

2025 年 11 月 08 日

## 费用投放影响短期利润，期待丰富管线逐步上量

### 锦波生物(920982)

#### 事件概述

锦波生物发布 2025 年三季报，2025Q1-Q3 公司实现营收 12.96 亿元，同比+31.10%，归母净利润 5.68 亿元，同比+9.29%，扣非归母净利润 5.60 亿元，同比+9.61%。2025Q3 单季度公司实现营收 4.37 亿元，同比+13.36%，归母净利润 1.76 亿元，同比-16.24%，扣非归母净利润 1.72 亿元，同比-16.72%。2025Q1-Q3 经营活动现金流净额同比增长 2.06%至 5.54 亿元，主要系销售商品和提供劳务收到的现金增多。

#### 分析判断：

##### ► 收入端：医美植入剂及功能性护肤品同步发力，收入维持稳增趋势

公司 Q3 收入维持平稳增长，主要得益于医疗器械和功能性护肤品收入增长，其中医疗器械的增长主要来源于重组人源化胶原蛋白植入剂；功能性护肤品的增长则系公司自有品牌收入增长。公司医美植入剂保持稳定推新节奏，先后推出 4mg 极纯、10mg 至真、12mg ColNet、重组胶原蛋白凝胶等产品线，凝胶等新品的推出在完善产品结构的同时维持品牌强劲生命力，并有望贡献显著增量。护肤品则基于公司创新材料优势强化自有品牌心智，“重源”、“ProtYouth”等品牌收入实现快速增长。

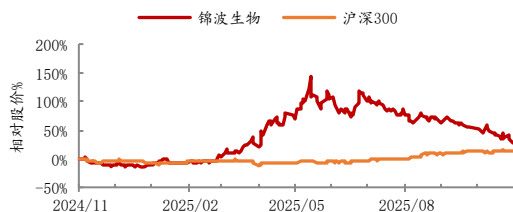
##### ► 利润端：毛利率维持高位，加大费用投入致净利率暂时下降

盈利能力方面，25Q1-Q3 公司毛利率 90.80%，同比-1.57pct；归母净利率 43.86%，同比-8.75pct。2025Q3 单季度毛利率 91.05%，同比-2.55pct；归母净利率 40.32%，同比-14.25pct。公司毛利率略微下滑，依然维持较高水平，费用率上升致净利率短期明显下滑。

期间费用率方面，25Q1-Q3 公司期间费用率为 37.03%，同比+6.13pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 22.34%、8.72%、5.50%、0.48%，同比分别+4.96pct、+0.30pct、+1.11pct、-0.24pct；25Q3 单季度公司期间费用率为 41.27%，同比+12.12pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 24.86%、10.18%、5.83%、0.41%，同比分别+8.26pct、+3.06pct、+0.98pct、-0.19pct。销售费用率增加主要因公司线上推广费用增加，销售人员数量和薪酬增加，以及公司实施股权激励相应股份支付摊销费用增加。管理费用率增加则系管理人员数量和薪酬增加，以及股权激励相应股份支付摊销费用增加。研发费用率增加则因公司深化与北京大学医学部等高校和科研院所的合作，合作研究费用

#### 评级及分析师信息

|              |               |
|--------------|---------------|
| 评级：          | 增持            |
| 上次评级：        | 首次覆盖          |
| 目标价格：        |               |
| 最新收盘价：       | 234.00        |
| 股票代码：        | 920982        |
| 52 周最高价/最低价： | 440.69/157.11 |
| 总市值(亿)       | 269.25        |
| 自由流通市值(亿)    | 128.48        |
| 自由流通股数(百万)   | 54.91         |



