

药店成长持续性和估值优势兼具，布局正当时

——医药生物行业跨市场周报（20190505）

行业周报

◆行情回顾：大盘震荡，医药绩优相对抗跌

上周，医药生物指数上涨 0.36%，跑输沪深 300 指数 0.26 pp，跑赢创业板综指 3.15 pp，排 6/28，大盘持续震荡，医药相对抗跌，主要由于医药行业整体业绩较好。涨跌幅较大的个股也主要是由于业绩因素。港股恒生医疗健康指数上周收涨 1.60%，跑赢恒生国企指数 2.14pp，排名第 3/11 位。

◆**上市公司研发进度跟踪**：复星的曲妥珠单抗生产申请新进承办。复星的抗 PD-1 单抗、正大天晴的人凝血八因子正在进行 3 期临床；恒瑞的恒格列净片正在进行 1 期临床。

◆行业观点：药店成长持续性和估值优势兼具，布局正当时

板块普涨过后，整体估值缺乏吸引力，关注成长持续性和估值兼具的个股。医药板块相较于年初已没有太大估值优势，部分白马公司股价创历史新高。后阶段选股更应关注业绩增长的可持续性。当前时点，建议重点关注持续稳健较高增长的药店板块：1) 龙头天花板高：在带量采购、处方外流等政策预期下，以恒瑞为首的各大药企都在加强药店渠道布局。我国龙头药店市占率普遍在 3% 以下，提升空间巨大；2) 龙头业绩持续性强：药店行业规模效应显著，药店板块 19Q1 业绩普遍超预期，远超行业平均。规模效应不仅体现在运营成本上，更体现在管理规范性等方面。随着严查执业药师挂靠、医保骗保，未来规模效应将更加显著；3) 估值有吸引力：在业绩增速 19Q1 总体加速的情况下，四个药店标的估值均处于历史估值中枢以下，较具性价比。推荐**益丰药房、一心堂、大参林、老百姓**。

从更长时间维度看，我们继续坚定看好“创新+升级”高景气主线，包括四个方向：①**创新产业链**：创新药+CRO 政策受益明显，推荐**康弘药业、泰格医药、石药集团（H）**；②**健康需求升级**：控费免疫且受益消费能力提升，推荐**爱尔眼科、长春高新**；③**医疗器械**：医技科室地位提升，国产企业崭露头角，推荐**迈瑞医疗、威高股份（H）**；④**药店**：产业链地位、终端价值提升，市场进一步集中，推荐**益丰药房**。

◆**风险提示**：医保控费加剧；药品带量采购蔓延至高值耗材。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
002773	康弘药业	49.95	1.03	1.34	1.66	48	37	30	增持
300347	泰格医药	66.40	0.94	1.38	1.85	70	48	36	买入
300015	爱尔眼科	37.33	0.42	0.59	0.78	88	63	48	买入
000661	长春高新	304.01	5.92	7.95	10.48	51	38	29	买入
300760	迈瑞医疗	140.84	3.06	3.78	4.52	46	37	31	买入
603939	益丰药房	60.05	1.11	1.53	2.02	54	39	30	买入
1093.HK	石药集团	11.59	0.38	0.51	0.64	29	23	18	买入
1066.HK	威高股份	6.15	0.38	0.33	0.39	16	19	15	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，A 股股价时间为 2019 年 04 月 30 日，H 股股价时间为 2019 年 05 月 03 日，汇率 1HKD=0.855RMB

增持（维持）

分析师

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

梁东旭（执业证书编号：S0930517120003）
0755-23915357
liangdongxu@ebsec.com

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

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

联系人

吴佳青（港股）
021-52523697
wujiaqing@ebsec.com

王明瑞

wangmingrui@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

后“年报季”聚焦高景气领域，关注业绩增长可持续性——医药生物行业跨市场周报（20190428）

..... 2019-04-28

医保目录调整方案落地，创新药放量预期加速——医药生物行业跨市场周报（20190422）..... 2019-04-22

目 录

1、 行情回顾：大盘震荡，医药绩优相对抗跌.....	3
2、 本周观点：药店高成长持续，布局正当时.....	5
3、 行业政策与公司要闻.....	7
3.1、 国内市场医药与上市公司新闻.....	7
3.2、 海外市场医药新闻.....	8
4、 上市公司研发进度更新.....	9
5、 一致性评价审评审批进度更新.....	10
6、 沪深港通资金流向更新.....	11
7、 重要数据库更新.....	11
7.1、 3月收入利润均回暖，主要和基数效应及恢复采购有关.....	11
7.2、 三季度三级医院诊疗人次增速继续领跑.....	14
7.3、 3月整体CPI有所回涨，中西药CPI继续领跑.....	15
7.4、 部分维生素价格上涨，抗生素原料药价格下跌.....	16
7.5、 一致性评价挂网采购：山东有更新.....	18
7.6、 两票制落地：全国仅剩6省市未发布耗材相关政策.....	18
7.7、 耗材零加成：本期无新增.....	19
7.8、 新版医保目录：本期无新增.....	20
8、 本周重要事项预告.....	21
9、 光大医药近期研究报告回顾.....	22

1、行情回顾：大盘震荡，医药绩优相对抗跌

上周，整体市场情况：

- A股：医药生物（申万，下同）指数上涨 0.36%，跑输沪深 300 指数 0.26 pp，跑赢创业板综指 3.15 pp，在 28 个子行业中排名第 6，大盘持续震荡，医药相对抗跌，主要是由于医药行业整体业绩较好。
- H股：港股恒生医疗健康指数上周收涨 1.60%，跑赢恒生国企指数 2.14pp，在 11 个 Wind 香港行业板块中，排名第 3 位。

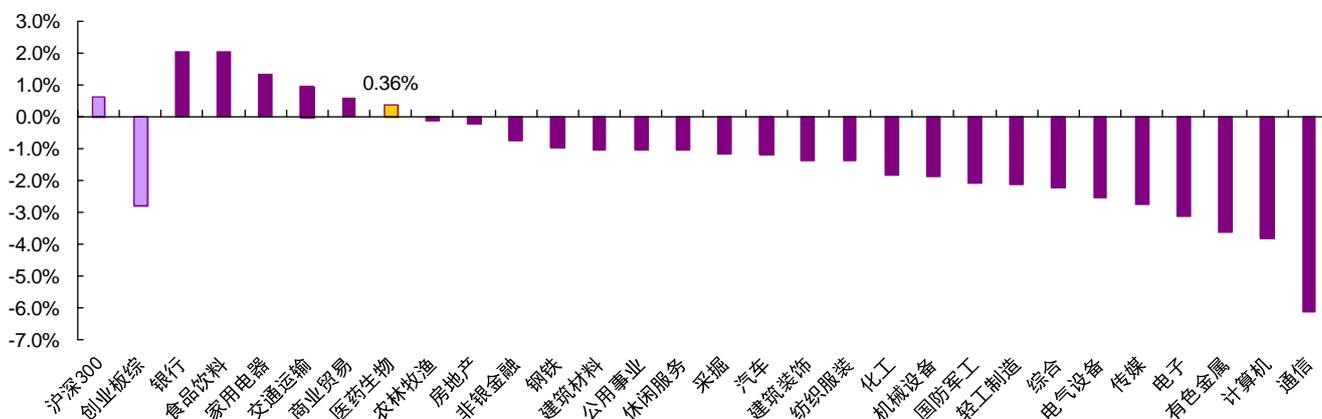
分子板块来看：

- A股：涨幅最大的是医药商业，上涨 2.11%，主要是此前估值较低；跌幅最大的是化学原料药，下跌 1.17%，主要是板块业绩较差。
- H股：制药板块涨幅最高，上涨 3.56%，生命科学工具和服务Ⅲ板块跌幅最高，下跌 1.20%。

个股层面：

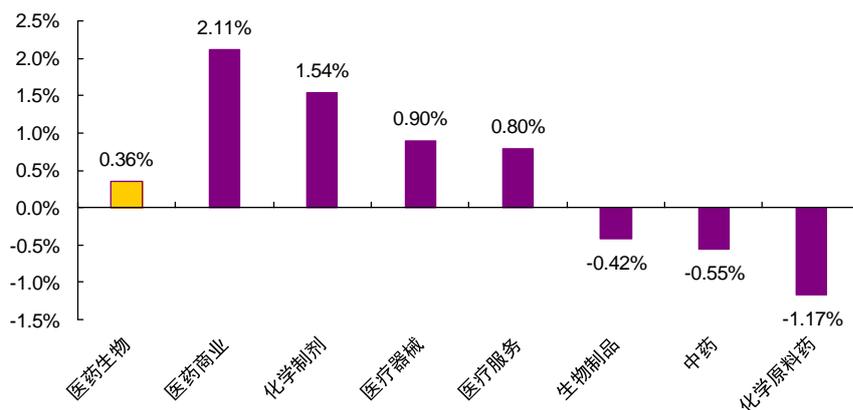
- A股：上周涨跌幅较大的个股多是由于业绩因素。
- H股：泰凌医药涨幅最大达到 40.28%；平安好医生跌幅 4.81%，主要是其遭沽空报告唱淡所致。

图 1：A 股大盘指数和各申万一级行业上周涨跌幅情况（%，4.29-4.30）



资料来源：Wind、光大证券研究所 注：指数选取申万一级行业指数

图 2：A 股医药生物板块和子行业上周涨跌幅情况（%，4.29-4.30）



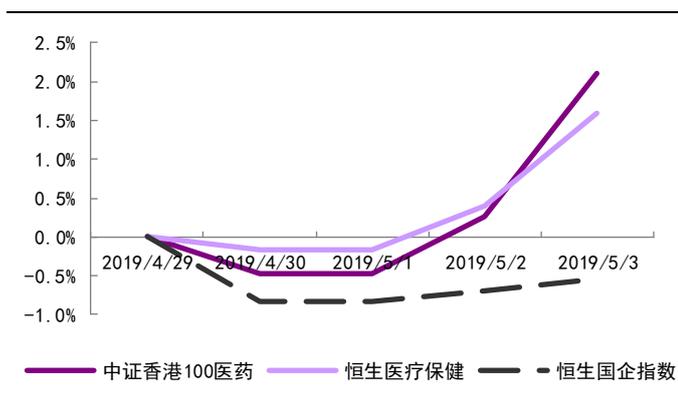
资料来源：Wind、光大证券研究所 注：指数选取申万一级及三级行业指数

表 1：上周 A 股医药行业涨跌幅 Top10（剔除 2018 年以来上市次新股，4.29-4.30）

排序	涨幅 TOP10	涨幅 (%)	上涨原因	排序	跌幅 TOP10	跌幅 (%)	下跌原因
1	博济医药	11.89	年报业绩扭亏	1	莎普爱思	-18.95	年报亏损
2	京新药业	11.85	年报&Q1 业绩高增长	2	尔康制药	-17.91	大麻概念股回调
3	白云山	11.77	年报&Q1 业绩高增长	3	启迪古汉	-14.85	年报亏损
4	亚太药业	11.72	超跌反弹	4	吉药控股	-14.46	年报&Q1 业绩负增长
5	新华医疗	9.95	NA	5	福安药业	-12.79	大麻概念股回调
6	金城医学	9.09	年报&Q1 业绩高增长	6	天目药业	-12.28	年报&Q1 亏损
7	华润三九	8.70	Q1 业绩高增长	7	上海莱士	-11.08	年报亏损
8	马应龙	8.33	Q1 业绩高增长	8	康弘药业	-10.93	业绩低于预期
9	华东医药	7.68	Q1 业绩高增长	9	莱美药业	-10.41	Q1 业绩负增长
10	健友股份	7.52	年报业绩高增长	10	金达威	-10.19	Q1 业绩负增长

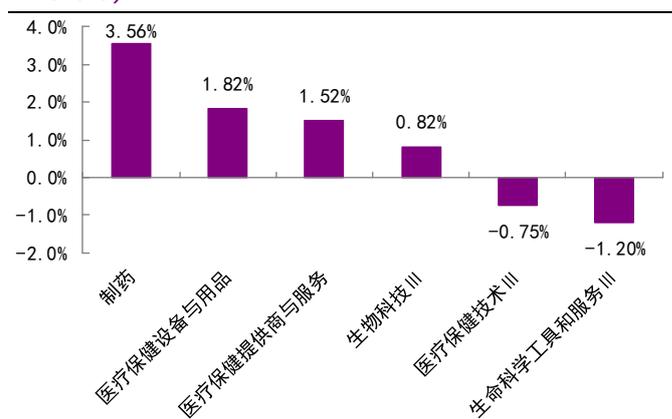
资料来源：Wind、光大证券研究所（注：采用申万行业分类）

图 3：港股医药上周涨跌趋势（4.29-5.3）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 4：港股医药生物板块和子行业上周涨跌幅情况（%，4.29-5.3）



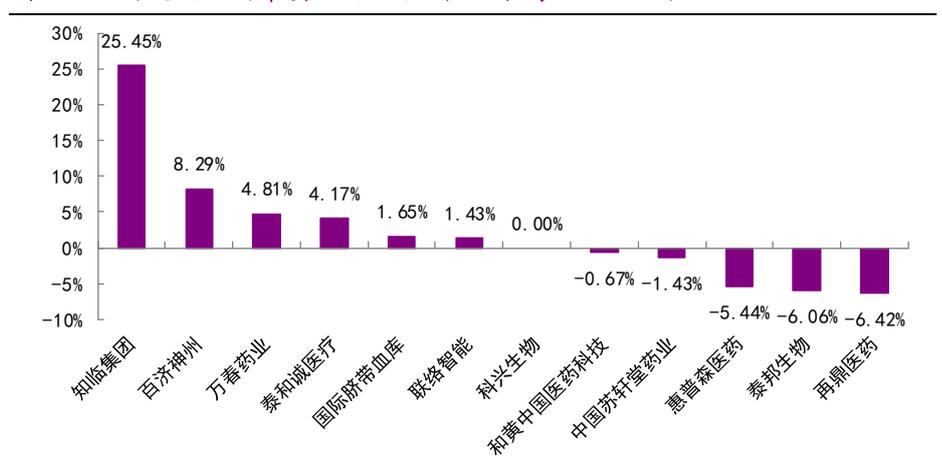
资料来源：Wind、光大证券研究所（注：选取 Wind 行业分类）

表 2：上周 H 股医药行业涨跌幅 Top10（%，4.29-5.3）

排序	证券代码	证券简称	上周涨幅 (%)	排序	证券代码	证券简称	上周跌幅 (%)
1	1011.HK	泰凌医药	40.28	1	1726.HK	HKE HOLDINGS	-14.29
2	1889.HK	三爱健康集团	38.60	2	1298.HK	云能国际	-11.88
3	2211.HK	大健康国际	30.91	3	8379.HK	汇安智能	-7.45
4	8158.HK	中国再生医学	30.43	4	6833.HK	兴科蓉医药	-6.98
5	1349.HK	复旦张江	14.19	5	8437.HK	德斯控股	-6.90
6	0874.HK	白云山	11.40	6	1345.HK	中国先锋医药	-6.38
7	1061.HK	亿胜生物科技	9.90	7	8513.HK	迎宏控股	-6.12
8	1612.HK	永胜医疗	9.52	8	8372.HK	君百延集团	-5.93
9	1302.HK	先健科技	8.97	9	1833.HK	平安好医生	-4.81
10	3869.HK	弘和仁爱医疗	8.40	10	8049.HK	吉林长龙药业	-4.76

资料来源：资料来源：Wind、光大证券研究所（注：采用 Wind 行业分类）

图 5：上周美国医药中资股涨跌幅情况（%，4.29-5.3）



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、本周观点：药店成长持续性和估值优势兼具，布局正当时

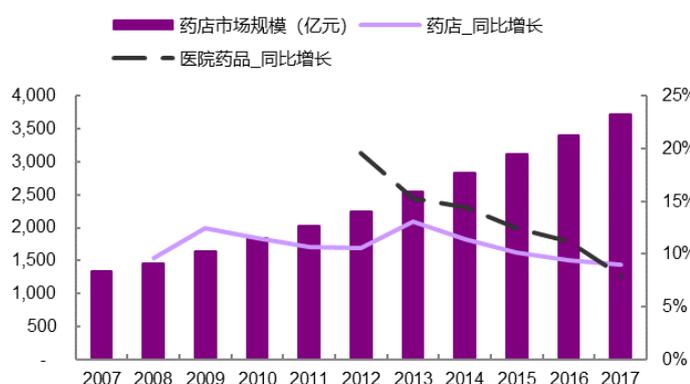
板块普涨过后，整体估值缺乏吸引力，关注成长持续性和估值兼具的个股。年初以来医药板块跟随大盘普涨，上证综指涨幅 23%，医药板块整体涨幅 29%，截至目前医药板块平均市盈率 (TTM) 36 倍，相较于年初已没有太大

估值优势，部分白马公司股价创历史新高。与年初至今板块整体性机会不同，后阶段选股难度将加大，更应关注业绩增长的可持续性。

建议重点关注持续稳健较高增长的药店板块。我们看到，药店板块 19Q1 业绩普遍超预期，远高于行业平均增长。药店行业龙头天花板高，业绩持续性强，当前估值相对较低。当前时点，建议投资者重点关注，推荐**益丰药房、一心堂、大参林、老百姓**：

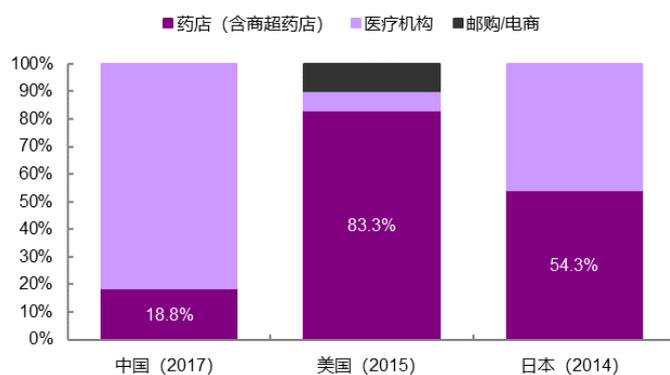
1) 龙头天花板高：17 年我国药店市场规模 3713 亿，增长 9%，占据我国药品终端渠道的 18.8% 份额，远低于美国 83.3%、日本 54.3% 的水平。在带量采购、处方外流等政策预期下，以恒瑞为首的各大药企都在加强药店渠道布局，可以预见，未来药店渠道占比将逐步提升。与此同时，与美国药店市场 CR4 高达 83% 相比，我国龙头药店市占率普遍在 3% 以下，提升空间巨大。

图 6：17 年我国药店市场规模 3713 亿，增长 9%



资料来源：中国药店、中国药学会、麦肯锡、光大证券研究所

图 7：我国药店在药品终端渠道占比远低于美日



资料来源：中康 CMH、IMS、Crecon 研究咨询、光大证券研究所

2) 强者恒强，龙头药店业绩持续性强：药店行业规模效应十分显著，我们看到，药店板块 19Q1 业绩普遍超预期，远高于行业平均增长。规模效应不仅体现在运营成本上，更体现在管理规范性等方面。随着严查执业药师挂靠、医保骗保，未来龙头药店的规模优势将更加显著。

3) 估值有吸引力：益丰药房、一心堂、大参林、老百姓四个纯药店标的在业绩增速 19Q1 总体加速的情况下，估值均处于历史估值中枢以下，当前时点较具性价比。

表 3：四个药店标的业绩情况

证券代码	证券简称	归母净利润增速 (%)							PE		
		13	14	15	16	17	18	19Q1	19E	20E	21E
603939.SH	益丰药房	44.6	41.7	25.2	27.3	40.0	32.8	45.8	39	30	23
002727.SZ	一心堂	31.9	23.4	16.5	2.1	19.6	23.3	33.5	24	19	15
603233.SH	大参林	32.3	34.5	48.9	8.8	10.4	11.9	25.2	29	23	19
603883.SH	老百姓	28.5	25.9	18.8	23.4	24.9	17.3	22.1	32	27	23

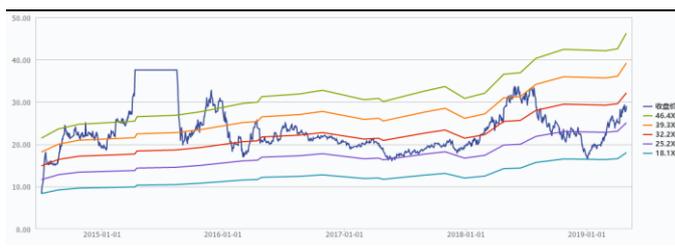
资料来源：Wind、光大证券研究所预测

图 8：益丰药房历史 PE (TTM) 估值情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 9：一心堂历史 PE (TTM) 估值情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 10：大参林历史 PE (TTM) 估值情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 11：老百姓历史 PE (TTM) 估值情况



资料来源：Wind、光大证券研究所

从更长时间维度看，我们继续坚定看好“创新+升级”高景气主线：①创新产业链：创新药+CRO 政策受益明显，推荐康弘药业、泰格医药、石药集团(H)；②健康需求升级：控费免疫且受益消费能力提升，推荐爱尔眼科、长春高新；③医疗器械：医技科室地位提升，国产企业崭露头角，推荐迈瑞医疗、威高股份(H)；④药店：产业链地位、终端价值提升，市场进一步集中，推荐益丰药房。

3、行业政策与公司要闻

3.1、国内市场医药与上市公司新闻

表 4：重点行业政策、要闻核心要点与分析 (4.29-4.30)

领域	日期	政策/要闻	核心要点	影响
流通	4/28	国家药监局发布《药品信息化追溯体系建设导则》和《药品追溯码编码要求》	《建设导则》规定，药品信息化追溯体系应包含药品追溯系统、药品追溯协同服务平台和药品追溯监管系统。 《药品追溯码编码要求》规定了药品追溯码应关联药品上市许可持有人名称、药品生产企业名称、药品通用名、药品批准文号、药品本位码、剂型、制剂规格、包装规格、生产日期、药品生产批号、有效期和单品序列号等信息；应符合以下两项要求中的一项：代码长度为 20 个字符，前 7 位为药品标识码；符合 ISO 相关国际标准(如，ISO/IEC 15459 系列标准)的编码规则。	药品追溯体系建设进一步推进，明确了追溯体系的构成及责任人、追溯码的编码要求，对流通企业的要求提高。
全领域	4/29	国务院办公厅印发《2019 年政务公开工作要点的通知》	要加大医疗服务、药品安全、医保监管、疫苗监管、公立医疗卫生机构绩效考核结果等方面信息公开力度。	医疗、医药、医保、疫苗等各方面的信息公开力度加大，监管趋严，对全行业规范性的要求提升，利好经营规范、管理严格的企业。

资料来源：相关政府网站、医药经济报、药智网、光大证券研究所

表 5: A+H 公司要闻核心要点 (04.29-05.03)

日期	公司	要闻
4/28	明德生物	超敏肌钙蛋白 T (hs-cTnT) 检测试剂盒取得医疗器械注册证
4/29	兴齐眼药	左氧氟沙星滴眼液收到药品注册受理通知书。
4/29	融捷健康	拟以不低 1000 万元转让子公司德国 Saunalux100% 股权。
4/29	康泰生物	副董事长郑海发和监事会主席吕志云拟分别减持不超过 300 万股和 9 万股。
4/29	沃森生物	一种空气过滤系统及其应用收到发明专利证书。
4/29	博晖创新	人凝血酶原复合物获得药品受理通知书。
4/29	绿叶制药 (H)	力扑素作为一线药物写入中国临床肿瘤学会 (CSCO) 原发性肺癌诊疗指南。
4/29	白云山 (A+H)	收到最高法院驳回广东加多宝和加多宝中国虚假宣传及商业诋毁纠纷一案的再审申请的通知。
4/29	药明康德 (A+H)	首次公开发行限售股 6.14 亿股, 上市流通日为 2019 年 5 月 8 日。
4/29	上海医药 (A+H)	全资子公司信谊天平的盐酸二甲双胍片获得 NMPA 批准通过仿制药一致性评价。
4/30	复星医药 (A+H)	(1) 子公司复宏汉霖的阿达木单抗已纳入优先审评程序。(2) 控股子公司凯茂生物的重组人促红素-HyFc 融合蛋白注射液用于治疗肾性贫血获 NMPA 临床试验注册审评受理。

资料来源: 公司公告、光大证券研究所整理

3.2、海外市场医药新闻

➤ 【FDA 警告三种抗失眠药物可诱发异常睡眠行为】

4 月 30 日, FDA 发布安全警告, 称艾司佐匹克隆、扎来普隆、唑吡坦这些常见抗失眠药物会诱发异常睡眠行为, 比如梦游、睡眠驾驶, 从而导致损伤甚至是死亡。FDA 要求在这些抗失眠药物的药品说明书上添加黑框警告, 同时对这些药物的用药指南做出修改。(医药魔方)

➤ 【台湾台康生技授权山德士开发曲妥珠单抗独家权利】

4 月 30 日, 台湾生物技术公司台康生技宣布与诺华旗下仿制药公司山德士 (Sandoz AG) 达成一项独家授权协议, 授权山德士关于台康生技公司 EG12014 除中国大陆以及台湾地区以外其他市场的独家商业化权利。EG12014 是罗氏重磅生物制剂赫赛汀 (通用名: trastuzumab, 曲妥珠单抗) 的生物仿制药。根据协议条款, 台康生技将获得一笔 500 万美元的签约金, 合计 6500 万美元的各阶段里程碑金, 同时还有权获得产品在授权市场未来销售的利润分成付款。(https://www.sandoz.com/news/)

➤ 【“合成致死”疗法新锐 IDEAYA 递交纳斯达克上市申请】

4 月 30 日, 致力于研发合成致死药物和肿瘤免疫疗法的生物技术公司 IDEAYA Biosciences 向美国证券和交易委员会提交了纳斯达克上市申请, 拟募资 7000 万美元, 交易代码为 IDYA。该公司分别于 2016 年 5 月和 2018 年 3 月完成了 4600 万美元 A 轮和 9400 万美元 B 轮的融资, 通和毓承参与投资。(https://www.nasdaq.com/)

➤ 【强生 Erleada 治疗前列腺癌进入 FDA 实时肿瘤学审查】

5 月 1 日, 医药巨头强生旗下杨森制药公司宣布, 已向美国 FDA 提交了一份补充新药申请 (sNDA), 寻求批准 Erleada (apalutamide) 一个新的适应

症,联合雄激素剥夺疗法(ADT)治疗转移性去势敏感性前列腺癌(mCSPC)。FDA 将通过实时肿瘤学审查(RTOR)项目对该 sNDA 进行审查。
(<https://www.fiercepharma.com>)

➤ **【FDA 批准首款登革热疫苗】**

5月2日, FDA 批准赛诺菲巴斯德(Sanofi Pasteur)开发的登革热疫苗 Dengvaxia 上市。这是 FDA 批准的第一款登革热疫苗,它可以用于在 9 到 16 岁人群中预防由所有血清型(1、2、3 和 4 型)登革热病毒造成的登革热。这些患者需要经过检测验证曾经受到过登革热病毒的感染,第二次登革热病毒感染通常会比第一次感染更严重的症状,因此 FDA 批准的这款疫苗可以帮助曾受到登革热病毒感染的人群避免再度患上登革热。
(<https://www.nytimes.com/>)

➤ **【首款每月一次双药 HIV 疗法递交新药申请】**

5月2日,ViiV 公司和杨森公司共同宣布,向 FDA 递交了杨森公司的 rilpivirine 和 ViiV 公司的 cabotegravir 构成的双药 HIV 组合疗法的新药申请。这款双药 HIV 组合疗法的特点在于它只需要每月注射一次就可以控制 HIV 病毒水平,为患者带来便利并且可能提高服药的依从性。如果获得批准,它将成为首款长效注射型双药 HIV 疗法。这一 NDA 是基于名为 ATLAS 和 FLAIR 的关键性 3 期临床试验的结果。在这两项总计包含超过 1100 名患者的试验中, rilpivirine/cabotegravir 每月一次的注射疗法,与标准的每日一次 3 药组合疗法相比,在抑制病毒水平方面具有同样的效果。(药明康德)

➤ **【阿斯利康达成关于创新癌症免疫疗法的研发协议】**

5月3日, Transgene 公司宣布与阿斯利康达成独家授权协议,利用 Transgene 公司独有的下一代病毒技术平台 Invir.IO,共同开发 5 个溶瘤病毒候选疗法。该公司的技术平台能够将外源的转基因导入溶瘤病毒中,从而让溶瘤病毒在发挥裂解肿瘤细胞功能的同时,表达治疗性蛋白,进一步增强溶瘤病毒的疗效。Transgene 将获得 1000 万美元前期付款和可达 300 万美元的临床前里程碑付款。同时,如果阿斯利康行使选择权获取候选疗法的研发权益, Transgene 有权获得进一步付款。(药明康德)

4、上市公司研发进度更新

复星医药的注射用曲妥珠单抗生产申请新进承办。

复星医药的重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液、正大天晴的注射用重组人凝血因子Ⅷ正在进行 3 期临床;恒瑞医药的脯氨酸恒格列净片正在进行 1 期临床。

表 6：国内新药和重磅仿制药审评审批进度更新（04.28~05.05）

公司	药品名称	审批阶段	注册分类	申请类型	备注
复星医药	注射用曲妥珠单抗	新进承办	治疗用生物制品 2	生产	
本周暂无				临床	

资料来源：CDE、光大证券研究所整理

表 7：国内创新药和重磅仿制药临床试验进度更新（04.28~05.05）

公司	药品名称	注册号	临床阶段	试验状态	适应症
复星医药	重组抗 PD-1 人源化单克隆抗体注射液	CTR20190754	3 期	进行中（尚未招募）	广泛期小细胞肺癌
中国生物制药	注射用重组人凝血因子 VIII	CTR20190747	3 期	进行中（尚未招募）	甲型血友病
恒瑞医药	脯氨酸恒格列净片	CTR20190818	1 期	进行中（尚未招募）	2 型糖尿病

资料来源：咸达数据、光大证券研究所整理

表 8：上市公司创新药械引进和授权更新（04.29~05.05）

上市公司	药械名称	授权类型	适应症/靶点	研发进度	合作公司	合作金额
本周暂无						

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

5、一致性评价审评审批进度更新

目前共有 253 个品规正式通过了一致性评价。截至目前，共 187 个品规通过补充申请形式完成一致性评价，66 个品规通过其他渠道完成一致性评价：

- 1) 补充申请路径进展：上周，没有品规正式通过审批（收录进《中国上市药品目录集》）。
- 2) 按新注册分类标准新申请路径进展：上周，没有品规通过该路径正式通过审批。

上周，两大路径下没有品规正式通过一致性评价。

表 9：上周没有品规正式通过了一致性评价（04.29~05.05）

药品名称	剂型	规格	企业名称	上市公司	路径	18 年样本医院销售额	增速	竞争格局（2018 年，原研和已通过一致性评价企业标紫）
本周暂无								

资料来源：CDE、PDB，光大证券研究所（注：A 路径为“补充 BE 后补充申请”；B 路径为“新注册分类标准新申请”。）

6、沪深港通资金流向更新

表 10：沪港深通资金 A 股医药持股每周变化更新（04.29~04.30）

序号	沪港深通资金每周净买入/卖出额前十大医药股				沪港深通资金持仓比例前十大医药股	
	股票简称	净买入额 (万元)	股票简称	净卖出额 (万元)	股票简称	持全部 A 股比例
1	片仔癀	7513	乐普医疗	7029	恒瑞医药	12.98%
2	仁和药业	7430	云南白药	3092	泰格医药	8.98%
3	康恩贝	5523	东阿阿胶	3021	云南白药	8.14%
4	华东医药	5211	鱼跃医疗	2809	华润三九	7.88%
5	一心堂	3899	紫鑫药业	2245	益丰药房	7.79%
6	誉衡药业	3118	海普瑞	2157	爱尔眼科	7.31%
7	智飞生物	2907	迈瑞医疗	2015	东阿阿胶	6.97%
8	人福医药	2863	药石科技	1714	一心堂	6.27%
9	丽珠集团	2554	白云山	1454	通化东宝	6.06%
10	步长制药	2237	长春高新	1407	国药一致	3.54%

资料来源：港交所、光大证券研究所整理

表 11：沪港深通资金 H 股医药持股每周变化更新（04.29~05.03）

序号	沪港深通资金每周净买入/卖出额前十大医药股				沪港深通资金持仓比例前十大医药股	
	股票简称	净买入额 (万元)	股票简称	净卖出额 (万元)	股票简称	持全部港股比例
1	东阳光药	7633	石药集团	4243	绿叶制药	18.71%
2	国药控股	5287	阿里健康	1426	环球医疗	16.51%
3	白云山	2060	三生制药	1286	东阳光药	16.32%
4	绿叶制药	1370	中国生物制药	714	先健科技	13.10%
5	药明康德	1101	药明生物	712	山东新华制药股份	12.31%
6	康哲药业	983	复星医药	566	中国中药	9.97%
7	上海医药	813	环球医疗	458	金斯瑞生物科技	8.56%
8	中国中药	640	微创医疗	398	同仁堂科技	8.18%
9	联邦制药	439	四环医药	177	联邦制药	7.38%
10	丽珠医药	419	平安好医生	161	石四药集团	6.26%

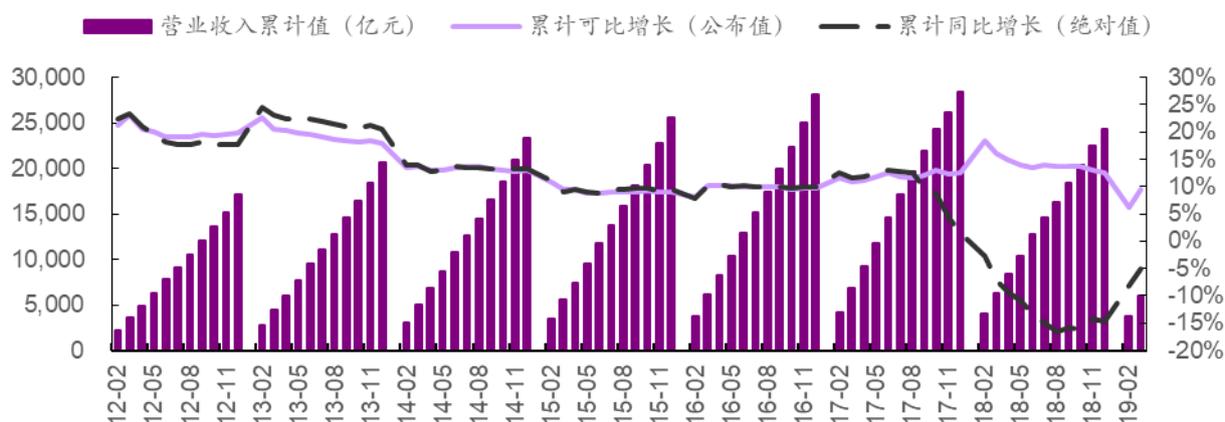
资料来源：港交所、光大证券研究所整理

7、重要数据库更新

7.1、3 月收入利润均回暖，主要和基数效及恢复采购有关

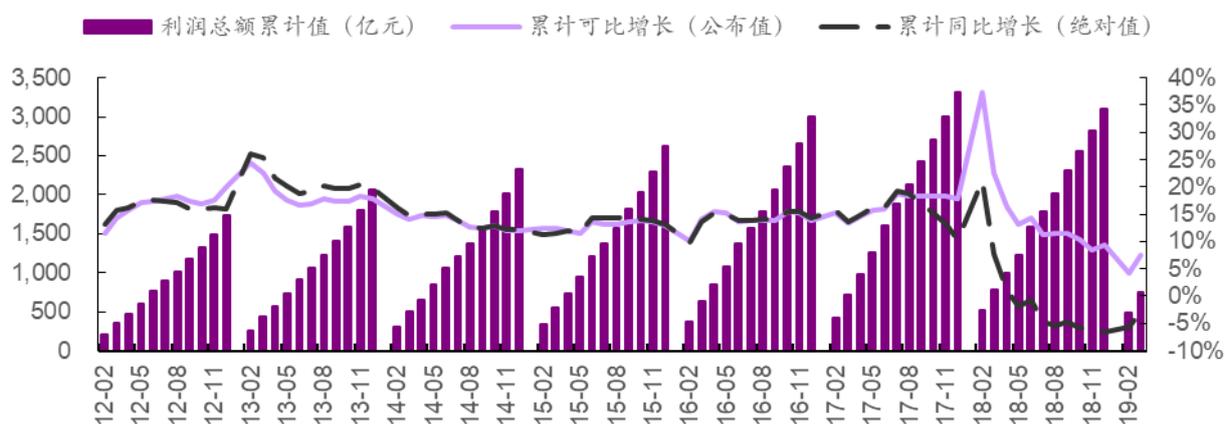
2019M1-3 工业端累计收入和利润增速均回暖。2019M1-3 医药制造业收入、营业成本和利润总额分别增长 9.4%、8.6%和 7.6%，分别相对 19M1-2 提升 3.3pp、3.4pp 和 3.4pp。以上为增速公布值，若计算公布绝对值相比去年同期的增速，则收入、营业成本和利润总额分别同比下滑 5%/11%/3%。若看单月数据，2019M3 医药制造业收入、营业成本和利润总额分别同比增长 15.4%、14.5%和 14.3%，均相 2019M1-2 有大幅明显提升，主要原因是 18M3 为相对低点，19M3 同比存在一定的基数效应；另外“4+7”正式执行后，3 月已进入按新价格采购阶段，总体相比 2019M1-2 会有较好恢复。

图 12：医药制造业累计收入及增长情况：公布值继续下滑（2012.02~2019.03）



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

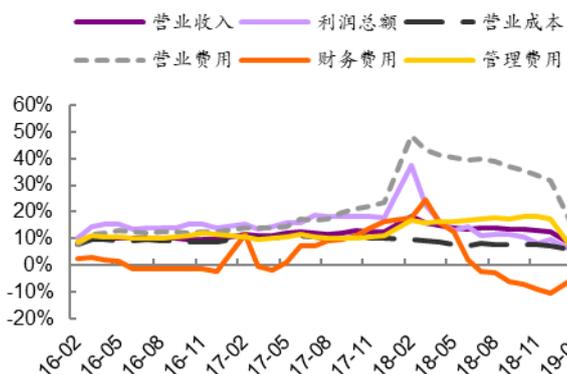
图 13：医药制造业累计利润总额及增长情况：公布值继续下滑（2012.02~2019.03）



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

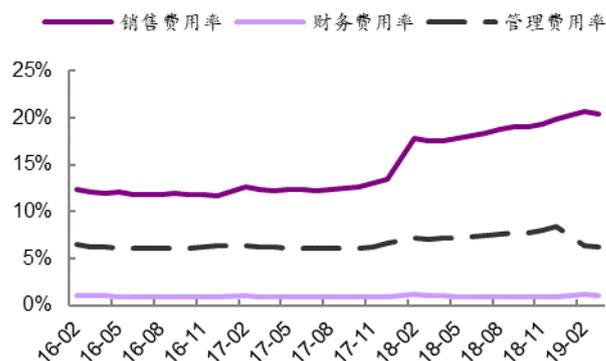
期间费用率分析：2019M1-3 销售费用率为 20.3%，同比提升 2.8pp，主要仍是低开转高开以及新建直营体系增加营销开支的影响；环比则下降 0.4pp，基本保持稳定。2019M1-3 管理费用率为 6.2%，同比下降 0.9pp，环比下降 0.2pp，预计是纳入统计规模以上企业规模更大所致。2019M1-3 财务费用率仅为 1.0%，同比下降 0.1pp，对制造业利润影响较小。

图 14: 医药制造业累计指标同比增速变化情况



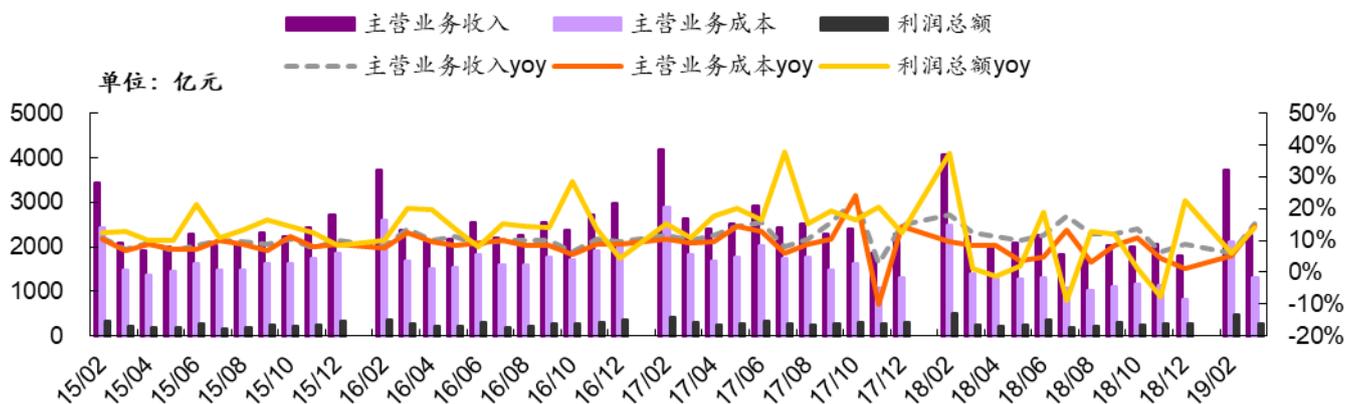
资料来源: 国家统计局、光大证券研究所整理

图 15: 医药制造业期间费用率变化情况



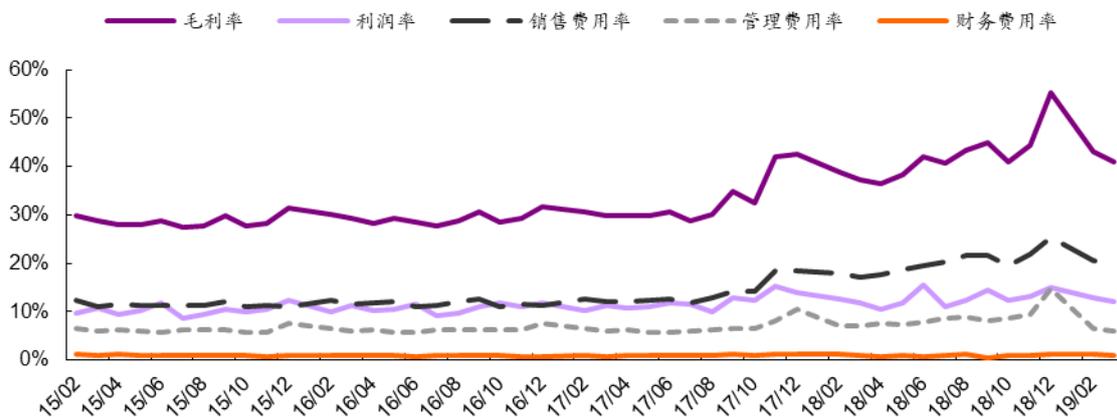
资料来源: 国家统计局、光大证券研究所整理

图 16: 医药制造业单月期间费用及其增长情况



资料来源: 国家统计局、光大证券研究所整理

图 17: 医药制造业单月财务比率变化情况

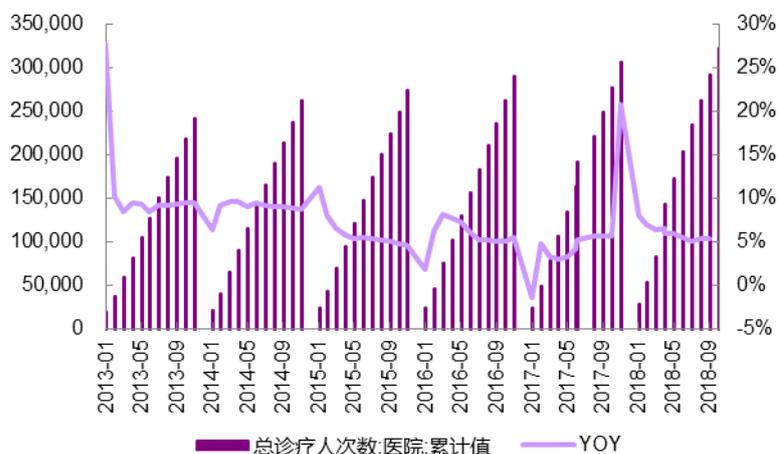


资料来源: 国家统计局、光大证券研究所整理

7.2、三季度三级医院诊疗人次增速继续领跑

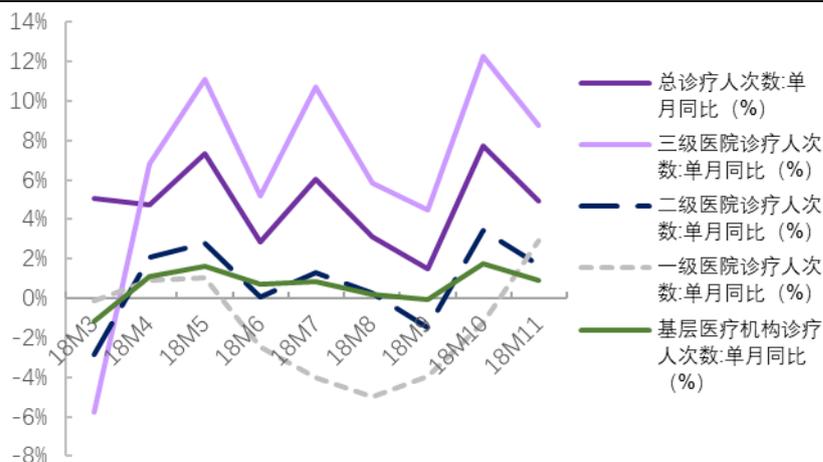
18M1-11 三级医院诊疗人次增长最快，或与城镇化进程及人们健康意识提升相关。2018M1-11，全国医疗卫生机构总诊疗人次达 72.5 亿人次，同比上升 3%；其中（1）医院 32.3 亿人次，同比上升 5.3%；公立医院 27.6 亿，同比上升 4.2%；三级医院总诊疗人次 16.5 亿，同比上升 8%；二级医院总诊疗人次 11.8 亿，同比上升 2.4%；一级医院总诊疗人次 2 亿，同比上升 0.3%；民营医院 4.7 亿，同比上升 11.9%；（2）基层医疗卫生机构总诊疗人次 40.2 亿，同比上升 1.5%；社区卫生服务中心 5.6 亿，同比上升 6.6%；乡镇卫生院 7.7 亿，同比上升 1.5%。我们认为，医院增速高于基层医疗机构、三级医院增速高于二级高于一级医院，主要是由城镇化导致基层市场人口净流出导致。单看三级医院诊疗人次 2018M11 同比+9%，M10 同比+12.3%，主要与入冬后流感盛行有关。民营医院体量较小但呈高速增长趋势。

图 18：医院总诊疗人次累计值变化（截至 2018M11）



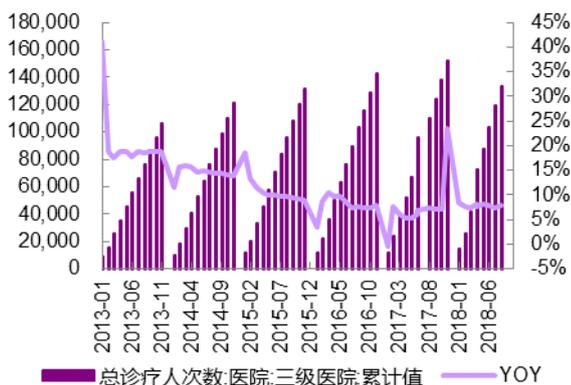
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 19：医院总诊疗人次累计值变化（截至 2018M11）



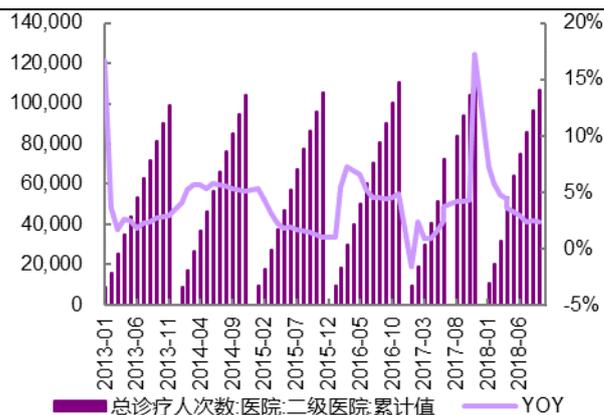
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 20: 三级医院总诊疗人次累计值变化 (截至 2018.11)



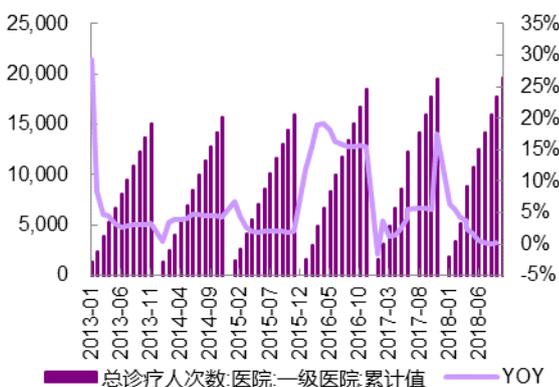
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 21: 二级医院总诊疗人次累计值变化 (截至 2018.11)



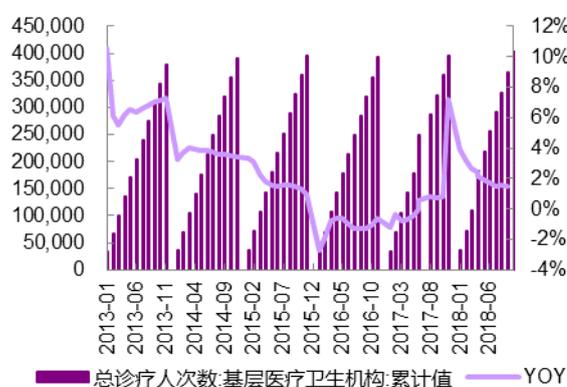
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 22: 一级医院总诊疗人次累计值变化 (截至 2018.11)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 23: 基层机构总诊疗人次累计值变化 (截至 2018.09)

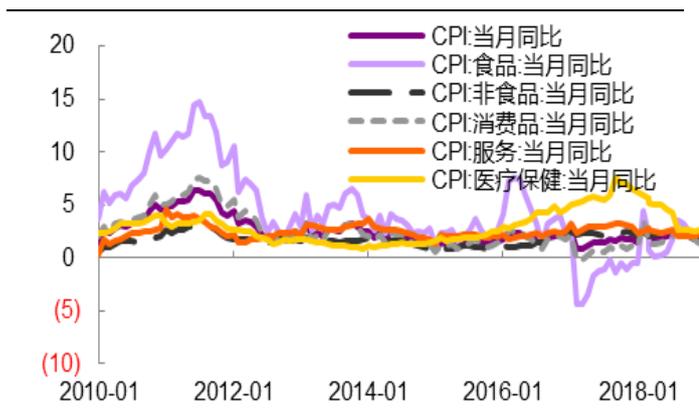


资料来源: Wind、光大证券研究所

7.3、3 月整体 CPI 有所回涨，中西药 CPI 继续领跑

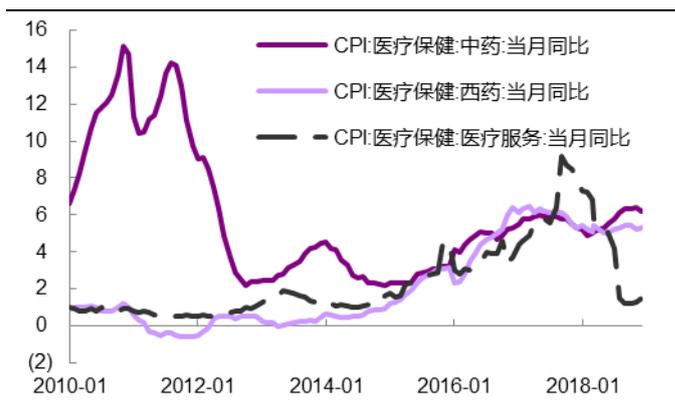
3 月整体 CPI 上涨，医疗保健小幅度下降，中药、医疗服务 CPI 领跑。3 月份，整体 CPI 指数 2.3，环比上涨 0.8 个百分点，同比上涨 0.2 个百分点，其中食品 CPI 指数上涨最多，达到 3.4 个百分点，消费品上涨 1.3 个百分点，非食品上涨 0.1 个百分点。3 月医疗保健 CPI 指数为 2.7，同比下降 3 个百分点，环比下降 0.1 个百分点；其中中药 CPI 指数为 6.0、西药 CPI 为 5.0，分别环比下降 0.3、0.4 个百分点。医疗服务 CPI 为 1.6，环比上涨 0.1 个百分点。医疗保健价格指数整体略有下降，中药、医疗服务价格指数继续领跑。

图 24：医疗保健 CPI 高位有所回落（截至 2019.03）



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 25：医疗保健子类 CPI 比较（截至 2019.03）



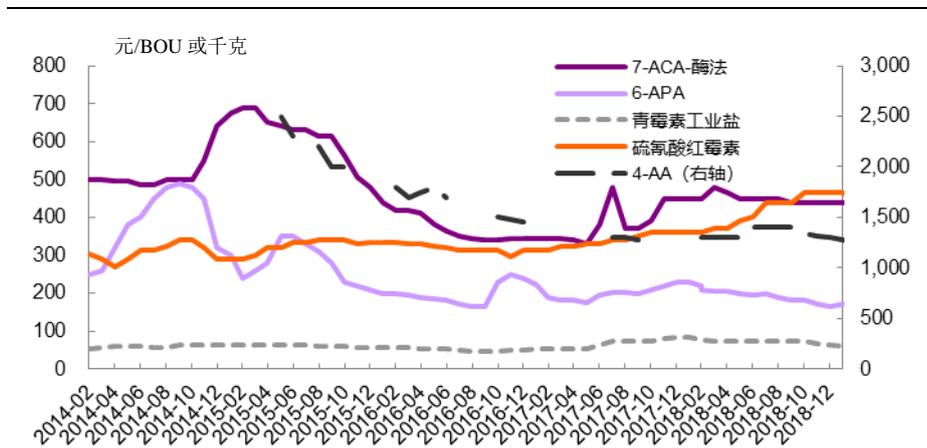
资料来源：Wind、光大证券研究所

7.4、部分维生素价格上涨，抗生素原料药价格下跌

6-APA、青霉素工业盐和硫氰酸红霉素价格持续下跌。截至 2019 年 3 月，青霉素工业盐报 55 元/BOU,环比上月下跌 7%；6-APA 价格报 165 元/kg,环比上月下跌 4%；硫氰酸红霉素价格 435 元/kg,环比上月下跌 2%。4-AA 价格报 1500 元/kg, 7-ACA 价格报 440 元/kg, 环比持平。

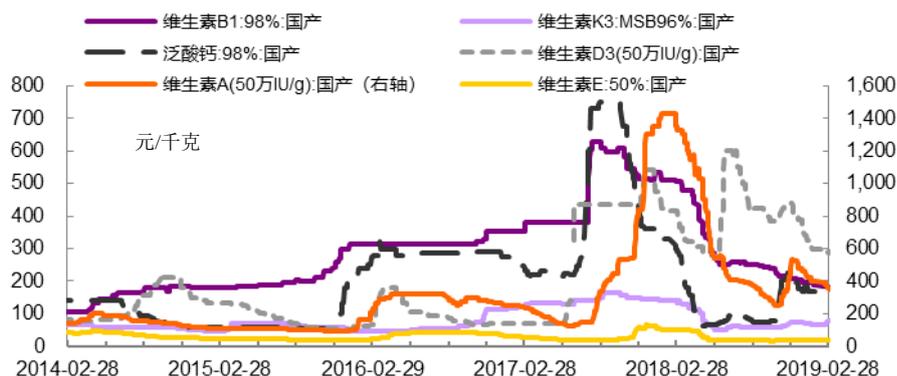
泛酸钙价格上涨,赖诺普利价格下降,缬沙坦大幅涨价后继续上涨。截至 2019 年 5 月 5 日,泛酸钙价格报 370 元/kg,环比上周继续上涨 4%；维生素 K3 价格报 100 元/kg,环比上周继续上涨 3%；维生素 A 价格报 375 元/kg,维生素 B1 价格报 180 元/kg,维生素 E 报 42.5 元/kg,维生素 D3 价格报 292.5 元/kg,环比上周持平。截至 2019 年 3 月,厄贝沙坦价格报 750 元/kg,环比上涨 15.38%；缬沙坦报 1750 元/kg,自去年底增长 100%后,继续上涨 6.06%；阿托伐他汀钙价格报 1900 元/kg,阿司匹林报 25 元/kg,环比均无差异；赖诺普利报 3250 元/kg,环比下降 20.73%。

图 26：重要抗生素原料药价格走势（月，截至 2019.03）



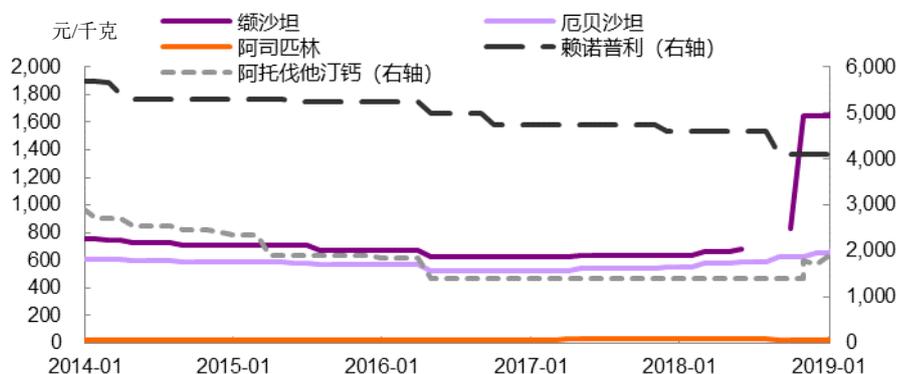
资料来源：Wind、光大证券研究所

图 27: 重要维生素原料药价格走势 (日, 截至 2019.05.05)



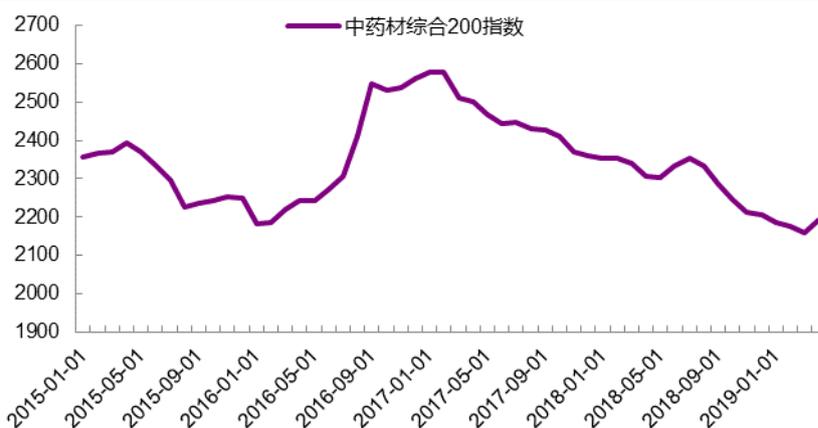
资料来源: Wind、光大证券研究所

图 28: 重要心血管类原料药价格走势 (月, 截至 2019.3)



资料来源: Wind、光大证券研究所

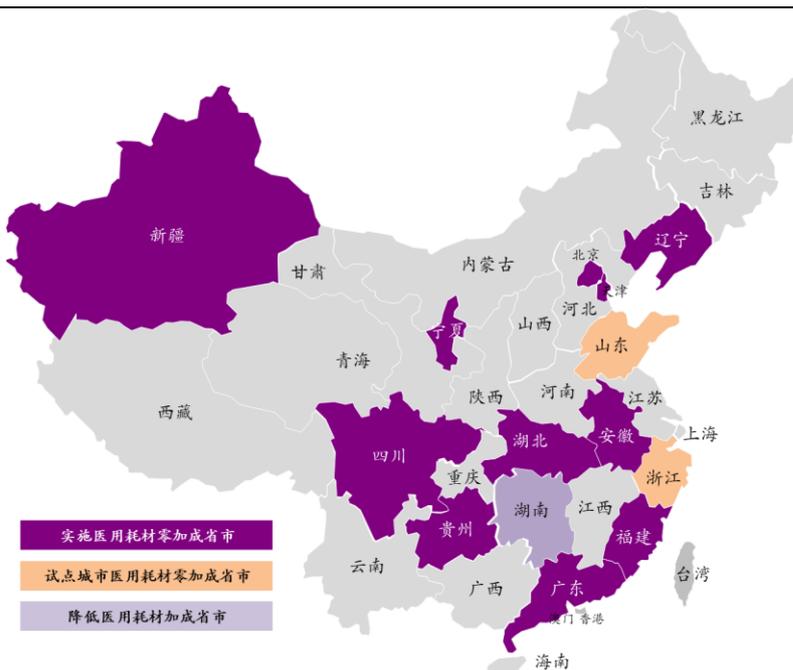
图 29: 中药材价格指数走势 (截至 2019.03)



资料来源: 中药材天地网、光大证券研究所

中药材价格指数回落。中药材综合 200 指数 2019 年 3 月收 2188.28 点, 环比上月下降 0.49%, 继续下降趋势; 同比去年下跌 6.18%。我们分析认为 3 月指数继续回落可能是近期市场交易较为缓慢所致, 不改今年整体平稳走势

图 32：医用耗材零加成进展梳理（截至 2019 年 05 月 03 日）



资料来源：各省卫计委官网、各省药品耗材集采平台、商务部、光大证券研究所整理

7.8、新版医保目录：本期无新增

新版医保目录计划 7 月发布常规目录，9-10 月发布谈判目录。正式方案相比之前征求意见稿而言，有几点调整：1) 正式目录发布时间延后 1~2 月；2) 将“适当扩大目录范围”修改为“适当调整目录范围”，预计本次调整会建立医保目录退出机制，包括专家评审后认为临床价值不高，已经可以被完全替代的品种可能会被调出目录，此外 OTC 药品本次调整不再新增；3) 遴选专家从 20000 人扩大到 25000 人，还要求保证一定的基层医疗机构专家，主要体现了对分级诊疗的倾斜。

图 33：新版医保目录落地执行情况（截至 2019 年 05 月 03 日）



资料来源：各省人社厅官网、光大证券研究所整理

8、本周重要事项预告

表 12：本周股东大会信息 (5.6-5.10)

代码	名称	会议日期	会议类型
603811.SH	诚意药业	2019-05-06	股东大会
603229.SH	奥翔药业	2019-05-06	股东大会
600479.SH	千金药业	2019-05-06	股东大会
300765.SZ	新诺威	2019-05-06	临时股东大会
300181.SZ	佐力药业	2019-05-06	股东大会
600587.SH	新华医疗	2019-05-07	股东大会
300558.SZ	贝达药业	2019-05-07	股东大会
002880.SZ	卫光生物	2019-05-07	股东大会
002433.SZ	太安堂	2019-05-07	股东大会
002382.SZ	蓝帆医疗	2019-05-07	股东大会
000566.SZ	海南海药	2019-05-07	临时股东大会
000518.SZ	四环生物	2019-05-07	股东大会
002566.SZ	益盛药业	2019-05-08	股东大会
000788.SZ	北大医药	2019-05-08	股东大会
300562.SZ	乐心医疗	2019-05-08	股东大会
603963.SH	大理药业	2019-05-09	股东大会
600867.SH	通化东宝	2019-05-09	股东大会
600511.SH	国药股份	2019-05-09	临时股东大会
300723.SZ	一品红	2019-05-09	临时股东大会
300108.SZ	吉药控股	2019-05-09	临时股东大会
603351.SH	威尔药业	2019-05-10	股东大会
600557.SH	康缘药业	2019-05-10	股东大会
600420.SH	现代制药	2019-05-10	股东大会
600380.SH	健康元	2019-05-10	股东大会
600080.SH	金花股份	2019-05-10	股东大会
300705.SZ	九典制药	2019-05-10	股东大会
300239.SZ	东宝生物	2019-05-10	股东大会
002788.SZ	鹭燕医药	2019-05-10	股东大会
000952.SZ	广济药业	2019-05-10	股东大会

资料来源：Wind、光大证券研究所

表 13：本周医药股解禁信息 (5.6-5.10)

代码	简称	解禁日期	解禁数量(万股)	变动前 (万股)			变动后 (万股)			解禁股份类型
				总股本	流通 A 股	占比(%)	总股本	流通 A 股	占比(%)	
600285.SH	羚锐制药	2019-05-06	5,688.62	58,644.91	52,956.29	90.30	58,644.91	58,644.91	100.00	定向增发机构配售股份
300642.SZ	透景生命	2019-05-08	24.15	9,084.32	5,326.65	58.64	9,084.32	5,350.80	58.90	股权激励限售股份
603259.SH	药明康德	2019-05-08	61,442.75	117,006.23	10,419.86	8.91	117,006.23	71,862.61	61.42	首发原股东限售股份
600422.SH	昆药集团	2019-05-09	141.96	76,239.20	75,869.30	99.51	76,239.20	76,011.26	99.70	股权激励限售股份
603707.SH	健友股份	2019-05-09	65.17	55,289.99	28,460.41	51.47	55,289.99	28,525.58	51.59	股权激励限售股份
000597.SZ	东北制药	2019-05-10	7,509.99	60,719.91	47,338.23	77.96	60,719.91			定向增发机构配售股份

资料来源：Wind、光大证券研究所

9、光大医药近期研究报告回顾

表 14：光大医药近期研究报告列表（自 2019 年 4 月以来）

序号	报告类型	报告标题	行业公司	评级	发布日期
1	跨市场公司动态	工商协同发力，全新新药再起航	上海医药	买入	2019-05-03
2	公司简报	新业务仍处投入期，新产能保障高增长	昭衍新药	买入	2019-05-01
3	跨市场公司简报	平台型 CRO 巨头优势尽显，充分受益全球创新浪潮	药明康德	买入	2019-05-01
4	公司简报	19Q1 利润增速回升，管理层调整期待积极变化	同仁堂	增持	2019-04-30
5	公司简报	IVD 龙头潜质渐显，高基数下业绩仍靓丽	安图生物	买入	2019-04-30
6	公司简报	业绩超预期，两大板块双双提速	华东医药	增持	2019-04-30
7	公司简报	业绩低于预期，康柏西普利润占比大幅提升	康弘药业	增持	2019-04-30
8	公司简报	分销持续领跑地位稳固，零售工业助净利率提升	柳药股份	买入	2019-04-30
9	公司简报	纯内生较快增长，现金流持续改善	润达医疗	买入	2019-04-30
10	公司简报	业绩增速如期恢复，静待激励落地后全面起航	云南白药	买入	2019-04-30
11	公司简报	HPV 疫苗驱动高增长，自产疫苗梯队逐步丰富	智飞生物	买入	2019-04-30
12	公司简报	业绩超预期，并购后继发力，经营持续转暖	大参林	买入	2019-04-30
13	海外公司简报	一季度业绩超预期，可威保持强劲增长	东阳光药	买入	2019-04-29
14	公司简报	业绩略超预期，经营效率继续提升一	迈瑞医疗	买入	2019-04-29
15	公司简报	延续经营改善趋势，积极拥抱处方外流	老百姓	买入	2019-04-29
16	公司简报	业绩符合预期，同比高基数下增速可观	片仔癀	买入	2019-04-29
17	行业周报	后“年报季”聚焦高景气领域，关注业绩增长可持续性	医药生物	增持	2019-04-28
18	公司简报	业绩继续较高增长，主业有望提速	京新药业	买入	2019-04-28
19	公司简报	业绩超预期，19 年将是扩店和业绩加速增长之年	一心堂	买入	2019-04-28
20	公司简报	高基数拖累表现增速，经营现金流明显改善	通化东宝	增持	2019-04-28
21	公司简报	19Q1 业绩略超预期，有望持续较高增长	泰格医药	买入	2019-04-27
22	公司简报	内生保持 30% 左右较高增长，NeoVas 快速放量	乐普医疗	买入	2019-04-27
23	公司简报	储备项目丰富，产能瓶颈逐步破除	药石科技	增持	2019-04-26
24	公司简报	内生延续强劲增长，消费升级动力不竭	爱尔眼科	买入	2019-04-26
25	公司简报	走出低点，逐季向好	安科生物	买入	2019-04-25
26	公司简报	分销业务转型创新，零售改善扩张并重	国药一致	买入	2019-04-25
27	公司动态	次新转盈，并购提速，19 年或迎业绩向上拐点	大参林	买入	2019-04-25
28	公司简报	“4+7”窗口期影响短期销售，产品梯队渐成中长期前景乐观	信立泰	增持	2019-04-23
29	公司动态	业绩符合预期，三大板块齐头并进	迈瑞医疗	买入	2019-04-23
30	公司简报	资产减值损失拖累利润表现，现金流转正预示经营质量改善	润达医疗	买入	2019-04-23
31	行业周报	医保目录调整方案落地，创新药放量预期加速	医药生物	增持	2019-04-22
32	公司动态	业绩稳健增长，创新+国际化布局崭露头角	华东医药	增持	2019-04-21
33	公司简报	金赛增速超预期，机制突破迎来“双升”	长春高新	买入	2019-04-19
34	公司简报	清库存拖累短期业绩，三代胰岛素蓄势待发	通化东宝	增持	2019-04-18
35	公司简报	借并购分享体外培育医院成长，业绩高增长延续	爱尔眼科	买入	2019-04-18
36	行业深度	老龄化孕育巨大养老需求，政策变化引发主题投资机会	医药生物	增持	2019-04-17
37	公司简报	业绩稳健增长，创新龙头步入收获时代	恒瑞医药	增持	2019-04-17
38	公司简报	新建并购快速扩张，股票激励恰逢其时	益丰药房	买入	2019-04-15
39	公司简报	品牌知名度扩大，产品增长持续可期	片仔癀	买入	2019-04-15
40	行业周报	国企改革风云再起，继续建议关注医药国企改革机会	医药生物	增持	2019-04-14
41	公司简报	门冬胰岛素获得报产受理，胰岛素产品集群逐步成型	通化东宝	增持	2019-04-11
42	公司简报	业绩符合预期，视光业务有望成为最大增长亮点	爱尔眼科	买入	2019-04-11
43	公司简报	医药国企改革新标杆，激励助力盈利改善和创新升级	上海医药	买入	2019-04-11
44	公司简报	快速扩店储备成长动能，2019 年有望保持高增长	益丰药房	买入	2019-04-10

资料来源：光大证券研究所

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	
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	17A	18E	19E	本次	变动
000028	国药一致	47.13	2.83	3.12	3.57	17	15	13	1.7	1.6	1.4	买入	维持
000538	云南白药	88.50	3.18	3.61	4.16	28	25	21	4.7	4.3	3.9	买入	维持
000661	长春高新	304.01	5.92	7.95	10.48	51	38	29	9.8	7.9	6.4	买入	维持
002020	京新药业	11.99	0.51	0.66	0.83	23	18	15	2.4	2.1	1.9	买入	维持
002727	一心堂	29.05	0.92	1.19	1.50	32	24	19	4.1	3.5	3.0	买入	维持
002773	康弘药业	49.95	1.03	1.34	1.66	48	37	30	8.2	6.9	5.9	增持	维持
300003	乐普医疗	26.64	0.68	0.99	1.31	39	27	20	7.5	6.0	4.8	买入	维持
300009	安科生物	15.27	0.25	0.33	0.44	61	46	35	8.4	7.3	6.5	买入	维持
300015	爱尔眼科	37.33	0.42	0.59	0.78	88	63	48	15.6	12.9	11.2	买入	维持
300122	智飞生物	43.10	0.91	1.54	2.25	48	28	19	16.5	11.8	8.4	买入	维持
300347	泰格医药	66.40	0.94	1.38	1.85	70	48	36	12.4	9.7	8.1	买入	维持
300760	迈瑞医疗	140.84	3.06	3.78	4.52	46	37	31	11.3	9.2	7.6	买入	维持
600436	片仔癀	115.30	1.89	2.54	3.40	61	45	34	13.9	11.2	9.0	买入	维持
601607	上海医药	19.68	1.37	1.51	1.72	14	13	11	1.4	1.3	1.2	买入	维持
603108	润达医疗	12.66	0.45	0.61	0.74	28	21	17	2.9	2.6	2.3	买入	维持
603127	昭衍新药	46.40	0.67	1.30	1.74	69	36	27	11.5	6.9	5.7	买入	维持
603233	大参林	47.90	1.33	1.68	2.08	36	29	23	6.3	5.5	4.6	买入	维持
603259	药明康德	88.52	1.93	1.92	2.43	46	46	37	5.9	5.3	4.8	买入	维持
603368	柳药股份	36.52	2.04	2.60	3.15	18	14	12	2.5	2.0	1.8	买入	维持
603658	安图生物	64.94	1.34	1.70	2.17	48	38	30	14.1	11.8	9.6	买入	维持
603883	老百姓	58.06	1.52	1.82	2.19	38	32	27	5.5	4.5	4.1	买入	维持
603939	益丰药房	60.05	1.11	1.53	2.02	54	39	30	5.6	5.3	4.8	买入	维持
000963	华东医药	34.90	1.55	1.90	2.24	22	18	16	5.1	4.2	3.4	增持	维持
600276	恒瑞医药	65.75	0.92	1.42	1.83	72	46	36	14.7	9.8	7.8	增持	维持
002294	信立泰	24.06	1.39	1.17	1.23	17	21	20	3.8	3.6	3.3	增持	维持
300725	药石科技	91.18	1.21	1.80	2.56	75	51	36	16.7	12.9	9.9	增持	维持
600085	同仁堂	31.17	0.83	0.86	0.94	38	36	33	4.6	4.3	4.1	增持	维持
600867	通化东宝	15.80	0.41	0.49	0.60	38	32	26	6.8	6.0	5.3	增持	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 04 月 30 日

光大医药组 H 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(港元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	18A	19E	20E	本次	变动
1093.HK	石药集团	15.22	0.50	0.62	0.76	26	21	17	4.7	4.0	3.3	买入	维持
0570.HK	中国中药	4.47	0.29	0.36	0.44	13	11	7	1.1	1.0	0.9	买入	维持
1066.HK	威高股份	7.70	0.33	0.40	0.47	20	16	12	2.0	1.8	1.6	买入	维持
3933.HK	联邦制药	4.61	0.32	0.43	0.50	12	9	7	1.1	0.9	0.8	买入	维持
2186.HK	绿叶制药	7.46	0.40	0.49	0.59	16	13	9	2.6	2.1	1.8	买入	维持
1558.HK	东阳光药	38.40	2.09	2.46	2.83	16	13	10	4.3	3.0	2.5	买入	维持
0853.HK	微创医疗	7.55	0.11	0.12	0.19	59	56	29	2.9	2.8	2.6	买入	维持
1177.HK	中国生物制药	7.70	0.73	0.24	0.28	9	27	20	2.8	2.6	2.5	买入	维持
1530.HK	三生制药	14.62	0.50	0.60	0.70	25	21	15	3.7	3.1	2.7	买入	维持
1061.HK	亿胜生物	7.45	0.34	0.43	0.52	19	15	10	3.8	3.5	2.8	买入	维持

0512.HK	远大医药	4.55	0.23	0.28	0.36	17	14	9	1.6	1.6	1.4	增持	维持
---------	------	------	------	------	------	----	----	---	-----	-----	-----	----	----

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 5 月 3 日, 汇率 1HKD=0.855RMB

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的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 2019 版权所有。

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