

羚锐制药 (600285.SH)

买入 (首次评级)

中药贴膏龙头企业，营销改革凸显经营弹性

当前价格: 23.97元

投资要点:

➤ 老龄化+中医药振兴，助力中药贴膏市场腾飞。

1) 人口老龄化进程将加速进展：我国在1962年即婴儿潮第一年出生的人口，在2022年迈入60岁，在未来十余年，预计每年有超2000万人迈入老年人行列，老龄化进程将加速；2) 老年人为慢性疾病高发人群：65岁以上人口为慢性病高发人群，2018年慢性病患者率高达62.3%；3) 政策高度鼓励中医药行业发展：2021年《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》充分认识到医保支持中医药传承创新发展的重要意义。

➤ 国内知名中药贴膏品牌，多剂型产品布局，共推公司长期发展。

1) 贴膏产品：独家产品通络祛痛膏，公立医院终端2022H1销售额居中成药贴膏剂第三名；高性价比“两只老虎”系列产品，市场占有率高竞争力强劲：2022年“两只老虎系列”四个产品在同类产品中的市场占有率均为单产品第一；2) 片剂+胶囊+软膏，丰富产品类型，拓宽发展路径：公司骨科口服药丹鹿通督片，与贴膏剂形成了较好的协同效应。核心产品培元通脑胶囊是公司胶囊剂收入的主要驱动力，心血管领域持续发力；3) 加速新品种研发，进一步丰富业务管线。近年来，公司持续增加研发投入，注重研究化学贴片、骨科、心脑血管等领域，致力于推进已上市产品的二次开发。

➤ 营销改革：从快速扩张到销售控费，凸显业绩弹性。

从收入端看改革成效：1) 第一次改革（12-17年），发展驶入快车道：从2012年公司实行第一次改革后，公司开始步入发展快车道，2012-2017年CAGR达到26.8%；2) 第二次改革（18年-至今），凸显弹性：公司收入端增速从17年开始有所回落，在2018年实行第二次改革后，增速从19年开始出现拐点，开始了第二次提速发展阶段。从费用端看营销力度及控费成效：1) 在第一次改革期间，公司持续加大对销售费用的投入，同比增速屡创新高，2016年销售费用投入同比增长54.8%；相应销售费用率从2012年的30.6%，快速提升至2017年的48%，提升17.4pct；2) 在第二次改革期间，公司对销售费用的投入增速明显下降，销售费用率从2018年的51.5%控制到2022年的48.1%，下降了3.4pct，改革效果初显。

➤ 投资建议：

公司作为国内知名中药贴膏品牌企业，龙头地位稳固，公司目前处于第二次营销改革阶段，业绩弹性将得到充分凸显，我们预计公司24-26年归母净利润将分别达到6.8/8/9.3亿元，对应PE分别为20.1/17/14.6倍，选取同样具有贴膏业务的可比公司，24年PE均值为22.4倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

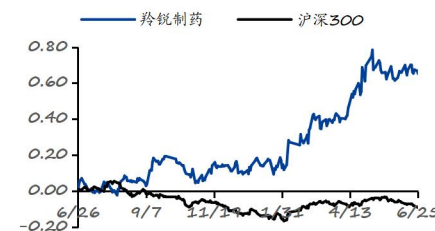
➤ 风险提示

行业竞争加剧风险、新产品研发进度不及预期、原材料价格大幅波动风险。

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	567.14/563.19
流通A股市值(百万元)	13,499.60
每股净资产(元)	5.17
资产负债率(%)	40.95
一年内最高/最低价(元)	26.89/14.30

一年内股价相对走势



团队成员

分析师：盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn
分析师：张俊(S0210524040002)
zj30486@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,002	3,311	3,811	4,333	4,919
增长率	11%	10%	15%	14%	14%
净利润(百万元)	465	568	675	798	934
增长率	29%	22%	19%	18%	17%
EPS(元/股)	0.82	1.00	1.19	1.41	1.65
市盈率(P/E)	29.2	23.9	20.1	17.0	14.6
市净率(P/B)	5.3	4.9	4.6	3.8	3.1

数据来源：公司公告、华福证券研究所



正文目录

1 羚锐制药：中药贴膏龙头企业，销售改革带来业绩弹性	4
1.1 业绩稳健增长，骨科贴膏剂贡献突出	5
1.2 营销改革成果显著，盈利能力稳步提升	8
1.2.1 两次营销改革：从快速扩张到销售控费	8
1.2.2 毛利率略有下滑，净利率稳中有升	9
1.2.3 存货、应收账款周转率持续提升，现金流情况良好	10
2 老龄化+中医药振兴，助力中药贴膏市场腾飞	11
2.1 中医药行业振兴，市场持续扩容	11
2.2 老龄化进程加快，骨科市场需求提升	12
2.3 骨科患者持续扩容，中药贴膏市场稳健增长	14
3 国内知名中药贴膏品牌，“两只老虎”家喻户晓	16
3.1 产品品类丰富，品牌效应提升	16
3.1.1 骨科：市场需求旺盛，“两只老虎”系列量价齐升	16
3.1.2 心脑血管：拓宽营销渠道，提升内生增长力	17
3.1.3 麻醉科：芬太尼透皮贴剂国内仅三家获批	18
3.2 持续推进研发管线，助力公司长期发展	18
4 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议	20
5 风险提示	20

图表目录

图表 1: 公司发展历史	4
图表 2: 公司主要产品	4
图表 3: 公司股权结构图（截至 2024 一季报）	5
图表 4: 公司历年营收情况（亿元，%）	6
图表 5: 公司历年归母净利润（亿元，%）	6
图表 6: 历年分业务（产品）收入情况（亿元）	6
图表 7: 历年各业务（产品）收入占比（%）	6
图表 8: 公司历年分业务（产品）毛利情况（亿元）	7
图表 9: 公司历年各业务（产品）毛利占比（%）	7
图表 10: 历年分业务（治疗领域）收入情况（亿元）	7
图表 11: 历年各业务（治疗领域）收入占比（%）	7
图表 12: 公司历年分业务（治疗领域）毛利情况（亿元）	8
图表 13: 公司历年各业务（治疗领域）毛利占比（%）	8
图表 14: 公司历年收入情况（亿元，%）	9
图表 15: 公司历年销售费用情况（亿元，%）	9
图表 16: 公司历年销售费用率情况（%）	9
图表 17: 历年毛利率、归母净利率情况（%）	10
图表 18: 费用率情况（%）	10
图表 19: 公司历年分业务（产品）毛利率情况（%）	10
图表 20: 公司历年分业务（治疗领域）毛利率情况（%）	10
图表 21: 公司存货周转天数及周转率（天，%）	11
图表 22: 公司应收账款周转天数及周转率（天，%）	11
图表 23: 公司经营性现金流情况（亿元）	11
图表 24: 国家政策鼓励中医药行业发展	11
图表 25: 历年中成药市场规模（亿元）	12
图表 26: 我国历年出生人口数（万人）	13
图表 27: 历年中国 65 岁以上人口情况（亿人，%）	13
图表 28: 我国慢性病患率情况（%）	13



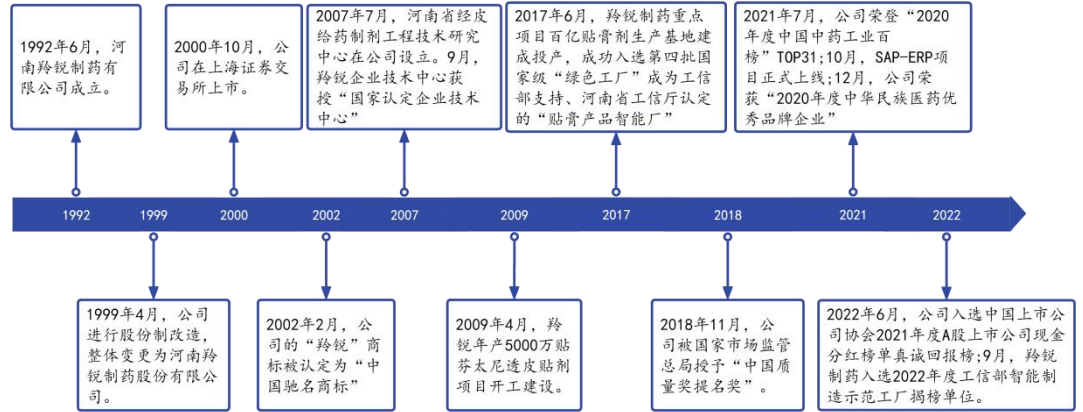
图表 29:	慢性病患率在各年龄段的分布 (%)	13
图表 30:	历年骨科专科医院诊疗人次 (百万人次)	14
图表 31:	2021 年骨科疾病出院病人在各年龄段的分布 (%)	14
图表 32:	骨关节炎阶梯化治疗示意图	14
图表 33:	中国公立医疗机构终端中药贴膏销售额 (亿元, %)	15
图表 34:	中国实体药店终端中药贴膏销售额 (亿元, %)	15
图表 35:	2022 H1 中国公立医疗机构终端中药贴膏剂销量 Top10 品牌	15
图表 36:	2021 年中国实体药店终端中药贴膏剂销量 Top10 品牌	16
图表 37:	2021 年中国网上药店终端中药贴膏剂销量 Top10 品牌	16
图表 38:	通络祛痛膏销售量 (万贴)	17
图表 39:	丹鹿通督片销售量 (万粒)	17
图表 40:	壮骨麝香止痛膏销售量 (万贴)	17
图表 41:	伤湿止痛膏销售量 (万贴)	17
图表 42:	培元通脑胶囊销售量 (万粒)	18
图表 43:	参芪降糖胶囊销售量 (万粒)	18
图表 44:	芬太尼透皮贴剂格局 (截至 2024.6.17)	18
图表 45:	公司主要研发项目	19
图表 46:	公司研发支出及收入占比情况 (百万元, %)	19
图表 47:	公司研发人员数量及占比 (人, %)	19
图表 48:	公司业绩拆分预测表 (百万元, %)	20
图表 49:	可比公司估值表 (统计时间截至 2024/6/25)	20
图表 50:	财务预测摘要	22



