

行业研究/专题研究

2020年05月06日

行业评级:

医药生物

增持(维持)

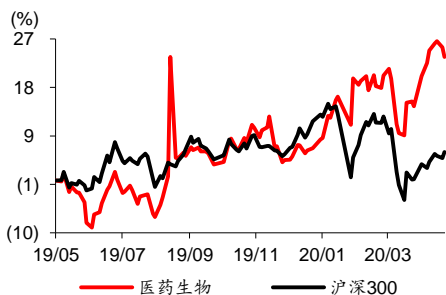
代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

高鹏 021-28972068
联系人 gaopeng@htsc.com

相关研究

- 1《安图生物(603658 SH,买入): 4Q19 业绩靓丽, 坚定看好 2020》2020.05
- 2《司太立(603520 SH,买入): 无惧疫情, 昂首向上》2020.05
- 3《医药生物: 强调临床价值, 呵护真正创新》2020.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

刚需属性凸显, 内部分化加剧

医药行业 20 年一季报总结

短期扰动不改长期增长逻辑

受新冠疫情影响, 1Q20 医院常规诊疗人次骤降, 企业复工复产有所延迟, 医药制造业短期承压。根据国家统计局数据, 1-3M20 医药制造业(全行业)营业收入同比下滑 8.9%, 利润总额同比下滑 15.7%。我们认为疫情短期压制的内需后续会逐步释放, 对全年医药行业的业绩影响有限, 对各细分板块的长期逻辑无影响。我们建议坚守各细分板块的龙头白马, 兼顾业绩有拐点(含抗疫需求提振)、基本面边际变化、估值合理的中小市值公司, 建议关注恒瑞医药、迈瑞医疗、长春高新、健康元、迈克生物、丽珠集团、司太立、凯利泰。

横向对比, 医药业绩表现及涨势喜人

1Q20 申万医药板块营业总收入和归母净利润增速分别下滑 3.0%和 12.3%, 经营性现金流改善明显, 同比大幅增长 664.7%, 我们预计主因医疗器械板块疫情相关物资回款良好且预付款较多等因素带动。1Q20 申万医药板块归母净利润增速全市场排名第 7, 申万医药指数前 4 个月累计涨幅 14.3%, 大幅跑赢上证综指。疫情影响下, 龙头公司业绩表现相对更为稳健, 1Q20 医药龙头(市值超 200 亿元, 取 2020 年 4 月 30 日收盘数据)归母净利润同比下滑 5.3% (VS 申万医药板块整体下滑 12.3%), 持续分化, 头部效应显著, 龙头在疫情中表现出更强的防御能力。

细分板块分化加剧

1) 医疗器械: 疫情防护产品(口罩、防护服等)、医疗设备(呼吸机、监护仪等)需求激增, 1Q20 表现突出。考虑海外医疗设备/新冠试剂盒订单旺盛、国内常规产品恢复, 预计 2Q20 环比显著改善, 全年有望持续强劲; 2) 化学制药: 原料药因海外(欧洲、印度等)企业停工停产, 供应紧张, 价格上涨明显, 化学制剂 1Q20 短期承压, 预计二季度环比改善; 3) 生物制品: 部分血制品受益于新冠患者的紧急救治需求; 疫苗短期影响偏负面, 疫情过后二类苗有望迎来接种率显著提升; 4) 医疗服务: CXO 表现稳健, 专科连锁短期承压但已在恢复; 5) 中药、医药商业 2Q20 有望环比改善。

持仓: 板块受资金青睐, 刚需属性凸显

2020 年一季度公募基金重仓仓位中医药企业的持仓市值(1989 亿)和比例(15.03%)均达到高位, 持仓比例同比增长 4.41pct, 环比增长 3.75pct, 体现了全球经济环境不确定性提升的情况下医药领域作为刚需的防御属性。从个股角度来看, 高 ROE 细分行业龙头受重视, 同时疫情的影响是一季度基金改变仓位的重点考量之一, 医疗设备、原料药和血制品板块龙头增持力度较大。

