

## 精品国药、慢病管理两手抓，聚焦银发经济第一股

昆药集团(600422)

推荐 (维持)

### 核心观点:

- 事件:** 2024.3.21 公司发布 2023 年年报, 公司实现合并营业收入 77 亿元, 因商业板块业务结构优化及对外援助业务减少, 同比下降 7%; 公司产品结构持续优化、多举措推进降本增效, 实现利润总额 5.6 亿元, 同比增长 18%; 实现归母净利润 4.4 亿元, 同比增长 16%。扣非归母净利润为 3.4 亿元, 同比增长 33%。
- 口服剂持续发力, 注射剂稳定增长。** 2023 年分板块来看, 口服药实现 31 亿元营收, 同比增加 6%; 针剂实现 11 亿元营收, 同比增长 11%; 药品批发与零售实现营收 33 亿元, 同比下滑 7%。分产品来看, 1) 注射用血塞通(冻干)保持稳健增长, 同比增长 23%, 销售量为 7385 万支, 同比增长 25%, 主要是中成药集采中标。2) 血塞通口服剂产品实现同比增长 19%, 其中, 血塞通软胶囊同比增长 33%, 销售量 6.8 亿粒, 主要是公司加快产业布局, 加强品牌建设, 促进销量增长; 血塞通片同比增长 15%。3) 昆中药旗下舒肝颗粒同比增长 11%, 口咽清丸同比增长 44%, 板蓝清热颗粒同比增长 21%, 清肺化痰丸同比增长 24%。
- 落实“四个重塑”、启动营销变革, 2023 年过渡期圆满完成。** 公司全面深入推进价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑, 实现与华润三九的全面融合提升。基于昆药集团现状及产品结构, 启动营销组织变革, 成立“KPC1951、昆中药 1381、777”三大核心事业部, 推动公司实现精品国药传承、三七标杆打造、老年健康产业深耕的业务落地。借助华润三九丰富的管理经验、6S 管理体系和工具, 推动数字化转型和精细化管理落地, 管理费用、财务费用等均有所下降。
- 营销渠道拓展, 搭建昆药商道。** 公司在借助三九商道的基础之上, 进一步整合商业渠道、优化原有商业模式, 持续构建“合理覆盖、快速流通、有效销售”的昆药销售渠道, 完成全国范围内的零售、医疗体系昆药销售渠道整合建设, 实现从多级渠道到聚焦重点主流客户重点管控。
- 长期逻辑: 五年战略规划落地, 2028 年末工业收入达 100 亿元。** 公司制定五年(2024 年-2028 年)战略发展规划, 昆药集团聚焦精品国药、老龄健康-慢病管理两大核心业务领域, 通过短期、中期、长期三步走的发展行动规划, 以及内生发展加外延扩张方式, 力争 2028 年末实现营业收入翻番, 工业收入达到 100 亿元, 致力于成为银发健康产业第一股。
- 投资建议:** 五年战略规划落地, 2028 年末工业收入达 100 亿元, 口服产品在华润三九赋能下有望持续放量, 注射剂在政策复苏和带量集采下逐步修复增速。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 5.76/7.58/10.08 亿元, 当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 27/21/16 倍, 维持“推荐”评级。
- 风险提示:** 原材料价格上涨影响产品毛利率的风险; 汇率波动影响公司汇兑收益的风险; 下游需求恢复不及预期的风险; 产品销售不及预期风险; 研发进度不及预期的风险。

### 分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

### 市场数据

2024-03-21

股票代码	600422
A 股收盘价(元)	20.65
上证指数	3,077.11
总股本(万股)	75,711
实际流通 A 股(万股)	75,698
流通 A 股市值(亿元)	156

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河医药】公司点评-昆药集团(600422.SH)年报点评-华润入主, 优质中药品牌有望焕发新机

表1: 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,703.12	8,741.55	9,950.27	11,337.76
收入增长率%	-6.99	13.48	13.83	13.94
归母净利润(百万元)	444.68	576.27	758.32	1,008.18
利润增速%	16.05	29.59	31.59	32.95
毛利率%	44.82	46.51	48.80	50.45
摊薄 EPS(元)	0.59	0.76	1.00	1.33
PE	35.36	27.13	20.62	15.51
PB	2.98	2.66	2.36	2.05
PS	2.03	1.79	1.57	1.38

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 目 录

一、昆药集团：聚焦银发经济第一股.....	4
二、三大事业部蓄势待发，重塑银发健康产业发展新格局.....	6
三、盈利预测与投资建议.....	9
（一）盈利预测假设与业务拆分.....	9
（二）估值分析.....	10
（三）投资建议.....	10
四、风险提示.....	11

## 一、昆药集团：聚焦银发经济第一股

昆药集团股份有限公司成立于 1951 年，前身是昆明制药厂，1995 年改制为股份制企业，2000 年在上海证券交易所上市。公司下属子公司众多，其中全资子公司 24 个，非全资子公司 3 个。旗下的精品国药平台昆中药，始于明太祖洪武十四年，打破世界最古老药企的世界吉尼斯纪录。

图1：昆药集团发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

2023 年华润三九正式完成董监事会改组，完成昆药集团 28% 股份的收购，组织层面优化昆药集团核心管理层。2023 年 1 月 19 日，公司召开 2023 年第一次临时股东大会，审议通过《关于增补公司十届董事会部分非独立董事的议案》《关于增补公司十届监事会部分非职工代表监事的议案》，确认增补华润三九推荐的邱华伟先生、颜炜先生、郭霆先生、梁征先生为公司十届董事会成员，增补华润三九推荐的钟江先生、邵金锋先生为公司十届监事会成员。

昆药集团开启营销组织变革，成立三大事业部。1) “昆中药 1381” 事业部：深入专注精品国药领域，助推公司精品国药业务实现快速发展，具体产品包括参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸等系列精品国药；2) “KPC·1951” 事业部：重点关注院内严肃医疗产品，为公司持续巩固在心脑血管、骨风关肾、CNS 等治疗领域的优势、拓展老龄健康产业领域奠定基础，具体产品包括注射用血塞通（冻干）、天麻注射液、玻璃酸钠注射液、草乌甲素软胶囊等严肃医疗产品；3) “777” 事业部：对三七口服制剂产品的重点聚焦，将以打造三七全产业链标杆企业为核心目标，带动云南道地药材三七走向国门、助推中医药文化国际传播。具体产品包括血塞通软胶囊及其他血塞通系列口服产品等特色三七口服制剂。

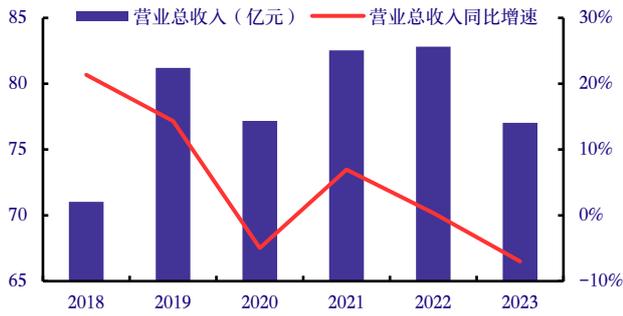
图2：昆药集团三大事业部



资料来源：昆药集团公众号，中国银河证券研究院

收入端与利润端整体表现平稳。2022 年实现营业收入 82.82 亿元，YOY+0.35%，归母净利润 3.83 亿元，YOY-24.52%。2023 实现营业收入 77 亿元，YOY-7%，归母净利润 4.45 亿元，YOY+16%。