分析师：徐林锋

邮箱：xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

#### 相关研究

1. 【华西轻工&美护】三季报前瞻：看好国货品势能向上，关注降息带动出口需求。2025.09.24

增加，同时研发项目增加相应基础研究，临床试验费用增加。

## 投资建议

公司作为国内率先获批重组胶原蛋白三类械的企业，技术优势及市场先发优势明显，伴随合作医美机构逐步拓展，医美渗透率有望提升，此外功效性护肤品高速增长，海外布局稳步推进，公司具备长期增长势能。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 19.95/25.87/32.61 亿元，2025-2027 年归母净利润分别为 9.59/12.88/16.29 亿元，对应 EPS 分别为 8.34/11.19/14.16 元，对应 2025 年 11 月 7 日收盘价 234 元，PE 分别为 28/21/17X，首次覆盖，给予“增持”评级。

## 风险提示

消费市场表现不佳；行业竞争加剧；新品表现不及预期。

## 盈利预测与估值

| 财务摘要       | 2023A  | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)  | 780    | 1,443  | 1,995 | 2,587 | 3,261 |
| YoY (%)    | 100.0% | 84.9%  | 38.3% | 29.7% | 26.0% |
| 归母净利润(百万元) | 300    | 732    | 959   | 1,288 | 1,629 |
| YoY (%)    | 174.6% | 144.3% | 31.0% | 34.2% | 26.5% |
| 毛利率 (%)    | 90.2%  | 92.0%  | 92.3% | 92.4% | 92.5% |
| 每股收益 (元)   | 3.57   | 8.27   | 8.34  | 11.19 | 14.16 |
| ROE        | 31.4%  | 47.7%  | 40.3% | 36.7% | 32.9% |
| 市盈率        | 65.55  | 28.30  | 28.07 | 20.91 | 16.53 |

资料来源：wind，华西证券研究所

## 正文目录

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| 1. 业绩表现:收入平稳增长，毛利率依然稳健.....      | 3 |
| 2. 重组胶原蛋白行业：高景气度持续，市场规模快速扩张..... | 4 |
| 3. 公司业务：医美矩阵不断丰富，满足消费者多样需求.....  | 5 |
| 4. 盈利预测及投资建议.....                | 6 |
| 5. 风险提示.....                     | 7 |

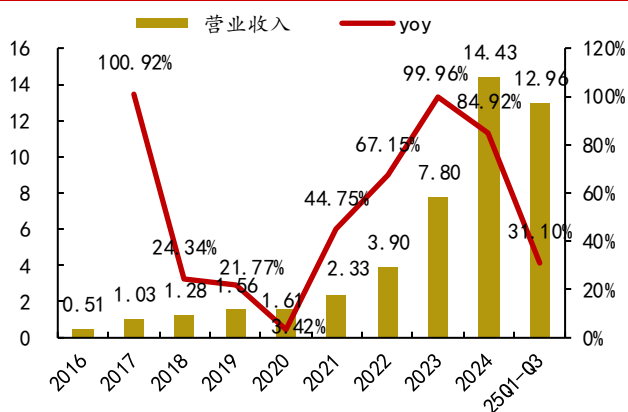
## 图表目录

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| 图 1 公司营业收入及增速（亿元）.....              | 3 |
| 图 2 公司归母净利润及增速（亿元）.....             | 3 |
| 图 3 公司毛利率及净利率.....                  | 4 |
| 图 4 公司费用率.....                      | 4 |
| 图 5 中国胶原蛋白产品市场规模细分（按零售额计，亿元）.....   | 4 |
| 图 6 中国重组胶原蛋白产品市场规模细分（按零售额计，亿元）..... | 5 |
| 表 1 公司主要医美产品矩阵.....                 | 6 |
| 表 2 公司收入预测.....                     | 7 |
| 表 3 可比公司估值表.....                    | 7 |

## 1. 业绩表现:收入平稳增长, 毛利率依然稳健

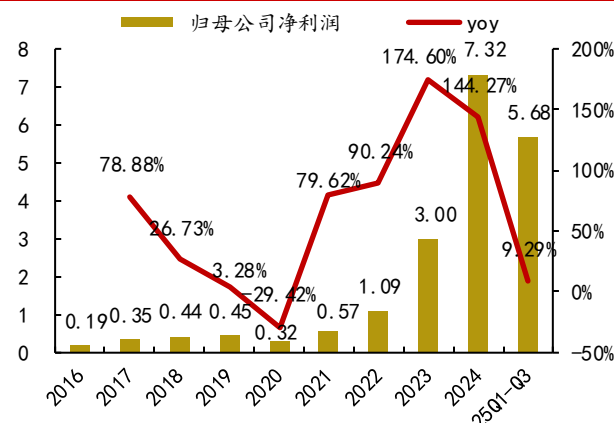
公司 2025Q1-Q3 实现营收 12.96 亿元, 同比+31.10%, 归母净利润 5.68 亿元, 同比+9.29%, 扣非归母净利润 5.60 亿元, 同比+9.61%。公司业绩维持平稳增长, 主要得益于医疗器械和功能性护肤品收入增长, 其中医疗器械的增长主要来源于重组人源化胶原蛋白植入剂; 功能性护肤品的增长则系公司自有品牌收入增长。公司医美植入剂保持稳定推新节奏, 凝胶等新品的推出在完善产品结构的同时维持品牌强劲生命力, 并有望贡献显著增量。护肤品则基于公司创新材料优势强化自有品牌心智, “重源”、“ProtYouth” 等品牌收入实现快速增长。

图 1 公司营业收入及增速 (亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 2 公司归母净利润及增速 (亿元)

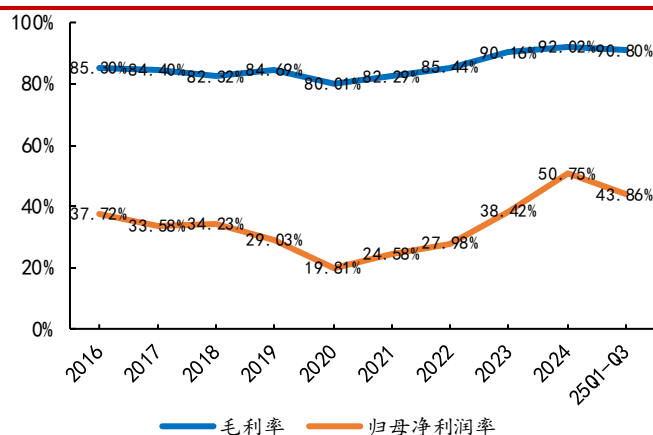


资料来源: wind, 华西证券研究所

盈利能力方面, 25Q1-Q3 公司毛利率 90.80%, 同比-1.57pct; 归母净利率 43.86%, 同比-8.75pct。2025Q3 单季度毛利率 91.05%, 同比-2.55pct; 归母净利率 40.32%, 同比-14.25pct。公司毛利率略微下滑, 依然维持较高水平, 费用率上升致净利率短期明显下滑。

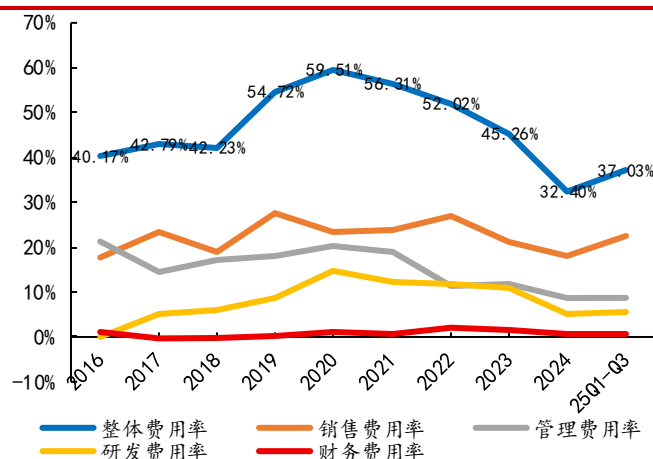
期间费用率方面, 25Q1-Q3 公司期间费用率为 37.03%, 同比+6.13pct, 其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 22.34%、8.72%、5.50%、0.48%, 同比分别+4.96pct、+0.30pct、+1.11pct、-0.24pct; 25Q3 单季度公司期间费用率为 41.27%, 同比+12.12pct, 其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 24.86%、10.18%、5.83%、0.41%, 同比分别+8.26pct、+3.06pct、+0.98pct、-0.19pct。销售费用率增加主要因公司线上推广费用增加, 销售人员数量和薪酬增加, 以及公司实施股权激励相应股份支付摊销费用增加。管理费用率增加则系管理人员数量和薪酬增加, 以及股权激励相应股份支付摊销费用增加。研发费用率增加则因公司深化与北京大学医学部等高校和科研院所的合作, 合作研究费用增加, 同时研发项目增加相应基础研究, 临床试验费用增加。