风险提示: 海外输入风险加剧, 复工复产不及预期, 后续医药政策扰动。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600380	健康元	12.53	买入	0.46	0.56	0.65	0.78	27.24	22.38	19.28	16.06
000513	丽珠集团	39.78	买入	1.39	1.72	1.98	2.29	28.62	23.13	20.09	17.37
300463	迈克生物	37.39	买入	0.94	1.18	1.42	1.76	39.78	31.69	26.33	21.24
603520	司太立	62.02	买入	1.01	1.68	2.81	4.12	61.41	36.92	22.07	15.05
000661	长春高新	595.88	买入	8.77	13.16	17.33	21.40	67.95	45.28	34.38	27.84

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

1Q20 医药生物板块业绩概览.....	4
1Q20 公募基金重点持仓分析	6
1Q20 医药生物各子行业业绩分析.....	8
医疗器械.....	8
化学制药.....	9
生物制品.....	10
中药.....	11
医药商业.....	11
医疗服务.....	12
风险提示.....	13

图表目录

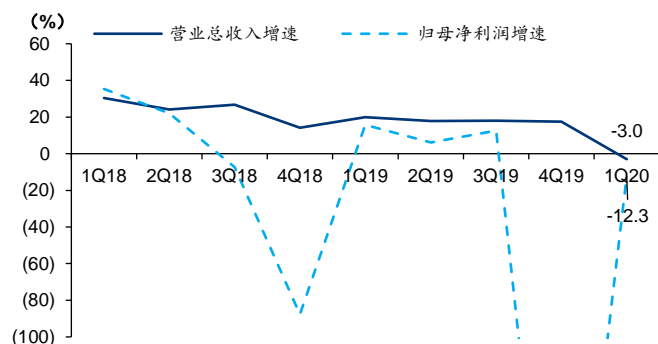
图表 1: 医药板块营业总收入及归母净利润增速.....	4
图表 2: 医药板块经营性净现金流量.....	4
图表 3: 1Q20 年 A 股各板块归母净利润增速.....	4
图表 4: 龙头公司、板块整体、医药制造业 1Q20 业绩对比.....	4
图表 5: 2017-3M20 医药制造业主营业务收入	5
图表 6: 2017-3M20 医药制造业利润总额	5
图表 7: 2020 年初至今医药板块与沪深 300 走势比较	5
图表 8: 2020 年年初至今各板块涨跌幅对比	5
图表 9: 过往 12 个季度医药企业的重仓比例变化趋势	6
图表 10: 2020 年一季度基金持仓前五大市值医药企业.....	6
图表 11: 2020 年一季度持股占流通股比例前五大市值医药企业	6
图表 12: 2020 年一季度基金增持前五医药企业（按股数）	7
图表 13: 2020 年一季度基金增持前五医药企业（按市值）	7
图表 14: 1Q20 医药生物子行业营业收入增速对比	8
图表 15: 1Q20 医药生物子行业归母净利润增速对比.....	8
图表 16: 医药生物各子板块营业收入同比增速（%）	8
图表 17: 医药生物各子板块归母净利润同比增速（%）	8
图表 18: 医疗器械板块营业收入及增速	9
图表 19: 医疗器械板块归母净利润及增速.....	9
图表 20: 医疗器械板块经营性净现金流量及增速.....	9
图表 21: 医疗器械板块毛利率及净利率	9
图表 22: 化学制药营业收入及增速	9
图表 23: 化学制药归母净利润及增速.....	9
图表 24: 化学制药经营性净现金流量及增速	10
图表 25: 化学制药毛利率及净利率	10

图表 26: 生物制品板块营业收入及增速	10
图表 27: 生物制品板块归母净利润及增速	10
图表 28: 生物制品板块经营性净现金流量及增速	10
图表 29: 生物制品板块毛利率及净利率	10
图表 30: 中药板块营业收入及增速	11
图表 31: 中药板块归母净利润及增速	11
图表 32: 中药板块经营性净现金流量及增速	11
图表 33: 中药板块毛利率及净利率	11
图表 34: 医药商业营业收入及增速	12
图表 35: 医药商业归母净利润及增速	12
图表 36: 医药商业经营性净现金流量及增速	12
图表 37: 医药商业毛利率及净利率	12
图表 38: 医疗服务营业收入及增速	12
图表 39: 医疗服务归母净利润及增速	12
图表 40: 医疗服务经营性净现金流量及增速	13
图表 41: 医疗服务毛利率及净利率	13

