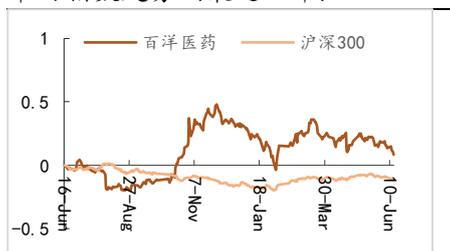


评级： 买入

核心观点

王斌  
首席分析师  
SAC 执证编号: S0110522030002  
wangbin3@sczq.com.cn  
电话: 86-10-81152644

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	28.77
一年内最高/最低价 (元)	42.74/20.64
市盈率 (当前)	21.61
市净率 (当前)	5.53
总股本 (亿股)	5.26
总市值 (亿元)	151.22

资料来源: 聚源数据

相关研究

- **百洋医药: 成熟的品牌商业化平台, 经营效率持续优化。**公司拥有多年的品牌运营经验, 成功孵化出迪巧、泌特等多个品类领导品牌, 产品矩阵覆盖 OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药以及高端医疗器械四大品类, 在零售渠道和医疗终端等形成了成熟的营销模式和领先的推广能力, 近年来公司利润快速增长, 经营效率持续提升。我们认为公司基本面在短中长期均有看点。核心品种迪巧在进口钙补充剂市场排名第一, 龙头地位稳固, 未来市占率仍有提升空间; 公司加大线上和新媒体渠道推广力度, 并通过品类拓展逐步覆盖全年龄段人群, 我们认为迪巧依然具有较大增长潜力。公司在院外市场推广具有丰富的运营经验, 凭借差异化的推广策略和产品优势, 海露滴眼液有望继续保持较快增长。其他品种方面, 纽特舒玛凭借独特的市场品牌定位, 预计将保持快速增长, 泌特和安斯泰来系列等多个经营多年的品牌产品也有望保持平稳增长。长期来看, 公司围绕创新药械进行了多项布局, 获得了多款创新药械的商业化权益, 我们认为公司创新药械收入占比将逐年提升, 成为业绩增长的新动能。

- **拟并购百洋制药, 完善上游工业领域布局。**2024 年 5 月, 公司公告拟以收购百洋制药 60.199% 股权, 百洋制药核心产品包括扶正化瘀系列和奈达等。扶正化瘀系列产品用于治疗肝纤维化, 具有丰富循证医学证据积累, 临床价值突出, 我们认为凭借良好的临床疗效, 在并购完成后借助公司丰富的品牌运营经验, 未来扶正化瘀系列产品仍有较大增长空间。盐酸二甲双胍缓释片 (III) (商品名: 奈达) 是国谈品种, 与传统与骨架型缓释片相比具有诸多优势, 二甲双胍作为糖尿病患者基础用药, 需求量庞大, 凭借突出的临床价值优势, 我们认为奈达有望逐步替代原有剂型, 未来增长潜力充足。除了补充产品线外, 公司业务也将从品牌运营延伸至上游医药制造领域, 有助于公司从健康品牌商业化平台升级为支持源头创新的医药产业化平台, 提供从生产到营销的全产业链解决方案, 为后续承接创新药 CXO 业务 (CDMO+CSO) 奠定良好基础。

- **盈利预测和估值。**不考虑并购, 我们预计 2023 年至 2025 年公司营业收入分别为 81.69 亿元、91.28 亿元和 101.65 亿元, 同比增速分别为 8.0%、11.7% 和 11.4%; 归母净利润分别为 8.77 亿元、11.36 亿元和 14.37 亿元, 同比增速为 33.8%、29.3% 和 26.6%, 以 6 月 14 日收盘价计算, 对应 PE 分别为 17.2、13.3 和 10.5 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示:** 存量品种由于市场竞争激烈, 消费能力下滑等因素导致销售收入不及预期; 创新药械上市进度低于预期, 上市后销售金额不及预期; 并购事项进度低于预期; 产品代理销售推广协议出现不利变化。

---

### 盈利预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营收(亿元)	75.64	81.69	91.28	101.65
营收增速(%)	0.7%	8.0%	11.7%	11.4%
归母净利润(亿元)	6.56	8.77	11.36	14.37
归母净利润增速(%)	30.7%	33.8%	29.3%	26.6%
EPS(元/股)	1.25	1.67	2.16	2.73
PE	23.0	17.2	13.3	10.5

资料来源: Wind, 首创证券

## 1. 百洋医药：成熟的品牌商业化平台，经营效率持续优化

百洋医药是专业的健康品牌商业化平台，核心业务为品牌运营。公司能够为上游工业企业提供全渠道商业化解方案，提升运营效率。经过多年积累，公司已形成强大的营销网络，孵化出迪巧、泌特等多个品类领导品牌，产品矩阵覆盖 OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药以及高端医疗器械四大品类。在销售渠道方面，公司以零售渠道为特色，同时实现全渠道布局，在零售终端、主流医院、电商以及基层/深度市场等均具有专业的团队覆盖，形成了成熟的营销模式和领先的推广能力。除品牌运营业务外，公司还经营批发配送业务和零售业务。

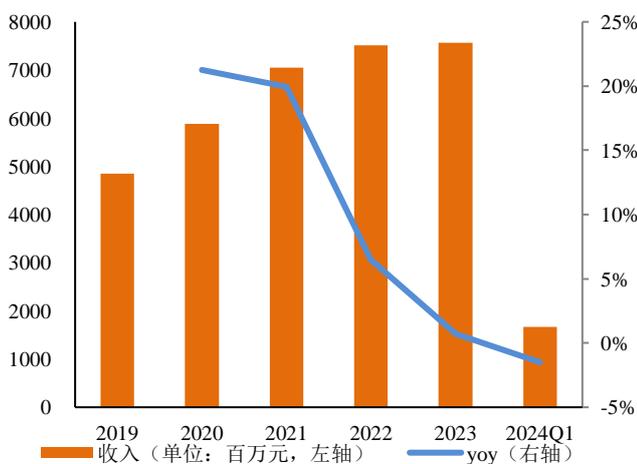
表 1 公司业务类别

业务类别	主要服务内容	主要产品或业务
品牌运营业务	提供消费者教育、产品学术推广、营销策划、商务接洽、产品分销、流向跟踪、供应链管理等服务。	运营迪巧、泌特、海露、安斯泰来系列、罗氏系列、全磁悬浮人工心脏及新品类功效型护肤品：克奥妮斯、艾思诺娜、传哲诺等及自有品牌纽特舒玛等品牌。
批发配送业务	提供医药产品的批发、配送	配送药品、中药饮片、医疗器械、诊断试剂、医用耗材等
零售业务	通过自有药房、网上药店进行零售	销售医药、医疗器械、保健食品、化妆品

资料来源：公司公告，首创证券

2019 年至 2023 年，公司收入 GACR 为 11.76%，归母净利润 GACR 为 32.98%，业绩呈现出快速增长态势，2023 年公司收入增速放缓主要是由于公司主动控制批发配送业务规模影响，当年品牌运营业务实现营业收入 44 亿元 (+18.91%)，依然保持较快增长。公司净利率呈现出持续提升态势，我们认为主要是由于：(1) 收入结构发生变化，盈利能力更强的品牌运营业务收入占比在持续提升；(2) 公司运营效率提升，规模效应体现，费用率持续优化。

图 1 公司近年来收入情况



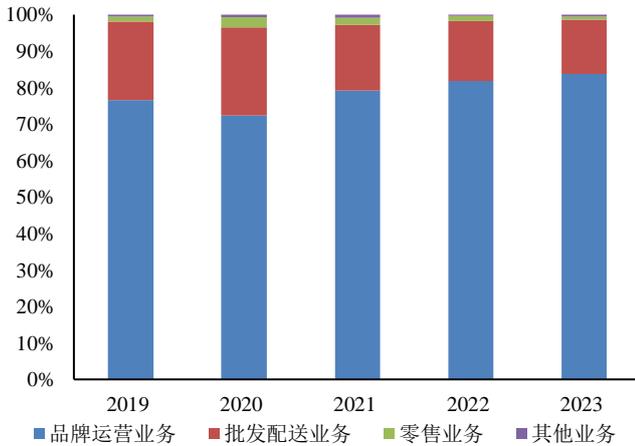
资料来源：公司公告，首创证券

图 2 公司近年来利润和净利率情况



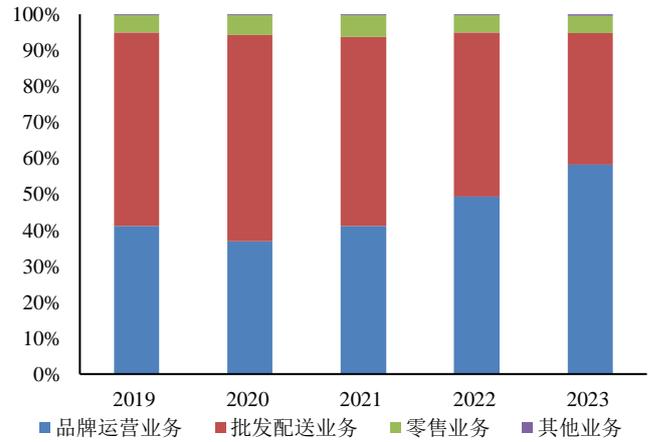
资料来源：公司公告，首创证券

图 3 公司各项业务毛利占比



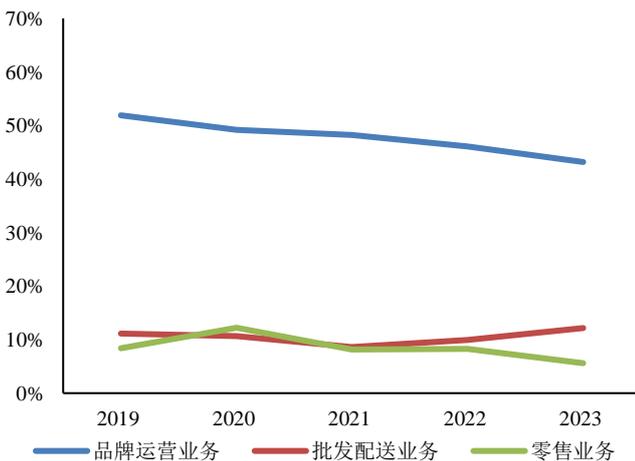
资料来源：公司公告，首创证券

图 4 公司各项业务收入占比



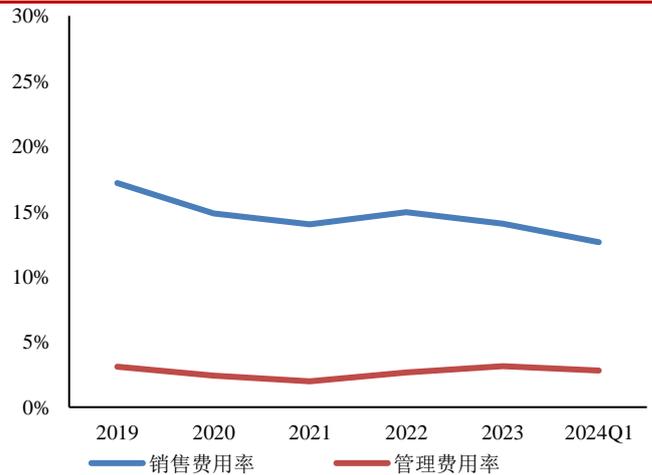
资料来源：公司公告，首创证券

图 5 公司各项业务毛利率情况



资料来源：公司公告，首创证券

图 6 公司各项业务费用率情况



资料来源：公司公告，首创证券

## 2. 迪巧、海露和纽特舒玛等品种有望继续保持较快增长，创新药械增添长期增长动能

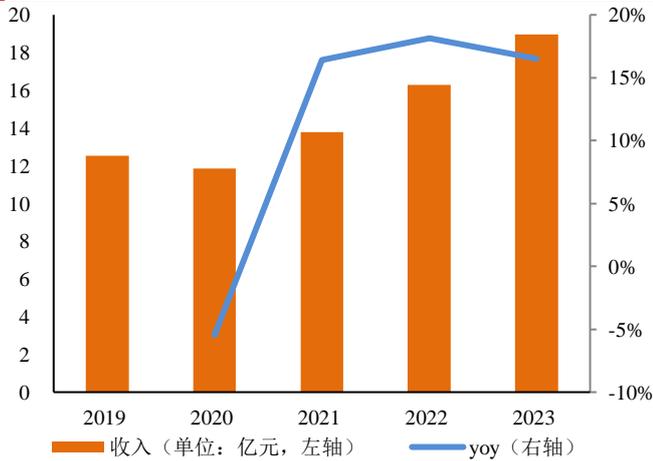
公司品牌运营业务的核心品种包括迪巧、泌特等。其中迪巧系列产品为补钙制剂，生产商为美国安士，公司与美国安士签订了长期合作协议。早期公司针对该产品制定了差异化的品牌定位和推广策略，将补钙品类细分为中老年补钙品类及母婴补钙品类，并以迪巧品牌主导母婴补钙细分品类；同时将补钙品类细分为国产补钙品类及进口补钙品类，并以迪巧品牌主导进口补钙细分品类；公司根据母婴细分人群的需求特点，将迪巧品牌定义为“进口钙领先品牌”。目前迪巧已经成为国内补钙制剂市场中领先品牌，获欧睿认证“连续八年国内进口钙补充剂市场第一”。近年来迪巧系列产品保持快速增长，2021年至2023年同比增速均在15%以上。

根据米内网的统计，2019年至2022年我国钙制剂合计市场规模从114亿元增加到

154 亿元，CAGR 为 11%，保持平稳增长。从渠道角度看，2019 年至 2023 年钙制剂在实体药店销售金额占比略有提升，在公立医疗机构销售金额占比有所下滑，但是在网上药店销售金额占比快速提升，由于钙制剂主要用于从儿童到老年人等各年龄段人群的营养补充，产品受众广，并具有较强的自我诊疗产品属性，我们认为：(1) 钙制剂在院外渠道，特别是在线上渠道的销售占比将持续提升；(2) 消费者对于行业龙头品牌产品认可度较高，预计其市占率仍有提升空间。

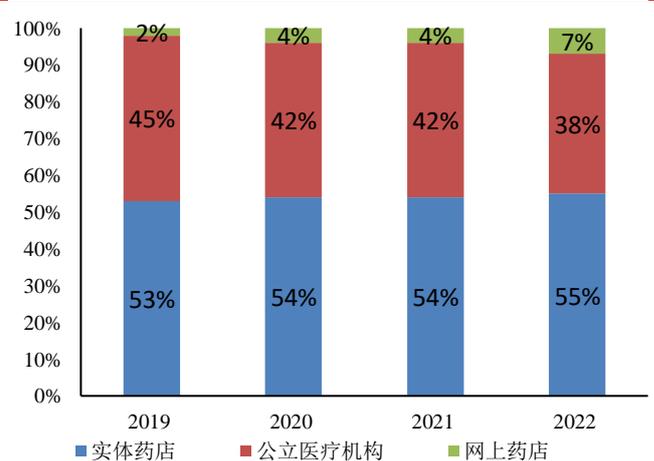
米内网数据显示，2023 年上半年迪巧(安士)在城市实体药店终端市占率为 12.10%，在公立医疗机构终端市占率为 6.2%。迪巧在零售端市场迪巧市占率为第 3 名，仅次于北京朗迪和惠氏，体现出其具有较强的品牌美誉度和认可度。针对消费者网购占比提升，钙制剂线上销售占比提升的市场趋势，目前公司也将线上作为迪巧的重要销售渠道，借助新媒体如抖音、小红书等开展品牌宣传，实现迪巧 OTC、保健品及跨境小黄条等产品销售金额的持续增长。目前迪巧系列产品主要覆盖母婴和儿童，未来随着面向老年人补钙的“金迪巧”的推出，迪巧将成为覆盖全人群，多剂型的发展的成熟产品，预计未来仍将保持较快增长。

图 7 近年来迪巧收入情况



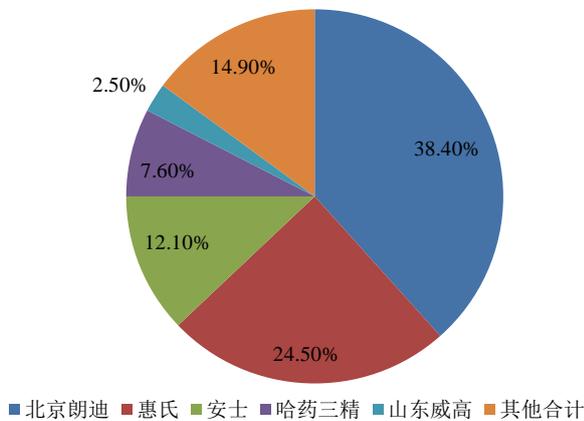
资料来源：公司公告，首创证券

图 8 近年来钙制剂在各个渠道的销售占比



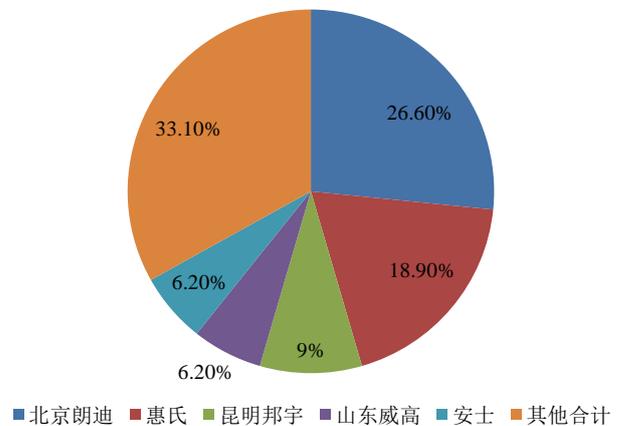
资料来源：米内网，首创证券

图 9 2023 年上半年城市实体药店终端钙制剂竞争格局



资料来源：米内网，首创证券

图 10 2023 年上半年公立医疗机构终端钙制剂竞争格局



资料来源：米内网，首创证券

海露®玻璃酸钠滴眼液是德国原装进口的多剂量不含防腐剂的人工泪液，采用了独特的 COMOD®系统包装，精密滴量，开封后有效期长达 3 个月，采用 300 滴大包装，日均使用费用低。玻璃酸钠滴眼液属于眼科常用药，用于眼睛疲劳、眼干燥症、眼干燥综合症等，生产厂家较多，市场竞争较为激烈。公司根据海露滴眼液的优势，采取了差异化的推广策略，精准定位市场和目标人群，积极推动“温和护眼、常滴海露”的品牌宣传，覆盖更多“长期用眼，眼睛不适”人群，通过组织科普讲座等形式，突出海露“大分子、不含防腐剂、专利装置”的产品优势。2021 年至 2023 年海露滴眼液收入从 2.98 亿元快速增长到 6.4 亿元，继续保持行业领导地位。

米内网数据显示，2022 年玻璃酸钠滴眼液在各渠道的合计销售额超过 17 亿元，其中在城市实体药店和网上药店销售额超过 9 亿元，占比超过 50%；2020 年至 2022 年，玻璃酸钠滴眼液在城市实体药店和网上药店销售额从不到 4 亿元增长到超过 9 亿元，网上药店销售占比持续提升。公司在院外市场推广具有丰富的运营经验，我们认为凭借差异化的推广策略和产品优势，海露滴眼液有望继续保持较快增长。

图 11 海露滴眼液近年来收入情况

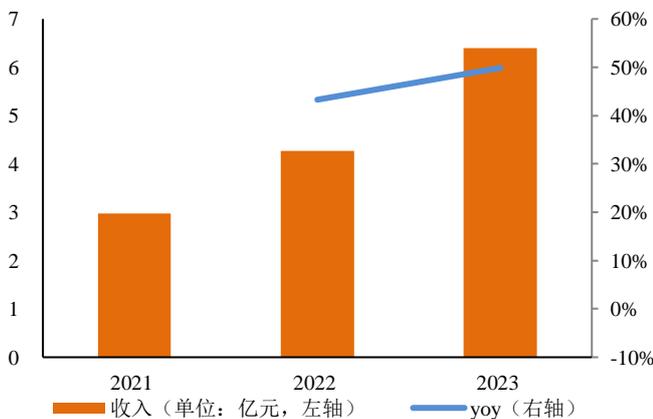


图 12 玻璃酸钠滴眼液在院外市场销售情况



资料来源：公司公告，首创证券

资料来源：米内网，首创证券

除上述品种外，公司还有同步运营多个品牌品种。公司从 2006 年起开始代理销售泌特系列产品，近年来收入较为平稳。纽特舒玛在 2023 年实现了快速增长，通过差异化的品牌定位，预计将保持快速增长。2022 年 11 月，公司与阿斯利康就沙格列汀片（商品名：安立泽）的推广达成协议，2023 年当年实现营业收入 2.38 亿元，较快的放量速度体现出公司具有较强的新品牌运营能力。

表 2 公司其他品牌运营产品情况

产品	基本情况
泌特系列	产品为“复方阿嗝米特肠溶片”，生产商为扬州一洋，适应症为消化不良。
安斯泰来系列	产品包括“哈乐”（盐酸坦索罗辛缓释胶囊）、“卫喜康”（琥珀酸索利那新片）和“贝坦利”（米拉贝隆缓释片）
纽特舒玛	2023 年实现营业收入 0.83 亿元，同比增长 44.36%。纽特舒玛是公司第一个自有产品，公司聚焦疾病营养、体重管理等场景，持续打造纽特舒玛“医用级营养品”的品牌定位，增加纽特舒玛品牌曝光，目前纽特舒玛已进入 200 多家医院。
安立泽	产品为“沙格列汀片”，生产厂家为原研阿斯利康。百洋医药作为特定医院渠道内和零售渠道的独家推广商。安立泽实现营业收入 2.38 亿元，若还原两票制业务后计算，实现营业收入 2.76 亿元。

资料来源：公司公告，首创证券

图 13 泌特系列产品近年来收入情况

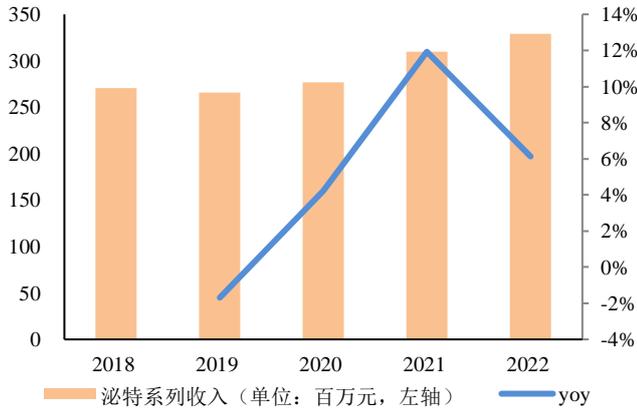
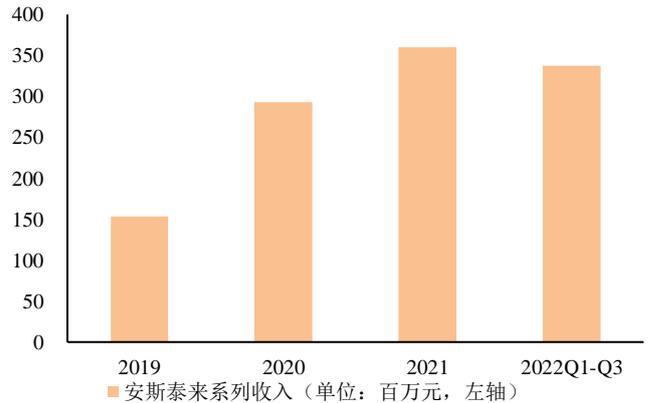


图 14 安斯泰来系列产品近年来收入情况



资料来源：公司公告，首创证券

资料来源：公司公告，首创证券

围绕创新药械，公司也进行了多项布局，积极进行产品管线拓展。母公司百洋集团与国家级科研院校的股权合作，参与 First in Class 创新药械开发，待合作产品获批上市后上市公司将优先取得商业化权益，逐步建立起自身的创新孵化平台。2023 年起，公司在母公司投资孵化的高端医疗器械方面逐步迎来收获期，2023 年 11 月，公司与广东瑞迪奥科技有限公司和北京迈迪斯医疗技术有限公司签署了《商业化合作战略协议》，获得了 99mTc-3PRGD2 等核素药物、超声用电磁定位穿刺引导设备的商业化权益。此外与苏州同心医疗科技股份有限公司的全磁悬浮人工心脏、北京五维康科技有限公司的家用心电图仪等医疗器械也实现商业化。我们认为自 2024 年起，公司创新药械收入占比将逐年提升。

表 3 公司与广东瑞迪奥合作产品基本情况

产品	进度	产品基本情况
99mTc-3PRGD2	完成临床 III 期	99mTc-3PRGD2 具有良好的安全性，在肺部病灶的良恶性鉴别方面，99mTc-3PRGD2 SPECT/CT 与 18F-FDG PET/CT 没有显著性差异，但在肺部肿瘤淋巴结转移判断方面，99mTc-3PRGD2 SPECT/CT 在特异性和准确性方面均优于 18F-FDG PET/CT，临床试验到达主要终点和次要终点。99mTc-3PRGD2 SPECT/CT 能够弥补增强 CT 对肺部肿瘤淋巴结转移灶的漏诊以及 18F-FDG PET/CT 对肺部肿瘤淋巴结转移灶的误诊。
99mTc-HP-Ark2 ( <sup>99m</sup> Tc) 胍基烟酰胺双链 Ark 肽注射液)	已获得临床默示许可	HER2 阳性乳腺癌的诊断及鉴别诊断
99mTc-POFAP	——	广谱肿瘤显像剂

资料来源：公司公告，CDE，国家自然科学基金委员会，中国网财经，首创证券

### 3. 拟并购百洋制药，完善上游工业领域布局

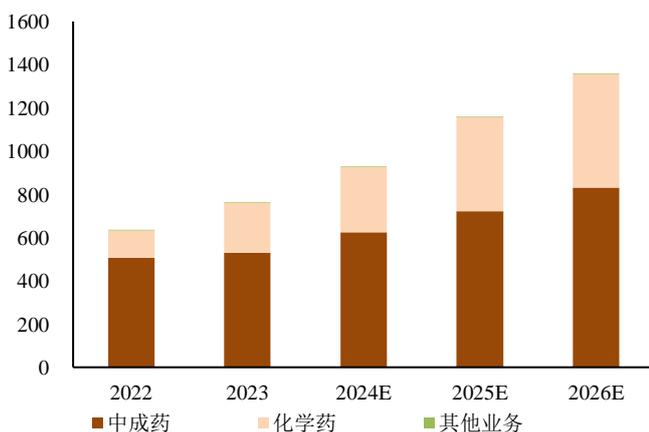
2024 年 5 月，公司公告拟以现金收购百洋制药 60.199% 股权，交易金额为 8.8 亿，本次交易完成后公司将成为百洋制药的控股股东。百洋制药的主要产品包括：治疗肝纤维化的中成药产品扶正化瘀系列（扶正化瘀胶囊和扶正化瘀片）；用于治疗高血压的化药产品硝苯地平，用于治疗高血糖的化药产品二甲双胍。

扶正化癍系列产品具有丰富循证医学证据积累，临床价值突出，被《原发性肝癌三级预防共识 2022 年版》等多项权威指南共识推荐。多项研究表明，扶正化癍系列产品能够实现逆转肝纤维化，改善患者肝病终点事件、提高生存率，长期服用扶正化癍可显著提高肝硬化患者生存率，降低乙肝肝硬化患者肝癌发生风险。扶正化癍系列产品已经纳入国家医保目录和基药目录，特别是在 2018 年纳入基药目录后，百洋制药围绕扶正化癍“抗病毒+抗肝纤维化”的产品特点，加大市场推广力度，截至 2023 年末，扶正化癍产品的销售已覆盖全国近 6200 家医院，未来计划进一步开拓的医院约 6000 家。目前公司为扶正化癍的零售渠道总代理，负责扶正化癍等产品的零售渠道销售。我们认为凭借良好的临床疗效，同时借助公司在零售市场丰富的品牌运营经验，未来扶正化癍系列产品仍有较大增长潜力。

百洋制药的化学药的产品线包括以缓控释制剂技术为核心的奈达二甲双胍、硝苯地平、塞来昔布等品种。2023 年 1 月，盐酸二甲双胍缓释片（III）（商品名：奈达）通过国家医保谈判，为后续市场推广和放量奠定了良好基础。盐酸二甲双胍缓释片（III）为渗透泵型产品，与骨架型缓释片相比，片型小，易于吞服，所有材料均为生物可降解的材料；药物释放由恒定的渗透压驱动，药物释放恒定，体内血药浓度波动小，降糖疗效稳定，毒副作用小。

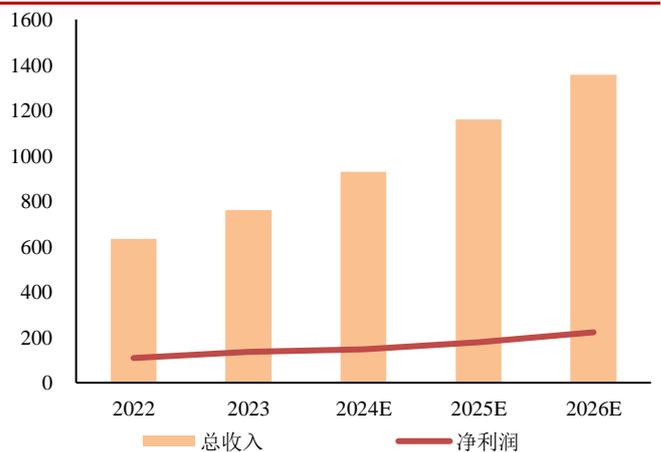
二甲双胍为糖尿病患者基础用药，《中国 2 型糖尿病防治指南（2020 年版）》推荐使用盐酸二甲双胍治疗 2 型糖尿病：推荐生活方式管理和二甲双胍作为 T2DM 患者高血糖的一线治疗。若无禁忌证，二甲双胍应一直保留在糖尿病的治疗方案中。2019 年至 2022 年二甲双胍销售金额出现较大幅度下滑，主要是由于 2020 年集采后降价影响。根据国家医保局的统计，2023 年全国医疗机构使用二甲双胍集采中选药品 114 亿片，其中 0.25g 规格的用量为 46 亿片，0.5g 规格的用量为 68 亿片，中选二甲双胍用量占该药品总用量的 84%，若考虑院外市场，预计二甲双胍使用量更大。凭借突出的临床优势，我们认为奈达有望逐步替代原有剂型，未来增长潜力充足。

图 15 百洋制药近年来产品销售情况及 2024-2026 年收入预测（单位：百万元）



资料来源：公司公告，首创证券

图 16 百洋制药近年来收入和利润情况及 2024-2026 年业绩预测（单位：百万元）



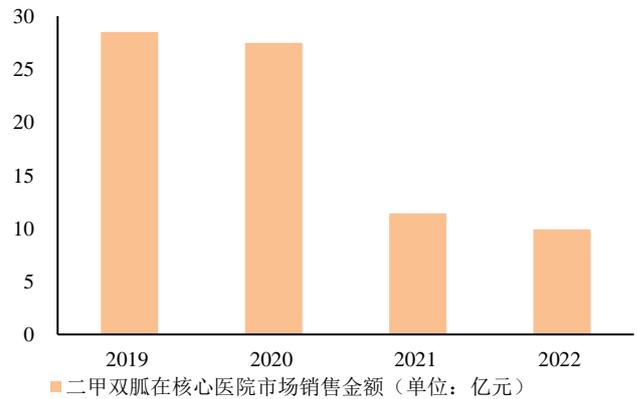
资料来源：公司公告，首创证券

图 17 指南共识对扶正化瘀系列产品推荐情况

- 肝硬化中西医结合诊疗共识（2011）【首推】
- 肝硬化门静脉高压食管胃静脉曲张出血的防治指南（2016）【首推】
- 肝硬化腹水中医诊疗专家共识意见（2017）【首推】
- 肝硬化腹水及相关并发症的诊疗指南（2017）
- 肝硬化肝性脑病诊疗指南（2018）【首推】
- 肝纤维化中西医结合诊疗指南（2019）【首推】
- 肝硬化诊疗指南（2019）
- 肝纤维化诊断及治疗共识（2019）【首推】
- 慢性乙型肝炎防治指南（2019）
- 原发性肝癌二级预防共识（2021）
- 原发性肝癌三级预防共识（2022）

资料来源：肝胆相照平台公众号，首创证券

图 18 近年来二甲双胍在核心医院销售情况



资料来源：法伯科技，首创证券

我们认为若本次并购成功完成。一方面公司业务将从品牌运营延伸至上游医药制造领域，有助于公司从健康品牌商业化平台升级为支持源头创新的医药产业化平台，提供从生产到营销的全产业链解决方案，为后续承接创新药 CXO 业务（CDMO+CSO）奠定良好基础。另一方面新增扶正化瘀系列、奈达等重磅品种，进一步丰富了公司产品矩阵和适应症覆盖范围，为业绩增长提供新的动能。

#### 4. 盈利预测与投资评级

不考虑并购，我们预计 2023 年至 2025 年公司营业收入分别为 81.69 亿元、91.28 亿元和 101.65 亿元，同比增速分别为 8.0%、11.7%和 11.4%；归母净利润分别为 8.77 亿元、11.36 亿元和 14.37 亿元，同比增速为 33.8%、29.3%和 26.6%，以 6 月 14 日收盘价计算，对应 PE 分别为 17.2、13.3 和 10.5 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

#### 5. 风险提示

存量品种由于市场竞争激烈，消费能力下滑等因素导致销售收入不及预期；创新药械上市进度低于预期，上市后销售金额不及预期；并购事项进度低于预期；产品代理销售推广协议出现不利变化。

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,454	5,394	5,964	7,130	经营活动现金流	610	-612	1,111	841
现金	1,180	547	950	1,372	净利润	656	878	1,135	1,437
应收账款	2,073	2,213	2,428	2,655	折旧摊销	35	41	40	38
其它应收款	0	0	0	0	财务费用	64	41	37	37
预付账款	167	175	205	227	投资损失	-43	-21	-21	-21
存货	685	2,174	2,044	2,481	营运资金变动	-78	-1,550	-80	-654
其他	174	199	217	242	其它	-8	4	6	11
非流动资产	845	866	1,049	1,242	投资活动现金流	-160	-70	-102	-105
长期投资	238	238	238	238	资本支出	-114	-77	-225	-234
固定资产	213	219	224	259	长期投资	-57	0	0	0
无形资产	105	94	85	76	其他	45	11	7	123
其他	205	191	188	185	筹资活动现金流	-254	50	-607	-314
资产总计	5,299	6,260	7,013	8,372	短期借款	23	-50	-50	-50
流动负债	1,820	1,817	1,896	1,984	长期借款	-8	0	0	0
短期借款	462	412	362	312	其他	163	621	16	502
应付账款	626	657	706	756	现金净增加额	196	-633	402	422
其他	101	101	101	101					
非流动负债	837	839	860	881	<b>主要财务比率</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	111	113	134	155	营业收入	0.7%	8.0%	11.7%	11.4%
负债合计	2,657	2,656	2,756	2,865	营业利润	31.7%	35.3%	29.0%	26.4%
少数股东权益	-26	-31	-36	-43	归属母公司净利润	30.7%	33.8%	29.3%	26.6%
归属母公司股东权益	2,668	3,635	4,293	5,550	获利能力				
负债和股东权益	5,299	6,260	7,013	8,372	毛利率	30.0%	33.0%	35.6%	38.0%
					净利率	8.5%	10.7%	12.4%	14.1%
					ROE	24.8%	24.4%	26.7%	26.1%
					ROIC	24.4%	25.9%	29.1%	29.7%
<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	偿债能力				
营业收入	7,564	8,169	9,128	10,165	资产负债率	50.1%	42.4%	39.3%	34.2%
营业成本	5,297	5,474	5,881	6,300	净负债比率	49.9%	35.2%	29.2%	22.0%
营业税金及附加	38	41	46	51	流动比率	2.4	3.0	3.1	3.6
营业费用	1,062	1,185	1,369	1,555	速动比率	2.1	1.8	2.1	2.3
研发费用	11	0	0	0	营运能力				
管理费用	238	229	246	264	总资产周转率	1.4	1.3	1.3	1.2
财务费用	56	41	37	37	应收账款周转率	3.7	3.8	3.9	4.0
资产减值损失	2	2	2	2	应付账款周转率	8.6	8.5	8.6	8.6
公允价值变动收益	1	1	1	1	每股指标(元)				
投资净收益	43	20	20	20	每股收益	1.2	1.7	2.2	2.7
营业利润	888	1,201	1,550	1,959	每股经营现金	1.0	-1.2	2.1	1.6
营业外收入	3	2	2	2	每股净资产	5.1	6.9	8.2	10.6
营业外支出	17	15	15	15	估值比率				
利润总额	874	1,188	1,537	1,946	P/E	23.04	17.23	13.32	10.52
所得税	234	315	407	516	P/B	5.67	4.16	3.52	2.72
净利润	640	873	1,130	1,430					
少数股东损益	-16	-4	-6	-7					
归属母公司净利润	656	877	1,136	1,437					
EBITDA	965	1,271	1,614	2,021					
EPS (元)	1.25	1.67	2.16	2.73					

## 分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经历，对医药行业多个细分领域有跟踪和研究经验。作为团队核心成员，于 2019 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 5 名，公募榜单第 4 名；于 2020 年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第 3 名，公募榜单第 2 名。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、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。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券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，投资者应当考虑到首创证券及/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。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

1. 投资建议的比较标准	评级	说明
投资评级分为股票评级和行业评级  以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上  增持 相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间  中性 相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间  减持 相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
2. 投资建议的评级标准  报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现  中性 行业与整体市场表现基本持平  看淡 行业弱于整体市场表现