

医药行业2019年下半年投资策略交流

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

中国银河证券研究院 医药团队

余宇

执业证书编号：S0130519010003

孟令伟、刘晖

2019年7月

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

CONTENTS

(一) 医药行业多维数据

(二) 19H2：政策持续扰动，行业分化加剧

(三) 投资策略

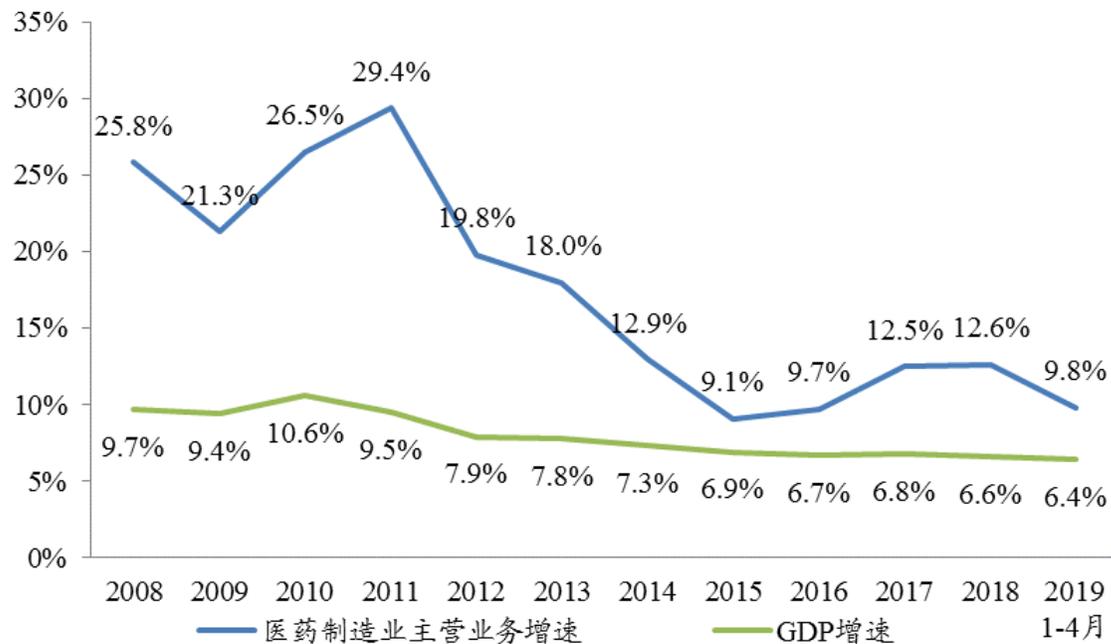
(四) 重点推荐公司

I.I 行业多维数据：医药制造业增速

医药制造业增速高于 GDP 增速

近年来，随着基数的增大，中国医药制造业主营收入增速逐渐放缓，但仍将保持快于GDP的增速。其中17、18年由于两票制导致增速虚高，2019年以来增速恢复正常。

中国医药制造业增速与 GDP 增速对比



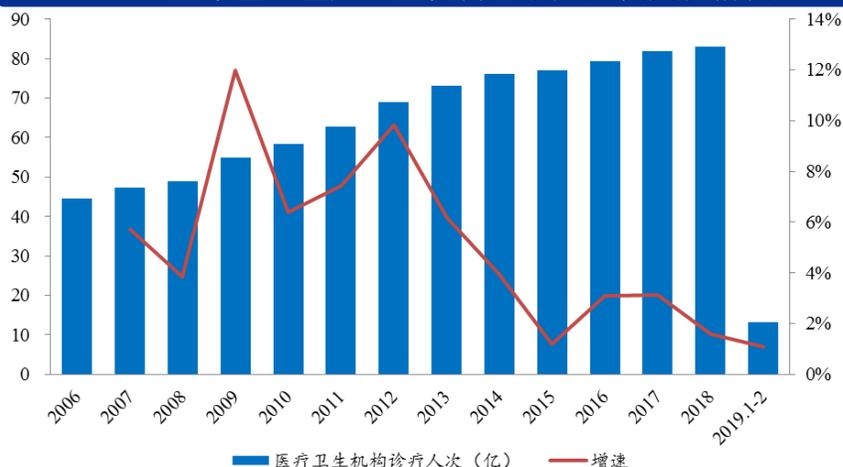
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

I.2 行业多维数据：医疗服务增速

医疗机构及医院业务量增速逐步回落

2012-2015年医疗机构业务量增速在2012年高增速的基础上逐步回落。在2016-2017年增速短暂回升后，2017至今医疗机构业务量增速继续回落。

2006至今全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况



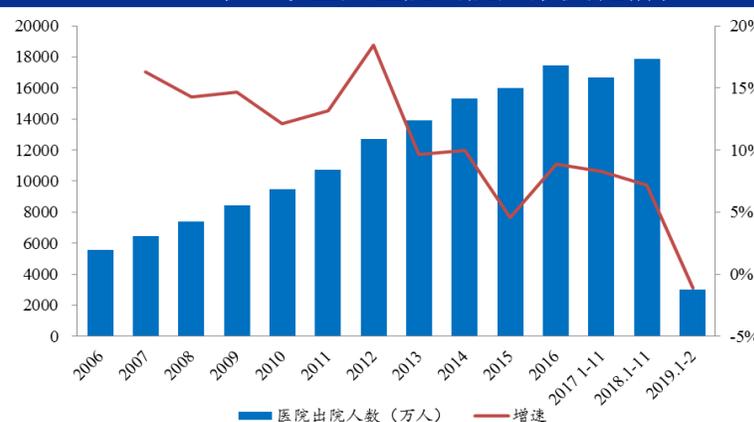
2006年至今全国医院诊疗人次变化情况 (亿人次)



2006年至今全国医疗卫生机构出院人数变化情况



2006年至今全国医院出院人数变化情况



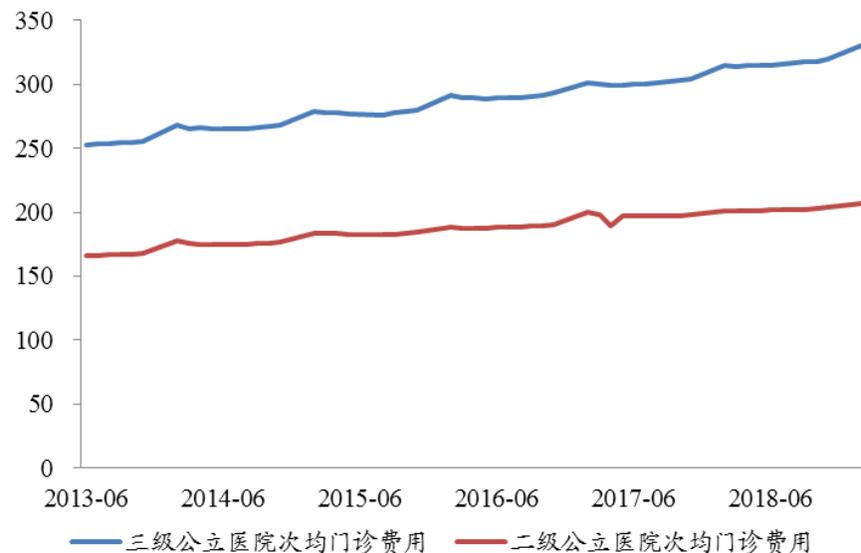
资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