图3：2018-2023 年公司营业收入



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：2018-2023 年公司归母净利润

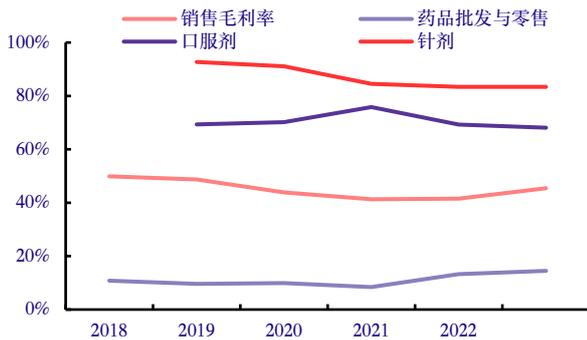


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**销售毛利率逐步企稳。**2021-2023 年由于针剂产品注射用血塞通（冻干）、天麻素注射液等高毛利率产品恢复至稳定状态，以及口服大单品的快速上量，公司综合毛利率逐步企稳，2023 年达 45%。

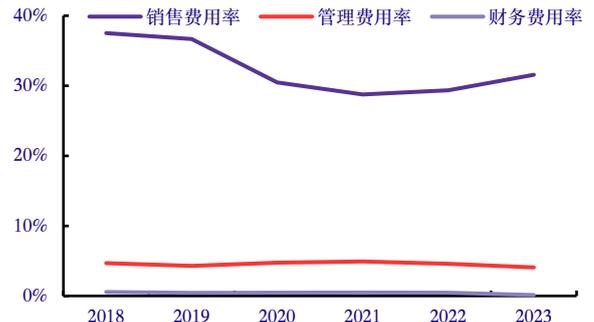
**销售费用率逐步下降至稳定阶段，财务费用率和管理费用率相对稳定。**2018 年到 2023 年销售费用率逐步下降至稳定阶段，2018-2020 年销售费用率下滑较多，主要由于公司针剂销售比例变动，2020-2023 年销售费用率稳定在 30%左右。财务费用率和管理费用率相对稳定。

图5：2018-2023 年公司毛利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

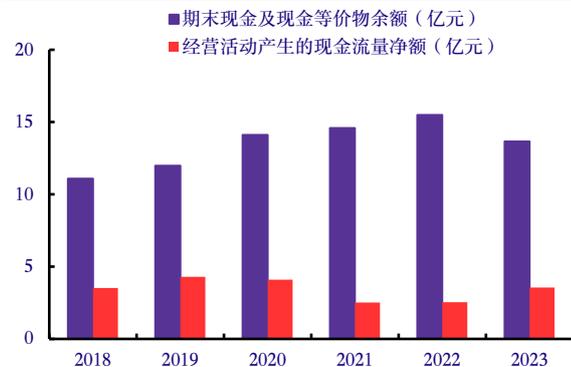
图6：2018-2023 年公司费用率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

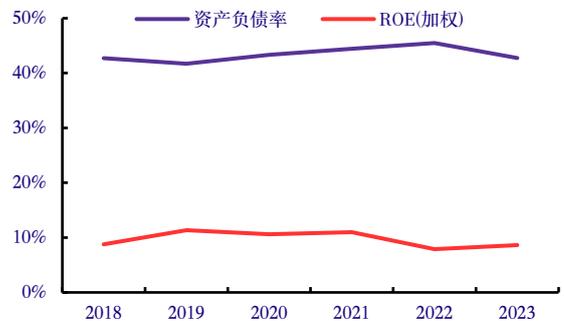
**经营性现金流基本稳定，负债水平总体健康。**2018 年以来，公司经营性现金流量与营收规模基本匹配。从 2018 年至 2023 年，公司资产负债率维持在 42%左右，整体负债水平健康；ROE 维持在 8-12% 区间，股东收益水平良好。

