

2024年05月23日

博雅生物 (300294.SZ)

——依托大股东华润医药，采浆站外延空间大

买入 (首次覆盖)

投资要点:

证券分析师

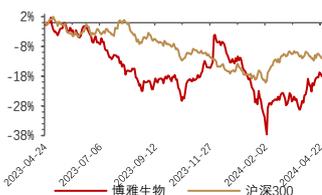
李强
S1350524040001
liqiang01@huayuanstock.com

研究支持

联系人

李强
S1350524040001
liqiang01@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

- 公司是华润旗下唯一血制品平台，我们判断未来战略地位十分重要。2021年，华润医药正式成为公司控股股东，公司成为华润旗下唯一血制品平台，华润近年来在新浆站申请、资源嫁接、浆站运营等方面给予公司大力支持，考虑到血制品行业本身具有较强的资源属性，以及极高的准入壁垒，属于长坡厚雪型赛道，我们认为博雅生物未来在华润大健康板块中将占据十分重要的战略地位，未来公司新拿浆站潜力值得期待，公司目标力争十四五期间，通过相应的战略举措，力争实现浆站总数量、采浆规模翻番。
- 血制品行业资源属性强，近年来资产重组明显，预计行业集中度将持续提升。近年来国内血制品行业资产重组或股权转让较为频繁，派林生物2023年初实控人变为陕煤集团，上海莱士于2023年11月收购血制品公司广西冠峰生物，并于当年底公告海尔集团将成为公司实控人；卫光生物于2023年公告控股股东变为国药集团，我们判断未来几年血制品行业重组收购行为依然较为频繁，行业集中度提升确定性较强，华润医药作为国内最头部的央企医药集团，在未来行业整合方面优势较为明显。
- 公司经营效率一直处于行业领先水平，23年有2个新浆站落地。1) 公司目前拥有16个采浆站，其中在采新浆站14个，还有2个采浆站于2023年9月拿到省卫健委同意设置批复，2023年公司采浆量约为467.3吨，同比增长6.47%。在经营能力方面，2023年公司血制品业务实现净利润5.4亿元，公司吨浆利润处于行业较高水平；上市品种方面，产品涵盖白蛋白、静丙和凝血因子等9个品种，纤原等品种处于行业前列水平。
- 丹霞生物开始盈利，未来或有整合预期。2023年4月，公司与高特佳、丹霞生物签署《战略合作框架协议》，博雅生物将利用自身的优势为丹霞生物提供全方位的服务。同时，高特佳同意，在改善优化丹霞股权结构过程中，将促成博雅通过前海优享基金间接持有丹霞份额调整成为丹霞直接股东；若前海优享基金或丹霞股权结构变动（包括股权转让、股权增资），高特佳将促成博雅生物享有优先合作权。根据公司最新公告，丹霞生物目前已有9个站开采，其他8个浆站的恢复采集工作也在积极推进，丹霞生物2023年已经开始盈利。
- 盈利预测与估值：考虑到有子公司业务剥离，我们预计公司2024-2026年分别实现营业收入18.9、20.3、21.9亿元，同比增长率分别为-28.9%、7.5%、7.8%，实现归母净利润分别为5.5、5.9、6.7亿元，同比增长率分别为130.6%、8.3%、12.9%。当前股价对应的PE分别为30、28、25倍。我们选取天坛生物、派林生物、华兰生物和上海莱士作为可比公司，公司估值水平略高于可比公司，但考虑公司实控人为华润医药，实力强劲，且公司经营水平处于行业较高水平，成长性较强，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：市场竞争加剧的风险；采浆量增长不及预期的风险。

