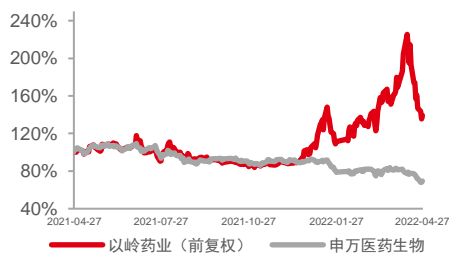


股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现（相对值，%）



资料来源：Wind，中邮证券研究所

公司基本情况（20220427 收盘价）

最新收盘价(元)	25.95
总股本/流通股本(亿股)	16.71
总市值/流通市值(亿元)	433.55
52 周高/低(元)	42.01 / 15.62
第一大股东	以岭医药科技 有限公司
持股比例	31.53%
资产负债率(%)	31.05%
市盈率 PE	30.40

研究所

分析师：魏大朋

SAC 登记编号：S1340521070001

Email: weidapeng@chinapost.com.cn

以岭药业（002603.SZ）：

心脑血管产品营收提速，连花清瘟集采降价温和

● 投资要点

(1) 人口老龄化不断加深，心脑血管类中成药需求水涨船高。公司以通心络、参松养心以及芪苈强心胶囊为主要产品，2020 年实现收入 34.47 亿元，同比增长 11.31%；2021 年上半年收入 25.54 亿元，同比增长 46.44%，市占率进一步提升。

(2) 新冠疫情催化公司业绩提升。一是连花清瘟新冠诊疗方案-“三药三方”，为疫情防控贡献重要力量。2020 年度，公司连花清瘟产品实现营业收入 42.56 亿元；2021 年上半年营收 24.92 亿元，同比增长 23.12%。二是提升了品牌知名度，家庭常备药市场份额有望大幅提升，利好公司长期业绩。

(3) 产品的独家性成公司有力护城河，集采降价温和。连花清瘟拟备选价格为 2.3295 元/袋；查询淘宝平台销量较大的网店的价格在 2.7 元/袋左右（10 盒 100 袋装），集采报价与 100 袋包装的零售价格相比，降幅 13.72%，降价温和；另一方面，本次参与集采地区与公司主要营收地区有差异，新增山西、海南、宁夏、青海四省，若集采中标，有利于扩大产品市场。

(4) 研发实力雄厚，保持公司竞争优势。公司进一步完善“中药-化生药-健康品研发创新体系”建设，研发投入连年升高。

(5) 海外市场前景广阔。“一带一路”政策鼓励中药企业走出国门，未来中医药行业的市场将更加广阔。2020 年公司海外营收 3.04 亿元，同比增长 918%，国际化进程不断加快。

我们与市场的不同：1. 市场目前普遍将关注点落脚在连花清瘟系列，但随着中老年心血管用药市场公司不断扩大，公司心脑血管系列产品表现也值得期待；2. 海外业务线的布局有望成为公司另一个营收增长点。

潜在催化剂：国家的产业政策支持，连花清瘟已在多个“一带一路”国家获得注册，未来有望开拓新的海外市场；公司化药、大健康等产品线在海外过审上市；家庭常备药市场扩大等。

● 盈利预测与估值

我们预计公司盈利能力不断提高，2021-2023 年 EPS 为 0.93/1.06/1.18 元/股。当前价格对应 2021/22/23 年市盈率为

28/25/22。参考可比公司估值，我们认为给予公司 2022 年 30 倍 PE 比较合理，推测公司目标价在 31.80 元/股，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示

创新药进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；全球疫情变化超预期风险；政策超预期风险。

公司财务及预测数据摘要	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万）	8782	11441	13463	15544
增速	50.8%	30.3%	17.7%	15.5%
归属母公司股东净利润（百万）	1219	1551	1769	1975
增速	100.9%	27.3%	14.1%	11.6%
毛利率	64.5%	64.5%	63.9%	63.1%
每股收益 EPS（元）	1.02	0.93	1.06	1.18
市盈率 PE	25.41	27.95	24.51	21.95
净资产收益率 ROE	13.7%	15.9%	15.4%	14.7%

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 4 月 27 日收盘价

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表					成长能力				
营业收入	8,782.48	11,441.0	13,463.29	15,544.1	营业收入	50.76%	40.00%	20.00%	20.00%
营业成本	3,118.41	4,057.21	4,861.30	5,731.13	营业利润	102.49%	27.37%	13.93%	11.56%
税金及附加	136.29	177.55	208.93	241.22	归属于母公司净利润	100.95%	27.27%	14.05%	11.65%
销售费用	3,035.27	4,004.37	4,712.15	5,440.46	获利能力				
管理费用	400.35	521.54	613.73	708.58	毛利率	64.49%	64.54%	63.89%	63.13%
研发费用	654.39	852.48	1,003.16	1,158.21	净利率	13.83%	13.56%	13.14%	12.71%
财务费用	-1.84	33.39	34.20	13.13	ROE	13.66%	15.93%	15.37%	14.65%
资产减值损失	-58.15	57.21	67.32	77.72	ROIC	10.28%	12.25%	11.85%	11.32%
营业利润	1,438.04	1,831.69	2,086.87	2,328.10	偿债能力				
营业外收入	1.01	1.01	1.01	1.01	资产负债率	22.4%	20.9%	20.1%	19.4%
营业外支出	16.58	16.58	16.58	16.58	流动比率	2.44	2.92	3.30	3.66
利润总额	1,422.47	1,816.12	2,071.30	2,312.53	营运能力				
所得税	207.54	264.97	302.20	337.40	应收账款周转率	7.75	7.30	7.30	7.30
净利润	1,214.93	1,551.15	1,769.09	1,975.13	存货周转率	0.45	6.29	5.99	5.89
归母净利润	1,218.74	1,551.15	1,769.09	1,975.13	总资产周转率	0.76	0.93	0.93	0.93
每股收益(元)	1.02	0.93	1.06	1.18	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	1.01	0.93	1.06	1.18
货币资金	1,336.98	1,294.63	2,387.78	3,697.91	每股净资产	7.41	5.83	6.88	8.07
交易性金融资产	216.97	216.97	216.97	216.97	估值比率				
应收票据及应收账款	1,132.78	1,567.27	1,844.29	2,129.34	PE	25.41	27.95	24.51	21.95
预付款项	331.59	431.41	516.92	609.41	PB	5.50	4.40	4.14	3.93
存货	1,580.35	2,056.11	2,436.98	2,841.62	现金流量表				
流动资产合计	5,459.43	6,530.90	8,417.44	10,560.7	净利润	1214.93	1551.15	1769.09	1975.13
固定资产	2,927.72	3,755.39	4,154.17	4,376.88	折旧和摊销	268.16	211.20	267.51	295.19
在建工程	120.43	98.17	119.27	147.71	营运资本变动	0.00	(1086.16)	(540.76)	(567.91)
无形资产	480.41	514.40	547.25	579.01	其他	103.08	68.57	81.52	70.85
非流动资产合计	6,032.91	5,783.72	5,986.21	6,161.02	经营活动现金流净额	1586.17	744.75	1577.36	1773.26
资产总计	11,492.34	12,314.6	14,403.65	16,721.7	资本开支	(450.00)	(450.00)	(450.00)	(450.00)
短期借款	270.18	270.18	270.18	270.18	其他	(590.20)	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,188.39	1,111.56	1,331.86	1,570.17	投资活动现金流净额	(1040.20)	(450.00)	(450.00)	(450.00)
其他流动负债	780.31	856.79	946.76	1,041.67	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	2,238.88	2,238.54	2,548.81	2,882.02	债务融资	220.13	0.00	0.00	0.00
其他	330.11	338.09	348.09	358.09	其他	(243.39)	(337.11)	(34.20)	(13.13)
非流动负债合计	330.11	338.09	348.09	358.09	筹资活动现金流净额	(23.26)	(337.11)	(34.20)	(13.13)
负债合计	2,568.99	2,576.63	2,896.90	3,240.11	现金及现金等价物净增加额	520.76	(42.35)	1093.15	1310.13
股本	1,203.72	1,670.71	1,670.71	1,670.71					
资本公积金	2,931.92	2,931.92	2,931.92	2,931.92					
未分配利润	4,324.37	4,671.80	6,440.89	8,416.02					
少数股东权益	4.09	4.09	4.09	4.09					
其他	459.26	459.26	459.26	459.26					
所有者权益合计	8,923.36	9,737.77	11,506.87	13,481.9					
负债和所有者权益总	11,492.35	12,314.4	14,403.76	16,722.1					