图7：2018-2023 年公司现金流



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

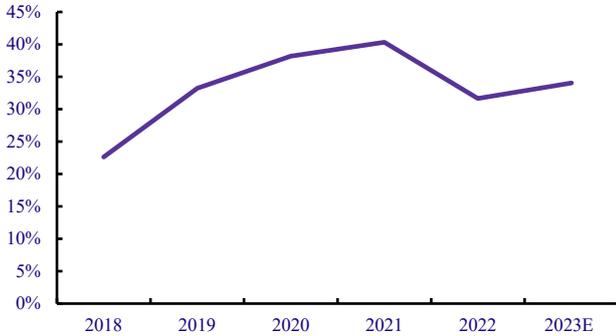
图8：2018-2023 年公司资产负债率和 ROE



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

公司盈利能力较强，近年来持续分红。2018-2022 年公司持续分红，分红比例高于 20%，2023 年拟分红 1.5 亿元，拟分红比例 34.05%。

图9：分红比例



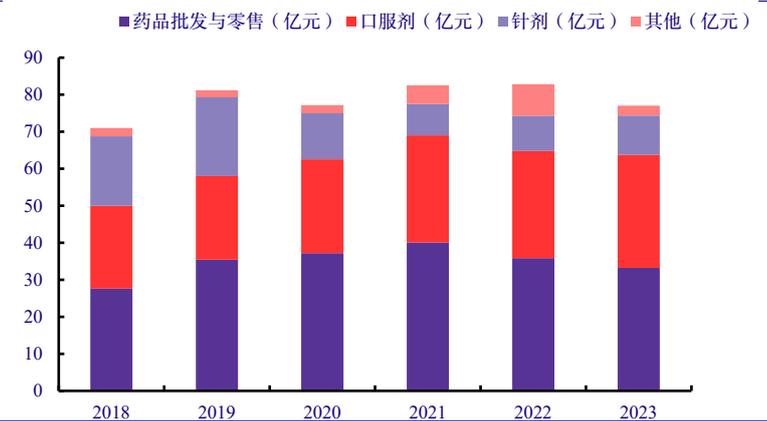
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、三大事业部蓄势待发，重塑银发健康产业发展新格局

基于昆药集团现状及产品结构，启动营销组织变革，成立“KPC1951、昆中药 1381、777”三大核心事业部，推动公司实现精品国药传承、三七标杆打造、老年健康产业深耕的业务落地，重塑银发健康产业发展新格局。

**口服产品持续发力，毛利率逐步企稳。**公司注射剂业务企稳回升，以注射用血塞通（冻干）、天麻素注射液等产品为核心的针剂产品 2023 年实现 11 亿元收入，同比增长 11%，毛利率 83%。口服制剂持续发力，销售收入不断上升，2023 年实现 31 亿元营收，同比增加 6%，毛利率 68%。药品批发与零售 2023 年实现营收 33 亿元，同比下滑 7%，毛利率 14%。

图10：2018-2023 年公司不同品类营收



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 1、血塞通口服系列：

**血塞通软胶囊销量创新高，直接带动血塞通口服系列销售额提升。**2021 年血塞通系列口服产品实现收入 9.5 亿元，同比增长 19%。2022 年由于部分血塞通口服剂产品未参与部分省际联盟集采，销售额同比下滑 16%，血塞通软胶囊销售量 5 亿粒，同比下降 9%。2023 年公司加快产业布局，加强品牌建设，促进销量增长，血塞通口服产品同比实现 19% 以上增长，核心产品血塞通软胶囊同比增长 33%，销售量创新高，达到 6.8 亿粒，血塞通片同比增长 15%。

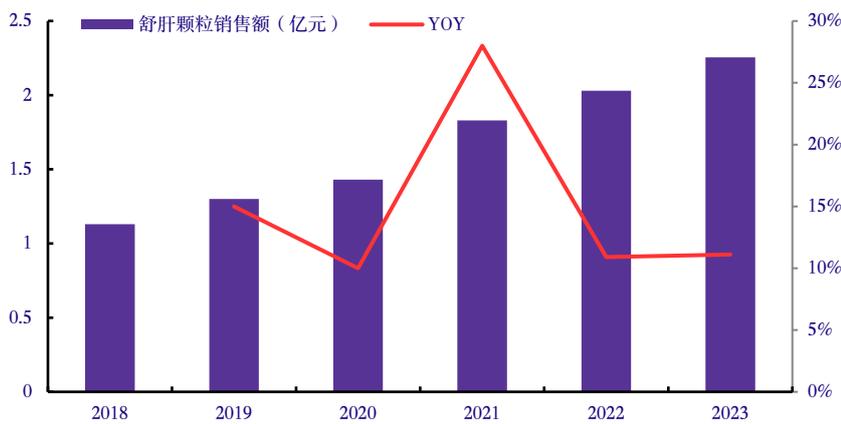
图11：2018-2023 年血塞通软胶囊销售量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**2、舒肝颗粒专注神经系统健康，销售额超 2 亿元。**2023 年 12 月，围绕舒肝颗粒发布跨年系列短片《焦虑 不可能的》，多平台开展矩阵式传播，在抗抑郁方面不断夯实的循证医学证据，重点切入情绪治疗领域，在稳住院内销售的同时，加速院外渠道布局，2023 年舒肝颗粒实现销售 2.25 亿元，同比增长 11%。

