

2024年05月26日

天坛生物 (600161.SH)

——血制品龙头，十四五期间采浆站数量大幅增长

买入 (首次覆盖)

投资要点:

证券分析师

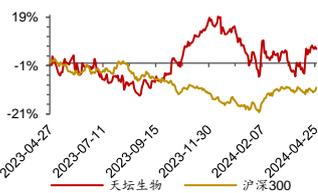
李强
S1350524040001
liqiang01@huayuanstock.com

研究支持

联系人

李强
S1350524040001
liqiang01@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

- 公司是国内血制品龙头，实控人为国药集团，未来成长潜力大。天坛生物历史悠久，是国内最早开始从事血液制品工业化生产的企业之一，近几年经过 2010 年、2017 年两次重大资产重组，公司目前成为中国生物旗下血制品平台，实控人为国药集团，为国务院国资委直接管理的以生命健康为主业的中央企业，实力强劲。2023 年，公司实现收入 51.8 亿元，实现采浆量 2415 吨，拥有采浆站 102 个，从收入、采浆量和采浆站来看，公司是国内血制品公司龙头，目标努力成为中国领先、国际一流的血液制品企业。
- 公司十四五期间获得多个采浆站，实控人国药集团实力较强。公司单采血浆站数量及采浆规模持续保持国内领先地位，2020 年底，公司拥有采浆站数量 59 个（其中在营 55 个），截止 2024 年 3 月，公司拥有采浆站数量 102 个（其中在营 80 个），公司在十四五期间的前三年，获得新批采浆站 43 个，体现了公司在血制品行业拿新批浆站的强大实力，采浆量也从 2020 年的 1713 吨增长到 2023 年的 2415 吨，采浆站和采浆量持续稳健增长，为公司未来业绩持续性奠定基础。考虑到实控人国药集团在中国医药产业的地位与实力，我们判断在未来新拿采浆站方面，天坛生物有望取得较为亮眼的成绩。
- 新品种层析静丙放量在即，吨浆利润提升空间大。在产品梯队方面，成都蓉生的第四代层析静丙（10%）已经上市销售，该产品相比第三代静丙，在临床上使用更加安全高效，考虑到海外发达国家血制品市场主要以层析静丙为主，我们认为该产品未来市场潜力较大，是未来公司吨浆利润提升的主要驱动力之一。其他在研产品方面，成都蓉生的重组人凝血因子 VIII 已经获得上市许可，人纤维蛋白原和兰州血制的人凝血酶原复合物处于上市许可申请阶段；成都蓉生皮下注射人免疫球蛋白、注射用重组人凝血因子 VIIa 等研发课题正在开展 III 期临床试验阶段，公司后续产品梯队较为完善，未来有望持续改善公司吨浆利润水平。
- 盈利预测与估值：我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 61.0、72.5、84.0 亿元，同比增长率分别为 17.7%、18.8%、15.9%，实现归母净利润分别为 13.9、16.9、20.2 亿元，同比增长率分别为 24.9%、22.3%、19.2%。当前股价对应的 PE 分别为 34、28、23 倍。我们采用派林生物、博雅生物、华兰生物和上海莱士作为可比公司，考虑公司实控人为国药集团，十四五期间获得浆站数量较多，采浆量近年来增长明显，我们认为未来公司成长性依然十足，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24日

收盘价(元)	28.50
年内最高/最低(元)	32.73/23.00
总市值(亿元)	470
基础数据: 2024年3月31日	
总股本(亿股)	16.48
总资产(亿元)	147.92
净资产(亿元)	131.86
每股净资产(元)	6.15
市净率PB	4.63

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	4,261	5,180	6,098	7,246	8,401
同比增长率(%)	3.6%	21.6%	17.7%	18.8%	15.9%
毛利率(%)	49.1%	50.8%	52.1%	52.6%	53.2%
归母净利润(百万元人民币)	881	1,110	1,386	1,695	2,020
同比增长率(%)	15.9%	26.0%	24.9%	22.3%	19.2%
每股收益(元人民币/股)	0.53	0.67	0.84	1.03	1.23
ROE(%)	10.0%	11.3%	12.4%	13.1%	13.5%
市盈率	44.38	46.18	33.88	27.71	23.25

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 61.0、72.5、84.0 亿元，同比增长率分别为 17.7%、18.8%、15.9%，实现归母净利润分别为 13.9、16.9、20.2 亿元，同比增长率分别为 24.9%、22.3%、19.2%。当前股价对应的 PE 分别为 34、28、23 倍。我们采用派林生物、博雅生物、华兰生物和上海莱士作为可比公司，考虑公司实控人为国药集团，十四五期间获得浆站数量较多，采浆量近年来增长明显，我们认为未来公司成长性依然十足，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 16%/15.5%/15%；
- 2) 白蛋白：需求较为稳定，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 16%/15%/15%；
- 3) 其他血制品：考虑到收入体量较小，且后续将有多款产品上市，我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 34.5%/42.5%/21%；

投资逻辑要点

天坛生物历史悠久，公司是国内最早开始从事血液制品工业化生产的企业之一，近几年经过 2010 年、2017 年两次重大资产重组，公司目前成为中国生物旗下血制品平台，实控人为国药集团，为国务院国资委直接管理的以生命健康为主业的中央企业，实力强劲。2023 年，公司实现收入 51.8 亿元，实现采浆量 2415 吨，共有采浆站 102 个，从收入、采浆量和采浆站来看，公司是国内血制品公司龙头，目标努力成为中国领先、国际一流的血液制品企业。

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. 血制品龙头，新拿采浆站潜力大.....	5
2. 盈利预测与估值	10

图表目录

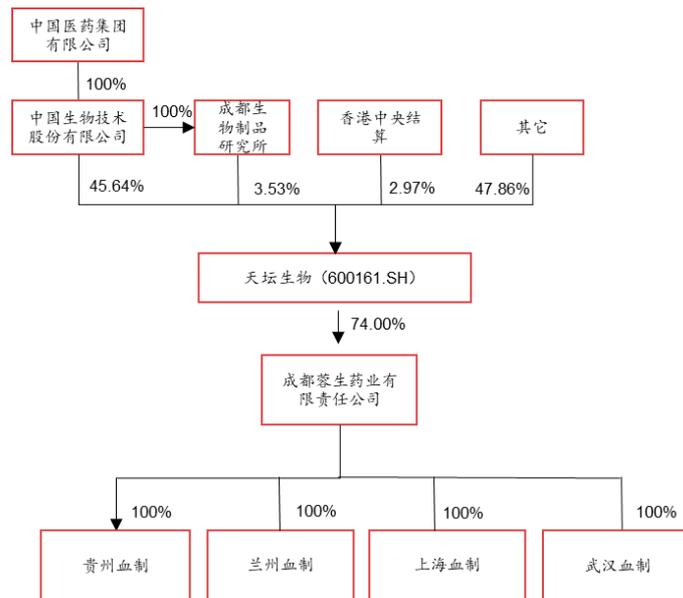
图 1：公司股权结构情况（截至 2024Q1）	5
图 2：2018-2024Q1 年公司营收及增速情况	5
图 3：2018-2024Q1 年公司归母净利润及增速情况.....	5
图 4：2018-2024Q1 年公司毛利率及净利率情况	6
图 5：2019-2023 年公司采浆量数量情况.....	7
图 6：2019-2023 年公司采浆量增长情况.....	7
图 7：国药集团旗下医药上市公司情况一览	7
图 8：第四代 IVIG 的生产工艺流程（原始和改进）	8
图 9：10%蓉生层析静丙 vs 传统三代静丙的临床使用优势对比.....	8
表 1：2019-2024 年公司营收及净利润目标及完成情况.....	6
表 2：国内部分 10%浓度层析静丙临床进度情况	8
表 3：天坛生物收入预测	8
表 4：可比公司估值表.....	10
表 5：合并损益表.....	12
表 6：合并现金流量表.....	13
表 7：合并资产负债表.....	14

1. 血制品龙头，新拿采浆站潜力大

天坛生物于 1998 年上市，主营血液制品的研发与销售，是中国最早进行血液制品工业化生产的企业之一，国药集团为公司实际控制人，中国生物技术股份有限公司为公司控股股东。公司覆盖终端数量保持国内领先，且覆盖范围广泛，截止 2023 年底，公司覆盖终端总数达 4 万家，已基本实现除港澳台地区以外的主要省市地区的重点终端。

公司在 2010 年、2017 年经历过两次资产重组，2017 年，为解决中国生物股份旗下其他企业与天坛生物在疫苗领域同业竞争问题，公司将旗下含有疫苗业务的北生研和长春祈健转让给控股股东中国生物，而中国生物将上海血制、武汉血制和兰州血制与贵州血制一起，并入天坛生物子公司成都蓉生。重组后，天坛生物不再经营疫苗业务，主营血液制品业务。

图 1：公司股权结构情况（截至 2024Q1）

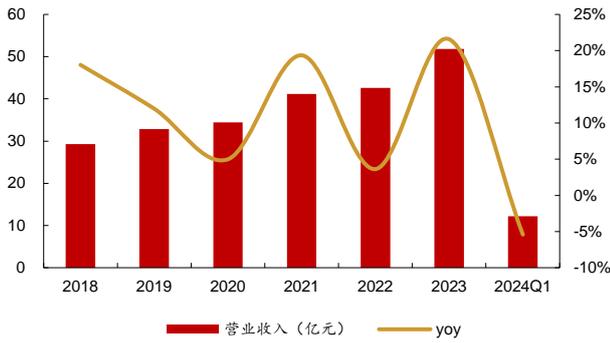


资料来源：公司公告，华源证券研究

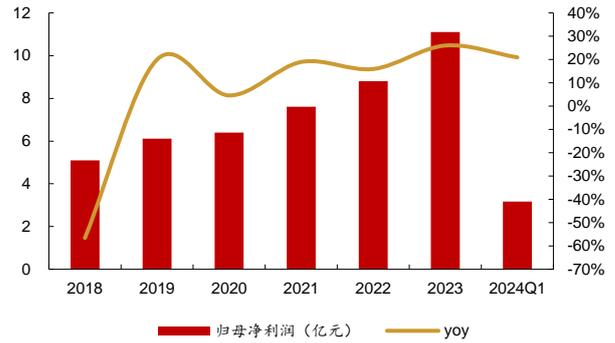
2023 年，公司实现营业收入 51.8 亿元，同比增长 21.6%，实现归母净利润 11.1 亿元，同比增长 26.0%。2024Q1，公司实现营业收入 12.2 亿元，同比下滑 5.4%，我们认为主要是 23Q1 高基数的原因，但由于产品价格、成本费用管控等因素，实现归母净利润 3.17 亿元，同比增长 20.9%。

图 2：2018-2024Q1 公司营收及增速情况

图 3：2018-2024Q1 公司归母净利润及增速情况



资料来源: Wind, 华源证券研究



资料来源: Wind, 华源证券研究

根据公司最新公告, 2024 年公司营收目标为 61.26 亿元 (同比增长 18.3%), 净利润目标为 17.91 亿元。回顾过去 5 年, 除 2020 年和 2022 年受疫情影响, 收入未完成年初目标外, 其他年份均完成度较高。在净利润方面, 2022 和 2023 年公司实际完成的净利润, 均超年初制定的目标较多。

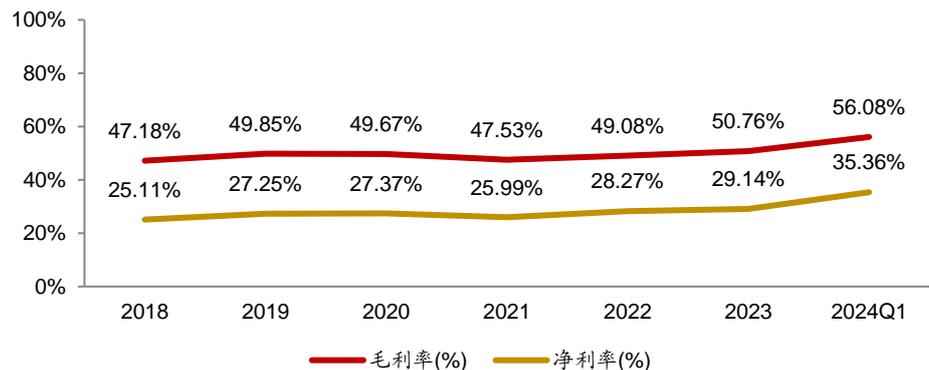
表 1: 2019-2024 年公司营收及净利润目标及完成情况

年份	营收目标 (亿元)	实际营收 (亿元)	净利润目标 (亿元)	实际净利润 (亿元)
2019	32	32.82	9	8.94
2020	36	34.46	9	9.43
2021	38	41.12	10	10.69
2022	43	42.61	10	12.05
2023	51	51.80	13.4	15.09
2024	61.26	--	17.91	--

资料来源: Wind, 华源证券研究

公司近几年盈利能力大幅提升: 公司毛利率从 2018 年的 47.2% 提升至 2023 年的 50.8%, 2024Q1 公司毛利率达到 56.1%, 主要系产品价格、成本费用管控等因素, 也带动公司净利率达到 35.4%, 明显高于过去几年平均水平。

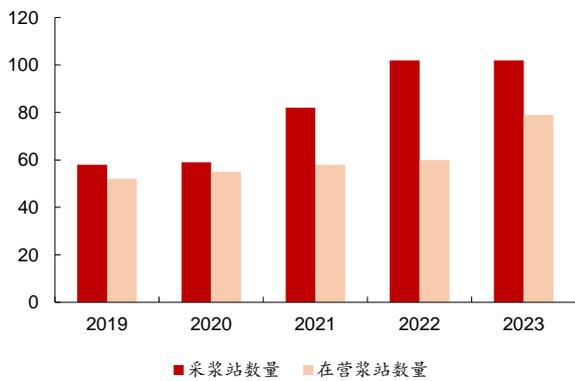
图 4: 2018-2024Q1 公司毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告，华源证券研究

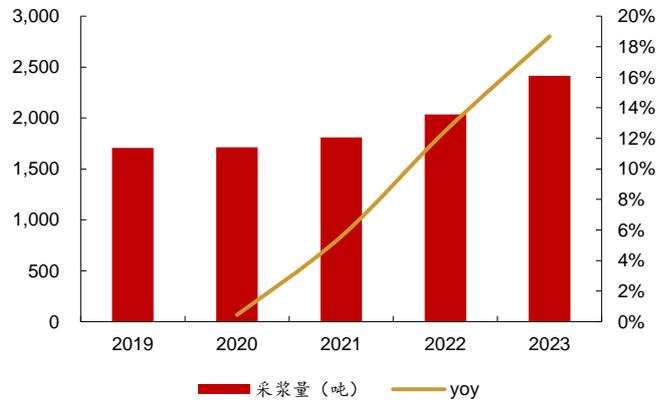
十四五期间公司采浆站数量增长明显：在最近的十四五期间，公司采浆站数量从2020年底的59个（其中在营55个），到2024年3月的102个（其中在营80个），公司在十四五期间的前三年，获得新批采浆站43个，数量远超行业其他公司，体现了天坛生物在血制品行业拿新批浆站的强大实力，公司采浆量也从2020年的1713吨增长到2023年的2415吨，采浆站和采浆量持续稳健增长，为公司未来业绩持续性奠定基础。

图 5：2019-2023 年公司采浆量数量情况



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 6：2019-2023 年公司采浆量增长情况



资料来源：公司公告，华源证券研究

国药集团实力强劲：为国务院国资委直接管理的以生命健康为主业的中央企业，拥有1700余家成员企业，以及国药控股（01099.HK）、国药股份（600511.SH）、国药一致（000028.SZ）、天坛生物（600161.SH）、中国中药（00570.HK）、国药现代（600420.SH）、太极集团（600129.SH）、九强生物（300406）、卫光生物（002880）9家上市公司，国药集团在大健康领域布局较为广泛，我们看好在国药集团的赋能下，天坛生物未来新拿采浆站的潜力有望充分释放。

图 7：国药集团旗下医药上市公司情况一览

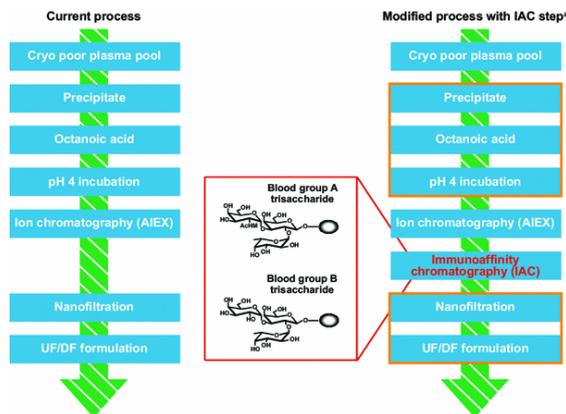
国药集团旗下医药上市公司梳理											
代码	上市公司	市值 (亿元)	PE (TTM)	ROE (%)	股息率 (%)			年度现金分红比例 (%)			货币现金+交易性金融资产 (亿元)
					2021	2022	2023	2021	2022	2023	
1099.HK	国药控股	611	6.8	12.7	4.1	4.2	4.5	29.9	30.0	30.0	638.1
600511.SH	国药股份	261	11.9	14.3	2.0	2.3	2.5	30.1	30.0	30.0	109.3
000028.SZ	国药一致	191	12.8	9.5	1.6	2.1	1.8	19.2	23.0	23.7	65.0
600161.SH	天坛生物	466	40.0	11.9	0.4	0.2	0.5	18.1	9.4	22.3	45.5
0570.HK	中国中药	195	15.1	6.2	3.3	1.2	0.0	30.8	30.9	-	29.9
600420.SH	国药现代	155	18.3	6.1	0.9	0.9	0.9	18.1	21.4	19.4	59.7
600129.SH	太极集团	208	24.9	24.6	0.0	0.0	0.8	0.0	0.0	20.3	21.0
300406.SZ	九强生物	103	19.3	15.0	0.6	0.6	1.2	14.5	15.1	22.4	7.2
002880.SZ	卫光生物	69	31.3	11.3	0.7	0.0	1.3	22.1	0.0	20.7	2.5

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

国药集团持续加大在血制品领域布局: 2023 年 6 月, 深圳市光明区国有资产监督管理局 (以下简称“光明国资局”) 与中国生物签署《合作协议》, 约定光明国资局与中国生物拟设立合资公司, 光明国资局持有合资公司 49% 股权, 中国生物持有合资公司 51% 股权。合资公司设立后, 光明国资局向合资公司无偿划转卫光生物 79,947,000 股股份, 占公司总股本的 35.25%, 本次无偿划转将导致公司控股股东由光明国资局变更为拟设立的合资公司, 中国生物成为公司的间接控股股东, 公司实际控制人将由光明国资局变更为中国医药集团有限公司, 我们认为, 国药集团入组卫光生物, 充分体现其对血制品板块的长期看好。

新品种层析静丙有望打开公司及行业天花板: 2023 年 9 月, 天坛生物的 10% 浓度层析静丙获批上市, 为国内首个也是独家获批上市的层析静丙, 其采用亲和层析工艺, 能够有效降低抗 A、抗 B 血凝素滴度, 降低溶血不良反应发生风险。相比第三代静丙, 层析静丙用药起效快且不良反应发生率低, 同时具备较好的输液安全性和耐受性, 大剂量使用时, 能够缩短输液及就诊住院时间。

图 8: 第四代 IVIG 的生产工艺流程 (原始和改进)



资料来源：《Reduction of Isoagglutinin in Intravenous Immunoglobulin (IVIg) Using Blood Group A- and B-Specific Immunoaffinity Chromatography: Industry-Scale Assessment》，Gerber, S., Gaida, A., Spiegl, N. et al., 华源证券研究

在临床上，层析静丙高浓无糖，与人体生理渗透压等渗，心肾不良反应风险较低，更加适用于心肾功能不全的患者以及不能耐受过多液体量的老年和儿童患者。

图 9：10% 蓉生层析静丙 vs 传统三代静丙的临床使用优势对比

	三代静丙	第四代蓉生层析静丙	受益群体	
临床使用优势	① 临床安全性更高	国内三代静丙产品大多SAE高于5%。	临床试验SAE发生率为2.78%，未发生SAR。	全部患者
	② 临床有效性更好	用药后7天内PLT首次达到 $50 \times 10^9/L$ 的平均时间为3-5天。	用药后7天内，PLT首次达到 $50 \times 10^9/L$ 的平均时间为2.2天。	全部患者 / 急性期患者 / 危重症患者
	③ 住院无忧	浓度低，大剂量输注时间长。	输液时间缩短约一倍，若采用15分钟速率递增输注方案，平均每次输注时长可进一步缩短。	全部患者 / 大剂量使用患者
	④ 溶血无忧	未添加亲和层析工艺。	采用亲和层析工艺技术后，溶血事件发生率显著且持续降低。	大剂量使用患者 / 非O型血患者
	⑤ 心肾无忧	蔗糖、麦芽糖等糖或多元醇辅料会增加不耐受的患者及糖尿病、肾功能不全患者发病风险。	升级氨基酸配方降低了IVIg相关肾功能障碍和急性肾衰的潜在风险。同时，不影响糖尿病患者进行血糖测定。	大剂量使用患者 / 心肾功能不全患者 / 糖尿病患者 / 老年、儿童患者
	⑥ 血栓无忧	/	辛酸沉淀和离子交换层析能更有效去除FXIa，降低IVIg输注后血栓不良反应风险。	大剂量使用患者 / 自身免疫疾病患者 / 既往血栓史患者

资料来源：中国生物微信公众号，华源证券研究

除天坛生物的层析静丙已经获批上市外，目前进度较快的分别是博雅生物（完成临床、报产）、泰邦生物（三期临床完成）和华兰生物（三期临床）等，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。

表 2：国内部分 10% 浓度层析静丙临床进度情况

公司	适应症	首次公示时间	进度	试验状态
华兰生物	免疫性血小板减少症	2021/4/19	Phase III	进行中(招募完成)
博雅生物	免疫性血小板减少症	2022/3/29	Phase III	已完成
泰邦生物	免疫性血小板减少症	2020/5/6	Phase III	已完成

资料来源：医药魔方，华源证券研究

其他在研产品方面，成都蓉生的重组人凝血因子VIII已经获得上市许可，人纤维蛋白原和兰州血制的人凝血酶原复合物处于上市许可申请阶段；成都蓉生皮下注射人免疫球蛋白、注射用重组人凝血因子VIIa 等研发课题正在开展III期临床试验阶段，公司后续产品梯队较为完善，未来有望持续改善公司吨浆利润水平。

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 16%/15.5%/15%;
- 2) 白蛋白: 需求较为稳定, 我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 16%/15%/15%;
- 3) 其他血制品: 考虑到收入体量较小, 且后续将有多款产品上市, 我们假设 2024-2026 年收入增速分别为 34.5%/42.5%/21%;

表 3: 天坛生物业务收入预测 (亿元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
静丙收入	19.84	23.19	26.91	31.08	35.74
yoy		16.89%	16.00%	15.50%	15.00%
毛利率	47.73%	50.37%	50.37%	50.37%	50.37%
白蛋白收入	19.06	22.47	26.07	29.98	34.47
yoy		17.88%	16.00%	15.00%	15.00%
毛利率	46.21%	48.70%	48.70%	48.70%	48.70%
其他血制品	3.54	5.95	8.01	11.41	13.80
yoy		68.33%	34.51%	42.45%	20.97%
毛利率	71.13%	59.78%	60.00%	60.00%	60.00%
收入合计	42.61	51.80	60.98	72.46	84.01
yoy		21.57%	17.72%	18.83%	15.94%

