

## 行业高速发展 估值水平仍吸引

### ——华熙生物科技（00963）深度报告

2017年05月22日

强烈推荐/首次

华熙生物	深度报告
------	------

#### 报告摘要：

**医美行业仍将维持高增速。**中国医美行业在2016年取得了约20%的增长，目前国民收入水平仍处于较快增长的状态，中产阶级崛起，消费者的消费力大幅提升。同时医美产品的价格日渐亲民，预计未来会有更多的消费者加入医美消费的行列，行业仍可维持较高的增速。

**产品降价对公司影响不大。**虽然预计今年医美终端产品的价格仍会下降，但下降空间已经不大，2016年很多同行公司已经将出厂价降至两三百元的水平，降价空间有限。同时公司使用销售解决方案的方式对抗价格战，取得了较好的效果。公司今年推出的新产品德蔓定位高端，也将拉升产品的均价水平。

**2018年有多重利好出现。**公司的股权集中问题已经解决，但需要到2018年才能解除股权集中的状态，解除后公司有望进入成分股以及港股通。同时公司的肉毒素产品、基于第三代交联技术的Vivacy产品和两款细分功能的玻尿酸产品将在2018年通过认证进入市场。

**公司盈利预测及投资评级。**我们预计公司2017年-2019年营业收入分别为9.97亿元、11.72亿元和13.75亿元人民币，归属于上市公司股东净利润分别为2.76亿元、3.21亿元和3.74亿元人民币；每股收益分别为0.76元、0.88元和1.03元，对应PE分别为15.1、13.1和11.2。给予公司6个月目标价14.78港元，首次给予公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，新产品推出时间延迟

#### 财务指标预测

指标	15A	16A	17E	18E	19E
营业收入（百万元）	651	844	997	1172	1375
增长率（%）	35.3%	29.7%	18.1%	17.6%	17.3%
净利润（百万元）	190	228	997	1172	1375
增长率（%）	17.5%	19.8%	21.0%	16.3%	16.5%
净资产收益率（%）	19.6%	16.6%	17.4%	18.9%	20.3%
每股收益（元）	0.56	0.63	0.76	0.88	1.03
PE	20.5	18.2	15.1	13.0	11.1
PB	3.4	2.7	2.4	2.0	1.8

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

#### 谭可

010-66554011

tanke@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120013

**联系人：张坤，CFA**

010-66554016

zhangkun@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52周股价区间（元）	16.40-10.50
------------	-------------

#### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

#### 相关研究报告

## 目 录

<b>1. 国内医美产品龙头，股权集中问题解决</b>	<b>4</b>
1.1 医美终端产品高速增长	4
1.2 股权高度集中问题已经解决	4
1.3 业绩稳定增长	5
<b>2. 医美行业仍维持高速增长</b>	<b>6</b>
2.1 可支配收入提升及中产阶级崛起提升消费力	6
2.2 对颜值的重视程度加剧	7
2.3 医美产品价格日渐亲民	7
2.4 行业处于高速增长期，玻尿酸和肉毒素产品最受欢迎	7
<b>3. 降价对公司的影响有限</b>	<b>9</b>
3.1 降价空间已经不大	9
3.2 销售解决方案对抗价格战	9
3.3 高端产品提升产品均价	10
<b>4. 新产品将于未来爆发式推出</b>	<b>10</b>
4.1 肉毒素产品呼之欲出	10
4.2 Vivacy 品牌不断扩充市场	11
4.3 功能性玻尿酸蓄势待发	12
<b>5. 业绩增速稳定，估值已经见底</b>	<b>12</b>
5.1 海外收入已成未来重要增长点	12
5.2 内生增长保持稳定	13
5.3 外部收购为业绩增长助力	13
5.4 毛利率稳中有降，但降幅有限	14
<b>6. 投资评级</b>	<b>14</b>
<b>7. 风险提示</b>	<b>14</b>

## 表格目录

<b>表 1: 股权集中时期的股权结构</b>	<b>4</b>
<b>表 2: 13 个通过 CFDA 认证的玻尿酸品牌</b>	<b>8</b>
<b>表 3: 2 个通过 CFDA 认证的肉毒素品牌</b>	<b>9</b>
<b>表 4: Vivacy 产品类别</b>	<b>11</b>
<b>表 5: 公司盈利预测表</b>	<b>15</b>

## 插图目录

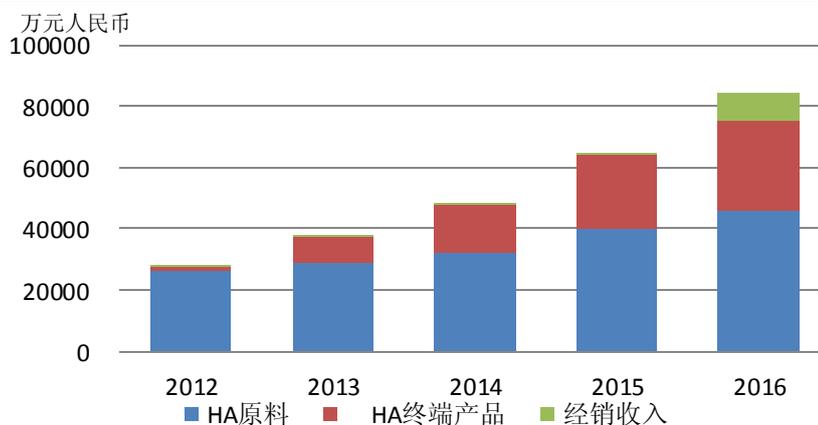
图 1:公司各项业务收入 .....	4
图 2:目前的股东结构 .....	5
图 3:公司收入和净利润 .....	5
图 4:城镇居民可支配收入 .....	6
图 5:中国富裕阶层人数 .....	6
图 6:美图 MAU .....	7
图 7:医美疗程分类占比 .....	8
图 8:非手术疗程分类占比 .....	8
图 9:销售解决方案的模式 .....	10
图 10:德蔓产品 .....	10
图 11:Medytox 的肉毒素产品 .....	11
图 12:Vivacy 产品 .....	12
图 13:各地区收入占比 .....	13
图 14:公司毛利率 .....	14

## 1. 国内医美产品龙头，股权集中问题解决

### 1.1 医美终端产品高速增长

华熙生物科技是国内最大的 HA（透明质酸钠）产品制造商及销售商。公司自主研发生产的产品包括 HA 原料产品及 HA 终端产品，同时公司代销一些其他品牌的产品，取得经销收入。公司的 HA 原料产品涵盖了食品级、化妆品级及医药级，国内市场份额约 70%，年产能超过 200 吨，成为国内 HA 原料龙头企业。近年来，公司的原料产品收入稳中有升，终端产品收入增速较快，近五年年复合增速达到 140%。

图 1:公司各项业务收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 1.2 股权高度集中问题已经解决

公司于 2010 年 1 月 25 日发布公告称，公司股权由三名与公司相关联的主要股东以及十二名股东持股 98.51%，其他股东股权仅占 1.49%，公司股权高度集中。

表 1:股权集中时期的股权结构

	持股比例
AIM First Investment Limited	58.50%
Newgrand Holdings Limited	9.00%
永晖控股	3.75%
十二名股东	27.26%
其他股东	1.49%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

目前股权高度集中的问题已经解决，2012 年 9 月 19 日，公司与独立第三方 Perfect Good Investment Limited 签订认股权证认购协议，并于 2013 年配发及发行公司股份 2000 万股，占已发行股本的 6.41%。2015 年 11 月 5 日，公司与独立第三方 Ora

Investment 签订股份及可换股债券认购协议, 配发及发行 1615 万股, 占已发行股本的 4.84%。目前公众股东中持有超过 10 万股的机构股东达 44 家, 持有超过 10 万股的个人股东达 47 名, 其他公众股东共持股 6%, 预计明年可以解除公司在港交所的股权高度集中状态, 有望进入成分股及港股通。

图 2:目前的股东结构

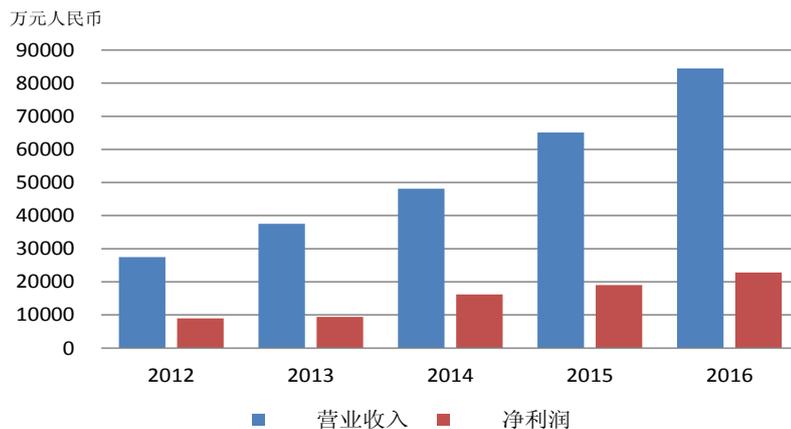


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 1.3 业绩稳定增长

公司近五年收入和利润都实现了稳定增长。2016 年实现收入 8.4 亿元人民币, 同比增长 29.7%, 近五年年复合增长率 32.4%, 归属于公司股东净利润 2.28 亿元, 同比增加 19.8%, 近五年年复合增长率 26.4%。跟随行业的高增速, 公司业绩也分得了更大的红利。

图 3:公司收入和净利润



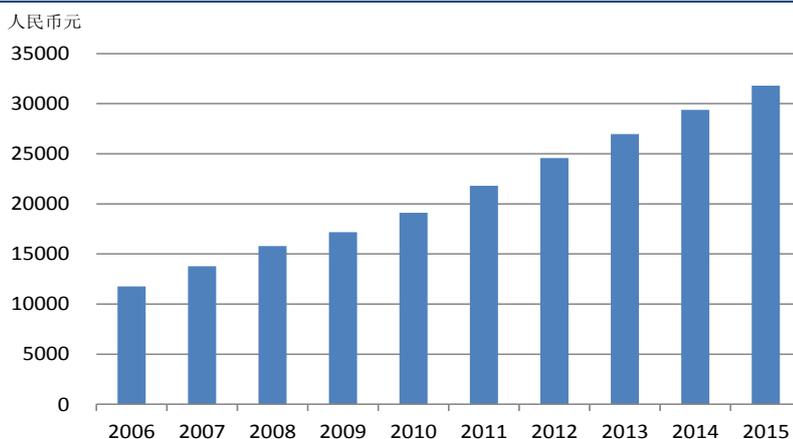
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2. 医美行业仍维持高速增长

### 2.1 可支配收入提升及中产阶级崛起提升消费力

收入的提升直接提高了国内消费者的消费能力。我国城镇居民可支配收入在 2015 年达到 31790 元，最近五年年复合增速达 10.7%，国内收入水平仍保持较高的增速。

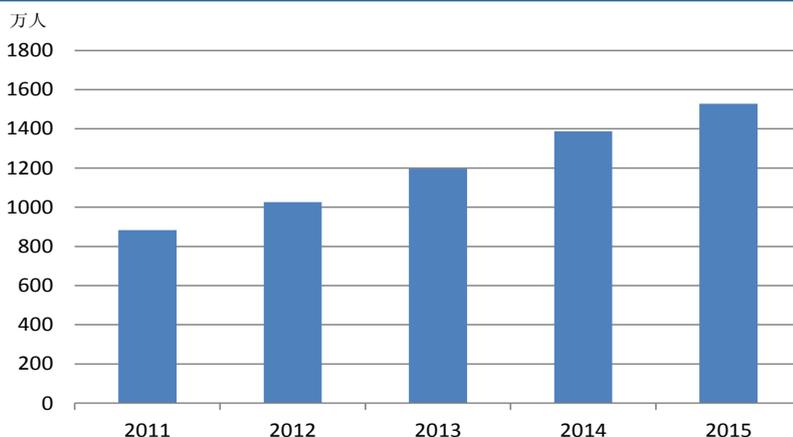
图 4:城镇居民可支配收入



资料来源: 统计局, 东兴证券研究所

同时,我国目前还处于中产阶级数量快速增长的阶段。根据福布斯与宜信联合发布的《2015 中国大众富裕阶层白皮书》,截止 2015 年末,我国富裕阶层人数超过 1500 万(富裕阶层是指个人可投资额在 60 万人民币至 600 万人民币之间的群体),年复合增速 14.7%,处于中产阶级的崛起期。

图 5:中国富裕阶层人数

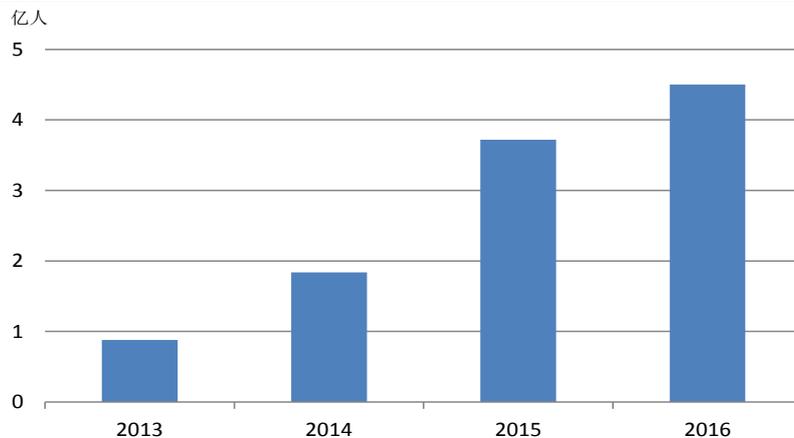


资料来源: 《2015 中国大众富裕阶层白皮书》, 东兴证券研究所

## 2.2 对颜值的重视程度加剧

在颜值经济大行其道的今天，人们对颜值的更加重视。“小鲜肉”主演的电视剧收视率火爆，凭借高颜值日进斗金的“网红”，美图软件成为女性消费者手机的必备软件，都从一个角度反映了人们对颜值的日益关注。2016年是网络直播爆发式增长的一年，根据《中国互联网发展统计报告》，2016年上半年聊天室直播（主要依靠颜值）用户达6240万人，2016年末就上升至6811万人，半年增速达到9.2%。

图 6:美图 MAU



资料来源：美图公告，东兴证券研究所

## 2.3 医美产品价格日渐亲民

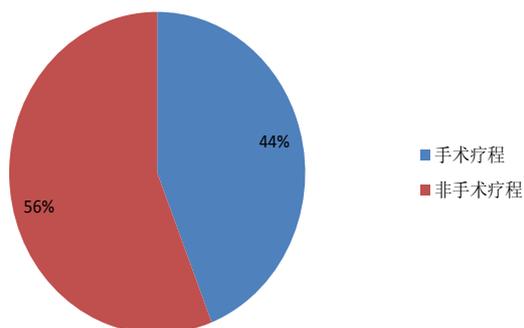
2012年玻尿酸产品在国内仅有三个品牌，产品定价极高，基本在万元左右水平，是名副其实的奢侈品，工薪阶级消费者无法承受。随着更多品牌和产品进入市场，目前普通玻尿酸产品终端价格下降至两三千元的水平，甚至还会更低，预计未来还会有所下降，目前的价格水平已经逐渐被普通消费者接受。

## 2.4 行业处于高速增长期，玻尿酸和肉毒素产品最受欢迎

根据IMCAS的数据，全球整形外科和医疗市场在2016年仍有8.5%的增长，其中亚太地区成为全球医美增长最快的地区，地区增速达12%，而中国的增速更是远超全球和亚洲平均水平，2016年增速达20%，预计未来几年仍将维持快速的增长。

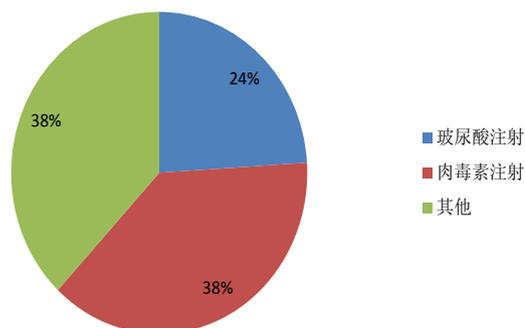
在医美产品中，非手术类产品由于风险较小受到广大消费者的欢迎，而在非手术类产品中，玻尿酸注射类产品及肉毒素产品最受欢迎。在全球2015年医美疗程中，两类产品占据了非手术类疗程超过一半的份额。

图 7:医美疗程分类占比



资料来源: ISAPS, 东兴证券研究所

图 8:非手术疗程分类占比



资料来源: ISAPS, 东兴证券研究所

截止 2016 年底,国内通过 CFDA 认证的玻尿酸产品共有 17 种 13 个品牌,其中 9 个为国产品牌,4 个为进口品牌,通过 CFDA 认证的肉毒素产品目前有两个产品,其中国产品牌与进口品牌各一个。在行业高速增长的情况下,未来将会有更多的品牌通过认证,进入市场。

表 2:13 个通过 CFDA 认证的玻尿酸品牌

品牌	生产单位	批准日期
瑞蓝	瑞典 Q-Med AB	2008.12.15
EME	北京爱美客	2009.10.11
润百颜	山东华熙生物	2012.7.6
宝尼达	北京爱美客	2012.10.12
伊婉	韩国 LG Life	2013.7.5
海薇	上海昊海生物	2013.9.18
舒颜	北京蒙博润	2014.2.25
法思丽	台湾科妍	2014.4.11
艾莉薇	韩国 Humedix	2015.1.26
爱芙莱	北京爱美客	2015.4.28
乔雅登	美国 Allergan	2015.5.29
欣菲聆	杭州协合	2015.7.22
德蔓	山东华熙生物	2016.5.6

资料来源: CFDA, 东兴证券研究所

表 3:2 个通过 CFDA 认证的肉毒素品牌

品牌	生产单位	批准日期
衡力	兰州生物制品研究所	2015.6.26
保妥适	美国 Allergan	2012.3.12

资料来源：CFDA，东兴证券研究所

### 3. 降价对公司的影响有限

#### 3.1 降价空间已经不大

在经历了 2016 年行业的价格战之后，行业产品的价格都已经很低，许多产品的出厂价下降至二三百元的水平，随着新品牌新产品的不断上市，价格的下降将是一个长期的过程，但二三百元的出厂价下降空间已经很小。

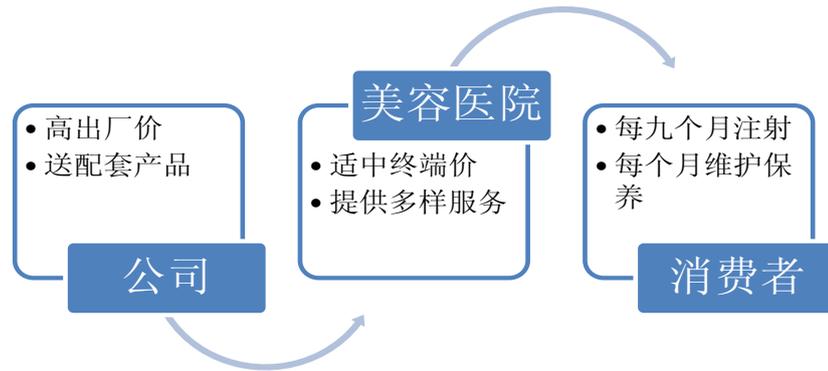
公司润百颜产品目前的出厂价在五元以上，公司为了品牌的长远发展，坚持不大幅降价的策略，大幅降价之后未来很难重新提价，而且大幅降价也会对未来将上市的新产品造成不利影响。

#### 3.2 销售解决方案对抗价格战

2016 年玻尿酸产品进入价格战的红海，行业大多数产品降幅超过 20%，而公司产品的降幅不超过 10%，主要依靠的是销售解决方案这一方法。公司的主要客户是医疗美容医院，客户不只看价格。美容医院会选几个品牌来合作，同行一般只有玻尿酸的单一产品，通过折扣来销售，公司产品不打折扣，而是送水光针等产品，这类产品一般每个月需要做一次，玻尿酸平均九个月才做一次，客户的黏性更强。公司通过产品组合的模式来帮助美容医院增多产品和服务种类，提升他们的收入，所以美容医院还是会选公司的产品，公司目前是行业唯一一家可以产品组合形式销售的公司。

并且这种模式其他同行很难仿效，由于公司在玻尿酸产品的上游生产能力是最大的，成本也是最低的，这些送给美容医院的配套产品也是成本很低的，公司的规模效应和成本优势再次体现。

图 9:销售解决方案的模式



资料来源：东兴证券研究所

### 3.3 高端产品提升产品均价

公司于 2016 年新推出了玻尿酸注射产品“德蔓”，这是公司的第一款含利多卡因的注射产品，可以减少疼痛，提供更好的客户体验，定位于高端市场。目前德蔓处于推广期，建议零售价在一万元左右，德蔓的上市让公司的产品结构优化，同时更高的定价也让产品的平均价格有所提升。

图 10:德蔓产品



资料来源：公司网站，东兴证券研究所

## 4. 新产品将于未来爆发式推出

### 4.1 肉毒素产品呼之欲出

2015 年 7 月 24 日，公司与韩国的 Medytox 成立合资公司，双方各持股 50%，公司计划将 Medytox 的 A 型肉毒素产品完成 CFDA 的注册，并且顺利进入中国市场，之后利用公司在国内的销售渠道扩展市场。Medytox 是韩国市场占有率第一的肉毒素品

牌, 是全球第四家成功研发肉毒素的公司, 目前产品已在 27 个国家获准上市。肉毒素产品的属于高技术壁垒行业, 公司预计将在 2018 年通过注册, 将是中国肉毒素市场的第三个品牌。预计肉毒素分销业务将在 2019 年开始贡献利润。

图 11: Medytox 的肉毒素产品



资料来源: Medytox 网站, 东兴证券研究所

## 4.2 Vivacy 品牌不断扩充市场

2015 年 5 月 26 日, 公司收购法国 Vivacy 约 33% 的股权, 公司代销 Vivacy 产品在 2016 年取得了约五千万人民币收入, 主要销售予亚洲国家。公司目前正在将 Vivacy 引入国内, Vivacy 的玻尿酸注射产品使用第三代交联技术, 预计 2018 年将通过 CFDA 认证, 目前国内还没有这样的产品, 进入市场后将具有很强的竞争力。

表 4: Vivacy 产品类别

产品	主要功效
Classic Range	除皱
Volumising Range	面部塑性
Hydration and Revitalization	皮肤护理
Special Comfort Range	含麻醉剂, 更舒适的体验

资料来源: Vivacy 网站, 东兴证券研究所

图 12:Vivacy 产品



资料来源：Vivacy 网站，东兴证券研究所

### 4.3 功能性玻尿酸蓄势待发

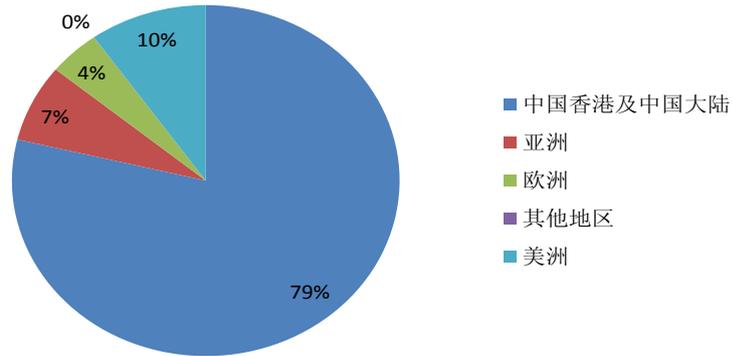
两到三个新的玻尿酸产品会在明年拿到注册，功能性会有区分，润百颜和德蔓主要以塑性为主，新的产品主要是去皱纹以及用在一些比较脆弱的部位，新产品主要是对润百颜和德蔓性能的补充，让整个产品体系更加完整，新的产品会用第二代交联技术。

公司的医美产品将在 2018 年大面积完成注册，2019 年这些产品有望进入市场，届时公司的产品更加丰富，功能也更加细分，可以给消费者提供一个系统的医美解决方案。

## 5. 业绩增速稳定，估值已经见底

### 5.1 海外收入已成未来重要增长点

公司海外业务蓬勃发展，2016 年海外收入 1.8 亿元人民币，占总收入的 21%，收入主要来自于 HA 原料的销售，在 HA 原料销售收入中，海外收入约占 40%。海外收入中，主要来自于在美国的产品销售。公司目前已经建立了美国子公司和日本事务所，负责产品的海外拓展业务，未来还会设立意大利子公司，辐射美洲、亚洲、欧洲三个大的消费区域。未来公司还将在海外拓展终端产品的市场，成为具有全球影响力的医美企业。

**图 13:各地区收入占比**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 5.2 内生增长保持稳定

2017 年开始公司重点扩展二三线及中小城市, 今年开始医生可以多点执业, 越来越多医生可以进入医美的市场。2016 年公司产品渠道覆盖 1000 家医美医院, 今年计划增加覆盖 100-200 家, 目前公司销售人员 80%是公司员工, 20%人员是代理销售, 代理销售主要负责边缘地区, 核心地区公司自身的销售可以提供更好的服务。

HA 原料业务方面, 我们预计公司未来三年还可以保持每年 10%-15%的增长, 海外市场的开拓成为增长的主要动力。而公司原有的 HA 终端产品业务, 预计会是量升价跌的格局, 预计每年增速在 20%左右。

## 5.3 外部收购为业绩增长助力

今年 1 月 7 日, 公司又耗资 2515 万欧元收购了 Revitacare100%股权, Revitacare 产品主要覆盖皮肤管理领域, 一方面可以让公司的产品线更加完善, 让公司的销售解决方案模式更加有竞争力, 另一方面 Revitacare 还可以在未来贡献业绩, 根据收购协议的收益目标, 未来三年 Revitacare 将贡献收入分别为 600 万、900 万、1300 万欧元, 税后营业利润贡献至少为收入的 30%, Revitacare 并表也将为业绩增长助力。

**表 5:收入预测**

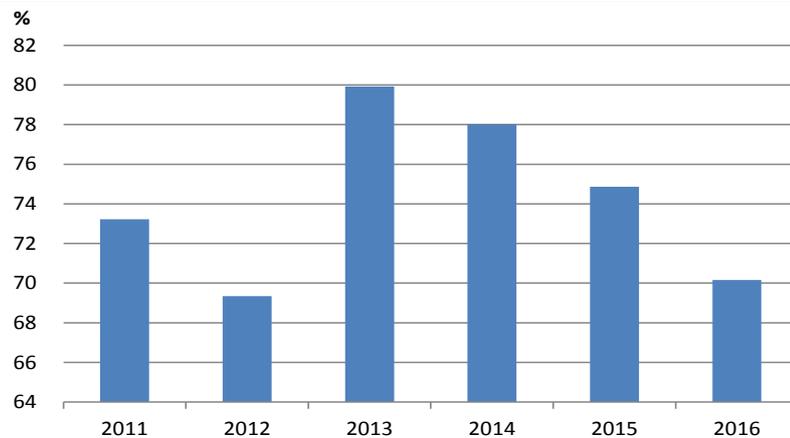
	2015	2016	2017E	2018E	2019E
HA 原料	397	458	521	602	692
HA 终端产品	243	295	368	445	539
经销收入	11	92	108	124	143
营业收入	651	844	997	1172	1375

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 5.4 毛利率稳中有降，但降幅有限

公司近几年来毛利率逐年下降，一方面因为行业竞争导致产品价格下降，另一方面公司较低毛利率的分销业务收入占比提升。今年产品价格仍有下降的可能，但下降空间已经不大，预计对毛利率的影响很有限。未来分销业务随着规模的提升，利润率还有提升的空间，今年会控制分销收入占比，控制在 8%-10% 的水平，预计综合毛利率还会保持稳定。

图 14: 公司毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 6. 投资评级

公司是国内医美产品制造龙头企业，未来五年，随着收入水平的提升以及医美产品的日渐亲民，整个行业还会维持较高的增速。公司将持续受益于行业的高增速，同时公司不断引入国外先进的医美产品技术，丰富自身的产品结构，为消费者提供整套医美解决方案。2018 年公司将有大量产品通过认证进入市场，同时股权集中问题也将解决，有望进入成分股及港股通标的。

我们预计公司 2017 年-2019 年营业收入分别为 9.97 亿元、11.72 亿元和 13.75 亿元人民币，归属于上市公司股东净利润分别为 2.76 亿元、3.21 亿元和 3.74 亿元人民币；每股收益分别为 0.76 元 0.88 元和 1.03 元，对应 PE 分别为 15.1、13.1 和 11.2。给予公司 6 个月目标价 14.78 港元，首次给予公司“强烈推荐”评级。

## 7. 风险提示

行业竞争加剧

新产品推出时间延迟

**表 5: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	1276	1380	1267	1354	1434	营业收入	651	844	997	1172	1375				
存货	118	179	192	215	232	营业成本	(164)	(252)	(313)	(384)	(468)				
应收账款及其他应收款项	252	324	352	387	401	毛利	487	592	684	788	907				
受限制现金	255	230	250	250	250	其它收入	16	27	30	35	40				
货币资金	651	647	473	502	551	销售费用	(107)	(129)	(145)	(176)	(203)				
非流动资产合计	924	1039	1151	1237	1300	管理费用	(142)	(176)	(196)	(221)	(252)				
物业,厂房及设备	363	332	403	458	506	其他支出	1	(1)	0	0	0				
无形资产	208	199	301	287	263	财务费用	(17)	(45)	(59)	(70)	(81)				
于联营公司之权益	241	279	302	335	361	应占联营公司损益	0	20	35	50	60				
其他非流动资产	36	126	145	157	170	除税前溢利	238	289	349	406	471				
<b>总资产</b>	<b>2199</b>	<b>2419</b>	<b>2418</b>	<b>2591</b>	<b>2734</b>	所得税	(48)	(61)	(73)	(85)	(97)				
流动负债合计	624	328	295	295	287	净利润	190	228	276	321	374				
应付账款及其它应付款项	118	77	90	105	112	少数股东损益	0	(0)	0	0	0				
短期借款	0	220	205	190	175	归属母公司净利润	190	228	276	321	374				
非流动负债合计	383	539	510	521	532	<b>EPS (元)</b>	0.56	0.63	0.76	0.88	1.03				
长期借款	0	129	130	130	130	<b>主要财务比率</b>									
可换股债券	327	361	380	391	402	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E					
<b>总负债</b>	<b>1007</b>	<b>867</b>	<b>805</b>	<b>816</b>	<b>819</b>	<b>成长能力</b>									
股东权益合计	1192	1552	1613	1775	1915	营业收入增长	35.31%	29.73%	18.07%	17.55%	17.32%				
股东权益合计(不含少数股东权益)	1192	1552	1613	1775	1915	归属于母公司净利润增长	17.48%	19.81%	21.00%	16.30%	16.51%				
少数股东权益	0	0	0	0	0	<b>获利能力</b>									
<b>现金流量表</b>						单位:百万元									
						毛利率(%)	74.86%	70.16%	68.61%	67.24%	65.96%				
						净利率(%)	29.25%	27.01%	27.68%	27.39%	27.20%				
<b>经营活动现金流</b>						总资产净利润(%)	12.03%	9.88%	11.41%	12.82%	14.05%				
经营活动现金流	159	183	231	273	320	ROE(%)	19.58%	16.62%	17.44%	18.95%	20.27%				
净利润	190	228	276	321	374	<b>偿债能力</b>									
折旧与摊销	42	60	75	92	106	资产负债率(%)	54.20%	64.16%	66.71%	68.51%	70.04%				
营运资本变动	(122)	(140)	(160)	(180)	(200)	流动比率	204.38%	420.30%	429.49%	458.98%	499.65%				
其他非现金调整	49	35	40	40	40	<b>营运能力</b>									
<b>投资活动现金流</b>	<b>(682)</b>	<b>(36)</b>	<b>(341)</b>	<b>(174)</b>	<b>(195)</b>	总资产周转率	41.00%	36.57%	41.22%	46.80%	51.64%				
资本性支出	(267)	(34)	(227)	(137)	(150)	应收账款周转率	352.00%	293.03%	294.78%	317.19%	348.98%				
投资减少	(186)	(29)	(139)	(62)	(70)	<b>每股指标(元)</b>									
其他投资活动产生的现金流量净额	(229)	26	25	25	25	每股收益(最新摊薄)	0.56	0.63	0.76	0.88	1.03				
<b>融资活动现金流</b>	<b>975</b>	<b>(161)</b>	<b>(64)</b>	<b>(70)</b>	<b>(76)</b>	每股净现金流(最新摊薄)	1.32	(0.01)	(0.50)	0.08	0.14				
债务增加	834	(140)	(14)	(15)	(15)	每股净资产(最新摊薄)	3.39	4.28	4.88	5.63	6.43				
股本增加	164	25	0	0	0	<b>估值比率</b>									
支付股息	(17)	(20)	(25)	(30)	(36)	P/E	20.50	18.23	15.11	13.05	11.15				
其他筹资活动产生的现金流量净额	(5)	(26)	(25)	(25)	(25)	P/B	3.39	2.68	2.35	2.04	1.79				
<b>现金净增加额</b>	<b>463</b>	<b>(4)</b>	<b>(174)</b>	<b>29</b>	<b>49</b>										

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 谭可

海外研究组组长，2007年加盟东兴证券研究所，曾外派香港研究港股市场。

## 联系人简介

---

### 张坤

CFA，2016年加入东兴证券研究所，曾就职于香港券商。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。