

2024年07月12日

## 国药股份 (600511.SH)

—— 麻精特药分销龙头，ROE 长期稳定在双位数

买入 (首次覆盖)

## 证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 投资要点:

- 投资逻辑: 公司为麻精特药分销龙头, 近年来利润稳步增长, ROE 维持在 12% 以上。作为国内仅有的三家具备全国性麻醉药品和第一类精神药品定点批发资质的企业之一, 占据约 80% 的份额, 处于优势地位, 相关配送业务未来稳健增长可期。**
- 利润稳步增长, ROE 持续高于 12%。** 国药股份为份额占据优势的全国性麻精特药分销龙头, 及北京地区医药商业龙头, 2018-2023 年收入与归母净利润复合增长率分别为 5.1% 及 8.9%, 利润增速快于收入增速。净利率由 2020 年的 3.7% 持续增长至 2023 年的 4.7%, 提升趋势明显。从过去 10 年维度观察, 公司 ROE 持续高于 12%, 同时经营性现金流从 2021 年开始保持较快增速且大幅高于归母净利润, 经营质量得到显著改善。
- 麻精特药分销龙头, 相关配送业务稳健增长可期。** 受限于严格的监管管控, 国内仅有三家具备全国性麻醉药品和第一类精神药品定点批发资质的企业, 国药股份为其中之一, 市场份额基本稳定在约 80%。2023 年随着我国医院诊疗陆续恢复常态, 麻药销售显著恢复, 23H1 城市公立医院市场规模同比增长超 20%, 未来有望回归稳健增长。公司作为国内仅有的 3 家麻精药品全国性配送企业之一, 相关配送业务在未来同样有望保持稳健增长。公司同时通过参股宜昌人福巩固在麻精药品领域的总经销地位, 渠道优势和龙头地位有望不断被夯实。
- 医药商业覆盖领域全面, 北京区域份额保持优势地位。** 医药商业业务为公司最主要的业绩来源, 2023 年商业分部收入及净利润分别为 483 亿元 (YOY+9.4%) 及 22 亿元 (YOY+8.8%), 占比分别为 97% 及 95%。公司在药品、医疗器械、耗材等多个领域均有丰富的品种资源, 整体经营品规上万个, 并与上千家国内外上游供应商保持多年的稳定合作关系, 具备较强的竞争优势。公司同时是国药系在北京地区的唯一药品分销平台, 北京区域份额保持优势地位, 实现等级医院 100% 覆盖、在二、三级医院的销售居于区域首位, 并覆盖超过 4700 家的基层医疗机构。未来预计随着流通行业集中度持续提升, 公司作为龙头市占率仍有提升空间。
- 盈利预测与估值:** 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 23.8 亿元、26.3 亿元、29.2 亿元, 增速分别为 10.9%、10.7%、11.0%, 当前股价对应的 PE 分别为 10x、9x、8x。我们选取同为麻精特药分销企业重药控股、上海医药及区域医药流通龙头国药一致作为可比公司, 国药股份为麻精特药分销及北京地区医药商业龙头, 麻精药配送业务有望保持稳健增长, 同时有望受益于医药流通行业集中度提升带来的份额提升, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示: 政策风险; 竞争加剧风险; 应收账款风险。**

## 股价数据: 2024年7月10日

收盘价 (元)	30.20
年内最高/最低 (元)	36.96/27.25
总市值 (亿元)	228

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元人民币)	45,499	49,696	54,246	59,262	64,901
同比增长率 (%)	-2.1%	9.2%	9.2%	9.2%	9.5%
毛利率 (%)	8.4%	8.0%	8.1%	8.1%	8.2%
归母净利润 (百万元人民币)	1,964	2,146	2,380	2,635	2,925
同比增长率 (%)	12.0%	9.3%	10.9%	10.7%	11.0%
每股收益 (元人民币/股)	2.60	2.84	3.15	3.49	3.88
ROE (%)	13.8%	13.6%	13.6%	13.7%	13.7%
市盈率	10.72	10.06	9.57	8.65	7.79

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 23.8 亿元、26.3 亿元、29.2 亿元，增速分别为 10.9%、10.7%、11.0%，当前股价对应的 PE 分别为 10x、9x、8x。我们选取同为麻精特药分销企业重药控股、上海医药及区域医药流通龙头国药一致作为可比公司，国药股份为麻精特药分销及北京地区医药商业龙头，麻精药配送业务有望保持稳健增长，同时有望受益于医药流通行业集中度提升带来的份额提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

