



Research and
Development Center

策略
报告

医药行业2019&2020Q1财报分析

——转型漫漫，大象起舞

2020年05月06日

杨松 医药行业首席分析师

执业编号：S1500519120003

联系电话：+86 21 61678586

邮箱：yangsong@cindasc.com

周贤珮 医药行业分析师

执业编号：S1500518020001

联系电话：+86 10 83326737

邮箱：zhouxianpei@cindasc.com

投资要点：寻找具有定价能力的优质标的

- **行业整体增长稳健，强者恒强趋势愈发明显。** 2019年医药行业整体增长稳健，营收同比增长13.72%，受部分公司商誉减值等因素的影响，扣非净利润同比减少17.61%。2020年Q1受新冠疫情影响，医药行业整体收入下滑7.48%，扣非净利润下滑14.12%。从行业整体情况看，2015年至今，多家公司意图通过并购整合实现“业务转型”或者“跨越式发展”，但从回顾分析看，大部分并购未实现预期效果（多家公司计提大额商誉减值），而与此同时，我们观察到龙头公司无论在业绩成长性还是稳定性上均有超越行业的表现，表明医药行业强者恒强的趋势愈发明显。
- **行业内部分化，部分细分领域延续高增长态势。** 2019年多个细分领域延续高景气度，包括CXO、特色原料药、生物制品（含疫苗、血液制品等）、原辅包、医疗器械（尤其是IVD、骨科）等，均保持较高的收入利润增速。2020年Q1行业虽然受到新冠疫情的冲击，但目前国内医院诊疗业务已在快速恢复中，根据国家卫健委信息“截止4月20日，全国大部分地区的正常医疗服务水平已经恢复到去年同期的80%”，预计行业Q2开始有望逐步回归正轨。
- **定价能力是医药行业核心选股思路。** 国内新冠疫情防控进入常态化阶段，市场对于业绩确定性关注度的持续提升，医药作为需求刚性的细分领域，中长期维度看，产品和服务是否具有定价能力依然是医药行业首要选股思路，在整体估值上亦会获得更高的包容度。三大选股策略：①产品创新度高、成本控制能力强、个性化需求满足能力强的公司，将持续获得来自注册审评、医保准入、医院需求、医生需要等多维度全方位的支持，相关标的：**恒瑞医药、信达生物（H股）、迈瑞医疗**。②随着疫情逐步趋缓，医院诊疗业务陆续回归正轨，相关公司经营业绩也将逐步恢复或好转。相关标的：**爱尔眼科、锦欣生殖（H股）、南微医学、华兰生物**。③性价比（估值低或确定性高）品种有望成为黑马，相关标的：**一心堂、双林生物、爱帝宫（H股）**。
- 风险因素：药品降价的风险、疫情持续时间过长的风险

01

医药行业整体回顾

02

2019年&2020年Q1医药行业财报分析

03

估值与选股思路

医药行业整体：增长稳健，短期受到疫情冲击

- **2019年医药行业整体收入增长稳健**，营业收入同比增长13.72%，相比2018年增速稍有下降，预计主要受带量采购、重点监控目录等政策的影响，扣非净利润同比减少17.61%，主要受部分公司商誉减值等因素的影响。
- **2020Q1医药行业受新冠疫情短期冲击**，整体收入同比下滑7.48%，扣非净利润同比下滑14.12%。具体而言，连锁药店、血液制品、医疗器械、原料药等疫情相关细分领域高速增长；随着国内疫情逐渐缓解，医院等终端恢复正常，预计CXO、化学制剂、疫苗、医疗服务等细分领域也将陆续恢复正常；中药领域仍持续承压。
- **医药行业整体经营水平基本稳定**。2019年行业毛利率29.90%，相比2018年下降了1.2pp；销售费用率下降0.32pp，但依然保持相对高位；管理费用率基本稳定（+0.06pp），扣除掉研发费用的增加后，则稍有下降；财务费用率亦基本稳定，相比2018年增加了0.06pp。
- **研发驱动未来**。医药行业整体研发费用率由2018年的1.70%提升至2019年的1.80%，预计随着“医保战略价值导向购买”这一趋势的不断深化，整个行业将进一步由销售驱动向研发驱动转变。

表：医药行业主要财务指标情况（百万元）

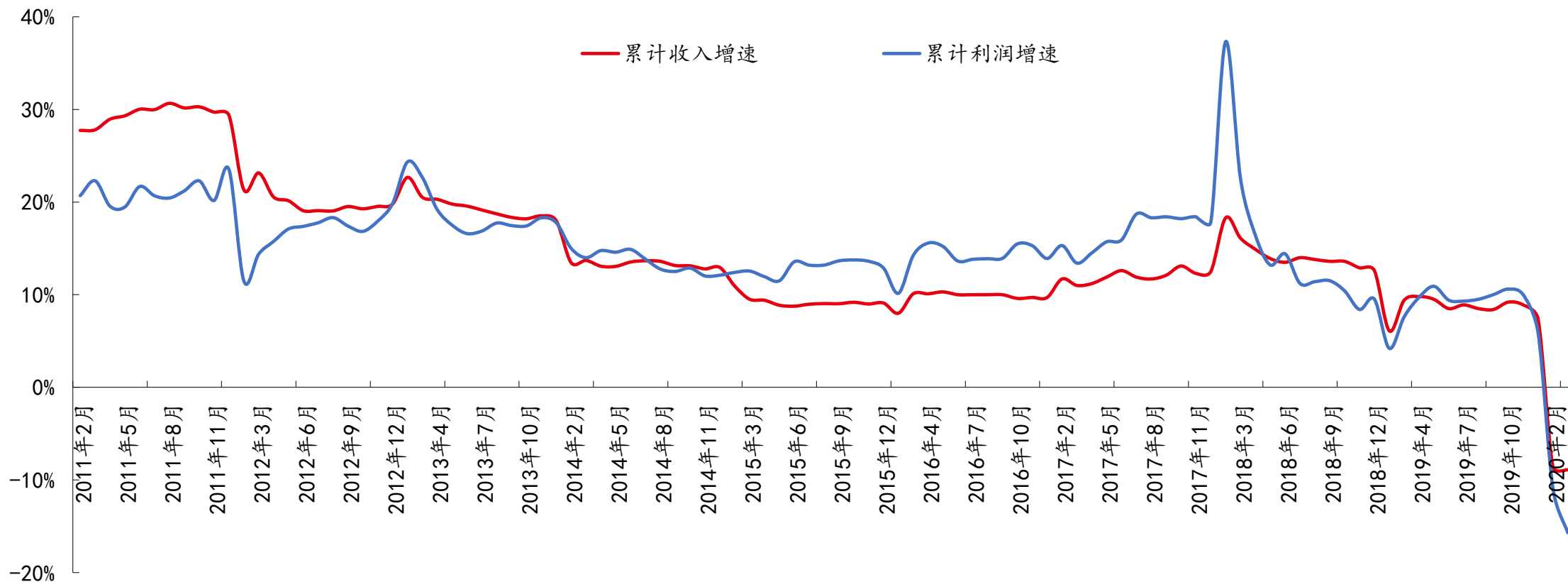
	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	324085	1442387	350304	1268383	1077741
营业收入增速	-7.48%	13.72%	18.15%	17.69%	20.30%
毛利率	29.20%	29.90%	30.21%	31.10%	30.19%
销售费用率	13.27%	14.38%	13.94%	14.70%	13.44%
管理费用率	6.09%	6.26%	5.67%	6.20%	6.05%
财务费用率	1.20%	1.18%	1.30%	1.12%	1.00%
研发费用率	1.67%	1.80%	1.44%	1.70%	-
归母净利润	21492	71836	27005	81649	86384
归母净利润增速	-20.41%	-12.02%	20.17%	-5.48%	25.35%
扣非净利润	19495	54893	22700	66627	71437
扣非净利润增速	-14.12%	-17.61%	5.07%	-6.73%	18.63%
应收账款	366716	353601	362501	326843	252566
经营性现金流	-71	112821	-4282	77498	52147
经营性现金流/净利润	-0.31%	139.98%	-14.59%	86.90%	56.50%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

医药制造业累计收入利润增速进一步下滑

- 受疫情影响，2020年1-3月医药制造业累计收入增速-8.9%，累计利润增速-15.7%，相比2020年1-2月的-8.6%和-10.9%，增速均进一步下滑。

图：医药制造业2020年1-3月累计收入利润增速进一步下滑



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

行业龙头研发投入更大，增长更快

- **医药行业龙头研发投入大。**2018年研发费用排名前十的企业研发投入总额为106亿，占医药行业整体研发费用的29.00%，而且这一比率持续提升，2019年达31.44%。
- **医药行业龙头研发投入增长快。**医药行业整体的研发费用从2018年的365亿增长到2019年的459亿，同比增长25.56%；相比而言，研发费用排名前十的行业龙头的研发投入总额从2018年的106亿增长到2019年的144亿，同比增长36.2%。

表：2019年医药行业研发费用前十企业

序号	证券简称	研发费用（亿元）	增速
1	恒瑞医药	38.96	45.90%
2	复星医药	20.41	37.97%
3	迈瑞医疗	14.66	15.66%
4	上海医药	13.50	27.22%
5	科伦药业	12.86	45.26%
6	华东医药	10.73	51.97%
7	健康元	9.06	27.83%
8	海正药业	9.04	41.33%
9	信立泰	7.64	87.37%
10	丽珠集团	7.33	33.50%

表：2018年医药行业研发费用前十企业

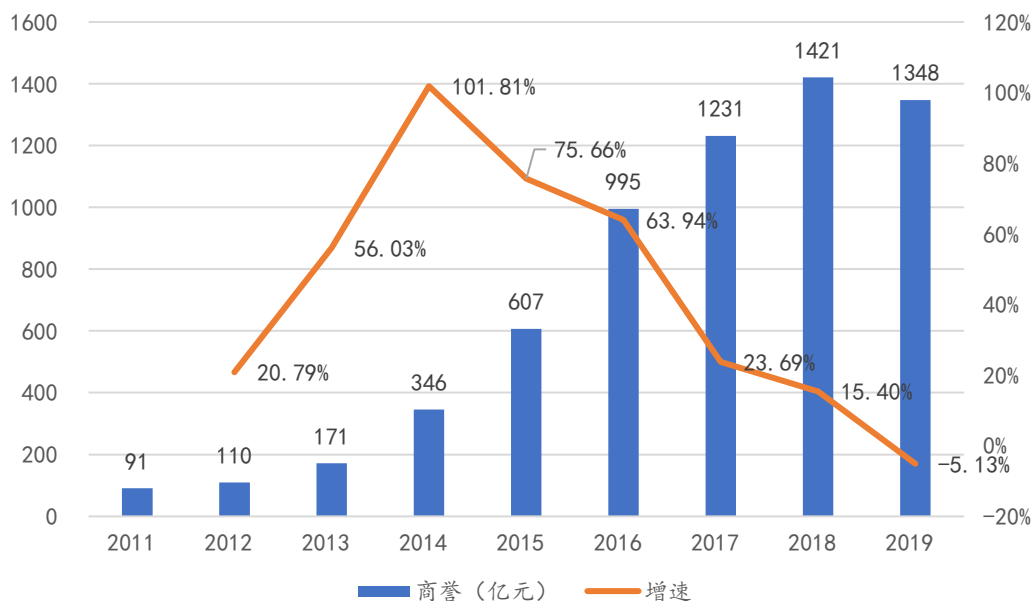
序号	证券简称	研发费用（亿元）
1	恒瑞医药	26.70
2	复星医药	14.80
3	迈瑞医疗	12.67
4	上海医药	10.61
5	科伦药业	8.85
6	健康元	7.08
7	华东医药	7.06
8	海正药业	6.40
9	天士力	5.89
10	白云山	5.86

资料来源：Wind，信达证券研发中心

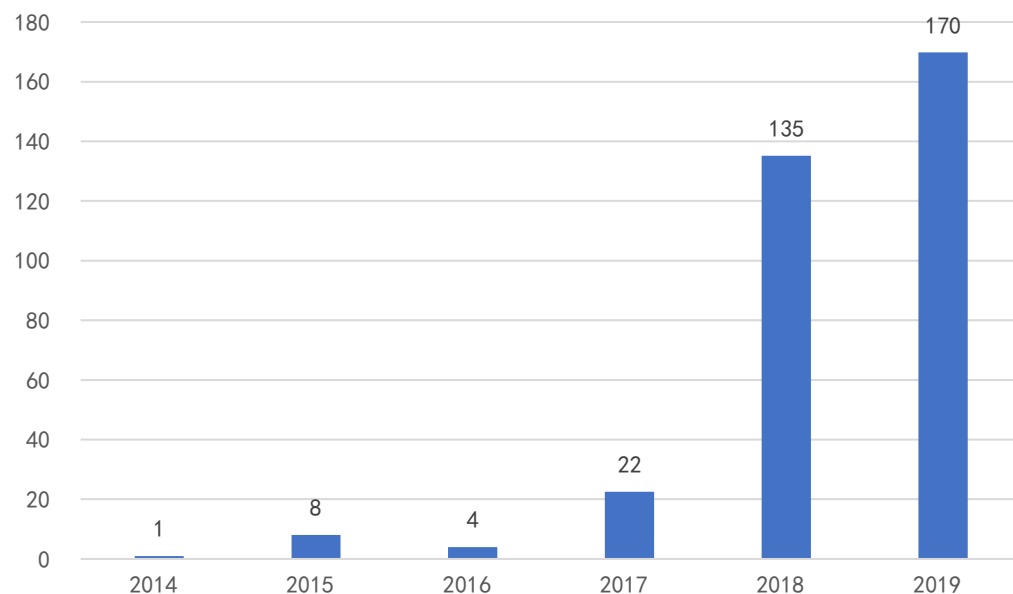
行业商誉减值规模进一步扩大

- **医药行业商誉总值增速已放缓。** 医药行业在2013-2016年间经历了商誉的高速增长，受并购节奏放缓及部分公司计提商誉影响，2019年行业整体商誉开始下降。
- **医药行业大规模商誉减值拖累行业净利润。** 2017年医药行业商誉减值共约22亿元，其中6家公司商誉减值达1亿元以上；2018年行业商誉减值激增至135亿元，共25家公司商誉减值达1亿元以上，3家公司商誉减值达10亿元以上（信邦制药、人福医药、益佰制药）；2019年行业商誉减值依然维持高位，共28家公司商誉减值达1亿元以上，4家公司商誉减值达10亿元以上（通化金马、瑞康医药、宜华健康、美年健康）。

图：医药行业商誉总值（2011-2019）



图：医药行业商誉减值金额（2014-2019，亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

01

医药行业整体回顾

02

2019年&2020年Q1医药行业财报分析

03

估值与选股思路

医药行业整体：细分领域增长趋势显著分化

- 2019年多个细分领域延续高景气度，包括CXO、特色原料药、生物制品（含疫苗、血液制品等）、原辅包、医疗器械（尤其是IVD）等，均保持较高的收入利润增速。
- 2020年Q1虽然受到新冠疫情的冲击，但多个细分领域仍呈现出高速增长态势，包括特色原料药、原辅包、大宗原料药、血液制品、连锁药店、医疗器械等。预计随着全球疫情扩散，相关细分领域，尤其是有出口资质的领域，将继续受益。

表：各细分领域收入利润增速对比

	2020Q1			2019A			2019Q1			2018A			2017A		
	收入增速	归母增速	扣非增速	收入增速	归母增速	扣非增速	收入增速	归母增速	扣非增速	收入增速	归母增速	扣非增速	收入增速	归母增速	扣非增速
CXO	14.15%	-3.75%	-13.89%	30.88%	41.75%	88.84%	37.54%	47.17%	87.90%	32.16%	99.95%	82.63%	25.94%	-13.48%	-10.30%
生物制品	-2.99%	16.19%	-1.95%	28.18%	42.05%	40.57%	48.35%	61.74%	34.48%	39.49%	-3.32%	20.04%	19.43%	12.08%	11.56%
医药商业	-5.61%	-7.08%	-13.04%	17.15%	-2.84%	5.77%	20.24%	9.86%	7.15%	18.93%	4.87%	2.08%	25.72%	46.05%	31.69%
特色原料药	9.00%	-10.74%	48.11%	16.60%	46.24%	40.55%	28.03%	171.72%	83.19%	30.77%	61.56%	67.16%	16.72%	-3.65%	-11.73%
原辅包	3.98%	-11.34%	34.14%	15.85%	38.63%	31.69%	27.14%	119.48%	58.69%	23.43%	35.36%	42.12%	14.66%	-8.20%	-15.68%
医药行业整体	-7.48%	-20.41%	-14.12%	13.72%	-12.02%	-17.61%	18.15%	20.17%	5.07%	17.69%	-5.48%	-6.73%	20.30%	25.35%	18.63%
医疗器械	7.08%	2.57%	25.19%	13.65%	15.39%	12.20%	26.53%	57.98%	28.42%	20.42%	28.97%	25.77%	26.03%	31.00%	22.51%
中药	-8.22%	-22.78%	-13.88%	11.57%	-13.40%	-19.62%	24.60%	18.62%	6.04%	19.11%	0.12%	-7.18%	11.05%	7.96%	14.84%
化学制剂	-11.94%	-14.78%	-22.95%	10.37%	-8.45%	-29.44%	14.38%	9.45%	7.80%	22.02%	-28.36%	-17.06%	17.80%	43.49%	15.71%
医疗服务	-35.36%	-363.24%	-1252.70%	5.58%	-132.09%	-173.19%	-6.84%	-3.26%	-70.79%	15.79%	238.47%	10.33%	34.23%	42.02%	236.54%
大宗原料药	-9.42%	31.07%	30.11%	3.95%	90.38%	-29.72%	-12.22%	-59.31%	-62.14%	34.55%	-29.49%	60.99%	75.85%	23.43%	33.35%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；

化学制剂：研发转型趋势明显，龙头优势不断扩大

- **传统化药板块受到政策冲击。**化学制剂板块合计77家公司（基于可比性，删除泽璟制药、南新制药等），受带量采购等政策的影响，2019年营收增长10.37%，相比2018年的22.02%有所下滑（77家公司中约55家公司增速下滑）；同时由于部分公司出现大规模商誉减值，导致行业扣非净利润减少29.44%，相比2018年增速进一步下滑。剔除相关减值标的后，行业收入和扣非净利润增速分别为11.37%和-4.85%。与之对应的是，具有较强产品研发能力的公司经营相当稳健，如恒瑞医药收入和扣非净利润增速分别为33.70%和30.94%。
- **2020Q1受新冠疫情影响，预计Q2开始逐步恢复。**新冠疫情对于医院形成较大冲击，2020年Q1化学制剂行业收入下滑11.94%，扣非净利润下滑22.95%。根据国家卫健委信息“截止4月20日，全国大部分地区的正常医疗服务水平已经恢复到去年同期的80%”，预计2020年Q2开始大部分化学制剂（属于“刚性”需求的治疗性品种）也将逐步恢复。
- **研发投入持续加大，**随着一致性评价和带量采购的推行，以及“医保战略价值导向购买”长期趋势的深化，化学制剂行业（尤其是实力雄厚的龙头企业）创新转型持续加速、研发投入不断加大，2019年行业平均研发费用率为5.60%，与2018年（4.71%）相比增加了0.89pp；其中2019年营业收入前五的化学制剂企业平均研发费用率为7.01%，与2018年相比（5.77%）提升更为显著。
- **大规模商誉减值持续出现。**2018年共有10家化学制剂企业出现1亿元以上大规模商誉减值，2019年共5家出现：通化金马（21亿）、长江健康（8亿）、翰宇药业（3亿）、景峰医药（3亿）、金城医药（3亿）。

表：化学制剂行业主要财务指标情况（百万元）

	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	80751	372744	91703	337715	276767
营业收入增速	-11.94%	10.37%	14.38%	22.02%	17.80%
毛利率	53.82%	54.40%	54.28%	53.73%	48.96%
销售费用率	28.07%	29.95%	29.18%	29.25%	23.40%
管理费用率	12.25%	12.66%	10.41%	11.47%	11.02%
财务费用率	1.76%	1.61%	1.83%	1.36%	1.58%
研发费用率	5.00%	5.60%	4.08%	4.71%	-
归母净利润	7973	23603	9356	25781	35987
归母净利润增速	-14.78%	-8.45%	9.45%	-28.36%	43.49%
扣非净利润	6343	14590	8232	20676	24928
扣非净利润增速	-22.95%	-29.44%	7.80%	-17.06%	15.71%
应收账款	81014	77907	78943	72799	62680
经营性现金流	7454	41228	5498	38163	30671
经营性现金流/净利润	81.87%	150.28%	51.60%	132.01%	75.40%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用；

化学制剂：带量采购常态化，“剩”者为王

- 4+7带量采购中标企业中共涉及5家上市公司：德展健康、京新药业、信立泰、华海药业、科伦药业；我们选取这5家公司与整个化学制剂行业进行对比发现，部分中标企业收入利润出现较大波动。
 - ✓ 2018年，4+7中标企业与化学制剂行业收入增速相差不大（29.18% vs 22.02%），但扣非净利润增速相差明显（30.39% vs -17.06%），主要系行业内有多家公司进行大规模商誉减值，如：人福医药（29亿）、福安药业（6亿）、翰宇药业（5亿）等。
 - ✓ 2019年，4+7中标企业收入增速显著下降至1.80%，比化学制剂行业平均增速10.37%仍少8.57pp，扣非净利润在未出现大规模资产减值的情况下，下滑33.90%，比化学制剂行业平均增速-29.44%仍少4.46pp。
- 随着4+7集采扩面于2019年底、2020年初在全国铺开，以及第二批带量采购于2020年4月底前全国执行，带量采购逐渐常态化。在此背景下，化学制剂行业利润空间压缩、短期承压，**预计品种布局广泛、研发实力雄厚、成本控制能力强的龙头企业有望从中胜出，实现“剩”者为王。**

表：4+7中标企业与化学制剂行业财务指标对比（百万元）

	2020Q1		2019A		2019Q1		2018A		2017A	
	4+7中标企业	化学制剂行业	4+7中标企业	化学制剂行业	4+7中标企业	化学制剂行业	4+7中标企业	化学制剂行业	4+7中标企业	化学制剂行业
营业收入	7238	80751	32916	372744	8050	91703	32333	337715	25030	276767
营业收入增速	-10.08%	-11.94%	1.80%	10.37%	4.16%	14.38%	29.18%	22.02%	26.35%	17.80%
归母净利润	580	7973	3080	23603	1045	9356	4079	25781	3901	35987
归母净利润增速	-44.51%	-14.78%	-24.50%	-8.45%	-14.78%	9.45%	4.56%	-28.36%	16.69%	43.49%
扣非净利润	469	6343	2559	14590	939	8232	3872	20676	2970	24928
扣非净利润增速	-50.08%	-22.95%	-33.90%	-29.44%	-15.97%	7.80%	30.39%	-17.06%	-7.57%	15.71%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；

生物制品：2020年Q1受疫情影响，但长期趋势向好

- **整体经营趋势向好。**生物制品板块合计24家公司，2019年收入增速有所放缓，约28.18%；归母净利润增速42.05%，主要由于1) 销售收入增长；2) 费用率显著下降。2020年Q1主要由于新冠疫情影响，生物制品板块收入下降2.99%；扣非净利润增速为-1.95%，与收入增速基本一致。
- **细分龙头公司增速亮眼。**智飞生物受益于代理默沙东的HPV疫苗以及五价轮状病毒疫苗的快速放量，2019年营收同比增加102.5%，扣非净利润同比增加63.7%。长春高新由于生长激素持续放量，2019年营收同比增加37.2%，扣非净利润同比增加77.4%。
- **经营性现金流持续改善。**2019年经营性现金流持续增长，经营性现金流/净利润达到92.79%，主要由于长春高新、智飞生物、上海莱士经营性现金流增长显著。

表：生物制品行业主要财务指标情况（百万元）

	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	10740	51032	11071	39812	28541
营业收入增速	-2.99%	28.18%	48.35%	39.49%	19.43%
毛利率	62.97%	67.37%	65.71%	71.44%	74.11%
销售费用率	20.89%	26.45%	24.18%	29.90%	29.16%
管理费用率	12.87%	13.56%	16.03%	14.31%	14.12%
财务费用率	-0.11%	-0.19%	0.05%	0.12%	0.71%
研发费用率	5.33%	5.91%	5.99%	6.35%	-
归母净利润	2467	10243	2123	7211	7458
归母净利润增速	16.19%	42.05%	61.74%	-3.32%	12.08%
扣非净利润	2359	10143	2406	7215	6011
扣非净利润增速	-1.95%	40.57%	34.48%	20.04%	11.56%
应收账款	14757	13555	11151	10370	7653
经营性现金流	2153	10437	1532	7102	4238
经营性现金流/净利润	83.98%	92.79%	65.32%	88.91%	54.55%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

血液制品：行业迎来复苏，中期或面临紧缺

- **整体经营趋势向好。**血液制品板块合计6家公司，2019年收入增长18.92%，相比2018年增速有所下降，主要系2018年华兰生物四价流感疫苗上市导致基数较高；扣非净利润增长32.12%，相比2018年增速显著提高，主要受上海莱士证券投资业务缩减及双林生物管理改善的推动。
- **疫情冲击导致行业或面临紧缺。**2020年Q1受新冠疫情影响，虽然静丙和白蛋白短期需求激增，但其他产品销售承压，行业整体收入增长7.84%，扣非净利润增长21.13%（主要受上海莱士+60.2%和双林生物+71.6%带动）。虽然疫情缓解后采浆有所恢复，但预计行业在2020下半年或2021年可能出现供给紧张的情况。
- **渠道库存调整已近尾声，行业已然复苏。**随着2020Q1新冠疫情对于静丙、白蛋白库存的消耗，板块整体存货水平下降，预计行业渠道库存调整已近尾声。此外，行业应收账款整体平稳，净利润现金含量（经营性现金流/净利润）持续提升。
- **行业销售投入继续维持。**2017年以来面对行业渠道库存积压的情况，重点公司积极调整销售策略、加强销售队伍建设，销售费用率持续快速提升，2018年高达15.50%。2019年行业销售费用率小幅下降至14.94%，但整体仍维持高位。

表：血液制品行业主要财务指标情况（百万元）

	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	3218	14213	2984	11951	8830
营业收入增速	7.84%	18.92%	31.06%	35.34%	4.66%
毛利率	54.97%	58.23%	57.93%	58.02%	60.35%
销售费用率	10.38%	14.94%	13.85%	15.50%	10.18%
管理费用率	11.01%	11.92%	12.17%	12.79%	14.89%
财务费用率	-0.18%	-0.04%	0.18%	0.52%	0.88%
研发费用率	3.05%	3.60%	3.37%	3.73%	-
归母净利润	842	3260	750	836	3370
归母净利润增速	12.26%	289.82%	-404.60%	-75.18%	7.50%
扣非净利润	846	3069	698	2323	2310
扣非净利润增速	21.13%	32.12%	44.79%	0.57%	1.49%
应收账款	2672	2607	2585	2494	2175
经营性现金流	1182	3140	498	2484	630
经营性现金流/净利润	131.42%	86.02%	61.37%	218.12%	18.43%
存货	6377	6516	6367	6085	4610
存货增速	0.15%	7.09%	12.33%	31.98%	24.78%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

血液制品：新冠疫情驱动2020年Q1批签发高速增长

- 血液制品（尤其是静丙和白蛋白）在新冠疫情的防治中发挥了重要作用。疫情期间，除血液制品企业加紧生产供货外，国家药监局也“对临床急需的静注人免疫球蛋白（pH4）、人血白蛋白等血液制品，在企业自检时同步进行批签发”，使得2020Q1相关品种的批签发量均有大幅增长，其中静丙批签发同比增长96%、白蛋白批签发同比增长75%。
- 除乙免外，特免类品种2020Q1增速均有一定下滑。乙免2020Q1同比高速增长160%，主要由于2019Q1基数较低。
- 因子类产品中，纤原批签发进一步下滑，2020Q1同比减少8%；八因子和PCC批签发增速则均大幅提升。

表：2020Q1血液制品批签发情况（单位：万瓶/支）

品种名称	规格	2017 批签发数量	2017 增速	2018 批签发数量	2018 增速	2019 批签发数量	2019 增速	2019Q1 批签发数量	2019Q1 增速	2020Q1 批签发数量	2020Q1 增速
人血白蛋白	10g	4220	4%	4815	14%	5392	12%	921	-7%	1612	75%
静注人免疫球蛋白	2.5g	1098	-1%	1084	-1%	1212	12%	240	9%	471	96%
人免疫球蛋白	0.3g	98	-37%	64	-35%	131	105%	24	386%	62	154%
狂犬病人免疫球蛋白	200IU	574	70%	925	61%	1262	36%	206	98%	247	20%
破伤风人免疫球蛋白	250IU	436	10%	356	-18%	633	78%	126	40%	162	29%
乙型肝炎人免疫球蛋白	200IU	194	9%	217	12%	166	-23%	11	-75%	27	160%
人凝血酶原复合物	200IU	107	38%	99	-8%	98	0%	13	-34%	36	170%
人凝血因子VIII	200IU	140	29%	170	21%	172	1%	37	23%	58	57%
人纤维蛋白原	0.5g	94	-3%	89	-5%	87	-2%	30	53%	28	-8%

资料来源：中检所，信达证券研发中心；注：批签发数据为相关官网汇总处理所得，可能存在遗漏，仅供参考，相关公司数据以公司公告为准。

血液制品：重点上市公司业绩向好

2019年报情况

	天坛生物	华兰生物	上海莱士	博雅生物	双林生物	卫光生物
总营业收入(亿元)	32.82	37.00	25.85	29.07	9.15	8.21
增速	12.0%	15.0%	43.3%	18.6%	6.5%	19.4%
归母净利润(亿元)	6.11	12.83	6.08	4.25	1.64	1.71
增速	19.9%	12.6%	NA	-9.5%	104.6%	9.4%
扣非净利润(亿元)	6.10	11.47	5.98	4.09	1.45	1.63
增速	20.6%	14.5%	286.6%	-7.9%	95.2%	10.6%
血制品收入(亿元)	32.74	26.44	25.85	9.88	9.10	8.12
增速	11.8%	9.8%	43.3%	12.9%	7.1%	19.4%
毛利率	49.8%	57.1%	64.2%	70.1%	51.9%	37.9%
2019浆站数量(个)	58	25	41	12	13	8
2019年采浆(吨)	1706	1000+	1230	372	400+	约400
白蛋白收入(亿元)		9.79	8.93	3.11		3.43
增速		-4.6%	24.8%	10.7%		10.2%
静丙收入(亿元)		8.91	8.10	3.27		3.06
增速		47.5%	39.4%	11.2%		32.9%
其他血制品收入(亿元)		7.74	8.82	3.50		1.62
增速		-0.6%	73.8%	16.5%		17.6%

2020一季报情况

	天坛生物	华兰生物	上海莱士	博雅生物	双林生物	卫光生物
总营业收入(亿元)	7.58	6.78	7.32	6.51	2.10	1.89
增速	7.3%	-2.6%	25.2%	-0.1%	18.8%	12.2%
归母净利润(亿元)	1.32	2.47	3.11	0.96	0.25	0.32
增速	0.2%	-4.7%	42.0%	7.5%	2.6%	17.4%
扣非净利润(亿元)	1.29	2.44	3.27	0.88	0.27	0.31
增速	-1.5%	1.5%	60.2%	7.4%	71.6%	22.6%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心;

疫苗：终端接种逐渐恢复，自主产品陆续收获

- **整体经营趋势向好。**疫苗板块合计3家公司，2019年营收增长68.04%，扣非净利润增长52.77%，持续高速增长，主要得益于智飞生物代理默沙东的HPV疫苗和五价轮状病毒疫苗的快速放量。
- **终端接种逐渐恢复。**2020Q1受新冠疫情影响，疫苗行业营收增长4.01%，扣非净利润减少24.00%。随着终端接种陆续恢复以及居民接种意识的提高，**预计行业有望持续保持快速增长态势。**
- **行业整体经营效率提升。**2019年，疫苗行业毛利率有所下降，主要系智飞生物代理产品占比提升所致；此外，销售费用率从2018年的26.10%下降到2019年的17.43%，管理费用率从2018年的10.65%下降到2019年的7.04%；净利润现金含量（经营性现金流/净利润）则有显著改善，从2018年的29.05%提升至2019年的61.71%。
- **自主产品陆续收获，驱动行业高速增长。**自沃森生物的13价肺炎疫苗在2019年底上市以来，自主研发的国产疫苗产品未来几年迎来收获期。其中沃森生物二价HPV疫苗已完成III期临床试验，九价HPV疫苗正在临床I期；康泰生物13价肺炎疫苗已申报生产，冻干人用狂犬疫苗（人二倍体细胞）即将报产；智飞生物微卡疫苗获批，23价肺炎疫苗、四价流感疫苗等正在III期临床。随着这些重磅产品的上市放量，有望显著打开市场空间，驱动行业高速增长。

表：疫苗行业主要财务指标情况（百万元）

	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	2924	13652	2811	8124	3172
营业收入增速	4.01%	68.04%	106.82%	156.12%	99.64%
毛利率	41.47%	52.19%	48.58%	66.56%	79.83%
销售费用率	9.11%	17.43%	12.43%	26.10%	37.31%
管理费用率	7.50%	7.04%	6.53%	10.65%	17.89%
财务费用率	1.11%	0.56%	0.60%	0.64%	2.94%
研发费用率	3.25%	3.17%	2.39%	5.49%	-
归母净利润	501	3083	642	2933	110
归母净利润增速	-22.00%	5.10%	63.22%	2570.45%	-41.94%
扣非净利润	507	3045	667	1993	401
扣非净利润增速	-24.00%	52.77%	80.49%	397.41%	NA
应收账款	7262	6000	4489	3269	1530
经营性现金流	-614	1935	-451	857	301
经营性现金流/净利润	-122.55%	61.71%	-69.27%	29.05%	338.70%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

医疗器械：疫情催化需求提升，板块整体现金流改善明显

表：医疗器械行业主要财务指标情况（百万元）

- **板块整体现金流改善明显。**医疗器械板块合计62家公司，2019年整体营业收入同比增长13.65%；归母净利润同比增长15.39%（主要受新华医疗2019年合并报表范围减少影响，剔除后增速为17.24%）；扣非净利润同比增长12.20%；经营方面，2019年医疗器械板块整体经营性现金流同比2018年有明显改善；研发投入加速，2019年研发费用率同比提升0.59个百分点。2020Q1医疗器械公司实现营业收入同比增长7.08%；归母净利润同比增长2.57%；扣非净利润同比增长25.19%。
- **疫情相关领域需求提升。**2020年第一季度受到疫情影响，呼吸机、额温枪等医疗设备需求大幅提升，相关公司如迈瑞医疗、鱼跃医疗营业收入实现快速增长；检测端，新冠病毒检测需求的提升推动相关检测产品实现销售放量，拥有核酸或抗体检测产品的公司如华大基因、万孚生物、迈克生物等增速较快。
- **疫情常态化需求有望持续，医疗耗材产品销售逐渐恢复。**短期看，在国内疫情常态化和海外疫情发展的催化下，相关医疗器械需求有望持续维持较高水平；依赖于医疗服务逐渐恢复的相关细分赛道，如骨科、口腔、眼科、心脑血管领域耗材产品有望在Q2或者Q3恢复增长。

	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	24695	104179	23062	91669	76126
营业收入增速	7.08%	13.65%	26.53%	20.42%	26.03%
毛利率	54.65%	53.60%	50.33%	51.30%	50.33%
销售费用率	17.44%	18.64%	17.40%	17.67%	16.63%
管理费用率	15.38%	14.42%	13.98%	14.08%	13.08%
财务费用率	0.24%	0.44%	2.09%	0.56%	1.25%
研发费用率	7.67%	7.12%	6.63%	6.53%	-
归母净利润	4745	17379	4626	15061	11678
归母净利润增速	2.57%	15.39%	57.98%	28.97%	31.00%
扣非净利润	4229	14347	3378	12787	10167
扣非净利润增速	25.19%	12.20%	28.42%	25.77%	22.51%
应收账款	25973	26271	22394	23617	19576
经营性现金流	4947	19905	663	14978	11208
经营性现金流/净利润	102.51%	112.99%	14.04%	96.45%	92.00%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

骨科耗材：头部企业市场份额提升，择期手术受疫情影响

- **2019年骨科耗材板块公司快速发展，业绩增长显著快于行业整体增速。** 脊柱领域凯利泰、三友医疗扣非净利润分别同比增长94%、66%，关节领域代表企业爱康医疗及春立医疗扣非净利润分别同比增长77%、126%，创伤领域大博医疗扣非净利润同比增长30%，骨科领域行业集中度提升与进口替代共同驱动头部企业市场份额不断提升，并积极拓展至相关领域，完善业务线条。
- **2020年Q1受疫情影响，骨科择期手术开展受限。** 2、3月份医院相关科室停诊导致以脊柱择期手术耗材产品销售为主的凯利泰、三友医疗Q1收入分别同比下降22%、31%；剔除高开因素，大博医疗收入同比基本持平，其中创伤业务收入略有增长，微创外科及神经外科类业务收入同比下降。预计手术量在Q2和Q3将实现一定程度的反弹，全年整体的销售目标和利润目标有望保持。

表：骨科耗材企业主要财务指标情况（亿元）

2019年报情况						
	大博医疗	凯利泰	三友医疗	春立医疗	爱康医疗	
营业收入(亿元)	12.57	12.22	3.54	8.50	9.28	
增速	63%	31%	59%	73%	54%	
归母净利润(亿元)	4.65	3.02	0.98	2.37	2.67	
增速	25%	-35%	57%	124%	84%	
扣非净利润(亿元)	4.23	2.83	0.88	2.33	2.47	
增速	30%	94%	66%	126%	77%	
销售毛利率	86%	66%	91%	69%	69%	
销售净利率	38%	25%	28%	28%	29%	
研发费用率	8%	4%	5%	7%	9%	

2020一季报情况			
	大博医疗	凯利泰	三友医疗
总营业收入(亿元)	2.30	2.26	0.50
增速	6%	-22%	-31%
归母净利润(亿元)	0.89	0.50	0.12
增速	8%	-31%	-39%
扣非净利润(亿元)	0.69	0.42	0.11
增速	-7%	-38%	NA

资料来源：Wind，信达证券研发中心；

IVD：景气度分化，化学发光、分子诊断及POCT前景可期

- **2019年业绩增速趋缓。** IVD板块合计20家公司，2019年营收增速放缓至13.77%（主要受达安基因子公司并表范围调整等影响），2019年归母净利润增速为-8.75%，扣非净利润下滑4.33%。利润端较2018年大幅回落，主要受美康生物大额计提商誉减值准备影响。扣除美康生物后，归母净利润增速为10.12%，扣非净利润增速18.88%。
- **2020Q1板块内部分公司受益于疫情短期带动。** 2020年Q1核酸及抗体检测试剂需求激增，分子诊断相关企业营收同比大增48.28%。板块Q1营收增速为3.77%，归母净利润增速为11.64%，扣非净利润增速9.74%。但板块化学发光、生化及POCT营收增速则大幅下滑。随着医院诊疗服务的逐步恢复，整体经营有望逐步好转。
- **各细分领域景气度分化加剧，化学发光、分子诊断及POCT保持快速增长。** 化学发光在进口替代、消费升级和政策红利的推动下持续放量，2019年营收增长26.07%；分子诊断2019年营收增速放缓至6.08%，相关企业在多组学大数据、肿瘤早筛等领域积极布局，潜力巨大；POCT企业2019年营收增速28.25%，在分级诊疗、技术迭代及应用场景拓展的助力下保持高速增长。生化诊断2019年营收增速下滑至5.32%，毛利率降低，相关企业竞争激烈。

表：IVD行业主要财务指标情况（百万元）

	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	6058	27403	5838	24086	18826
营业收入增速	3.77%	13.77%	30.08%	27.94%	32.13%
毛利率	57.80%	57.53%	55.50%	55.79%	58.74%
销售费用率	18.29%	19.16%	18.29%	18.10%	19.18%
管理费用率	17.89%	16.26%	16.67%	15.92%	14.78%
财务费用率	0.79%	0.78%	1.19%	0.69%	0.71%
研发费用率	9.30%	8.39%	8.01%	7.66%	-
归母净利润	1220	3991	1093	4374	3611
归母净利润增速	11.64%	-8.75%	35.44%	21.14%	28.42%
扣非净利润	961	3433	876	3589	2913
扣非净利润增速	9.74%	-4.33%	17.33%	23.21%	16.61%
应收账款	9981	9956	8940	8584	6649
经营性现金流	1186	4703	-234	3753	2093
经营性现金流/净利润	94.25%	115.92%	-20.34%	82.08%	55.06%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

CRO：强劲的研发需求推动业绩高速增长

- **行业继续保持高速增长。**CRO板块共计10家公司，2019年营收增速为30.88%，归母净利润增速分别为41.75%，扣非净利润增速88.84%。2019年业绩高速稳健增长，其中CRO龙头企业药明康德的营收增速稳步提升，2019年达33.89%。
- **疫情影响整体可控。**2020年Q1营收增速为14.15%，归母净利润增速为-3.75%，扣非净利润增速-13.89%。2020Q1尽管由于新冠疫情期间延迟复工及临床入组受阻等影响业绩增速下滑，但营收依旧保持快速增长，归母净利润及扣非净利润下降是受药明康德投资收益波动的影响。
- **创新药研发需求强劲，推动CRO行业景气度持续向好。**2019年8月，新修订的《药品管理法》通过，明确规定了国家鼓励研究和创制新药。尽管新冠疫情对CRO企业的业绩有一定扰动，长期来看，全球及国内医药研发投入稳定增长、研发流程与监管日益规范、新兴生物科技公司崛起、大量生物制剂专利密集到期都将促进药企对临床试验外包的需求井喷，CRO行业有望保持快速发展。

表：CRO行业主要财务指标情况（百万元）

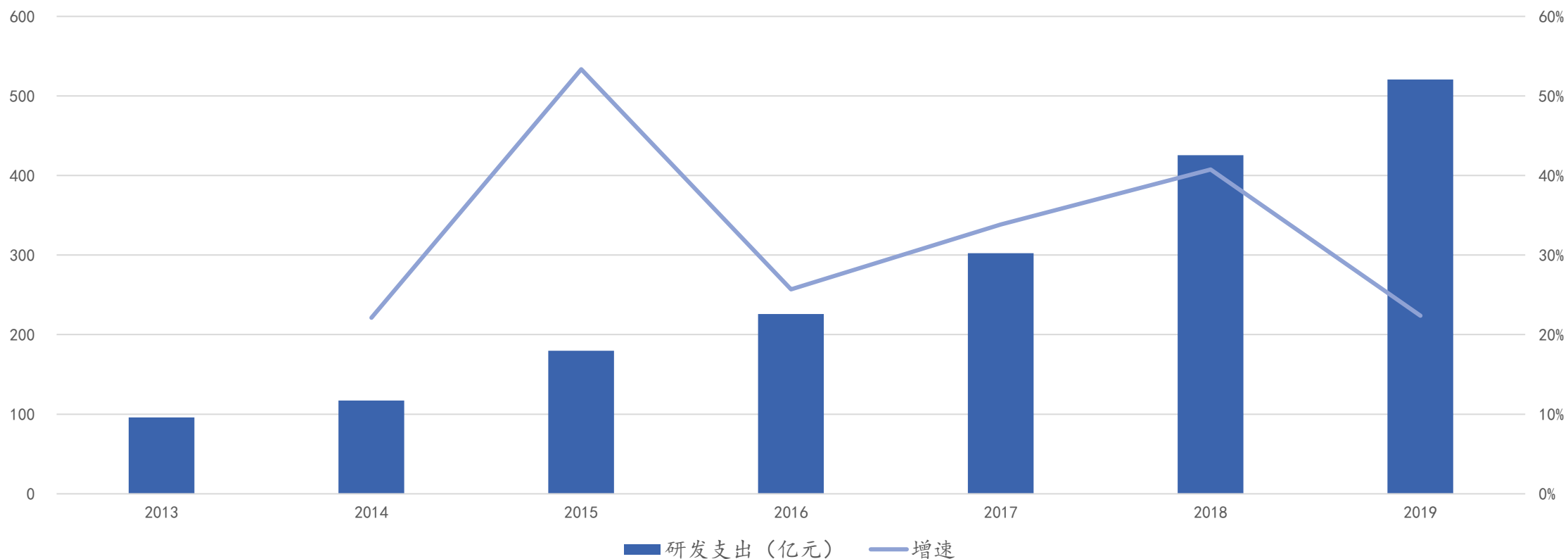
	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	5606	23262	4911	17774	13449
营业收入增速	14.15%	30.88%	37.54%	32.16%	25.94%
毛利率	36.45%	40.56%	39.00%	40.29%	40.64%
销售费用率	3.52%	3.20%	3.39%	3.13%	3.37%
管理费用率	17.96%	16.99%	16.73%	16.99%	16.43%
财务费用率	-1.19%	0.60%	3.90%	0.66%	2.19%
研发费用率	4.62%	4.67%	4.26%	4.34%	-
归母净利润	714	3941	741	2780	1390
归母净利润增速	-3.75%	41.75%	47.17%	99.95%	-13.48%
扣非净利润	649	3530	754	1869	1024
扣非净利润增速	-13.89%	88.84%	87.90%	82.63%	-10.30%
应收账款	4669	5932	4379	4237	3115
经营性现金流	1598	5092	452	3709	2948
经营性现金流/净利润	224.48%	123.64%	58.60%	128.43%	198.61%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

行业研发投入持续增加

- **政策红利推动研发投入提升。**从2015年国办发44号文件和2017年中办发42号文件，药品研发创新制度体系不断完善，尤其是随着优先审评制度、临床试验默认许可等关键性制度落地，叠加本次通过将原来的审评、核查和检验由“串联”改成“并联”，显著提高药品注册效率和注册时限的预期性，企业自身研发实力将是药品研发创新的核心驱动因素。近几年行业研发投入持续增加。

图 医药行业研发支出（亿元）

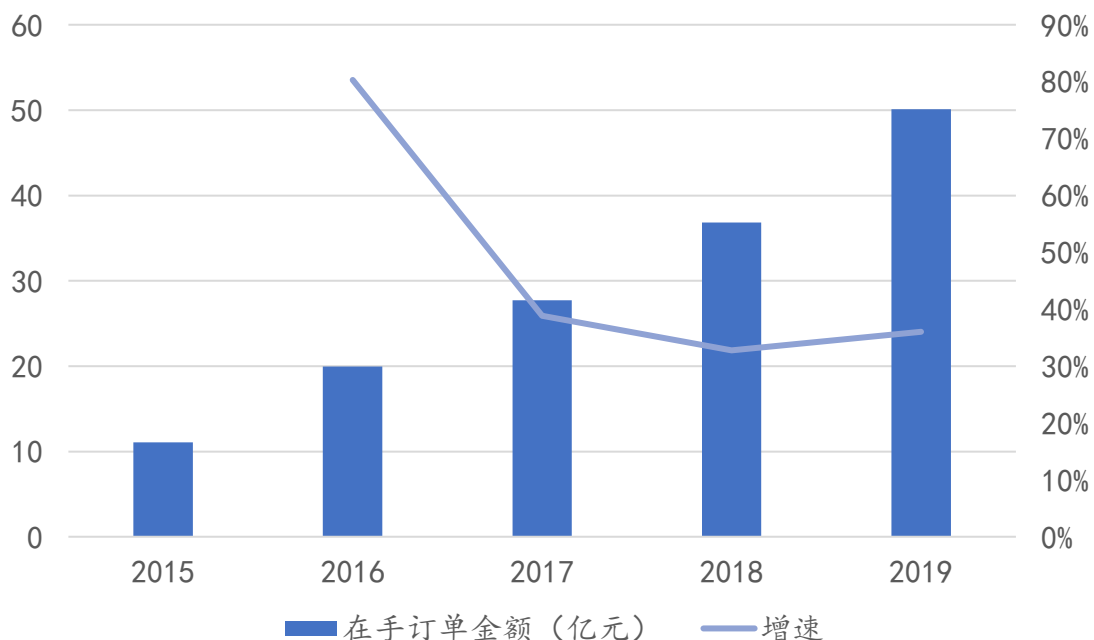


资料来源: Wind, 信达证券研发中心; 注: 按申万医药生物行业研发支出统计

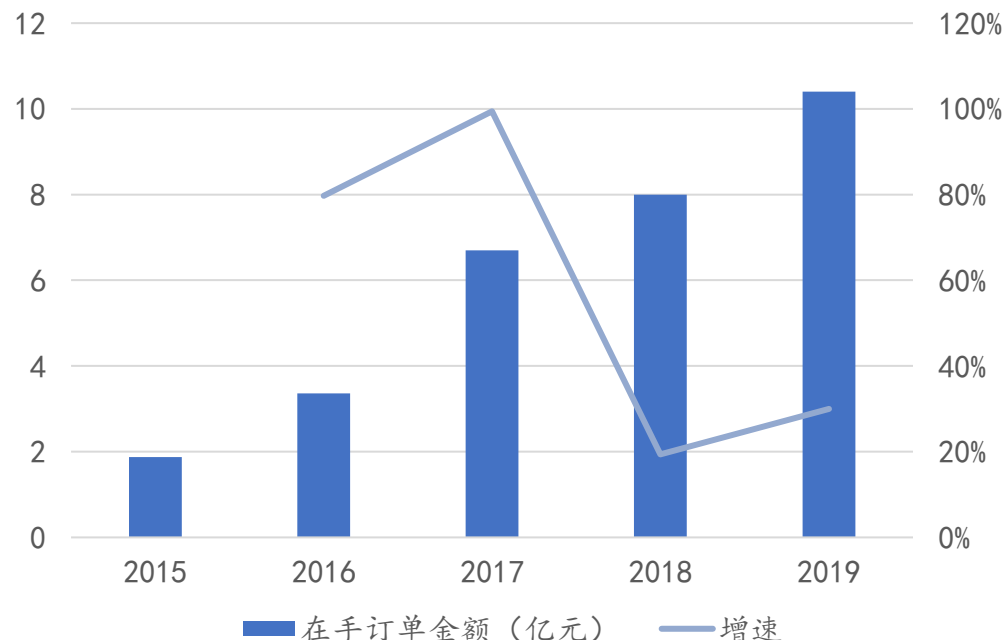
CRO企业在手订单丰富，业绩确定性强

- **研发需求强烈，在手订单量高速增长。** 临床研发需求增多带动CRO企业在手订单持续攀升。泰格医药在手订单量5年来均保持30%以上的高速增长，2019年在手订单金额50.11 亿元，同比增长 36.06%。昭衍新药2019年在手订单金额10.4 亿元，同比增长30.00%。充足的待执行订单是未来业绩的有力保障。

图：泰格医药在手订单金额



图：昭衍新药在手订单金额



资料来源：Wind，各公司公告，信达证券研发中心；

创新药具有较高的研发性价比

- 从目前已上市的多个创新药销售情况看，放量迅猛，尤其是以PD-1为代表的抗肿瘤药物，良好的销售回报将吸引更多的玩家参与到创新药的研发浪潮中，作为“卖水人”的CRO公司将显著受益。

国内部分创新药销售情况（亿元）

公司	品种名称	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	累计销售额
贝达药业	盐酸埃克替尼片	4.75	7.03	9.13	10.35	10.26	12.08	15.02	68.62
康弘药业	康柏西普眼用注射液		0.74	2.67	4.76	6.18	8.82	11.55	34.72
恒瑞医药	甲磺酸阿帕替尼片			5.22	9.2	14.59	21.31	20+	70+
中国生物制药	盐酸安罗替尼胶囊						10	25-30	35-40
君实生物	特瑞普利单抗注射液							7.74	7.74
信达生物	信迪利单抗注射液							10.16	10.16

资料来源：Wind，各公司公告，信达证券研发中心；

医疗服务：短期业绩受疫情影响，长期高景气持续

表：医疗服务行业主要财务指标情况（百万元）

- **2019年医疗服务板块业绩同比略降。**医疗服务板块合计7家公司（基于可比性，删除恒康医疗），2019年医疗服务板块营业收入增长5.58%，同比增速放缓（主要受美年健康收入增速下滑影响）；归母净利润及扣非净利润的大幅下降主要受商誉减值计提因素影响，2019年美年健康、创新医疗、国际医学等计提了大额商誉减值总计31.06亿元，剔除此部分影响，医疗服务板块业绩同比略降；
- **2020年Q1医疗服务板块受到疫情影响，收入同比下降。**随着国内疫情的加剧，门诊及择期手术服务暂停比例较高，2020年Q1医疗服务板块营业收入同比下降35.36%。国内大部分医院诊疗业务3月陆续开始恢复，至3月末部分企业经营情况已恢复，并超越2019年同期水平。整体看，预计2季度医疗服务市场需求有望随着疫情逐步缓解而修复。
- **商业模式成熟的优质头部标的盈利延续高增长。**2019年，爱尔眼科及通策医疗归母净利润分别实现了36.67%及39.44%的快速增长。而部分医疗服务公司（尤其是综合性医疗服务机构）投入大、周期长，发展初期盈利能力难以迅速提升。

	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	2901	22877	4488	21668	18714
营业收入增速	-35.36%	5.58%	-6.84%	15.79%	34.23%
毛利率	6.41%	43.24%	36.27%	43.72%	40.44%
销售费用率	14.28%	13.70%	13.59%	13.49%	12.78%
管理费用率	22.67%	13.53%	16.08%	11.99%	11.43%
财务费用率	5.77%	2.78%	2.76%	1.88%	1.48%
研发费用率	1.36%	1.05%	1.10%	0.78%	-
归母净利润	-815	-1457	309	4540	1341
归母净利润增速	-363.24%	-132.09%	-3.26%	238.47%	42.02%
扣非净利润	-884	-1406	77	1921	1741
扣非净利润增速	-1252.70%	-173.19%	-70.79%	10.33%	236.54%
应收账款	3949	3963	3265	3313	2316
经营性现金流	-1204	4004	85	2794	3608
经营性现金流/净利润	136.74%	-331.55%	26.79%	57.49%	241.27%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

医疗服务：业务需求刚性差别导致疫情后修复分化

- **眼科及口腔科业务陆续恢复，疫情结束后业务或实现反弹。**2020年Q1新冠肺炎疫情对医疗服务机构产生较大影响，爱尔眼科、通策医疗、美年健康营业收入分别同比下降27%、51%、58%，医疗服务板块仅爱尔眼科Q1实现了盈利。口腔及眼科服务自3月起陆续恢复，但部分择期手术仍受到一定影响，预计在疫情结束后或将实现需求的反弹；
- **体检服务营业受限，民营综合医院业务快速恢复。**预计体检服务2月基本不能营业，3月份开始陆续开业，预期5/6月份业务量将进一步明显回升，预计上半年的整体收入同比下降40%以上；国际医学Q1营业收入实现25%的增长，3月复工复产后，业务快速恢复，截至一季度末，西安国际医学高新医院病床使用已达到满负荷运行状态，西安国际医学中心医院在院人数突破历史新高。

表：医疗服务企业主要财务指标情况（亿元）

2019年报情况

	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	恒康医疗	国际医学	创新医疗	盈康生命
总营业收入(亿元)	99.90	18.94	85.25	36.84	9.91	8.72	5.73
增速	25%	23%	1%	-4%	-51%	-18%	14%
归母净利润(亿元)	13.79	4.63	-8.66	-25.20	-4.04	-11.50	-7.03
增速	37%	39%	NA	NA	NA	NA	NA
扣非净利润(亿元)	14.29	4.53	-8.69	-25.04	-4.69	-10.50	-7.10
增速	32%	39%	NA	NA	NA	NA	NA

2020一季报情况

	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	恒康医疗	国际医学	创新医疗	盈康生命
总营业收入(亿元)	16.42	1.93	5.35	5.50	2.75	1.53	1.00
增速	-27%	-51%	-58%	-41%	25%	-36%	-6%
归母净利润(亿元)	0.79	-0.19	-5.99	-0.31	-1.89	-0.36	-0.12
增速	-73%	NA	NA	NA	NA	NA	NA
扣非净利润(亿元)	0.26	-0.23	-5.99	-0.38	-1.97	-0.36	-0.12
增速	-91%	NA	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源：Wind，信达证券研发中心；

医药商业：2019年指标向好，2020年Q1受疫情影响较大

- **行业整体稳健发展。**医药商业板块共24家上市公司，2019年整体发展稳健，总收入增速17.15%，扣非归母净利润增速5.77%。扣非归母净利润增速偏低主要是由于瑞康医药2019年计提18亿商誉减值，剔除瑞康医药后，扣非归母净利润增速为17.08%，与收入增速一致。
- **一季度受疫情影响增速下降。**2020年Q1由于受疫情影响，医院大部分科室诊疗量大幅减少，药品分销业务受影响较大。商业板块收入增速为-5.61%，归母净利润增速-7.08%，扣非归母净利润增速约-13.04%。
- **应收账款持续增长。**2019年和2020年Q1应收账款余额持续增长，终端医院回款仍然有一定的压力。考虑到在新冠疫情期间，医院整体诊疗业务受到较大冲击，医院整体现金状况不佳，预计后续医药商业板块应收账款仍将面临较大压力。
- **经营性现金流好转。**2019年商业板块经营性现金流显著好转，经营性现金流/净利润达到123.77%，我们观察到部分公司2019年经营性现金流大幅改善，如海王生物、上海医药、九州通，但未来是否具有持续性尚待进一步观察。

表：医药商业板块主要财务指标情况（百万元）

	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	164501	729019	174271	622284	523215
营业收入增速	-5.61%	17.15%	20.24%	18.93%	25.72%
毛利率	13.76%	13.93%	13.65%	14.09%	12.93%
销售费用率	6.37%	6.32%	6.25%	6.40%	5.51%
管理费用率	2.70%	2.66%	2.57%	2.75%	2.62%
财务费用率	1.06%	0.97%	0.97%	0.93%	0.69%
研发费用率	0.29%	0.27%	0.22%	0.25%	-
归母净利润	4075	15786	4386	16248	15494
归母净利润增速	-7.08%	-2.84%	9.86%	4.87%	46.05%
扣非净利润	3604	13863	4145	13106	12840
扣非净利润增速	-13.04%	5.77%	7.15%	2.08%	31.69%
应收账款	201878	195184	200516	179274	136902
经营性现金流	-12630	24281	-10435	6851	10
经营性现金流/净利润	-265.83%	123.77%	-198.18%	35.47%	0.06%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

三大流通龙头：保持稳健增长

- **三大龙头稳健增长，龙头优势愈发稳固。**2019年三大流通龙头收入规模持续稳健增长，增速显著优于行业水平，行业集中度持续提升，龙头优势稳固。归母净利率增速较为平稳，华润医药受东阿阿胶业绩下滑及商誉减值影响，归母净利润下降13.7%。

	国药控股	华润医药	上海医药
2019年营业收入（亿元）	4252.73	2246.75	1865.66
收入增速	23.4%	12.6%	17.3%
2019年分销收入（亿元）	3373.17	1836.20	1623.90
分销收入占比	79.3%	81.7%	87.0%
2019年零售收入（亿元）	198.03	71.02	83.4
零售收入占比	4.7%	3.2%	4.5%
2019年净利润（亿元）	106.20	56.02	48.31
归母净利润（亿元）	62.53	36.11	40.81
增速	7.1%	-13.7%	5.2%
销售毛利率	8.8%	16.6%	14.4%
销售净利率	2.5%	1.6%	2.6%

资料来源：Wind，各公司年报，信达证券研发中心 注：人民币口径，华润医药汇率转换系数为0.91。

连锁药店：收入利润共增长，行业集中度持续提升

- **连锁药店快速扩张，持续高增长。**连锁药店行业共5家上市公司，随着行业集中度持续提高，各大连锁药店均快速扩张，2019年收入增速25.87%，扣非归母净利润增速27.25%。2020年Q1由于新冠疫情下消费者对防护产品和抗病毒药品的需求急速增加，药店普遍复工较早，相比其他行业而言，受疫情影响较小。2020年Q1连锁药店收入增速24.46%，归母净利润增速30.96%。
- **毛利率小幅下降。**2019年连锁药店行业毛利率为37.12%，相比2018年，下降1.42个百分点，主要由于小规模纳税人改革和部分低毛利产品销售占比提高。2020年Q1毛利率为35.53%，较2019年下降1.59个百分点，主要是由于部分防疫产品的毛利率较低。
- **经营性现金流持续优化。**2019年连锁药店行业5家上市公司的经营性现金流均实现增长，经营性现金流/净利润达到185.93%。主要原因一方面是规模持续增长，另一方面是经营管理优化带来的经营效率提升。

表：连锁药店行业主要财务指标情况（百万元）

	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	13281	44803	10671	35596	29037
营业收入增速	24.46%	25.87%	29.84%	22.59%	21.65%
毛利率	35.53%	37.12%	37.22%	38.54%	37.97%
销售费用率	22.34%	24.67%	24.05%	25.63%	24.67%
管理费用率	3.83%	4.54%	3.93%	4.56%	4.71%
财务费用率	0.21%	0.33%	0.33%	0.35%	0.45%
研发费用率	0.02%	0.02%	0.00%	0.02%	-
归母净利润	891	2412	680	1951	1625
归母净利润增速	30.96%	23.61%	30.45%	20.05%	20.37%
扣非净利润	841	2334	645	1834	1558
扣非净利润增速	30.33%	27.25%	27.92%	17.68%	17.78%
应收账款	2994	2819	3054	2540	2129
经营性现金流	1076	4791	792	2976	1961
经营性现金流/净利润	112.88%	185.93%	109.92%	146.01%	118.48%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

四大零售药店：稳步扩张，业绩持续高增长

	一心堂		益丰药店		老百姓		大参林	
	2019	2020Q1	2019	2020Q1	2019	2020Q1	2019	2020Q1
直营门店	6266	6402	4366	4450	3894	4115	4702	4809
加盟店	0	0	386	419	1234	1323	54	76
总门店	6266	6402	4752	4869	5128	5438	4756	4885
净增加门店	508	136	1141	117	1264	310	876	129
营业收入 (亿元)	104.79	30.87	102.76	30.48	116.63	32.82	111.41	33.62
收入增速	14.2%	19.3%	48.7%	23.4%	23.1%	20.3%	25.8%	30.4%
归母净利润 (亿元)	6.04	2.05	5.44	1.91	5.09	1.96	7.03	2.80
归母净利润增速	15.9%	16.8%	30.6%	29.7%	16.9%	23.0%	32.2%	52.3%
扣非净利润 (亿元)	5.91	1.99	5.37	1.83	4.78	1.70	6.90	2.71
扣非净利润增速	16.2%	15.3%	40.9%	28.9%	14.9%	16.2%	35.5%	52.7%
销售毛利率	38.7%	36.2%	39.0%	38.2%	33.6%	33.1%	39.5%	37.8%
销售净利率	5.8%	6.6%	5.9%	7.1%	5.3%	7.0%	6.3%	8.5%
净资产收益率	14.0%	4.4%	12.7%	4.1%	15.6%	5.5%	20.4%	6.2%
经营性现金流净额 (亿元)	9.83	3.01	9.63	2.95	10.33	2.01	17.08	3.21
货币资金 (亿元)	14.60	12.89	14.24	19.59	13.86	13.98	17.16	20.81
商誉 (亿元)	10.61	10.61	30.45	30.45	23.24	24.74	9.84	11.45

资料来源: Wind, 各公司年报及一季报, 信达证券研发中心

原辅包：政策助推产业升级，结构优化促进业绩高增

- **2020年Q1扣非净利润同比延续高增长。**原辅包板块合计20家公司，2019年原辅包板块营业收入同比增长15.85%，归母净利润同比增长38.63%，扣非净利润同比增长31.69%；2020年Q1板块整体营业收入同比增长3.98%，归母净利润同比下降11.34%，扣非净利润同比增长34.14%，收入端受复工延迟影响生产受到一定程度限制，盈利水平上，供给趋紧催化产品价格同比提升贡献业绩增量；
- **一致性评价持续助推产业升级。**原辅包板块作为制剂产业链上游的重要一环，生产端受环保不断强化影响，供给端产能持续优化；政策端，药品一致性评价带来对原辅包产品质量要求提升，提高行业准入壁垒，整体集中度提高，头部公司2019年延续高增长。受疫情影响，2020年Q1部分企业复工推迟，同时海外订单受到海运发货延迟等因素，部分企业短期业绩受到一定影响。

表：原辅包行业主要财务指标情况（百万元）

	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	9267	38359	8912	33112	26827
营业收入增速	3.98%	15.85%	27.14%	23.43%	14.66%
毛利率	39.78%	40.33%	38.60%	38.66%	36.04%
销售费用率	6.93%	9.01%	7.66%	8.70%	6.53%
管理费用率	13.05%	12.72%	11.89%	12.56%	12.84%
财务费用率	0.74%	1.11%	2.74%	0.61%	2.33%
研发费用率	4.21%	4.73%	4.19%	4.38%	-
归母净利润	1442	5688	1626	4103	3031
归母净利润增速	-11.34%	38.63%	119.48%	35.36%	-8.20%
扣非净利润	1416	4916	1056	3733	2627
扣非净利润增速	34.14%	31.69%	58.69%	42.12%	-15.68%
应收账款	7855	7176	7281	6530	5611
经营性现金流	578	4774	212	4180	1731
经营性现金流/净利润	39.81%	81.35%	12.90%	98.79%	55.42%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

特色原料药：业绩高增长有望持续

- **盈利水平提升，毛利率逐年提高。**特色原料药合计15家公司，2019年特色原料药公司营业收入同比增长16.60%；归母净利润同比增长46.24%；扣非净利润同比增长40.55%；板块毛利率逐年提高，预计是产品价格上涨、结构优化调整和工艺改进实现的生产效率的提升。
- **2020年Q1特色原料药扣非净利润同比延续高增长。**疫情下，原料药产能供给趋紧，美罗培南原料药及中间体、舒巴坦酸、肝素原料药价格维持高位，且同比有不同幅度的提升。行业整体归母净利润同比下降主要原因系海普瑞2019Q1对君圣泰持股比例下降，确认一次性投资收益5.73亿所致。2020年Q1特色原料药公司实现营业收入77.25亿元，同比增长9.00%；归母净利润12.30亿元，同比下降10.74%；扣非净利润12.18亿元，同比增长48.11%；
- **行业部分公司正在积极进行产能的扩充及向CDMO业务和制剂一体化领域转型。**普洛药业2020年有3个CDMO商业化项目落地，带来业务的快速发展，同时公司左乙拉西坦制剂在2019年带量采购扩围谈判中标，盐酸安非他酮缓释片海外ANDA获美国FDA批准；富祥药业于2020年3月公布10.64亿元定增计划，用于投建用于高效培南类抗生素建设等项目；博瑞医药将原料药产品延伸至制剂，并依托原料药优势创造了与下游制剂客户以一定比例享受销售权益分成的盈利模式。

表：特色原料药行业主要财务指标情况（百万元）

	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	7725	31312	7088	26853	20535
营业收入增速	9.00%	16.60%	28.03%	30.77%	16.72%
毛利率	41.48%	42.24%	40.03%	39.53%	36.53%
销售费用率	7.19%	9.10%	7.89%	8.52%	6.30%
管理费用率	13.65%	13.37%	12.87%	13.39%	14.40%
财务费用率	1.22%	1.54%	3.44%	1.04%	2.88%
研发费用率	4.45%	5.10%	4.61%	4.77%	-
归母净利润	1230	4883	1379	3339	2067
归母净利润增速	-10.74%	46.24%	171.72%	61.56%	-3.65%
扣非净利润	1218	4156	823	2957	1769
扣非净利润增速	48.11%	40.55%	83.19%	67.16%	-11.73%
应收账款	6662	6189	6060	5576	4721
经营性现金流	599	3542	171	3424	472
经营性现金流/净利润	48.25%	69.91%	12.25%	98.71%	21.79%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

大宗原料药：一季度价格上行，部分品种存短期供给缺口

- **品种提价助推Q1业绩快速增长。**大宗原料药板块合计9家公司（基于可比性，删除ST冠福），2019年大宗原料药公司营业收入下降0.72%，主要受到非洲猪瘟影响，部分品种需求走弱；归母净利润同比下降24.60%，扣非净利润同比下降31.43%，主要系金达威计提资产减值损失3.2亿元以及维生素产品毛利率下降综合影响所致；2020年Q1板块整体实现营业收入同比增长11.81%，归母净利润同比增长43.13%，扣非净利润同比增长47.23%，核心品种价格上行催化板块业绩大幅增长；
- **2020年Q1大宗原料药板块业绩高速增长。**受疫情导致的国内外生产企业开工率下降以及行业竞争格局优化等因素的影响，大宗原料药产品维生素价格在2月中旬左右开始大幅上涨，新和成、浙江医药、ST冠福、金达威等产品相应受益。
- **一季度价格上行，部分品种存短期供给缺口。**截至2020年4月30日，维生素A、维生素C、维生素D3、维生素E价格分别为510、31、325、75.5元/公斤，相比年初分别上涨66%、19%、56%、251%、56%，短期供给缺口有望持续。

表：大宗原料药行业主要财务指标情况（百万元）

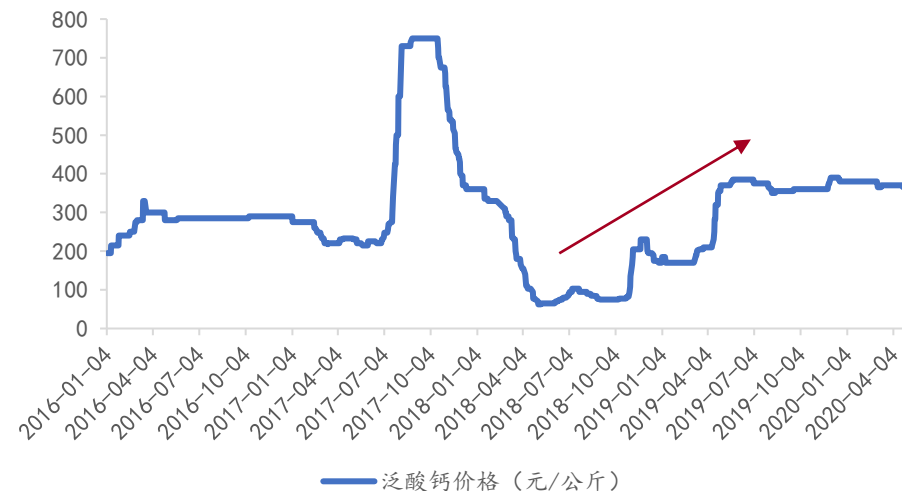
	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	6150	22944	5500	23110	18062
营业收入增速	11.81%	-0.72%	-20.86%	27.94%	21.06%
毛利率	44.86%	43.94%	43.47%	48.28%	42.04%
销售费用率	8.40%	11.13%	11.41%	10.35%	7.33%
管理费用率	8.58%	11.34%	9.35%	10.20%	10.77%
财务费用率	0.50%	0.98%	2.07%	0.17%	1.58%
研发费用率	3.36%	5.03%	3.80%	4.36%	-
归母净利润	1459	3839	1019	5091	3090
归母净利润增速	43.13%	-24.60%	-61.25%	64.73%	24.25%
扣非净利润	1341	3301	911	4813	2954
扣非净利润增速	47.23%	-31.43%	-64.36%	62.95%	26.23%
应收账款	4739	4022	4102	4108	4010
经营性现金流	775	4551	632	6234	2879
经营性现金流/净利润	53.57%	119.65%	62.36%	122.89%	93.54%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

大宗原料药：一季度价格上行，部分品种存短期供给缺口

- **维生素E价格景气向上。**维生素E在2014年前价格比较稳定，有新进入者后价格处于低位，DSM收购能特科技75%股权后部分生产商受装置影响，未来几年有检修计划，行业产能供给或下降，产品市场结构总体优化。另外随着猪存栏量的提升，市场需求增加明显，行业整体景气向上。
- **维生素A价格有望保持稳定。**维生素A在13种维生素里技术门槛相对较高，产品供需关系相对较好，行业整体景气向上。
- **维生素B5处于价格上行区间。**维生素B5价格自2018年5月的62.5元/公斤升至目前的365元/公斤。2019年受非洲猪瘟疫情影响，需求疲软导致成交价格走弱，在今年新冠疫情的影响所导致的供给趋紧以及非洲猪瘟回暖的催化下，整体趋势向好。

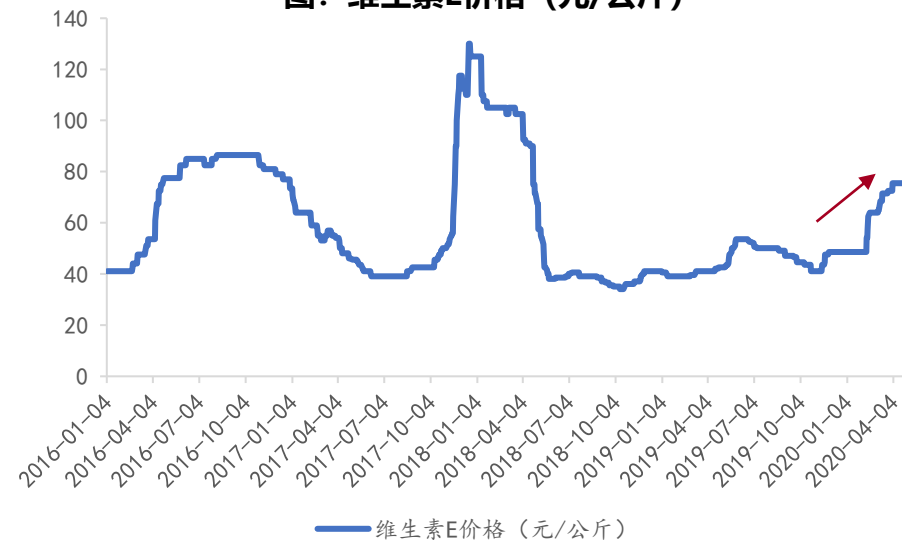
图：泛酸钙价格（元/公斤）



图：维生素A价格（元/公斤）



图：维生素E价格（元/公斤）



资料来源：Wind，信达证券研发中心；

中药：业绩增速下滑，板块持续承压

- **板块增速下滑，业绩承压。** 中药板块共有69家上市公司（剔除异常情况的ST康美），2019年营业收入增速11.57%，中药板块由于医保目录调整和重点用药监管严格等影响，整体业绩压力较大。近年来业绩增速持续下滑，2019年行业归母净利润首次出现负增长。2019年扣非净利润下滑为19.62%。
- **部分中药产品受益于新冠疫情防控需求。** 2020年Q1中成药整体收入下降8.22%。扣非归母净利润降幅为-13.88%。在新冠疫情中，部分中药产品进入到诊疗指南，销售情况良好，例如以岭药业的连花清瘟系列产品2020年Q1销售收入相比去年同期实现近一倍增长。
- **盈利能力持续下滑。** 板块整体毛利率持续下滑，2019年毛利率为45.54%，相比于2018年，进一步减少3.86个百分点。虽然行业期间费用率逐步小幅下降，但净利率仍出现小幅降低。
- **现金流情况良好。** 中药行业现金流情况普遍良好并持续优化。2019年中药板块经营性现金流/净利润为125.38%，优于其他板块。

表：中药行业主要财务指标情况（百万元）

	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	71608	309090	78025	277048	232608
营业收入增速	-8.22%	11.57%	24.60%	19.11%	11.05%
毛利率	43.21%	45.54%	46.55%	49.40%	51.32%
销售费用率	22.68%	26.42%	24.87%	27.93%	28.05%
管理费用率	6.71%	7.78%	6.63%	7.50%	7.76%
财务费用率	0.54%	0.69%	0.72%	0.74%	0.61%
研发费用率	1.69%	2.18%	1.68%	2.11%	-
归母净利润	7490	23875	9699	27569	27537
归母净利润增速	-22.78%	-13.40%	18.62%	0.12%	7.96%
扣非净利润	6966	18413	8088	22906	24677
扣非净利润增速	-13.88%	-19.62%	6.04%	-7.18%	14.84%
应收账款	65871	63256	66014	58758	42435
经营性现金流	2294	31397	977	29670	19703
经营性现金流/净利润	29.75%	125.38%	9.68%	102.92%	68.66%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

科创板：板块高增长，医疗器械及生物制品表现亮眼

- **2019年业绩快速增长。**科创板上市医药企业共19家（未纳入尚未上市交易标的），2020年Q1科创板医药公司毛利率水平相比2019年略有下降；2019年科创板医药公司营业收入同比增长30.99%，归母净利润同比增长32.12%，扣非净利润同比增长35.71%，板块收入与业绩高增主要得益于华熙生物功能性护肤品线上营销发力促进收入同比翻番，以及南微医学止血及闭合类产品销量快速增长，国内外市场积极开拓等。
- **医疗器械领域南微医学、昊海生科及佰仁医疗，生物制品板块华熙生物及特宝生物等公司实现高速增长。**2019年科创板医药公司营业收入最高的公司分别是华熙生物、昊海生科及南微医学，营业收入分别为18.86、16.04、13.07亿元；从营业收入增速看，成都先导、特宝生物、三友医疗居前，营业收入分别同比增长75%、63%、59%；归属母公司净利润最高的公司分别是华熙生物、昊海生科及南微医学，分别为5.86、3.71、3.04亿元；从归母净利润增速看，特宝生物、成都先导、佰仁医疗居前，归母净利润分别同比增长302%、167%、89%；
- **研发占比不断提升，助推价值兑现。**科创板作为科技属性及技术附加值较高的上市板块，成分医药公司也体现出相对其他细分医药领域更高的研发投入，2019年研发费用率达10.32%。

表：科创板主要财务指标情况（百万元）

	2020Q1	2019A	2018A	2017A
营业收入	2644	11873	9064	6630
营业收入增速	-	30.99%	36.70%	35.21%
毛利率	72.94%	73.17%	71.89%	69.58%
销售费用率	30.52%	28.15%	26.55%	23.16%
管理费用率	21.78%	20.62%	21.38%	14.46%
财务费用率	-3.61%	-1.18%	-0.74%	0.32%
研发费用率	11.65%	10.32%	9.76%	-
归母净利润	603	2713	2054	1272
归母净利润增速	-	32.12%	61.48%	31.77%
扣非净利润	512	2511	1850	1171
扣非净利润增速	-	35.71%	57.96%	20.09%
应收账款	2227	2341	1650	1259
经营性现金流	357	2424	2153	1577
经营性现金流/净利润	59.52%	88.67%	101.82%	119.53%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

01

医药行业整体回顾

02

2019年&2020年Q1医药行业财报分析

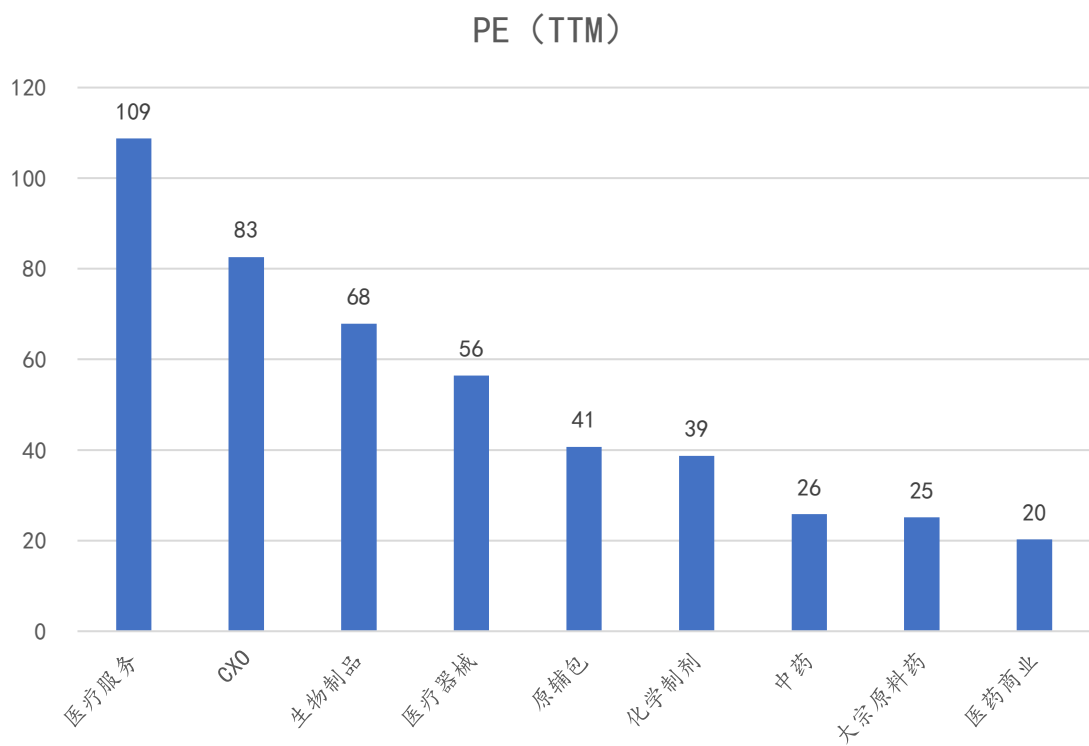
03

估值与选股思路

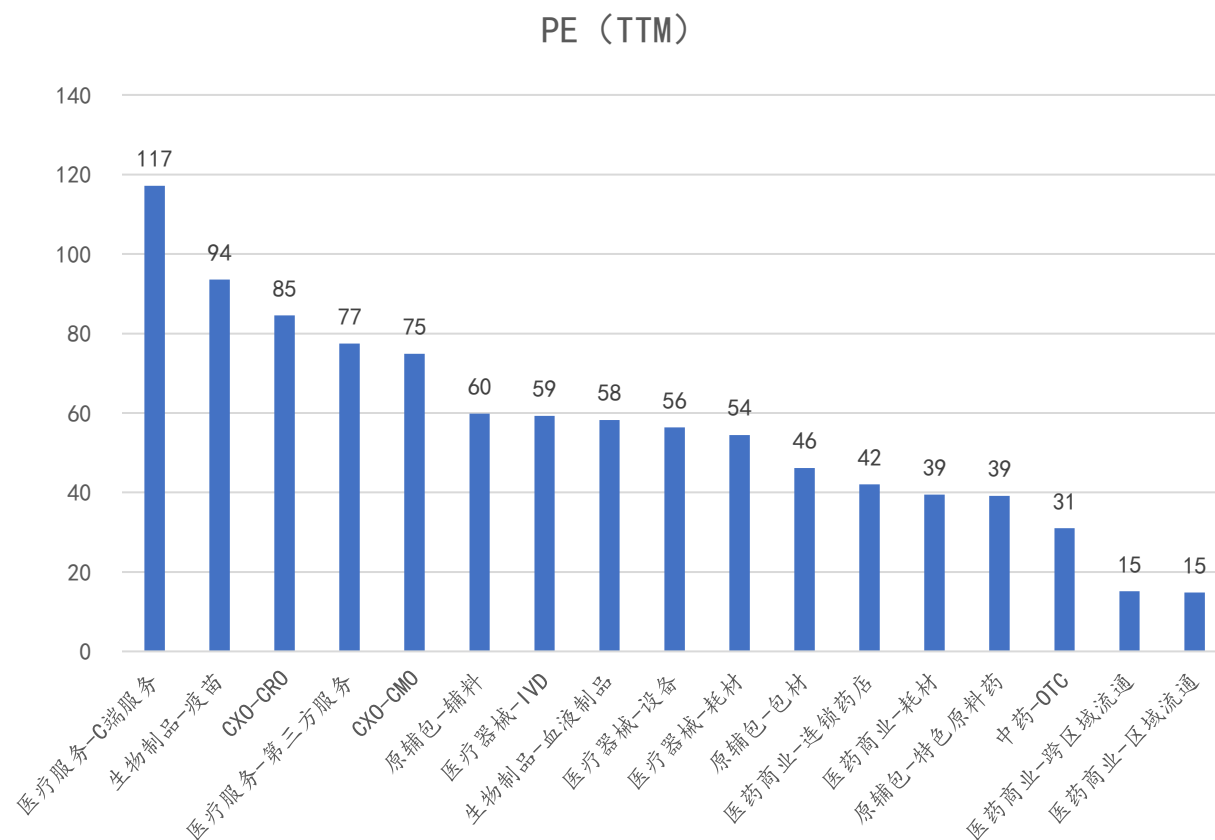
医药行业整体：估值分化较大

- 目前医药板块整体上市公司数量超过300家，板块内部和细分子行业之间估值分化已相当明显，从2017年创新药监管改革和2018年国家医保局成立后，市场对于具有中长期竞争优势和确定性较强的公司的估值容忍度显著提高，而部分细分行业则在一定程度面临估值坍塌的压力（业绩增速无法抵御估值的收缩）。

图：医药各子行业估值分化较大



图：医药各细分领域估值分化较大



资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：统计使用2020-04-30收盘价计算

基金持仓：细分行业龙头备受青睐

重仓基金持股市值前十						重仓持股基金数前十					
排名	代码	公司名称	2020Q1重仓基金持股总市值(亿元)	2020Q1持股占流通股比(%)	2019Q4持股占流通股比(%)	排名	代码	公司名称	2020Q1重仓持股基金数(支)	2019Q4重仓持股基金数(支)	新增重仓基金数(支)
1	600276.SH	恒瑞医药	303.8	7.48%	6.21%	1	600276.SH	恒瑞医药	864	704	160
2	300760.SZ	迈瑞医疗	208.7	16.03%	9.58%	2	000661.SZ	长春高新	489	358	131
3	000661.SZ	长春高新	186.9	20.09%	20.05%	3	300760.SZ	迈瑞医疗	445	202	243
4	300601.SZ	康泰生物	90.0	21.64%	20.60%	4	603259.SH	药明康德	257	253	4
5	300015.SZ	爱尔眼科	76.7	7.75%	7.72%	5	300601.SZ	康泰生物	185	79	106
6	603259.SH	药明康德	71.9	7.90%	9.61%	6	300003.SZ	乐普医疗	154	102	52
7	002007.SZ	华兰生物	68.4	11.84%	8.31%	7	300122.SZ	智飞生物	152	39	113
8	300003.SZ	乐普医疗	61.1	11.12%	9.00%	8	002007.SZ	华兰生物	136	51	85
9	300529.SZ	健帆生物	46.2	21.26%	13.14%	9	300015.SZ	爱尔眼科	133	121	12
10	600763.SH	通策医疗	43.1	12.48%	15.79%	10	300347.SZ	泰格医药	108	117	-9

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

北上与南下资金的选股差异

北上资金最新情况 (20200505)

持股比例前十				持股市值前十			
排名	股票代码	股票名称	占总股本比例	排名	股票代码	股票名称	最新持股市值 (亿元)
1	300347. SZ	泰格医药	16.67%	1	600276. SH	恒瑞医药	467
2	603939. SH	益丰药店	13.22%	2	300760. SZ	迈瑞医疗	130
3	600276. SH	恒瑞医药	11.31%	3	300015. SZ	爱尔眼科	127
4	300244. SZ	迪安诊断	10.09%	4	603259. SH	药明康德	114
5	300015. SZ	爱尔眼科	9.01%	5	300347. SZ	泰格医药	95
6	000538. SZ	云南白药	7.90%	6	000538. SZ	云南白药	94
7	000999. SZ	华润三九	7.29%	7	603939. SH	益丰药店	48
8	600285. SH	羚锐制药	7.07%	8	300122. SZ	智飞生物	46
9	300298. SZ	三诺生物	7.06%	9	002007. SZ	华兰生物	43
10	603259. SH	药明康德	6.74%	10	300003. SZ	乐普医疗	43

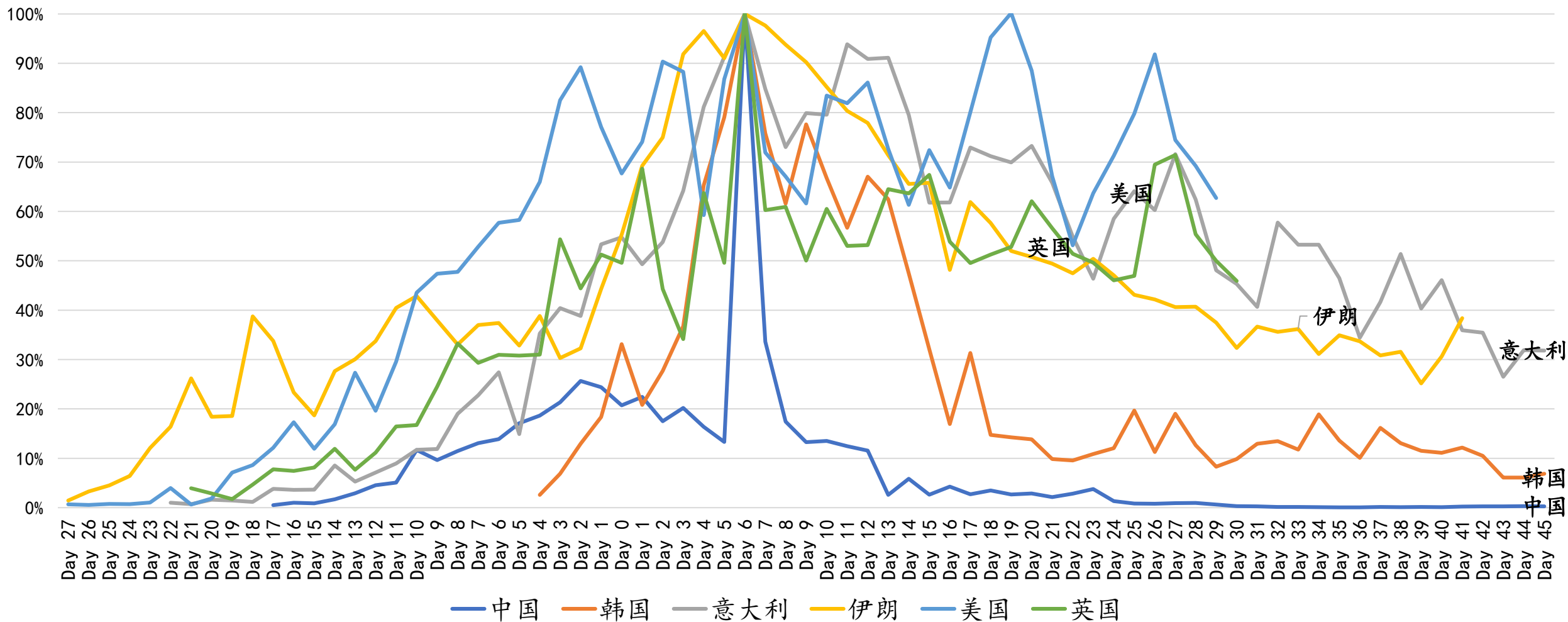
南下资金最新情况 (20200505)

持股比例前十				持股市值前十			
排名	股票代码	股票名称	占总股本比例	排名	股票代码	股票名称	最新持股市值 (亿港元)
1	2666. HK	环球医疗	19.18%	1	1177. HK	中国生物制药	128
2	2186. HK	绿叶制药	14.75%	2	2269. HK	药明生物	121
3	1302. HK	先健科技	13.62%	3	1833. HK	平安好医生	65
4	0570. HK	中国中药	12.98%	4	2196. HK	复星医药	61
5	1666. HK	同仁堂科技	12.93%	5	0241. HK	阿里健康	53
6	1558. HK	东阳光药	12.65%	6	1093. HK	石药集团	42
7	0853. HK	微创医疗	12.37%	7	0853. HK	微创医疗	36
8	0719. HK	山东新华制药股份	11.80%	8	1548. HK	金斯瑞生物科技	27
9	1548. HK	金斯瑞生物科技	10.15%	9	1066. HK	威高股份	24
10	3613. HK	同仁堂国药	9.89%	10	0570. HK	中国中药	22

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

美国疫情走势是全球疫情防控的关键变量

部分疫情重点国家新增确诊人数到达顶峰后数据追踪 (20200505)



资料来源: WHO, 美国约翰斯霍普金斯, Worldometer, 信达证券研发中心; 注: 纵坐标为当日数据/顶峰数据*100%, 以该国目前新增人数中的最高值作为Day 0:中国 (2.12), 韩国 (2.29), 意大利 (3.22), 伊朗 (3.31), 美国 (4.12), 英国 (4.11)

疫情防控常态化，生产经营逐步恢复

➤ 中国本土疫情传播已基本阻断，复工复产全面开展，经济回升态势逐渐形成

- 4月18日，国家统计局公布一季度国内经济数据，受疫情冲击，一季度我国GDP比上年同期下降6.8%
- 根据国际货币基金组织4月份发布的《世界经济展望》预测，2020年中国经济全年增速或为1.2%
- 发改委国民经济综合司司长严鹏程于4月20日表示，总体上看，这次疫情没有也不会改变我国经济长期向好的基本面，疫情带来的冲击和影响是阶段性的。

日期	复工措施&具体内容
2月6日	李克强总理在中央工作会议上要求有序做好恢复生产保障供应工作
2月17日	李克强总理在中央工作会议上强调在加强疫情防控的同时要推动有序复工复产
2月19日	中国多省份规模以上工业企业复工加快，部分省份规上企业复工率已超过50%
2月21日	习近平总书记在政治局会议上部署统筹疫情防控和经济社会发展工作，要求重点企业尽快复工复产
3月13日	工信部发布消息：全国除湖北外的规模以上工业企业平均开工率超过95%，中小企业开工率已达到60%左右
3月16日	李克强总理在中央工作会议上部署推进全面复工复产，加快恢复经济社会秩序的相关工作
3月25日	湖北省武汉市以外地区解除离鄂通道管控
3月28日	工信部发布消息：全国规模以上工业企业平均开工率为98.6%，中小企业开工率已超70%
4月8日	武汉市解除离汉离鄂通道管控措施，有序恢复对外交通
4月14日	工信部发布消息：全国规模以上工业企业平均开工率已达99%，人员复岗率达到94%，接近往年正常水平

资料来源：发改委，信达证券研发中心

定价能力是医药行业核心选股思路

- 医药是最具有长期增长持续性的行业之一，**对企业而言**，每一个历史阶段都有最契合时代背景的小公司成长为大公司，但成为行业龙头则要求公司结合资源禀赋、行业现状、政策趋势做变革与调整。从2017年开始，行业个股分化开始加剧，在一批公司估值不断突破新高之际，另一批公司持续业绩的成长都抵不住估值的“塌陷”，我们已经观察到部分医药公司积极尝试差异化定位自身业务和发展的特点，以寻求得到更为合理市场估值，**对投资而言**，不同的资金属性、风险偏好和预期收益率意味着“由小变大”、“价值重估”、“长情陪伴”都是可选的策略。
- 海外疫情中以意大利为代表的国家已逐步进入尾声，但美国情况尚需紧密跟踪，国内疫情防控进入常态化阶段，市场对于业绩确定性关注度的持续提升，医药作为需求刚性的细分领域，中长期维度看，产品和服务是否具有定价能力依然是医药行业首要选股思路，在整体估值上亦会获得更高的包容度。结合行业趋势和个股情况，我们建议三大选股策略：
 - ①产品创新度高、成本控制能力强、个性化需求满足能力强的公司，将持续获得来自注册审评、医保准入、医院需求、医生需要等多维度全方位的支持，相关标的：**恒瑞医药、信达生物（H股）、迈瑞医疗**。
 - ②随着疫情逐步趋缓，医院诊疗业务陆续回归正轨，相关公司经营业绩也将逐步恢复或改善。相关标的：**爱尔眼科、锦欣生殖（H股）、南微医学、华兰生物**。
 - ③性价比（估值低或确定性高）品种有望成为黑马，相关标的：**一心堂、双林生物、爱帝宫（H股）**。

风险提示

- 药品降价的风险
- 疫情持续时间过长的风险

研究团队简介、机构销售联系人

杨松，信达证券医药团队负责人/医药行业首席分析师，北京大学药学硕士（本硕连读），北京大学经济学学士（CCER双学位），中国社保学会医保专委会委员，2019年加入信达证券研究中心，目前负责医药行业整体研究。

周贤珮，信达证券医药行业分析师，美国伊利诺伊理工学院金融学硕士，2015年加入信达证券研究中心，曾从事制造业研究，目前负责医药商业和中成药方向研究。

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼邮编：100031

华北地区销售

袁泉：13671072405yuanq@cindasc.com

张华：13691304086zhanghuac@cindasc.com

唐蕾：18610350427tanglei@cindasc.com

华东地区销售

王莉本：18121125183wangliben@cindasc.com

文襄琳：13681810356wenxianglin@cindasc.com

张思莹：13052269623zhangsiying@cindasc.com

吴国：15800476582 wuguo@cindasc.com

华南地区销售

王留阳 13530830620 wangliuyang@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。