



# “三新两化”战略赋能，创新业务快速发展

## ——九州通 2024 年中报业绩点评

2024 年 09 月 02 日

- 事件：**2024 年 8 月 27 日，九州通发布 2024 半年度报告，2024H1 公司实现营业收入 771.71 亿元 (-2.76%)；归母净利润 12.08 亿元 (-10.08%)；扣非归母净利润 11.80 亿元 (-8.90%)；经营性现金流-32.01 亿元。2024Q2 公司实现营业收入 366.99 亿元(-1.52%)；归母净利润 6.70 亿元(-14.31%)；扣非归母净利润 6.59 亿元(-8.81%)；经营性现金流 4.53 亿元。
- 剔除季节性流感因素，收入利润仍稳健增长。**2023H1 受疫情、流感等季节性疾病的影响，感冒、退烧药等相关品种销量大增，导致去年同期业绩高基数。如剔除上述特殊因素的影响，2024H1 营业收入同比增长 0.15%，归母净利润同比增长 9.50%，扣非归母净利润同比增长 11.84%，收入利润仍将保持稳健增长。另外相较于 2024Q1，公司 Q2 经营业绩呈现逐季向好的趋势，归母净利润、扣非归母净利润环比增长 24.60%、26.28%，经营性现金流转为正数；公司将在年底加大对应收账款的清收力度，预计全年经营性现金流将为正数，与经营业绩相匹配。
- “三新两化”战略顺利实施，创新业务快速发展。**为应对传统分销业务承压下滑，公司积极推进“三新两化”战略并取得显著成果。新产品方面，2024H1 公司 CSO 业务收入 98.62 亿元 (+14.18%)；毛利 11.91 亿元。其中药品总代收入 54.20 亿元，毛利 9.59 亿元，代理品规数 828 个（预计全年过亿品规 32 个），包括浙江华海、东阳光等集采中标产品，以及阿斯利康、拜耳等外资产品；器械总代收入 44.42 亿元，毛利 2.32 亿元，代理品规数 1081 个（半年度过亿品规 8 个），包括强生、雅培、罗氏等 11 大厂家的 15 条产品线，未来对公司的业绩贡献将持续提升。新零售方面，公司充分利用供应链平台优势，通过“万店加盟”、“批零一体化”及线上线下相结合的模式拓展数字化零售业务，截至 2024 年 7 月底，公司自营及加盟药店数量达到 24387 家。2024H1 公司新零售业务收入 14.56 亿元 (+1.02%)；毛利 2.03 亿元。新医疗方面，公司自主研发的“九信诊所”互联网医疗平台正式上线，为基层诊所打造集供应链、运营服务、数字医疗为一体的专业服务平台，目前已发展“九信诊所”会员店 412 家，全年目标发展会员店 800 家，打造标杆会员店 50 家。不动产证券化方面，公募 REITs 及 Pre-REITs 项目顺利推进，公司计划于今年 10 月份之前实现公募 REITs 发行上市及首期 Pre-REITs 发行成功，盘活公司医药仓储物流资产，重构轻资产运营模式，提升股东权益增值回报。
- 投资建议：**九州通作为全国最大的民营医药流通企业，以传统分销业务为基本盘，积极推进实施“三新两化”战略，引导 CSO、新零售等创新业务快速发展。暂不考虑 REITs 发行带来的利润增厚，我们预计公司 2024-2026 年的营业收入分别为 1649.66/1835.18/2065.60 亿元；归母净利润分别为 22.05/26.88/30.65 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 11/9/8 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- 风险提示：**新业务进展不及预期的风险；应收账款坏账的风险；市场竞争加剧的风险；政策变动的风险。

九州通（股票代码：600998）

推荐 首次

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

研究助理 闫晓松

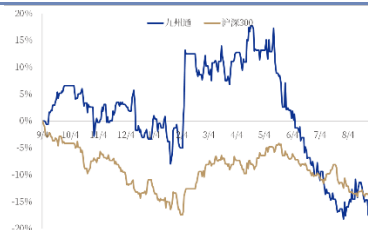
市场数据

2024-09-02

股票代码	600998
A 股收盘价 (元)	4.63
沪深 300	3265.01
总股本 (万股)	504247.02
实际流通 A 股 (万股)	504247.02
流通 A 股市值 (亿元)	233.47