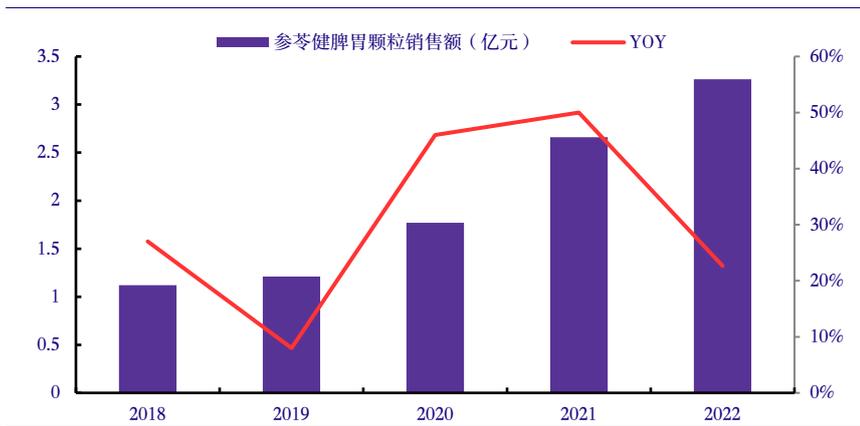
图12：2018-2023 年舒肝颗粒销售额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**3、参苓健脾胃颗粒超 3 亿元销售额。**参苓健脾胃颗粒成分为北沙参、山药、薏苡仁等 10 味药材，补脾健胃，利湿止泻。2022 年参苓健脾胃颗粒年销售额达 3.3 亿元，同比增长 23%。

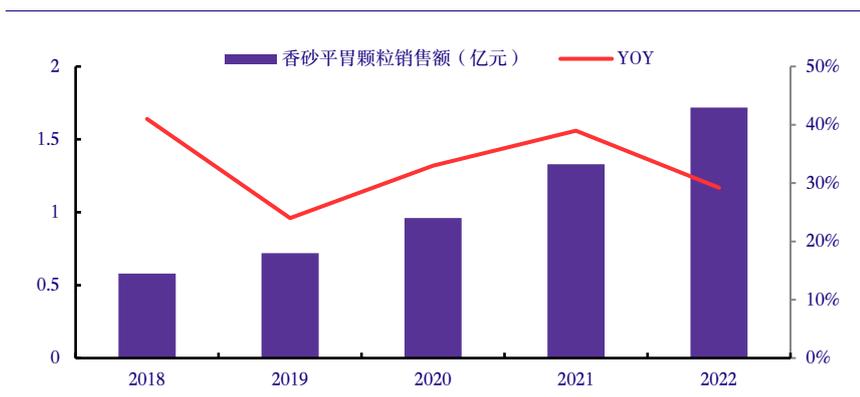
图13：2018-2022年参苓健脾胃颗粒销售额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**4、香砂平胃颗粒被纳入基药医保双目录。**香砂平胃颗粒适用于功能性消化不良/慢性胃炎合并大便黏滞的患者。香砂平胃颗粒是医保甲类药品，同时也被纳入基药目录。2022年实现销售1.7亿元，同比增长29%。

