

医药板块国企众多，重点关注相关公司催化剂落地

2023年03月07日

➤ **周度观点：**上周（2.27-3.3）申万医药指数上涨 0.6%，跑输同期沪深 300（2.1%）和创业板指（0.5%）。近期国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动，引起市场对国有企业的投资热情，医药板块国企数量众多，我们梳理了医药各领域中央企和地方国企的相关标的，重点关注相关催化剂落地，如股权激励、股权变更等等。

➤ **医药板块国企数量众多，中药、化药与流通行业占比较高。**近期国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动，引起市场对国有企业的投资热情。在医药板块中，我们以申万医疗保健行业为样本，样本中共 400 家企业（剔除 B 股和 ST 股），其中 65 家国有企业，占比 16.3%，其中中央国有企业 16 家，地方国有企业 49 家，分别占国有企业比例为 24.6 和 75.4%。按申万行业来划分，按申万三级行业来划分，医药国有企业中中药 18 家，化学药 13 家，医药流通 11 家，原料药 3 家，疫苗、血制品等生物制品共 10 家，医疗设备与耗材 7 家，其他综合业务 3 家。

➤ **重点关注医药领域有催化剂的相关公司。**我们梳理医药各领域中央企、国企相关标的，建议关注央企、国企业绩改善情况和投资机遇。中药板块中有 5 家央企和 13 家地方企业，目前已发布股权激励且解禁尚未完成的企业有康恩贝、昆药集团、江中药业；化学药板块中有 3 家央企和 10 家地方企业，目前已发布股权激励且解禁尚未完成的企业有华润双鹤；生物制品中有 2 家央企和 8 家地方企业，目前已发布股权激励且解禁尚未完成的企业有长春高新；医疗器械、装备及耗材板块有 1 家央企和 6 家地方企业，目前已发布股权激励且解禁尚未完成的企业有新华医疗。

➤ **本周股票建议关注组合：**1) 成长组合：药石科技、金斯瑞生物科技、聚光科技；2) 稳健组合：山东药玻、科伦药业、长春高新；3) 弹性组合：康恩贝、昆药集团、新华医疗。

➤ **投资建议：**医药领域国有企业数量众多，受益国资委发起的国有企业改革行动，因此建议关注医药领域中有催化剂的重点公司如股权激励、股权变更、年度发展规划等，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**国企改革不及预期；利润兑现不及预期；其他系统性风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600529.SH	山东药玻	29.15	0.89	1.04	1.28	33	28	23	-
300725.SZ	药石科技	76.58	2.46	1.76	2.54	31	44	30	推荐
1548.HK	金斯瑞生物科技	19.19	-0.17	-0.11	-0.04	-	-	-	推荐
300203.SZ	聚光科技	32.63	-0.51	0.11	0.60	-	297	54	-
002422.SZ	科伦药业	28.50	0.75	1.13	1.38	38	25	21	-
000661.SZ	长春高新	192.55	9.28	11.75	14.78	21	16	13	-
600572.SH	康恩贝	5.26	0.78	0.12	0.26	7	44	20	-
600422.SH	昆药集团	18.87	0.67	0.69	0.84	28	27	22	-
600587.SH	新华医疗	29.33	1.19	1.29	1.54	25	23	19	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 06 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期；金斯瑞生物科技股价为人民币，港币兑人民币汇率为 0.88）

推荐

维持评级



分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书：S0100521110007

电话：021-80508867

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理 宋丽莹

执业证书：S0100121120015

邮箱：songliying@mszq.com

相关研究

1. 医药行业事件点评：国务院中药重磅政策再落地，中药行业利好不断-2023/03/01
2. 民生医药一周席谈：科学仪器是科技基石，政策推动国产化机遇提升-2023/02/28
3. 创新药双周报：ChatGPT 对生物医药影响几何？-2023/02/27
4. 一周席谈：药店加速纳入门诊统筹，头部连锁有望率先获益-2023/02/20
5. 民生医药一周席谈：从奈诺沙星看差异化创新药市场-2023/02/06

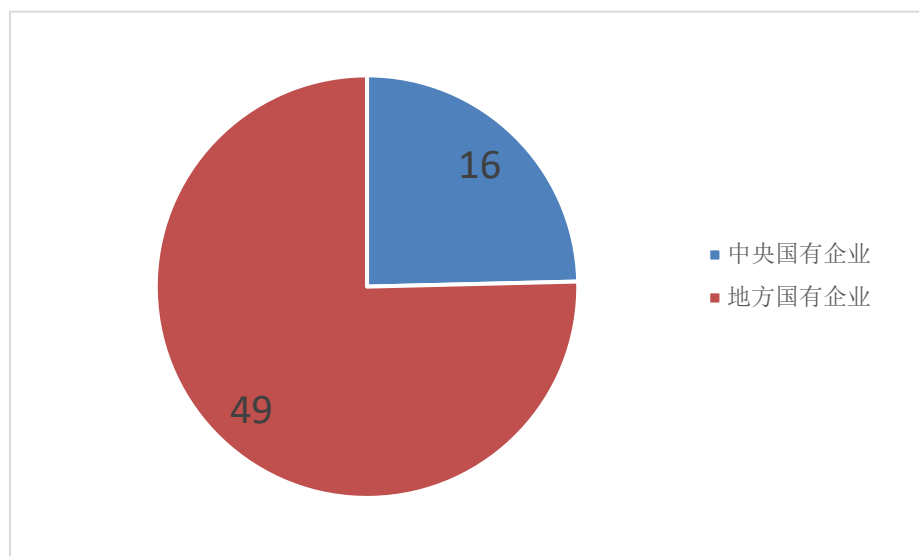
目录

1 医药板块国企数量众多，中药、化药与流通行业占比较高.....	3
2 重点关注医药领域有催化剂的相关公司	5
3 投资建议	8
4 风险提示	9
插图目录	10
表格目录	10

1 医药板块国企数量众多，中药、化药与流通行业占比较高

近期国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动，引起市场对国有企业的投资热情。在医药板块中，我们以申万医疗保健行业为样本，样本中共 400 家企业（剔除 B 股和 ST 股），其中 65 家国有企业，占比 16.3%，其中中央国有企业 16 家，地方国有企业 49 家，分别占国有企业比例为 24.6 和 75.4%。

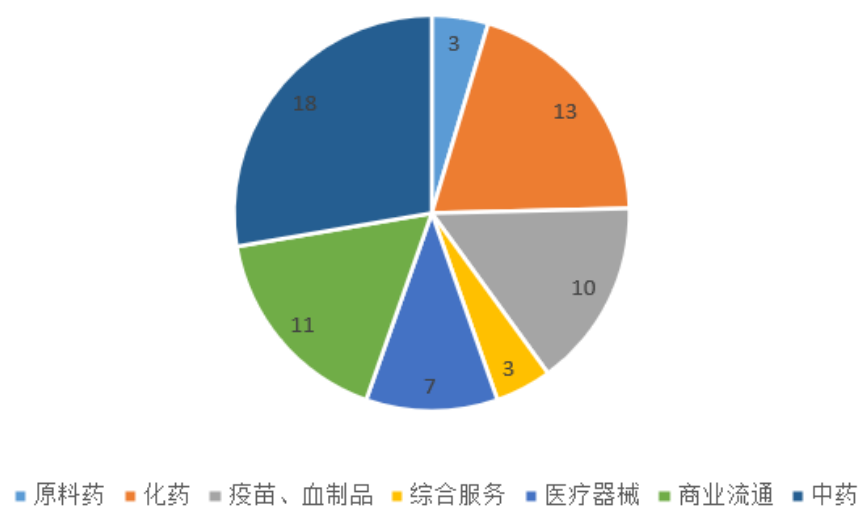
图1：申万医疗保健中央企和地方国企数量



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

按申万医疗保健行业三级子行业来划分，医药国有企业中中药 18 家，化学药 13 家，医药流通 11 家，原料药 3 家，疫苗、血制品等生物制品共 10 家，医疗设备与耗材 7 家，其他综合业务 3 家。

图2：申万医疗三级行业中国企业分布



资料来源：Wind，民生证券研究院整理

2 重点关注医药领域有催化剂的相关公司

我们分别梳理了医药各领域央企、国企相关标的，在国资委启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动的大背景下，建议关注央企、国企业绩改善情况和投资机遇。

中药板块中有 5 家央企和 13 家地方企业，目前已发布股权激励且解禁尚未完成的企业有康恩贝、昆药集团、江中药业。

康恩贝的激励方案为以 2021 年度为基数，2022、2023、2024 年度净利润增长率分别不低于 200%、240%和 280%；2022、2023 和 2024 年加权平均净资产收益率不低于 6.5%、7 和 7%；2022、2023 和 2024 年研发投入占比不低于 4.5%、4.5%和 5%。

昆药集团的激励方案为以 2020 年实现的净利润值为基数，2021、2022 和 2023 年实现的净利润值增长分别不低于 10%、21%和 33%；且每年现金分红比例不低于当年净利润的 30%。

江中药业的激励方案为以 2020 年为基数，2022、2023 和 2024 年归母净利润年复合增长率均不应低于 6%，且不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值；且 2022、2023 和 2024 年年研发投入强度分别不低于 2.96%、2.98%和 3%。

图3：中药板块央企、国企相关指标梳理

证券代码	证券简称	公司属性	控股股东	3月6日收盘价 (元)	总市值(亿元)	2022年营收 (亿元)	2022年归母 净利润 (亿元)	一致预测2022 年营收 (亿元)	一致预测2022年归 母净利润 (亿元)	2022年PE	最近3个交易日 涨跌幅	最近1个交易日 涨跌幅
000999.SZ	华润三九	中央国有企业	华润医药控股有限公司	53	527	-	-	174	24	22	2.79%	5.27%
000423.SZ	东阿阿胶	中央国有企业	华润东阿阿胶有限公司	49	318	-	-	44	8	40	0.77%	2.64%
600750.SH	江中药业	中央国有企业	华润江中制药集团有限责任公司	17	107	-	-	38	6	17	1.50%	2.92%
600422.SH	昆药集团	中央国有企业	华润医药控股有限公司	19	143	-	-	86	5	27	0.69%	2.33%
600129.SH	太极集团	中央国有企业	太极集团有限公司	36	203	-	-	140	3	58	4.80%	6.64%
600332.SH	白云山	地方国有企业	广州医药集团有限公司	34	518	-	-	728	39	13	5.68%	3.72%
600436.SH	片仔癀	地方国有企业	漳州市九龙江集团有限公司	310	1,873	87	25	104	32	76	-1.32%	0.47%
600085.SH	同仁堂	地方国有企业	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司	51	699	-	-	157	14	50	4.13%	4.90%
300026.SZ	红日药业	地方国有企业	成都兴城投资集团有限公司	7	198	67	6	85	8	32	-0.15%	0.92%
600572.SH	康恩贝	地方国有企业	浙江省中医药健康产业集团有限公司	5	135	-	-	60	3	43	-0.57%	0.77%
600771.SH	广誉远	地方国有企业	神农科技集团有限公司	38	185	-	-	13	-4	-	-0.42%	2.33%
600479.SH	千金药业	地方国有企业	株洲市国有资产投资控股集团有限公司	11	46	-	-	-	-	-	0.65%	1.51%
600252.SH	中恒集团	地方国有企业	广西投资集团有限公司	3	96	-	-	-	-	-	0.00%	0.73%
600222.SH	太龙药业	地方国有企业	郑州泰容产业投资有限公司	6	36	-	-	-	-	-	-3.11%	-0.95%
300534.SZ	鹿神戎发	地方国有企业	甘肃药业投资集团有限公司	10	29	-	-	-	-	-	-3.82%	-0.21%
002644.SZ	佛慈制药	地方国有企业	兰州佛慈医药产业发展集团有限公司	11	55	-	-	-	-	-	-2.73%	1.13%
002349.SZ	精华制药	地方国有企业	南通产业控股集团有限公司	12	98	-	-	-	-	-	-2.43%	-0.66%
000919.SZ	金陵药业	地方国有企业	南京新工投资集团有限责任公司	9	45	-	-	-	-	-	-2.74%	-1.12%

资料来源：wind，民生证券研究院

化学药板块中有 3 家央企和 10 家地方企业，目前已发布股权激励且解禁尚未完成的企业有华润双鹤，其激励方案为以 2020 年为基准，2022、2023 和 2024 年利润总额复合增长率均不低于 6%。

图4：化学药板块央企、国企相关指标梳理

证券代码	证券简称	公司属性	控股股东	3月6日收盘价 (元)	总市值(亿元)	2022年营收 (亿元)	2022年归母净 利润 (亿元)	一致预测2022 年营收 (亿元)	一致预测2022年归 母净利润 (亿元)	2022年PE	最近3个交易日 涨跌幅	最近1个交易日 涨跌幅
600062.SH	华润双鹤	中央国有企业	北京医药集团有限责任公司	18	190	-	-	100	11	17	30%	0.00%
600420.SH	国药现代	中央国有企业	上海医药工业研究院有限公司	10	121	130	6	-	-	19	0.88%	1.37%
000566.SZ	海南海药	中央国有企业	新兴际华集团有限公司	5	60	-	-	-	-	-	-0.22%	0.43%
002332.SZ	仙琚制药	地方国有企业	仙居县国有资产投资集团有限公司	13	132	44	7	49	8	18	0.68%	1.98%
000915.SZ	华特达因	地方国有企业	山东华特控股集团有限公司	41	97	23	5	29	7	19	5.53%	1.46%
688189.SH	南新制药	地方国有企业	湖南医药发展投资集团有限公司	17	34	7	0	-	-	-	0.12%	3.69%
600812.SH	华北制药	地方国有企业	冀中能源集团有限责任公司	6	109	-	-	-	-	-	-0.16%	0.92%
600789.SH	鲁抗医药	地方国有企业	华鲁控股集团有限公司	7	63	-	-	-	-	-	-0.42%	0.00%
600513.SH	联环药业	地方国有企业	江苏联环药业集团有限公司	11	30	20	1	-	-	22	0.86%	1.53%
300110.SZ	华仁药业	地方国有企业	西安曲江天授大健康投资合伙企业(有限合伙)	4	53	-	-	-	-	-	0.88%	0.22%
300006.SZ	莱美药业	地方国有企业	广西梧州中恒集团股份有限公司	4	44	-	-	-	-	-	66%	1.72%
002393.SZ	力生制药	地方国有企业	天津金浩医药有限公司	25	46	11	1	-	-	50	2.11%	2.95%
000813.SZ	德展健康	地方国有企业	新疆凯迪投资有限责任公司	4	84	-	-	-	-	-	0.7%	1.53%

资料来源：wind，民生证券研究院

生物制品中有 2 家央企和 8 家地方企业，目前已发布股权激励且解禁尚未完成的企业有长春高新，其激励方案为以金赛药业 2019-2021 年的净利润平均数为基数，2022、2023 和 2024 年金赛药业净利润增长率不低于 52.50%、75.5%和 102%。

图5：生物制品板块央企、国企相关指标梳理

证券代码	证券简称	公司属性	控股股东	3月6日收盘价 (元)	总市值(亿元)	2022年营收 (亿元)	2022年归母净 利润 (亿元)	一致预测2022 年营收 (亿元)	一致预测2022年归 母净利润 (亿元)	2022年PE	最近3个交易日 涨跌幅	最近1个交易日 涨跌幅
600161.SH	天坛生物	中央国有企业	中国生物技术股份有限公司	23	382	43	9	51	10	44	-0.34%	0.91%
300294.SZ	博雅生物	中央国有企业	华润医药控股有限公司	35	175	-	-	29	5	36	-0.40%	1.34%
000661.SZ	长春高新	地方国有企业	长春超硬投资集团有限公司	193	779	-	-	134	48	16	-0.04%	-0.39%
688276.SH	百克生物	地方国有企业	长春高新技术产业(集团)股份有限公司	59	245	11	2	21	6	135	1.79%	0.58%
688739.SH	成大生物	地方国有企业	辽宁成大股份有限公司	34	141	18	7	-	-	20	-0.24%	-0.12%
600796.SH	钱江生化	地方国有企业	海宁市水务投资集团有限公司	6	50	-	-	-	-	-	0.35%	0.87%
600739.SH	辽宁成大	地方国有企业	辽宁省国有资产经营有限公司	14	207	-	-	-	-	-	-0.37%	0.95%
002880.SZ	卫光生物	地方国有企业	深圳市光明区国有资产监督管理局	30	68	-	-	-	-	-	0.59%	0.40%
002038.SZ	双鹭药业	地方国有企业	新乡白鹭投资集团有限公司	9	95	-	-	-	-	-	2.44%	1.54%
000504.SZ	南华生物	地方国有企业	湖南省财信产业基金管理有限公司	12	36	-	-	-	-	-	0.55%	1.66%

资料来源：wind，民生证券研究院

医疗器械、装备及耗材板块有 1 家央企和 6 家地方企业，目前已发布股权激励且解禁尚未完成的企业有新华医疗，其激励方案为以 2020 年为基础，2022、2023 和 2024 年归母扣非净利润增长率不得低于 85%、110%和 130%。

图6：医疗器械、装备及耗材板块央企、国企相关指标梳理

证券代码	证券简称	公司属性	控股股东	3月6日收盘价 (元)	总市值(亿元)	2022年营收 (亿元)	2022年归母净 利润 (亿元)	一致预测2022 年营收 (亿元)	一致预测2022年归 母净利润 (亿元)	2022年PE	最近3个交易日 涨跌幅	最近1个交易日 涨跌幅
300396.SZ	迈瑞医疗	中央国有企业	深圳市华德欣润股权投资企业(有限合伙)	31	86	-	-	12	3	33	1.32%	6.26%
600529.SH	山东药玻	地方国有企业	山东鲁中投资有限责任公司	29	193	-	-	44	7	28	0.14%	0.48%
600587.SH	新华医疗	地方国有企业	山东颐养健康产业集团有限公司	29	137	-	-	101	6	23	4.01%	4.41%
300981.SZ	中红医疗	地方国有企业	中红普林集团有限公司	22	65	-	-	-	-	-	-1.12%	0.42%
300289.SZ	利德曼	地方国有企业	广州高新区科技控股集团有限公司	6	33	-	-	-	-	-	-0.65%	0.00%
300030.SZ	阳普医疗	地方国有企业	珠海格力金融投资管理有限公司	7	22	-	-	-	-	-	-1.66%	-0.28%
002030.SZ	达安基因	地方国有企业	生物工程中心有限公司,广州广永科技发展有限公司	16	227	120	55	-	-	4	0.75%	0.68%

资料来源：wind，民生证券研究院

医疗流通领域有 4 家央企和 7 家地方企业。

图7：医药商业流通板块央企、国企相关指标梳理

证券代码	证券简称	公司属性	控股股东	3月6日收盘价 (元)	总市值(亿元)	2022年营收 (亿元)	2022年归母净 利润 (亿元)	一致预测2022 年营收 (亿元)	一致预测2022年归 母净利润 (亿元)	2022年PE	最近3个交易日 涨跌幅	最近1个交易日 涨跌幅
600511.SH	国药股份	中央国有企业	国药控股股份有限公司	34	256	-	-	483	19	13	5.54%	3.16%
000028.SZ	国药一致	中央国有企业	国药控股股份有限公司	40	159	-	-	756	14	12	6.13%	4.73%
600056.SH	中国医药	中央国有企业	中国通用技术(集团)控股有限责任公司	16	237	-	-	-	-	-	-0.25%	0.83%
002462.SZ	嘉事堂	中央国有企业	中国光大医疗健康产业有限公司	16	45	-	-	-	-	-	-1.27%	-0.13%
601607.SH	上海医药	地方国有企业	海上实(集团)有限公司,上海上实(集团)有限公	20	672	-	-	2358	57	12	1.01%	1.47%
600833.SH	第一医药	地方国有企业	百联集团有限公司	12	28	-	-	-	-	-	1.23%	0.23%
600713.SH	南京医药	地方国有企业	南京新工投资集团有限责任公司	6	72	-	-	-	-	-	0.73%	0.36%
600272.SH	开开实业	地方国有企业	上海开开(集团)有限公司	10	20	-	-	-	-	-	-1.06%	-0.68%
000950.SZ	重药控股	地方国有企业	重庆医药健康产业有限公司	6	99	-	-	-	-	-	1.62%	1.07%
000705.SZ	浙江震元	地方国有企业	绍兴震元健康产业集团有限公司	9	29	-	-	-	-	-	-0.80%	-0.12%
000411.SZ	英特集团	地方国有企业	浙江省国际贸易集团有限公司	14	42	-	-	-	-	-	1.05%	-0.59%

资料来源：wind，民生证券研究院

医疗综合服务有 1 家央企和 2 家地方企业。

图8：医疗综合服务板块央企、国企相关指标梳理

证券代码	证券简称	公司属性	控股股东	3月6日收盘价 (元)	总市值(亿元)	2022年营收 (亿元)	2022年归母净 利润 (亿元)	一致预测2022 年营收 (亿元)	一致预测2022年归 母净利润 (亿元)	2022年PE	最近3个交易日 涨跌幅	最近1个交易日 涨跌幅
000503.SZ	国新健康	中央国有企业	中海恒实业发展有限公司	10	95	-	-	3	-1	-	-2.06%	0.38%
603108.SH	润达医疗	地方国有企业	杭州市拱墅区国有投资控股集团有限公司	13	77	-	-	103	4	19	8.60%	10.04%
000509.SZ	华塑控股	地方国有企业	湖北省资产管理有限公司	4	44	-	-	-	-	-	-0.72%	-0.48%

资料来源：wind，民生证券研究院

3 投资建议

医药领域国有企业数量众多，受益国资委发起的国有企业改革行动，因此建议关注医药领域中有催化剂的重点公司如股权激励、股权变更、年度发展规划等，维持“推荐”评级。

表1：医药行业重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
600529.SH	山东药玻	29.15	0.89	1.04	1.28	33	28	23	-
300725.SZ	药石科技	76.58	2.46	1.76	2.54	31	44	30	推荐
1548.HK	金斯瑞生物科技	19.19	-0.17	-0.11	-0.04	-	-	-	推荐
300203.SZ	聚光科技	32.63	-0.51	0.11	0.60	-	297	54	-
002422.SZ	科伦药业	28.50	0.75	1.13	1.38	38	25	21	-
000661.SZ	长春高新	192.55	9.28	11.75	14.78	21	16	13	-
600572.SH	康恩贝	5.26	0.78	0.12	0.26	7	44	20	-
600422.SH	昆药集团	18.87	0.67	0.69	0.84	28	27	22	-
600587.SH	新华医疗	29.33	1.19	1.29	1.54	25	23	19	-

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 03 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期；金斯瑞生物科技股价为人民币，港币兑人民币汇率为 0.88）

4 风险提示

- 1) **国企改革不及预期。**内外部因素影响下国企改革进程及实际效果低于预期。
- 2) **利润兑现不及预期。**相关公司利润水平未达市场预期水平或低于股权激励目标。
- 3) **其他系统性风险。**包括地缘政治因素、医药行业政策不确定性在内的其他系统性风险。

插图目录

图 1: 申万医疗保健央企和地方国企数量	3
图 2: 申万医疗三级行业中国企业分布	4
图 3: 中药板块央企、国企相关指标梳理	5
图 4: 化学药板块央企、国企相关指标梳理	6
图 5: 生物制品板块央企、国企相关指标梳理	6
图 6: 医疗器械、装备及耗材板块央企、国企相关指标梳理	6
图 7: 医药商业流通板块央企、国企相关指标梳理	6
图 8: 医疗综合服务板块央企、国企相关指标梳理	7

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1: 医药行业重点公司盈利预测、估值与评级	8

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026