下载日志已记录，仅供内部参考

国邦医药（605507）

证券研究报告
2026 年 10 月 11 日

硼钠硼钾格局生变，或利好公司中间体&动保业务

硼钠硼钾价格已经上涨，行业集中度有望进一步提升

国邦医药是是国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大的企业之一，规模优势突出。

根据国邦医药近期交流情况，硼钠硼钾订单有所增加，产销两旺，订单饱满。硼钠硼钾价格处于历史底部，基于成本压力和市场供给较为紧张情况，近期硼钠硼钾价格已经上涨，公司预计进入 4 季度需求旺季，硼钠硼钾市场保持供应趋紧态势，预计价格还有进一步上涨的空间。

硼氢化物是氟苯尼考关键原料之一，上游需求变化或带动氟苯尼考价格复苏

氟苯尼考属于酰胺醇类抗生素药物，广泛运用于用于敏感菌所致的猪、鸡、鱼的细菌性疾病，其长期不合理低价已导致行业厂家利润极低或亏损，行业集中度持续提升，近期价格出现上涨复苏，公司对于 4 季度景气度持乐观态度。

根据国邦医药公告，硼氢化钠是目前市场上性价比最好的还原剂，是氟苯尼考生产过程的关键原料之一。我们认为，国邦医药凭借 D-乙酯自产自用，构筑起“成本可控的垂直供应链体系”，氟苯尼考出货量在 2025 年突破 4000 吨。本轮硼氢化物价格上涨，有望引起氟苯尼考价格同步上涨，从而带动国邦医药业绩稳健增长。

积极布局电子化学品领域，持续推动产品升级和高端应用市场拓展

电子化学品领域是公司重要战略布局方向，目前硼氢化钠、 硼酸三甲酯等产品在电子领域有应用，电子化学品羟乙基哌嗪已成功中试，后续将积极推进下游客户送样、验证工作。依托精细化工产业平台优势，公司有望结合市场需求，持续推动产品升级和高端应用市场拓展。

盈利预测与投资评级

考虑到 2026 上半年人民币升值影响、抗生素需求疲软的情况下，我们将公司 2026-2028 年营业收入下调为 66.14/77.16/87.32 亿元(2026-2028 年前值为 69.92/79.65/ 89.59 亿元)，归母净利润下调为 8.34/11.18/12.66 亿元 (2026-2028 年前值 9.86/11.29/12.99 亿元)。

我们持续看好中间体业务、动保业务量价齐升的逻辑下公司业绩快速增长，植保等新业务带动公司长期增长，给予 2027 年 16x，对应目标价 22.87 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策变动风险、产品质量控制风险、主要原材料价格波动风险、外汇汇率波动风险、产品价格恢复及产能爬坡不及预期风险

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	5,890.84	6,011.40	6,614.31	7,715.73	8,732.02
增长率(%)	10.12	2.05	10.03	16.65	13.17
EBITDA(百万元)	1,555.51	1,675.24	1,563.85	1,810.17	1,974.51
归属母公司净利润(百万元)	781.60	820.82	834.40	1,118.39	1,265.51
增长率(%)	27.61	5.02	1.65	34.03	13.16
EPS(元/股)	1.40	1.47	1.07	1.43	1.62
市盈率(P/E)	12.38	11.78	16.23	12.11	10.70
市净率(P/B)	1.20	1.13	1.46	1.36	1.26
市销率(P/S)	1.64	1.61	2.05	1.76	1.55
EV/EBITDA	6.29	7.17	6.98	5.98	5.31

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	17.31 元
目标价格	22.87 元

基本数据

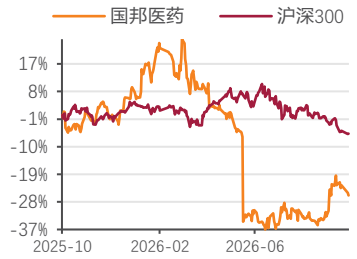
A 股总股本(百万股)	782.35
流通 A 股股本(百万股)	782.35
A 股总市值(百万元)	13,542.53
流通 A 股市值(百万元)	13,542.53
每股净资产(元)	10.74
资产负债率(%)	26.19
一年内最高/最低(元)	29.98/14.34

作者

杨松 分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001
yangsong@tfzq.com

刘一伯 分析师
SAC 执业证书编号：S1110525080001
liuyibo@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1《国邦医药-年报点评报告:26Q1 业绩波动，看好全年业绩增长》2026-04-19
2《国邦医药-年报点评报告:医药板块稳健增长，动保业务有望反弹》2025-05-13
3《国邦医药-首次覆盖报告:医药板块稳定增长，动保业务弹性可观》2024-10-14

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 硼氢化钠、硼氢化钾需求旺盛

公司关键医药中间体板块产品生产对工艺、安全、环保等具有较高要求，公司作为国内少数能够大规模生产硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等产品的企业，占有较高的市场份额，在产业链中具有较高影响力和稳定的市场地位。

1.1. 高性价比工业还原剂，适用范围广阔

常见的还原剂包括硼氢化钠、氢化铝锂、二异丁基氢化铝、氰基硼氢化钠等。其中硼氢化钠是最常用的还原剂，稳定的特性决定其适合在工业生产中大量使用；氢化铝锂还原性非常强，使用时需要注意。二异丁基氢化铝同样拥有较强的还原性，但反应步骤较多；氰基硼氢化钠还原性较弱。

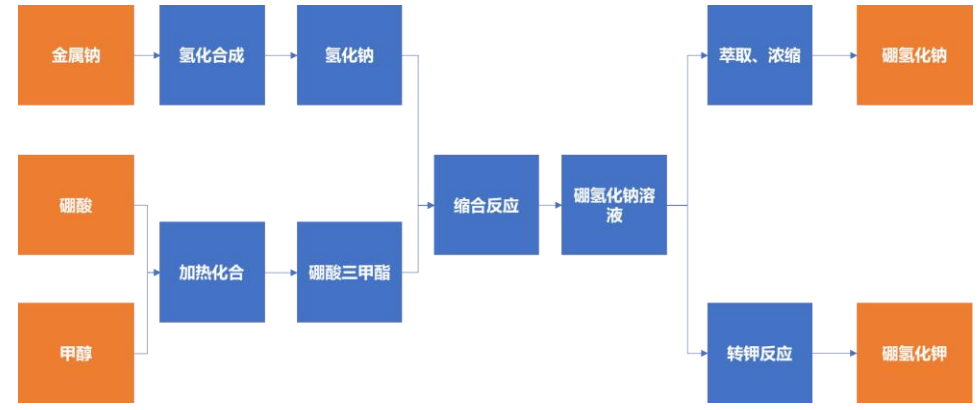
图 1：常用还原剂及其特点

硼氢化钠 NaBH4	氢化铝锂	二异丁基氢化铝	氰基硼氢化钠
最常用的一种还原剂，对水分稳定，空气中也能使用，最适合工业生产。	相当强的还原剂。由于反应剧烈和容易飞散，不可避免发生火灾。取用时要十分的注意。	一般用两个摩尔当量以上的DIBAL先还原到醇之后，再氧化回到醛，要花去很多步骤，能作为一种非常强的还原剂使用。	比硼氢化钠的还原性要弱、但大约在pH3的酸性环境下也能保持稳定是它的一大特点。

资料来源：前衍化学网，天风证券研究所

硼氢化钠技术壁垒高，短期内其他竞争者进入难度大。硼氢化钠产品具备非常高的技术壁垒和特殊性，短期内其他竞争者进入有难度。硼氢化钠的 Brown-Schlesinger 法需要在无水无氧、高温高压环境下精准控制反应，对设备防爆防腐及反应温控要求严苛；硼氢化钾则依赖高纯度原料，低温结晶与分离提纯难度大。

图 2：硼氢化钠及硼氢化钾合成路线（国邦医药）

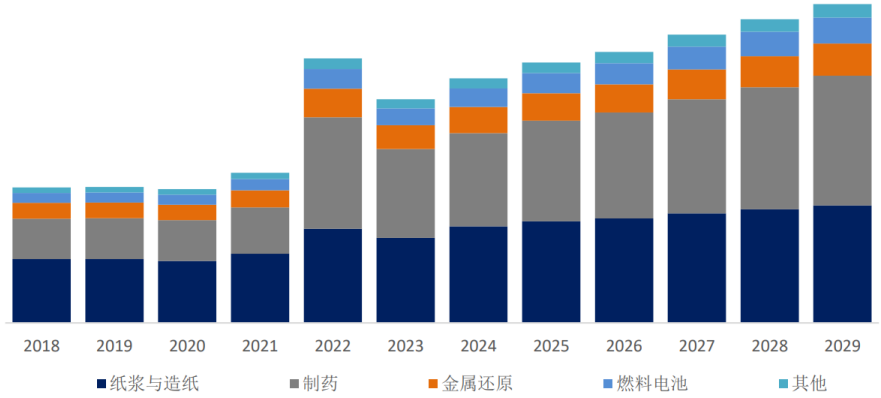


资料来源：公司招股书，天风证券研究所

硼氢化钠性能稳定，适用范围广。硼氢化钠适用范围较广，通常用作醛类、酮类、酰氯类的还原剂，塑料工业的发泡剂，造纸漂白剂，以及医药工业制造双氢链霉素的氢化剂。QYResearch 数据显示，自 2022 年以来，硼氢化钠作为辉瑞新冠口服药 SM1 合成还原的优先试剂，带动制药端需求持续提升。

图 3：硼氢化钠应用范围

下载日志已记录，仅供内部参考

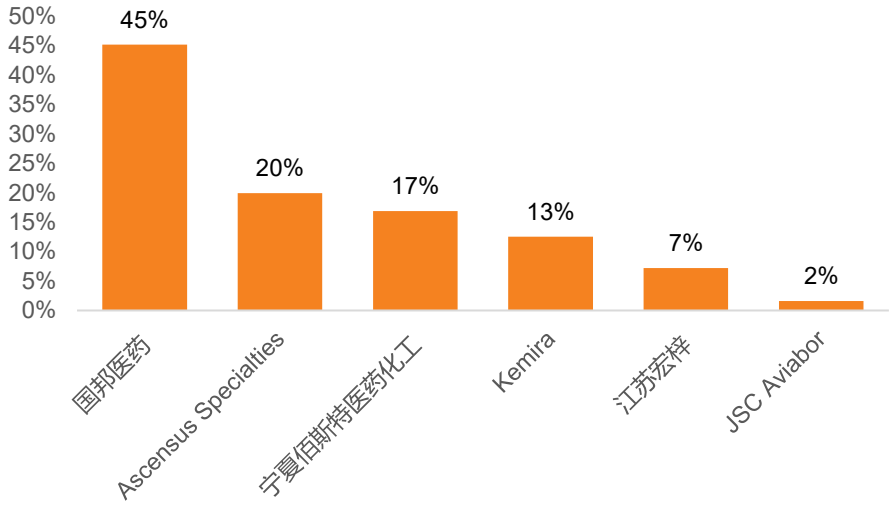


资料来源：QYResearch，天风证券研究所

1.2. 寡头垄断，国邦医药为行业领导者

根据 QYResearch 头部企业研究中心调研，全球范围内硼氢化钠生产商主要包括国邦医药集团、Ascensus Specialties、宁夏佰斯特医药化工、Kemira 等。2022 年国邦医药全球市占率约 45.2%，超过 Ascemsus、宁夏佰斯特等竞争对手，是全球最大的硼氢化钠生产商。国内供应格局一直以国邦为主导，全球范围内 Ascensus 与国邦医药持续展开竞争。

图 4：2022 年硼氢化钠全球竞争格局



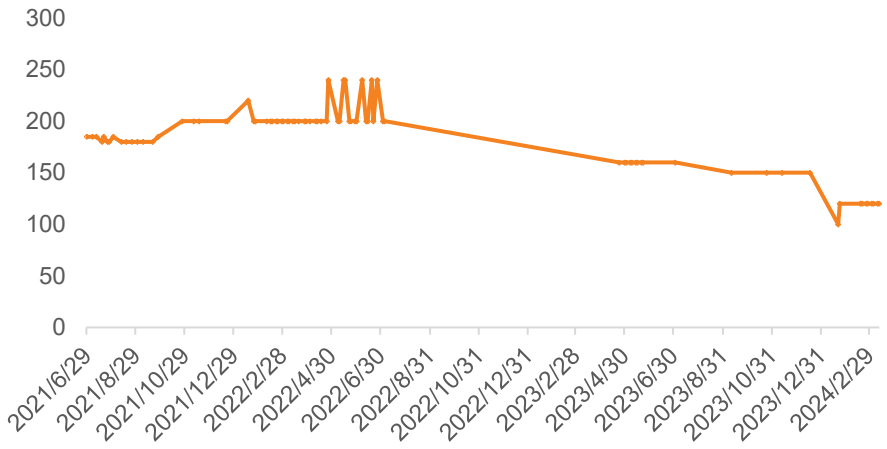
资料来源：QYResearch，天风证券研究所

Chemical Book 数据显示，2021 年起硼氢化钠价格稳定在 180-200 元/公斤左右。随着硼氢化钠制药端需求上升，2022 年硼氢化钠价格突破 240 元/公斤。2023 年以来，硼氢化钠价格持续下降，2024 年 1 月价格最低至 100 元/公斤，随后稳定在 120 元/公斤左右。截至目前，因为硼氢化钠属于危险化学品目录，相关价格已不再显示。

我们认为：（1）供给端：硼氢化钠整体竞争格局稳定，国邦医药为全球最大供应商；（2）需求端：硼氢化钠适用范围广，制药领域需求稳定上升；此外，硼氢化钠价格端仍处于相对低位。

图 5：2021-2024 年 2 月硼氢化钠厂家报价走势（元/公斤）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Chemical Book，天风证券研究所

国邦医药是是国内硼氢化钠、硼氢化钾、环丙胺等中间体产能最大的企业之一，规模优势突出。

2026 年 8 月，生态环境部修订的《新化学物质环境管理登记办法》正式生效，取消了医药、兽药、饲料添加剂等行业长期享有的新化学物质登记豁免。任何未列入中国现有化学物质名录的化学物质，无论其最终用途如何，都需要进行环境管理登记。这意味着，兽药中间体如果属于"新化学物质"，将面临额外的登记审批流程，产品开发周期可能延长 1–2 年，违规罚款上限提升至 200 万元，甚至面临停产整改风险。这一政策变化将显著增加新进入者的合规成本，进一步巩固现有规模化企业的优势。硼氢化钠、硼氢化钾竞争格局集中，在环保合规门槛抬高后可能进一步强化。我们预计中小中间体供应商在合规成本持续提升的背景下，或陆续退出市场。

根据国邦医药近期交流情况，硼钠硼钾订单有所增加，产销两旺，订单饱满。硼钠硼钾价格处于历史底部，基于成本压力和市场供给较为紧张情况，近期硼钠硼钾价格已经上涨，公司预计进入 4 季度需求旺季，硼钠硼钾市场保持供应趋紧态势，预计价格还有进一步上涨的空间。

2. 氟苯尼考：硼氢化物为关键原料之一，上游需求变化或带动氟苯尼考价格复苏

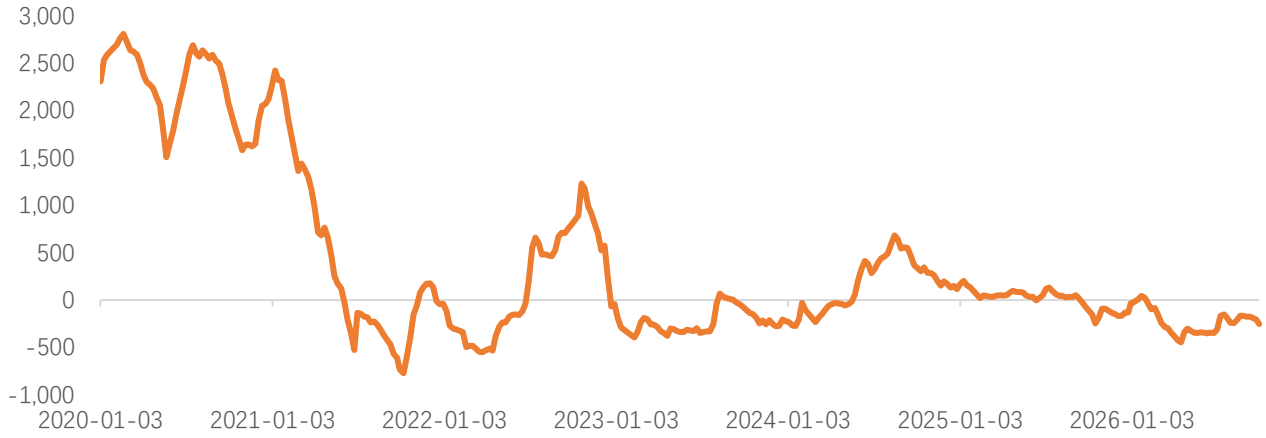
2.1. 氟苯尼考价格处于相对底部，竞争格局或生变

氟苯尼考广泛运用于猪、鸡等养殖。氟苯尼考属于酰胺醇类抗生素药物，广泛运用于用于敏感菌所致的猪、鸡、鱼的细菌性疾病。氟苯尼考具有广谱、高效、低毒、吸收极好、体内分布广泛和不致再生障碍性贫血等优势，对多数革兰氏阴性菌、革兰氏阳性菌、某些支原体及某些对氯霉素、甲砜霉素、土霉素、磺胺或氨苄西林耐药的菌株都有效，且抗菌活性优于氯霉素和甲砜霉素。

2021 年至 2024 年氟苯尼考市场规模走弱，主要原因是下游养猪业进入低谷期，养殖端收益下降压缩用药支出，叠加禽类周期性供需波动，导致动保产品整体需求偏弱。

图 6：2020 年 1 月到 2026 年 9 月中国规模养殖生猪净利润（元/头）

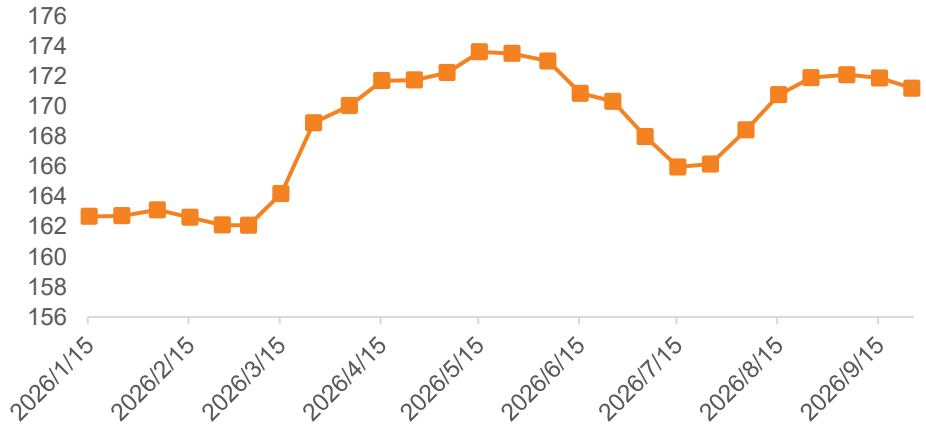
下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：Wind，天风证券研究所

氟苯尼考价格持续降低，有望进入磨底震荡阶段。过去几年，兽药原料药中间体价格经历了长时间的低位运行。普洛药业在 2026 年 8 月的互动平台上明确表示，兽药原料药中间体价格"已维持低价运行较长时间"，预计进一步下降的空间较小，后续核心变量是供给端收缩的持续性和下游养殖端需求的实质性回暖节奏。截至 2026 年 9 月 23 日，氟苯尼考 9 月下旬价格指数为 171.19，较较 9 月上旬环比下降 0.40%。氟苯尼考长期不合理低价已导致行业厂家利润极低或亏损，行业集中度持续提升，近期价格出现上涨复苏，国邦医药对于 4 季度景气度持乐观态度。

图 7：2021-2024 年 9 月氟苯尼考价格走势（元/千克）



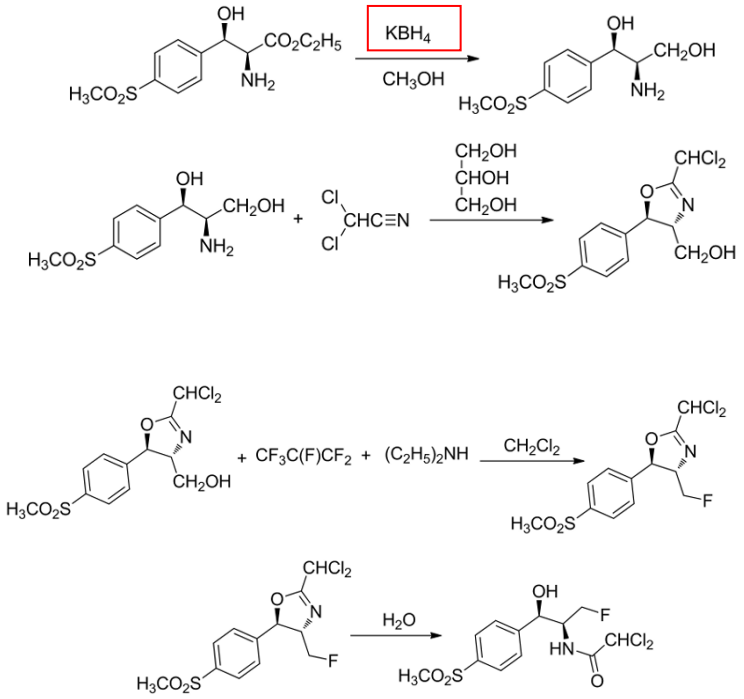
资料来源：中国兽药饲料交易中心公众号，天风证券研究所

2.2. 硼氢化物为氟苯尼考合成重要原料，或带动氟苯尼考价格同步上涨

1995 年 1 月 17 日，美国专利 US5382673 公开了 PROCESS FOR PREPARING FLORFENICOL, ITS ANALOGS AND OXAZOLINE INTERMEDIATES THERETO（一种氟苯尼考及其类似物和恶唑啉中间体的制备方法），以 D-对甲砜基苯丝氨酸乙酯为原料，经硼氢化钾还原、二氯乙腈缩合、Ishikawa 试剂氟化、水解等反应制备得到氟苯尼考的方法。该方法工艺路线短，是目前工业化的主要路线之一。但该工艺中，采用硼氢化物还原羰基，反应剧烈，极易因反应潜热蓄积而引起冲料，造成安全风险，同时，Ishikawa 试剂价格高，腐蚀性强，对设备要求高，使得制造成本较高，且分解产物无法回收，环保处理难度大，给环境造成较大压力。

图 8：氟苯尼考的合成路线（1995 年）

下载日志已记录，仅供内部参考



资料来源：孟杰，《氟苯尼考的合成工艺研究》，天风证券研究所

根据中国兽药饲料交易中心，2024 年，国邦医药申请一项名为“一种氟苯尼考的制备方法”的专利，公开号 CN202410511143.2。专利所述氟苯尼考的制备方法，能够有效简化工艺步骤，缩短反应时间，提高生产效率；并有效避免制备过程中副产物的生成，进一步提高氟苯尼考收率。

根据国邦医药公告，硼氢化钠是目前市场上性价比最好的还原剂，是氟苯尼考生产过程的关键原料之一。我们认为，国邦医药凭借 D-乙酯自产自用，构筑起“成本可控的垂直供应链体系”，氟苯尼考出货量在 2025 年突破 4000 吨。本轮硼氢化物价格上涨，有望引起氟苯尼考价格同步上涨，从而带动国邦医药业绩稳健增长。

3. 风险提示

行业政策变动风险：医药行业受国家政策影响较大，随着医疗卫生体制改革的进一步深入，医保政策调整、药品带量采购、原料药关联审评审批等政策相继落地，医药行业竞争激烈。

产品质量控制风险：公司主要产品为原料药和关键医药中间体，产品质量直接影响使用者的安全与健康。公司生产流程长、工艺复杂，可能影响到产品质量的因素较多，原材料采购、储存、产品生产、运输、销售等环节均可能出现风险点。

主要原材料价格波动风险：公司所采购的原材料种类较多，原材料成本占总成本比例较高，因此原材料价格的波动将会对公司效益产生影响。

外汇汇率波动风险：公司与国外客户交易时多以外币作为结算工具，贸易摩擦以及国际经济形势的不稳定性带来的贸易障碍以及汇率波动，均会对公司销售收入和盈利能力带来一定影响。

产品价格恢复及产能爬坡不及预期风险：公司目前氟苯尼考产能较大，整体产品价格处于低位。根据现有竞争格局及价格走势判断，公司氟苯尼考在经历行业出清后存在量价齐升的可能，带动公司业绩加速增长。同时，也存在氟苯尼考价格恢复及公司产能爬坡不及预期的风险。

人在草木间

下载日志已记录，仅供内部参考

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	1,909.32	1,460.01	1,996.17	1,981.20	2,212.25
应收票据及应收账款	753.96	859.33	915.77	1,154.92	1,188.51
预付账款	584.00	195.88	477.36	479.90	675.76
存货	1,363.41	1,776.15	1,675.69	2,305.45	2,209.24
其他	1,263.61	1,821.48	1,851.51	1,942.98	2,012.07
流动资产合计	**5,874.30**	**6,112.85**	**6,916.50**	**7,864.45**	**8,297.82**
长期股权投资	102.57	98.71	98.71	98.71	98.71
固定资产	4,088.39	4,006.12	3,544.34	3,082.56	2,620.78
在建工程	255.26	282.88	282.88	282.88	282.88
无形资产	350.83	342.65	331.69	320.72	309.76
其他	109.07	141.43	127.10	122.42	122.89
非流动资产合计	**4,906.14**	**4,871.79**	**4,384.71**	**3,907.28**	**3,435.01**
资产总计	**10,780.44**	**10,984.64**	**11,301.21**	**11,771.73**	**11,732.82**
短期借款	175.13	506.10	400.00	350.00	300.00
应付票据及应付账款	1,703.67	1,196.29	976.51	902.97	162.71
其他	678.98	218.87	270.93	246.19	289.35
流动负债合计	**2,557.79**	**1,921.26**	**1,647.44**	**1,499.16**	**752.06**
长期借款	146.72	478.01	350.00	300.00	250.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	23.87	29.81	25.75	25.64	26.27
非流动负债合计	**170.59**	**507.82**	**375.75**	**325.64**	**276.27**
负债合计	**2,728.38**	**2,429.08**	**2,023.19**	**1,824.80**	**1,028.33**
少数股东权益	4.72	2.43	1.23	(0.74)	(2.75)
股本	558.82	558.82	782.35	782.35	782.35
资本公积	3,608.93	3,627.43	3,627.43	3,627.43	3,627.43
留存收益	3,881.06	4,366.87	4,867.51	5,538.54	6,297.84
其他	(1.48)	0.00	(0.49)	(0.66)	(0.38)
股东权益合计	**8,052.06**	**8,555.56**	**9,278.03**	**9,946.93**	**10,704.50**
负债和股东权益总计	**10,780.44**	**10,984.64**	**11,301.21**	**11,771.73**	**11,732.82**

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	780.58	817.57	834.40	1,118.39	1,265.51
折旧摊销	433.95	478.09	472.75	472.75	472.75
财务费用	0.20	24.49	93.74	14.90	10.11
投资损失	(12.95)	(16.99)	(12.00)	(11.00)	(10.00)
营运资金变动	(627.97)	(714.83)	(412.65)	(1,046.62)	(889.27)
其它	132.59	(29.05)	7.99	6.72	6.65
经营活动现金流	**706.41**	**559.28**	**984.23**	**555.13**	**855.75**
资本支出	439.68	404.97	4.06	0.11	(0.63)
长期投资	1.45	(3.87)	0.00	0.00	0.00
其他	(954.97)	(1,252.57)	(12.06)	(9.11)	(9.37)
投资活动现金流	**(513.85)**	**(851.46)**	**(8.00)**	**(9.00)**	**(10.00)**
债权融资	(159.43)	196.73	(330.15)	(114.90)	(110.11)
股权融资	(334.65)	(315.31)	(109.92)	(446.21)	(504.59)
其他	107.59	(4.37)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**(386.49)**	**(122.95)**	**(440.07)**	**(561.11)**	**(614.70)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(193.93)**	**(415.13)**	**536.17**	**(14.97)**	**231.05**

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**5,890.84**	**6,011.40**	**6,614.31**	**7,715.73**	**8,732.02**
营业成本	4,418.11	4,446.53	4,888.81	5,638.45	6,394.11
营业税金及附加	46.64	48.47	53.34	59.43	69.31
销售费用	79.46	97.69	99.21	115.74	130.98
管理费用	277.67	278.01	291.03	331.78	366.74
研发费用	215.05	209.83	232.82	273.91	309.11
财务费用	(29.82)	20.65	93.74	14.90	10.11
资产/信用减值损失	(38.07)	(31.97)	(25.00)	(25.00)	(25.00)
公允价值变动收益	14.40	12.92	10.00	10.00	10.00
投资净收益	12.95	16.99	12.00	11.00	10.00
其他	22.07	55.84	10.00	10.00	10.00
营业利润	**895.07**	**963.99**	**962.36**	**1,287.52**	**1,456.65**
营业外收入	3.74	1.70	3.00	3.00	3.00
营业外支出	10.84	14.44	8.00	8.00	8.00
利润总额	**887.97**	**951.26**	**957.36**	**1,282.52**	**1,451.65**
所得税	107.39	133.69	124.97	167.42	189.49
净利润	**780.58**	**817.57**	**832.39**	**1,115.11**	**1,262.16**
少数股东损益	(1.02)	(3.25)	(2.01)	(3.28)	(3.35)
归属于母公司净利润	**781.60**	**820.82**	**834.40**	**1,118.39**	**1,265.51**
每股收益（元）	1.40	1.47	1.07	1.43	1.62

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	10.12%	2.05%	10.03%	16.65%	13.17%
营业利润	27.45%	7.70%	-0.17%	33.79%	13.14%
归属于母公司净利润	27.61%	5.02%	1.65%	34.03%	13.16%
获利能力					
毛利率	25.00%	26.03%	26.09%	26.92%	26.77%
净利率	13.27%	13.65%	12.62%	14.49%	14.49%
ROE	9.71%	9.60%	8.99%	11.24%	11.82%
ROIC	13.32%	13.67%	13.70%	17.01%	17.63%
偿债能力					
资产负债率	25.31%	22.11%	17.90%	15.50%	8.76%
净负债率	-14.10%	-5.48%	-13.38%	-13.33%	-15.48%
流动比率	2.30	3.18	4.20	5.25	11.03
速动比率	1.76	2.26	3.18	3.71	8.10
营运能力					
应收账款周转率	9.16	7.45	7.45	7.45	7.45
存货周转率	4.31	3.83	3.83	3.88	3.87
总资产周转率	0.56	0.55	0.59	0.67	0.74
每股指标（元）					
每股收益	1.40	1.47	1.07	1.43	1.62
每股经营现金流	1.26	1.00	1.26	0.71	1.09
每股净资产	14.40	15.31	11.86	12.72	13.69
估值比率					
市盈率	12.38	11.78	16.23	12.11	10.70
市净率	1.20	1.13	1.46	1.36	1.26
EV/EBITDA	6.29	7.17	6.98	5.98	5.31
EV/EBIT	8.72	10.03	10.01	8.10	6.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
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。该等意见、评估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，天风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。
天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区东长治路 855 号北外滩金茂中心 T1 栋 19 楼	深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 22 层
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200082	邮编：518028
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-60256006	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com