1Q20 医药生物板块业绩概览

疫情影响下 1Q20 板块短期承压。1Q20 受新冠疫情影响，医院常规诊疗人次骤降、企业复工复产有所延迟，医药板块整体收入增速下滑 3.0%，归母净利润下滑 12.3%。1Q20 板块现金流大幅改善，经营活动产生的现金流量净额同比增长 664.7%，我们预计主要因为医疗器械板块疫情相关物资回款良好且预付款较多等因素带动。

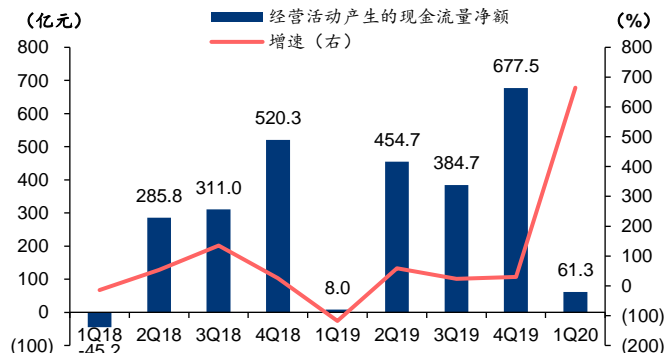
图表1：医药板块营业总收入及归母净利润增速



注：以 SW 医药生物指标为研究对象

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：医药板块经营性净现金流量

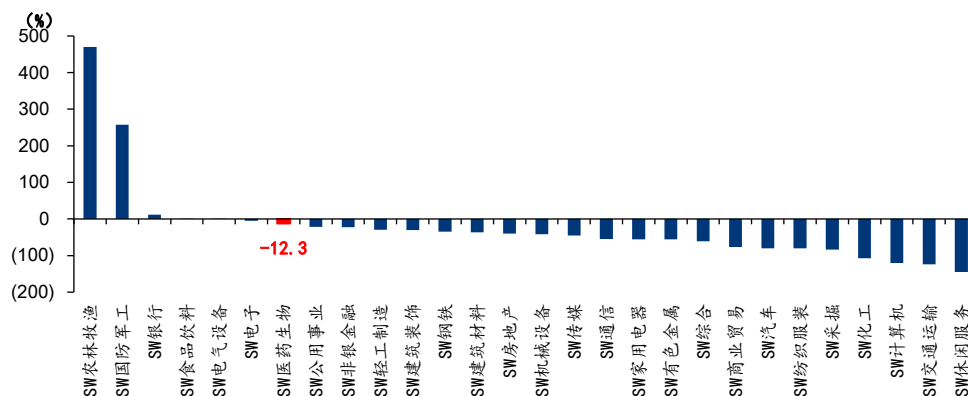


注：以 SW 医药生物指标为研究对象

资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业具备比较优势，1Q20 横向表现突出。在 A 股 28 个一级子行业中，医药生物板块 1Q20 归母净利润增速排名第 7，略次于农林牧渔、食品饮料、银行等行业。医药生物在消费类板块中增速居前，在疫情中的需求刚性和确定性方面优势突出。

图表3：1Q20 年 A 股各板块归母净利润增速



资料来源：wind，华泰证券研究所

公司持续分化，龙头表现更为稳健。我们筛选出 A 股市场上市值（2020 年 4 月 30 日收盘数据）大于 200 亿元的医药生物公司作为龙头公司标的，对比龙头上市公司和医药制造业整体业绩。龙头公司业绩表现相对更为稳健，1Q20 归母净利润同比下滑 5.3%（VS 医药板块整体归母净利润同比下滑 12.3%和医药制造业利润总额同比下滑 15.7%）。公司持续分化，头部效应显著，龙头在疫情中表现出更强的防御能力。

图表4：龙头公司、板块整体、医药制造业 1Q20 业绩对比

	1Q20 营业收入 yoy	1Q20 归母净利润 yoy
龙头公司	-3.2%	-5.3%
板块整体	-3.0%	-12.3%
医药制造业	-8.9%	-15.7%

