

疫情控制后 Q2 回暖明显，建议关注“长受益”+“快复苏”

——医药生物行业 2020H1 总结报告

行业动态

◆“后疫情时代”推动医保政策密集落地。重大疫情往往带来政策加速推进。回顾历史，我们发现在重大疫情期间及之后的一段时间，针对疫情中暴露出的问题，将会有针对性的系列政策密集出台，从而带来医疗卫生体系的重构。在本次新冠疫情中，由于社保缓交、新冠治疗费用报销等政策，医保基金的收支压力有所加大。在这一背景下，医保目录调整、药械集采等医保领域的政策密集出台。

◆20H1 业绩总结：疫情控制后 Q2 回暖明显，板块分化加剧。医药行业上半年业绩呈现“回暖明显、内部分化”的特点：上半年在疫情影响下，部分特色原料药、CXO、防护类耗材、医疗器械公司产品实现量价齐升，业绩表现靓丽；部分公司受疫情期间医院诊疗下降影响，业绩增速放缓，但自 Q2 开始快速复苏。医药板块 2020H1 营业收入同比增速为 1.81%，归母净利润同比增速为 15.97%，扣非归母净利润同比增长 19.24%；其中 Q2 营业收入环比增速 15.85%，归母净利润环比增速为 65.37%，扣非归母净利润环比增长 60.34%。

◆投资策略：“疫”后寻机，关注“长受益+快复苏”两大主线。后疫情时代，医药中的多个子行业有望借此实现快速普及、升级，建议关注 CXO、疫苗、血制品、互联网医疗、医疗防护、医疗硬件等长受益方向，推荐药明康德、药石科技、维亚生物（H）、智飞生物、双林生物、博雅生物、沃森生物、大参林、平安好医生（H）、英科医疗、安图生物、润达医疗。此外，因为疫情被暂时延后的需求可能在后疫情时代快速复苏，建议关注医疗服务和耗材、生长激素等快复苏方向，推荐欧普康视、康德莱、威高股份（H）、长春高新。

◆风险提示：医保控费加剧；药品招标降价；创新药及部分消费类医疗短期估值过高风险。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
300122	智飞生物	137.06	1.48	2.16	2.91	93	63	47	买入
1833	平安好医生	100.17	-0.69	-0.65	-0.53	na	na	na	买入
000403	双林生物	38.06	0.59	0.48	0.75	64	79	51	买入
1066	威高股份	16.78	0.41	0.46	0.55	41	36	31	买入
603108	润达医疗	14.93	0.53	0.62	0.83	28	24	18	买入
603658	安图生物	157.7	1.80	2.21	3.10	88	71	51	买入
603987	康德莱	17.98	0.39	0.49	0.62	47	36	29	买入
603233	大参林	84.18	1.07	1.51	1.82	79	56	47	买入
300677	英科医疗	135.83	0.80	27.07	23.32	169	5	6	买入
300725	药石科技	131.6	1.05	1.48	2.27	126	89	58	买入
603259	药明康德	105.22	1.14	0.98	1.45	92	107	73	买入
1873	维亚生物	7.81	0.14	0.20	0.38	56	39	21	买入
300142	沃森生物	62.43	0.09	0.62	0.98	694	100	64	买入
300595	欧普康视	62.66	0.77	0.61	0.86	82	103	73	增持
000661	长春高新	434.00	8.77	7.20	9.38	50	60	46	买入
300294	博雅生物	42.95	0.98	1.17	1.41	44	36	31	增持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 9 月 4 日（汇率 1HKD=0.90RMB）

增持（维持）

分析师

林小伟（执业证书编号：S0930517110003）
021-52523871
linxiaowei@ebsec.com

宋硕（执业证书编号：S0930518060001）
021-52523872
songshuo@ebsec.com

黄卓（执业证书编号：S0930520030002）
021-52523676
huangz@ebsec.com

经煜甚（执业证书编号：S0930517050002）
021-52523870
jingys@ebsec.com

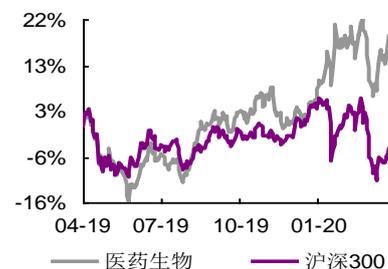
吴佳青（执业证书编号：S0930519120001）
021-52523697
wujiqing@ebsec.com

王明瑞（执业证书编号：S0930520080004）
wangmingrui@ebsec.com

联系人

刘锡源
liuxiyuan@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

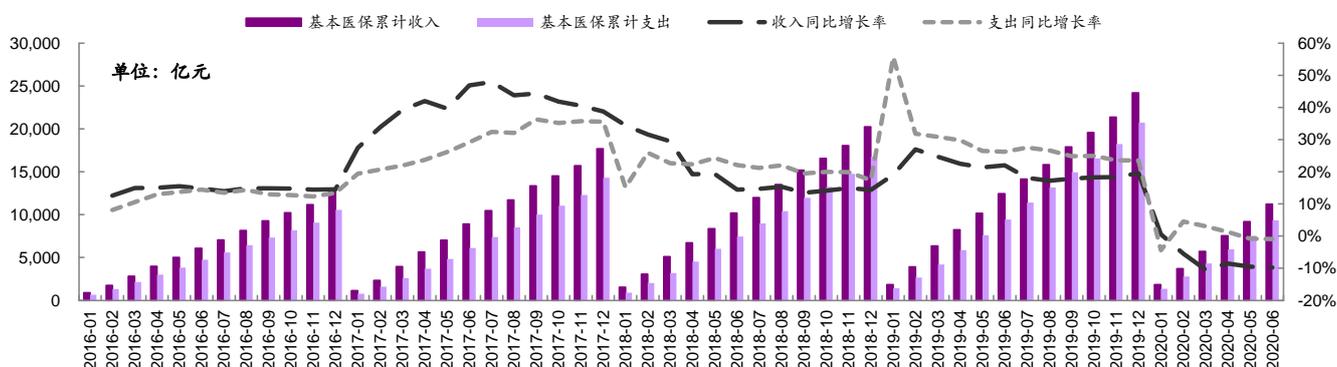
1、 “后疫情时代”推动医保政策密集落地.....	3
2、 20H1 业绩总结：疫情控制后 Q2 回暖明显，板块分化加剧.....	5
2.1、 2020H1 医药板块业绩概览.....	5
2.2、 细分板块梳理：原料药、医疗器械、CXO 景气度高.....	8
3、 投资策略：关注“长受益+快复苏”两大主线.....	15
4、 风险提示.....	17

1、“后疫情时代”推动医保政策密集落地

重大疫情往往带来政策加速推进。回顾历史，我们发现在重大疫情期间及之后的一段时间，针对疫情中暴露出的问题，将会有针对性的系列政策密集出台，从而带来医疗卫生体系的重构。政策的着力点主要在药品、医疗、支付三个方面：药品方面的改革方向在于加强监管、鼓励创新；医疗方面的改革方向在于防控制度优化、提高医疗可及性；支付方面的改革方向在于提高支付能力、效率。

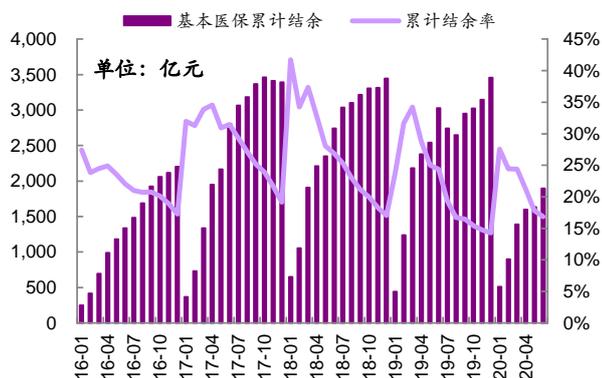
疫情影响之下，医保数据反映出医保基金收支压力增大。2020H1 基本医保收入降幅继续扩大，支出继续同比下滑。2020H1 基本医保累计收入达 11233 亿元，同比下降 9.8%，相比 20M1-5 同比增速下降 0.2pp，相比 19H1 同比增速大幅下滑 31.8pp，降幅有所扩大。2020H1 基本医保累计支出达 9338 亿元，同比下滑 0.9%，相比 20M1-5 同比增速小幅下滑 0.1pp，相比 19H1 同比增速大幅下滑 27.1pp。从单月数据来看，20M6 收入同比下降 10.9%，支出同比提升 7.0%。其中 20M6 收入同比增速相比 20M5 提升 3.0pp，支出同比增速提升 7.0pp。总体来看，2020H1 医保累计收入降幅较 19H1 继续扩大，累计结余情况继续恶化。**2020Q1 医药制造业数据则受疫情影响较大，营业总收入及利润总额可比下滑 8.9%和 15.7%。**但疫情控制以来，制造业数据逐步回暖，**20M1-7 医药制造业收入降幅继续缩窄，利润增速加快。**20M1-7 医药制造业累计收入下滑 1.1%，营业成本和利润总额同比增加 1.4%和 5.0%，与 19M1-7 同期相比增速下滑了 10.0pp、5.5pp 和 4.3pp，收入降幅较 20Q1 缩窄，利润增速加快。以上为增速公布值，若计算公布绝对值相比上年同期的增速，则收入和营业成本分别同比下滑 7.5%和 6.9%，利润总额同比提升 1.8%。我们认为，20M1-7 医药制造业收入和利润降幅继续缩窄反映了药企复工复产推进以及医院诊疗量的继续恢复。

图 1：基本医保累计收支及同比增长率变化情况（2016.01-2020.06）



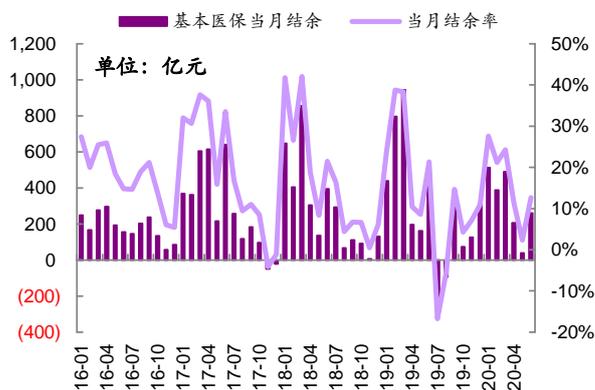
资料来源：人社部、国家医保局，光大证券研究所；注：自 2020 年起，不再单列生育保险基金收入，在职工基本医疗保险统筹基金待遇支出中设置生育待遇支出项目。因此，将 2019 年生育保险收支计入职工医保收支中，以计算可比增速。

图 2：基本医保累计结余及结余率情况（截至 20.06）



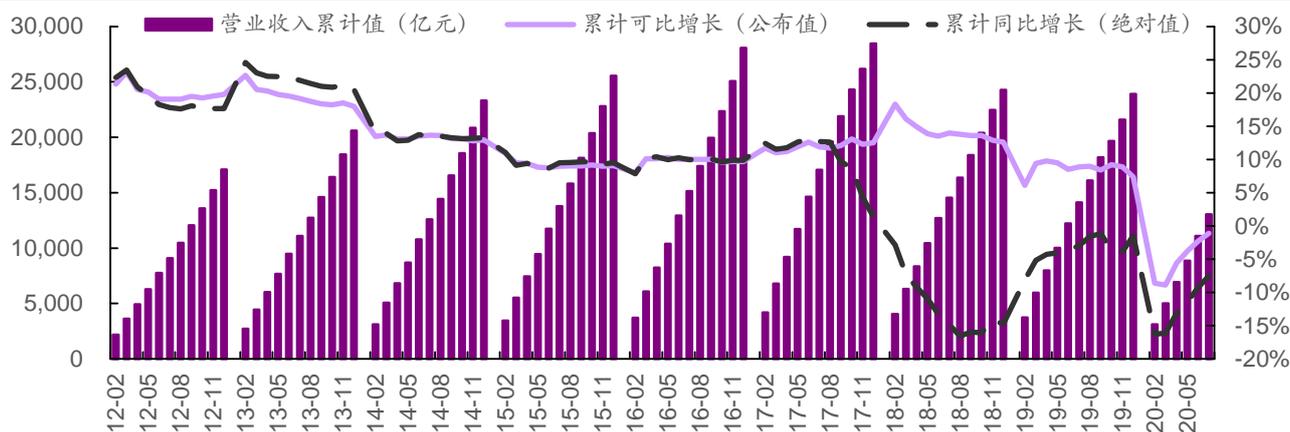
资料来源：人社部、国家医保局，光大证券研究所

图 3：基本医保当月结余及结余率情况（截至 20.06）



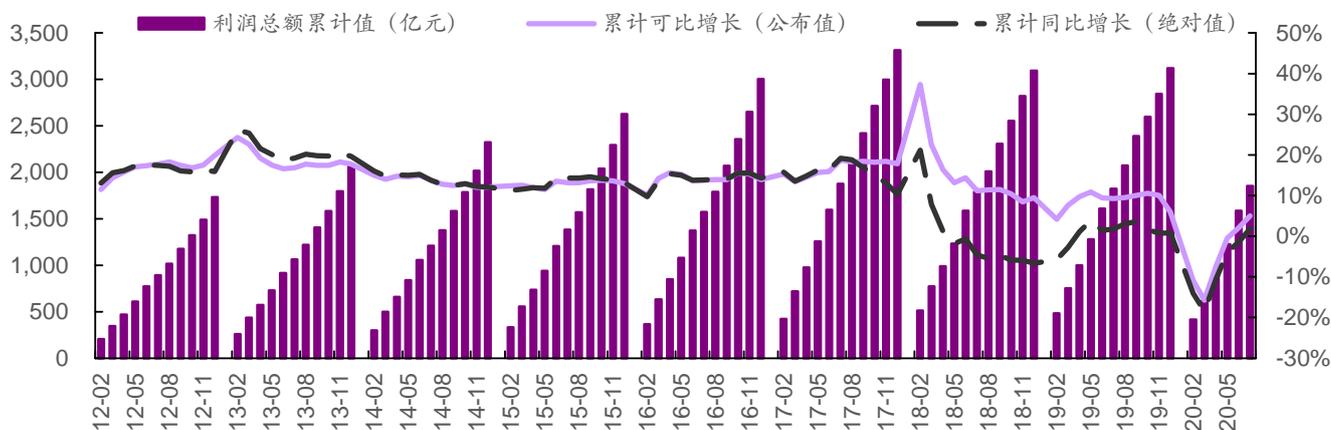
资料来源：人社部、国家医保局，光大证券研究所

图 4：医药制造业累计收入及增长情况：公布值继续提升（2012.02~2020.07）



资料来源：国家统计局、光大证券研究所整理 注：公布值增长率是指统计局公布的统计口径下的可比增长率，绝对值增长率则有统计局公布的营收和利润总额绝对值直接进行同比增长率计算所得

图 5：医药制造业累计利润总额及增长情况：公布值持续提升（2012.02~2020.07）



资料来源：国家统计局、光大证券研究所整理 注：公布值增长率是指统计局公布的统计口径下的可比增长率，绝对值增长率则有统计局公布的营收和利润总额绝对值直接进行同比增长率计算所得

疫情发生后，催生医药行业政策密集落地。在本次新冠疫情中，由于社保缓交、新冠治疗费用报销等政策，医保基金的收支压力有所加大。在这一背景下，进入 2020 年下半年，医保目录调整、药械集采等医保领域的政策密集出台：

1) **医保目录调整**：2020 年 8 月 17 日，国家医保局发布了《2020 年国家医保药品目录调整工作方案（征求意见稿）》，即将开展新一轮医保目录调整，并逐步实现医保目录动态调整。

2) **药械集采**：药品方面，过评品种的全国集采方案已经较为成熟，福建、江西、山西、河北、三明联盟等多个省份/地区已经在试点未过评品种；器械方面，除了心血管支架即将进行全国集采，人工晶体、骨科器械等其他品种正在省级试点，IVD 仍处于地级市层级的试点。

表 1：药械各品类集采模式探索进度

种类	药品		器械	
	过评药品	未过评药品	耗材	IVD
集采进度	全国集采模式成熟	省级试点	心血管支架全国集采探索，其他品种省级试点	地市级试点

资料来源：光大证券研究所整理

新冠疫情仍在全球蔓延，我们认为本次疫情之后医药产业新一轮变革有望开启：**互联网医疗**受益于政策松绑，以及用户习惯培养；**医疗防护**受益于全场景防护意识提升；**医疗设备**受益于医院硬件建设浪潮；**疫苗**受益于民众接种意愿提升；**血制品**受益于临床渗透率提升；**CRO** 受益于抗病毒等创新药物研发投入加大；**ICL** 受益于医院检验科室赋能价值得到认可；**特色原料药**：国内原料药企业的国际地位提升，加速了全球需求向中国转移的进程。

2、20H1 业绩总结：疫情控制后 Q2 回暖明显，板块分化加剧

2.1、2020H1 医药板块业绩概览

医药板块 2020 年中报已披露完毕，这是在疫情影响之下医药企业交出的首份答卷，我们清晰地看到多数医药企业在疫情之下稳健经营，部分企业 20Q1 受到医院诊疗下降等影响增长放缓，随着疫情控制，20Q2 已逐步恢复增长，细分板块业绩分化加速。剔除存在重大并购或计提大额减值损失的标的，我们选择了 289 家医药上市公司进行业绩梳理。

医药板块 2020H1 营业收入同比增速为 1.81%；归母净利润同比增速为 15.97%，扣非归母净利润同比增长 19.24%；扣除化学原料药和医疗器械后医药板块收入同比增速为-1.78%，归母净利润同比增长-1.67%，扣非归母净

利润同比增长-3.14%；其中 Q2 环营业收入环比增速 15.85%，归母净利润环比增速为 65.37%，扣非归母净利润环比增长 60.34%。

在疫情影响下，医药行业增速较往年同比放缓，同时，内部渠道和品种结构分化：渠道方面，药店占比提升，呈现“被动处方外流”；品种方面，诊疗相关药械需求大增，刚需紧急用药需求稳健，非紧急用药受到冲击。子板块分化加剧，CXO、医疗器械、化学原料药等细分板块表现靓丽。具体来说，医疗器械独领风骚，2020H1 营收收入同比增速为 41.11%，归母净利润同比增速为 89.83%，扣非归母净利润同比增长 120.09%，主要是由于设备、刚需类防护耗材需求大增；化学原料药收入同比增速为 11.32%，归母净利润同比增速为 35.20%，扣非归母净利润同比增长 47.78%，主要是由于新冠疫情带来了部分原料药品种的全球需求；CXO 板块表现靓丽，2020H1 营收同比增速为 24.49%；归母净利润同比增速为 85.49%，扣非归母净利润同比增长 28.95%，全球 CXO 行业维持高景气度，我国 CXO 行业有望借疫情更上一层楼。

20 年半年报的业绩也充分验证了我们在 2 月 2 日、3 月 6 日发布的两篇行业深度报告《深度复盘，以 SARS 为鉴，透析新冠疫情下的医药行业》、《疫情之下，医疗卫生体系及产业变革路径》中的预判。

总体来看，我们认为疫情终将过去，战胜疫情之后社会将更具有韧性，重大疫情之于社会、产业的冲击影响是短期的，然而其带来的产业变革重塑却是深远的，医药产业更是如此。我们认为，医药中的多个子行业有望借此实现快速普及、升级，这些领域可能更加值得市场关注。我们建议投资者更多的着眼于远期的产业趋势，不必过于看重短期的利润增速。建议关注：互联网医疗、医疗防护、医疗设备、疫苗、血制品、抗病毒药物、CRO、ICL 等领域。

表 2：上市医药各板块收入、营业利润同比增速情况（扣除新股、重组等不表可比因素）

子板块	细分行业	收入同比增速				营业利润同比增速			
		2018	2019	20Q1	20H1	2018	2019	20Q1	20H1
原料药		17.79%	8.59%	6.81%	11.32%	30.31%	3.49%	14.05%	35.13%
制剂		16.29%	14.19%	-7.71%	-5.48%	-7.02%	18.20%	-9.77%	-2.57%
	化药	20.93%	13.06%	-9.33%	-7.05%	-11.85%	12.89%	-7.05%	-1.67%
	生物药	35.25%	15.00%	-6.14%	1.94%	6.18%	42.36%	-18.36%	10.37%
	中药	6.82%	14.93%	-6.73%	-6.04%	-9.09%	14.54%	-8.91%	-7.14%
医疗器械		21.45%	14.15%	5.80%	41.11%	24.92%	23.02%	-1.99%	94.10%
医药商业		18.69%	18.13%	-2.92%	0.68%	5.73%	4.95%	-18.11%	6.69%
医疗服务(含 CXO)		27.44%	17.94%	-4.46%	8.97%	6.98%	-18.78%	-47.65%	25.75%
总计		18.11%	15.84%	-3.87%	1.81%	1.59%	13.44%	-9.01%	16.23%

资料来源：Wind、光大证券研究所

表 3: 上市医药各板块归母净利润、扣非归母净利润利润同比增速情况 (扣除新股、重组等不表可比因素)

子板块	细分行业	归母净利润同比增速				扣非归母净利润同比增速			
		2018	2019	20Q1	20H1	2018	2019	20Q1	20H1
原料药		17.79%	4.07%	13.06%	35.20%	30.31%	-47.48%	43.91%	47.78%
制剂		16.29%	15.29%	-15.39%	-7.85%	-7.02%	15.87%	-10.20%	-4.18%
	化药	20.93%	10.62%	-11.11%	-7.35%	-11.85%	9.26%	-13.90%	-11.57%
	生物药	35.25%	44.86%	-19.02%	13.66%	6.18%	39.28%	-19.63%	11.42%
	中药	6.82%	8.57%	-17.24%	-16.43%	-9.09%	12.30%	-4.38%	-4.82%
医疗器械		21.45%	22.70%	-1.48%	89.83%	24.92%	21.26%	17.84%	120.09%
医药商业		18.69%	6.03%	-3.41%	6.67%	5.73%	3.61%	-11.38%	9.91%
医疗服务 (含 CXO)		27.44%	-22.96%	-53.04%	54.10%	6.98%	27.53%	-62.51%	-9.36%
总计		18.11%	11.22%	-10.62%	15.97%	1.59%	3.84%	-4.76%	19.24%

资料来源: Wind、光大证券研究所

医药板块销售、管理、研发等各项费用同比增速明显放缓, 费用管控成效显著, 销售、管理费用率下降明显, 研发费用率基本保持稳定。2020H1 销售费用率为 12.95%, 销售费用同比增速-7.66%; 管理费用率为 8.95%, 管理费用同比增速 3.83%; 研发费用率为 2.26%, 研发费用同比增速为 14.68%; 财务费用率为 0.69%, 财务费用同比增速为-13.98%。受到疫情影响上半年医药企业减少线下活动及差旅, 销售费用率同比下滑幅度较大。值得注意的是, 2020H1 年医药板块研发费用率基本维持稳定, 研发费用同比增速达 14.68%, 企业研发投入力度加大。

表 4: 上市医药各板块销售费用情况 (扣除新股、重组等不可比因素)

子板块	细分行业	销售费用率					销售费用同比增速			
		2017	2018	2019	20Q1	20H1	2018	2019	20Q1	20H1
原料药		7.95%	9.01%	9.34%	7.75%	7.16%	64.86%	12.54%	-12.38%	-13.79%
制剂		24.55%	29.61%	29.29%	27.61%	26.95%	34.69%	12.94%	-11.00%	-11.18%
	化药	23.24%	29.58%	30.46%	29.40%	27.95%	52.11%	16.43%	-10.96%	-13.99%
	生物药	25.88%	22.62%	21.98%	18.46%	19.00%	40.44%	11.73%	-14.28%	-4.47%
	中药	25.27%	31.48%	30.24%	28.25%	28.28%	19.40%	10.42%	-10.53%	-9.96%
医疗器械		15.75%	16.72%	17.35%	16.25%	13.32%	29.24%	18.47%	4.55%	15.01%
医药商业		5.48%	2.89%	2.77%	2.72%	2.73%	38.05%	13.13%	1.55%	3.04%
医疗服务		9.55%	5.99%	7.07%	6.63%	6.63%	23.79%	39.27%	-4.23%	6.43%
总计		14.35%	14.84%	14.57%	13.60%	12.95%	35.45%	13.74%	-8.69%	-7.66%

资料来源: Wind、光大证券研究所

表 5: 上市医药各板块管理费用 (不含研发) 情况 (扣除新股、重组等不可比因素)

子板块	细分行业	管理费用 (不含研发) 率					管理费用 (不含研发) 同比增速			
		2017	2018	2019	20Q1	20H1	2018	2019	20Q1	20H1
原料药		11.77%	11.66%	12.50%	11.84%	11.10%	20.69%	16.36%	21.16%	18.48%
制剂		9.46%	9.66%	10.30%	9.65%	9.53%	19.27%	19.24%	-1.63%	-0.63%
	化药	11.01%	11.26%	11.78%	11.70%	11.16%	22.78%	23.78%	1.64%	3.97%
	生物药	11.93%	11.60%	11.92%	11.48%	11.67%	26.30%	15.09%	4.73%	3.97%
	中药	7.43%	9.40%	9.16%	9.36%	9.12%	11.57%	16.16%	-4.81%	-4.41%

医疗器械		12.77%	7.10%	7.41%	7.98%	6.48%	24.44%	14.77%	9.86%	11.80%
医药商业		2.53%	11.23%	11.55%	12.99%	11.04%	24.62%	12.32%	3.94%	6.12%
医疗服务		14.14%	6.67%	7.07%	7.35%	6.99%	28.94%	24.62%	5.85%	11.98%
总计		6.93%	9.23%	9.51%	9.18%	8.95%	21.50%	18.14%	2.41%	3.83%

资料来源：Wind、光大证券研究所

表 6：上市医药各板块研发费用情况（扣除新股、重组等不可比因素）

子板块	细分行业	研发费用率			研发费用同比增速		
		2019	20Q1	20H1	2019	20Q1	20H1
原料药		4.94%	4.27%	4.45%	20.40%	14.13%	21.04%
制剂		3.82%	3.32%	3.68%	26.04%	4.79%	8.29%
	化药	5.67%	4.81%	5.36%	31.01%	7.93%	8.54%
	生物药	3.85%	3.83%	4.07%	23.50%	-1.85%	19.37%
	中药	2.28%	2.02%	2.21%	17.91%	2.10%	3.07%
医疗器械		6.46%	7.02%	5.57%	21.15%	20.58%	28.62%
医药商业		0.14%	0.13%	0.15%	26.22%	16.55%	15.89%
医疗服务		2.65%	2.94%	2.84%	41.66%	18.30%	27.02%
总计		2.32%	2.14%	2.26%	24.99%	9.95%	14.68%

资料来源：Wind、光大证券研究所

表 7：上市医药各板块财务费用情况（扣除新股、重组等不可比因素）

子板块	细分行业	财务费用率					财务费用同比增速			
		2017	2018	2019	20Q1	20H1	2018	2019	20Q1	20H1
原料药		2.27%	0.34%	1.00%	0.78%	0.85%	-54.28%	219.10%	-68.28%	-7.21%
制剂		1.31%	1.22%	1.24%	1.21%	1.18%	22.52%	68.71%	-19.33%	-16.79%
	化药	1.33%	0.60%	0.89%	0.86%	0.85%	1.56%	-19.99%	-27.38%	-8.10%
	生物药	2.01%	1.21%	0.84%	1.08%	0.73%	6.24%	7.52%	-20.40%	-27.67%
	中药	1.09%	1.74%	1.63%	1.52%	1.57%	53.06%	1.44%	-14.74%	-18.65%
医疗器械		1.34%	0.61%	0.54%	0.56%	0.40%	-36.80%	22.75%	-71.85%	-25.13%
医药商业		0.67%	0.32%	0.34%	0.32%	0.34%	60.45%	23.01%	-0.88%	-1.36%
医疗服务		2.25%	1.08%	1.13%	0.18%	0.83%	38.94%	21.26%	-93.14%	-21.17%
总计		1.11%	0.72%	0.76%	0.71%	0.69%	20.92%	16.13%	-33.46%	-13.98%

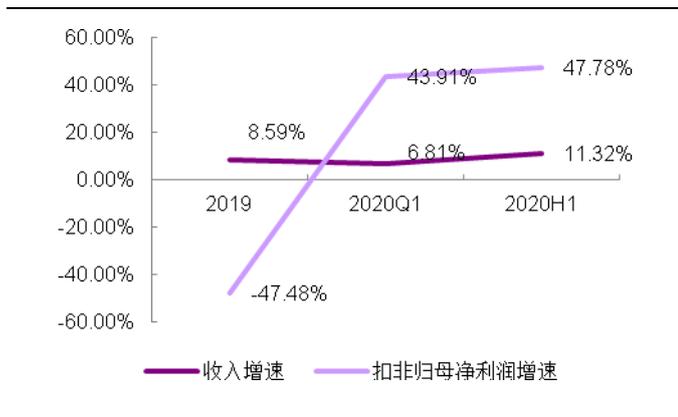
资料来源：Wind、光大证券研究所

2.2、细分板块梳理：原料药、医疗器械、CXO 景气度高

1) 原料药：

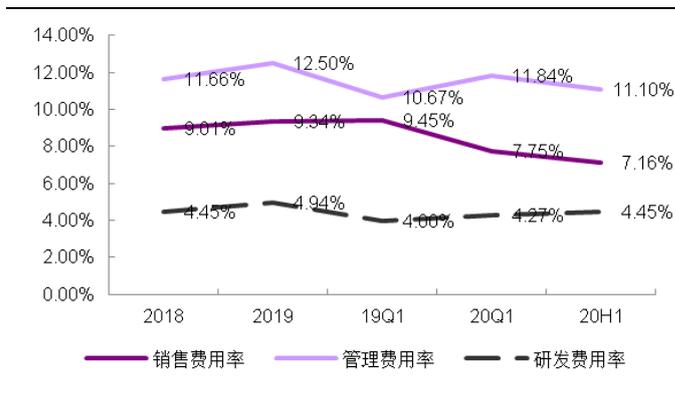
2020H1 原料药上市公司整体收入同比增长 11.32%（其中 Q2 收入环比增长 16.91%），扣非归母净利润同比增长 47.78%。上半年业绩来看，新冠疫情带来了抗生素、清热解毒类原料药的全球需求。受到上半年复工推迟、物流等影响，特色原料药业绩有所分化。目前，国内原料药企业生产步入正轨，疫情的全球扩散导致印度的部分企业停产，预计业绩有望持续。从更长维度看，本次疫情促进了国内原料药企业的国际地位提升，加速了原料药企业的 CMO 业务延伸。但值得注意的是，本次疫情让各国看到了原料药产业的价值，可能在疫情之后扶植本国的原料药产业。

图 6：2019~2020H1 原料药企业收入、扣非归母净利润同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 7：2018~2020H1 原料药企业期间费用率变化



资料来源：Wind、光大证券研究所

2) 制剂：

随着两票制在全国陆续执行，以及带量采购自 2019 年一季度开始执行，制剂板块的收入端在经历了 2017、2018 年持续提速后，已经进入了增速逐步放缓的阶段。

受到疫情影响，医院诊疗量下降明显，制剂行业销售受较大冲击，细分行业分化加剧，生物药、化药、中药板块 20H1 收入分别增长 2%、-7%、-6%，其中 Q2 环比分别增长 40%、4%、0%，恢复迅速。但我们也看到制剂需求内部高度分化：抗疫药物需求高增长、抗肿瘤等刚需品种需求稳定，其他品种相对承压，如恒瑞医药、贝达药业，20H1 分别实现 12.8%、24.5% 的收入同比增速。

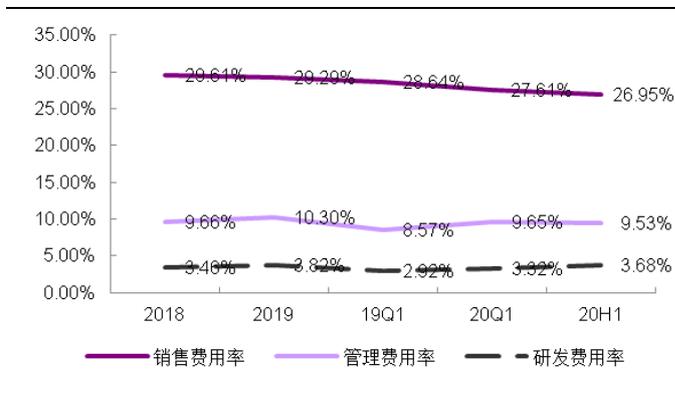
此外，20H1 销售费用普遍节省较多，主要与疫情期间线下推广活动减少，企业开展多种多样的线上推广方式，在销售人员差旅等方面有所节俭；研发费用率保持上升势头。

图 8：2019~2020H1 制剂企业收入、扣非归母净利润同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 9：2018~2020H1 制剂类企业期间费用率变化



资料来源：Wind、光大证券研究所

a、血制品

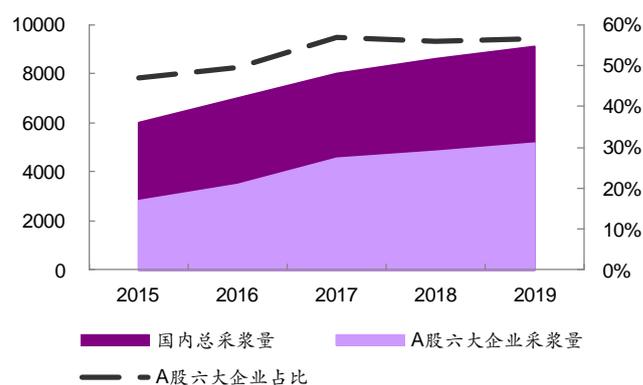
血制品板块上半年整体业绩承压，虽然新冠疫情期间静丙需求有所提升，但由于医院常规客流量的下降，白蛋白的终端需求受到一定压缩，社会活动的限制也导致破免、狂免等小品种的放量受限。考虑新冠疫情在全球的持续蔓延，若海外的采浆活动受影响，国际血制品巨头的原料血浆供给收缩，则有可能导致进口人血白蛋白的供给量下降，从而为国内血制品企业带来价格弹性和市占率提升的空间。预计 2020H2，随着医院经营复苏、客流量正常化，各类血制品需求回暖，血制品板块的业绩将迎来逐季有序改善。

图 10：血制品板块收入、利润在 2020Q1 保持正增长



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 11：国内血制品企业的采浆量持续提升（吨）



资料来源：Wind、光大证券研究所（注：部分血制品企业的部分年份未公布详细采浆量，为光大证券研究所估测）

b、疫苗

疫情期间全国接种点普遍关闭至 3 月才逐步开放，疫苗板块 Q1 业绩是全年低谷，随着疫情逐步控制，Q2 开始陆续实现儿童疫苗等品种补接种。**2020H1 疫苗上市公司整体收入同比增长 32.93%，扣非归母净利润同比增长 21.36%，可以看出 Q2 疫苗补接种工作明显回暖。**疫苗企业中智飞生物受益于代理的 HPV 疫苗快速放量，上半年实现收入同比增长 38.80%，实现扣非归母净利润同比增长 31.18%。

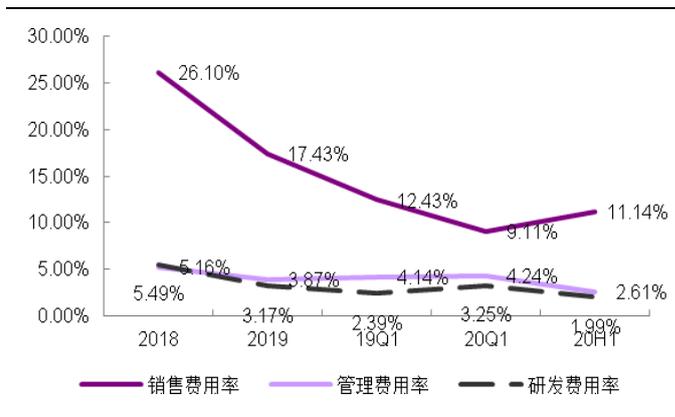
此外在疫情期间，新冠疫苗的研发受到极大关注。短期来看，疫苗产业链公司有望直接受益于新冠疫苗研发与接种进度；中长期里看，新冠疫情将疫苗研发和产业化的重视推升到了前所未有的高度。我们认为未来可能出台的利好疫苗产业的政策和规则值得关注：如疫苗储备制度、疫苗技术升级、鼓励疫苗接种扶持政策等。

图 12：2019~2020H1 上市疫苗企业收入、扣非归母净利润同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 13：2018~2020H1 上市疫苗企业期间费用率



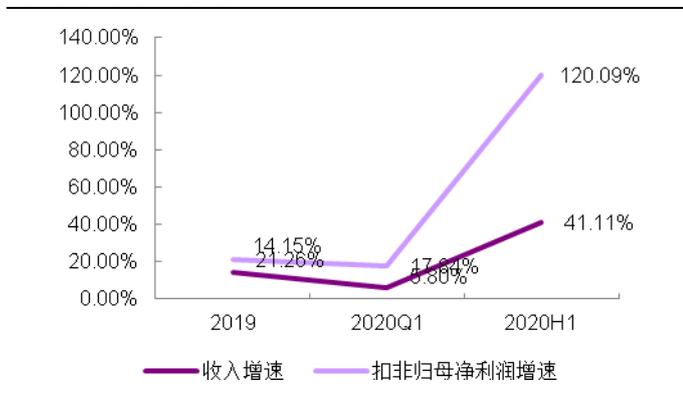
资料来源：Wind、光大证券研究所

3) 医疗器械：

2020H1 医疗器械板块营收同比增长 41.11%（其中 Q2 环比增长 84.10%），扣非归母净利润同比增长 120.09%（其中 Q2 环比增长 237.76%）。板块细分行业众多，个股间分化较大。长期看受益于分级诊疗、进口替代的龙头标的，以及消费属性标的普遍业绩优异。

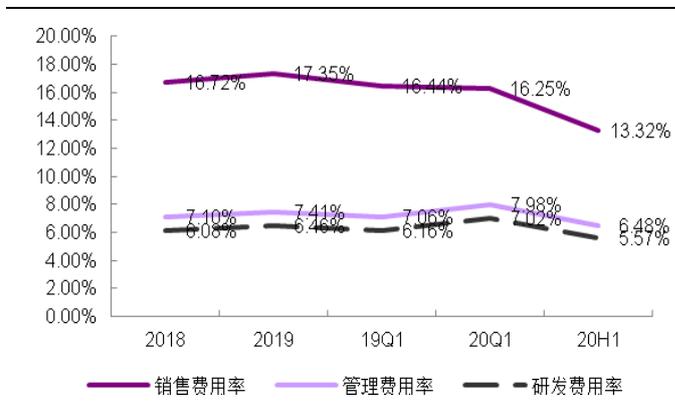
上半年业绩来看，不同科室的诊疗人次呈现差异，导致 IVD、设备、耗材需求的高度分化：IVD 方面，血球、CRP、微生物、病毒核酸检测、POCT 相对受益，生化、化学发光、IVD 流通、ICL 短期需求承压；设备方面，呼吸机、监护仪、移动 DR、CT、便携超声等设备需求大增，但由于医药招标暂缓，所以与抗疫无关的设备需求承压。耗材方面，高值耗材尤其是与择期手术相关的高端医疗器械一季度偏利空，二季度以来恢复良好，但是血透等刚需类耗材不受影响，低值耗材中医疗防护类的明显利好，如奥美医疗、阳普医疗、英科医疗、振德医疗，20H1 分别实现 106.04%、54.95%、352.09%、401.25%的收入同比增速。

图 14：2019~2020H1 医疗器械企业收入、扣非归母净利润同比增速



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 15：2018~2020H1 上市医疗器械企业期间费用率



资料来源：Wind、光大证券研究所

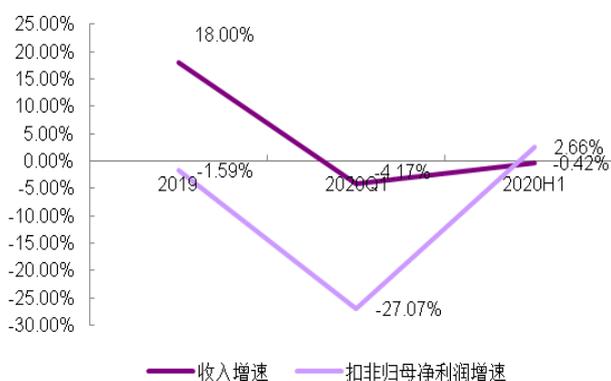
4) 医药商业:

2020H1 医药商业板块营收同比增长 0.68% (其中 Q2 环比增长 11.21%)，扣非归母净利润同比增长 9.91% (其中 Q2 环比增长 89.31%)。

医药批发企业方面，上半年业绩来看，Q1 受诊疗人次减少影响，业绩走低，随着 Q2 诊疗的逐步恢复，业绩也随之恢复。从更长维度看，大流通企业例如上海医药、九州通、国药等被任命为集中采购平台和统一发货的平台，有利于流通过行业集中度提升。值得注意的是，20H1 医药批发企业借款成本下降明显，主要与疫情期间国务院出台专项贷款政策，支持银行向重点医疗防控物资和生活必需品生产、运输和销售的重点企业提供优惠利率贷款，并由财政进行贴息，确保企业贷款利率低于 1.6% 有关。我们预计全年贷款利率降低后有望显著降低医药批发企业财务成本。值得注意的是，医药批发企业 20H1 短期贷款余额较 20Q1 环比增长 12.86%，而年化借款成本（财务费用 ÷ 期末短期借款）由 19 年的 8.49% 下降至 6.99%。

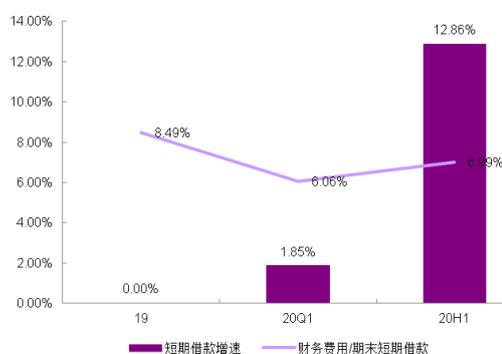
零售药店方面，各家半年报业绩均较为亮眼，Q1 承载防疫用品销售的药店在春节期间仍然营业，承接了院内慢病药物处方外流。同时作为院外重要销售渠道迎来相关产品的销量强劲增长（如口罩、抗流感药品等）。Q2 复工复产后防护需求仍然存在，药店客流量显著恢复，且经过疫情后龙头药店议价能力进一步提升，中小药店生存空间进一步压缩。从更长维度看，药店行业集中度上升+处方外流逻辑将得到进一步加强，配置价值上升。

图 16: 2019~2020H1 上市医药批发企业收入、扣非归母净利润同比增速



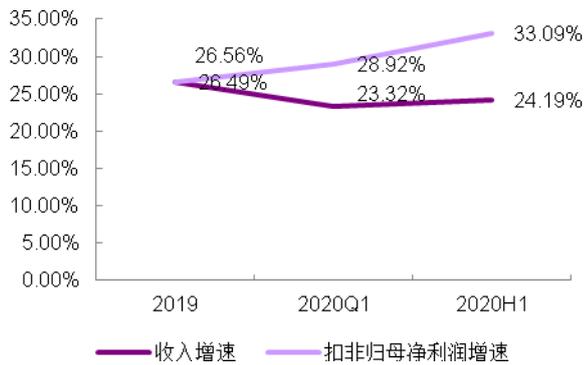
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 17: 2019~2020H1 上市医药批发企业财务成本与短期借款比



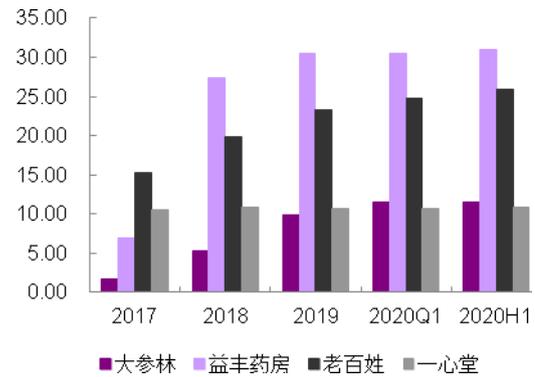
资料来源: Wind、光大证券研究所 (其中, 短期借款增速数值为季度末与上一季度环比值)

图 18: 2019~2020H1 上市医药零售企业收入、扣非归母净利润同比增速



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 19: 2018~2020H1 上市医药零售企业商誉变化(单位: 亿元)



资料来源: Wind、光大证券研究所

表 4: 2018~2020H1 上市零售药店经营指标汇总

细分指标	益丰药房			一心堂			老百姓			大参林		
	2018	2019	20H1	2018	2019	20H1	2018	2019	20H1	2018	2019	20H1
营业收入(亿元)	69.13	102.76	62.93	91.76	104.79	60.29	94.71	116.63	66.87	88.59	111.41	69.4
yoy	43.79%	48.66%	24.65%	18.39%	14.20%	19.15%	26.26%	23.14%	20.84%	19.38%	25.76%	32.14%
归母净利润(亿元)	4.16	5.44	4.12	5.21	6.04	4.16	4.35	5.09	3.36	5.43	7.03	5.95
yoy	32.83%	30.58%	33.84%	23.27%	15.90%	23.46%	17.26%	17.01%	24.39%	11.92%	32.17%	56.21%
经营性现金流(亿元)	5.1	9.6	4.12	6.36	9.83	5.75	9.13	10.33	4.53	8.74	17.08	6.26
yoy	61.20%	88.24%	-4.82%	62.66%	54.56%	91.13%	85.57%	13.14%	2.24%	36.51%	95.42%	8.91%
覆盖省份数量(个)	9	9	9	10	10	10	19	22	22	6	10	10
直营门店数量(个)	3442	4366	4644	5758	6266	6683	3289	3894	4365	3880	4756	5106
报告期内新增直营(个)	1505	1020	314	953	718	535	919	709	418	895	892	439
加盟店数量(个)	169	386	493	-	-	-	575	1234	1436	13	54	106
报告期内新增加盟(个)	89	217	108	-	-	-	290	676	202	13	41	52
各区域门店数量(个)	中南: 1633	中南: 2159	中南: 2370	西南: 4636	西南: 5028	西南: 5392	华中: 1037	华中: 1231	华中: 1487	华南: 3265	华南: 3815	华南: 4101
	华东: 1482	华东: 2035	华东: 2186	华南: 769	华南: 842	华南: 879	华南: 299	华南: 343	华南: 349	华中: 394	华中: 339	华中: 455
	华北:496	华北:558	华北:581	华北: 331	华北: 371	华北: 385	华北: 1052	华北: 524	华北: 559	华东: 221	华东: 432	华东: 370
				华东: 10	华东: 9	华东: 10	华东: 1052	华东: 1252	华东: 1370		东北华北与西北: 170	东北华北与西北: 180
华中: 12			华中: 16			华中: 17	西北: 80	西北: 544	西北: 600			
医保店整体比例	74.96%	76.82%	79.82%	79.77%	83.32%	85.70%	87.08%	89.47%	89.83%	77.78%	76.31%	77.99%
会员数(万)	2300	3693	4000	1800	2000	2200	1029	4148	-	2700	-	-
会员销售占比	81.45%	83.01%	84.00%	81.41%	83.88%	80%	74.92%	76.00%	-	83.00%	-	-
销售毛利率	39.73%	39.01%	38.08%	40.53%	38.70%	36.21%	35.21%	33.59%	32.31%	40.08%	39.48%	38.07%

销售净利率	6.39%	5.93%	7.36%	5.66%	5.76%	6.91%	5.32%	5.27%	6.18%	5.93%	6.25%	8.73%
整体日均平效(元/平方米)	61.05	59.43	66.4	46.3	44.34	48.34	53	60	61	85.06	85.97	88.9
净营业周期(天)	78.13	75.63	65.88	64.79	52.5	41.15	63.74	61.66	57.17	73.9	56.8	38.86
存货周转天数	95.25	93.65	85.82	115.19	109.11	96.94	88.66	85.97	84.1	125.44	105.21	88.91
应收账款周转天数	24.56	23.73	22.16	15.25	18.56	19.07	33.05	31.07	29.86	10.64	10.22	9.33
应付账款周转天数	41.69	41.76	42.11	74.01	76.01	74.86	57.97	55.38	56.78	62.17	58.63	59.38

资料来源: wind, 光大证券研究所

5) 医疗服务:

2020H1 医疗服务板块营收同比增长 8.97%，扣非归母净利润同比下滑 9.36%，医疗服务各个细分板块呈现出较为明显的两极分化现象。

a、线下医疗服务

短期因为医院诊疗量下降受损，但因需求刚性，Q2 开始逐季恢复。从远期来看，公立医院体系在此次抗疫之后，资源分布可能有较大变化，眼科、口腔、体检等民营市占率有望提升。

建议关注：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、锦欣生殖（H）。

b、互联网医疗

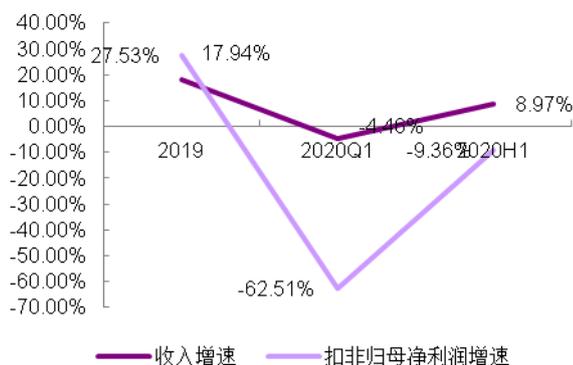
疫情推动互联网医疗需求激增，2020 年或成为行业拐点之年。我们看到上半年本次疫情极大推动了互联网医疗行业的需求增长，进一步催化了行业政策出台。疫情期间医药电商和在线诊疗平流量增长迅猛，我们认为在政策推动及需求增加的背景下，互联网医疗行业有望于 2020 年下半年迎来多重催化，行业加速发展的拐点已经到来。

建议关注：阿里健康（H）、平安好医生（H）等。

c、CXO

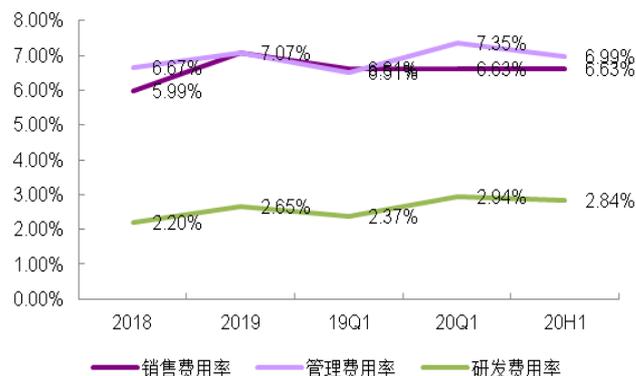
上半年，CXO 板块实现两个超预期（6 月全球一级市场 Biotech 融资额超预期、诸多 CXO 的 20H1 业绩超预期），充分验证了我们在 6 月 21 日外发的行业周报《CXO 有望借助疫情再上新台阶》中的观点。我们认为，全球 CXO 行业有望保持高景气，美国市场降药价不必悲观。整体来看，1) CXO 板块远期空间大：长期来看，药物精准化带来研发分散化，研发和生产外包率将持续提升，即 CXO 在药物研发中地位将更加重要，并且极具延伸价值，远期空间大。2) CXO 板块股价和中期维度行业景气度关系较大：由于 CXO 行业远期空间大，市场对于 CXO 板块短期业绩波动容忍性较高，股价和中期维度（2-3 年）的行业景气度关系较大，疫情以来的股价表现充分证明了这一关系。行业数据、公司业绩持续验证：全球 CXO 行业有望保持高景气，我国 CXO 有望借助疫情更上一层台阶，进一步提升全球地位。CXO 各板块业绩回暖进度不一，临床前 CRO>CMO>临床 CRO。

图 20: 2019~2020H1 医疗服务企业收入、扣非归母净利润同比增速



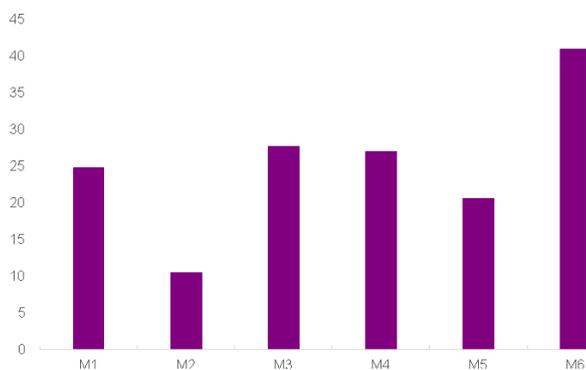
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 21: 2018~2020H1 上市医药服务企业期间费用率



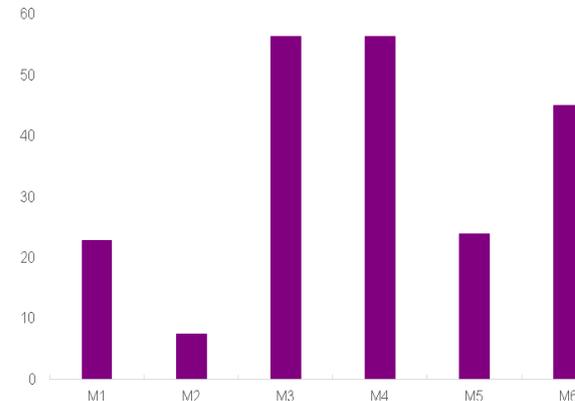
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 22: 全球一级市场医药 20H1 融资额 (亿元)



资料来源: 动脉网、光大证券研究所

图 23: 国内一级市场医药融资额 20H1 维持高位 (亿元)



资料来源: 动脉网、光大证券研究所

3、投资策略: 关注“长受益+快复苏”两大主线

下半年策略: “疫”后寻机, “长受益+快复苏”两大主线。疫情终将过去, 战胜疫情之后社会将更具有韧性。重大疫情之于社会、产业的冲击影响是短期的, 然而其带来的产业变革重塑却是深远的, 医药产业更是如此。我们建议关注“长受益+快复苏”两大主线:

- **特色原料药:** 本次疫情促进了国内原料药企业的国际地位提升, 加速了全球需求向中国转移的进程。另外, 特色原料药企业将持续强化全产业链一体化布局, 分享制剂市场蛋糕, 并向 CMO 业务 (创新药产业链) 延伸。但值得注意的是, 本次疫情让各国看到了原料药产业的价值, 可能在疫情之后扶植本国的原料药产业。

建议关注: 华海药业、天宇股份、司太立、奥翔药业、富祥股份、新华制药、仙琚制药、亿帆医药、普洛药业、九洲药业等。

- **疫苗**：对于传染病防控具有重要意义。本次疫情之后国家公共卫生支出在预防端的投入有望加大，有望出台利好疫苗产业的相关政策，例如扩大免疫计划、常规二类苗纳入地方财政、鼓励创新疫苗研发与上市等。
建议关注：康泰生物、智飞生物、华兰生物、康希诺生物、复星医药、沃森生物。
- **血制品**：预计 2020H2，随着医院经营复苏、客流量正常化，各类血制品需求回暖，血制品板块的业绩将迎来逐季有序改善。
建议关注：华兰生物、博雅生物、天坛生物、双林生物、卫光生物等。
- **医疗器械**：新冠疫情显示出我国医疗防护储备薄弱，需求端有望实现较大增长。除此以外，家庭防护和企业防护也提出了新的需求。疫情结束后，高标准的卫生防护体系有望形成常态。此外，高端医疗器械产业将获得政策支持，有望借势实现核心技术突破。医疗设备存在一定的更新周期，大建设浪潮之后往往伴随着需求疲软期，在这段时间，优质企业往往可以持续增长，脱颖而出。
建议关注：迈瑞医疗、安图生物、鱼跃医疗、万孚生物、万东医疗、理邦仪器、宝莱特、开立医疗、乐普医疗、健帆生物、威高股份（H）、微创医疗（H）、爱康医疗（H）、春立医疗（H）、心脉医疗、南微医学等。
- **医药商业**：从更长维度看，药店行业集中度上升+处方外流逻辑将得到进一步加强，配置价值上升。
建议关注：益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、上海医药、九州通、国药股份等。
- **CXO**：行业数据、公司业绩持续验证：全球 CXO 行业有望保持高景气，我国 CXO 有望借助疫情更上一层楼，进一步提升全球地位。CXO 各板块业绩回暖进度不一，临床前 CRO>CMO>临床 CRO。
建议关注：药明康德、康龙化成、凯莱英、博腾股份、药石科技、泰格医药、维亚生物等。

整体来看，后疫情时代，医药中的多个子行业有望借此实现快速普及、升级，重点推荐药明康德、药石科技、维亚生物（H）、智飞生物、沃森生物、博雅生物、双林生物、大参林、平安好医生（H）、英科医疗、安图生物、润达医疗。另外，因为疫情被暂时延后的需求可能在后疫情时代快速复苏，建议关注医疗服务和耗材、生长激素等快复苏方向，推荐欧普康视、康德莱、威高股份（H）、长春高新。

4、风险提示

- 1) 医保控费加剧，药品招标降价，可能会使医药企业利润面临持续压缩的风险。
- 2) 创新药和部分消费类医药板块短期估值过高，与实际业绩增速不匹配的风险。

光大医药组 A 股重点公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
000538.SZ	云南白药	113.00	3.28	3.57	3.90	35	32	29	6.5	5.8	2.8	买入	维持
000661.SZ	长春高新	434.00	8.77	7.20	9.38	50	60	46	10.7	8.7	7.7	买入	维持
002007.SZ	华兰生物	56.09	0.91	0.92	1.11	62	61	51	11.9	10.2	7.3	买入	维持
002019.SZ	亿帆医药	29.37	0.73	0.97	1.19	40	30	25	4.9	4.5	2.3	买入	维持
300003.SZ	乐普医疗	37.84	0.97	1.26	1.65	39	30	23	8.7	7.1	5.7	买入	维持
300009.SZ	安科生物	17.36	0.12	0.30	0.38	145	58	46	8.4	7.4	4.7	买入	维持
300015.SZ	爱尔眼科	52.50	0.45	0.40	0.57	117	131	92	24.7	22.1	15.2	买入	维持
300122.SZ	智飞生物	137.06	1.48	2.16	2.91	93	63	47	37.5	26.6	10.8	买入	维持
300347.SZ	泰格医药	108.78	0.98	1.41	1.92	110	77	57	23.1	19.2	8.8	买入	维持
300357.SZ	我武生物	61.18	0.57	0.69	0.89	107	89	68	25.4	20.4	14.3	买入	维持
300497.SZ	富祥药业	20.01	1.14	0.89	1.09	18	23	19	3.8	3.1	3.2	买入	维持
300601.SZ	康泰生物	195.91	0.85	1.32	2.13	230	148	92	52.8	42.3	17.6	买入	维持
300760.SZ	迈瑞医疗	336.00	3.85	5.02	6.05	87	67	55	21.2	17.4	11.9	买入	维持
600196.SH	复星医药	52.60	1.30	1.42	1.67	40	37	32	4.3	3.9	1.7	买入	维持
600436.SH	片仔癀	245.86	2.28	2.86	3.55	108	85	69	23.2	19.0	9.2	买入	维持
601607.SH	上海医药	22.23	1.44	1.74	2.00	15	13	11	1.4	1.2	1.1	买入	维持
603108.SH	润达医疗	14.93	0.53	0.62	0.83	28	24	18	3.1	2.7	1.6	买入	维持
603127.SH	昭衍新药	104.22	0.79	1.55	2.25	132	67	46	20.8	17.4	12.5	买入	维持
603233.SH	大参林	84.18	1.07	1.51	1.82	79	56	47	12.5	10.5	6.7	买入	维持
603259.SH	药明康德	105.22	1.14	0.98	1.45	92	107	73	8.4	7.7	7.4	买入	维持
603658.SH	安图生物	157.70	1.80	2.21	3.10	88	71	51	26.3	21.6	13.4	买入	维持
603882.SH	金域医学	109.01	0.88	2.23	2.38	124	48	45	20.6	17.7	9.7	买入	维持
603883.SH	老百姓	87.94	1.78	2.19	2.74	50	40	32	6.8	5.9	5.4	买入	维持
603939.SH	益丰药房	104.00	1.44	1.39	1.79	73	75	58	8.9	8.1	6.5	买入	维持
002294.SZ	信立泰	42.10	0.68	0.59	0.70	61	71	60	6.2	5.9	na	增持	维持
002727.SZ	一心堂	41.90	1.05	1.28	1.52	40	32	27	4.9	4.4	2.9	买入	维持
002773.SZ	康弘药业	50.24	0.82	0.96	1.26	61	52	40	9.1	7.7	5.4	增持	维持
300595.SZ	欧普康视	62.66	0.77	0.61	0.86	82	103	73	18.2	14.2	10.6	增持	维持
300725.SZ	药石科技	131.60	1.05	1.48	2.27	126	89	58	23.5	18.2	8.8	增持	维持
300759.SZ	康龙化成	107.50	0.69	1.30	1.62	157	83	67	24.9	20.2	5.9	买入	维持
600085.SH	同仁堂	30.50	0.72	0.73	0.80	42	42	38	4.3	4.1	3.2	增持	维持
600276.SH	恒瑞医药	93.51	1.00	1.58	2.04	93	59	46	16.3	12.9	10.8	增持	维持
600867.SH	通化东宝	14.17	0.40	0.49	0.63	35	29	23	5.3	4.6	3.6	增持	维持
688016.SH	心脉医疗	273.51	1.97	2.73	3.65	139	101	75	57.6	37.9	9.7	无评级	维持
688029.SH	南微医学	218.00	2.28	2.00	3.32	96	109	65	12.1	11.0	7.5	无评级	维持
002690.SZ	美亚光电	55.87	0.81	0.85	1.10	70	66	51	11.5	11.1	10.4	增持	维持
603987.SH	康德莱	17.98	0.39	0.49	0.62	47	36	29	3.1	2.9	2.7	买入	维持
300677.SZ	英科医疗	135.83	0.80	27.07	23.32	169	5	6	6.8	5.4	4.5	买入	维持
300529.SZ	健帆生物	78.09	1.38	1.86	2.48	56	42	31	22.4	18.9	14.3	买入	维持
000403.SZ	双林生物	38.06	0.59	0.48	0.75	64	79	51	14.8	11.8	8.8	买入	维持
002880.SZ	卫光生物	59.03	1.59	1.33	1.71	35	42	33	3.2	4.2	3.7	买入	维持
600161.SH	天坛生物	43.24	0.58	0.55	0.68	72	76	61	8.7	7.5	6.4	增持	维持

300294.SZ	博雅生物	44.78	0.98	1.17	1.41	44	37	31	3.5	3.1	2.8	增持	维持
002332.SZ	仙琚制药	15.87	0.45	0.56	0.72	34	27	21	4.1	3.7	3.1	买入	维持
600380.SH	健康元	19.43	0.46	0.55	0.64	40	34	29	2.1	2.0	1.8	买入	维持
002821.SZ	凯莱英	272.00	2.42	3.18	4.41	108	83	60	17.2	14.4	11.6	买入	维持
600521.SH	华海药业	44.83	0.43	0.66	0.88	100	65	49	7.5	6.7	5.9	买入	维持
300702.SZ	天宇股份	121.50	0.46	0.55	0.64	254	212	183	9.0	6.7	5.2	买入	维持
600380.SH	九洲药业	19.43	0.30	0.45	0.69	62	41	27	7.9	7.4	6.6	增持	维持
300363.SZ	博腾股份	34.20	0.35	0.44	0.59	94	75	56	6.0	5.6	5.2	买入	维持
603538.SH	美诺华	50.11	1.04	1.45	1.95	46	34	25	5.3	4.6	4.0	买入	维持
688108.SH	赛诺医疗	24.89	0.24	0.10	0.15	100	239	160	13.6	11.8	11.2	买入	维持
300142.SZ	沃森生物	64.71	0.09	0.62	0.98	691	100	63	23.1	14.7	11.7	买入	维持
603392.SH	万泰生物	218.14	0.54	1.05	1.70	388	200	123	56.5	38.2	29.3	增持	维持
300841.SZ	康华生物	581.92	4.15	5.39	6.78	135	104	83	42.3	35.6	25.0	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 9 月 4 日

港股重点公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
1093.HK	石药集团	14.51	23	20	17	5.6	4.9	4.2	23	20	17	买入	维持
1177.HK	中国生物制药	8.18	39	29	26	3.8	3.4	2.6	39	29	26	买入	维持
1530.HK	三生制药	8.08	21	15	13	2.0	1.8	1.6	21	15	13	买入	维持
1558.HK	东阳光药	10.22	2	2	2	1.9	1.5	1.1	2	2	2	买入	维持
3933.HK	联邦制药	8.17	21	20	17	2.3	2.0	1.8	21	20	17	买入	维持
6185.hk	康希诺生物-B	152.46	-131	492	173	25.7	120.5	74.3	-131	492	173	买入	维持
1066.HK	威高股份	16.78	41	36	31	4.5	4.1	3.6	41	36	31	买入	维持
0853.HK	微创医疗	33.48	175	296	239	13.2	12.9	12.6	175	296	239	买入	维持
1833.HK	平安好医生	100.17	-0.69	-0.65	-0.53	na	na	na	11.1	11.9	12.6	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 9 月 4 日, 汇率 1HKD=0.90RMB

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与, 不与, 也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