂次序贯加强针。3月1日，国家药监局附条件批准公司的重组新冠疫苗上市注册申请。

图表1 公司重组新冠疫苗研发及上市时间线



资料来源：公司公告，国家药监局，华安证券研究所

## 2 公司新冠疫苗在临床数据上表现出优异的有效性

一方面，公司新冠疫苗为目前国内唯一一款获批附条件上市的重组蛋白新冠疫苗；另一方面，公司新冠疫苗作为序贯加强针以及针对变异株，在临床数据上都表现出优异的有效性。双重因素将催化公司进一步加强重组蛋白新冠疫苗的推广，提高疫苗在加强针中的渗透率，甚至推动新冠疫苗出海进程。

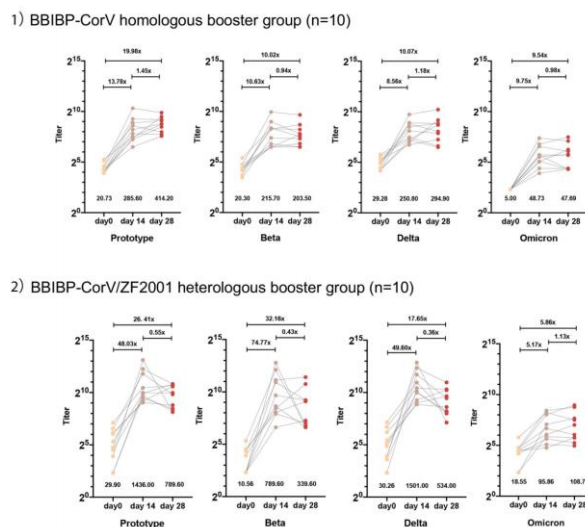
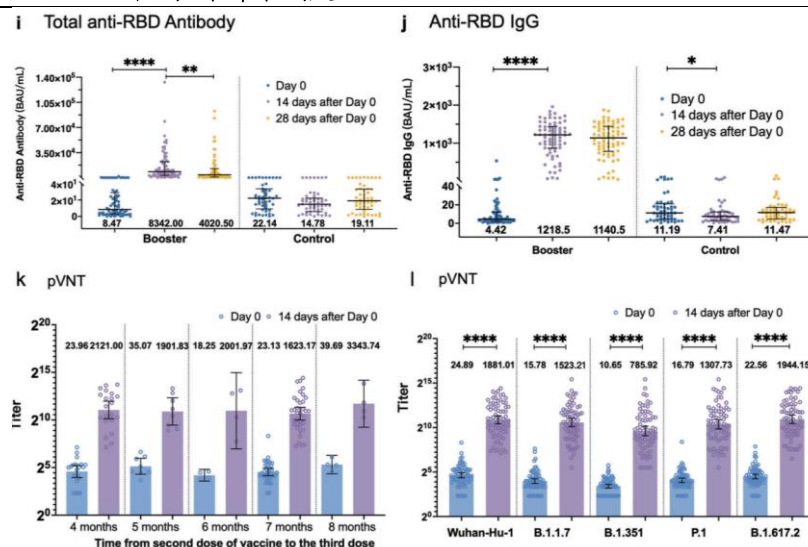
公司的新冠疫苗产品最早对 **Delta** 变异株完成完整三期临床试验。公司的境外 III 期临床试验数据初步分析结果显示良好的保护效力：三剂接种 7 天后，疫苗对 18 周岁及以上人群的保护效力为 81.43%；其中对重症及以上病例的保护效力为 92.87%。另外，对 **Delta** 变异株的保护效力为 **81.38%**。

另外，重组新冠疫苗作为序贯加强针在实验中显著增加了中和作用。据 2022 年 11 月 23 日发布于 Cell Research 网站的名为“针对新冠变异株，两剂灭活疫苗+重组新冠疫苗加强剂显著增强了 RBD 抗体反应和中和滴度”的文章中的数据显示，在序贯加强接种后第 14 天，pVNT 水平上升了 75.58 倍。sVNT 几何平均滴度（GMT）在第 14 天增加了 503.47 倍，在第 28 天略有回落，增加约 448.60 倍。第 14 天的 RBD 抗体水平和 IgG 水平分别为 8342BAU/mL 和 1218.50BAU/mL，显著高于基线抗体水平。此外，加强针对四种变异株的 pVNT 的 GMT 水平至少增加了 70 倍：对 Beta 增加 73.79 倍，对 Gamma 增加 77.91 倍；对 Delta 增加 86.16 倍。文章建议，18-59 岁的健康成年人在接种两剂灭活疫苗后，可接种第三剂重组蛋白亚单位疫苗作为加强针。

