

# 持续受益医改政策红利的民营医药商业龙头

分析师：唐爱金

研究助理：冯俊曦

研究助理：谭紫媚

电话 020-88836115

020-88836115

020-88836115

邮箱 tangaj@gzgzh.com.cn

fengjx@gzgzh.com.cn

tan.zimei@gzgzh.com.cn

执业编号 A1310516100001

广证恒生医药唐爱金团队 2018年12月13日



### ■ 短期：借两票制&营改增的政策之势，等级医院稳步拓展，医院单产显著提升；药店配送持续超30%高增长：

两票制和营改增的推行之下，一方面推动九州通等级医院配送业务稳步开拓，另一方面提升药店终端配送增速。其中，等级医院配送业务，在两票制&营改增执行期间，公司顺应整合趋势，不断拓展中高端医院客户，2018年H1覆盖超4470家二级以上医院，二级以上医疗机构终端销售约86.92亿元，同比增长23.01%。每家医院平均销售额从2016年290.82万元增长到2017年的317.74万元，2018年H1平均销售额194.45万元，每家医院平均销售额逐步提升；药店配送业务，在“营改增”等政策的影响下，逐步消除“倒票”模式带来的不平等竞争。2017年药店配送业务实现营收168.71亿元，同比增长32.65%，2018年H1实现109.75亿元，同比增长38.66%，药店配送业务持续维持高增长。

### ■ 中短期：受益于分级诊疗推进和基药目录放开，基层配送业务有望持续超35%高增长：

2017年基层医疗终端的市场规模达1517亿元，同比增长11.60%，明显高于三大终端市场平均增速6.90%，基层医疗机构终端驱动因素主要来自分级诊疗推行和基药目录放开两大方面。公司覆盖超过75100家基层医疗机构，覆盖基层医疗机构客户数量持续提升，基层配送网络领先于行业，明显受益于分级诊疗和基药目录放开。其中，2018年H1基层医疗机构配送业务营收实现48.38亿元，同比增长46.77%，与2017年34.87%增长相比进一步提速。

### ■ 中长期：顺应处方外流和分级诊疗产业变革，FBBC模式抢占药店、基层核心终端：

当前处方外流和分级诊疗政策不断细化，药店终端和基层机构成为未来承接等级医院处方外流的重要终端。公司通过FBBC模式顺应产业变革趋势，布局药店和基层等核心终端。按照22.45万家单体药店和21.57万家诊所进行估算，单体药店和诊所市场规模1123亿元、1079亿元。从运用价值层面分析，FBBC模式一方面解决了工业端对数量庞大、利润空间较大但采购量偏小的诊所和单体药房难以覆盖的痛点，另一方面解决单体药房缺乏上游议价能力和运营管理能力的困境；从竞争优势层面分析，FBBC模式充分发挥九州通药品品规齐全、基层网络全面、配送及时等优势，看好FBBC模式抢占药店、基层核心终端的长期优势。

### ■ 盈利预测与估值：

以公司现有业务情况，我们测算公司18-20年EPS分别为0.75、0.99、1.28元，对应21、16、12倍PE，维持“强烈推荐”评级。

### ■ 风险提示：医药账期拉长风险；市场利率改善程度低于预期；等级医院、基层、药店等拓展不达预期。



目 录  
CONTENTS

- 1 九州通：全国最大的民营医药流通企业
- 2 物流配送网络已延伸至全国31个省市地区
- 3 借两票制&营改增的政策之势，等级医院稳步拓展，药店配送提升明显
- 4 受益于分级诊疗推进和基药目录放开，基层配送业务有望持续高增长
- 5 顺应处方外流和分级诊疗的产业变革，FBBC模式抢占药店、基层核心终端
- 6 盈利预测与投资建议
- 7 风险提示



## Part 1

# 九州通：全国最大的民营医药流通企业

# 1.1 全国规模最大的民营医药流通企业



九州通1999年成立于武汉，经历了2008年股份制改革，成功于2010年11月2日在上交所挂牌上市（股票代码：600998.SH），是一家以西药、中药、器械为主要经营产品，以医疗机构、批发企业、零售药店为主要客户对象，并为客户提供信息、物流等各项增值服务的大型企业集团。

1999年：3月武汉均大储运有限公司成立；6月更名为武汉均大实业有限公司。

发展探索阶段  
1999-2003

2003年：公司更名为湖北九州通医药集团有限公司，理顺组织架构，完成管理规划。

发展规划阶段  
2003-2007

2007年：获狮龙国际集团（香港）投资6000万美元，变更为中外合资企业。

二次创业阶段  
2007-2008

2008年：成立股改上市项目组，股改获批  
2010年：公司在上交所上市  
2014年：非公开发行申请通过

股改上市阶段  
2008-2014

以医药分销为核心业务以行业解决方案、医疗产业投资、财务投资、国际贸易、医药健康产业孵化器为需要培育的新兴业务的战略组合，以打造核心竞争力，顺应医药市场变革。

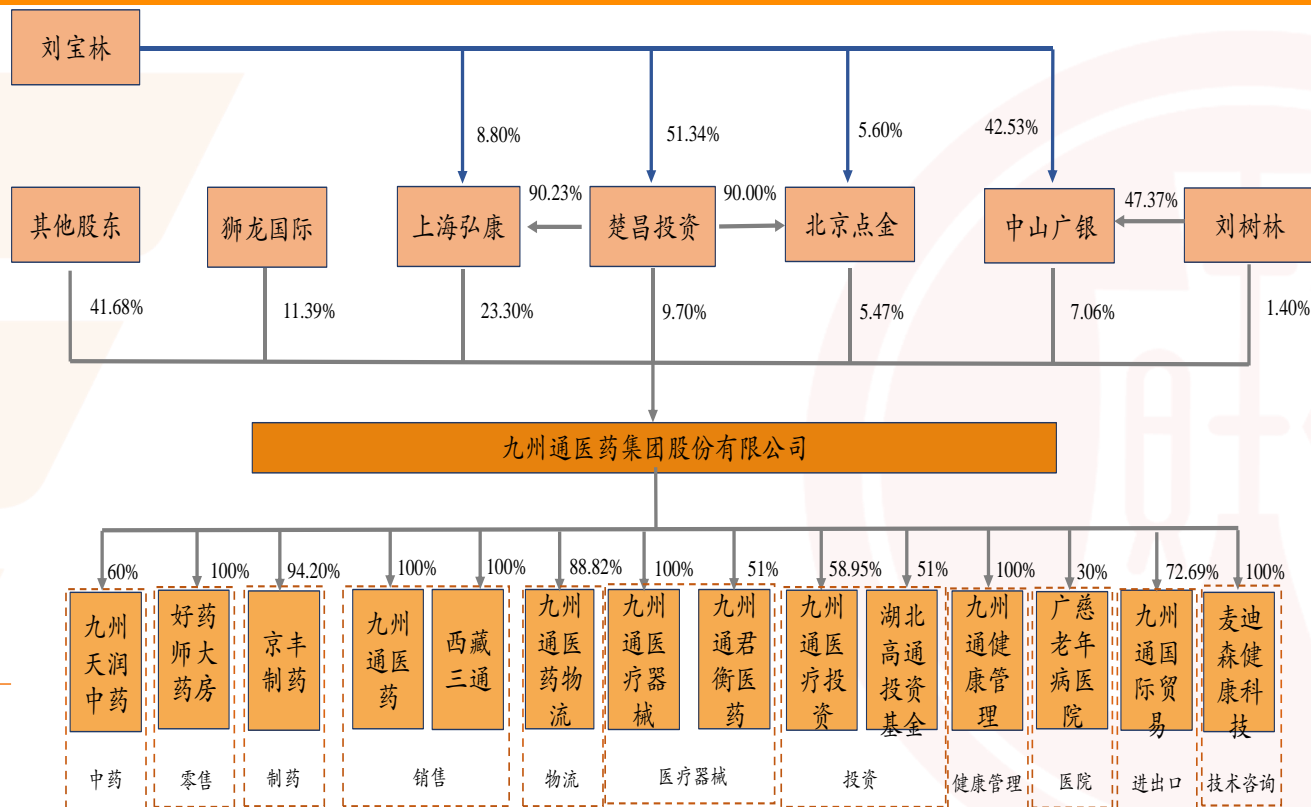
战略调整阶段  
2014至今

图表1. 九州通的公司发展历程

资料来源：公司官网、广证恒生

## 1.2 实际控制人持股比例稳定且较为集中

实际控制人刘宝林通过上海弘康、中山广银、楚昌投资、北京点金公司间接持有九州通股权，持股比例稳定且股权较为集中。公司旗下子公司布局领域众多，分别涉及药品流通、零售、工业等多个领域。

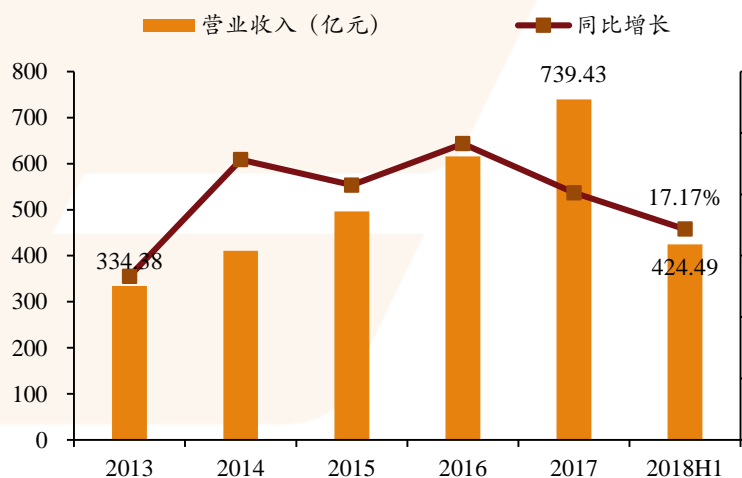


图表2. 九州通股权结构图

资料来源：wind、公司公告、广证恒生

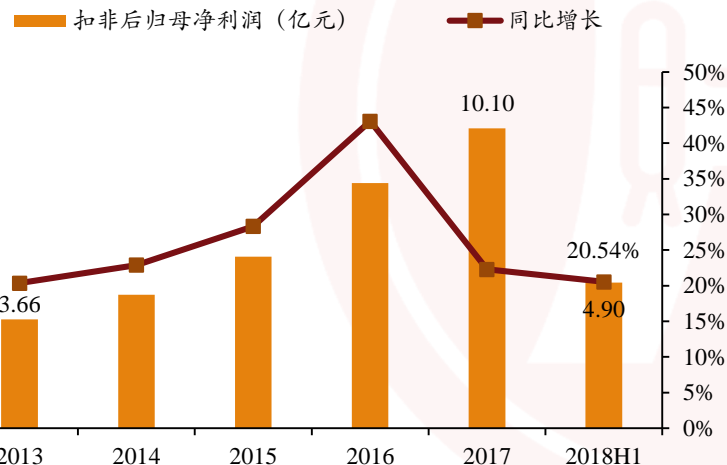
# 1.3扣非后归母净利润保持近30%高速增长

公司营业收入从2013年的334.38亿元增长至2017年的739.43亿元，年复合增长约为21.95%。2018年H1实现营收424.49亿元，同比增长17.17%。扣非后归母净利润从2013年的3.66亿元增长到2017年的10.10亿元，年复合增长约为28.89%。2018年H1实现扣非后归母净利润4.90亿元，同比增长20.54%（2018年H1归母净利润为5.37亿，同比下滑32.30%，主要是受到去年同期处置非流动资产等，形成3.86亿元非经常性损益的影响）。



图表3. 2018年H1营收同比增长17.17%

资料来源：公司公告、wind、广证恒生



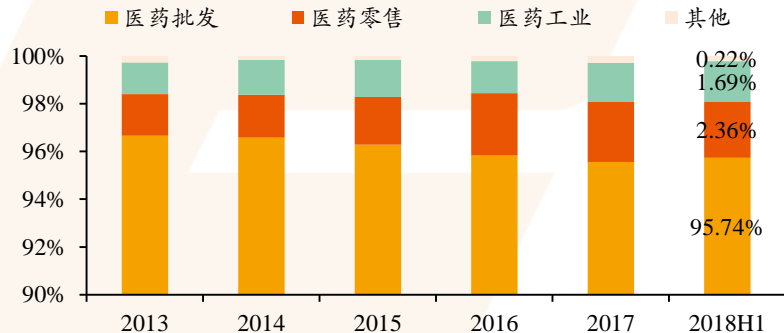
图表4. 2018年H1扣非后归母净利润增长20.54%

资料来源：公司公告、wind、广证恒生

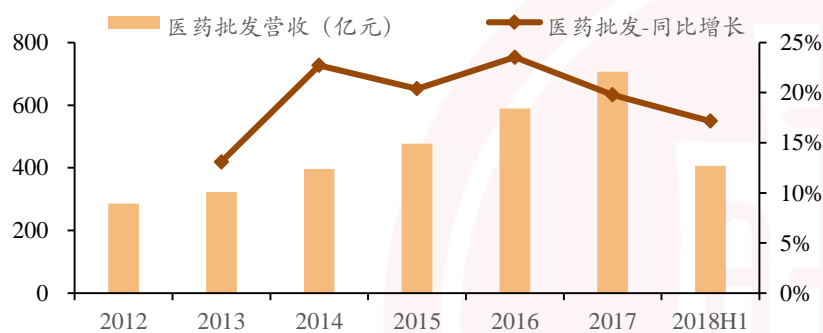
# 1.4 医疗机构和零售药店批发业务稳定增长

2018年H1医药批发、医药零售、医药工业等业务的营收占比分别为95.74%、2.36%、1.69%，医药批发业务为公司的主业。

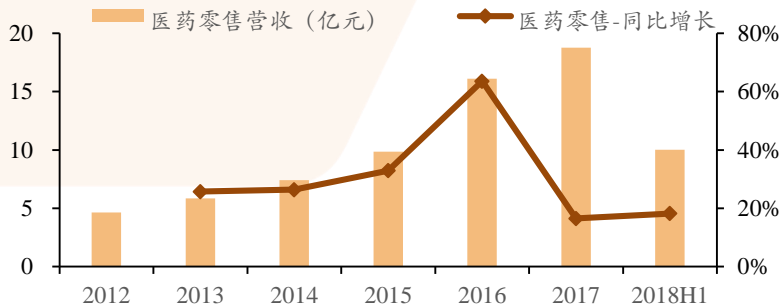
图表5. 2018年H1医药批发业务占比为95.74%



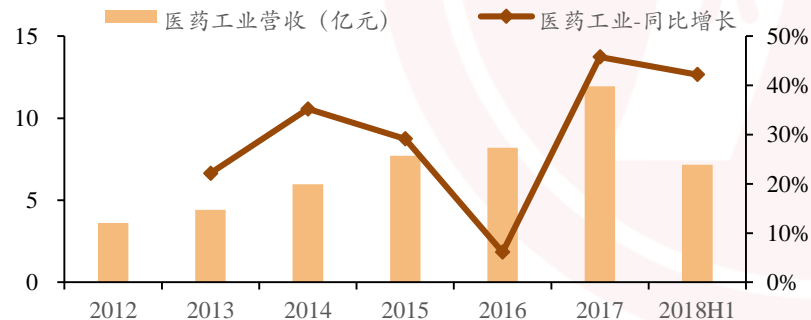
图表6. 2018年H1批发业务同比增长17.17%



图表7. 2018年H1零售业务同比增长18.23%



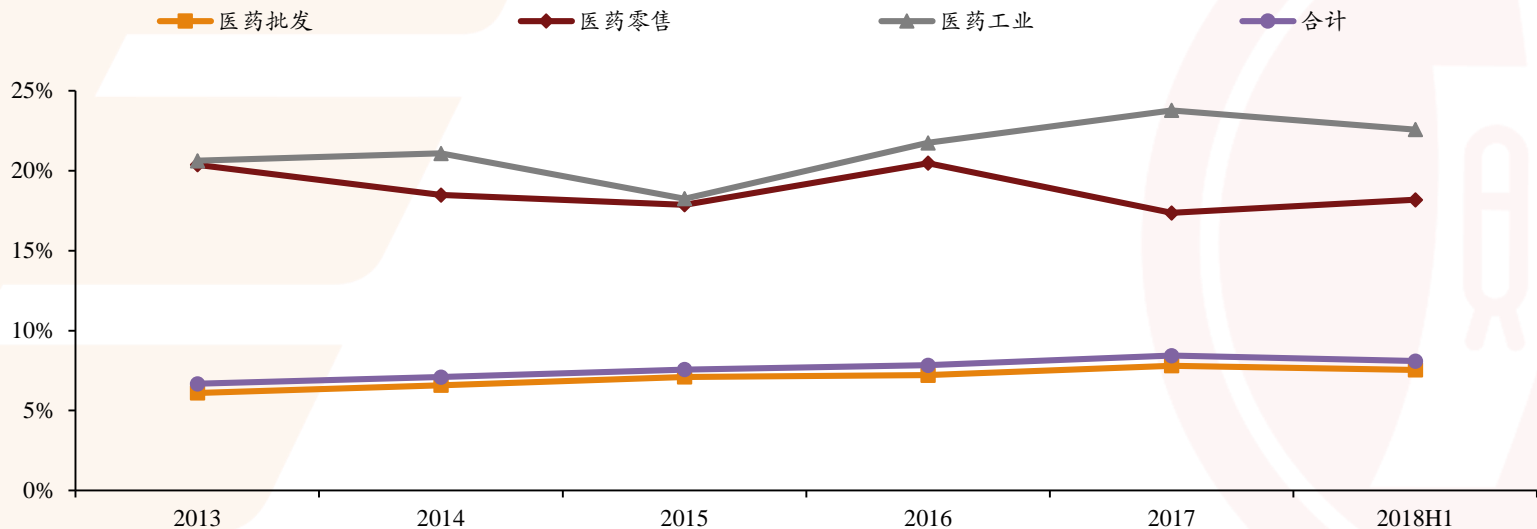
图表8. 2018年H1医药工业同比增长42.22%





# 1.5整体毛利率稳步提升至2018年H1的8.1%

2018年H1整体毛利率约为8.10%。其中，医药批发、医药零售批发、医药工业各板块的毛利率分别为7.55%、18.18%、22.58%。

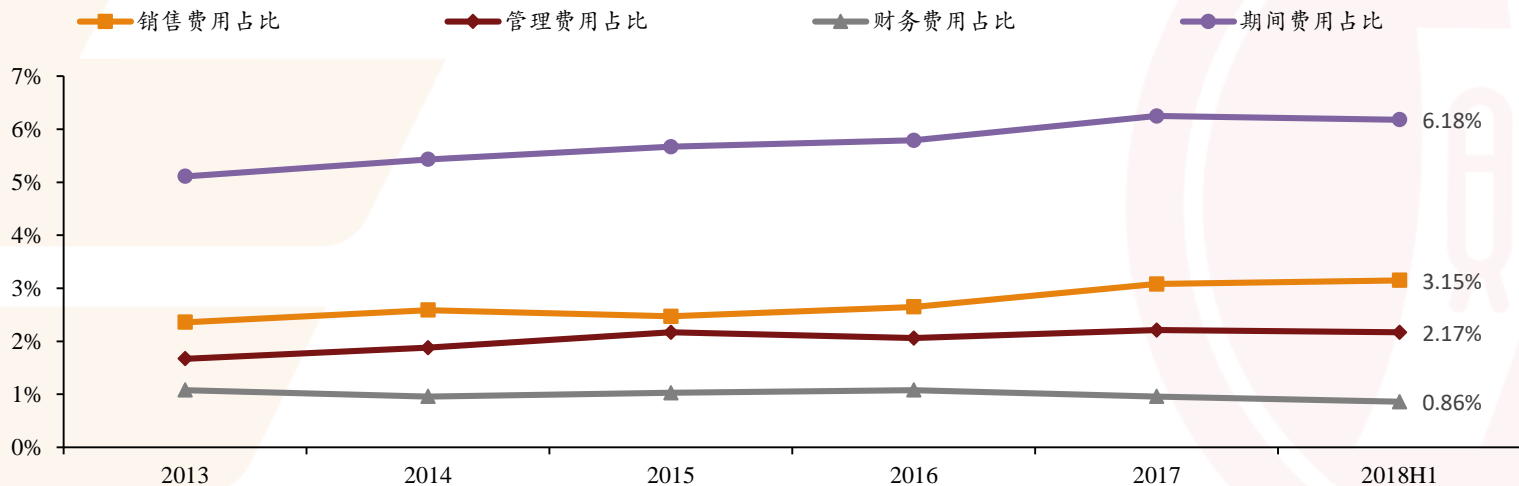


图表9. 2018年H1整体毛利率约为8.10%

资料来源：公司官网、广证恒生

## 1.6公司期间费用率基本保持稳定

2018年H1公司期间费用率约为6.18%。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为3.15%、2.17%、0.86%。财务费用同比上升0.29个百分点，主要是销售规模扩大所致；管理费用排除股权激励摊销费用同比增加5876.21万元的影响，管理费用占比略有下降。



图表10. 医药批发板块中，医疗机构终端销售占比逐步扩大

资料来源：公司公告、wind、广证恒生



## Part 2

物流配送网络已覆盖全国31个省市地区

## 2.1 近年九州通持续通过建设物流中心，提升服务和配送能力



为了进一步平衡地域之间销售的差异，提升服务规模及配送能力，自上市以来，公司利用募集到的资金完善了九州通物流系统，在全国各省以及地级市建立了医药分销物流中心。陆续完成了杭州、天津、、厦门、十堰、宜昌、施恩、上海、哈尔滨等地的物流中心建设。

年份	省级医药物流中心	地市级医药物流中心	策划新建
2012	22	29	十堰、宜昌、恩施
2013	22	31	吉林长春、湖北罗田、新疆奎屯、内蒙赤峰等
2014	27	43	南长沙、贵州贵阳、陕西西安和西藏拉萨等
2015	26	45	江苏无锡、山东菏泽、湖北蕲春和四川仪陇等
2016	30	54	河北石家庄、海南海口、云南昆明等
2017	30	54	河南平顶山、河南驻马店、陕西榆林、黑龙江齐齐哈尔

图表11. 九州通物流网络铺设进度

资料来源：公司公告、广证恒生

## 2.2 物流配送网络已覆盖全国31个省市地区

截至2017年末，公司已在全国完成 31 个省级物流中心和 81 个地市级物流中心的布局，已建筑完成并投入使用的省级医药物流中心有30个，地市级医药物流中心有54个，青海、内蒙等地物流配送网络的搭建已完成布局。全部建设完成后，结合强大的物流配送系统以及仓库的信息网络系统，有效而快捷地处理客户订单，并及时地向下游客户提供配送服务。



图表12. 物流中心遍布全国各地地级市及中小型城市

资料来源：公司公告、wind、广证恒生



## Part 3

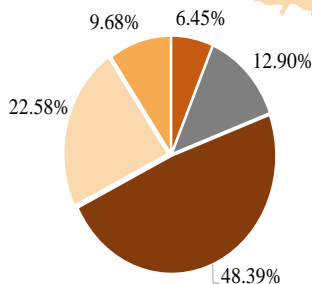
借两票制&营改增的政策之势，  
等级医院稳步拓展，药店配送增长明显

# 3.1 得益于“两票制”整合趋势，稳步拓展等级医院批发业务

执行时间	---	2018.01	2018.10	2017.04	2017.10	2017.09	2018.01	2017.11	2017.08	2017.11	2017.09	2017.09	2017.09
执行省份	新疆	西藏	云南	青海	甘肃	四川	宁夏	内蒙古	山西	河北	辽宁	黑龙江	吉林

按照两票制完全执行的时间进行统计，约48.39%的省市集中于2017年下半年完全执行，约22.58%的省市于2018年上半年完全执行，9.68%省份于2018年下半年执行。两票制推动流通行业整合和集中度提升，我们认为：九州通凭借着其品规、配送网络和服务等优势，借助两票制的整合机遇，有望提升等级医院纯销业务规模。

- 2017年以前完全执行
- 2017年上半年完全执行
- 2017年下半年完全执行
- 2018年上半年完全执行
- 2018年下半年及以后完全执行



执行省份	执行时间
北京	2018.01
天津	2017.09
陕西	2017.06
山东	2017.12
安徽	2016.11
河南	2018.06
湖北	2017.06
江苏	2017.12
上海	2017.12
重庆	2017.06
浙江	2017.10
湖南	2017.10
江西	2018.01
福建	2014.06
贵州	---
广西	2018.01
广东	2018.04
海南	2017.11

图表13. 九州通物流中心遍布全国各地地级市及中小型城市

资料来源：政府官网、广证恒生

### 3.1 得益于“两票制”整合趋势，稳步拓展等级医院批发业务 (续)



与国药控股、华润医药、上海医药相比，九州通药品品规、物流网络均可与之媲美，但2017年九州通等级医院分销业务营收仅146.16亿元，未来业务增量空间较大。两票制政策推行之下，公司有望直接对接医院实现药品配送，提升等级医院配送业务规模。

图表14. 九州通等级医院纯销业务存在较大的拓展空间

公司	药品品规	覆盖网络	覆盖医院	分销营收 (亿元)	应收账款周转天数
九州通	品种品规约 35,500种	覆盖31个省市	覆盖4600余家二级以上医院	146.16	56.43
国药控股	超过31,586种品规	覆盖30个省市	--	2643.52	93.83
华润医药	--	27个省市	覆盖5475家二、三级医院	1237.86	111.61
上海医药	--	覆盖31个省市，直接覆盖24个省市	超过2万家医疗机构	1161.50	80.71

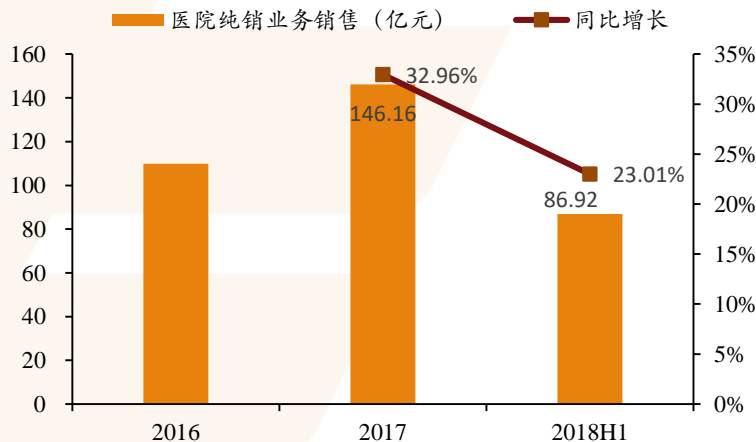
资料来源：公司公告、Wind、公司官网、广证恒生（华润医药分销数据按照1港元=0.8728人民币的汇率换算，分销营收和应收账款周转天数为2017年数据）



### 3.1 得益于“两票制”整合趋势，稳步拓展等级医院批发业务 (续)

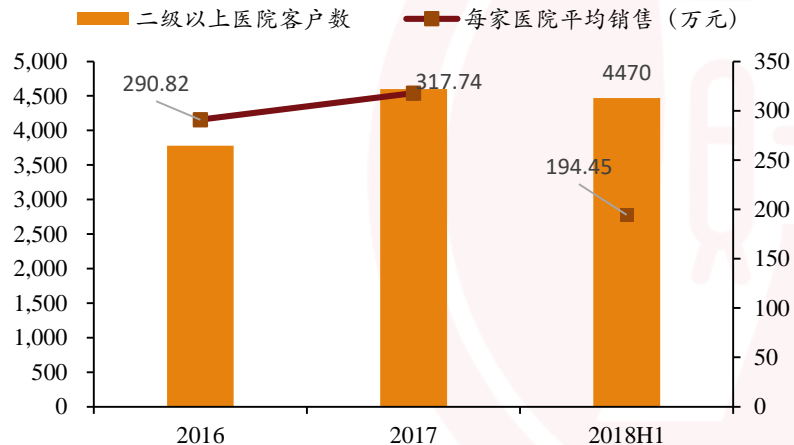


在两票制&营改增执行期间，公司不断拓展中高端医疗机构客户，2018年H1覆盖超4470家二级以上医院，二级以上医疗机构终端销售约为86.92亿元，同比增长23.01%。每家医院平均销售额从2016年290.82万元增长到2017年的317.74万元，2018年H1平均销售额194.45万元，每家医院平均销售额逐步提升。



图表15. 2018H1等级医院纯销营收保持23%增长

资料来源：公司公告、广证恒生



图表16. 每家医院平均销售额逐步提升

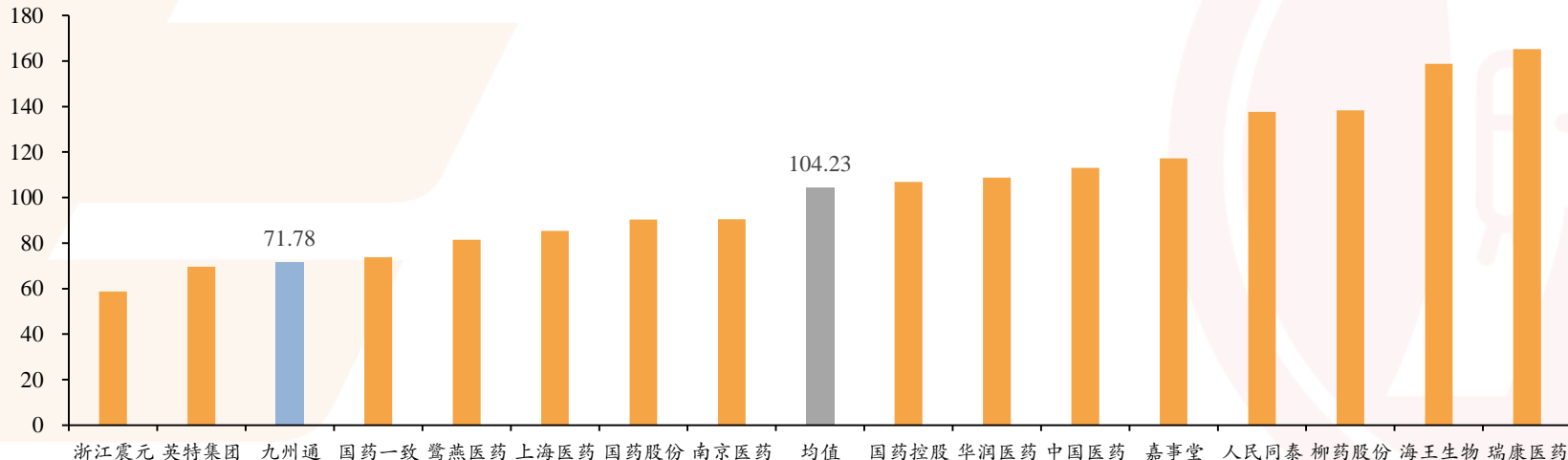
资料来源：公司公告、wind、广证恒生 (2018H1医院数量仅算有效客户)

### 3.1 得益于“两票制”整合趋势，稳步拓展等级医院批发业务 (续)



从运营效率层面分析，2018年H1应收账款周转天数约为71.78天，短于医药流通上市公司均值104.23天，九州通优选回款效率良好的等级医院进行开拓，在开拓等级医院业务的同时，重视资金周转效率和企业运营效率。

2018H1 医药流通上市公司应收账款周转天数

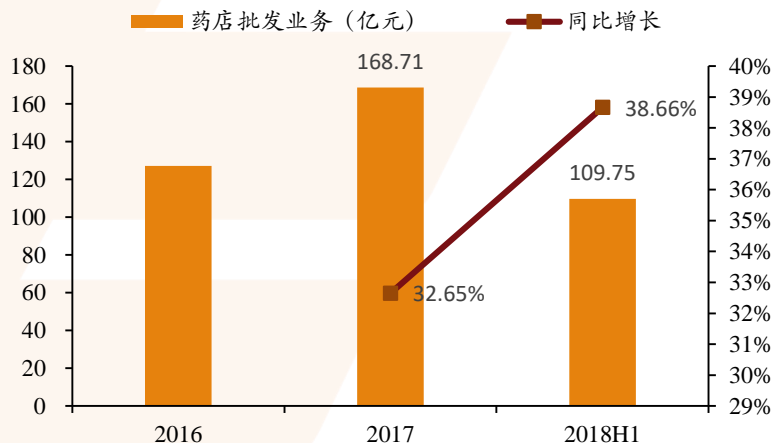


图表17. 九州通应收账款周转效率领先行业

资料来源：公司公告、wind、广证恒生

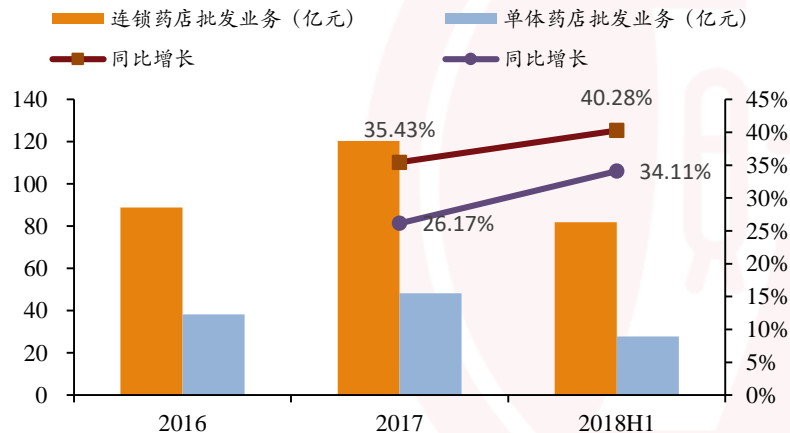
## 3.2营改增消除不平等竞争，药店配送业务持续高增长

在“营改增”等政策的影响下，零售药店向区域小批发商无票低价采购模式无法持续，逐步消除“倒票”模式带来的不平等竞争。公司凭借采购的规模成本优势，进公司采购，推动零售药店客户数量和销售额的快速提升。2017年药店配送业务实现营收168.71亿元，同比增长至32.65%，2018年H1实现109.75亿元，同比增长38.66%，药店配送业务持续维持高增长。



图表18. 2018H1药品批发业务增长38.66%

资料来源：公司公告、wind、广证恒生

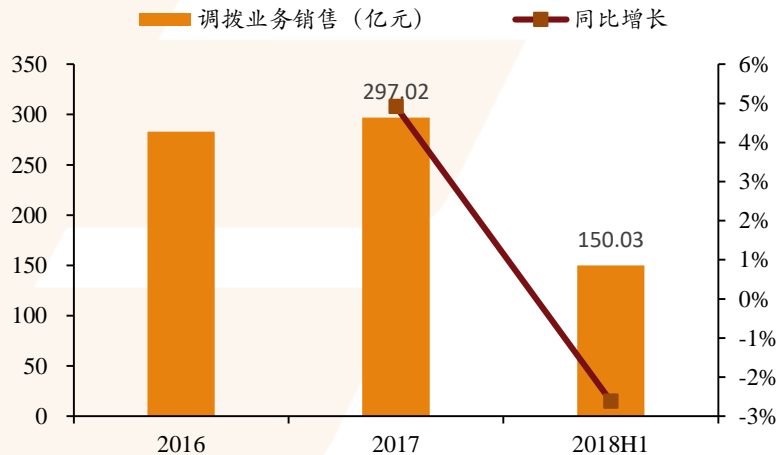


图表19. 连锁和单体药店批发业务均高速增长

资料来源：公司公告、wind、广证恒生

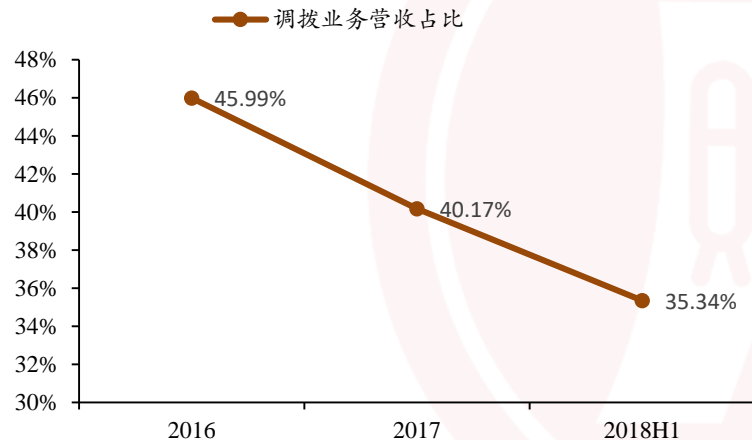
### 3.3 积极调整调拨业务，目前调整基本完成

调拨业务调整情况，2017年公司调拨业务收入为297.02亿元，同比增长4.92%，2018H1调拨业务收入150.03亿元，同比下滑2.61%。两票制全面推行的大趋势下，公司积极调整调拨业务，调拨业务营收占比从2016年的45.99%下降至2018年H1的35.34%，考虑到基层和药店终端存在调拨，预计最终调拨占比约30%，目前调拨业务调整已基本完成。



图表20. 2018H1调拨批发业务收入150.03亿元

资料来源：公司公告、wind、广证恒生



图表21. 2018年H1调拨业务占比约35.34%

资料来源：公司公告、wind、广证恒生



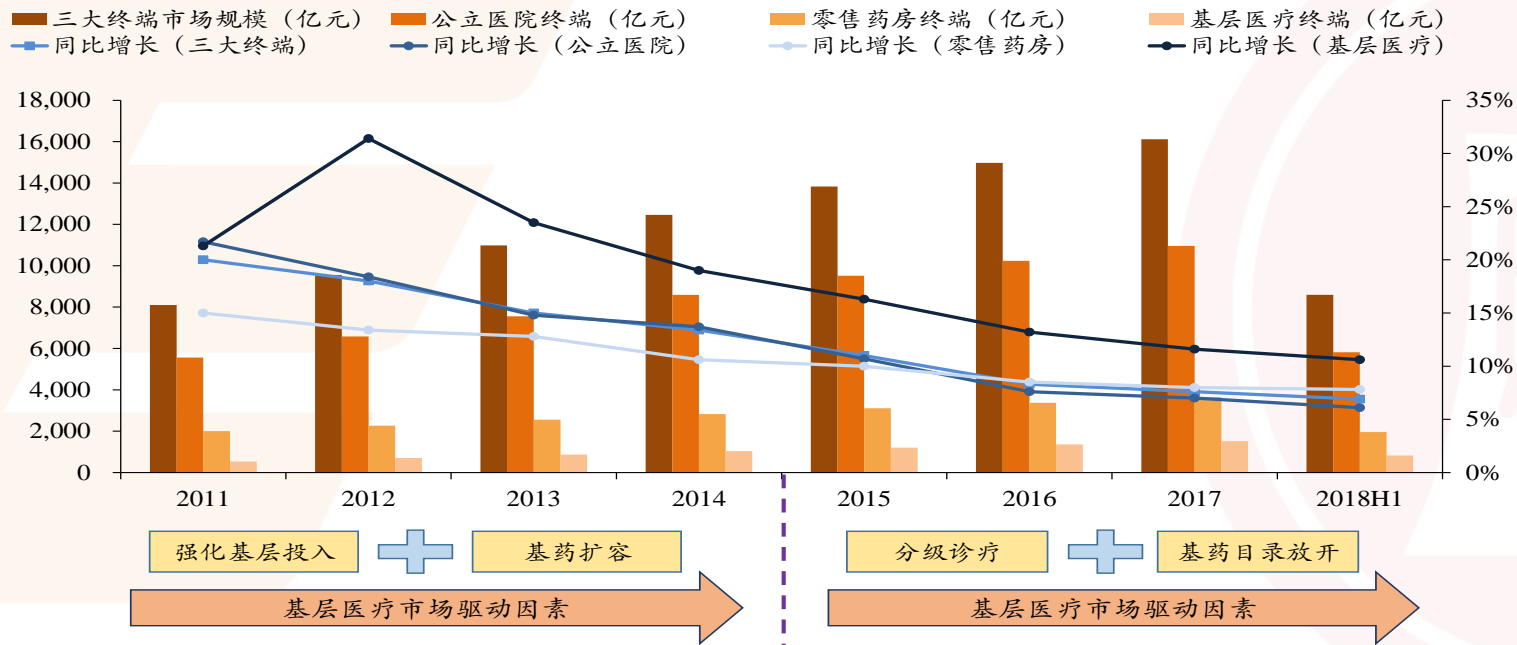
## Part 4

受益于分级诊疗推进和基药目录放开，  
基层配送业务有望持续高增长

## 4.1 受益分级诊疗和基药目录放开, 基层药品市场增长较快



根据CFDA南方医药经济研究所的数据, 2017年基层医疗终端的药品市场规模达1517亿元, 同比增长11.60%, 明显高于三大终端市场平均增速6.90%。近期, 基层医疗机构终端驱动因素主要来自分级诊疗推行和基药目录放开两大方面。



图表22. 公立基层医疗终端规模维持较快增长

资料来源: CFDA南方医药经济研究所、广证恒生

## 4.2 通过细化政策，不断引导并推动分级诊疗

**分级诊疗的推进：**2015年9月国务院颁布《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，明确推进分级诊疗的目标任务：到2017年，逐步完善分级诊疗政策体系，明显提升基层医疗卫生机构诊疗量占总诊疗量的比例；到2020年，全面提升分级诊疗服务能力，逐步形成基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的分级诊疗模式。通过细化政策，不断引导并推动分级诊疗。

颁布时间	颁布机构	颁布文件	细化内容（2017年分级诊疗试点工作考核评价标准）
2015.09	国务院	《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》	<ol style="list-style-type: none"><li>1) 基层医疗机构建设达标率<math>\geq 95\%</math>，基层诊疗量占总诊疗量比例<math>\geq 65\%</math>；</li><li>2) 试点地区30万以上人口的县至少拥有一所二级甲等综合医院和一所二级甲等中医医院，县域内就诊率提高到90%左右；</li><li>3) 每万名城市居民拥有2名以上全科医生，每个乡镇卫生院拥有1名以上全科医生，城市全科医生签约服务覆盖率<math>\geq 30\%</math>；</li><li>4) 居民2周患病首选基层医疗卫生机构的比例<math>\geq 70\%</math>；</li><li>5) 远程医疗服务覆盖试点地区50%以上的县（市、区）；</li><li>6) 整合医疗卫生信息系统，覆盖80%以上的乡镇卫生院和社区卫生服务中心；</li><li>7) 等级医院向基层医疗机构、慢性病医疗机构转诊的人数年增长率10%以上；等</li></ol>

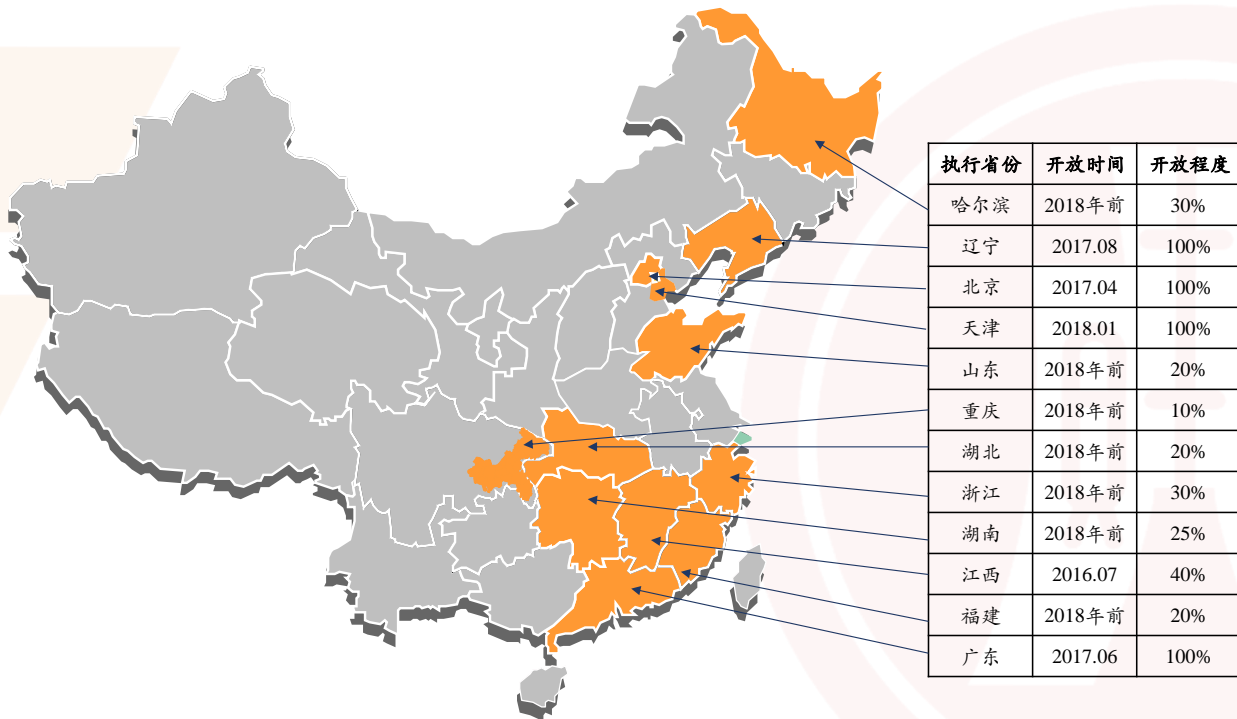
图表23. 随着政策不断细化，分级诊疗不断推进

资料来源：政府官网、广证恒生

## 4.3 全国各地区的基药目录正逐步放开

### 基药目录的放开：

从2016年7月开始，陆续有12个省市地区不同程度地开放了基层用药目录，允许基层医疗机构配备一定比例的非基本药物，其中北京市、广东省、辽宁省、天津市实现了基层医疗目录的完全开放（开放程度即非基本药物采购金额占医院采购药总额的比例）。



图表24. 全国各地区的基药目录正逐步放开

资料来源：各省卫计委等、广证恒生

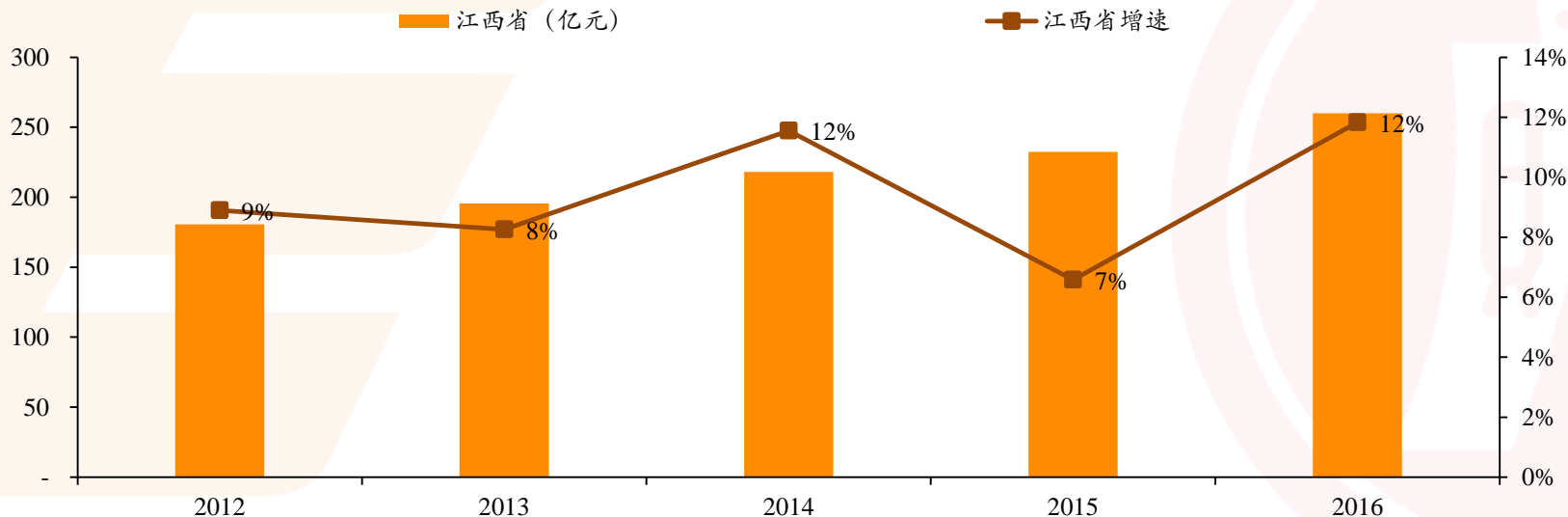


## 4.4 以江西为例，基药目录放开推动医药配送市场增速提升



基层用药目录的开放对医药配送市场增量显著，以最早放开基药目录的江西省为例（开放程度40%），2016年实施基药目录开放后，受益于基层医疗机构药品销售的提升，全省医药销售增速从2015年的7%迅速提升至12%，且高于全国医药销售增速7%。

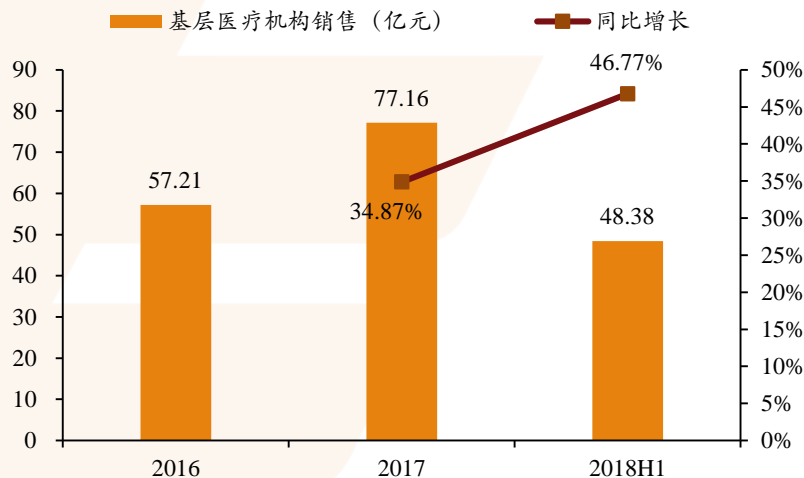
图表25. 江西省基药目录放开推动医药配送市场增速提升



资料来源：各省卫计委等、广证恒生

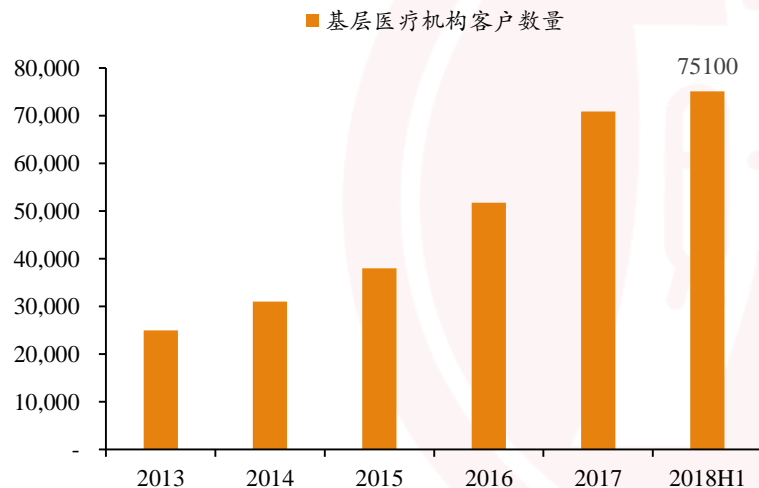
## 4.5 公司充分覆盖基层医疗机构，持续受益分级诊疗和基药目录放开

2018年H1公司覆盖超过75100家基层医疗机构，覆盖基层医疗机构客户数量持续提升，基层医疗机构配送业务营收实现48.38亿元，同比增长46.77%。未来随着基药目录的持续开放，以及分级诊疗的进一步推进，公司未来二级以下基层医疗机构业务销售有望维持高速增长。



图表26. 基层配送业务受益于分级诊疗和基药放开

资料来源：公司公告、wind、广证恒生



图表27. 九州通大力拓展基层医院渠道

资料来源：公司公告、wind、广证恒生

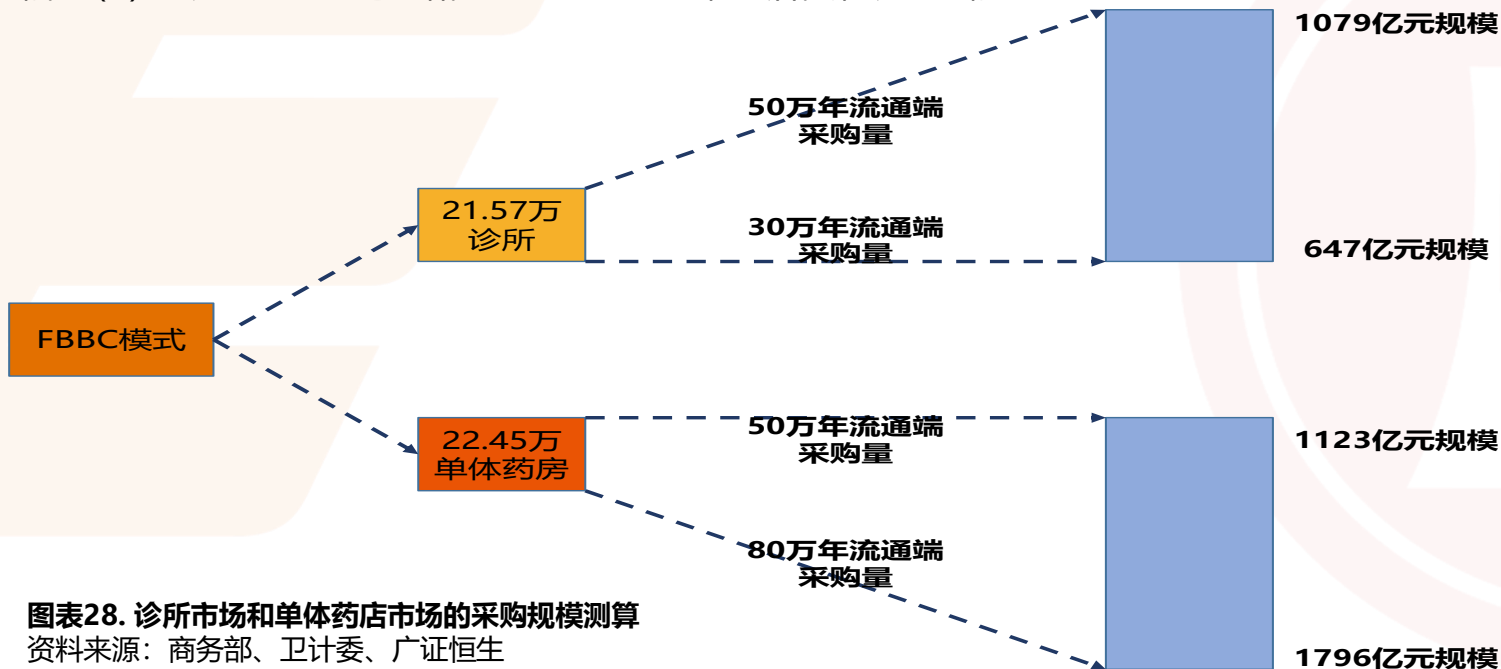


## Part 5

顺应处方外流和分级诊疗的产业变革，  
FBBC模式抢占药店、基层核心终端

## 5.1 顺应处方外流和分级诊疗产业变革，FBBC模式抢占药店、基层终端

当前处方外流和分级诊疗政策不断细化，药店终端和基层机构成为未来承接等级医院处方外流的重要终端。公司通过FBBC模式全产业链布局“F-生产（药企）、B-流通、B-终端（基层和药店）、C-患者”，顺应产业变革趋势。FBBC即以F端供应商为起点，通过B端九州通配送到B端基层和药店，最后销售到C端消费者，以实现：（1）利用九州通物流网络实现基层和药店的迅速分销；（2）利用九州通配送网络，连接厂家与基层和药店，推动药品销售。



图表28. 诊所市场和单体药店市场的采购规模测算

资料来源：商务部、卫计委、广证恒生

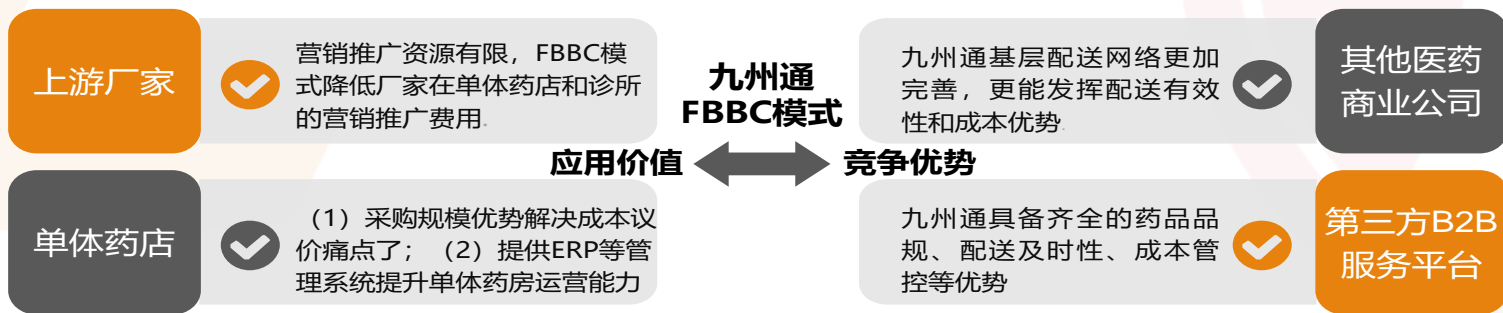
## 5.2 FBBC模式充分满足生产端和终端的需求

### □ FBBC模式的运用价值在于同时满足生产端和终端的需求：

- (1) 工业端，营销推广资源有限，难以充分覆盖利润空间更大但采购量偏小的22.45万家单体药店和21.57万家诊所，FBBC模式依仗九州通强大配送网络，能降低上游厂家的在单体药店和诊所的营销推广费用；
- (2) 单体药店，缺乏上游议价能力和运营管理能力，FBBC模式一方面发挥采购规模优势解决成本议价痛点，另一方面提供管理系统提升单体药房的库存管理、会员管理等运营能力。

### □ FBBC模式的竞争优势在于同时具备药品品规、基层网络、及时配送等优势：

- (1) 与其他医药商业公司相比，九州通的基层配送网络更加完善，更能发挥配送有效性和成本优势；
- (2) 与第三方B2B服务平台相比，九州通齐全的药品品规、配送及时性、成本管控是核心竞争优势。



图表29. 九州通FBBC模式的运用价值和竞争优势分析

资料来源：广证恒生



## Part 6

### 盈利预测与投资建议

## 6. 盈利预测与投资建议

- 按照现有业务布局，预计2018-2020年批发业务分别同比增长20.10%、19.84%、19.58%；零售业务分别同比增长17.47%、17.88%、18.24%；医药工业业务分别同比增长40%、35%、30%。整体营收分别为890.39亿元、1069.42亿元、1280.81亿元，分别同比增长20.41%、20.11%、19.77%；归母净利润分别为14.10亿元、18.64亿元、24.14亿元，分别对应21倍、16倍、12倍PE，给予“强烈推荐”评级。

单位：亿元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入合计	615.57	739.43	890.38	1069.42	1280.81
同比增长		20.12%	20.41%	20.11%	19.77%
毛利率	7.84%	8.44%	8.44%	8.64%	8.79%
毛利润	48.26	62.41	75.19	92.38	112.62
<b>1. 批发业务营收小计</b>	<b>589.89</b>	<b>706.56</b>	<b>848.59</b>	<b>1016.93</b>	<b>1216.02</b>
同比增长		19.78%	20.10%	19.84%	19.58%
批发业务整体毛利率	7.22%	7.81%	7.74%	7.88%	7.99%
批发业务整体毛利润	42.59	55.18	65.69	80.11	97.20
<b>1.1 医药机构-批发业务</b>	<b>167.14</b>	<b>223.32</b>	<b>286.87</b>	<b>361.43</b>	<b>448.96</b>
同比增长		33.62%	28.46%	25.99%	24.22%
<b>1.2 零售药店-批发业务</b>	<b>127.18</b>	<b>168.71</b>	<b>225.34</b>	<b>294.94</b>	<b>380.21</b>
同比增长		32.65%	33.57%	30.89%	28.91%
<b>1.3 下游医药批发商-调拨业务</b>	<b>283.08</b>	<b>297.02</b>	<b>311.87</b>	<b>327.46</b>	<b>343.84</b>
同比增长		4.92%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>1.4 其他渠道</b>	<b>12.49</b>	<b>17.51</b>	<b>24.51</b>	<b>33.09</b>	<b>43.01</b>
同比增长		42.44%	40.00%	35.00%	30.00%
<b>2. 零售业务营收小计</b>	<b>16.11</b>	<b>18.77</b>	<b>22.05</b>	<b>25.99</b>	<b>30.73</b>
同比增长		16.53%	17.47%	17.88%	18.24%
零售业务整体毛利率	20.48%	17.36%	0.18	0.18	0.18
零售业务整体毛利润	3.30	3.26	3.91	4.69	5.63
<b>3. 医药工业业务</b>	<b>8.19</b>	<b>11.94</b>	<b>16.72</b>	<b>22.57</b>	<b>29.34</b>
同比增长		45.80%	40.00%	35.00%	30.00%
医药工业毛利率	21.75%	23.78%	24.00%	24.50%	25.00%
医药工业毛利润	1.78	2.84	4.01	5.53	7.33
<b>4. 其他</b>	<b>1.38</b>	<b>2.16</b>	<b>3.03</b>	<b>3.94</b>	<b>4.72</b>
同比增长		56.62%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	42.73%	52.19%	52.00%	52.00%	52.00%
毛利润	0.59	1.13	1.57	2.05	2.46

图表30. 九州通营收端拆分明细

资料来源：公司公告、wind、港澳资讯、广证恒生



## Part 7

### 风险提示





01

医院账期拉  
长风险

02

市场利率改善  
程度低于预期

03

等级医院、基层、药  
店等拓展不达预期

## 分析师简介：

**唐爱金：**医药行业首席分析师。浙江大学化学硕士，曾就职于东阳光药业研究院任研究员，东阳光药业市场部任市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验。

**冯俊曦：**美国Syracuse University金融硕士，拥有出色的海外研究能力和研究体系，专注于医药流通、医疗服务、高成长标的的挖掘，2017年加入广证恒生。

**谭紫媚：**英国University of Bristol会计与金融硕士、中南大学金融学学士，专注于医疗器械领域，2018年加入广证恒生。

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。



## 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心04楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

### 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。



# Thanks

联系人：冯俊曦

2018年12月13日