1) 商品销售: 国药股份为国内仅有的具有全国性麻醉药品和第一类精神药品定点批发资质的三家企业之一，保持着领先的市场份额。由于麻醉药品具备的偏刚需属性，公司作为龙头，相关配送业务在未来有望保持稳健增长。公司同时也是北京区域份额保持优势的医药商业平台，具备强大的终端覆盖能力，随着医药流通行业集中度提升，市占率有望逐步提升，预计 2024-2026 年商品销售收入增速为 9.1%/9.2%/9.5%；

2) 产品销售及仓储物流: 收入占比较小，公司在工业板块方面正在进行营销体系转型以及优化产品结构。物流方面，目前正在积极拓展第三方物流服务，未来均有望保持稳健增长，预计 2024-2026 年收入增速分别为 15.9%/10%/10% 及 9.4%/9.4%/9.5%。

### 投资逻辑要点

公司为麻精特药分销龙头，近年来利润稳步增长，ROE 维持在 12%以上。作为国内仅有的三家具备全国性麻醉药品和第一类精神药品定点批发资质的企业之一，占据约 80%的份额，处于优势地位，相关配送业务未来稳健增长可期。

### 核心风险提示

政策风险；竞争加剧风险；应收账款风险。

## 目录

---

1. 国药股份：麻精特药分销龙头，利润稳步增长 .....	5
2. 麻精特药分销业务有望维持稳健增长 .....	7
3. 医药商业区域龙头，覆盖领域全面，竞争优势强 .....	8
4. 盈利预测及估值 .....	9

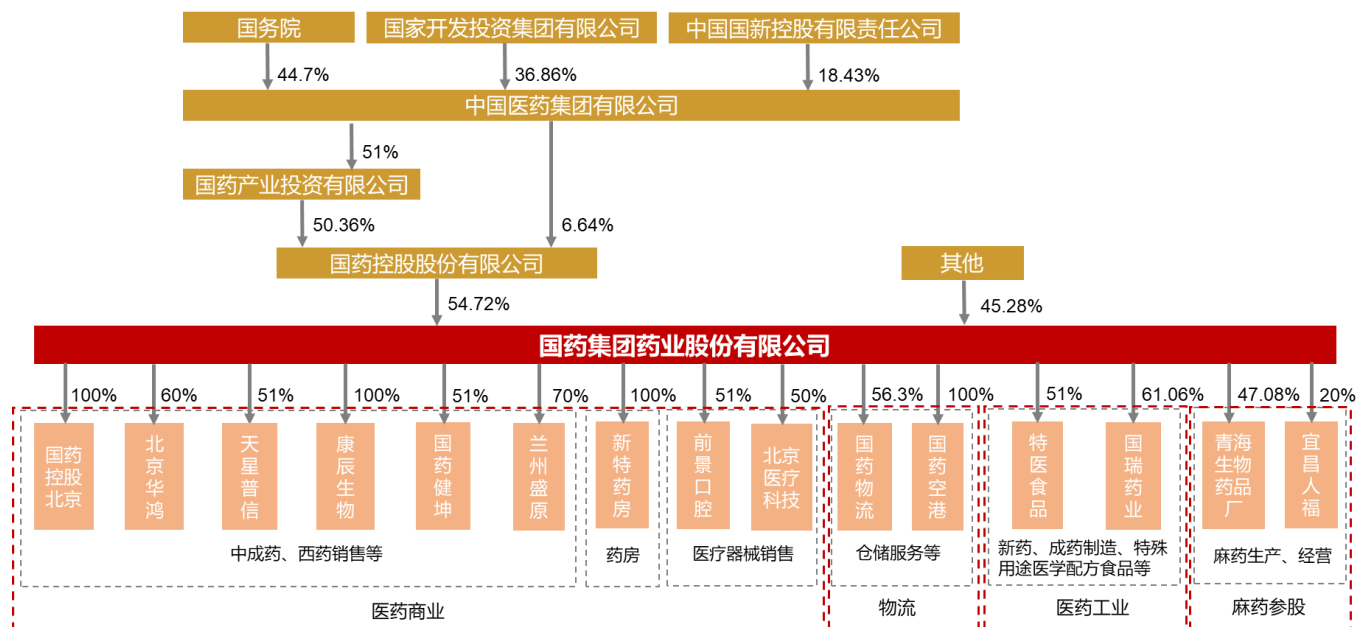
## 图表目录

图 1: 公司股权结构 (截止 2023 年) .....	5
图 2: 公司收入情况 (亿元, %) .....	6
图 3: 公司归母净利润情况 (亿元, %) .....	6
图 4: 公司毛利率及净利率情况 (%) .....	6
图 5: 公司各项费用率情况 (%) .....	6
图 6: 公司 ROE 情况.....	6
图 7: 公司归母净利润及经营性现金流情况 (亿元) .....	6
图 8: 全国性麻精药批发市场竞争格局.....	7
图 9: 城市公立医院麻醉药销售情况 (亿元, %) .....	7
图 10: 宜昌人福收入及增速情况 .....	8
图 11: 宜昌人福净利润及增速情况.....	8
图 12: 公司各分部收入情况 (亿元) .....	8
图 13: 公司各分部净利润 (亿元) .....	8
图 14: 公司北京区域收入、收入占比及毛利率 .....	9
表 1: 国药股份商业板块下属主要子公司收入及利润情况 .....	8
表 2: 国药股份 2024-2026 年盈利预测 (百万元) .....	10
表 3: 可比公司估值情况.....	10
表 4: 国药股份合并利润表 (百万元) .....	12
表 5: 国药股份合并资产负债表 (百万元) .....	13
表 6: 国药股份合并现金流量表 (百万元) .....	14

## 1. 国药股份：麻精特药分销龙头，利润稳步增长

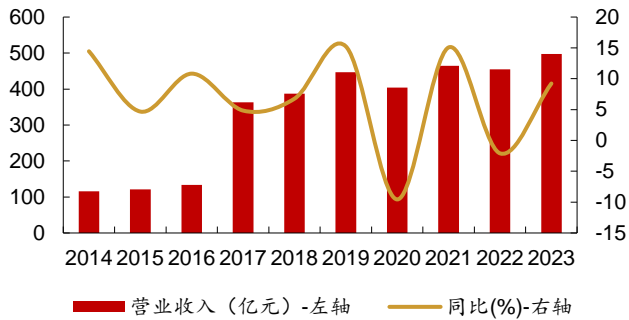
**麻精特药分销龙头，北京医疗直销份额保持领先。** 国药股份由国药控股股份有限公司控股，着力于打造一大核心（药械流通服务）、四大主业（直销、分销、麻药、工业）、六大特色领域（口腔业务、专业零售、诊断试剂、物流服务、营销服务和医疗服务）。其中：**1）麻药分销**为医药商业板块的核心业务之一，销售网络覆盖全国 30 多个省市自治区，龙头地位较为稳固；**2）医药直销及分销**方面，公司业务网络覆盖全国，并在北京地区医疗市场占有率保持优势地位，截止 2023 年在北京已经实现等级医院的 100%覆盖，并覆盖超过 4700 家的基层医疗机构。

图 1：公司股权结构（截止 2024Q1）

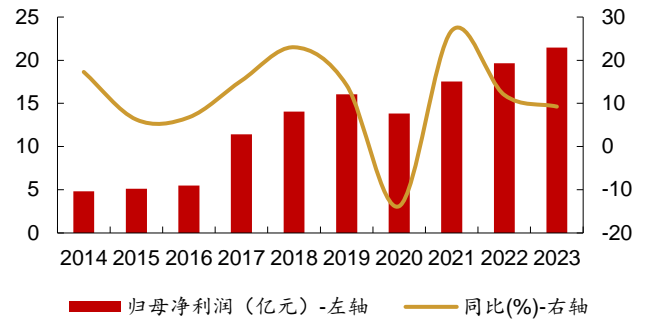


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究  
注：控股/参股公司为 2023 年报披露数据

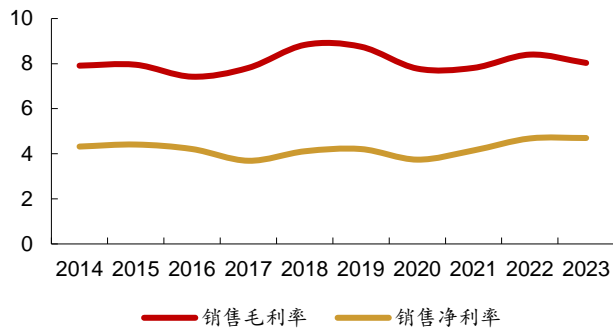
**利润稳步增长，增速快于收入增速。** 2023 年公司分别实现收入与归母净利润 497 亿及 21 亿元，同比增长 9.2%及 9.3%，2018-2023 年复合增长率分别为 5.1%及 8.9%，近年来利润增速快于收入增速。毛利率同比有所下滑，2023 年为 8.0%。费用管控良好，净利率由 2020 年的 3.7%持续增长至 2023 年的 4.7%，提升趋势明显。

**图 2：公司收入情况（亿元，%）**


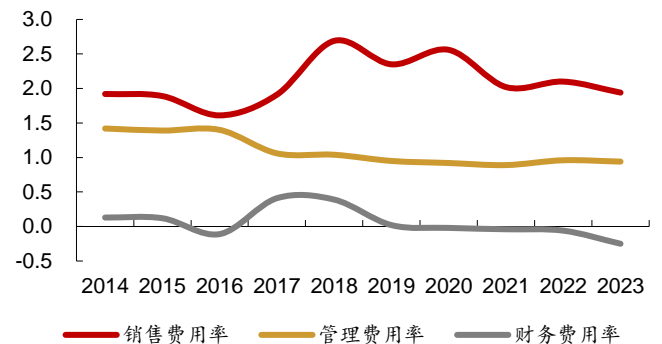
资料来源：Wind，华源证券研究

**图 3：公司归母净利润情况（亿元，%）**


资料来源：Wind，华源证券研究

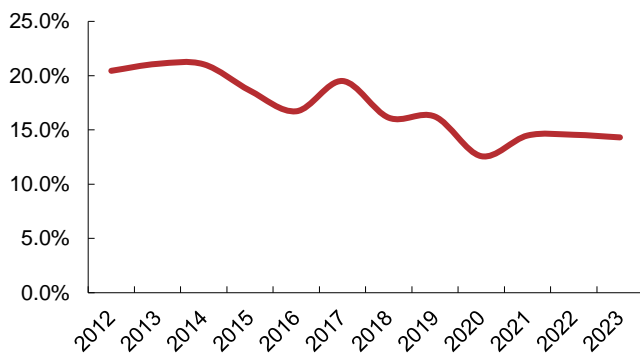
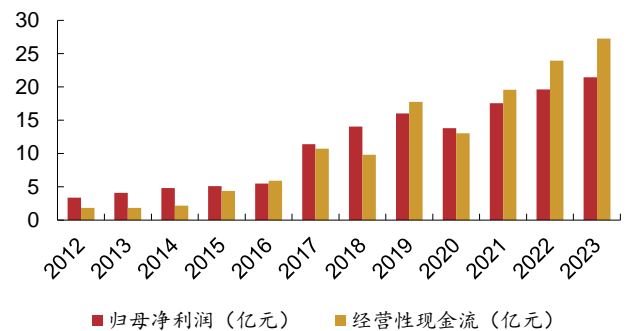
**图 4：公司毛利率及净利率情况（%）**


资料来源：Wind，华源证券研究

**图 5：公司各项费用率情况（%）**


资料来源：Wind，华源证券研究

**ROE 持续高于 12%，经营性现金流显著改善。**从 2012-2023 年维度观察，国药股份的 ROE 整体呈现下滑趋势，不同年份间存在波动，但始终维持在 12% 以上。同样从历史趋势来看，公司过往经营性现金流在多数时间略微低于归母净利润，但从 2021 年开始，经营性现金流保持较快增速且大幅高于归母净利润，意味着公司的经营质量在近年得到显著改善。

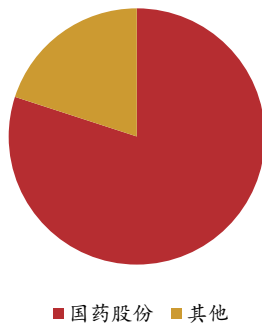
**图 6：公司 ROE 情况**

**图 7：公司归母净利润及经营性现金流情况（亿元）**


资料来源：Wind，华源证券研究

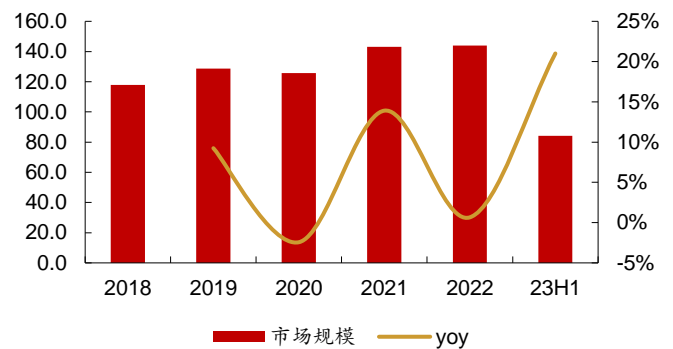
资料来源：Wind，华源证券研究

## 2. 麻精特药分销业务有望维持稳健增长

**麻精药在强监管下造就高全国配送壁垒，公司相关配送业务有望维持稳健增长。**麻精药品批发业务为公司药品分销板块的核心业务之一，该业务在强监管下，导致具有全国性麻醉药品和第一类精神药品定点批发资质的企业仅有 3 家，国药股份为其中之一，市场份额基本保持在 80%左右，处于优势地位，业务辐射 50000 余家全国麻精医疗客户。随着 2023 年我国医院诊疗陆续恢复常态，麻醉药销售显著恢复，23H1 城市公立医院市场规模同比实现了超 20%的增长，未来有望回归稳健增长。公司作为国内仅有的 3 家麻精药品全国性配送企业之一，相关配送业务在未来同样有望维持稳健增长。

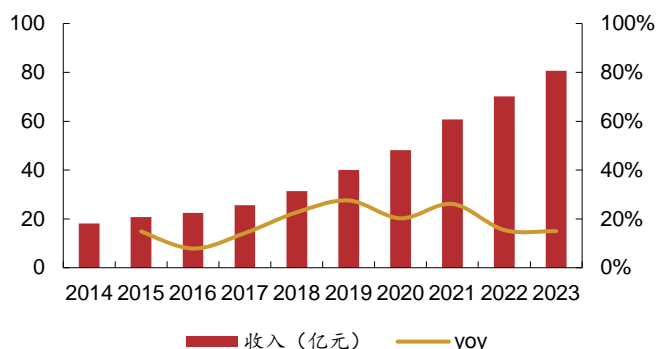
**图 8：全国性麻精药批发市场竞争格局**


资料来源：公司公告，华源证券研究

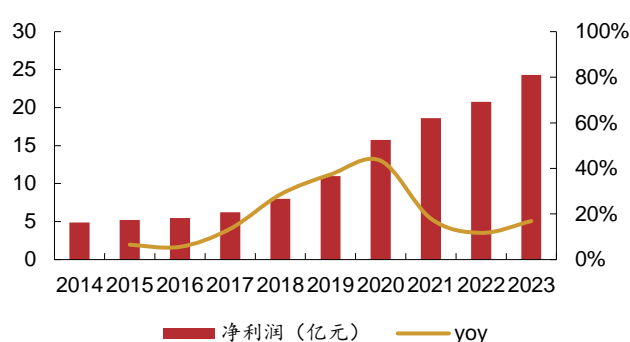
**图 9：城市公立医院麻醉药销售情况（亿元，%）**


资料来源：米内网，华源证券研究

**参股宜昌人福，巩固麻精药品总经销地位。**公司于 2004 年收购宜昌人福 20% 股权，至今持股比例保持稳定。通过参股宜昌人福，使公司直接进入麻醉药品生产领域，加强麻醉药品生产和销售的密切合作关系，进而巩固在麻醉药品、一类精神药品领域的总经销地位，提高未来的盈利能力。宜昌人福近年收入及利润实现稳健增长，2023 年分别为 80.6 亿元 (YOY+15%) 及 24.3 亿元 (YOY+16.9%)。

**图 10: 宜昌人福收入及增速情况**


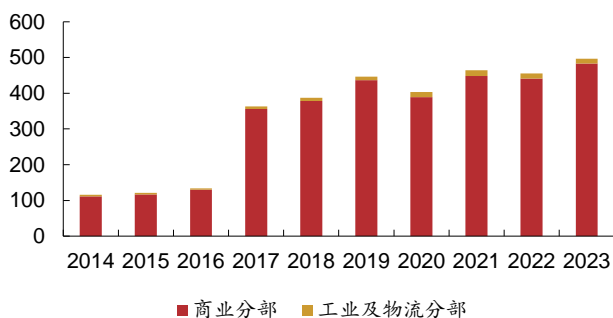
资料来源: Wind, 华源证券研究

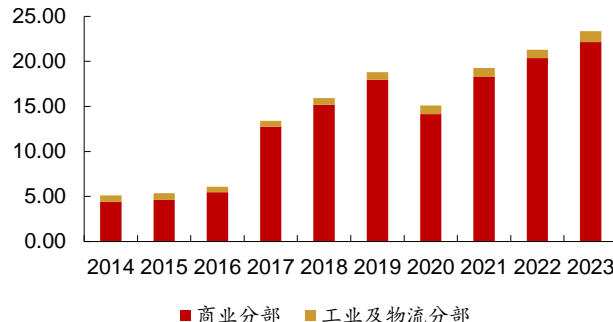
**图 11: 宜昌人福净利润及增速情况**


资料来源: Wind, 华源证券研究

### 3. 医药商业区域龙头，覆盖领域全面，竞争优势强

**医药商业为公司最主要的业绩来源，利润率显著提升。**公司的医药商业业务网络覆盖全国，并在北京市场保持领先地位，为最主要的收入和净利润来源，2023 年商业分部收入及净利润分别为 483 亿元 (YOY+9.4%) 及 22 亿元 (YOY+8.8%)，占比分别为 97% 及 95%。利润率提升较为显著，2023 年为 4.6%，且高于疫情前水平。

**图 12: 公司各分部收入情况 (亿元)**

 资料来源: 公司公告, 华源证券研究  
 注: 收入仅包括对外交易收入

**图 13: 公司各分部净利润 (亿元)**


资料来源: 公司公告, 华源证券研究

**覆盖领域全面，上游供应商合作关系稳固，竞争优势强。**医药商业板块由国药控股本部及多个子公司负责，其中本部、国药控股北京、北京华鸿、天星普信等主要负责药品分销，前景口腔及北京医疗科技主要负责器械分销，新特药房负责药品零售。因此国药控股在药品、医疗器械、耗材等多个领域均有丰富的品种资源，整体经营品规上万个，并与上千家国内外上游供应商保持多年的稳定合作关系，具备较强的竞争优势。

**表 1: 国药股份商业板块下属主要子公司收入及利润情况**

公司	主要经营地	业务	收入 (亿元)	净利润 (亿元)
----	-------	----	---------	----------

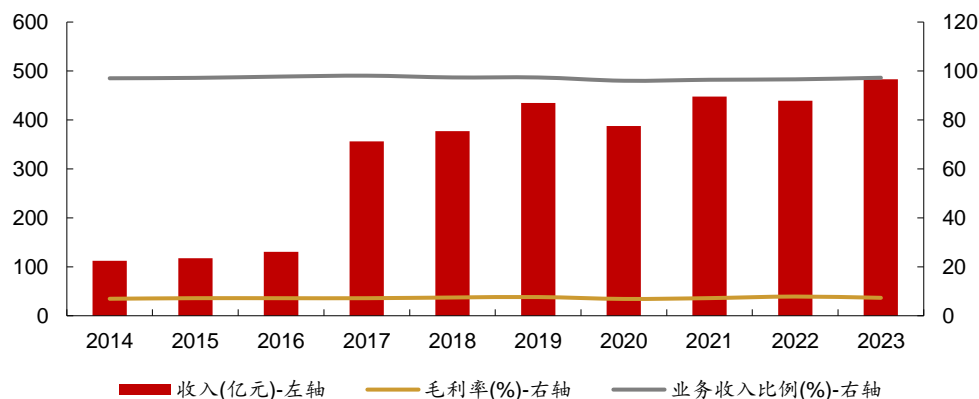


			2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
国药股份母公司	北京	药品销售	173.22	168.7	192.02	194.46	211.27	9.04	11.68	14.67	15.39	16.43
国药控股北京	北京	中成药、西药销售等	125.52	114.95	126.48	124.25	138.02	3.54	2.37	3.01	3.01	3.33
北京华鸿	北京	中成药、西药销售等	62.55	47.89	56.17	52.97	59.36	2.45	0.83	1.43	1	1.22
天星普信	北京	中成药、西药销售等	63.37	44.69	55.67	52.35	57.5	2.57	0.69	1.02	1.16	1.19
康辰生物	北京	中成药、西药销售等	29.96	23.58	30.06	28.24	35.31	1.04	0.66	1.16	1.2	1.26
国药健坤	北京	中成药、西药销售等	4.14	4.17	5.14	6.72	3.93	0.09	0.06	0.07	0.1	0.07
兰州盛原	甘肃兰州	药品销售	0.91	1.13	1.36	1.31	1.86	0.04	0.05	0.06	0.05	0.06
新特药房	北京	药品零售			0	0.11	0.4			0	-0.02	-0.02
前景口腔	北京	销售医疗器械(III类)等	1.04	1.04	1.29	1.46	1.61	0.3	0.43	0.5	0.57	0.74
北京医疗科技	北京	销售医疗器械等	1.33	1.5	1.81	0.99	0.5	0.01	0.02	0.03	0.02	0.002

