

圣诺生物 (688117.SH)

买入 (首次评级)

多肽原料药龙头企业，业绩提速趋势明确

当前价格: 26.23 元
目标价格: 35.7 元

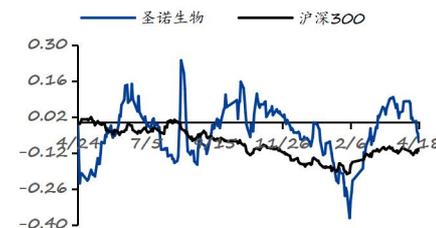
投资要点:

- GLP-1 带动多肽市场扩容，多肽原料药&CDMO 水涨船高。**
 相较于小分子药物，多肽 CDMO 具有客户粘性强，一体化需求高等特点，随着近些年 GLP-1 等多肽药物的快速放量，在研管线众多，有望为行业带来丰富的 CDMO 订单，全球多肽 CDMO 市场规模有望从 2020 年的 20 亿美元增长至 2030 年的 79 亿美元，CAGR 达 14.7%。
- 国内多肽原料药龙头企业，产能建设持续推进。**
品类丰富：截至 23H1，公司拥有 16 个自主研发的多肽类原料药品种，国内市场取得 11 个品种的生产批件或激活备案，国际市场上 9 个品种获得美国 DMF 备案；**产能持续扩张：**公司现有 400kg/年的多肽原料药产能处于满产状态，募投项目“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”预计于 23 年 12 月达到预定可使用状态，25 年 8 月达到满产状态；再融资项目“多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目”未来也将逐步落地，预计将进一步扩大公司产能，助力公司承接原料药新增订单。
- 掌握核心技术，CDMO 项目数量位居国内前列。**
项目经验丰富，研发实力雄厚。公司掌握长链肽偶联技术等多肽合成和修饰类自主核心技术，先后为药企及科研机构提供 40 余个项目的药学研究服务，其中 1 个品种获批上市进入商业化阶段，18 个多肽创新药进入临床试验阶段。随着项目陆续进入商业化，CDMO 业务有望进入收获期。公司服务管线众多，随着项目陆续推进，进入商业化阶段，公司有望承接商业化生产，带来业绩增量。
- 制剂业务集采以价换量，贡献业绩增量。**
 公司凭借原料药生产优势，业务向下游制剂延伸，涵盖免疫、心血管、产科等多领域。截至 2023 年 H1，公司开发的 9 个多肽制剂品种在国内取得了 13 个生产批件。公司制剂醋酸奥曲肽注射液、醋酸阿托西班注射液和注射用生长抑素均中标国家集采，有望实现以价换量。
- 盈利预测与投资建议**
 我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 4.3/5.5/7.1 亿元，同比增长 10%/26%/30%，归母净利润分别为 0.7/1/1.4 亿元，同比增长 8%/44%/39%。采用可比公司估值法，2024 年可比公司调整后平均 PE 倍数为 30 倍。我们认为，随着新产能落地，公司成长性凸显，给予 40 倍 PE，24 年目标总市值为 40 亿，对应目标价 35.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示**
 产能扩张不及预期、原料药及 CDMO 业务下游订单不及预期、制剂价格及毛利率下降超预期风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	112.00/66.22
流通 A 股市值(百万元)	1,736.99
每股净资产(元)	7.51
资产负债率(%)	35.45
一年内最高/最低价(元)	47.64/16.46

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	387	396	434	548	710
增长率	2%	2%	10%	26%	30%
净利润(百万元)	61	64	70	100	139
增长率	2%	5%	8%	44%	39%
EPS(元/股)	0.55	0.58	0.62	0.89	1.24
市盈率(P/E)	47.7	45.3	41.8	29.2	21.0
市净率(P/B)	3.7	3.5	3.2	3.0	2.7

数据来源: 公司公告、华福证券研究所



投资要件

关键变量

关键业务营业收入预测：

1) **多肽原料药业务**：随着新产能落地，结合多肽产业大趋势带来的旺盛需求，我们认为公司原料药业务从 24 年开始有望承接更多订单，假设 23-25 年原料药业务收入同比分别为 5%/30%/30%；2) **CDMO 业务**：随着公司 CDMO 业务服务的研发订单逐步上市，公司有望承接商业化生产订单，我们假设 23-25 年 CDMO 业务收入同比分别为 35.8%/43.5%/47.3%；3) **制剂业务**：公司多个制剂产品进入国家集采，有望实现以价换量，我们假设 23-25 年制剂业务收入同比分别为 -5%/7%/10%。

关键费用率预测：

1) **销售费用率**：随着公司多个品种陆续执行集采，预计销售费用率逐年降低，我们假设 23-25 年销售费用率分别为：25.9%/21.4%/20.1%；2) **管理费用率**：考虑到股权激励费用，23 年管理费用率预计有所提升，24 年随着公司整体规模提升，预计管理费用率开始降低，我们假设 23-25 年管理费用率分别为 13%/12.5%/11%；3) **研发费用率**：公司后续研发制剂新品种较少，预计 23 年研发费用率有所降低，后续保持稳定，我们假设 23-25 年研发费用率分别为 5.2%/5%/5%。

我们区别于市场的观点

市场主要观点：市场更多关注在 GLP-1 产业趋势下，公司若承接较大体量 GLP-1 原料药订单，有望带来业绩、市值弹性。

我们的观点：公司本身业绩具备较强成长性，随着多肽原料药新产能落地、CDMO 项目研发进展推进以及制剂业务通过集采以价换量，在不考虑承接大订单的情况下，公司 23-25 年业绩有望实现提速。

股价上涨的催化因素

多肽原料药订单超预期；CDMO 项目研发进展超预期；制剂收入超预期。

估值和目标价格

采用可比公司估值法，我们选取 5 家具有多肽相关业务的可比公司，计算得出 24 年调整后平均 PE 倍数为 30 倍。我们认为，随着新产能落地，公司成长性凸显，给予 40 倍 PE，24 年目标总市值为 40 亿，对应目标价 35.7 元，首次覆盖给予“买入”评级。

投资风险

产能扩张不及预期、原料药及 CDMO 业务下游订单不及预期、制剂价格及毛利率下降超预期风险



正文目录

1 多肽原料药、CDMO、制剂三维度共振.....	4
1.1 聚焦多肽赛道，多业务协同发展.....	4
1.2 原料药：新产能落地在即，业绩加速趋势明确.....	6
1.3 CDMO：药学研究贡献主要收入、商业化生产未来可期.....	6
1.4 制剂业务：多个产品进入国采，有望实现以价换量.....	7
2 盈利预测与投资建议.....	8
2.1 盈利预测.....	8
2.2 投资建议.....	9
3 风险提示.....	9

图表目录

图表 1：公司发展历程.....	4
图表 2：公司股权结构（截至 2023 年三季报）.....	4
图表 3：公司历年营业收入及增速情况（百万元，%）.....	5
图表 4：公司历年归母净利润及增速情况（百万元，%）.....	5
图表 5：公司股权激励计划情况.....	5
图表 6：公司股权激励单年度增速目标.....	6
图表 7：2020 年公司原料药收入结构（百万元）.....	6
图表 8：2017-2022 年公司原料药收入情况（百万元，%）.....	6
图表 9：公司 CDMO 业务收入体量持续增长（百万元）.....	7
图表 10：公司 CDMO 业务毛利率情况（%）.....	7
图表 11：公司制剂业务收入及增速（百万元，%）.....	7
图表 12：公司 2022 年制剂样本医院分品种销售情况（百万元）.....	7
图表 13：公司进入集采的制剂品种梳理.....	8
图表 14：公司业绩拆分预测表.....	8
图表 15：可比公司估值表(市值统计时间截至 2024.04.19).....	9
图表 16：财务预测摘要.....	10



1 多肽原料药、CDMO、制剂三维度共振

1.1 聚焦多肽赛道，多业务协同发展

公司深耕多肽领域，原料药、CDMO、制剂三维度共振。截止 2022 年，1) 原料药多产品出口：利拉鲁肽、恩夫韦肽等原料药出口至欧美、韩国等国际市场；2) 制剂业务：9 个多肽制剂在国内取得 13 个生产批件，治疗领域涵盖免疫、肿瘤、心血管、糖尿病等方向；3) CDMO：公司在手 40 余个药学研究服务项目，其中 1 个品种进入商业化阶段，18 个多肽创新药处于临床阶段。

图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，金融界，格隆汇，四川省医药保化品质量管理协会，华福证券研究所

股权结构稳定清晰，管理决策权稳定。截至 2023 年 9 月 30 日，公司实际控制人文永均与马兰文合计持有公司 38.3% 的股份，股权结构稳定清晰。

图表 2：公司股权结构（截至 2023 年三季报）

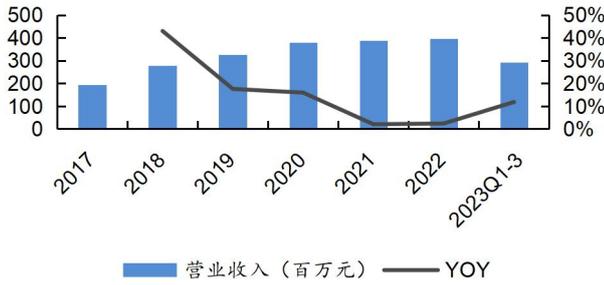


数据来源：ifind，公司公告，华福证券研究所

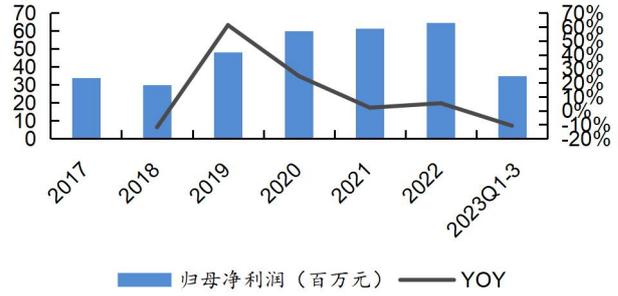
公司营业收入及利润稳健增长。2022 年公司实现营业收入 4 亿元，同比增长 2.4%，归母净利润 0.6 亿元，同比增长 5.3%。2017-2022 年公司营收及归母净利润 CAGR 分别为 15.3%和 13.7%。



图表 3: 公司历年营业收入及增速情况(百万元, %)



图表 4: 公司历年归母净利润及增速情况(百万元, %)



数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所

数据来源: 公司公告, ifind, 华福证券研究所

2023 年公司股权激励方案落地, 23-25 年业绩有望提速增长。23 年中, 公司发布股权激励方案, 以营收及 EBITDA 为激励考核目标, 根据换算, 2023-2025 年单年度营收及 EBITDA 增速触发值分别为 15%/25%/38%, 目标值分别为 20%/35%/50%。

图表 5: 公司股权激励计划情况

归属期	对应考核年度	指标一			指标二		
		以 2022 年 EBITDA 为基数, EBITDA 累计值增长率 (A)	以 2022 年营业收入为基数, 营业收入累计值增长率 (B)	目标值	触发值	目标值	触发值
		对应考核年度使用的 EBITDA 累计值	目标值 (Am)	触发值 (An)	对应考核年度使用的营业收入累计值	目标值 (Bm)	触发值 (Bn)
首次授予的限制性股票以及在 2023 年 9 月 30 日(含)前授予的预留限制性股票	第一个归属期	2023 年 EBITDA	20%	15%	2023 年营业收入	20%	15%
	第二个归属期	2023 年和 2024 年两年 EBITDA 累计值	182%	159%	2023 年和 2024 年两年营业收入累计值	182%	159%
	第三个归属期	2023 年、2024 年和 2025 年三年 EBITDA 累计值	425%	357%	2023 年、2024 年和 2025 年三年营业收入累计值	425%	357%
在 2023 年 9 月 30 日(不含)后授予的预留限制性股票	第一个归属期	2023 年和 2024 年两年 EBITDA 累计值	182%	159%	2023 年和 2024 年两年营业收入累计值	182%	159%
	第二个归属期	2023 年、2024 年和 2025 年三年 EBITDA 累计值	425%	357%	2023 年、2024 年和 2025 年三年营业收入累计值	425%	357%

数据来源: 《2023 年限制性股票激励计划(草案)》, 华福证券研究所



图 6：公司股权激励单年度增速目标

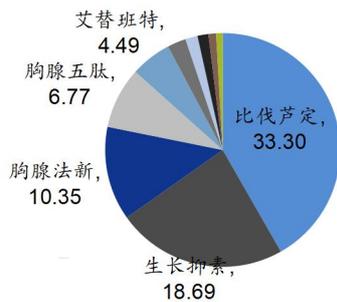
年份	营收增速		EBITDA 增速	
	目标值	触发值	目标值	触发值
2023	20.0%	15.0%	20.0%	15.0%
2024	35.0%	25.0%	35.0%	25.0%
2025	50.0%	38.0%	50.0%	38.0%

数据来源：《2023 年限制性股票激励计划（草案）》，华福证券研究所

1.2 原料药：新产能落地在即，业绩加速趋势明确

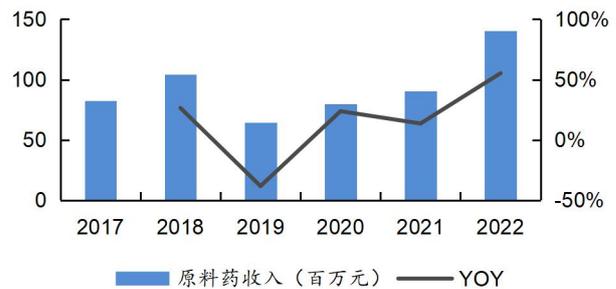
多肽原料药业务增长稳健，比伐芦定、生长抑素贡献大部分收入体量。2017-2022 年公司原料药业务收入 CAGR 为 11.2%，其中 2022 年收入 1.4 亿元，同比增长 55%。从产品结构上看，据公司招股书，2022 年前三大原料药品种分别为比伐芦定、生长抑素及胸腺法新。

图 7：2020 年公司原料药收入结构（百万元）



数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图 8：2017-2022 年公司原料药收入情况（百万元，%）



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

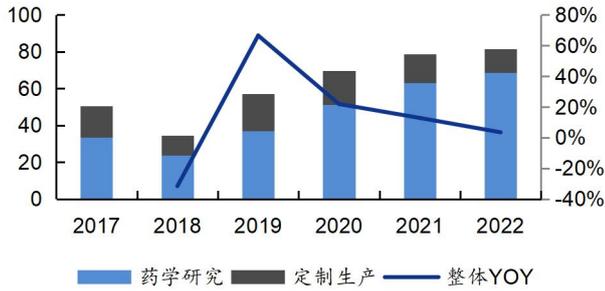
原料药产能扩建持续推进，有望助力原料药业务加速发展。公司现有多肽原料药产能为 400kg/年，募投项目“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”预计于 23 年 12 月达到预定可使用状态，25 年 8 月达到满产状态；且随着再融资项目“多肽创新药 CDMO、原料药产业化项目”未来逐步落地，预计将进一步扩大公司产能，产能稳步扩张下有望助力公司承接更多原料药订单。

1.3 CDMO：药学研究贡献主要收入、商业化生产未来可期

公司 CDMO 业务分为药学研究+定制生产，整体稳健增长，毛利率短期波动。2022 年公司 CDMO 业务收入 0.8 亿元，同比增长 3.4%，其中药学研究占比 84%，定制生产服务占比 16%。从盈利能力看，药学研究业务毛利率较高，但整体呈现下降趋势，定制生产业务毛利率 2022 年为 21%相对较低。整体来看公司 CDMO 业务毛利率处于 40-60% 区间。

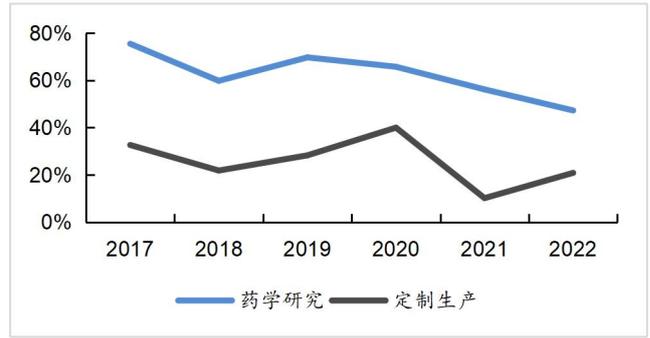


图表 9：公司 CDMO 业务收入体量持续增长（百万元）



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

图表 10：公司 CDMO 业务毛利率情况 (%)

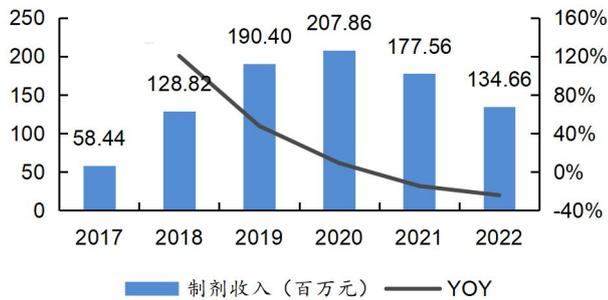


数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

1.4 制剂业务：多个产品进入国采，有望实现以价换量

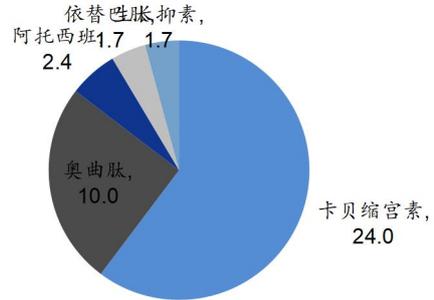
公司制剂业务短期承压，贝缩宫素、奥曲肽为核心产品。2020 年公司制剂产品收入 2.1 亿，21-22 年业务承压，22 年收入 1.3 亿，同比下降 24%。分品种看，根据 PDB 数据库，公司制剂品种在样本医院内销售额排序依次为：卡贝缩宫素、奥曲肽、阿托西班、依替巴肽及生长抑素。

图表 11：公司制剂业务收入及增速（百万元，%）



数据来源：公司公告，ifind，华福证券研究所

图表 12：公司 2022 年制剂样本医院分品种销售情况（百万元）



数据来源：PDB，华福证券研究所

奥曲肽、生长抑素等多个产品陆续中标国采。2022 年 7 月，公司产品醋酸奥曲肽注射液（1ml:0.1mg）中标第七批国家集采，中标价格为 84.1 元/盒，相较集采前价格降幅约 54%，自 2022 年 11 月 1 日全国各地开始陆续落地执行，采购周期为三年。2023 年 4 月，公司产品醋酸阿托西班注射液和注射用生长抑素中标第八批国家集采，并将自 2023 年 7 月起执行集采至 2025 年 12 月 31 日。

图表 13：公司进入集采的制剂品种梳理

药品名称	规格	集采轮次	集采前价格（2020年）	集采价格	降幅	执行起始日期	执行周期
醋酸奥曲肽注射液	1ml：0.1mg	全国第七批药品集中带量采购	36.46	16.82	-53.87%	2022年11月	3年
醋酸阿托西班注射液	0.9ml：6.75mg	全国第八批药品集中带量采购	277.69	21.20	-92.37%	2023年7月	至 2025/12/31
醋酸阿托西班注射液	5ml：37.5mg	全国第八批药品集中带量采购	1360.27	79.90	-94.13%	2023年7月	至 2025/12/31
注射用生长抑素	3mg	全国第八批药品集中带量采购	77.86	7.88	-89.88%	2023年7月	至 2025/12/31

数据来源：公司公告，公司招股书，PDB 数据库，上海阳光医药采购网，华福证券研究所
注：产品集采前价格采用 PDB 样本医药数据计算得出

2 盈利预测与投资建议

2.1 盈利预测

我们对 2023-2025 年业绩做出以下假设：

(1) 公司多个制剂产品进入国家集采，有望实现以价换量，我们假设 23-25 年制剂业务收入同比分别为 -5%/7%/10%；随着集采价格的陆续执行，假设毛利率逐年降低，23-25 年制剂业务毛利率分别为 84%/78%/75%。

(2) 公司加速布局多肽原料药产能，随着新产能逐步落地，公司原料药业务有望承接更多订单，我们假设 23-25 年原料药业务收入同比分别为 5%/30%/30%；公司新产能有望承接高毛利业务，结合产能爬坡，预计整体毛利率保持稳定，我们假设 23-25 年原料药业务毛利率分别为 54%/54%/54%。

(3) 随着公司 CDMO 业务服务的研发订单逐步上市，公司有望承接商业化生产订单，我们假设 23-25 年 CDMO 业务收入同比分别为 35.8%/43.5%/47.3%；CDMO 业务中医药定制研发生产毛利率处于爬坡阶段，药学研究业务毛利率整体处于下降阶段，我们假设 23-25 年 CDMO 业务整体毛利率分别为 42%/41%/43%。

图表 14：公司业绩拆分预测表

百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	278.0	326.7	378.8	386.5	395.7	433.6	547.9	710.3
YOY (%)	43.0%	17.5%	15.9%	2.0%	2.4%	9.6%	26.4%	29.6%
制剂	128.8	190.4	207.9	177.6	134.7	127.9	136.9	150.6
YOY (%)	-11.9%	47.8%	9.2%	-14.6%	-24.2%	-5.0%	7.0%	10.0%
原料药	104.4	64.4	79.7	90.6	140.6	147.6	191.9	249.5
YOY (%)	-11.9%	-38.3%	23.8%	13.6%	55.2%	5.0%	30.0%	30.0%
CDMO	34.4	57.3	69.8	78.7	81.4	110.5	158.6	233.6
YOY (%)	0.0%	66.5%	21.8%	12.8%	3.4%	35.8%	43.5%	47.3%
受托加工服务	7.0	13.2	18.9	22.5	30.2	37.8	49.9	64.9
YOY (%)	-11.9%	90.2%	43.2%	18.6%	34.6%	25.0%	32.0%	30.0%
其他业务	3.4	1.4	2.5	17.2	8.8	9.7	10.7	11.8



YOY (%)	-11.9%	-59.2%	75.7%	600.4%	-48.7%	10.0%	10.0%	10.0%
---------	--------	--------	-------	--------	--------	-------	-------	-------

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

2.2 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 4.3/5.5/7.1 亿元, 同比增长 10%/26%/30%, 归母净利润分别为 0.7/1/1.4 亿元, 同比增长 8%/44%/39%。采用可比公司估值法, 我们选取 5 家具有多肽相关业务的可比公司, 计算得出调整后 24 年平均 PE 倍数为 30 倍。我们认为, 随着新产能落地, 公司成长性凸显, 24 年给予 40 倍 PE, 24 年目标总市值为 40 亿, 对应目标价 35.7 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 15: 可比公司估值表(市值统计时间截至 2024.04.19)

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)	
			2023E	2024E	2025E	2024E	2025E
688076.SH	诺泰生物	109.1	1.6	2.3	3.2	48.2	34.5
605116.SH	奥锐特	92.4	2.9	3.9	5.1	24.0	18.0
603456.SH	九洲药业	132.9	10.3	13.3	16.0	10.0	8.3
002821.SZ	凯莱英	276.3	22.7	16.2	20.5	17.1	13.5
300199.SZ	翰宇药业	99.7	-4.4	0.8	2.6	133.0	37.8
	调整后 PE 均值					29.8	22.0
688117.SH	圣诺生物	29.4	0.7	1.0	1.4	28.8	21.1

数据来源: ifind, 华福证券研究所

注: 可比公司数据取自 ifind 一致预测、调整后 PE 均值计算方法: 去掉最高、最低值后取平均

3 风险提示

产能扩张不及预期: 公司原料药现有产能为 400kg/年, 处于满产状态, 在建产能中, 募投项目“年产 395 千克多肽原料药生产线项目”因《中华人民共和国长江保护法》颁布实施需规划调整以满足环保要求, 导致公司产能建设时间较原计划有所滞后, 存在产能扩张进度不及预期风险。