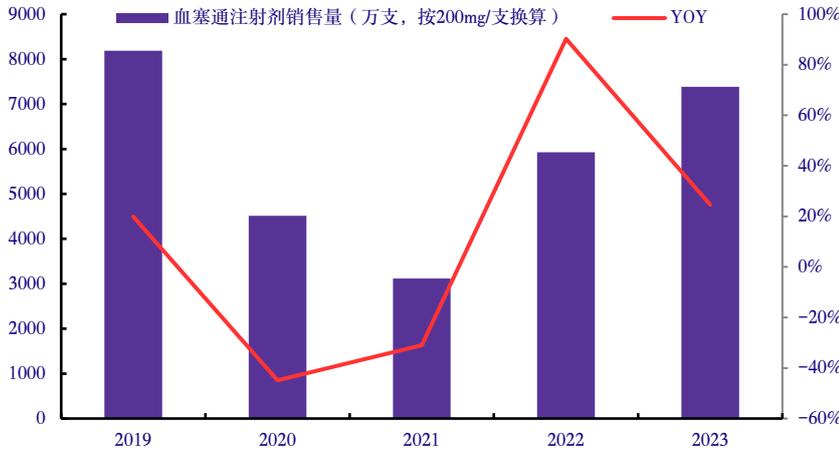
图14：2018-2022年香砂平胃颗粒销售额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

**5、中药注射剂：**公司紧抓注射用血塞通（冻干）集采联盟和医保中标契机，积极推动纳入产品在各省的解限落地执行，同时中药注射剂的医保解限利好产品终端销售，注射用血塞通（冻干）保持稳健增长，同比增长23%，销售量为7385万支，同比增长25%，主要是中成药集采中标使销售量和销售额实现增长。

图15：2019-2023 年血塞通注射剂销售量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 三、盈利预测与投资建议

#### (一) 盈利预测假设与业务拆分

我们预计 2024-2026 年公司业务营业收入达到 87/100/113 亿元，同比增速分别为 13%/14%/14%，其中：

(1) 口服剂：大力开拓 OTC 渠道，预计血塞通口服系列和昆中药大单品将持续增长。我们预计 2024-2026 年营业收入达到 38/47/58 亿元，同比增速为 25%/24%/23%，毛利率为 69%/70%/70%。

(2) 针剂：注射用血塞通（冻干）等注射剂进入多个省级联盟集采，叠加适应症解限，预计 2024-2026 年营业收入达到 12/13/14 亿元，同比增速为 9%/9%/8%，毛利率为 84%/84%/83%。

(3) 药品批发与零售业务：此业务近年来相对稳定，预计 2024-2026 年营业收入达到 35/37/38 亿元，同比增速为 5%/5%/5%，毛利率为 13%/13%/13%。

(4) 其他业务：预计 2024-2026 年营业收入达到 3/3/3 亿元，同比增速为 5%/5%/5%，毛利率为 5%/5%/5%。

表2：昆药集团业务拆分及盈利预测（百万元）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	7,717.09	8,253.53	8,282.06	7,703.12	8,741.55	9,950.27	11,338
yoy	-4.96%	6.95%	0.35%	-6.99%	13.48%	13.83%	13.94%
总毛利额	3,383.10	3,408.75	3,438.37	3,452.54	4,065.76	4,855.52	5,719.58
yoy	-14.41%	0.76%	0.87%	0.41%	17.76%	19.42%	17.80%
毛利率	43.84%	41.30%	41.52%	44.82%	46.51%	48.80%	50.45%
<b>批发零售</b>							
收入	3,720.18	4,010.55	3,587.32	3,321.71	3,487.79	3,662.18	3,845.29
yoy	4.97%	7.81%	-10.55%	-7.40%	5.00%	5.00%	5.00%
收入占比	48.21%	48.59%	43.31%	43.12%	39.90%	36.80%	33.92%
毛利率	9.91%	8.42%	13.23%	14.49%	13.00%	13.00%	13.00%
毛利额	368.83	337.83	474.67	481.15	453.41	476.08	499.89
yoy	8.57%	-8.40%	40.51%	1.36%	-5.76%	5.00%	5.00%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