股价数据: 2024年5月23日

收盘价(元) 32.62
年内最高/最低(元) 39.01/22.91
总市值(亿元) 164

基础数据: 2024年3月31日

总股本(亿股) 5.04
总资产(亿元) 79.93
净资产(亿元) 74.73
每股净资产(元) 14.82
市净率PB 2.25

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	2,759	2,652	1,887	2,028	2,187
同比增长率(%)	4.1%	-3.9%	-28.9%	7.5%	7.8%
毛利率(%)	54.7%	52.8%	60.8%	61.0%	62.0%
归母净利润(百万元人民币)	432	237	548	593	670
同比增长率(%)	25.4%	-45.1%	130.6%	8.3%	12.9%
每股收益(元人民币/股)	0.86	0.47	1.09	1.18	1.33
ROE(%)	6.0%	3.2%	7.0%	7.0%	7.3%
市盈率PB	42.65	71.66	30.04	27.73	24.56

投资案件

投资评级与估值

考虑到有子公司业务剥离，我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 18.9、20.3、21.9 亿元，同比增长率分别为-28.9%、7.5%、7.8%，实现归母净利润分别为 5.5、5.9、6.7 亿元，同比增长率分别为 130.6%、8.3%、12.9%。当前股价对应的 PE 分别为 30、28、25 倍。我们选取天坛生物、派林生物、华兰生物和上海莱士作为可比公司，公司估值水平略高于可比公司，但考虑公司实控人为华润医药，实力强劲，且公司经营水平处于行业较高水平，成长性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 静丙：近几年，受呼吸道疾病高发的影响，静丙在医生和消费者群体中认知率得到大幅度提升，叠加早期行业静丙推广效果较为一般，渗透率和使用率还处于较低水平，我们假设 2024-2026 年公司静丙收入增速分别为 13%/12%/10%；
- 2) 白蛋白：需求较为稳定，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 5%/5%/5%；
- 3) 纤原：我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 3%/3%/3%；。

投资逻辑要点

2021 年，华润医药正式成为公司控股股东，公司成为华润旗下唯一血制品平台，华润近年来在新浆站申请、资源嫁接、浆站运营等方面给予公司大力支持，考虑到血制品行业本身具有较强的资源属性，以及极高的准入壁垒，属于长坡厚雪型赛道，我们认为博雅生物未来在华润大健康板块中将占据十分重要的战略地位，未来公司新拿浆站潜力值得期待，公司目标力争十四五期间，通过相应的战略举措，力争实现浆站总数量、采浆规模翻番。

核心风险提示

市场竞争加剧的风险；采浆量增长不及预期的风险。

目录

1. 大股东实力强劲，赋能空间大	5
2. 盈利预测与估值	10

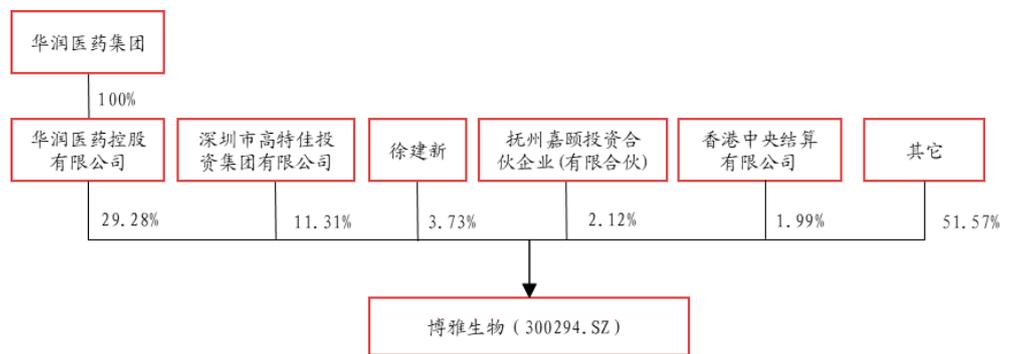
图表目录

图 1：公司股权结构情况（截止 2024Q1）	5
图 2：2014-2024Q1 年公司营收及增速情况	5
图 3：2014-2024Q1 年公司归母净利润及增速情况	5
图 4：2018-2023 年公司血制品业务营收及增速情况	6
图 5：2018-2023 年公司血制品业务归母净利润及增速情况	6
图 6：2018-2023 年公司血制品业务净利率情况	7
图 7：2018-2023 年公司采浆量情况	7
图 8：2018-2023 年公司吨浆收入和吨浆利润情况	8
图 9：2019-2023 年公司白蛋白批签发情况	8
图 10：2019-2023 年公司静丙批签发情况	8
图 11：2019-2023 年公司人凝血酶复合物、纤原、狂犬免疫球蛋白批签发情况	9
图 12：华润医药旗下上市公司梳理（截止 2024 年 5 月 19 日）	9
表 1：博雅生物盈利预测	9
表 2：可比公司估值表	9
表 3：合并损益表	11
表 4：合并现金流量表	12
表 5：合并资产负债表	13

1. 大股东实力强劲，赋能空间大

博雅生物业务包括血制品（母公司）、糖尿病业务（天安药业）、生化药业务（新百药业）、商业（复大医药）和化药业务（欣和药业）等，2021年11月，华润医药通过受让高特佳部分股权、定向增发正式成为公司实际控制人，目前也是华润旗下唯一血制品上市公司。

图 1：公司股权结构情况（截止 2024Q1）



资料来源：Wind，华源证券研究

2023 年公司实现营业收入 26.5 亿元，同比下滑 3.9%，实现归母净利润 2.4 亿元，同比下滑 45.1%，其中计提了商誉减值准备 2.98 亿元。2024Q1，由于剥离复大医药和天安药业两块业务，公司收入和利润分别同比下滑 44.4%和 10.7%。

核心血制品业务方面，除了 2020 年受疫情影响以外，近几年保持持续稳健增长，2023 年血制品业务实现营收 14.6 亿元，同比增长 8.9%，血制品业务实现归母净利润 5.4 亿元，同比增长 8.9%。

图 2：2014-2024Q1 年公司营收及增速情况

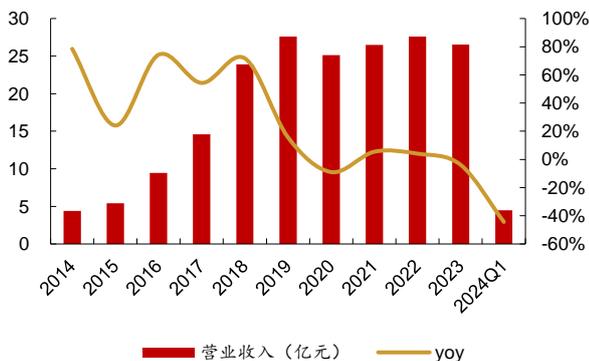
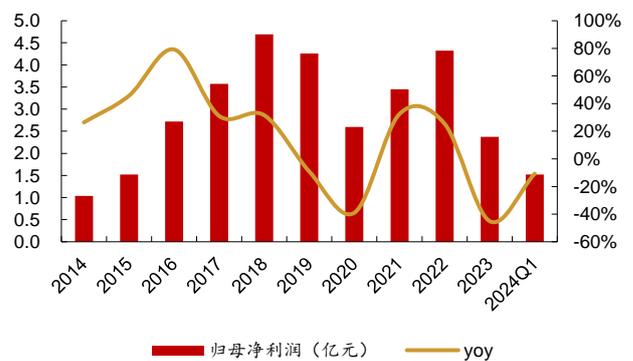
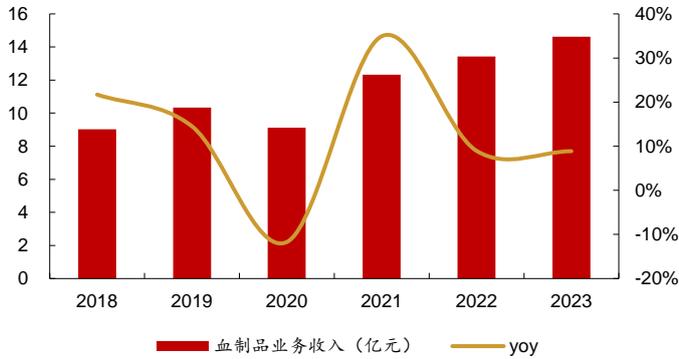


图 3：2014-2024Q1 年公司归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，华源证券研究

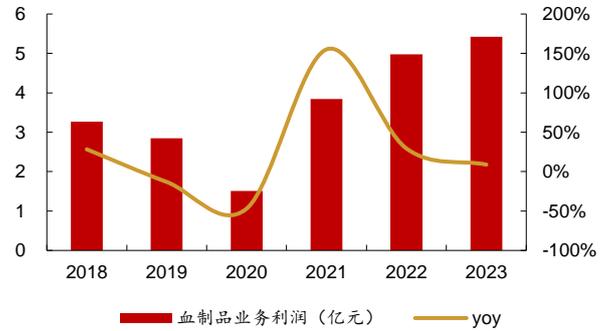
图 4：2018-2023 年公司血制品业务营收及增速情况



资料来源：Wind，华源证券研究

资料来源：Wind，华源证券研究

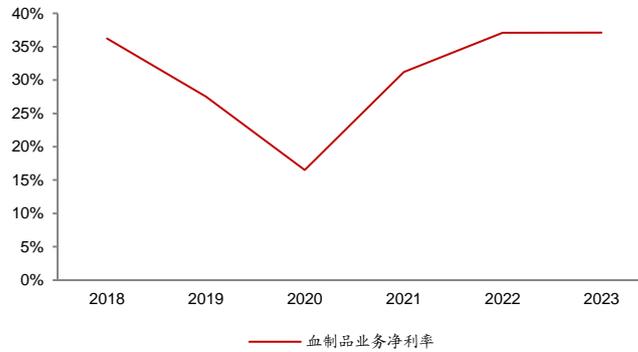
图 5：2018-2023 年公司血制品业务归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，华源证券研究

2018-2020 年，受市场竞争和疫情影响，公司血制品业务净利率有所下滑，但 2021 年开始，公司血制品业务净利率明显改善，2023 年公司血制品业务净利率达到 37.1%。根据医院 CPA 样本数据统计，截至 2023 年底，公司的核心产品人纤维蛋白原市场份额在国内位于领先地位，人凝血酶原复合物（PCC）位于行业第三。

图 6：2018-2023 年公司血制品业务净利率情况

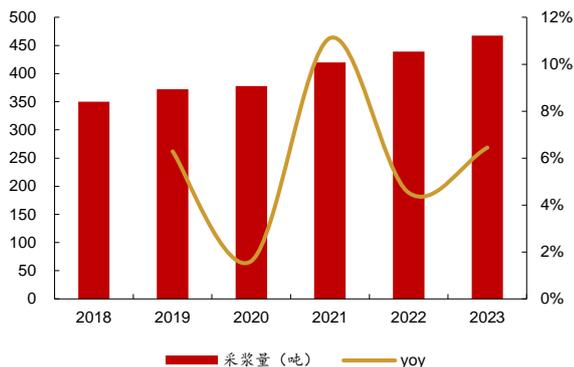


资料来源：Wind，华源证券研究

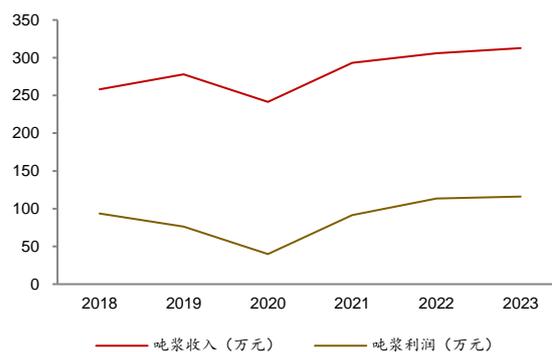
近几年公司采浆量保持稳健增长态势，目前公司在手采浆站数量达到 16 家，其中有 14 家在营，2023 年公司实现采浆量 467.3 吨，同比增长 6.5%。2023 年，按照采浆量计算，公司血制品业务的吨浆收入和吨浆利润分别为 312.7 万元/吨和 116.0 万元/吨，相比 2018 年的 258.0 万元/吨和 93.4 万元/吨提升较为明显。

图 7：2018-2023 年公司采浆量情况

图 8：2018-2023 年公司吨浆收入和吨浆利润情况



资料来源: Wind, 华源证券研究

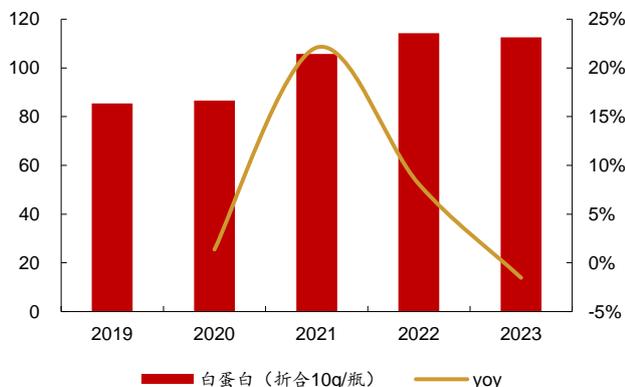


资料来源: Wind, 华源证券研究

核心品种批签发方面, 白蛋白和静丙近几年批签发增长较为稳定, 按照 10g/瓶计算, 2023 年公司的白蛋白批签发量为 112.5 万瓶, 同比下降约 1.5%, 静丙批签发量为 82.6 万瓶, 同比增长约 1.7%。

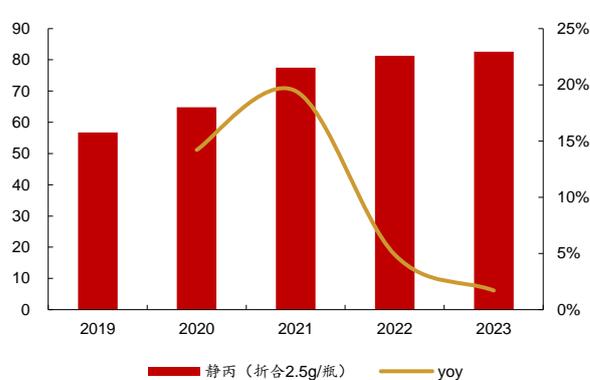
其他血制品方面, 2023 年, 人凝血酶复合物批签发量为 17.1 万瓶, 同比下降约 13.0%, 纤原批签发量为 63.2 万瓶, 同比增长约 7.7%, 狂犬人免疫球蛋白批签发量为 62.8 万瓶, 同比下滑约 42.5%。

图 9: 2019-2023 年公司白蛋白批签发情况 (万瓶)



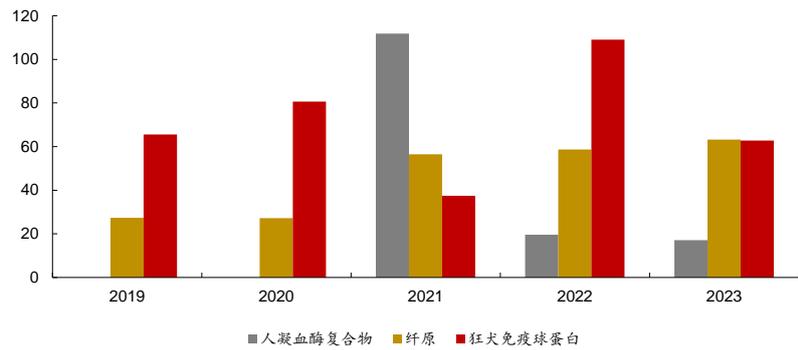
资料来源: 公司公告, 华源证券研究

图 10: 2019-2023 年公司静丙批签发情况 (万瓶)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