I.2 行业多维数据：医疗服务增速

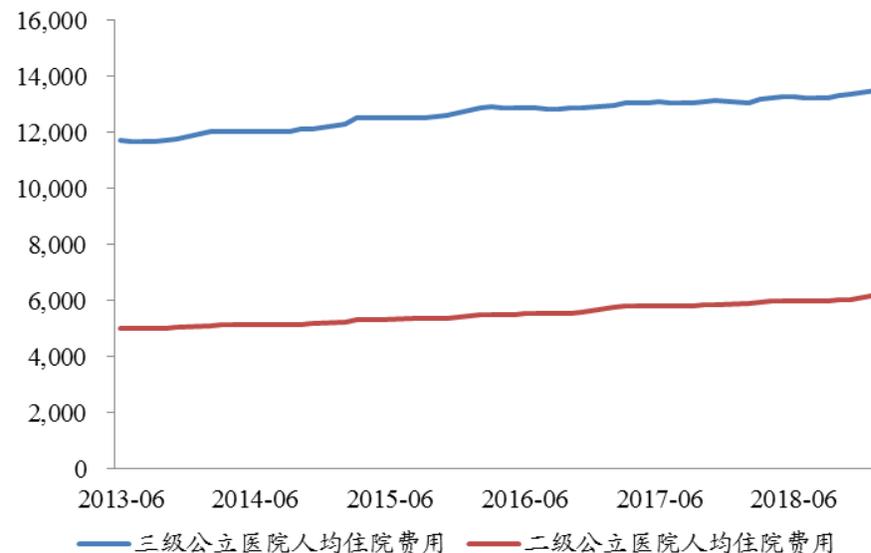
中国公立医院次均门诊费用和人均住院费用稳步提升

中国人均医疗费用稳步上升。从2013年6月至2019年2月，中国三级公立医院和二级公立医院医疗费用统计中，次均门诊费用从253.0元和166.3元分别提高到330.0元和206.5元；人均住院费用从11717元和5016元分别提高到13564元和6257元。

公立医院次均门诊费用统计（元）



公立医院人均住院费用统计（元）



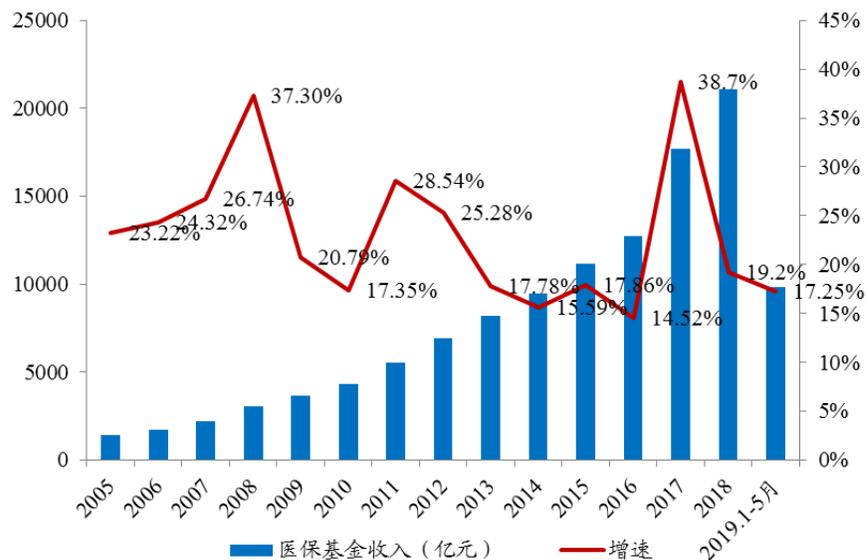
资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

I.3 行业多维数据：医保支付能力

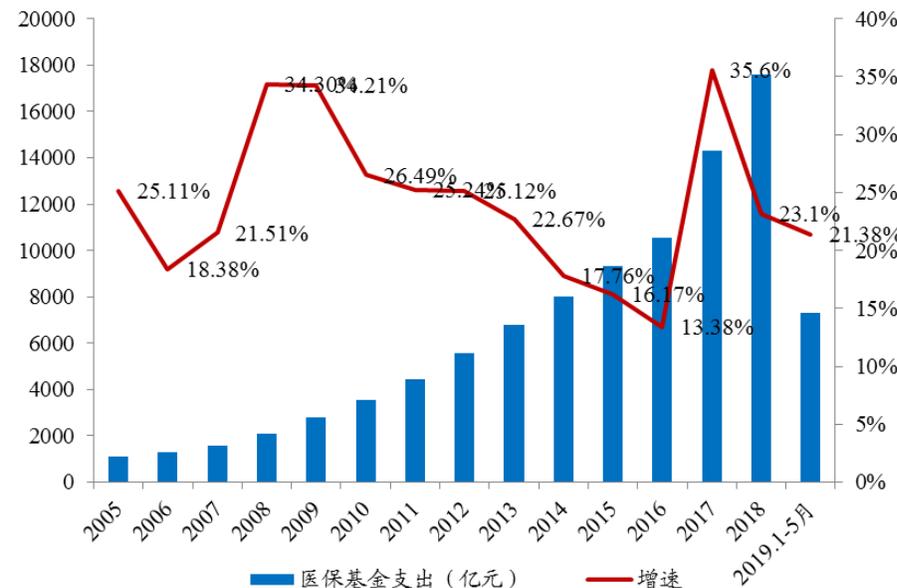
中国医保基金运行维持高位

医保基金是中国当前医疗卫生体制下主要的支付方，也是行业长期增速的核心来源。当前中国医保基金收入维持15%以上的较高增速。其中，受城镇居民基本医疗保险和新型农村合作医疗“两保合一”影响，2017年、2018年医保基金收入、支出均出现异常高的增速，但是截至2018年末，“两保合一”的影响已基本消退。2019年1-5月医保基金收入同比增长17.25%，医保基金支出增长21.38%，仍保持较快增长。截至2018年末，基本医疗保险累计结存达2.3万亿元，医保结存资金支付保障倍数约为15.8月，医保基金支付压力不大。

历年医保基金筹资额（亿元）



历年医保基金支出额（亿元）



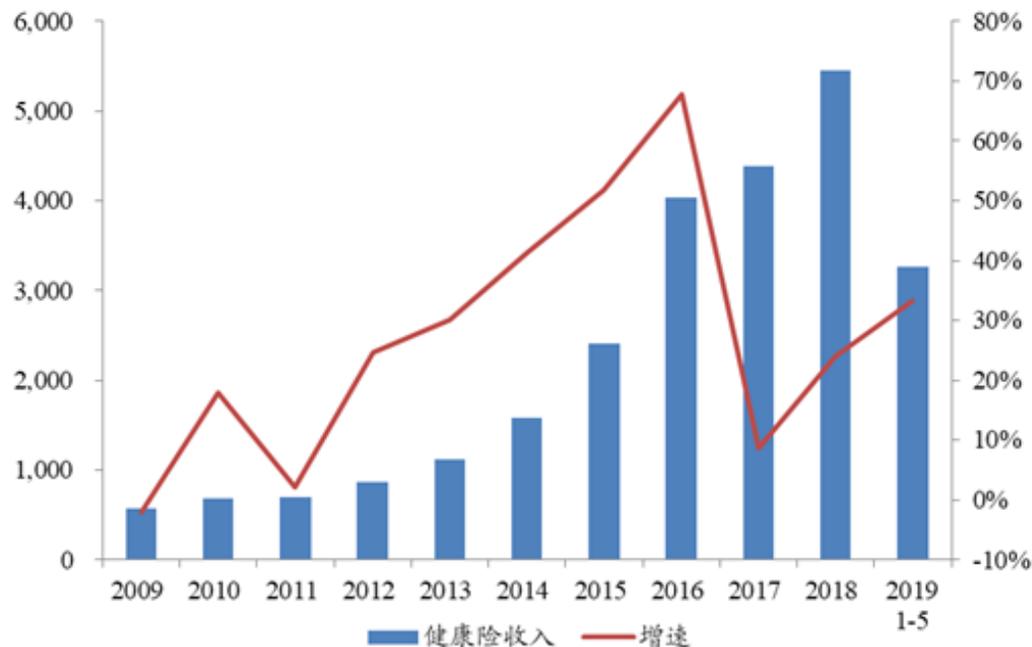
资料来源：人社部，国家医保局，中国银河证券研究院

1.3 行业多维数据：医保支付能力

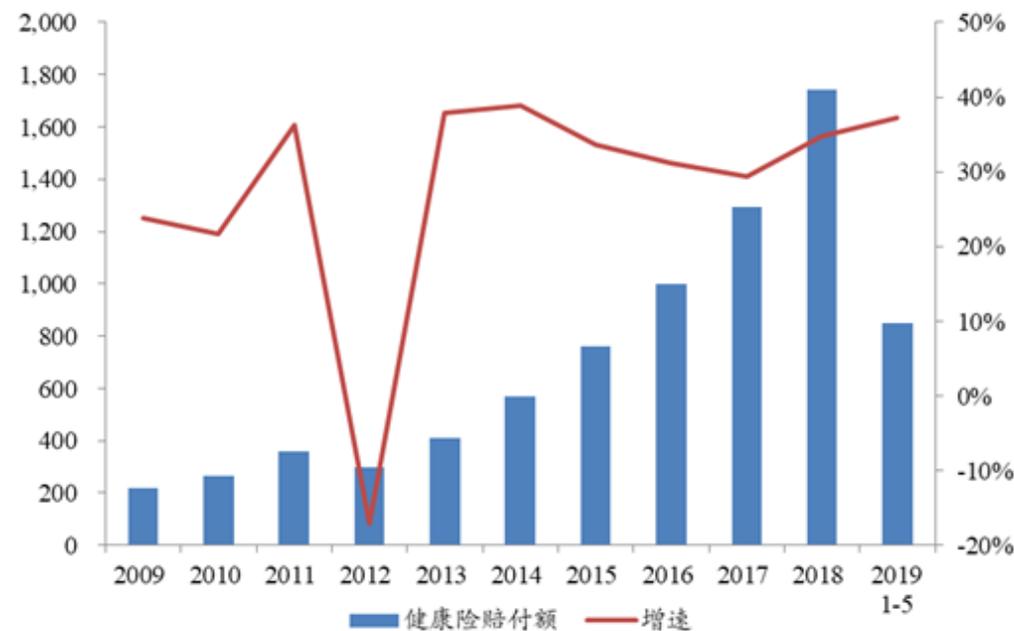
商业健康险方兴未艾

2018年健康险筹资5448亿元，同比增长24.1%；2019年1-5月健康险筹资3265亿元，同比增长33.3%。2018年健康险赔付1744亿元，同比增长34.7%；2019年1-5月健康险赔付850亿元，同比增长37.2%，增速呈现加快态势。

健康险筹资额（亿元）及增速



健康险赔付额（亿元）及增速

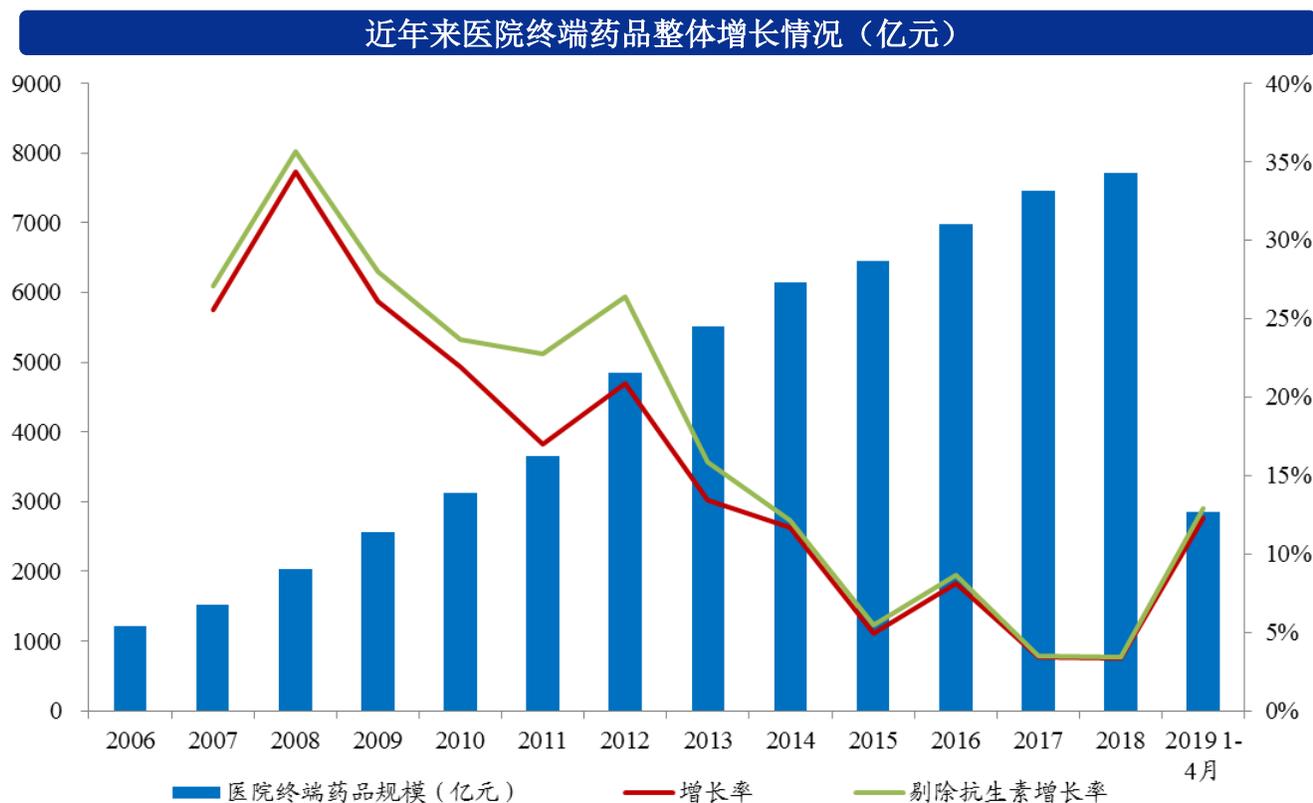


资料来源：人社部，国家医保局，中国银河证券研究院

I.4 行业多维数据：医院终端药品增速

医院终端药品增速触底后回升

中国医院终端药品增速于2018年降至低点，2019年以来触底回升。18年医院终端药品增速为3.35%，剔除抗生素后增速为3.42%，其中中药销售增速为-5.6%。而2019年1-4月医院终端药品销售增速明显改善，整体增速为12.27%，剔除抗生素后增速高达12.94%，其中中药类增速亦转正为4.5%。我们认为终端增速触底回升一方面与年初流感疫情有关，另一方面也由于创新药尤其是抗肿瘤药持续放量。



I.5 行业多维数据：近期业绩表现分析

近期行业业绩分析：18Q4和19Q1医药上市公司整体业绩下滑，各行业表现分化

A股医药行业2018年和19Q1医药上市公司整体扣非净利润增速同比出现大幅度下滑。

剔除新股和并表因素，18全年收入和扣非净利润增速分别为16.74%和-4.63%，分别同比+2.97pp和-17.21pp。我们认为18年行业整体扣非净利润增速明显下滑的原因为：（1）体量排名前二的化药和中药子行业受商誉减值损失、两票制、辅助用药和抗生素限用影响较大。（2）原料药板块自18Q4景气度大幅回落。

医药行业19Q1收入和扣非净利润增速分别为15.24%和-2.98%，同比分别-2.99pp和-32.20pp。我们认为19Q1行业整体扣非净利润增速明显下滑的原因为（1）18Q1流感疫情推动业绩高速增长。（2）原料药板块景气度处于低点。

经营性现金流状况同比明显改善。剔除新股，2018年医药行业整体经营性现金流/净利润为113.04%，同比提高41.26pp。

医药行业18年和19Q1内生增速情况（剔除新股及并表因素）

项目	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
收入增速	14.60%	13.77%	18.23%	17.92%	14.58%	16.74%	15.24%
净利润增速	13.71%	12.98%	30.72%	6.90%	-55.25%	0.52%	0.28%
扣非后净利润增速	9.06%	12.58%	29.22%	9.80%	-84.39%	-4.63%	-2.98%
经营性现金流/净利润	196.67%	77.31%	-11.36%	92.84%	567.62%	111.82%	7.41%

医药各子行业收入增速对比（剔除新股、并表）

子行业	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
化药	10.94%	9.94%	21.41%	19.40%	13.79%	17.58%	11.13%
中药	10.85%	11.09%	15.69%	11.90%	3.74%	9.99%	8.25%
生物制品	41.62%	25.53%	39.70%	48.21%	31.09%	45.67%	55.60%
原料药	25.64%	18.29%	36.51%	20.43%	7.58%	18.71%	-2.39%
医药商业	14.02%	14.99%	16.18%	15.44%	18.97%	16.31%	16.24%
医疗器械	24.85%	22.46%	19.98%	19.20%	18.23%	20.36%	17.91%
医疗服务	60.95%	42.81%	39.18%	31.59%	19.91%	32.66%	26.25%
整体	14.60%	13.77%	18.23%	17.92%	14.58%	16.74%	15.24%

医药各子行业扣非归母净利润增速对比（剔除新股、并表）

子行业	2017Q4	2017A	2018Q1	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1
化药	6.40%	8.26%	15.10%	14.80%	-89.93%	-7.73%	-0.14%
中药	1.50%	10.98%	15.34%	0.79%	-79.13%	-11.46%	-1.91%
生物制品	-18.48%	21.38%	40.96%	48.45%	14.30%	45.82%	40.69%
原料药	76.03%	20.65%	163.14%	14.52%	-53.49%	23.32%	-48.05%
医药商业	18.06%	20.17%	22.55%	21.29%	16.02%	20.57%	21.27%
医疗器械	-15.75%	7.67%	12.04%	20.46%	-15.36%	13.52%	22.00%
医疗服务	85.23%	50.87%	45.89%	34.63%	-2.02%	33.59%	32.35%
整体	9.06%	12.58%	29.22%	9.80%	-84.39%	-4.63%	-2.98%

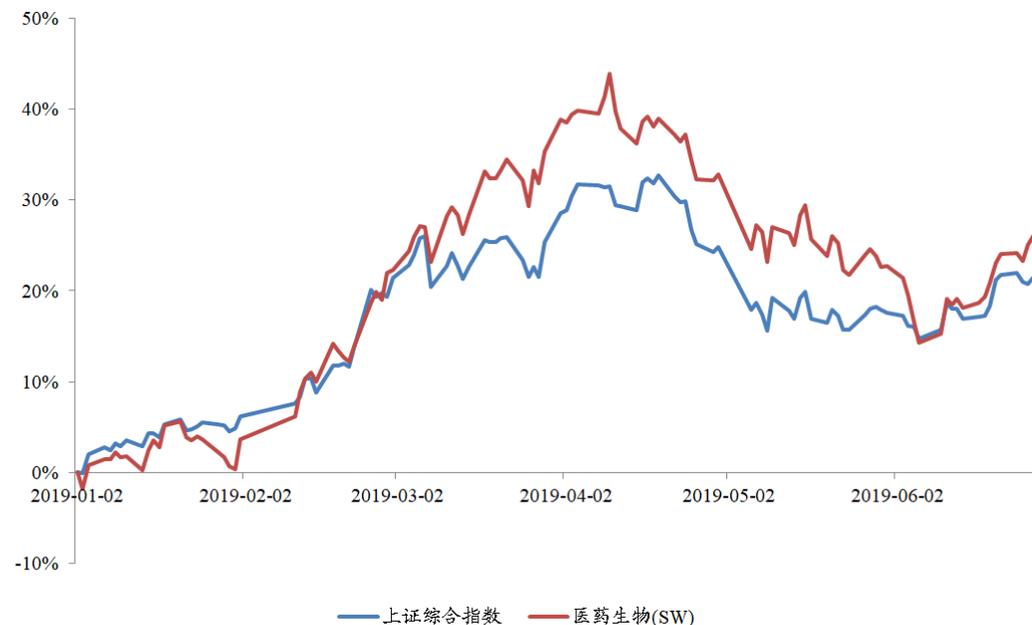
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

I.6 行业多维数据：I9HI市场回顾分析

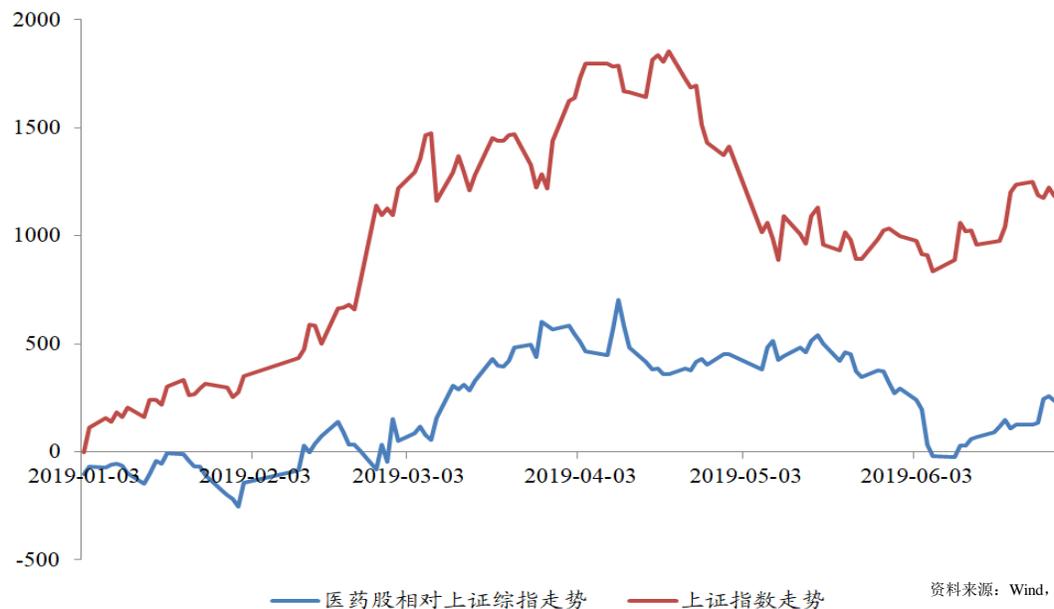
医药板块走势回顾：先扬后抑，整体跑赢大盘

2019年上半年医药股相对上证指数的走势先扬后抑，整体看跑赢大盘。截至6月30日，医药板块上涨21.38%，上证综指上涨19.45%。28个子行业中，医药板块表现排名第9位。年初至4月跑赢的主要原因是一方面去年底带量采购事件使得板块整体估值充分调整，明显低于历史平均水平；另一方面年报季，医药上市公司尤其是龙头白马和细分领域龙头业绩普遍较好，业绩成长确定性较强引发市场的估值切换行情。5月以来的大幅跑输主要系受负面政策压制，包括医药行业会计质量检查、深化医改2019重点任务（医保个人职工账户改革+第二批药品集采+高值耗材集采）和按病种付费试点；而后随着市场情绪对负面政策逐步price in，医药板块有所反弹。

2019上半年医药股与上证综合指数走势叠加（截止2019.6.30）



2019上半年医药股相对走势图（截止2019.6.30）

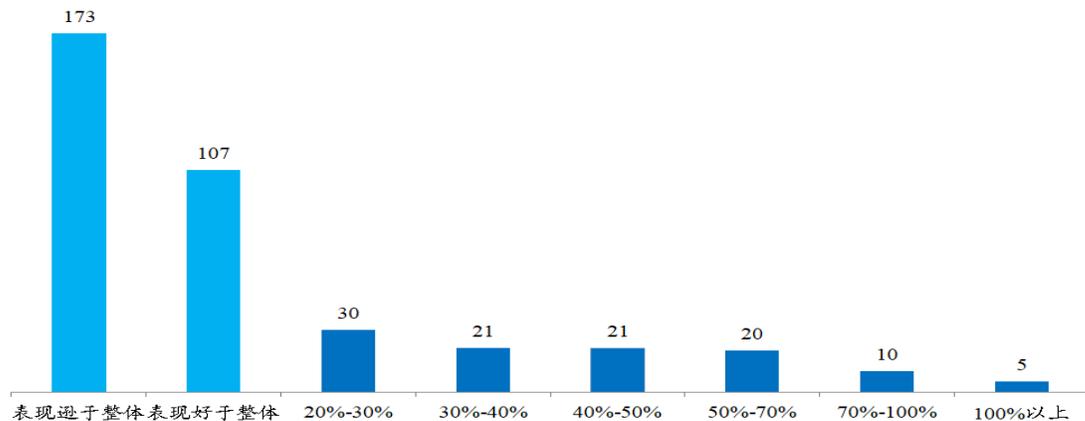


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

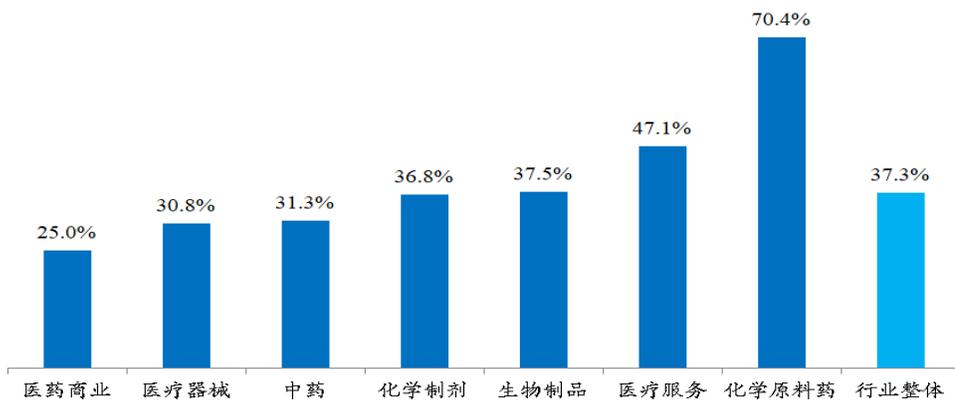
1.6 行业多维数据：I9HI市场回顾分析

各子行业走势回顾及分析：板块间差异明显，创新药&创新服务、药店、医药消费、疫苗及特色原料药亮眼

2019上半年医药行业个股表现分布数据（截止2019.6.30）



2019上半年各子行业中表现好于行业整体的个股数量占比各行业股票数量分布情况（截止2019.6.30）



行业估值情况：绝对估值低于历史均值，相对估值处于历史高位

行业绝对估值处于历史低位：截至2019年7月12日，医药行业市盈率为32.80倍（TTM，指数法），低于05年以来历史均值（为39.99倍）。

相对估值处于历史较高位置：截至7月12日，医药行业一年滚动市盈率相对A股溢价率较2005年以来的平均值高27.41个百分点，位于相对高位，当前值为122.47%，历史均值为95.06%。医药股估值溢价率（A股剔除银行股后）为60.98%，历史均值为49.87%，行业估值溢价率较2005年以来的平均值高11.11个百分点，位于相对较高位置。

2005年至今医药板块估值水平变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

CONTENTS

(一) 医药行业多维数据

(二) 19H2: 政策持续扰动, 行业分化加剧

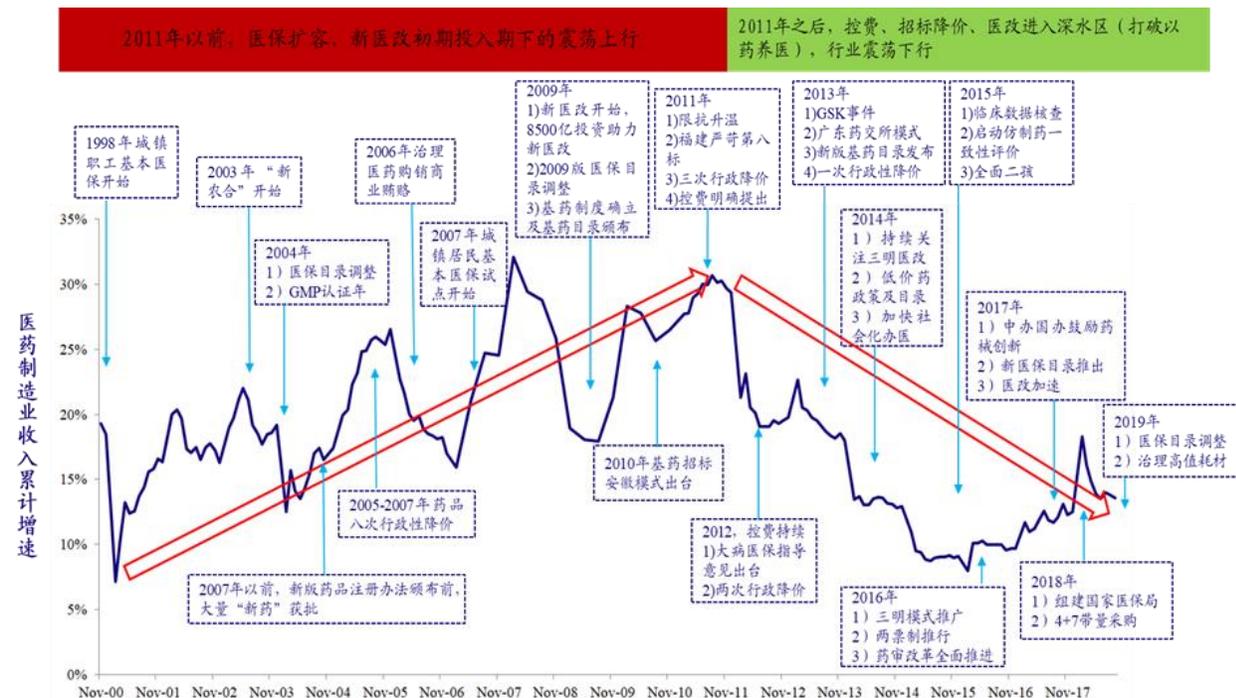
(三) 投资策略

(四) 重点推荐公司

2.1 政策扰动频繁, 行业分化加剧

- 医药卫生体制改革是中央深改委层面高度重视的改革领域之一; 而国家医保局成立后以控费降价为主旨, 医保基金运行独立性上升, 导致医药行业受政策扰动进一步加剧。
- 从行业中观层面的长期趋势来看, 近10年行业发展大致经历了两个阶段, 当前处于医保基金收入高增速结束后所进入的改革深水区。2011年之前为行业发展的黄金期, 行业随着中国医保体系的扩容而快速发展。2011年之后, 随着新农合和城镇居民医保体系基本达到全覆盖, 筹资水平上了规模, 中国的医保体系总筹资增速下降。医药行业面临的控费、降价等压力凸显出来, 行业增速从2012年年之后开始明显下台阶。2016年至今为改革政策密集落地期, 公立医院改革、药监体系改革及药品耗材招标制度改革陆续推进, 行业内部分化进一步加剧。

中国医药制造业增速与 GDP 增速对比



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

2.2 《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》

《重点工作任务》为今年医改工作划重点，集中采购已成为医改下一步突破口，未来政策力度不容小觑。

《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》相对于18年的边际增量信息包括：

- 继续推进药品集中采购，尤其是“制定以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医改的政策文件”由国务院医改领导小组办公室负责牵头，级别很高；
- 耗材集中采购方面，过去措辞主要为探索形式，今年有望落地，尤其是对“制定进一步规范医用耗材使用的政策文件”给出时间表；
- 医保基金安全运行方面，新增“制定改进职工医保个人账户政策文件”和“制定医疗保障基金使用监管条例”，由医保局牵头，体现继居民医保个人账户取消后，职工医保的个人账户也可能发生一定变动；
- 发布鼓励仿制的药品目录，持续推进仿制药替代原研药，从提高供给角度节约医保基金。
- 此外，从牵头/负责部门来看，医保局和卫健委政策重要性上升，药监局略有下降。

2.3 “4+7”带量采购执行与推广

● 政策文件:

- 1月17日: 国务院办公厅《国家组织药品集中采购和使用试点方案》
- 1月25日: 国家卫生健康委《关于做好国家组织药品集中采购中选药品临床配备使用工作的通知》
- 3月5日: 国家医疗保障局《关于国家组织药品集中采购和使用试点医保配套措施的意见》

● 4+7带量采购执行落地速度超预期:

- 3月1日到4月1日之间, 4+7试点城市已将政策悉数落地。国务院第43次常务会议发布的试点工作专题汇报显示, 截止4月14日24点, 25个中选品种在11个试点地区采购总量达到了4.38亿片支, 总金额的5.33亿, 完成约定采购总量的27.31%。
- 上海: 自3月20日开始执行中选结果以来, 截至4月20日, 上海中选品种医保结算总费用已超过5000万元, 使用量占同品种药品总用量的70%以上。
- 厦门: 厦门3月15日正式施行, 截至5月15日, 25个中选品种采购数量1267万(片/支), 已完成本地区协议采购量的59%。回款周期平均为28天。
- 成都: 成都3月25日正式施行, 截至5月26日24点, 医疗机构累计发送中标药品订单1997笔, 采购总数量5240.85万(片/粒/支), 采购金额6557.65万元, 占成都总标的量的42.11%。

● 政府对带量采购推广表态: 2019年全国医改工作电视电话会议上, 李克强批示: 推动药品采购使用、医保支付、分级诊疗等改革取得新突破。

孙春兰指出: 及时完善和全面推开国家组织药品集中采购制度, 推动降低药品和高值医用耗材虚高价格。

● 地方对第一批带量采购的跟进:

- 河北、福建带量跟进, 部分省市开始摸底统计使用量。
- 网传4+7集采扩面文件称10月前出文件

● 财政部: 开展2019年度医药行业会计信息质量检查工作, 对医药行业成本、费用进行摸底。

2.4 高值耗材集中招标采购

- 5月29日, 中央全面深化改革委员会第八次会议审议通过了《关于治理高值医用耗材的改革方案》。19H2高值耗材集中招标采购预期较强。
- 从降价激进的宁波规则预判高值耗材集中采购政策: 纵观历史上各地高值耗材招标采购政策, 宁波规则应属降价最为激进的政策之一, 其2012~2015年间分五批对18大类、1436种医用耗材产品进行了集中采购, 平均降幅达到了43.15%。
- 我们总结“宁波规则”(“宁波模式”)具有如下几个特点:
 - 评审单元中划分为“国产”“进口”两个层次, 而且两个层次最终中标数量一致(都是3个), 为国产产品进口替代留出足够空间。
 - 评审单元划分中的产品目录划分十分宽泛、粗略, 一方面导致竞争加剧, 另一方面也导致产品规格更完整的企业(一般是大企业)占优。
 - 非单一产品中标: 最终中标结果为国产3个, 进口3个, 原因是宁波政府担心断供影响使用, 此外估计也有考虑照顾医生手术习惯的延续。
 - 招标采购规则既注重质量, 又注重价格; 既考虑客观指标, 也尊重专家意见, 其中专家主观性较药品招标要强得多。由于器械领域不像药品那要通过一致性评价就可形成完全替代, 而是高度依赖于医生的精细化操作, 而且产品之间差异很大, 因此宁波规则下的招标也不是单纯的价格竞争。

宁波五次医用耗材集中采购降价幅度

批次	类别	产品数	平均降幅	最高降幅
第一批	一次性吻合器、外科疝补片、手术用止血料和手术用防粘连料	219	15%	60%
第二批	麻醉类、眼科人工晶体、耳鼻喉止血材料、一次性内窥镜活检钳和一次性吸氧装置	254	32.50%	82%
第三批	医用高分子材料及卫生材料、脑外科类、手术室常用耗材、消化系统类和透析类	404	38.79%	80%
第四批	人工髋关节、人工膝关节和髌膝关节置换配件	287	47.67%	80%
第五批	骨科脊柱类	272	72.78%	84%

资料来源: 宁波卫计委, 中国银河证券研究院

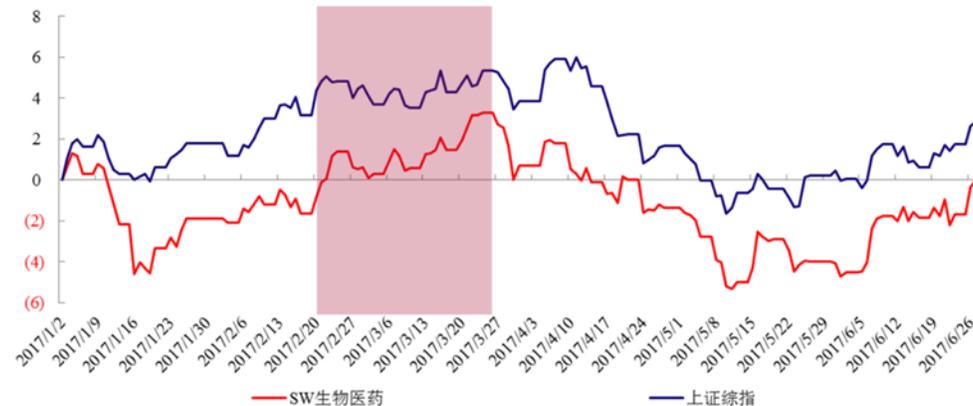
2.5 医保目录调整方案公布

● 2019年医保目录调整方案公布, 7月将发布常规目录, 9、10月发布谈判目录结果。关注基药、肿瘤药及慢病用药等可能受益品种:

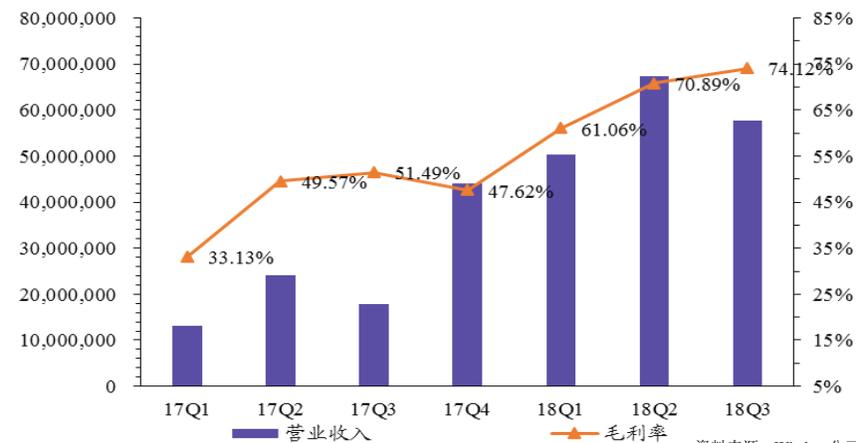
- 医保目录调整工作独立性上升, 以医保基金安全经济运行为主要着眼点。
- 强调临床价值。
- 重提基药目录的重要性, 关注基药目录中尚未纳入医保品种。甲乙类别调整优先考虑基药目录, 乙类基药中价格适中者调入甲类概率更大。
- 中成药增幅可能低于上次调整
- 优先调入“癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病用药”。肿瘤药、慢病用药可能是此次调整的重头戏。

● 医保目录调整对市场短期情绪刺激会较快消逝, 而调入目录对公司业绩影响深远, 即使谈判降价也是长期利好

17年医保目录调整前后医药板块走势与上证综指对比



17年谈判成功的普佑克分季度营收和毛利率



资料来源: Wind, 公司公告中国银河证券研究院

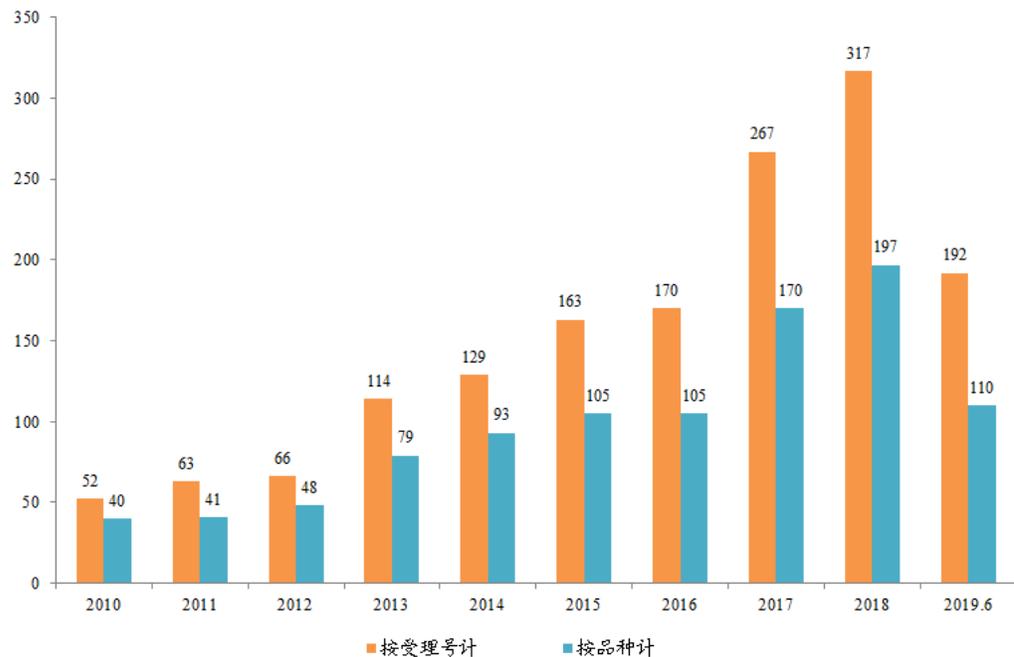
CONTENTS

- (一) 医药行业多维数据
- (二) 19H2：政策持续扰动，行业分化加剧
- (三) 投资策略
- (四) 重点推荐公司

3.1 看好创新药械及创新服务产业链

- 创新是医药行业的永恒主题。全球范围来看，医药行业的投资机会紧密围绕创新展开。重磅新药可带来丰厚的经济效益，因此创新药研发对全球医药巨头意义非凡。
- 看好具备持续创新能力的创新药械公司
 - 今年我国有多款创新药获批或报产。
 - 我们认为国内医药创新的大时代已经来临，新药研发的收获期正在到来。
 - 看好创新药龙头恒瑞医药、创新器械龙头乐普医疗，同时关注贝达药业、康弘药业等。
- 看好服务于创新药的CRO、CDMO公司
 - 看好创新服务产业链公司凭借“卖水者”逻辑保持高景气。
 - 看好凯莱英，同时关注药明康德、昭衍新药和泰格医药等。

2010年至今我国创新药IND申报数量（截至2018.6.30）

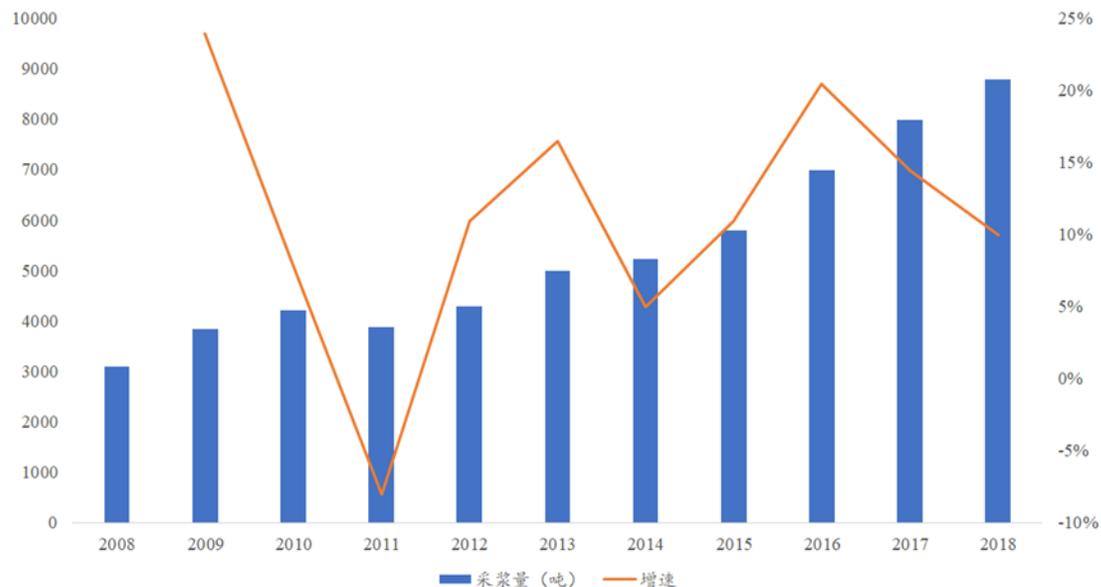


资料来源：CDE，中国银河证券研究院

3.2 看好血制品板块回暖

- 血制品需求稳健增长，国内采浆量与人均用量仍有较大提升空间。
- “两票制”冲击企业销售模式转型，库存消化接近尾声，叠加医保支付范围扩大，血制品放量有望提升。
- 我们看好血制品板块回暖，重点关注华兰生物等

2008-2018年我国采浆量及增速



资料来源：中检所，PPTA，中国银河证券研究院

我国采浆量、浆站数量及血制品人均用量与发达国家对比

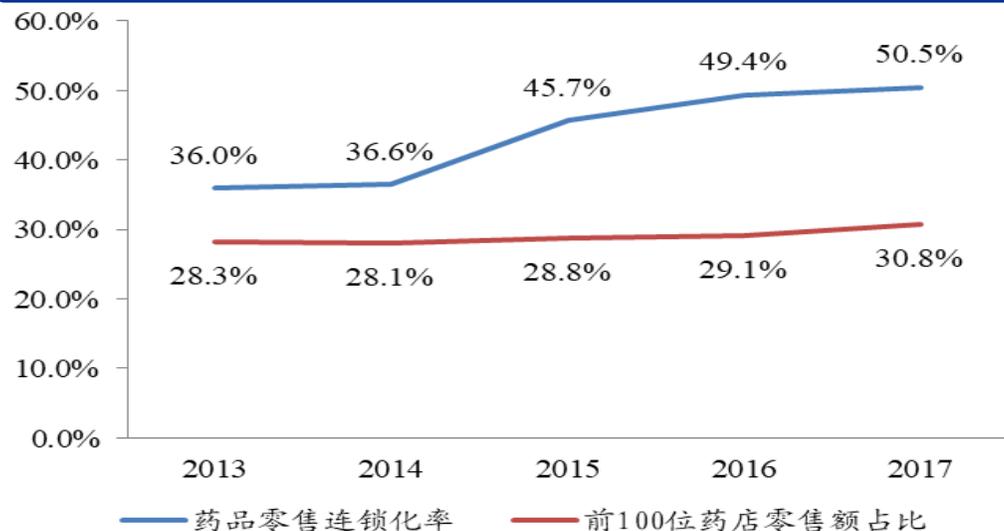
类别	欧洲与北美	中国
单采血浆站数量 (个)	778	232
人口 (亿人)	13	14
总采浆量 (吨)	40000	8800
平均千人采浆量 (升)	31	6.3
白蛋白使用量 (g/千人)	0.43	0.21
免疫球蛋白使用量 (g/千人)	10	2.26
凝血因子使用量 (IU/人)	1.08	0.21

资料来源：中检所，PPTA，中国银河证券研究院

3.3 看好连锁药店行业

- 随着药店连锁化程度加深，行业份额将继续向龙头集中。
- 药品医院终端销售受医改政策压制，零售药店渠道地位提升。
- 看好零售药店整体行业景气度以及大型连锁药店的发展潜力，重点关注大参林、一心堂。

近年来药店连锁化率和前100家市场份额



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

部分政策对零售药店行业影响

政策	影响	结果
药品零加成、药占比	“医药分离” 医改措施打击医院售药积极性，促进处方药外流。	药品零售行业 迎来增量
两票制	部分在医院配送被淘汰的分销商销售会转移到零售渠道。	
集中带量采购	医院端药品降价，未中标品种转移到零售渠道。	
新版GSP	经营标准提高，大型连锁药店更容易满足标准。	集中度和连锁 化率提升
营改增	整体增加税负，尤其是对于开票不规范的小型单体药店。大型连锁药店对于成本增加有更强的抗逆性。	
药店分级管理	级别越高的药店，经营范围越大。大型连锁药店更能满足高级别要求。	
流通行业专项整治	大型连锁药店相对而言经营更加规范。	增厚行业利润
打击骗保	大型连锁药店相对而言经营更加规范，部分不规范的小型药店受冲击更大。	
减税降费	很多零售药店作为小规模纳税人，在本次减税措施中受益更为明显。	

四大全国性连锁药店龙头经营状况对比

公司	集中布局区域	19Q1门店总数	18全年净增门店	2018医保店占比	18收购门店占净增比	2018日均坪效
一心堂	西南、华南、山西	6005	692	79.77%	几乎全部自建	46.3元/平米
大参林	华南、华东、河南	4009	895	77.78%	29.7%	85元/平米
益丰药房	中南、华东、河北	3958	1552	74.96%	61.8%	61.05元/平米
老百姓	较为分散	3466	855	87.08%	48.3%	53元/平米

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

3.4 看好医药流通板块业绩估值双修复

● 从业绩角度看：

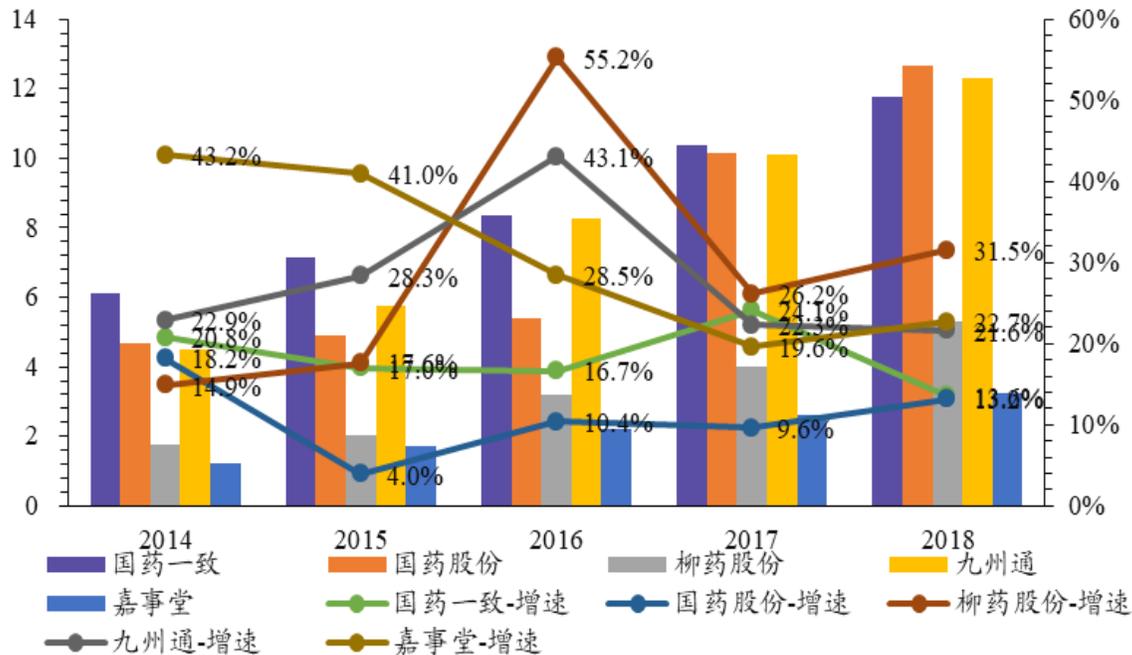
- 两票制全国推广实施所造成的短期波动已逐步消退。
- 4+7带量采购对全国流通市场收入影响十分有限。
- 流动性宽松、利率下行趋势减少流通企业财务费用。
- 18年年报已经显示出业绩修复趋势。

● 从估值角度看：

- 医药流通龙头企业均处于十年以上的估值绝对底部。
- 牛市中医药商业板块弹性不小，甚至超过医药行业整体。
- 随着流通龙头对账期、回款的把控力度增强，这一压制估值的主要因素影响有望减退。

- 我们预计这一龙头业绩回暖趋势仍将延续，看好受益于行业集中度提升而有望盈利能力提升的医药商业龙头公司，重点推荐九州通，关注柳药股份、国药股份、上海医药、国药一致等。

14年至今医药流通行业龙头净利润增速



数据来源：相关上市公司公告，中国银河证券研究院

注：流通行业龙头净利润统计包括国药一致、国药股份、九州通和柳药股份四家上市公司的扣非净利润（考虑上海医药净利润中工业影响较大，在计算净利润增速时不予计算）。针对国药一致和国药股份影响较大的并表因素予以手动扣除。

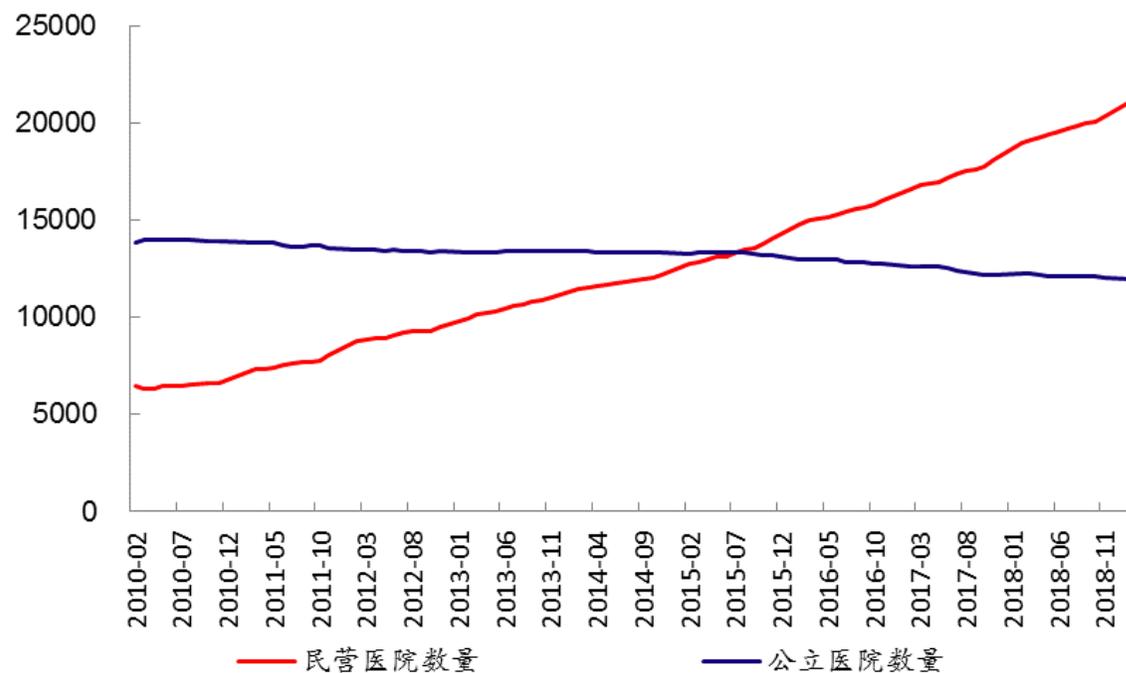
3.5 看好医疗服务行业发展前景

看好医疗服务行业受医改长期逻辑支撑，社会办医高速发展。

- 支持社会办医是新医改的重要内容之一，因此持续受到政策支持。
- 在政策持续支持下，近年来社会办医持续蓬勃发展。
- 未来社会办医仍有较大发展潜力：分级诊疗格局向社会办医寻求助力，为行业留出充足发展空间。
- 医疗服务龙头乘政策东风高速增长。

我们认为，民营医疗机构的发展壮大是新医改成功的关键点，国家政策有望在较长时间上给社会办医以支持，而消费升级和人口老龄化也将对民营医疗机构持续提出需求。我们看好医疗服务行业发展前景，推荐爱尔眼科，重点关注信邦制药、美年健康、通策医疗等。

近年来民营医院与公立医院数量对比



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

CONTENTS

- (一) 医药行业多维数据
- (二) 19H2：政策持续扰动，行业分化加剧
- (三) 投资策略
- (四) 重点推荐公司

4.1 重点推荐公司

- （一）恒瑞医药（600276）：重磅品种陆续进入收获期，创新龙头硕果累累
- （二）健友股份（603707）：增长确定、潜力很大的肝素原料及制剂出口龙头
- （三）华兰生物（002007）：看好血制品稳定增长及四价流感疫苗增厚业绩
- （四）凯莱英（002821）：药物研发及生产服务龙头企业
- （五）大参林（603233）：次新店有望带动业绩超预期的药店龙头
- （六）华东医药（000963）：转型中的仿制药龙头，当前显著低估
- （七）九州通（600998）：受益强基层的全国性医药流通龙头
- （八）爱尔眼科（300015）：高速发展的眼科连锁医院龙头

风险提示：医改政策力度尤其是控费降价力度超预期的风险

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

余宇，生物医药行业分析师。执业证书编号：S0130519010003。

本人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，本人承诺，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本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。银河证券版权所有并保留一切权利。