口服剂							
收入	2535.56	2891.41	2893.27	3054.62	3818.27	4734.65	5823.62
yoy	12.20%	14.03%	0.06%	5.58%	25.00%	24.00%	23.00%
收入占比	32.86%	35.03%	34.93%	39.65%	43.68%	47.58%	51.36%
毛利率	70.19%	75.82%	69.26%	68.09%	69.00%	70.00%	70.00%
毛利额	1779.58	2192.38	2003.94	2079.90	2634.61	3314.26	4076.54
yoy	13.54%	23.20%	-8.60%	3.79%	26.67%	25.80%	23.00%
针剂							
收入	1241.40	850.25	953.13	1058.81	1154.10	1257.97	1358.60
yoy	-41.60%	-31.51%	12.10%	11.09%	9.00%	9.00%	8.00%
收入占比	16.09%	10.30%	11.51%	13.75%	13.20%	12.64%	11.98%
毛利率	91.12%	84.54%	83.39%	83.39%	83.50%	83.50%	83.00%
毛利额	1131.22	718.81	794.85	882.98	963.67	1050.40	1127.64
yoy	-42.59%	-36.46%	10.58%	11.09%	9.14%	9.00%	7.35%
其他							
收入	219.95	501.32	848.34	267.99	281.39	295.46	310.24
yoy	15.42%	127.92%	69.22%	-68.41%	5.00%	5.00%	5.00%
收入占比	2.85%	6.07%	10.24%	3.48%	3.22%	2.97%	2.74%
毛利率	47.04%	31.86%	19.44%	3.18%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利额	103.47	159.73	164.91	8.51	14.07	14.77	15.51

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## （二）估值分析

我们预计 2024-2026 年，公司营业收入分别为 87/100/113 亿元，归母净利润分别为 5.76/7.58/10.08 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 27/21/16 倍。

采用相对估值法进行估值：

**中药板块：**我们选取同仁堂、东阿阿胶、江中药业、片仔癀 4 家产品矩阵丰富、具有较强品牌影响力的中药企业作为可比公司，可比公司 2024-2025 年 PE 均值为 28/24 倍。

表3：可比公司估值情况

代码	简称	股价	EPS				PE			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600085	同仁堂	42.83	1.04	1.32	1.56	1.82	41.18	32.45	27.46	23.53
000423	东阿阿胶	58.99	1.19	1.79	2.04	2.45	49.57	32.96	28.92	24.08
600750	江中药业	22.62	0.95	1.11	1.31	1.54	23.81	20.38	17.27	14.69
600436	片仔癀	235.58	4.1	4.99	6.07	7.25	57.46	47.21	38.81	32.49
平均值(剔除公司)							<b>43.01</b>	<b>33.25</b>	<b>28.11</b>	<b>23.70</b>

资料来源：Wind、中国银河证券研究院

## （三）投资建议

昆药集团五年规划落地，后续昆药集团的潜力有望持续释放，预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.76/1.00/1.33 元/股，2024-2026 年 PE 为 27/21/16，接近可比公司 PE 均值，考虑到公司未来业绩具有成长性，维持“推荐”评级。

## 四、风险提示

原材料价格上涨影响产品毛利率的风险；

汇率波动影响公司汇兑收益的风险；

下游需求恢复不及预期的风险；

产品销售不及预期风险；

研发进度不及预期的风险。

**附录：**
**(一) 公司财务预测表**

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	7031.04	4777.08	5551.54	6581.17	营业收入	7703.12	8741.55	9950.27	11337.76
现金	1493.01	4094.37	4868.83	5898.46	营业成本	4250.58	4675.79	5094.75	5618.18
应收账款	2551.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	74.71	73.23	83.36	94.98
其它应收款	136.67	0.00	0.00	0.00	营业费用	2432.64	2972.13	3482.59	3741.46
预付账款	135.71	0.00	0.00	0.00	管理费用	313.54	375.89	427.86	487.52
存货	1688.25	0.00	0.00	0.00	财务费用	10.27	0.00	0.00	0.00
其他	1026.41	682.71	682.71	682.71	资产减值损失	-65.93	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	2534.34	2534.34	2534.34	2534.34	公允价值变动收益	1.03	0.00	0.00	0.00
长期投资	23.79	23.79	23.79	23.79	投资净收益	17.31	19.90	22.68	0.00
固定资产	1083.06	1083.06	1083.06	1083.06	营业利润	568.50	736.32	966.42	1282.24
无形资产	312.16	312.16	312.16	312.16	营业外收入	6.06	3.00	3.00	3.00
其他	1115.33	1115.33	1115.33	1115.33	营业外支出	10.94	10.94	10.94	10.94
<b>资产总计</b>	9565.38	7311.42	8085.88	9115.51	利润总额	563.62	728.39	958.48	1274.30
<b>流动负债</b>	3644.26	803.35	803.35	803.35	所得税	109.48	139.85	184.03	244.67
短期借款	725.49	725.49	725.49	725.49	净利润	454.14	588.54	774.45	1029.63
应付账款	664.71	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	9.46	12.26	16.14	21.45
其他	2254.06	77.87	77.87	77.87	归属母公司净利润	444.68	576.27	758.32	1008.18
<b>非流动负债</b>	444.56	444.56	444.56	444.56	EBITDA	797.02	728.39	958.48	1274.30
长期借款	107.56	107.56	107.56	107.56	EPS (元)	0.59	0.76	1.00	1.33
其他	336.99	336.99	336.99	336.99					
<b>负债合计</b>	4088.81	1247.91	1247.91	1247.91	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	179.13	191.39	207.53	228.98	营业收入	-6.99%	13.48%	13.83%	13.94%
归属母公司股东权益	5297.44	5872.13	6630.44	7638.62	营业利润	14.35%	29.52%	31.25%	32.68%
<b>负债和股东权益</b>	9565.38	7311.42	8085.88	9115.51	归属母公司净利润	16.05%	29.59%	31.59%	32.95%
					毛利率	44.82%	46.51%	48.80%	50.45%
					净利率	5.77%	6.59%	7.62%	8.89%
					ROE	8.39%	9.81%	11.44%	13.20%
					ROIC	7.36%	8.45%	10.01%	11.74%
					资产负债率	42.75%	17.07%	15.43%	13.69%
					净负债比率	74.66%	20.58%	18.25%	15.86%
					流动比率	1.93	5.95	6.91	8.19
					速动比率	1.41	5.85	6.81	8.09
					总资产周转率	0.81	1.04	1.29	1.32
					应收帐款周转率	3.09	6.85	—	—
					应付帐款周转率	6.26	14.07	—	—
					每股收益	0.59	0.76	1.00	1.33
					每股经营现金	0.47	3.39	0.97	1.37
					每股净资产	7.00	7.76	8.76	10.09
					P/E	35.16	27.13	20.62	15.51
					P/B	2.95	2.66	2.36	2.05
					EV/EBITDA	19.10	17.08	12.17	8.35
					P/S	2.03	1.79	1.57	1.38
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>					
<b>经营活动现金流</b>	356.08	2569.95	735.74	1037.57					
净利润	454.14	588.54	774.45	1029.63					
折旧摊销	214.52	0.00	0.00	0.00					
财务费用	21.59	0.00	0.00	0.00					
投资损失	-17.31	-19.90	-22.68	0.00					
营运资金变动	-414.90	2014.42	0.00	0.00					
其它	98.03	-13.10	-16.04	7.94					
<b>投资活动现金流</b>	-339.22	33.00	38.71	-7.94					
资本支出	-57.07	13.10	16.04	-7.94					
长期投资	-289.71	0.00	0.00	0.00					
其他	7.56	19.90	22.68	0.00					
<b>筹资活动现金流</b>	-201.84	-3.32	0.00	0.00					
短期借款	-187.28	0.00	0.00	0.00					
长期借款	47.56	0.00	0.00	0.00					
其他	-62.13	-3.32	0.00	0.00					
<b>现金净增加额</b>	-183.25	2601.36	774.45	1029.63					

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**程培**，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn