

医药生物

证券研究报告

2019年02月14日

知否知否，医药消费应是愈浓愈厚 ——基于 2000 余份新春调查问卷结果的分析研究

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

郑薇

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517110003

zhengwei@tfzq.com

潘海洋

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517080006

panhaiyang@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《医药生物-行业研究周报:药占比考核拟取消,医药在开门红中扬帆起航》 2019-02-11
- 2 《医药生物-投资策略专题:医改十年风起云涌,行业变革柳暗花明》 2019-02-01
- 3 《医药生物-行业研究周报:医保局卫健委落实中选药品使用,继续看好医药估值修复行情》 2019-01-28

基于 2000 余份调查问卷的结果,以小见大窥见医药需求真相

以医疗消费为核心,来自全国 2000 余份调查,数据具有一定的随机性与代表性,以小见大,通过分级诊疗、连锁医疗服务、品牌中药、连锁药店等内容,从真实的微观数据为切入点,观察随着医改政策的推进,居民健康意识的提升,医疗消费的真实需求。可以预判,在健康意识与收入水平不断提升后,医疗消费将是居民消费的重要支出部分。

医疗健康产业供不应求,行业景气度维持高位

需求端:医疗支出与诊疗需求是拉动医疗健康产业发展的两架马车,医疗支出逐年提升,诊疗需求远未被满足,将推动行业快速发展。供给端:三医联动中,医药、医保的政策频出,不断完善,作为医疗线重要环节的分级诊疗则进度相对缓慢,我们认为临床医生的不足及分布不均是限速的重要瓶颈。我们对 IVD 使用情况也进行了调查,通过抽血化验数目的分析,我们发现 IVD 的使用情况较为健康,主要由需求推动,行业整体良性发展。

消费者对药品已经具有品牌的意识,品牌中药如云南白药、同仁堂、东阿阿胶等认知度超过 60%

消费者对于药品购买最重要的是安全性和有效性,对品牌药品有较高的认可度,仅有 18.96%的消费者不在意药品的品牌。品牌认可度方面,云南白药、同仁堂、东阿阿胶等认知度超过 60%,片仔癀、仁和药业和葵花药业认知度在 40-50%。

便利性、品牌、品类齐全度是影响零售药店选择的前三大重要因素

零售药店的“卡位”较为重要,是获客的重要因素,其次品牌影响力、品类齐全度、医保报销也是影响居民选择零售药店消费的重要因素。调查结果显示 70%的患者在就诊结束后依旧选择在医院拿药,剩下大约 20%的患者就诊结束后选择零售药店拿药,并会优先选择院边店或者是住所附近的药店,该结果与 2018 年的新春调查结果类似。

医疗服务持续高景气度,深度、个性化的需求孕育潜力市场

医疗服务持续保持着高景气度的增长。调查结果显示,超过 81%的受调查者有做过体检,其中有 22.26%的受调查者希望能够增加体检频次。目前超过 77%的人选择在公立医院进行健康体检,民营体检机构仍呈现较大的增长空间。结果显示,超过 81%的人员愿意增加肿瘤筛查和基因检测等高价格套餐,深度以及个性化的体检需求旺盛;而针对眼科医疗服务领域的调查发现,27.5%的人考虑做近视手术,随着我国近视人群的不提升与对眼健康的重视,未来眼科医疗服务市场具备长期增长潜力。

对投资方向的借鉴意义—医疗器械与医药大消费仍旧是主线

综合调查问卷结果分析来看,我们认为随着居民健康意识与消费水平的提升,医药大消费的需求将继续维持高景气度态势,同时精准、个性化的需求也将充分被挖掘;从政策线来看,分级诊疗的持续推进,会不断强化医疗器械基层需求以及进口替代逻辑,推动国产医疗器械的放量。因此我们持续看好医疗器械与医药大消费板块的投资机会。

相关标的:爱尔眼科、东阿阿胶、迈瑞医疗、迈克生物、美年健康、片仔癀、同仁堂、仁和药业、万孚生物,益丰药房、大参林、云南白药等。

风险提示:调研问卷非随机性;调研人群的特殊性;调研结果的非普遍性,调查样本完备性等风险

重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2019-02-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
002044.SZ	美年健康	16.71	买入	0.20	0.26	0.39	0.58	83.55	64.27	42.85	28.81
300015.SZ	爱尔眼科	29.70	增持	0.31	0.42	0.55	0.71	95.81	70.71	54.00	41.83
300760.SZ	迈瑞医疗	115.74	买入	2.13	3.09	3.95	4.94	54.34	37.46	29.30	23.43
603939.SH	益丰药房	49.75	增持	0.86	1.17	1.51	1.86	57.85	42.52	32.95	26.75
600436.SH	片仔癀	100.59	增持	1.34	1.85	2.43	3.15	75.07	54.37	41.40	31.93
000538.SZ	云南白药	84.70	买入	3.02	3.25	3.60	3.97	28.05	26.06	23.53	21.34

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 居民医疗健康支出提升，利好产业发展	4
2. 分级诊疗推行效果待释放，IVD 合理使用窥见行业的健康发展	5
2.1. 分级诊疗道阻且长，行则将至	5
2.2. IVD 检测由需求推动，行业保持健康良性发展	6
3. 品牌中药消费迎来发展机遇	6
4. 便利性、品牌、品类齐全度是影响药店选择的前三大因素	8
5. 医疗服务持续高景气度，深度、个性化的需求孕育潜力市场	10
6. 对投资方向的借鉴意义—医疗器械与医药大消费依旧是主线	12

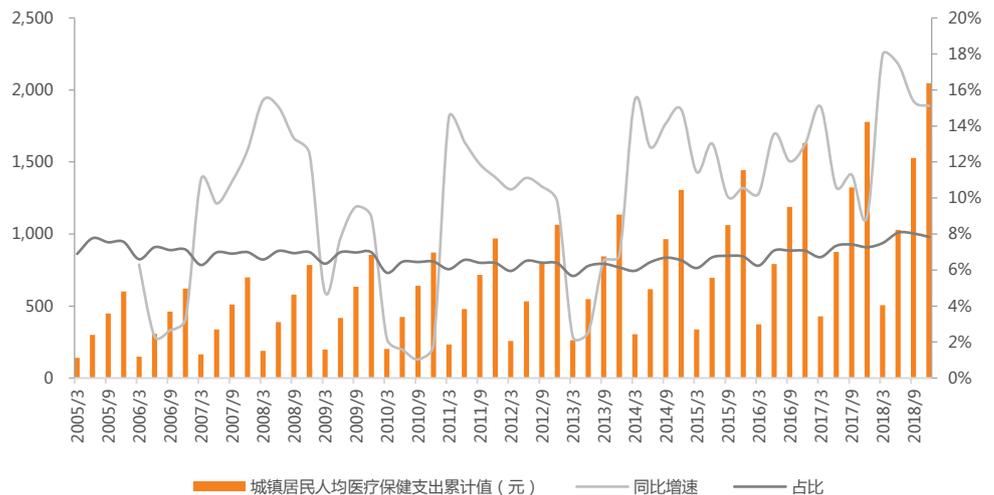
图表目录

图 1: 医疗保健支出逐年提升（按季度统计，截止至 2018 年 12 月）	4
图 2: 2018 年一年花在医疗上的费用相比去年增加比例	4
图 3: B 超检查排队的情况	5
图 4: 生病就诊地方医疗机构的第一选择	5
图 5: 2018.1-11 各级医疗机构诊疗量分布	5
图 6: 全国执业医师数量、增速及诊疗量增速对比	6
图 7: 各级医院及基层医疗机构每单位机构执业医师分布（位）	6
图 8: 抽血化验的项目数量（项）	6
图 9: 调查显示对中药的疗效和安全性十分关注	7
图 10: 2019 年调查显示民众对于药品品牌在意度依然较高	7
图 11: 2018 年调查显示民众对于药品品牌在意度高	7
图 12: 2019 年调查显示各大中药品牌的知晓率	8
图 13: 2018 年调查显示各大中药品牌的知晓率	8
图 14: 51%的民众感觉过去一年中药价格有不同程度提升	8
图 15: 就诊后购药方式选择	9
图 16: 2011-2018H1 年医药零售销售总额（亿元）及变化	9
图 17: 2011-2017 年连锁药房与单体药房数量（家）与变化情况	9
图 18: 2018 年调查问卷中影响药店选择因素的结果	10
图 19: 2019 年调查问卷中影响药店选择因素的结果	10
图 20: 居民体检情况调查	10
图 21: 2012-2018E 民营专业体检机构市场规模及增速	10
图 22: 2011-2018E 民营专业体检机构市场份额逐步提升	10
图 23: 体检机构选择以及高端项目叠加选择情况	11
图 24: 是否选择近视手术情况	11

1. 居民医疗健康支出提升，利好产业发展

随着中国老龄化加剧的趋势，对于医疗保健的需求将会有增无减。2017 年中国 65 岁以上人群占比约为 11%，处于美国 1980-1985 年阶段，在 20 世纪 80 年代，美国消费结构中医疗占比首次超过一直排在首位的食品，从该阶段之后医疗保健消费占比持续走高。宏观数据显示，中国居民医疗支出逐年增加，近几年占比逐步提升。

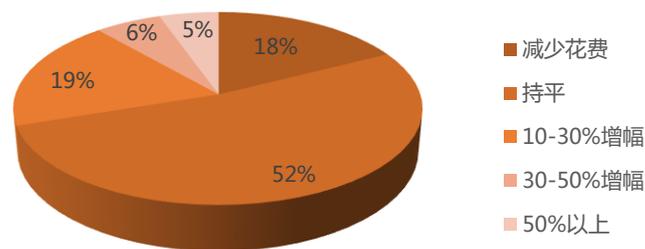
图 1：医疗保健支出逐年提升（按季度统计，截止至 2018 年 12 月）



资料来源：国家统计局，天风证券研究所

在我们此次的调研问卷中，数据结果也侧面反映了该情况。减少花费的占比较少，仅为 18%，大部分医疗消费同比为持平或增加，甚至 5% 的人群增加幅度超过 50%。随着居民对医疗保健需求的提升，未来在医疗保健上的年均支出还将进一步增大。

图 2：2018 年一年花在医疗上的费用相比去年增加比例

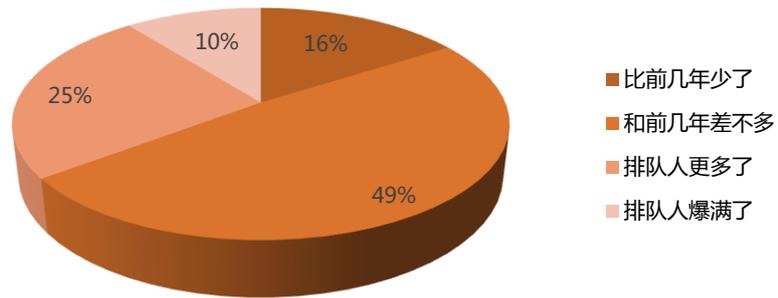


资料来源：调研问卷，天风证券研究所

人口老龄化为医疗健康行业带来大量的需求，在趋势之下，无论是政府投入、医保支出、个人支出，都将会有进一步的提升空间，同时将形成相关的产业机会，对一批医药生物企业带来业绩推动。

以 B 超为例，检查需求依然没有被满足。根据我们调研数据，认为 B 超检查排队比前几年少的占比仅为 16%，大部分人认为持平或更多，甚至有 10% 的人认为排队人爆满。单从超声检查行业来看，需求远未被满足，未来还有很大的发展空间。

图 3：B 超检查排队的情况



资料来源：调研问卷，天风证券研究所

诊疗需求与医疗支出是拉动医疗健康产业发展的两架马车，纵观海内外，医疗健康庞大产业造就不少优秀的企业，我国医疗健康行业正处于快速发展阶段，未来可期将会走出一批中国医疗生物企业，走向全球。

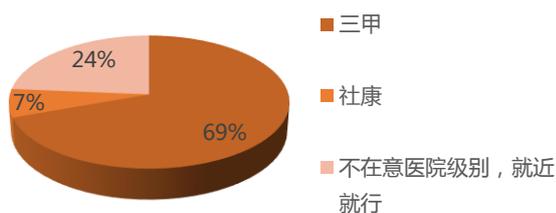
2. 分级诊疗推行效果待释放，IVD 合理使用窥见行业的健康发展

2.1. 分级诊疗道阻且长，行则将至

分级诊疗作为一项重要国策被提出，2015 年 9 月 8 日，国务院办公厅印发 70 号文——《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，该意见明确要求以强基层为重点，逐步完善分级诊疗服务体系，建立健全分级诊疗保障机制。

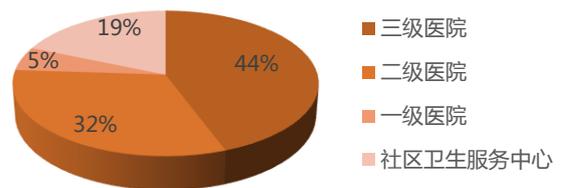
分级诊疗发展至今，已经初步达到了一定的成效，从问卷情况侧面印证了宏观数据的准确性，部分患者开始选择非三甲医院进行就诊。但是不可否认，三级医院依然是大部分居民首选的就医机构，因此我们认为分级诊疗需要渐进式发展，并非一蹴而就。

图 4：生病就诊地方医疗机构的第一选择



资料来源：调研问卷，天风证券研究所

图 5：2018.1-11 各级医疗机构诊疗量分布



资料来源：国家卫健委，天风证券研究所

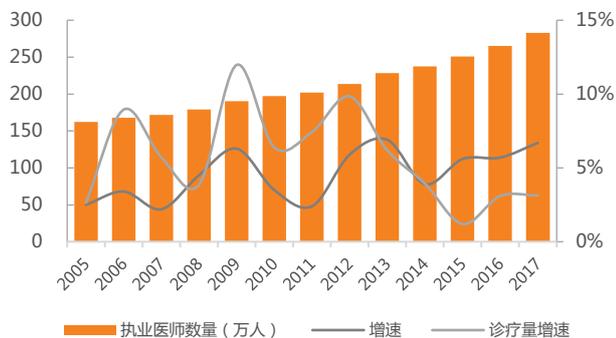
从医保角度，基本达到了广覆盖目标。而医药线也在政策支持、制度改革、药品目录管理等方面的不断完善，但是作为三医联动中医疗线的重要环节，分级诊疗进程相对缓慢，我们认为未来国家有望重点推进分级诊疗进程。目前来看，分级诊疗政策逐步进入了重点攻坚期，人、财、物是发展的三大要素，其中“人”是限速的重要瓶颈。

执业医师长期以来供不应求，任务繁重。尽管执业医师团队不断壮大，2017 年达到 280 余万人，但是执业医师增长速度仍然慢于诊疗量增长，2017 年平均一个医师的年诊疗量接近 3 千人。

执业医师分布不均也是制约分级诊疗推进的阻力之一。高等级医院数量少、诊疗量大、科

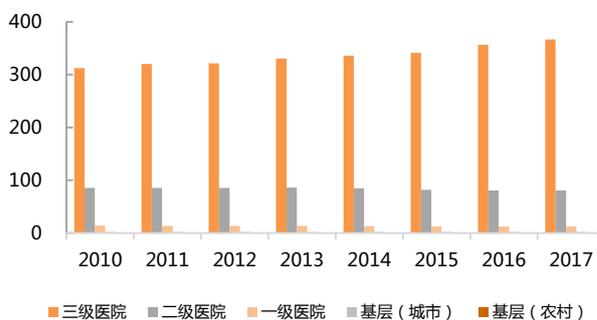
室齐全,一直以来拥有大量高水平的执业医师,2017 年平均每个三级医院拥有 367 位医师,远超二级及一级医院。对比而言,基层医疗卫生机构的医师更是寥寥无几,2017 年平均每个城市基层机构拥有 2.3 位医师,农村则不足 1 位执业医师。

图 6: 全国执业医师数量、增速及诊疗量增速对比



资料来源: 国家卫计委, 天风证券研究所

图 7: 各级医院及基层医疗机构每单位机构执业医师分布 (位)



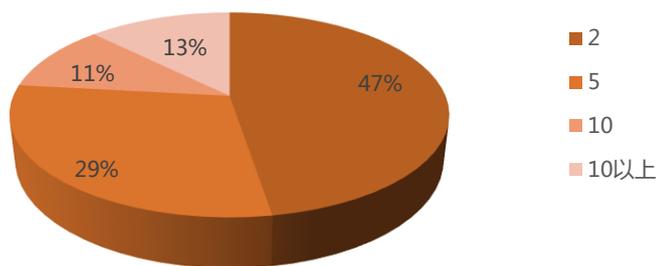
资料来源: 国家卫计委, 天风证券研究所

我们认为医师团队建设速度成为了主要的限速瓶颈,但是分级诊疗仍是大势所趋。分级诊疗发展至今,已经初步达到了一定的成效,基层诊疗水平得到一定的提升,分诊逐步进入重点攻坚期,重点突破诸如基层医生不足等瓶颈,作为三医联动重要的环节之一,分级诊疗依然是大势所趋。

2.2. IVD 检测由需求推动, 行业保持健康良性发展

2015 年,国务院发布《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》,其中明确提出力争到 2017 年试点城市公立医院药占比(不含中药饮片)总体降到 30%左右;百元医疗收入(不含药品收入)中消耗的卫生材料降到 20 元以下。市场担心医院为了维持收入水平,将会加大 IVD 检测的项目数量,甚至担心会出现过度检测的情况,但是根据我们调研问卷反馈,抽血化验的项目数量少于 5 的占比超过四分之三。

图 8: 抽血化验的项目数量 (项)



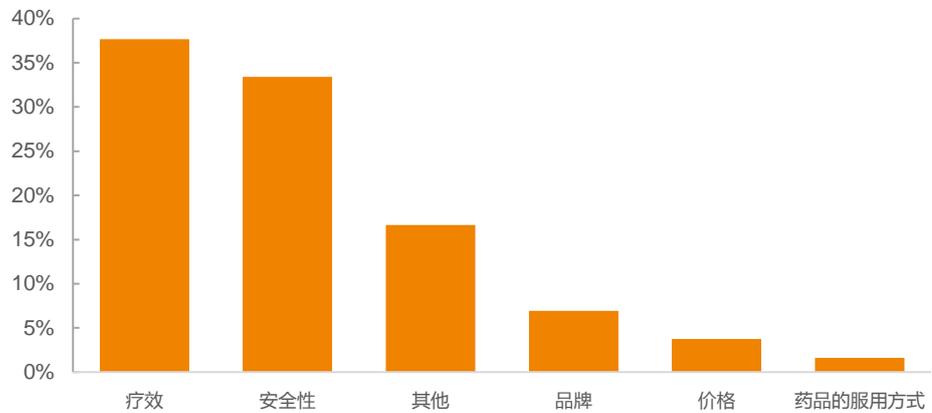
资料来源: 调研问卷, 天风证券研究所

2019 年初,国务院办公厅发布《关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》,这次绩效考核将通过合理综合的用药相关指标取代单一使用药占比进行考核,其中辅助用药、基本药物、带量采购中标药物、抗菌药,公立三级医院定量使用,门诊药品费用、住院药品费用定量核算。原有单一药占比考核有望被取消,由于药占比期间并未出现明显的过度检测情况,因此我们认为药占比考核取消后并不会对检测需求带来断崖式的下降,未来还将维持健康良性发展态势。

3. 品牌中药消费迎来发展机遇

中医药与西医的理念大相径庭，中医药在治未病、治疗慢性病等方面极具特色，形成了其独特的内涵和底蕴。在中药购买方面，消费者更加注重安全性和有效性。调差问卷数据显示：在近 38%的民众将中药的疗效放在首位，近 33%的民众将安全性放在首位。近 7%的民众将品牌放在首位，而仅有不到 4%的民众将中药的价格放在购买的首要考虑因素。因此民众对中药的药品价格相对不敏感。

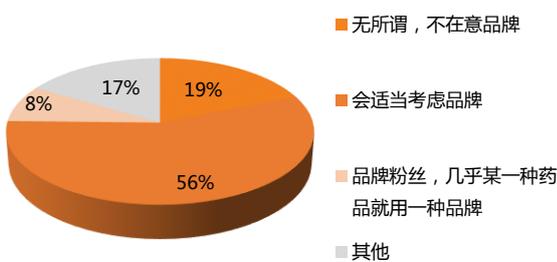
图 9：调查显示对中药的疗效和安全性十分关注



资料来源：调查问卷，天风证券研究所

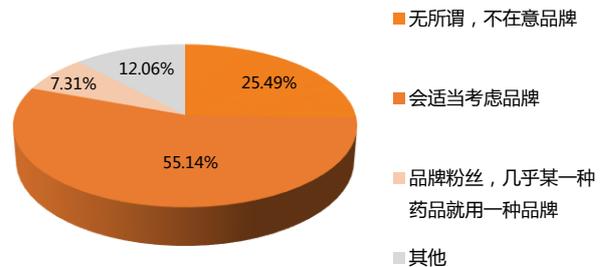
相对于医疗医保体系的化学药品去品牌化而言（通过一致性评价等实现），中药特别是消费类中药（或保健品）的品牌在竞争中就显得尤为重要了。调研数据显示，民众对于品牌在意度高，其中超过一半的调查者（56.40%）在选择药品时会适当考虑品牌，有 8.10%的人是品牌粉丝，相比较 2018 年数据，民众对品牌的认知度均有提升。对于消费类中药而言，可以预见到，在消费升级下，消费者会逐步倾向于向优势品牌集聚。

图 10：2019 年调查显示民众对于药品品牌在意度依然较高



资料来源：调查问卷，天风证券研究所

图 11：2018 年调查显示民众对于药品品牌在意度高



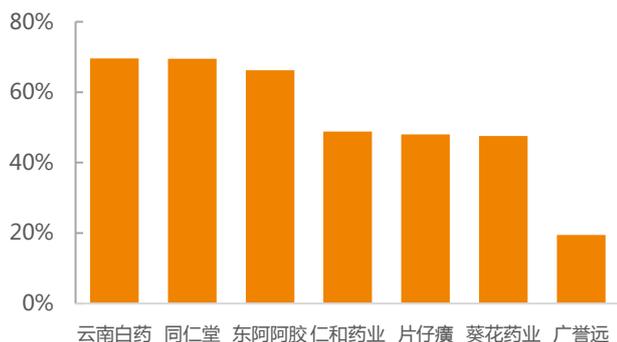
资料来源：调查问卷，天风证券研究所

我们选取了代表性的品牌中药，云南白药、片仔癀、东阿阿胶、同仁堂、广誉远等，结果显示：

- 1) 品牌知晓率提升最明显的为片仔癀和广誉远，片仔癀的知晓率从此前的 28%提升至 48%，而广誉远的知晓率从 7%提升至 19%，片仔癀和广誉远的渠道推广效果已经显现；定位于高端市场、大营销推广的片仔癀及广誉远知晓率与龙头品牌仍有差距，说明此类产品仍具备较大的市场拓展潜力
- 2) 云南白药知晓率最高达 70%，这与云南白药高价值低价格的国民品牌药印象相符合，未来云南白药或成为受益于三四线或四五线城市消费升级的典型品牌中药；与去年相比云南白药知晓率有变化，我们认为样本数量的差异导致结果出现一定差别；
- 3) 同仁堂、东阿阿胶等著名中药品牌知晓率也较高，群众基础扎实，未来可作为空间依

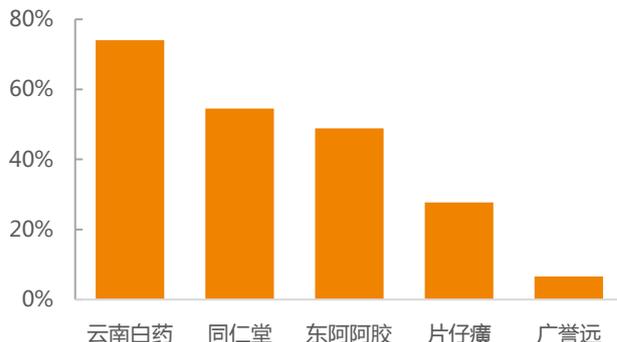
然较大。

图 12：2019 年调查显示各大中药品牌的知晓率



资料来源：调查问卷，天风证券研究所

图 13：2018 年调查显示各大中药品牌的知晓率

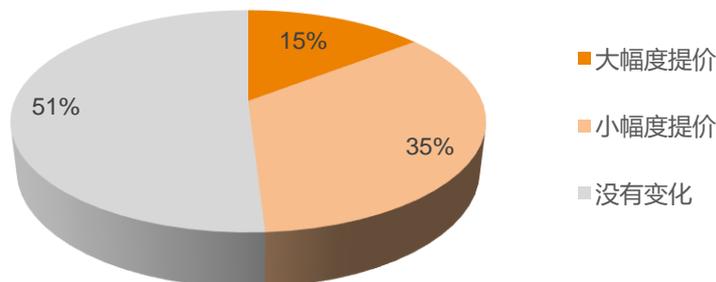


资料来源：调查问卷，天风证券研究所

近年来，片仔癀、广誉远、仁和药业、葵花药业等企业在营销方面持续发力，业绩也立竿见影，在不小的基数上仍获得可观的增长，反映了民众的具备消费潜力，而在居民可支配收入持续增长，预防保健意识不断提升，对名牌关注度日渐加强的背景下，品牌中药迎来了发展机遇。

过去一年部分中药价格有一定程度的提升。问卷显示，51%的民众感觉到过去一年中药价格有不同程度的提升，其中约 35%的民众认为有小幅提价，15%的民众认为中药价格有大幅提升。这反映了在消费升级的趋势下，厂家对部分中药产品仍有不断提价意向。

图 14：51%的民众感觉过去一年中药价格有不同程度提升



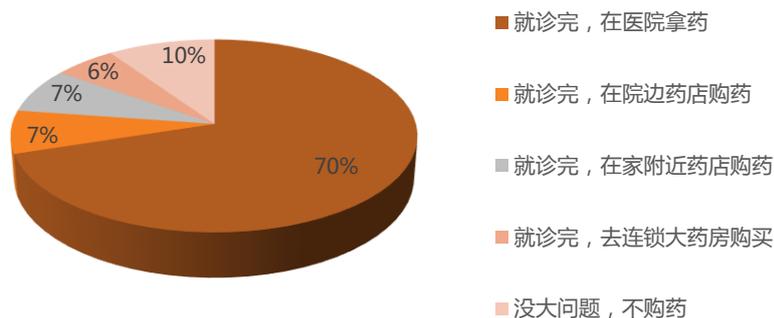
资料来源：调查问卷，天风证券研究所

中药提价后，民众相对不敏感。调研显示，超过 70%的民众表示能接受或不在意价格，其中 35%的民众明确表示接受中药提价，38%的民众没注意或不在乎价格。参照前面问卷结果，民众更加注重药品的药效和安全性，以及药品的品牌，对中药提价相对不敏感。

4. 便利性、品牌、品类齐全度是影响药店选择的前三大因素

处方外流进程持续推进，道阻且长。推动处方外流，实现“医药分家”是我国医药的重要内容之一。而处方外流的进程因为受到医院、患者以及药企等多方利益关系的影响，其推进的进程一直较难把控。用数据说话，我们本次的调研数据显示：70%的患者在就诊结束后，依旧选择在医院拿药，我们判断这其中有些有医保报销、便利性以及信任度等多方面的原因，从数据来看我国处方外流推动的效果还没有完全释放，还有进一步提升的动力与空间。

图 15：就诊后购药方式选择

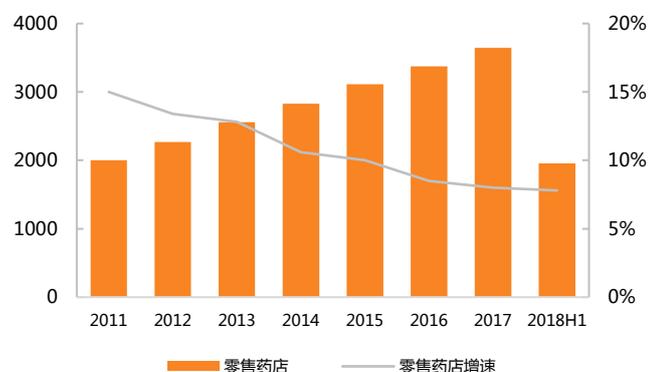


资料来源：调查问卷, 天风证券研究所

积极正确的“卡位”是零售药店获客的重要措施。在剩下的 20%的人群在就诊结束后会选择在药店购买，从药店的选择上来看，院边店以及住房附近的药店选择比例会更高，这也从侧面印证了药店布局在位置的选择上的重要性，院边店以及辐射人群较广的区域更应该受到青睐，这也是药店“便利属性”的一种证明。

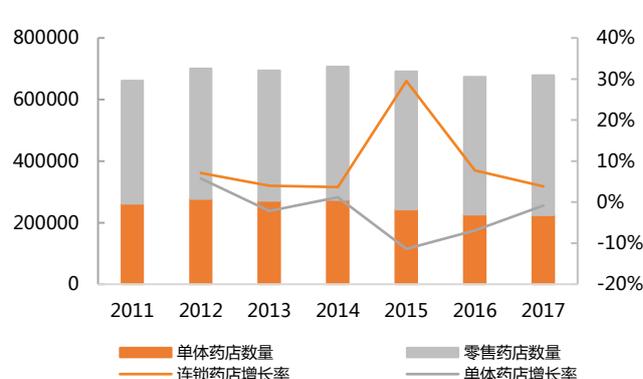
米内网数据显示，2018 年上半年，我国药品零售销售规模为 1954 亿元，同比增长 7.8%。近年来，我国药品零售市场保持了相对稳定的增长，而从药店数量的变化上来看，商务部数据显示 2017 年我国零售药房数量为 45.4 万家，其中连锁药房的数量为 22.9 万家，单体药店数量为 22.5 万家，连锁药房数量首次超过单体药房的数量。在零售药房的竞争连锁药房凭借资本的优势进行门店的自建和并购，推动行业连锁化率的提升。

图 16：2011-2018H1 年医药零售销售总额（亿元）及变化



资料来源：米内网, 天风证券研究所

图 17：2011-2017 年连锁药房与单体药房数量（家）与变化情况

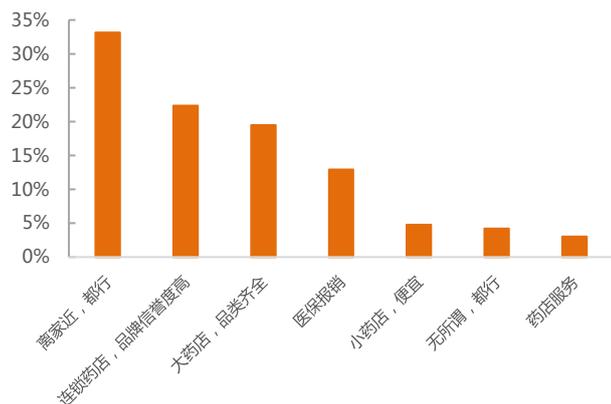


资料来源：商务部, 天风证券研究所

对比 2018 年调查结果，便利性、品牌、品类齐全度的重要性依旧排在前三位。那么居民在选择药店购药方面，又有哪些因素会对其产生影响呢？我们选择了便利性、品牌、品类齐全度、医保报销、价格以及药店服务能力等因素来进行调查。调查结果显示，26.87%的人会选择离家近的药店进行购买，其次是具有品牌效应的连锁药店、品类齐全的大药店以及医保报销等。

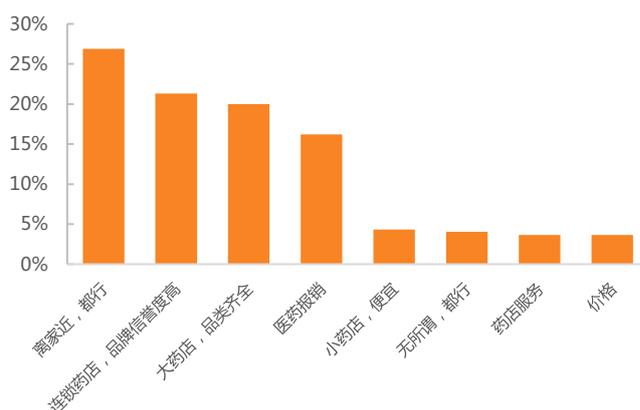
与 2018 年我们的调查结果对比，我们看到对于影响药店选择的因素变化不大。便利性是最重要的因素，大连锁、品类齐全、医保报销等依旧是影响选择什么样的药店的重要因素。同时在选择药店的时候，消费者对于价格的敏感度、服务的敏感度并不是很高。药店的单次消费并不高，并且消费频次低；同时我们零售药店服务能力还有较大的提升空间，目前零售药店之间服务的差异性并不强，我们推断这是消费者对于零售药店价格的敏感度以及服务的敏感度较低的原因之一。

图 18：2018 年调查问卷中影响药店选择因素的结果



资料来源：2018 年调查问卷, 天风证券研究所

图 19：2019 年调查问卷中影响药店选择因素的结果

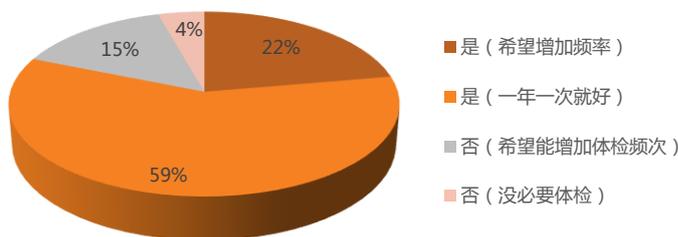


资料来源：2019 年调查问卷, 天风证券研究所

5. 医疗服务持续高景气度，深度、个性化的需求孕育潜力市场

体检需求强烈，具有进一步释放的空间。预防医学是国家大力扶植的产业，同时随着居民健康意识的提升，对健康体检的需求也愈加强烈。从我们调查的情况来看，超过 81% 的受调查者 2018 年有做过体检；其中 59% 的人认为每年一次体检是必要的，22.26% 的人希望能增加体检频次。整体来看，健康体检的需求依旧比较旺盛。

图 20：居民体检情况调查

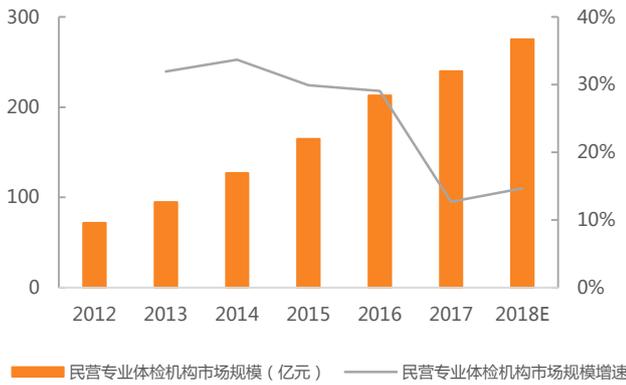


资料来源：调查问卷, 天风证券研究所

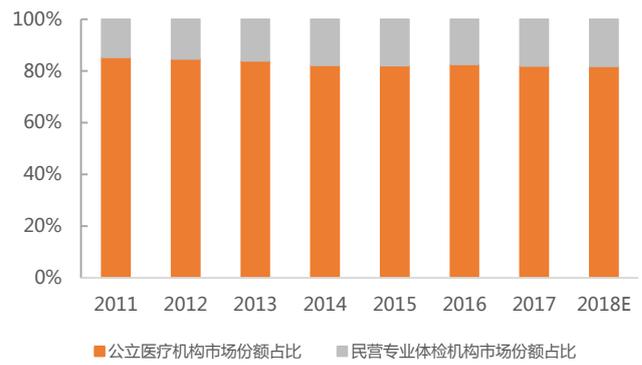
2017 年健康体检行业市场约为 1300 亿，民营专业体检机构规模约为 240 亿元，2012 年到 2017 年年复合增长率为 27.2%。健康体检行业保持着持续的高景气度发展，而从竞争情况来看，我国健康体检依旧是以公立医疗机构为主导，民营专业体检机构市场的市场占有率 2017 年仅为 18%。

图 21：2012-2018E 民营专业体检机构市场规模及增速

图 22：2011-2018E 民营专业体检机构市场份额逐步提升



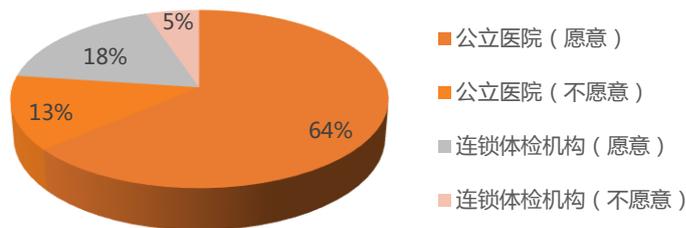
资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所



资料来源：中国产业信息网，中商产业研究院大数据库，天风证券研究所

公立医院主导体检市场，民营医疗体检机构晋升空间较大。相较于公立医疗机构，连锁体检机构在设备、技术以及医疗资源、社会公信力等方面竞争力更弱，未来随着资本的推动，以及连锁体检机构专业化程度的提升，体检行业的市场份额结构或将迎来改变。从我们的调查结果数据显示，超过 77%的人选择在公立医院进行健康体检，而 23%的选择在连锁体检机构进行体检。

图 23: 体检机构选择以及高端项目叠加选择情况

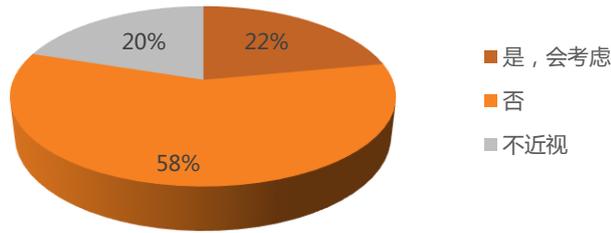


资料来源：调查问卷，天风证券研究所

深度体检需求的释放或是健康体检行业下一阶段快速增长的推动力。我国体检行业正迎来快速的发展，体检项目的选择也逐步的多样化。调查结果显示超过 81%的人员愿意增加肿瘤筛查和基因检测等高价格套餐。我们判断，随着体检技术的进步，医疗设备的升级，未来将有更多专业化、精准化、个性化的体检产品推出，以满足日益增长的健康体检需求。

眼科医疗服务市场仍具有较大的成长空间。针对眼健康，对近视手术的看法我们同样做了调查，结果显示有 22%的人 would 考虑做近视手术。如果以近视人群作为基数，则有 27.5%的人 would 考虑做近视手术。随着人民生活的改变，近视人群在不断的提升，近视手术的市场也在不断提升，对眼健康的重视程度也会同步提升，未来眼科医疗服务的市场仍具备长期的成长空间。

图 24: 是否选择近视手术情况



资料来源：调查问卷, 天风证券研究所

综合以上调查结果，我们发现健康体检、眼科医疗服务领域的需求依旧比较大，且可开发的增量市场也比较充足，医疗服务市场保持着高景气度，持续增长。而美年健康、爱尔眼科分别是健康体检以及眼科医疗服务领域的龙头，有望持续受益需求的提升。

6. 对投资方向的借鉴意义—医疗器械与医药大消费依旧是主线

综合本次的调研结果，我们能看到在医改的持续推动下，分级诊疗还将是未来持续、重点推进的政策，而在这条主线中，医疗器械将是最受益的板块之一，是能直接享受基层医疗设备需求提升以及进口替代红利的板块；另一条重要的主线则是医药大消费，包括品牌 OTC、医疗服务以及连锁药店等。医药大消费不受政策的扰动，同时也是居民健康意识提升催化下的医药刚性消费需求，未来具备长期的成长动力。调研数据也佐证了器械板块与医疗大消费的高景气，因此，我们依旧看好 2019 年医疗器械以及医药大消费板块的投资机会。

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com