1 羚锐制药：中药贴膏龙头企业，销售改革带来业绩弹性

深耕30年，国内中药贴膏龙头地位稳固。羚锐制药成立于1992年，是一家以药品、医疗器械生产经营为主业的国家高新技术企业。2000年，公司在上海证券交易所上市，旗下拥有通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏等多个知名中药贴膏，为国内中药贴膏龙头企业。

图表1：公司发展历史



数据来源：公司2021年度社会责任报告，公司2022年度社会责任报告，公司官网，华福证券研究所

公司拥有百余种骨科、心脑血管、麻醉科产品。其中包括通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、培元通脑胶囊、丹鹿通督片、参芪降糖胶囊、芬太尼透皮贴剂等国家中药保护品种和国家医保产品、基药产品。

图表2：公司主要产品

产品类别	产品名称	产品功能或用途
骨科 “通络+活血”	通络祛痛膏	活血通络，散寒除湿、消肿止痛。用于腰部、膝部骨性关节炎瘀血停滞，寒湿阻络证，症见：关节刺痛或钝痛，关节僵硬，屈伸不利，畏寒肢冷。用于颈椎病（神经根型）瘀血停滞、寒湿阻络证，症见颈项疼痛、肩臂疼痛，颈项活动不利，肢体麻木，畏寒肢冷，肢体困重等。
	活血消痛酊	活血化瘀，散寒通络，祛风除湿，舒筋止痛。用于寒湿瘀阻引起的腰膝疼痛，沉困，活动不利的辅助治疗。
	壮骨麝香止痛膏	祛风湿，活血止痛。用于风湿关节、肌肉痛、扭伤。
骨科 “两只老虎”	伤湿止痛膏	祛风湿，活血止痛。用于风湿性关节炎、肌肉疼痛、关节肿痛。
	关节止痛膏	活血散瘀、温经镇痛。用于寒湿瘀阻经络所致风湿关节痛及关节扭伤。
	麝香壮骨膏	镇痛，消炎。用于风湿痛，关节痛，腰痛，神经痛，肌肉酸痛，扭伤，挫伤。

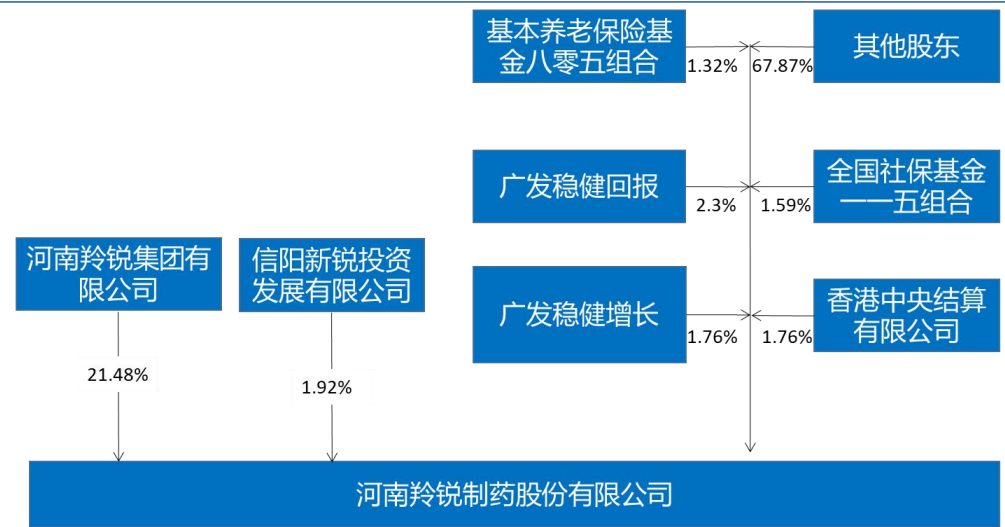


麻醉科 贴剂	锐枢安 ®芬太尼透皮贴剂	本品用于治疗中度到重度慢性疼痛以及那些只能依靠阿片样镇痛药治疗的难以消除的疼痛。
慢性病 口服药	培元通脑胶囊 参芪降糖胶囊	益肾填精，熄风通络。用于缺血性中风中经络恢复期肾元亏虚，瘀血阻络证，症见半身不遂、口舌歪斜、语言不清、偏身麻木、眩晕耳鸣、腰膝酸软、脉沉细。 益气养阴，滋脾补肾。主治消渴症，用于II型糖尿病。
皮肤科 软膏剂	糠酸莫米松乳膏（羚锐止痒平）	用于湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症。

数据来源：2022 年半年报，华福证券研究所

实控人管理经验丰富，深度绑定企业。公司实际控制人为现任董事长兼总经理熊伟，2013 年开始于公司任职，曾任羚锐制药市场部总监、贴膏剂销售部副总经理、羚锐制药总经理助理，副总经理等职，管理经验丰富。

图表 3：公司股权结构图（截至 2024 一季报）

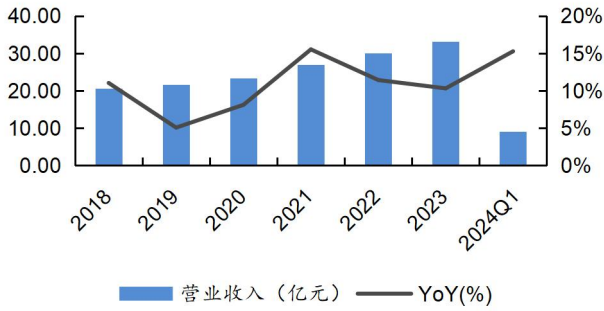


资料来源：wind，公司公告，华福证券研究所

1.1 业绩稳健增长，骨科贴膏剂贡献突出

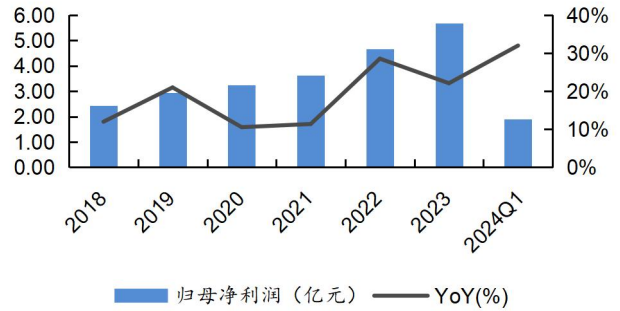
公司营收及利润持续稳健增长。2023 年，公司实现营业收入 33.1 亿元，同比增长 10.3%，2019-2023 年 CAGR 为 11.3%。2023 年实现归母净利润 5.7 亿元，同比增长 22.1%，2019-2023 年 CAGR 为 17.9%。

图表 4: 公司历年营收情况 (亿元, %)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

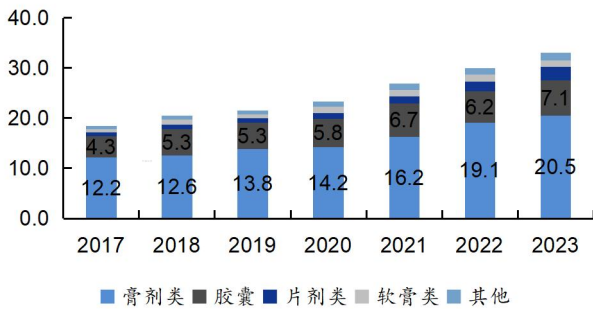
图表 5: 公司历年归母净利润 (亿元, %)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

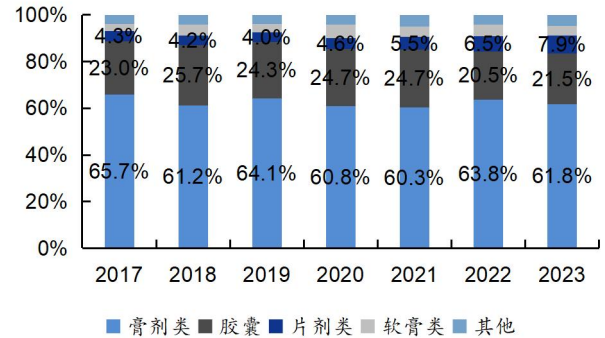
膏剂类产品为公司业绩基石。1) 膏剂类: 近几年收入占比均超 60%, 2023 年收入 20.5 亿, 同比增长 6.9%, 占比 61.8%, 2019-2023 年的 CAGR 为 10.3%; **2) 胶囊:** 2023 年收入 7.1 亿, 同比增长 15.4%, 占比 21.5%, 2019-2023 年的 CAGR 为 7.9%; **3) 片剂类:** 2023 年收入 2.6 亿, 同比增长 34.7%, 2019-2023 年的 CAGR 为 32.1%, 近年来占比持续提升, 2023 年收入占比 7.9%。

图表 6: 历年分业务 (产品) 收入情况 (亿元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 7: 历年各业务 (产品) 收入占比 (%)

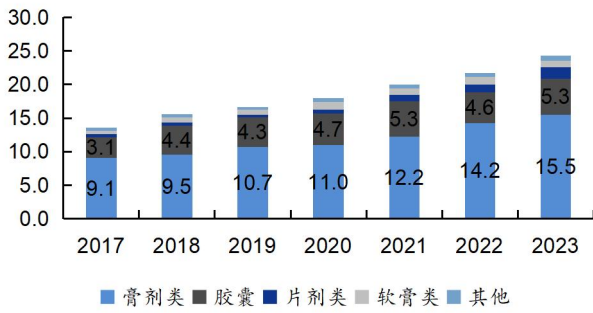


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

膏剂类产品为公司主要的毛利来源, 近年占比均超 60%。1) 膏剂类: 2023 年毛利为 15.5 亿, 占比 63.8%, 同比增长 8.8%, 2019-2023 年的 CAGR 为 9.6%; **2) 胶囊:** 23 年毛利为 5.3 亿, 同比增长 16.1%, 占比 21.9%, 2019-2023 年的 CAGR 为 5.2%。 **3) 片剂类:** 近三年占比持续提升, 2023 年毛利为 1.7 亿, 同比增长 50.4%, 2019-2023 年的 CAGR 为 41.4%。

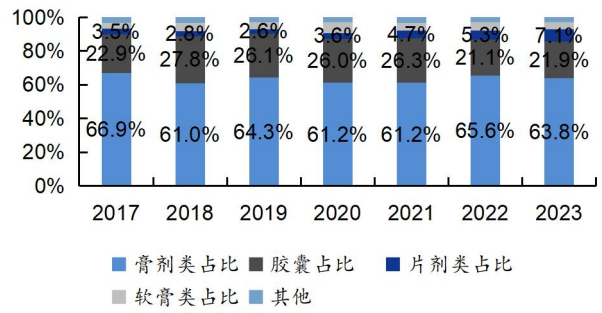


图表 8: 公司历年分业务(产品)毛利情况(亿元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

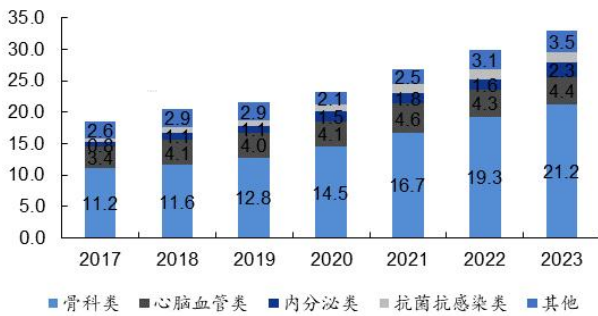
图表 9: 公司历年各业务(产品)毛利占比(%)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

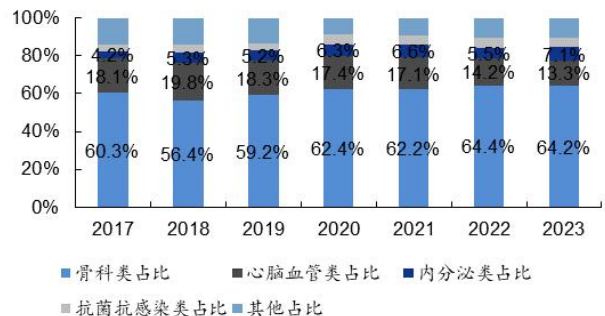
从治疗领域看,骨科类产品为公司业绩增长的核心驱动力。1)骨科类: 2019-2023 年 CAGR 为 13.5%, 近三年收入占比均超 60%。2023 年收入 21.2 亿, 同比增长 9.8%, 占比达 64.2%, 主要产品有通络祛痛膏等; 2)心脑血管类: 2023 年收入 4.4 亿, 同比增长 3%, 占比 13.3%, 主要产品有培元通脑胶囊等; 3)内分泌类: 2023 年收入 2.3 亿, 同比增长 42.6%, 2019-2023 年的 CAGR 为 19.9%, 主要产品是参芪降糖胶囊。

图表 10: 历年分业务(治疗领域)收入情况(亿元)



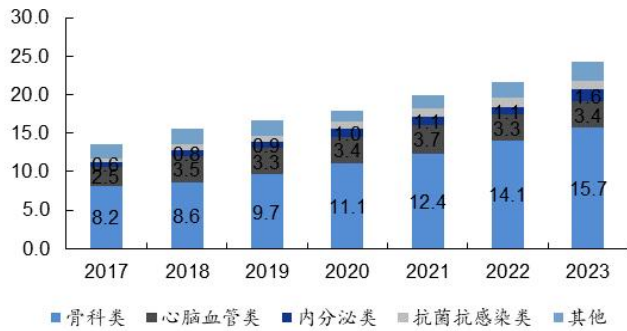
资料来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 历年各业务(治疗领域)收入占比(%)

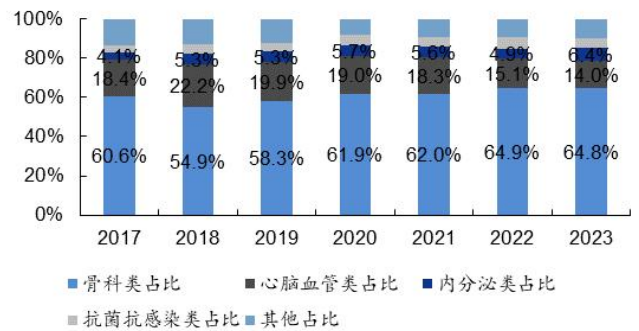


资料来源: 公司公告, 华福证券研究所

骨科类产品为公司核心的毛利来源, 近年占比 60%左右。1)骨科类: 2023 年毛利为 15.7 亿, 占比 64.8%, 同比增长 11.6%, 2019-2023 年的 CAGR 为 12.7%; 2)心脑血管类: 2023 年毛利为 3.4 亿, 同比增长 3.7%; 3)内分泌类: 2023 年毛利为 1.6 亿, 同比增长 47.2%, 2019-2023 年的 CAGR 为 15.1%。


图表 12: 公司历年分业务（治疗领域）毛利情况（亿元）


资料来源：公司公告，华福证券研究所

图表 13: 公司历年各业务（治疗领域）毛利占比（%）


资料来源：公司公告，华福证券研究所

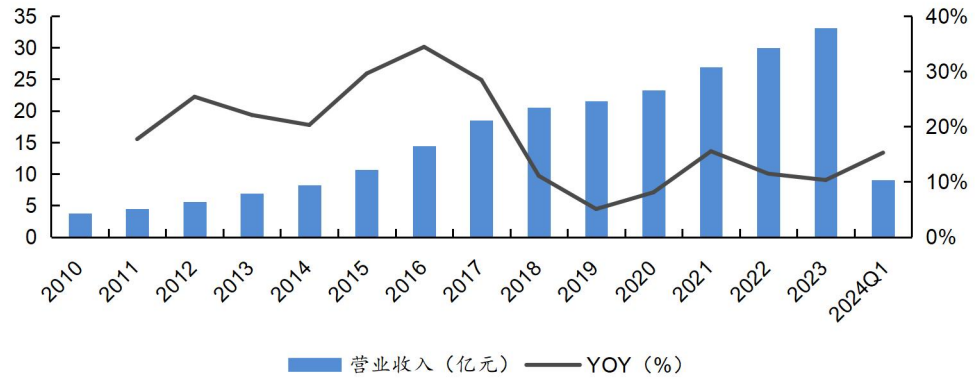
1.2 营销改革成果显著，盈利能力稳步提升

1.2.1 两次营销改革：从快速扩张到销售控费

第一阶段，快速扩张：2012年第一次营销改革：经过市场调研并借鉴同行业企业经验，公司在2011年制定营销改革方案，并于2012年1月1日开始执行。建立有效的激励机制，调动销售人员积极性和主观能动性，并加强医院临床销售带动 OTC 增长，加强终端建设。

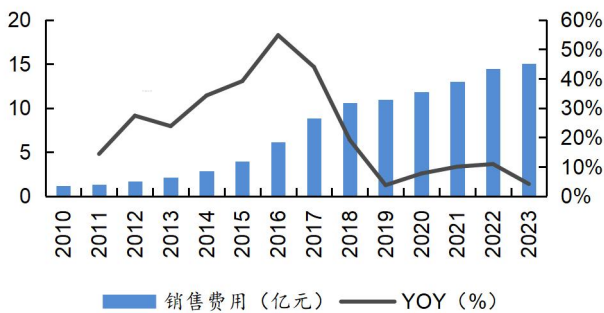
第二阶段，销售控费：2018年第二次营销改革。2018年公司设立河南羚锐医药，承接公司原有 OTC、基层医疗、医院临床营销队伍，形成统一的营销平台。**1) OTC 团队：**坚持重点产品营销策略，加大培训、加大绩效考核，促进产品稳步上量；**2) 基层医疗：**加速推进口服药向基层医疗机构转型，变革原有省区管理模式，由委托代理转变为自建销售队伍，并加强对地区经理的管理和激励；**3) 医院终端：**积极扩充、加大推广、采取自建队伍和精细化招商模式，强化渠道跟踪、扩大终端覆盖。

从收入端看改革成效：1) 第一次改革（12-17年），发展驶入快车道：从2012年公司实行第一次改革后，公司开始步入发展快车道，2012-2022年收入端 CAGR 为 18.2%，其中 2012-2017年 CAGR 达到 26.9%；**2) 第二次改革（18年-至今），凸显弹性：**公司收入端增速从17年开始有所回落，在2018年实行第二次改革后，增速从19年开始出现拐点，开始了第二次提速发展阶段。

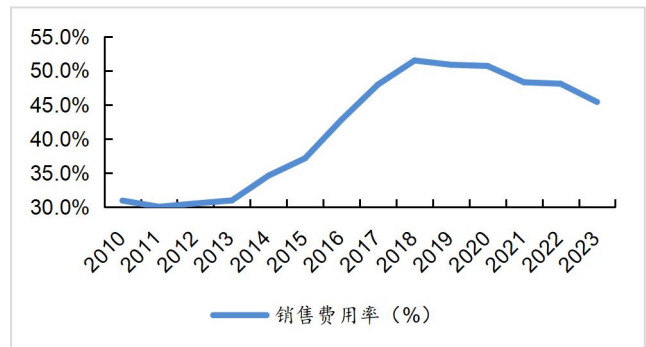

图表 14: 公司历年收入情况 (亿元, %)


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

从费用端看营销力度及控费成效: 1) 在第一次改革期间 (12-17 年), 公司持续加大对销售费用的投入, 同比增速屡创新高, 2016 年销售费用投入同比增长 54.8%; 相应地, 销售费用率从 2012 年的 30.6%, 快速提升至 2017 年的 48%, 提升 17.4pct; 2) 在第二次改革期间 (18 年-至今), 公司对销售费用的投入增速明显下降, 2023 年同比增速为 4.2%, 销售费用率从 2018 年的 51.5% 控制到 2023 年的 45.4%, 下降了 6.1 pct, 改革效果明显。

图表 15: 公司历年销售费用情况 (亿元, %)


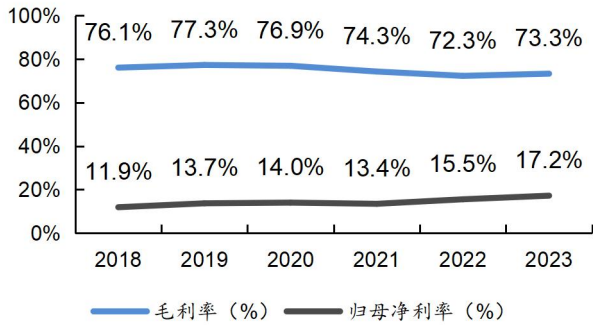
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 16: 公司历年销售费用率情况 (%)


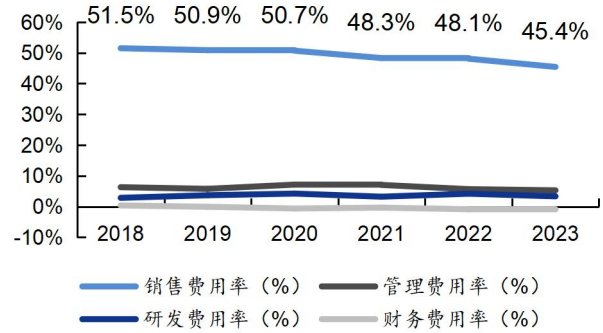
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

1.2.2 毛利率略有下滑, 净利率稳中有升

盈利水平稳中有升, 费用端优化增厚公司利润。 1) **盈利能力:** 净利率稳中有升, 2018-2023 归母净利率由 11.9% 上升至 17.2%, 同比增长 5.3 pct; 2) **费用管理:** 公司的管理费用率从 2018 年的 6.3% 控制至 2023 的 5.3%。销售费用率先增后减, 是由于 2017-2018 年公司增加销售投放力度, 公司销售费用率升高; 自 2018 年起公司开展第二次营销改革, 销售费用率逐渐下降, 为公司的净利率水平带来进一步提升空间。

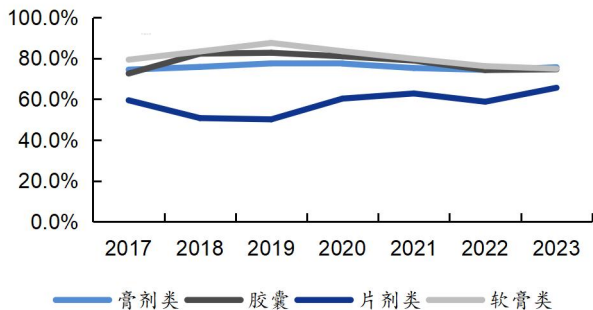

图表 17: 历年毛利率、归母净利率情况 (%)


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

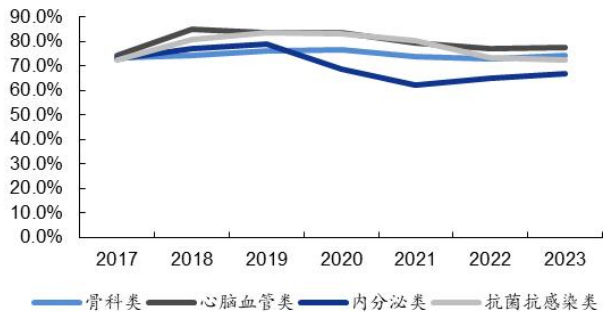
图表 18: 费用率情况 (%)


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

贴膏剂毛利率稳步提升。 1) **公司整体毛利率稳定:** 2019 到 2023 年期间, 公司整体毛利率维持在 70% 以上; 2) **贴膏剂毛利率:** 从 2017 年的 74.5% 提升至 2023 年的 75.7%, 提升了 1.2pct; 2) **胶囊剂:** 从 2017 年的 72.6% 提升至 2023 年的 74.7%, 提升 2.1pct; 片剂: 从 2017 年的 59.5% 上升至 2023 年的 65.6%, 提升 6.1pct; 3) **软膏剂毛利率下滑较快:** 从 2017 到 2023 年, 软膏剂毛利率从 79.4% 降至 75%, 下降 4.4pct。

图表 19: 公司历年分业务 (产品) 毛利率情况 (%)


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

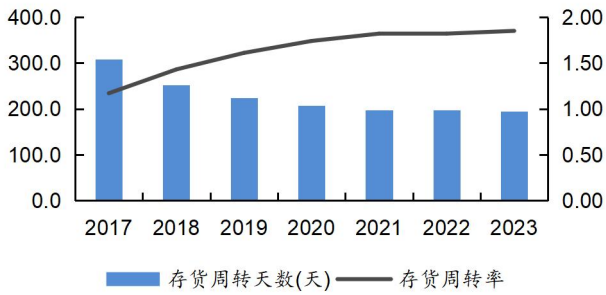
图表 20: 公司历年分业务 (治疗领域) 毛利率情况 (%)


数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

1.2.3 存货、应收账款周转率持续提升, 现金流情况良好

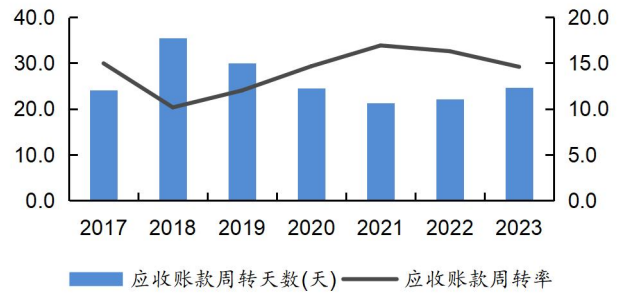
经营质量持续向好。 1) **存货周转率持续提升:** 公司存货周转天数从 2017 年的 307.7 天下降至 2023 年的 194.1 天, 存货周转率从 2017 年的 1.2 提升至 2023 年的 1.9; 2) **销售回笼速度加快, 应收账款周转率持续提升:** 公司应收账款周转天数从 2018 年的 35.4 天下降至 2022 年的 22.1 天, 2023 年为 24.7, 有所提升, 应收账款周转率从 2018 年的 10.2 提升至 2022 年的 16.3, 2023 年为 14.6, 有所下降; 3) **现金流情况良好:** 公司经营性现金流呈现阶梯式提升, 2023 年达到 8.1 亿元, 近三年均稳定在 8 亿以上。

图表 21: 公司存货周转天数及周转率 (天, %)



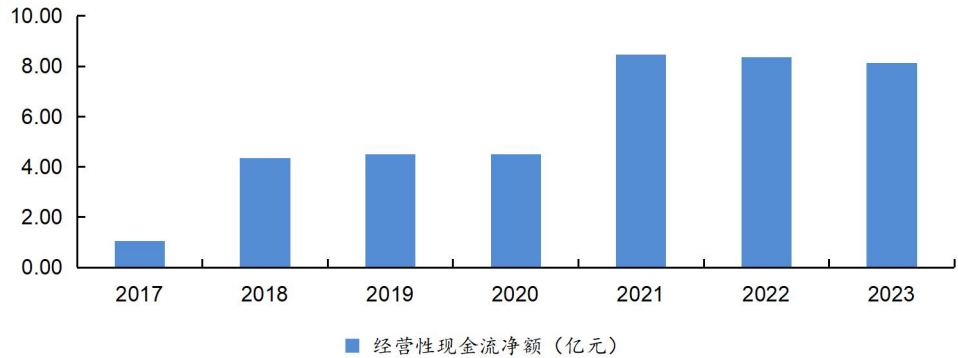
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 22: 公司应收账款周转天数及周转率 (天, %)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 23: 公司经营现金流情况 (亿元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

2 老龄化+中医药振兴, 助力中药贴膏市场腾飞

2.1 中医药行业振兴, 市场持续扩容

政策高度鼓励中医药行业发展。2016 年第一次从法律层面明确了中医药的重要地位、发展方针和扶持措施, 为中医药事业发展提供了法律保障, 2021 年《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》充分认识到医保支持中医药传承创新发展的重要意义, 2022 年《“十四五”中医药发展规划》提出建设优质高效中医药服务体系。健全其他医疗机构中医药科室。鼓励社会办医疗机构设置中医药科室。

图表 24: 国家政策鼓励中医药行业发展

时间	政策	要点
2009.5	《国务院关于扶持和 发展中医医疗和预防保健服务, 推进中医药继承与创新, 加强中医药人才队伍建设促进中医药事业发展 设, 提升中药产业发展水平, 加快民族医药发展, 繁荣发展中医药文化, 推动中的若干意见》	医药走向世界, 完善中医药事业发展保障措施。
2015.4	《中医药健康服务发 大力发展中 医养生保健, 医疗, 特色康复, 中医药健康养老服务及中医药文化和展规划 (2015—2020 健康旅游产业, 积极促进中医药健康服务相关支撑产业发展, 大力推进中医药服 务贸易。》	
2016.2	《中医药发展战略规 切实提高中医医疗服务能力, 大力发展中医养生保健服务, 全面做好中医药理论 划纲要 (2016—2030 方法继承, 着力推进中医药创新, 全面提升中药产业发展水平, 大力弘扬中医药	

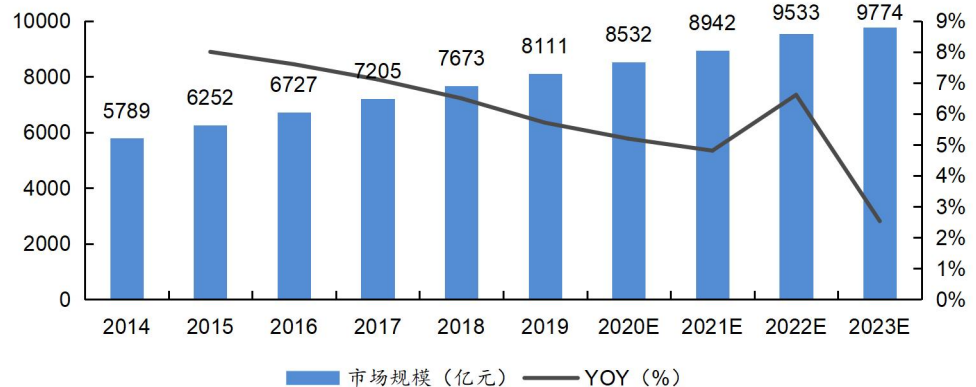


	年)》	文化, 积极推动中医药海外发展。
2016.12	《中华人民共和国中医药法》	由全国人大常委会审议通过, 第一次从法律层面明确了中医药的重要地位、方针和扶持措施, 为中医药事业发展提供了法律保障。
2019.1	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	健全中医药服务体系, 发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用, 大力推动中药质量提升和产业高质量发展, 加强中医药人才队伍建设, 促进中医药传承创新发展的意见》与开放创新发展, 改革完善中医药管理体制机制。
2021.1	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	夯实中医药人才基础, 提高中药产业发展活力, 增强中医药发展动力, 完善中西医结合制度, 实施中医药发展重大工程, 提高中医药发展效益, 营造中医药发展良好环境。
2021.12	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义, 将符合条件的中医医药机构纳入医保定点, 加强中医药服务价格管理, 将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围, 完善适合中医药特点的支持政策。
2022.6	《“十四五”中医药发展规划》	建设优质高效中医药服务体系。健全其他医疗机构中医药科室。鼓励社会办医疗机构设置中医药科室。
2023.2	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	健全中医药服务体系, 建立中西医协同长效机制, 布局一批中医药科技创新重点项目和关键技术装备项目, 加强中医药高层次人才、基层人才队伍建设和人才培养平台建设, 加快促进中药材种业发展。

资料来源: 中国政府网, 中国发展门户网, 中国人大网等, 华福证券研究所

我国中成药市场规模稳步增长。据中商产业研究院预测, 2019年中成药市场规模8111亿元, 同比增长5.7%, 2014-2019年中成药市场规模的CAGR为7.0%, 预计到2023年中成药市场将达到9774亿元。

图表 25: 历年中成药市场规模 (亿元)



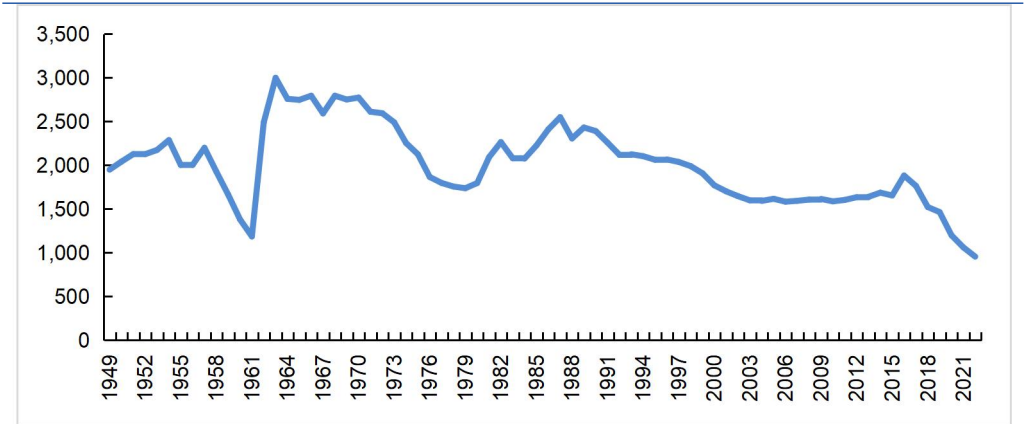
数据来源: 中商产业研究院, 欧睿, 华福证券研究所

2.2 老龄化进程加快, 骨科市场需求提升

人口老龄化日益严峻, 1962 婴儿潮后出生人口将逐步迈入老年群体。2010-2021 年, 中国 65 岁以上人口从 1.19 亿增至 2.01 亿, 占总人口比从 8.9% 增至 14.2%, 中国进入深度老龄社会; 在 1962 年即婴儿潮第一年出生的人口, 在 2022 年迈入 60 岁, 这将意味着未来十余年, 每年都会有超过 2000 万人迈入老年人行列, 老龄化进程将加速进展。据《中国发展报告 2020 中国人口老龄化的趋势和政策》, 预计到 2025 年, 65 岁及以上的老年人将超过 2.1 亿, 约占总人口数的 15%。

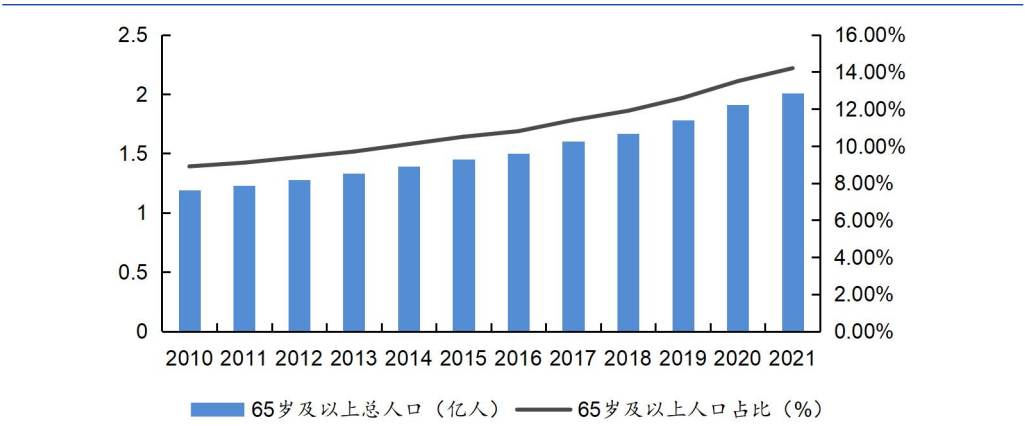


图表 26: 我国历年出生人口数 (万人)



数据来源: wind, 国家统计局, 华福证券研究所

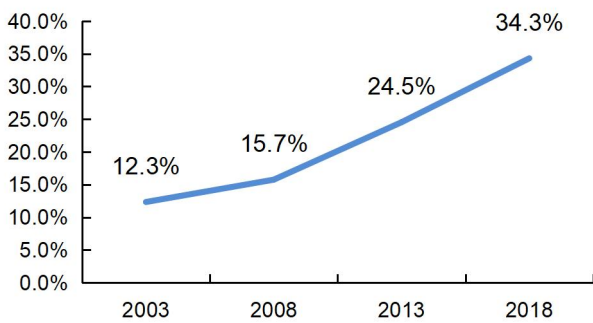
图表 27: 历年中国 65 岁以上人口情况 (亿人, %)



数据来源: wind, 国家统计局, 华福证券研究所

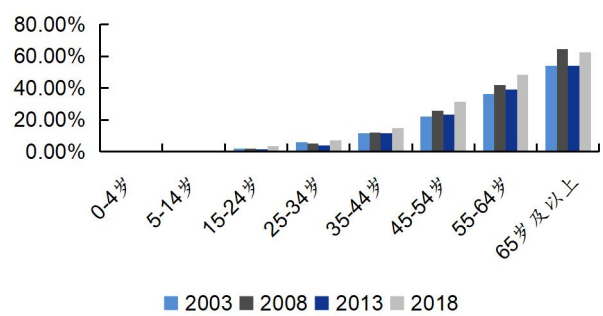
我国慢性病患者率持续提升，老年群体为高发人群。据中国健康卫生统计年鉴，我国慢性病患者率提升明显。2003 年为 12.3%，2018 年提升至 34.3%，提升了 22pct，且随着年龄段的的增长持续提升，65 岁以上人口为慢性病高发人群，2018 年慢性病患者率高达 62.3%。随着整体患病率的提升，及老龄化进程的加速，我国慢性疾病治疗市场容量将持续扩容。

图表 28: 我国慢性病患者率情况 (%)



数据来源: 《中国健康卫生统计年鉴》，华福证券研究所

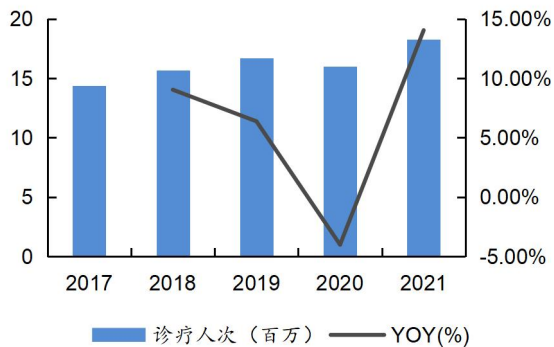
图表 29: 慢性病患者率在各年龄段的分布 (%)



数据来源: 《中国健康卫生统计年鉴》，华福证券研究所

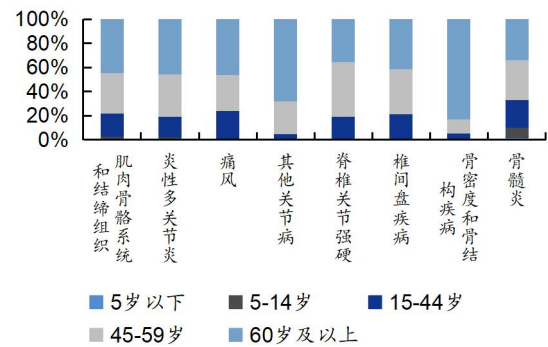
骨科市场需求旺盛，患者以中老年人为主。除 2020 年受疫情影响外，2017-2021 年我国骨科专科医院诊疗人次呈稳步趋势，CAGR 为 6.1%。2021 年诊疗人次为 1827 万，同比增长 14%，肌肉骨骼系统和结缔组织疾病医院出院患者中约有 78.3% 年龄在 45 岁及以上。分类型看，炎性多关节炎、痛风、其他关节病、椎间关节强硬、椎间盘疾病、骨密度和骨结构疾病及骨髓炎医院出院患者中 45 岁及以上患者所占比例分别为 81.2%、76.2%、95.5%、81%、79.1%、94.8% 和 67%。伴随我国老龄化加剧以及城乡居民医疗水平不断提升，未来将迎来患者人数和诊疗人数的持续扩容。

图表 30: 历年骨科专科医院诊疗人次 (百万人次)



数据来源:《中国健康卫生统计年鉴》, 华福证券研究所

图表 31: 2021 年骨科疾病出院病人在各年龄段的分布 (%)

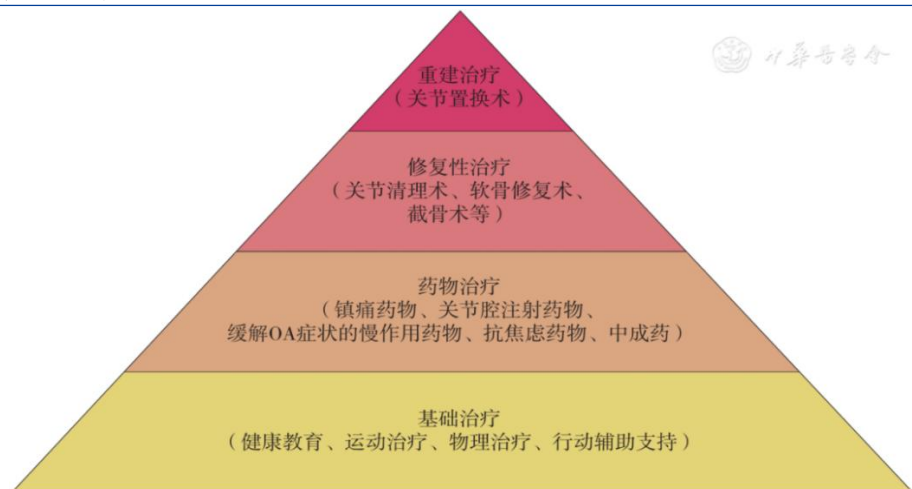


数据来源:《中国健康卫生统计年鉴》, 华福证券研究所

2.3 骨科患者持续扩容，中药贴膏市场稳健增长

在患者扩容的背景下，骨科贴剂行业迎来发展机遇。临床上目前对骨关节炎的治疗以消炎镇痛为主，中成药贴膏剂通过经皮给药的方式可有效的缓解骨痹、软组织损伤、附骨疽、关节炎、颈椎病等骨关节患病的疼痛、延缓疾病进程。

图表 32: 骨关节炎阶梯化治疗示意图



资料来源:《中国骨关节炎诊疗指南(2021年版)》, 华福证券研究所

中药贴膏市场稳健增长，医院端增速明显。据华经产业研究院统计，2021 年我国公立医疗机构中药贴膏剂市场销售额 76.4 亿，同比增长 14.7%，2017-2021 年 CAGR 为 8.2%；实体药店销售额 49.8 亿，同比增长 5.1%，2017-2021 年 CAGR 为 1.4%。

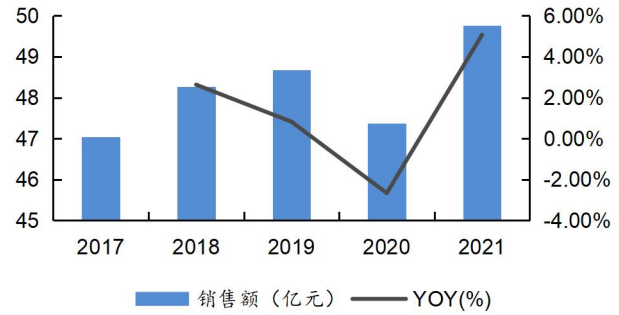


图表 33: 中国公立医疗机构终端中药贴膏销售额 (亿元, %)



数据来源: 华经产业研究院, 华福证券研究所

图表 34: 中国实体药店终端中药贴膏销售额 (亿元, %)



数据来源: 华经产业研究院, 华福证券研究所

公立医疗机构中, 2022H1 中药贴膏剂 TOP10 品牌均为骨科止痛用药。除了千山活血膏, 其余均已纳入国家医保目录。8 个品牌销售额已超 1 亿元, 涉及云南白药、奇正藏药、羚锐制药等企业, 其中 TOP3 品牌通络祛痛膏是羚锐制药的独家产品, 销售额为 2.5 亿元, 同比增长 8.97%。该产品用于腰部、膝部骨性关节炎属瘀血停滞、寒湿阻络证。

图表 35: 2022 H1 中国公立医疗机构终端中药贴膏剂销量 Top10 品牌

TOP 产品名称	企业简称	销售额 (亿元)	增长率	备注
1 云南白药膏	云南白药无锡药业	6.38	3.84%	国家医保 (甲) / 基药
2 消痛贴膏	西藏奇正藏药	5.75	1.05%	国家医保 (乙) / 基药
3 通络祛痛膏	河南羚锐制药	2.5	8.97%	国家医保 (乙) / 基药
4 骨通贴膏	桂林华润天和药业	2.29	-5.01%	国家医保 (乙)
5 活血止痛膏	安科余良卿药业	2.26	2.33%	国家医保 (乙)
6 复方南星止痛膏	江苏康缘阳光药业	1.77	1.12%	国家医保 (甲) / 基药
7 麝香追风止痛膏	重庆希尔安药业	1.48	82.59%	国家医保 (甲) / 基药
8 活血止痛膏	湖北舒尔迈康药业	1.1	-10.34%	国家医保 (乙)
9 麝香海马追风膏	重庆希尔安药业	*	36.10%	国家医保 (乙)
10 千山活血膏	北京修成药业	*	4.29%	-

资料来源: 米内网, 华福证券研究所

实体药店终端中, 2021 年中药贴膏剂 TOP10 品牌销售额均超 1 亿元。黄石燕舞药业的神农镇痛膏和河南羚锐制药“两只老虎”系列的麝香壮骨膏增速超过 30%。河南羚锐制药有 3 个产品位列榜单, 是 TOP10 品牌数最多的企业。



图表 36: 2021 年中国实体药店终端中药贴膏剂销量 Top10 品牌

TOP	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)	增长率	治疗类别
1	消痛贴膏	西藏奇正藏药	6+	5.18%	消肿止痛用药
2	云南白药膏	云南白药无锡药 业	4+	3.84%	消肿止痛用药
3	云南白药创可贴	云南白药无锡药 业	3+	-8.54%	止血药
4	丁桂儿脐贴	亚宝药业集团	3+	11.64%	儿科止泻药
5	通络祛痛膏	河南羚锐制药	2+	5.18%	消肿止痛用药
6	活血止痛膏	安科余良倾药业	2+	11.03%	消肿止痛用药
7	神农镇痛膏	黄石燕舞药业	1+	30.61%	消肿止痛用药
8	壮骨麝香止痛膏	河南羚锐制药	1+	-8.04%	消肿止痛用药
9	骨通贴膏	桂林华润天和药 业	1+	-12.47%	消肿止痛用药
10	麝香壮骨膏	河南羚锐制药	1+	40.03%	风湿性疾病用药

资料来源: 米内网, 华福证券研究所

网上药店终端中, 2021 年中药贴膏剂 TOP10 品牌数最多的企业同样是羚锐制药, 有 3 个产品位列榜单。河南羚锐制药“两只老虎”系列的壮骨麝香止痛膏和亚宝药业的丁桂儿脐贴增速超过 60%。

图表 37: 2021 年中国网上药店终端中药贴膏剂销量 Top10 品牌

TOP	产品名称	企业简称	销售额 (万元)	增长率	治疗类别
1	云南白药创可贴	云南白药无锡药业	4000+	6.65%	止血药
2	消痛贴膏	西藏奇正藏药	3000+	57.78%	消肿止痛用药
3	壮骨麝香止痛膏	河南羚锐制药	2000+	68.52%	消肿止痛用药
4	云南白药膏	云南白药无锡药业	2000+	32.54%	消肿止痛用药
5	丁桂儿脐贴	亚宝药业集团	*	90.22%	儿科止泻药
6	通络祛痛膏	河南羚锐制药	*	44.28%	消肿止痛用药
7	麝香壮骨膏	河南羚锐制药	*	28.45%	风湿性疾病用药
8	活血止痛膏	安科余良倾药业	*	31.44%	消肿止痛用药
9	消炎镇痛膏	白云山何济公制药	*	52.82%	消肿止痛用药
10	骨通贴膏	桂林华润天和药业	*	43.08%	消肿止痛用药

资料来源: 米内网, 华福证券研究所

3 国内知名中药贴膏品牌, “两只老虎”家喻户晓

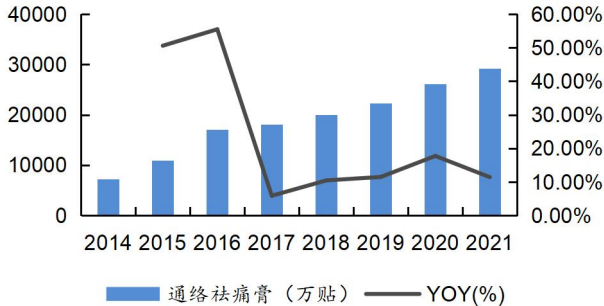
3.1 产品品类丰富, 品牌效应提升

3.1.1 骨科: 市场需求旺盛, “两只老虎”系列量价齐升

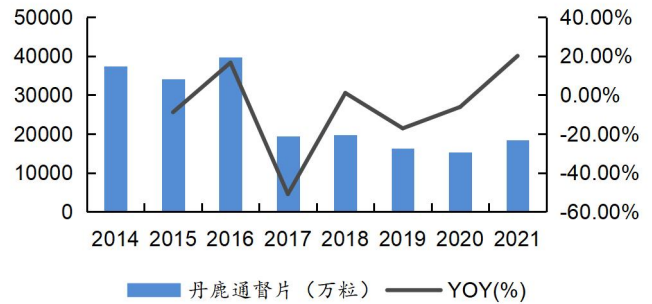
独家产品通络祛痛膏竞争力强劲。通络祛痛膏是公司的独家产品, 具有活血通络、散寒除湿、消肿止痛的功效, 入选《国家基药目录》《国家医保目录》。2021 年通络祛痛膏销量接近 3 亿贴, 同比增长 11.4%, 2014-2021 年 CAGR 为 21.9%, 快速增长原因是营销改革以来, 公司加快提升产品的连锁药店覆盖率。在公立医院终端, 2022H1 通络祛痛膏销售额居中成药贴膏剂第三名。



公司骨科口服药丹鹿通督片，与贴膏剂形成了较好的协同效应。2021年销量为1.8亿粒，同比增长20.1%。丹鹿通督片含有丹参和鹿角胶等，通过活血化瘀治疗腰椎间盘突出症、腰椎退行性疾病等肾虚血瘀所致的疾病。

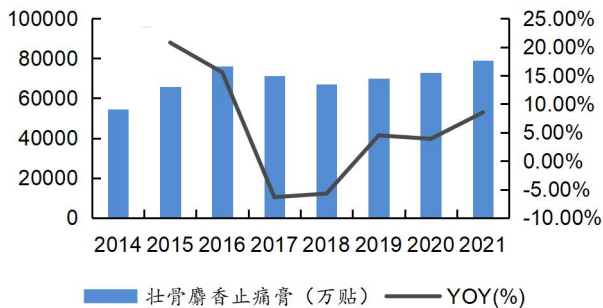
图表 38: 通络祛痛膏销售量 (万贴)


数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

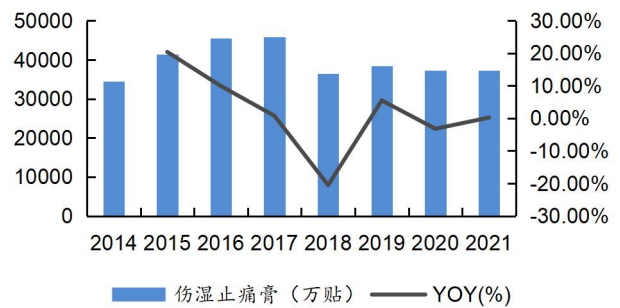
图表 39: 丹鹿通督片销售量 (万粒)


数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

高性价比“两只老虎”系列产品，助力公司业绩增长。“两只老虎”系列产品包括壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏等。2021年壮骨麝香止痛膏和伤湿止痛膏的销量分别为7.9亿贴和3.7亿贴，同比增长分别为8.5%和0.2%，2014-2021年CAGR分别为5.5%和1.2%。

图表 40: 壮骨麝香止痛膏销售量 (万贴)


数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 41: 伤湿止痛膏销售量 (万贴)


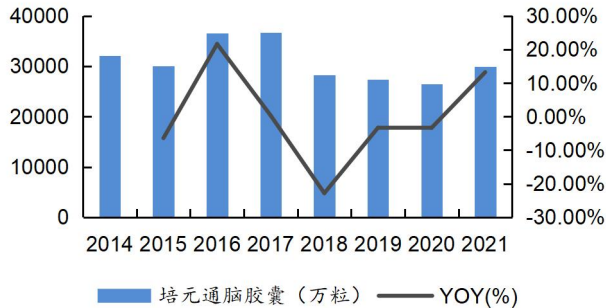
数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

3.1.2 心脑血管: 拓宽营销渠道, 提升内生增长力

心脑血管等慢性病是中成药市场最大的治疗大类, 公司心血管药品持续发力。公司核心产品培元通脑胶囊, 是公司胶囊剂收入的主要驱动力。主要功效和作用为扩血管和改善脑部血液供应, 改善脑组织缺血缺氧的症状和体征。2021年培元通脑胶囊销量为3亿粒, 同比增长13.2%。



参芪降糖胶囊，主治消渴症，用于 II 型糖尿病。2021 年参芪降糖胶囊销量为 3.3 亿粒，同比增长 15.1%，2014-2021 年 CAGR 为 20.6%，销售额保持快速增长，持续增厚公司业绩。

图表 42: 培元通脑胶囊销售量 (万粒)


数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 43: 参芪降糖胶囊销售量 (万粒)


数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

3.1.3 麻醉科: 芬太尼透皮贴剂国内仅三家获批

锐枢安®芬太尼透皮贴剂是公司首款麻醉镇痛类贴剂产品。与传统的注射剂型相比，贴剂因其使用方便、不良反应低、效果好、被广泛用于癌性疼痛（CP）和非癌性疼痛（NCP）的治疗。目前国内仅三家芬太尼透皮贴剂获批：常州四药、强生、羚锐制药。

图表 44: 芬太尼透皮贴剂格局 (截至 2024.6.17)

药品	集团	创新类型	中国上市年代	处方药/OTC	医保目录	全国药品集中采购	国家基药 (2018)
芬太尼透皮贴剂	羚锐制药	仿制药	2012	处方药	国家 2023 乙类; 国家 2022 乙类	否	否
芬太尼透皮贴剂	强生	创新药	2006	处方药	国家 2023 乙类; 国家 2022 乙类	否	否
芬太尼透皮贴剂	常州四药	仿制药	2005	处方药	国家 2023 乙类; 国家 2022 乙类	否	否

数据来源: 医药魔方, 华福证券研究所

3.2 持续推进研发管线, 助力公司长期发展

加速新品种研发, 进一步丰富业务管线。近年来, 公司持续增加研发投入, 注重研究消炎镇痛、糖尿病、皮肤科等领域, 致力于推进已上市产品的二次开发, 并有序推进医疗器械和保健品的研发工作。

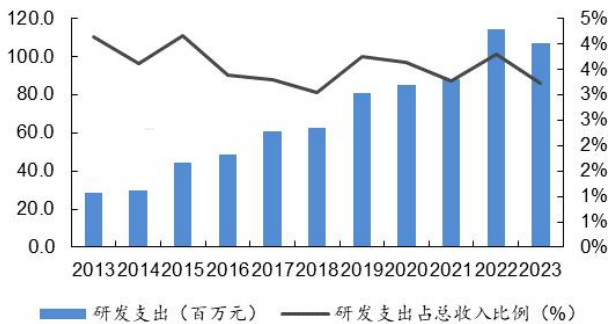
图表 45: 公司主要研发项目

研发项目 (含一致性评价项目)	药(产)品名称	注册分类	适应症或 功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种(如涉及)	研发(注册)所处阶段
LR003	LR003	化药 4 类	消炎镇痛	是	否	BE
LR015	LR015	化药 4 类	消炎镇痛	是	否	中试
LR002	LR002	化药 3 类	消炎镇痛	是	否	中试
LR020	LR020	化药 4 类	糖尿病	是	否	中试
LR016	LR016	化药 4 类	皮肤科	否	否	评审

资料来源: 公司 2023 年报, 华福证券研究所

公司持续加大研发投入, 研发人员占比提升明显。1) 研发投入: 2022 年公司研发总支出为 1.1 亿元, 同比增长 29.7%, 研发总支出占总收入的比例为 3.8%, 2023 年研发占比为 3.2%, 略有下降; 2) 研发人员: 在 2019 年及之前, 公司研发人员持续扩充, 2019 年研发人员数量为 403 人, 占比 15.4%, 随后两年人员逐步精简, 但在公司总员工中所占比例提升明显, 2023 年为 210 人, 占比 17.1%。

图表 46: 公司研发支出及收入占比情况(百万元, %)



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 47: 公司研发人员数量及占比(人, %)



数据来源: wind, 公司公告, 华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

(1) 公司贴膏类产品具备较强品牌力, 我们预计 24-26 年收入增速分别为 14.5%/13%/13%, 毛利率预计保持稳定, 我们假设 24-26 年贴膏类产品毛利率分别为 75.7%/75.5%/75.5%。

(2) 公司固体口服制剂产品格局较好, 且与贴膏类产品具备一定的协同效应, 我们预计 24-26 年收入增速分别为 15.6%/14.4%/14.2%, 我们假设 24-26 年固体口服制剂整体毛利率分别为 72.1%/71.9%/71.7%;

(3) 公司软膏剂产品主要为糠酸莫米松等, 目前收入体量较小, 我们预计 24-26



年保持两位数增长，对应增速分别为 17%/15%/15%，我们假设 24-26 年软膏剂毛利率分别为 74.5%/74.2%/74%。

(4) 销售费用率：公司处于第二次营销改革阶段，2018 年至今公司销售费用率均稳步下降，预计公司将持续保持控费节奏，我们假设 24-26 年公司销售费用率分别为 45%/44.3%/43.7%。

图表 48: 公司业绩拆分预测表 (百万元, %)

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2693.5	3001.9	3311.5	3811.3	4332.9	4919.0
YOY (%)	15.5%	11.4%	10.3%	15.1%	13.7%	13.5%
毛利率 (%)	74.3%	72.3%	73.3%	73.1%	72.9%	72.8%
膏剂类	1624.2	1914.2	2046.5	2343.3	2647.9	2992.1
YOY (%)	14.6%	17.9%	6.9%	14.5%	13.0%	13.0%
毛利率 (%)	75.3%	74.4%	75.7%	75.7%	75.5%	75.5%
固体口服制剂	814.3	811.3	974.0	1126.1	1288.2	1470.5
YOY (%)	19.2%	-0.4%	20.1%	15.6%	14.4%	14.2%
毛利率 (%)	76.0%	70.6%	72.2%	72.1%	71.9%	71.7%
软膏剂	120.9	149.3	137.5	160.9	185.0	212.7
YOY (%)	-10.3%	23.6%	-7.9%	17.0%	15.0%	15.0%
毛利率 (%)	79.8%	76.2%	75.0%	74.5%	74.2%	74.0%
其他	134.2	127.0	153.5	181.1	211.9	243.7
YOY (%)	38.7%	-5.3%	20.8%	18.0%	17.0%	15.0%
毛利率 (%)	46.3%	46.8%	46.7%	45.0%	45.0%	45.0%

数据来源: ifind, 华福证券研究所

4.2 投资建议

公司作为国内知名中药贴膏品牌企业，龙头地位稳固，公司目前处于第二次营销改革阶段，业绩弹性将得到充分凸显，我们预计公司 24-26 年归母净利润将分别达到 6.8/8/9.3 亿元，对应 PE 分别为 20.1/17/14.6 倍，选取同样具有贴膏业务的可比公司，24 年 PE 均值为 22.4 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 49: 可比公司估值表 (统计时间截至 2024/6/25)

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300705.SZ	九典制药	126	5.1	6.7	8.7	24.8	18.8	14.5
000538.SZ	云南白药	917	45.7	50.2	54.8	20.1	18.3	16.7
	PE 均值					22.4	18.5	15.6
600285.SH	羚锐制药	136	6.8	8.0	9.3	20.1	17.0	14.6

数据来源: ifind, 华福证券研究所

注: 羚锐制药盈利预测来源于华福证券研究所, 其余均为 ifind 一致预期

5 风险提示

1、行业竞争加剧风险: 未来随着外用制剂板块厂家逐步变多，贴膏类产品不断上市，行业竞争可能会面临加剧的风险；

2、新产品研发进度不及预期: 新药研发存在高投入、高风险、长周期等特点，



易受到技术、审批、政策等多方面的影响。产品从研制、临床试验报批到投产的周期长、环节多，不确定性因素较多；

3、原材料价格大幅波动风险：中药材产量和价格具有较大的波动性，容易受到产业政策、市场供求关系等外部因素变化的影响，公司经营可能会面临成本上涨的压力。



图表 50: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,499	1,710	2,378	3,131
应收票据及账款	472	269	273	297
预付账款	15	15	18	20
存货	467	548	623	697
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	146	200	245	260
流动资产合计	2,599	2,742	3,537	4,406
长期股权投资	71	71	71	71
固定资产	636	577	523	475
在建工程	3	3	3	3
无形资产	203	182	159	145
商誉	0	0	0	0
其他非流动资产	1,260	1,255	1,249	1,248
非流动资产合计	2,173	2,089	2,006	1,941
资产合计	4,772	4,830	5,543	6,347
短期借款	141	0	0	0
应付票据及账款	57	104	119	136
预收款项	0	0	0	0
合同负债	114	69	78	89
其他应付款	1,278	1,278	1,278	1,278
其他流动负债	309	337	365	387
流动负债合计	1,900	1,788	1,840	1,889
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	73	73	73	73
非流动负债合计	73	73	73	73
负债合计	1,973	1,861	1,913	1,962
归属母公司所有者权益	2,791	2,962	3,622	4,377
少数股东权益	8	8	8	8
所有者权益合计	2,799	2,969	3,630	4,385
负债和股东权益	4,772	4,830	5,543	6,347

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	813	734	751	893
现金收益	614	724	824	947
存货影响	19	-81	-75	-74
经营性应收影响	-9	202	-7	-26
经营性应付影响	155	46	15	17
其他影响	34	-158	-6	29
投资活动现金流	-230	35	4	-14
资本支出	-20	-6	0	-4
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-210	41	4	-10
融资活动现金流	-273	-558	-87	-125
借款增加	47	-141	0	0
股利及利息支付	-344	-141	-180	-220
股东融资	0	0	0	0
其他影响	24	-276	93	95

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,311	3,811	4,333	4,919
营业成本	884	1,024	1,175	1,339
税金及附加	46	53	61	69
销售费用	1,504	1,714	1,920	2,150
管理费用	174	198	221	236
研发费用	110	122	130	148
财务费用	-35	-37	-51	-55
信用减值损失	-6	0	0	0
资产减值损失	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	20	15	15	15
其他收益	17	20	20	20
营业利润	656	772	912	1,068
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	653	772	912	1,068
所得税	85	97	114	134
净利润	568	675	798	934
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	568	675	798	934
EPS (按最新股本摊薄)	1.00	1.19	1.41	1.65

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	10.3%	15.1%	13.7%	13.5%
EBIT 增长率	26.0%	18.9%	17.2%	17.6%
归母公司净利润增长率	22.1%	18.9%	18.2%	17.0%
获利能力				
毛利率	73.3%	73.1%	72.9%	72.8%
净利率	17.2%	17.7%	18.4%	19.0%
ROE	20.3%	22.7%	22.0%	21.3%
ROIC	39.2%	45.0%	37.8%	33.7%
偿债能力				
资产负债率	41.4%	38.5%	34.5%	30.9%
流动比率	1.4	1.5	1.9	2.3
速动比率	1.1	1.2	1.6	2.0
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
应收账款周转天数	25	25	23	21
存货周转天数	194	178	179	178
每股指标 (元)				
每股收益	1.00	1.19	1.41	1.65
每股经营现金流	1.43	1.29	1.32	1.57
每股净资产	4.92	5.22	6.39	7.72
估值比率				
P/E	24	20	17	15
P/B	5	5	4	3
EV/EBITDA	5	5	4	4

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn