



公司评级 增持（维持）

报告日期 2026年04月14日

基础数据

04月13日收盘价(元)	68.90
总市值(亿元)	1,431.60
总股本(亿股)	20.78

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证社服&零售】中国中免三季报点评: Q4 营收有望转增, 政策加力给予空间 -2025.11.15
【兴证社服&零售】中国中免 2025 年半年报点评: 免税销售降幅收窄, 有税短期有所波动-2025.09.09

分析师: 代凯燕

S0190519050001
daiky@xyzq.com.cn

分析师: 彭心瑶

S0190525060007
pengxinyao@xyzq.com.cn

中国中免(601888.SH)

2025Q4 毛利率回升显著, 多因素持续酝酿向好趋势不改

投资要点:

- 中国中免发布 2025 年年报, 其中 Q4 海南强势修复, 推动归母净利润高增: 公司 2025 年分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 536.94 亿元/35.86 亿元/35.44 亿元, 同比分别-4.92%/-15.96%/-14.47%。公司 Q4 分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 138.31 亿元/5.34 亿元/5.08 亿元, 同比分别+2.81%/+53.59%/+87.17%, 环比分别+18.10%/+18.14%/+15.20%。
- 多因素助离岛免税筑底回升, 业务调整致上海地区营收下降。1) 分地区来看, 公司 2025 年海南地区、上海地区营收同比分别-1.23%/-25.10%。其中 2025H2, 海南/上海地区营收同比+12%/-32%。2) 分产品来看, 公司 2025 年免税业务、有税业务营收同比分别+1.29%/-21.69%。其中 2025H2, 免税/有税营收同比+11%/-22%。中高端消费回暖 & 黄金手机品类价差优势加强 & 1218 封关宣传下, 2025H2 海南营收筑底回升。
- 业务结构优化、折扣回收、人民币升值下, 公司 2025Q4 毛利率提升显著; 但因日上上海业务调整, 净利率暂时性下滑。1) 公司 2025 年毛利率/净利率分别为 32.75%/6.87%, 同比分别+0.72pct/-1.74pct。毛利率稳中有升, 判断主要系有税业务短暂调整下免税业务占比扩大、有税折扣回收推动业务毛利率提升所致。净利率较毛利率有所下行主要系日上上海部分业务调整, 对应职工薪酬增加推动管理费用提升、商誉减值增加导致资产减值增长、递延所得税费用增加致使所得税率提升。2) 2025Q4, 公司毛利率/净利率分别为 33.34%/1.63%, 同比变动+4.8pct/-2.47pct, 环比变动+1.3pct/-3.13pct。Q4 免税业务占比扩大、销售回暖免税及有税业务回收折扣、人民币升值带来采购成本降低, 共同推动毛利率显著提升。
- 海南免税净利率恢复显著, 日上上海业务调整致使亏损。子公司来看, 2025H2, 三亚免税店/海免公司/海口免税城/日上上海/其他营收分别同比变动+13%/-4%/+8%/-32%/+35%, 对应营业利润率分别同比变动+5.9pct/+0.7pct/+7.2pct/-8.6pct/-10.6pct。海南两大主力店盈利水平回升明显。
- 估值与评级: 展望 2026 年, 渠道结构及品类结构持续优化、免税及有税渠道折扣持续收窄、人民币升值等因素持续推动公司毛利率改善, 同时业务调整对应费用多数已在 2025 年确认, 销售保持恢复下经营杠杆亦在释放, 公司基本面向好趋势不改。预计 2026-2028 年公司归母净利润为 52.83/62.16/72.30 亿元, 2026 年 4 月 13 日股价对应 PE 为 27.2/23.1/19.8 倍。维持“增持”评级。
- 风险提示: 政策变化风险、消费提振不及预期、投资不及预期、行业竞争加剧风险

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	53694	56087	63483	68152
同比增长	-4.9%	4.5%	13.2%	7.4%
归母净利润(百万元)	3586	5283	6216	7230
同比增长	-16.0%	47.3%	17.7%	16.3%
毛利率	32.8%	34.1%	33.9%	34.4%
ROE	6.5%	9.0%	10.0%	10.8%
每股收益(元)	1.73	2.54	2.99	3.48
市盈率	40.0	27.2	23.1	19.8

数据来源: 携宁, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

事件

中国中免发布 2025 年年报：公司 2025 年分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 536.94 亿元/35.86 亿元/35.44 亿元，同比分别-4.92%/-15.96%/-14.47%。公司 Q4 分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润 138.31 亿元/5.34 亿元/5.08 亿元，同比分别 +2.81%/+53.59%/+87.17%，环比分别 +18.10%/+18.14%/+15.20%。公司 2025 年拟每 10 股派息 7 元，合计分红 14.52 亿元，股利支付率达 41%。

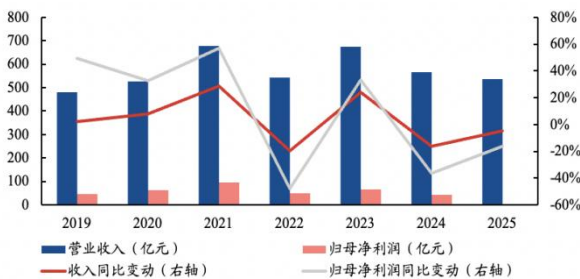
点评

公司整体财务情况

中高端消费回暖&黄金手机品类价差优势加强&1218 封关宣传下，2025H2 海南营收筑底回升；分结构看，离岛免税增长明显，上海机场免税增速放缓

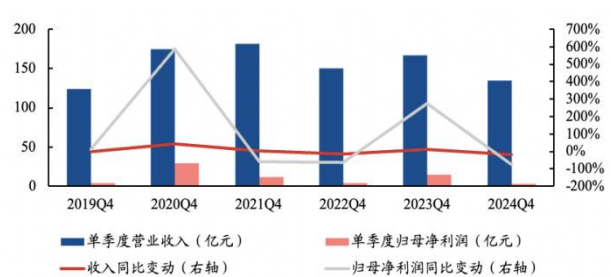
- 公司 2025 年实现营业收入 536.94 亿元，同比-4.92%。
- 分季度来看，公司 2025 年 Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 167.46 亿元/114.05 亿元/117.11 亿元/138.31 亿元，同比分别-10.96%/-8.45%/-0.38%/+2.81%，环比分别+24.48%/-31.90%/+2.69%/+18.10%。
- 分地区来看，公司 2025 年海南地区、上海地区分别实现营收 285.37 亿元/120.10 亿元，同比分别变化-1.23%/-25.10%。其中海南地区营收同比窄于 2025 年海南离岛免税购物金额同比-1.8%。其中 2025H2，海南/上海地区营收同比+12%/-32%。对应海南离岛免税下半年销售实现快速恢复，上海口岸销售同比增速有所放缓。
- 分产品来看，公司 2025 年免税业务、有税业务分别实现营收 391.65 亿元/133.88 亿元，同比分别变化+1.29%/-21.69%。其中 2025H2，免税/有税营收同比+11%/-22%。

图 1、公司营业收入及归母净利润情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司单季度营业收入及归母净利润情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

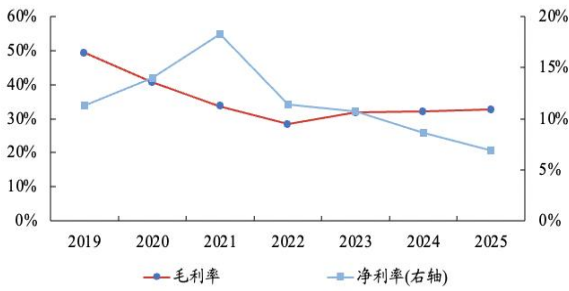
业务结构优化&销售回暖促折扣回收，公司 2025Q4 毛利率提升明显

- 公司 2025 年毛利率为 32.75%，同比+0.72pct。毛利率稳中有升，判断主要系有税业务短暂调整下免税业务占比扩大、有税折扣回收推动业务毛利率提升所致。
- 分产品毛利率来看，免税/有税 2025 年毛利率分别为 36.97%/17.13%，分别同比-2.53/+3.68pct。免税毛利率有所下滑，结合子公司利润率变化来看，判断主要系口岸毛利率有所下滑；有税毛利率有所恢复，或主要系海南区域免税销售好转，对应会员购等有税板块折扣收缩所致。
- 2025Q4 来看，公司毛利率为 33.34%，同比+4.8pct，环比+1.3pct。本期毛利率提升明显，主要系由于免税业务占比扩大、销售回暖免税及有税业务回收折扣、人民币升值带来采购成本降低。

日上上海商誉减值、职工薪酬增加、递延所得税费用增加，公司 2025 净利率下滑

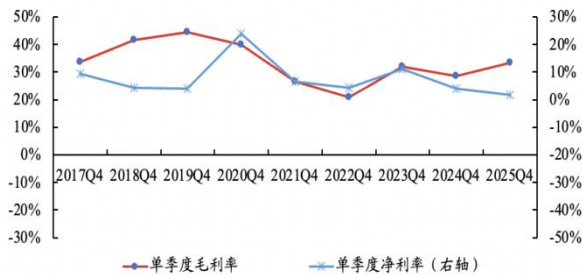
- 公司 2025 年净利率为 6.87%，同比-1.74pct。净利率较毛利率有所下行主要系日上上海部分业务调整，对应职工薪酬增加推动管理费用提升、商誉减值增加导致资产减值增长、递延所得税费用增加致使所得税率提升。
- 公司 2025 年期间费用 102.01 亿元，期间费用率 19.00%，同比+1.03pct。公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 16.17%/4.11%/0.17%/-1.45%，同比分别+0.12pct/+0.58pct/+0.13pct/+0.19pct。
- 2025Q4 来看，公司净利率/归母净利率分别为 1.63%/3.86%，同比变动-2.47pct/+1.28pct，环比变动-3.13pct/+0.00pct，本期对日上上海进行商誉减值致使净利润承压，排除该影响后净利率达 4.1%与同期持平。净利率提升幅度小于毛利率主要系所得税率提升、管理费用增加，其中所得税率提升明显，判断主要是因为日上上海机场免税业务收缩后对应递延所得税资产或负债发生转回。管理费用增长，判断主要系日上上海业务调整对应部分人工成本等上升。日上上海 2025H2 亏损，对应少数股东收益下滑，推动归母净利率同比增幅大于净利率。
- 公司 2025Q4 期间费用率为 21.36%，同比变化+2.17pct，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 16.10%/6.41%/0.16%/-1.31%，同比分别变动-0.75pct/+2.16pct/+0.08pct/+0.68pct。

图 3、公司毛利率及净利率变动情况



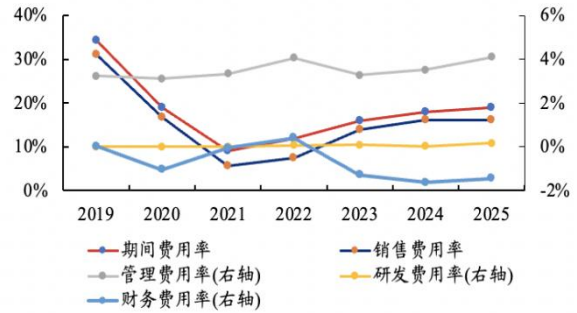
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、公司单季度毛利率及净利率变动情况



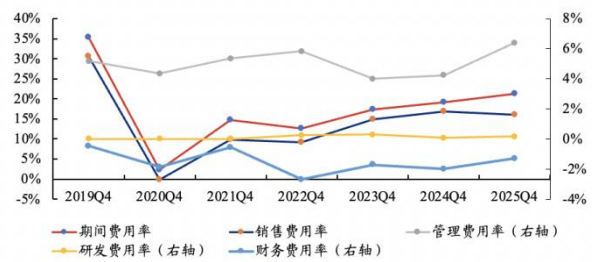
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司期间费用率变化



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、公司单季度期间费用率变化



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2025 年每股经营性现金流净额为 2.92 元，同比少流入 0.91 元

- 2025 年公司经营活动净现金流同比减少 24%，主要系由于报告期内销售收款减少所致。
- 分季度来看，公司 2025 年 Q1/Q2/Q3/Q4 每股经营性现金流分别为-1.51 元/-1.05 元/0.38 元/1.29 元，同比分别-4.08 元/-0.58 元/-0.01 元/-0.08 元。

子公司财务情况

海南免税净利率恢复显著，日上上海业务调整致使亏损

- 子公司营收来看,2025 年三亚免税店/海免公司/海口免税城/日上上海/其他分别为 198 亿元/33 亿元/58 亿元/120 亿元/109 亿元，分别同比变动 -3%/-7%/+4%/-25%/+17%。其中 2025H2 来看，三亚免税店/海免公司/海口免税城/日上上海/其他营收分别同比变动+13%/-4%/+8%/-32%/+35%。2025 年下半年，海南两大主力店收入同比增速回升明显，日上上海因业务调整相对承压，其他口岸或受门店扩张、品类拓展推动，销售实现高增。
- 子公司营业利润率来看，2025 年三亚免税店/海免公司/海口免税城/日上上海/其他/中免国际分别为 5.24%/2.49%/1.24%/3.53%/12.32%/4.53%，分别同比变动+3.1pct/-1.1pct/+4.0pct/-4.9pct/-8.0pct/-0.8pct。其中 2025H2，三亚

免税店/海免公司/海口免税城/日上上海/其他营业利润率分别同比变动+5.9pct/+0.7pct/+7.2pct/-8.6pct/-10.6pct。中免国际营业利润率+1.4pct。2025 下半年,海南地区销售回升、毛利率提升带动子公司盈利水平显著恢复;日上上海营业利润率下滑较多,判断主要系收入承压而部分成本相对刚性及商誉减值。

表 1、中国中免子公司经营情况

公司	项目	2024H1	2024H2	2024	2025H1	2025H2	2025
三亚市内免税店	营业收入 (亿元)	119.86	84.32	204.18	103.43	94.88	198.30
	YOY	-28.97%	-26.61%	-28.01%	-13.71%	12.52%	-2.88%
	营业利润 (亿元)	6.43	-2.04	4.38	7.13	3.27	10.40
	YOY	-68.23%	-118.07%	-86.10%	10.92%	259.99%	137.24%
	营业利润率	5.36%	-2.42%	2.15%	6.89%	3.45%	5.24%
	净利润 (亿元)	-	-	-	6.05	2.71	8.76
	净利润率	-	-	-	5.85%	2.86%	4.42%
海免公司	营业收入 (亿元)	20.02	15.51	35.54	18.26	14.87	33.13
	YOY	-28.72%	-26.42%	-27.74%	-8.80%	-4.17%	-6.78%
	营业利润 (亿元)	1.20	0.05	1.26	0.67	0.15	0.82
	YOY	-69.59%	-95.24%	-75.33%	-44.11%	178.98%	-34.48%
	营业利润率	6.01%	0.35%	3.54%	3.68%	1.02%	2.49%
	净利润 (亿元)	-	-	-	0.57	0.11	0.68
	净利润率	-	-	-	3.15%	0.71%	2.05%
海口免税城公司	营业收入 (亿元)	30.43	25.31	55.74	30.56	27.43	57.99
	YOY	-	-	-18.49%	0.42%	8.40%	4.04%
	营业利润 (亿元)	-4.30	2.75	-1.55	-4.24	4.96	0.72
	YOY	-	-	-415.00%	1.45%	80.10%	146.44%
	营业利润率	-14.13%	10.87%	-2.78%	-13.86%	18.06%	1.24%
	净利润 (亿元)	-	-	-	-4.24	4.54	0.31
	净利润率	-	-	-	-13.86%	16.56%	0.53%
日上上海	营业收入 (亿元)	85.00	75.34	160.35	68.70	51.40	120.10
	YOY	3.70%	-21.71%	-10.02%	-19.18%	-31.78%	-25.10%
	营业利润 (亿元)	8.13	5.41	13.55	4.95	-0.71	4.24
	YOY	3178.85%	-17.98%	97.86%	-39.13%	-113.20%	-68.72%
	营业利润率	9.57%	7.18%	8.45%	7.21%	-1.39%	3.53%
	净利润 (亿元)	-	-	-	3.66	-5.75	-2.08
	净利润率	-	-	-	5.33%	-11.18%	-1.73%
中免国际	营业收入 (亿元)	225.49	145.97	371.47	212.38	158.95	371.33
	YOY	-10.98%	-29.56%	-19.34%	-5.81%	8.89%	-0.04%
	营业利润 (亿元)	17.79	1.85	19.64	12.60	4.20	16.81
	YOY	-15.33%	-17.45%	-15.53%	-29.17%	127.10%	-14.45%
	营业利润率	7.89%	1.27%	5.29%	5.93%	2.64%	4.53%
	净利润 (亿元)	-	-	-	10.32	3.45	13.77
	净利润率	-	-	-	4.86%	2.17%	3.71%
其他	营业收入 (亿元)	49.22	43.82	93.04	50.01	59.15	109.16

YOY	-38.30%	-48.21%	-3.07%	1.61%	34.98%	17.33%
营业利润 (亿元)	12.90	6.03	18.93	11.59	1.86	13.45
YOY	216.08%	-62.23%	-3.16%	-10.18%	-69.22%	-28.98%
营业利润率	26.22%	13.76%	20.35%	23.18%	3.14%	12.32%
净利润 (亿元)	-	-	-	9.22	1.13	10.35
净利润率	-	-	-	18.43%	1.91%	9.48%

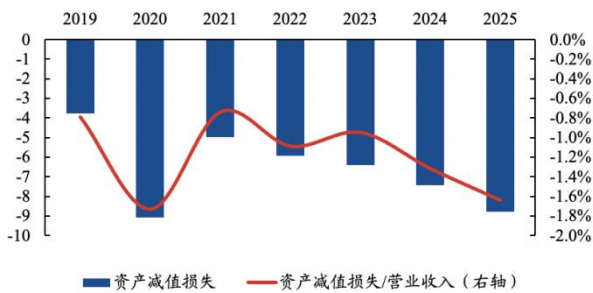
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

其他重要财务数据

资产减值/营收略有增长：2025 年公司资产减值损失 8.79 亿元，占收入比重提升了 0.3pct，主要是本期对日上上海商誉计提减值。排除该影响后，公司资产减值实际有所压降。

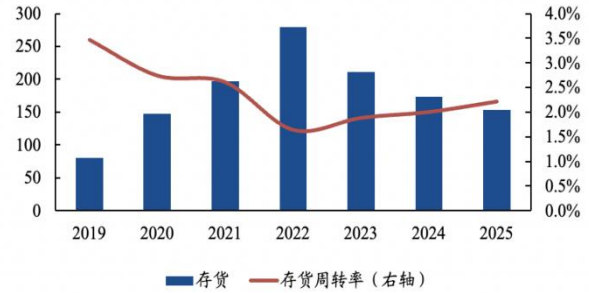
库存周转略有加快：2025 年公司存货达 153.02 亿元，同比减少 11.8%，存货周转率为 2.2%，较去年同期增加 0.2pct，判断系公司精细化库存管理，运营效率有所提升。

图 7、公司资产减值损失情况 (亿元)



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、公司存货及周转情况 (亿元)



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

主要经营情况进展

1) 口岸店运营：门店拓展方面，2025 年，上海浦东国际机场 T2 航站楼及 S2 卫星厅进出境免税店、上海虹桥国际机场进出境免税店、北京首都国际机场 T3 航站楼进出境免税店、广州白云机场 T3 航站楼出境店等 16 个免税店经营权项目，公司在国内大中型机场及口岸的渠道优势进一步巩固。**商业模式方面，**积极探索机场商业新模式，兰州机场项目有税商业创新采用“低保底+阶梯分成”的收益模式，通过丰富的商业品牌、特色的地方美食、精美的文创产品、创新的体验空间打造“高端零售+地域文化”的独特氛围，销售额在同级次机场有税业务中位列前茅，并形成可复制、可推广的运营模式。

2) 市内店运营: 公司 13 家取得经营权的市内免税店均已实现开业或运营, 创新打造“免税+有税”“线下+线上”“进口+国产”三位一体运营模式, 构建沉浸式体验消费新场景, 并积极引入各地特色国产优质商品, 开展“离境退税商店”资质申请及“即买即退”模式的落地, 构建“语言无障碍、支付无障碍、服务无死角”的消费环境, 提升外籍旅客购物体验。

3) 线上平台运营: 加强线上平台的运营, 围绕新老客分层触达、用户转化漏斗优化等关键任务, 深度推进数据价值挖掘与应用创新, 精准洞察市场需求、优化销售转化路径, 系统性提升数据产品的场景化服务能力。围绕提升平台生态力、赋能品质零售, 推动海南与前海线上平台整合, 通过团队重构、流程梳理、资源聚合、规则统一, 促进平台间运营策略及效率的连通, 两大平台整合初见成效。

4) 海外布局: 2026 年 1 月, 公司发布公告, 与 DFS 达成协议, 公司全资子公司将收购 DFS 大中华区零售业务, 公司与 LVMH 签订战略合作备忘录。这是公司落实发展战略, 把握行业整合浪潮的重要战略举措, 有利于公司快速建立在港澳市场的优势, 实现国际化能力跃升, 有利于公司实现产业升级、商品结构优化、服务水平提升, 具有较强的产业协同效应, 可进一步增强公司核心竞争力。此外, 公司持续深耕港澳市场, 新设 3 家门店, 首次进入越南市场, 斩获越南河内、富国机场 10 年供货协议, 境外业务持续扩大。公司还积极推动国潮出海, 成功签署多个头部国潮品牌海外代理权, 在港澳、东南亚、日本等区域实现业务突破。

5) 产品及品牌合作: 自有品牌, 以中免健康为切入点, 拓展香化、文创等品类产品开发与孵化, 推出新品近 100 款, 并与华熙生物等品牌商联合打造多款联名产品。**首发经济,** 大力发展首发经济, 公司成功打造顶流首店集群, 包括全球最大迪奥香氛美妆“新风貌”旗舰店、全国最大华为甄选店等, 全年引进首发新品超 140 款, 落地 27 家品牌首店, 重磅引入迪士尼等 30 余个热门 IP, 全面覆盖不同客群消费需求, 构建起特色鲜明的首发消费生态。**品牌趋势,** 加大 3C 数码、户外运动、黄金、文创等高潜品类引进力度, 全年引入超 400 个新品牌。敏锐布局银发经济, 加大摄影数码、健康保健等银龄商品推广力度, 贡献销售增量。

6) 综合运营能力升级: 深化产品运营, 构建产品运营指标体系, 开发核心运营看板, 支持采购决策和库存调配效率的提升; 建立分级采购授权体系, 打造中免大采购格局, 赋予前端业务单元更大的灵活性和快速响应能力; 搭建精细化订分货体系, 显著改善畅销品供给, 缓解长尾品滞销难题, 推动存货周转率持续提升。加强数字化建设, 以星云项目数据赋能线上平台推荐算法优化, 并构建客户动态行为追踪与客户分群体系, 为精准营销提供数据支撑。优化供应链履约流程, 整合仓储物流资源, 推动创新模式落地, 显著提升供应链效率。

估值与评级：2025 年 Q4 海南销售及盈利水平恢复明显，展望 2026 全年，渠道结构及品类结构持续优化、免税及有税渠道香化等折扣持续收窄、人民币升值等因素持续推动公司毛利率改善，同时业务调整对应费用多数已在 2025 年确认，销售保持恢复下经营杠杆亦在释放，公司基本面向好趋势不改。预计 2026-2028 年公司归母净利润为 52.83/62.16/72.30 亿元，2026 年 4 月 13 日股价对应 PE 为 27.2/23.1/19.8 倍。维持“增持”评级。

风险提示：政策变化风险、消费提振不及预期、投资不及预期风险、行业竞争加剧风险

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	56226	59567	106629	318057
货币资金	33781	39396	83978	293540
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	73	62	71	454
预付款项	839	813	923	983
存货	15302	14992	16731	17574
其他	6231	4304	4927	5505
非流动资产	18757	20017	20250	19251
长期股权投资	3556	3956	4256	4456
固定资产	6280	7473	8124	8079
在建工程	1759	1130	715	357
无形资产	1984	1999	2011	1923
商誉	485	485	485	485
其他	4694	4974	4660	3950
资产总计	74983	79584	126880	337308
流动负债	9647	10087	53298	258978
短期借款	227	277	327	327
应付票据及应付账款	3985	4341	4930	5252
其他	5435	5469	48042	253399
非流动负债	4210	4710	4730	4751
长期借款	2849	2849	2849	2849
其他	1362	1862	1882	1903
负债合计	13857	14797	58029	263729
股本	2069	2078	2078	2078
未分配利润	34257	36181	38916	42097
少数股东权益	5656	5993	6390	6852
股东权益合计	61126	64787	68851	73578
负债及权益合计	74983	79584	126880	337308

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	3586	5283	6216	7230
折旧和摊销	1314	1541	1596	1630
营运资金的变动	-493	2263	40330	203513
经营活动产生现金流量	6059	9946	49018	213258
资本支出	-1220	-1600	-730	-30
长期投资	-2280	-500	-400	-300
投资活动产生现金流量	-3480	-2738	-1763	-558
债权融资	398	550	70	23
股权融资	95	608	0	0
融资活动产生现金流量	-3182	-1165	-2673	-3137
现金净变动	-1034	5613	44581	209563

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	53694	56087	63483	68152
营业成本	36109	36941	41955	44698
税金及附加	1262	1290	1460	1567
销售费用	8684	8750	9713	10495
管理费用	2204	1963	2095	2317
研发费用	90	94	106	114
财务费用	-777	-205	-229	-644
投资收益	-69	62	67	72
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-4	0	0	0
资产减值损失	-879	-400	-350	-300
营业利润	5304	7069	8266	9555
营业外收支	3	0	0	0
利润总额	5307	7069	8266	9555
所得税	1618	1449	1653	1863
净利润	3690	5620	6613	7691
少数股东损益	103	337	397	461
归属母公司净利润	3586	5283	6216	7230
EPS(元)	1.73	2.54	2.99	3.48

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	-4.9%	4.5%	13.2%	7.4%
营业利润增长率	-14.1%	33.3%	16.9%	15.6%
归母净利润增长率	-16.0%	47.3%	17.7%	16.3%
盈利能力				
毛利率	32.8%	34.1%	33.9%	34.4%
归母净利率	6.7%	9.4%	9.8%	10.6%
ROE	6.5%	9.0%	10.0%	10.8%
偿债能力				
资产负债率	18.5%	18.6%	45.7%	78.2%
流动比率	5.83	5.91	2.00	1.23
速动比率	3.70	4.00	1.60	1.14
营运能力				
资产周转率	71.0%	72.6%	61.5%	29.4%
每股资料(元)				
每股收益	1.73	2.54	2.99	3.48
每股经营现金	2.92	4.79	23.59	102.64
估值比率(倍)				
PE	40.0	27.2	23.1	19.8
PB	2.6	2.4	2.3	2.1

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级	
行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数	
	中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平	
	回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数	

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

本公司为华熙生物(688363)做市商。但上述持仓不曾、不会、不会对研究业务的独立性、客观性产生影响。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn