

云南白药

业绩稳健增长，多板块协同与创新共筑发展引擎



朱言音 分析员
医药
SAC 执证编号: S0080517120001
SFC CE Ref: BIH554
yanyin.zhu@cicc.com.cn



夏璐 分析员
医药
SAC 执证编号: S0080518090002
SFC CE Ref: BTS036
lu.xia@cicc.com.cn

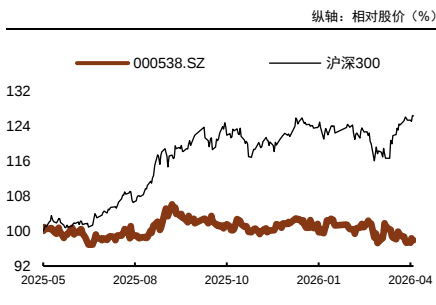


张璚 分析员
医药
SAC 执证编号: S0080517040001
SFC CE Ref: BHM689
jin.zhang@cicc.com.cn

● 维持跑赢行业

股票代码	股票评级	目标价
000538.SZ	→ 跑赢行业	人民币 69.40

股票代码	000538.SZ
最新收盘价	人民币 53.05
52 周最高价/最低价	人民币 57.90~52.14
总市值(亿)	人民币 946.6



(人民币 百万)	2024A	2025A	2026E	2027E
营业收入	40,033	41,187	42,554	43,620
增速	2.4%	2.9%	3.3%	2.5%
归属母公司净利润	4,749	5,153	5,749	6,035
增速	16.0%	8.5%	11.6%	5.0%
扣非后净利润	4,523	4,865	5,460	5,746
增速	20.2%	7.6%	12.2%	5.2%
每股净利润	2.66	2.89	3.22	3.38
每股净资产	21.76	22.44	23.06	23.54
每股股利	2.40	2.60	2.90	3.05
每股经营现金流	2.41	2.58	2.95	3.09
市盈率	19.9	18.4	16.5	15.7
市净率	2.4	2.4	2.3	2.3
EV/EBITDA	14.1	13.5	11.8	11.2
股息收益率	4.5%	4.9%	5.5%	5.7%
平均总资产收益率	8.9%	9.6%	10.4%	10.6%
平均净资产收益率	12.1%	13.1%	14.2%	14.5%

资料来源: Wind, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

● 业绩回顾

1Q26 业绩符合我们预期

公司公布 1Q26 业绩: 营业收入 116.03 亿元, 同比增长 7.02%; 归母净利润 20.37 亿元, 同比增长 5.31%; 归母扣非净利润 19.65 亿元, 同比增长 4.12%, 符合我们预期。

发展趋势

公司盈利能力逐步提升, 运营效益持续提高。1Q26 公司实现毛利率 30.6%, 毛利同比增长 3.9%; 管理费用同比降低 16.56%, 管理费用率 1.1%, 同比下降 0.3 个百分点。同期, 公司经营活动现金流量净额达 8.29 亿元, 同比提升 16.17%; 存货周转天数 69 天, 较上年同期有所下降。公司聚焦“有效益、有质量、可持续”发展思路, 优化资源配置, 完善管控体系, 全链提质增效, 经营质量提升。

多板块协同发力, 业务进展顺利。根据公司官网, 1Q26 药品事业群积极开展品牌与学术活动, 并将专业健康服务与终端动销深度结合; 健康品事业群实体零售与数字零售协同发展, 牙膏光钻白 Pro、养元青至尊洗发水等新品上市贡献增量; 成立中药发展事业部, 推动饮片、精制饮片、药事服务、中医馆与聚药堂等板块深度融合; 此外, 公司加快数智化赋能全产业链, 将提升运营效率与安全性。

创新助推高质量发展。1Q26 公司研发费用为 0.77 亿元, 同比增长 27.72%。根据公司官网, 公司加快中药重点品种二次开发, 挖掘存量价值: 云南白药气雾剂在多种闭合性损伤方向立项; 气血康口服液启动高血压及睡眠影响多中心临床并完成首例入组; 宫血宁胶囊药物流产后应用研究结题。创新药研发取得重要进展, 根据公司公告, 1Q26 公司自主研发的 INB301 获药监局临床试验批准, 用于肿瘤恶病质, 该适应症缺乏有效干预手段, 具有较大市场潜力。

盈利预测与估值

我们维持 2026 年和 2027 年净利润预测, 分别为 57.5 亿元和 60.4 亿元。当前股价对应 2026/2027 年市盈率 16.5 倍/15.7 倍。我们维持跑赢行业评级, 维持目标价 69.4 元, 对应 2026/2027 年 21.5 倍和 20.5 倍市盈率, 较当前股价有 30.8% 的上行空间。

风险

业务转型不及预期, 上游原材料涨价, 消费降级。



财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	40,033	41,187	42,554	43,620	营业收入	2.4%	2.9%	3.3%	2.5%
营业成本	28,865	29,033	30,785	31,379	营业利润	18.2%	5.7%	11.6%	5.0%
税金及附加	243	234	242	248	EBITDA	15.9%	6.6%	12.8%	4.9%
销售费用	4,880	5,619	4,621	4,728	净利润	16.0%	8.5%	11.6%	5.0%
管理费用	1,038	1,020	894	916	扣非后净利润	20.2%	7.6%	12.2%	5.2%
财务费用	-156	-47	-54	-62	盈利能力				
其他	-495	-331	-371	-381	毛利率	27.3%	28.9%	27.1%	27.5%
营业利润	5,712	6,039	6,738	7,073	营业利润率	14.3%	14.7%	15.8%	16.2%
营业外收支	-27	4	4	4	EBITDA 利润率	14.9%	15.5%	16.9%	17.3%
利润总额	5,685	6,043	6,742	7,077	净利润率	11.9%	12.5%	13.5%	13.8%
所得税	918	853	952	999	扣非后净利润率	11.3%	11.8%	12.8%	13.2%
少数股东损益	18	36	41	43	偿债能力				
归属母公司净利润	4,749	5,153	5,749	6,035	流动比率	2.66	2.64	2.60	2.62
扣非后净利润	4,523	4,865	5,460	5,746	速动比率	2.17	2.16	2.14	2.17
EBITDA	5,975	6,367	7,182	7,536	现金比率	0.85	0.71	0.74	0.77
资产负债表					资产负债率	26.5%	26.0%	26.5%	26.3%
货币资金	10,888	9,108	10,043	10,711	净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
应收账款及票据	10,961	11,152	11,568	11,614	回报率分析				
预付款项	304	434	461	470	总资产收益率	8.9%	9.6%	10.4%	10.6%
存货	6,294	6,231	6,343	6,294	净资产收益率	12.1%	13.1%	14.2%	14.5%
其他流动资产	5,703	7,109	7,165	7,208	每股指标				
流动资产合计	34,151	34,035	35,580	36,297	每股净利润(元)	2.66	2.89	3.22	3.38
固定资产及在建工程	3,716	4,082	4,133	4,168	每股净资产(元)	21.76	22.44	23.06	23.54
无形资产及其他长期资产	15,047	16,152	16,476	16,797	每股股利(元)	2.40	2.60	2.90	3.05
非流动资产合计	18,764	20,234	20,609	20,965	每股经营现金流(元)	2.41	2.58	2.95	3.09
资产合计	52,914	54,269	56,189	57,262	估值分析				
短期借款	512	259	259	259	市盈率	19.9	18.4	16.5	15.7
应付账款及票据	9,343	10,314	11,021	11,199	市净率	2.4	2.4	2.3	2.3
其他流动负债	3,004	2,317	2,384	2,381	EV/EBITDA	14.1	13.5	11.8	11.2
流动负债合计	12,858	12,890	13,664	13,839	股息收益率	4.5%	4.9%	5.5%	5.7%
长期借款和应付债券	2	87	87	87					
其他非流动负债	1,188	1,144	1,144	1,144					
非流动负债合计	1,190	1,231	1,231	1,231					
负债合计	14,048	14,121	14,895	15,069					
归母所有者权益	38,832	40,044	41,151	42,006					
少数股东权益	34	103	144	187					
负债及股东权益合计	52,914	54,269	56,189	57,262					
现金流量表									
净利润	4,749	5,153	5,749	6,035					
折旧和摊销	267	301	418	437					
营运资本变动	-692	123	-18	-55					
其他	-27	-978	-894	-900					
经营活动现金流	4,297	4,600	5,256	5,517					
资本开支	-765	-533	-571	-571					
其他	-434	-1,453	839	839					
投资活动现金流	-1,199	-1,985	268	268					
股权融资	0	84	0	0					
银行借款	-947	-252	0	0					
其他	-6,031	-4,182	-4,589	-5,117					
筹资活动现金流	-6,978	-4,349	-4,589	-5,117					
汇率变动对现金的影响	3	-9	0	0					
现金净增加额	-3,876	-1,743	935	668					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

云南白药是中国知名中成药生产企业，是云南大型工商医药企业。“云南白药”是云南省特有的老字号中成药，该品牌经过百年发展，是中国驰名商标。公司工业产品以云南白药系列、三七系列和云南民族特色药品系列为主，产品畅销国内及海外市场。公司商业板块常年在云南省市占率第一。公司深度积蓄品牌势能，深耕中医药领域的同时重点发展口腔、皮肤、骨伤以及女性关怀 4 个领域，并将数字化科技引入研发经营各环节。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



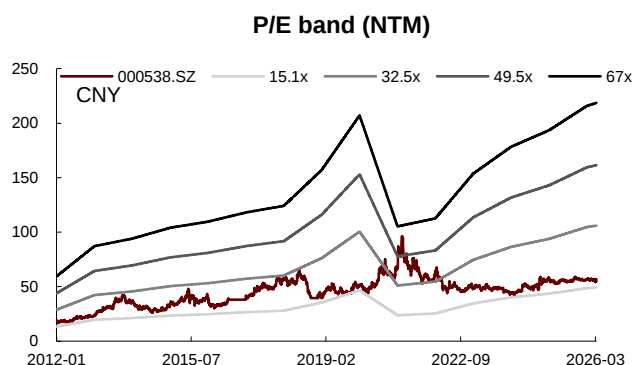
图表 1：业绩回顾

(人民币 百万元)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	1Q25	1H25	1-3Q25	2025	1Q26
主营业务收入	10,841.2	10,415.9	9,397.1	10,532.8	11,602.6	10,841.2	21,257.1	30,654.2	41,187.0	11,602.6
环比增速	7.1%	-3.9%	-9.8%	12.1%	10.2%					
同比增速	0.6%	7.6%	-0.7%	4.1%	7.0%	0.6%	3.9%	2.5%	2.9%	7.0%
主营业务成本	(7,420.3)	(7,277.5)	(6,741.7)	(7,593.3)	(8,048.4)	(7,420.3)	(14,697.9)	(21,439.6)	(29,032.9)	(8,048.4)
毛利	3,420.9	3,138.3	2,655.4	2,939.5	3,554.2	3,420.9	6,559.2	9,214.6	12,154.1	3,554.2
毛利率	31.6%	30.1%	28.3%	27.9%	30.6%	31.6%	30.9%	30.1%	29.5%	30.6%
环比增速	28.0%	-8.3%	-15.4%	10.7%	20.9%					
同比增速	5.9%	13.6%	6.1%	10.0%	3.9%	5.9%	9.5%	8.5%	8.8%	3.9%
税金及附加	(53.4)	(72.4)	(42.9)	(65.5)	(58.6)	(53.4)	(125.8)	(168.6)	(234.1)	(58.6)
占主营业务收入%	0.5%	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%	0%	1%	1%	1%	1%
主营业务利润	3,367.5	3,065.9	2,612.5	2,874.0	3,495.6	3,367.5	6,433.5	9,046.0	11,920.0	3,495.6
环比增速	29.7%	-9.0%	-14.8%	10.0%	21.6%					
同比增速	6.1%	13.6%	6.4%	10.7%	3.8%	6.1%	9.5%	8.6%	9.1%	3.8%
四项费用	(1,277.5)	(1,735.2)	(1,453.9)	(2,476.7)	(1,368.4)	(1,277.5)	(3,012.6)	(4,466.5)	(6,943.2)	(1,368.4)
四项费用率	11.2%	15.7%	14.6%	22.4%	11.1%	11%	13%	14%	16%	11%
销售费用	(1,070.1)	(1,446.2)	(1,198.9)	(1,904.2)	(1,149.7)	(1,070.1)	(2,516.4)	(3,715.3)	(5,619.5)	(1,149.7)
占主营业务收入%	9.9%	13.9%	12.8%	18.1%	9.9%	9.9%	11.8%	12.1%	13.6%	9.9%
管理费用	(156.4)	(207.1)	(191.8)	(464.8)	(130.5)	(156.4)	(363.5)	(555.3)	(1,020.1)	(130.5)
占主营业务收入%	1.4%	2.0%	2.0%	4.4%	1.1%	1.44%	1.71%	1.81%	2.48%	1.12%
研发费用	(60.1)	(95.8)	(79.1)	(115.5)	(76.8)	(60.1)	(155.9)	(235.0)	(350.5)	(76.8)
占主营业务收入%	0.6%	0.9%	0.8%	1.1%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.7%
EBIT	2,141.0	1,412.6	1,221.8	505.0	2,215.4	2,141.0	3,553.6	4,775.4	5,280.4	2,215.4
息税前利润率	19.7%	13.6%	13.0%	4.8%	19.1%	19.7%	16.7%	15.6%	12.8%	19.1%
财务费用	9.2	13.9	15.9	7.9	(11.4)	9.2	23.1	39.0	46.9	(11.4)
占主营业务收入%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.1%
营业利润	2,255.3	1,965.0	1,384.7	433.8	2,361.6	2,255.3	4,220.3	5,605.1	6,038.9	2,361.6
营业利润率	20.8%	18.9%	14.7%	4.1%	20.4%	20.8%	19.9%	18.3%	14.7%	20.4%
环比增速	221.8%	-12.9%	-29.5%	-68.7%	444.3%					
同比增速	17.6%	12.0%	3.5%	-38.1%	4.7%	17.6%	14.9%	11.9%	5.7%	4.7%
营业外收入	5.0	12.5	1.1	6.4	3.0	5.0	17.5	18.6	25.0	3.0
营业外支出	(4.4)	(1.6)	(2.6)	(12.0)	(3.7)	(4.4)	(6.0)	(8.5)	(20.6)	(3.7)
税前利润	2,256.0	1,975.9	1,383.2	428.2	2,360.9	2,256.0	4,231.9	5,615.1	6,043.3	2,360.9
环比增速	236.0%	-12.4%	-30.0%	-69.0%	451.4%					
同比增速	17.5%	12.8%	3.1%	-36.2%	4.6%	17.5%	15.2%	12.0%	6.3%	4.6%
所得税	(328.5)	(258.8)	(238.7)	(27.4)	(330.3)	(328.5)	(587.3)	(825.9)	(853.3)	(330.3)
有效税率	14.6%	13.1%	17.3%	6.4%	14.0%	14.6%	13.9%	14.7%	14.1%	14.0%
净利润	1,927.5	1,717.1	1,144.6	400.8	2,030.6	1,927.5	3,644.6	4,789.2	5,189.9	2,030.6
少数股东损益	(7.1)	18.8	0.4	24.4	(6.7)	(7.1)	11.7	12.1	36.5	(6.7)
归属于母公司净利润	1,934.6	1,698.3	1,144.2	376.4	2,037.3	1,934.6	3,632.9	4,777.1	5,153.5	2,037.3
净利润率	17.8%	16.3%	12.2%	3.6%	17.6%	17.8%	17.1%	15.6%	12.5%	17.6%
环比增速	357.7%	-12.2%	-32.6%	-67.1%	441.3%					
同比增速	13.7%	14.2%	0.6%	-11.0%	5.3%	13.7%	13.9%	10.4%	8.5%	5.3%

注：毛利=营业收入-营业成本

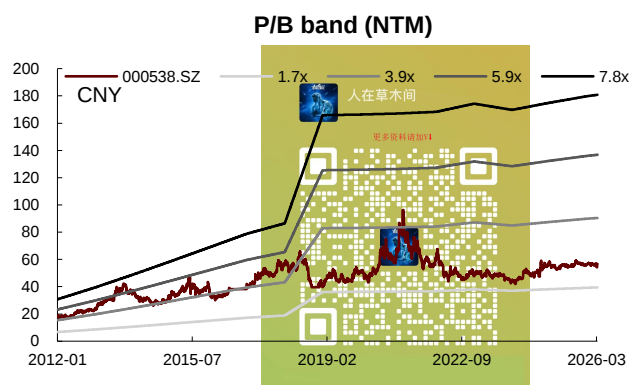
资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

图表 2：历史 P/E



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：历史 P/B



资料来源：Wind，彭博资讯，中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 4：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报 货币	收盘 价 04-30	市值（百 万元）	净利润			每股收益			市盈率			股息率		PEG	
					（财报货币 百万）			（财报货币）						（%）			
					2025A/E2026E	2027E	2025A/E2026E	2027E	2025A/E2026E	2027E	2025A/E2026E	2027E	2025A/E2026E	2027E	2025A/E2026E	2027E	
600436.SH	片仔癀*	CNY	143.55	86,606	2,431	2,674	3,047	4.03	4.43	5.05	35.6	32.4	28.4	1.5	1.8	2.7	2.0
000538.SZ	云南白药*	CNY	53.05	94,655	5,153	5,749	6,035	2.89	3.22	3.38	18.4	16.5	15.7	5.5	5.7	2.0	3.2
600085.SH	同仁堂*	CNY	27.77	38,086	1,189	1,312	1,444	0.87	0.96	1.05	32.0	29.0	26.4	1.0	1.1	2.9	2.6
600332.SH	白云山*	CNY	22.65	36,824	2,983	3,155	3,329	1.83	1.94	2.05	12.3	11.7	11.1	4.0	4.2	2.1	2.0
000999.SZ	华润三九*	CNY	25.91	43,120	3,421	3,751	4,154	2.06	2.25	2.50	12.6	11.5	10.4	4.4	4.9	1.1	1.0
000423.SZ	东阿阿胶*	CNY	55.00	35,419	1,739	2,060	2,239	2.70	3.20	3.48	20.4	17.2	15.8	5.8	6.3	1.3	1.8
600750.SH	华润江中*	CNY	23.92	15,204	907	988	1,088	1.43	1.55	1.71	16.8	15.4	14.0	6.3	6.9	1.6	1.4
002603.SZ	以岭药业*	CNY	17.04	28,469	1,286	1,476	1,653	0.77	0.88	0.99	22.1	19.3	17.2	1.3	1.4	1.4	1.4
600535.SH	天士力	CNY	15.13	22,583	1,105	1,302	1,517	0.74	0.87	1.01	20.4	17.3	14.9	2.3	2.7	n.a.	n.a.
600422.SH	昆药集团	CNY	9.50	7,187	350	274	360	0.46	0.36	0.48	27.3	26.2	19.9	1.2	1.7	n.a.	n.a.
600129.SH	太极集团	CNY	15.56	8,556	121	609	526	0.22	0.74	0.95	82.0	21.1	16.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
600329.SH	达仁堂	CNY	40.60	27,114	2,131	1,089	1,200	2.77	1.41	1.55	16.5	28.3	25.7	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
002737.SZ	葵花药业	CNY	13.88	7,397	-258	n.a.	n.a.	-0.44	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
002728.SZ	特一药业	CNY	9.93	5,088	82	147	228	0.16	0.29	0.44	67.8	34.1	22.5	2.3	3.6	n.a.	n.a.
600572.SH	康恩贝	CNY	4.48	11,279	474	705	763	0.19	0.28	0.30	23.5	15.9	14.8	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
002317.SZ	众生药业	CNY	18.39	16,111	306	371	457	0.36	0.47	n.a.	52.1	39.9	35.1	2.0	1.6	n.a.	n.a.
300181.SZ	佐力药业	CNY	15.21	10,752	632	833	1,040	0.92	1.19	1.48	17.6	12.9	10.3	6.3	8.0	n.a.	n.a.
000989.SZ	九芝堂	CNY	9.65	8,434	223	262	356	0.26	0.31	0.42	33.2	31.7	23.4	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
002864.SZ	盘龙药业	CNY	30.24	3,146	96	141	162	0.92	1.33	1.53	33.5	22.2	19.3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
002287.SZ	奇正藏药	CNY	22.74	12,999	648	781	944	1.19	1.39	1.68	19.8	16.3	13.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
600771.SH	广誉远	CNY	16.76	8,288	63	n.a.	n.a.	0.13	n.a.	n.a.	138.3	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
平均值				20,168	1,108	1,322	1,461	1.17	1.44	1.68	130.1	20.7	17.6	3.5	4.0	1.9	1.9
00874.HK	白云山*	CNY	16.71	23,709	2,983	3,155	3,329	1.83	1.94	2.05	8.2	7.7	7.2	6.0	6.5	1.4	1.3
01666.HK	同仁堂科技*	CNY	3.84	4,292	396	451	510	0.31	0.35	0.40	11.1	9.7	8.5	4.6	5.3	0.7	0.6
03613.HK	同仁堂国药*	HKD	7.34	5,362	397	443	491	0.47	0.53	0.59	15.5	13.9	12.5	4.0	4.4	1.2	1.2
02877.HK	神威药业	CNY	9.71	7,089	950	956	1,072	1.26	1.27	1.42	6.1	6.7	6.0	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
01681.HK	康臣药业	CNY	16.22	11,739	1,078	1,211	1,326	1.27	1.43	1.62	11.1	9.8	8.6	5.3	5.9	n.a.	n.a.
02273.HK	固生堂*	CNY	29.70	6,075	353	410	475	1.49	1.73	2.00	17.9	15.3	13.0	4.0	4.7	1.0	0.8
平均值				9,385	802	992	1,122	0.93	1.04	1.17	7.9	12.4	9.6	4.0	4.6	1.1	0.8

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

资料来源：Wind，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司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。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、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。中金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。中金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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券及期货事务监察委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的合格投资者及/或机构投资者提供。本报告无意也不应直接或间接地分发或传递给新加坡的任何其他人。提供本报告于合格投资者及/或机构投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 45 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡持牌代表。

本报告由受金融行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告由中国国际金融日本株式会社（“中金日本”）于日本提供，中金日本是在日本关东财务局（日本关东财务局长（金商）第 3235 号）注册并受日本法律监管的金融机构。本报告有关的投资产品和服务仅向符合日本《金融商品交易法》第 2 条 31 项所规定的专业投资者提供。本报告并未打算提供给日本非专业投资者使用。

本报告亦由中国国际金融股份有限公司向符合日本《金融商品交易法施行令》第 17 条第 3 款第 1 项及《金融商品交易法》第 58 条第 2 款但书前段所规定的日本金融机构提供。在该情形下，本报告有关的投资产品和服务仅向日本受监管的金融机构提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/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。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访问 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，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。

V190624
编辑：金灿

北京 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层

邮编: 100004

电话: (86-10) 6505 1166

传真: (86-10) 6505 1156

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号

汇亚大厦 29 层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市南山区科苑南路 2801 号

中金大厦 17-21 层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319 5000

传真: (86-755) 8319-9229

香港

中国国际金融（国际）有限公司

香港中环港景街 1 号

国际金融中心第一期 29 楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

东京

中国国际金融日本株式会社

〒100-0005 東京都千代田区丸の内 3 丁目 2 番 3 号

丸の内二重橋ビル 2 1 階

Tel: (+813) 3201 6388

Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc

280 Park Ave, 32nd Floor,

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore)
Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1718

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH

Neue Mainzer Straße 52-58, 60311

Frankfurt a.M, Germany

Tel: (+49-69) 24437 3560