注：医药制造业的-15.7%为全行业利润总额同比增速

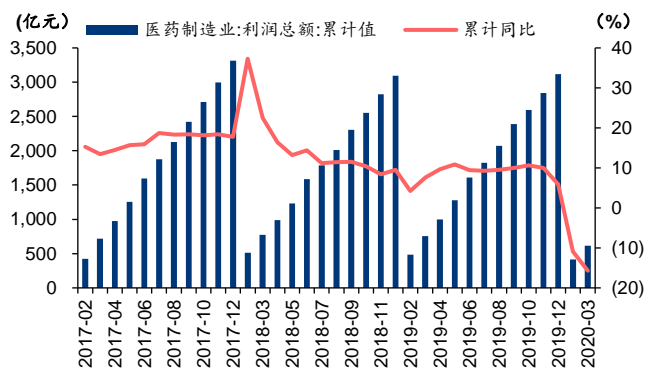
资料来源：wind，国家统计局，华泰证券研究所

图表5：2017-3M20 医药制造业主营业务收入



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

图表6：2017-3M20 医药制造业利润总额



资料来源：国家统计局，Wind，华泰证券研究所

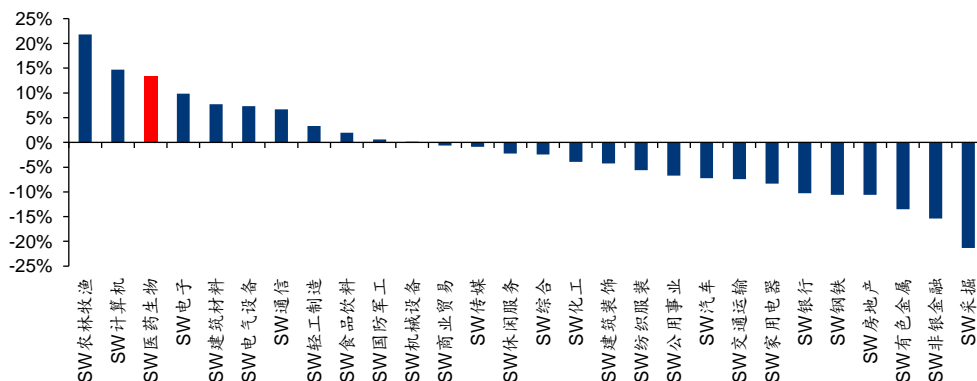
1Q20 医药表现亮眼，大幅跑赢大盘。疫情影响下，医药板块刚需属性受到资金偏爱。年初（2020 年 1 月 1 日）至 2020 年 4 月 30 日，SW 医药生物指数（流通市值加权法计算）累计上涨 14.3%，大幅跑赢上证综指 24.0 pp。

图表7：2020 年初至今医药板块与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：2020 年年初至今各板块涨跌幅对比



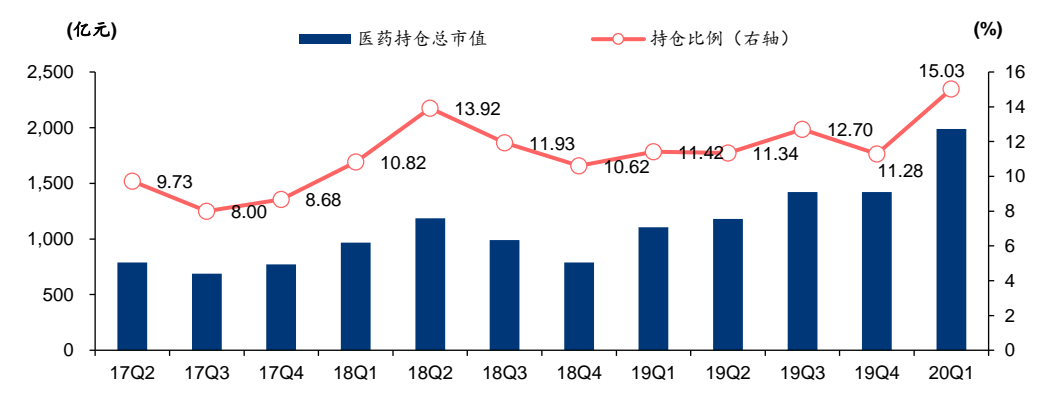
资料来源：Wind，华泰证券研究所

1Q20 公募基金重点持仓分析

公募基金 2020 年第一季度报告及重点持仓情况披露，我们观察到：1) 医药板块资金配置同比环比均提升；2) 疫情对个股调整有显著影响。

医药板块资金配置同比环比均提升。过往 12 个季度的数据显示，2020 年一季度基金重仓仓位中医药企业的持仓市值（1989 亿）和比例（15.03%）均达到高位，持仓比例同比增长 4.41pct，环比增长 3.75pct，体现了全球经济环境不确定性提升的情况下医药领域作为刚需的防御属性。

