

2024年04月21日

昆药集团 (600422)

——华润赋能初见成效，聚焦银发经济潜力可期

买入 (首次覆盖)

投资要点:

- **华润入主融合顺利，五年战略规划谱写新篇章。** 1) 2023年1月昆药集团正式完成董监事会改组，华润三九成为公司控股股东，由原华润三九 OTC 事业部总经理颜炜担任副董事长、党委书记及总裁。公司 2023 年 9 月启动营销组织变革、形成三大核心事业部（777/昆中药 1381/KPC1951），业务战略明晰。2) 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，致力于成为“老龄健康-慢病管理领域领导者”和“精品国药领先者”。通过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。
- **深耕三七产业链，战略定位银发经济。** 公司以三七产业链（血塞通）为核心，持续构建以中风防治为核心的心脑血管慢病管理平台。1) 血塞通软胶囊为心脑血管中成药大单品，公司瞄准银发群体，全力开拓 OTC 渠道，同时加速与华润圣火融合发展，带动口服剂市占率进一步提升。2) 注射用血塞通作为 KPC1951 核心品种，经历多个省级联盟集采，目前销量已企稳回升，院内基本盘稳固。
- **六百余年昆中药，打造精品国药领先者。** 公司深入挖掘“昆中药 1381”老字号品牌价值，品种丰富且矩阵鲜明，公司将重点打造参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒三大核心品种，同时加大品牌投入、并通过三九商道平台和昆药商道建设，加快终端渠道覆盖，未来清肺化痰丸、止咳丸、口咽清丸等二线高增长品种潜力可期。
- **盈利预测与估值：** 昆药与华润三九融合顺利推进，随着公司五年战略发展规划落地，公司未来发展兼具较高的确定性与较好的成长性。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 6.02 亿元、7.44 亿元、9.30 亿元，增速分别为 35.33%、23.61%、24.97%，当前股价对应的 PE 分别为 28x、23x、18x。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：中药行业政策风险；产品销售不及预期风险；研发进度不及预期风险；原材料价格波动风险**

证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

股价数据: 2024年4月19日

收盘价(元)	21.39
年内最高/最低(元)	24.61/15.60
总市值(亿元)	162

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	8,282	7,703	8,608	9,746	11,111
同比增长率(%)	0.35%	-6.99%	11.74%	13.23%	14.01%
毛利率(%)	41.5%	44.8%	46.1%	48.0%	49.7%
归母净利润(百万元人民币)	383	445	602	744	930
同比增长率(%)	-24.5%	16.0%	35.3%	23.6%	25.0%
每股收益(元人民币/股)	0.51	0.59	0.79	0.98	1.23
ROE(%)	7.7%	8.4%	10.2%	11.2%	12.3%
市盈率	42	36	28	23	18

投资案件

投资评级与估值

公司为老牌中药企业，聚焦银发健康产业，在华润入主后开启成长新动能。我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 6.02 亿元、7.44 亿元、9.30 亿元，增速分别为 35.33%、23.61%、24.97%，当前股价对应的 PE 分别为 28x、23x、18x。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1. 口服剂：我们预计口服剂 2024-2026 年收入增速分别为 22%/24%/24%，基于 1) 血塞通系列口服产品 23 年凭借“强品牌+强学术”的市场策略销售额增长达 19%，预计 2024-2026 年有望在华润及圣火渠道协同下保持快速增长；2) 预计昆中药核心品种参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒将在围绕“大品种-大品牌-大品类”的战略下继续发力，同时二线品种亦有望在 2024-2026 年借助三九商道的赋能加快提高终端覆盖率，实现快速增长。

2. 针剂：我们预计针剂 2024-2026 年收入增速分别为 5%/5%/5%。主要品种注射液血塞通在多个省际联盟集采中标，院内市场已触底反弹，预计销售额将保持平稳增长。