图 11: 2019-2023 年公司人凝血酶复合物、纤原、狂犬免疫球蛋白批签发情况 (万瓶)



资料来源：公司公告，华源证券研究

在研产品方面，2023年6月，公司的C1酯酶抑制剂获得《药物临床试验批准通知书》，进一步加快公司在研产品的进度；同时，目前公司已经开展血管性血友病因子（VWF）、静注人免疫球蛋白（IVIG）（10%）项目的临床研究，以尽快申报生产批件，其他研发项目正在积极推进。

表 1：博雅生物血制品产品研发情况一览

品种	项目进展	拟达到的目标
血管性血友病因子(VWF)研萃	临床试验阶段，开展临床病例受试者入组	获批《药品注册证书》
静注人免疫球蛋白(IVIG)(10%)	已完成临床总结报告，申报获批《药品注册证书》生产批件	获批《药品注册证书》
C1酯酶抑制剂	2023年6月获得《药物临床丰富产品线 试验批准通知书》，开展临获批《药品注册证书》床试验	获批《药品注册证书》

资料来源：公司公告，华源证券研究

在层析静丙方面，目前天坛生物的层析静丙已经获批上市外，我们预计博雅生物有望成为国内第二家上市的静丙，除此之外，泰邦生物（三期临床完成）和华兰生物（三期临床）等研发进度也相对较快，参考海外市场主要以层析静丙为主，我们认为随着后续厂商的层析静丙上市，市场学术推广加大，产品认知率持续提高，将有助于层析静丙的整体市场快速增长。

华润医药成为公司实际控制人：2021年11月，华润医药通过受让高特佳部分股权、定向增发正式成为公司实际控制人，截止2024Q1，华润医药持有博雅生物股权达29.3%。博雅生物目前是华润大健康板块唯一血制品平台。

华润医药（03320.HK）是中国领先的综合医药公司，位列行业前三，旗下拥有华润医药商业、华润三九（000999.SZ）、华润双鹤（600062.SH）、华润江中制药（600750.SH）、东阿阿胶（000423.SZ）、华润博雅生物（300294.SZ）、华润生物医

药有限公司、中国医药研究开发中心有限公司、华润堂有限公司等企业。2023 年，华润医药实现营业收入 2,447.0 亿元，净利润 77.8 亿元。

图 22：华润医药旗下上市公司梳理

华润集团旗下医药上市公司梳理												
		华润医药 3320.HK 综合医药	华润医疗 1515.HK 医疗服务	江中药业 600750.SH 中药	华润三九 000999.SZ 中药	东阿阿胶 000423.SZ 中药	昆药集团 600422.SH 中药	华润双鹤 600062.SH 化药	博雅生物 300294.SZ 血制品	迪瑞医疗 300396.SZ 体外诊断		
代码	上市公司	市值 (亿元)	PE (TTM)	ROE (%)	股息率 (%)			年度现金分红比例 (%)			货币现金+交易性金融资产 (亿元)	
					2021	2022	2023	2021	2022	2023		
3320.HK	华润医药	347	9.0	8.5	2.5	2.6	2.8	25.0	24.2	25.1	246.5	
1515.HK	华润医疗	51	19.7	4.2	2.8	0.9	1.5	31.6	31.3	30.2	12.4	
600750.SH	江中药业	163	22.3	18.3	3.4	4.4	5.0	108.3	121.5	53.3	13.8	
000999.SZ	华润三九	592	19.3	15.9	1.4	1.7	2.5	41.1	40.4	-	82.3	
000423.SZ	东阿阿胶	439	34.5	10.9	1.0	1.7	2.6	96.5	97.3	-	83.4	
600422.SH	昆药集团	169	39.0	8.7	1.2	0.7	0.9	40.3	31.7	-	21.0	
600062.SH	华润双鹤	228	16.6	12.6	2.2	2.7	1.2	53.3	51.6	-	34.6	
300294.SZ	博雅生物	166	75.9	3.3	0.5	0.6	0.9	22.0	23.3	63.7	53.2	
300396.SZ	迪瑞医疗	68	21.2	13.9	1.6	2.0	2.0	49.4	50.5	49.8	8.5	

资料来源：Wind，华源证券研究，备注：PE 及市值统计截止时间为 2024.05.23，ROE 及现金统计时间为 2023 年底

华润医药成为实控人后，聚焦血制品主业，逐步完成了复大医药和天安药业等非血业务的剥离处置，在浆站拓展方面，全面梳理全国范围内可设置浆站区域，明晰拓展规划，找准主攻方向和匹配策略，聚焦重点省份，借助华润平台持续整合内外部资源，完成多省实地调研、选址及申请材料递交等工作，获得若干县、市批文以及泰和县、乐平市的 2 个省级批文。

考虑到血制品行业本身具有较强的资源属性，以及极高的准入壁垒，属于长坡厚雪型赛道，我们认为博雅生物未来在华润大健康板块中将占据十分重要的战略地位，未来公司新拿浆站潜力值得期待，公司目标力争十四五期间，通过相应的战略举措，力争实现浆站总数量、采浆规模翻番。

丹霞生物：丹霞生物大股东目前为高特佳，2023 年 4 月，公司与高特佳、丹霞生物签署《战略合作框架协议》，博雅生物将利用自身的优势为丹霞生物提供全方位的服务。同时，高特佳同意，在改善优化丹霞股权结构过程中，将促成博雅通过前海优享基金间接持有丹霞份额调整成为丹霞直接股东；若前海优享基金或丹霞股权结构变动（包括股权转让、股权增资），高特佳将促成博雅生物享有优先合作权。根据公司公告，丹霞生物目前已有 9 个站开采，其他 8 个浆站的恢复采集工作也在积极推进，丹霞生物 2023 年已经开始盈利。

2. 盈利预测及估值

核心假设：

- 1) 静丙：近几年，受呼吸道疾病高发的影响，静丙在医生和消费者群体中认知率得到大幅度提升，叠加早期行业静丙推广效果较为一般，渗透率和使用率还处于较低水平，我们假设 2024-2026 年公司静丙收入增速分别为 13%/12%/10%；
- 2) 白蛋白：需求较为稳定，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 5%/5%/5%；
- 3) 纤原：我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 3%/3%/3%；

表 2：博雅生物血制品业务收入预测（亿元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
静丙收入	3.6	3.8	4.4	5.0	5.6	6.2
yoy		5.9%	15.5%	13.0%	12.0%	10.0%
毛利率	62.2%	66.9%	66.6%	66.6%	66.6%	66.6%
白蛋白收入	3.6	4.2	4.4	4.6	4.8	5.1
yoy		17.3%	4.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利率	63.9%	64.3%	65.4%	65.4%	65.4%	65.4%
纤原收入	4.2	4.3	4.2	4.3	4.4	4.6
yoy		3.9%	-3.2%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	75.7%	78.2%	75.9%	75.9%	75.9%	75.9%
其他血制品	0.7	0.8	1.5	1.6	1.7	1.7
yoy		7.1%	94.9%	5.0%	5.0%	5.0%
血制品业务合计	12.1	13.1	14.5	15.5	16.6	17.6
yoy		8.6%	10.4%	6.9%	6.7%	6.2%

资料来源：Wind，华源证券研究

考虑到有子公司业务剥离，我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 18.9、20.3、21.9 亿元，同比增长率分别为-28.9%、7.5%、7.8%，实现归母净利润分别为 5.5、5.9、6.7 亿元，同比增长率分别为 130.6%、8.3%、12.9%。当前股价对应的 PE 分别为 30、28、25 倍。我们选取天坛生物、派林生物、华兰生物和上海莱士作为可比公司，公司估值水平略高于可比公司，但考虑公司实控人为华润医药，实力强劲，且公司经营水平处于行业较高水平，成长性较强，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值表

代码	公司简称	市值 (亿元)				归母净利润 (亿元)			PE		
		2024/5/23	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600161.SH	天坛生物	469.3	13.9	17.0	20.2	33.9	27.7	23.2			
000403.SZ	派林生物	196.3	5.5	5.9	6.7	35.9	33.1	29.3			
002007.SZ	华兰生物	344.2	17.0	19.7	22.6	20.3	17.5	15.2			
002252.SZ	上海莱士	467.2	24.0	27.3	29.7	19.4	17.1	15.7			
	平均值					27.4	23.8	20.9			
300294.SZ	博雅生物	164.5	5.5	5.9	6.7	30.0	27.7	24.6			

资料来源: Wind, 华源证券研究, 派林生物、天坛生物为华源证券研究所预测, 其他可比公司盈利预测均为 wind 一致预期。

风险提示:

- 1) 采浆量增长不及预期的风险。采浆量受众多因素影响, 若公司对采浆站管理不佳, 未来可能存在采浆量不及预期的风险。
- 2) 市场竞争加剧的风险。行业龙头天坛生物近几年采浆量增长明显, 未来或存在市场竞争加剧的风险。

表 4：合并损益表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,652	1,887	2,028	2,187
营业成本	1,253	739	790	831
毛利率%	52.8%	60.8%	61.0%	62.0%
营业税金及附加	20	13	15	16
营业税金率%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%
营业费用	583	340	365	383
营业费用率%	22.0%	18.0%	18.0%	17.5%
管理费用	195	94	101	109
管理费用率%	7.3%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	68	47	47	46
研发费用率%	2.6%	2.5%	2.3%	2.1%
EBIT	550	665	721	814
财务费用	-30	1	1	1
财务费用率%	-1.1%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-330	-5	-5	-5
投资收益	14	8	6	7
营业利润	355	664	719	812
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	354	664	719	812
EBITDA	664	725	792	897
所得税	106	100	108	122
有效所得税率%	29.8%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	11	17	18	21
归属母公司所有者净利润	237	548	593	670

资料来源：wind，华源证券研究

表 5：合并现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	237	548	593	670
少数股东损益	11	17	18	21
非现金支出	446	65	77	89
非经营收益	-104	-6	-5	-5
营运资金变动	51	296	-23	-22
经营活动现金流	642	918	661	752
资产	-84	16	-12	-51
投资	20	-152	-65	-78
其他	78	8	6	7
投资活动现金流	14	-129	-72	-122
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-237	-1	-1	-1
融资活动现金流	-237	-1	-1	-1
现金净流量	419	788	588	629

资料来源：wind，华源证券研究

表 6: 合并资产负债表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,961	2,750	3,338	3,966
应收账款及应收票据	210	157	169	182
存货	557	308	329	346
其它流动资产	3,699	3,663	3,735	3,819
流动资产合计	6,428	6,878	7,571	8,314
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	634	574	500	415
在建工程	40	36	32	29
无形资产	269	254	266	317
非流动资产合计	1,401	1,321	1,257	1,219
资产总计	7,829	8,199	8,827	9,533
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	126	72	77	81
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	330	190	202	213
流动负债合计	456	262	279	294
长期借款	22	22	22	22
其它长期负债	29	29	29	29
非流动负债合计	52	52	52	52
负债总计	508	313	331	346
实收资本	504	504	504	504
普通股股东权益	7,320	7,867	8,460	9,130
少数股东权益	1	18	36	57
负债和所有者权益合计	7,829	8,199	8,827	9,533

资料来源: wind, 华源证券研究

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