相对沪深 300 表现图

2024-09-02



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

相关研究

## 主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	1501.40	1649.66	1835.18	2065.60
收入增长率%	6.92	9.87	11.25	12.56
归母净利润 (亿元)	21.74	22.05	26.88	30.65
利润增速%	4.27	1.41	21.93	14.01
毛利率%	8.07	7.67	7.83	7.87
摊薄 EPS(元)	0.43	0.44	0.53	0.61
PE	10.74	10.59	8.68	7.62
PB	0.97	0.94	0.84	0.76
PS	0.12	0.14	0.13	0.11

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 目录

### Catalog

一、九州通：全国民营医药流通龙头.....	4
二、盈利预测与投资建议 .....	7
(一) 盈利预测 .....	7
(二) 估值分析 .....	8
(三) 投资建议 .....	9
三、风险提示 .....	10

## 一、九州通：全国民营医药流通龙头

九州通作为全国前四大医药流通企业中唯一的民营企业，与国药控股、上海医药和华润医药构成稳定的“4+N”竞争格局。公司主营业务包括数字化医药分销与供应链、总代品牌推广（GSO）、医药工业自产及 OEM、医药新零售与万店加盟、医疗健康与技术增值服务、数字物流技术与供应链解决方案六大业务领域，搭建覆盖全品种采购、全渠道终端、全种类配送、全场景服务、全程 ERP 支持和全程 GPS 监管的“千亿级”医药商业平台，实施新产品、新零售、新医疗、数字化、不动产证券化（REITS）五大战略转型，推动公司由传统的医药分销企业向科技驱动型全链医药行业综合服务商升级转型。

图1：九州通主营业务“全链”服务模式



资料来源：公司 2023 年报，中国银河证券研究院

公司发展经历创业初期、全国布局、转型升级、稳健发展四个阶段。1985 年公司前身天鹅医药批发部成立，2000 年经并购重组更名为九州通医药有限公司；2001 年公司利用“快批快销快配”模式进行全国布局，并于 2008 年完成股份制改造，两年后在上海证券交易所挂牌上市；2011 年公司开启数字化战略转型，五年后好药师 app 在全国十余个城市上线，会员人数突破百万；2020 年公司营业收入突破千亿，完成董事会换届，发展迈入新征程。

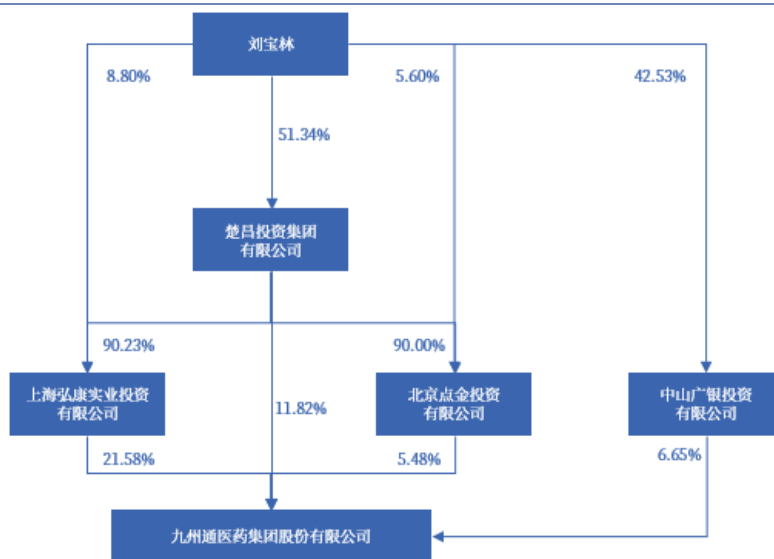
图2：九州通发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

公司创始人刘宝林、刘树林、刘兆年是兄弟关系，实际控制人为刘宝林先生。截至 2023 年 12 月，刘宝林先生直接持有楚昌投资 51.34%、中山广银 42.53%、上海弘康 8.80%、北京点金 5.60% 的股份间接控制九州通；其中楚昌投资、中山广银、上海弘康、北京点金四家股东构成一致行动人，合计持有九州通超过 40% 的股份。

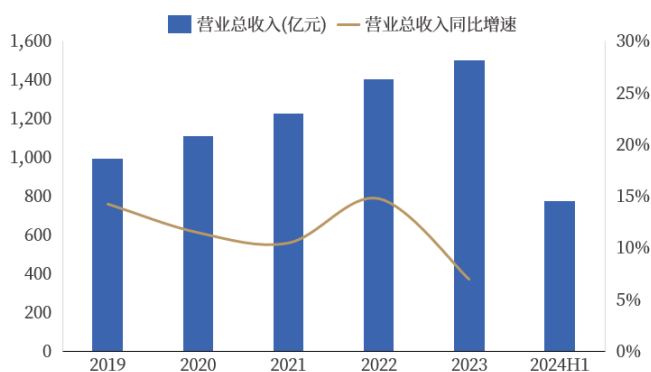
图3: 公司股权结构 (截至 2023 年 12 月)



资料来源: 公司定增募集说明书, 中国银河证券研究院

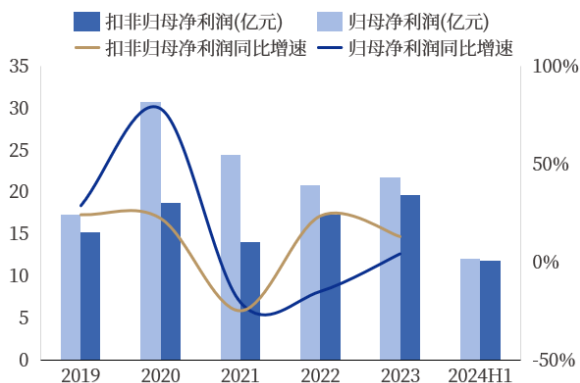
**剔除季节性流感因素, 收入利润仍稳健增长。**2024 上半年, 公司实现营业收入 771.71 亿元, 同比下降 2.76%; 归母净利润 12.08 亿元, 同比下降 10.08%; 扣非归母净利润 11.80 亿元, 同比下降 8.90%; 经营性现金流-32.01 亿元。如剔除上年同期流感、疫情等季节性疾病特定因素, 营业收入同比增长 0.15%, 归母净利润同比增长 9.50%, 扣非归母净利润同比增长 11.84%, 收入利润仍保持稳健增长。2024 年第二季度, 公司实现营业收入 366.99 亿元, 同比下降 1.52%; 归母净利润 6.70 亿元, 同比下降 14.31%; 扣非归母净利润 6.59 亿元, 同比下降 8.81%; 经营性现金流 4.53 亿元。第二季度公司经营业绩逐渐向好, 相较于第一季度, 归母净利润、扣非归母净利润环比增长 24.60%、26.28%, 经营性现金流转为正数; 公司将在年底加大应收账款清收力度, 预计全年经营性现金流为正数, 与经营业绩相匹配。

图4: 2019-2024H1 公司营业总收入



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

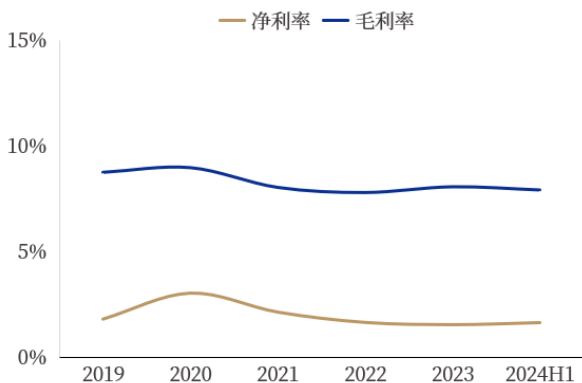
图5: 2019-2024H1 公司 (扣非) 归母净利润



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

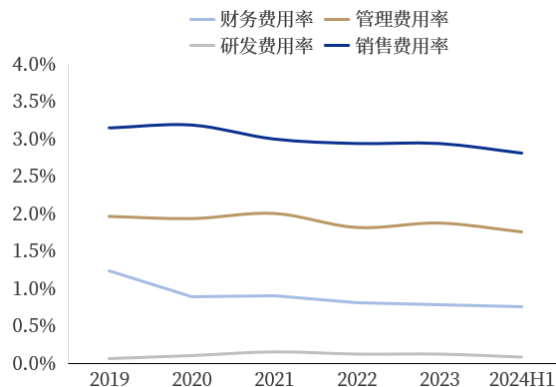
**费用端控制合理, 趋于稳定水平。**2024 上半年公司整体毛利率为 7.92%, 较去年同期下降 0.5pct。费用端, 2024 上半年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.81%、1.76%、0.09%、0.76%, 除管理费用率略微上升 0.04pct 之外, 其余费用率均与去年同期持平或下降, 费用端控制合理, 整体趋于稳定水平。

图6: 2019-2024H1 毛利率、净利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 2019-2024H1 公司销售、管理、研发、财务费用率



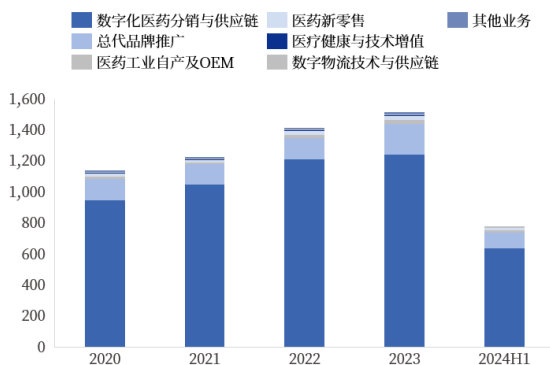
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**“三新两化”战略顺利实施, 高附加值创新业务快速发展。**2024 上半年公司医药分销与供应链业务收入 637.81 亿元, 同比下降 5.49%, 收入占比 82.71%; 毛利 42.20 亿元, 同比下降 7.26%, 毛利占比 69.34%; 为应对传统分销业务受外部环境的影响承压下滑, 公司积极推进新产品、新零售、新医疗、数字化、不动产证券化 (REITs) 的“三新两化”战略并取得显著成果, 部分高附加值创新业务快速落地兑现。

新产品方面, 2024 上半年公司总代品牌推广 (CSO) 业务收入 98.62 亿元, 同比增长 14.18%; 毛利 11.91 亿元。在 CSO 业务中, 药品总代收入 54.20 亿元, 毛利 9.59 亿元, 代理品规数 828 个 (预计全年过亿品规 32 个), 包括浙江华海、东阳光等集采中标产品, 以及阿斯利康、拜耳、卫材、武田等外资产品; 器械总代收入 44.42 亿元, 毛利 2.32 亿元, 代理品规数 1081 个 (半年度过亿品规 8 个), 包括强生、雅培、罗氏等 11 大厂家的 15 条产品线, 未来对公司的业绩贡献将持续提升。新零售方面, 公司充分利用供应链平台优势, 通过“万店加盟”、“批零一体化”及线上线下相结合的模式拓展数字化零售业务, 截至 2024 年 7 月底, 公司自营及加盟药店数量达到 24387 家。2024 上半年公司新零售业务收入 14.56 亿元, 同比增长 1.02%; 毛利 2.03 亿元。新医疗方面, 公司自主研发的“九信诊所”互联网医疗平台正式上线, 为基层诊所打造集供应链、运营服务、数字医疗为一体的专业服务平台, 目前已发展“九信诊所”会员店 412 家, 全年目标发展会员店 800 家, 打造标杆会员店 50 家。

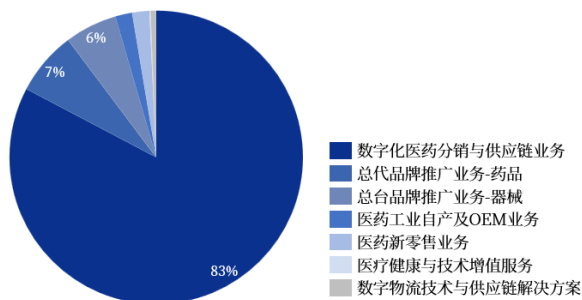
不动产证券化方面, 公募 REITs 及 Pre-REITs 项目顺利推进, 公司计划于今年 10 月份之前实现公募 REITs 发行上市及首期 Pre-REITs 发行成功, 盘活公司医药仓储物流资产, 重构轻资产运营模式, 提升股东权益增值回报。

图8: 2020-2024H1 公司各业务板块收入 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 2024H1 公司各业务板块收入占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 二、盈利预测与投资建议

### (一) 盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 1649.66/1835.18/2065.60 亿元，同比增长 9.87%/11.25%/12.56%，毛利率分别为 7.67%/7.83%/7.87%。

- (1) 医药分销与供应链：传统分销行业中前四家头部企业集中度提升，公司分销业务持续增长，优势地位进一步稳固。预计 2024-2026 年营业收入分别为 1290.03/1341.63/1395.30 亿元，同比增长 4%，毛利率分别为 5.8%/5.7%/5.5%。
- (2) 总代品牌推广：CSO 新业务处于快速扩张期，毛利率和净利率水平较高，对公司业绩贡献度将持续提升。预计 2024-2026 年药品总代营业收入分别为 171.14/265.26/397.89 亿元，同比增长 60%/55%/50%，毛利率分别为 18%/17%/15%；器械总代营业收入分别为 115.54/144.43/173.32 亿元，同比增长 30%/25%/20%，毛利率分别为 5.7%/5.6%/5.5%。
- (3) 医药工业及 OEM：旗下京丰制药与九信中药持续贡献业绩，形成自有品种的集群式发展，预计 2024-2026 年营业收入分别为 25.50/26.26/27.05 亿元，同比增长 3%，毛利率分别为 19%/18%/15%。
- (4) 医药新零售：通过“万店加盟”、“批零一体化”及线上线下相结合的模式持续拓展，至 2025 年药店数量有望突破 30000 家，预计 2024-2026 年营业收入分别为 32.37/38.85/48.56 亿元，同比增长 15%/20%/25%，毛利率分别为 17%/16%/15%。

表1：公司收入拆分及盈利预测（亿元）

公司	2023	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	<b>1,501.40</b>	<b>1,649.66</b>	<b>1,835.18</b>	<b>2,065.60</b>
yoy	6.92%	9.87%	11.25%	12.56%
毛利润	121.11	126.45	143.75	162.62
毛利率	8.07%	7.67%	7.83%	7.87%
<b>数字化医药分销与供应链业务</b>	<b>1,240.42</b>	<b>1,290.03</b>	<b>1,341.63</b>	<b>1,395.30</b>
yoy	2.47%	4.00%	4.00%	4.00%
毛利润	79.04	74.82	76.47	76.74
毛利率	6.37%	5.80%	5.70%	5.50%
<b>总代品牌推广业务-药品</b>	<b>106.96</b>	<b>171.14</b>	<b>265.26</b>	<b>397.89</b>
yoy	60.82%	60.00%	55.00%	50.00%
毛利润	22.67	30.80	43.77	59.68
毛利率	21.19%	18.00%	16.50%	15.00%
<b>总代品牌推广业务-器械</b>	<b>88.88</b>	<b>115.54</b>	<b>144.43</b>	<b>173.32</b>
yoy	31.44%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利润	5.22	6.59	8.09	9.53