资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所预测

目录

1 以创新中药为主业，公司稳健经营	6
2 以临床疗效为标准，创新专利中药增厚公司护城河	8
2.1 人口老龄化加速，心脑血管类产品营收保持增速	10
2.2 连花清瘟系列在抗击新冠疫情中的突出表现，将提升其在居民家庭常备药市场的份额	12
2.3 集采降价温和，若中标将拓展公司销售范围	14
3 连花清瘟系列品牌效应日益增加，公司海外业务未来可期	15
4 以临床价值为导向，积极申报中药创新药，研发投入不断增加	15
4.1 国家对发展创新中医药产业的政策支持	17
4.2 公司进一步完善“中药-化生药-健康品研发创新体系”建设	18
5 盈利预测与估值评级	20
5.1 盈利预测	20
5.2 估值与评级	21
6 风险提示	21

图表目录

图表 1：公司与实际控制人间产权及控制关系	6
图表 2：公司营业收入稳步增长（百万）	7
图表 3：因连花清瘟产品需求大增，2020 年后公司扣非归母净利润大幅提升（百万）	7
图表 4：公司研发人员数量（截至 2020 年末）（人）	7
图表 5：公司研发投入（百万）	7
图表 6：同类企业 2020 年研发人员数量	7
图表 7：同类公司 2020 年研发投入（百万）	7
图表 8：公司主要创新专利中药	8
图表 9：公司主营业务构成以中药专利药为主（百万）	10
图表 10：2020 年营收中连花清瘟系列占比近半（百万）	10
图表 11：公司主营业务毛利率（%）	10
图表 12：公司三费支出（百万）	10
图表 13：公司心脑血管类药品营收（百万）	11
图表 14：2021-2026 年我国心脑血管疾病用-中药市场规模（亿元）	11
图表 15：中国公立医疗市场-中成药-心血管疾病口服药-针剂与口服制剂占比（%）	11
图表 16：中国公立医疗市场-中成药-心血管疾病-口服用药市场规模（亿元）	11

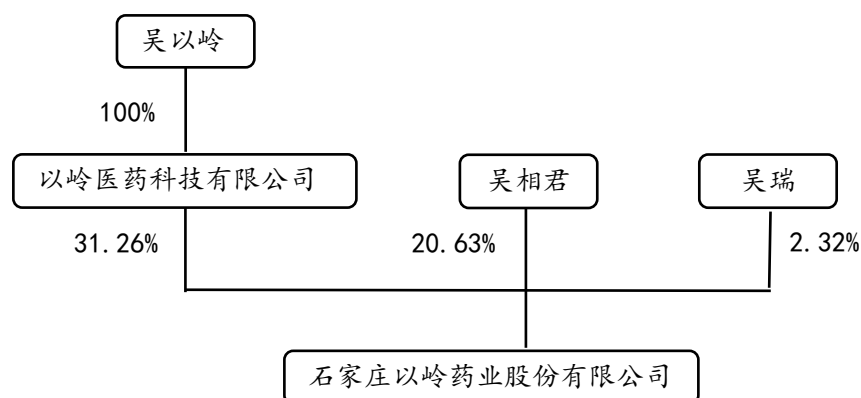
图表 17: 中国公立医疗市场-中成药-心血管疾病口服用药-公司通心络+参松养心+芪苈强心胶囊市场份额 (%)	12
图表 18: 2020 年中国公立医疗市场-中成药-心血管疾病口服用药-公司产品市场份额	12
图表 19: 公司连花清瘟产品营收 (百万)	13
图表 20: 中国公立医疗市场—中成药-感冒用药市场规模 (亿元)	13
图表 21: 中国公立医疗市场-中成药-感冒用药市场-公司连花清瘟颗粒/胶囊市场份额 (%)	13
图表 22: 中国零售终端-感冒用药/清热类用药市场规模 (亿元)	13
图表 23: 中国零售终端-感冒用药/清热类用药市场-公司连花清瘟颗粒/胶囊市场份额 (%)	13
图表 24: 2020 年中国公立医疗市场-中成药-感冒用药-市场份额	14
图表 25: 2020 年零售终端-感冒用药/清热类用药-市场份额	14
图表 26: 连花清瘟胶囊/颗粒 27 次获治感冒、抗流感、防治新冠方案指南推荐	14
图表 27: 连花清瘟主要销售地区	15
图表 28: 公司连花清瘟产品的国际化进程	16
图表 29: 公司近 2 年获得的国际发明专利	16
图表 30: 公司海外业务营收 (百万)	16
图表 31: 中药注册分类 (国家药监局 2020 年第 68 号)	17
图表 32: 近期国家出台的中药支持政策	18
图表 33: 2021 年国家药监局通过的中药新药上市申请	19
图表 34: 公司主要业务板块盈利预测	20
图表 35: 公司盈利预测表	21
图表 36: 可比公司估值	21

1 以创新中药为主业，公司稳健经营

石家庄以岭药业股份有限公司（以下简称“以岭药业”或“公司”）2001 年 8 月成立，2011 年 7 月在 A 股上市。公司的主营业务是专利创新中药的研发、生产和销售。在开展的创新中药研发的同时，积极布局化药和健康产业。

公司控股股东为以岭医药科技有限公司，持股比例为 31.26%，实际控制人为吴以岭、吴相君、吴瑞（一致行动人）。

图表 1：公司与实际控制人间产权及控制关系

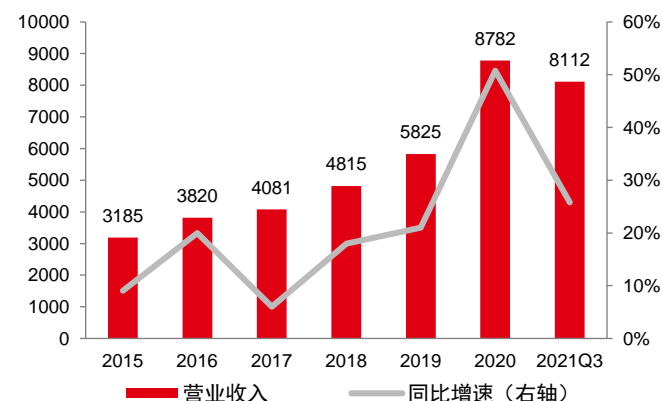


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

公司近年来收入与净利润保持稳健增长，2016-2020 年营收复合增速 23.14%；扣非归母净利润复合增速 21.72%。特别是 2020 年以来，公司主要产品连花清瘟系列在新冠疫情中发挥重要作用。2020 年公司营业总收入 87.82 亿元，同比增速 50.76%，扣非归母净利润 11.65 亿元，同比增速+109.56%。2021 年前三季度营业总收入 81.12 亿元，同比增速 25.81%，扣非归母净利润 11.74 亿元，同比增速+19.57%。

公司高度重视中医药的创新发展，研发投入逐年增加，2020 年达到 7.40 亿元，占公司营收 8.39%，其中研发人员 1996 人。在市值排名居前的 9 家中药企业中，研发投入和研发投入占比均高居一位。

图表 2：公司营业收入稳步增长（百万）



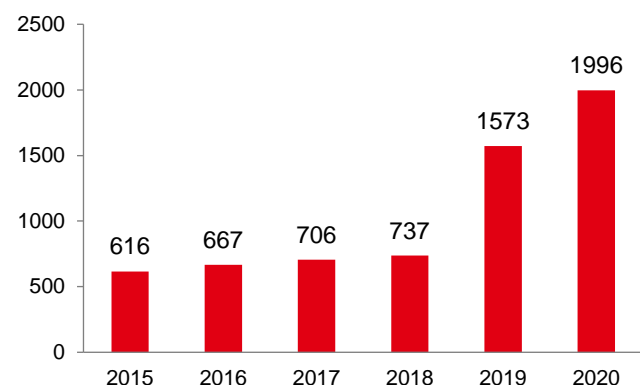
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 3：因连花清瘟产品需求大增，2020 年后公司扣非归母净利润大幅提升（百万）



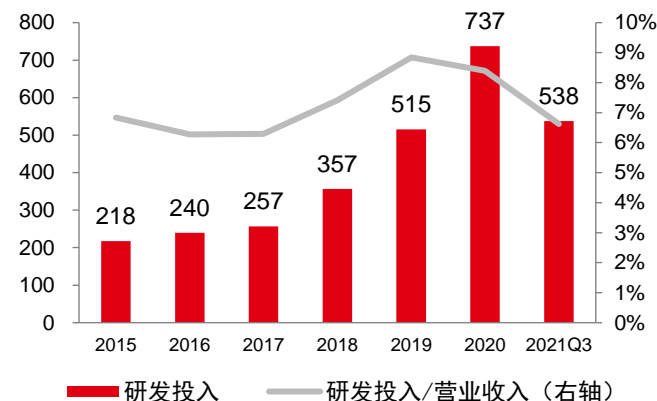
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 4：公司研发人员数量（截至 2020 年末）（人）



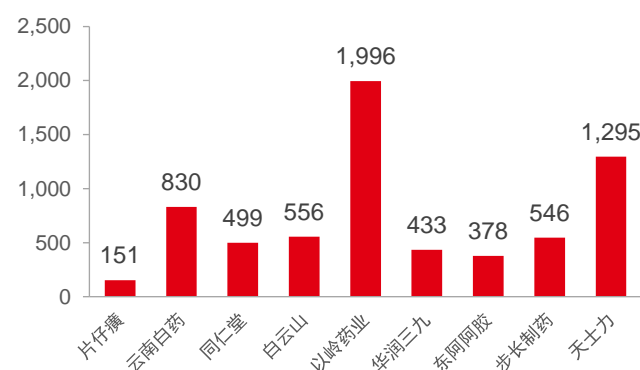
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 5：公司研发投入（百万）



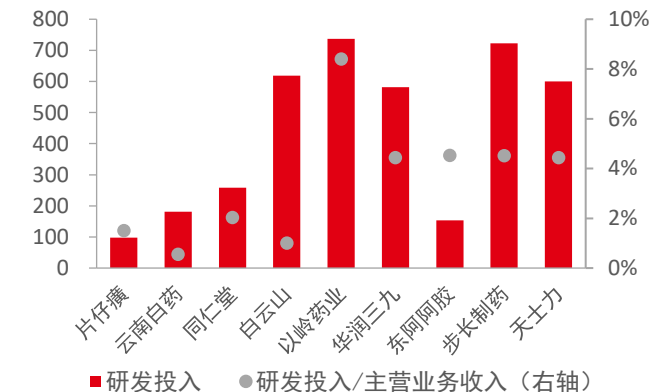
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 6：同类企业 2020 年研发人员数量（截至 2020 年末）（人）



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 7：同类公司 2020 年研发投入（百万）



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

2 以临床疗效为标准，创新专利中药增厚公司护城河

在专利中药板块，公司形成了独具优势的以络病理论指导临床重大疾病和呼吸系统传染性疾病治疗研究，络病理论创新带动专利新药研发的科技核心竞争力，遵循“以临床实践为基础，以理论假说为指导，以治疗方药为依托，以临床疗效为标准”的创新中药研发模式。围绕心脑血管病、糖尿病、呼吸、肿瘤、神经、泌尿等发病率高、市场用药量大的六大类疾病，开发系列拥有自主知识产权的专利中药。

图表 8：公司主要创新专利中药

治疗领域	药品名称	主要成分	是否基药	是否医保	是否 OTC	治疗范围
心脑血管病	通心络胶囊/片	人参、水蛭、全蝎、赤芍、蝉蜕、土鳖虫、蜈蚣、檀香、降香、乳香（制）、酸枣仁（炒）、冰片	是	是，国家医保甲类品种	处方药	治疗冠心病、脑梗死、糖尿病所致微血管病变的专利新药，是唯一获得三项国家科技成果奖的治疗心脑血管疾病的基础用药
	参松养心胶囊	人参、麦冬、山茱萸、丹参、炒酸枣仁、桑寄生、赤芍、土鳖虫、甘松、黄连、南五味子、龙骨	是	是，国家医保甲类品种	处方药	唯一获得国家科技进步二等奖的治疗心律失常的中成药，唯一经实验证实具有多离子通道和非离子通道整合调节作用的治疗心律失常药物，唯一经临床循证医学证实安全有效治疗早搏、阵发性房颤、缓慢性心律失常的中成药。
	芪苈强心胶囊	黄芪、人参、黑顺片、丹参、葶苈子、泽泻、玉竹、桂枝、红花、香加皮、陈皮	是	是，国家医保甲类品种	处方药	具备治疗心力衰竭强心药、利尿药、血管紧张素转换酶抑制剂（ACEI）、 β 受体阻滞剂四类西药的联合用药优势，是标本兼治慢性心衰的首选中成药。
呼吸系统类疾病	连花清瘟胶囊/颗粒	连翘、金银花、炙麻黄、炒苦杏仁、石膏、板蓝根、绵马贯众、鱼腥草、广藿香、大黄、红景天、薄荷脑、甘草。辅料为玉米淀粉。	是	是，国家医保甲类品种	OTC/处方药	唯一获得国家科技进步二等奖的治感冒抗流感的专利中成药。 2021 年，连花清瘟产品被纳入广东等 6 省联盟关于中成药的集中带量采购，目前该项集采仍在进行中。（《广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购文件》（采购文件编号：GDYJYDDL202201））
	连花清咳片	麻黄、石膏、连翘、黄芩、桑白皮、炒苦杏仁、前胡、清半夏、陈皮、浙贝母、牛蒡子、山银花、大黄、桔梗、甘草		是（协议期内谈判药品，至 2022 年 12 月 31 日）	处方药	治疗急性气管、支气管炎的专利新药，是以中医络病理论为指导，集合传统经典名方及临床实践研制的呼吸系统又一独家专利创新中药，具有宣肺泄热，化痰止咳功效。药效研究证实，连花清咳片具有阻断以气道炎症反应为核心的级联反应链的独特药效作用，广谱抗病毒、抑菌，镇咳化痰，解痉平喘，解热抗炎，并可发挥免疫调节作用。
糖尿病	津力达颗粒	人参、黄精、麸炒苍术、苦参、麦冬、地黄、制何首乌、山茱萸、茯苓、佩兰、黄连、知母、炙淫羊藿、丹参、粉葛、荔枝核、地骨皮	是	是，国家医保目录乙类品种	处方药	治疗 2 型糖尿病，药效实验证实其具有保护胰岛 β 细胞、改善胰岛微循环，抗氧化应激、调节血糖调节激素、保护血管内皮细胞等作用，同时还可改善胰岛素抵抗，可用于初发 2 型糖尿病、血糖控制不良的 2 型糖尿病、糖耐量异常以及糖尿病并发症的患者，在 2 型糖尿病预防、治疗及糖尿病并发症防治中均有疗效。2015 年被列入《中国药典》目录。

肿瘤用药	养正消积胶囊	黄芪、女贞子、人参、莪术、灵芝、绞股蓝、炒白术、半枝莲、白花蛇舌草、茯苓、土鳖虫、鸡内金、蛇莓、白英、茵陈（绵茵陈）、徐长卿		是，国家医保乙类品种	处方药	该药配合介入治疗原发性肝癌在增效减毒、增强免疫、改善证候、提高生存质量方面疗效显著。
抗衰老、神经系统、泌尿系统	品八子补肾胶囊	菟丝子、枸杞子、五味子、蛇床子、金樱子、覆盆子、韭菜子、川楝子、淫羊藿、巴戟天、肉苁蓉、地黄、川牛膝、人参、鹿茸、海马			OTC	在抗衰老上有良好效果，经实验研究证实具有抗骨骼衰老、改善神经衰老、延缓生殖衰老、抗血管衰老、改善氧化衰老、改善免疫衰老等作用。
	枣椗安神口服液	酸枣仁、桑椹、菊花、茯苓、山楂、百合、陈皮、荷叶、灵芝。辅料为苯甲酸钠。			OTC	在改善睡眠质量、提高脑力效率、缓解压力紧张综合征引起的失眠、多梦、心烦、注意力不集中、头昏、脑力活动效率低方面具有良好效果。
	夏荔芪胶囊	黄芪、女贞子、滑石、夏枯草、荔枝核、琥珀、肉桂、关黄柏		是，国家医保乙类品种	处方药	可用于治疗轻中度良性前列腺增生、慢性细菌性前列腺炎、慢性无菌性前列腺炎、盆痛综合征。

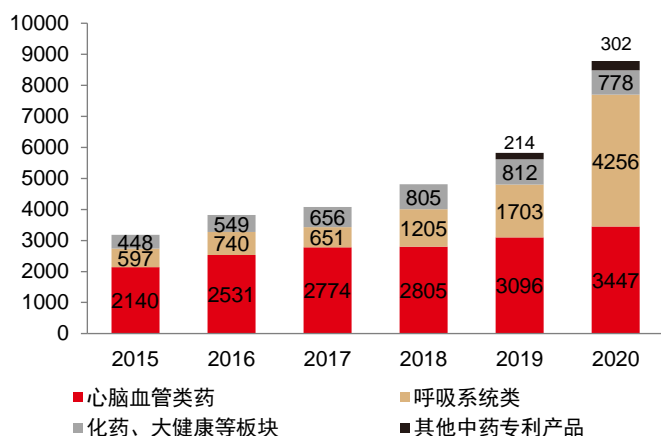
资料来源：公司公告，公司官网，《国家基本药物目录》（2018版），《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2021年）》，中邮证券研究所

由主营业务构成来看，公司营收以心脑血管、呼吸系统两大类创新中药为主，2020年两者合计占比近九成，毛利率常年在68%附近，成本管控能力较好。

三费支出方面，各项费率稳中有降：（1）销售费用：占比最高，主要以市场活动费、推广及办公费、销售人员工资薪金、广告费为主。2020年后因连花清瘟系列营收大幅增加（营收增加主要受疫情导致的需求增加，不依赖公司营销活动），销售费用率出现明显下降，费率维持在35%左右。（2）管理费用：公司管理效率不断提升，近5年管理费用率逐渐下滑，同样因2020年营收大增，此后管理费用率明显下滑，截至2021Q3，公司管理费用率已降至4.28%。

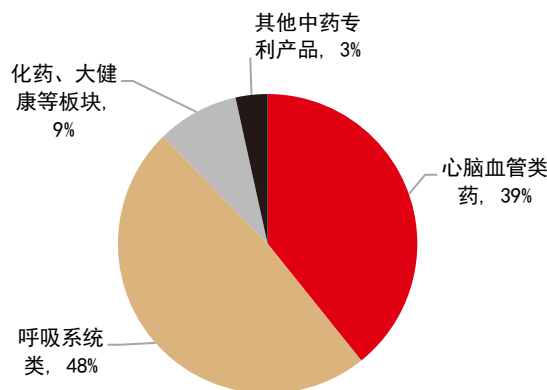
（3）财务费用：公司财务费用因有利息收入相抵，向来可忽略不计；2021Q3因报告期内借款利息支出和承兑汇票贴息较同期增加，导致财务费用增至2728万元，财务费用率0.34%，依旧不高。

图表 9：公司主营业务构成以中药专利药为主（百万）



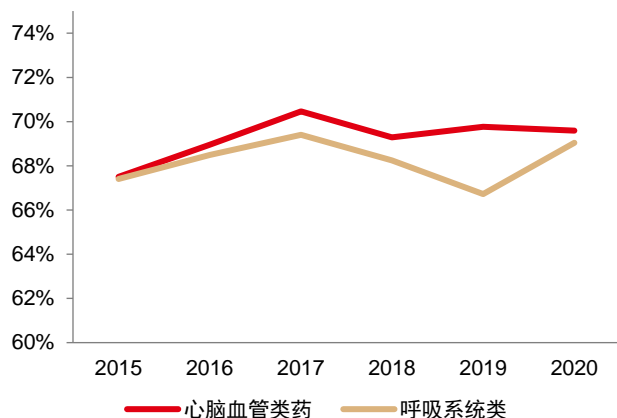
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 10：2020 年营收中连花清瘟系列占比近半（百万）



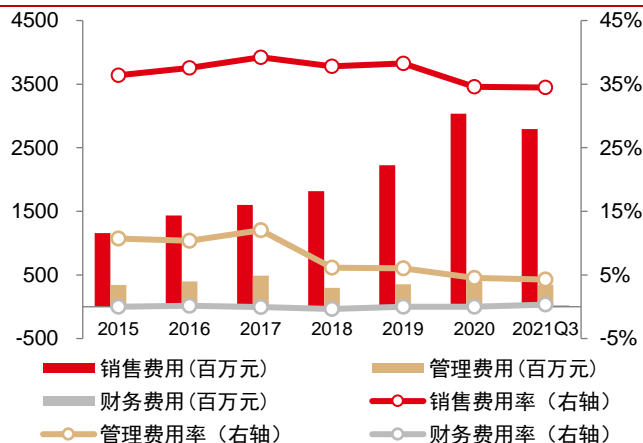
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 11：公司主营业务毛利率（%）



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 12：公司三费支出（百万）



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

2.1 人口老龄化加速，心脑血管类产品营收保持增速

公司心脑血管类产品均为处方药，2020 年收入 34.47 亿元，同比增长 11.31%；2021 年上半年收入 25.54 亿元，同比增长 46.44%；可以看出，即使疫情影响人员的流动性和便捷性下，心脑血管类药品对于慢性病患者而言仍是刚性需求。

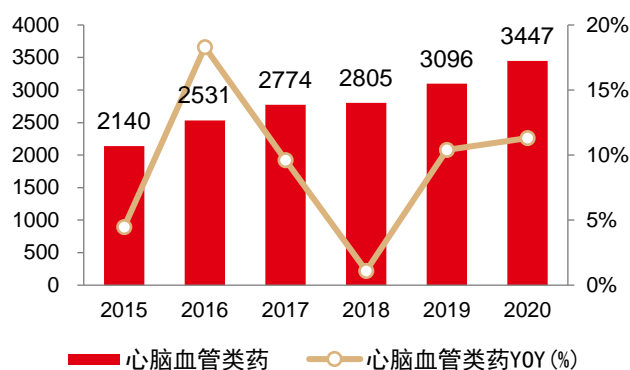
公司产品主打通心络、参松养心以及芪苈强心胶囊三种产品，三者在“公立医疗市场-中成药-心血管疾病口服用药”细分市场的份额由 2019 年的 14.1%提升至 2020 年的 15.8%，势头良好。

米内网数据显示，公立医疗端-心脑血管疾病-中成药-口服制剂市场规模稳定增长，2016-2020 年复合增速达到 5.1%，2020 年在疫情影响下仍逆势小幅增长 4.3%。

根据前瞻产业研究院预测，2021-2026 年，我国心脑血管疾病用中药市场规模将增长至 1854 亿元，年均增速在 10%以上。同时结合口服剂相比针剂而言，在心脑血管类中药的占比不断提升，我们预测未来 5 年，在公立医疗端，心脑血管类口服中药的市场规模年均增速在 15%

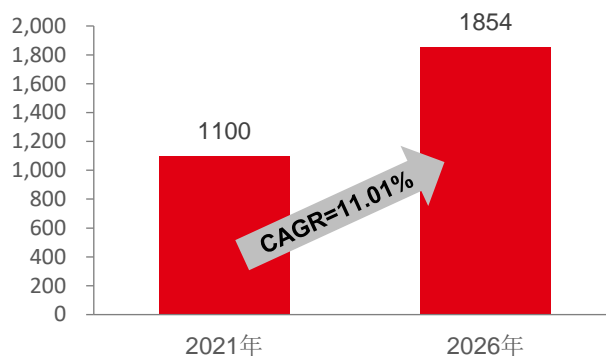
左右。在结合公司的三种主要产品 2020 年细分类市场份额 15.8%且保持逐渐上升的趋势，我们预测 2021-2023 年，公司该板块业务营收增速为 40%/20%/20%。

图表 13：公司心脑血管类药品营收（百万）



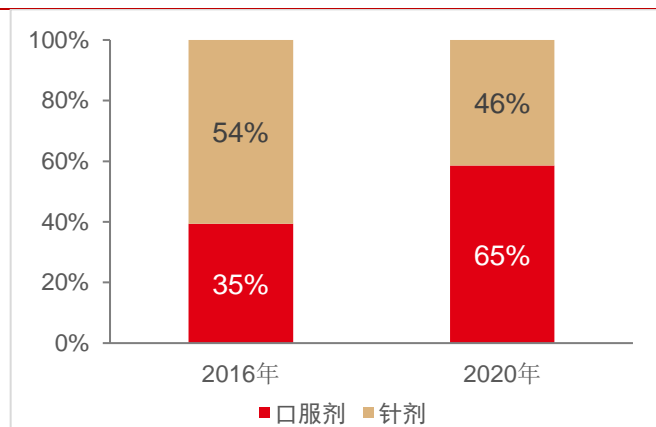
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 14：2021-2026 年我国心脑血管疾病用-中药市场规模（亿元）



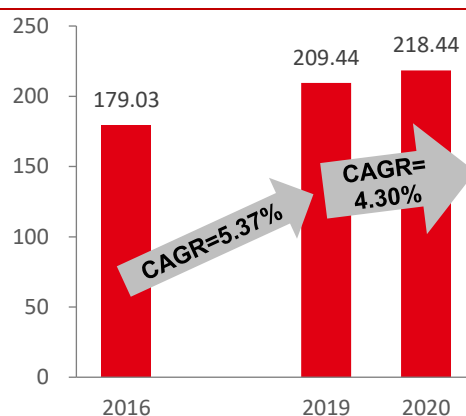
资料来源：前瞻产业研究院，中邮证券研究所

图表 15：中国公立医疗市场-中成药-心血管疾病口服药-针剂与口服制剂占比 (%)



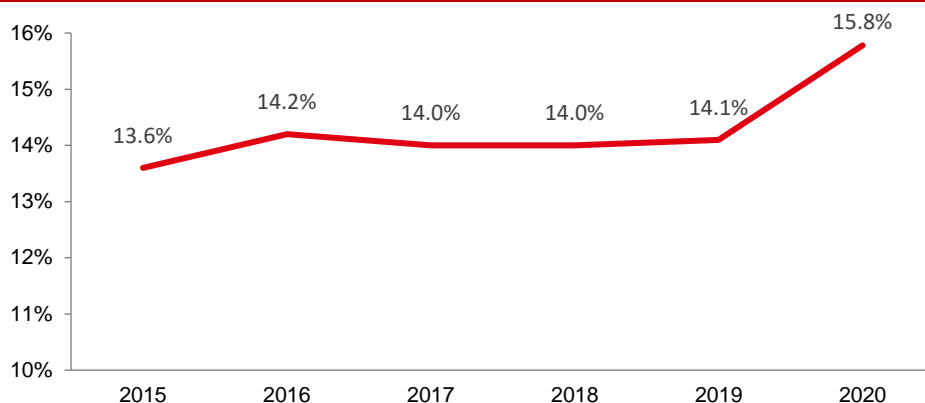
资料来源：公司公告，米内网，中邮证券研究所

图表 16：中国公立医疗市场-中成药-心血管疾病-口服药市场规模（亿元）



资料来源：公司公告，米内网，中邮证券研究所

图表 17：中国公立医疗市场-中成药-心血管疾病口服用药-公司通心络+参松养心+芪苈强心胶囊市场份额（%）



资料来源：公司公告，米内网，中邮证券研究所

图表 18：2020 年中国公立医疗市场-中成药-心血管疾病口服用药-公司产品市场份额

排名	产品名称	市场份额
1	复方丹参滴丸（天士力医药集团股份有限公司）	9.71%
2	通心络胶囊	7.94%
5	参松养心胶囊	6.10%
13	芪苈强心胶囊	1.74%
	本公司产品市场份额合计	15.78%

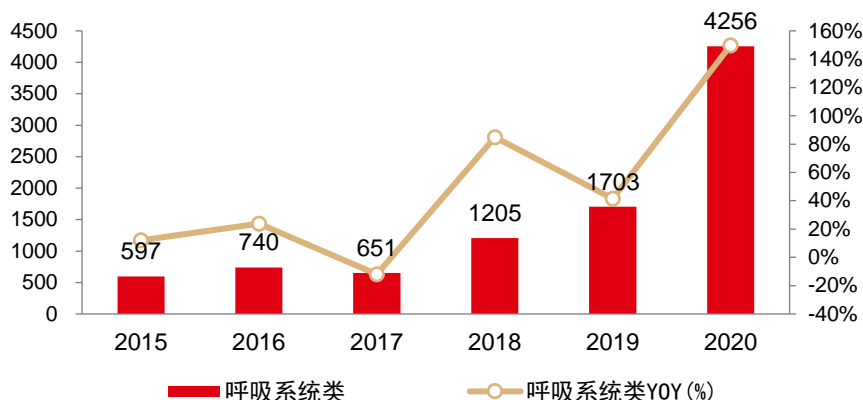
资料来源：公司公告，米内网，中邮证券研究所

2.2 连花清瘟系列在抗击新冠疫情中的突出表现，将提升其在居民家庭常备药市场的份额

2020 年度，公司连花清瘟产品实现营业收入 42.56 亿元，占公司总营业收入的 48.46%；2021 年上半年营收 24.92 亿元，同比增长 23.12%。（根据公司公告（2021-051）并对比年报数据可以发现，目前，公司呼吸系统类产品以连花清瘟产品为主，连花清咳片销售额占比极小，因此本报告中以呼吸系统类的数据代表连花清瘟系列产品的情况。）

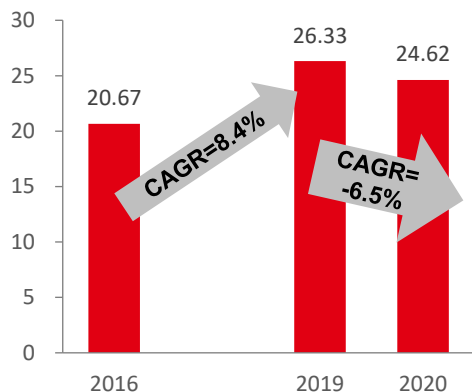
结合疫情影响及产品市占率逐渐升高，我们预测 2021-2023 年，公司该板块业务营收增速为 25%/15%/10%。

图表 19：公司连花清瘟产品营收（百万）



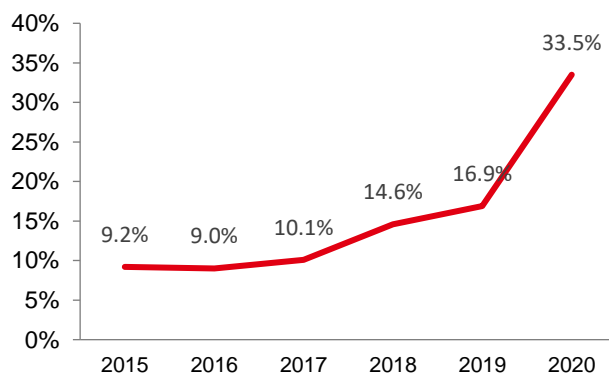
资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表 20：中国公立医疗市场—中成药-感冒用药市场规模（亿元）



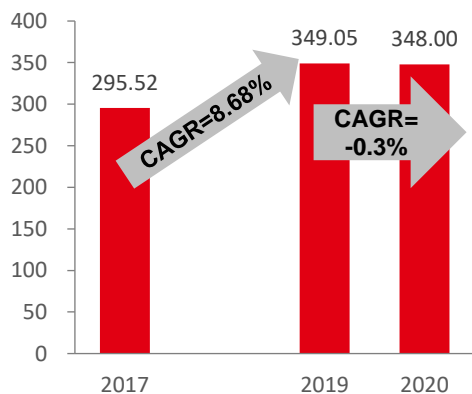
资料来源：公司公告，米内网，中邮证券研究所

图表 21：中国公立医疗市场-中成药-感冒用药市场-公司连花清瘟颗粒/胶囊市场份额（%）



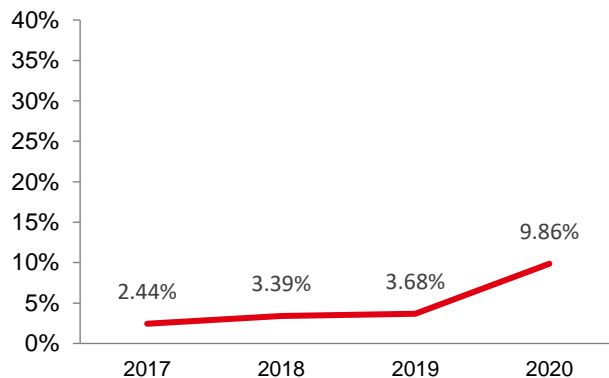
资料来源：公司公告，米内网，中邮证券研究所

图表 22：中国零售终端-感冒用药/清热类用药市场规模（亿元）



资料来源：公司公告，中康资讯，中邮证券研究所

图表 23：中国零售终端-感冒用药/清热类用药市场-公司连花清瘟颗粒/胶囊市场份额（%）



资料来源：公司公告，中康资讯，中邮证券研究所

图表 24：2020 年中国公立医疗市场-中成药-感冒用药-市场份额

排名	产品名称	市场份额
1	连花清瘟颗粒/胶囊	33.5% 8.2 亿元
2	双黄连口服液（13 家药企取得生产批文）	8.9%
	本公司产品市场份额合计	33.5% 8.2 亿元

资料来源：公司公告，米内网，国家药监局，中邮证券研究所

图表 25：2020 年零售终端-感冒用药/清热类用药-市场份额

排名	产品名称	市场份额
1	连花清瘟颗粒/胶囊	9.86% 34.3 亿元
2	感冒灵颗粒（30 家药企取得生产批文）	6.21%
	本公司产品市场份额合计	9.86% 34.3 亿元

资料来源：公司公告，中康资讯，国家药监局，中邮证券研究所

图表 26：连花清瘟胶囊/颗粒 27 次获治感冒、抗流感、防治新冠方案指南推荐

序号	治疗领域
1	国家卫健委《国家卫健委流行性感冒诊疗方案（2020 年版）》推荐用药
2	国家卫健委《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》第四/五/六/七/八/试行第九版推荐用药
3	国家卫健委《流行性感冒诊疗方案（2019 年版）》推荐用药
4	国家卫健委《流行性感冒诊疗方案 2018 年修订版》推荐用药
5	国家卫计委《人感染 H7N9 禽流感诊疗方案（2017 年版）》推荐用药
6	国家中医药管理局《2012 年时行感冒（乙型流感）中医药防治方案》推荐用药
7	卫生部《流行性感冒诊断与治疗指南（2011 年版）》推荐用药
8	卫生部《甲型 H1N1 流感诊疗方案（2009 年版）》推荐用药
9	卫生部《人禽流感诊疗方案 2008 版》推荐用药
10	卫生部《人禽流感诊疗方案（2005 版修订版）》推荐用药
11	国家中医药管理局项目《中成药临床应用指南-儿科疾病分册》儿童流感推荐用药
12	中华实用儿科临床杂志《儿童新型冠状病毒感染诊断、治疗和预防专家共识第一版》推荐用药
13	《中成药治疗小儿急性上呼吸道感染临床应用指南》推荐用药
14	国际呼吸杂志《特殊人群普通感冒规范用药的专家共识》推荐用药

资料来源：公司官网，国家卫健委，中邮证券研究所

2.3 集采降价温和，若中标将拓展公司销售范围

2021 年，连花清瘟产品被纳入广东等 6 省联盟关于中成药的集中带量采购，目前该项集采仍在进行中。根据广东省药品交易中心 2022 年 4 月 8 日发布的《关于公示广东联盟清开灵等中成药集中带量采购拟中选/备选结果》通知显示，公司的独家品种-连花清瘟颗粒最高日均费用/有效申报价为 11.25 元/天（对应的剂量为 6g/袋×3 袋；3.75 元/袋）；拟备选价格为 2.3295 元/袋；查询淘宝平台销量较大的网店的价格在 2.7 元/袋左右（10 盒 100 袋装）。由上述信息对比可以发现，连花清瘟的集采报价与 100 袋包装的零售价格相比，降幅 13.72%，降价幅度温和。（根据《广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购文件》中说明的采购规则，拟

备选产品由联盟地区由各省根据实际情况决定是否采购使用。)

对比参与本次集采药品报量的联盟地区以及公司现有主要销售省份可以发现，通过带量采购，公司将新增在山西、海南、宁夏、青海四省的销售市场，集采带量的特性还可保证销量的前提下，减少营销费用，未来前景可期。

图表 27：连花清瘟主要销售地区

	地区
现有目前销量大的省份	山东、广东、河北、河南、湖北
本次集采联盟地区	广东、 山西 、河南、 海南 、 宁夏 、 青海 （标红为未来可新增的销售地区）

资料来源：公司公告（投资者关系活动记录表 20220113），广东省药品交易中心，中邮证券研究所

3 连花清瘟系列品牌效应日益增加，公司海外业务未来可期

中医药产业是我国特色产业，且在治疗慢性病等领域拥有不可替代的作用，在国家政策支持方面：

2021 年底，国家中医药管理局印发《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021—2025 年）》的通知。通知提出，“十四五”时期，与共建“一带一路”国家合作建设 30 个高质量中医药海外中心，颁布 30 项中医药国际标准，打造 10 个中医药文化海外传播品牌项目，建设 50 个中医药国际合作基地，建设一批国家中医药服务出口基地，加强中药类产品海外注册服务平台建设，组派中医援外医疗队，鼓励社会力量采用市场化方式探索建设中外友好中医医院。

2022 年 3 月 29 日，国务院办公厅印发《“十四五”中医药发展规划》的通知。在“十四五”中医药发展规划中提出，要“扩大中医药国际贸易。大力发展中医药服务贸易，高质量建设国家中医药服务出口基地。推动中医药海外本土化发展，促进产业协作和国际贸易。鼓励发展“互联网+中医药贸易”。逐步完善中医药“走出去”相关措施，开展中医药海外市场政策研究，助力中医药企业“走出去”。推动中药类产品海外注册和应用”。

公司国际化进程：

公司 2021 年初在海南注册成立全资子公司作为公司国际贸易的中心，将以此为国际贸易平台，开展包括中药、化药、健康品的进出口以及中医药技术输出和海外先进技术引入等业务。

海外知识产权管理方面，截至 2021 年上半年，公司已获授权的国际发明专利 84 项，涵盖美、俄等多个国家。

2020 年公司海外营收 3.04 亿元，同比增长 918%，国际化进程不断加快。

图表 28：公司连花清瘟产品的国际化进程

地区/国家	国际化进程
中国香港、中国澳门； 巴西、加拿大、莫桑比克、厄瓜多尔、毛里求斯、乌干达、俄罗斯、乌克兰、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、蒙古国、科威特、新加坡、老挝、泰国、菲律宾、印度尼西亚、利比里亚、津巴布韦、肯尼亚等	截至 22 年 1 月获得上市许可的 (其中，俄罗斯、乌克兰、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、蒙古、科威特、新加坡、老挝、泰国、菲律宾、印尼、罗马尼亚等为“一带一路”国家)
科威特等	获批新冠适应症
乌兹别克斯坦	入选了卫生部发布的抗疫药品白名单
泰国、柬埔寨、印度尼西亚	获准进入新冠肺炎定点医院，用于治疗当地患者；2021 年 7 月，连花清瘟入选了柬埔寨卫生部发布的新冠肺炎轻症患者居家治疗方案

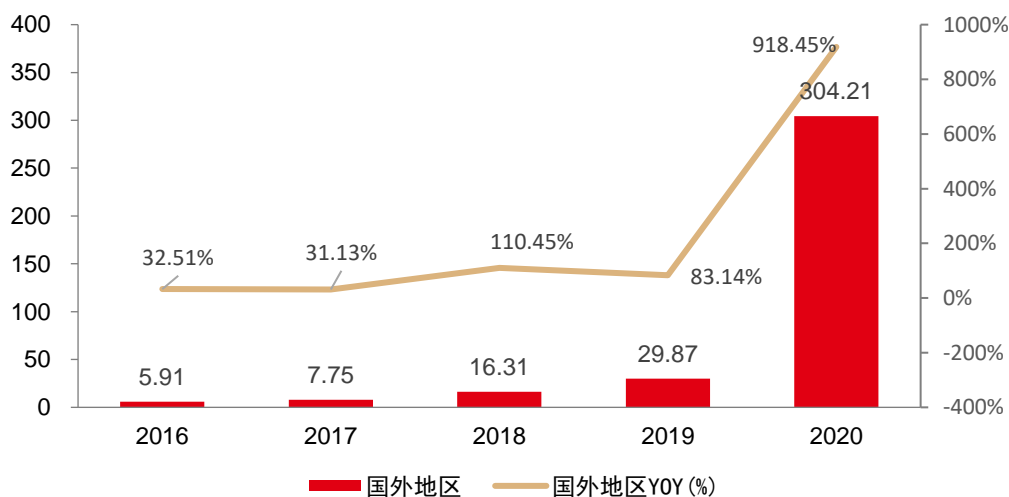
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 29：公司近 2 年获得的国际发明专利

序号	专利名称	专利号	国别	专利类型	有效期
1	一种中药组合物中薄荷脑的含量测定方法	2712775	俄罗斯	发明专利	2037-11-03
2	吡咯取代咪唑酮类衍生物、其制备方法、包含该衍生物的组合、及其用途	MY-176521-A	马来西亚	发明专利	2035-02-04
3	酸枣仁油治疗药物性失眠的用途	US10, 881, 704B2	美国	发明专利	2036-9-9
4	一种中药组合物中薄荷脑的含量测定方法	10-2227057	韩国	发明专利	2037-11-3
5	吡咯取代咪唑酮类衍生物、其制备方法、包含该衍生物的组合、及其用途	371732	印度	发明专利	2035-2-4

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 30：公司海外业务营收（百万）



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

4 以临床价值为导向，积极申报中药创新药，研发投入不断增加

4.1 国家对发展创新中医药产业的政策支持

2020年9月28日，国家药监局发布《中药注册分类及申报资料要求》，将中药注册按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行分类，并细化申报资料要求。根据中国医药报的权威解读，（1）注册分类为“古代经典名方中药复方制剂”的药品，可豁免临床直接提出上市许可申请，大大缩短新药研发上市的时间，促进古代经典名方向中药新药转化；（2）坚持以临床价值为导向，并贯彻到中药优先审评的监管决策中，贯穿到中医药理论-中药人用经验-临床试验相结合的审评证据构建当中，落实到中药的临床价值评估中。

图表 31：中药注册分类（国家药监局 2020 年第 68 号）

序号	分类	释义	包含的情形
1	中药创新药	指处方未在国家药品标准、药品注册标准及国家中医药主管部门发布的《古代经典名方目录》中收载，具有临床价值，且未在境外上市的中药新处方制剂。	1.1 中药复方制剂，系指由多味饮片、提取物等在中医药理论指导下组方而成的制剂。
			1.2 从单一植物、动物、矿物等物质中提取得到的提取物及其制剂。
			1.3 新药材及其制剂，即未被国家药品标准、药品注册标准以及省、自治区、直辖市药材标准收载的药材及其制剂，以及具有上述标准药材的原动、植物新的药用部位及其制剂。
2	中药改良型新药	指改变已上市中药的给药途径、剂型，且具有临床应用优势和特点，或增加功能主治等的制剂。	2.1 改变已上市中药给药途径的制剂，即不同给药途径或不同吸收部位之间相互改变的制剂。
			2.2 改变已上市中药剂型的制剂，即在给药途径不变的情况下改变剂型的制剂。
			2.3 中药增加功能主治。
			2.4 已上市中药生产工艺或辅料等改变引起药用物质基础或药物吸收、利用明显改变的。
3	古代经典名方中药复方制剂	古代经典名方是指符合《中华人民共和国中医药法》规定的，至今仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的古代中医典籍所记载的方剂。古代经典名方中药复方制剂是指来源于古代经典名方的中药复方制剂。	3.1 按古代经典名方目录管理的中药复方制剂。
			3.2 其他来源于古代经典名方的中药复方制剂。包括未按古代经典名方目录管理的古代经典名方中药复方制剂和基于古代经典名方加减化裁的中药复方制剂。
4	同名同方药	指通用名称、处方、剂型、功能主治、用法及日用饮片量与已上市中药相同，且在安全性、有效性、质量可控性方面不低于该已上市中药的制剂。	-

资料来源：国家药品监督管理局，中邮证券研究所

注：中药注册分类不代表药物研制水平及药物疗效的高低，仅表明不同注册分类的注册申报资料要求不同

图表 32：近期国家出台的中药支持政策

时间	政策名称	出台单位	主要内容
2020 年	《中药注册分类及申报资料要求》	国家药监局	将中药注册分为中药创新药（1 类）、中药改良型新药、经典名方以及同名同方药四类，新的中药注册分类以临床价值为导向，鼓励中药传承创新，最大程度释放中药创新潜能。
2021 年 2 月	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院办公厅	指出加快推进中药审评审批机制改革，建立中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系。《措施》以中医药特色发展为主线，进一步强化了政策的针对性、目标性和可操作性。
2021 年 5 月	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	国家医保局	“双通道”政策的核心是在原有定点医疗机构的基础上，增加定点零售药店作为满足谈判药品供应保障、临床使用等需求的渠道，并同步纳入医保支付的机制。
2021 年 12 月 30 日	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家中医保局	从支付端加大了中医药发展的保障和支持力度，总体来看，国家对中医药支持政策已由顶层设计逐步过渡到落地执行阶段，具有较强的连贯性。
2022 年 1 月 5 日	《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则（征求意见稿）》	国家药监局药审中心	针对在中医药理论、人用经验、临床试验相结合的中药注册审评证据体系下研发的中药新药，提出不同注册分类临床方面沟通交流的关键节点、会议资料要求以及关注点，其中包括人用经验数据。
2022 年 3 月 29 日	《“十四五”中医药发展规划》	国务院办公厅	增强疾病治疗能力。开展国家中医优势专科建设，以满足重大疑难疾病防治临床需求为导向，做优做强骨伤、肛肠、儿科、皮肤科、妇科、针灸、推拿及脾胃病、 心脑血管病 、肾病、肿瘤、周围血管病等中医优势专科病，巩固扩大优势，带动特色发展。制定完善并推广实施一批中医优势病种诊疗方案和临床路径，逐步提高重大疑难疾病诊疗能力和疗效水平。加强中药药事管理，落实处方专项点评制度，促进合理使用中药。 完善中医药参与应急管理的制度。 在传染病防治法、突发公共卫生事件应对法等法律法规制修订中，研究纳入坚持中西医并重以及中西医结合、中西药并用、加强中医救治能力建设等相关内容，推动建立有效机制，促进中医药在新发突发传染病防治和公共卫生事件应急处置中发挥更大作用。

资料来源：各职能部门官网，中邮证券研究所整理

4.2 公司进一步完善“中药-化生药-健康品研发创新体系”建设

中药研发方面，坚持以创新专利中药为主体，经典名方与配方颗粒辅两翼的中药研发策略，坚持以医学为导向的四新原则：中医理论创新、中药组方原创、实验技术发现、临床疗效明确。目前在研的中药创新药主要有：

1. 枣椹健脑安神片（适用于失眠症）、苏夏解郁除烦胶囊（适用于轻、中度抑郁症属气郁痰阻、郁火内扰者）、小儿连花清感颗粒（适用于儿童感冒）；

2. 络痹通片、柴黄利胆胶囊、玉屏通窍片目前正在加快进行 2、3 期临床研究，为后续新药申报奠定产品基础，也为在风湿免疫类疾病、消化肝胆类疾病、五官科疾病领域开拓新的市场；

3. 国家重点研发计划——脉络学说营卫理论指导心血管事件链防治研究。围绕从代谢综合征→动脉硬化易损斑块→急性心梗无再流→心律失常→慢性心力衰竭心血管疾病因果相连、递进发展的关键疾病环节，系统研究通络代表性药物通心络、参松养心、芪苈强心胶囊的临床疗效。

图表 33：2021 年国家药监局通过的中药新药上市申请

发布日期	分类	药品名称	药品上市许可持有人	治疗范围
2021/3/2	3.2 类 其他来源于古代经典名方的中药复方制剂	清肺排毒颗粒	中国中医科学院中医临床基础医学研究所	来源于古代经典名方，清肺排毒颗粒用于感受寒湿疫毒所致的疫病
2021/3/2	3.2 类 其他来源于古代经典名方的中药复方制剂	化湿败毒颗粒	广东一方制药有限公司	来源于古代经典名方，化湿败毒颗粒用于湿毒侵肺所致的疫病
2021/3/2	3.2 类 其他来源于古代经典名方的中药复方制剂	宣肺败毒颗粒	山东步长制药股份有限公司	来源于古代经典名方，宣肺败毒颗粒用于湿毒郁肺所致的疫病
2021/9/1	中药新药	益肾养心安神片	石家庄以岭药业股份有限公司	是在临床经验方基础上研制的中药新药复方制剂， 开展了随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验 ，结果显示可用于失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证的治疗。
2021/9/14	中药新药	益气通窍丸	天津东方华康医药科技发展有限公司	是在临床经验方基础上研制的中药新药复方制剂，开展了随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验，结果显示可用于季节性过敏性鼻炎中医辨证属肺脾气虚证的治疗。
2021/11/10	中药创新药	银翘清热片	江苏康缘药业股份有限公司	本品是在临床经验方基础上研制的中药创新药，开展了多中心、随机、双盲、安慰剂/阳性药平行对照临床试验，结果显示可用于外感风热型普通感冒的治疗。
2021/11/26	中药创新药	玄七健骨片	湖南方盛制药股份有限公司	其临床试验研究结果显示可用于轻中度膝骨关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证的治疗。
2021/11/26	中药创新药	芪蛭益肾胶囊	山东凤凰制药股份有限公司	其临床试验研究结果显示可用于早期糖尿病肾病气阴两虚证的治疗。
2021/11/26	中药创新药	坤心宁颗粒	天士力医药集团股份有限公司	其临床试验研究结果显示可用于女性更年期综合征中医辨证属肾阴阳两虚证的治疗。
2021/12/16	中药创新药	虎贞清风胶囊	一力制药股份有限公司	是在临床经验方基础上研制的中药创新药，开展了随机、双盲、安慰剂平行对照、多中心临床试验，临床试验研究结果显示可用于轻中度急性痛风性关节炎中医辨证属湿热蕴结证的治疗。
2021/12/16	中药创新药	解郁除烦胶囊	石家庄以岭药业股份有限公司	是在临床经验方基础上研制的中药创新药，处方根据中医经典著作《金匱要略》记载的半夏厚朴汤和《伤寒论》记载的栀子厚朴汤化裁而来， 开展了随机、双盲、阳性对照药（化学药品）、安慰剂平行对照、多中心临床试验 ，临床试验研究结果显示可用于轻中度抑郁症中医辨证属气郁痰阻、郁火内扰证的治疗。
2021/12/31	中药创新药	七蕊胃舒胶囊	健民药业集团股份有限公司	是在医疗机构制剂基础上研制的中药创新药，开展了随机、双盲、阳性药平行对照、多中心临床试验。临床试验研究结果显示可用于轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛的治疗。

资料来源：国家药品监督管理局，中邮证券研究所

健康产品研发方面，加快申报具有以岭中医药特色的健康产品成为高新技术产品，尽快实现上市销售。同时加快连花呼吸健康产品的生产及国际销售的资质认证。

截止 2021 年年中，公司已累计获得专利 639 项，其中发明专利 325 项，实用新型专利 19 项，外观设计专利 305 项。

5 盈利预测与估值评级

5.1 盈利预测

心脑血管类产品：考虑到国内人口老龄化不断加深，未来心脑血管类口服中药的市场需求不断增加，预测其公立端市场规模年均增速在 15% 左右，同时考虑公司心脑血管类产品市占率不断上升，我们预测 2021-2023 年公司该板块营收增速为 40%/20%/20%，产品营收为 48.25/57.90/69.48 亿元。

连花清瘟系列产品：结合疫情影响及产品市占率逐渐升高，我们预测 2021-2023 年，公司该板块业务营收增速为 25%/15%/10%，产品营收为 53.20/61.18/67.29 亿元。

化药、大健康等其他业务条线：2018-2020 以及 2021H1 该业务条线收入依次为：8.05、10.26、10.80、8.50（亿元）；同比增速：22.74%、27.49%、5.28%、18.22%。考虑到公司该类业务尚处于起步阶段以及国际市场环境复杂，我们预测 2021-2023 年，公司该板块业务营收增速为 20%/20%/20%，营收为 12.96/15.55/18.67 亿元。

图表 34：公司主要业务板块收入拆分和盈利预测

项目/年度	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
1. 心脑血管类产品						
营业收入，百万	2804.88	3096.29	3446.50	4825.1	5790.12	6948.14
营收同比增长率，%	1.1%	10.4%	11.3%	40.0%	20.0%	20.0%
营业成本，百万	861.36	936.43	1048.15	1447.5	1737.04	2084.44
毛利率，%	69.3%	69.8%	69.6%	70%	70%	70%
2. 连花清瘟系列产品						
营业收入，百万	1204.91	1703.04	4255.79	5319.7	6117.7	6729.47
营收同比增长率，%	85.0%	41.3%	149.9%	25%	15%	10%
营业成本，百万	382.57	566.71	1317.57	1702.3	1957.66	2153.43
毛利率，%	68.3%	66.7%	69.0%	68%	68%	68%
3. 其他业务线						
营业收入，百万	804.77	1025.96	1080.19	1296.2	1555.47	1866.57
营收同比增长率，%	22.7%	27.5%	5.3%	20.0%	20.0%	20.0%
营业成本，百万	387	603	753	907.36	1166.61	1493.25
毛利率，%	51.9%	41.2%	30.3%	30%	25%	20%

来源：Wind，中邮证券研究所预测

综合考虑以上主要业务板块业绩，我们预测公司 2021-2023 年归母净利润 15.51/17.69/19.75 亿元，对应 EPS 预测 0.93/1.06/1.18 元/股。

图表 35：公司盈利预测表

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万）	8782	11441	13463	15544
增速	50.8%	30.3%	17.7%	15.5%
归属母公司股东净利润（百万）	1219	1551	1769	1975
增速	100.9%	27.3%	14.1%	11.6%
毛利率	64.5%	64.5%	63.9%	63.1%
每股收益 EPS（元）	1.02	0.93	1.06	1.18
市盈率 PE	25.41	27.95	24.51	21.95
净资产收益率 ROE	13.7%	15.9%	15.4%	14.7%

资料来源：Wind，中邮证券研究所预测

5.2 估值与评级

选取与公司主营业务相近，市场规模以及品牌知名度相当的同仁堂、片仔癀、天士力为可比公司，参照行业内可比公司的 PE 估值水平，同时考虑公司品牌效应及专利品种优势，给予公司 2022 年 30 倍 PE，对应公司目标价 31.80 元，首次覆盖，给予“推荐”评级。

图表 36：可比公司估值

代码	公司	股价	EPS，元			PE		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600085.SH	同仁堂	35.75	0.90	1.06	1.24	39.72	33.86	28.92
600436.SH	片仔癀	301.89	3.90	4.96	6.14	77.49	60.90	49.17
600535.SH	天士力	10.18	0.92	0.87	0.98	11.07	11.69	10.41
平均						42.76	35.48	29.50
002603.SZ	以岭药业	25.95	0.93	1.06	1.18	27.95	24.51	21.95

资料来源：Wind，中邮证券研究所预测

注：股价为 2022 年 4 月 27 日收盘价，可比公司相关预测为 Wind 一致预期

6 风险提示

创新药进度不及预期风险；市场竞争加剧风险；全球疫情变化超预期风险；集采不确定性。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。中邮证券有限责任公司及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为客户。

本报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、黑龙江、广东、浙江、辽宁、吉林、新疆、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。