图3 公司毛利率及净利率



资料来源：wind，华西证券研究所

图4 公司费用率

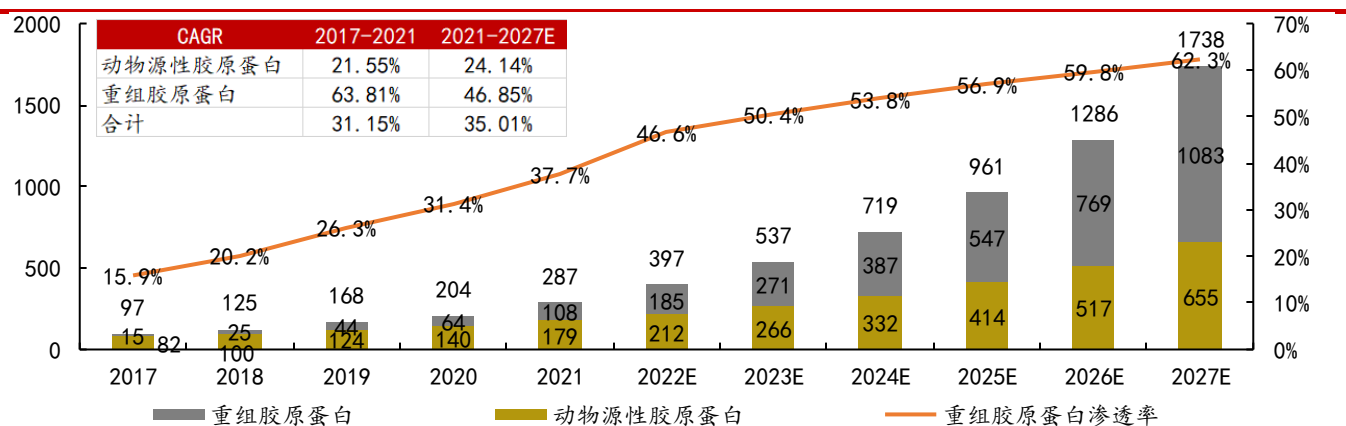


资料来源：wind，华西证券研究所

## 2. 重组胶原蛋白行业：高景气度持续，市场规模快速扩张

胶原蛋白规模稳步增长，重组胶原渗透率不断提升。胶原蛋白依靠良好的支撑性、亲水性、生物降解性和低刺激性等特性，广泛用于医学、医美、护肤和食品等领域。需求应用端的扩张叠加生产端的技术推进，胶原产品市场规模快速提升，其中重组胶原蛋白产品凭借高生物兼容性、更低风险性和更易运输储存等优势深受青睐。2021 年中国重组胶原蛋白产品市场规模便已达到 108 亿元，占整体胶原蛋白产品市场规模比例为 37.7%，预计 2027 年中国重组胶原蛋白市场规模将达到 1083 亿元，占比升至 62.3%。

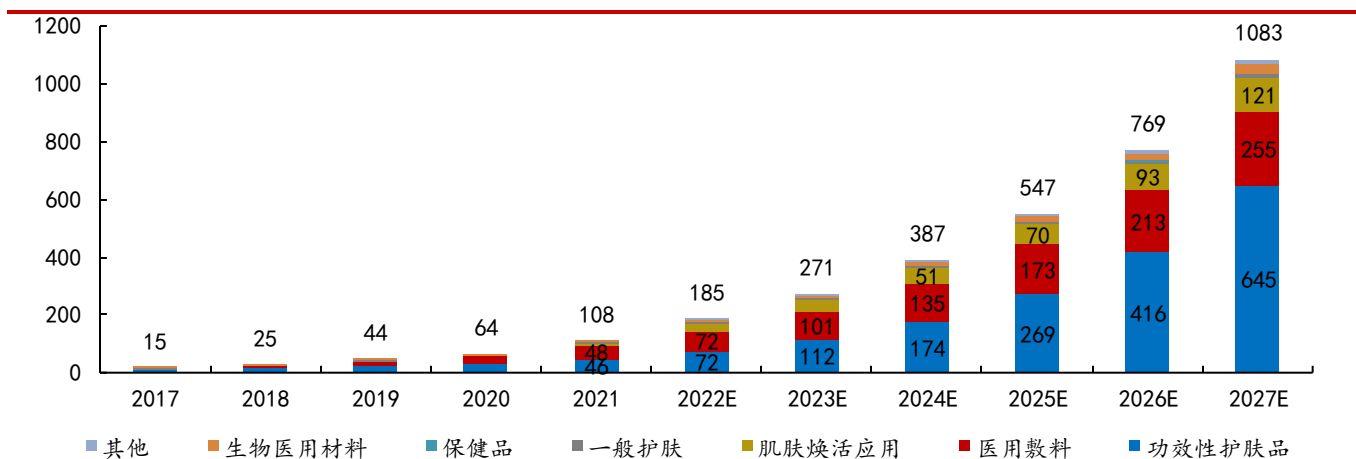
图5 中国胶原蛋白产品市场规模细分（按零售额计，亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文（转自巨子生物招股书），华西证券研究所

化妆品及医美为重组胶原主要应用领域。重组胶原产品在医美化妆品领域应用较为广泛，包括用于植入型医疗器械起到支撑填充和肌肤焕活的作用，用于护肤品中用以保湿和抑制黑色素生成等作用。2021 年重组胶原蛋白在功效性护肤品、医用敷料和肌肤焕活产品的市场规模分别达到 46/48/4 亿元，合计占整体重组胶原产品市场规模的 90.74%。三者规模预计将进一步扩张，2027 年合计占比达到 94.28%。

图 6 中国重组胶原蛋白产品市场规模细分（按零售额计，亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文（转自巨子生物招股书），华西证券研究所

### 3. 公司业务：医美矩阵不断丰富，满足消费者多样需求

**多剂型布局，适配全周期抗衰需求。**公司重组胶原蛋白医美产品稳步迭代，先后于 2021 年 6 月获批“重组Ⅲ型人源化胶原蛋白冻干纤维”，2023 年 8 月获批“注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白溶液”，2025 年 4 月获批“注射用重组Ⅲ型人源化胶原蛋白凝胶”，实现重组人源化胶原蛋白生物新材料各种剂型的覆盖，满足临床应用场景的多样化需求。在此基础上，公司以技术突破和需求升级为核心，不断丰富产品矩阵，先后推出 4mg 极纯、10mg 至真、12mg ColNet、重源新生 HiveCOL、薇旖美凝胶 WeaveCOL 等产品线，形成多剂型覆盖和多场景适配的完整布局，精准满足消费者从肌肤滋养、局部修护到长效支撑的全周期抗衰需求。公司已成为重组胶原蛋白医美领域的领先者，产品凭借差异化优势获得临床机构与消费者的广泛认可，新产品的陆续上市将进一步强化公司地位，也将为业绩增长创造新动力。

表 1 公司主要医美产品矩阵

| 产品名称             | 上市时间        | 适用范围                               | 技术及升级                              | 图示                                                                                  |
|------------------|-------------|------------------------------------|------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 薇旎美极纯（4mg）       | 2021 年 9 月  | 主打眼周焕活与面部年轻化                       | 164.88° 三螺旋结构                      |  |
| 薇旎美至真（10mg）      | 2023 年 6 月  | 用于面部中度抗衰和韧带滋养                      | NS 创新技术形成致密的超螺旋空间结构                |  |
| 薇旎美 Colnet（12mg） | 2025 年 2 月  | 用于多层次抗衰和多场景修护                      | 三重自组装升维成更高级空间结构的胶原纤维网              |  |
| 重源新生 HiveCOL     | 2025 年 7 月  | 注射到中面部皮下至骨膜上层，以矫正中面部容量缺失和/或中面部轮廓缺陷 | 凝胶形态实现长期稳定的物理支撑及组织容量修复             |  |
| 薇旎美凝胶 WeaveCOL   | 2025 年 10 月 | 实现眼周精准抗衰                           | 突破性发现人体胶原“自交联密码”，无需化学交联剂即可形成天然蜂巢结构 |  |

资料来源：公司公众号，华西证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

核心假设：

1) 医疗器械：其中单一材料医疗器械包括重组胶原蛋白三类植入剂和二类医用敷料产品，随植入剂产品完善和覆盖机构数量提升，预计整体保持快速增长，基数扩大后增速有所放缓。其中复合材料医疗器械包含抗 HPV 生物蛋白产品等，预计维持稳健增长。

2) 功能性护肤品：其中单一成分功能性护肤品品牌势能强劲，预计维持高增。其中复合成分功能性护肤品在公司持续推新与加大营销投入之下，预计保持稳增。

3) 原料及其他：包括公司自研的 A 型重组人源化胶原蛋白原材料等，公司与欧莱雅建立战略合作关系，进一步打开市场空间，有望保持快增趋势。

4) 其他业务：主要为检测及研发技术服务等，低基数下随公司口碑增强而维持高速增长。

5) 公司毛利率：随更高毛利率的单一材料产品占比提升，整体毛利率稳中有升。

基于以上假设，我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 19.95/25.87/32.61 亿元，2025-2027 年归母净利润分别为 9.59/12.88/16.29 亿元，对应 EPS 分别为 8.34/11.19/14.16 元，对应 2025 年 11 月 7 日收盘价 234 元，PE 分别为 28/21/17X，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2 公司收入预测

| 百万元    | 2023    | 2024     | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|--------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入   | 780.26  | 1,442.83 | 1,995.04 | 2,586.99 | 3,260.75 |
| yoy    | 99.96%  | 84.92%   | 38.27%   | 29.67%   | 26.04%   |
| 毛利率    | 90.16%  | 92.02%   | 92.25%   | 92.40%   | 92.50%   |
| 医疗器械   | 679.96  | 1,253.63 | 1,730.02 | 2,230.98 | 2,793.29 |
| yoy    | 122.66% | 222.66%  | 38.00%   | 28.96%   | 25.20%   |
| 功能性护肤品 | 75.93   | 141.87   | 193.20   | 253.52   | 320.09   |
| yoy    | 12.00%  | 112.00%  | 36.19%   | 31.22%   | 26.26%   |
| 原料及其他  | 24.18   | 45.72    | 68.58    | 96.01    | 134.41   |
| yoy    | 42.89%  | 142.89%  | 50.00%   | 40.00%   | 40.00%   |
| 其他业务   | 0.19    | 1.62     | 3.24     | 6.48     | 12.96    |
| yoy    | 98.18%  | 198.18%  | 100.00%  | 100.00%  | 100.00%  |

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 3 可比公司估值表

| 代码        | 简称   | 收盘价<br>(元) | EPS (元) |       |       |       | PE (元) |       |       |       |
|-----------|------|------------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|           |      |            | 2024A   | 2025E | 2026E | 2027E | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E |
| 300896.SZ | 爱美客  | 149.16     | 6.47    | 4.89  | 5.70  | 6.49  | 28.21  | 30.47 | 26.16 | 22.98 |
| 688363.SH | 华熙生物 | 49.78      | 0.36    | 0.80  | 1.14  | 1.42  | 141.08 | 62.33 | 43.84 | 35.12 |
| 688366.SH | 昊海生科 | 50.28      | 1.80    | 1.72  | 1.92  | 2.12  | 33.60  | 29.30 | 26.20 | 23.69 |
| 2367.HK   | 巨子生物 | 38.50      | 2.06    | 2.32  | 2.83  | 3.39  | 23.04  | 15.15 | 12.38 | 10.34 |
| 行业平均值     |      |            | 2.14    | 1.95  | 2.32  | 2.68  | 45.19  | 27.45 | 21.72 | 18.43 |
| 920982.BJ | 锦波生物 | 234.00     | 8.27    | 8.34  | 11.19 | 14.16 | 28.30  | 28.07 | 20.91 | 16.53 |

资料来源: wind, 华西证券研究所 (收盘价为 2025/11/7。巨子生物收盘价为港币, 其余为人民币, 汇率: 1 人民币=1.0971 港元。可比公司估值均采用 wind 一致预测。)

## 5. 风险提示

- 1) 消费市场表现不佳: 终端消费与公司护肤品和医美产品销售存在直接关联, 如果消费表现不及预期, 将影响公司业绩;
- 2) 行业竞争加剧: 国内已有较多企业积极布局重组胶原蛋白注射市场, 随竞品的不断推出, 公司面临的市场竞争将明显加剧;
- 3) 新品表现不及预期: 公司正积极推进医美及医疗产品上新, 若新品研发及推广进程缓慢, 未能抢先占领消费者心智, 可能导致市场扩张不理想。

## 财务报表和主要财务比率

| 利润表 (百万元)          | 2024A  | 2025E | 2026E | 2027E | 现金流量表 (百万元)     | 2024A       | 2025E       | 2026E       | 2027E       |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业总收入              | 1,443  | 1,995 | 2,587 | 3,261 | 净利润             | 731         | 956         | 1,284       | 1,624       |
| YoY (%)            | 84.9%  | 38.3% | 29.7% | 26.0% | 折旧和摊销           | 66          | 80          | 87          | 91          |
| 营业成本               | 115    | 155   | 197   | 244   | 营运资金变动          | -55         | 2           | 7           | 14          |
| 营业税金及附加            | 11     | 20    | 26    | 33    | 经营活动现金流         | 767         | 1,052       | 1,403       | 1,761       |
| 销售费用               | 259    | 399   | 492   | 620   | 资本开支            | -156        | -113        | -75         | -43         |
| 管理费用               | 127    | 180   | 220   | 277   | 投资              | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 财务费用               | 10     | 16    | 18    | 23    | 投资活动现金流         | -154        | -75         | -74         | -41         |
| 研发费用               | 71     | 124   | 155   | 192   | 股权募资            | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 资产减值损失             | -14    | -10   | -13   | -16   | 债务募资            | -29         | 67          | 100         | 100         |
| 投资收益               | 1      | 2     | 3     | 3     | 筹资活动现金流         | -190        | -63         | -71         | -118        |
| 营业利润               | 854    | 1,121 | 1,505 | 1,905 | 现金净流量           | 423         | 915         | 1,258       | 1,602       |
| 营业外收支              | 3      | 4     | 5     | 7     | <b>主要财务指标</b>   |             |             |             |             |
| 利润总额               | 857    | 1,125 | 1,510 | 1,911 | <b>成长能力</b>     |             |             |             |             |
| 所得税                | 126    | 169   | 227   | 287   | 营业收入增长率         | 84.9%       | 38.3%       | 29.7%       | 26.0%       |
| 净利润                | 731    | 956   | 1,284 | 1,624 | 净利润增长率          | 144.3%      | 31.0%       | 34.2%       | 26.5%       |
| 归属于母公司净利润          | 732    | 959   | 1,288 | 1,629 | <b>盈利能力</b>     |             |             |             |             |
| YoY (%)            | 144.3% | 31.0% | 34.2% | 26.5% | 毛利率             | 92.0%       | 92.3%       | 92.4%       | 92.5%       |
| 每股收益               | 8.27   | 8.34  | 11.19 | 14.16 | 净利率             | 50.8%       | 48.1%       | 49.8%       | 50.0%       |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> |        |       |       |       | 总资产收益率 ROA      | 41.9%       | 37.7%       | 35.1%       | 32.0%       |
| 货币资金               | 941    | 1,856 | 3,113 | 4,715 | 净资产收益率 ROE      | 47.7%       | 40.3%       | 36.7%       | 32.9%       |
| 预付款项               | 38     | 39    | 39    | 44    | <b>偿债能力</b>     |             |             |             |             |
| 存货                 | 97     | 97    | 86    | 69    | 流动比率            | 4.44        | 6.15        | 7.64        | 9.23        |
| 其他流动资产             | 222    | 263   | 296   | 321   | 速动比率            | <b>3.92</b> | <b>5.73</b> | <b>7.32</b> | <b>8.99</b> |
| 流动资产合计             | 1,298  | 2,254 | 3,535 | 5,150 | 现金比率            | 3.22        | 5.06        | 6.73        | 8.45        |
| 长期股权投资             | 0      | 0     | 0     | 0     | 资产负债率           | 25.5%       | 21.4%       | 18.4%       | 16.0%       |
| 固定资产               | 460    | 502   | 516   | 496   | <b>经营效率</b>     |             |             |             |             |
| 无形资产               | 23     | 18    | 13    | 8     | 总资产周转率          | 0.83        | 0.79        | 0.71        | 0.64        |
| 非流动资产合计            | 758    | 763   | 758   | 718   | <b>每股指标 (元)</b> |             |             |             |             |
| 资产合计               | 2,056  | 3,018 | 4,294 | 5,868 | 每股收益            | 8.27        | 8.34        | 11.19       | 14.16       |
| 短期借款               | 0      | 50    | 100   | 150   | 每股净资产           | 17.34       | 20.68       | 30.53       | 42.99       |
| 应付账款及票据            | 52     | 64    | 66    | 68    | 每股经营现金流         | 8.67        | 9.15        | 12.19       | 15.30       |
| 其他流动负债             | 241    | 252   | 297   | 340   | 每股股利            | 3.00        | 1.00        | 1.34        | 1.70        |
| 流动负债合计             | 292    | 366   | 463   | 558   | <b>估值分析</b>     |             |             |             |             |
| 长期借款               | 80     | 130   | 180   | 230   | PE              | 28.30       | 28.07       | 20.91       | 16.53       |
| 其他长期负债             | 153    | 149   | 149   | 149   | PB              | 11.93       | 11.32       | 7.67        | 5.44        |
| 非流动负债合计            | 233    | 279   | 329   | 379   |                 |             |             |             |             |
| 负债合计               | 525    | 645   | 792   | 937   |                 |             |             |             |             |
| 股本                 | 89     | 115   | 115   | 115   |                 |             |             |             |             |
| 少数股东权益             | -4     | -7    | -11   | -16   |                 |             |             |             |             |
| 股东权益合计             | 1,531  | 2,373 | 3,502 | 4,931 |                 |             |             |             |             |
| 负债和股东权益合计          | 2,056  | 3,018 | 4,294 | 5,868 |                 |             |             |             |             |

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准                           | 投资<br>评级 | 说明                             |
|----------------------------------|----------|--------------------------------|
| 以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%   |
|                                  | 增持       | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间  |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间     |
|                                  | 减持       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间   |
|                                  | 卖出       | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%   |
| 行业评级标准                           |          |                                |
| 以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。       | 推荐       | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% |
|                                  | 中性       | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
|                                  | 回避       | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10% |

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。