原料药及 CDMO 业务下游订单不及预期: 多肽 CDMO 及原料药业务对下游订单依赖性较强, 若下游制剂出现临床试验终止、市场开拓不及预期等情况, 将对公司相关业务收入造成不利影响。

制剂价格及毛利率下降超预期风险: 公司醋酸奥曲肽注射液、醋酸阿托西班注射液和注射用生长抑素已进入国家集采目录, 未来公司其他制剂品种也存在纳入集采的可能, 可能导致相关产品销售价格大幅下降, 对公司制剂产品销售收入和毛利率造成一定影响。



图表 16: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	372	395	412	455	营业收入	396	434	548	710
应收票据及账款	107	109	133	171	营业成本	137	165	227	302
预付账款	9	2	3	5	税金及附加	5	5	6	8
存货	135	189	247	319	销售费用	113	112	117	143
合同资产	7	4	7	9	管理费用	46	56	68	78
其他流动资产	42	19	27	35	研发费用	23	23	27	36
流动资产合计	666	714	822	985	财务费用	-2	-2	1	3
长期股权投资	26	26	26	26	信用减值损失	-3	0	0	0
固定资产	199	175	309	272	资产减值损失	-5	0	0	0
在建工程	84	239	84	84	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	36	38	41	41	投资收益	2	0	0	0
商誉	0	0	0	0	其他收益	5	3	8	10
其他非流动资产	98	98	99	100	营业利润	73	77	108	150
非流动资产合计	442	575	558	522	营业外收入	-1	1	3	4
资产合计	1,108	1,290	1,380	1,507	营业外支出	0	0	0	0
短期借款	50	0	0	0	利润总额	72	78	111	154
应付票据及账款	32	36	50	66	所得税	8	8	11	15
预收款项	0	3	1	1	净利润	64	70	100	139
合同负债	18	8	10	13	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	102	102	102	102	归属母公司净利润	64	70	100	139
其他流动负债	23	26	30	33	EPS (按最新股本摊薄)	0.58	0.62	0.89	1.24
流动负债合计	225	175	192	216					
长期借款	48	198	198	198					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	8	8	8	8					
非流动负债合计	56	206	206	206					
负债合计	281	381	399	422					
归属母公司所有者权益	827	909	982	1,085					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	827	909	982	1,085					
负债和股东权益	1,108	1,290	1,380	1,507					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	96	71	54	88
现金收益	88	96	127	184
存货影响	-34	-54	-58	-72
经营性应收影响	0	5	-25	-38
经营性应付影响	33	7	12	17
其他影响	9	16	-2	-2
投资活动现金流	21	-161	-8	-6
资本支出	-73	-161	-8	-5
股权投资	-26	0	0	0
其他长期资产变化	120	0	0	-1
融资活动现金流	42	113	-29	-38
借款增加	70	100	0	0
股利及利息支付	-27	-36	-47	-55
股东融资	0	32	0	0
其他影响	-1	17	18	17

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	2.4%	9.6%	26.4%	29.6%
EBIT 增长率	3.2%	7.1%	48.6%	39.3%
归母公司净利润增长率	5.3%	8.2%	43.5%	38.7%
获利能力				
毛利率	65.5%	61.9%	58.6%	57.5%
净利率	16.3%	16.1%	18.3%	19.6%
ROE	7.8%	7.7%	10.2%	12.8%
ROIC	8.7%	7.5%	10.2%	13.0%
偿债能力				
资产负债率	25.4%	29.6%	28.9%	28.0%
流动比率	3.0	4.1	4.3	4.6
速动比率	2.4	3.0	3.0	3.1
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.5
应收账款周转天数	92	87	80	77
存货周转天数	312	353	346	337
每股指标 (元)				
每股收益	0.58	0.62	0.89	1.24
每股经营现金流	0.86	0.63	0.48	0.79
每股净资产	7.38	8.11	8.76	9.69
估值比率				
P/E	45	42	29	21
P/B	4	3	3	3
EV/EBITDA	4	4	3	2

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfys@hfzq.com.cn