

国投证券研究报告 2024年3月23日

# 2024W12 国投证券消费 一周看图

家电|餐饮|医药|轻工|纺服

## 2024年中药行业 有哪些潜在催化

分析师

李奕臻 S1450520020001

赵国防 S1450521120008

韩星雨 S1450522080002

陈伟浩 S1450523050002

贺鑫 S1450522110001

胡家东 S1450523070001

王尧 S1450523110002

陆偲聪 S1450522100001

马帅 S1450518120001

罗乾生 S1450522010002

余昆 S1450521070002

冯俊曦 S1450520010002

连国强 S1450523020002

王玲瑶 S1450523070003

李奔 S1450523110001

联系人

侯雅楠、万雨萌、都春竹

# 2024年中药行业有哪些潜在催化



## 📖 医药行业首席分析师马帅：

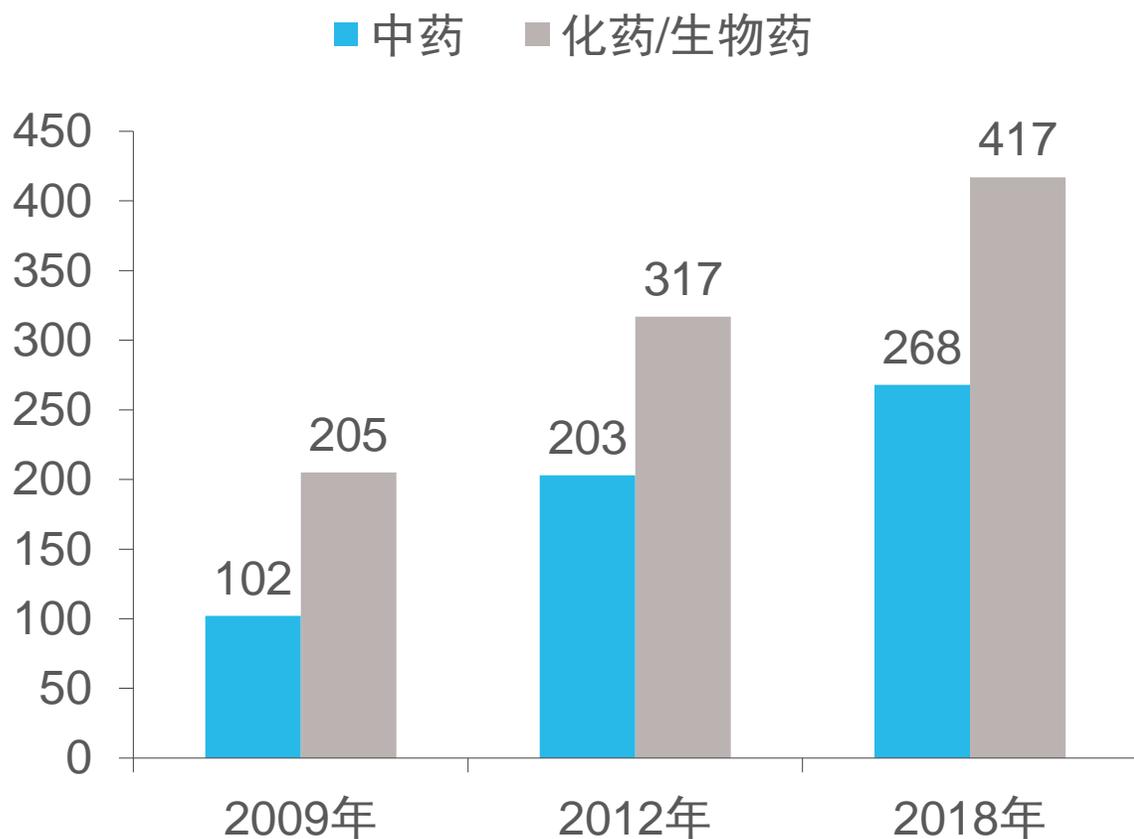
近年来，国家高度重视中医药行业的发展，2022年3月，国务院办公厅发布《“十四五”中医药发展规划》，2023年2月，国务院办公厅发布《中医药振兴发展重大工程实施方案》。2024年作为政策落地实施的重要年份，我们认为中药行业面临以下重要的潜在催化：基药目录、国企改革、高股息潜力、中药创新、并购整合能力、医保解限、OTC自主定价、股权激励到期、呼吸道、降本增效等。

行业评级：领先大市-A

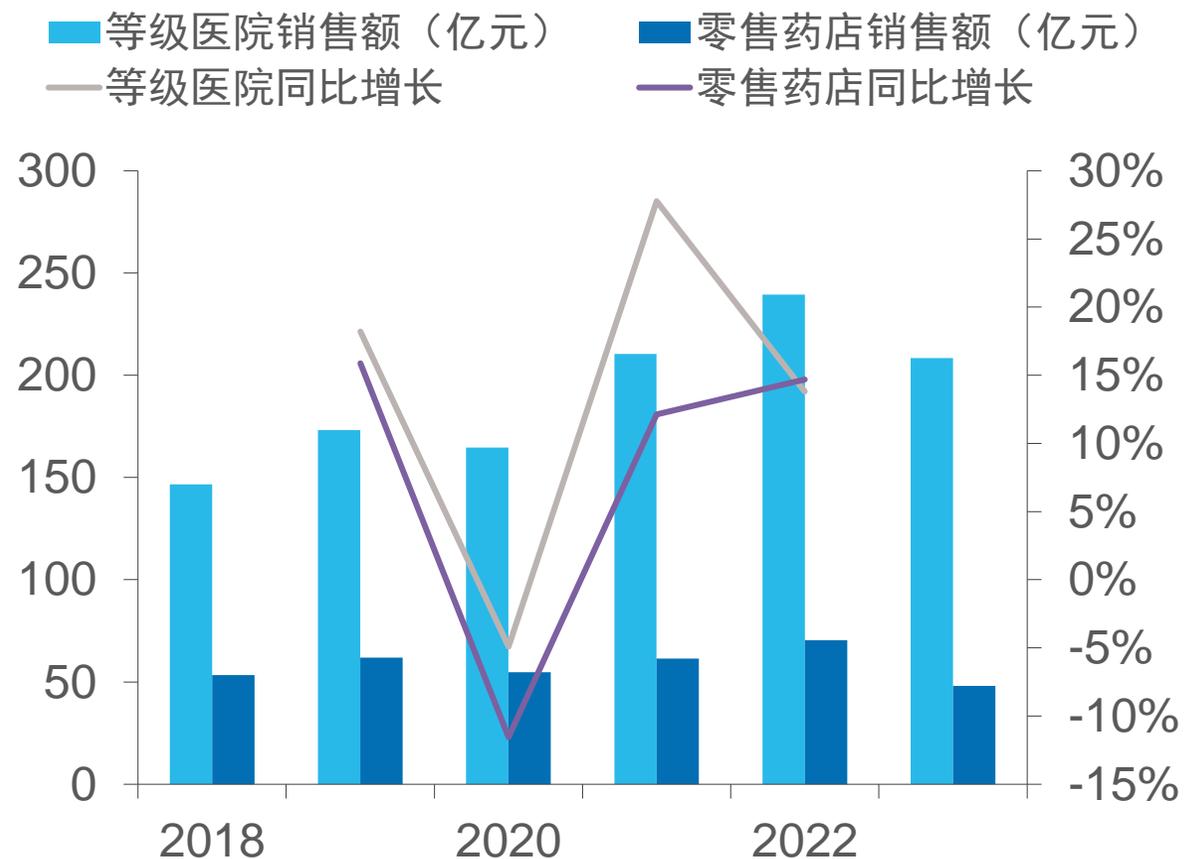
风险提示：集采降价；中药材价格波动；政策风险等。

# 潜在催化一：基药目录有望调整，中成药销售放量可期

## 国家基本药物目录品种数量



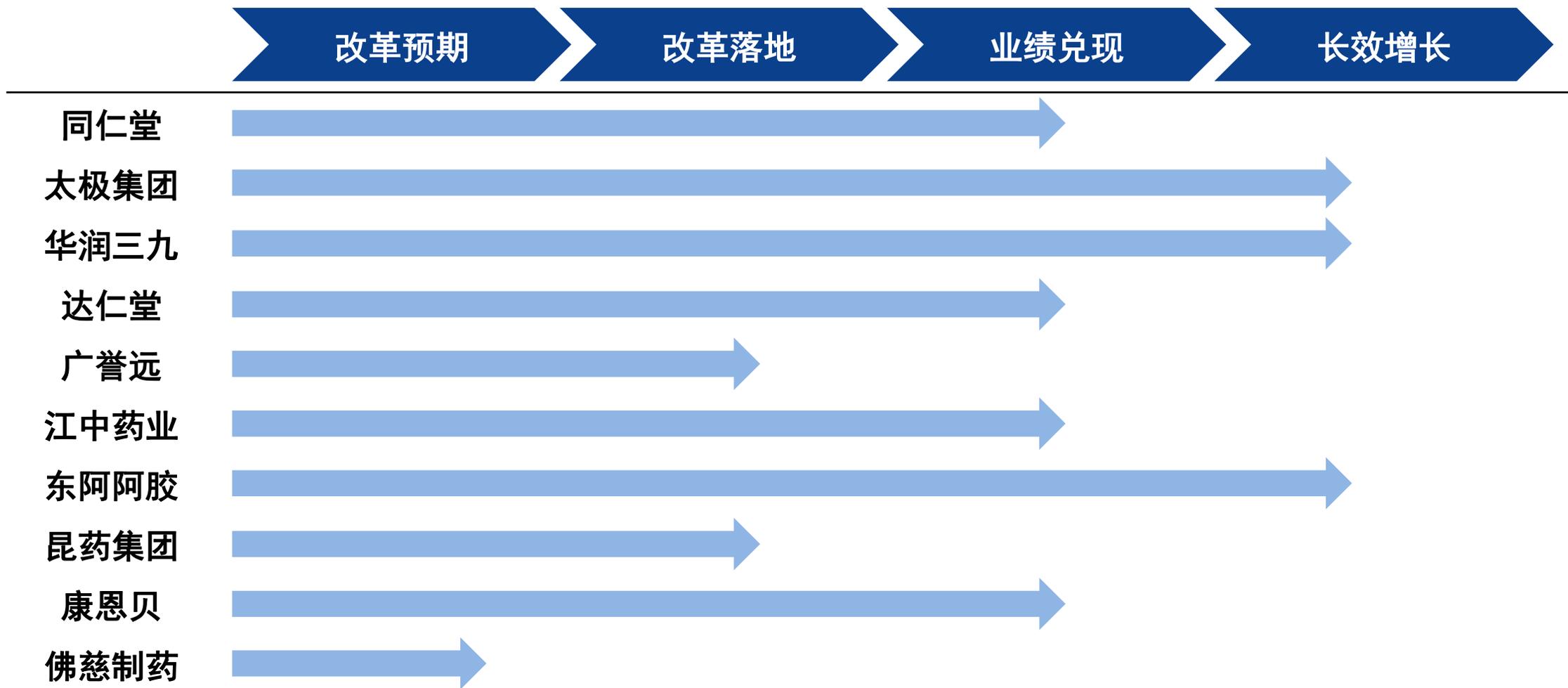
## 2018年进入基药的中成药销售额变化



资料来源：卫健委，国投证券研究中心

# 潜在催化二：国企改革深度推进，业绩有望持续兑现

## 中药国企改革的节奏把握



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

## 潜在催化三：重视高股息策略，现金分红比例较高

### 2020-2022年中药公司年度股息率

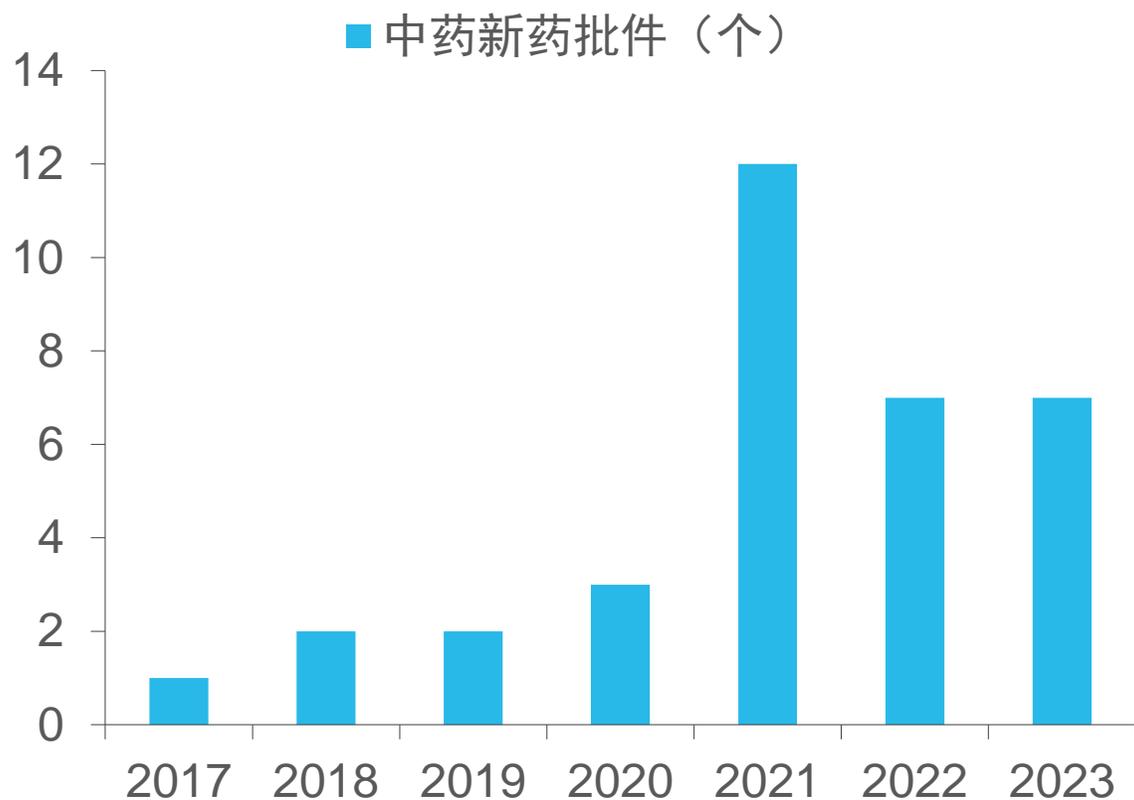
公司	年度股息率			
	2020	2021	2022	平均
振东制药	1.3%	34.2%		11.8%
千金药业	11.6%	4.9%	3.6%	6.7%
江中药业	2.5%	6.0%	8.0%	5.5%
桂林三金	2.6%	5.2%	6.1%	4.6%
九芝堂	5.0%	3.6%	4.5%	4.4%
羚锐制药	4.6%	3.1%	4.6%	4.1%
特一药业	5.5%	3.8%	2.9%	4.1%
大唐药业	6.7%	4.4%		3.7%
葵花药业	2.4%	4.2%	4.3%	3.6%
新光药业	3.8%	3.0%	3.2%	3.3%
方盛制药	2.0%	2.2%	4.4%	2.9%
步长制药	2.2%	1.7%	4.6%	2.8%
益佰制药	8.2%			2.7%
济川药业	2.2%	2.4%	3.2%	2.6%
云南白药	3.4%	1.5%	2.8%	2.6%