据 2022 年 12 月 22 日 Emerging Microbes & Infections 发表的公司重组新冠疫苗作为灭活疫苗的序贯加强针，针对 Omicron 变异株的实验数据显示，**第三种序贯接种重组蛋白疫苗作为加强针可以提高对 Omicron 变异株的中和作用**：在新冠灭活疫苗同源加强接种后第 14 天，对原始毒株、Beta、Delta 和 Omicron 变异株的 pVNT 的 GMT 显著增加至 285.6、215.7、250.8、48.73，而在 ZF2001 异源加强接种后第 14 天，pVNT 的 GMT 显著增加至分别为 1436、789.6、1501、95.86。

图表 2 针对新冠变异株两剂灭活疫苗+重组新冠疫苗加强剂显著增强了 RBD 抗体反应和中和滴度

图表 3 重组蛋白新冠疫苗作为灭活疫苗的序贯加强针，针对 Omicron 变异株的实验数据



资料来源：Cell Research，华安证券研究所

资料来源：Emerging Microbes & Infections，华安证券研究所



## 3 2022 年，公司新冠疫苗海内外销售规模合计在数十亿元

正式获批有助于公司进一步在国内和国际上推广重组蛋白新冠疫苗。根据现有国内接种及海外出口的情况，预计 2022 年公司新冠疫苗的销售规模约在 40~70 亿元。

### 预计加强针接种带来 20~50 亿元的市场空间

截至 2022 年 2 月初，国内新冠疫苗的全程接种率约为 85%，已接种加强针剂数约为 4.6 亿剂。估算 2022 年加强针带来的市场空间，有以下几条关键假设：

假设 1：预计 2022 年全年，平均全程接种率约为 90%。估计加强针的平均渗透率在悲观/中性/乐观的情况下，渗透率分别约为 65%/75%/85%。

假设 2：在接种加强针时，选择序贯接种的人数约占 80%。

假设 3：在两种获批的序贯加强针中，公司凭借产能以及营销优势，市占率更高，约为 60%。

假设 4：根据目前国内的接种情况以及公司的销售收入推算，公司新冠疫苗在同源加强针接种中市占率约为 12%。

根据以上假设，预计 2022 年加强针接种为公司带来约 20~50 亿元的销售收入。

图表 4 2022 年加强针接种带来的市场空间预测

项目	悲观	中性	乐观
2022 年 18 岁以上人口数（万人）	110338.4		
2022 年全年平均全程接种率	90%		
加强针渗透率	65%	75%	85%
加强针剂数（万）	64547.9	74478.4	84408.9
已接种加强针剂数（万剂）	45984		
序贯接种加强针比例	80%		
序贯接种加强针人次（万人）	14851.2	22795.5	30739.9
智飞新冠疫苗序贯接种加强针渗透率	60%		
智飞新冠疫苗序贯接种加强针剂数（万剂）	8910.7	13677.3	18443.9
智飞新冠疫苗同源接种加强针渗透率	12%		
智飞新冠疫苗同源接种加强针剂数（万剂）	445.53	683.87	922.20
智飞新冠疫苗加强针合计数量（万支）	9356.23	14361.18	19366.13
智飞新冠疫苗单支价格（元）	25		
智飞 2022 年加强针市场空间（亿元）	23.39	35.90	48.42

资料来源：国家统计局，卫健委，中国海关，华安证券研究所

### 预计海外出口带来约 20 亿元的市场空间

2021 年，在海外获批紧急使用许可以及获批上市给公司带来了大量的出口订单。根据公司负责新冠疫苗业务的子公司智飞龙科马注册地为安徽，以及 2021 年公司新冠疫苗出口国家为乌兹别克斯坦和印度尼西亚，可以从中国海关总署公示的人用疫苗出口记录中大致筛选出公司 2021 年的疫苗出口数据。2021 年 3 月和 10 月，公司重组新冠疫苗（CHO 细胞）分别在乌兹别克斯坦和印度尼西亚获得紧急用途许可证（EUA），其中乌兹别克斯坦在 3 月批准该疫苗上市。2021 年 3-5 月，公司对印尼及乌兹别克斯坦的合计出口额超 1 亿元，9 月获得全年最高月出口额，

