

# 新医药，追本溯源

——关注“泛创新”景气持续的医药投资机会暨医药生物行业2020年投资策略

孙 建

S0100519020002

[sunjian\\_yjy@mszq.com](mailto:sunjian_yjy@mszq.com)

民生证券研究院

2019年11月5日

风险提示：短期政策影响较大的风险，新药研发失败的风险，销售环节商业贿赂风险

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

守 民  
正 生  
出 在  
新 勤



- “泛创新”板块：普涨，创新药产业链引领，2020年行情持续可期
- 特色原料药：量价逻辑到估值重塑
- 医疗器械：产品迭代有望加速，渠道拓展更加多元化
- 连锁药店：区域优势复制有望加速
- 中药：外部压力仍在，结构性机会犹存
- 仿制药板块：2020年集采影响体现更明显
- 策略：“泛创新”景气持续背景下的机会：创新药械（Metoo）+创新服务股

# 二级市场：医药板块从不乏机会

1998-2007年药品价格政府强监管时期（医药属于小盘股）

溢价率：**40%左右**

涨幅居前：

- ✓ 品牌OTC：云南白药、三精制药、吉林敖东、东阿阿胶、江中药业、同仁堂
- ✓ 原料药：鑫富生化
- ✓ 生物药：双鹭药业
- ✓ 综合性药企：双鹤药业
- ✓ 化药：恒瑞医药

2008-11年医保扩容红利时期（资金容纳能力提高）

溢价率：**85%左右**

涨幅居前：

- ✓ 医疗器械、服务：鱼跃医疗（次新）、新华医疗、恒康医疗
- ✓ 中药：康美药业、中恒集团、片仔癀、天士力、云南白药、昆药集团
- ✓ 专科用药：恩华药业（次新）、长春高新、人福医药
- ✓ 血制品：上海莱士

2012-15年医保控费、政策纠偏、A股牛市时期

板块估值溢价率：**172%左右**

涨幅居前：

- ✓ 非药：上海莱士、尔康制药、宜华健康、和佳股份、迪安诊断、达安基因、九安医疗、九强生物
- ✓ 药品：广誉远、香雪制药、誉衡药业、北陆药业、济川药业
- ✓ 嘉事堂、西藏药业

2016-18年，十三五，政策铺垫期时期

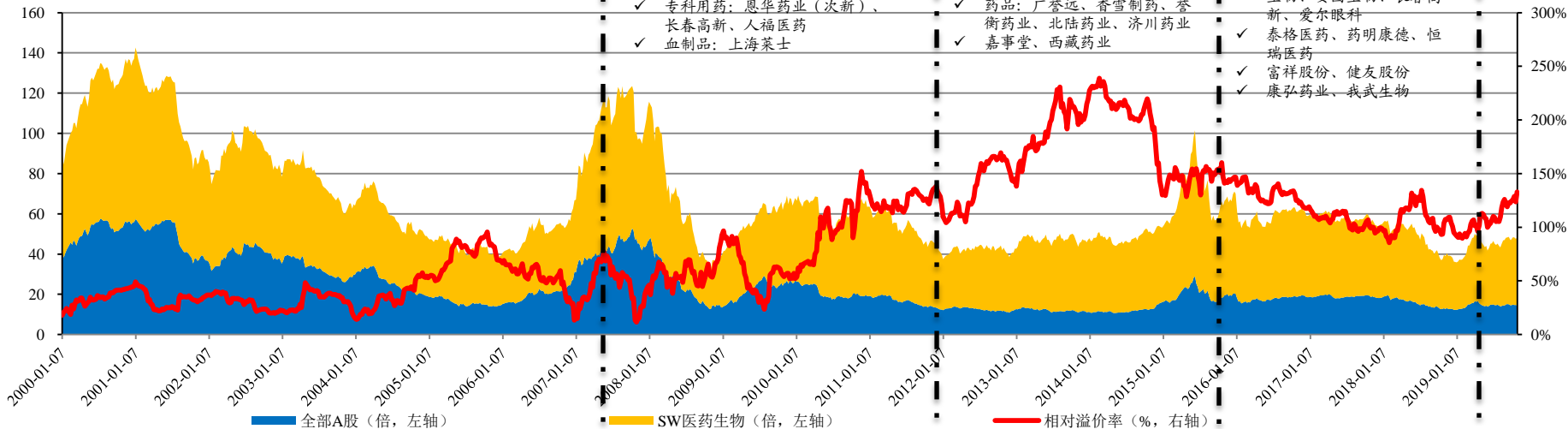
板块估值溢价率：**90-100%**

涨幅居前：

- ✓ 益丰药房、贝瑞基因、健帆生物、沃森生物、安科生物、安图生物、长春高新、爱尔眼科
- ✓ 泰格医药、药明康德、恒瑞医药
- ✓ 富祥股份、健友股份
- ✓ 康弘药业、我武生物

2019年

溢价率：**130%**



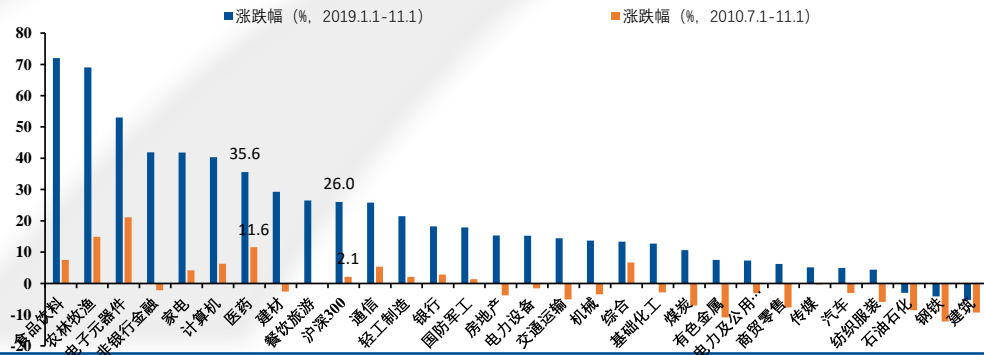
2000-19年长周期看，股价涨幅靠前的均为绩优股（涨幅：恒瑞医药147倍、长春高新68倍、通化东宝58倍）及资源壁垒较高的（云南白药58倍、片仔癀43倍、华兰生物42倍、通策医疗26倍）。

# 2019年三季度：医药牛市

## 牛市品种构成：

- **主题概念股：**兴齐眼药、华北制药、济民制药、龙津药业。
- **短期业绩高增长：**博腾股份、金域医学、海思科、博济医药、昭衍新药、浙江医药、新和成。
- **景气板块及龙头估值中枢提升：**泰格医药、药明康德、恒瑞医药、凯莱英、爱尔眼科、迈瑞医疗、山东药玻、康泰生物。

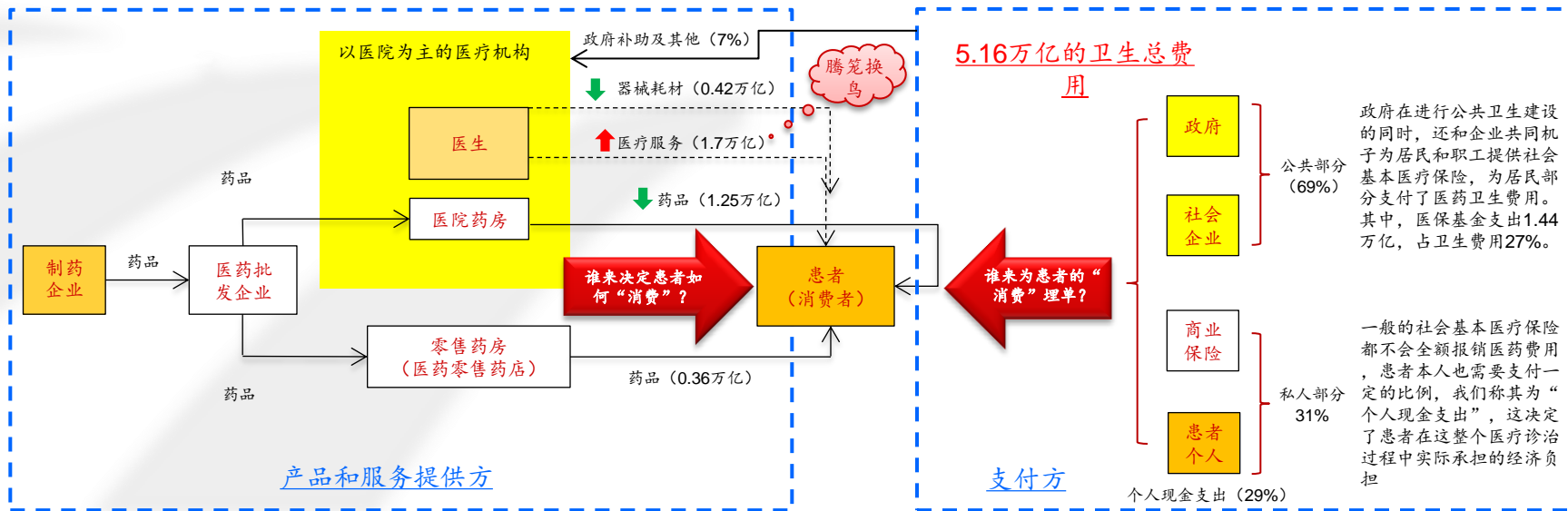
2019年以来及三季度医药板块的股价表现（%）



# 政策视角：今年的政策少了些？

“腾笼换鸟”的市场化改革，给了医药产业第一次系统化升级的机会。

国内医药产业生态圈



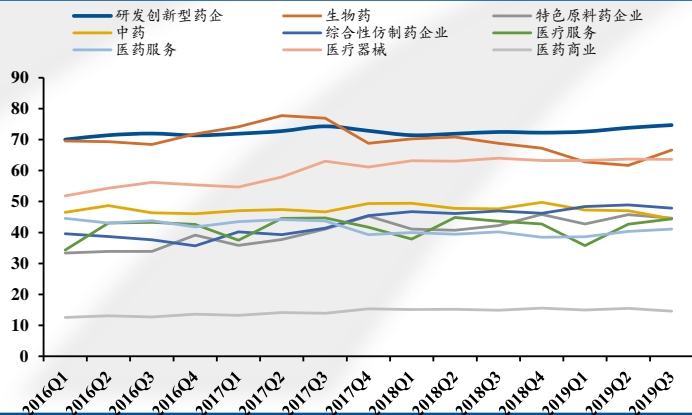
- 1、产业第一次变得越来越好，而不是痛并活着；
- 2、告别这样一个时代：仿制药械缺乏替代能力，但是又享受一定定价自由度；
- 3、不要夸大“超级医保局”，理解背后的逻辑是公立医院改革，做最切合实际的产业政策解读；
- 4、坚持市场化、全球化的选股思路，同时优中选优。

# 2019年医药子公司盈利水平比较

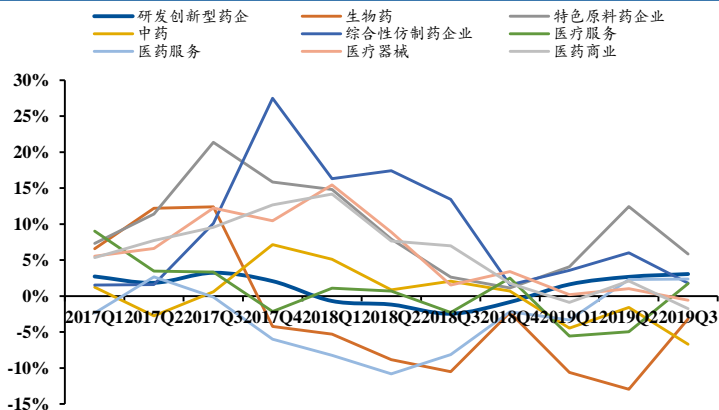
根据我们测算，医药子行业景气度排序：**医药服务>创新药/械、生物药>特色原料药>医疗服务、药店>仿制药、中药、医药商业**

- **医药服务**：2019Q3毛利率同比增长2.4%，环比提高2.0%，我们预计随着CDMO相关公司产能利用率的提升，毛利率同比和环比有望进一步提升。
- **创新药**：2019Q3毛利率同比增长3.1%，环比提高1.2%，我们认为随着创新增量产品的放量，盈利能力有望进一步提升。
- **特色原料药**：2019Q3毛利率同比提升5.8%，环比降低2.5%，2019年前三季度短期周期性属性影响。
- **医疗服务**：2019Q3毛利率同比提升1.7%，环比4.2%。

医药子行业单季度毛利率走势图



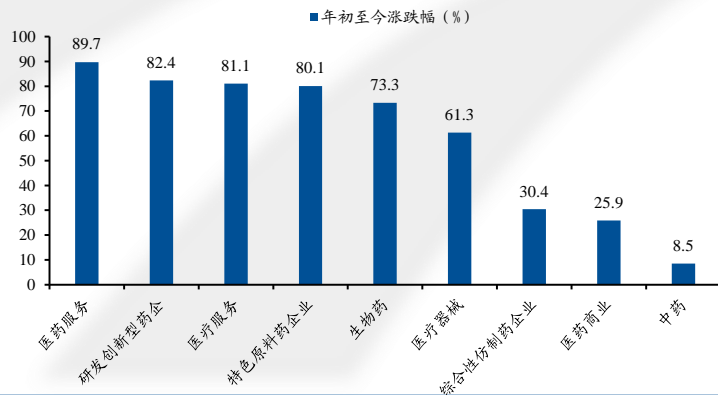
医药子行业单季度毛利率同比增速



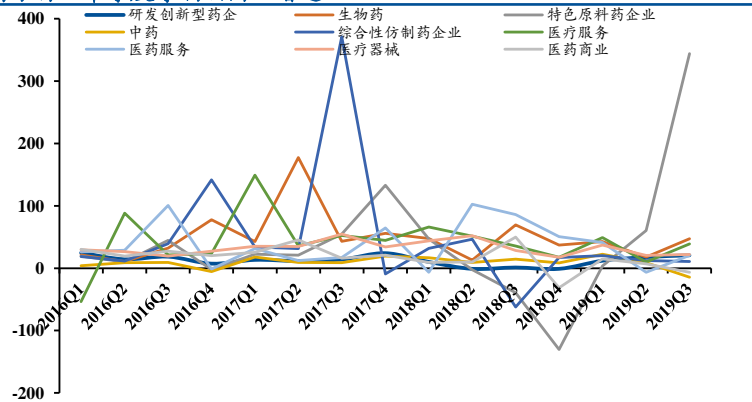
# “泛创新”板块普涨：创新产业链引领

“泛创新”板块业绩和行情的共振：我们定义为创新药/械或产业升级逻辑的细分领域，具备包括医药服务（CXO）、研发创新型药企、受益产业升级的原料药产业等。这些板块在基本面（净利润同比增速）方面也验证了细分领域的比较优势。

