

# 医药生物

证券研究报告  
2019年11月07日

## 11月月报暨三季报总结：三季度医药板块整体表现良好，建议关注创新板块和血制品领域

**前三季度板块业绩总结：板块内部分化，创新药、器械、生物制品和医疗服务板块表现优秀**

2019年前三季度，尤其是三季度医药板块整体取得相对较好的成绩：前三季度医药板块收入端增速13.74%，利润端增速略微下降，扣非后归母净利润同比下滑2.23%。医药内部板块分化明显，医疗器械、医疗服务及生物制品等行业依旧保持了快速增长，其营收分别同比增长10.35%、21.42%、23.13%，净利润分别同比增长24.16%、11.74%、23.13%，扣非后归母净利润分别同比增长14.41%、26.51%、24.08%。化学制剂以及中药等板块对整体业绩略有拖累，化学制剂板块、原料药板块、中药板块前三季度营收分别同比增长11.14%、10.05%、14.66%；归母净利润分别同比+2.00%、+5.83%、+0.16%；扣非后归母净利润分别同比+1.12%、+3.23%、-3.54%。

### 10月行业总结

10月上证综指上涨0.82%，报2,929.06点，中小板指上涨2.53%，报6,149.60点，创业板指上涨2.69%，报1,671.31点。医药生物指数上涨4.67%，报7,892.19点，表现强于上证3.84个pp，强于中小板2.14个pp，强于创业板1.98个pp。截至10月31日，全部A股估值为12.76倍，医药生物估值为36.60倍，相对A股溢价率升至187%。

### 11月投资观点：看好创新板块和消费领域，尤其是生物制品中血制品和疫苗

我们认为医药行情仍有望持续，从医药企业三季报来看，整体板块表现较好。结合近期医药政策，我们建议投资者关注创新药及创新医疗器械龙头以及景气度正在回升的血制品领域，相关标的包括：

- (1) 创新药及其产业链（恒瑞医药、贝达药业、药明康德、泰格医药、康龙化成等）；
- (2) 创新医疗器械（迈瑞医疗、迈克生物、安图生物、艾德生物、乐普医疗、健帆生物等）；
- (3) 医药大消费领域（血制品、疫苗和生物制品板块）。

### 11月金股：迈瑞医疗(300760.SZ)

**核心逻辑：**医疗器械子行业众多，不同细分领域产品在技术、工艺、渠道都有很大的差异，行业技术隔绝，跨产品线难度较大，而迈瑞则做到了多产品线均衡同步发展。迈瑞三条基石产品线分别是生命信息与支持，医学影像、体外诊断，其中多个细分品种市占率已经成为国内前列，产品的品牌影响力被医疗圈广泛认可。我们预测公司2019-2021年净利润为46.59/57.56/69.50亿元，对应EPS为3.83/4.73/5.72元/股，2020年给予50X估值，目标价至236.5元/股，维持“买入”评级。

### 11月稳健组合（排名不分先后，月度滚动调整）

健康元，迈克生物，安图生物，万孚生物，迈瑞医疗，金域医学，恒瑞医药，片仔癀，通化东宝，爱尔眼科，美年健康，泰格医药，药明康德，云南白药，长春高新，凯莱英，科伦药业、乐普医疗

**风险提示：**市场震荡风险，研发进展不及预期，个别公司外延整合不及预期，个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险等

### 投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

### 作者

**郑薇** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517110003  
zhengwei@tfzq.com  
**潘海洋** 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517080006  
panhaiyang@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《医药生物-行业研究周报:结构性行情有望持续演绎，持续推荐创新龙头和血制品领域》 2019-11-03
- 2 《医药生物-行业研究周报:医药行情有望持续，重点关注血制品等领域》 2019-10-27
- 3 《医药生物-行业专题研究:血制品批签发报告——季度间边际改善明显，行业景气度持续回升》 2019-10-23

### 关注我们



扫码关注

天风证券

研究所官方微信号

## 内容目录

<b>1. 医药生物整体表现优秀，板块内部存在一定分化</b>	<b>4</b>
1.1. 六大板块分化继续，创新药企业绩表现亮眼	5
1.2. 研发投入持续走高，盈利能力出现一定分化	8
<b>2. 板块分化较为明显，看好创新主线、血制品和疫苗增长</b>	<b>10</b>
2.1. 生物制品业绩表现亮眼	10
2.1.1. 疫苗板块：继续良好增长态势	10
2.1.2. 血制品：景气度稳步提升，公司运营能力明显改善	11
2.1.3. 生长激素：业绩持续增长，行业不断扩容	12
2.1.4. 胰岛素&脱敏滴剂：胰岛素三代值得期待，脱敏制剂延续快速增长	12
2.2. 医疗器械板块稳健增长，把握产业龙头机会	12
2.3. 医药服务表现优异	14
2.3.1. 专科医疗服务：龙头企业业绩高速提升	14
2.3.2. CRO、CDMO/CMO：产业、资本、政策共振，迎来黄金发展期	15
2.4. 中药板块业绩整体相对承压，龙头业绩平稳增长	15
2.5. 化学制药：创新药高景气度，特色原料药业绩优秀	16
2.5.1. 创新药板块业绩延续半年报高增长态势	16
2.5.2. 特色原料药业绩表现优秀	17
2.6. 医药流通整体稳健增长，连锁药店持续高景气度	18
2.6.1. 医药流通板块整体表现稳健	18
2.6.2. 连锁药店高景气度发展	19
<b>3. 行情回顾</b>	<b>19</b>
3.1. 医药生物 10 月上涨，整体强于大盘	19
3.2. 申万子行业涨跌不一，医药生物上涨 4.67%排名全行业第 3 位	20
3.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 9 月升至 187%	20
3.4. 医药各子板块估值中医疗服务涨幅最大	21
3.5. 本月子板块交易量与交易额涨跌不一	21
3.6. 个股月度涨跌幅	22
<b>4. 医药制造业收入与利润</b>	<b>22</b>
<b>5. 风险提示</b>	<b>23</b>

## 图表目录

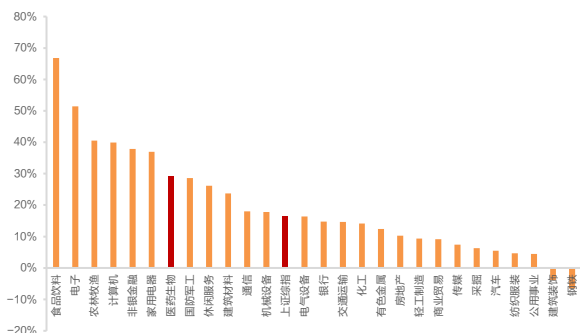
图 1：2019 年初至三季度末各板块涨跌幅情况	4
图 2：2019 三季度医药板块整体长势喜人	4
图 3：2019 年 8 月中旬以来医药跑赢沪深 300	4
图 4：医药生物 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况	4
图 5：医疗器械板块 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况	5
图 6：生物制品板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况	5

图 7: 医疗服务板块 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况	6
图 8: 医药商业板块 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况	6
图 9: 化学制剂板块 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况	7
图 10: 化学原料药板块 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况	7
图 11: 中药板块 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况	8
图 12: 各板块研发费用合计情况 (百万元)	8
图 13: 各板块平均净资产收益率 (ROE) 情况	9
图 14: 各板块期间费用率情况	9
图 15: 疫苗板块营收、净利润、归母净利润的增速变化	10
图 16: 2018Q1-2019Q3 血制品批签发量 (万件)	11
图 17: 血制品企业业绩明显提升, 实现快速增长	11
图 18: 血制品企业存货、应收账款周转天数 (天)	12
图 19: 血制品企业 ROE 提升明显	12
图 20: 医疗器械板块业绩分季度表现 (2014Q1-2019Q3)	13
图 21: 医疗器械板块毛利率及净利率情况	13
图 22: 中药龙头企业整体业绩增长稳健	15
图 23: 中药板块三大费用率保持稳定	16
图 24: 中药板块各龙头企业研发费用变化 (单季度, 百万元)	16
图 25: 2016-2019Q3 营收 (百万元) 及环比、同比增速 (右轴)	17
图 26: 2016-2019Q3 归母净利润 (百万元) 及环比、同比增速 (右轴)	17
图 27: 2016-2019Q3 营收 (百万元) 及环比、同比增速 (右轴)	17
图 28: 2016-2019Q3 归母净利润 (百万元) 及环比、同比增速 (右轴)	17
图 29: 特色及专利原料药企业业绩增速依旧亮眼	17
图 30: 特色及专利原料药企业 ROE 同比明显提升	18
图 31: 特色及专利原料药板块各企业研发费用 (单季度, 百万元)	18
图 32: 医药生物指数与其他指数涨跌幅比较	19
图 33: 医药板块与其他板块月涨跌幅比较	20
图 34: 医药板块 PE 及相对 A 股溢价率 (历史 TTM, 整体法)	20
图 35: 医药各板块 PE (TTM 整体法, 剔除负值)	21
图 36: 医药各板块交易量及交易金额变化	21
图 37: 医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速	23
表 1: 专科连锁三只标的业绩情况 (亿元)	14
表 2: 外包型 (CRO、CDMO/CMO) 相关企业 2019H1&2019Q3 表现	15
表 3: 医药流通重点公司业绩情况 (单位: 亿元)	18
表 4: 连锁药房四家标的公司业绩情况 (亿元)	19
表 5: 个股区间涨幅前十 (截止至 2019 年 10 月 31 日, 剔除 2018 年上市新股)	22
表 6: 个股区间跌幅前十 (截止至 2019 年 10 月 31 日, 剔除 2018 年上市新股)	22

## 1. 医药生物整体表现优秀，板块内部存在一定分化

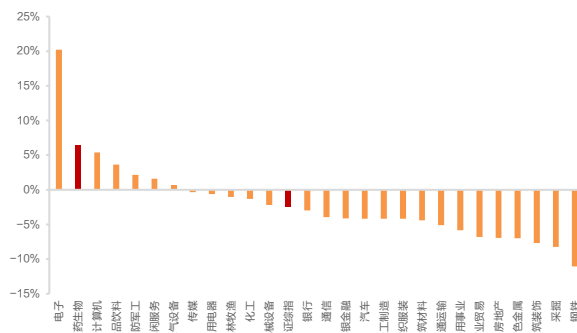
2019 年前三季度，医药板块表现较好，涨幅 29.1%，排在在申万 27 个一级行业的第 7 位；单看第三季度，医药板块涨幅表现优异：三季度涨幅 20%，在申万 27 个一级行业中排在第二位，仅次于电子板块。

图 1：2019 年初至三季度末各板块涨跌幅情况



资料来源：wind，天风证券研究所

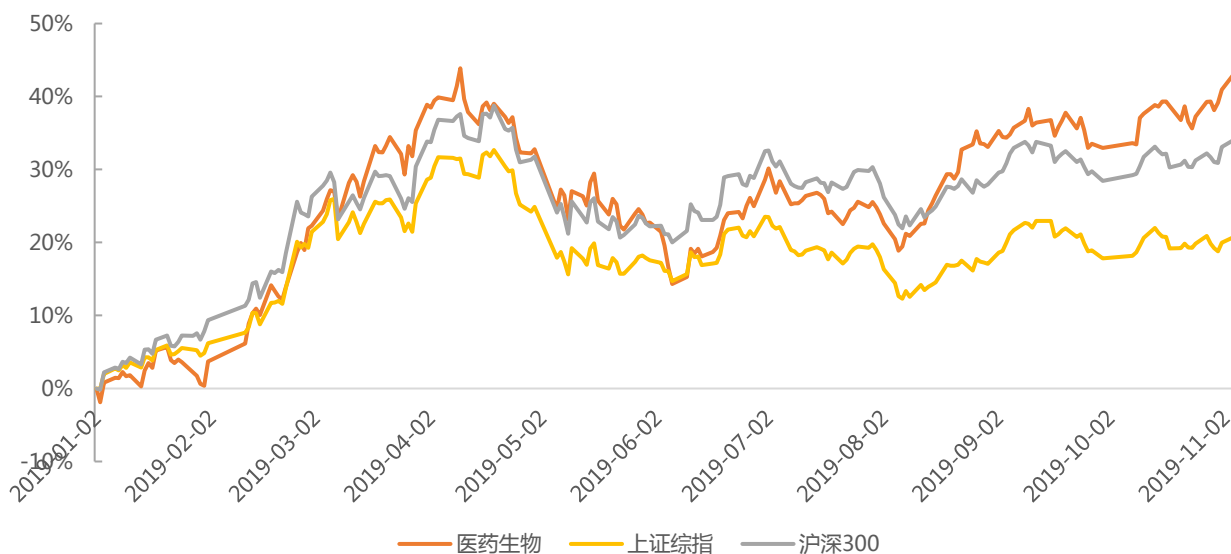
图 2：2019 三季度医药板块整体长势喜人



资料来源：wind，天风证券研究所

自 8 月中旬以来，医药生物领跑行业板块，对沪深 300 溢价率不断提升。2019 年年初至 11 月 2 日，医药板块涨幅 42.9%，显著高于沪深 300 的 34.0%和上证综指的 20.7%。

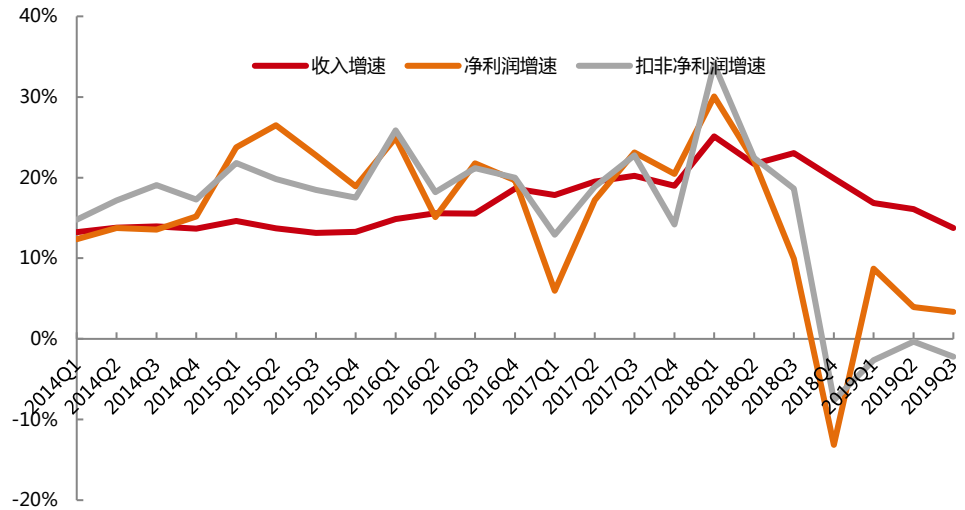
图 3：2019 年 8 月中旬以来医药跑赢沪深 300



资料来源：wind，天风证券研究所

2019 年前三季度医药生物整体表现相对平稳：收入端增速 13.74%，利润端增速略微下降，扣非后归母净利润同比下滑 2.23%。在医药内部分板块来看，板块分化明显，化学制剂、中药等板块对整体业绩略有拖累，创新药、创新医疗器械、CXO 及生物制品等行业依旧保持了快速的增长。

图 4：医药生物 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况

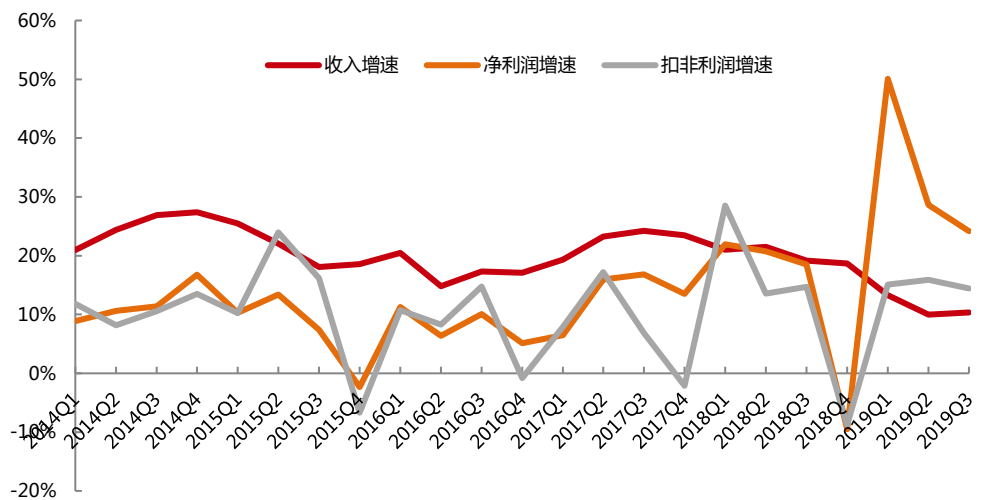


资料来源: wind, 天风证券研究所

### 1.1. 六大板块分化继续，创新药企业绩表现亮眼

医疗器械：2019 年前三季度医疗器械板块继续保持了快速的增长，行业景气度不断提升。2019 年上半年，器械板块收入同比增长 10.35%，归母净利润同比增长 24.16%、扣非后归母净利润同比增长 14.41%（未做剔除）。收入端的增速相对平稳，利润端增速维持相对较高水平的增长。

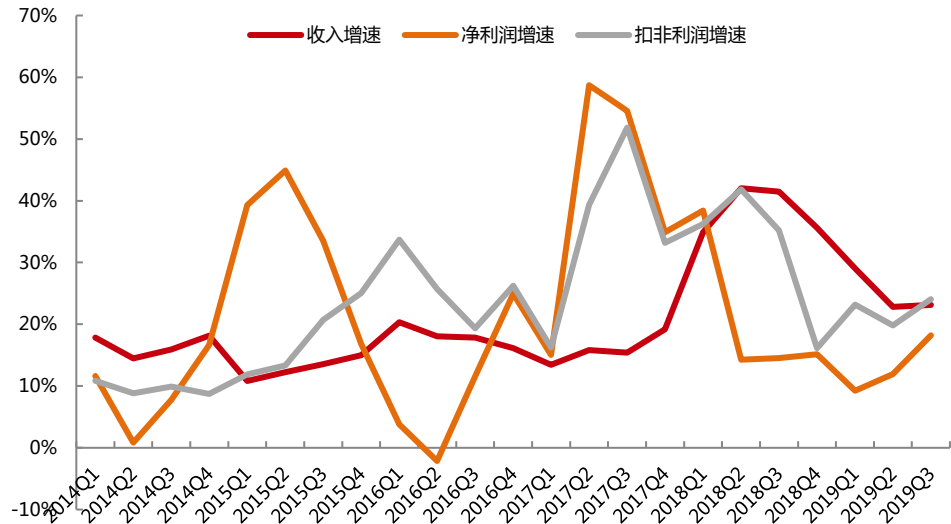
图 5: 医疗器械板块 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

生物制品：2019 年前三季度生物制品板块不管在收入端还是利润端增速均明显提升，营业收入同比增长 23.13%，归母净利润同比增长 18.18%，扣非后归母净利润同比增长 24.08%，整体表现优秀。我们判断其中血制品景气度的不断回升以及疫苗等行业的快速发展是该板块保持较高增速的重要因素。

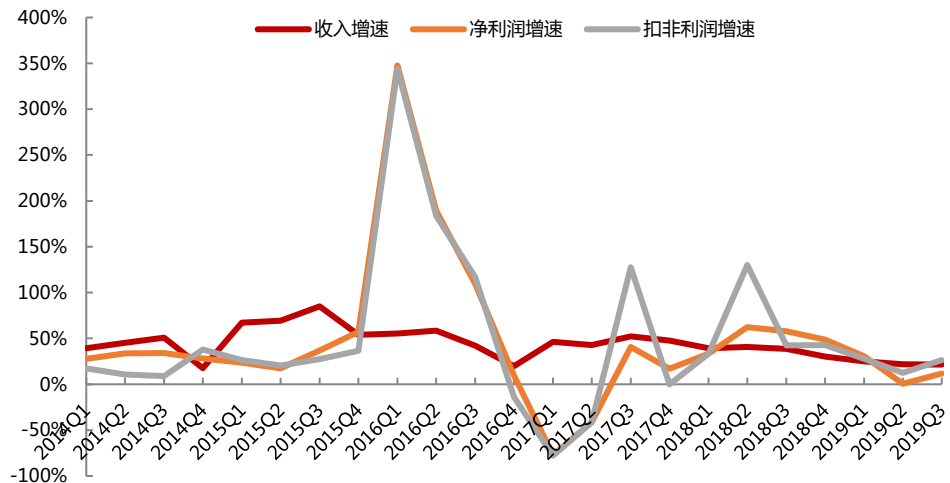
图 6: 生物制品板块 2014-2019Q2 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

医疗服务: 2019 年前三季度医疗服务板块收入同比增长 21.42%, 归母净利润同比增长 11.74%, 扣非后归母净利润同比增长 26.51%。长期来看, 医疗服务板块是高景气度板块, 细分领域中 CRO/CMO 行业、专科连锁服务行业保持了快速增长。

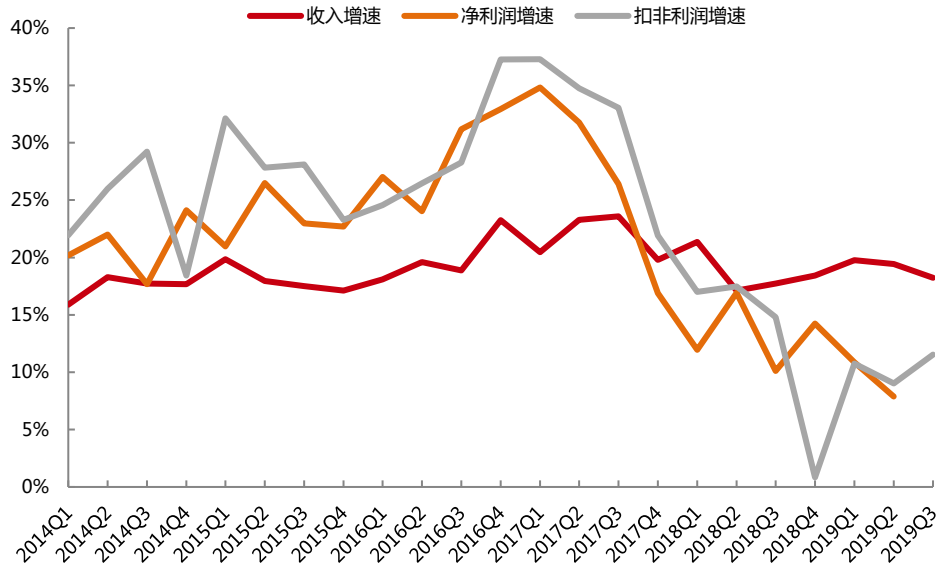
图 7: 医疗服务板块 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

医药商业: 2019 年前三季度医药商业板块平稳增长, 收入同比增长 18.24%, 归母净利润同比增长 7.89%, 扣非后归母净利润同比增长 11.52%。行业整体业绩增速提升, 其中连锁药房继续维持了快速增长, 医药流通板块业绩改善明显。商业板块整表现靓丽, 景气度逐步回升。

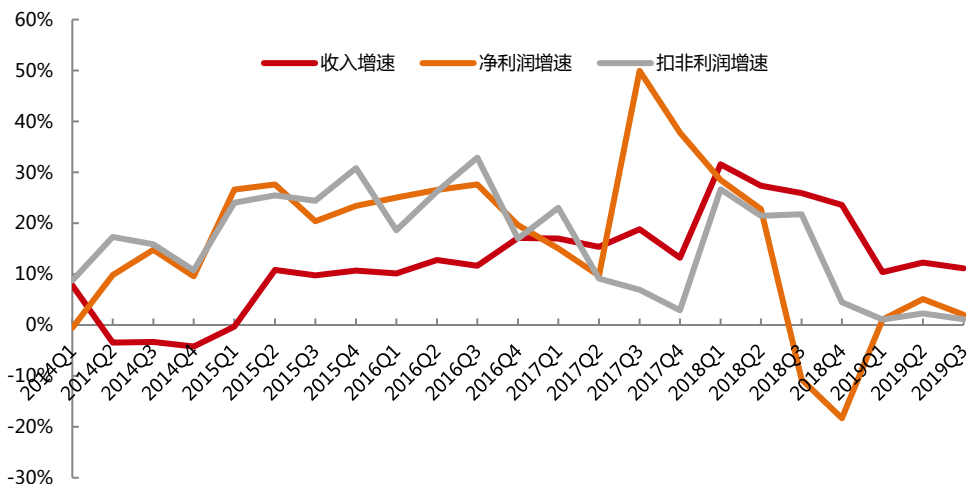
图 8: 医药商业板块 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

化学制剂:2019 年前三季度化学制剂板块收入同比增长 11.14%, 归母净利润同比上升 2.00%, 扣非后归母净利润同比上升 1.12%。化制剂板块从 2018 年四季度开始业绩承压, 在仿制药一致性评价以及带量采购扩面的大环境下, 预计业绩仍将承受压力。

图 9: 化学制剂板块 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况

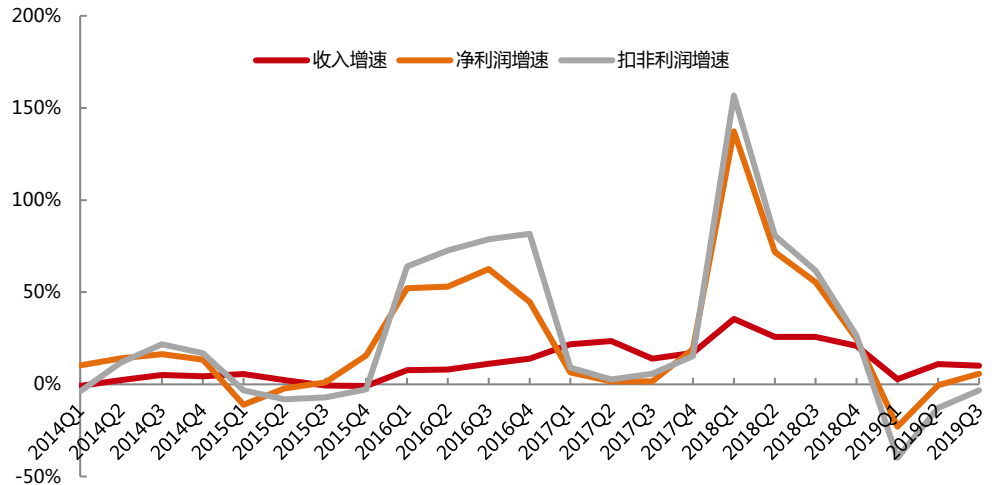


资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 剔除人福医药和赤天化

化学原料药: 2019 年前三季度化学原料药板块收入同比增长 10.05%, 归母净利润同比上涨 5.83%, 增速明显转正, 扣非后归母净利润同比下滑 3.23%, 下滑幅度缩窄。2018 受到原料药涨价的影响, 行业增长相对较高, 因此基数也较高, 2019 年前三季度来行业增速逐步恢复到正常水平。

图 10: 化学原料药板块 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况

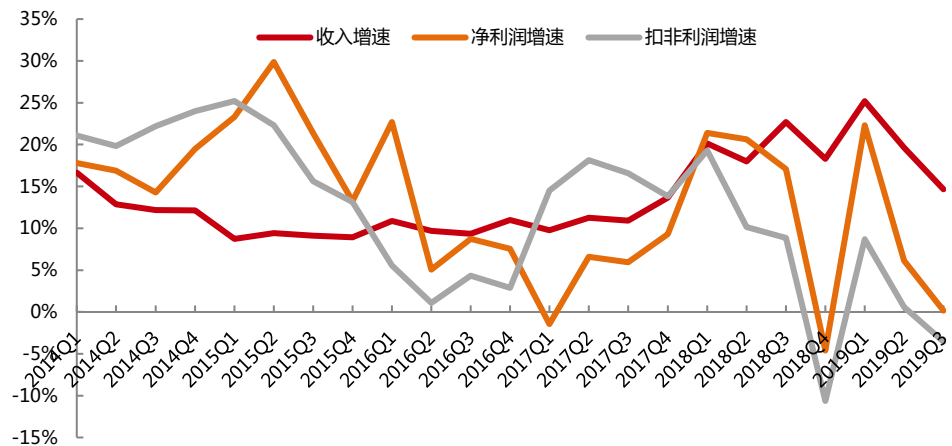


资料来源：wind, 天风证券研究所

注：剔除海正药业和冠福股份

中药：2019 年前三季度中药板块的表现存在一定压力，营收同比增长 14.66%，归母净利润同比上涨 0.16%；扣非后归母净利润同比下滑 3.54%。

图 11：中药板块 2014-2019Q3 整体营收、归母净利润、扣非后归母净利润增长情况



资料来源：wind, 天风证券研究所

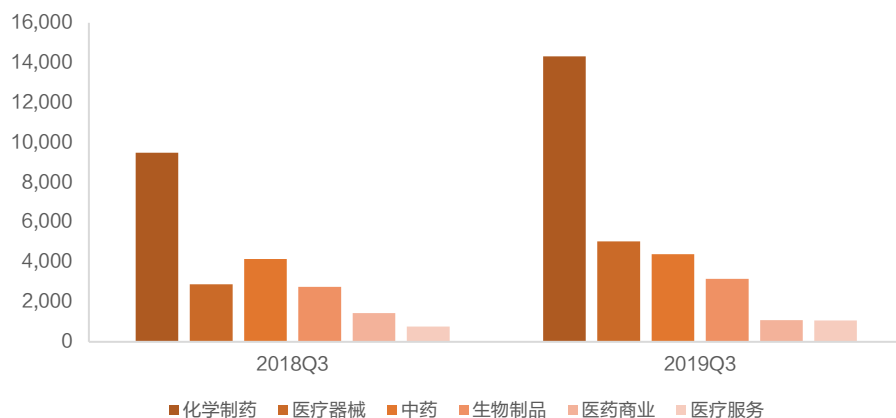
注：剔除康美药业

## 1.2. 研发投入持续走高，盈利能力出现一定分化

2019 年前三季度医药生物板块的研发投入持续加大，合计达到 434 亿元，同比增加 40.1%。从细分板块来看，化学制药、医疗器械、生物制品等板块的研发投入提升幅度较大，其中医疗器械板块 2019 前三季度研发费用增速为 74%，我们判断器械龙头迈瑞医疗 A 股上市，对板块整体研发费用的带动有较大的作用，创新器械的前景值得期待。

图 12：各板块研发费用合计情况（百万元）

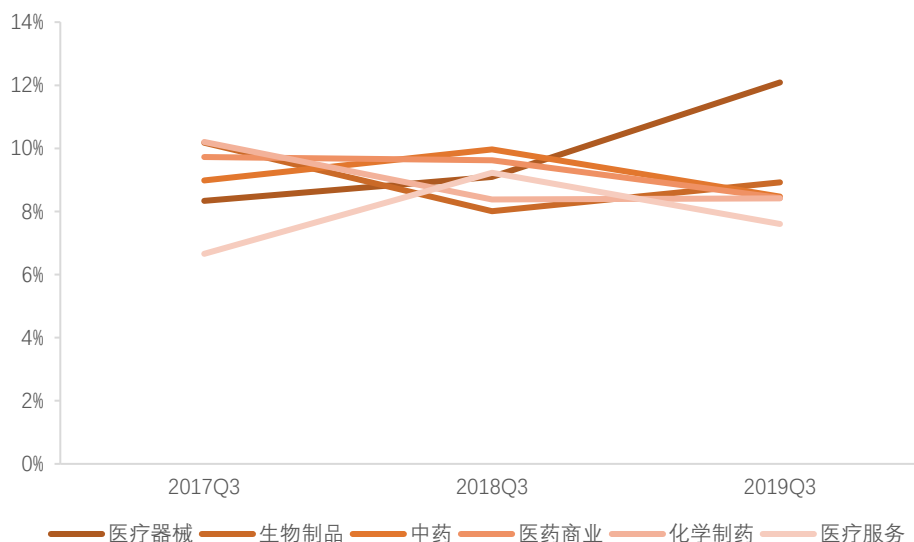




资料来源: wind, 天风证券研究所

从各板块 ROE 水平来看, 2019 年前三季度医疗器械、生物制品板块整体盈利能力明显提升, 并且近三年均呈现逐年提升的态势。我们预计, 随着血制品、疫苗板块的逐步恢复与增长, 生物制品板块的 ROE 将持续提升。

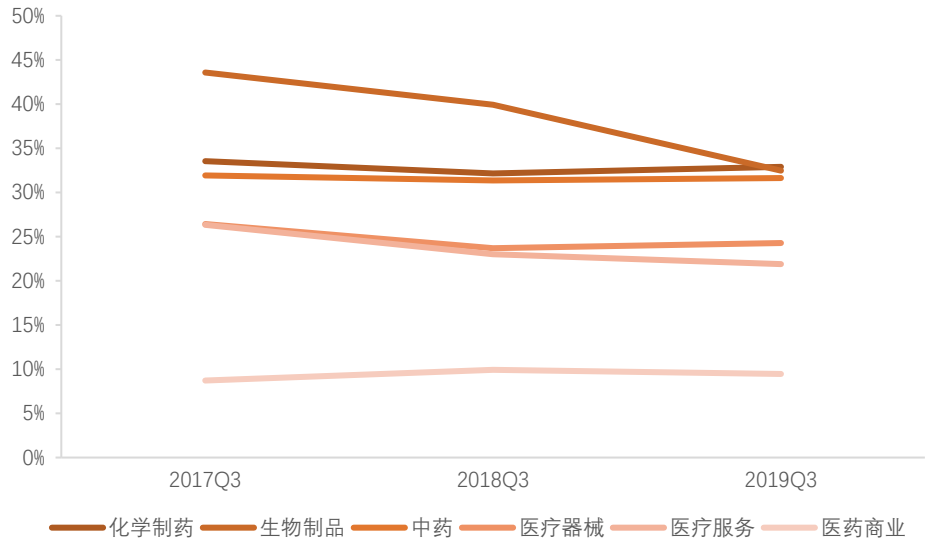
图 13: 各板块平均净资产收益率 (ROE) 情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

2019 年前三季度医疗服务板块期间费用率同比略有下降, 化学制药期间费用率下降明显, 我们推测主要原因是由于“两票制”后, 制药企业逐步由“营销型”向创新研发型进行转变。

图 14: 各板块期间费用率情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2. 板块分化较为明显，看好创新主线、血制品和疫苗增长

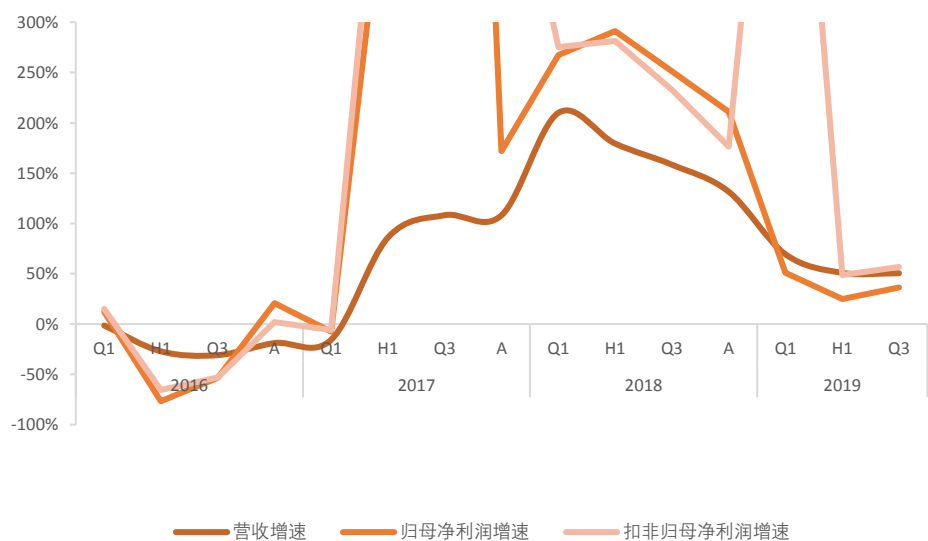
对整个医药板块的细分领域进行分拆来看，创新药、医疗器械、CXO、疫苗、血制品、专科医疗服务等整体表现优秀，景气度呈现不断向或稳步提升的态势。随着带量采购等相关医改政策的持续推行，我们预计未来医药产业的发展会逐步的向更加专业化、创新化的方向发展，看好创新药、CXO、医疗器械、血制品和疫苗等板块的投资机会。

### 2.1. 生物制品业绩表现亮眼

#### 2.1.1. 疫苗板块：继续良好增长态势

疫苗的主要利润贡献来自于非免疫规划疫苗，是典型的自主刚性消费级产品，符合消费升级逻辑。疫苗代表性公司沃森生物、智飞生物等继续了 2018 年的高速增长态势，2019 年前三季度疫苗行业收入同比增长 50%，归母净利润同比增长 36%，扣非后归母净利润同比增长 57%。

图 15：疫苗板块营收、净利润、归母净利润的增速变化



资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 数据取自智飞、康泰、沃森的算术平均值

2018 年 7 月下旬爆发的“长生事件”，促进了监管的进一步强化，未来在生产、流通、及终端接种等全流程的监管进一步趋严。直接推动了《疫苗管理法》的出台，进一步从立法

层面加强对疫苗的管理。我们认为，未来疫苗管理趋严、质量标准、规范进一步提升，未来行业的产业升级及兼并重组有望加速推进，行业集中度有望提升，国有企业及骨干的民企有望受益。

后续有望获批品种方面值得重点期待的有沃森的 13 价肺炎疫苗，康泰的 13 价肺炎疫苗，智飞生物的母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人用）以及厦门万泰的 2 价 HPV 疫苗等，国产疫苗大品种的新时代有望开启。

### 2.1.2. 血制品：景气度稳步提升，公司运营能力明显改善

血制品行业具有强监管的特点，2019 年初上海新兴静丙事件引起全国对于血制品安全的关注，我们预期监管可能持续加强，行业具有更高的壁垒。年度批签发数据表明批签发逐渐向头部企业集中，强监管下头部企业有望受益。

从 2019Q3 批签发量上来看，血制品批签发整体明显好转，行业景气度有望回升。具体品种中：白蛋白：在 2019Q1 批签发见底后快速提升至 Q3 的近 1500 万件；免疫球蛋白：大品种：狂免批签发季度间提升明显，静丙批签发一二季度持平，三季度大幅提升；其他品种：破免 Q3 批签发大幅提升，乙免波动较大；冻干静注乙免、静注乙免批签发季度间呈上升趋势。因子类：三大品种（凝血酶原复合物、因子Ⅷ、纤原）Q3 批签发均明显改善。

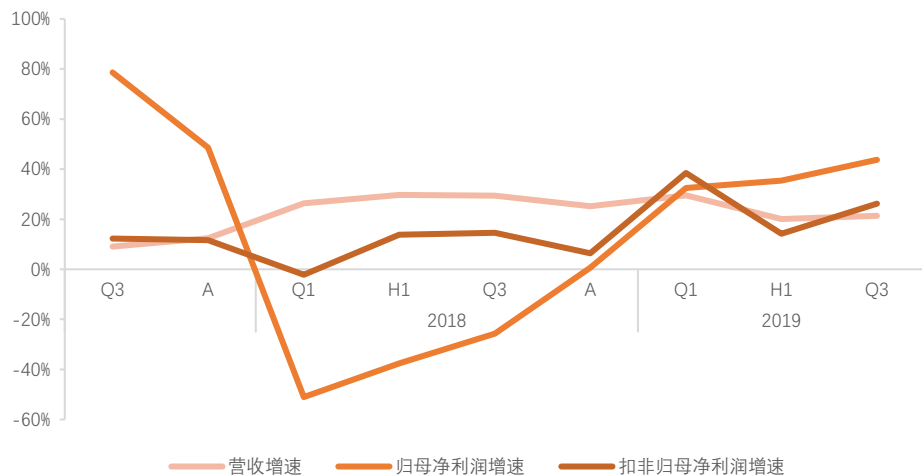
图 16：2018Q1-2019Q3 血制品批签发量（万件）

产品	标准规格	2018				2019		
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
冻干静注人免疫球蛋白(pH4)	2.5g	6.2	7.2	14.4	4.8	3.4	4.4	9.7
冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4)	2500IU				1.5	0	0.9	1.7
静注人免疫球蛋白(pH4)	2.5g	214	270	305.2	266.9	233.6	230.4	393.8
静注乙型肝炎人免疫球蛋白(pH4)	2000IU	0.4	1.7	0.9	0.9	0.4	0.7	0.7
狂犬病人免疫球蛋白	200IU	103.9	386.7	237	412.5	205.9	275.2	434.1
破伤风人免疫球蛋白	250IU	89.8	59.1	136	71.4	126	124.2	203.7
人免疫球蛋白	300mg	5	15.9	3	40.2	24.3		30.4
人凝血酶原复合物	200IU	20.3	33.7	19.7	25	13.3	25	36.7
人凝血因子Ⅷ	200IU	30	52.1	40.4	45.4	36.8	32.6	46.7
人纤维蛋白原	0.5g	19.6	13.9	29.3	26.1	30	15.4	22.5
人血白蛋白	10g	988.4	1187.9	1332.9	1236.8	921.4	1391.2	1493.1
乙型肝炎人免疫球蛋白	200IU	38.1	31.5	49.9	39.5	6.6	41.5	9.1

资料来源：中检院及各所，天风证券研究所整理

血制品行业延续了良好的景气度，19 年前三季度重点公司中：华兰生物收入快速增长 30%，扣非归母净利润增长 31.11%；博雅生物收入同比增长 25%，归母净利润增长 11.20%；天坛生物收入同比增加 23%，扣非归母净利润增长 18.26%。

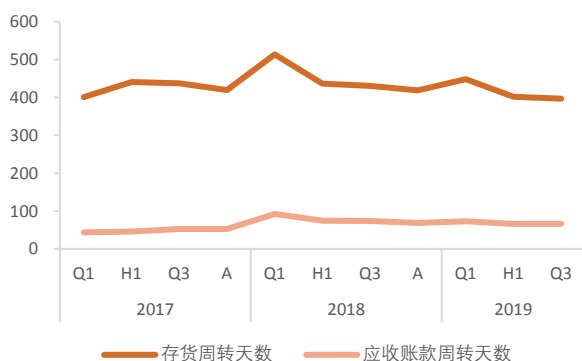
图 17：血制品企业业绩明显提升，实现快速增长



资料来源：wind，天风证券研究所

血制品企业存货、应收账款周转天数在同比和环比上都有所减少，预计库存已经基本出清，ROE 的明显提升表明盈利能力的提高，验证了景气度的持续回升。

图 18：血制品企业存货、应收账款周转天数（天）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：血制品企业 ROE 提升明显



资料来源：wind，天风证券研究所

根据三季度批签发数据在同比和环比上的明显回升，以及上市公司半年报应收账款周转天数等的变化，我们判断行业的库存消化已接近完成，行业景气度持续回升，未来企业要继续进行渠道建设、营销和学术推广，进而拉动终端纯销需求的增长。头部企业 Q3 批签发环比大幅提升，建议关注产品齐全、学术推广强、渠道能力优秀的血制品企业，建议关注天坛生物、华兰生物、博雅生物、振兴生化。

### 2.1.3. 生长激素：业绩持续增长，行业不断扩容

长春高新业绩 2019 年前三季度营收 54.44 亿元，同比高速增长 31.50%，实现归母净利润 12.41 亿元，同比增长 47.93%，扣非后归母净利润 12.32 亿元，同比增长 50.60%。整体业绩超市预期，其中第三季度营收 20.52 亿元，同比增长 47.59%，实现归母净利润 5.14 亿元，同比增长 76.82%。公司运营状况良好，前三季度经营活动产生的现金流量净额为 15.76 亿元，同比增长 423.67%。核心子公司金赛拥有长效-水针-粉针的多层次产品搭配，市场优势明显，同时不断加大营销力度，加强产品覆盖率，龙头优势持续巩固。

安科生物 2019 年前三季度营收 11.63 亿元，同比增长 14.24%，实现归母净利润 2.57 亿元，同比增长 10.95%，扣非后归母净利润 2.48 亿元，同比增长 11.83%。其中第三季度营收 4.0 亿元，同比增长 2.27%，实现归母净利润 1.1 亿元，同比增长 8.12%。预计生长激素实现了快速的增长。

### 2.1.4. 胰岛素&脱敏滴剂：胰岛素三代值得期待，脱敏制剂延续快速增长

胰岛素代表性企业通化东宝 2018 年实施了去库存，使得胰岛素收入相对平稳。2019 年前三季度营收 20.57 亿元，同比增长 2.41%，实现归母净利润 6.88 亿元，同比增长 0.08%，扣非后归母净利润 6.88 亿元，同比增长 3.40%。其中第三季度营收 6.23 亿元，同比增长 14.14%，实现归母净利润 1.56 亿元，同比增长 3.36%。公司的三代胰岛素甘精胰岛素已经报产，有望为公司有望带来新的增量。

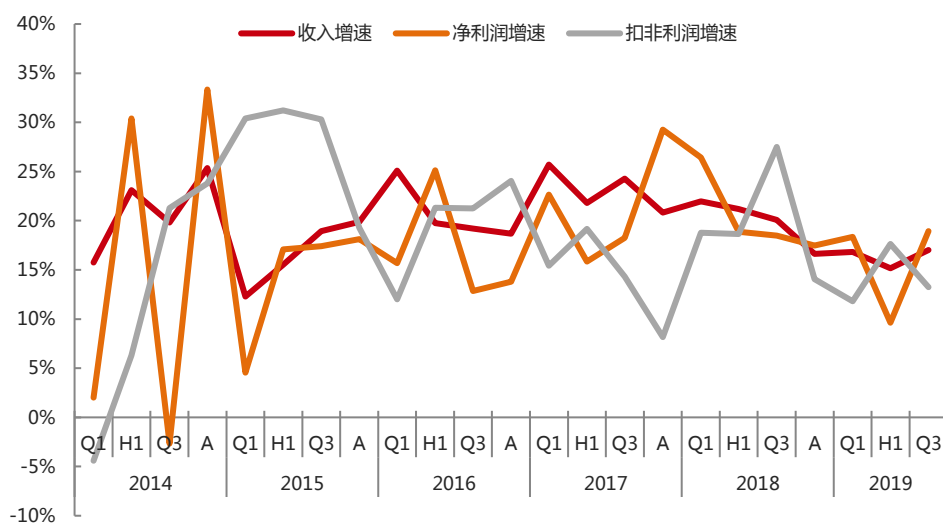
我武生物前三季度营收 5 亿元，同比增长 29.64%，实现归母净利润 2.47 亿元，同比增长 28.94%，扣非后归母净利润 2.42 亿元，同比增长 32.65%。核心品种粉尘螨滴剂所处脱敏诊疗市场空间广阔，临床接受度和认可度越来越高。公司依托专业的学术营销团队，通过多层次的学术会议加大产品推广力度，市场有效需求不断增长，助力公司业绩持续增长。公司黄花蒿花粉变应原舌下滴剂用于治疗变应性鼻炎 III 期临床研究已完成，生产申报已被受理，未来有望成为另一个重要的品种。

## 2.2. 医疗器械板块稳健增长，把握产业龙头机会

2019 年前三季度医疗器械板块营收、归母净利润以及扣非后归母净利润平均增速分别为

17.02%、18.95%、13.24%，医疗器械板块整体呈现稳健增长态势。2019 年前三季度营收增速超过 20%的有 25 家医疗器械公司，占比为 46%，超过 40%的有 6 家，占比为 11%。

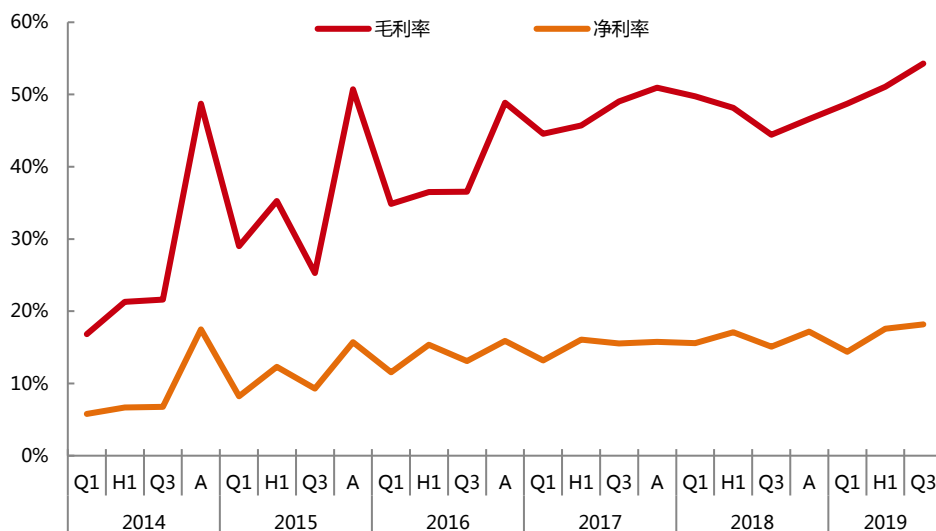
图 20：医疗器械板块业绩分季度表现（2014Q1-2019Q3）



资料来源：Wind，天风证券研究所

医疗器械毛利率和净利率水平逐步提升，较少出现波动较大的情况，长期来看，终端医疗器械产品价格存在波动，老产品会逐年降价，但是对于企业的影响较小，具备自主研发能力的医疗器械企业通过不断推出新产品，寻求新定价，进而维持毛利率和净利率的稳定。

图 21：医疗器械板块毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

从细分行业角度来看，两类公司增长较快：

1. 所属新兴高景气度行业，具备良好的市场前景，竞争格局良好，具有溢价能力的细分龙头企业；
2. 所属存量巨大市场，以进口替代和分级诊疗拉动的基层需求释放为核心逻辑，且具备产业升级能力的优质企业。

**新兴高景气度市场：**市场空间大，且具有较强的产品衍生能力，标的具有稀缺性。

欧普康视（角膜塑形镜领域细分龙头）：1、青少年近视带来庞大的市场空间；2、竞争格

局优良，海内外品牌已获国内产品上市批件较少；3、渠道优势，公司产品深耕市场多年，已经渗透至多数终端医疗机构；

健帆生物（血液净化领域龙头）：1、行业处于快速成长初期，中性估计未来5年我们看市场空间是25亿以上，年复合增速超过30%；2、公司目前是这个领域的龙头公司，具有独家专利技术，并且已有多中心临床数据支持，产品在终端逐步形成品牌粘性；3、新领域肝病产品收入快速增长，有望复制肾病产品发展路径；

**存量进口替代的优质企业：**存量巨大市场，国产占比普遍偏低，近年来随着创新政策和产业升级的共振，优质企业增速不断超越行业增速，从而进行替代。同时新增基层市场带来增量的有效市场。双重动力下，企业普遍保持稳定、良好的增速，甚至部分企业呈现加速替代的趋势，比如体外诊断行业、骨科行业、心血管行业等。

迈瑞医疗：国产医疗器械龙头，进口替代的主力军，同时立足全球视野，海内外共同发展，三大产线均衡增长。2019年前三季度营收、归母净利润、扣非后归母净利润分别为123.79亿元、36.71亿元、36.23亿元，同比增长20.42%、26.74%、27.34%，业绩稳健增长。

迈克生物：2019年前三季度营收23.48亿元，同比增长20.11%，实现归母净利润4.14亿元，同比增长16.50%，扣非后归母净利润4.1亿元，同比增长17.42%。其中第三季度营收8.31亿元，同比增长17.26%，实现归母净利润1.45亿元，同比增长16.94%。扣非后归母净利润1.41亿元，同比增长18.75%。迈克Q3业绩实现稳健增长，免疫产品预计保持快速增长态势，血球同样实现较快增长，整体自产产品预计增速较快，代理较为平稳增长。

安图生物：化学发光老牌厂家，持续推出具备竞争力的化学发光产品。2019年前三季度营收18.94亿元，同比增长39.22%，实现归母净利润5.38亿元，同比增长30.87%，扣非后归母净利润5.20亿元，同比增长31.32%。其中第三季度营收7.14亿元，同比增长39.53%，实现归母净利润2.18亿元，同比增长32.42%。Q3收入端延续高增长态势，预计免疫产品依然保持高速增长，生化在流水线产品带动下有望逐步起量，质谱产品作为切入高等级医院的重要产线，将带动一系列产品进入高等级医院，实现有效市场的扩大。

我们重点覆盖和推荐符合产业创新趋势的标的：艾德生物、安图生物、健帆生物、乐普医疗、迈克生物、迈瑞医疗、万孚生物等。

## 2.3. 医药服务表现优异

### 2.3.1. 专科医疗服务：龙头企业业绩高速提升

医疗服务持续受益国内医疗健康需求提升，持续维持高景气度的发展态势。同时社会资本参与的专科连锁服务作为我国医疗资源的重要补充，受益国家政策的支持，具有一定的政策免疫性，在行业长期发展过程中，医疗服务持续维持了高景气度的发展态势。

表 1：专科连锁三只标的业绩情况（亿元）

	爱尔眼科	通策医疗	美年健康
<b>2019H1</b>			
营收	77.32	14.21	62.78
yoy	26.25%	22.11%	7.89%
归母净利润	12.19	4.16	3.90
yoy	37.55%	45.13%	-5.46%
扣非后归母净利润	12.35	3.93	2.41
yoy	34.24%	45.00%	-29.78%
<b>2019Q3</b>			
营收	29.83	5.74	26.36
yoy	27.24%	20.01%	15.58%
归母净利润	5.36	1.92	3.74
yoy	38.91%	36.55%	46.80%

扣非后归母净利润	5.40	1.89	3.77
yoy	37.34%	36.53%	55.80%

资料来源: wind, 天风证券研究所

### 2.3.2. CRO、CDMO/CMO: 产业、资本、政策共振, 迎来黄金发展期

在行业政策+科创板影响下, 外包行业有望显著受益, 相关 CRO、CMO/CDMO 企业值得重点关注。政策上, 顶层设计鼓励创新和高端仿制, 产业加大研发创新的投入, 为外包型行业带来了良好的发展机遇; “4+7”带量采购政策后促使医药回归各自分工, 专业化的外包型企业凭借其成本优势有望承接更多外包订单; 国内审评审批改革推进释放红利, 药品上市许可持有人 (MAH) 制度的推出有望助推 CMO/CDMO 行业的发展。科创板的推出将为研发驱动型生物科技类公司创造良好的借助资本发展的条件, 而生物科技型公司由于资本实力及分散风险的考虑, 研发及固定资产投入更多的倾向于外包, 有助于推动 CRO 业务的订单及投资收益, 我们认为与生物科技类公司深度绑定的外包型行业有望显著受益。

表 2: 外包型 (CRO、CDMO/CMO) 相关企业 2019H1&amp;2019Q3 表现

公司	2019 年 H1 收入增速	2019 年 H1 归母净利润增速	2019 年 H1 归母扣非净利润增速	2019 年 Q1-Q3 收入增速	2019 年 Q1-Q3 归母净利润增速	2019 年 Q1-Q3 归母扣非净利润增速
药明康德	33.68%	-16.91%	20.05%	34.06%	-8.46%	36.88%
康龙化成	28.80%	38.51%	34.38%	29.03%	46.25%	46.98%
量子生物	136.22%	-9.27%	-6.94%	53.72%	-27.76%	-28.33%
药石科技	37.80%	30.31%	35.28%	36.88%	24.90%	28.87%
昭衍新药	48.65%	78.86%	87.21%	42.95%	33.66%	38.95%
泰格医药	29.49%	61.04%	51.96%	27.38%	66.12%	65.78%
博济医药	22.11%	-48.69%	-72.56%	25.94%	-8.54%	-37.06%
亚太药业	-13.30%	-69.37%	-75.68%	-24.37%	-95.85%	-104.36%
*ST 百花	-39.49%	-29.88%	-40.62%	-43.87%	-28.90%	-34.88%
凯莱英	44.27%	46.37%	42.75%	44.61%	40.48%	38.97%
博腾股份	22.46%	69.56%	224.82%	29.26%	38.98%	191.77%
九州药业	-6.72%	15.51%	-9.01%	7.04%	43.21%	18.12%

资料来源: wind, 天风证券研究所

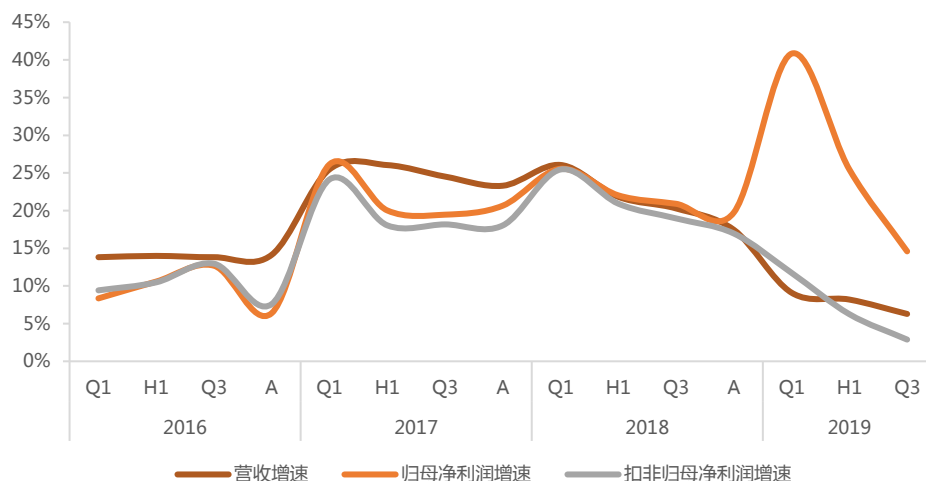
作为医药细分领域景气度最高的细分领域之一, 外包型行业迎来产业、资本、政策的共振, 迎来了黄金的发展机遇, 建议重点关注: 泰格医药 (CRO 高景气度, 公司为国内临床 CRO 龙头)、凯莱英 (CRO 高景气度, 公司关键技术领域达到国际领先水平)、药明康德 (CRO 高景气度, 公司是具备全球化竞争力的 CRO 巨头), 同时关注康龙化成、药石科技、昭衍新药、量子生物、博济医药等外包型企业。

### 2.4. 中药板块业绩整体相对承压, 龙头业绩平稳增长

中药处方药面临政策变数, 随着医保战略购买的持续实施, 基于临床疗效的药物经济学成为医保的重要考量。未来中药处方药需要更多的从循证角度证明自己的临床价值。7 月初, 卫健委发布《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录 (化药及生物制品) 的通知》, 提出: 中医类别医师应该按照规定开具中药处方, 非中医类别医师在经过不少于 1 年系统并考核合格后, 遵照中医临床基本的辨证施治原则开具中成药处方, 未来政策还存在较大的不确定性。

2019 年前三季度, 中药龙头企业中片仔癀和华润三九表现稳健, 同仁堂、济川药业业绩平稳增长, 天士力和云南白药业绩有所下滑, 整体来看中药龙头企业前三季度表现相对平稳。

图 22: 中药龙头企业整体业绩增长稳健

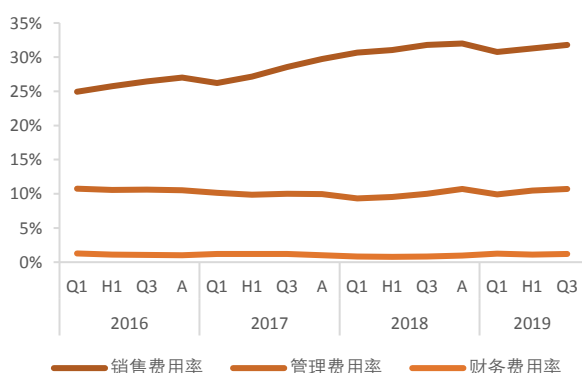


资料来源：wind，天风证券研究所

注：龙头企业包括云南白药、片仔癀、同仁堂、天士力、济川药业、华润三九，算法为算术平均值

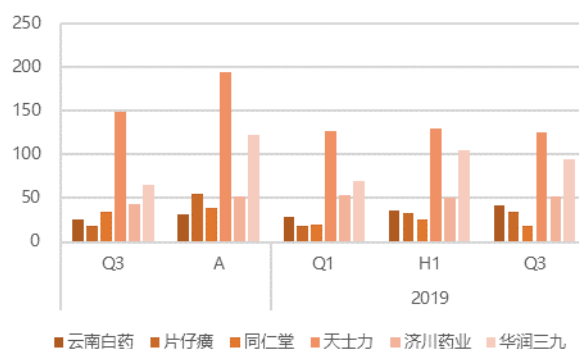
中药整体板块三大费用率中销售费用率和财务费用率同比较为稳定，管理费用率同比略微提升 1 个 pp。原先研发费用较高的企业天士力和华润三九的单季度研发费用有所下降，其余中药龙头企业单季度研发费用均有所增加。

图 23：中药板块三大费用率保持稳定



资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：中药板块各龙头企业研发费用变化（单季度，百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

中药板块建议重点关注中药大消费领域：消费者对于药品最重要的是安全性和有效性，对药品的品牌有较高的认可度，品牌 OTC 企业享受估值溢价，尤其是具备良竞争格局和强定价能力的优质企业：I.品种自身具备稀缺性（原料稀缺或处方稀缺）；II.自身品牌过硬。重点推荐：片仔癀（通过片仔癀体验馆、VIP 会员销售模式及海外渠道拓展营销，叠加提价可能性）、云南白药（重组后提升运营效率，发布员工持股计划形成有效激励，核心产品具备提价基础）。

## 2.5. 化学制药：创新药高景气度，特色原料药业绩优秀

### 2.5.1. 创新药板块业绩延续半年报高增长态势

随着国内药政改革的落地，新药审评审批的不断提速，创新药的供给明显增加；而医保支付端的加持使得创新药上市后的放量速度较过去明显加快。目前，国内以恒瑞医药为代表的一批创新药企业已开始步入收获期，业绩有望持续跑赢整体。

**恒瑞医药**：2019 年 Q3 公司实现营业收入 69.2 亿元，同比增长 47.3%；归母净利润 13.22 亿元，同比增长 32.0%；扣除非经常性损益后归母净利润 12.47 亿元，同比增长 31.15%。公司作为国内创新药龙头企业，自主研发的创新药产品开始步入收获期，公司 2018 年包括硫培非格司亭（19K）、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇等多款重磅创新药或高端仿制药迎来集中



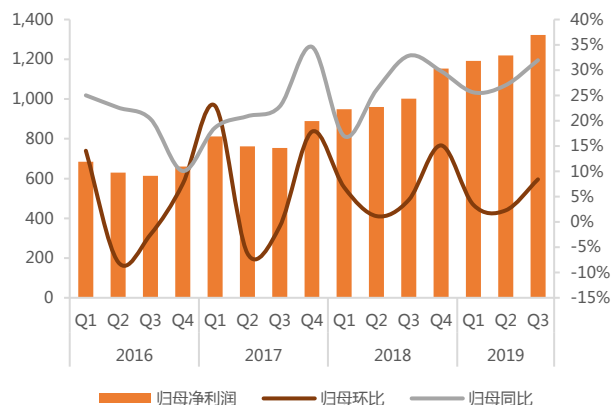
获批上市，重磅产品 PD-1 已经获批上市。短期来看，公司创新药业绩有望迎来高速增长期；长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长，建议投资者长期持续关注。

图 25：恒瑞医药 2016-2019Q3 营收（百万元）及环比、同比增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

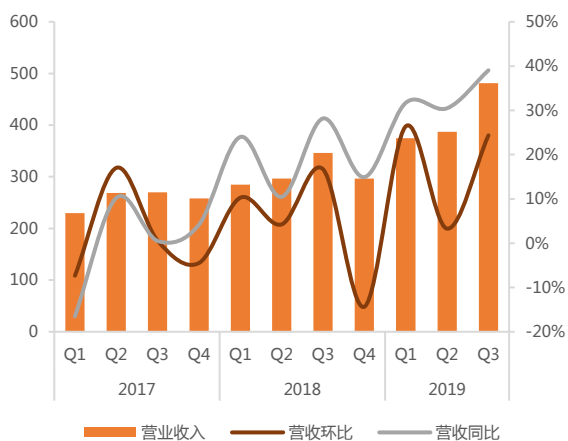
图 26：恒瑞医药 2016-2019Q3 归母净利润（百万元）及环比、同比增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

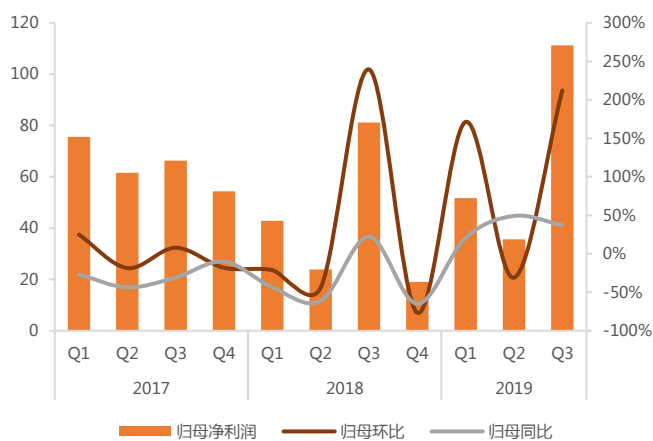
**贝达药业：**2019 年 Q3 公司实现营业收入 4.81 亿元，同比增长 39.05%；归母净利润 1.11 亿元，同比增长 37.15%；扣除非经常性损益后归母净利润 1.06 亿元，同比增长 60.88%。随着公司核心产品埃克替尼增长仍有望延续高增长业绩，后续产品恩沙替尼、帕妥木单抗、CM082、贝伐单抗类似物等有望陆续获批，值得期待贡献新的业绩增量。

图 27：贝达药业 2016-2019Q3 营收（百万元）及环比、同比增速（右轴）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：贝达药业 2016-2019Q3 归母净利润（百万元）及环比、同比增速（右轴）

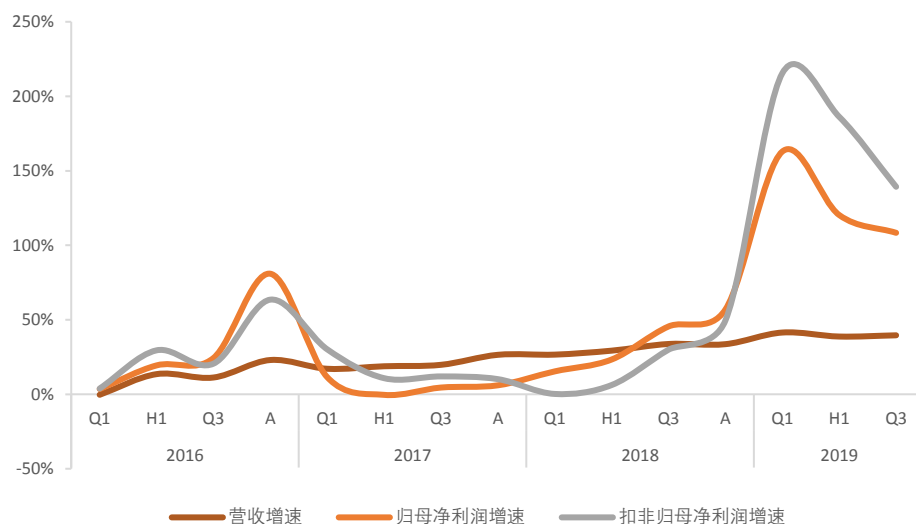


资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.5.2. 特色原料药业绩表现优秀

2019 年特色原料药板块业绩增速有所下滑，但表现依旧亮眼，特色及专利原料药相关企业表现亮眼。我们认为随着环保的持续趋严，行业进入门槛进一步提高，原料药企业的盈利稳定性有望得到提升，周期特征下降。

图 29：特色及专利原料药企业业绩增速依旧亮眼



资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 数据取美诺华、天宇、普洛、健友、凯莱英、博腾、药石算术平均值

特色及专利原料药企业 ROE 同比明显提升, 由 2018Q3 的 10% 提升至 2019Q3 的 15%。研发支出方面, 2019 年前三季度特色及专利原料药企业平均研发支出 0.44 亿元, 同比增加 45%, 特色及专利原料药领域需要长期的研发投入支撑, 才能保持企业的长期发展。

图 30: 特色及专利原料药企业 ROE 同比明显提升

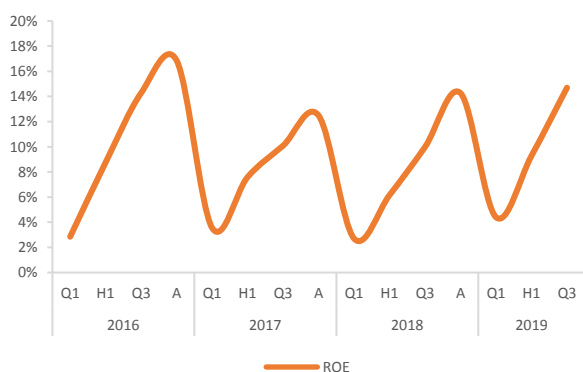
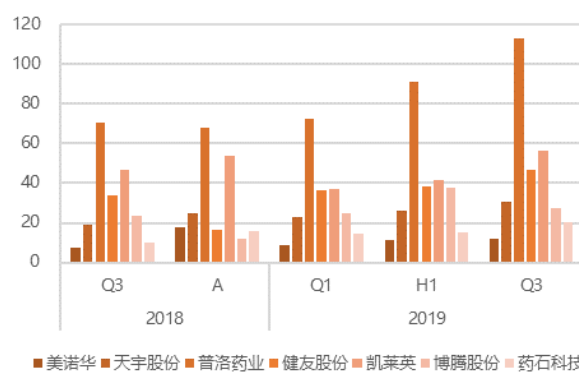


图 31: 特色及专利原料药板块各企业研发费用 (单季度, 百万元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2.6. 医药流通整体稳健增长, 连锁药店持续高景气度

### 2.6.1. 医药流通板块整体表现稳健

2019 年大部分医药流通企业取得较好的成绩, 随着“两票制”等政策带来的经营调整逐步到位, 医药流通企业行业竞争环境逐步净化, 头部企业市场份额不断提升; 另一方面, 随着“4+7”政策的推行, 具备较强配送能力, 网络布局较广的龙头配送企业, 获得更多的市场份额以及与工业企业更加紧密的渠道业务关系, 与此同时“4+7”带量采购品种也使得医药流通公司现金流压力得到一定的缓解。

表 3: 医药流通重点公司业绩情况 (单位: 亿元)

	国药一致	第一医药	上海医药	国药股份	嘉事堂	九州通	瑞康医药	柳药股份	中国医药
<b>2019H1</b>									
营收	388.76	9.19	1,406.17	327.10	158.05	733.79	269.44	111.08	260.26
yoy	22.38%	7.06%	19.57%	13.67%	20.06%	15.11%	9.73%	27.53%	17.25%
归母净利润	9.62	0.57	31.42	10.74	2.96	10.17	5.79	5.48	9.69
yoy	3.79%	30.73%	0.80%	12.71%	13.63%	32.05%	-30.56%	40.10%	-21.89%

扣非后归母 净利润	9.43	0.29	30.70	10.38	2.94	8.62	5.85	5.41	9.33
yoy	4.14%	9.01%	19.62%	10.39%	14.54%	26.14%	-29.47%	38.62%	-14.52%
<b>2019Q3</b>									
营收	136.48	3.02	480.42	116.88	55.66	249.50	89.87	39.11	91.65
yoy	24.21%	12.81%	15.14%	16.81%	19.86%	17.15%	-0.68%	22.46%	19.53%
归母净利润	3.11	0.08	11.13	3.17	0.84	2.75	1.96	1.91	2.80
yoy	9.14%	-0.16%	-16.88%	0.68%	12.75%	17.37%	-22.70%	41.52%	-30.06%
扣非后归母 净利润	3.03	0.05	9.75	3.09	0.84	2.45	2.12	1.91	2.69
yoy	7.45%	-1.99%	44.82%	1.53%	12.71%	26.72%	-15.64%	41.27%	-16.00%

资料来源: wind, 天风证券研究所

我们判断随着“两票制”、“4+7”等行业政策的不断推行,医药流通行业集中度将迎来更加快速的提速,龙头企业的市场占有率有望快速提升。随着医药流通企业的业绩逐步释放,以及现金流情况的逐步好转,我们认为行业拐点有望逐步来临。

### 2.6.2. 连锁药店高景气度发展

医药零售行业维持了较高景气度的发展,2019年前三季度四家连锁药店整体维持了快速的增长。上半年医药零售行业既有增值税降税、小规模纳税人等优惠政策的积极影响,同时也受到执业药师不足等问题的限制,整体来看,行业发展趋势不断加强。

表 4: 连锁药房四家标的公司业绩情况(亿元)

	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林
<b>2019H1</b>				
营收	76.61	73.89	83.70	80.41
yoy	15.75%	58.36%	23.59%	27.65%
归母净利润	4.85	4.18	3.94	5.56
yoy	15.66%	35.48%	21.44%	34.34%
扣非后归母净利润	4.78	4.12	3.73	5.37
yoy	15.22%	42.75%	20.62%	33.23%
<b>2019Q3</b>				
营收	26.01	23.40	28.36	27.88
yoy	11.77%	39.95%	21.48%	25.82%
归母净利润	1.47	1.10	1.24	1.75
yoy	16.48%	31.99%	20.07%	39.23%
扣非后归母净利润	1.44	1.09	1.17	1.64
yoy	15.53%	32.82%	22.50%	31.67%

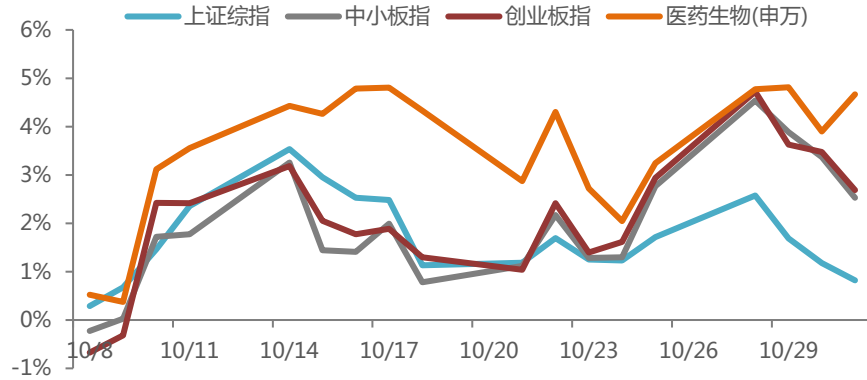
资料来源: wind, 天风证券研究所

## 3. 行情回顾

### 3.1. 医药生物 10 月上涨, 整体强于大盘

2019年10月上证综指上涨0.82%,报2,929.06点,中小板指上涨2.53%,报6,149.60点,创业板指上涨2.69%,报1,671.31点。医药生物指数上涨4.67%,报7,892.19点,表现强于上证3.84个pp,强于中小板2.14个pp,强于创业板1.98个pp。

图 32: 医药生物指数与其他指数涨跌幅比较

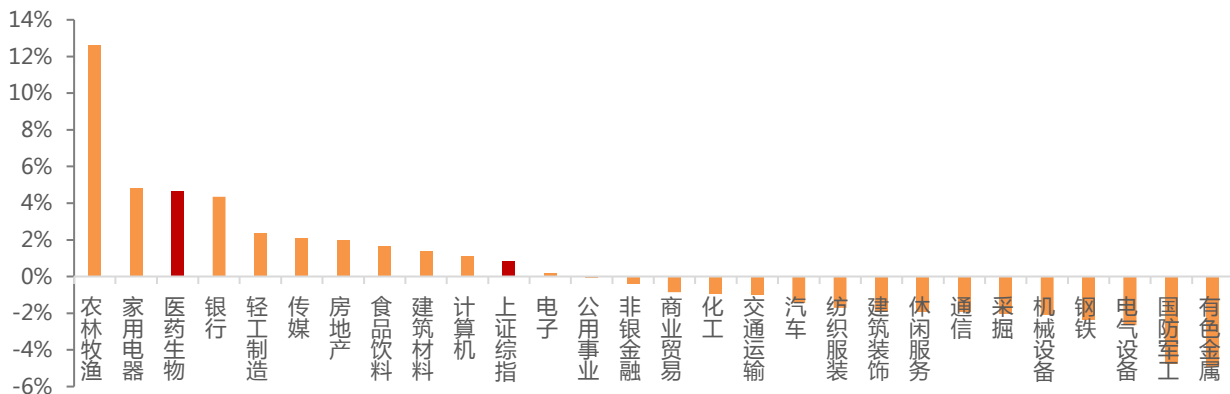


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.2. 申万子行业涨跌不一，医药生物上涨 4.67%排名全行业第 3 位

10 月申万 27 个子行业涨跌不一，农林牧渔板块涨幅最高，上涨 12.60%，有色金属跌幅最大，下跌 4.93%。10 月医药生物板上涨 4.67%，排在申万一级行业第 3 位。

图 33: 医药板块与其他板块月涨跌幅比较

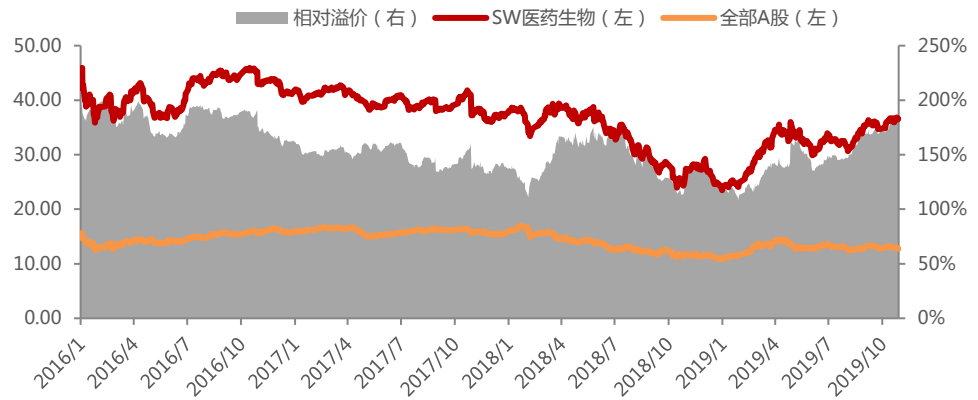


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.3. 医药生物相对 A 股溢价率相较 9 月升至 187%

截至 10 月 31 日，全部 A 股估值为 12.76 倍，医药生物估值为 36.60 倍，相对 A 股溢价率升至 187%。进入 10 月以来，医药生物估值由 9 月末的 34.71 倍升至 36.60 倍，全部 A 股估值水平从 9 月末的 12.82 倍，降至 10 月末的 12.76 倍。整体来看，医药生物相对 A 股溢价率有所升高。

图 34: 医药板块 PE 及相对 A 股溢价率 (历史 TTM, 整体法)

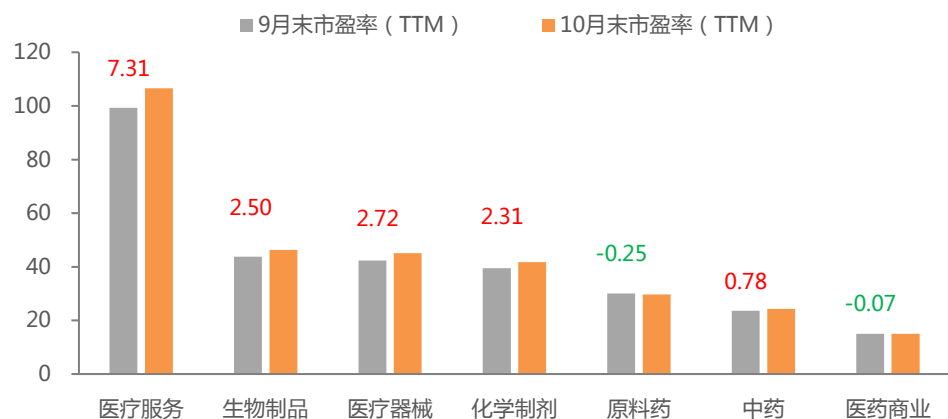


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3.4. 医药各子板块估值中医疗服务涨幅最大

医药生物整体估值为 36.60 倍。分子板块看，医疗服务 106.58 倍，医疗器械 45.02 倍，化学制剂 41.79 倍，生物制品 46.23 倍，原料药 29.73 倍，中药 24.34 倍，医药商业 14.96 倍。各子板块估值涨跌不一，其中医疗服务板块涨幅最大，上涨 7.31 倍。

图 35：医药各板块 PE（TTM 整体法，剔除负值）



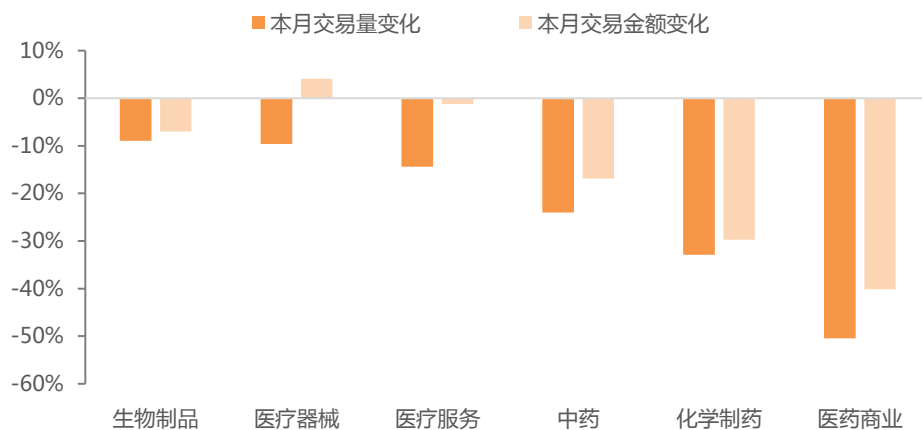
资料来源：Wind，天风证券研究所

注：标注值为两个月末市盈率差值

### 3.5. 本月子板块交易量与交易额涨跌不一

10月交易时间为18天，比9月少2天。10月医药其各子板块交易量与交易金额涨跌不一。其中医药商业板块交易量下跌幅度最大，较上月增长50.44%，交易额下降40.14%；生物制品板块交易量减少8.94%，交易额减少6.97%。

图 36：医药各板块交易量及交易金额变化



资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 3.6. 个股月度涨跌幅

表 5: 个股区间涨幅前十 (截止至 2019 年 10 月 31 日, 剔除 2018 年上市新股)

代码	简称	1 周内 (%)	1 月内 (%)	6 月内 (%)	年内最高价(元)	年内最低价 (元)	年初至今 (%)
300562.SZ	乐心医疗	2.08	35.48	35.72	19.20	9.41	57.35
603520.SH	司太立	-1.21	33.11	90.86	45.89	15.73	140.35
600521.SH	华海药业	0.59	27.40	25.78	19.54	9.80	76.67
002044.SZ	美年健康	-0.80	22.62	17.25	16.20	9.52	37.85
300003.SZ	乐普医疗	2.97	20.51	14.18	31.33	17.90	67.90
300639.SZ	凯普生物	3.20	20.25	46.04	25.95	11.08	113.52
300453.SZ	三鑫医疗	3.99	19.48	-2.11	9.98	6.40	15.59
300246.SZ	宝莱特	-5.24	18.20	2.30	18.10	10.74	33.71
002626.SZ	金达威	13.31	17.65	41.01	19.38	10.61	76.87
300601.SZ	康泰生物	5.93	16.70	67.66	88.95	27.73	149.75

资料来源: Wind 天风证券研究所

表 6: 个股区间跌幅前十 (截止至 2019 年 10 月 31 日, 剔除 2018 年上市新股)

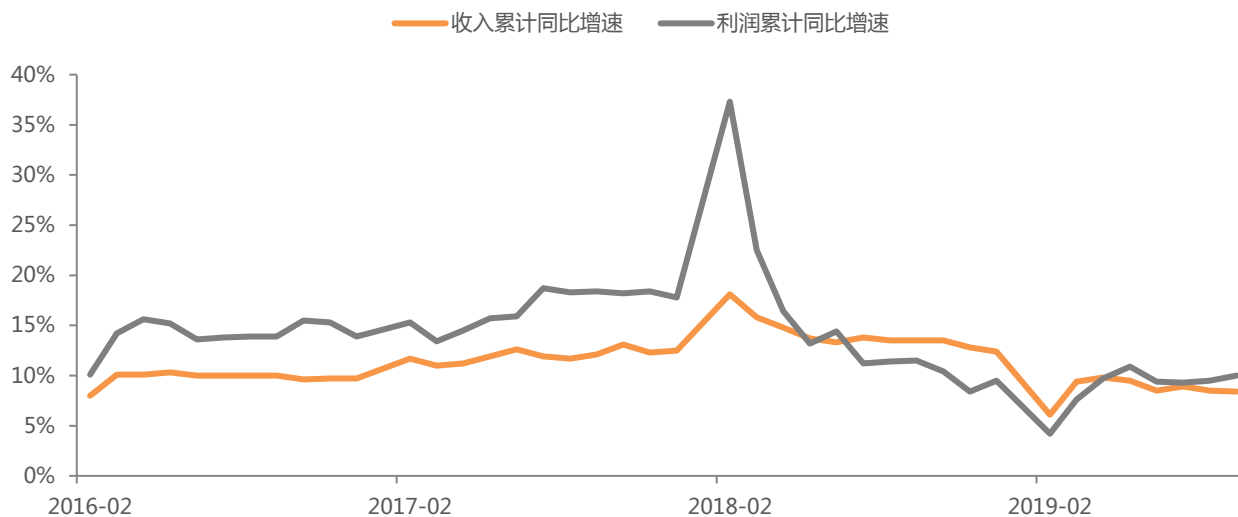
代码	简称	1 周内 (%)	1 月内 (%)	6 月内 (%)	年内最高价(元)	年内最低价 (元)	年初至今 (%)
002680.SZ	ST 长生	-18.87	-71.52	-71.52	3.94	0.43	-89.59
002370.SZ	亚太药业	-12.99	-20.21	-62.34	22.07	6.55	-56.26
300199.SZ	翰宇药业	-2.15	-18.48	-45.18	12.33	5.84	-32.73
300633.SZ	开立医疗	-4.94	-17.39	-29.93	33.42	20.90	-16.17
300404.SZ	博济医药	-0.82	-15.83	-16.38	24.85	7.97	57.39
002349.SZ	精华制药	-5.11	-15.33	-29.34	8.49	4.61	-22.45
600566.SH	济川药业	-4.26	-15.18	-30.97	37.67	23.96	-16.64
000503.SZ	国新健康	-9.63	-13.34	-31.56	33.00	13.71	-4.13
300244.SZ	迪安诊断	-2.24	-12.93	6.72	27.44	14.09	50.54
000908.SZ	景峰医药	-9.05	-12.59	-28.06	6.65	3.74	-11.43

资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 4. 医药制造业收入与利润

2019 年 1-9 月医药制造业收入总额累同比增长 8.40% (2018 年同期为 13.50%), 增速出现回落; 利润总额累同比增长 10.00% (2018 年同期为 11.50%), 增速出现回落。

图 37：医药制造业收入累计同比增速与利润累计同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

市场震荡风险，研发进展不及预期，个别公司外延整合不及预期，个别公司业绩不达预期、生产经营质量规范性风险等。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

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