资料来源: Wind, 华源证券研究

我们预计公司 2024-2026 年分别实现营业收入 61.0、72.5、84.0 亿元, 同比增长率分别为 17.7%、18.8%、15.9%, 实现归母净利润分别为 13.9、16.9、20.2 亿元, 同比增长率分别为 24.9%、22.3%、19.2%。当前股价对应的 PE 分别为 34、28、23 倍。我们采用派林生物、博雅生物、华兰生物和上海莱士作为可比公司考虑公司实控人为国药集团, 十四五期间获得浆站数量较多, 采浆量近年来增长明显, 我们认为未来公司成长性依然十足, 首次覆盖给予“买入”评级。

表 4: 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		
		2024/5/24	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300294.SZ	博雅生物	164.4	5.5	5.9	6.7	30.0	27.7	24.5			
000403.SZ	派林生物	195.7	6.1	7.7	9.2	32.1	25.4	21.3			
002007.SZ	华兰生物	338.5	17.0	19.7	22.6	19.9	17.2	15.0			
002252.SZ	上海莱士	467.2	24.0	27.3	29.7	19.4	17.1	15.7			
	平均值					25.4	21.9	19.1			
600161.SH	天坛生物	469.6	13.9	17.0	20.2	33.9	27.7	23.2			

资料来源: Wind, 华源证券研究, 博雅生物和派林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。部分血制品公司近几年采浆量增长明显, 未来或存在市场竞争格局加大的风险。

表 5：合并损益表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	5,180	6,098	7,246	8,401
营业成本	2,551	2,919	3,435	3,928
毛利率%	50.8%	52.1%	52.6%	53.2%
营业税金及附加	49	55	65	71
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	271	305	362	420
营业费用率%	5.2%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	469	549	616	714
管理费用率%	9.1%	9.0%	8.5%	8.5%
研发费用	140	165	196	210
研发费用率%	2.7%	2.7%	2.7%	2.5%
EBIT	1,719	2,167	2,644	3,141
财务费用	-50	-51	-68	-91
财务费用率%	-1.0%	-0.8%	-0.9%	-1.1%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	37	30	36	42
营业利润	1,805	2,218	2,712	3,232
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	1,799	2,218	2,712	3,232
EBITDA	2,007	2,478	2,999	3,541
所得税	289	333	407	485
有效所得税率%	16.1%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	400	499	610	727
归属母公司所有者净利润	1,110	1,386	1,695	2,020

资料来源：wind，华源证券研究

表 6: 合并现金流量表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,110	1,386	1,695	2,020
少数股东损益	400	499	610	727
非现金支出	293	311	355	400
非经营收益	-23	-36	-53	-68
营运资金变动	614	-574	-299	-265
经营活动现金流	2,394	1,585	2,309	2,814
资产	-1,077	-800	-800	-800
投资	-2	0	0	0
其他	-168	30	36	42
投资活动现金流	-1,247	-770	-764	-758
债权募资	-366	-230	-198	-187
股权募资	0	0	0	0
其他	-142	6	16	26
融资活动现金流	-508	-224	-182	-161
现金净流量	639	592	1,364	1,895

资料来源: wind, 华源证券研究

表 7: 合并资产负债表

单位: 百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,555	5,147	6,510	8,406
应收账款及应收票据	94	203	242	280
存货	2,844	3,256	3,722	4,147
其它流动资产	76	85	98	114
流动资产合计	7,569	8,690	10,572	12,946
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,793	3,384	3,926	4,418
在建工程	2,044	1,942	1,844	1,752
无形资产	687	687	687	687
非流动资产合计	6,619	7,108	7,553	7,953
资产总计	14,188	15,798	18,124	20,899
短期借款	0	0	0	0
应付票据及应付账款	179	105	124	142
预收账款	1	0	0	0
其它流动负债	1,099	1,129	1,329	1,525
流动负债合计	1,280	1,235	1,453	1,667
长期借款	0	-230	-428	-615
其它长期负债	154	154	154	154
非流动负债合计	154	-76	-274	-461
负债总计	1,434	1,159	1,180	1,206
实收资本	1,648	1,648	1,648	1,648
普通股股东权益	9,823	11,209	12,904	14,924
少数股东权益	2,932	3,431	4,041	4,768
负债和所有者权益合计	14,188	15,798	18,124	20,899

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