单月对乌兹别克斯坦的出口额约 4.3 亿元，2021 年全年出口额达到 12.71 亿元。

图表 5 2021 年海关部分疫苗出口情况统计

数据年月	商品编码	注册地名称	贸易伙伴名称	人民币(亿元)
202112	30022000	安徽省	乌兹别克斯坦	2.4741
202110	30022000	安徽省	印度尼西亚	0.0018
202110	30022000	安徽省	乌兹别克斯坦	1.6126
202109	30022000	安徽省	乌兹别克斯坦	4.2329
202108	30022000	安徽省	乌兹别克斯坦	1.8597
202107	30022000	安徽省	乌兹别克斯坦	0.5895
202106	30022000	安徽省	乌兹别克斯坦	0.8873
202105	30022000	安徽省	乌兹别克斯坦	0.4518
202104	30022000	安徽省	乌兹别克斯坦	0.2989
202103	30022000	安徽省	乌兹别克斯坦	0.2962
202102	30022000	安徽省	印度尼西亚	0.0019
202102	30022000	安徽省	乌兹别克斯坦	0.0004
202101	30022000	安徽省	印度尼西亚	0.0002
202101	30022000	安徽省	乌兹别克斯坦	0.0014
合计出口额（亿元）			12.71	

资料来源：中国海关，华安证券研究所

约翰霍普金斯大学统计了截至 2022 年 2 月初乌兹别克斯坦、印尼以及哥伦比亚的部分及全程接种率。估算 2022 年疫苗出口带来的市场空间，有以下几条关键假设：

假设 1：根据当前疫苗接种的覆盖率，推算在乌兹别克斯坦、印尼以及哥伦比亚的最终全程接种率分别约为 80%/ 90%/ 95%；加强针的接种比例分别为 80%/ 90%/ 95%。

假设 2：根据公司新冠病毒疫苗在当地的获批进展，推测 2022 年的全年平均渗透率分别约为 50%/ 25%/ 25%。

根据以上假设，预计 2022 年疫苗出口为公司带来约 20 亿元的销售收入。

图表 6 2022 年疫苗出口带来的市场空间预测

出口	乌兹别克斯坦	印尼	哥伦比亚	合计
人口数（万人）	1017	27636	5127	-
部分接种率	16.6%	17.9%	15.7%	
全程接种率	37.1%	50.6%	64.5%	
最终全程接种率	80%	90%	95%	
完成全程接种所需剂数（万剂）	669.96	16301.37	2287.03	
智飞渗透率	50%	25%	25%	
智飞销量（万支）	334.98	4075.34	571.76	
加强针比例	80%	90%	95%	
加强针数量（万支）	89.33	1222.60	181.06	
出口总量（万支）	424.31	5297.95	752.81	
出口价格（元）	-			30
出口额（亿元）				19.43

资料来源：国家统计局，卫健委，中国海关，华安证券研究所



## 4 投资建议

2021 年，预计重组蛋白新冠疫苗产品为公司贡献超过 100 亿元的收入。目前产品已获批附条件上市，并凭借其在序贯接种试验中体现出的优异有效性（特别是针对 Delta 以及 Omicron 变异株）获批用作序贯加强针，因此 2022 年公司新冠疫苗管线的收入将继续得到一定支撑。叠加疫苗出口海外创造的增量收入，新冠疫苗有望在 2022 年继续为公司贡献大量现金流。预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 306/ 299/ 330 亿元，同比增长 101.7%/ -2.3%/ 10.2%。归母净利润分别为 102/ 92/ 93 亿元，同比增长 208.8%/ -9.9%/ 1.7%。

除新冠疫苗产品外，公司依靠“自研+代理”打造丰富疫苗产品管线，双轮驱动公司业绩高速增长。代理：独家代理默沙东 HPV 疫苗等产品，销售收入 4 年翻 40 倍，协议采购额 2023 年近 200 亿元。自研：微卡、流脑疫苗系列产品以及 23 价肺炎球菌多糖疫苗、流感病毒裂解疫苗、人二倍体狂苗、四价流脑结合疫苗等自研重磅疫苗产品逐渐进入收获期，多维产品矩阵有望贡献百亿元以上收入，打造第二增长曲线。不考虑新冠疫苗业务对公司业绩产生的影响，我们预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 186/ 239/ 300 亿元，同比增长 22.7%/ 28.3%/ 25.4%。归母净利润分别为 40/ 60/ 75 亿元，同比增长 22.2%/ 49.9%/ 24.8%；公司 2021~2023 年 PE 分别为：49X/ 33X/ 26X。考虑到疫苗行业的持续快速发展、公司营销团队的优势以及接下来几年重磅产品接连上市带来的长期成长性，我们维持“买入”评级。

## 风险提示：

**市场推广不及预期的风险：**微卡作为重磅产品，是 2022 年公司的重点推广产品之一。新产品的推广决定了市场渗透率的提升速度，对公司业绩有较为显著的影响。

**新冠疫苗销售情况存在不确定性的风险：**目前新冠的变异株在全球范围广泛传播。变异株的传播能力变强，但毒力有减弱的趋势。现有疫苗对变异株的有效性以及接种后的再感染情况尚需更多数据证明。新冠疫苗在未来两年的销售情况受疫情严重程度及接种政策的影响存在较大的不确定性。

**临床试验进展不及预期的风险：**公司目前有多款产品处于临床研发阶段，若临床试验进展不及预期甚至临床试验失败，都有可能影响到公司后续的业绩增长。

**代理业务续签失败的风险：**目前代理收入仍是公司营业收入的重要组成部分。但默沙东的 HPV 疫苗产品在中国的销售增速低于欧美，因此后续代理合约是否能顺利续签，以及续签的供应量，都存在不确定性。

**其他可能影响公司正常生产经营的风险。**

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E					
<b>流动资产</b>	11537	26484	35889	46095					
现金	1437	7425	16899	24569					
应收账款	6624	13364	13050	14388					
其他应收款	9	18	18	20					
预付账款	56	91	95	114					
存货	3406	5576	5812	6985					
其他流动资产	5	10	14	19					
<b>非流动资产</b>	3678	3622	3380	3273					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	1480	1337	1019	821					
无形资产	271	300	330	360					
其他非流动资产	1927	1984	2031	2092					
<b>资产总计</b>	15215	30105	39268	49367					
<b>流动负债</b>	6817	9948	10574	12253					
短期借款	2874	3264	3674	4074					
应付账款	3030	4961	5171	6214					
其他流动负债	913	1724	1729	1965					
<b>非流动负债</b>	150	2434	2434	2434					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	150	2434	2434	2434					
<b>负债合计</b>	6967	12383	13008	14688					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	1600	1600	1600	1600					
资本公积	208	208	208	208					
留存收益	6441	15915	24452	32872					
归属母公司股东权益	8249	17723	26260	34680					
<b>负债和股东权益</b>	15215	30105	39268	49367					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E					
<b>经营活动现金流</b>	3497	4606	10188	8892					
净利润	3301	10194	9188	9339					
折旧摊销	131	508	583	663					
财务费用	123	92	104	116					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	-159	-6229	272	-1268					
其他经营现金流	3561	16464	8957	10648					
<b>投资活动现金流</b>	-897	-492	-382	-597					
资本支出	-827	-390	-290	-490					
长期投资	-70	-91	-81	-96					
其他投资现金流	0	-11	-11	-11					
<b>筹资活动现金流</b>	-2114	1874	-332	-624					
短期借款	490	390	410	400					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	0	0	0	0					
其他筹资现金流	-2604	1484	-742	-1024					
<b>现金净增加额</b>	481	5988	9473	7670					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E					
<b>营业收入</b>	15190	30645	29927	32994					
营业成本	9268	15174	15818	19009					
营业税金及附加	71	138	129	132					
销售费用	1198	2360	2334	2145					
管理费用	212	428	418	461					
财务费用	131	56	-53	-230					
资产减值损失	-48	0	0	0					
公允价值变动收益	-13	0	0	0					
投资净收益	1	0	0	0					
<b>营业利润</b>	3895	11942	10767	10944					
营业外收入	0	0	0	0					
营业外支出	41	41	41	41					
<b>利润总额</b>	3854	11901	10726	10903					
所得税	553	1707	1538	1564					
<b>净利润</b>	3301	10194	9188	9339					
少数股东损益	0	0	0	0					
<b>归属母公司净利润</b>	3301	10194	9188	9339					
EBITDA	4055	12464	11256	11336					
EPS (元)	2.06	6.37	5.74	5.84					

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	43.5%	101.7%	-2.3%	10.2%
营业利润	38.4%	206.6%	-9.8%	1.6%
归属于母公司净利	39.5%	208.8%	-9.9%	1.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	39.0%	50.5%	47.1%	42.4%
净利率 (%)	21.7%	33.3%	30.7%	28.3%
ROE (%)	40.0%	57.5%	35.0%	26.9%
ROIC (%)	30.2%	48.8%	30.5%	23.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	45.8%	41.1%	33.1%	29.8%
净负债比率 (%)	84.5%	69.9%	49.5%	42.4%
流动比率	1.69	2.66	3.39	3.76
速动比率	1.18	2.09	2.84	3.18
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.00	1.02	0.76	0.67
应收账款周转率	2.29	2.29	2.29	2.29
应付账款周转率	3.06	3.06	3.06	3.06
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.06	6.37	5.74	5.84
每股经营现金流	2.19	2.88	6.37	5.56
每股净资产	5.16	11.08	16.41	21.67
<b>估值比率</b>				
P/E	71.69	19.57	21.71	21.36
P/B	28.69	11.26	7.60	5.75
EV/EBITDA	58.72	15.67	16.55	15.79

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**联系人：**任雯萱，研究助理，主要负责生物制品（疫苗+血液制品）行业研究。上海财经大学金融硕士。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。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。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

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%至 15%；

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；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。