### 2019年年初至今，医药细分板块涨跌



### 医药子行业单季度净利润同比增速





# CXO引领板板块上涨：把握异质化逻辑

行业逻辑：中国市场红利，供给端的产业升级（创造了极好的产业做大做强的机会）

**1) 需求端：中国市场红利逻辑下，医药外包行业是未来3-5年，医药行业持续景气度的细分领域。**

2015年“44号”文启动的药审改革、2018年启动的药品集采及当下持续深入的医改，国内药企研发投入持续加强（仿制药、创新药），奠定了国内医药外包行业崛起的需求基础（行业β），这也是我们一直强调的医药外包行业当下核心逻辑：中国市场红利，但作为全球化的生意，这不是我们医药外行业务逻辑的全部。

**2) 供给端：2015年以来的产业供给侧调整，快速产业出清、质量升级，远期参与国际竞争的公司有望出现。**

2015年“7.22核查”以来，在表观快速出清临床审批积压的同时，也给医药外包行业带来的难得的供给侧调整的过程，质量、成本、管理能力等成为医药外包行业更重要的竞争变量，这个过程中包括泰格医药在内的一批优秀本土临床CRO快速布局，获得超高速增长。

医药外包产业链投资核心问题，其实是：我们赚的是  
“顺周期下行业高 $\beta$ 的钱，还是公司 $\alpha$ 的钱？”

涉及的核心问题：

1)  $\beta$ 的钱：行业的发展阶段判断，景气度还能持续多久？

2)  $\alpha$ 的钱：产业的进入壁垒是否够高？商业模式上有哪些演绎？竞争格局是否会很快恶化？

3) 可能的风险：投融资周期、研发投入周期性是否很强？供给恶化？

# 赛道视角：选赛道胜过评估产能、订单

公司所处赛道及发展阶段判断是核心变量，订单、产能、技术是次要变量。

- 早期药物发现：产业转移成熟阶段，供给逻辑支撑呈增长性。药明康德、康龙化成
- 安评、生物分析、临床试验：中国市场红利逻辑（ $\beta$ ）。泰格医药、昭衍新药。
- CDMO：产业转移初期， $\beta+\alpha$ 。药明生物、凯莱英、九洲药业、博腾股份。

医药服务板块重点公司估值及业绩比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2018	19E	20E	2018	19E	20E	19E	19E	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3
药明康德	1.38	1.4	1.7	68	68	55	11%	7.7	24	22	34	59	46	37	-9	-18	93.3
泰格医药	0.63	0.9	1.3	108	73	53	21%	15	36	36	27	49	56	66	66	148	-1.2
康龙化成	0.52	0.7	1	108	76	54	16%	12.1	27	26	29	49	52	47	34	28	9.5
昭衍新药	0.67	0.9	1.4	93	67	46	19%	12.6	36	44	43	37	52	39	43	77	-20.1
凯莱英	1.85	2.4	3.3	69	52	39	19%	9.7	29	34	45	24	53	39	111	11	28.5
博腾股份	0.23	0.3	0.4	59	42	31	6%	2.4	0	1	29	-20	-37	192	-33	-64	135.5
平均值				84	63	47	15%	10	25	27	35	33	37	70	35	30	41

# 盈利能力角度看CXO：规模效应不明显



人力+固定资产密集型产业，全球产业分工中，因为国内工程师成本较低，享受较高的净利率水平，保证不错的ROE水平（特别是对于离岸外包）。2019Q1-3多数公司因为短期产能利用率提升，净利率有明显的提升趋势。

医药服务板块盈利能力比较

股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3
药明康德	603259	推荐	39.5	40.7	39.5	20.4	18.8	17.8	24.3	28.6	19.6
泰格医药	300347	推荐	43.1	42.7	46.9	20.2	20.7	19.2	22	21.5	28.4
康龙化成	300759	推荐	32.5	31.8	33.6	17.9	17.3	17.7	11.7	11.3	12.1
昭衍新药	603127	推荐	53	53.3	51.6	25.4	29.8	27.8	26.5	23.5	21.8
凯莱英	002821	推荐	46.5	46.3	44.6	24	24.4	21.4	22.2	20.4	21
博腾股份	300363	无评级	33.5	33.9	37.5	24.6	26.2	22.6	9.4	10.2	12.5
平均值			41.3	41.4	42.3	22.1	22.9	21.1	19.3	19.3	19.2

# 小结：对于医药外包焦点问题的观点

我们认为市场目前对于板块估值的担心，更多源于对于“景气度”持续的担心，是对板块核心逻辑的理解误区导致的。再次阐述我们对于核心逻辑的认识：

**1、受益于中国市场红利逻辑的泰格医药、昭衍新药。** 2019Q3明显的变化是经营性现金流表现差于利润表的表现，对于泰格医药而言，2019Q2战略客户因IPO等原因回款放宽，2019Q3其实得到明显的好转，我们认为国内融资的景气度仍持续在；对于昭衍新药，2019Q3存货大幅增加，延续了上半年快速消化订单的战略，仍旧是反映供不应求的情况下，公司扩充产能消化订单的努力。

**2、对于全球产业转移进入成熟阶段的药明康德、康龙化成，** 2019年三季报显示业绩明显加速的趋势，验证了我们前期的判断，业绩的趋势取决于供给而非需求端，供给端公司新的技术平台产能利用率提升带来业绩弹性，市场份额持续提升，体现竞争壁垒。

**3、处于景气度初期的小（大）分子CDMO：药明生物、凯莱英，** 2019三季报显示临床订单持续丰富，为商业化订单奠定基础。

# 创新药：从MNC视角看，存量和增量策略



证券简称	2019Q1-Q3收入(亿美元)	2019Q1-Q3同比增长率	总市值(亿美元) (截止20191101)	中国区业绩增速
AZ	173.15	17.00%	1,220.70	2019前三季度销售36.9亿美元，YOY37%（Q3,YOY40%），肿瘤线10.23亿美元，YOY67%，新CVRM销售3.59亿美元， 存量：瑞舒伐落标，吉非替尼中标 增量：基药市场（10个品种新纳入）、罗沙司他进入医保谈判、奥西替尼、奥拉帕你（YOY227%，1.01亿美元）、沙格列汀+盐酸二甲双胍缓释新进医保常规目录
罗氏	461.00	10.00%	2,085.21	2019前三季度收入25.63亿瑞士法郎，前三季度增速53%； 驱动因素：2019H1，赫赛汀、安维汀、美罗华收入分别同比增长144%、61%、21%。增量品种帕捷特、安圣莎获批实现高速增长。
Lilly	162.06	2.21%	1,080.24	2019第三季度增速33%； 增量：GLP-1激动剂度拉糖肽、巴瑞替尼（类风关）、依奇珠单抗。近期有望上市的Verzenio(CDK4/6)、利妥昔单抗类似物。 存量：带量采购培美曲塞降价（70%，相比第一轮）、出售希刻劳、稳可信给亿腾，
默克集团	349.72	11.75%	2,174.80	2019年前三季度收入达到23.68亿美元，其中Q3收入达8.98亿美元，2019第三季度增速90%（不考虑汇兑损益），主要是Keytruda、九价HPV疫苗的驱动，Keytruda在中国已经上市3个适应症，2019H1销售突破10亿元。
辉瑞制药	390.62	-1.53%	2,123.37	2019第三季度收入增速42%，普强人事变动、业绩下滑，生物药业务表现尚可
BMS	182.00	9.72%	931.30	
诺华制药	359.61	5.14%	2,035.49	创新药销售目标从个位数提高到双位数，带动中国整体实现高个位数增长 存量：2017年上市的诺欣妥（心衰）、格列卫降价集采 增量：2019.4.1，可善挺（银屑病）获批、2019.4芬戈莫德（多发性硬化）受理上市申请、未来5年将有32个新药或新适应症在中国推出。
安进	171.65	-2.01%	1,295.02	
新基医药	129.45	15.13%	772.42	
吉利德科学	165.70	1.46%	818.89	

# 创新药：从内资药企看，良性循环开启

收入和利润增速加速，创新药企业步入良性循环。

恒瑞医药2019Q3单季收入增速高达47%，贝达药业达39%。具体产品看埃克替尼、康柏西普分别带动贝达药业和康弘药业创新药业绩增长。

研发创新型重点公司2019Q1-3估值和成长性比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2018	19E	20E	2018	19E	20E	19E	19E	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3
恒瑞医药	0.92	1.19	1.54	101	78	60	22%	16	26	24	36	23	22	27	9	-9	27.2
复星医药	1.06	1.07	1.32	24	24	20	10%	2	34	40	17	-11	-14	8	14	21	11.5
贝达药业	0.42	0.54	0.69	137	104	83	9%	10	19	21	34	-31	-18	43	3	18	71.1
康弘药业	0.79	0.96	1.16	39	32	27	18%	5	5	4	10	0	9	11	-54	-59	161.7
平均值				75	60	47	15%	8	21	22	24	-5	0	22	-7	-7	68

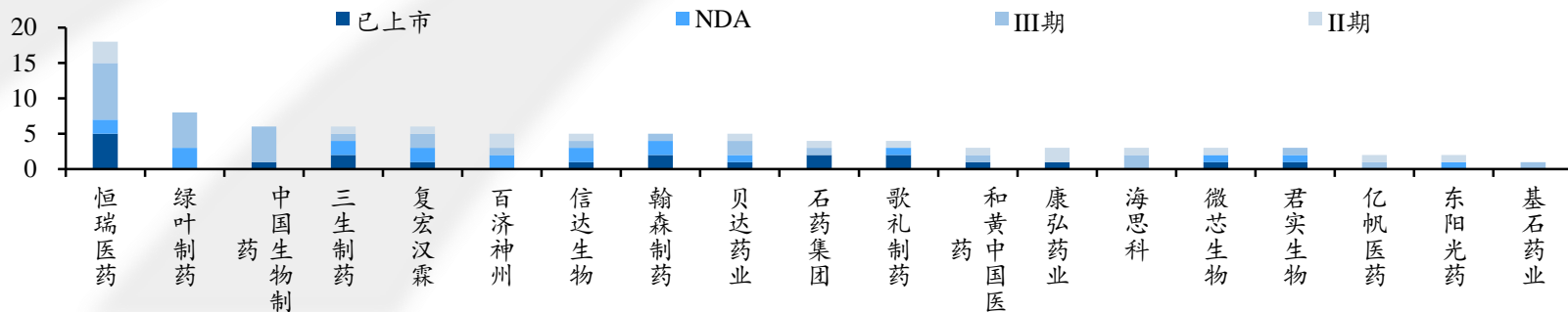
研发创新型重点公司2019Q1-3财务数据比较

股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3
恒瑞医药	600276.SH	无评级	86.6	86.5	87.2	61.1	58.4	61.8	23.3	23.7	22
复星医药	600196.SH	推荐	58.4	58.3	59.8	51.9	50.6	52.5	12.1	12.9	11.6
贝达药业	300558.SZ	无评级	94.4	95.5	93.5	80.7	77.7	75	13.4	15.6	15.6
康弘药业	002773.SZ	无评级	92.2	92.4	92.3	66.7	67.2	66.9	23.8	23.2	22.9
平均值			82.9	83.2	83.2	65.1	63.5	64	18.2	18.8	18

# 小结:

- 1、对于产业发展阶段的判断：我们认为目前处于创新药的初期阶段，产品供给开始加速、配套政策逐步完善、产品力逐步验证。
- 2、在目前估值下，对下一个阶段的关注重点：对于产品管线价值的评估更加严苛，在MNC品种持续加速获批的背景下，创新药面临竞争扁平化、全球化，以及外资企业的销售重心倾向创新药也进一步加剧了这种竞争，这在我们的分析中相比2018-19年更为关键。
- 3、推荐关注：恒瑞医药、贝达药业、复星医药及H股中国生物制药、翰森制药、相关Biotech公司

创新药重点企业II期到上市创新药管线品种汇总





# 泛创新之：血制品、生物药

## ■ 血制品：温和复苏，供给端加大推广力度，产品渗透率有望提升

- 行业库存下降，处于正常偏低的水平，存货及应收账款周转率提高。
- 产品供需看：前10个月，白蛋白批签发YOY7.5%，静丙YOY8%，我们预计需求端10%左右的增速；目前血制品企业和渠道白蛋白库存低位，供需处于紧平衡状态，静丙需求有望逐步释放，血制品景气度温和复苏。
- 血浆供给：新批浆站速度放缓，白蛋白预计2-3年处于紧平衡状态。

血制品批签发数据统计

单位：万瓶（折合2.5g）	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019M(1-10)	YOY-2019(1-10)
静丙合计	631.3	860.3	1076.5	1082.3	1037.3	981.2	8%
天坛生物	128.0	140.9	184.1	241.4	281.6	245.5	10.0%
占比	20.3%	16.4%	17.1%	22.3%	27.1%	25.0%	
华兰生物	77.9	87.4	168.3	153.5	106.5	113.9	17.1%
占比	12.3%	10.2%	15.6%	14.2%	10.3%	51.0%	
上海莱士	105.1	152.9	163.1	146.0	126.1	112.2	-1.8%
占比	16.6%	17.8%	15.1%	13.5%	12.2%	50.3%	
泰邦生物	62.7	165.9	177.0	166.9	164.9	181.2	32.8%
占比	9.9%	19.3%	16.4%	15.4%	15.9%	81.2%	
博雅生物	18.2	22.1	41.5	48.4	67.9	42.1	-23.2%
占比	2.9%	2.6%	3.9%	4.5%	6.5%	18.9%	
卫光生物	38.3	33.5	45.6	44.3	36.0	43.0	-0.4%
占比	6.1%	3.9%	4.2%	4.1%	3.5%	19.3%	
双林生物	22.8	33.9	38.8	32.0	23.6	8.0	-21.3%
博晖创新	0.0	1.3	4.1	7.7	5.2	38.8	54.9%
上海新兴	8.1	12.0	10.1	10.1	14.3	0.0	-100.0%
其他合计	170.2	210.4	243.9	232.1	211.2	196.5	1.8%

# 血制品投资逻辑小结:

短期来看，浆量由白蛋白需求驱动，预计白蛋白终端需求量继续保持稳定增长。在未来一段时间内，浆站资源获取，采浆规模仍是行业地位以及竞争力的关键。中长期看，在血制品供需逐步平衡后，增长将由**采浆规模转向品种和产品质量驱动**。血制品长期发展的竞争力将由规模优势向品种优势、渠道优势和学术推广优势过渡。推荐：**华兰生物、天坛生物**