毛利率	5.87%	5.70%	5.60%	5.50%
<b>医药工业自产及 OEM 业务</b>	<b>24.76</b>	<b>25.50</b>	<b>26.26</b>	<b>27.05</b>
yoy	2.70%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利润	5.90	4.84	4.73	4.06
毛利率	23.83%	19.00%	18.00%	15.00%
<b>医药新零售业务</b>	<b>28.15</b>	<b>32.37</b>	<b>38.85</b>	<b>48.56</b>
yoy	10.95%	15.00%	20.00%	25.00%
毛利润	4.83	5.50	6.22	7.28
毛利率	17.16%	17.00%	16.00%	15.00%
<b>医疗健康与技术增值服务</b>	<b>2.16</b>	<b>2.29</b>	<b>2.48</b>	<b>2.72</b>
yoy	5.69%	6.00%	8.00%	10.00%
毛利润	0.82	0.85	0.89	0.95
毛利率	37.92%	37.00%	36.00%	35.00%
<b>数字物流技术与供应链解决方案</b>	<b>8.49</b>	<b>11.03</b>	<b>14.34</b>	<b>18.64</b>
yoy	28.45%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利润	2.02	2.43	3.01	3.73
毛利率	23.80%	22.00%	21.00%	20.00%
<b>其他业务</b>	<b>1.59</b>	<b>1.75</b>	<b>1.92</b>	<b>2.12</b>
yoy	11.97%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利润	0.61	0.61	0.58	0.63
毛利率	38.36%	35.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## (二) 估值分析

我们预计 2024-2026 年，公司营业收入分别为 1649.66/1835.18/2065.60 亿元，归母净利润分别为 22.05/26.88/30.65 亿元，当前股价对应 2024-2026 年 PE 为 11/9/8 倍。

采用相对估值法进行估值，我们选取业务结构与业绩增速与公司相近的医药流通企业上海医药、国药股份，及 CSO 企业百洋医药作为可比公司，2024-2025 年可比公司的 PE 均值为 12/10 倍。

表2：可比公司估值情况（2024-09-02）

公司名称	股票代码	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
上海医药	601607	18.66	607.92	1.02	1.41	1.58	16.44	13.22	11.84
国药股份	600511	28.69	216.47	2.84	3.14	3.48	10.06	9.12	8.24
百洋医药	301015	22.05	115.90	1.25	1.63	2.07	28.69	13.55	10.64
<b>均值</b>							<b>18.40</b>	<b>11.96</b>	<b>10.24</b>

资料来源：Wind，中国银河证券研究院



### （三）投资建议

九州通作为全国最大的民营医药流通企业，以传统分销业务为基本盘，积极推进实施“三新两化”战略，引导CSO、新零售等创新业务快速发展。暂不考虑REITs发行带来的利润增厚，我们预计公司2024-2026年的营业收入分别为1649.66/1835.18/2065.60亿元；归母净利润分别为22.05/26.88/30.65亿元，当前股价对应2024-2026年PE为11/9/8倍；首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 三、风险提示

---

新业务进展不及预期的风险；

应收账款坏账的风险；

市场竞争加剧的风险；

政策变动的风险。

## 图表目录

图 1: 九州通主营业务“全链”服务模式 .....	4
图 2: 九州通发展历程.....	4
图 3: 公司股权结构（截至 2023 年 12 月） .....	5
图 4: 2019-2024H1 公司营业总收入 .....	5
图 5: 2019-2024H1 公司（扣非）归母净利润.....	5
图 6: 2019-2024H1 毛利率、净利率 .....	6
图 7: 2019-2024H1 公司销售、管理、研发、财务费用率 .....	6
图 8: 2020-2024H1 公司各业务板块收入（亿元） .....	6
图 9: 2024H1 公司各业务板块收入占比.....	6
表 1: 公司收入拆分及盈利预测（亿元） .....	7
表 2: 可比公司估值情况（2024-09-02） .....	8

附录:

公司财务预测表

资产负债表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	756.25	759.71	777.00	806.14
现金	169.49	174.21	149.12	166.54
应收账款	247.20	252.03	280.37	286.89
其它应收款	46.96	45.82	45.88	45.90
预付账款	41.29	45.70	47.36	47.57
存货	201.14	203.09	211.43	211.44
其他	50.16	38.85	42.84	47.79
非流动资产	171.64	181.12	188.99	196.48
长期投资	18.78	20.78	22.78	24.78
固定资产	80.80	85.47	89.77	93.68
无形资产	18.95	19.46	19.97	20.48
其他	53.11	55.41	56.48	57.55
资产总计	927.89	940.82	965.99	1002.62
流动负债	600.66	600.04	594.25	595.96
短期借款	101.22	87.21	73.20	59.19
应付账款	162.05	169.25	169.14	169.15
其他	337.39	343.59	351.91	367.62
非流动负债	32.46	35.12	37.78	40.44
长期借款	23.36	25.45	27.54	29.63
其他	9.10	9.66	10.23	10.80
负债合计	633.12	635.16	632.02	636.39
少数股东权益	54.94	56.10	57.51	59.13
归属母公司股东权益	239.83	249.57	276.45	307.10
负债和股东权益	927.89	940.82	965.99	1002.62

现金流量表(亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	47.48	55.58	6.95	49.01
净利润	22.90	23.21	28.30	32.26
折旧摊销	8.16	7.36	7.74	8.12
财务费用	9.54	5.35	4.95	4.55
投资损失	-0.32	-0.33	-0.37	-0.41
营运资金变动	4.88	19.68	-34.17	4.00
其它	2.32	0.32	0.50	0.50
投资活动现金流	-13.61	-16.65	-15.74	-15.70
资本支出	-8.85	-11.31	-10.61	-10.61
长期投资	-5.04	-5.50	-5.50	-5.50
其他	0.29	0.15	0.37	0.41
筹资活动现金流	-22.37	-34.19	-16.30	-15.90
短期借款	-13.71	-14.01	-14.01	-14.01
长期借款	-6.44	2.09	2.09	2.09
其他	-2.22	-22.27	-4.38	-3.98
现金净增加额	11.49	4.72	-25.09	17.42

利润表 (亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1501.40	1649.66	1835.18	2065.60
营业成本	1380.29	1523.21	1691.42	1902.99
营业税金及附加	4.32	4.29	4.77	5.37
营业费用	44.16	51.14	56.89	64.03
管理费用	28.18	34.64	38.54	43.38
财务费用	11.79	1.96	1.47	1.57
资产减值损失	-0.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.59	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.32	0.33	0.37	0.41
营业利润	30.23	31.44	38.23	43.51
营业外收入	0.64	0.50	0.50	0.50
营业外支出	0.96	1.00	1.00	1.00
利润总额	29.91	30.94	37.73	43.01
所得税	7.01	7.74	9.43	10.75
净利润	22.90	23.21	28.30	32.26
少数股东损益	1.16	1.16	1.41	1.61
归属母公司净利润	21.74	22.05	26.88	30.65
EBITDA	50.38	40.26	46.94	52.70
EPS (元)	0.43	0.44	0.53	0.61

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6.92%	9.87%	11.25%	12.56%
营业利润	5.95%	4.03%	21.58%	13.82%
归属母公司净利润	4.27%	1.41%	21.93%	14.01%
毛利率	8.07%	7.67%	7.83%	7.87%
净利率	1.45%	1.34%	1.46%	1.48%
ROE	9.06%	8.83%	9.72%	9.98%
ROIC	7.31%	5.65%	6.48%	7.05%
资产负债率	68.23%	67.51%	65.43%	63.47%
净负债比率	-7.47%	-14.18%	-8.86%	-15.94%
流动比率	1.26	1.27	1.31	1.35
速动比率	0.85	0.85	0.87	0.91
总资产周转率	1.62	1.77	1.92	2.10
应收账款周转率	5.74	6.61	6.89	7.28
应付账款周转率	9.00	9.20	10.00	11.25
每股收益	0.43	0.44	0.53	0.61
每股经营现金	0.94	1.10	0.14	0.97
每股净资产	4.76	4.95	5.48	6.09
P/E	10.74	10.59	8.68	7.62
P/B	0.97	0.94	0.84	0.76
EV/EBITDA	5.00	4.72	4.34	3.32
P/S	0.12	0.14	0.13	0.11

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

**程培**，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn