

2021年11月05日

# 医药

# 行业动态分析

## 2021 三季度报总结：板块分化明显，中线思维布局明年

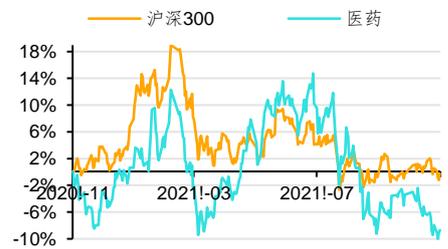
### 投资要点

- ◆ **基数效应导致表现增速放缓：**2021 前三季度医药板块整体营收同比增长 16.67%，归母净利润同比增长 25.40%，同比增速较 2021H 放缓，主要因为去年 Q3 总体业绩基数较高。随着国内疫情的控制，非疫情板块继续保持快速恢复，但板块间分化趋势延续。分板块看，前三季度医疗器械、生物药（疫苗）、CXO、医疗服务（剔除高基数因素后）板块均保持亮眼的业绩表现，高景气度的行业热度继续延续。而仿制药持续受到集采降价政策的影响，原料药等受到上游涨价的影响，增速相对较慢。
- ◆ **子板块分化依旧，CXO、器械、疫苗板块业绩亮眼：**
  - 1) 原料药：**板块短期受到国际环境导致的上游原材料涨价因素影响，利润端承压；但在需求恢复的情况下，原料药板块的收入仍将平稳增长，利润有待恢复，市场总体稳定。长期看好特色原料药向一体化和 CDMO 转型，且具备出口能力的 API 企业。
  - 2) 化学制剂：**集采常态化持续影响制药板块的业绩增长，2025 年前完成 500 项药品集采的目标，将对仿制药企业业绩造成持续的压力。特色制剂、具有成本优势的企业，具有相对优势。我们看重真正具有创新价值的产品和持续自主研发能力的公司。
  - 3) 医疗器械：**短期来看，医疗新基建带动院内设备的采购和 ICU 设备的采购，已经在订单上持续体现，对国产龙头销售有明显提振作用。国内医院诊疗恢复也将带动设备应用和相关试剂和耗材、低值耗材、高值耗材的用量。中长期来看，集采加快进口替代，看好细分赛道技术实力和综合竞争力强的龙头。
  - 4) 医疗服务：**板块业绩仍然维持高增速，一方面因为 CXO 板块总体业绩保持爆发式增长，受益于国内创新药热潮和海外品牌力提升，高景气延续；另一方面因为国内多点疫情带来的新冠检测需求，给 ICL 企业带来增量收入。专科医院业绩稳定，去年基数高，增速环比放缓。
  - 5) 生物制品：**板块业绩高增速一方面因为随着国内疫情恢复，生物药、血制品的常规消费开始逐渐恢复，另一方面，更主要原因是新冠疫苗大规模接种带来部分疫苗上市企业业绩的爆发式增长。
  - 6) 中药：**由于去年上半年除部分抗疫用中药外，常规中药品种受到疫情影响较大，相对基数较低。预计中药板块全年将延续低速增长的趋势。
  - 7) 医药商业：**流通和药店双线保持快速恢复，看好紧抓 O2O 转型机会的药店。
- ◆ **短期板块疫情扰动减弱：**医药消费的刚需性质及高端化取向，使得医药领域具有长期景气度。鼓励创新的产业政策进入稳态，医保平衡背景下对支出结构的调整将在中长期持续影响产业结构。医药板块受疫情扰动导致的增速异常现象会消退，疫情带来的 IVD 和设备海外市场的机会也会很快去伪存真，后续有优质管线和品种跟进并借路出海的公司会进入新的发展阶段。整个医药制造业会回归到低增速阶段。
- ◆ **长期看好具备成长性和创新性的细分龙头：**在需求仍然增长的情况下，我们关

 投资评级 **领先大市-A 维持**

| 首选股票   |      | 评级   |
|--------|------|------|
| 603259 | 药明康德 | 买入-B |
| 300760 | 迈瑞医疗 | 买入-A |
| 300759 | 康龙化成 | 增持-A |
| 300363 | 博腾股份 | 买入-B |
| 000963 | 华东医药 | 买入-B |

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

| 升幅%  | 1M    | 3M    | 12M   |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 1.00  | -8.47 | -8.47 |
| 绝对收益 | -0.85 | -8.81 | -8.81 |

### 分析师

 魏贇  
 SAC 执业证书编号：S0910521040001  
 weiyun@huajinsec.cn  
 02120377191

### 报告联系人

 徐梓煜  
 xuziyou@huajinsec.cn  
 02120377063

### 相关报告

- 医药：业绩披露期结束，板块有望进入稳定期 2021-11-01
- 医药：三季度业绩披露周，密切跟踪绩优标的 2021-10-24
- 医药：卫健委再发重磅文件，加快三明改革在全国推广 2021-10-18
- 医药：默沙东新冠药数据公布，腾盛博药递交 FDA EUA 申请 2021-10-11
- 医药：福建疫情防控良好，黑龙江再起疫情，建议关注疫情相关标的 2021-09-27

注的是成长性和创新性，包括终端需求量持续增长的情况下，还能保持成本优势的产业链上游环节，以及以临床价值为导向的创新迭代的药械产品。最后两个月，需要密切关注今年医保谈判和集采的价格趋势，同时从中线思维出发寻找布局点，包括：1、高景气度及高估值的 **CXO** 板块，在震荡中寻找均衡。从上市公司资本性支出及在建工程情况来看，产业链完备的大型 **CXO** 公司药明康德、凯莱英等仍然预期高增长，以及布局生物技术 **CDMO** 的博腾股份等。2、医美、康复等消费赛道，例如华东医药、翔宇医疗等。3、专精特新赛道：对应的不仅是创新迭代，还包括下游需求旺盛传导至上游的高成长性预期。例如抗体原料、工具蛋白、纳米微球、磁性微球等研发上游的科研服务行业，建议关注纳微科技、百普赛斯等。

- ◆ **风险提示：**医药相关政策变动的风险；集采降价超预期的风险；板块估值整体偏高的风险；药物研发进展不达预期风险；疫情变化的风险。

## 内容目录

|  |   |
|--|---|
| 一、基数效应导致表观增速放缓 .....                     | 5 |
| 二、子板块分化依旧， <b>CXO</b> 、器械、疫苗板块业绩亮眼 ..... | 5 |

|  |           |
|--|-----------|
| (一) 化学原料药：短期成本端承压，长期看好特色原料药前向一体化和 CDMO 转型..... | 5         |
| (二) 化学制剂：仿制药承压，创新药高景气.....                     | 6         |
| (三) 医疗器械：业绩保持高增速，长期看好具备技术壁垒的企业.....            | 7         |
| (四) 医疗服务：专科连锁业绩恢复良好，CXO 板块高增速确定.....           | 10        |
| (五) 生物制品：业绩依然亮眼，疫苗板块拉动作用明显.....                | 12        |
| (六) 中药：板块保持稳定恢复，政策边际趋暖.....                    | 13        |
| (七) 医药商业：流通和零售均保持快速恢复，看好互联网化转型.....            | 14        |
| <b>三、持仓情况：仓位下降，持仓集中在细分龙头.....</b>              | <b>15</b> |
| <b>三、投资建议.....</b>                             | <b>18</b> |
| <b>四、风险提示.....</b>                             | <b>18</b> |

## 图表目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图 1：原料药板块分季度业绩变动率情况（同比，%）..... | 6  |
| 图 2：原料药板块毛利率净利率（%）.....        | 6  |
| 图 3：原料药板块期间费用率（%）.....         | 6  |
| 图 4：化学制剂总营收及净利润增长率（%）.....     | 7  |
| 图 5：化学制剂分季度业绩变动率情况（%）.....     | 7  |
| 图 6：化学制剂板块毛利率净利率（%）.....       | 7  |
| 图 7：化学制剂板块期间费用率（%）.....        | 7  |
| 图 8：医疗器械总营收及总归母净利润增长率（%）.....  | 8  |
| 图 9：医疗器械板块分季度业绩变动率情况（%）.....   | 8  |
| 图 10：医疗器械板块毛利率净利率（%）.....      | 8  |
| 图 11：医疗器械板块期间费用率（%）.....       | 8  |
| 图 12：医疗服务板块分季度业绩变动率情况（%）.....  | 10 |
| 图 13：医疗服务板块毛利率净利率有所下滑（%）.....  | 11 |
| 图 14：医疗服务板块期间费用率保持平稳（%）.....   | 11 |
| 图 15：生物制品总营收及净利润增长率（%）.....    | 12 |
| 图 16：生物制品分季度业绩变动率情况（%）.....    | 12 |
| 图 17：生物制品板块毛利率净利率（%）.....      | 13 |
| 图 18：生物制品板块期间费用率（%）.....       | 13 |
| 图 19：中药总营收及净利润增长率（%）.....      | 14 |
| 图 20：中药分季度业绩变动率情况（%）.....      | 14 |
| 图 21：中药板块毛利率净利率（%）.....        | 14 |
| 图 22：中药板块期间费用率（%）.....         | 14 |
| 图 23：医药商业总营收及净利润增长率（%）.....    | 15 |
| 图 24：医药商业分季度业绩变动率情况（%）.....    | 15 |
| 图 25：医药商业板块毛利率净利率（%）.....      | 15 |
| 图 26：医药商业板块期间费用率（%）.....       | 15 |
| 图 27：医药板块持仓机构数量及变化情况.....      | 16 |
| 图 28：机构持仓市值和环比变动情况（亿元）.....    | 16 |
| 图 29：机构持仓股数和环比变动情况.....        | 17 |
| <br>                           |    |
| 表 1：医药行业整体及细分子行业业绩增速对比（%）..... | 5  |
| 表 2：IVD 板块财务指标.....            | 9  |

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 表 3: 医疗耗材财务指标.....              | 9  |
| 表 4: 医疗设备板块财务指标.....            | 10 |
| 表 5: 医疗服务板块财务指标.....            | 11 |
| 表 6: CXO 板块财务指标.....            | 12 |
| 表 9: 药店板块财务指标.....              | 15 |
| 表 10: 持股基金重仓数量前 20 的医药上市公司..... | 17 |

## 一、基数效应导致表观增速放缓

2021 前三季度医药板块整体营收同比增长 16.67%，归母净利润同比增长 25.40%，同比增速较 2021H 放缓，主要因为去年 Q3 总体业绩基数较高。从单季度看，2021Q3 医药板块整体营收同比增长 8.27%，归母净利润同比下降 4.01%，三季度增速明显较二季度放缓，主要因为 1) 去年 Q3 新冠出口产品需求高；2) 去年上半年递延的诊疗需求延续到 Q3，医院端销售基数高。

随着国内疫情的控制，非疫情板块继续保持快速恢复，但板块间分化趋势延续。分板块看，前三季度医疗器械、生物药（疫苗）、CXO、医疗服务（剔除高基数因素后）板块均保持亮眼的业绩表现，高景气度的行业热度继续延续。而仿制药持续受到集采降价政策的影响，原料药等受到上游涨价的影响，增速相对较慢。

表 1：医药行业整体及细分子行业业绩增速对比（%）

| 板块   | 营收同比增长率（%） |        |        |        |        |          | 归母净利润同比增长率（%） |         |         |         |         |          |
|------|------------|--------|--------|--------|--------|----------|---------------|---------|---------|---------|---------|----------|
|      | 2017       | 2018   | 2019   | 2020   | 2021H1 | 2021Q1-3 | 2017          | 2018    | 2019    | 2020    | 2021H1  | 2021Q1-3 |
| 医药整体 | 15.07%     | 18.44% | 13.37% | 9.40%  | 22.68% | 16.67%   | 21.92%        | -4.26%  | -2.15%  | 55.70%  | 42.71%  | 25.40%   |
| 原料药  | 17.54%     | 22.26% | 7.14%  | 8.68%  | 12.82% | 14.33%   | 14.80%        | 33.15%  | 3.04%   | 24.32%  | -4.41%  | -4.01%   |
| 化学制剂 | 12.96%     | 18.34% | 9.89%  | -4.32% | 12.18% | 8.46%    | 37.56%        | -34.99% | -11.10% | 9.95%   | 5.68%   | 4.63%    |
| 中药   | 11.67%     | 11.32% | 4.18%  | -1.99% | 13.66% | 10.92%   | 6.15%         | -4.32%  | -12.89% | 14.04%  | 25.18%  | 11.11%   |
| 生物制品 | 21.84%     | 30.94% | 21.63% | 12.23% | 42.99% | 41.49%   | 17.51%        | -15.95% | 33.29%  | 24.31%  | 118.32% | 105.47%  |
| 医药商业 | 16.69%     | 13.65% | 18.32% | 17.32% | 9.02%  | 20.91%   | 19.38%        | 29.60%  | 4.71%   | -3.09%  | 24.72%  | 30.48%   |
| 医疗器械 | 15.21%     | 23.81% | 19.63% | 14.66% | 60.38% | 41.44%   | 24.18%        | 27.99%  | 31.41%  | 21.63%  | 153.61% | 63.59%   |
| 医疗服务 | 35.84%     | 34.49% | 30.79% | 19.07% | 19.01% | 50.24%   | 88.32%        | 16.68%  | 36.63%  | -52.56% | 263.70% | 75.73%   |

资料来源：WIND，华金证券研究所

## 二、子板块分化依旧，CXO、器械、疫苗板块业绩亮眼

### （一）化学原料药：短期成本端承压，长期看好特色原料药前向一体化和 CDMO 转型

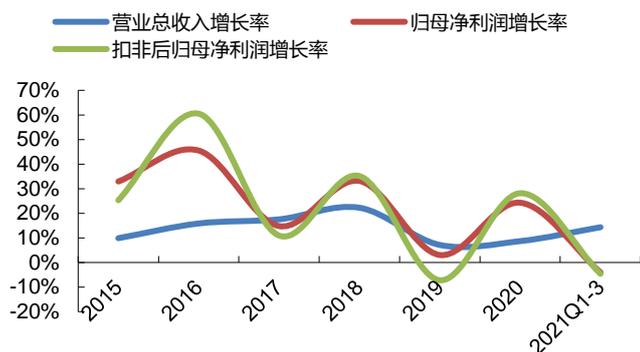
化学原料药板块 2021 前三季度营业收入同比增长 14.33%，归母净利润同比下降 4.01%，扣非净利润同比下降 4.63%。2021Q3 原料药板块营业收入同比增长 18.49%，归母净利润同比下降 2.98%。2020 年受到全球疫情影响，部分大宗和特色原料药价格提升明显；尤其是二季度，原料药企业净利润基数明显较高。今年上游原料涨价导致成本抬升，原料药板块 2021Q3 净利润出现一定下滑。从 CAGR 数据看，公司 Q3 营收和净利润对比 2019Q3 的 CAGR 分别为 11.40% 和 4.58%，利润端增速明显下降。

板块总体平稳增长，短期内成本端承压。目前市场原料药供给基本恢复疫情前水平，国内需求端明显恢复。但受到国际环境导致的上游原材料涨价因素影响，毛利水平受到一定影响，板块 Q3 毛利率为 39.00%，对比 2020 年下降 2.69pct，对比 2021H 下降 1.14pct。由于合同周期的因素，成本传导需要时间，短期内原料药企业可能仍面临成本压力。海外方面，Q3 我国原料药出口金额同比增加 19.32%，增速对比 Q2 恢复，主要因为去年原料药出口需求在 Q3 有所滑落。

从环比数据看，Q3 出口额环比 Q2 下降 4.34%。目前海外疫情仍在继续，但除欧洲地区外，总体开始恢复。此外，Q3 头孢、肝素等抗疫相关原料药仍保持旺盛需求。综合来看，在需求恢复的情况下，原料药板块的收入仍将平稳增长，利润有待恢复，市场总体稳定。

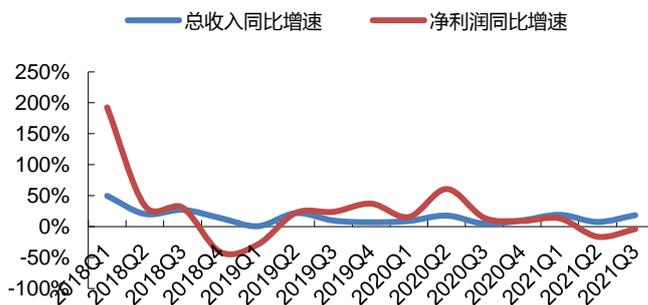
长期来看，我们看好原料药发展的三个主线。随着国内一致性评价、集中采购等政策的公布，制剂企业集中提升趋势明显，带动原料药企业的供应逐步集中。特色原料药企业凭借技术壁垒、一体化等优势，以及国内外下游需求的恢复和持续释放，业绩有望保持增长趋势。我们看好三类原料药企业：1) 具有技术壁垒且具备承接海外需求的特色原料药企业；2) 具有原料药制剂一体化的特色原料药企业；3) 向 CMO/CDMO 转型的原料药企业。

图 7：原料药板块总营收及净利润增长率 (%)



资料来源：WIND，华金证券研究所

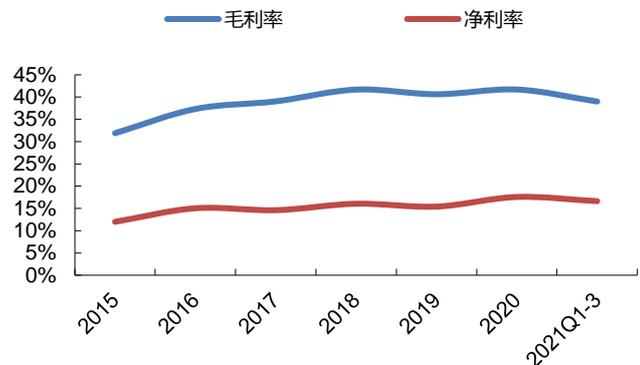
图 1：原料药板块分季度业绩变动率情况 (同比, %)



资料来源：WIND，华金证券研究所

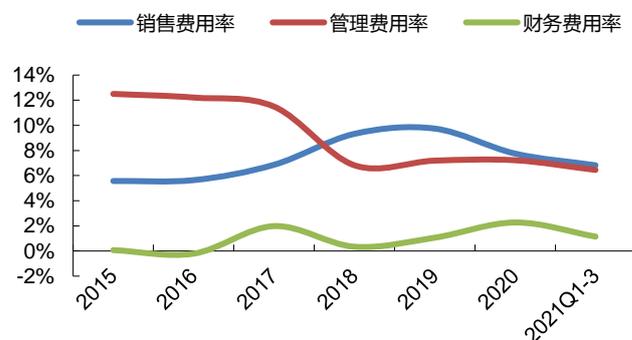
原料药板块 2021 前三季度毛利率同比下降 4.07pct 至 39.00%，环比 2021H 下降 1.13pct。毛利率下降一方面因为去年 Q3 海外疫情爆发，海外原料药出口价格较高，另一方面因为大宗原料药涨价带来的成本端压力。2021 前三季度净利率同比下降 3.38pct 至 16.62%，环比 2021H 下降 1.07pct，变化趋势与毛利率一致。期间费用方面，原料药企业总体费用率水平保持稳定，继续延续逐渐降低的趋势。

图 2：原料药板块毛利率净利率 (%)



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 3：原料药板块期间费用率 (%)



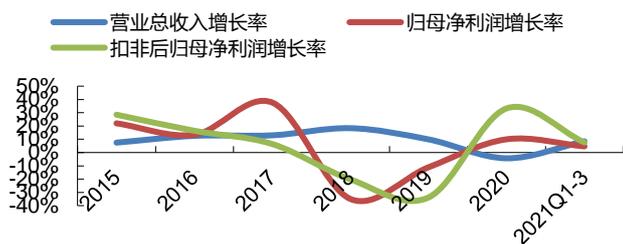
资料来源：WIND，华金证券研究所

## (二) 化学制剂：仿制药承压，创新药高景气

化学制剂板块 2021 前三季度营业收入同比增长 8.46%，归母净利润同比增长 4.63%，扣非净利润同比增长 7.58%。2021Q3 化学制剂板块营收同比增长 2.00%，归母净利润同比增长 1.46%。从数据上看，板块业绩水平在 Q3 小幅恢复。去掉统计口径变化因素，集采之后的单季度业绩变化幅度较小。

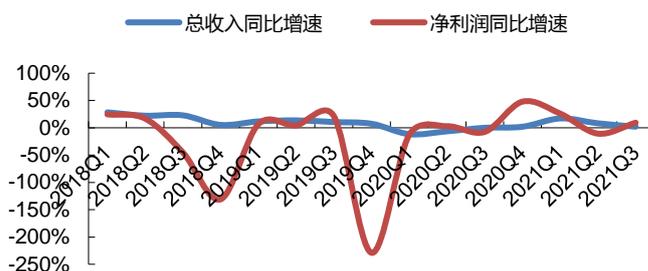
集采常态化持续影响制药板块的业绩增长，2025 年前完成 500 项药品集采的目标，将对仿制药企业业绩造成持续的压力。个股方面，特色制剂、具有成本优势的企业，具有相对优势。同时我们更加看重创新迭代，也就是临床价值导向下，真正具有创新价值的产品和持续自主研发能力的公司。

图 4：化学制剂总营收及净利润增长率（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

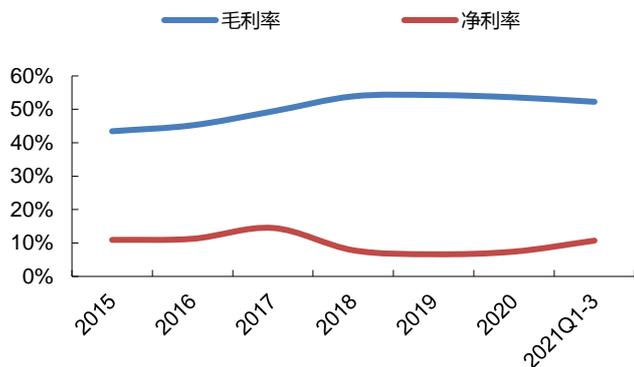
图 5：化学制剂分季度业绩变动率情况（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

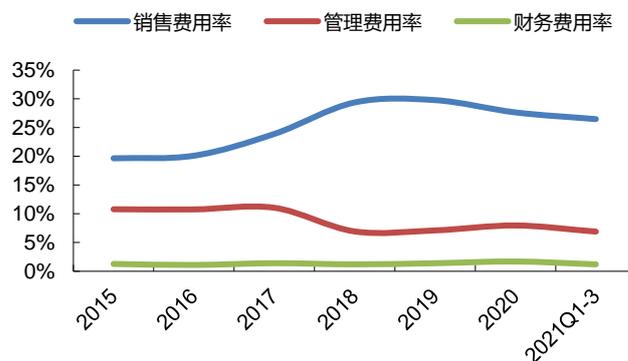
化学制剂板块 2021 前三季度毛利率同比下降 1.95pct 至 52.26%，主要因为集采和医保谈判带来的药品价格下降。受益于收入端恢复增速，板块 Q3 期间费用率对比 2020 年合计下降 2.73%。期间费用率的改善不足以弥补毛利率下降的影响，板块前三季度净利率同比下降 0.72pct 至 10.71%，环比 2021H 下降 0.37pct。

图 6：化学制剂板块毛利率净利率（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 7：化学制剂板块期间费用率（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

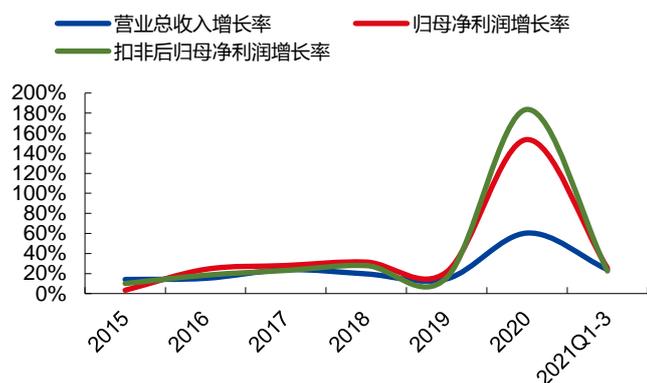
### （三）医疗器械：业绩保持高增速，长期看好具备技术壁垒的企业

医疗器械板块 2021 前三季度营业收入同比增长 23.91%，归母净利润同比增长 25.44%，扣非净利润同比增长 22.51%。2021Q3 医疗器械板块营收同比增长 1.47%，归母净利润同比下降 25.53%。由于去年二三季度是疫情相关设备出口高峰，疫情相关设备毛利率明显更高，所以去年 Q3 收入和净利润基数均较高，导致今年 Q3 业绩增速明显下降。但从 CAGR 数据就能看出器械板块仍保持高速增长，2021Q3 收入和净利润对比 2019Q3 的 CAGR 分别为 34.09%和 56.44%。

短期来看，医疗新基建带动院内设备的采购和 ICU 设备的采购，已经在订单上持续体现，对国产龙头销售有明显提振作用。此外，国内医院诊疗恢复也将带动设备应用和相关试剂和耗材、低值耗材、高值耗材的用量。

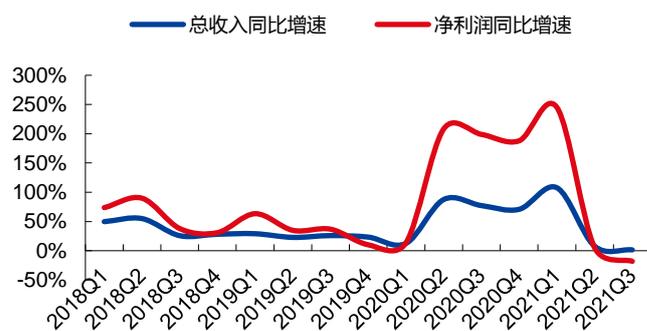
中长期来看，目前已经进行多轮高值耗材集采，并且安徽 IVD 化学发光集采试点落地，可以看出医保局对集采的坚定态度。目前我国医疗器械外资占比高，未来国内高技术水平的公司凭借高性价比成本优势，有望进一步实现进口替代，加速市场份额的替换。我们看好在细分赛道中技术实力和综合竞争力强的器械企业。

图 8：医疗器械总营收及总归母净利润增长率（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 9：医疗器械板块分季度业绩变动率情况（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

医疗器械板块 2021 前三季度毛利率同比下降 0.59pct 至 59.86%，2021H 下降 1.07pct，主要因为高附加值的检测试剂盒出口量下降。费用率方面，受益于收入端的快速增加，期间费用率总体保持下降的趋势，合计下降 1.09pct。2021 前三季度净利率同比增长 0.01pct 至 31.11%，板块的盈利能力在 2020 年前三季度高基数下仍保持增加。

图 10：医疗器械板块毛利率净利率（%）

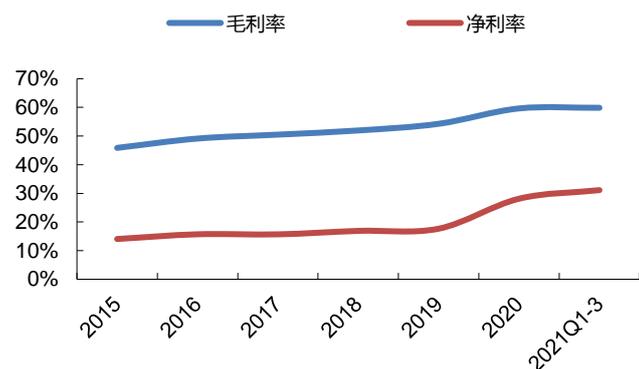
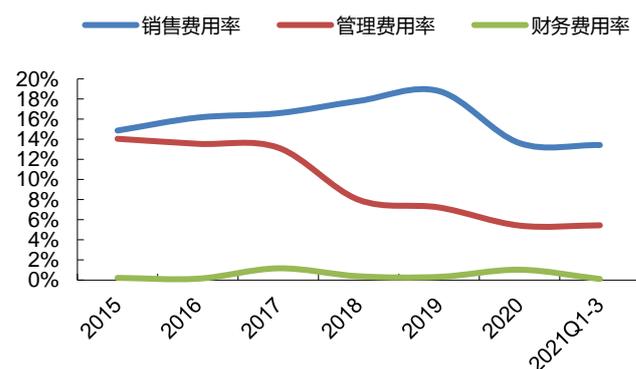


图 11：医疗器械板块期间费用率（%）



资料来源: WIND, 华金证券研究所

资料来源: WIND, 华金证券研究所

### IVD: 常规业务快速恢复, 集采对情绪影响明显

IVD 板块 2021 前三季度营业收入同比增长 43.96%, 归母净利润同比增长 43.66%, 扣非净利润同比增长 45.95%。2021Q3 IVD 板块营收同比增长 21.79%, 归母净利润同比增长 11.50%。随着国内医院端诊疗量的恢复, 常规 IVD 需求维持, 加上新冠检测需求持续, 板块业绩有望保持目前水平。

集采对板块的情绪压制明显。从业绩上来看, 集采压缩中间环节费用, 毛利率较高对降价的忍耐度高, 以及化学发光等领域进口产品替代等因素共同作用下, 具备规模效应带来的成本优势和技术实力强的企业, 业绩端会持续向好, 但负面情绪对股价的影响还需要消化。

表 2: IVD 板块财务指标

|             | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020    | 2021H  | 2021Q1-3 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|----------|
| 营业总收入增长率    | 24.02% | 27.05% | 23.09% | 15.25% | 92.92%  | 59.41% | 43.96%   |
| 归母净利润增长率    | 24.09% | 21.24% | 25.23% | 8.51%  | 267.01% | 64.80% | 43.66%   |
| 扣非后归母净利润增长率 | 22.36% | 28.00% | 17.92% | -1.17% | 297.00% | 69.26% | 45.95%   |
| 毛利率         | 60.61% | 60.44% | 57.83% | 59.65% | 66.93%  | 69.18% | 68.39%   |
| 净利率         | 22.64% | 19.02% | 18.59% | 17.03% | 33.29%  | 37.75% | 36.45%   |
| 销售费用率       | 19.33% | 19.70% | 18.72% | 19.89% | 15.23%  | 14.21% | 14.60%   |
| 管理费用率       | 14.78% | 15.90% | 9.82%  | 7.39%  | 5.42%   | 4.51%  | 4.65%    |
| 财务费用率       | -0.11% | 0.59%  | 0.42%  | 0.56%  | 1.09%   | 0.45%  | 0.23%    |

资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 医疗耗材: 前三季度延续快速恢复趋势, 高值耗材集采趋势明显, 看好龙头进口替代

医疗耗材板块 2021 前三季度营业收入同比增长 44.11%, 归母净利润同比增长 41.08%, 扣非净利润同比增长 38.66%。2021Q3 医疗耗材板块营收同比增长 43.11%, 归母净利润同比下降 23.03%。分类型看, 1) 随着国内疫情的恢复, 眼科、骨科等高值耗材的销售表现出强劲动能。但随着高值耗材联盟集采开始供货, 将给骨科关节、创伤和介入类企业的业绩带来一定压力。2) 口罩、手套等防护类耗材去年基数高, 且大量出口海外, 毛利基数明显较高。今年由于疫情总体好转导致的需求降低, 防护类耗材出口需求持续, 国内销量回落。3) 其他耗材随着疫情的恢复而保持快速恢复, 其中刚需类耗材保持稳定。

表 3: 医疗耗材财务指标

|             | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021H   | 2021Q1-3 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|----------|
| 营业总收入增长率    | 19.62% | 29.61% | 24.53% | 31.24% | 35.54% | 72.73%  | 44.11%   |
| 归母净利润增长率    | 11.54% | 33.45% | 48.15% | 29.77% | 65.05% | 103.94% | 41.08%   |
| 扣非后归母净利润增长率 | 20.54% | 29.17% | 33.47% | 41.79% | 65.36% | 107.95% | 38.66%   |
| 毛利率         | 58.75% | 58.86% | 62.00% | 64.96% | 68.15% | 68.72%  | 67.42%   |
| 净利率         | 21.98% | 22.52% | 26.75% | 26.25% | 31.97% | 35.55%  | 33.29%   |
| 销售费用率       | 16.53% | 16.59% | 19.00% | 21.15% | 18.03% | 17.00%  | 18.28%   |
| 管理费用率       | 12.04% | 12.45% | 10.21% | 8.66%  | 6.74%  | 6.24%   | 6.74%    |
| 财务费用率       | -0.94% | 0.19%  | -0.84% | -0.72% | -0.22% | -0.53%  | -0.59%   |

资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 医疗设备：受益于疫情后医疗新基建，业绩确定性加强

医疗设备板块 2021 前三季度营业收入同比增长 9.68%，归母净利润同比增长 9.84%，扣非净利润同比增长 4.67%。2021Q3 医疗设备板块营收同比下降 17.66%，归母净利润同比下降 47.95%。医疗设备板块去年 Q3 基数较高，导致 2021Q3 表观数据下滑。中长期看，医疗新基建订单正在逐步落地，将推动医疗设备板块总体放量。疫情打开或促进了国内设备进入国外市场的速度，海外市场借此有望持续得到拓展。

表 4：医疗设备板块财务指标

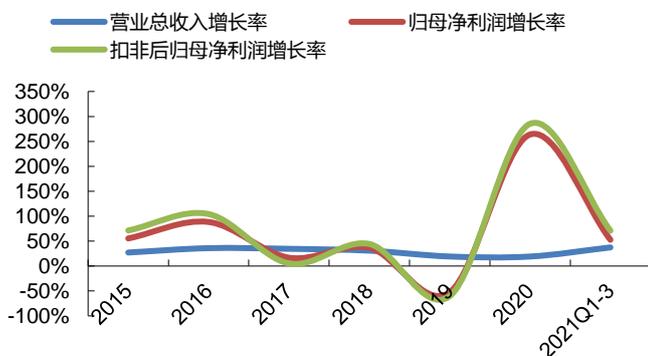
|             | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020    | 2021H  | 2021Q1-3 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|----------|
| 营业总收入增长率    | 13.30% | 21.89% | 16.62% | 11.12% | 59.47%  | 27.25% | 9.68%    |
| 归母净利润增长率    | 30.62% | 29.33% | 30.85% | 26.15% | 148.37% | 53.44% | 9.84%    |
| 扣非后归母净利润增长率 | 18.04% | 17.24% | 33.33% | 16.04% | 197.06% | 42.85% | 4.67%    |
| 毛利率         | 44.01% | 45.36% | 47.52% | 49.68% | 54.95%  | 55.01% | 53.45%   |
| 净利率         | 12.64% | 13.30% | 14.64% | 16.40% | 25.91%  | 32.18% | 28.65%   |
| 销售费用率       | 15.00% | 15.06% | 16.68% | 17.19% | 11.29%  | 10.16% | 10.83%   |
| 管理费用率       | 13.58% | 12.49% | 7.03%  | 6.95%  | 5.08%   | 5.20%  | 5.57%    |
| 财务费用率       | 0.42%  | 1.65%  | 0.64%  | 0.49%  | 1.30%   | 0.34%  | 0.23%    |

资料来源：Wind，华金证券研究所

### （四）医疗服务：专科连锁业绩恢复良好，CXO 板块高增速确定

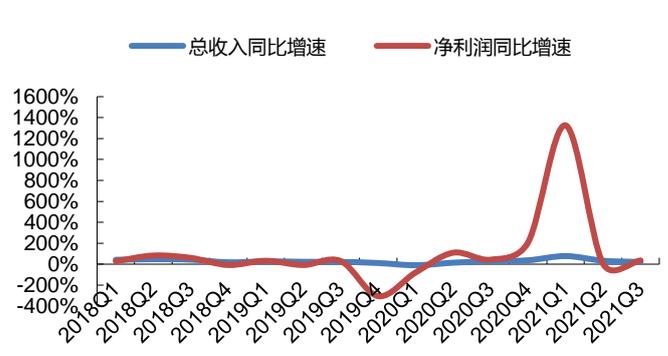
医疗服务板块 2021 前三季度营业收入同比增长 37.30%，归母净利润同比增长 52.53%，扣非净利润同比增长 70.91%。2021Q3 医疗服务板块营收和净利润同比增速分别为 20.84%和 25.95%，对比 2019Q2 的 CAGR 分别为 24.68%和 39.30%。板块业绩仍然维持高增速，一方面因为 CXO 板块总体业绩保持爆发式增长，受益于国内创新药热潮和海外品牌力提升，高景气延续；另一方面因为国内多点疫情带来的新冠检测需求，给 ICL 企业带来增量收入。前三季度业绩对比上半年放缓主要因为连锁医院和 CXO 企业去年 Q3 高基数，但从 CAGR 数据看，仍保持高速增长。

图：医疗服务板块总营收及总归母净利润增长率（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

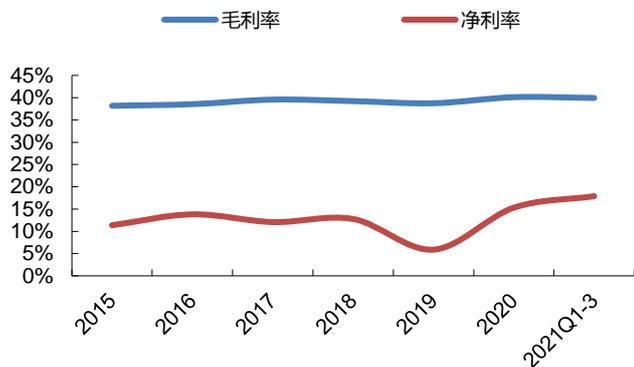
图 12：医疗服务板块分季度业绩变动率情况（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

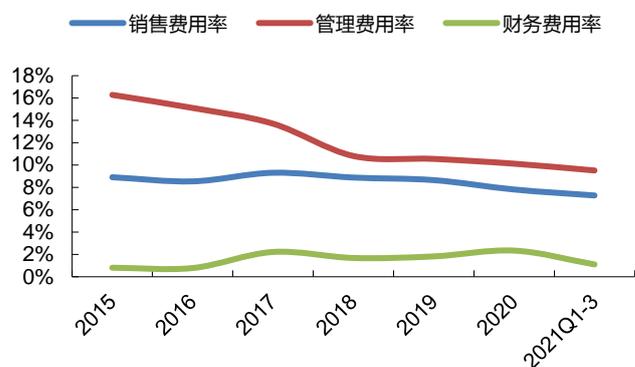
2021 前三季度毛利率同比增长 1.23pct 至 39.94%，环比 2021H 增长 1.30pct，毛利率提升主要因为医院板块盈利能力修复。期间费用方面，受益于板块业绩的高速恢复，板块期间费用率对比 2020 年合计减低 2.37pct 至 17.90%，费用率水平对比其他板块较低。费用率降低和毛利率提升双重影响下，板块 2021 前三季度净利率同比增长 2.04pct 至 17.88%。

图 13: 医疗服务板块毛利率净利率有所下滑 (%)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 14: 医疗服务板块期间费用率保持平稳 (%)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

### 连锁医疗机构: 增速放缓因为去年 Q3 高基数, CAGR 数据仍然亮眼

连锁医疗机构板块 2021 前三季度营业收入同比增长 32.64%，归母净利润同比增长 64.51%，扣非净利润同比增长 69.21%。2021Q3 板块营收同比增长 9.13%，归母净利润同比增长 8.38%。可以看到 Q3 的同比增速下降明显，主要因为医院在去年上半年挤压的诊疗需求在 Q3 快速释放。从 CAGR 数据看，板块 Q3 营收和净利润对比 2019Q3 的 CAGR 分别为 17.11%和 37.28%，数据仍然亮眼。

表 5: 医疗服务板块财务指标

|             | 2016    | 2017   | 2018   | 2019     | 2020    | 2021H   | 2021Q1-3 |
|-------------|---------|--------|--------|----------|---------|---------|----------|
| 营业总收入增长率    | 43.87%  | 41.67% | 32.70% | 13.20%   | 12.72%  | 52.45%  | 32.64%   |
| 归母净利润增长率    | 107.46% | 8.67%  | 12.98% | -139.97% | 461.92% | 209.68% | 64.51%   |
| 扣非后归母净利润增长率 | 106.82% | -4.17% | 38.33% | -164.37% | 288.98% | 282.34% | 69.21%   |
| 毛利率         | 38.63%  | 39.09% | 39.25% | 38.02%   | 39.88%  | 38.44%  | 40.62%   |
| 净利率         | 12.50%  | 10.17% | 9.28%  | -0.96%   | 10.12%  | 11.14%  | 13.05%   |
| 销售费用率       | 12.35%  | 12.71% | 11.91% | 11.96%   | 11.12%  | 10.89%  | 10.79%   |
| 管理费用率       | 13.83%  | 12.22% | 9.90%  | 9.64%    | 9.01%   | 8.98%   | 8.97%    |
| 财务费用率       | 1.79%   | 2.03%  | 2.20%  | 2.58%    | 2.21%   | 2.22%   | 2.02%    |

资料来源: Wind, 华金证券研究所

### CXO: 行业景气度延续, 受益于国内创新药热潮和海外品牌力提升

CXO 板块 2021 前三季度营业收入同比增长 43.70%，归母净利润同比增长 45.82%，扣非净利润同比增长 72.29%。2021Q3 CXO 板块营收同比增长 40.47%，归母净利润同比增长 49.21%。在去年高基数的情况下仍然保持了强劲的增长态势，行业的业绩持续力强大。

CXO 企业受益于疫情海外疫情和国内工程师红利导致 CXO 订单流入，上市的 CXO 巨头订单均显著增加，在手订单量普遍饱和，2021 年主要以消化订单为主，在产能满产的情况下，将

将保持业绩高增速。目前包括合全药业（药明子公司）、凯莱英、博腾股份、药石科技在内的多家企业在大量的扩张 CDMO 产能，以应对大量增加的订单。随着企业产能持续落地，行业总体将保持快速增长。**长期来看**，国内 CXO 企业国际化的趋势明显在疫情后加速，国际品牌形象优秀，带动海外高难度和前沿科技订单的持续流入。加上 CXO 国产龙头普遍开始向 CGT、ADC 等前沿技术突破，未来我国 CXO 行业，尤其是 CDMO 行业国际占比将逐渐提升。我们 CRO/CDMO 龙头企业的平台化优势带来的规模效应和漏斗效应，持续推荐康龙化成、药明康德、昭衍新药、泰格医药、美迪西。

表 6: CXO 板块财务指标

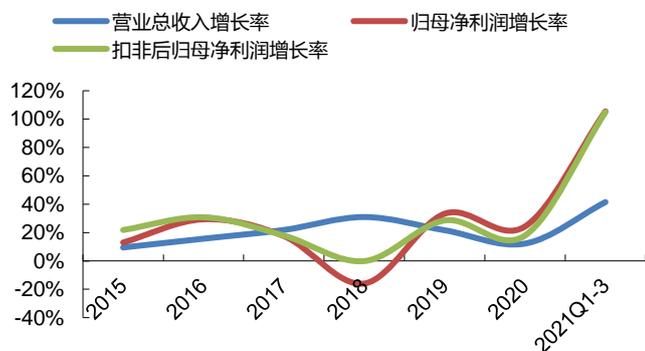
|             | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021H  | 2021Q1-3 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 营业总收入增长率    | 24.68% | 23.49% | 27.36% | 30.14% | 29.25% | 47.21% | 43.70%   |
| 归母净利润增长率    | 65.67% | 25.57% | 64.09% | 13.38% | 71.62% | 44.66% | 45.82%   |
| 扣非后归母净利润增长率 | 95.50% | 15.02% | 52.06% | 33.28% | 35.65% | 75.43% | 72.29%   |
| 毛利率         | 38.47% | 40.33% | 39.24% | 39.97% | 40.46% | 38.94% | 39.10%   |
| 净利率         | 15.69% | 15.24% | 19.23% | 17.03% | 22.64% | 26.43% | 24.11%   |
| 销售费用率       | 2.92%  | 3.19%  | 3.17%  | 3.25%  | 3.10%  | 2.98%  | 2.75%    |
| 管理费用率       | 17.14% | 16.48% | 12.59% | 12.09% | 11.75% | 10.34% | 10.26%   |
| 财务费用率       | -0.72% | 2.53%  | 0.70%  | 0.56%  | 2.53%  | 0.23%  | -0.08%   |

资料来源: Wind, 华金证券研究所

### （五）生物制品：业绩依然亮眼，疫苗板块拉动作用明显

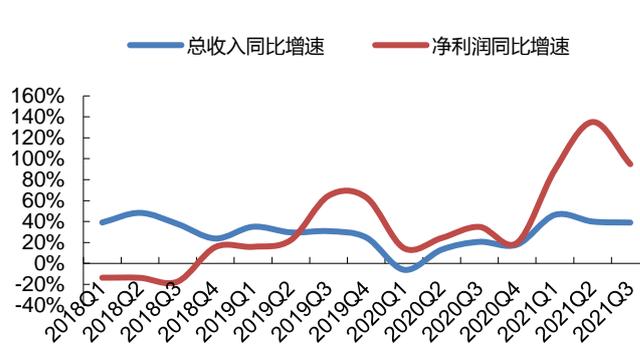
生物制品板块 2021 前三季度营业收入同比增长 41.49%，归母净利润同比增长 105.47%，扣非净利润同比增长 104.88%。2021Q3 生物制剂板块营收同比增长 39.00%，归母净利润同比增长 86.65%。板块业绩高增速一方面因为随着国内疫情恢复，生物药、血制品的常规消费开始逐渐恢复，另一方面，更主要原因是新冠疫苗大规模接种带来部分疫苗上市企业业绩的爆发式增长。预计今年 Q4 加强针接种在全国铺开，序贯接种方案也在研究之中，疫苗企业的业绩有望保持。

图 15: 生物制品总营收及净利润增长率 (%)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

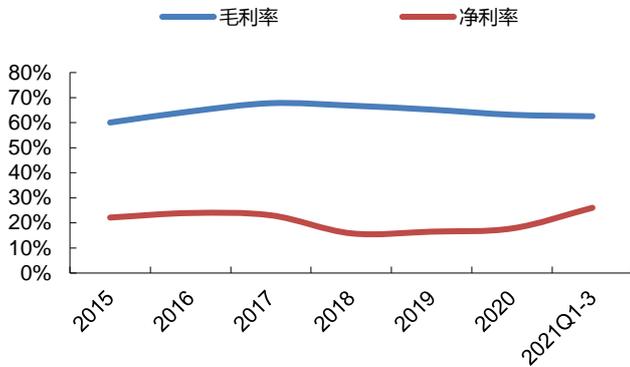
图 16: 生物制品分季度业绩变动率情况 (%)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

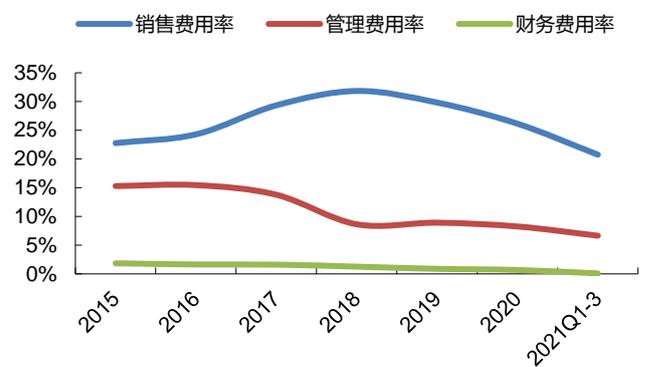
2021 前三季度毛利率同比下降 0.41pct 至 62.56%，环比 2021H 下降 1.46pct。期间费用率明显优化，其中销售费用率 20.74%，同比下降 5.39pct；管理费用率 6.64%，同比下降 1.61pct；财务费用率 0.08%，同比下降 0.60pct。板块净利率同比增长 7.53pct 至 26.04%。

图 17：生物制品板块毛利率净利率（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 18：生物制品板块期间费用率（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

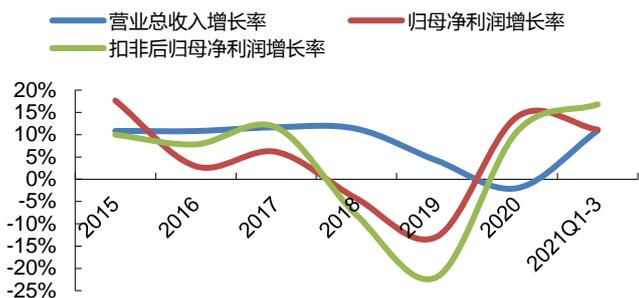
## （六）中药：板块保持稳定恢复，政策边际趋暖

中药板块 2021 前三季度营业收入同比增长 10.92%，归母净利润同比增长 11.11%，扣非净利润同比增长 16.81%；2021Q3 营收和净利润分别同比增长 5.99%和 15.11%。由于去年上半年除部分抗疫用中药外，常规中药品种受到疫情影响较大，相对基数较低。预计中药板块全年将延续低速增长的趋势。

既往多年，中药注射剂为代表的现代中药在研发和临床使用中存在问题，在机理和疗效不能很好地用现代科技语言和数据方法阐述的情况下，临床使用存在争议，销量依赖销售拉动，医保谈判也带来市场向下的预期，导致中药板块长期处于边缘状态。

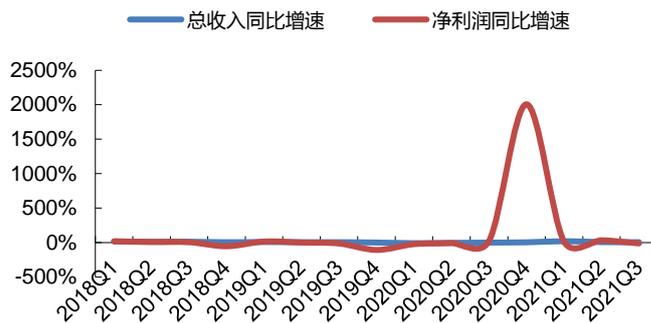
但是，我们观察到，近段时期国家在中药制剂的分类、注册、研发等方面出台一系列政策和技术指导原则，有助于厘清中药制剂研发中的一些关键问题，明确中药分类标准，构建合理的审评审批机制，解决中药研发创新的一些关键问题。在抛开中西理论差异的基础上，如果能够真实、有效地用数据说明临床疗效，有助于从根源上解决长期困扰中药领域的问题。我们认为，除了品牌传统中药外，有扎实研究基础的中药新药可能成为中药板块的新的亮点。我们建议战略性关注中药新药。

图 19: 中药总营收及净利润增长率 (%)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

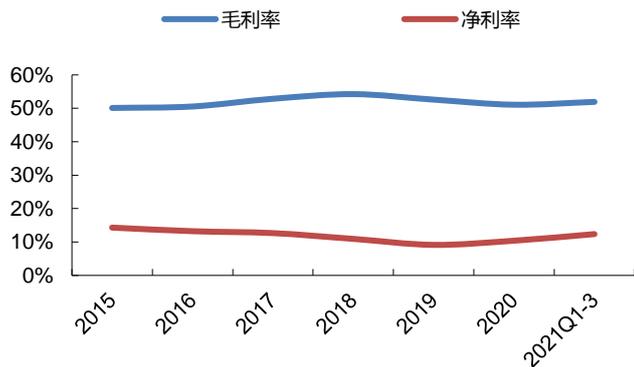
图 20: 中药分季度业绩变动率情况 (%)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

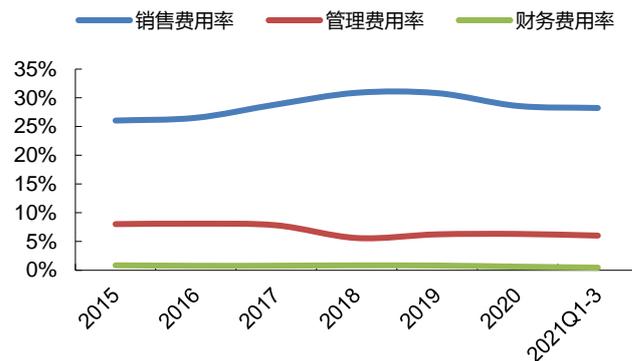
中药板块 2021 前三季度毛利率同比增长 1.01pct 至 51.92%，环比 2021H 下降 0.23pct；期间费用率合计下降 0.84pct 至 34.71%；净利率同比增长 0.06pct 至 12.36%，环比 2021H 下降 1.20pct。

图 21: 中药板块毛利率净利率 (%)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 22: 中药板块期间费用率 (%)



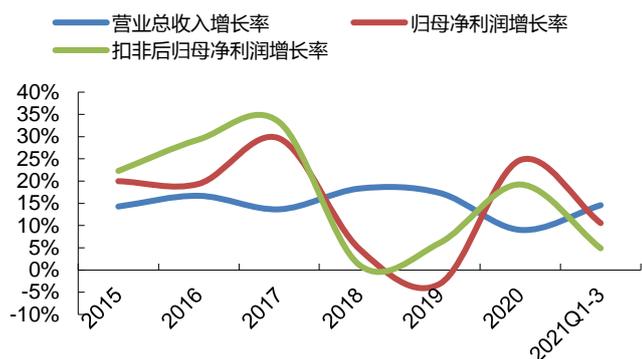
资料来源: WIND, 华金证券研究所

## (七) 医药商业: 流通和零售均保持快速恢复, 看好互联网化转型

医药商业板块 2021 前三季度营业收入同比增长 14.58%，归母净利润同比增长 10.55%，扣非净利润同比增长 4.88%。2021Q3 医药商业板块营收同比增长 7.72%，归母净利润同比下降 22.19%。医药商业板块 2021 前三季度毛利率同比下降 0.90pct 至 12.61%，环比 2021H 下降 0.09pct。期间费用总体减低，依托于收入增加，2021 前三季度期间费用率合计下降 0.28pct 至 8.80%。板块净利率同比下降 0.22pct 至 3.01%。

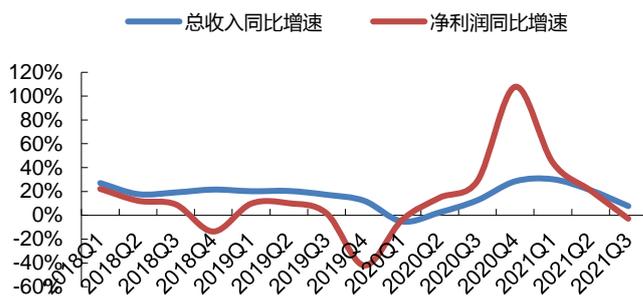
其中,零售子板块 2021 前三季度营业收入同比增长 14.72%,归母净利润同比增长 11.04%,扣非净利润同比增长 9.01%。Q3 营收同比增长 16.26%,归母净利润同比下降 7.47%。2021Q3 对比 2019Q3 营收和净利润的 CAGR 分别为 21.15%和 17.78%。增速有所趋缓。

图 23: 医药商业总营收及净利润增长率 (%)



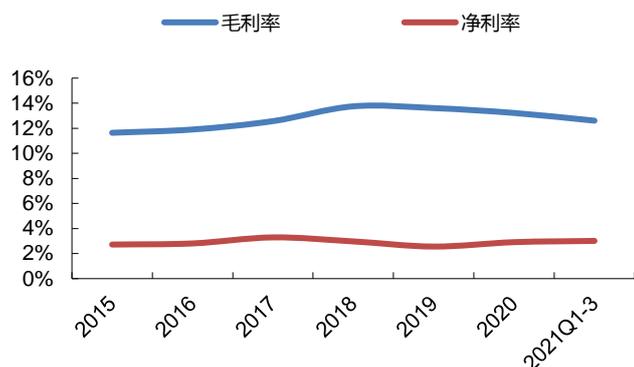
资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 24: 医药商业分季度业绩变动率情况 (%)



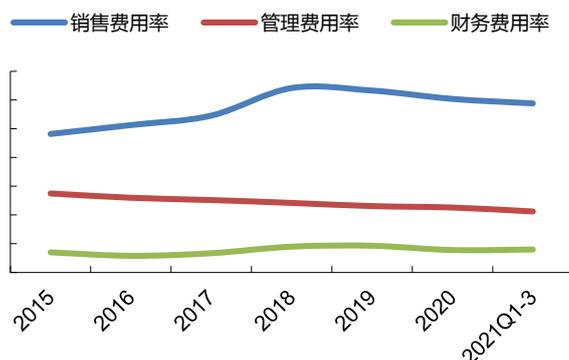
资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 25: 医药商业板块毛利率净利率 (%)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 26: 医药商业板块期间费用率 (%)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

表 7: 药店板块财务指标

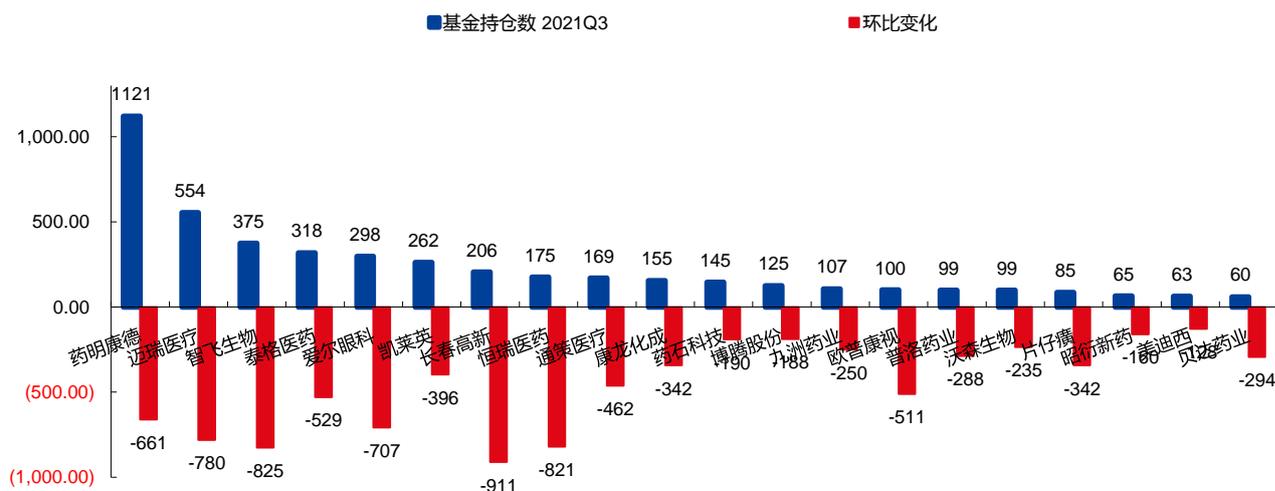
|             | 2016   | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021H  | 2021Q1-3 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 营业总收入增长率    | 24.17% | 22.95% | 25.25% | 26.56% | 24.77% | 13.93% | 14.72%   |
| 归母净利润增长率    | 12.63% | 21.28% | 20.37% | 23.89% | 37.41% | 18.95% | 11.04%   |
| 扣非后归母净利润增长率 | 13.49% | 18.66% | 19.65% | 26.49% | 33.21% | 16.27% | 9.01%    |
| 毛利率         | 39.28% | 39.23% | 39.19% | 37.60% | 36.09% | 38.04% | 37.62%   |
| 净利率         | 6.05%  | 5.86%  | 5.78%  | 5.79%  | 6.45%  | 7.44%  | 6.59%    |
| 销售费用率       | 25.70% | 25.63% | 26.13% | 25.09% | 23.16% | 24.02% | 24.53%   |
| 管理费用率       | 4.74%  | 4.71%  | 4.45%  | 4.46%  | 4.44%  | 4.00%  | 4.06%    |

资料来源: WIND, 华金证券研究所

### 三、持仓情况: 仓位下降, 持仓集中在细分龙头

从持仓机构数量看, 2021Q3 公募基金重仓持股数量占前五的企业分别是: 药明康德 (1121)、迈瑞医疗 (554)、智飞生物 (375)、泰格医药 (318)、爱尔眼科 (298)。风格切换下, 公募基金持仓数对比 Q2 大幅下降。

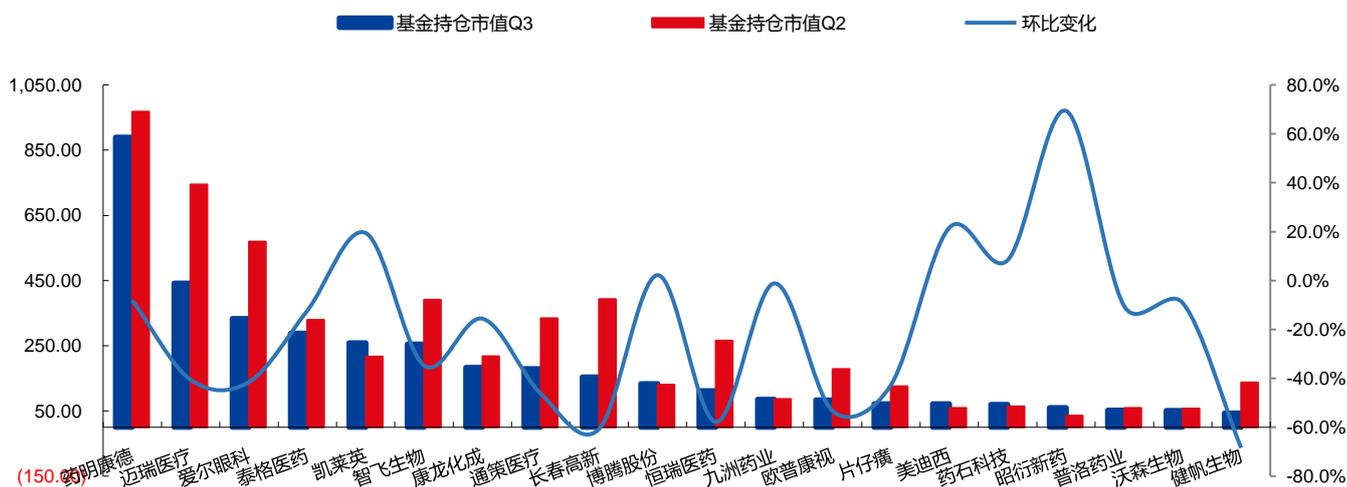
图 27：医药板块持仓机构数量及变化情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

从持仓规模来看，基金持仓市值最高的五家企业是药明康德（890 亿）、迈瑞医疗（442 亿）、爱尔眼科（333 亿）、泰格医药（289 亿）、凯莱英（259 亿）。基金持仓市值最高的 5 家企业中，有 3 家为 CXO 企业。持仓市值增加最多的是凯莱英（42，19%）、昭衍新药（25，69%）、美迪西（13，22%）、药石科技（5，8%）、博腾股份（3，2%），在板块整体持仓大幅下降的情况下，CXO 企业持仓市值仍在增加。

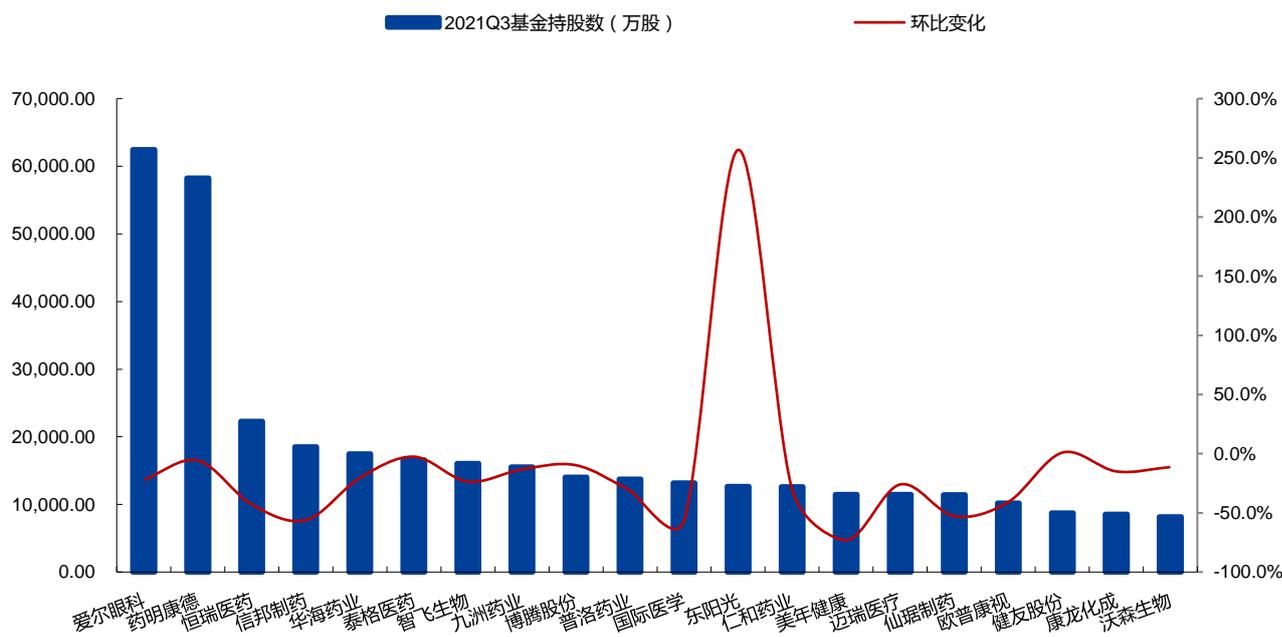
图 28：机构持仓市值和环比变动情况（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

从持仓股数看，机构持仓数量前五的企业分别是爱尔眼科（6.24 亿股）、药明康德（5.82 亿股）、恒瑞医药（2.23 亿股）、信邦制药（1.85 亿股）、华海药业（1.75 亿股）。从持仓环比变化可以明显看到医药龙头存在较大减持情况。

图 29: 机构持仓股数和环比变动情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

机构的关注点仍然在各细分行业的龙头企业上, 尤其是高增速及确定性强的 CXO, 包括药明康德、泰格医药、康龙化成、博腾股份、九洲药业等。

表 8: 持股基金重仓数量前 20 的医药上市公司

| 代码        | 名称   | 持股数量(万股) |         | 持股机构数  |         | 持股市值(亿) |         | 基金持仓比例(%) |           | 流通市值(亿) |
|-----------|------|----------|---------|--------|---------|---------|---------|-----------|-----------|---------|
|           |      | 2021Q3   | 环比      | 2021Q3 | 环比变动(个) | 2021Q3  | 环比      | 2021Q3    | 环比变动(pct) |         |
| 300015.SZ | 爱尔眼科 | 62,446   | -22.21% | 298    | -707    | 333     | -41.47% | 14.0%     | -4.0%     | 2,514   |
| 603259.SH | 药明康德 | 58,238   | -5.75%  | 1121   | -661    | 890     | -8.03%  | 22.9%     | -1.4%     | 3,879   |
| 600276.SH | 恒瑞医药 | 22,274   | -42.94% | 175    | -821    | 112     | -57.83% | 3.5%      | -2.6%     | 3,103   |
| 002390.SZ | 信邦制药 | 18,527   | -56.13% | 10     | -164    | 14      | -67.89% | 11.8%     | -15.1%    | 130     |
| 600521.SH | 华海药业 | 17,471   | -20.40% | 32     | -230    | 31      | -32.64% | 12.0%     | -3.1%     | 292     |
| 300347.SZ | 泰格医药 | 16,588   | -2.51%  | 318    | -529    | 289     | -12.24% | 29.4%     | -0.8%     | 1,323   |
| 300122.SZ | 智飞生物 | 16,062   | -23.62% | 375    | -825    | 255     | -34.78% | 17.4%     | -5.4%     | 2,094   |
| 603456.SH | 九洲药业 | 15,528   | -13.22% | 107    | -250    | 86      | -1.15%  | 18.7%     | -3.6%     | 406     |
| 300363.SZ | 博腾股份 | 14,033   | -9.74%  | 125    | -188    | 134     | 2.21%   | 31.3%     | -3.4%     | 470     |
| 000739.SZ | 普洛药业 | 13,736   | -31.16% | 99     | -288    | 52      | -10.60% | 11.7%     | -5.3%     | 401     |
| 000516.SZ | 国际医学 | 13,152   | -56.54% | 22     | -196    | 15      | -73.68% | 6.9%      | -9.0%     | 268     |
| 600673.SH | 东阳光  | 12,640   | 256.74% | 14     | -66     | 11      | 576.14% | 4.2%      | 2.8%      | 335     |
| 000650.SZ | 仁和药业 | 12,597   | -30.09% | 7      | -58     | 10      | -46.67% | 9.4%      | -4.0%     | 129     |
| 002044.SZ | 美年健康 | 11,489   | -73.05% | 8      | -285    | 9       | -78.05% | 3.0%      | -8.1%     | 297     |
| 300760.SZ | 迈瑞医疗 | 11,479   | -25.97% | 554    | -780    | 442     | -40.56% | 23.0%     | -8.1%     | 4,568   |
| 002332.SZ | 仙琚制药 | 11,436   | -52.84% | 18     | -114    | 12      | -59.69% | 11.9%     | -13.3%    | 112     |
| 300595.SZ | 欧普康视 | 10,202   | -40.86% | 100    | -511    | 83      | -53.36% | 16.7%     | -11.5%    | 548     |
| 603707.SH | 健友股份 | 8,737    | 0.89%   | 34     | -155    | 31      | 13.54%  | 7.2%      | -2.1%     | 481     |
| 300759.SZ | 康龙化成 | 8,538    | -14.97% | 155    | -342    | 184     | -15.59% | 30.0%     | -5.3%     | 1,377   |

资料来源: Wind, 华金证券研究所

### 三、投资建议

医药消费的刚需性质及高端化取向，使得医药领域具有长期景气度。鼓励创新的产业政策进入稳态，医保紧平衡背景下对支出结构的调整将在中长期持续影响产业结构。医药板块受疫情扰动导致的增速异常现象会消退，疫情带来的 IVD 和设备海外市场的机会也会很快去伪存真，后续有优质管线和品种跟进并借路出海的公司会进入新的发展阶段。整个医药制造业会回归到低增速阶段。

在需求仍然增长的情况下，我们关注的是成长性和创新性，包括终端需求量持续增长的情况下，还能保持成本优势的产业链上游环节，以及以临床价值为导向的创新迭代的药械产品。最后两个月，需要密切关注今年医保谈判和集采的价格趋势，同时从中线思维出发寻找布局点，包括：  
1、高景气度及高估值的 CXO 板块，在震荡中寻找均衡。从上市公司资本性支出及在建工程情况来看，产业链完备的大型 CXO 公司药明康德、凯莱英等仍然预期高增长，以及布局生物技术 CDMO 的博腾股份等。  
2、医美、康复等消费赛道，例如华东医药、翔宇医疗等。  
3、专精特新赛道：对应的不仅是创新迭代，还包括下游需求旺盛传导至上游的高成长性预期。例如抗体原料、工具蛋白、纳米微球、磁性微球等研发上游的科研服务行业，建议关注纳微科技、百普赛斯等。

### 四、风险提示

医药相关政策变动的风险；集采降价超预期的风险；板块估值整体偏高的风险；药物研发进展不达预期风险；疫情变化的风险。

## 行业评级体系

### 收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

### 风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

魏贇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)