血制品企业采浆、浆站设立数据统计

企业名称	预计2018年采浆量(吨)	单浆站平均采浆量(吨)	浆站数	2015年之前获批浆站数	2015年新批浆站数	2016年新批浆站数	2017年新批浆站数	2018年新批浆站数	预计2019年新批浆站数	预计2020年新批浆站数	预计2019年采浆量(吨)	预计2020年采浆量(吨)
华兰生物	970	46	24	15	5个分站	3	1	0	2	2	1100	1392
天坛生物	1568	29	55	47	2	2	2	3	5	5	1750	2004
上海莱士	1100	28	39	28	2	3	2	2	4	4	1250	1392
泰邦生物	1000	56	18	15			2		3	3	1100	1265
远大蜀阳	550	32	17	13			1		1	1	550	550
山西康宝	380	48	8	8			1	1	1	1	418	418
博雅生物	360	30	12	7	3		2		1	1	400	440
广东双林(ST生化)	350	18	19	9			4		1	1	350	367.5
卫光生物	340	49	7	7					1		340	374
丹霞	300	23	13	7	6						300	300
南瑞制药	160	32	5	3	2						160	160
哈世亨	120	12	10	110							120	120
河北大安	120	17	7	4	0						120	120
武汉瑞德	90	30	3	3							90	90
广东卫伦	50	7	7	3	2	1	1				50	50
新兴	70	35	2	2							70	70
绿十字	55	18.33	3	6							55	55
合计	7583										8223	9186
增速											8.44%	7.50%

- **生长激素**：成长驱动力主要来自渗透率提升，成长空间充足，竞争格局好，不受医保限制，预计未来3年仍处于高景气阶段。
- 市场空间超过400亿元。
- 推荐长春高新、关注安科生物

生长激素空间测算

	生长激素行业规模预测（亿元）	销量增速	当年治疗人次（万人）	窗口期存量治疗人次	渗透率
2018	41	50%	7.7	27.28	4.49%
2019	62	50%	10.7	36.88	5.85%
2020	87	40%	13.8	49.62	7.83%
2021	113	30%	16.7	64.84	10.49%
2022	146	30%	20.3	82.98	13.63%
2023	190	30%	24.8	104.58	17.39%
2024	247	30%	30.3	130.12	21.90%
2025	322	30%	37.3	160.13	27.28%
2026	418	30%	46.7	198.89	33.63%

## ■ 疫苗：研发迈入收获期，进入高景气阶段。

16年山东疫苗事件和18年长生事件后行业监管加强，进入壁垒提高，行业集中程度提升加速行业升级，利好产业龙头。重磅创新疫苗集中上市，EV71疫苗及四价流感疫苗、HPV疫苗、13价肺炎结合疫苗等重磅品种的快速放量。国企上市龙头疫苗企业，研发投入逐年增加，布局多年研发迈入收获期，进入高景气阶段。推荐国内研发管线最为丰富的的疫苗企业康泰生物。

- **康泰生物**：从短中期看，目前三联苗供应短缺，多地区缺货，四联苗销售形势良好，四联苗销售明年有望超预期，公司销售费用进一步下降，盈利能力提升，驱动业绩高速增长；中长期来看，大品种13价肺炎结合疫苗和二倍体狂犬有望年内报产，两个品种市场空间都在10亿元以上，公司作为国内研发管线最为丰富的的疫苗企业，且即将进入收获期，发展空间广阔。

# 特色原料药：量价逻辑到估值重塑

1、周期性逻辑、成长性逻辑。

2、2019年周期逻辑主导：普洛药业、天宇药业、美诺华、九洲药业、华海药业等的业绩表现看，沙坦类原料事件性影响导致的供给收缩等因素依然是主要业绩驱动因素。

3、看好2020年的成长逻辑：产业话语权提升、产业链延伸。

特色原料药重点公司2019Q1-3估值和成长性比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2018	19E	20E	2018	19E	20E	19E	19E	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3
华海药业	0.08	NA	NA	232	NA	NA	0%	NA	2	9	4	-81	-34	37	-89	-117	6,383
海正药业	-0.5	0.6	0.3	-21	18	43	1%	1.1	-4	-5	6	-332	-514	-271	7	50	-36
九洲药业	0.2	0.3	0.5	71	41	30	9%	3.8	8	3	7	31	14	18	-4	30	42
天宇股份	0.9	3	3.1	46	14	14	29%	3.8	23	14	58	87	-3	347	-23	-96	11307
普洛药业	0.31	0.5	0.6	41	29	22	15%	4.1	15	17	16	63	77	77	297	109	80
亿帆医药	0.6	0.9	1	22	15	13	14%	2.1	6	12	11	-43	-18	-5	3	40	-58
健友股份	0.59	0.8	1.1	71	50	37	20%	10.2	53	66	40	35	46	38	127	85	-2,291
美诺华	0.64	1	1.4	35	22	16	11%	2.5	40	30	52	78	7	254	-42	-75	600
圣达生物	0.4	0.8	0.8	94	49	44	9%	4.3	-3	-4	5	-37	-3	-18	-7	-45	-51
奥翔药业	0.27	NA	NA	54	NA	NA	0%	NA	2	10	32	-33	-11	71	-77	-26	792
平均值				64	30	27	11%	4	14	15	23	-23	-44	55	19	-4	1677

# 医疗器械：技术/渠道壁垒构建较好的成长性

受到超声市场采购需求平淡、高值耗材集采降价的影响，2019年第三季度医疗器械板块收入增速较去年有所放缓。2019年前三季度营业收入、扣非后归母净利润、经营活动产生的现金流同比增速分别为24.3%、17.4%、24.3%。

迈瑞医疗、乐普医疗、安图生物、健帆生物、欧普康视、艾德生物、凯普生物等优质的头部公司依然保持了较好的增长质量，显示产品管线丰富、技术/渠道壁垒较高的企业在面对行业不确定性因素中能保持较好的成长性。

医疗器械重点公司2019Q1-3估值和成长性比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2018	19E	20E	2018	19E	20E	19E	19E	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3
迈瑞医疗	3.06	3.9	4.7	58	46	38	25%	11.4	23	23	20	43	41	27	22	9	34
乐普医疗	0.68	1	1.2	44	32	24	22%	7	40	39	28	23	41	36	64	53	35.2
安图生物	1.34	1.8	2.5	75	57	41	32%	18.1	38	38	39	29	31	31	36	24	23
健帆生物	0.96	1.3	1.8	73	52	39	27%	14	41	42	39	44	47	44	26	8	70.1
鱼跃医疗	0.73	0.9	1	30	25	21	14%	3.5	18	18	12	25	17	15	230	309	-63.9
欧普康视	0.54	0.7	1	96	69	51	22%	15.1	47	48	47	41	40	39	3	26	49.5
万孚生物	0.9	1.2	1.5	55	42	32	18%	7.4	44	52	24	50	56	37	47	124	152.8
山东药玻	0.6	0.8	1	42	33	26	12%	3.8	11	13	12	40	37	28	13	31	25.6
贝瑞基因	0.76	1.1	1.3	41	28	24	17%	4.8	23	27	14	13	54	-6	122	608	2.4
开立医疗	0.62	0.7	0.8	34	33	25	17%	5.5	24	24	0	28	40	-75	68	-49	-44.7
艾德生物	0.86	1	1.4	84	74	53	16%	11.9	33	28	33	35	28	11	2	28	79.6
九强生物	0.6	0.7	0.7	27	25	22	17%	4.1	12	13	7	5	1	11	23	41	-41.1
基蛋生物	0.96	NA	NA	24	NA	NA	0%	NA	40	37	39	23	22	9	-3	-25	-28.2
凯普生物	0.52	0.8	1.1	44	28	21	14%	4.5	21	21	28	19	17	38	1	-29	87.6
透景生命	1.56	1.7	2	29	26	23	14%	3.5	20	24	21	3	4	14	52	25	-17
平均值				50	41	32	18%	8	29	30	24	28	32	17	47	79	24

# 较高的技术壁垒为高盈利能力的保障

基于较快的产品迭代速度和相对宽松的定价政策环境，前三季度医疗器械板块依然保持了较高的盈利能力，板块平均接近70%的毛利率和30%的净利率验证了这一点。但同时我们发现由于新品推广投入加大、研发仍保持在较高水平，期间费用率出现明显的增长，导致板块净利率略有下滑。2019年前三季度，毛利率、期间费用率、净利率分别为68.6%、38.3%、27.8%，同比分别增加-0.6、1.2、-1.7个百分点。健帆生物、欧普康视、透景生命技术独特、竞争格局良好，得以保持较高的盈利能力。我们认为较高的技术壁垒有利于维持有利的竞争格局，从而保持较高的盈利能力。

医疗器械重点公司2019Q1-3盈利能力比较

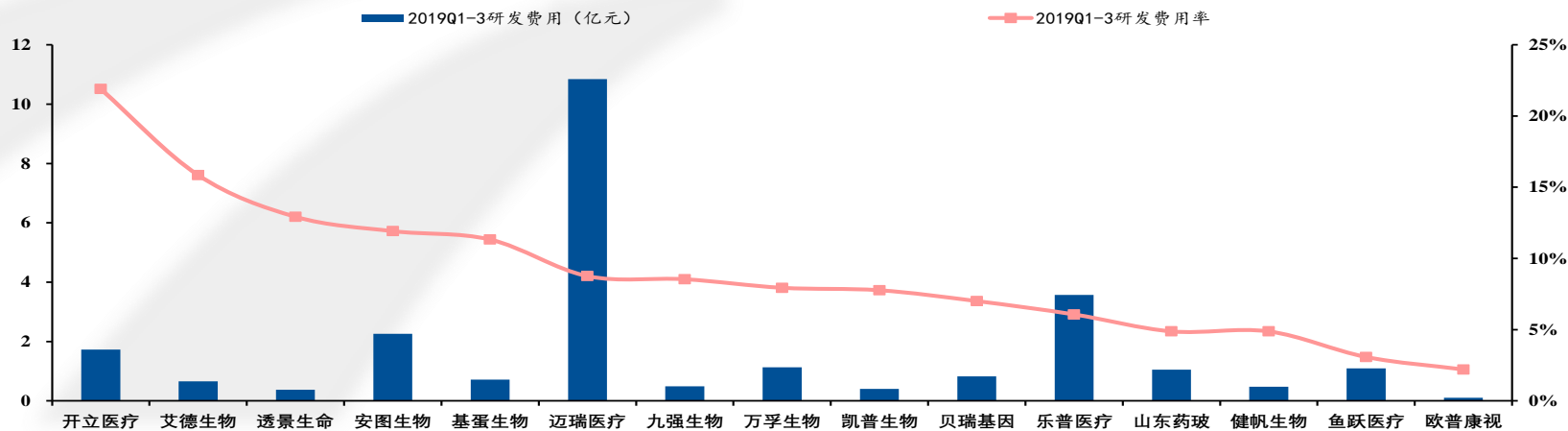
股票	代码	投资评级	毛利率 (%)			期间费用率 (%)			净利率 (%)		
			2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3
迈瑞医疗	300760.SZ	谨慎推荐	66.6	66.9	65.2	36.6	35.6	31.8	27.1	28.2	29.7
乐普医疗	300003.SZ	无评级	72.7	73.3	72.6	47.2	44.9	43.5	19.7	25.6	27.5
安图生物	603658.SH	谨慎推荐	66.4	66.8	66.6	32.4	31.3	33.1	29.8	30.7	28.9
健帆生物	300529.SZ	无评级	84.8	84.8	86	42	37.8	37.9	39.4	43.8	42.9
鱼跃医疗	002223.SZ	无评级	39.8	40.2	41.9	21.6	16.5	18.6	17.9	20.4	20.2
欧普康视	300595.SZ	无评级	78	78.7	80	29.2	24.6	29.9	45.8	50.2	46
万孚生物	300482.SZ	谨慎推荐	61	60.6	65.2	38.4	36.7	39.2	21	21	21.7
山东药玻	600529.SH	无评级	36	35.3	37.1	16.8	16	17.3	13.9	13.7	15.8
贝瑞基因	000710.SZ	无评级	58.2	58.3	59.1	33.8	30.8	32.6	18	23.1	26.4
开立医疗	300633.SZ	无评级	69.9	70.6	65.7	52.5	53.1	63.3	20.6	21.5	8
艾德生物	300685.SZ	无评级	91	91.2	90.3	61.7	59.8	61.6	28.9	30.9	26.4
九强生物	300406.SZ	谨慎推荐	68.7	68.9	68.3	23.3	25.6	23.7	38.8	36.6	38.1
基蛋生物	603387.SH	无评级	78.9	80.7	71.1	41.4	38.8	37.4	36.5	39.8	32.5
凯普生物	300639.SZ	谨慎推荐	83.5	83.6	81.2	63.4	63.4	60.5	18.4	18.3	19
透景生命	300642.SZ	谨慎推荐	78.4	77.7	78.6	38.9	40.1	43.6	38.8	38	33.7
平均值			68.9	69.2	68.6	38.6	37	38.3	27.6	29.5	27.8



# 研发投入与技术储备相关，关注研发驱动型企业



- 我们认为较强的技术研发实力和产品迭代能力将成为医疗器械板块越来越重要的竞争壁垒，而这与企业的研发投入密切相关。前三季度重点公司的研发费用平均值在1.71亿元，研发费用率平均值为9.00%。
- 结合前三季度重点公司的研发费用绝对值来看，迈瑞医疗以10.84亿的研发费用远超其他同行企业，乐普医疗、安图生物、开立医疗、万孚生物紧随其后；从研发费用占营业收入的比重来看，开立医疗、艾德生物的研发费用率均在15%以上，透景生命、安图生物、基蛋生物均高于平均水平。
- 从以上分析来看，建议关注研发驱动型企业开立医疗，以及体外诊断优质企业迈瑞医疗、安图生物、万孚生物、艾德生物、透景生命等。





# 连锁药店：区域优势复制有望加速

- 目前国内药店处在区域优势快速建立阶段，接下来3-5年是并购黄金时机，当前并购价格较之前两年有所下降，新药品管理方案出来，小连锁和单体店违规经营成本加大，出售意愿加强，并购有望加速，驱动业绩高增长。政策边际改善，大病慢病门店获批增加，审批发放资格速度也在加快。
- 益丰药房：并购布局战略清晰执行力强，精细化管理能力突出，初具全国性连锁龙头雏形；
- 老百姓：公司为全国布局的连锁药店龙头，一直以来主打品牌建立，坪效持续提升，经营效率持续改善，品牌的建立将有助于公司在各地新开店和外延并购扩大规模的顺利推进；
- 大参林：门店结构优化释放利润+降税增厚利润+期间费用率有所下降，业绩有望持续超预期；
- 一心堂：Q3起目前云南地区开始实行后续远程审方解决执业药师紧缺问题，公司业务恢复正常。云南市场各市州有望放开慢病统筹，将对明年云南市场增长形成有力支撑，预计接下来公司增长更趋于稳健，估值有提升空间。

# 中药：外部压力仍在，结构性机会犹存



- 2019年前三季度板块核心公司营收、扣非后净利润YOY-1%、-17%，差强人意。我们预计无论是清库存因素、产品结构迭代因素影响导致，我们预计2020年的景气度或许略好于2019年。
- 受东阿阿胶、济川药业清终端库存、天士力心脑血管中药品种下滑等影响，板块Q3单季度业绩明显下滑。
- 我们留意到品牌力较强资源品中药（片仔癀、云南白药、同仁堂）净利率持续提升、营销改革下的研发型企业（康缘药业）呈现拐点型增长，表现出较好的盈利持续性。

中药重点公司2019Q1-3估值和成长性比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2018	19E	20E	2018	19E	20E	19E	19E	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3
片仔癀	1.89	2.4	3	57	46	37	23%	10	28	31	21	45	40	22	-10	-84	920
云南白药	2.59	3	3.3	33	29	26	16%	4	10	10	8	5	0	-7	128	69	-88
同仁堂	0.83	0.9	1	33	31	29	12%	4	6	7	-5	0	3	1	31	39	23
东阿阿胶	3.19	1.5	1.9	11	23	19	9%	2	0	-2	-35	-2	-6	-87	-43	-166	8
天士力	1.02	1.1	1.2	14	13	12	15%	2	12	17	8	2	12	-14	288	208	9
康缘药业	0.73	0.8	1.1	24	21	17	12%	2	17	14	22	14	3	22	66	43	69
济川药业	2.07	2.2	2.5	12	11	10	28%	3	28	32	-3	38	45	1	44	57	14
华润三九	1.46	2.4	2	20	12	15	19%	2	21	26	8	12	13	15	20	29	0
平均值				30	29	24	15%	4	11	12	-1	10	10	-17	79	13	174

# 仿制药板块：2020年集采影响体现更明显

- 2019年前三季度的数据看，核心公司的营收、扣非后净利润YOY16%、23%，我们认为主要是首批集采25个品种的执行效果体现并不充分，预计2020年随着第二轮集采、扩围推进，集采对于仿制药公司业绩的影响会更加明显，板块明显持续承压。
- 整体，我们对板块持相对中性的看法，建议关注自下而上的机会，比如有原料药成本优势仙琚制药、产品梯队相对丰富的科伦药业、京新药业、普利制药等。

综合性仿制药重点公司2019Q1-3估值和成长性比较

股票	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB	营收同比增速 (%)			扣非后归母净利润同比增速 (%)			经营活动产生的现金流同比增速 (%)		
	2018	19E	20E	2018	19E	20E	19E	19E	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3	2018	18Q1-3	19Q1-3
科伦药业	0.84	0.9	1.2	28	25	20	10%	2	43	55	6	699	136	-15	145	125	11
华东医药	1.3	1.6	1.9	20	16	13	23%	4	10	8	19	29	21	17	23	1,018	-36
京新药业	0.51	0.7	0.6	20	13	16	13%	2	33	44	25	654	30	29	36	98	65
丽珠集团	1.16	1.4	1.6	27	22	20	11%	3	4	5	7	16	17	20	-4	-32	128
恩华药业	0.51	0.6	0.8	22	18	14	19%	3	14	15	11	40	34	25	-11	-8	133.9
仙琚制药	0.33	0.4	0.6	25	19	15	14%	3	27	33	4	51	47	40	8	135	69
普利制药	0.66	1.1	1.9	93	54	33	27%	14	92	103	51	97	100	69	1	321	-50
现代制药	0.69	NA	NA	13	NA	NA	0%	NA	33	29	6	-2	36	-1	-28	35	30
平均值				31	24	19	15%	4	32	36	16	198	53	23	21	211	44

# 重点公司——医药外包组合：两朵金花+三驾马车



## ■ 2019年创新服务（中国市场红利+产业链转移）⇨ 2020年创新服务（产业转移强化）

### ■ 中国市场红利——两朵金花组合：泰格医药、昭衍新药

①泰格医药：2019Q2-3，临床业务40-50%的快速增长，盈利中心数统业务国内客户占比持续快速提升，同时方达、韩国公司资产证券化，考虑上市费用基数影响，2019年EPS将达到0.94元（2020年1.28元），目前估值51倍PE（2020年），推荐。

②昭衍新药：2019年前三季度存货大幅早呢更加90%，奠定消化订单、业绩增长基础，EPS0.94/1.36，推荐。

### ■ 全球产业转移——三驾马车组合：药明康德、康龙化成、凯莱英

①药明康德：收入端连续11个季度环比持续改善，内生盈利能力逐步增强，2019Q3经调整Non-IFRS归母净利润YOY50.2%，EPS1.39/1.70，推荐。

②康龙化成：增量业务产能利用率快速提升逻辑，2019Q3扣非后归母净利润YOY60.7%，EPS0.74/1.04，推荐。

③凯莱英：产业链转移逐步验证的小分子CDMO龙头，订单丰富，漏斗效应渐成，2019年扣非后归母净利润YOY30-40%，EPS2.44/3.26元，推荐。

## ■ 原料药逻辑从2019年的周期性向2020年的成长性过渡。

- **天宇股份**：2019年在沙坦类产品价格提升的背景下，公司市场开拓、产能释放，业绩上扬明显，2020年，我们预计量价逻辑或持续，随着欧盟CEP恢复等因素的影响，2020年上半年有望仍保持快速增长的态势，EPS3.02/3.06元，推荐。
- **九洲药业**：处于API+CDMO拓展的关键期，CDMO业务的拓展是公司今年估值明显提升的重要原因，2020年是公司CDMO订单落地执行的关键年，有望贡献明显的业绩增量，EPS0.34/0.46元，谨慎推荐。
- **其他建议关注**：华海药业、普洛药业、美诺华、司太立等。

# 重点公司解析：体外诊断组合

■ 产品迭代（发光、分子）关键期，关注在产品管线丰富、技术/渠道实力强劲的综合平台迈瑞医疗和万孚生物，在化学发光领域领先并往质谱方向发展的安图生物，以及不断进行产品迭代的凯普生物。

## ➤ 产品管线丰富、技术/渠道实力强劲的综合性平台：

**迈瑞医疗：**医疗器械龙头企业，在产品、渠道、品牌方面均建立起一定的壁垒；其中化学发光产品增速迅猛，监护仪和彩超进入高端领域进一步替代进口产品。

**万孚生物：**受益于胸痛中心等五大中心的建设和分级诊疗政策的推行，业绩增速可观；深耕POCT领域，血气/凝血、化学发光、分子诊断等新品频出，与其他同行企业逐渐拉开差距。

## ➤ 深耕IVD领域并不断进行产品迭代的高速成长性企业：

**安图生物：**在化学发光领域表现出色，同时往质谱方向延伸开拓国产品牌新蓝海；由于技术迭代和进口替代双逻辑影响，公司业绩保持稳定增长。

**凯普生物：**核心产品HPV试剂盒在受益两癌筛查扩面、对细胞学技术替代而稳定增长；耳聋、地贫、STD等二线品种进入高速增长期；实验室大额节奏放缓、存量部分逐渐减亏/扭亏。



# 重点公司：金域医学

**核心逻辑：进入第一轮良性迭代阶段的ICL标杆企业。**

■ **行业逻辑：渗透率提升，龙头公司的特检业务及规模性壁垒奠定竞争优势。**

我国检验外包行业渗透率持续提升奠定了当前增速在20%左右、远高于检验市场增速，同时考虑渗透率提升空间较大，美国ICL渗透率约35%，领军企业Quest、LabCorp分别达到8.3%、7.6%；而我国渗透率不到8%（但是平均每年以略小于1.0pct的速度提升），领军企业金域医学、迪安诊断在检查收入中的渗透率仅为2.7%、1.5%左右。随着医保控费、DRGs等政策的推进，外包率的进一步提升确定性增加，奠定了检验外包市场增长量的基础。

■ **公司逻辑：全国实验室网络初步形成，进入第一轮良性迭代阶段。**

业绩拐点的驱动因素主要是成熟实验室持续贡献业绩增量，其中体量最大的广州金域净利润增速均在30%以上；以及新建实验室逐渐步入正轨，特别是2014-2016年自建的11家实验室有望在2019-2021年集中实现盈利、释放业绩，净利率显著提升。同时，由于大额资本支出节奏放缓、新旧实验室扭亏或减亏，2018年企业自由现金流开始转正；当前公司的渗透率和净利率双低，净利润至少还有4倍的提升空间；净利润除了存量空间的提升外，还有望享受每年10%以上的检验市场增速。

■ **投资建议**

预计2019-2021年EPS分别为0.88、1.12、1.50元，目前收盘价对应2019年PE为67倍（2020年53倍PE）。参考可比公司估值及公司行业领先地位，维持“谨慎推荐”评级。

■ **风险提示：**

监管政策变动风险；市场竞争风险；检验项目价格下降风险。

- **血制品景气度有望继续提升。**

前三季度经营活动产生的现金流量净额7.60元 (+0.6%)，主要因为Q3疫苗收入增加明显，账期比血制品要长，一般在3-6个月左右。三季报显示，公司存货进一步下降，周转率进一步提升。根据我们草根调研，目前公司白蛋白处于缺货状态，静丙销售状况良好，目前血制品生产企业和渠道库存处于正常偏低库存。中检院数据显示，截止1-9月份白蛋白批签发同比下降-1%，对应国内8%左右的需求，截至1-9月份静丙批签发同比下降-3%，对应终端10%+的需求，供需存在缺口，血制品景气度有望持续改善。

- **流感市场需求保持旺盛，流感疫苗有望继续保持增长。**

中检院数据显示，3季度华兰四价流感疫苗批签发450万支，三价153万支左右，预计全年四价流感疫苗批签发800万支以上。根据草根调研数据，目前四价流感疫苗目前处于供不应求状态，预计明年继续保持需求旺盛。明年公司产能进一步释放，产能达到2500万支，即使有新进产能，考虑到四价流感疫苗需求旺盛，明年华兰四价疫苗也有望继续保持增长。

## 投资建议

我们预计公司2019年-2021年EPS 1.03/1.20/1.34，对应当前股价 PE为36/31/28倍，处于历史估值中枢偏上部分，但考虑到公司血制品行业龙头业绩稳定，血制品景气度持续改善，公司受益明显，流感市场需求保持旺盛，公司流感疫苗有望继续保持增长，可以享有一定估值溢价，“推荐”。

## 风险提示：

产品价格向下波动超预期，疫苗放量不及预期，安全性风险。



## 经营拐点验证公司新景气周期。

- **核心竞争力：**我们认为公司的核心竞争壁垒在于公司持续的研发投入打造的研发体系，过去几年研发投入持续位列中药板块第一位，且持续增加；
- **经营拐点：**公司产品的销售，我们认为就是这种研发能力的变现过程，而且我们认为这也是上次对公司低估的点，回顾公司过去20年的发展，我们发现持续的产品迭代能力是公司对冲不确定行业政策环境的法宝；
  - ①2003-2007年，聚焦以桂枝茯苓胶囊为核心品种、二线口服产品发力的阶段；
  - ②2007-2010年，受甲流影响，热毒宁开始发力增长，快速突破2亿元，成为公司重磅业绩拉动，这个阶段公司的估值也从13倍左右PE提到40倍PE；
  - ③2011-2015年，经历了热毒宁的高速增长、口服线的销售波动、营销持续改革，估值略有波动，25-40倍左右；
  - ④2015年后随着热毒宁增速放缓、二线品种增长乏力、中药注射剂外部监管环境恶化，导致估值2018年回到14倍PE左右，目前估值21倍左右PE。
- **我们认为：**近两年的营销改革持续见效，金振口服液持续放量、银杏收入端快速增长，两个10亿以上品种逐步临近，我们预计收入净利率的提升也将大幅提高盈利增速，未来三年有望持续保持20%以上的增长，参考公司过去产品迭代期的估值情况，我们认为目前处于明显低估状态，推荐。

# 重点医药公司估值表

股票	投资评级	总市值	流通市值	EPS (元)			PE (倍)			ROE	PB
		(亿元)		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2019E
<b>研发创新型药企</b>											
复星医药	推荐	661	493	1.06	1.07	1.32	24	24	20	10%	2.1
<b>生物药</b>											
长春高新	推荐	809	809	5.92	8.20	10.80	80	58	44	23%	12.6
华兰生物	推荐	513	440	0.81	1.03	1.20	45	36	30	22%	7.5
博雅生物	推荐	141	141	1.08	1.22	1.51	30	27	22	13%	3.4
天坛生物	推荐	281	281	0.49	0.60	0.72	55	45	37	16%	7.2
智飞生物	推荐	770	422	0.91	1.60	2.10	53	30	23	43%	13.0
我武生物	谨慎推荐	243	212	0.44	0.60	0.70	104	77	66	24%	18.9
康泰生物	谨慎推荐	558	227	0.68	0.87	1.27	128	99	68	24%	24.1
<b>特色原料药企业</b>											
九洲药业	谨慎推荐	114	114	0.20	0.34	0.46	73	42	31	9%	3.9
天宇股份	推荐	75	22	0.90	3.02	3.06	46	14	14	29%	3.8
<b>中药企业</b>											
康缘药业	推荐	104	101	0.73	0.84	1.06	24	21	17	12%	2.4
济川药业	谨慎推荐	200	200	2.07	2.16	2.48	12	11	10	28%	2.9
<b>综合性仿制药企业</b>											
京新药业	谨慎推荐	72	59	0.51	0.74	0.64	20	13	16	13%	1.8
丽珠集团	推荐	294	187	1.16	1.40	1.60	27	22	20	11%	2.6
<b>医药服务</b>											
药明康德	推荐	1547	950	1.38	1.39	1.70	68	68	56	11%	7.7
泰格医药	推荐	519	366	0.63	0.94	1.28	110	74	54	21%	15.2
康龙化成	推荐	371	37	0.52	0.74	1.04	109	76	54	16%	12.2
昭衍新药	推荐	102	50	0.67	0.94	1.36	94	67	46	19%	12.7
凯莱英	推荐	299	158	1.85	2.44	3.26	70	53	40	19%	9.8
<b>医疗服务</b>											
金域医学	谨慎推荐	245	150	0.51	0.88	1.12	105	61	48	18%	10.9
迪安诊断	谨慎推荐	134	83	0.63	0.77	0.93	35	28	23	11%	3.1
<b>医疗器械</b>											
迈瑞医疗	谨慎推荐	2186	897	3.06	3.87	4.66	59	46	39	25%	11.5
安图生物	谨慎推荐	433	433	1.34	1.77	2.48	77	58	42	32%	18.4
万孚生物	谨慎推荐	171	119	0.90	1.18	1.53	56	42	33	18%	7.4
九强生物	谨慎推荐	84	55	0.60	0.66	0.73	28	25	23	17%	4.2
凯普生物	谨慎推荐	52	26	0.52	0.83	1.12	45	29	21	14%	4.6
透景生命	谨慎推荐	40	23	1.56	1.73	1.99	28	25	22	14%	3.4
<b>医药商业</b>											
益丰药房	推荐	317	304	1.10	1.50	2.00	76	56	42	13%	7.0
一心堂	推荐	139	73	0.92	1.08	1.31	27	23	19	14%	3.1
大参林	推荐	295	47	1.02	1.33	1.67	55	43	34	20%	8.3
老百姓	推荐	205	191	1.52	1.86	2.29	47	38	31	16%	5.9
A股主要医药公司平均							54	40	32	16%	7

# 敬请雅正 欢迎交流

021-60876713

[sunjian\\_yjy@mszq.com](mailto:sunjian_yjy@mszq.com)

民生证券研究院

2019年11月5日

## 分析师承诺：

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005  
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122  
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

## 免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。