

# 药石科技 (300725.SZ)

## 业绩逐季好转, Q3 有望迎来利润增速拐点

药石科技发布 2022 年中报。2022 年上半年收入 7.35 亿元, 同比增长 18.23%; 归母净利润 1.53 亿元, 同比下滑 59.84%; 扣非净利润 1.51 亿元, 同比增长 4.15%。Q2 单季度收入 3.99 亿元, 同比增长 18.91%; 归母净利润 0.82 亿元, 同比下滑 73.59%; 扣非净利润 0.86 亿元, 同比增长 6.78%。

收入逐季向好 Q2 创新高, 产能持续释放有望推动 Q3 迎来利润增速拐点

2022 年上半年整体业绩符合预期。收入端, Q2 单季度收入接近 4 亿元, 创单季度新高, 环比持续改善。公司 2021 年上半年大订单集中确认、叠加 Q2 晖石的投资收益, 基数较高。2021 年 Q3 开始, 产能受限叠加大订单确认周期的影响, 公司单季度收入环比出现下滑。今年 Q1 和 Q2 开始环比收入改善, 并持续创新高。后续随着产能持续释放, 我们预计今年 Q3 和 Q4 收入环比会持续向好。

利润端, Q2 扣非利润 8591 万元, 也是单季度扣非新高。扣非利润增速低于收入增速的原因有折旧的影响 (3651.82 万元, 2021 年同期是 1666.83 万元, 增幅 83.97%), 人才储备带来的支出增加 (人力资源相关支出 2.35 亿元, 2021 年同期为 1.06 亿元, 增幅 82.16%), 另外研发投入也大幅度提升。除此之外公司 2022 年上半年发行了可转债, 会产生相应费用, 我们预计也有一定影响。

梳理年报亮点如下:

- 前端业务导流效应显现, CDMO 业务发展迅速。CDMO 业务实现收入 5.55 亿元 (+9.96%), 占比 75.61%; 2022 上半年为 7 个客户 10 个化合物提供制剂 CDMO 服务, 订单金额突破 2800 万元;
- CMC 一体化项目接连突破。2020 年至今累计已承接 API 项目 70 个, 29 个来自国外客户, 13 个进入 III 期及商业化阶段; 11 个制剂项目中 8 个位原料药-制剂一体化, 3 个进入 III 期至商业化阶段;
- 客户拓展积极。公斤级以上终端客户 (仅包含国内外制药公司及中小型创新药公司) 数 166 家, 同比增长 58%; 销售额 500 万以上客户数 35 家, 同比增长 30%。
- 产能建设高速推进。浙江晖石 501、502 车间共计划新增反应釜体积近 260 立方米, 且 503 车间有望于 2023 上半年投入使用, 有利于突破产能瓶颈、提升客户需求承接能力。
- 平台技术持续升级。新药筛选技术平台三大核心小分子化合物库快速扩容, 超 700 亿, 寡核苷酸、ADC、PROTAC 新型小分子布局延伸服务链条; 绿色化学低碳技术研发应用加速。

公司核心竞争力在于基于对研发趋势和化学技术的理解, 实现不同方向的变现。立足分子砌块, 夯实 CDMO 业务布局, 完善药物发现技术服务平台, 全面提升新药发现、开发及商业化一站式服务能力。

**盈利预测与投资评级。**预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.78 亿元、5.44 亿元、7.62 亿元, 增长分别为 -22.4%、43.9%、40.1%。EPS 分别为 1.89 元、2.72 元、3.82 元, 对应 PE 分别为 45x, 31x, 22x, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 疫情影响产能延后投产; 大分子 CDMO 战略执行情况低于预期风险等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,022	1,202	1,670	2,350	3,318
增长率 yoy (%)	54.4	17.5	39.0	40.7	41.2
归母净利润 (百万元)	184	487	378	544	762
增长率 yoy (%)	21.1	164.1	-22.4	43.9	40.1
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.92	2.44	1.89	2.72	3.82
净资产收益率 (%)	9.7	19.2	12.8	15.7	18.1
P/E (倍)	92.7	35.1	45.2	31.4	22.4
P/B (倍)	9.0	7.0	6.1	5.2	4.2

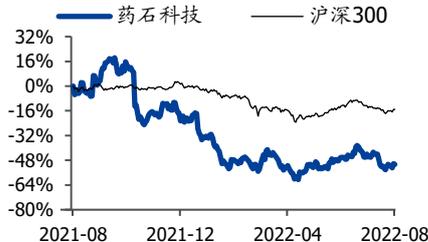
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 12 日收盘价

买入 (维持)

### 股票信息

行业	医疗服务
前次评级	买入
8月12日收盘价(元)	85.51
总市值(百万元)	17,072.76
总股本(百万股)	199.66
其中自由流通股(%)	82.00
30日日均成交量(百万股)	2.85

### 股价走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号: S0680519010001

邮箱: zhangjy@gsczq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号: S0680519010003

邮箱: huruobi@gsczq.com

### 相关研究

- 1、《药石科技 (300725.SZ): 股权激励草案发布, 深度绑定核心人才助力长期发展》2022-06-21
- 2、《药石科技 (300725.SZ): 收入逐季向好 Q1 创新高, 利润端受汇率和费用影响, 期待产能投产后再进一步》2022-04-29
- 3、《药石科技 (300725.SZ): 收入符合预期, Q4 业绩受到停产、汇兑、产能受限等多重影响低于预期》2022-01-26



## 内容目录

事件.....	4
观点.....	4
收入逐季向好 Q2 创新高，产能持续释放有望推动 Q3 迎来利润增速拐点 .....	4
分子砌块+CDMO+药物发现，全方位提升服务能力 .....	6
投资逻辑再梳理，立足分子砌块向创新+CDMO 战略延伸 .....	8
盈利预测与评级.....	9
风险提示.....	9

## 图表目录

图表 1: 2018-2021 年公司收入拆分 (单位: 百万元) .....	5
图表 2: 2022 上半年公司业务拆分 (单位: 亿元) .....	5

## 事件

**药石科技发布 2022 年中报。**2022 年上半年公司实现营业收入 7.35 亿元，同比增长 18.23%；归母净利润 1.53 亿元，同比下滑 59.84%；扣非净利润 1.51 亿元，同比增长 4.15%。

Q2 单季度收入 3.99 亿元，同比增长 18.91%；归母净利润 0.82 亿元，同比下滑 73.59%；扣非净利润 0.86 亿元，同比增长 6.78%。

## 观点

### 收入逐季向好 Q2 创新高，产能持续释放有望推动 Q3 迎来利润增速拐点

**2022 上半年，收入利润创新高，符合预期。**收入端，Q2 单季度收入接近 4 亿元，创单季度新高，环比持续改善。公司 2021 年上半年大订单集中确认、叠加 Q2 晖石的投资收益，基数较高。2021 年 Q3 开始，产能受限叠加大订单确认周期的影响，公司单季度收入环比出现下滑。今年 Q1 和 Q2 开始环比收入改善，并持续创新高。后续随着产能持续释放，我们预计今年 Q3 和 Q4 收入环比会持续向好。

利润端，Q2 扣非利润 8591 万元，也是单季度扣非新高。扣非利润增速低于收入增速的原因有折旧的影响（3651.82 万元，2021 年同期是 1666.83 万元，增幅 83.97%），人才储备带来的支出增加（人力资源相关支出 2.35 亿元，2021 年同期为 1.06 亿元，增幅 82.16%），另外研发投入也大幅度提升。除此之外公司 2022 年上半年发行了可转债，会产生相应费用，我们预计也有一定影响。

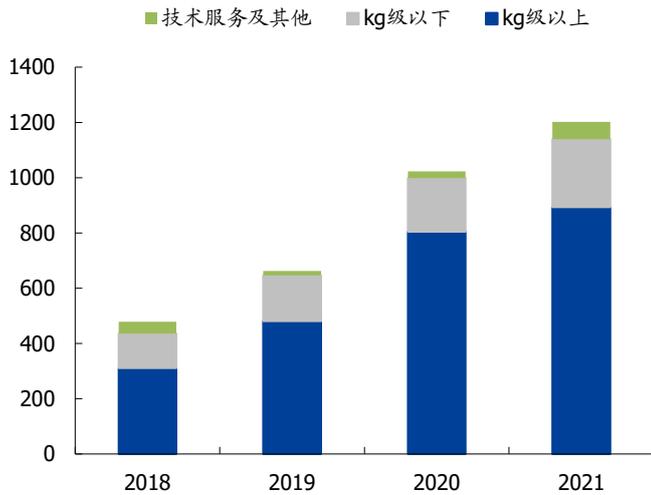
**毛利率方面**，2022 上半年整体毛利率为 47.74%，相比 2020 年同期 49.64% 下滑 1.90pp，基本维持稳定；其中分子砌块业务毛利率 61.95%，相比 2020 年同期下滑 6.82pp；CDMO 业务毛利率 43.17%，相比 2020 年同期下降 2.13%；其他业务毛利率 59.55%，相比 2020 年同期 49.64% 提升 23.14pp。毛利率变化主要来自公司对分子砌块和 CDMO 业务的划分口径，但公司整体综合毛利率水平、业务增速不受此影响。

### 业绩拆分：

**分业务类型看**，前端分子砌块优势夯实、导流效应显现，后端 CDMO 业务实现全方位优化升级，发展迅速。

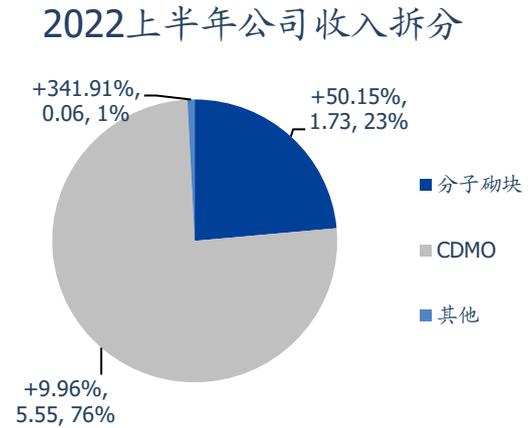
- CDMO 业务实现收入 5.55 亿元（+9.96%），占比 75.61%，剔除某大客户商业化项目交付周期阶段性影响后同比增长 21.14%；2022 上半年为 7 个客户 10 个化合物提供制剂 CDMO 服务，订单金额突破 2800 万元，项目涵盖创新药物的临床前制剂、临床 I/II/III 期制剂及仿制药控释药物研发；
- 分子砌块业务实现收入 1.73 亿元（+50.15%），占比 23.57%；
- 其他业务营收 0.06 亿元（+341.91%），占比 0.82%。

图表1: 2018-2021年公司收入拆分(单位:百万元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

图表2: 2022上半年公司业务拆分(单位:亿元)



资料来源: 公司财报, 国盛证券研究所

分地区来看, 公司海外收入 4.90 亿元 (+7.78%), 占比 66.74%; 国内收入 2.44 亿元 (+46.78%), 占比 33.26%。

从项目角度, 积极发挥中间体+原料药+制剂一体化 CMC 平台优势, 拓展客户多样化需求承接能力。承接项目日趋丰富, 已形成漏斗形管线。

- 分阶段看, 超过 890 个项目处于临床前至临床 II 期, 38 个处于临床 III 期至商业化阶段, 已形成可持续增长项目管线;
- 分类型看, 共承接 API 项目 55 个 (5 个位于临床 III 期及以上阶段)、其中 26 个来自欧美客户; DS/DP 联合项目 4 个 (1 个位于临床 III 期及以上阶段); 10 个制剂项目 (覆盖创新药临床前到上市申请全阶段), 完成 1 个中国 IND 申报注册工作; 2020 年至今累计承接 API 项目 70 个, 29 个来自国外客户, 13 个进入 III 期及商业化阶段; 11 个制剂项目中 8 个为原料药-制剂一体化, 3 个进入 III 期至商业化阶段;
- 分规模看, 完成公斤级以下订单 3000 余个, 公斤级以上项目 200 余个, 完成近 1.5 万种化合物出库, 项目成功率超过 90%。

公司在 2022 上半年完成了多个重点项目:

- 一体化 CMC 项目: 服务区间囊括 API 合成路线开发、工艺优化、GMP 生产、制剂开发生产、注册资料申报全流程。通过合成路线优化缩短关键片段 7 步生产至 2 步, 生产成本降低 50%;
- 国外重点客户 API 项目: 突破原工艺路线长、总收率低、手性 API 实现低效的障碍, 通过杂质控制、成盐拆分、复杂晶型获得与控制、异构体消旋化拆分以及提升收率等方面的优化, 顺利实现 GMP 生产, 并获得后续追加订单;
- 国内工艺优化项目: 针对已上市、医保降价急需控制成本创新药的起始物料, 在 2 个多月内通过多步连投工艺及原料、溶剂回收套用等创新突破, 在有限可优化空间内把该物料的成本降至原来的 3/5, 生产周期缩短 1/4, 同时应用连续流技术进行氧气氧化, 保障生产过程中的本质安全;
- 国外工艺优化项目: 针对高成本新药原料控制性部分氢化的关键步骤, 公司微填充床团队、金属催化团队、创新设备团队通力合作, 快速打通和优化连续加氢工艺路线, 并实现公斤级放大验证, 不但将催化剂贵金属消耗量大大降低, EE 值提升, 产率提高, 而且为设备关键材质提出解决方案。

从客户角度,

- 公司持续扩大服务客户群体，加大有潜力的中小型 biotech 公司市场开拓力度，强化客户池积累；
- 充分利用分子砌块业务积累的客户资源，激活 CMC 项目合作；同时，积极巩固 CMC 一体化专家形象，快速切入 CMC 合作，逐步形成了 CMC 与分子砌块业务双向引流的业务发展新格局。公司承接的 API、制剂 CMC 项目中：
  - ✓ 26% 的客户基于和公司长期合作建立的信任关系，向 CMC 合作引流；
  - ✓ 34% 的客户原先有一定分子砌块目录业务合作基础或零星中间体定制业务，通过一体化 CMC 合作打开局面；
  - ✓ 40% 的客户直接从 CMC 项目切入，与公司建立的业务合作。
- 贯彻以客户为中心的营销服务理念，积极响应客户需求：
  - ✓ 按区域划分 BD 团队，重点充实欧美 BD 人员数量；
  - ✓ 公斤级以上终端客户（仅包含国内外制药公司及中小型创新药公司）166 家，同比增长 58%；
  - ✓ 销售额 500 万元以上客户数 35 家，同比增长 30%。

**财务指标方面：**公司 2022 年上半年销售费用率为 2.68%，比 2021 年同期 2.81% 下降 0.13pp；管理费用率为 11.92%，比 2021 年同期的 10.53% 上升 1.39pp，是由于整体薪酬标准提升、增加对高素质人才的吸引，同时强化人才储备、扩大人员规模，人力资源相关支出 2.35 亿元，相较 2021 年同期的 1.29 亿元同比增加 82.16%；公司研发费用从 2021 年同期的 5081 万元上升至 7182 万元，同比增长 41.36%，研发投入加大，强化各个技术平台的能力建设，提升竞争力。财务费用-1981 万元，2021 年同期为 326 万元。公司综合毛利率 47.74%，较 2020 年同期的 49.64% 下滑了 1.90pp，基本维持稳定。公司各项财务指标体现出公司经营情况良好。

**公司积极推进场地和产能建设。**浙江晖石工厂 501 多功能 GMP 自动化车间于 2022 年 3 月启用，新增反应釜体积 165 立方米；502 车间将于 8 月下旬启用，反应釜体积 94.3 立方米，配备 3 条洁净区生产线及连续流功能区；503 车间计划 2023 年上半年启用，生产自动化水平居行业前沿。持续产能建设有望不断提升公司服务能力，为承接客户更多需求提供坚实保障。

**公司实施 2022 年限制性股票激励计划。**向 206 名中高层管理人员、技术骨干授予了限制性股票 98.11 万股，提高公司员工尤其是新入职优秀员工的积极性。公司将根据中长期规划持续优化激励模式，实现股权激励长期化、常态化。

## 分子砌块+CDMO+药物发现，全方位提升服务能力

公司重视研发，从技术平台建设、人员数量、产能设备等方面进行全面提升，满足持续增长的业务需求，提升公司核心竞争力。2022 年上半年研发费用为 7182 万元，同比增长 41.36%，研发费用率 9.78% 维持行业较高水准。

2022 年上半年公司不断提升整体人才队伍素质，培养具有核心技术竞争力的专业技术团队。截至 2022 年 6 月，公司员工总人数 2159 人，其中博士、硕士、本科学历员工数分别为 97 人、451 人、882 人，占比总人数 4.49%、20.89%、40.85%，硕博、本科人才在 2022 年上半年分别增加 50 人、238 人。

### 1、分子砌块业务链：不断延伸服务链条，布局新兴业务领域，寡核苷酸、PROTAC、ADC 领域多线发展。

目前已设计超过 16 万个化合物，新增超过 1 万种新分子式，覆盖热门靶点、化合物；围绕 SAR 关系和骨架跃迁策略，设计独特药效团、全新母核化合物；强化 CADD/AI 技术应用，提升化合物设计成药性。

2021年内实现超100种热门化合物的深度创新(包括新技术的应用、路线重新设计等),扩大在分子砌块领域竞争优势,为CDMO业务拓展导流。

- **寡核苷酸和 mRNA 产业链:** 重点布局新方向,组建专门研发团队,已经完成近**600种相关砌块**的设计。后续将继续加强该领域的研究,建立公司非天然核苷的化合物库,为下游生物制药企业提供快速优质的原料供应。
- **PROTAC:** 基于公司核心技术优势的分子砌块系列产品,针对 PROTAC 三个功能模块进行模块化设计合成,将极大提高 PROTAC 的研发效率和成功率。**在刚性 linker (连接子) 分子砌块上具有绝对的优势**,结合先进的化学合成技术,在 PROTAC 分子功能模块库的设计和构建上取得了一定进展。目前该领域的分子库覆盖**40种以上的 E3 ligands (E3 泛素连接酶配体)**和**近 1000 种各类 linker**(酸、叠氮、卤素、氨基、羟基、炔基、羧基等),个别产品规模已达百公斤以上。报告期内完成**1个 PROTAC API 项目的工艺开发和 GMP 生产**,满足了客户的 IND 申报及临床研究要求,此外还有多个 PROTAC API 及 E3 ligands 项目处于开发阶段。
- **ADC:** 研发团队依托公司分子砌块独特资源,推出了**近百条的 linker payload 目录以及近千条的 linker 目录**,部分 linker 产品已完成交付。公司承接了国外某大型制药公司的 ADC 项目,负责**高难度 payload 工艺开发**。已完成关键中间体线性路线**17步的工艺优化,实现收率翻倍和一定规模的生产**。浙江晖石正在加快建设高活公斤级实验室(OEB-5),为后续承接 ADC 在内的高活性 API 项目提供产能保障。

## 2、绿色化学与低碳技术

- **连续流技术:** 技术团队完成**63个连续流工艺的开发及应用**,包含多个百公斤级项目和两个吨位级项目。**可应用于 40 余种反应类型**,实现吨级生产应用。持续开发了**连续光催化技术、电催化技术生产应用**;
- **膜技术:** 平台筹建工作取得进展,电渗透膜设备、分子筛气体分离膜设备陆续到位,该平台将与其他化学新技术配合,探索该技术在分离、浓缩、除盐、萃取及溶剂回收方面的运用。
- **微填充床技术:** 完成了**61个公斤级至百公斤级项目的开发与交付**,基于对反应机理及催化剂性质的剖析,实现了**氰基选择性加氢还原成胺或醛基**并在生产项目中得到成功应用。持续加深对微填充床技术在非氢化反应方面的创新,开拓微填充床技术在其它类型反应的应用,已有几项技术的突破,目前正在深入研究及申请专利。实现了多项连续化固载反应技术的开发,并实现与连续加氢连投反应,增强技术耦合创新能力,推动绿色低碳生产。
- **酶催化:** 完成**100多个酶催化新项目的开发与交付**,包括多个百公斤级的项目。公司**酶库数量在持续增长**,开展了广泛的酶进化研究,通过**分子生物学手段**大幅提升酶活性和选择性。**发酵产能提升至 500L 水平**,实现了工程酶的稳定生产。
- **非均相金属催化:** 为连续加氢提供了大力支持。**攻关廉价金属加氢催化剂**以取代传统贵金属催化剂,降低成本并减少贵金属资源的耗用。催化剂的生产能力随着业务的增长需求增加,目前形成**单批次处理 10kg 加氢催化剂**的稳定生产能力
- **药物晶体工程:** 在晶体工程、粒子工程和工业过程各环节积极拓展能力,为 CDMO 提供**全流程晶体工程服务项目超过 20 项,贯穿 CMC 流程形成协同效应**;完成 PPQ 项目、百公斤级以上项目及新业务项目超过去年全年总量;**总计完成各类项目 118 项**,接近去年全年总量;与多个国内外知名药企实现了业务拓展上的突破,半年内

有 15 个客户实现了复单。

### 3、药物发现平台：

公司针对结构多样性、新颖性和成药性，持续优化提高前期已搭建的基于独有药物分子砌块的三大核心小分子化合物库。

- **结构多样化碎片分子库 (Fragment Library)**
- **DNA 编码化合物库 (DEL)**：进一步扩大 DEL 库所包含分子数量，其中对于筛选成功率更为关键的子库数目增加至 300 个以上，此外进一步开发了多个全新的 DNA 兼容的化学反应，结合公司在报告期内研发的新型分子砌块，进一步拓展了库设计的能力和可能性以及库容化合物的结构多样性。
- **超大容量特色虚拟化合物库 (Virtual Library)**：在已有基础上开发了独有的基于分子砌块和化学反应的动态化合物库算法，从根本上突破了限制超大化合物库构建的算力、存储和管理瓶颈，**已经建成库容超过 700 亿**，同时具有优越成药性的超大虚拟动态化合物库。区别于绝大部分商业库，公司所开发的新颖正合成算法切实保证了库容分子的可合成性，结合最新发布的全新开源蛋白质结构预测 AlphaFold2 算法模型，具备了针对绝大部分创新靶点的人工智能筛选能力。

### 投资逻辑再梳理，立足分子砌块向创新+CDMO 战略延伸

公司核心竞争力在于基于对研发趋势和化学技术的理解，实现不同方向的变现（分子砌块、CDMO、难仿药、创新药）。

**分子砌块领域纵向一体化战略。**公司在分子砌块领域通过多年的积累，已经有一定的品牌知名度。未来公司在医药研发领域全面打造纵向一体化化学服务，从实验室级别分子砌块设计、合成、供应，到定制合成、工艺开发，以及关键中间体的商业化生产。“纵向一体化”战略顺应了行业发展趋势，进一步巩固药石科技与全球客户全面而长期稳定的合作关系。

随着产品的放量和产能的扩大，公司业务逐步向 **CDMO 战略延伸**。早期公司主要以销售临床前和临床阶段的分子砌块为主，随着时间的推移，前期积累的订单有望向临床后期推进。公司也布局了晖石和谛爱两个具有商业化生产能力的基地，可以承接 CDMO 商业化量级的订单。

通过分子砌块的积累，公司有向创新 **CRO 战略转型的潜质**。公司基于现有的分子砌块库，可以做的延伸很多：

- 向 CRO 延伸，做临床前服务；
- 将分子砌块组合后做成候选化合物/先导化合物；
- 基于分子砌块构建自己的化合物库等。

#### 未来 3-5 年增长点论述：

**存量分子砌块小批量业务保持较快增长（20%-30%的收入增长）：**存量分子砌块业务随着品牌知名度的提升和公司分子砌块库的不断扩展，而保持较快的增长。基于 400 亿美金的市场规模，公司天花板还远远没有达到。未来 3-5 年分子砌块增长至 10 亿收入可期。

**进入商业化的项目带来额外增量：**公司已经成立 10 年，早期合作的项目已经逐步推进到临床后期，我们预计早期合作的品种在近几年有望进入商业化（2022 年上半年公司承接的项目中，有 890 个处在临床前至临床 II 期，38 个处在临床 III 期至商业化阶段），有望带来增量。

创新方面如果有筛选出一些新分子实体/先导化合物的话可以与其他公司合作研发。公司董事在 2018 年接受恺思俱乐部访谈中曾经提到，公司是用做创新药的概念来定义公司。分子砌块是作为现金流业务，在挣钱的同时又能够帮助之后的创新药研发。

## 盈利预测与评级

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 3.78 亿元、5.44 亿元，7.62 亿元，增长分别为-22.4%、43.9%、40.1%。EPS 分别为 1.89 元、2.72 元，3.82 元，对应 PE 分别为 45x，31x，22x，维持“买入”评级。

## 风险提示

疫情影响产能延后投产；大分子 CDMO 战略执行情况低于预期风险等。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com