

精选细分行业优质标的

医药生物行业 2020 年度策略

投资建议: 优异

上次建议: 优异

投资要点:

➤ 医药行业前景光明，行业赛道分化，重视市场风格。

医药行业的收入与利润都保持增长势头，各细分领域增长幅度略有差异，估值还仍然低于近5年的均值水平，在A股市场国际化的背景下，行业越来越具有吸引力。

虽然医药行业整体向好，但是在新医改的背景下，需要更加关注行业赛道，符合行业发展趋势的细分领域将持续领跑，尤其是细分领域的龙头股，更容易获得确定性溢价。而有些赛道将会出现供给侧改革出清的情形，里面竞争力较弱的公司需要谨慎对待。

➤ 最看好的投资主线。

医疗服务领域是我们看好的领域之一，无论是医疗服务企业还是创新药服务企业都会受益行业发展，并能够在拥有定价权的背景下快速增长，这一趋势将会延续。

我们非常看好医疗器械领域的发展势头，在器械耗材带量采购的背景下，对医疗器械企业的创新能力要求更高，需要企业有较高质量的产品，以实现产品的定价权，通过研发创新，不断升级并丰富产品线。以优质产品实现进口替代。

药品领域，我们将在新的一年十分看好创新药的落地。主要的逻辑是，中国的药品领域正处在国际接轨阶段，一方面门槛较低的仿制药正在快速去产能，格局将重塑；而研发创新能力较强的企业将在格局重塑的背景下，受益更加明显，通过高质量的创新药，解决临床药品急需，获得较强的定价权。

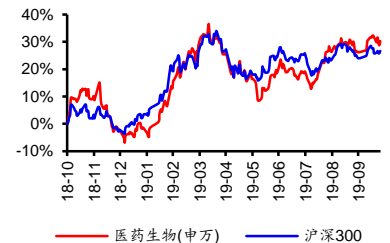
生物制品领域也是我们非常看好的细分板块，疫苗行业持续受益于消费升级，血制品领域经历去库存后，批签发保持较快增长，明年将是非常好的赛道之一。

综合行业发展阶段、企业发展现状以及政策方向，我们重点推荐华兰生物(002007.SZ)、药明康德(603259.SZ)为医药行业2020年的金股，欧普康视(300595.SZ)、贝达药业(300558.SZ)作为医药行业2020年的成长股。

➤ 风险提示

政策推进不及预期；降价超预期

一年内行业相对大盘走势



汪太森 分析师

执业证书编号: S0590517110002

电话: 0510-82832787

邮箱: wangts@glsc.com.cn

周静 分析师

执业证书编号: S0590516030001

电话: 025-84578395

邮箱: zhoujing@glsc.com.cn

夏禹 分析师

执业证书编号: S0590518070004

电话: 0510-82832787

邮箱: yuxia@glsc.com.cn

肖永胜 联系人

电话: 0510-82832787

邮箱: xiaoy@glsc.com.cn

相关报告

1、《卫健委介绍流感防控，接种量多于去年》

《医药生物》

2、《DRGs 标准出炉，中医药或将迎来转型升级》

《医药生物》

3、《药监局发布注射剂一致性评价相关文件》

《医药生物》

正文目录

1	行业概述	4
1.1	引言	4
1.2	行情回顾与风格展望	4
1.3	医药行业收入与利润保持增长势头	5
1.4	医药行业财政投入继续增长，占财政支出比例趋于稳定	6
1.5	医药行业三季报分析	8
2	医疗服务行业保持高速增长，龙头享受确定性溢价	8
2.1	医疗服务行业今年以来快速增长	9
2.2	CRO 行业在国内还处于起步期，行业景气度持续	10
2.3	连锁医疗服务机构正在快速成长过程	13
3	医疗器械还处于快速成长期	13
3.1	看好中高端医疗器械的进口替代机会	14
3.2	国产医疗器械细分领域龙头企业机会凸显	16
4	创新药企迎来收获的季节	17
4.1	化学制剂板块承压，创新药企盈利逆势增长	17
4.2	政策支持创新药加快上市	18
4.3	国内创新药龙头企业优势正在强化	20
5	生物制品	21
5.1	二类疫苗快速增长，受益消费升级趋势	22
5.2	血制品行业景气度较好	23
6	我们的选择	24
7	风险提示	25

图表目录

图表 1:	2019 年医药生物行业指数行情与 PE	4
图表 2:	年初至 2019 年 11 月 4 日医药市值越大的股票组涨幅越大	5
图表 3:	医药制造业 2011 年以来收入增长情况	5
图表 4:	医药制造业 2011 年以来利润增长情况	6
图表 5:	2003 年以来财政赤字情况	6
图表 6:	财政在医疗卫生方面的支出占全国公共财政支出比例	7
图表 7:	各省及直辖市在医疗卫生方面的财政支出占比	7
图表 8:	各子板块营收和归母净利情况	8
图表 9:	医疗服务行业近年来营业收入及净利润	9
图表 10:	医疗服务行业近年来 ROE 变化情况	9
图表 11:	医疗服务板块归母净利增速较快的企业情况	10
图表 12:	药品研发流程	10
图表 13:	全球 CRO 行业规模与增速	11
图表 14:	国外主要 CRO 企业收入规模	11
图表 15:	中国 CRO 行业规模与增速	12
图表 16:	国内主要 CRO 企业收入规模	12
图表 17:	涉及专科连锁医疗机构的上市公司基本情况	13
图表 18:	医疗器械行业近年来营业收入及净利润增速	13
图表 19:	医疗器械板块归母净利增速较快的企业情况	14
图表 20:	2001 年以来中国与全球医疗器械市场情况	15
图表 21:	国内高端医疗器械国产占比仍较低	15

图表 22: 医疗器械龙头企业及竞争优势.....	17
图表 23: 化学制剂行业近年来营业收入及净利润增速.....	17
图表 24: 化学制剂行业近年来 ROE 变化情况.....	18
图表 25: 恒瑞医药与贝达药业前 3 季度主要财务指标.....	18
图表 26: CDE 受理的化药创新药申请.....	19
图表 27: 进口原研药品在国内获批情况.....	19
图表 28: 2018 年获批的进口原研药.....	19
图表 29: 近 4 年恒瑞医药与贝达药业研发支出情况.....	20
图表 30: 生物制品行业近年来营业收入及净利润增速.....	21
图表 31: 生物制品板块归母净利增速较快的企业情况.....	21
图表 32: 疫苗企业近年批签发数据 (单位: 万支).....	22
图表 33: 血制品上市公司近三年存货变化情况 (亿元).....	23
图表 34: 白蛋白与静注人免疫球蛋白 2013 年以来批签发数据.....	23
图表 35: 白蛋白今年批签发排名靠前的企业.....	24
图表 36: 静注人免疫球蛋白今年批签发排名靠前的企业.....	24
图表 37: 2020 年重点推荐标的.....	25

1 行业概述

1.1 引言

在这即将迈向 2020 年的时刻，又到了规划新的一年资产配置时点。我们将在本报告中思考以下几个关键问题：首先，医药行业在新的一年里是否值得重点配置？第二，哪些子行业赛道较好，值得重点配置？在前面的基础上，哪些个股有机会在新的一年里脱颖而出？

从宏观环境来看，预计 2020 年难有宽松的货币环境，无论是外贸还是内部的通胀压力，资金收益更加关注确定性，逆周期或弱周期行业更加受到市场青睐，医药正是其中之一。目前医药生物行业估值相对历史估值有强大的强引力，预计有越来越多的资金关注医药生物板块的投资机会。明年正是医药生物行业投资机会非常多的年份，可谓百花齐放。

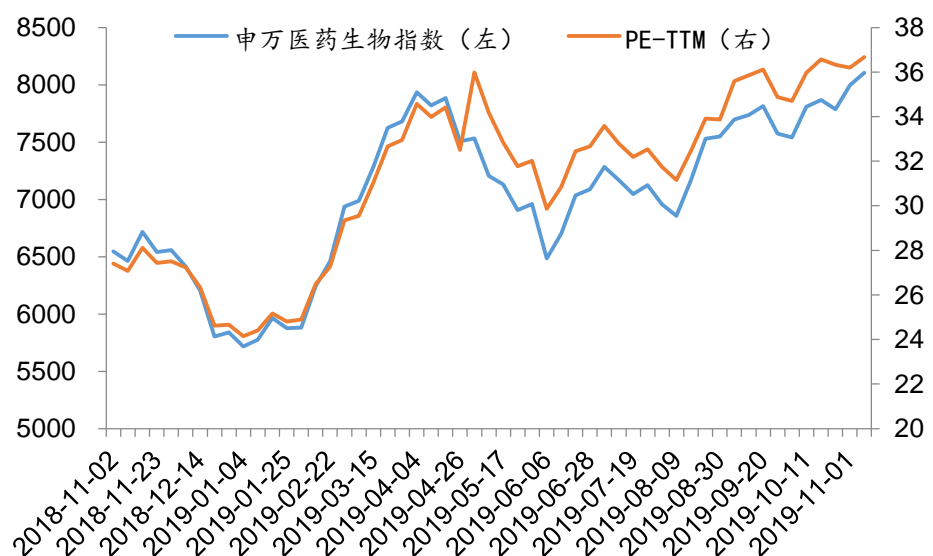
在行业整体向好的背景下，普通仿制药及缺乏竞争力的细分领域也面临强大的压力。从产业发展趋势角度，找到持续向好行业赛道，从中挖掘投资机会，将显著提升机会确定性。例如：医疗服务、创新药、医疗器械、生物制品等细分领域将持续向好。

1.2 行情回顾与风格展望

➤ 2019 年行业指数震荡上行，龙头股走势强劲，低市值股票较弱

申万医药生物指数年初以来上涨 38.74%，符合我们去年策略报告的预期，目前的行业指数的动态 PE 仍然低于近 5 年历史均值，截止 11 月 4 日行业 PE 为 36.67 倍，近 5 年行业 PE 均值为 39.44 倍，近 5 年行业 PE 最高值为 74 倍，我们预判在行业指数持续向好的趋势下，估值仍然有上行空间。

图表 1：2019 年医药生物行业指数行情与 PE



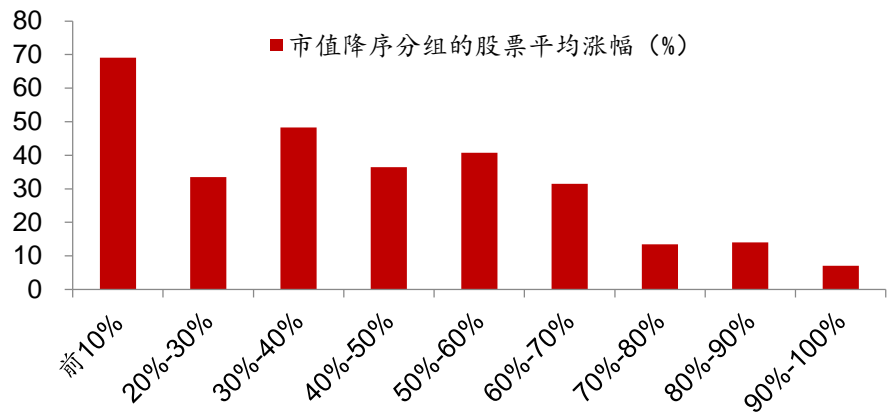
来源：wind，国联证券研究所

➤ 市值越大的股票越受到市场追捧，而市值较小的股走势较弱。

剔除近1年上市的次新股，年初至11月4日所有医药生物行业的股票，以市值从高到低排名，把300个样本股票分成10个组，市值越大的组今年以来涨幅越大，市值越小的分组涨幅越小。

2019年年初以来，市场非常偏好确定性较高的标的，尤其是细分领域的龙头股更加受到青睐，而部分竞争力较弱或是细分领域成长性不足的标的并没有享受到相应的收益，这一趋势在A股市场国际化及向成熟市场转型过程将会延续。今年以来MSCI、富时指数等相继提升A股占新兴市场指数的比重，被动型配置指数对市值越大的标的关注度越高，A股市场国际化还没有完成前，这一趋势将延续。2020年医药行业细分领域的龙头股还会受到市场重点关注。

图表2：年初至2019年11月4日医药市值越大的股票组涨幅越大

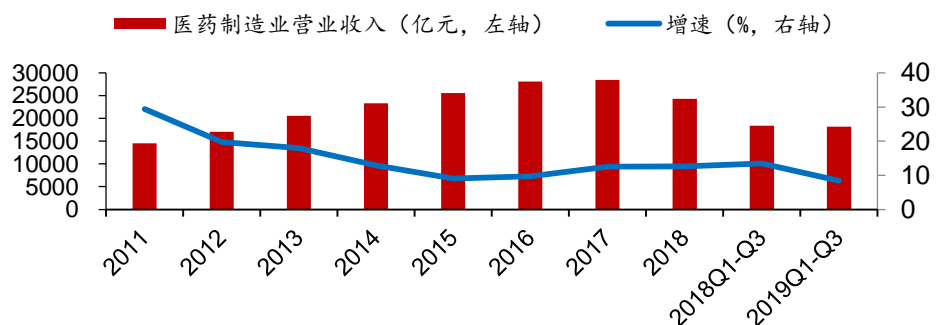


来源：wind，国联证券研究所

1.3 医药行业收入与利润保持增长势头

根据wind数据，2015年以来中国医药制造业主营业务保持增长态势，今年前三季度增速达到8.4%，相对2018年全年13.5%的增速下降了5.1%。行业在带量采购的政策影响下，行业增长速度有所放缓。

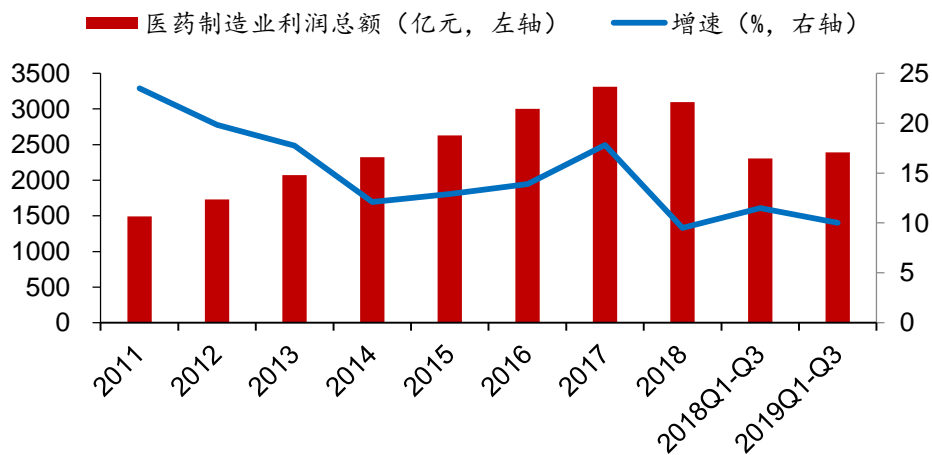
图表3：医药制造业2011年以来收入增长情况



来源：Wind，国联证券研究所

2011 年以来中国医药制造业营业利润持续增长，与营业收入相对应，今年以来在医保局的多个政策影响下，行业利润增速较去年有所下滑。今年前 3 季度行业利润 2390 亿元，增速处于近 5 年低位区域，已经降至 10%。

图表 4：医药制造业 2011 年以来利润增长情况



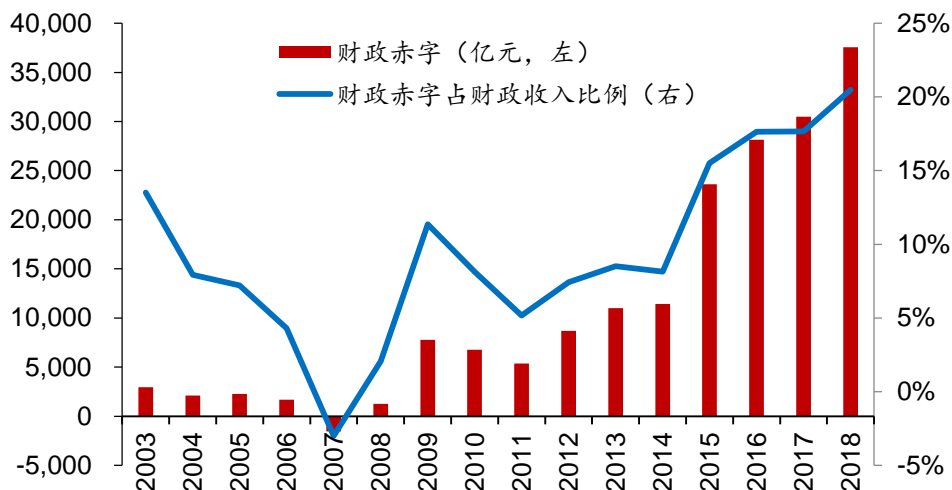
来源：Wind，国联证券研究所

1.4 医药行业财政投入继续增长，占财政支出比例趋于稳定

我国的医疗服务行业支付方主要来源于三方面，包括政府财政投入、企业社保投入及居民医疗支出。目前政策财政投入存在压力，其它方仍保持较好的增长势头。

从 2003 年以来，仅 2007 年出现财政盈余，其它年度都是财政赤字，近几年财政赤字绝对金额越来越大，赤字占财政收入的比例越来越高，2018 年这一比例已超过 20%，财政压力加大，将约束财政对医疗等方面的投入。

图表 5：2003 年以来财政赤字情况

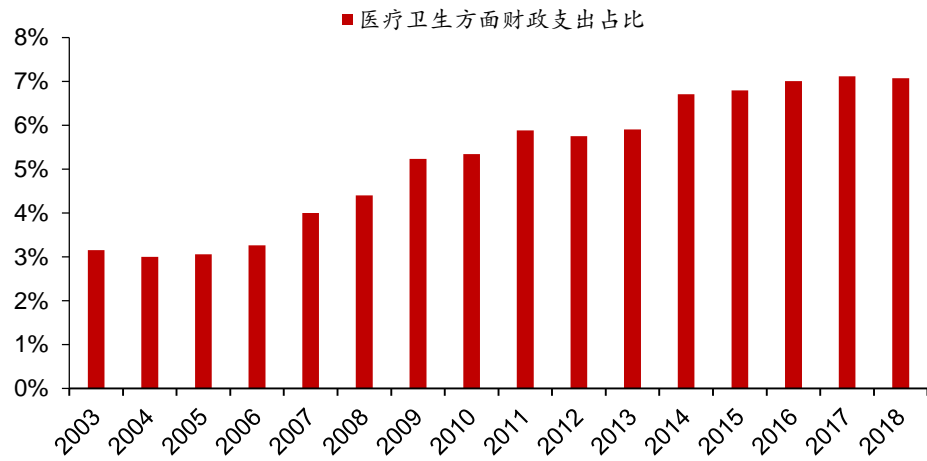


来源：Wind，国联证券研究所

2003 年以来，国家财政用于医疗卫生方面的支出比例逐年上升，这一比例在

2017 年上升至峰值 7.12%，2018 年有所回落，降至 7.07%。这一比例关系稳定在 7% 左右，财政在医疗卫生方面的投入绝对金额将继续保持增长势头。

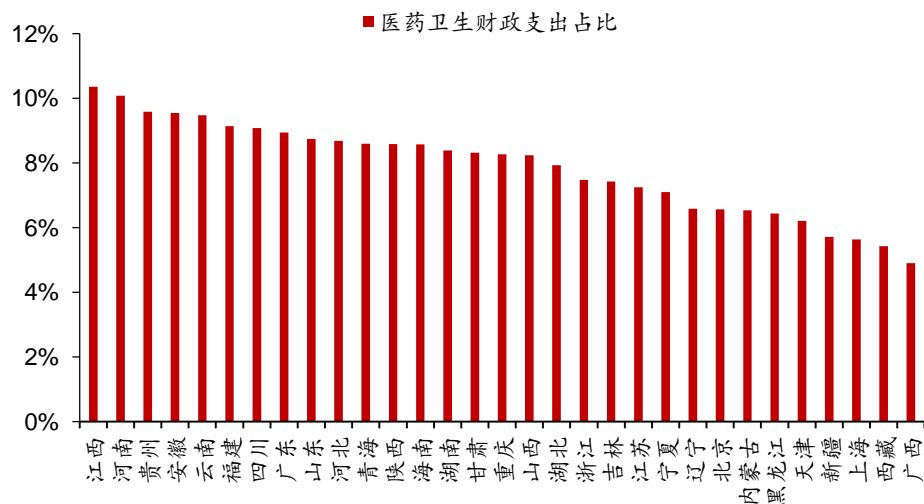
图表 6：财政在医疗卫生方面的支出占全国公共财政支出比例



来源：Wind，国联证券研究所

因为医疗卫生的支出作为重要的民生工程，其支出相对刚性，人口较多的省份，其财政在医药卫生方面的支出占比越大。这些人口大省，财政在医药卫生财政支出占比相对靠前，比如：人口大省江西、河南、四川、广东、山东等位居前列。

图表 7：各省及直辖市在医疗卫生方面的财政支出占比



来源：Wind，国联证券研究所

人们对健康的重视程度是空前的，国家财政投入存在约束这一矛盾正在凸显，国家将会继续坚定推进新一轮改革，以提升财政投入效率，让有限的资金购买到物美价廉的医疗服务与产品，能够适应这一趋势的细分领域企业将分割到更优质的市场蛋糕。明年可预期的政策包括：带量采购政策扩围，更多的产品在全国范围内实施带量采购，甚至部分财政压力较大的省份针对非国家医保局组织的药品实施联盟带量采购；各地试点的耗材带量采购会越来越多，地方财政压力越大的省份越有动力实施器械与耗材

带量采购试点；DRGs 也在试点基础上不断成熟，中长期会促使医疗机构、医疗支付方及患者利益逐渐一致，高质量的产品将是医药生物企业竞争优势所在。

1.5 医药行业三季报分析

目前医药生物行业细分领域的龙头公司大多数已经上市，根据医药生物行业 3 季报，样本剔除 18 年 9 月 30 日以后上市的公司，另外由于重组、医药业务占比较低或其他因素影响较大的个股，汇总后的板块财务数据可以看出各细分行业发展趋势。以扣非净利润为主要参考指标，2019 年前 3 季度医疗服务、生物制品及医疗器械板块表现良好，归母净利增速分别为 30.5%、23.1%及 13.5%；而化学制剂、原料药及中药板块扣非净利增长率低于全行业平均水平。医药商业扣非净利增长率略好于全行业平均水平。

图表 8：各子板块营收和归母净利情况

	营收增长率			归母净利增长率			扣非净利增长率		
	2018	2018 Q1-Q3	2019 Q1-Q3	2018	2018 Q1-Q3	2019 Q1-Q3	2018	2018 Q1-Q3	2019 Q1-Q3
医疗服务	27.00%	38.54%	17.29%	-8.9%	33.3%	10.5%	-16.0%	19.7%	30.5%
生物制品	36.51%	42.73%	16.57%	0.3%	-2.5%	19.4%	3.1%	15.6%	23.1%
医疗器械	20.74%	22.02%	12.69%	21.8%	28.8%	22.5%	20.5%	28.6%	13.5%
医药商业	18.43%	17.56%	18.76%	3.5%	10.5%	5.2%	0.0%	19.1%	9.7%
整体行业	19.16%	21.43%	14.28%	-10.3%	7.8%	6.5%	-3.1%	20.0%	5.2%
化学制剂	19.43%	25.39%	11.31%	-2.5%	-12.3%	5.1%	-18.7%	16.4%	2.2%
原料药	23.94%	31.72%	9.53%	-15.2%	63.8%	-0.9%	29.9%	68.8%	-5.5%
中药	11.17%	14.01%	5.29%	-6.3%	12.2%	-2.7%	-9.8%	9.2%	-7.2%

来源：Wind，国联证券研究所

我们认为医药行业前景非常广阔，即使部分细分领域可能会受到政策影响，但是这些政策也会促进行业向更高质量发展方向迈进。结合三季报细分板块的财务分析，我们 2020 年看好医疗服务、生物制品及医疗器械子板块。

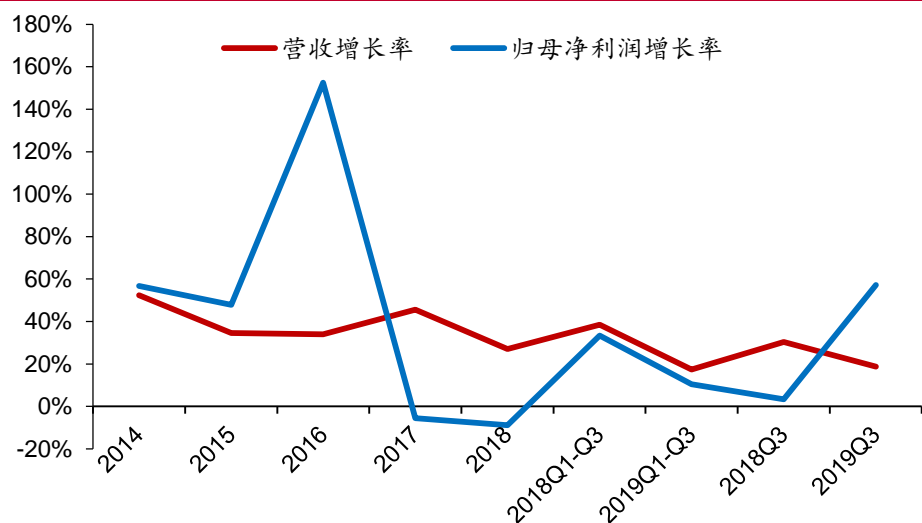
2 医疗服务行业保持高速增长，龙头享受确定性溢价

我们可以看出医药生物行业长期向好的趋势将会保持，大的逻辑来看，医疗服务受到医改的负面影响最小，相对在理顺全产业链的价值过程，专科医疗服务机构的价值将凸显，其盈利水平提升，进一步促进这些机构为患者提供更高质量的服务。在药品方面，低端仿制药竞争将异常激烈，为了争取到带量采购的门槛，相关企业为了确保市场空间大的品种快速推进一致性评价，相关的 CRO 企业需求继续保持增长态势，而仿制药的赛道变差，更多的药企将加大创新药的投入，相关新药服务行业如 CRO 和 CMO/CDMO 企业有望受益于行业的持续高景气度。

2.1 医疗服务行业今年以来快速增长

上述的行业趋势，也在上市公司的财务报表中有所体现。从 2019 年三季报上市公司财务数据看出，前三季度医疗服务行业上市公司合计实现营业收入 419 亿元，同比增长 17.29%；实现归母净利润 47 亿元，同比增长 10.5%，其中三季度单季度同比增长 57.26%；前三季度扣除非经常性损益后归母净利润增速为 30.53%，行业持续向好的趋势非常明显。

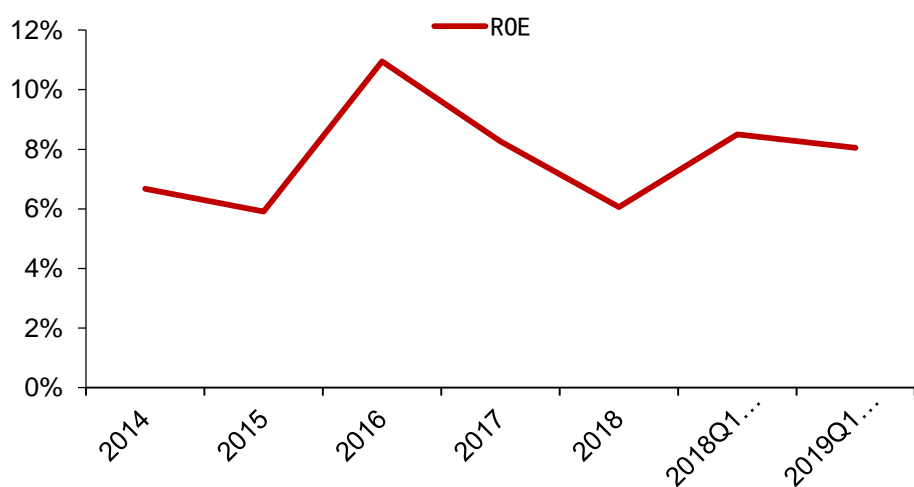
图 9：医疗服务行业近年来营业收入及净利润



来源：Wind，国联证券研究所

医疗服务行业营业收入与净利润增速较快，其 ROE 也保持较高水平，前三季度 ROE 为 8.05%，位于近几年的中位数水平。

图 10：医疗服务行业近年来 ROE 变化情况



来源：Wind，国联证券研究所

医疗服务板块今年前三季度扣非净利润增速居前的公司包括金域医学、泰格医药、通策医疗、昭衍新药、药明康德、爱尔眼科及润达医疗等。其中昭衍新药、泰格医药

及药明康德均受益于 CRO 行业景气度提升，背后的驱动因素包括创新药发展的红利与一致性评价需求增长，药明康德拥有更完善的 CDMO 产业链。金域医学所建立的省级检验中心，高投入期正在过去，随着分级诊疗政策驱动，越来越多检验中心跨过盈亏平衡线，快速增长将得以保持。通策医疗与爱尔眼科均为连锁医院，目前市场占有率都还很低，还有非常大的成长空间；润达医疗有足够丰富的医院渠道资源，正通过导入自有品牌，内生性增长动力充足。

图表 11：医疗服务板块归母净利增速较快的企业情况

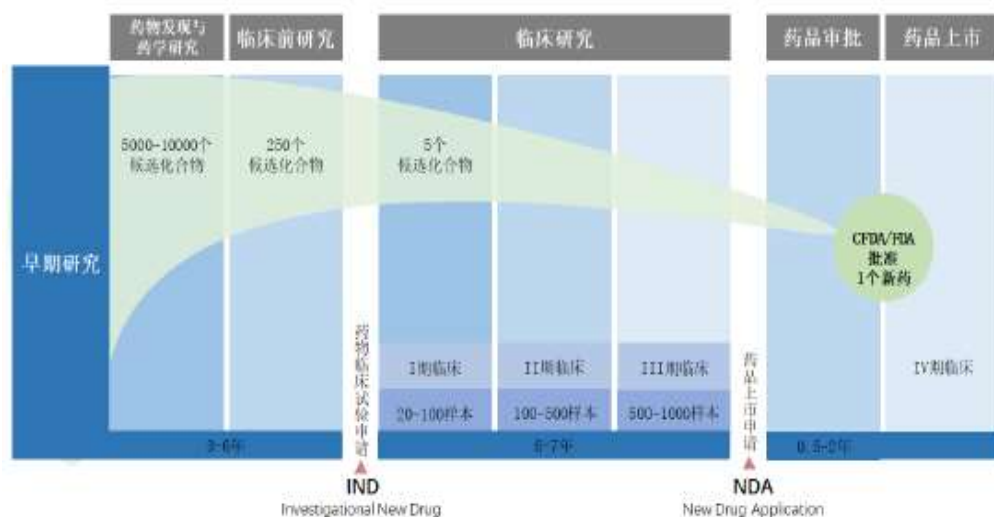
证券简称	19Q1-Q3 归母净利增速	19Q3 归母净利增速	19Q1-Q3 扣非净利增速	19Q3 扣非净利增速	增长促进因素
金域医学	94.16%	115.54%	88.24%	55.87%	受益分诊疗，进入收获期
泰格医药	66.12%	77.30%	65.78%	100.68%	受益 CRO 景气度，产能释放
通策医疗	45.13%	36.55%	45.00%	36.53%	杭口内生增长与异地扩张并进
昭衍新药	33.66%	4.51%	38.95%	12.76%	CDMO 行业景气，订单放量
药明康德	-8.46%	7.91%	36.88%	69.63%	CDMO 行业景气，订单放量
爱尔眼科	37.56%	38.91%	34.24%	37.34%	医院单产提升及新增医院
润达医疗	20.05%	18.71%	22.20%	19.15%	渠道扩张，自主品牌放量

来源：Wind，国联证券研究所

2.2 CRO 行业在国内还处于起步期，行业景气度持续

药物研发是一项高风险、高技术、高投入、长周期和精细化的系统性工程，创新药的研发时间周期长，投入金额高，且上市后专利保护期只有 20 年，如何降低研发投入、提高研发效率缩短新药上市时间成为医药企业的十分重要的竞争优势。CRO 企业正中研发型医药企业的痛点，凭借其规模化和专业化的优势很好地满足了医药企业的需求。

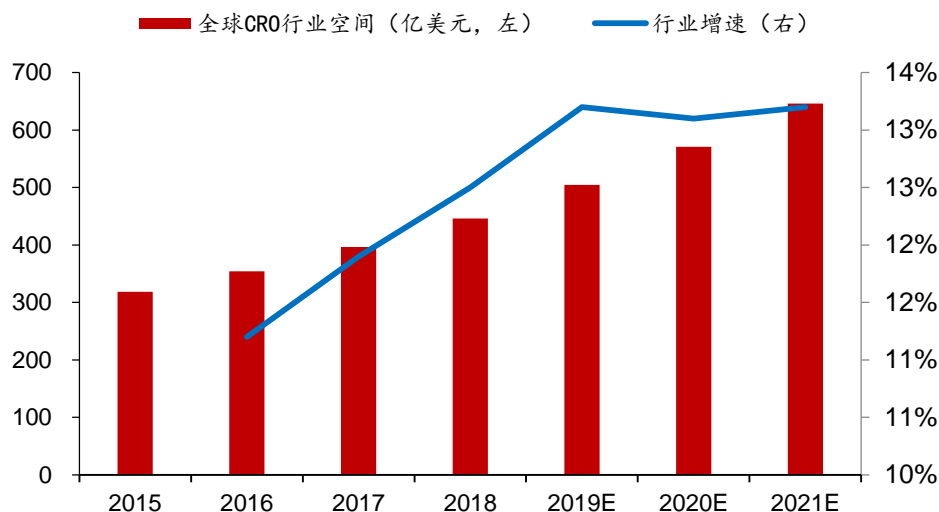
图表 12：药品研发流程



来源：Nature Review-Drug Discovery，美迪西招股说明书，国联证券研究所

根据 Frost&Sullivan 的数据统计，2015 年至 2021 年，全球 CRO 市场规模将从 318.5 亿美元增长到 645.8 亿美元，预计年复合增长率为 12.8%。保持较快的增长势头。

图表 13: 全球 CRO 行业规模与增速



来源: Frost&Sullivan, 国联证券研究所

根据美迪西招股说明书，国外主要的 CRO 企业包括昆泰、科文斯、百瑞精鼎、Syneos Health、PPD 及 PRA Health Sciences 等。这些企业营业收入规模普遍超过 20 亿美元，规模最大的昆泰营业收入甚至超过 100 亿美元。

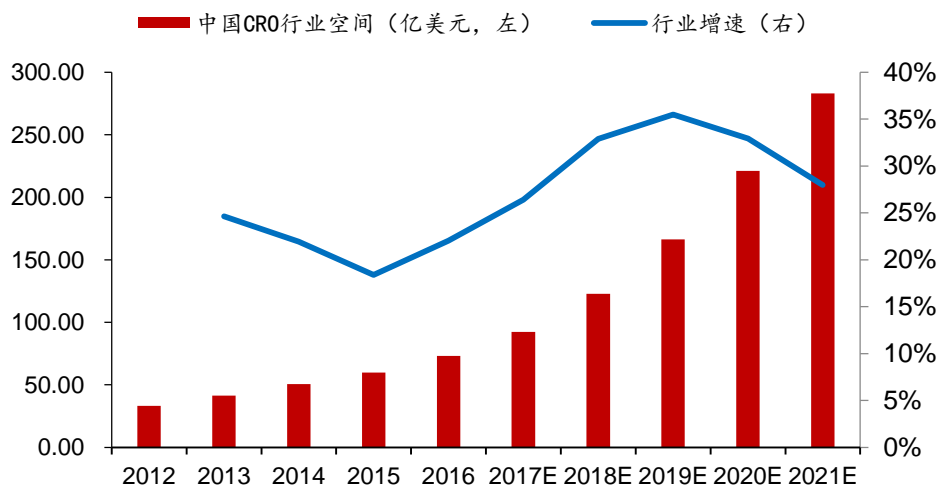
图表 14: 国外主要 CRO 企业收入规模

国外主要企业	营业收入
昆泰 (IQVIA)	2018 年 104.12 亿美元
科文斯 (Covance)	2018 年 43.13 亿美元
百瑞精鼎 (PAREXEL)	2016 年 21.18 亿美元
Syneos Health	2018 年 43.90 亿美元
PPD	2017 年 19.00 亿美元
爱康 (Icon)	2018 年 25.96 亿美元
PRA Health Sciences	2018 年 28.72 亿美元

来源: 美迪西招股说明书, 国联证券研究所

我国具备人力成本优势。由于中国 CRO 行业基数较小，CRO 行业最主要的成本为人力成本，而中国目前享有工程师红利，全球 CRO 产业有向中国转移的趋势，尤其是在临床前研究方面。再加上中国的医药行业的需求增长快于全球，在政策驱动下，创新药将成为众多企业转型的重要方向，促使我国 CRO 市场高速增长。根据 Frost&Sullivan 预测，国内 CRO 行业规模从 2012 年的 33.3 亿美元，上升至 2021 年的 283.1 亿美元。

图表 15: 中国 CRO 行业规模与增速



来源: Frost&Sullivan, 国联证券研究所

政策带来 CRO 的需求。中国于 2017 年 6 月加入 ICH, 成为 ICH 的全球第 8 个监管机构成员。中国国际多中心临床试验项目有望大幅增长, 有利于 CRO 行业长远发展。2017 年 10 月, 原 CFDA 颁布《关于调整进口药品注册管理有关事项的决定》, 除预防用生物制品之外, 在中国进行国际多中心药物临床试验, 允许同步开展 I 期临床试验。在中国进行的国际多中心药物临床试验完成后, 申请人可以直接提出药品上市注册申请。上述制度引导跨国药企, 积极来中国申请新药早期临床试验和创新药物上市, 为国内 CRO 行业带来国际需求。

中国本土 CRO 企业在这个过程中逐步发展起来, 药明康德、康龙化成、泰格医药、睿智化学、昭衍新药等企业规模居前。

图表 16: 国内主要 CRO 企业收入规模

国内主要企业	2018 年营业收入 (亿元)
药明康德	96.14
康龙化成	29.08
泰格医药	23.01
睿智化学	10.73
昭衍新药	4.09
博济医药	1.72
美迪西	3.25

来源: 美迪西招股说明书, 国联证券研究所

目前 CRO 行业呈现出越来越强的头部集中效应, 市场占有率越高的企业所拥有的资源越来越多, 优秀的人才、设备以及全球化的订单获得能力都有利于头部企业。药明康德及药明生物在临床前研究有较强的竞争优势, 已经建立了完善的研发、生产平台, 药品研发、生产任何一个阶段都可以在其平台上找到解决方案, 建议重点关注药明康德的投资机会。

2.3 连锁医疗服务机构正在快速成长过程

在 A 股市场上有三家连锁医疗服务机构成长性较好，包括爱尔眼科、通策医疗及美年健康，对应三个重要领域：眼科、口腔及体检。在我国医疗结构存在结构分布不均、医师人才严重缺乏，专科连锁医疗机构以其专业化强、品牌知名度高、易复制连锁化等成熟的商业模式，或将成为民营医疗服务中的主流趋势。

以眼科专科领域龙头爱尔眼科为例，通过内生式与外延式并购相结合的方式，通过与医生股份方式深度绑定，激活公司发展潜力，店面数量从 10 年前的不到 20 家增长到现在的 270 多家，营收规模和归母净利润 10 年间皆翻了近 20 倍，基于公司的成功模式的强可复制性，单店产出还有较大挖掘空间，我们中长期看好。通策医疗的成功与爱尔眼科相似，通过其“蒲公英计划”，实现总院带分院的成功模式，总院向分院提供医生与技术支持，在杭州甚至浙江形成了强势口腔品牌，得到患者深度认可。未来几年将在浙江省内继续新开大量专科口腔医院，以实现浙江省内所有县市区全覆盖；在浙江省以外，总结浙江省内成功经验，获取更多医生资源与病人资源，实现盈利好转。美年健康在阿里入股后，将完善公司治理结构，并与阿里深度业务协同，导入流量与大数据分析，公司业务将再次腾飞，公司已经形成的优势在这一背景下将会强化。

建议重点关注通策医疗，口腔专科行业目前还非常的分散，通策已经是口腔专科领域走出来的全国龙头，行业潜在市场空间在千亿规模，公司的发展空间巨大，客单价相对韩国等发达国家也有 2 倍以上的提升空间。建议在明年继续重点关注通策医疗的投资机会。

图表 17：涉及专科连锁医疗机构的上市公司基本情况

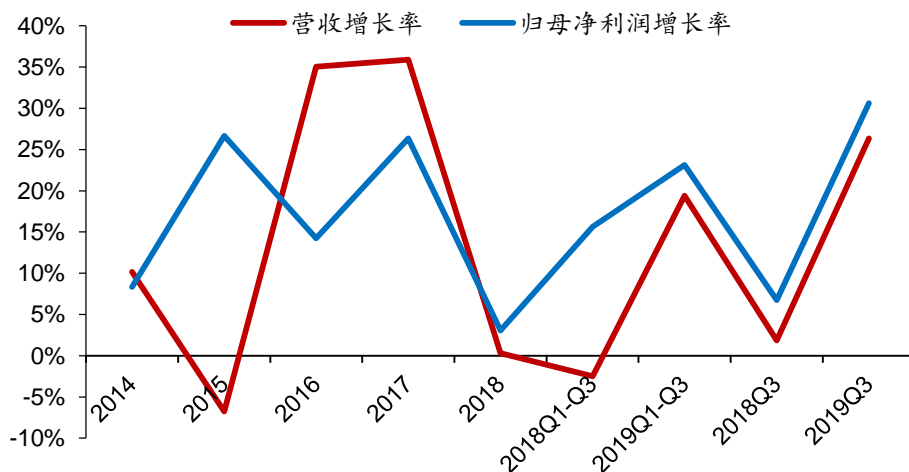
公司	专 领	2018 年收入 (亿元)	同比 (%)	2018q1-3 收 入 (亿元)	同比 (%)	连锁规模
爱尔眼科	眼科专科	80.09	77.32	34.31	26.25	270+
通策医疗	口腔专科	15.46	14.21	31.05	22.11	25+
美年健康	体检专科	84.58	62.78	34.64	7.89	近 600

来源：各公司公告，国联证券研究所

3 医疗器械还处于快速成长期

从今年前三季度上市公司财务报表数据来看，医疗器械行业营收与净利润增速都比较高，整个板块实现营业收入 626 亿元，同比增长 12.69%，实现归母净利润 99 亿元，同比增长 22.49%，行业的成长性较好。

图表 18：医疗器械行业近年来营业收入及净利润增速



来源: Wind, 国联证券研究所

今年前3季度医疗器械行业,剔除基数较低的标的,扣非净利增速较快的包括凯利泰、健帆生物、欧普通康视、万孚生物、乐普医疗和安图生物。这些标的中的欧普通康视和安图生物是我们一直重点跟踪的标的,这些公司的成长驱动因素长期存在,我们继续保持跟踪。

图表 19: 医疗器械板块归母净利增速较快的企业情况

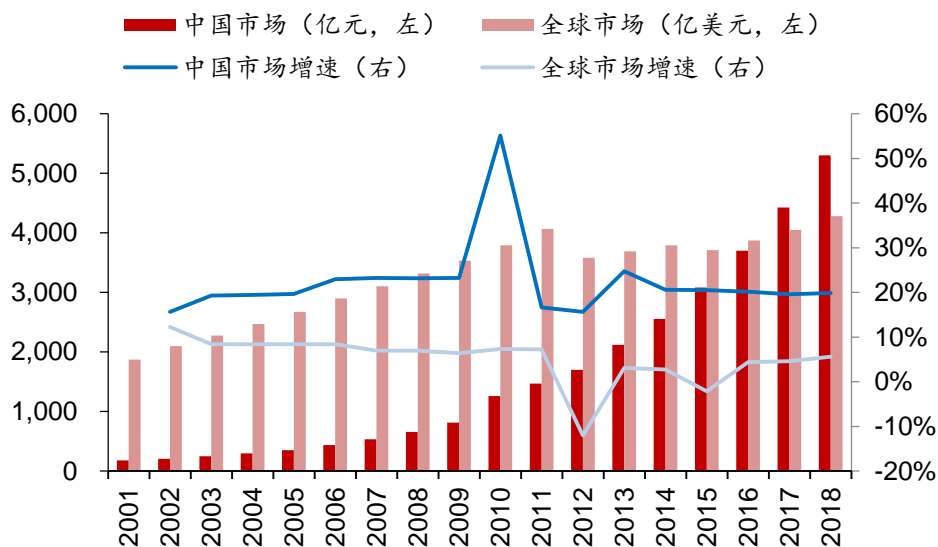
证券简称	19Q1-Q3 归母净利增速	19Q3 归母净利增速	19Q1-Q3 扣非净利增速	19Q3 扣非净利增速
凯利泰	39.53%	41.78%	47.76%	42.29%
健帆生物	36.62%	16.88%	44.21%	25.04%
欧普康视	38.60%	37.44%	39.36%	39.30%
万孚生物	30.44%	38.58%	36.66%	53.70%
乐普医疗	40.99%	36.91%	35.56%	31.99%
安图生物	30.88%	32.42%	31.32%	32.36%

来源: 各公司年报, 国联证券研究所

3.1 看好中高端医疗器械的进口替代机会

医疗器械可细分为医学影像、骨科、体外诊断、心血管设备、内窥镜等多个领域。2018 年全球医疗器械市场规模为 4278 亿美元,同比增长 5.63%;根据中国医药物资协会数据,2018 年我国医疗器械市场规模为 5304 亿元,同比 2017 年增长 19.86%,远远高于全球医疗器械行业增速,也远高于中国医药工业全行业增速。随着中国医疗器械企业的技术突破,政策在国产医疗器械行业的积极扶持,国产中高端医疗器械占比不断提升。

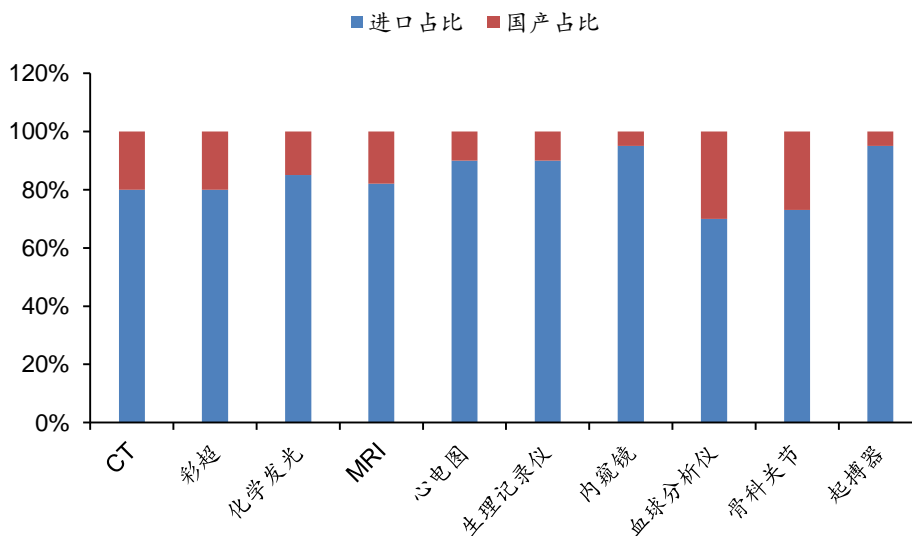
图表 20: 2001 年以来中国与全球医疗器械市场情况



来源: Wind, 国联证券研究所

我国医疗器械目前还是以中低端为主, 产品结构升级空间大, 若能在高端领域取得突破, 进口替代前景广阔。尽管近年来国内医疗器械行业实现了快速发展, 本土企业在中、低端医疗器械市场占据了一席之地, 但受限于技术、品牌、产品综合性能等方面的差距, 高端市场大部分仍被外资占据, 特别在大型影像设备、彩超、内窥镜、化学发光、骨科关节、起搏器等领域, 外资占比 70% 以上, 国产替代前景广阔。

图表 21: 国内高端医疗器械国产占比仍较低



来源: 中国医药物资协会, 公开资料整理, 国联证券研究所

此外, 政策层面国家多方面支持和鼓励国产器械发展, 其中基层医疗机构的达标建设催生了国产设备需求潮。根据国家卫健委有关文件, 3.7 万的乡镇卫生院和 3.5

万社区卫生服务中心将加快实现达标建设,具有较高性价比的国产医疗器械迎来机遇。

在进口替代与基层医疗设备升级的背景下,以下几个细分领域值得重点关注:

DR 市场,国内品牌中万东、安健和美诺瓦拥有全产业链的核心技术。万东医疗在国内 DR 市场中排名第一,市占率约 13%;安健科技以 12%的市占率紧随其后;康达、联影等第二品牌梯队稳步发展。

在超声领域,本土迈瑞医疗的彩超销量排名国内市场第一位;高端彩超市场仍然是进口品牌占主导。迈瑞推出的高端彩超 Resona7/8 系列逐步得到国内外客户认可,而开立医疗近两年推出的中高端拳头产品 S50/60 也得到快速推广。在国产技术快速进步及政府政策推动下,国产彩超有望逐步向高端医院市场渗透。

IVD 细分领域化学发光市场,国产占比持续提升至 15%,其中新产业、安图生物和迈瑞医疗市场份额居前。安图生物化学发光仪器保有量约 3800 台,公司作为国内发光龙头,在政策推动下有望逐步向高端医院渗透,叠加已获批的 100 速发光仪以及明年将要获批的 600 速发光仪,望延续 40%以上高增长。迈克生物的 I3000 上市以来快速放量,2019 年投放目标 500 台,化学发光进口替代加速。

骨科领域,创伤类基本完成替代,而高端的脊柱类和关节类产品则仍被进口品牌占据,近年来本土厂商微创医疗、威高股份的崛起有望加速高端骨科的国产化进程。其中,微创医疗两款国产膝关节产品于 2019 年成功上市,髌关节产品有望明年获批,推动公司国内骨科业务延续 40-50%的增长。

起搏器国内市场超过 30 亿元,国产占比不到 5%,渗透率具有较大提升空间。近两年,乐普医疗、微创医疗和先健科技等国产器械巨头的起搏器产品逐步上市,随着渠道的逐步下沉,在价格优势和医保政策红利的推动下,有望加速进口替代。

3.2 国产医疗器械细分领域龙头企业机会凸显

在医疗器械行业背后的成长因素,主要在于渗透率的提升和国产替代。我们长期跟踪的欧普康视和安图生物同样存在这些逻辑,目前的渗透率还比较低,基于公司的成长性良好,我们继续看好。当前国产占比较小的医疗器械领域,大多对于各企业的技术要求较高,我们看好在细分领域已经走在国内前列的标的,包括彩超领域的迈瑞医疗和开立医疗、骨科领域的威高股份和微创医疗、以及化学发光领域的安图生物和迈克生物等。

图表 22: 医疗器械龙头企业及竞争优势

细分龙头	竞争优势
欧普康视	角膜塑形镜龙头企业，行业渗透率低、增长空间大
安图生物	化学发光龙头，仪器市场保有量多，已获批的 100 速发光仪以及即将获批的 600 速发光仪将为公司注入新增长动力
威高股份	得益于与美敦力的合营，公司脊柱类产品国产第一；与海星医疗共同研发的高端关节产品海星关节上市，在低渗透下有望厚积薄发
微创医疗	冠脉支架、高端骨科、起搏器、主动脉支架、心脏瓣膜等领域的头部企业，产品竞争力强，有望率先受益于进口替代红利
迈瑞医疗	化学发光、内窥镜、彩超、血球分析等领域的龙头，公司医疗器械产品线齐全，综合竞争力强劲
开立医疗	超声国内排名第二，内窥镜国产领先，中高端彩超产品 S50/60 和高端内窥镜 HD-550 的逐渐放量为公司带来增长新动力

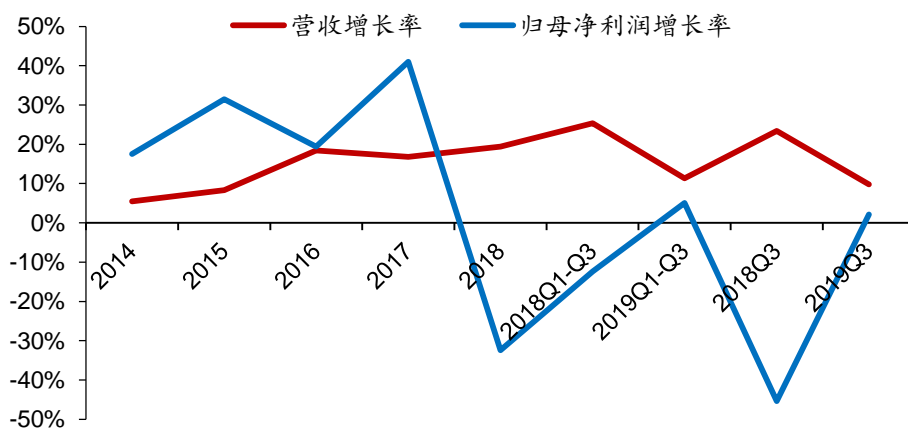
来源：各公司年报，国联证券研究所

4 创新药企迎来收获的季节

4.1 化学制剂板块承压，创新药企盈利逆势增长

从 2019 年三季报上市公司财务数据看出，前三季度化学制剂行业上市公司合计实现营业收入 2242 亿元，同比增长 9.81%；实现归母净利润 223 亿元，同比增长 5.1%，其中三季度单季度同比增长 2.12%；前三季度扣除非经常性损益后归母净利润增速为 2.18%。无论是收入，还是利润化学制剂子行业的增速都降到了个位数增长，利润指标更是低个位数增长。

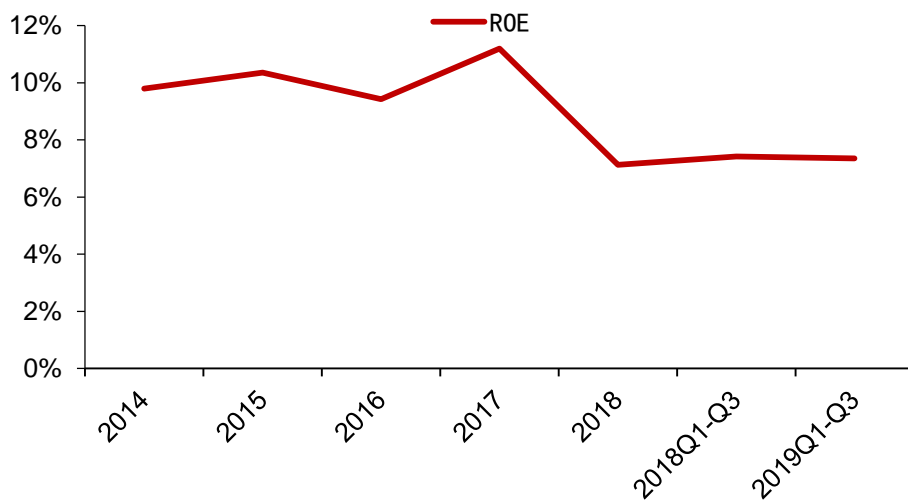
图表 23: 化学制剂行业近年来营业收入及净利润增速



来源：Wind，国联证券研究所

从 ROE 角度看，化学制剂子行业前三季度 ROE 为 7.35%，相比前几年明显下滑。

图表 24：化学制剂行业近年来 ROE 变化情况



来源：Wind，国联证券研究所

我们通过观察化学制剂子行业已经有创新药上市的企业，可以看出这些企业的财务表现明显好于其它企业。例如恒瑞医药今年前三季度实现营业收入 169.45 亿元，增速 36%；扣非净利润 37.35 亿元，增速 27.25%，这还是在研发费用高达 29 亿元的基础上实现的，建议关注恒瑞医药的投资机会。在创新药布局较多的贝达药业，仅一款已经上市的埃克替尼支撑今年前三季度实现营业收入 12.43 亿元，同比增速 34%，实现扣非净利润 1.39 亿元，同比增速高达 42.87%，这也是在研发高费用 2.45 亿元的背景下实现的。这些创新药企随着越来越多新产品获批上市，后市增长潜力十足。

图表 25：恒瑞医药与贝达药业前 3 季度主要财务指标

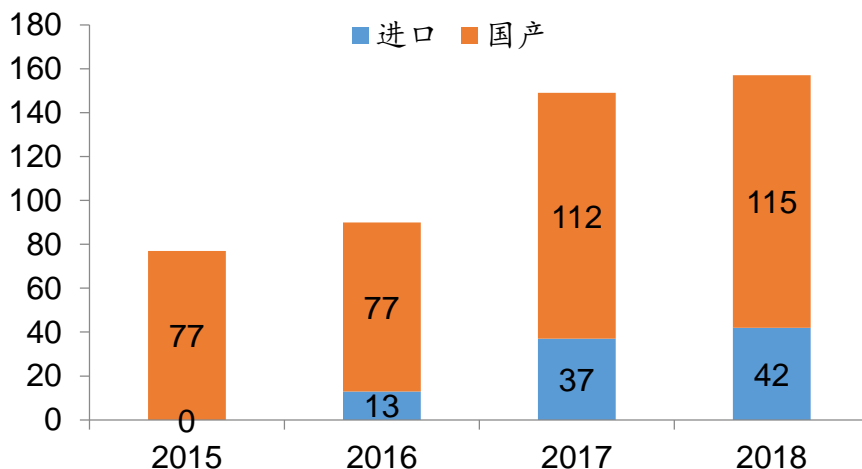
证券简称	19Q1-Q3 营业收入 (亿元)	19Q1-Q3 营收增速 (%)	19Q1-Q3 扣非净利 (亿元)	19Q1-Q3 扣非净利增速 (%)	研发费用 (亿元)
恒瑞医药	169.45	36.01	38.03	27.25	28.99
贝达药业	12.43	34.05	1.39	42.87	2.45

来源：Wind，国联证券研究所

4.2 政策支持创新药加快上市

2015 年国务院《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》以来，2016 年 CFDA 也配套了相关措施，包括《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》，为创新药开辟绿色评审通道，进行优先评审，加速了创新药上市进程。近 2 年 CDE 受理的新药申请明显增加，2018 年受理化药创新药申请 167 件，相比 2015 年增加了 80 件。申报的数量变多，获批的产品也相应增加。2018 年国产的 9 个一类新药获批，涉及恒瑞医药、正大天晴、歌礼药业等国内优秀企业。中国的创新药进入了收获期，随着相关企业药品研发顺利推进，将有越来越多的创新药获批上市。

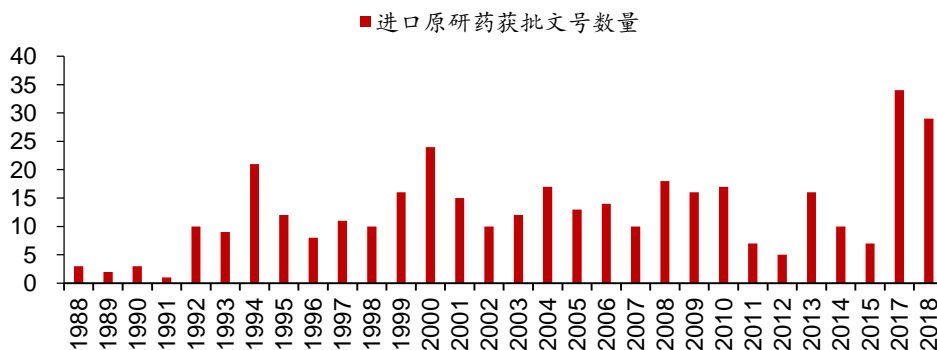
图表 26: CDE 受理的化药创新药申请



来源: 药监局, 国联证券研究所

根据中国上市药品目录集数据, 1988 年以来, 共 380 个原研药品获批进口, 国家为了满足患者对进口药物的需求, 加快进口创新药的审评审批速度, 鼓励进口创新药上市, 2017 年以来海外原研药品获批加速明显。

图表 27: 进口原研药品在国内获批情况



来源: 中国上市药品目录集, 国联证券研究所

2018 年, 共有 69 个进口原研药获批。在政策的积极扶持下, 进口药品在中国上市时间大幅缩减, 部分产品实现在中国首发上市, 临床急需的九价人乳头瘤病毒疫苗甚至只有了 8 天时间就获批上市。

图表 28: 2018 年获批的进口原研药

序号	药品名称	序号	药品名称	序号	药品名称
1	注射用重组人凝血因子VIII	24	糠酸氟替卡松维兰特罗吸入粉雾剂	47	小儿法罗培南钠颗粒
2	口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗 (Vero 细胞)	25	枸橼酸伊沙佐米胶囊	48	索磷布韦维帕他韦片
3	九价人乳头瘤病毒疫苗 (酿酒酵母)	26	格拉司琼透皮贴片	49	丙酚替诺福韦片

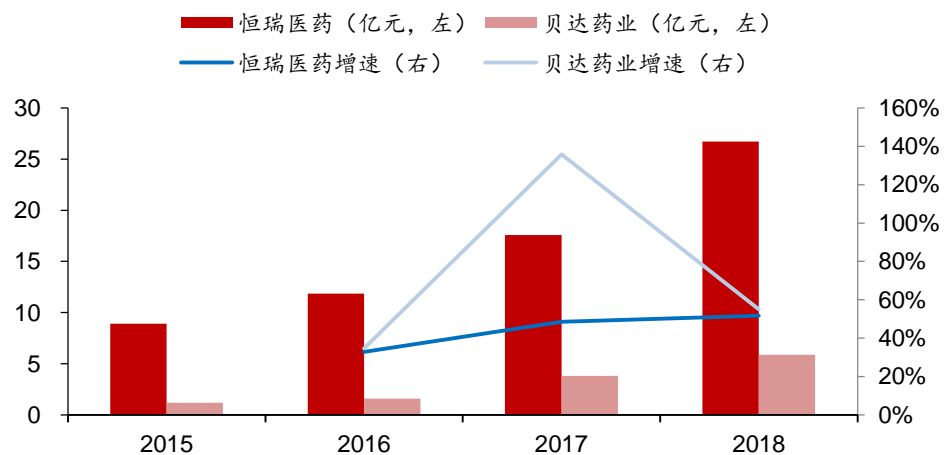
4 棕榈帕利哌酮酯注射液	27 富马酸喹硫平缓释片	50 来迪派韦索磷布韦片
5 达芦那韦考比司他片	28 丁丙诺啡纳洛酮舌下片	51 拉替拉韦钾干混悬剂
6 注射用盐酸美法仑	29 奥拉帕利片	52 甲苯磺酸艾多沙班片
7 注射用盐酸苯达莫司汀	30 奥达特罗吸入喷雾剂	53 恩曲他滨丙酚替诺福韦片 (I)
8 注射用全氟丁烷微球	31 艾美赛珠单抗注射液	54 德拉马尼片
9 注射用拉布立海	32 依洛尤单抗注射液	55 泊沙康唑肠溶片
10 注射用醋酸地加瑞克	33 依托孕烯炔雌醇阴道环	56 艾尔巴韦格拉瑞韦片
11 依那西普注射液	34 盐酸莫西沙星滴眼液	57 司来帕格片
12 依库珠单抗注射液	35 特立氟胺片	58 帕妥珠单抗注射液
13 盐酸托莫西汀口服溶液	36 培哌普利氨氯地平片 (III)	59 甲磺酸仑伐替尼胶囊
14 盐酸度洛西汀肠溶胶囊	37 培哌普利氨氯地平片 (II)	60 醋酸阿比特龙片
15 盐酸阿米替林胶囊	38 培哌普利氨氯地平片 (I)	61 注射用英夫利西单抗
16 乌美溴铵维兰特罗吸入粉雾剂	39 罗替高汀贴片	62 雷珠单抗注射液
17 噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂	40 利那洛肽胶囊	63 阿柏西普眼内注射溶液
18 塞瑞替尼胶囊	41 拉莫三嗪分散片	64 注射用 A 型肉毒毒素
19 普乐沙福注射液	42 拉考沙胺片	65 盐酸莫西沙星片
20 哌柏西利胶囊	43 地诺孕素片	66 多种维生素片 (6)
21 帕博利珠单抗注射液	44 艾考恩丙替片	67 10%脂肪乳(OO)/5.5%氨基酸(15)/葡萄糖(20%)注射液
22 纳武利尤单抗注射液	45 依达赛珠单抗注射液	68 盐酸帕洛诺司琼注射液*
23 来那度胺胶囊	46 左炔诺孕酮宫内节育系统 (III)	69 非布司他片*

来源：药监局，国联证券研究所

4.3 国内创新药龙头企业优势正在强化

恒瑞医药研发支出已经从 2015 年的 8.92 亿元上升至 2018 年的 26.7 亿元，研发支出增速一直在 30% 以上，今年前三季度已经上升至 28.99 亿元，预计今年全年研发支出将在 40 亿元左右，而且恒瑞的研发支出全部费用化处理，会计政策非常保守。贝达药业研发支出最近一年在 3 亿以上，占收入的比重接近 25%。

图表 29：近 4 年恒瑞医药与贝达药业研发支出情况



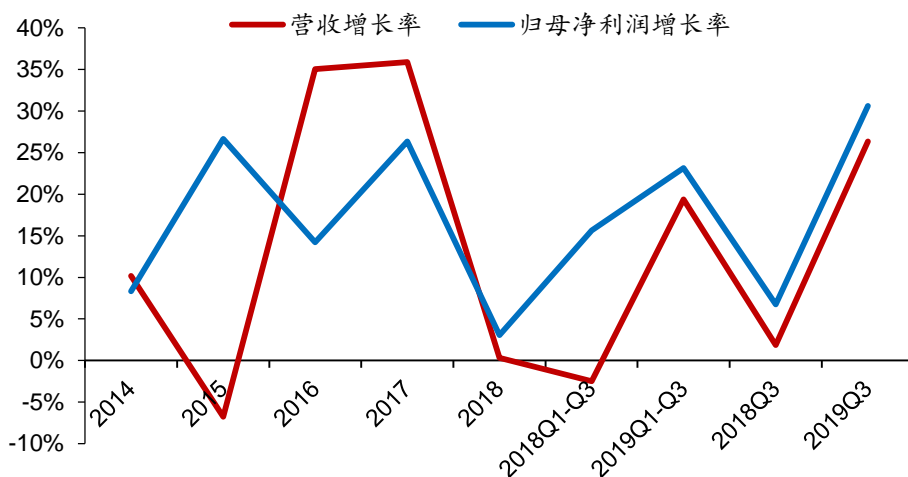
来源: Wind, 国联证券研究所

随着国内外创新药加速国内上市,国内带量采购扩围,已经向创新药转型的企业将在新一轮竞争中具备优势。我们继续看好研发投入居前,1类新药研发储备最多的恒瑞医药,超过50个创新药正在临床开发。目前已经上市的创新药包括艾瑞昔布、阿帕替尼、硫培非格司亭、吡咯替尼和卡瑞利珠单抗。在创新药开发上,已基本形成了每年都有创新药申请临床,每2-3年都有创新药上市的良好发展态势。

5 生物制品

从今年前三季度上市公司财务报表数据来看,生物制品行业营收与净利润增速都比较高,整个板块实现营业收入726亿元,同比增长16.57%,实现归母净利润113亿元,同比增长19.39%,在各医药生物子行业中表现较好。

图表 30: 生物制品行业近年来营业收入及净利润增速



来源: Wind, 国联证券研究所

今年前3季度生物制品行业扣非净利增速较快的标的包括沃森生物、辽宁成大、智飞生物和长春高新,这些标的都受益于消费升级,除了长春高新,其它标的都受益于疫苗行业景气度提升,随着人们收入增长,健康意识提升,更加重视预防疾病,自费的二类疫苗渗透率提升。

图表 31: 生物制品板块归母净利增速较快的企业情况

证券简称	19Q1-Q3 归母净利增速	19Q3 归母净利增速	19Q1-Q3 扣非净利增速	19Q3 扣非净利增速	增长促进因素
沃森生物	32.10%	97.27%	90.02%	103.88%	23价疫苗快速放量
辽宁成大	49.99%	19.98%	64.40%	4.97%	投资收益增长、狂犬疫苗放量
智飞生物	62.25%	52.39%	64.17%	51.36%	代理的HPV疫苗供不应求
长春高新	47.92%	76.82%	50.61%	69.56%	生长激素快速增长

来源: Wind, 国联证券研究所

5.1 二类疫苗快速增长, 受益消费升级趋势

在长生生物疫苗事件后, 没有新的疫苗企业成立, 疫苗行业竞争格局趋好, 现有疫苗企业研发储备较强的企业受益非常明显。疫苗作为消费属性的医疗产品, 二类疫苗不占用医保资金, 更不会受控费政策的负面影响, 受益于医疗消费升级, 接种率的提升空间大。目前二类疫苗批签发数据占比数据持续提升, 二类疫苗单价普遍高于一类疫苗, 研发能力突出的疫苗企业一旦有新产品上市, 增加趋势非常明确, 这些结论也在前文上市公司财务报表方面得到进一步验证。

从批签发数据 (一般销售数据略有滞后) 来看, 智飞生物所代理的四价和九价 HPV 疫苗批签发数据保持快速增长势头, 目前仍然供不应求。对于沃森生物而言 23 价肺炎疫苗保持快速增长, 今年前三季度批签发已经远远超过去年全年批签发数量。康泰生物刚上市的 23 价肺炎疫苗今年前三季度批签发数量已达到 89.26 万支。

图表 32: 疫苗企业近年批签发数据 (单位: 万支)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3	
智飞	AC-Hib 三联苗	33.82	488.60	22.20	470.40	643.48	428.06
	四价 HPV 疫苗	0	0	0	34.80	380.03	396.81
	九价 HPV 疫苗	0	0	0	0	121.61	187.65
	ACYW135 流脑多糖疫苗	574.46	177.03	117.87	139.50	175.83	75.48
	Hib 疫苗	513.44	89.48	153.51	212.28	58.48	28.42
	AC 结合疫苗	0	159.38	0.00	121.81	43.33	22.88
沃森	Hib 疫苗	541.26	390.19	398.20	281.54	303.97	234.25
	AC 结合疫苗	211.19	27.95	115.48	88.36	62.23	98.75
	AC 多糖疫苗	424.82	446.83	586.93	1162.65	1749.56	1831.55
	ACYW135 多糖疫苗	61.86	72.15	34.20	86.16	146.84	205.51
	百白破疫苗	0	0	0	29.49	427.84	689.59
	23 价肺炎疫苗	0	0	0	119.02	161.55	251.43
康泰生物	乙肝疫苗		2042.47	3034.90	4650.02	4008.32	2489.61
	23 价肺炎疫苗		0	0	0	0	89.26
	Hib 疫苗		270.36	444.33	365.02	380.62	177.95
	四联苗		97.77	132.12	142.63	515.14	252.35
	麻风二联苗		875.08	927.32	743.10	217.81	161.09
华兰生物	四价流感疫苗					512.25	462.05
	ACYW135 多糖疫苗	169.12	61.05	179.48	89.24	101.60	11.4
	流感病毒裂解疫苗	929.48	867.62	474.86	730.47	340.02	457.27

来源: Wind, 国联证券研究所

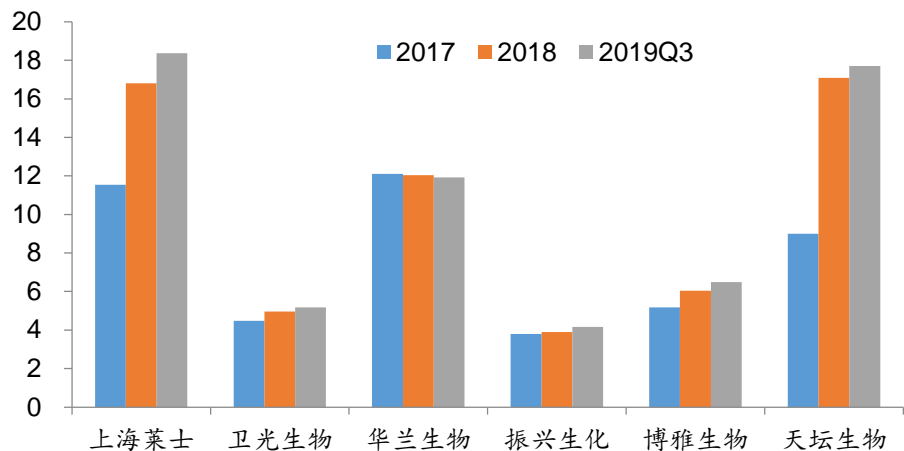
今年 6 月 29 日新的《疫苗管理法》在人大审议通过, 将于今年 12 月 1 日正式实施, 将更加严厉监管疫苗行业, 行业发展更加有序, 对于创新疫苗加快上市进程。我们继续看好国内在研管线丰富、潜力储备较多的疫苗企业, 推荐代理 HPV 疫苗快速上量、自产 AC-Hib 三联苗销售良好以及在研品种潜力较大的智飞生物

(300122.SZ)，以及四价流感疫苗放量的华兰生物（002007）。同时建议关注沃森生物（300142.SZ）重磅品种 13 价肺炎疫苗上市进展和销售情况。

5.2 血制品行业景气度较好

随着两票制实施带来的血制品行业去库存进入尾声，6 家上市公司的存货已经趋于平稳。其中上海莱士和天坛生物新增子公司并表影响，剔除这一因素，其库存是基本稳定的。

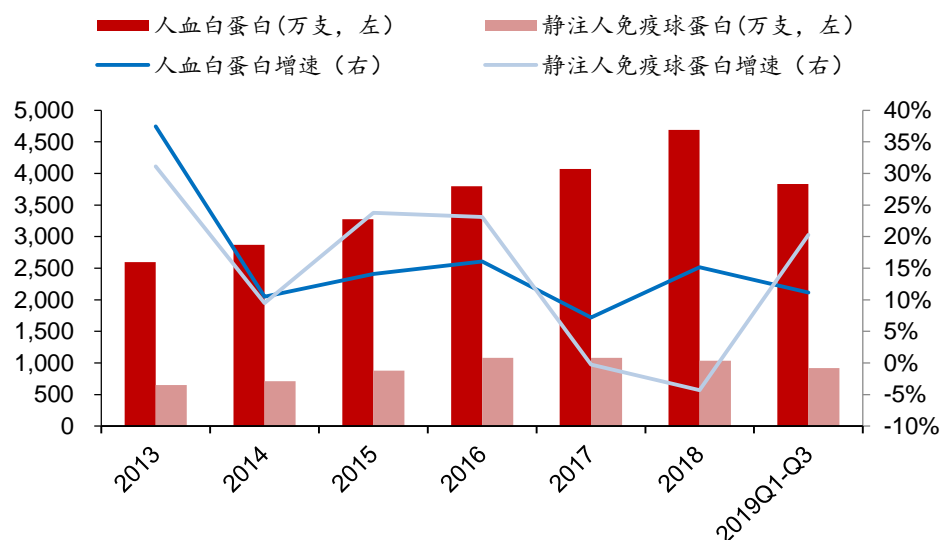
图表 33：血制品上市公司近三年存货变化情况（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

根据批签发数据可以看，主要品种批签发数据有所回升，由于销售数据有所滞后，相关品种明年保持销售势头。今年前三季度白蛋白与静注人免疫球蛋白获得的批签发数量分别为 3831.71 万支、918.35 万支；同比去年前三季度分别增长 11.16%、20.29%。血制品行业整体回暖趋势明显，有望持续稳定增长。

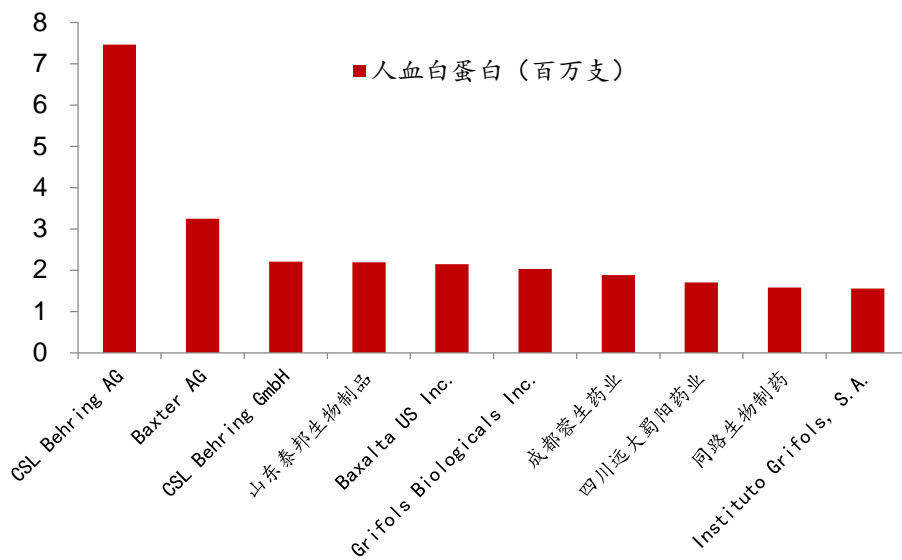
图表 34：白蛋白与静注人免疫球蛋白 2013 年以来批签发数据



来源：Wind，国联证券研究所

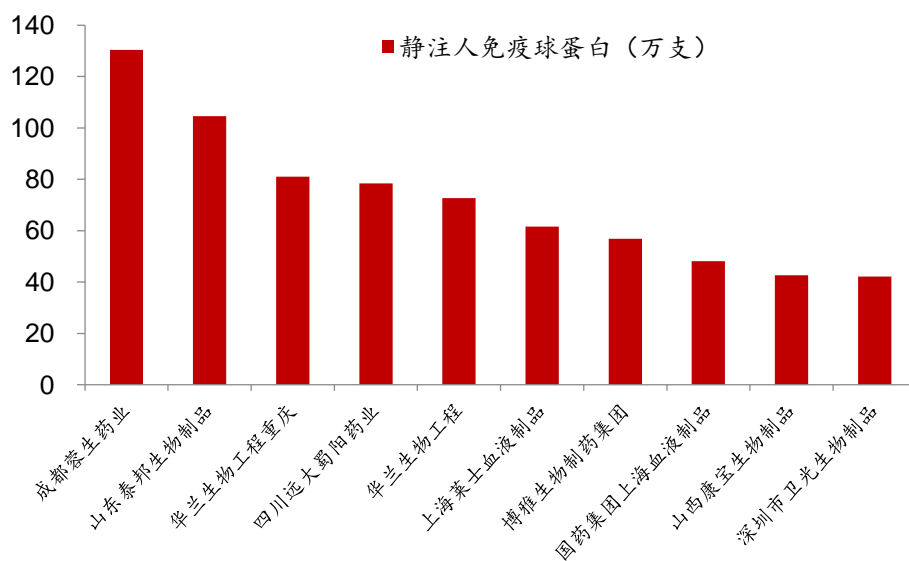
国内上市公司方面天坛生物为血制品领域的龙头企业。白蛋白今年获得批签发前 10 的企业有 6 家是外资企业，其中四家为国内企业。美股上市的山东泰邦生物白蛋白天国内市场占有率第四位；天坛生物旗下的成都蓉生药业在人血白蛋白方面今年获得了 188 万支的批签发量，在 A 股上市企业中位居第一位，在静注人免疫球蛋白方面公司今年以来获得了 130 万支的批签发量，排名靠前。华兰生物，在静注人免疫球蛋白方面市场占有率最高，而且其品种最丰富，公司发展势头良好。

图表 35：白蛋白今年批签发排名靠前的企业



来源：Wind，国联证券研究所

图表 36：静注人免疫球蛋白今年批签发排名靠前的企业



来源：Wind，国联证券研究所

6 我们的选择

医疗服务领域是我们看好的领域之一，无论是连锁医疗服务企业还是创新药服务企业都会受益行业发展，并能够在拥有定价权的背景下快速增长，这一趋势将会延续，相关的龙头企业在头部集中过程，优势地位将强化，我们最看好药明康德的投资机会。

此外，我们非常看好医疗器械领域的发展势头，在器械耗材带量采购的背景下，对医疗器械企业的创新能力要求更高，需要企业有较高质量的产品，以实现产品的定价权，通过研发创新，不断升级并丰富产品线，以优质产品实现进口替代。迈瑞医疗将继续强化其国内竞争优势，看好其在进口替代背景下实现新一轮快速成长。我们长期跟踪的欧普康视，在消费升级与国产替代多重驱动下，会继续保持快速增长。

药品领域，我们将在新的一年十分看好创新药的落地。主要的逻辑是，中国的药品领域正处在国际接轨阶段，一方面门槛较低的仿制药正在快速去产能，格局将重塑；而研发创新能力较强的企业将在格局重塑的背景下，受益更加明显，通过高质量的创新药，解决临床药品急需，获得较强的定价权。国内的研发龙头企业恒瑞医药，随着新药陆续上市，其优势地位将更加巩固。贝达药业也是我们非常看好的一家创新药企，随着恩沙替尼的上市，贝达药业的业绩弹性较大。

生物制品领域也是我们非常看好的细分板块，尤其是疫苗领域，在消费升级与行业格局重塑过程，研发能力突出的相关疫苗企业持续向好，智飞生物所代理的 HPV 还有较大的渗透率提升空间，将继续保持快速增长，沃森生物所研发的疫苗也进入收获期。华兰生物在血制品与疫苗领域双轮驱动非常明显，将在新的一年保持良好发展势头。

综合行业发展阶段、企业发展现状以及政策方向，我们重点推荐华兰生物(002007.SZ)、药明康德(603259.SZ)为医药行业 2020 年的金股，欧普康视(300595.SZ)、贝达药业(300558.SZ)作为医药行业 2020 年的成长股。

图表 37：2020 年重点推荐标的

证券简称	证券代码	19 年 EPS	19 年 PE	长期看好理由
安图生物	603658.SH	1.72	61.40	国内化学发光龙头，质谱及生化免疫流水线值得期待
贝达药业	300558.SZ	0.57	115.53	恩沙替尼获批，在研创新药管线丰富
华兰生物	002007.SZ	1.02	35.88	血制品企稳回暖，疫苗贡献业绩弹性
迈克生物	300463.SZ	0.95	29.18	化学发光持续放量，渠道布局及打包效果显现
欧普康视	300595.SZ	0.73	75.82	角膜塑形镜行业“独角兽”，行业空间大
安科生物	300009.SZ	0.34	46.88	水针剂生长激素上市，DNA 法医检测快速增长
丽珠集团	000513.SZ	1.34	24.25	单抗+微球提供估值支撑

来源：国联证券研究所

7 风险提示

政策推进不及预期；降价超预期

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856