3. 药品批发与零售：公司医药商业业务较为稳定，预计 2024-2026 年收入增速分别为 5%/5%/5%。

投资逻辑要点

2023 年系昆药与华润三九融合首年，随着公司五年（2024 年-2028 年）战略发展规划落地，公司未来发展兼具较高的确定性与较好的成长性。

- 1) 我们看好公司与三九的进一步融合，24-25 年为业绩释放期，公司 2023 年工业收入 41 亿元，参考“2028 年末实现营收翻番，工业收入达到 100 亿元”的规划，工业收入五年有翻倍增长空间。
- 2) 我们看好公司聚焦三七产业链，777 血塞通口服系列有望成为三七领域领导品牌。未来随着昆药和华润圣火的竞争关系充分解决，血塞通软胶囊收入体量及市场份额有望进一步提升。
- 3) 我们看好昆中药打造精品国药领先者，渠道和品牌均有积极变化，核心品种和二线品种放量提速。

核心风险提示

中药行业政策风险；产品销售不及预期风险；研发进度不及预期风险；原材料价格波动风险。

目录

1. 华润赋能，潜力可期.....	6
1.1 五年战略规划出台，剑指 2028 年百亿工业.....	6
1.2 华润旗下中药潜力平台，2023 年赋能初现成效.....	7
2. 深耕三七产业链，战略定位银发经济.....	10
3. 昆中药：六百余年历史沉淀，打造精品国药领先者.....	11
4. 盈利预测与估值.....	13

图表目录

图 1：昆药集团三大核心事业部	7
图 2：华润系部分中药公司营业收入	8
图 3：华润系部分中药公司归母净利润	8
图 4：华润系中药公司净利润率水平	8
图 5：昆药集团营业收入及增速	9
图 6：昆药集团归母净利润及增速	9
图 7：血塞通软胶囊销量（亿粒）	11
图 8：注射用血塞通销量（万支）	11
图 9：昆中药营业收入及增速	12
图 10：昆中药净利润及净利率	12
表 1：公司高管情况	6
表 2：心脑血管治疗主要产品情况	10
表 3：昆中药主要产品情况	12
表 4：可比公司估值情况	13
表 5：昆药集团合并利润表（百万元）	15
表 6：昆药集团合并资产负债表（百万元）	16
表 7：昆药集团合并现金流量表（百万元）	17

1. 华润赋能，潜力可期

1.1 五年战略规划出台，剑指 2028 年百亿工业

2023 年华润三九正式成为昆药集团控股股东。2022 年 5 月，华润三九向华立医药及其一致行动人华立集团收购其持有的昆药集团 28% 股份，并于 2022 年底完成股份转让过户，2023 年 1 月，华润三九成为昆药集团的控股股东，同时，昆药集团完成董事会、监事会改组工作，公司迎来全新的管理架构，华润三九董事长邱华伟兼任公司董事长，原华润三九 OTC 事业部总经理颜炜出任公司总裁/副董事长。

表 1：公司高管情况

职位		背景
邱华伟	董事长	现任华润三九医药股份有限公司董事长
颜炜	副董事长/总裁	曾任华润三九医药股份有限公司 OTC 事业部总经理、康复慢病事业部总经理
刘军峰	副总裁	曾任绿叶制药研发中心办公室主任，神威药业药物研究院院长，健民药业副总裁
孟丽	副总裁	曾任公司董事会办公室主任、证券事务代表、行政总监、综合平台负责人、党委书记
席凯	副总裁	曾任华润三九公共事务中心副总经理、纪委办公室副主任，昆药集团纪委书记
孙志强	财务总监	曾任华润三九医药股份有限公司财务管理中心助理总经理
张梦珣	董事会秘书	曾任上实发展法务部助理总经理、董事会办公室副总经理、总经理兼证券事务代表

资料来源：公司公告，华源证券研究

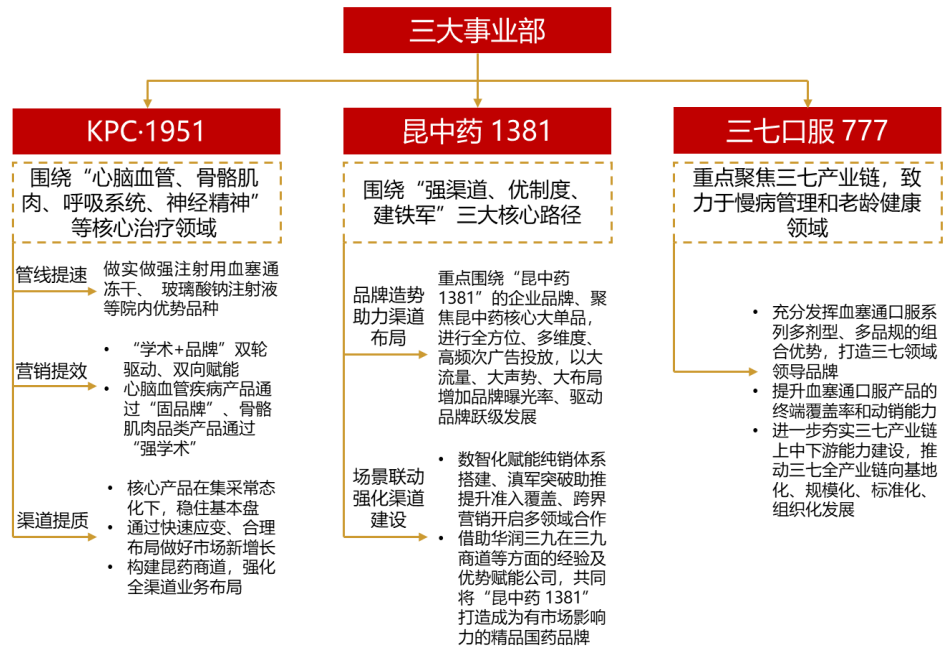
三大事业部蓄势待发。2023 年，新任管理层制定了公司与股东华润三九的融合策略，并按照百日融合、一年融合、三年融合的机制稳步推进。公司召开“十四五”战略中期研讨会及检讨推进会，并成立了三大核心事业部，即“777、昆中药 1381 和 KPC1951”，重塑银发健康产业发展新格局。

1、777 事业部：聚焦三七产业链，优化血塞通口服系列多剂型、多品规的组合优势，打造三七领域领导品牌，推动三七全产业链发展。

2、昆中药 1381 事业部：持续挖掘“昆中药 1381” 丰富厚重的历史文化价值，聚焦昆中药核心大单品（参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等），依托“昆中药 1381” 六百多年的老字号品牌价值 and 昆药商道优势，致力于打造精品国药领先者。

3、KPC1951 事业部：致力于打造老年健康领域严肃医疗的引领者，巩固注射用血塞通冻干、玻璃酸钠注射液等院内优势品种，在集采背景下实现稳步增长。

图 1：昆药集团三大核心事业部



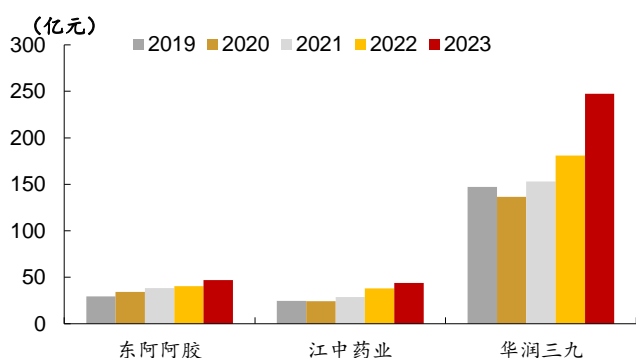
资料来源：Wind，华源证券研究

五年战略规划出台，剑指 2028 年百亿工业收入。公司制定未来五年（2024 年-2028 年）战略发展规划，昆药集团将紧紧围绕“传承精品国药，以三七产业链为核心，立足于老龄健康，拓展慢病管理领域，成为银发健康产业第一股”的战略核心，聚焦精品国药、老龄健康-慢病管理两大核心业务领域，致力于成为“老龄健康-慢病管理领域领导者”和“精品国药领先者”。通过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。

1.2 华润旗下中药潜力平台，2023 年赋能初现成效

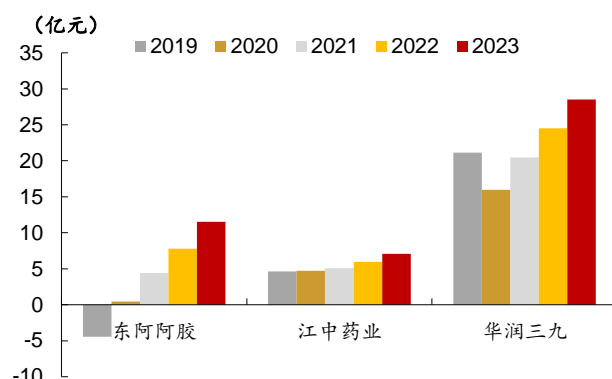
华润系中药公司管理有方，优势明显。华润系中药上市公司主要包括华润三九、东阿阿胶、江中药业和昆药集团等，其中东阿阿胶和江中药业均于 2019 年加入华润系，基于华润体系的赋能，在新团队新管理模式之下开启了新一轮高质量发展，规模效率双双提升。分公司来看，东阿阿胶营业收入从 2020 年的 34.1 亿元增长到 2023 年的 47.2 亿元，三年复合增速达到 11%；江中药业营业收入从 2020 年的 24.4 亿元增长到 2023 年的 43.9 亿元，三年复合增速达到 22%。

图 2：华润系部分中药公司营业收入



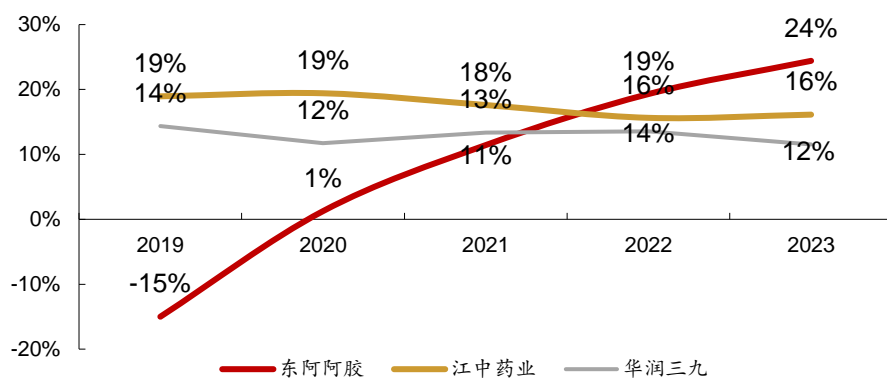
资料来源：Wind，华源证券研究

图 3：华润系部分中药公司归母净利润



资料来源：Wind，华源证券研究

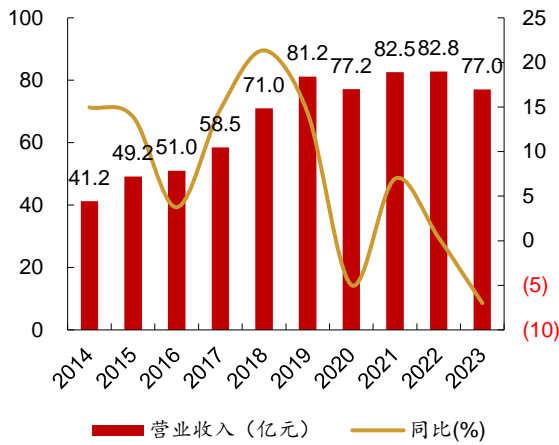
图 4：华润系中药公司净利润率水平



资料来源：Wind，华源证券研究

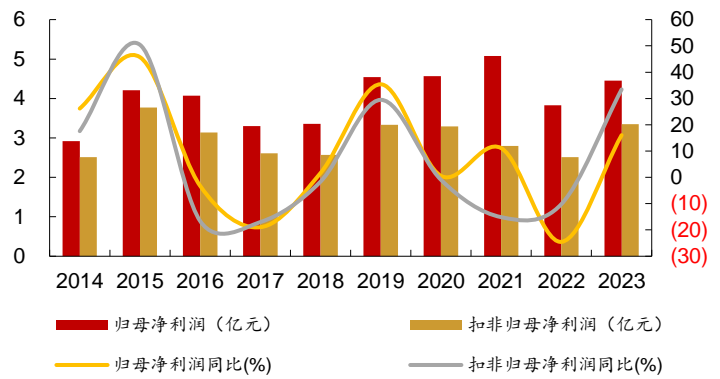
华润 2023 年赋能初见成效，昆药利润端增速亮眼。2023 年，公司实现收入 77.03 亿元，同比下滑 6.99%；分产品来看，2023 年口服剂实现收入 30.55 亿元，同比增长 5.58%；针剂实现收入 10.59 亿元，同比增长 11.09%；医药商业实现营业收入 33.22 亿元，同比减少 7.40%。业绩端，公司实现归母净利润 4.45 亿元，同比增长 16.05%，归母净利润 3.35 亿元，同比增长 33.45%，创 2019 年以来的新高，主因公司深入推进降本增效，2023 年管理费用同比减少 17.29%，财务费用同比减少 73.19%。

图 5: 昆药集团营业收入及增速



资料来源: Wind, 华源证券研究

图 6: 昆药集团归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华源证券研究

2. 深耕三七产业链，战略定位银发经济

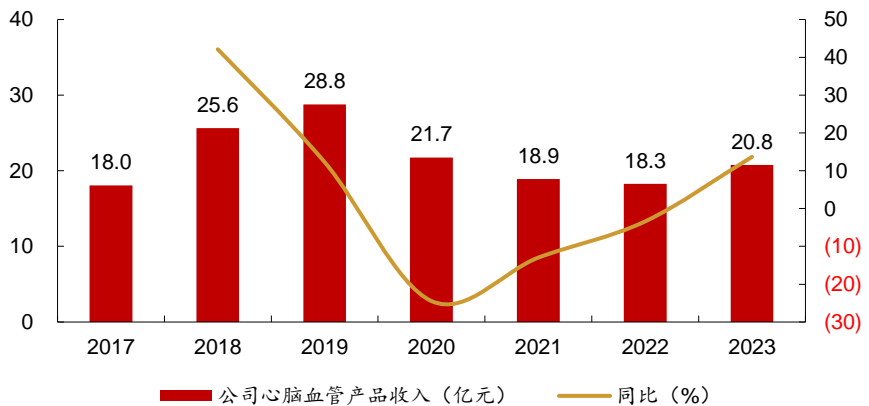
聚焦三七产业链，定位银发慢病群体。我国心脑血管患病人群庞大，根据米内网数据，2022年，中国公立医院终端及零售药店终端心脑血管口服中成药市场规模分别达到500亿元和150亿元。公司心脑血管产品主要包含血塞通口服剂型、注射用血塞通(冻干)和天麻素注射液等，到2023年，公司心脑血管产品实现收入20.8亿元，同比增长14%。我们看好公司以三七产业链(血塞通)为核心，持续构建以中风防治为核心的心脑血管慢病管理生态圈。

表 2：心脑血管治疗主要产品情况

剂型	药品名称	类别	2023 年收入	事业部	处方药	中药保护品种	国家医保目录	基药目录	适应症
口服剂	血塞通软胶囊	中成药	~7 亿	777	是	-	是	-	活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞引起的缺血性中风病(脑梗塞)的经络恢复期，症状包括半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜以及语言蹇涩等。
	血塞通片	中成药	2 亿+	777	是	-	是	-	活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集并增加脑血流量。适用于脑路瘀阻、中风偏瘫、心脉瘀阻、胸痹心痛，以及脑血管病后遗症、冠心病心绞痛等相关症状。
针剂	注射用血塞通(冻干)	中成药	8 亿+	KPC1951	是	是	是	是	活血祛瘀，通脉活络。中风偏瘫、瘀血阻络、脑血管疾病后遗症、胸痹心痛，以及视网膜中央静脉阻塞等瘀血阻滞症状。
	天麻素注射液	化药	~2 亿	KPC1951	是	-	是	-	神衰、神衰综合征及脑外伤性综合征，眩晕症，神经痛，头痛。

资料来源：公司公告，华源证券研究

图 7：公司心脑血管治疗产品收入



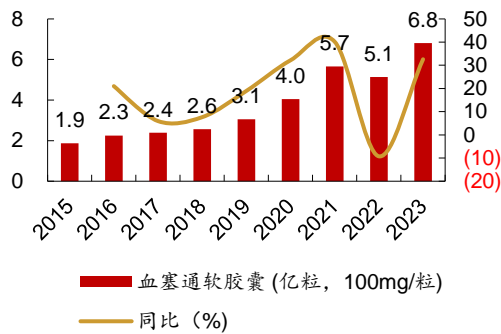
资料来源：Wind，华源证券研究

联合圣火，血塞通口服大单品可期。2023年，昆药血塞通系列口服产品销售额为10.2

亿元，同比增长 16%；2022 年销量下滑主因公司未中标部分省份院内集采，2023 年销量恢复增长至 6.8 亿粒。血塞通软胶囊目前只有昆药和华润圣火两家生产企业，预计随着双方的加速融合，将实现渠道资源上的相互协同，推动昆药和圣火血塞通软胶囊收入进一步提升。

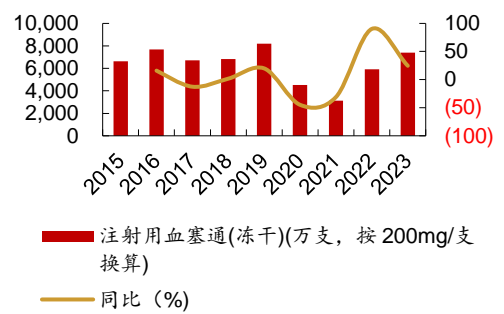
注射用血塞通触底反弹。注射液血塞通作为 KPC1951 核心品种，抓住集采窗口期，在湖北、广东、北京及上海等地牵头省际联盟集采中标，连续两年实现了销量快速增长，销量从 2022 年的 5927 万支增加至 2023 年 7386 万支，同比增长 25%。我们预计随着产品价格企稳，注射用血塞通院内销售将保持平稳增长。

图 7：血塞通软胶囊销量（亿粒）



资料来源：Wind，华源证券研究

图 8：注射用血塞通销量（万支）

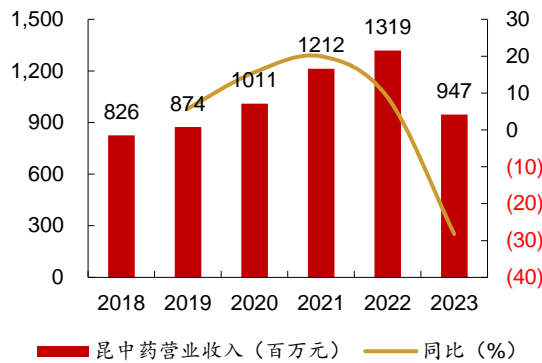


资料来源：Wind，华源证券研究

3. 昆中药：六百余年历史沉淀，打造精品 国药领先者

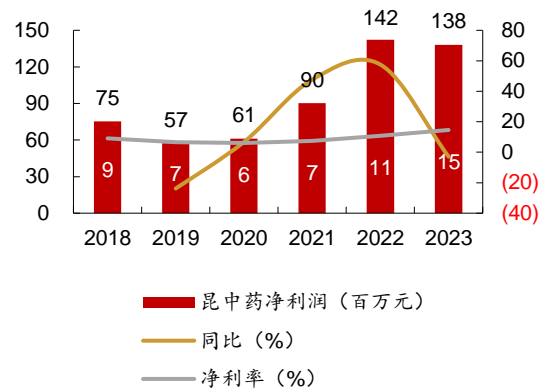
昆中药为六百余年中药老字号。昆中药肇启于明太祖洪武十四年（1381 年），至今已有 600 多年的历史。公司全称“昆明中药厂有限公司”，是我国五大中药老字号之一，拥有药品批文 140 个、独家品种 20 余个。2023 年昆中药实现营业收入 9.47 亿元(yoy-28%)，净利润 1.38 亿元(yoy-3%)，净利率从 2022 年的 11%提升至 2023 年的 15%，同比提升 4pct。

图 9：昆中药营业收入及增速



资料来源：Wind，华源证券研究

图 10：昆中药净利润及净利率



资料来源：Wind，华源证券研究

持续打造大单品。公司品种丰富，围绕“大品种-大品牌-大品类”，重点打造包括参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒在内的三大核心品种，同时培育口咽清丸等二线高增长潜力产品、挖掘更多经典名方产品，推动昆中药实现持续稳健增长。2023 年，昆中药的潜力产品舒肝颗粒、口咽清丸和清肺化痰丸销售额分别实现 11%、44%和 24%的增长。

表 3：昆中药主要产品情况

产品名称	国产厂家数	治疗领域	国家医保目录	基药目录	OTC 分类	适应症
参苓健脾胃颗粒	2	消化系统	-	-	乙类	补脾健胃,利湿止泻。用于脾胃虚弱,饮食不消,或泻或吐,形瘦色萎,神疲乏力。
舒肝颗粒	1	妇科	乙类	-	甲类	舒肝理气,散郁调经。用于肝气不舒的两胁疼痛,胸腹胀闷,月经不调,头痛目眩,心烦意乱,口苦咽干,以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑(黄褐斑)。
香砂平胃颗粒	3	消化系统	甲类	是	甲类(双跨)	健脾,燥湿。用于胃脘胀痛。
暖胃舒乐颗粒	1	消化系统	-	-	甲类(双跨)	温中补虚,调和肝脾,行气止痛。用于脾胃虚寒及肝脾不和所致的脘腹疼痛,腹胀喜温,反酸嗳气;慢性浅表性胃炎见上述症状者。
口咽清丸	1	五官科	-	-	甲类	清热降火,生津止渴。用于咽喉肿痛,牙疳口疮,津液不足,口干舌燥。
止咳丸	1	呼吸系统	乙类	-	甲类	降气化痰,止咳定喘。用于风寒入肺,肺气不宣引起的咳嗽痰多,喘促胸闷,周身酸痛或久咳不止,以及老年支气管炎症咳嗽。
清肺化痰丸	1	呼吸系统	-	-	甲类	降气化痰,止咳平喘。用于肺热咳嗽,痰多气喘,痰涎壅盛,肺气不畅。

资料来源：Wind，华源证券研究

三九商道加持，终端覆盖率稳步提升。渠道端，公司借势三九商道启动“铁架子工程”，进一步整合商业渠道，将现有产品融入三九商道客户体系，与优质经销商和连锁药店终端广泛深入合作，实现终端覆盖率稳步提升。品牌端，围绕“昆中药 1381”的老字号品牌，深度挖潜昆中药经典名方，打造更多国药精品，并借助三九商道共同将“昆中药 1381”打造成为有市场影响力的精品国药品牌。预计随着三九商道的赋能和昆药商道的持续建设，昆中药销售规模有望再上一个台阶，规模效应下净利率仍有提升空间。

4. 盈利预测与估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 86.08/97.46/111.11 亿元，同比增长 11.74%/13.23%/14.01%，关键假设如下：

1. 口服剂：我们预计口服剂 2024-2026 年收入增速分别为 22%/24%/24%，基于 1) 血塞通系列口服产品 23 年凭借“强品牌+强学术”的市场策略销售额增长达 19%，预计 2024-2026 年有望在华润及圣火渠道协同下保持快速增长；2) 预计昆中药核心品种参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒将在围绕“大品种-大品牌-大品类”的战略下继续发力，同时二线品种亦有望在 2024-2026 年借助三九商道的赋能加快提高终端覆盖率，实现快速增长。
2. 针剂：我们预计针剂 2024-2026 年收入增速分别为 5%/5%/5%。主要品种注射液血塞通在多个省际联盟集采中标，院内市场已触底反弹，预计销售额有望保持平稳增长。
3. 药品批发与零售：公司医药商业业务较为稳定，预计 2024-2026 年收入增速分别为 5%/5%/5%。

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 6.02 亿元、7.44 亿元、9.30 亿元，增速分别为 35.33%、23.61%、24.97%，当前股价对应的 PE 分别为 28x、23x、18x。同时选取中药龙头企业同仁堂、东阿阿胶、达仁堂作为可比公司，可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别为 28X/23X/20X PE。公司五年战略规划落地后三大事业部整装而发，华润赋能经营效率提升，给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值情况

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE		
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600085.SH	同仁堂	579	1,669	1,962	2,278	2,613	29	25	22
000423.SZ	东阿阿胶	447	1,151	1,396	1,673	1,996	32	27	22
600329.SH	达仁堂	255	987	1,201	1,454	1,718	21	18	15
可比公司平均估值							28	23	20
600422.SH	昆药集团	162	445	602	744	930	28	23	18

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除昆药集团外，可比公司均采用 wind 一致预期，估值日期 2024/4/19

风险提示：

中药行业政策风险：中成药集采常态化，若公司相关产品中选结果不及预期，可能导致销售收入受到不利影响；

产品销售不及预期风险：公司正处于渠道结构优化和品牌投入加大阶段，若品牌与渠道建设效果不及预期，可能导致收入不及预期；

研发进度不及预期风险：药品研发周期长，研发环节复杂，容易受到技术、市场需求等不确定因素的影响，存在研发进度不及预期风险；

原材料价格波动风险：中药材价格容易受到自然灾害、宏观经济等因素影响，价格有波动风险，进而影响企业的生产成本。

表 5：昆药集团合并利润表（百万元）

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,703	8,608	9,746	11,111
营业成本	4,251	4,636	5,069	5,590
毛利率%	44.8%	46.1%	48.0%	49.7%
营业税金及附加	75	83	95	108
营业税金率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	2,433	2,797	3,245	3,767
营业费用率%	31.6%	32.5%	33.3%	33.9%
管理费用	314	350	396	450
管理费用率%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
研发费用	71	97	129	181
研发费用率%	0.9%	1.1%	1.3%	1.6%
EBIT	582	748	919	1,148
财务费用	10	-15	-24	-30
财务费用率%	0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-66	-48	-65	-65
投资收益	17	19	22	25
营业利润	568	763	943	1,178
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	564	763	943	1,178
EBITDA	797	914	1,092	1,322
所得税	109	148	183	229
有效所得税率%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%
少数股东损益	9	13	16	20
归属母公司所有者净利润	445	602	744	930

资料来源：Wind，华源证券研究预测

表 6：昆药集团合并资产负债表（百万元）

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,493	1,585	2,024	2,635
应收账款及应收票据	2,734	3,055	3,459	3,944
存货	1,688	1,798	1,910	2,057
其它流动资产	1,116	1,461	1,677	1,854
流动资产合计	7,031	7,900	9,070	10,490
长期股权投资	24	24	24	24
固定资产	1,083	997	909	820
在建工程	96	96	96	96
无形资产	312	271	225	179
非流动资产合计	2,534	2,417	2,298	2,178
资产总计	9,565	10,317	11,368	12,668
短期借款	725	725	725	725
应付票据及应付账款	933	1,017	1,112	1,227
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,986	2,040	2,237	2,473
流动负债合计	3,644	3,783	4,075	4,425
长期借款	108	108	108	108
其它长期负债	337	337	337	337
非流动负债合计	445	445	445	445
负债总计	4,089	4,227	4,519	4,869
实收资本	758	758	758	758
普通股股东权益	5,297	5,898	6,641	7,571
少数股东权益	179	192	208	228
负债和所有者权益合计	9,565	10,317	11,368	12,668

资料来源：Wind，华源证券研究预测

表 7：昆药集团合并现金流量表（百万元）

现金流量表（百万 元）	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	445	602	744	930
少数股东损益	9	13	16	20
非现金支出	333	214	238	239
非经营收益	-16	-20	-23	-26
营运资金变动	-415	-396	-350	-418
经营活动现金流	356	412	624	744
资产	-57	-53	-58	-58
投资	-290	-284	-150	-100
其他	8	19	22	25
投资活动现金流	-339	-318	-186	-133
债权募资	-29	0	0	0
股权募资	18	-3	0	0
其他	-191	0	0	0
融资活动现金流	-202	-3	0	0
现金净流量	-183	92	438	612

资料来源：Wind，华源证券研究预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数