

谨慎推荐 (维持)

## 医药生物行业 2019 年半年报业绩综述

风险评级：中风险

上半年业绩中枢下行 关注结构性机会

2019 年 9 月 27 日

### 投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119430

邮箱：luliting@dgzq.com.cn

研究助理

刘佳

S0340118010084

电话：0769-22119410

邮箱：liujia@dgzq.com.cn

### 细分行业评级

医药商业	谨慎推荐
中药	谨慎推荐
化学原料药	谨慎推荐
化学制剂	谨慎推荐
生物制品	推荐
医疗器械	推荐
医疗服务	推荐

### 医药生物（申万）指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

《医药生物行业 2019 年中报业绩预告综述：增速中枢下移，把握行业分化脉络》

- **营收维持高增，利润受政策影响承压。**2019年上半年医药生物行业上市公司分别实现营业总收入、归母净利润和扣非净利润12151.53、1049.64和929.64亿元，分别同比增长19.17%、9.00%和16.11%；第二季度实现营业总收入、归母净利润和扣非净利润3347.92、302.79和263.15亿元，同比增速分别为18.83%、12.30%和5.31%。
- **毛利率高位回落，销售费用率依旧高企。**上半年行业的销售毛利率与销售净利率同比下滑0.67pct和0.79pct，毛利率的下降是造成净利率下降的直接原因，控费压力下行业面临较大的降价压力。销售费用率、管理费用率与财务费用率同比变动幅度分别为0.05%、-1.65%和0.12%，销售费用率仍未得到较好的控制。
- **利润增速分化加剧。**在301家医药上市公司中，有237家公司的营业收入录得正增长，接近一半的公司收入增速高于10%；有192家公司的扣非净利润录得正增长，146家增速高于10%。扣非净利润的增速分布头尾均大于营收增速，说明在行业分化的过程中，头尾公司的成本控制能力差异愈发明显。
- **医药制造业工业增加值增速回落至单位数区间。**根据国家统计局数据，2019年1-8月医药制造业工业增加值同比增长6.9%，增速比去年同期大幅放缓3.4pct，继2016年上半年以后再次回到单位数增长区间。增速下滑除了去年上半年增长基数较高的因素外，还与医保控费等政策收紧导致行业整合加速有关。
- **子行业业绩概况：医疗器械与生物制品板块业绩较好。**1) **化学原料药：**上半年原料药量稳价跌，二季度业绩环比明显回暖；主要原料药公司毛利率同比下滑明显，成品药业务占比提升抵消部分下降。2) **化学制剂：**上半年化药收入稳定增长，二季度利润增速不理想；毛利率与销售费用率齐升，利润率保持平稳。3) **中药：**二季度中药板块业绩进一步恶化，毛利率下降与研发费用上升为中药板块利润增速不佳的原因。4) **生物制品：**板块业绩仍位于高景气区间，血制品业绩回暖；毛利率保持稳定，财务费用率下降增厚利润。5) **医药商业：**Q2业绩回暖，分销公司拖累增长，主要是毛利率下降与财务费用上升侵蚀了板块利润。6) **医疗器械：**高值耗材与IVD贡献主要增长；毛利率与净利率齐升。7) **医疗服务：** CRO高景气维持，连锁医疗分化明显；行业毛利率同升，净利率回归到正常水平。
- **风险提示：**政策不确定风险；研发不及预期风险；行业竞争加剧风险。

## 目 录

1. 板块综述.....	5
1.1 盈利状况：受 2018 年高基数影响，上半年业绩增速环比回落 .....	5
1.2 行业比较：医药具备明显的投资价值.....	7
2. 行业数据.....	9
3. 子行业及相关重点公司业绩 .....	10
3.1 化学原料药.....	11
3.1.1 高基数造成利润负增长，二季度环比明显回暖.....	11
3.1.2 重点化学原料药公司中报业绩.....	12
3.2 化学制剂.....	13
3.2.1 带量采购影响逐步显现，强者恒强逻辑将长期持续.....	13
3.2.2 重点化学制剂公司中报业绩 .....	14
3.3 中药.....	15
3.3.1 政策压力显现，毛利率下滑拖累利润增长.....	15
3.3.2 重点中药公司中报业绩 .....	16
3.4 生物制品.....	17
3.4.1 疫苗与蛋白药物龙头延续高增长，血制品企稳回暖.....	17
3.4.2 重点生物制品公司中报业绩 .....	18
3.5 医药商业.....	19
3.5.1 零售药房业绩靓丽，分销公司拖累板块利润增长.....	19
3.5.2 重点医药商业公司中报业绩 .....	20
3.6 医疗器械.....	21
3.6.1 业绩高速增长，毛利率提升明显 .....	21
3.6.2 重点公司中报业绩 .....	22
3.7 医疗服务.....	23
3.7.1 行业由重规模逐步向重质量过渡.....	23
3.7.2 重点医疗服务公司中报业绩 .....	24
4. 重点公司盈利预测及投资评级 .....	26
5. 风险提示.....	27

## 插图目录

图 1 2009 年至今医药板块营业收入增速 (%)	5
图 2 2009 年至今医药板块各季度归母净利润增速 (%)	5
图 3 2009 年至今医药板块各季度扣非归母净利润增速 (%)	6
图 4 2009 年至今医药板块毛利率和净利率	6
图 5 2009 年至今医药板块费用率	6
图 6 2019 H1 医药公司营收增速分布	7
图 7 2019 H1 医药公司扣非净利润增速分布	7
图 8 2017-2019H1 营业总收入增速区间分布	7
图 9 2017-2019H1 扣非净利润增速区间分布	7
图 10 2019 H1 申万一级子行业营业收入增速 (%)	8
图 11 2019 H1 申万一级子行业扣非净利润增速 (%)	8
图 12 医药制造业当月工业增加值增速 (%)	9
图 13 2014-2019 年 7 月医药制造业营业收入及增速	9
图 14 2014-2019 年 7 月医药制造业利润总额及增速	9
图 15 2014-2019 年 7 月医药制造业费用率	9
图 16 2019 年上半年医药申万子行业业绩增速	10
图 17 化学原料药营业总收入及其增速	11
图 18 化学原料药扣非净利润及其增速	11
图 19 化学原料药毛利率净利率	11
图 20 化学原料药费用率	11
图 21: 化学制剂营业收入及其增速	13
图 22: 化学制剂扣非净利润及其增速	13
图 23: 化学制剂毛利率净利率	14
图 24: 化学制剂费用率	14
图 25: 中药营业收入及其增速	15
图 26: 中药扣非净利润及其增速	15
图 27: 中药毛利率净利率	16
图 28: 中药费用率	16
图 29: 生物制品营业收入及其增速	17
图 30: 生物制品扣非净利润及其增速	17
图 31: 生物制品毛利率净利率	18
图 32: 生物制品费用率	18
图 33: 医药商业营业收入及其增速	19
图 34: 医药商业净利润及其增速	19
图 35: 医药商业毛利率净利率	20
图 36: 医药商业费用率	20
图 37: 医疗器械营业收入及其增速	21
图 38: 医疗器械净利润及其增速	21
图 39: 医疗器械毛利率净利率	22
图 40: 医疗器械费用率	22
图 41: 医疗服务营业收入及其增速	24
图 42: 医疗服务净利润及其增速	24

图 43: 医疗服务毛利率净利率 .....	24
图 44: 医疗服务费用率 .....	24

## 表格目录

表 1: 2019 年 H1 化学原料药龙头业绩增速 .....	12
表 2: 2019 年 H1 化学原料药龙头盈利能力 .....	12
表 3: 2019 年 H1 化学制剂龙头业绩增速 .....	14
表 4: 2019 年 H1 化学制剂龙头盈利能力 .....	14
表 5: 2019 年 H1 中药龙头业绩增速 .....	16
表 6: 2019 年 H1 中药龙头盈利能力 .....	16
表 7: 2019 年 H1 生物制品龙头业绩增速 .....	18
表 8: 2019 年 H1 生物制品龙头盈利能力 .....	18
表 9: 2019 年 H1 医药商业龙头业绩增速 .....	20
表 10: 2019 年 H1 医药商业龙头盈利能力 .....	21
表 11: 2019 年 H1 医疗器械龙头业绩增速 .....	22
表 12: 2019 年 H1 医疗器械龙头盈利能力 .....	23
表 13: 2019 年 H1 医疗服务龙头业绩增速 .....	24
表 14: 2019 年 H1 医疗服务龙头盈利能力 .....	25
表 15: 重点公司盈利预测及投资评级 (2019/9/26) .....	26

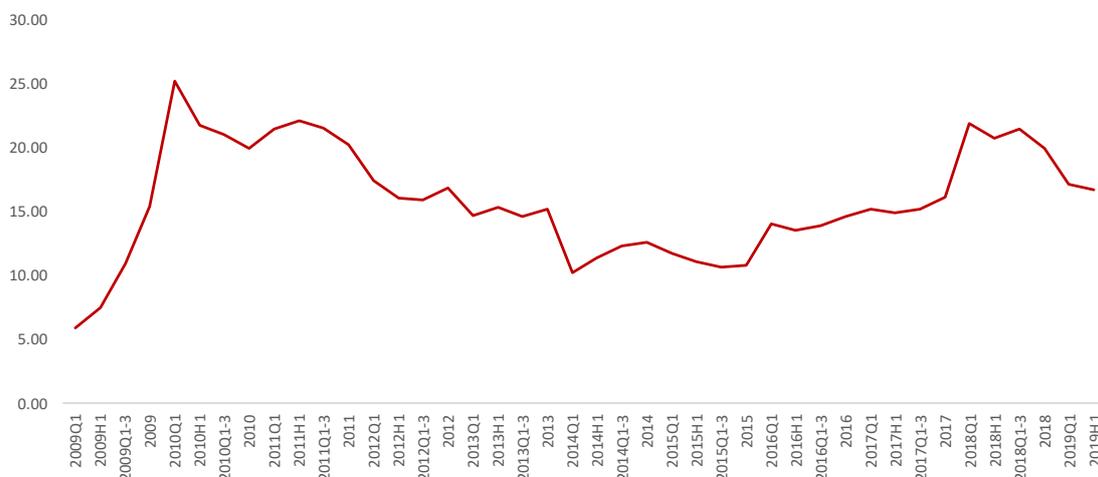
## 1. 板块综述

### 1.1 盈利状况：受 2018 年高基数影响，上半年业绩增速环比回落

#### 营收维持高增，利润受政策影响承压

2019 年上半年医药生物行业上市公司分别实现营业总收入、归母净利润和扣非净利润 8395.65、704.19 和 612.13 亿元，分别同比增长 16.72%、4.89%和 6.01%；第二季度三项指标的同比增速分别为 16.77%、-1.91%和 5.77%。由于 2018 年年初流感因素导致业绩爆发性增长，业绩基数较高，今年上半年医药行业的整体业绩增速有所下滑，但营收端增速依旧维持在 15%以上的高增长区间；利润端则表现较弱，医保控费的大环境下，行业整合加速，尤其是从 2018 年年底开始执行的 4+7 带量采购，迫使企业加快了业务调整，相关费用率也有所提升。

图 1 2009 年至今医药板块营业收入增速（%）



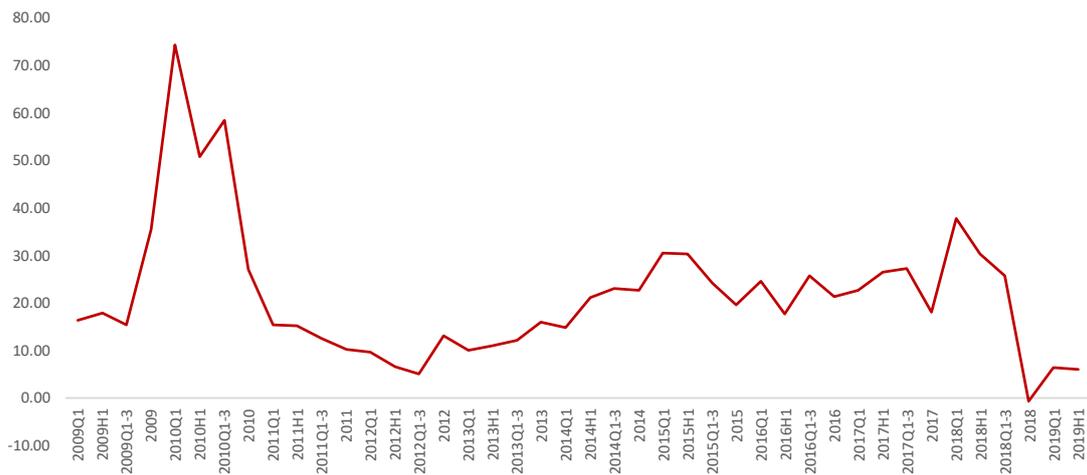
数据来源：东莞证券研究所，wind

图 2 2009 年至今医药板块各季度归母净利润增速（%）



数据来源：东莞证券研究所，wind

图 3 2009 年至今医药板块各季度扣非归母净利润增速 (%)



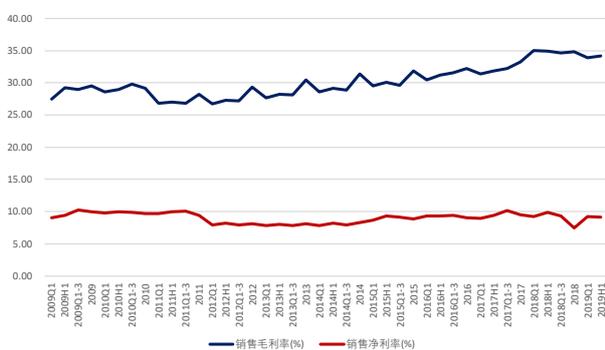
数据来源：东莞证券研究所，wind

统计口径：一共把 301 家上市公司纳入统计，剔除了部分面临退市、财务发生重大变化和财务数据不足的公司。

### 毛利率高位回落，销售费用率依旧高企

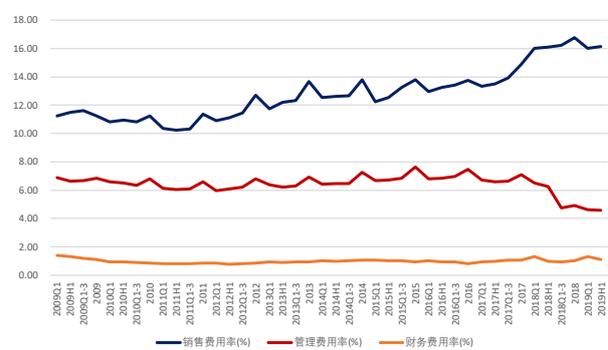
盈利指标方面，2019 年上半年行业的销售毛利率与销售净利率为 34.21%和 9.12%，分别同比下滑 0.67pct 和 0.79pct，毛利率的下降是造成净利率下降的直接原因，控费政策下行业面临较大的降价压力。销售费用率、管理费用率与财务费用率分别为 16.13%、4.59%和 1.11%，同比变动幅度分别为 0.05%、-1.65%和 0.12%。可以看到行业的销售费用率仍维持在较高水平，虽然首批带量采购已经落地，但行业销售费用的下降仍需较长的周期方能实现；管理费用率若考虑研发费用口径变化不大；财务费用率则呈现小幅上升。

图 4 2009 年至今医药板块毛利率和净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 5 2009 年至今医药板块费用率



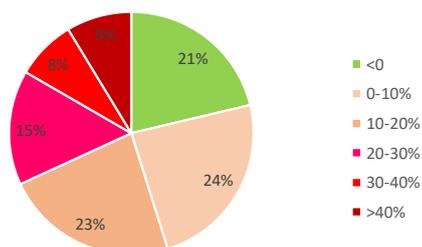
资料来源：东莞证券研究所，wind

### 横向对比：大部分公司录得正增长，利润增速的分化加剧

在 301 家医药上市公司中，有 237 家公司的营业收入录得正增长，接近一半的公司收入增速高于 10%；有 192 家公司的扣非净利润录得正增长，146 家增速高于 10%。行业继续保持增长的同时，也应留意到营收端与利润端的结构差异，扣非净利润的增速分布头尾部均大于营收增速，这说明在行业分化的过程中，头部和尾部公司的成本控制能力差

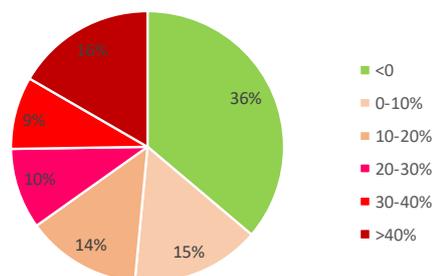
异愈发明显。

图 6 2019 H1 医药公司营收增速分布



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 7 2019 H1 医药公司扣非净利润增速分布

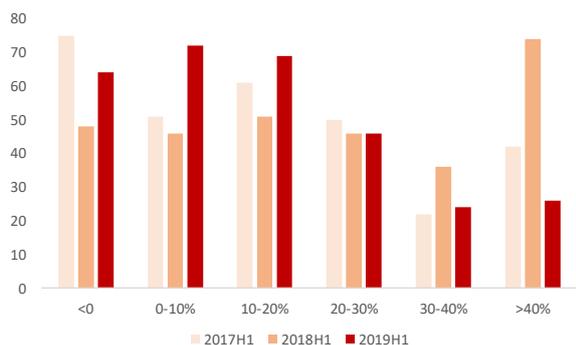


资料来源：东莞证券研究所，wind

### 纵向对比：行业营收普遍高增的结构已不再，利润端仍维持头尾分化格局

从 2017 年到 2019 年上半年的行业业绩增速分布可看出，行业增速中枢在 2018 年达到顶峰后下行明显，30%以上增速的公司数量明显减少，20%以下增速的公司数量明显增加。营收方面，增速的分布不再像前 2 年一样呈现头尾分化，而是呈现头轻脚重的格局；扣非净利润的分布依然维持了头尾分化，只是整体中枢略有下移。这种结构变化说明，在市场容量有所饱和、医保控费推进、强调产品质量与运营效率的大环境下，行业已经从“百家齐放”进入到质量导向的局部增长。

图 8 2017-2019H1 营业总收入增速区间分布



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 9 2017-2019H1 扣非净利润增速区间分布



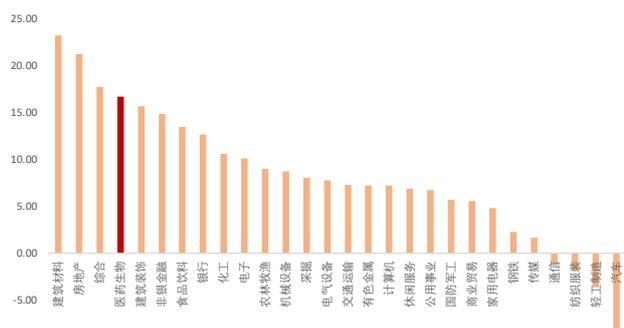
资料来源：东莞证券研究所，wind

## 1.2 行业比较：医药具备明显的投资价值

2019 年上半年，医药生物行业的营业总收入和扣非归母净利润在 28 个申万一级子行业中分别排名第 4 和第 14 位，相比去年同期分别上升 3 位和下降 2 位，虽然营收增速绝对值有所下降，但是考虑到在去年的高基数上，医药行业的排名仍实现了上升，反映出了行业的需求非常强劲。利润端的排名虽然有所下跌，但是在所有行业中仍稳定在中等偏上的水平，利润端偏弱主要与行业面临药品/药械降价、企业不断加强研发投入、行业

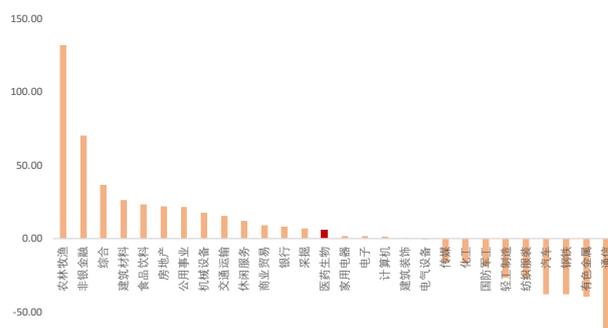
整合增加企业运营成本等因素有关。

图 10 2019 H1 申万一级子行业营业收入增速 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 11 2019 H1 申万一级子行业扣非净利润增速 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

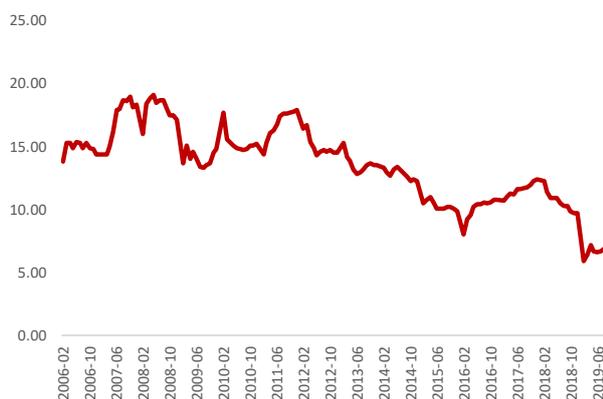
## 2. 行业数据

### 医药制造业工业增加值增速回落至单位数区间

根据国家统计局数据，2019 年 1-8 月医药制造业工业增加值同比增长 6.9%，增速比去年同期大幅放缓 3.4pct，继 2016 年上半年以后再次回到单位数增长区间。增速下滑除了去年上半年增长基数较高的因素外，还与医保控费等政策收紧导致行业整合加速有关。

2019 年 1-7 月医药制造业实现营业收入 14113 亿元，同增 8.9%；利润总额 1822 亿元，同增 9.3%。与上市公司统计的数据相比，营收增速低于上市公司，但利润总额增速更高。这说明医药上市公司能够利用资本优势更快地扩张，但在宏观经济增速不佳的大环境下容易出现费用上升、侵蚀利润的情况。

图 12 医药制造业当月工业增加值增速(%)



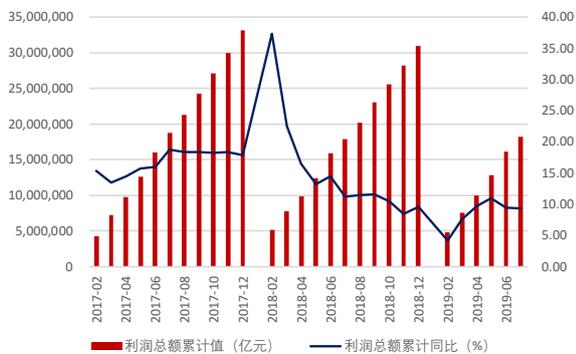
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 13 2014-2019 年 7 月医药制造业营业收入及增速



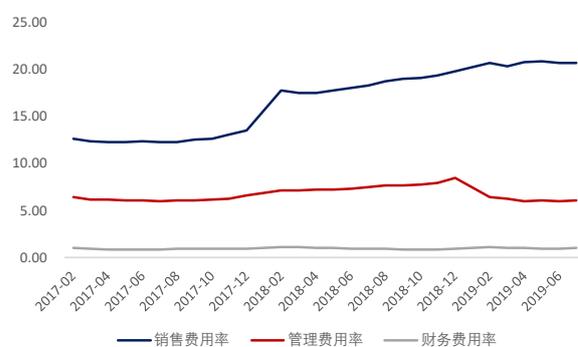
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 14 2014-2019 年 7 月医药制造业利润总额及增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 15 2014-2019 年 7 月医药制造业费用率



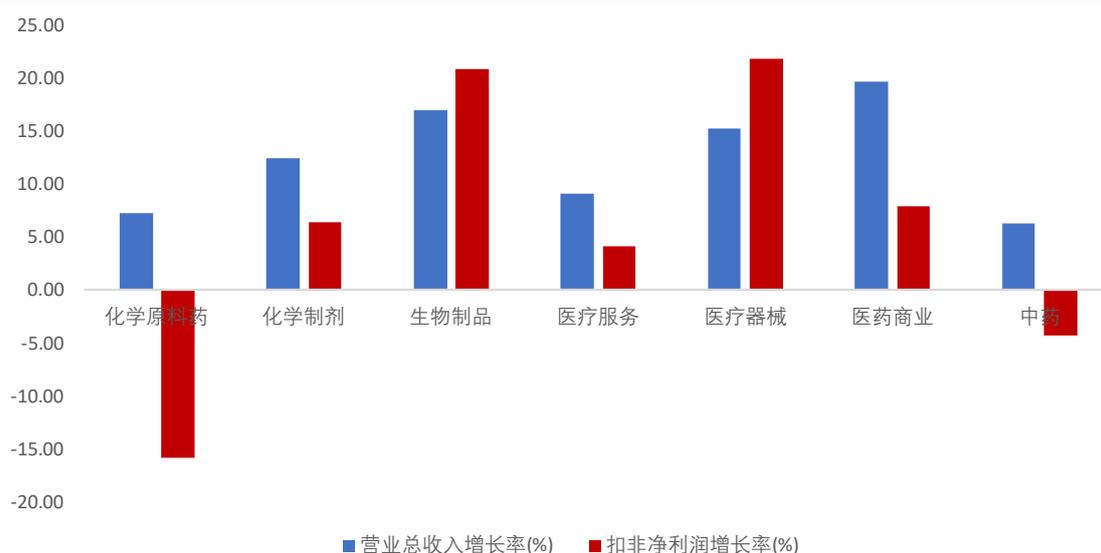
资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3. 子行业及相关重点公司业绩

#### 业绩概况：医疗器械与生物制品板块业绩较好

2019 年上半年，医药板块各个子行业营业总收入增速由高到低的排序分别为中药、医药商业、生物制品、医疗器械、化学制剂、医疗服务、化学原料药；扣非净利润增速由高到低分别为医疗器械、生物制品、医药商业、化学制剂、医疗服务、中药、化学原料药。其中综合表现较好的板块是医疗器械和生物制品，除了这两个行业本身的强劲需求，还与期内部的产品结构升级有关。医疗器械板块主要是由于高值耗材的销售占比提升，而生物制品板块则主要是高毛利的二类苗销售占比提升。

图 16 2019 年上半年医药申万子行业业绩增速



数据来源：东莞证券研究所，wind

### 3.1 化学原料药

#### 3.1.1 高基数造成利润负增长，二季度环比明显回暖

2019 年上半年原料药板块实现营收 456.95 亿元，同增 7.25%，扣非净利润 51.32 亿元，同减 15.82%，业绩增速回落明显。

#### 上半年原料药量稳价跌，二季度业绩环比明显回暖

2017 年年底到 2018 年初，在环保高压和国外厂商停产等因素的刺激下，原料药价格尤其是 VA 的价格达到了一个历史的高位，直接导致 2018 年上半年尤其是一季度的业绩增长基数较高。在 2018 年年初达到峰值后，随着海外厂商复产和环保政策松动，原料药产量提升使价格整体呈现大幅回落，上半年原料药同比整体呈现量稳价跌的局面。2019 年 Q2 部分品种如 VA、VE、泛酸钙和叶酸等的价格有所反弹，板块单季度毛利率回暖带动利润增速环比回升，Q2 单季度的营收和扣非净利润增速分别为 14.33%和 25.87%，环比 Q1 大幅上升 13.58pct 和 53.76pct。

图 17 化学原料药营业总收入及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 18 化学原料药扣非净利润及其增速



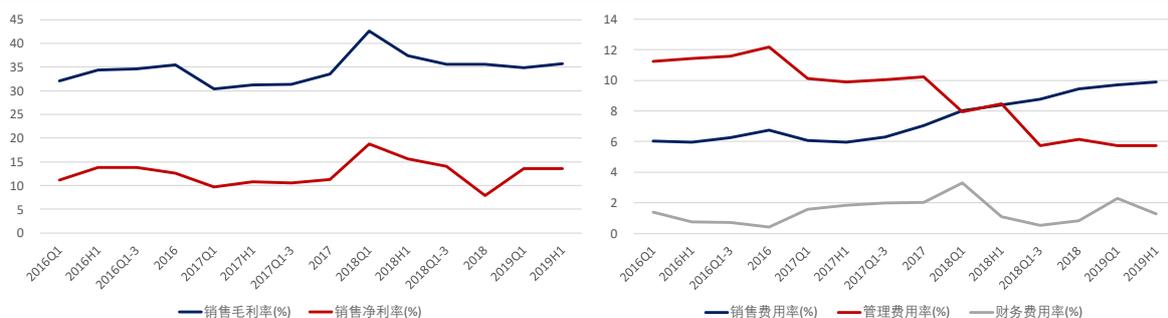
资料来源：东莞证券研究所，wind

#### 主要原料药公司毛利率同比下滑明显，成品药业务占比提升抵消部分下降

2019 年上半年板块毛利率和净利率分别为 34.21%和 9.12%，同比下降 0.67pct 和 0.79pct；销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 9.91%、4.59%和 1.11%，同比变动幅度为 0.79pct、0.05pct 和 -1.65pct。可以看出毛利率的下降是净利率下降的主要原因，此外，行业整体的销售费用率上升也部分削减了利润。新和成、浙江医药、亿帆医药、金达威等主要原料药厂家的毛利率均同比有了较大的降幅，但得益于部分公司成品药业务占比提升，板块的整体毛利率下降幅度不大，但成品药业务的发展也带来了销售费用率的提升，从中报披露情况看，大多数公司的销售费用率出现了上升。

图 19 化学原料药毛利率净利率

图 20 化学原料药费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.1.2 重点化学原料药公司中报业绩

表 1：2019 年 H1 化学原料药龙头业绩增速

代码	名称	2018 H1 营收同比 (%)	2018 H1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 H1 营收同比 (%)	2019 H1 扣非归母净利润同比 (%)
600267.SH	海正药业	-3.16	-8,531.34	6.27	108.72
002001.SZ	新和成	78.34	260.17	-16.85	-47.34
600216.SH	浙江医药	36.51	436.13	5.69	-52.55
000739.SZ	普洛药业	12.05	32.11	15.58	83.99
002019.SZ	亿帆医药	25.24	18.62	8.27	-16.66
002399.SZ	海普瑞	90.88	5,601.84	-3.00	-63.20
002099.SZ	海翔药业	11.24	14.59	26.84	77.67
002626.SZ	金达威	46.97	224.99	16.82	-23.01
603707.SH	健友股份	75.65	78.18	38.44	30.13
002821.SZ	凯莱英	37.38	54.83	44.27	42.75
603456.SH	九洲药业	15.19	44.95	-6.72	-9.01
300363.SZ	博腾股份	-14.04	-69.18	22.46	224.82
300497.SZ	富祥股份	31.06	36.30	-4.74	-18.05
300401.SZ	花园生物	37.70	103.86	30.36	51.63
300725.SZ	药石科技	72.83	51.86	37.80	35.28

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 2：2019 年 H1 化学原料药龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
600267.SH	海正药业	46.07	-4.32	25.43	9.71	4.18
002001.SZ	新和成	46.62	27.54	2.98	9.35	1.71
600216.SH	浙江医药	40.14	2.51	22.81	7.79	0.14
000739.SZ	普洛药业	32.12	6.78	11.62	9.64	0.34
002019.SZ	亿帆医药	43.59	14.16	11.27	9.55	0.77
002399.SZ	海普瑞	34.80	19.10	7.18	11.83	4.22
002099.SZ	海翔药业	49.91	26.74	2.22	13.94	-0.85
002626.SZ	金达威	48.96	18.32	8.18	9.81	2.04

603707.SH	健友股份	50.08	24.01	14.31	7.80	0.11
002821.SZ	凯莱英	44.23	23.08	3.43	18.42	-0.15
603456.SH	九洲药业	31.97	9.49	1.86	17.68	0.38
300363.SZ	博腾股份	37.15	11.64	3.32	20.62	1.39
300497.SZ	富祥股份	39.87	15.60	1.92	12.32	1.75
300401.SZ	花园生物	75.75	50.68	1.67	12.01	-0.38
300725.SZ	药石科技	56.35	26.79	3.82	21.81	1.05

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 3.2 化学制剂

### 3.2.1 带量采购影响逐步显现，强者恒强逻辑将长期持续

2019 年上半年化学制剂板块实现营收 1600.97 亿元，同增 12.41%，扣非净利润 146.90 亿元，同增 6.42%。

#### 上半年化药收入稳定增长，二季度利润增速不理想

2018 年一季度的流感造成的高业绩基数导致上半年化药板块的业绩增速同比下降较多，但看营收增速绝对值的话在历史上仍位于较快的增长区间，与 2018 年前的板块平均增速接近。扣非净利润增速同比下滑，除了去年的高业绩基数外，还受到医保控费的持续推进影响。Q2 单季度的营收和扣非净利润增速分别为 14.65% 和 1.72%，环比 Q1 变动幅度为 2.70pct 和 -9.75pct，营收增速环比有所上升，但扣非净利润增速环比下滑，二季度开始，4+7 带量采购全面落地，各药企对各自产品和渠道做出了不同程度的调整，继续加大研发力度，期间费用的上升给利润带来了较大压力。

图 21：化学制剂营业收入及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 22：化学制剂扣非净利润及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

#### 毛利率与销售费用率齐升，利润率保持平稳

2019 年上半年板块毛利率和净利率分别为 54.61% 和 11.56%，同比变动 2.11pct 和 -0.32pct；销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 29.44%、6.30% 和 1.39%，同比变动幅度为 2.02pct、-3.19pct 和 0.17pct，若考虑研发费用路径预计板块的管理费用率有所上升。上半年毛利率并未如市场预期下降，可能与部分公司高毛利新药上市放量有关。从药企

的中报毛利率变动情况看，大多数实现了毛利率的上升，但销售费用率也同步上升，基本抵消了毛利上升带来的利润增厚，这主要与药企加快新药申报上市、加强渠道推广有关。

图 23：化学制剂毛利率净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 24：化学制剂费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.2.2 重点化学制剂公司中报业绩

表 3：2019 年 H1 化学制剂龙头业绩增速

代码	名称	2018 H1 营收同比 (%)	2018 H1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 H1 营收同比 (%)	2019 H1 扣非归母净利润同比 (%)
000963.SZ	华东医药	8.76	23.06	19.08	16.16
600079.SH	人福医药	28.80	-28.55	19.05	28.12
600276.SH	恒瑞医药	22.32	18.10	29.19	25.21
002422.SZ	科伦药业	57.68	171.93	14.50	-10.55
600673.SH	东阳光	32.67	108.31	22.08	53.19
000513.SZ	丽珠集团	6.78	25.45	8.20	15.32
600062.SH	华润双鹤	32.89	11.60	19.03	7.14
600521.SH	华海药业	8.01	-19.99	4.50	30.21
002294.SZ	信立泰	11.42	7.31	3.92	-23.68
002262.SZ	恩华药业	11.18	25.12	12.41	23.25
002653.SZ	海思科	42.04	-46.61	57.00	105.46
002020.SZ	京新药业	41.08	24.67	31.92	29.12
002773.SZ	康弘药业	1.03	15.59	9.79	18.07
300558.SZ	贝达药业	16.70	-40.79	31.08	23.41

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 4：2019 年 H1 化学制剂龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
000963.SZ	华东医药	33.35	7.65	16.73	5.45	0.37
600079.SH	人福医药	39.53	-12.42	18.93	8.34	3.89
600276.SH	恒瑞医药	86.69	23.21	36.42	23.50	-0.53
002422.SZ	科伦药业	59.91	6.68	36.33	11.26	3.27

600673.SH	东阳光	45.53	9.07	16.94	5.66	4.60
000513.SZ	丽珠集团	64.88	12.86	36.38	11.01	-2.28
600062.SH	华润双鹤	64.38	11.37	38.32	9.16	0.05
600521.SH	华海药业	58.70	4.09	17.35	22.79	4.12
002294.SZ	信立泰	79.47	27.44	32.62	15.36	0.11
002262.SZ	恩华药业	59.12	14.30	31.27	8.23	-0.38
002653.SZ	海思科	63.29	10.30	43.89	10.33	0.39
002020.SZ	京新药业	63.27	14.23	35.13	11.32	0.01
002773.SZ	康弘药业	92.39	23.75	50.23	17.98	-0.97
300558.SZ	贝达药业	94.46	13.35	38.98	38.71	2.11

资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.3 中药

#### 3.3.1 政策压力显现，毛利率下滑拖累利润增长

2019 年上半年中药板块实现营收 1192.41 亿元，同增 6.24%，扣非净利润 126.62 亿元，同比下滑 4.36%。

#### 二季度中药板块业绩进一步恶化

从 2018 年开始，中药注射剂在临床受到极大限制，因此中药板块的业绩增速 2018 年一季度在流感带动下到达小高峰之后一路下行。后续政策层面持续对辅助用药的使用进行限制，出台了国家级辅助用药目录，并把目录品种剔除出新版医保目录，再到中药饮片抽检、西医限制开中药等一系列政策，均给中药企业的业绩带来了巨大压力。二季度板块业绩进一步恶化，Q2 单季度的营收和扣非净利润增速分别为 5.09%和-9.14%，环比 Q1 大幅下降 2.92pct 和 9.43pct。

图 25：中药营业收入及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 26：中药扣非净利润及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

#### 毛利率下降与研发费用上升为中药板块利润增速不佳的原因

2019 年上半年板块毛利率和净利率分别为 53.54%和 13.71%，同比变动-0.83pct 和 0.16pct，

毛利率下降与医保控费压低药价有关；板块销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 29.87%、5.62%和 0.85%，同比变动幅度为 0.03pct、-1.78pct 和-0.01pct，销售费用率和财务费用率保持稳定，考虑研发费用路径后的板块管理费用率有所上升。在列入统计的 66 家中药企业中，有 39 家药企的管理费用率比去年同期上升，主要是许多中药企业寻求业务转型或加强产品管线竞争力而加大研发投入所致。

图 27：中药毛利率净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 28：中药费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.3.2 重点中药公司中报业绩

表 5：2019 年 H1 中药龙头业绩增速

代码	名称	2018 H1 营收同比 (%)	2018 H1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 H1 营收同比 (%)	2019 H1 扣非归母净利润同比 (%)
600332.SH	白云山	33.51	36.72	124.67	43.10
000538.SZ	云南白药	8.47	-1.21	5.72	-25.93
600535.SH	天士力	16.68	12.39	11.10	0.44
000999.SZ	华润三九	29.50	11.17	10.73	26.37
600085.SH	同仁堂	3.82	6.80	-1.52	3.04
603858.SH	步长制药	-0.06	-19.18	11.43	32.10
600566.SH	济川药业	35.36	51.22	2.71	10.49
600572.SH	康恩贝	52.82	25.56	-1.09	-29.56
002603.SZ	以岭药业	20.29	26.38	10.51	-0.77
600436.SH	片仔癀	37.14	45.15	20.40	23.10
002737.SZ	葵花药业	19.39	37.57	2.18	7.88
000423.SZ	东阿阿胶	1.76	-7.01	-36.69	-81.55

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 6：2019 年 H1 中药龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
600332.SH	白云山	22.34	5.55	9.54	3.79	0.24
000538.SZ	云南白药	29.04	14.19	13.95	2.74	0.39

600535.SH	天士力	33.16	8.02	12.85	5.67	2.55
000999.SZ	华润三九	66.06	16.48	40.49	7.50	-0.10
600085.SH	同仁堂	49.37	8.20	20.02	10.05	-0.39
603858.SH	步长制药	83.57	13.87	59.93	7.38	0.91
600566.SH	济川药业	85.12	24.74	50.07	5.90	-0.19
600572.SH	康恩贝	76.46	9.40	51.04	8.82	1.59
002603.SZ	以岭药业	67.29	11.88	37.17	11.06	0.01
600436.SH	片仔癀	44.86	24.20	8.26	5.62	-0.36
002737.SZ	葵花药业	57.16	12.96	29.76	10.15	-0.20
000423.SZ	东阿阿胶	55.67	22.68	30.32	12.56	-0.15

资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.4. 生物制品

#### 3.4.1 疫苗与蛋白药物龙头延续高增长，血制品企稳回暖

2019 年上半年生物制品板块实现营收 490.78 亿元，同增 16.99%，扣非净利润 72.15 亿元，同比增长 20.84%。由于板块权重最高的两个个股复星医药和辽宁成大非生物制品类业务占比较高，对我们的统计造成了干扰，剔除该两个标的重新计算后的板块营收和扣非净利润增速分别为 23.72%和 20.52%，比去年同期分别下降 17.02pct 和 20.07pct。

#### 板块业绩仍位于高景气区间，血制品业绩回暖

与中药化药板块类似，去年上半年流感因素带来了业绩的阶段高点，同时叠加去年下半年长生物事件发生后至 2019 年一季度生物制品批签发数量锐减，板块的业绩增速整体下滑明显。尽管如此，增速仍保持在 15%以上的高速增长区间，疫苗和蛋白药物的龙头公司如智飞生物、长春高新、沃森生物等均保持了较高增速，主要血制品公司如华兰生物和上海莱士的净利润增速同比还有所上升。

图 29：生物制品营业收入及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 30：生物制品扣非净利润及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

### 毛利率保持稳定，财务费用率下降增厚利润

生物制品板块上半年毛利率和净利率分别为 53.68%和 17.88%，同比上升 0.27pct 和 2.43pct；净利率升幅高于毛利率的原因在于去年部分公司受偶然因素影响业绩较差，如上海莱士和沃森生物等。上半年板块销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 24.29%、6.35%和 1.71%，同比变动幅度分别为 0.27pct、-2.42pct 和-0.19pct，费用端变化不大。

图 31：生物制品毛利率净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 32：生物制品费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.4.2 重点生物制品公司中报业绩

表 7：2019 年 H1 生物制品龙头业绩增速

代码	名称	2018 H1 营收同比 (%)	2018 H1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 H1 营收同比 (%)	2019 H1 扣非归母净利润同比 (%)
600196.SH	复星医药	41.97	-5.32	19.51	-2.75
300122.SZ	智飞生物	365.42	306.92	143.19	71.85
000661.SZ	长春高新	71.82	88.37	23.36	39.47
600161.SH	天坛生物	18.17	25.60	27.87	23.41
600867.SH	通化东宝	23.85	28.23	-1.96	1.00
002007.SZ	华兰生物	18.59	3.04	16.77	14.06
300294.SZ	博雅生物	102.11	31.96	25.95	11.67
002252.SZ	上海莱士	10.77	12.82	35.01	32.74
300601.SZ	康泰生物	126.65	327.71	-24.07	-10.00
300009.SZ	安科生物	40.21	25.25	21.71	16.69
300142.SZ	沃森生物	45.92	209.54	33.63	84.86
300357.SZ	我武生物	32.44	33.02	25.43	28.65

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 8：2019 年 H1 生物制品龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
600196.SH	复星医药	60.49	9.78	35.27	13.89	3.29
300122.SZ	智飞生物	41.17	23.38	8.72	2.92	0.50
000661.SZ	长春高新	83.47	19.70	34.62	10.84	-0.52
600161.SH	天坛生物	49.10	17.21	6.94	8.84	-0.60
600867.SH	通化东宝	74.91	31.31	23.79	7.77	0.81
002007.SZ	华兰生物	59.25	34.92	7.17	11.85	-0.16
300294.SZ	博雅生物	61.02	17.97	32.79	7.86	0.45
002252.SZ	上海莱士	63.92	-12.07	8.56	16.70	-0.71
300601.SZ	康泰生物	91.29	23.14	37.89	17.67	0.64
300009.SZ	安科生物	79.68	17.54	42.07	13.91	0.24
300142.SZ	沃森生物	78.79	105.27	38.85	19.64	-0.36
300357.SZ	我武生物	96.46	46.63	35.91	10.00	-4.39

资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.5. 医药商业

#### 3.5.1 零售药房业绩靓丽，分销公司拖累板块利润增长

2019 年上半年医药商业板块实现营收 3488.50 亿元，同增 19.67%，扣非净利润 84.83 亿元，同比增长 7.85%。

##### 分销公司拖累增长，板块 Q2 业绩回暖

板块营收增速在去年高基数的基础上仍同比上升 2.96pct，反映出了医药行业整体的需求依旧强劲。扣非净利润增速同比回落明显，分销类公司拖累了板块整体利润的增长，除了龙头上海医药和九州通表现尚可外，其他公司利润增速均大幅回落甚至出现负增长。分销类公司仍处在后两票制的调整期，医保控费的深化推进进一步压缩了分销类公司的利润。零售药房公司上半年业绩提速，龙头公司中，除了一心堂受执业药师配置限制业绩放缓外，益丰药房、大参林、老百姓等上半年均给出了靓丽的成绩单。商业板块 Q2 的营收和扣非净利润的增速分别为 19.88% 和 10.66%，环比 Q1 上升 0.36pct 和 4.55pct，板块 Q2 业绩呈现回暖势头。

图 33：医药商业营业收入及其增速

图 34：医药商业净利润及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind



资料来源：东莞证券研究所，wind

### 毛利率下降与财务费用上升侵蚀板块利润

商业板块上半年的毛利率和净利率分别为 13.66%和 3.11%，分别同比下降 0.12pct 和 0.24pct。板块销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 6.21%、2.27%和 0.96%，同比变动幅度分别为 0.01pct、-0.05pct 和 0.18pct。净利率下降的原因来自零售药房毛利率的下降和分销公司财务费用的上升。执业药师配置限制、药店标准提升均提升了零售药房的成本，而分销公司财务费用上升的原因则是行业收紧后资金端紧张、资金成本提升。

图 35：医药商业毛利率净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 36：医药商业费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.5.2 重点医药商业公司中报业绩

表 9：2019 年 H1 医药商业龙头业绩增速

代码	名称	2018 H1 营收同比 (%)	2018 H1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 H1 营收同比 (%)	2019 H1 扣非归母净利润同比 (%)
601607.SH	上海医药	15.35	6.87	22.00	10.66
600998.SH	九州通	17.17	20.54	14.09	25.91
000028.SZ	国药一致	1.24	14.10	21.42	2.63
600511.SH	国药股份	6.63	39.71	11.99	14.64
600056.SH	中国医药	0.41	20.52	16.04	-13.91
603368.SH	柳药股份	24.16	32.95	30.47	37.22
603883.SH	老百姓	28.45	16.33	24.71	19.78
603233.SH	大参林	16.61	10.83	28.65	33.93

002727.SZ	一心堂	17.53	35.62	17.90	15.09
603939.SH	益丰药房	33.71	37.27	68.65	46.69

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 10：2019 年 H1 医药商业龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
601607.SH	上海医药	14.35	2.35	6.95	3.13	0.78
600998.SH	九州通	8.38	1.66	3.12	2.02	1.25
000028.SZ	国药一致	11.15	2.56	5.88	1.50	0.41
600511.SH	国药股份	8.50	3.71	2.29	0.93	0.30
600056.SH	中国医药	20.22	4.18	10.49	2.69	0.46
603368.SH	柳药股份	12.12	4.69	2.30	1.98	0.90
603883.SH	老百姓	34.12	4.58	21.72	4.55	0.46
603233.SH	大参林	40.00	6.23	25.38	4.06	0.28
002727.SZ	一心堂	38.79	5.69	26.63	3.69	0.16
603939.SH	益丰药房	39.09	5.57	24.88	4.20	0.69

资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.6. 医疗器械

#### 3.6.1 业绩高速增长，毛利率提升明显

2019 年上半年医疗器械板块实现营收 537.71 亿元，同增 15.26%，扣非净利润 85.10 亿元，同比增长 21.87%。

##### 高值耗材与 IVD 贡献主要增长

板块营收与扣非净利润增速同比去年均有所回落，利润增速回落幅度较大，但依然保持在了 15% 以上的高增长区间，在所有子行业中位列前茅。净利润增速高于营收增速的原因在于板块整体毛利率的提升。板块 Q2 业绩增速小幅回落，第二季度营收和扣非净利润增速分别为 12.26% 和 21.18%，环比下降 5.56pct 和 1.65pct。高值耗材与 IVD 公司贡献了主要增长，迪安诊断、乐普医疗、健帆生物等业绩超预期，手术量的持续上升使耗材与 IVD 的需求维持在高水平；基因检测类公司与仪器厂商的业绩增速相对表现一般。

图 37：医疗器械营业收入及其增速

图 38：医疗器械净利润及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind



资料来源：东莞证券研究所，wind

### 毛利率与净利率齐升

医疗器械板块上半年的毛利率和净利率分别为 50.89% 和 19.22%，分别同比上升 2.35pct 和 1.89pct。上半年器械板块延续了前几年毛利率上升的趋势，多数器械公司的毛利率同比有所提升，直接带动了净利率的上升。板块销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 16.47%、6.86% 和 0.88%，同比变动幅度分别为 0.96pct、-3.88pct 和 0.06pct。销售费用率的上升是净利率增长幅度小于毛利率的主要原因，在统计的 54 家器械公司中，有 34 家的销售费用率同比上升，器械尤其是体外诊断试剂销售推广费用较高的问题和药品一样仍未得到解决。

图 39：医疗器械毛利率净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 40：医疗器械费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.6.2 重点公司中报业绩

表 11：2019 年 H1 医疗器械龙头业绩增速

代码	名称	2018 H1 营收同比 (%)	2018 H1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 H1 营收同比 (%)	2019 H1 扣非归母净利润同比 (%)
300760.SZ	迈瑞医疗	-	50.48	20.52	26.43
300244.SZ	迪安诊断	27.42	10.05	35.17	17.52
300003.SZ	乐普医疗	35.37	36.67	32.71	37.21
002223.SZ	鱼跃医疗	19.44	15.98	12.53	14.42
603367.SH	辰欣药业	49.90	97.85	4.52	3.26
300463.SZ	迈克生物	47.82	24.50	21.73	16.72

600529.SH	山东药玻	13.05	32.46	10.40	30.08
300676.SZ	华大基因	28.44	2.62	13.20	6.24
603658.SH	安图生物	45.63	34.85	39.03	30.62
300482.SZ	万孚生物	78.52	63.39	20.89	30.10
300529.SZ	健帆生物	38.91	35.58	44.39	53.62
300326.SZ	凯利泰	24.64	4.61	24.49	50.32
002901.SZ	大博医疗	27.60	22.12	54.27	24.90

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 12：2019 年 H1 医疗器械龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
300760.SZ	迈瑞医疗	65.23	27.83	20.79	13.62	-1.72
300244.SZ	迪安诊断	32.92	5.40	8.36	10.37	2.60
300003.SZ	乐普医疗	73.31	21.36	24.44	14.31	3.80
002223.SZ	鱼跃医疗	41.67	17.72	9.38	7.26	-0.18
603367.SH	辰欣药业	57.11	13.39	29.17	12.99	-0.05
300463.SZ	迈克生物	53.07	16.33	17.48	7.37	2.03
600529.SH	山东药玻	37.60	15.02	7.74	10.05	-0.31
300676.SZ	华大基因	57.84	14.03	20.71	16.53	-0.33
603658.SH	安图生物	65.35	28.14	16.46	16.67	0.32
300482.SZ	万孚生物	65.18	19.38	22.30	16.15	0.26
300529.SZ	健帆生物	85.65	40.83	24.25	11.42	-0.81
300326.SZ	凯利泰	64.21	48.47	18.52	11.13	1.81
002901.SZ	大博医疗	84.65	41.90	28.74	11.72	-1.77

资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.7. 医疗服务

#### 3.7.1 行业由重规模逐步向重质量过渡

2019 年上半年医疗服务板块实现营收 297.44 亿元，同增 9.07%，扣非净利润 24.08 亿元，同比增长 4.15%。

#### CRO 高景气维持，连锁医疗分化明显

板块营收与扣非净利润增速同比去年均有明显回落，主要是受到部分经营不善的连锁医疗机构拖累，连锁医疗的属性决定了其并购多、重资产、投资回报周期长、品牌力度重要性高的特征，许多上市公司在经历了前几年的高速并购扩张，经营质量跟不上收购数量，业绩指标开始快速恶化。上半年负增长甚至负利润的企业中，多数亏损原因来自人力成本和固定资产折旧费用。具备品牌知名度、已形成成熟稳定盈利模式的连锁医疗如

爱尔眼科和通策医疗表现明显更好，扣非净利润增速均在 30%以上。CRO/CMO 服务商方面，龙头如泰格医药与康龙化成受益于一致性评价国内订单的增加业绩维持业绩高增长，随着带量采购的全国性推进和药企加大研发投入的意愿增强，行业的景气度将进一步提升。

图 41：医疗服务营业收入及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 42：医疗服务净利润及其增速



资料来源：东莞证券研究所，wind

### 行业毛利率同升，净利率回归到正常水平

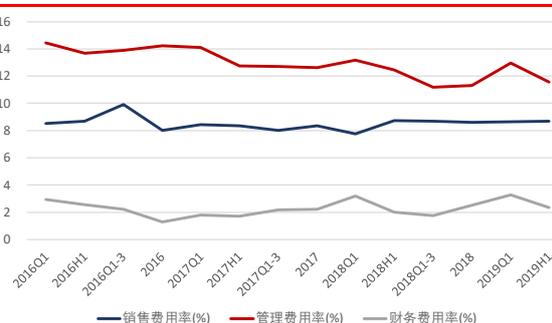
医疗服务板块上半年的毛利率和净利率分别为 36.94%和 10.14%，分别同比变动 0.72pct 和-10.68pct。板块毛利率的上升主要得益于 CRO/CMO 公司的贡献，但净利率同比下降，主要原因在于去年同期板块不少个股的非经常性损益较高，今年上半年也只是回落到之前几年的平均水平。板块销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 16.47%、6.86% 和 0.88%，同比变动幅度分别为 0.96pct、-3.88pct 和 0.06pct。由于医疗服务类公司的人力成本较高，因此管理费用率要高于销售费用率，从上半年各个公司的情况来看，经营良好的龙头公司管理费用率大多有所下降。

图 43：医疗服务毛利率净利率



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 44：医疗服务费用率



资料来源：东莞证券研究所，wind

### 3.7.2 重点医疗服务公司中报业绩

表 13：2019 年 H1 医疗服务龙头业绩增速

代码	名称	2018 H1 营收同比 (%)	2018 H1 扣非归母净利润同比 (%)	2019 H1 营收同比 (%)	2019 H1 扣非归母净利润同比 (%)
300015.SZ	爱尔眼科	45.94	44.50	25.64	31.93
002044.SZ	美年健康	57.42	530.51	2.93	-251.24

603882.SH	金域医学	17.55	8.05	20.26	114.99
300759.SZ	康龙化成	0.00	0.00	28.80	34.38
300347.SZ	泰格医药	38.96	80.90	29.49	51.96
600763.SH	通策医疗	34.91	51.57	23.58	53.85
603127.SH	昭衍新药	42.21	82.32	48.65	87.21

资料来源：东莞证券研究所，wind

表 14：2019 年 H1 医疗服务龙头盈利能力

代码	名称	毛利率 (%)	净利率 (%)	销售费用率 (%)	管理费用率 (%)	财务费用率 (%)
300015.SZ	爱尔眼科	47.14	13.31	10.25	13.79	0.70
002044.SZ	美年健康	35.62	7.75	25.00	9.11	5.15
603882.SH	金域医学	39.79	6.24	15.07	15.17	0.61
300759.SZ	康龙化成	32.07	11.56	1.76	15.40	2.44
300347.SZ	泰格医药	47.55	23.25	2.95	15.58	1.05
600763.SH	通策医疗	45.60	23.72	0.60	12.19	1.49
603127.SH	昭衍新药	50.90	26.56	2.49	27.99	-0.49

资料来源：东莞证券研究所，wind

#### 4. 重点公司盈利预测及投资评级

表 15：重点公司盈利预测及投资评级（2019/9/26）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
300357	我武生物	38.01	0.44	0.57	0.75	85.46	66.28	50.69	谨慎推荐	维持
600276	恒瑞医药	81.31	0.92	1.23	1.57	88.45	66.11	51.79	推荐	维持
002422	科伦药业	26.75	0.84	1.10	1.37	31.75	24.32	19.57	推荐	维持
600566	济川药业	28.06	2.07	2.56	3.11	13.55	10.96	9.02	谨慎推荐	维持
600055	万东医疗	9.66	0.28	0.38	0.47	34.07	25.73	20.41	谨慎推荐	维持
000513	丽珠集团	26.24	1.16	1.73	2.00	22.67	15.18	13.11	谨慎推荐	维持
300529	健帆生物	75.00	0.96	1.30	1.71	78.15	57.76	43.79	推荐	上调
600535	天士力	15.48	1.02	1.17	1.34	15.15	13.24	11.55	推荐	上调
002737	葵花药业	14.44	0.96	1.21	1.54	14.97	11.93	9.38	谨慎推荐	维持
000661	长春高新	395.68	5.92	7.95	10.28	66.88	49.77	38.49	推荐	维持
002007	华兰生物	33.82	0.81	1.02	1.20	41.64	33.28	28.07	推荐	维持
000963	华东医药	25.65	1.30	1.91	2.26	19.80	13.43	11.35	谨慎推荐	维持
002727	一心堂	23.58	0.92	1.16	1.43	25.69	20.35	16.52	推荐	维持
300347	泰格医药	62.50	0.63	1.34	1.82	99.22	46.50	34.35	推荐	维持
600763	通策医疗	102.00	1.04	1.39	1.84	98.48	73.21	55.50	推荐	维持
603259	药明康德	86.00	1.38	1.90	2.38	62.31	45.24	36.12	推荐	维持
300003	乐普医疗	25.88	0.68	0.96	1.23	37.83	26.96	21.04	推荐	维持
600867	通化东宝	18.12	0.41	0.54	0.67	43.95	33.56	27.04	谨慎推荐	维持
603368	柳药股份	35.20	2.04	2.61	3.24	17.27	13.49	10.87	谨慎推荐	维持
603939	益丰药房	82.11	1.10	1.50	1.99	74.72	54.58	41.33	推荐	维持
002044	美年健康	11.85	0.22	0.37	0.51	54.05	32.38	23.15	谨慎推荐	维持
300015	爱尔眼科	35.35	0.33	0.44	0.57	108.54	81.13	61.68	推荐	维持
600196	复星医药	25.12	1.06	1.28	1.53	23.77	19.69	16.43	推荐	维持
000650	仁和药业	6.62	0.41	0.52	0.63	16.19	12.85	10.49	谨慎推荐	维持
002262	恩华药业	10.85	0.51	0.64	0.78	21.08	17.02	13.91	谨慎推荐	维持

资料来源：东莞证券研究所，wind

## 5. 风险提示

行业政策不确定性风险；研发不及预期风险；行业竞争加剧风险。

**东莞证券投资评级体系:**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺:**

本人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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明:**

东莞证券为全国性综合类证券公司, 具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠, 但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险, 据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119430

传真: (0769) 22119430

网址: [www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)