资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究

**国药系北京地区唯一医药商业平台，北京区域份额处于优势地位。**公司在 2017 年进行资产重组，通过整合北京区域医药商业资产，成为国药集团下属北京地区唯一的医药分销平台。公司在北京具备强大的终端覆盖能力，实现等级医院 100%覆盖、在二、三级医院的销售居于区域首位，并覆盖超过 4700 家的基层医疗机构。2023 年，公司在北京区域的收入达到 483 亿元(YOY+10%)，北京区域为公司最主要的收入来源，2023 年收入占比为 97%。毛利率稳定在 7%左右。

图 14：公司北京区域收入、收入占比及毛利率



资料来源：Wind，华源证券研究

## 4. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 542.5/592.6/649.0 亿元，同比增长 9.2%/9.2%/9.5%，关键假设如下：

- 商品销售：**国药股份为国内仅有的具有全国性麻醉药品和第一类精神药品定点批发资质的三家企业之一，保持着领先的市场份额。由于麻醉药品具备的偏刚需属性，公司作为龙头，相关配送业务在未来有望保持稳健增长。公司同时也是北京区域份

额保持优势的医药商业平台，具备强大的终端覆盖能力，随着医药流通行业集中度提升，市占率有望逐步提升，预计 2024-2026 年商品销售收入增速为 9.1%/9.2%/9.5%；

- 2) **产品销售及仓储物流**：收入占比较小，公司在工业板块方面正在进行营销体系转型以及优化产品结构。物流方面，目前正在积极拓展第三方物流服务，未来均有望保持稳健增长，预计 2024-2026 年收入增速分别为 15.9%/10%/10% 及 9.4%/9.4%/9.5%。

**表 2：国药股份 2024-2026 年盈利预测（百万元）**

	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	49696.1	54245.6	59262.5	64901.3
yoy	9.2%	9.2%	9.2%	9.5%
毛利率(%)	8.0%	8.1%	8.1%	8.2%
商品销售	51063.8	55686.5	60825.8	66606.4
yoy	10.3%	9.1%	9.2%	9.5%
毛利率(%)	7.1%	7.1%	7.2%	7.3%
产品销售	1076.7	1247.4	1372.2	1509.4
yoy	-20.6%	15.9%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	33.1%	33.1%	33.1%	33.1%
仓储物流	363.5	397.7	435.2	476.4
yoy	21.2%	9.4%	9.4%	9.5%
毛利率(%)	26.0%	25.5%	25.0%	24.5%
内部抵消	-2911.9	-3179.6	-3473.7	-3804.1
毛利率(%)	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%
其他	104.0	93.6	103.0	113.3
yoy	65.2%	-10.0%	10.0%	10.0%
毛利率(%)	71.5%	71.5%	71.5%	71.5%

资料来源：Wind，华源证券研究

我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 23.8 亿元、26.3 亿元、29.2 亿元，增速分别为 10.9%、10.7%、11.0%，当前股价对应的 PE 分别为 10x、9x、8x。同时选取同为麻精特药分销企业重药控股、上海医药及区域医药流通龙头国药一致作为可比公司，国药股份估值低于可比公司。国药股份为麻精特药分销及北京地区医药商业龙头，麻精药配送业务有望保持稳健增长，同时有望受益于医药流通行业集中度提升带来的份额提升，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表 3：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		
			2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000950.SZ	重药控股	79	655.0	980.6	1,140.0	1,309.3	8.1	6.9	6.0
601607.SH	上海医药	697	3,768.0	5,207.5	5,846.2	6,578.8	13.4	11.9	10.6
000028.SZ	国药一致	176	1,599.3	1,775.9	2,007.9	2,284.1	9.9	8.8	7.7

		可比公司平均估值					10.5	9.2	8.1
600511.SH	国药股份	228	2,146.0	2,380.1	2,634.7	2,924.5	9.6	8.6	7.8