### 2020-2022年中药公司现金分红比例

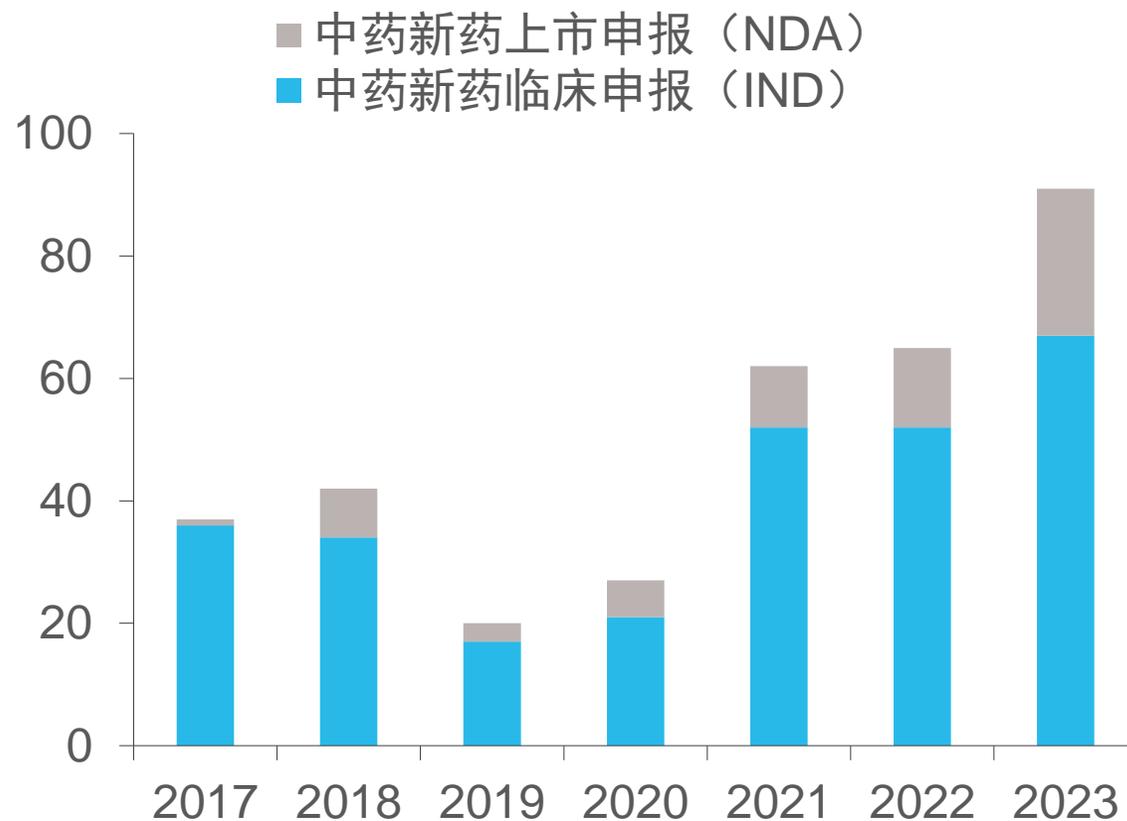
公司	现金分红比例			
	2020	2021	2022	平均
东阿阿胶	453.2%	96.5%	97.3%	215.7%
特一药业	301.9%	113.5%	83.6%	166.3%
桂林三金	83.1%	152.4%	142.6%	126.0%
九芝堂	125.7%	126.5%	95.3%	115.8%
大理药业	312.7%	0.0%	0.0%	104.2%
千金药业	140.9%	85.4%	49.5%	91.9%
江中药业	35.9%	108.3%	121.5%	88.6%
新光药业	97.0%	84.0%	73.5%	84.8%
云南白药	89.1%	73.2%	90.4%	84.2%
方盛制药	80.8%	92.0%	53.9%	75.6%
羚锐制药	67.8%	78.0%	72.7%	72.9%
佐力药业	68.5%	67.8%	77.1%	71.2%
大唐药业	95.5%	117.3%	0.0%	70.9%
达仁堂	35.1%	50.3%	100.1%	61.8%
沃华医药	83.9%	91.8%	0.0%	58.6%

# 潜在催化四：CDE加速审批，中药创新管线有望迎来价值重估

## 中药新药注册获批数量情况



## 中药新药上市和临床申报情况



资料来源：Wind，国投证券研究中心

# 潜在催化五：优质项目寻求退出，行业并购整合机会有望增多

表：2022-2023年IPO进程受阻中药企业信息（不完全统计）

公告时间	企业名称	收入体量/亿	归母净利润/亿	核心产品	IPO进度	问询重点
2023年9月	济人药业	8.01(2021)	0.97(2021)	疏风解毒胶囊，中药饮片	中止审查	经营情况，销售费用，营业成本
2023年9月	江西百神药业	5.63	1.22	中药配方颗粒，蛇胆陈皮口服液	IPO撤回	销售费用，经营情况，对赌协议
2023年9月	天津同仁堂	10.86	2.07	肾炎康复片，血府逐瘀胶囊	IPO撤回	商标侵权纠纷，销售费用
2023年7月	汉王药业	7.52	2.60	强力定眩系列、舒胆片	IPO终止	销售模式，材料合规，信息披露
2023年3月	威门药业	5.11	0.61	热淋清颗粒	IPO终止	公司高层行贿，学术推广费用，经营情况
2022年10月	赛灵药业	5.36(2021)	0.97(2021)	恒古骨伤愈合剂、蓝岑颗粒	终止审查	经营情况，股权架构
2022年6月	天济草堂	3.34(2021)	0.44(2021)	复方石淋通胶囊、脑得生丸	IPO终止	销售费用，学术推广费用，研发费用
2022年5月	白马药业	3.07(2021)	0.66(2021)	猴耳环消炎颗粒、裸花紫珠胶囊	IPO撤回	销售费用，公司定位
2022年3月	汇群中药	4.37	0.39	中药饮片	IPO终止	核心竞争力，财务内控
2022年3月	恒安药业	2.84(2020)	5.89(2020)	石辛含片，中药配方颗粒	IPO撤回	销售费用，公司定位，经营情况

资料来源：Wind，公司公告，招股说明书，国投证券研究中心

# 潜在催化六：医保支付边际改善，解限有望带来销售放量

## 2023年医保支付范围调整的中成药案例（不完全统计）

产品	上市公司	2022版医保支付标准	2023版医保支付标准
热毒宁注射液	康缘药业	限二级及以上医疗机构重症患者	限二级及以上医疗机构
痰热清注射液	上海凯宝	限二级及以上医疗机构重症患者	限二级及以上医疗机构
参附注射液	华润三九	限二级及以上医疗机构有阳气虚脱的急重症患者	限二级及以上医疗机构
疏血通注射液	九芝堂	限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性脑血管疾病急性发作证据的重症患者	限二级及以上医疗机构缺血性心脑血管疾病的患者
华蟾素注射液	华润三九	限癌症疼痛且吞咽困难者	限肿瘤患者
艾迪注射液	益佰药业	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限二级及以上医疗机构癌症患者
复方苦参注射液	振东制药	限二级及以上医疗机构中晚期癌症	限二级及以上医疗机构癌症患者
复方阿胶浆	东阿阿胶	限有重度贫血检验证据	-
健胃消食片	江中药业等	限儿童	-
紫龙金片	达仁堂	限肺癌	-
养正消积胶囊	以岭药业	限肝癌采用肝动脉介入治疗术后的辅助治疗	-
定坤丹(丸)	广誉远等	限月经不调	-

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

## 潜在催化七：中药材价格居高不下，OTC或将提价应对压力

中药材价格指数（截至2024年3月21日）



资料来源：Wind，国投证券研究中心

# 潜在催化八：新一轮股权激励有望启动，业绩考核标准清晰

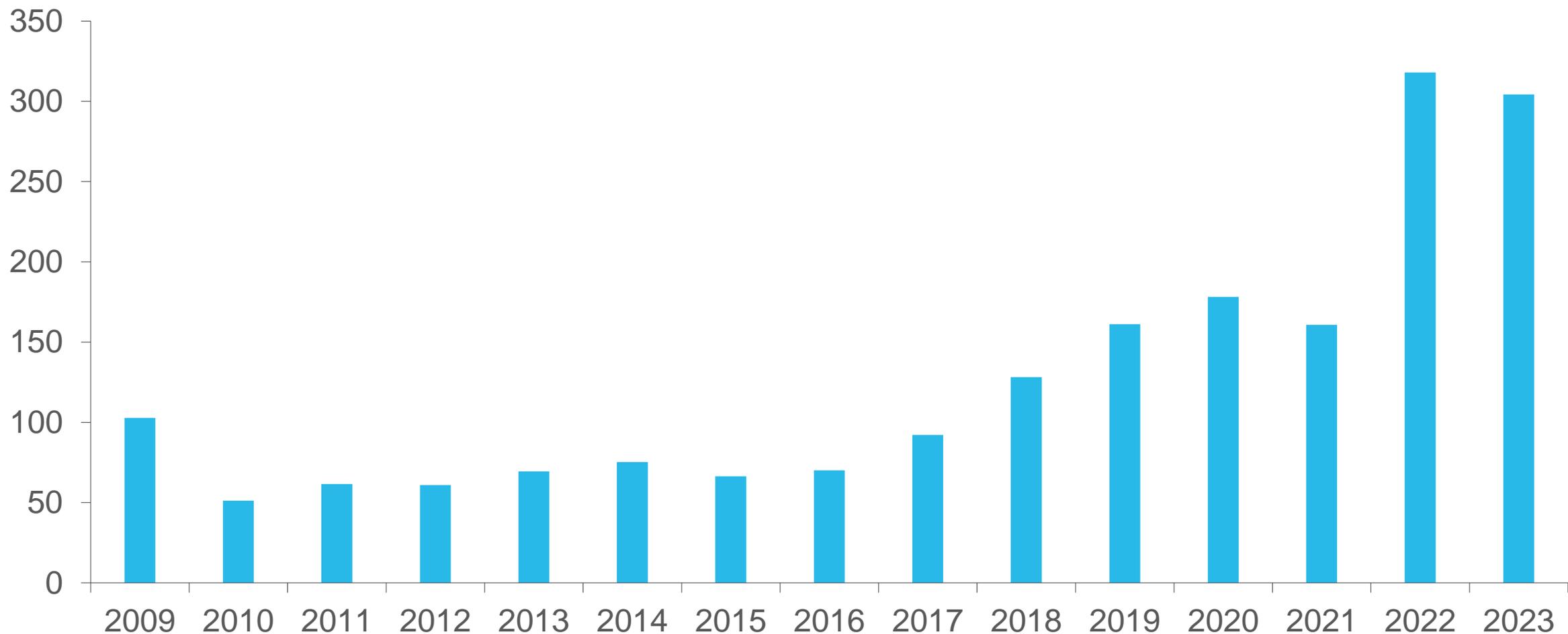
## 2024-2025年股权激励到期的中药公司（不完全统计）

公司	股权激励区间	业绩考核标准
健民集团	2021-2023年	2021-2023年归母净利润增速分别不低于20%/20%/20%；2021年超额完成，2022年重新制定考虑目标，2022-2023年归母净利润分别在2021年的基础上增长不低于10%/21%
昆药集团	2021-2023年	2021-2023年的净利润年复合增长率不低于10%，现金分红率不低于30%
羚锐制药	2021-2023年	以2020年净利润为基数，2021-2023年净利润增速分别不低于20%/44%/65.6%
新天药业	2021-2023年	2021-2023年营业收入增速分别不低于27%/27%/27%
葵花药业	2021-2023年	以2020年营业收入为基数，2021-2023年营业收入增速分别不低于10%/21%/33%
贵州三力	2022-2024年	2022-2024年的归母净利润目标分别为1.8亿/2.15亿/3.3亿
华润三九	2022-2024年	2022-2024年ROE不低于10.15%/10.16%/10.17%；2022-2024年净利润连续3年复合增速不低于10%且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；2022-2024年资产周转率不低于0.69/0.70/0.72
康恩贝	2022-2024年	2021年为基数，2022-2024年净利润增速分别不低于200%/240%/280%；2022-2024年加权ROE分别不低于6.5%/7.0%/7.5%，2022-2024年研发投入占工业收入比例不低于4.5%/5.0%/5.5%；2022-2024年净利润现金含量不低于105%
康缘药业	2022-2024年	2022-2024年营业收入增速分别不低于22%/20%/18%或净利润增速不低于24%/22%/20%；2022-2024年非注射剂营业收入增速分别不低于22%/23%/22%
江中药业	2022-2024年	2022-2024年投入资本回报率分别不低于12.74%/12.75%/12.76%，归母净利润年复合增长率不低于6%且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；2022-2024年研发投入强度不低于2.96%/2.98%/3.00%

资料来源：Wind，公司公告，国投证券研究中心

# 潜在催化九：呼吸道传染病高发，感冒止咳类用药需求旺盛

## 美国历年总计ILI上报数（万例）



资料来源：美国CDC，国投证券研究中心

# 潜在催化十：降本增效正当时，预计持续释放超额利润

中药公司有望通过降本增效持续释放超额利润

有望通过降本增效持续释放超额利润

## 销售改革

随着医疗反腐的深度推进，中药企业的销售模式正在从传统粗放营销向学术营销转型，销售渠道正在从等级医院向OTC市场转型，销售人效有望提升，销售费用率有望下降。

济川药业，康缘药业，羚锐制药等

## 剥离资产

聚焦中药主业，通过剥离低质低效资产，可以减少对主业的拖累，净利率有望提升，同时回流资金可以减少有息负债，财务费用有望下降。

方盛制药，天士力，桂林三金等

## 清理库存

经过过去几年的调整，整个行业的渠道库存正处于历史低位，低库存可以修复终端价格体系，企业净利率有望提升。

东阿阿胶，广誉远等

# 家电数据跟踪



李奕臻



韩星雨



余昆



陈伟浩

# 欧洲天然气现货价格维持低位

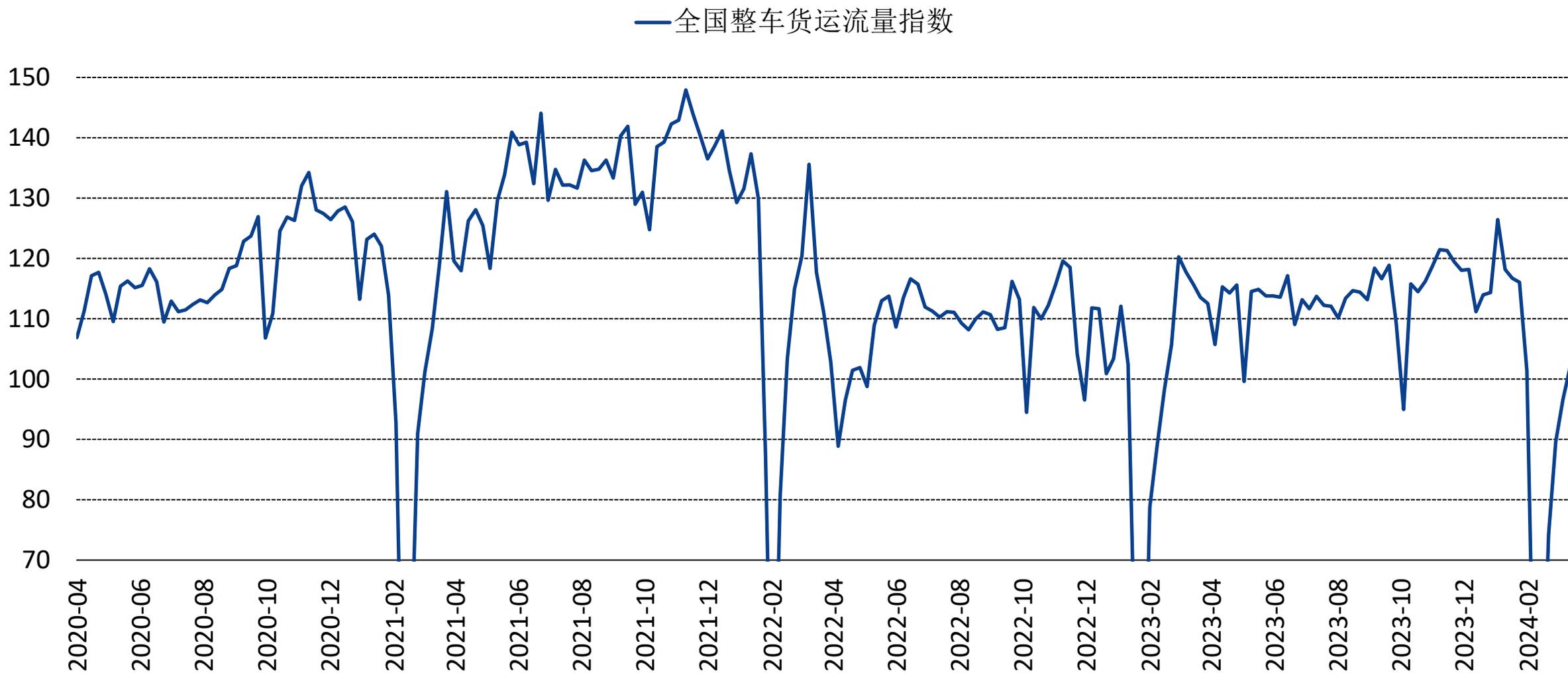
## 荷兰天然气交易中心天然气价格（欧元/兆瓦时）

— 现货价格    — 3个月期货价格



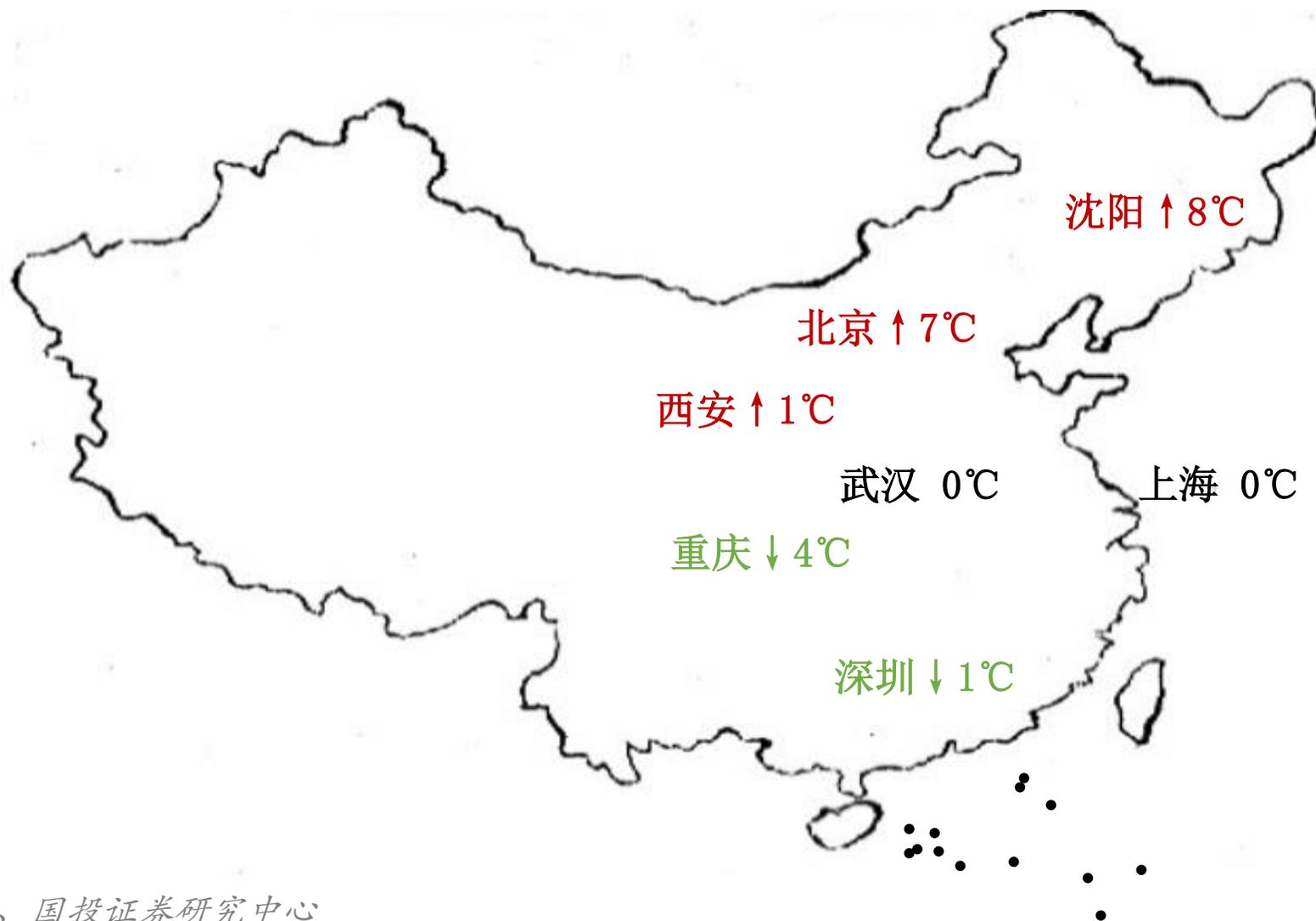
资料来源：彭博、国投证券研究中心

# 公路货运指标本周环比持续回升



资料来源：G7物联、Wind，国投证券研究中心 注：整车流量指数以2019年周均值为基准

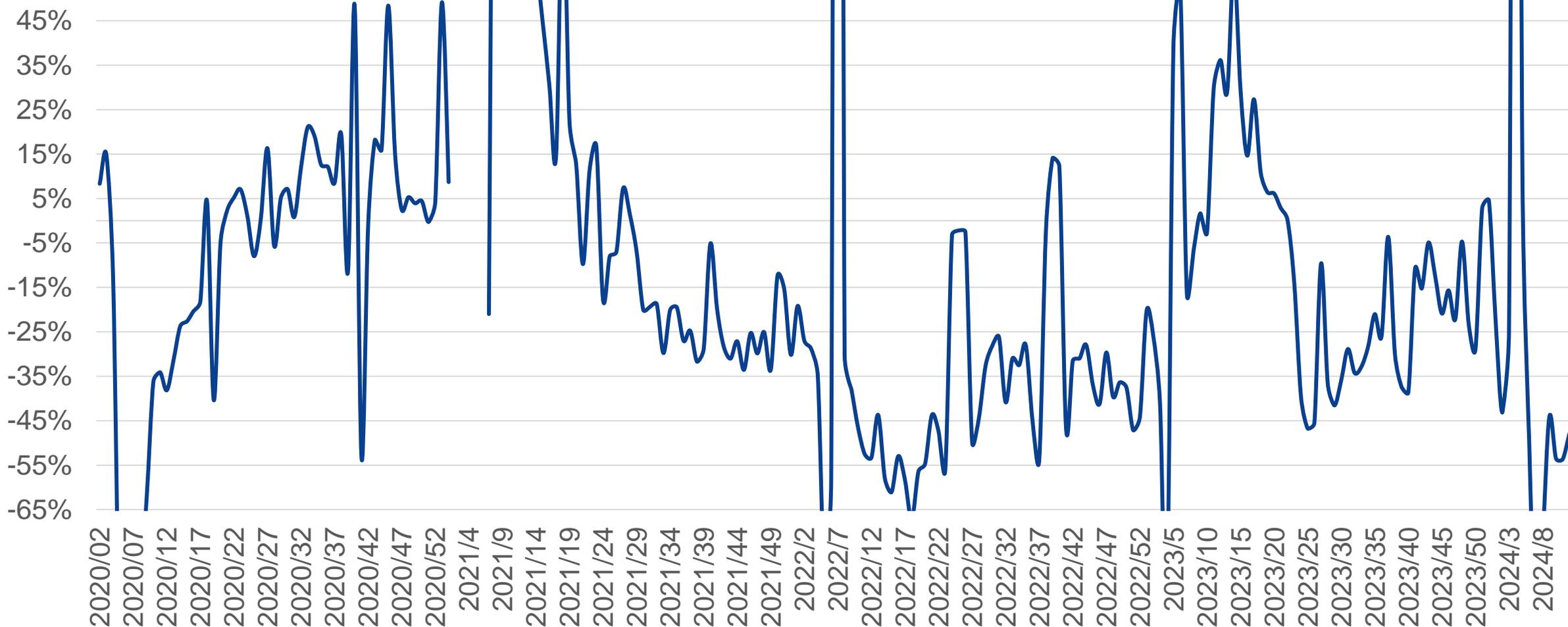
# 2024年3月week3主要城市周平均最高气温同比变化



资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 本周全国一手房成交套数同比-47.9%，同比降幅收窄

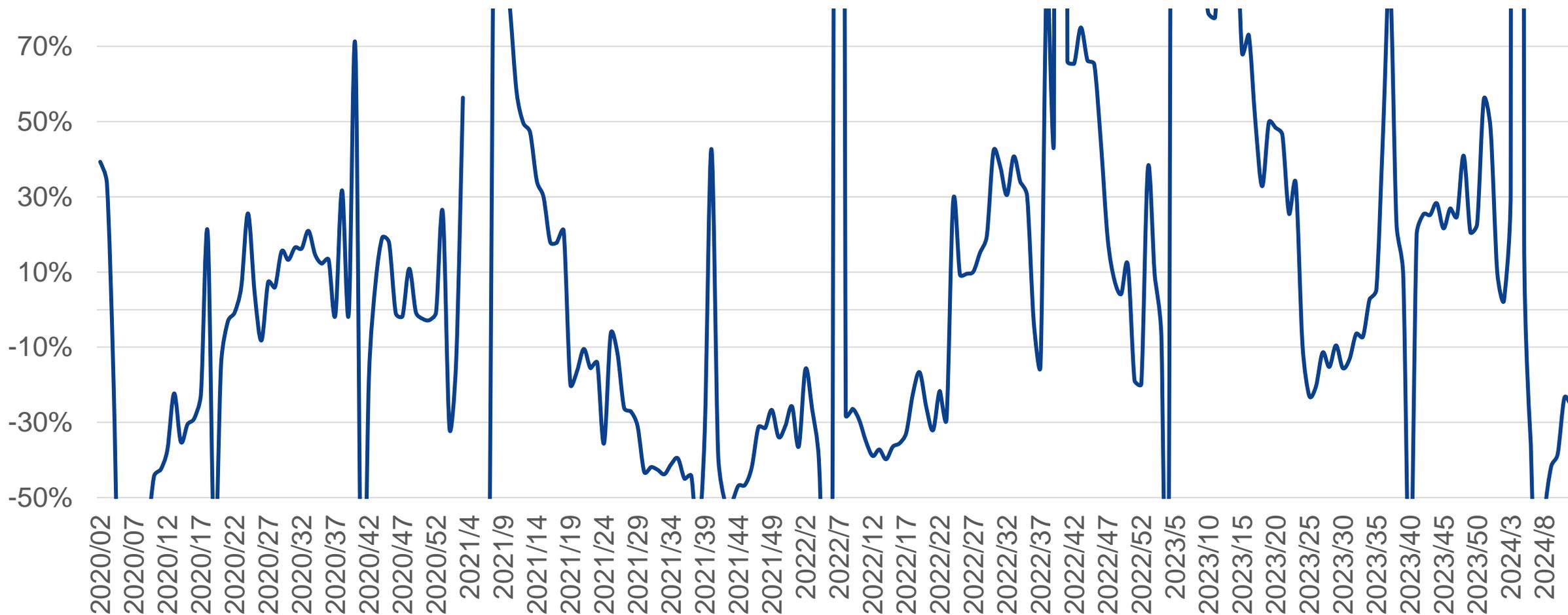
## 一手房成交套数同比变化



资料来源：Wind、国投证券研究中心注：统计范围为全国42个城市，如上图纵坐标轴范围过小，是为显示近期数据所以经过特别调整

# 本周全国二手房成交套数同比-25.4%，降幅小幅扩大

## 二手房成交套数同比变化



资料来源：Wind、国投证券研究中心注：统计范围为全国42个城市，如上图纵坐标轴范围过小，是为显示近期数据所以经过特别调整

## 本周全国房屋成交套数同比下降

	一线城市	二线城市	三四线城市
一手房样本城市个数	4	16	22
成交套数同比	-52.8%	-49.5%	-37.1%
成交套数环比	17.2%	34.3%	29.8%
二手房样本城市个数	2	8	3
成交套数同比	-22.1%	-25.7%	-38.5%
成交套数环比	10.3%	10.4%	15.8%

数据来源：Wind、国投证券研究中心

# LME3月铜本周价格环比上涨+1.1%，同比上涨+2.0%



资料来源：LME、Wind、国投证券研究中心

# LME3月铝本周价格环比上涨+2.5%，同比+1.2%



资料来源：LME、Wind、国投证券研究中心

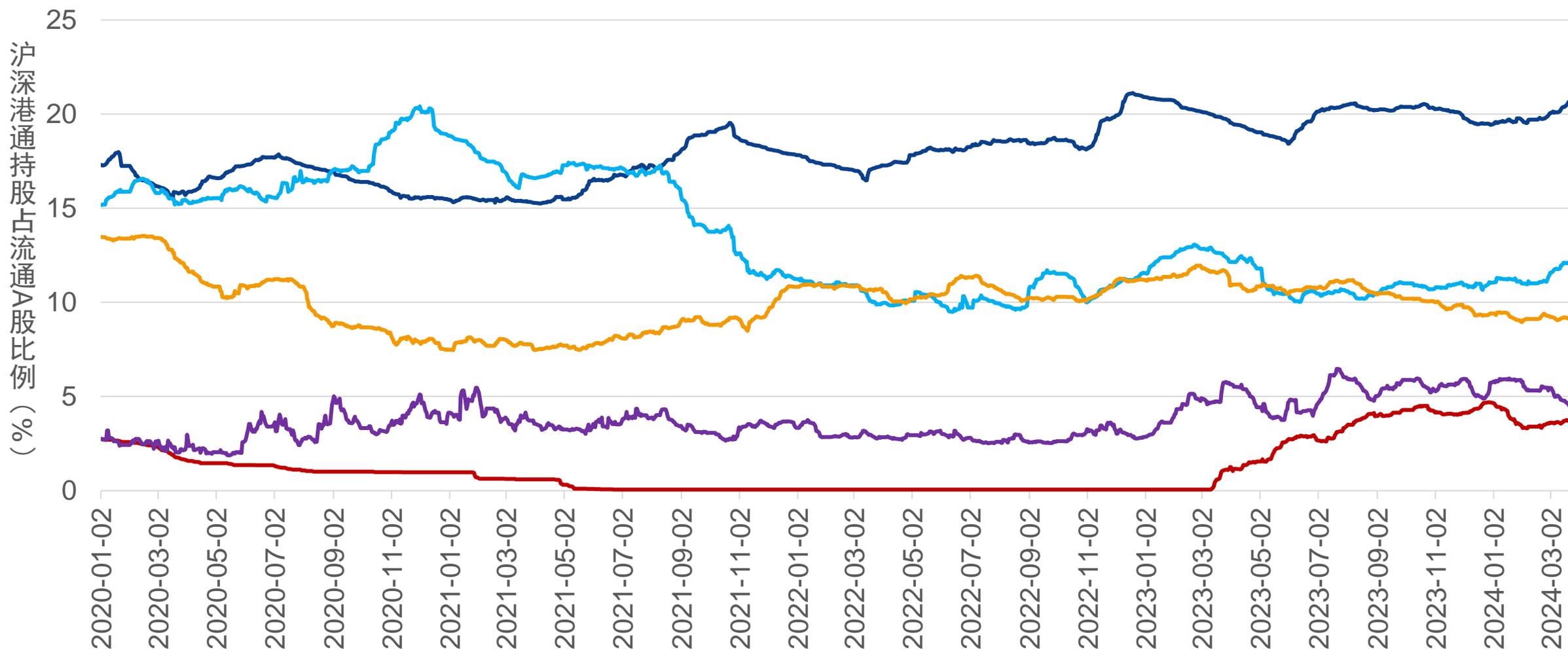
# 美元兑人民币本周环比基本持平



资料来源: Wind、国投证券研究中心

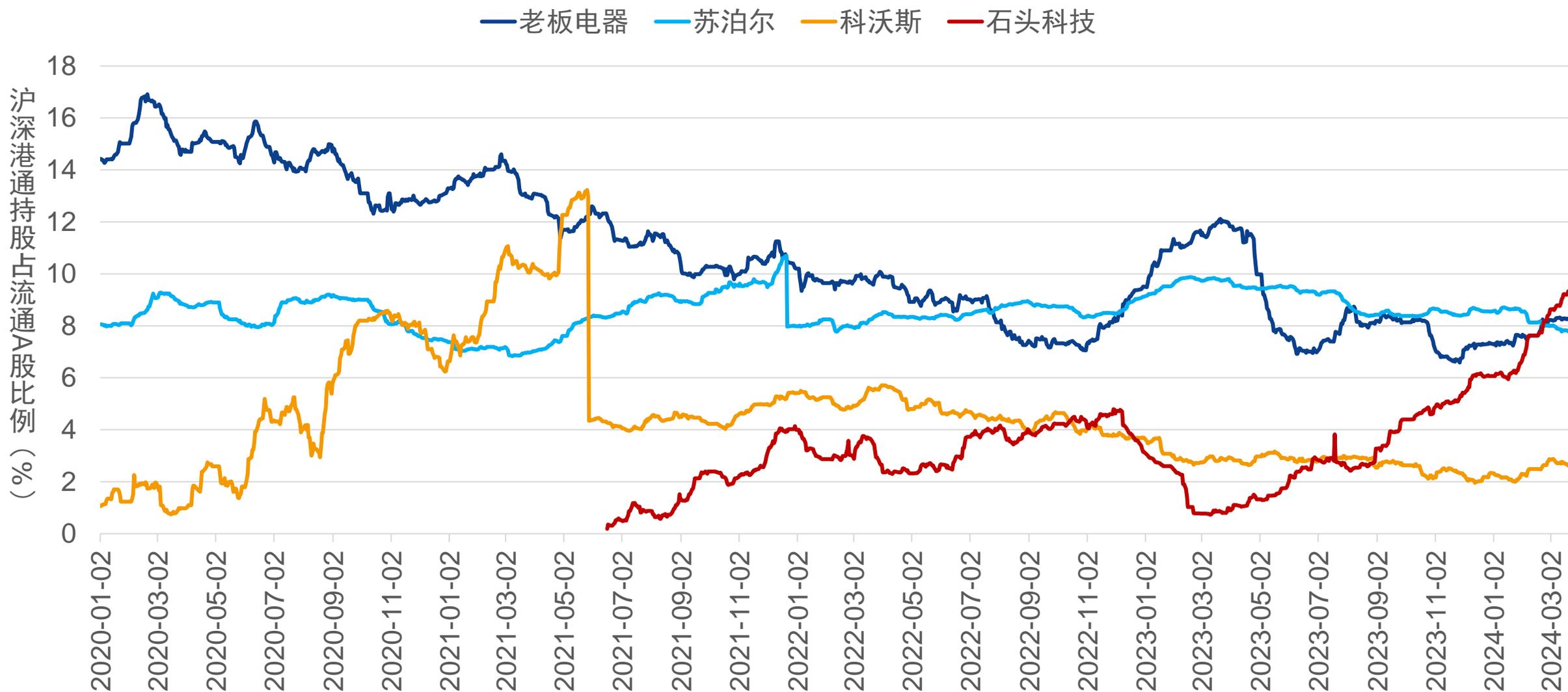
# 沪深港通持股家电公司比例-1

—美的集团 —格力电器 —海尔智家 —海信视像 —TCL科技



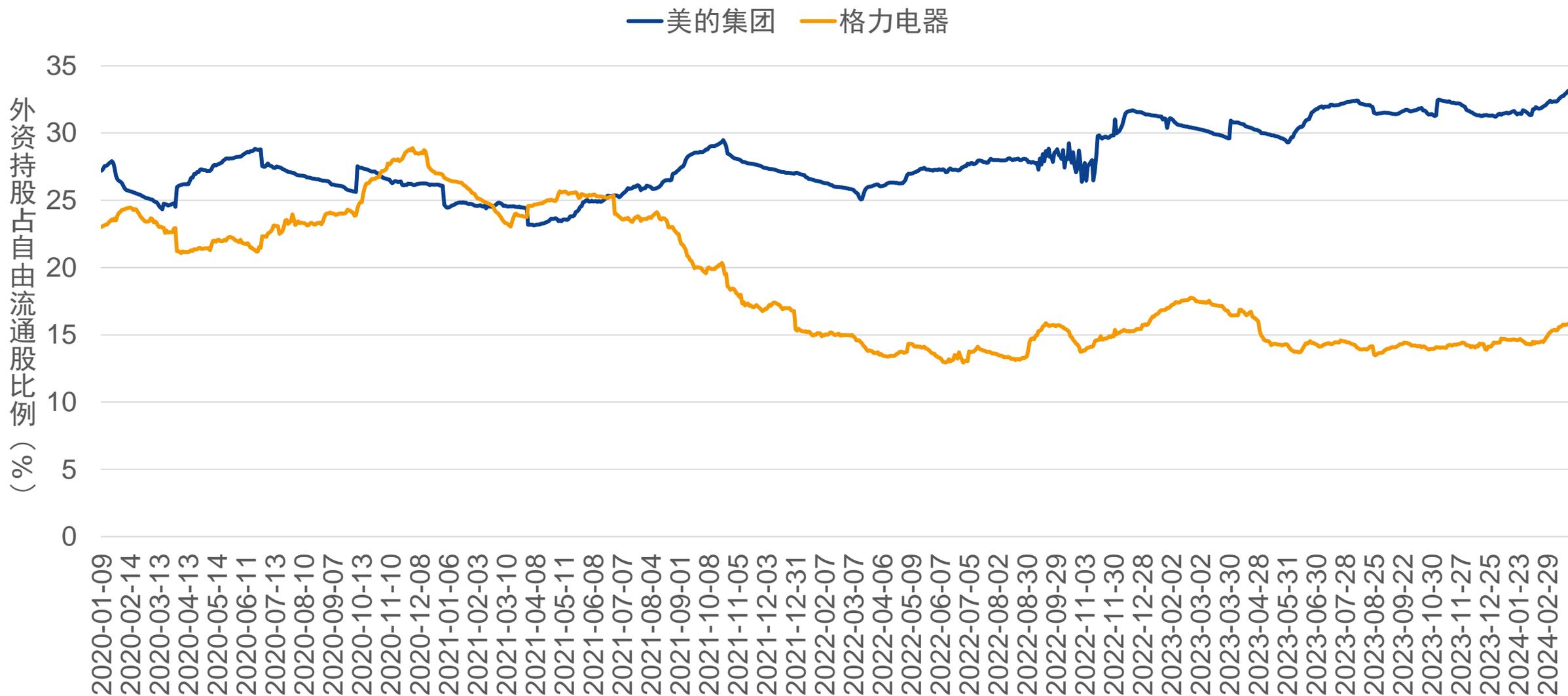
资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 沪深港通持股家电公司比例-1



资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 外资对主要家电公司持股情况



资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 国内市场家电公司表现

	近五日涨跌幅	收入增速		PE		PE (扣除FCFF)	
		2022	2023E	2022	2023E	2022	2023E
格力电器	-1.8%	0%	8%	9	8	8	7
美的集团	-2.2%	1%	9%	15	13	14	12
海尔智家	-2.2%	7%	8%	14	13	13	11
海信视像	-4.5%	-2%	18%	20	14	15	14
老板电器	-4.2%	1%	10%	14	12	13	12
华帝股份	-2.1%	4%	7%	41	11	40	10

数据来源: Wind、彭博、国投证券研究中心注: 预测数据皆为彭博一致预期

# 美国市场家电公司表现

	近五日涨跌幅	收入增速		PE		PE（扣除FCFF）	
		2022	2023E	2022	2023E	2022	2023E
iRobot	-10.1%	-24%	-25%	-1	-1	-1	-1
英格索兰	4.5%	15%	16%	60	46	59	45
惠而浦	5.7%	-10%	-1%	22	11	19	10
AO史密斯	3.8%	6%	3%	27	23	26	22
品谱	4.3%	4%	-7%	-153	60	-160	70
海伦特洛伊	-1.0%	6%	-7%	11	15	10	15

数据来源：Wind、彭博、国投证券研究中心注：预测数据皆为彭博一致预期

# 欧洲市场家电公司表现

	近五日涨跌幅	收入增速		PE		PE（扣除FCFF）	
		2022	2023E	2022	2023E	2022	2023E
富世华	5.9%	15%	-1%	16	17	17	15
伊莱克斯	-1.3%	7%	0%	-12	-11	-15	-11
赛博	-1.2%	-1%	1%	21	15	21	13
昕诺飞	6.3%	10%	-11%	11	9	10	8
豪力	2.4%	31%	10%	47	41	46	40
德龙	-3.3%	-2%	-3%	27	19	27	18

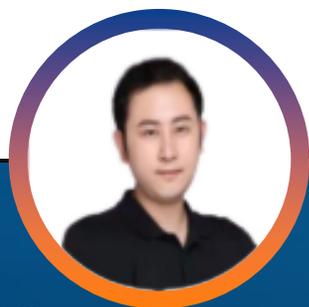
数据来源：Wind、彭博、国投证券研究中心注：预测数据皆为彭博一致预期

# 日本市场家电公司表现

	近五日涨跌幅	收入增速		PE		PE（扣除FCFF）	
		2022	2023E	2022	2023E	2022	2023E
索尼	3.0%	10%	16%	19	18	18	18
日立	10.6%	18%	6%	24	21	23	20
松下	7.8%	10%	13%	14	14	14	13
三菱	7.5%	7%	12%	27	26	26	25
大金	1.4%	25%	28%	28	24	27	24
夏普	10.2%	3%	2%	6	-5	6	-5
林内	3.4%	6%	16%	22	20	21	20
能率	2.4%	18%	-4%	17	-224	15	-193
象印	0.6%	6%	1%	29	24	28	23

数据来源：Wind、彭博、国投证券研究中心注：预测数据皆为彭博一致预期

# 医药数据跟踪



马帅



冯俊曦



李奔



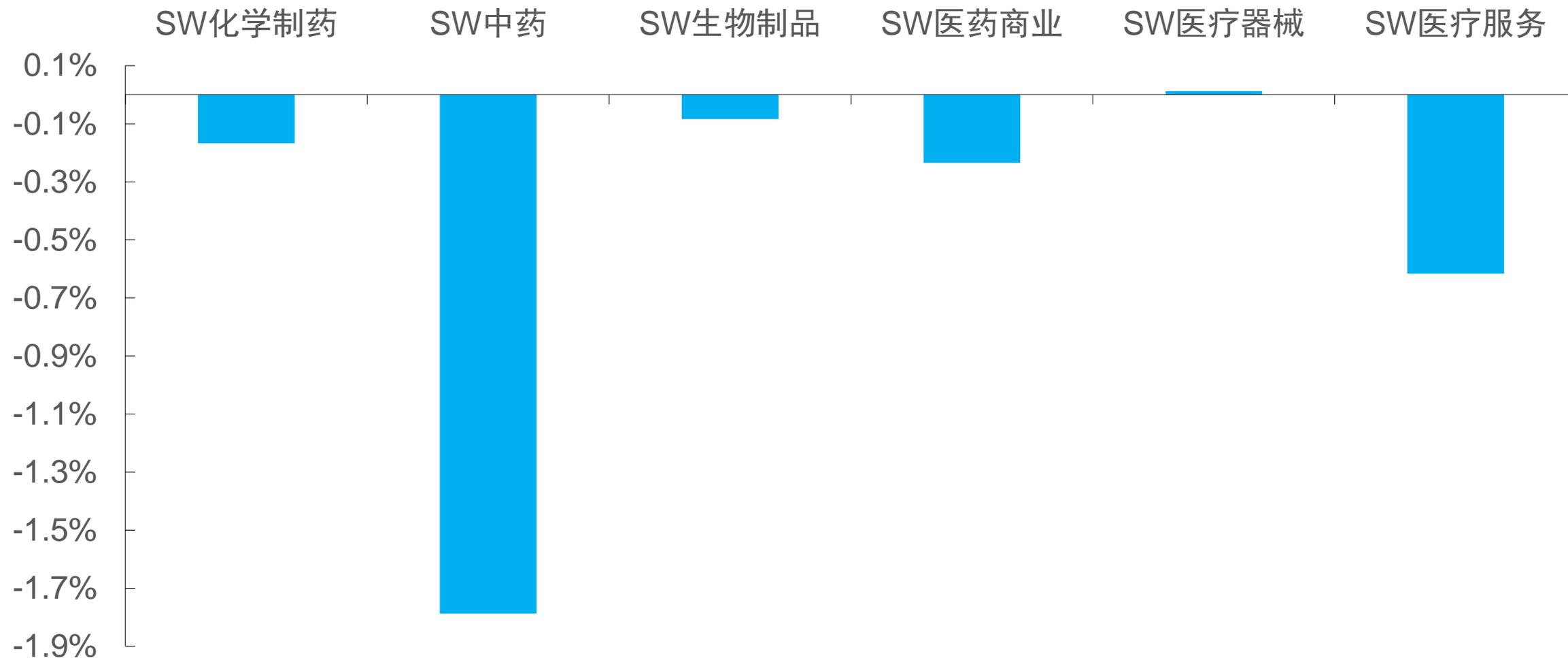
贺鑫



连国强

# 本周医药生物板块下跌0.44%

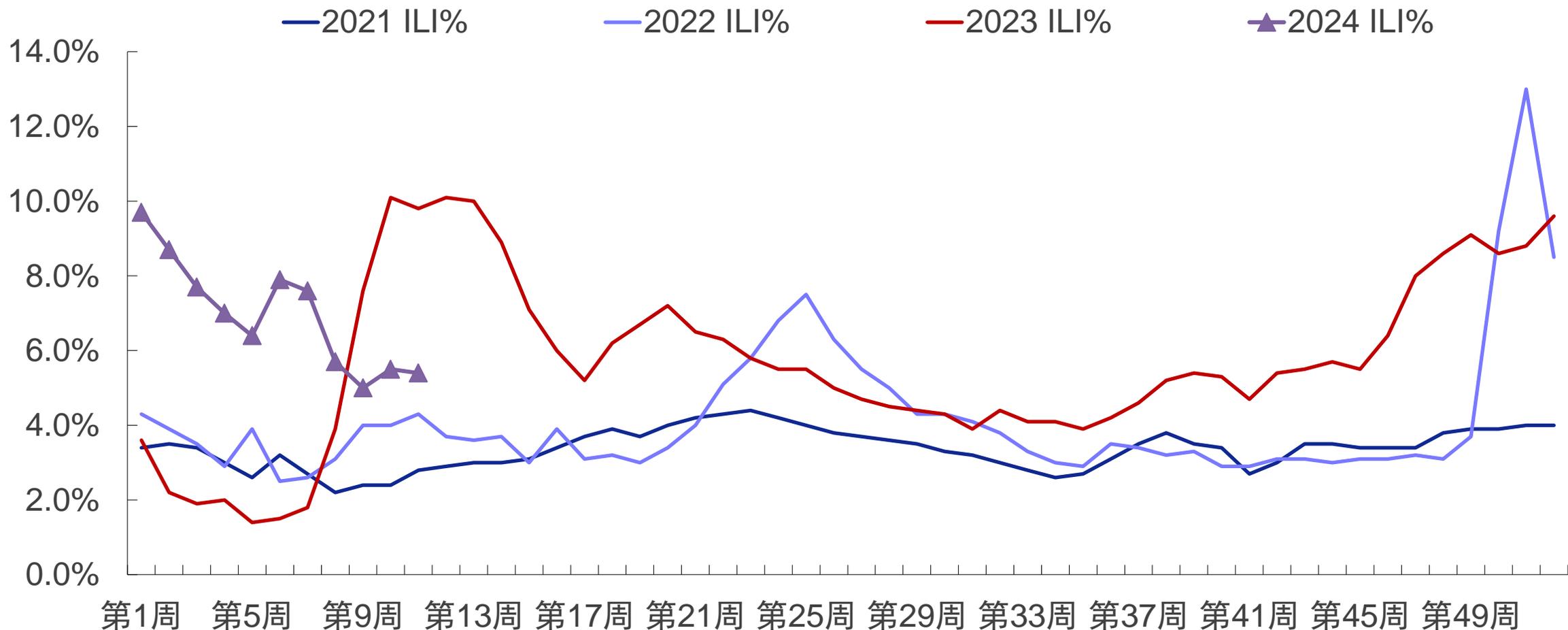
## 子行业周涨跌幅（2024.3.16-2024.3.22）



资料来源：Wind、国投证券研究中心

# 第11周南方哨点医院流感样病例占比5.40%，较上周下降0.10%

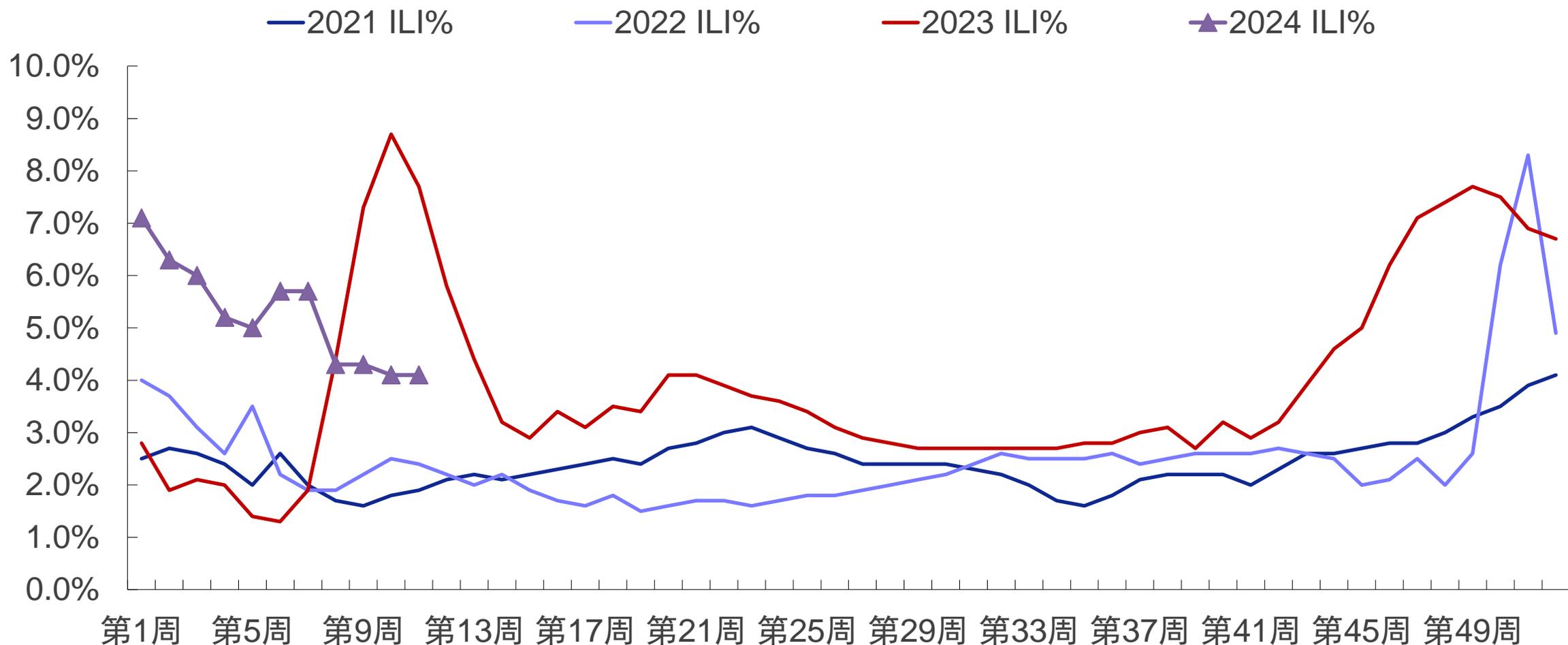
南方哨点医院流感样病例占比（例，截至2024年3月17日）



资料来源：中国国家流感中心、国投证券研究中心

# 第11周北方哨点医院流感样病例占比4.10%，较上周持平

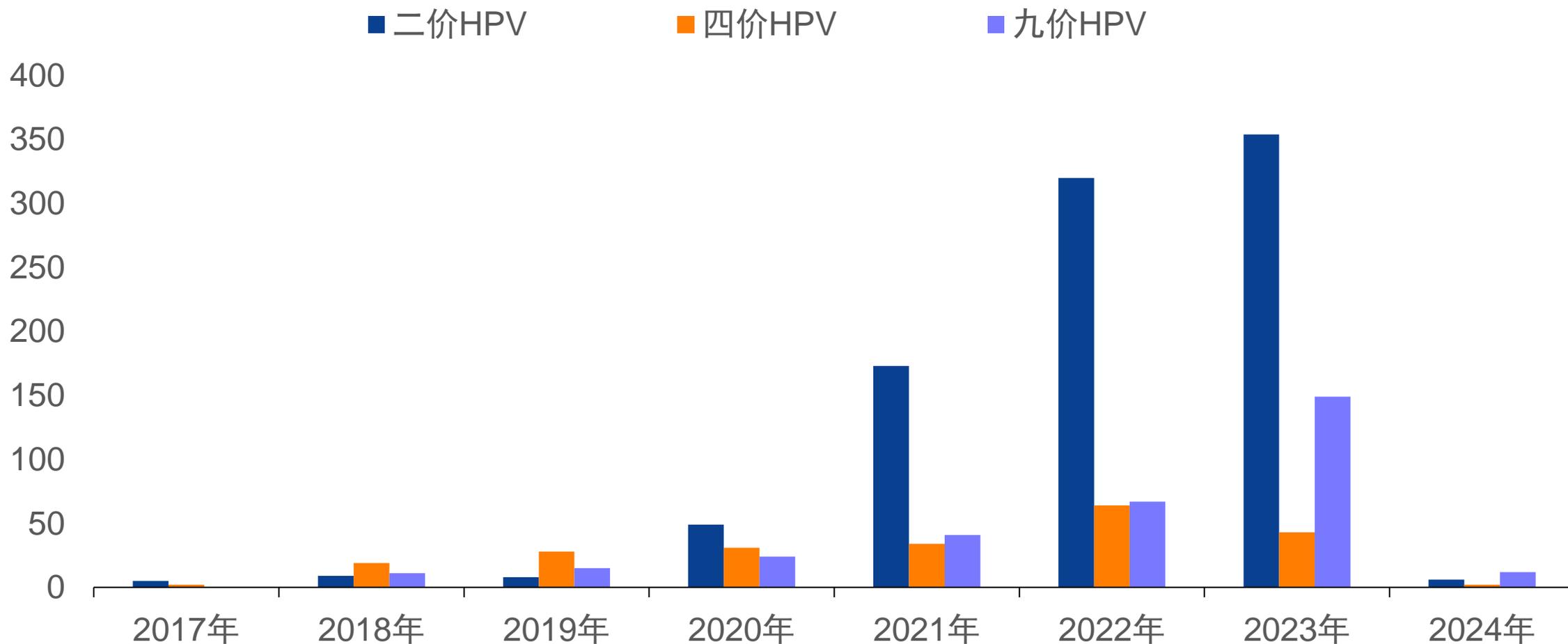
北方哨点医院流感样病例占比（例，截至2024年3月17日）



资料来源：中国国家流感中心、国投证券研究中心

# HPV疫苗批签发量小幅增加

## HPV疫苗批签发批次（截至2024年3月4日）



资料来源：中国食品药品检定研究院、国投证券研究中心

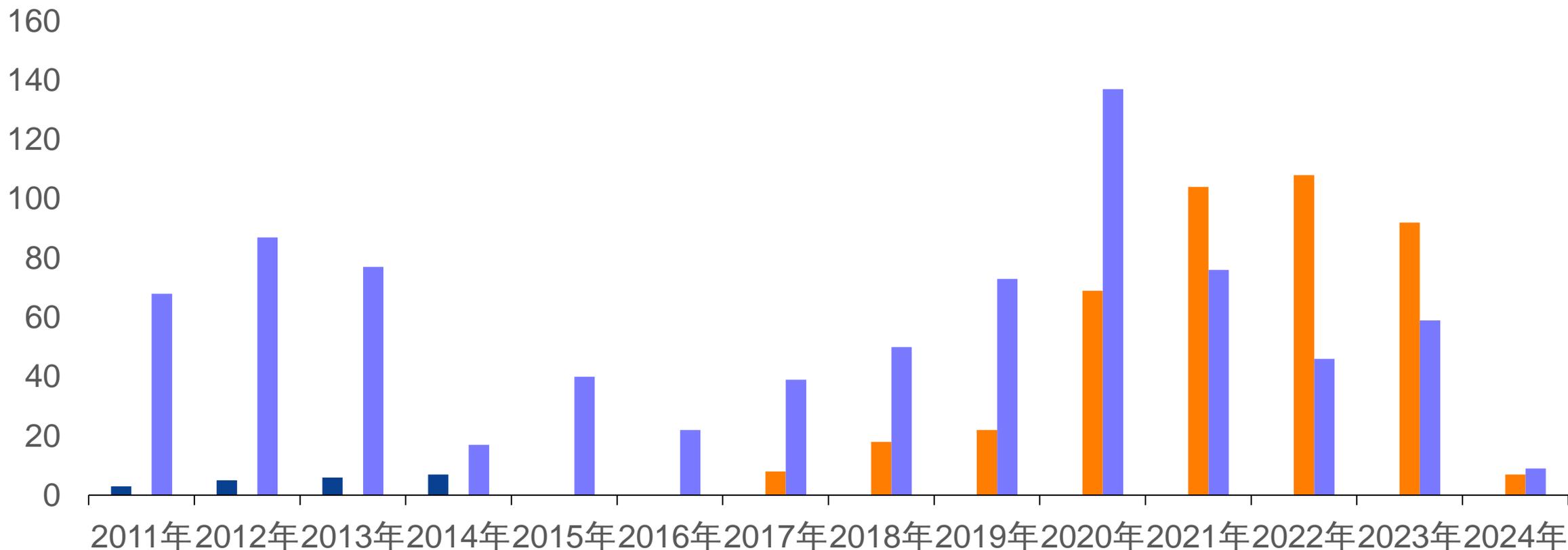
# 肺炎疫苗批签发量小幅增加

肺炎疫苗批签发批次（截至2024年3月4日）

■ PCV7

■ PCV13

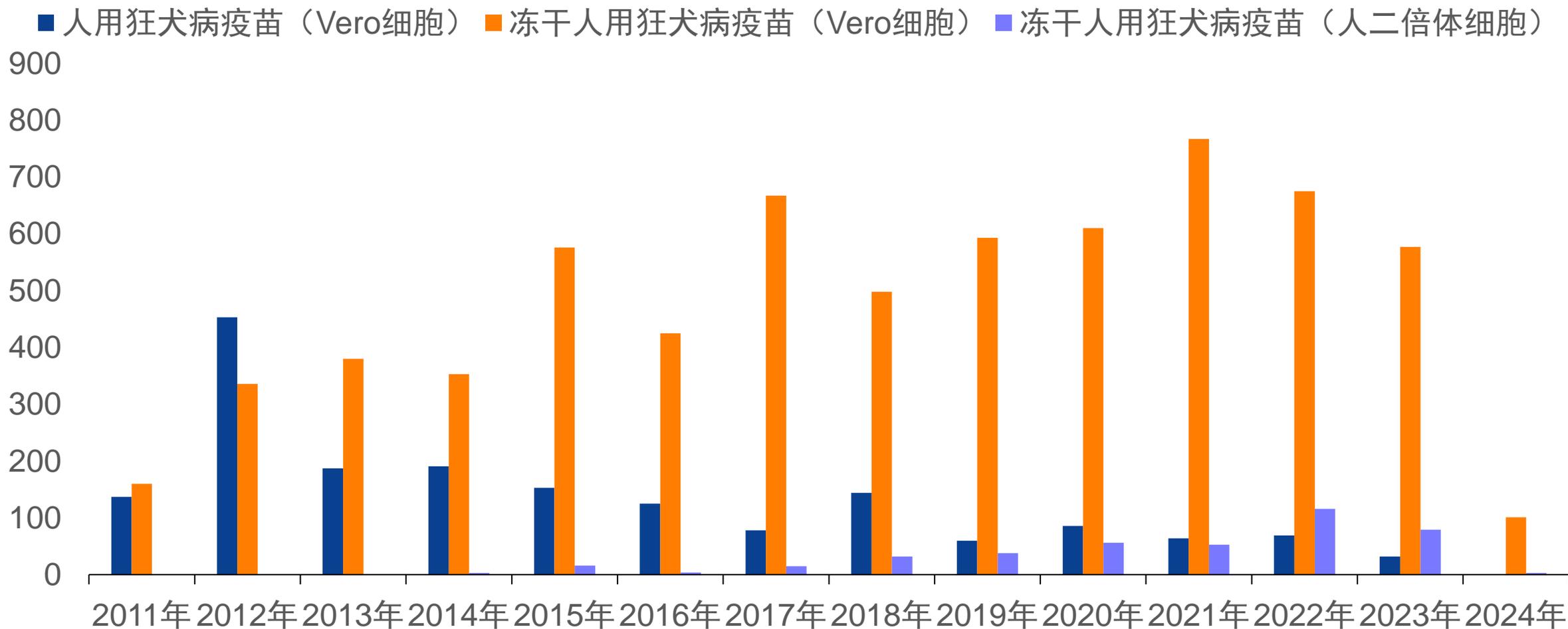
■ PPV23



资料来源：中国食品药品检定研究院、国投证券研究中心

# 人二倍体狂苗批签发量小幅增加

## 重点狂犬疫苗批签发批次（截至2024年3月4日）

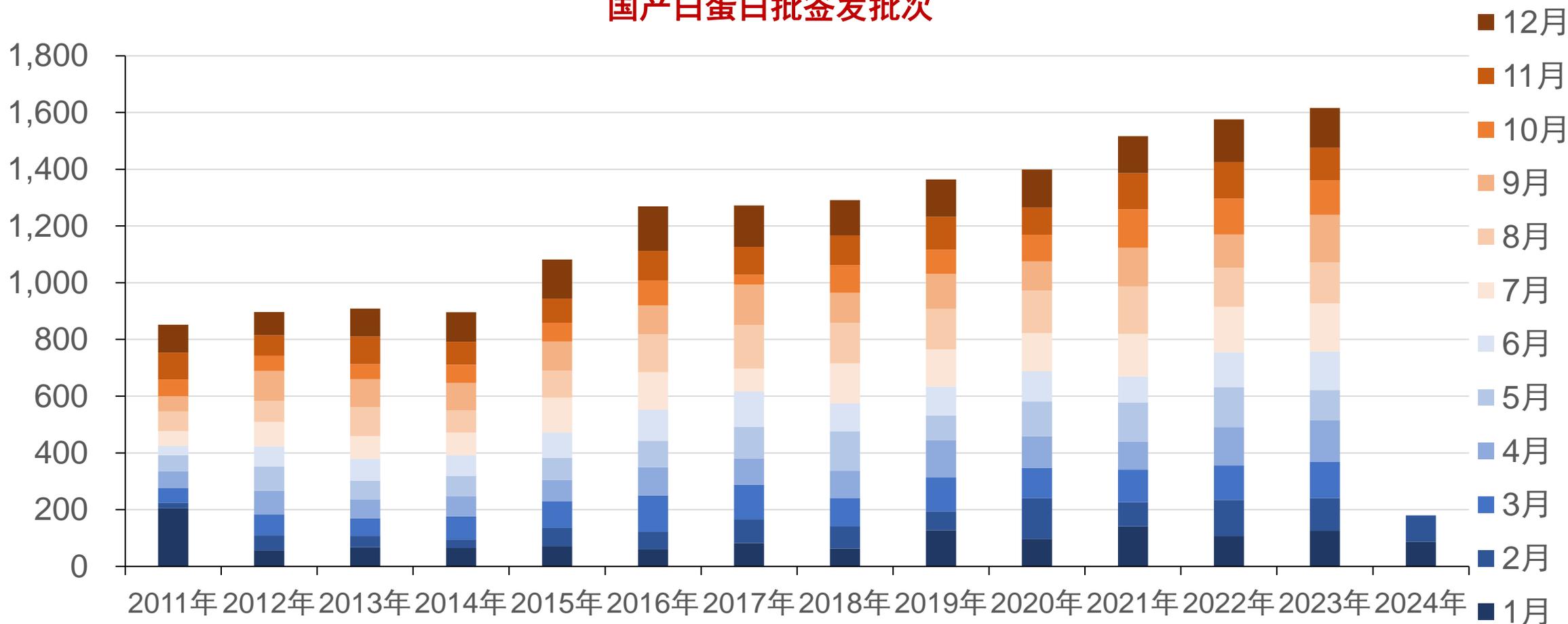


资料来源：中国食品药品检定研究院、国投证券研究中心

# 国产白蛋白批签发量小幅增长

国产白蛋白批签发批次（截至2024年3月4日）

国产白蛋白批签发批次

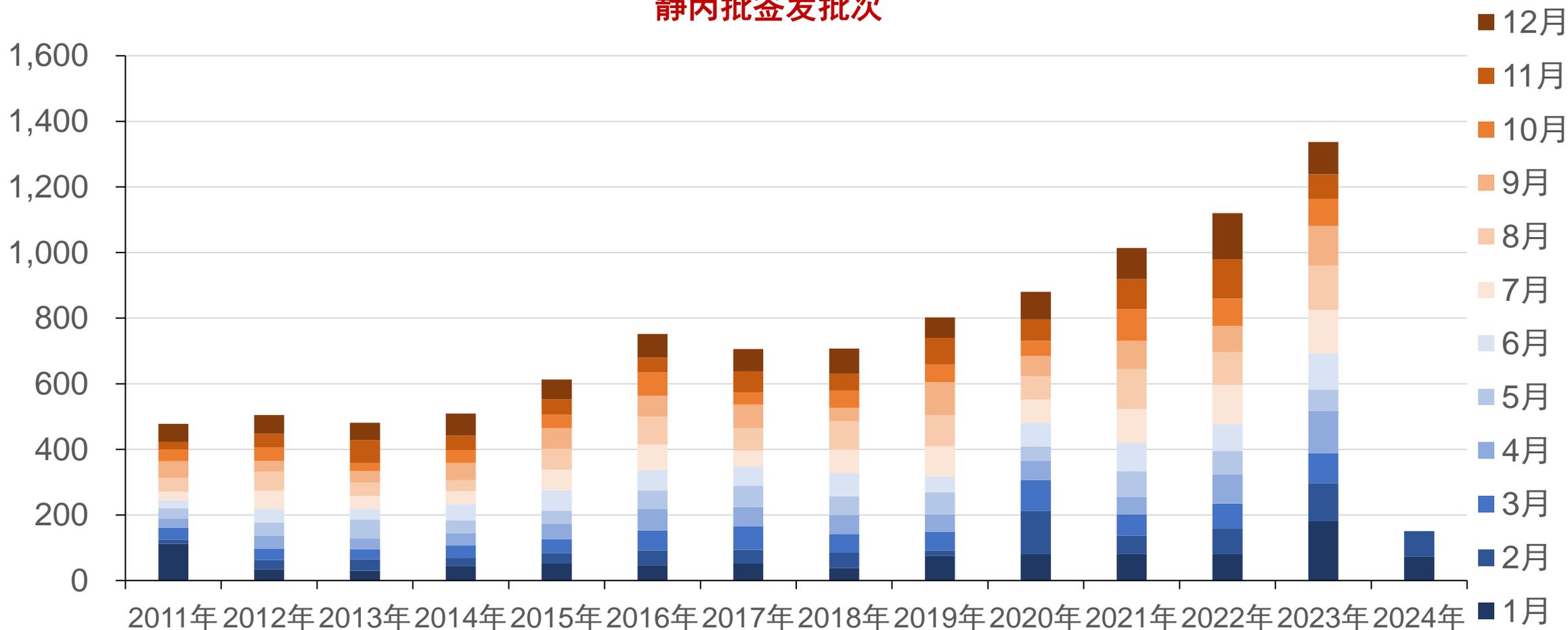


资料来源：中国食品药品检定研究院、各省食品药品检验研究院、国投证券研究中心

# 静丙批签发量小幅增长

静丙批签发批次（截至2024年3月4日）

静丙批签发批次



资料来源：中国食品药品检定研究院、各省食品药品检验研究院、国投证券研究中心

# 饮食数据跟踪



赵国防



胡家东



王尧



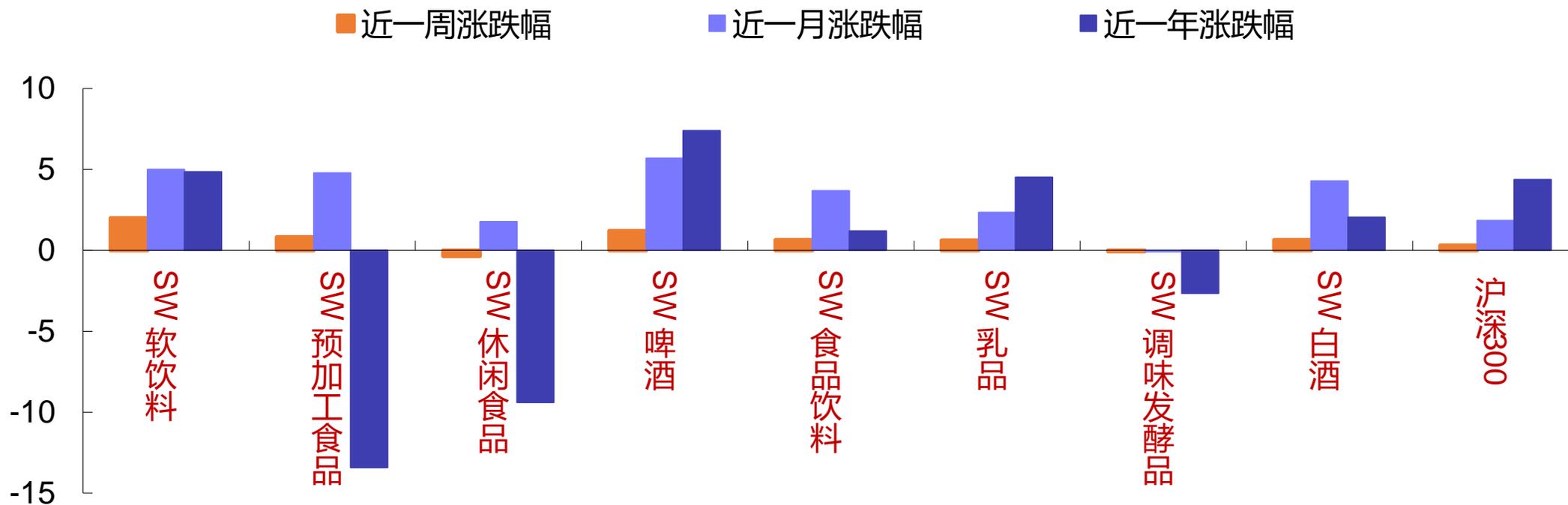
侯雅楠



王玲瑶

# 本周食品饮料板块走势较强

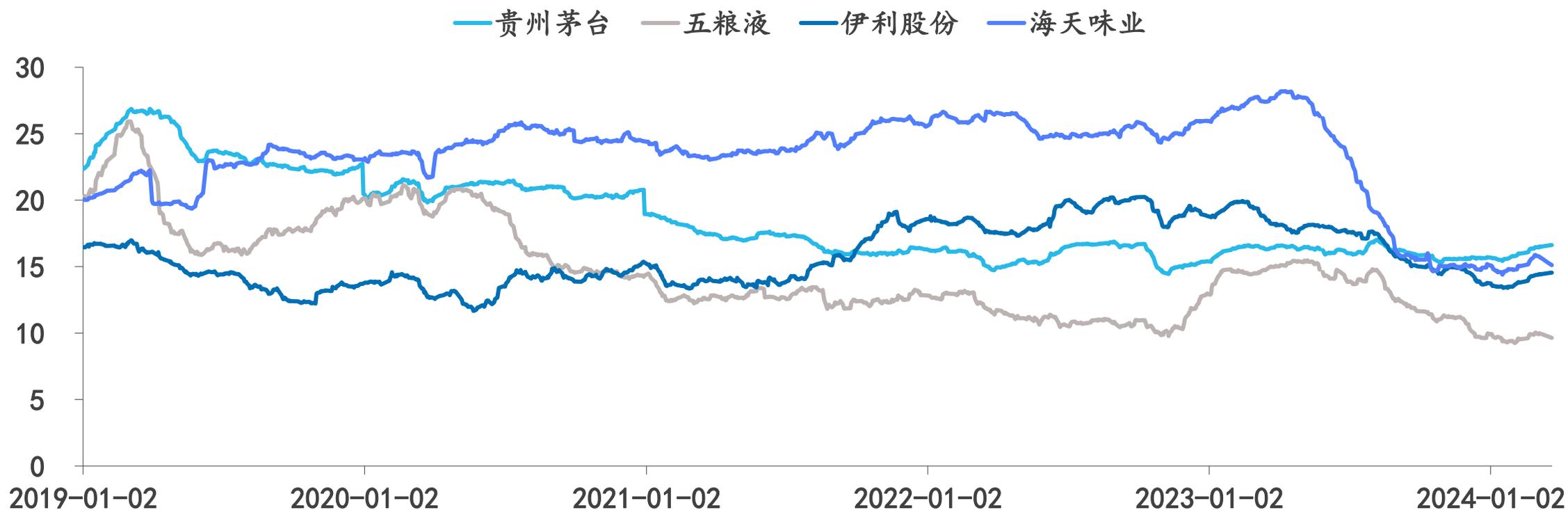
A股食品饮料子版块区间涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind、国投证券研究中心

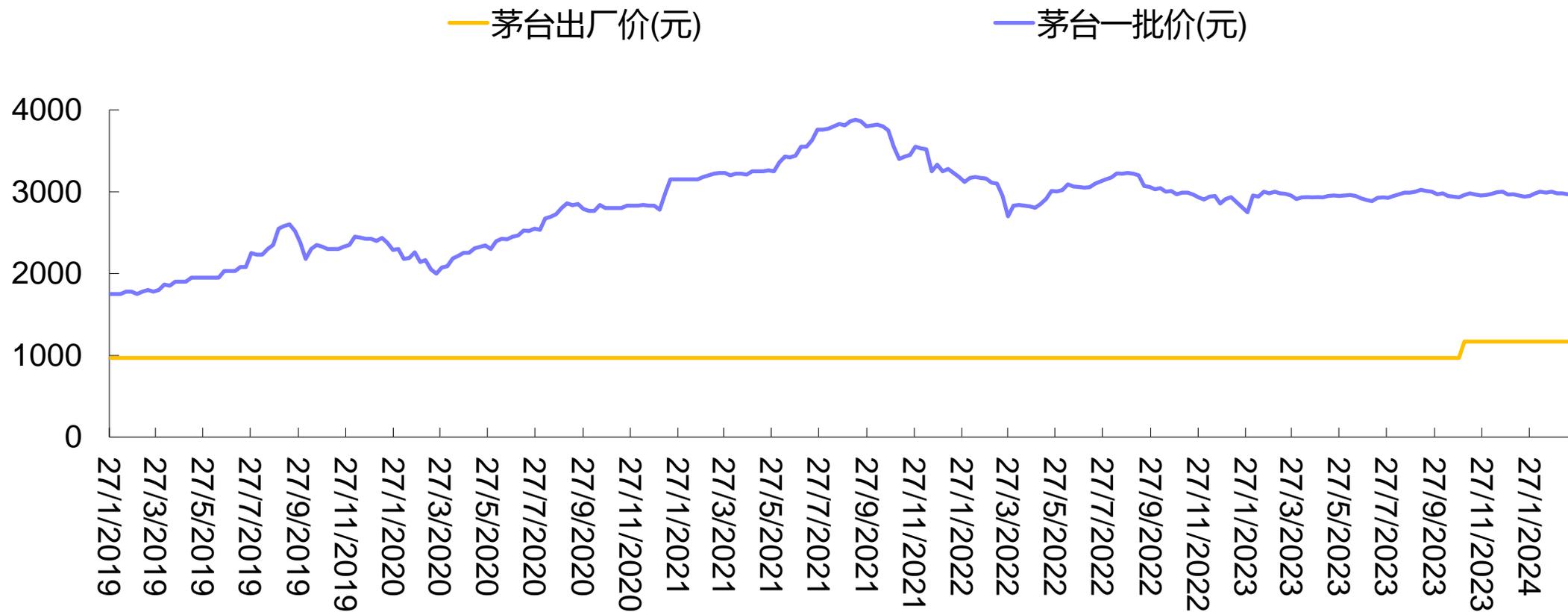
# 沪深股通持股食品饮料公司比例有所抬升

## 沪深股通持股占自由流通A股比例 (%)



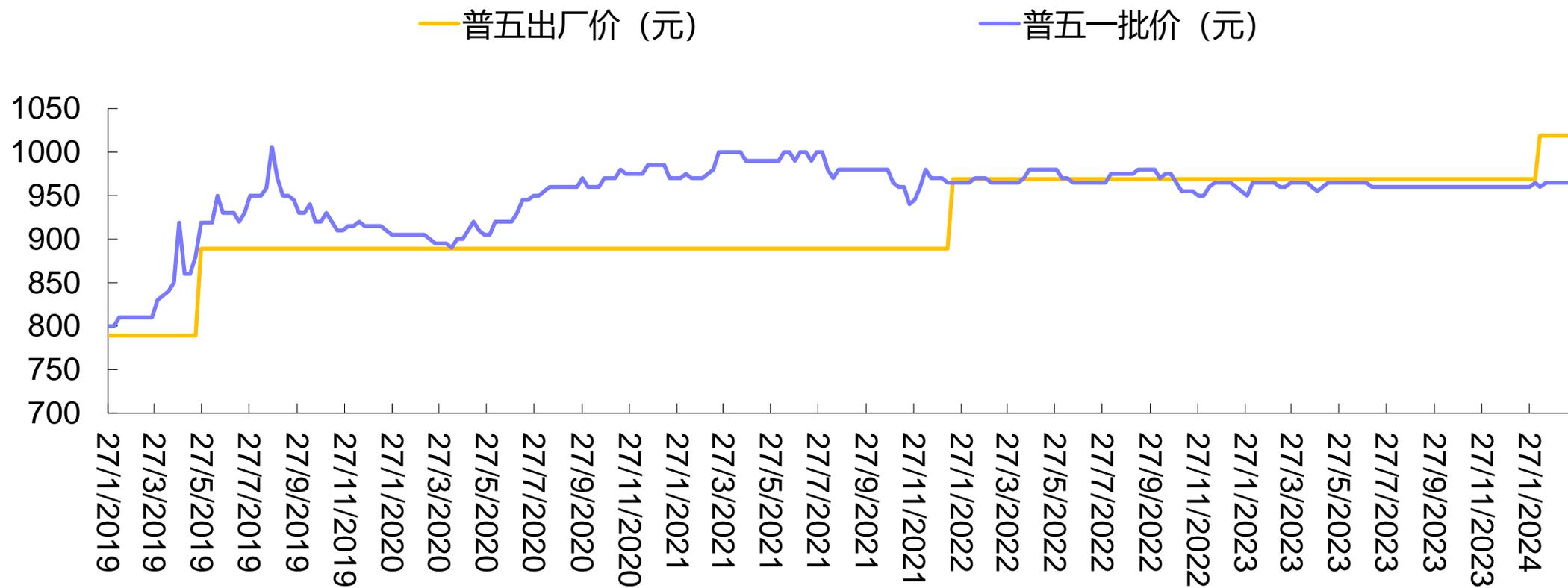
资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 飞天茅台批价较为平稳



资料来源：今日酒价、国投证券研究中心

# 普五批价较为平稳



资料来源：今日酒价、国投证券研究中心

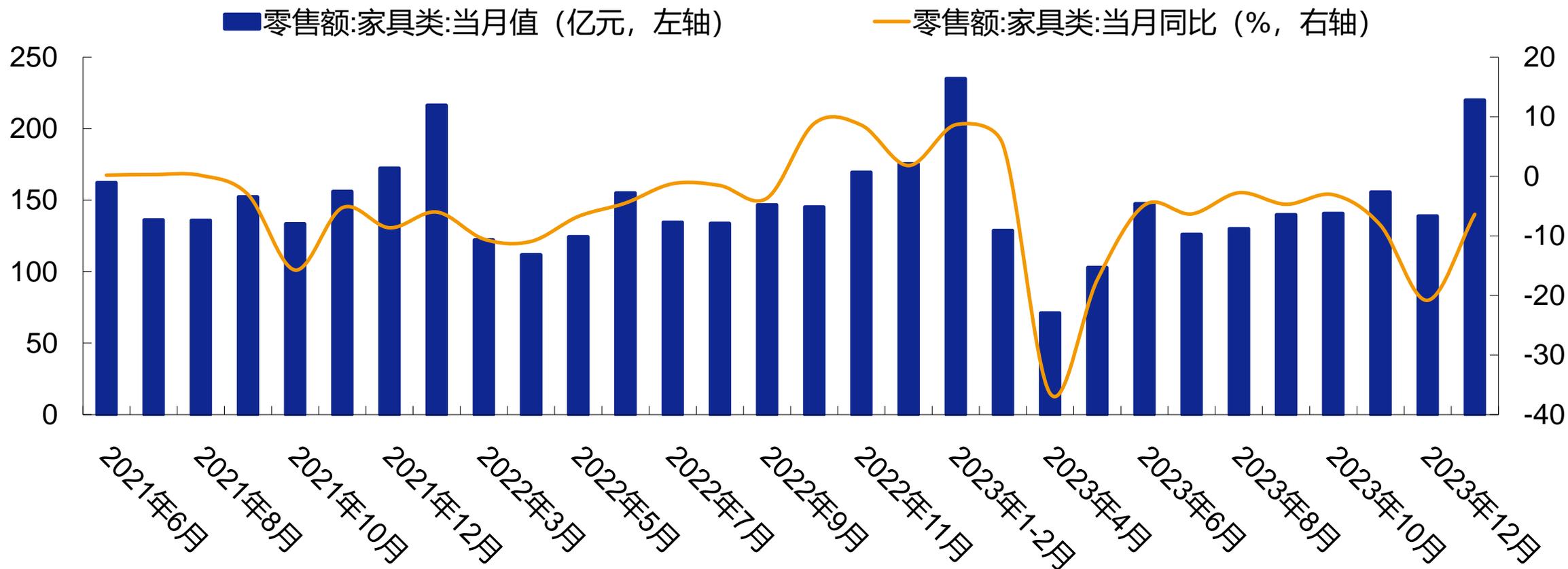
# 轻工数据跟踪



罗乾生

# 1-2月我国家具零售额YoY -6.4%，跌幅收窄

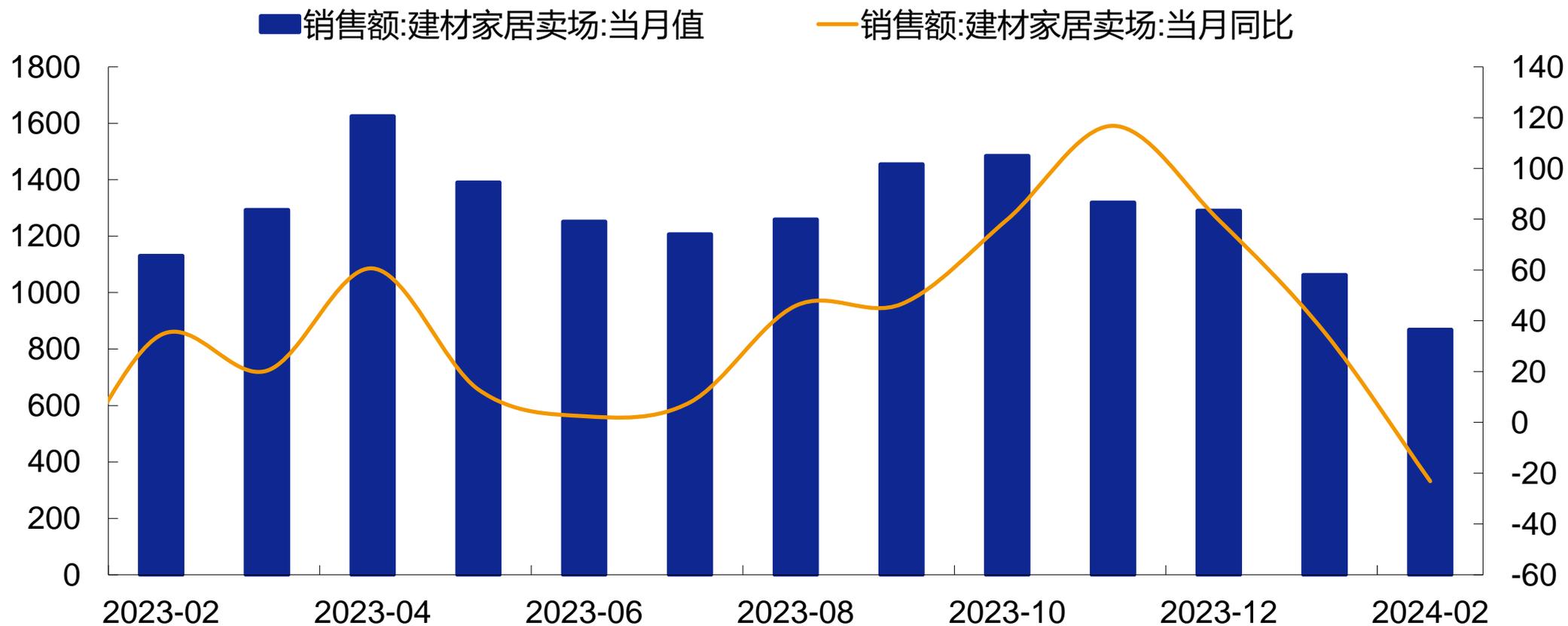
## 我国家具零售额及当月同比(亿元, %)



资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 2月我国建材家居卖场销售额YoY -23.1%，跌幅显著扩大

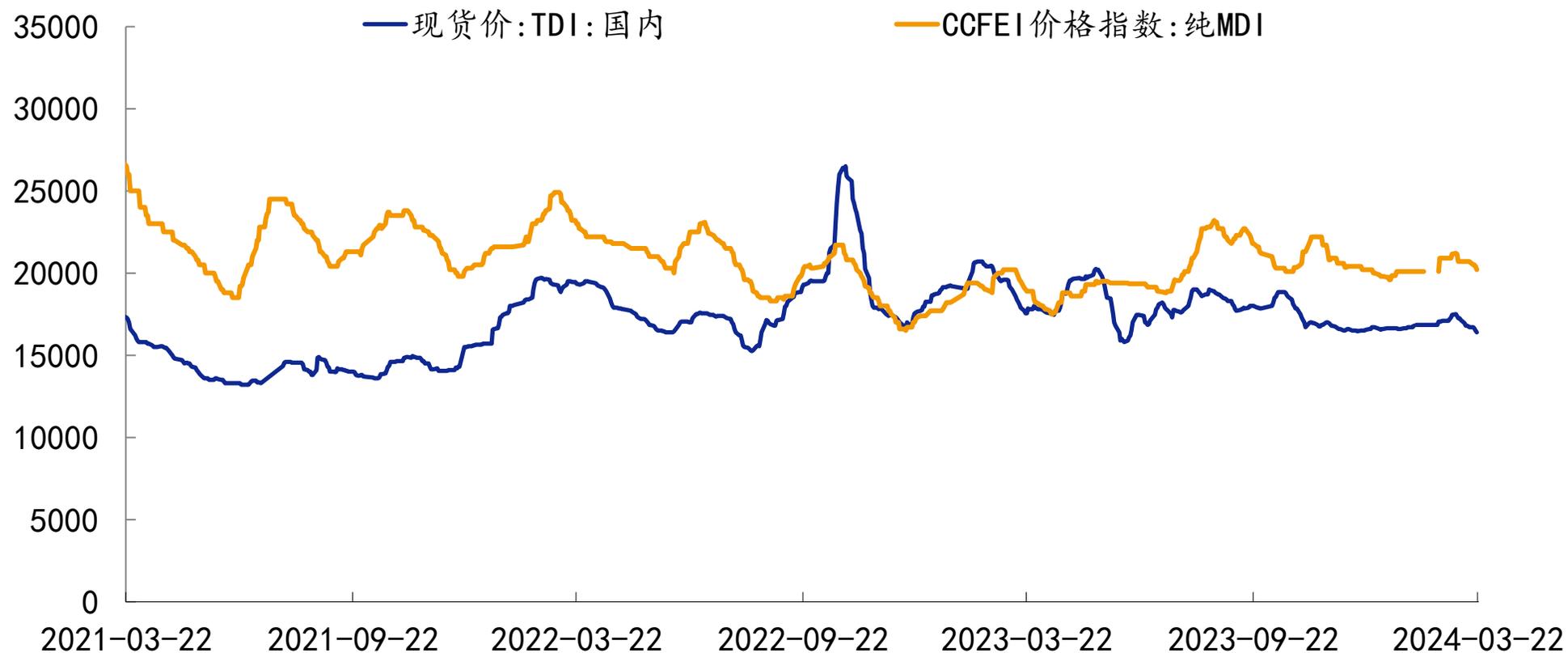
全国建材家居卖场销售额及当月同比(亿元, %)



资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 较上周，TDI环比-2.1%，MDI环比-2.4%

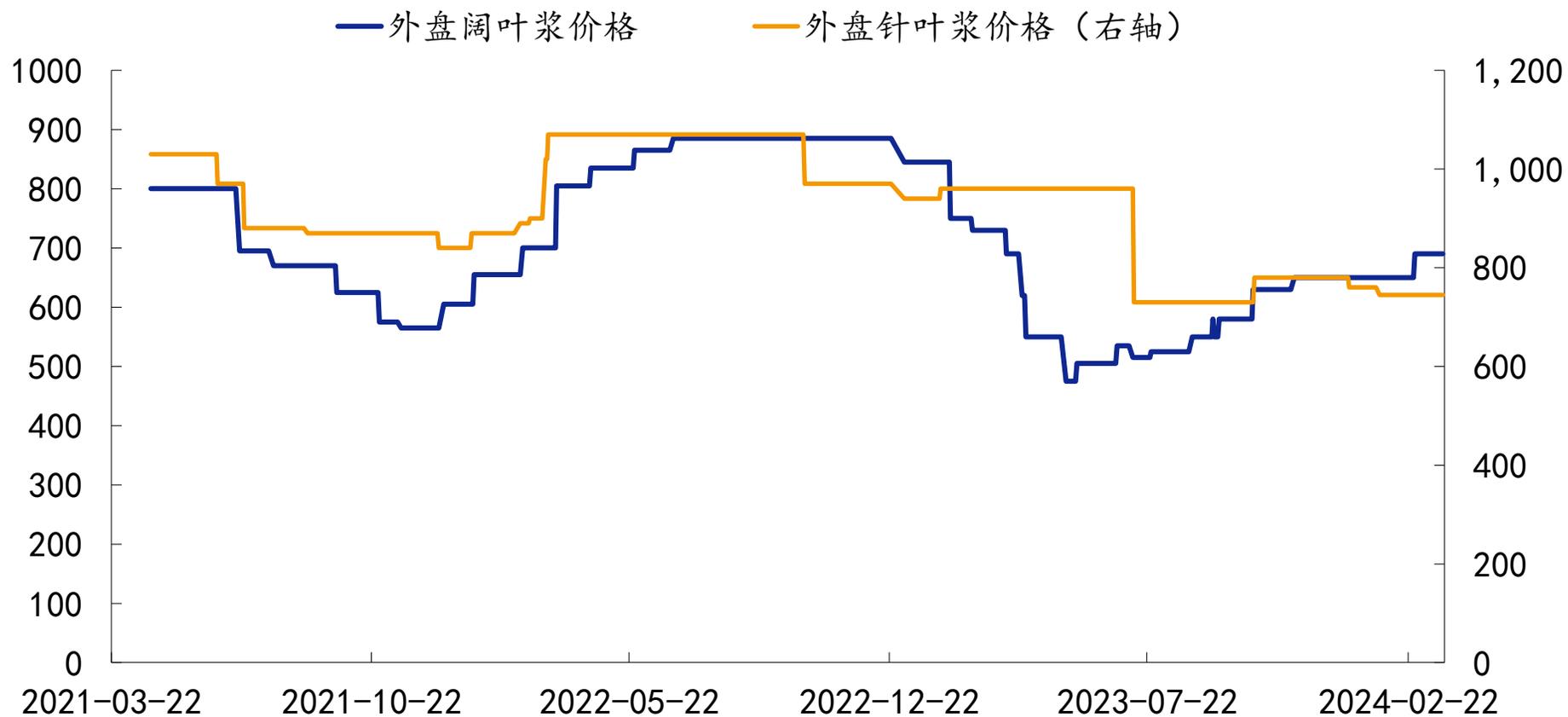
软体家具上游TDI国内现货价、纯MDI现货价(元/吨)



资料来源: Wind、国投证券研究中心

# 较上周，外盘阔叶浆、针叶浆价格环比均持平

## 外盘针叶浆、阔叶浆价格走势（美元/吨）



资料来源：Wind、国投证券研究中心

## 双胶纸、箱板纸环比上周分别+0.9%、-0.8%

纸品价格变动一览（元/吨，截至3月22日）

纸品名称	最新价格	周环比	月环比	年同比
双胶纸	5825	0.87%	4.02%	-10.93%
铜版纸	5850	0.43%	1.63%	0.86%
白卡纸	4775	0.53%	1.38%	-5.69%
箱板纸	4027	-0.76%	-0.93%	0.65%
瓦楞纸	3057	-0.23%	-1.20%	8.10%

数据来源：百川盈孚、国投证券研究中心

# 纺服数据跟踪

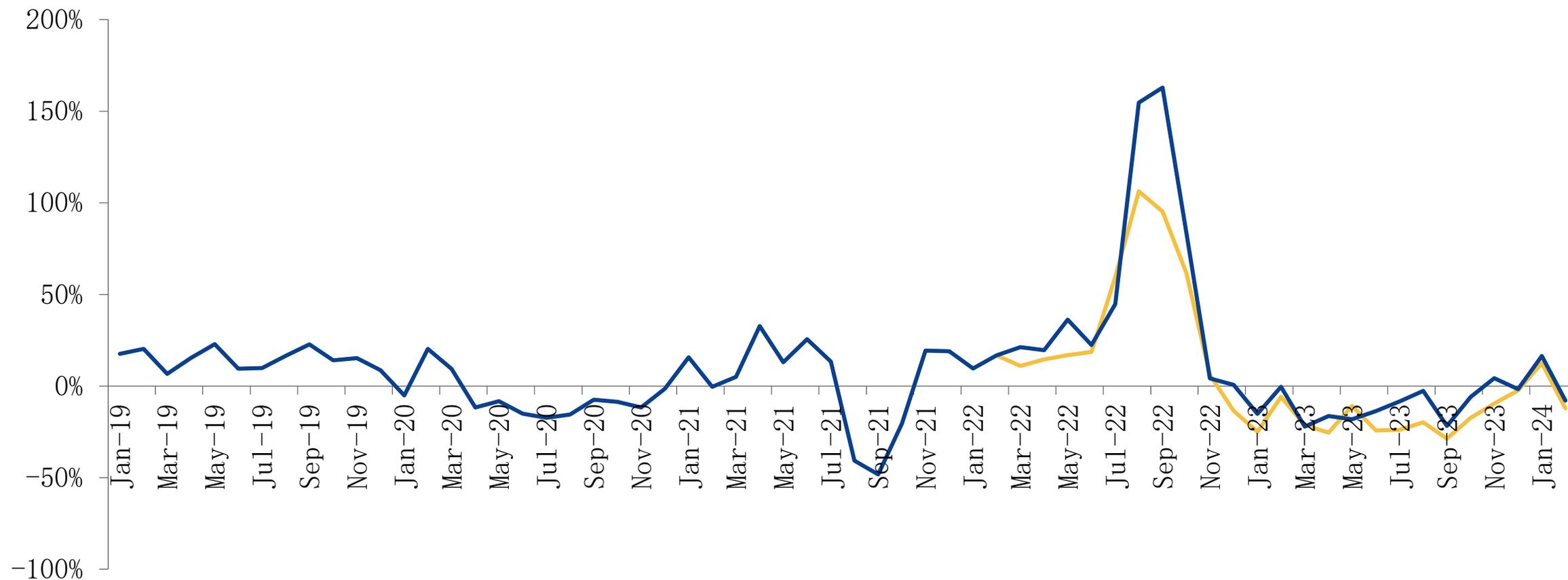


陆偲聪

# 2月运动鞋制造商营收表现有所下滑

## 运动鞋生产商月度营收增长情况

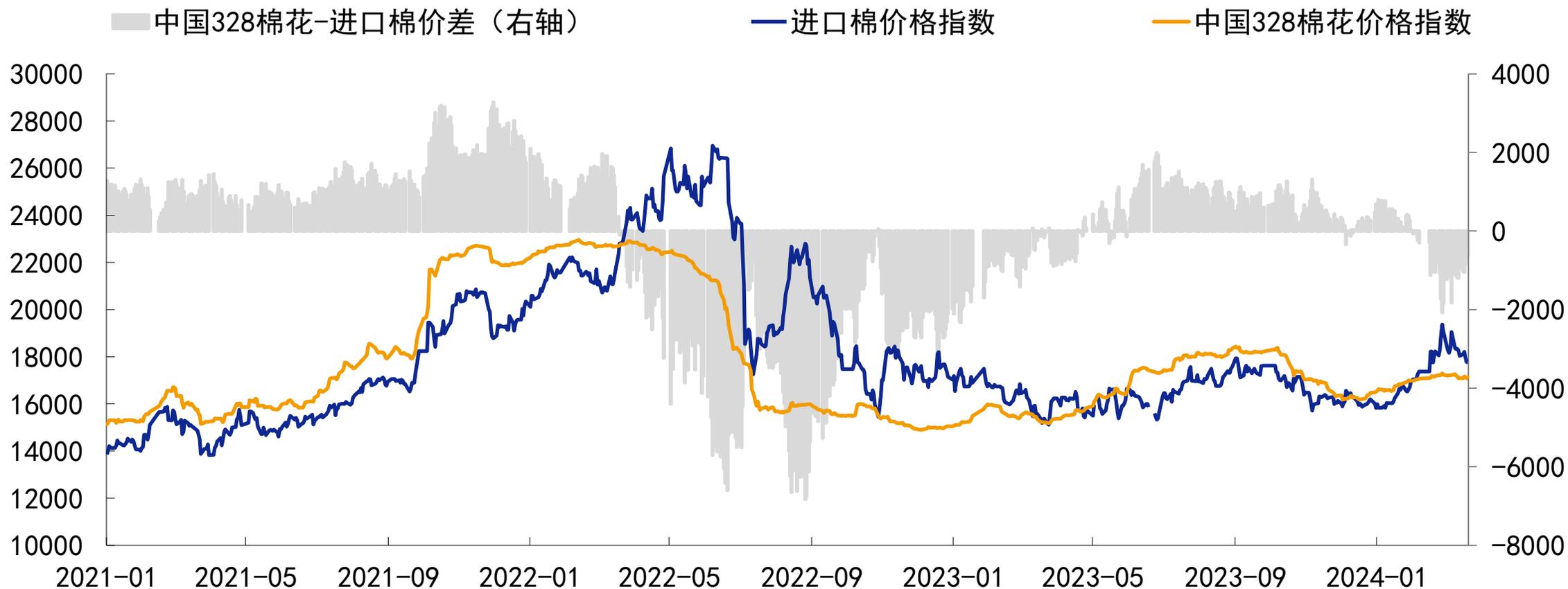
— 裕元（制造业务，%） — 丰泰（%）



资料来源：公司官网月报表，国投证券研究中心

# 3月第4周进口棉价格有所回落，价差倒挂情况持续

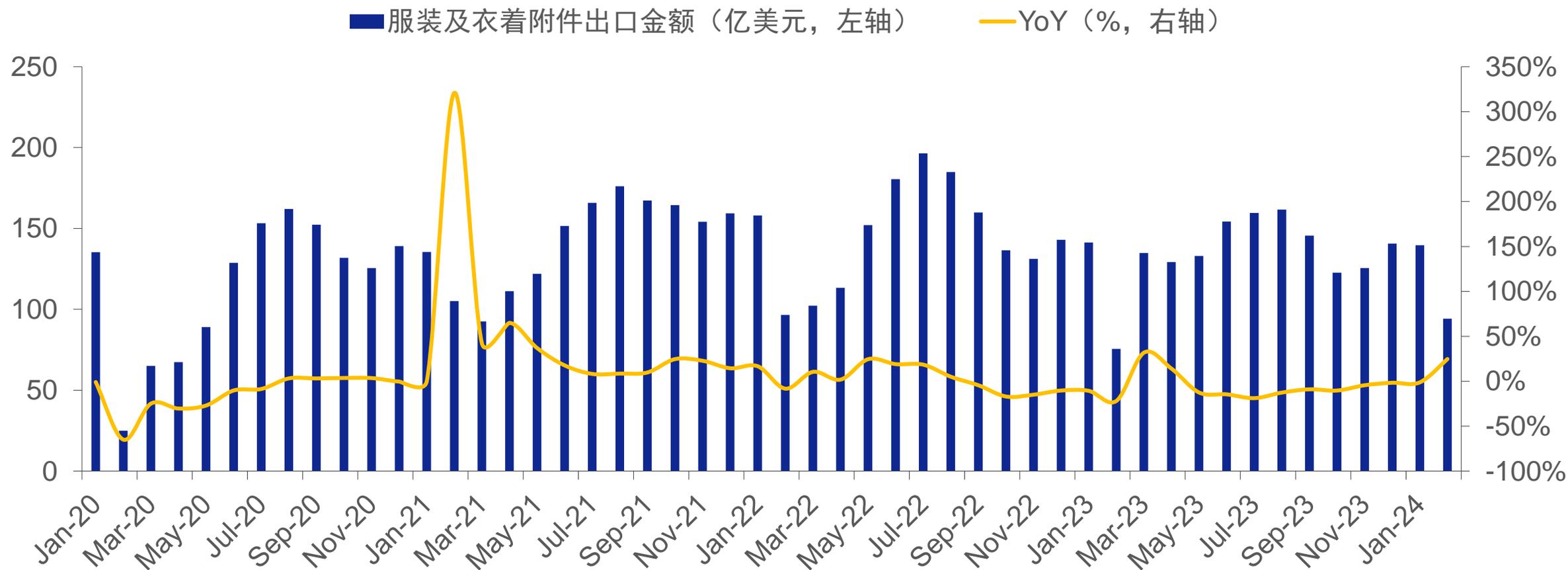
## 国内外棉花价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，国投证券研究中心

# 2月服装及衣着附件出口额同比增长25%，复苏明显

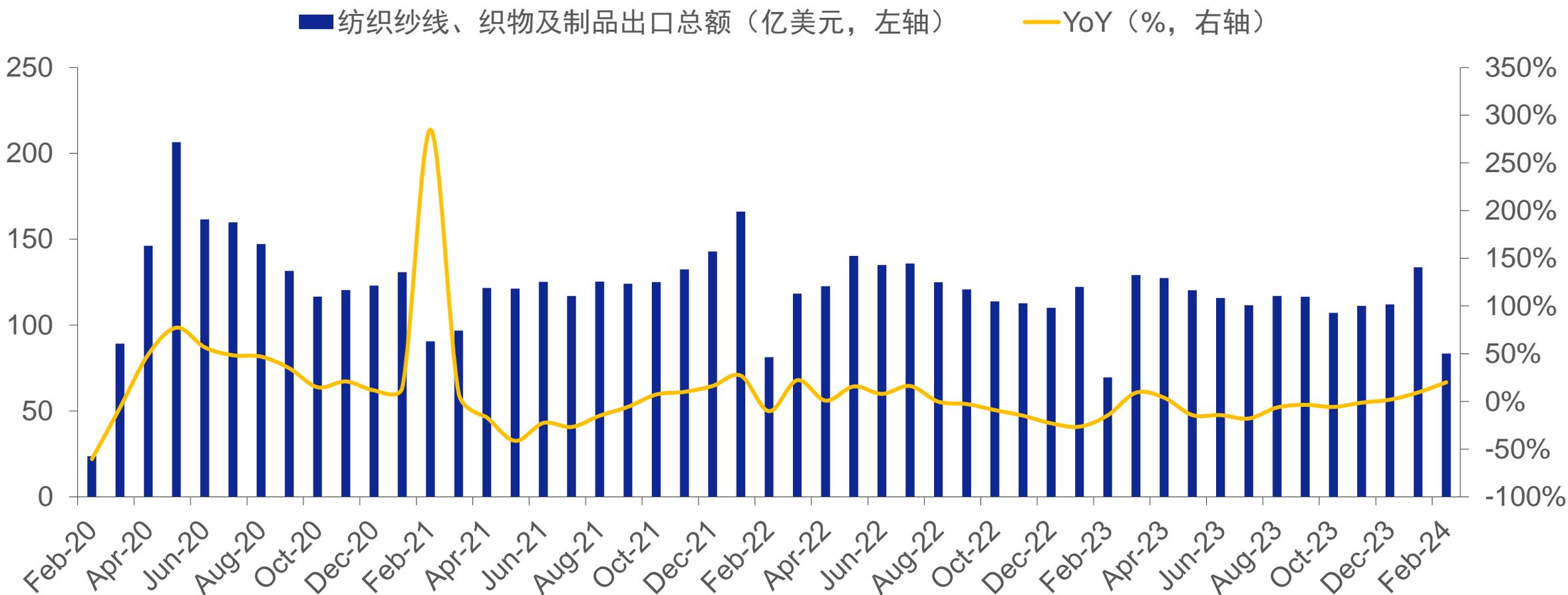
## 服装及衣着附件出口情况



资料来源：Wind，国投证券研究中心

# 2月纺织原材料出口额复苏明显

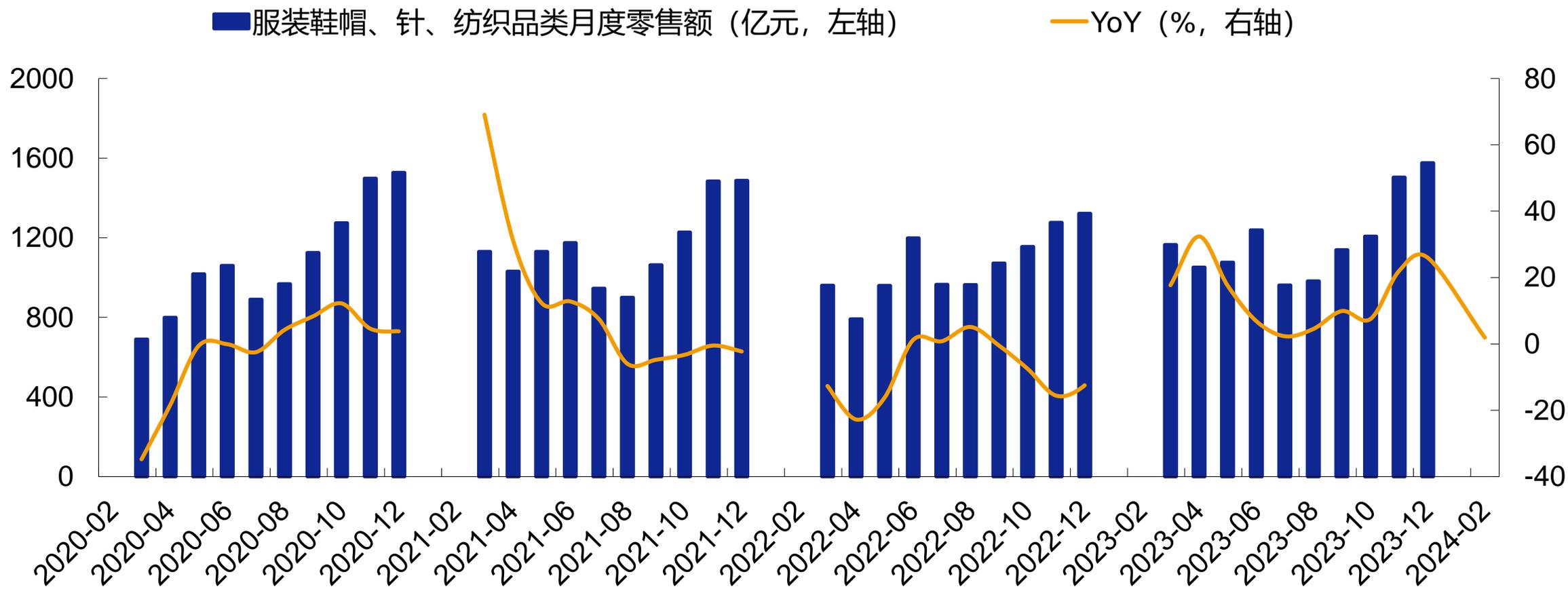
## 纺织制品出口情况



资料来源：Wind，国投证券研究中心

# 2月国内纺织服装各品类零售额同比增长2%，增速有所回落

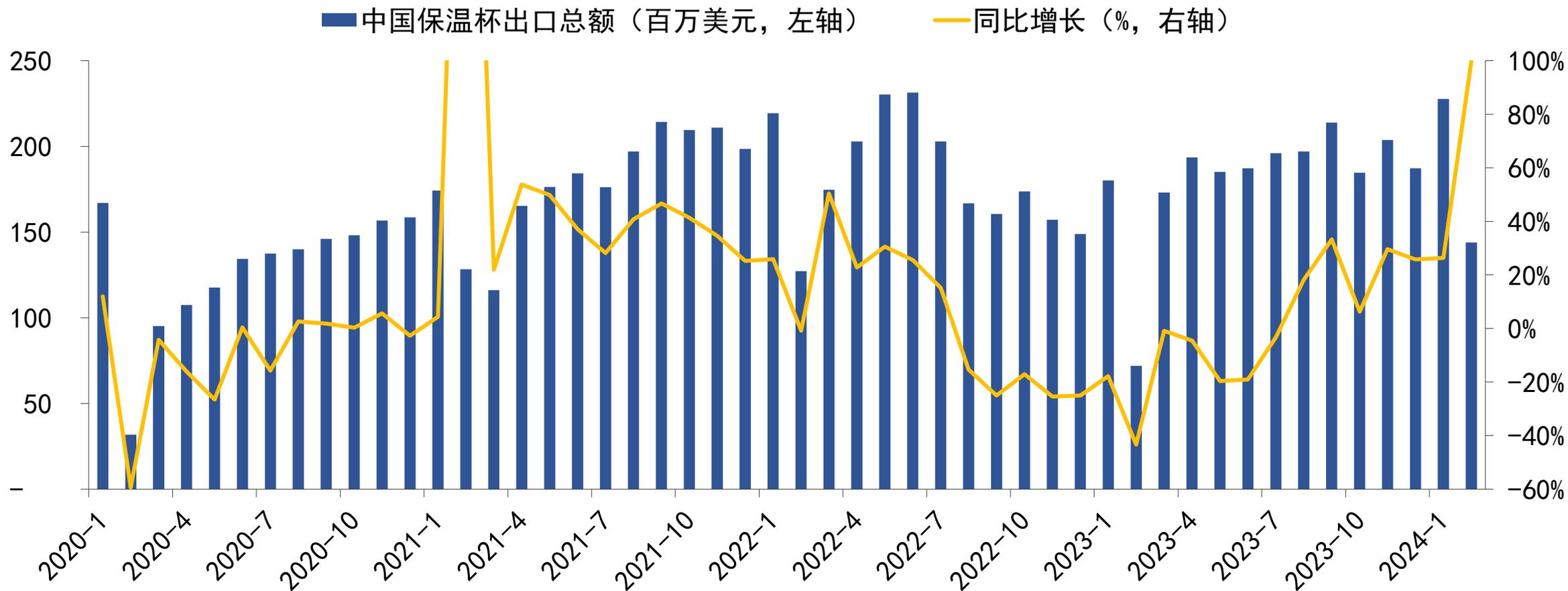
## 服装纺织品类月度零售额情况



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

# 2月保温杯出口额同比增长100%，增速亮眼

## 保温杯出口额走势（百万美元）

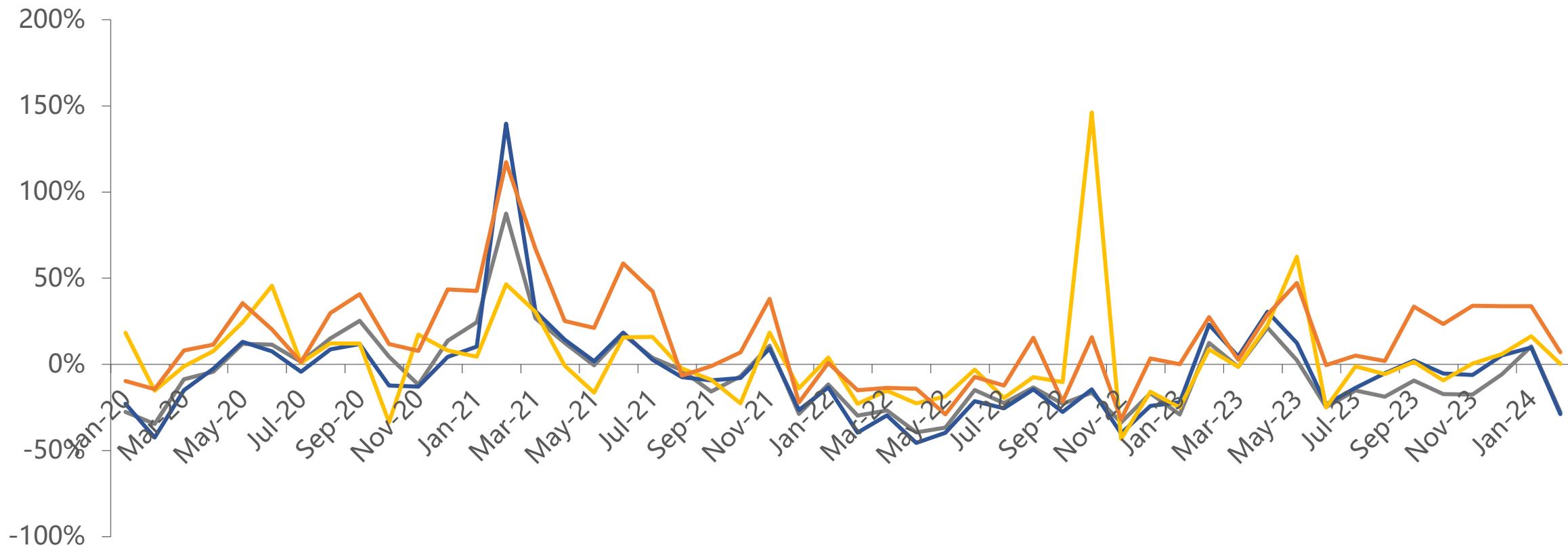


资料来源：中国海关总署，国投证券研究中心

# 2月天猫平台各品类服饰销售情况低迷

## 天猫平台各鞋服品类月度零售额增长情况

—服装配饰 —鞋包 —运动服饰 —户外服饰

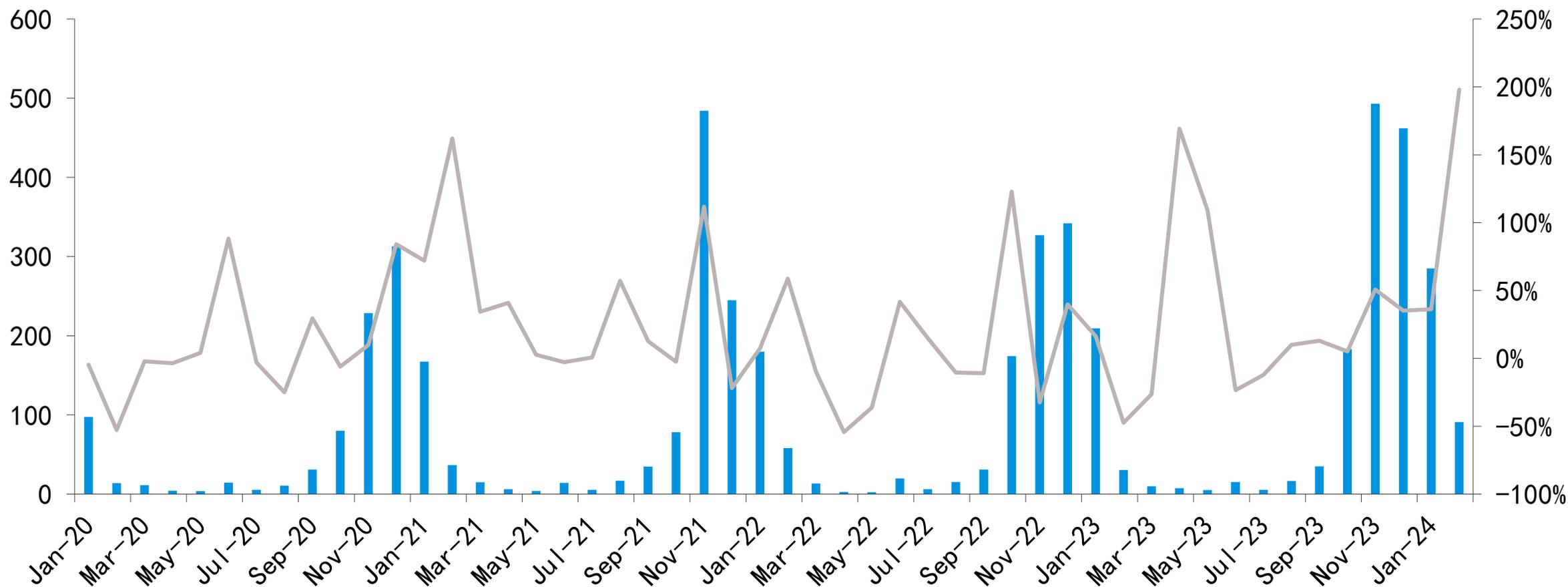


资料来源：久谦数据，国投证券研究中心

# 2月羽绒服销售同比增长持续亮眼

## 天猫平台羽绒服月度零售额增长情况

■ 天猫平台销售额（百万元）    — YoY（右轴，%）



资料来源：久谦数据，国投证券研究中心

## 风险提示

数据统计存在误差的风险

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%及以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%及以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

## 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

# 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 国投证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区福田街道福华一路119号安信金融大厦33楼 邮编：518046

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层 邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层 邮编：100034