资料来源：Wind，华源证券研究

注：除国药股份及国药一致外，其他可比公司均采用 wind 一致预期，估值日期 2024/7/10

### 风险提示：

- 1) **政策风险：**带量采购目前已经在全国进行多轮推行，且价格降幅不可预测性较大，若降价超预期，流通企业的利润空间有可能会被进一步压缩。
- 2) **竞争加剧风险：**若医药商业行业竞争加剧，公司的相对优势和可持续发展的能力有被削弱的风险，公司的市场竞争力或会受到影响。
- 3) **应收账款风险：**在公立医院综合改革、部队医疗改革、分级诊疗逐步实施等影响下，医疗终端货款回笼周期延长，公司的资金成本和资金压力有增加风险。

**表 4：国药股份合并利润表（百万元）**

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>49,696</b>	<b>54,246</b>	<b>59,262</b>	<b>64,901</b>
毛利率%	8.0%	8.1%	8.1%	8.2%
营业税金及附加	115	125	136	149
营业税金率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	962	1,042	1,132	1,240
销售费用率%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
管理费用	467	510	557	610
管理费用率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
研发费用	71	76	83	91
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
财务费用	-126	-133	-162	-184
财务费用率%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	359	396	433	474
<b>营业利润</b>	<b>2,944</b>	<b>3,254</b>	<b>3,602</b>	<b>3,999</b>
营业外收支	-13	-8	-9	-10
<b>利润总额</b>	<b>2,931</b>	<b>3,246</b>	<b>3,593</b>	<b>3,988</b>
所得税	596	659	729	810
有效所得税率%	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%
少数股东损益	188	207	229	254
<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2,146</b>	<b>2,380</b>	<b>2,635</b>	<b>2,925</b>

资料来源：Wind，华源证券研究预测

**表 5：国药股份合并资产负债表（百万元）**

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>货币资金</b>	<b>10,926</b>	<b>13,024</b>	<b>15,269</b>	<b>17,800</b>
应收账款及应收票据	8,987	9,222	9,745	10,312
存货	3,961	4,293	4,612	4,964
其它流动资产	4,405	4,601	4,949	5,334
<b>流动资产合计</b>	<b>28,279</b>	<b>31,141</b>	<b>34,575</b>	<b>38,410</b>
长期股权投资	1,727	1,727	1,727	1,727
固定资产	552	525	498	471
在建工程	3	21	39	56
无形资产	258	253	248	243
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,174</b>	<b>4,171</b>	<b>4,165</b>	<b>4,155</b>
<b>资产总计</b>	<b>32,453</b>	<b>35,311</b>	<b>38,740</b>	<b>42,565</b>
短期借款	268	273	288	308
应付票据及应付账款	10,943	11,771	12,853	14,065
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	2,683	2,824	3,071	3,348
<b>流动负债合计</b>	<b>13,894</b>	<b>14,869</b>	<b>16,212</b>	<b>17,721</b>
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1,025	1,035	1,045	1,055
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,025</b>	<b>1,035</b>	<b>1,045</b>	<b>1,055</b>
<b>负债总计</b>	<b>14,920</b>	<b>15,904</b>	<b>17,258</b>	<b>18,777</b>
实收资本	755	755	755	755
普通股股东权益	15,776	17,443	19,289	21,341
少数股东权益	1,757	1,964	2,193	2,448
<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>32,453</b>	<b>35,311</b>	<b>38,740</b>	<b>42,565</b>

资料来源：Wind，华源证券研究预测

**表 6：国药股份合并现金流量表（百万元）**

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>净利润</b>	<b>2,146</b>	<b>2,380</b>	<b>2,635</b>	<b>2,925</b>
少数股东损益	188	207	229	254
非现金支出	218	138	139	140
非经营收益	-345	-368	-403	-442
营运资金变动	520	207	139	185
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,727</b>	<b>2,564</b>	<b>2,739</b>	<b>3,062</b>
资产	-145	-148	-149	-150
投资	8	5	7	10
其他	8	396	433	474
<b>投资活动现金流</b>	<b>-129</b>	<b>253</b>	<b>290</b>	<b>333</b>
债权募资	-47	15	25	30
股权募资	0	0	0	0
其他	-585	-733	-810	-894
<b>融资活动现金流</b>	<b>-632</b>	<b>-718</b>	<b>-785</b>	<b>-864</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,965</b>	<b>2,099</b>	<b>2,245</b>	<b>2,531</b>

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