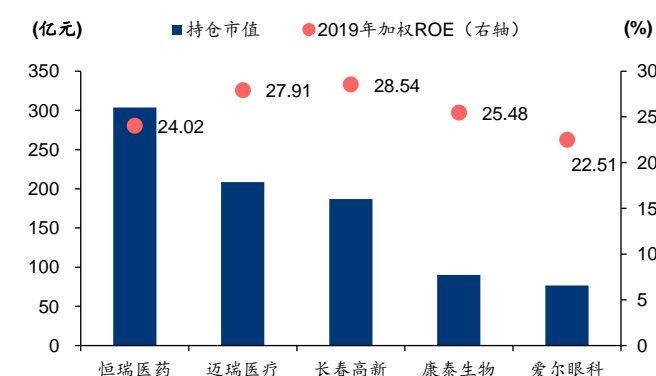
图表9： 过往 12 个季度医药企业的重仓比例变化趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

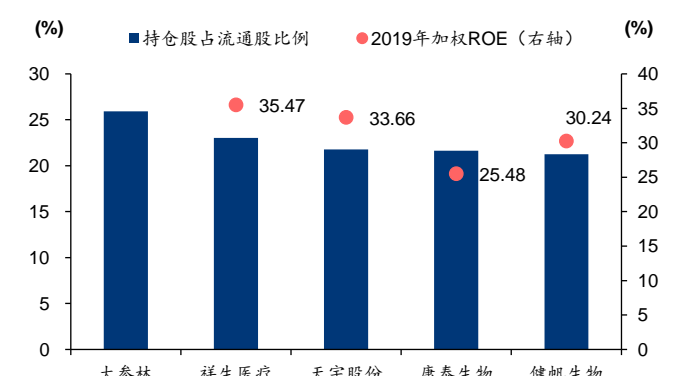
高 ROE 细分行业龙头受重视。从个股角度来看，一季度持仓总市值排名前五为恒瑞医药、迈瑞医疗、长春高新、康泰生物和爱尔眼科；基金持股占流通股比例排名前五为大参林、祥生医疗、天宇股份、康泰生物、健帆生物。拥有高 ROE 的细分行业龙头是基金的持仓重点。

图表10： 2020 年一季度基金持仓前五大市值医药企业



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 2020 年一季度持股占流通股比例前五大市值医药企业

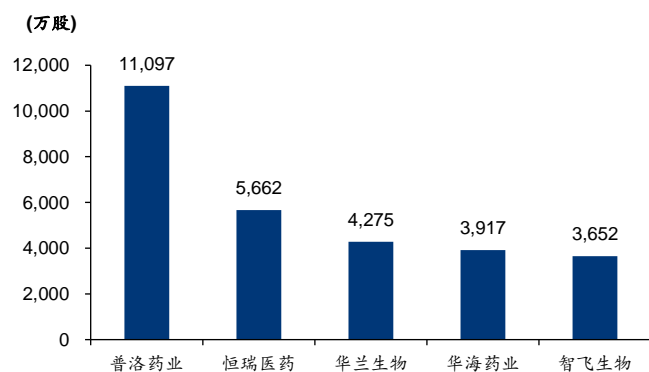


注：大参林尚未披露年报或快报

资料来源：Wind，华泰证券研究所

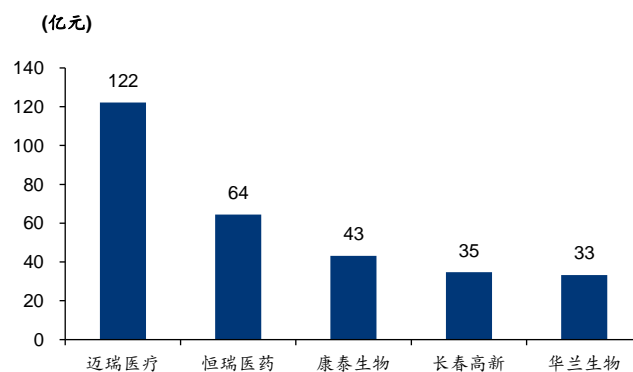
疫情影响成为调仓驱动因素。一季度基金增持排名前五医药企业按增持股数排行为普洛药业、恒瑞医药、华兰生物、华海药业、智飞生物，按增持市值排行为迈瑞医疗、恒瑞医药、康泰生物、长春高新、华兰生物。疫情的影响是一季度基金改变仓位的重点考量之一，医疗设备、原料药和血制品板块龙头增持力度较大。

图表12： 2020 年一季度基金增持前五医药企业（按股数）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： 2020 年一季度基金增持前五医药企业（按市值）

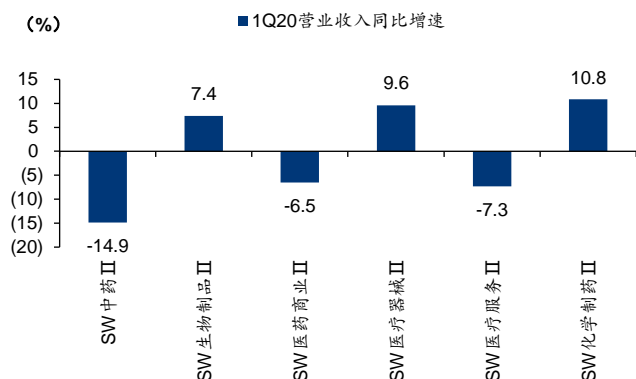


资料来源：华泰证券研究所

1Q20 医药生物各子行业业绩分析

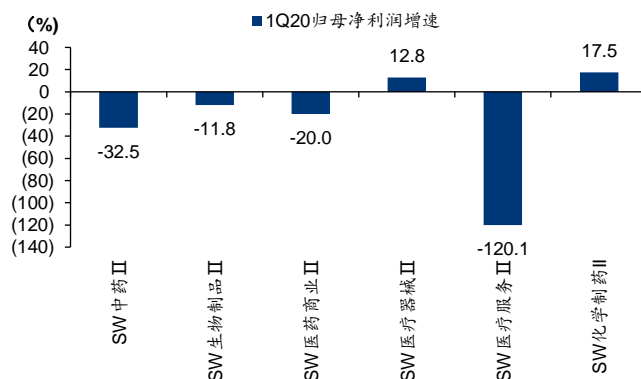
疫情影响下子行业分化加剧。分子行业来看，医疗器械、化学原料药，生物制品板块 1Q20 收入/归母净利润增速相对靠前，医疗服务、医药商业、中药、化学制剂板块收入/归母净利润增速相对落后。

图表14： 1Q20 医药生物子行业营业收入增速对比



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表15： 1Q20 医药生物子行业归母净利润增速对比



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表16： 医药生物各子板块营业收入同比增速 (%)

细分板块 (%)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
SW 中药 II	24.6	20.1	34.0	-8.7	17.4	7.4	-6.3	8.2	-14.9
SW 生物制品 II	5.9	7.0	37.2	23.3	26.4	19.4	37.1	30.4	7.4
SW 医药商业 II	30.7	21.7	18.9	20.1	19.5	18.9	15.6	11.9	-6.5
SW 医疗器械 II	46.6	47.9	31.5	65.3	74.1	61.8	42.3	23.2	9.6
SW 医疗服务 II	69.9	104.2	44.6	14.2	43.1	14.8	33.3	25.6	-7.3
SW 化学制药 II	35.5	24.8	30.0	14.5	8.8	16.0	34.7	30.0	10.8

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表17： 医药生物各子板块归母净利润同比增速 (%)

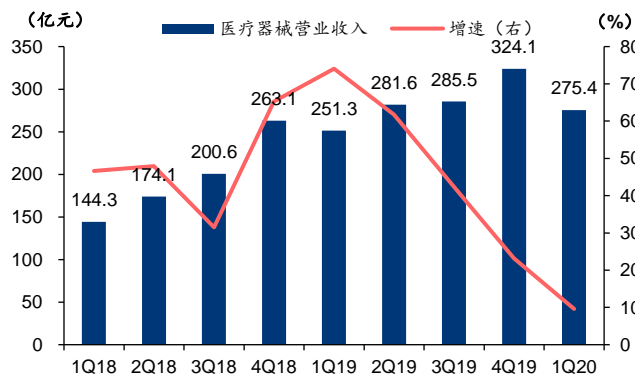
细分板块 (%)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
SW 中药 II	28.1	22.9	18.4	-93.5	11.2	-16.4	-32.5	-800.3	-32.5
SW 生物制品 II	-8.1	-15.1	-12.3	8.9	51.3	18.9	49.0	55.0	-11.8
SW 医药商业 II	30.5	18.0	27.6	-13.3	12.7	6.4	-9.9	-48.0	-20.0
SW 医疗器械 II	56.3	48.5	34.5	-29.7	140.4	98.5	88.6	245.0	12.8
SW 医疗服务 II	69.5	188.4	32.0	435.9	97.5	-27.9	77.2	698.0	-120.1
SW 化学制药 II	58.7	20.3	-41.4	-150.5	-13.8	10.4	31.2	11.4	17.5

资料来源：Wind，华泰证券研究所

医疗器械

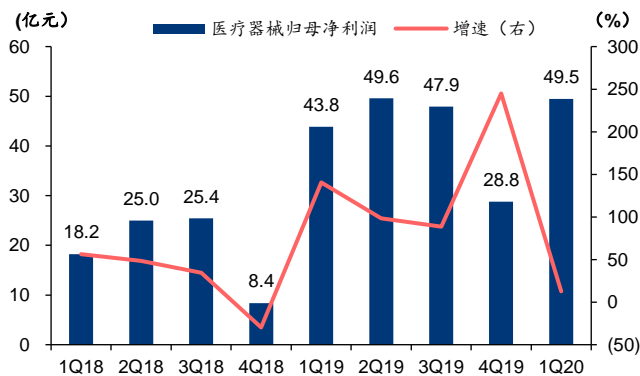
医疗器械：1Q20 表现突出，2Q20 环比有望继续改善。医疗器械板块 1Q20 营业收入同比增长 9.6%，归母净利润同比增长 12.8%，疫情期间表现较为突出，主因疫情相关防护用品（口罩、防护服等）、医疗设备产品（呼吸机、监护仪、输注泵等）、新冠检测试剂盒等需求激增。我们预计 2Q20 有望环比显著改善，疫情提振作用有望贯穿全年，得益于：1) 国内疫情防控常态化后，常规医疗器械产品需求二季度起逐渐恢复；2) 海外疫情蔓延对国内呼吸机、监护仪、新冠检测试剂盒等需求激增；3) 国内防控常态化后对新冠检测试剂产品需求的激增。

图表18: 医疗器械板块营业收入及增速



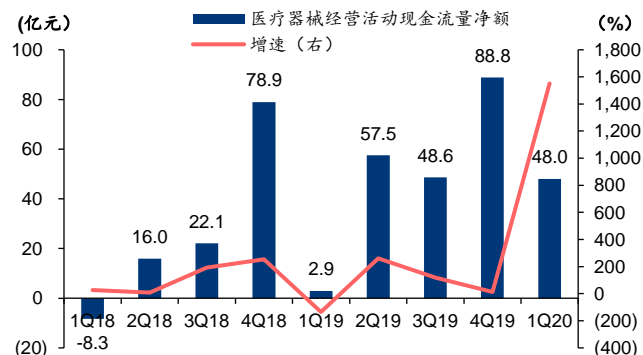
资料来源: wind, 华泰证券研究所

图表19: 医疗器械板块归母净利润及增速



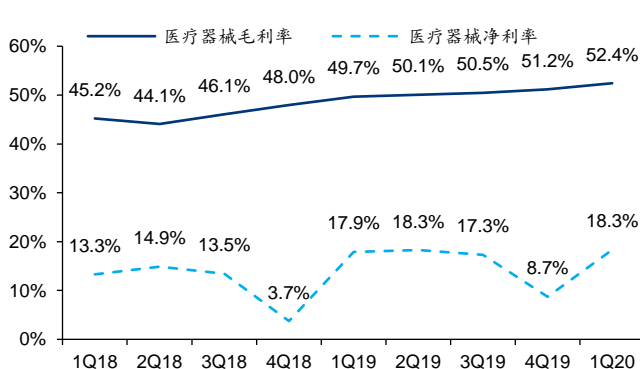
资料来源: wind, 华泰证券研究所

图表20: 医疗器械板块经营性净现金流量及增速



资料来源: wind, 华泰证券研究所

图表21: 医疗器械板块毛利率及净利率

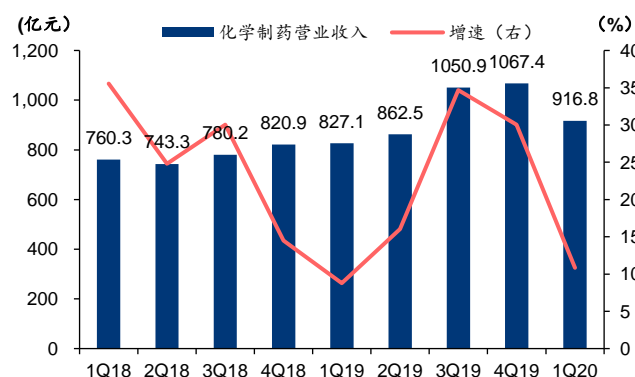


资料来源: wind, 华泰证券研究所

化学制药

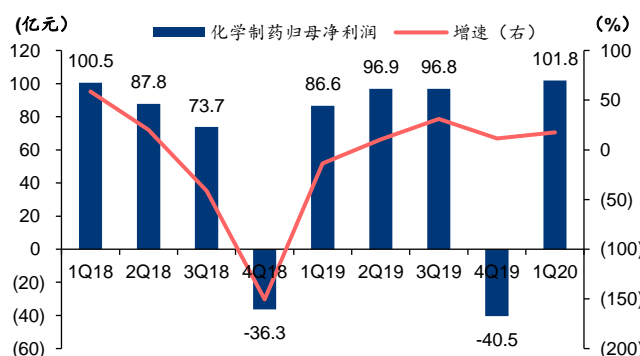
原料药表现靓丽，化学制剂短期承压。原料药带动下，化学制药板块 1Q20 营业收入同比增长 10.8%，归母净利润同比增长 17.5%。1) 原料药：海外（欧洲、印度等）疫情导致原料药停工停产，供应紧张，虽然下游需求亦有所下降，但仍然驱动原料药涨价，尤其是抗生素类终端使用不降反增的原料药，价格出现跳升，相关标的 1Q20 业绩表现突出；2) 化学制剂：疫情影响下，1Q20 整体承压，我们预计疫情相关的抗病毒、抗感染药物一季度增长稳健，非疫情相关的药品一季度可能略微受损、但全年影响相对有限。目前医院常规模门诊已逐渐恢复，我们预计化学制剂细分领域二季度起有望明显改善。

图表22: 化学制药营业收入及增速



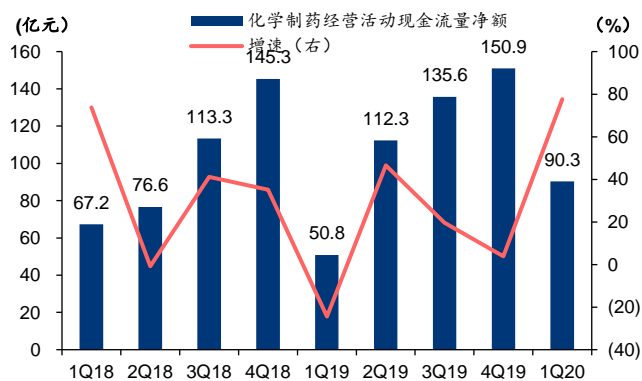
资料来源: wind, 华泰证券研究所

图表23: 化学制药归母净利润及增速



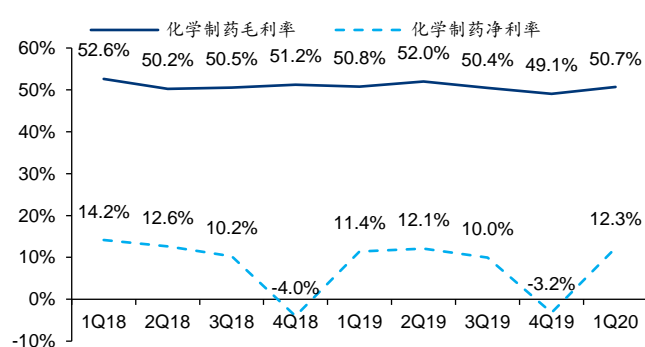
资料来源: wind, 华泰证券研究所

图表24： 化学制药经营性净现金流量及增速



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表25： 化学制药毛利率及净利率

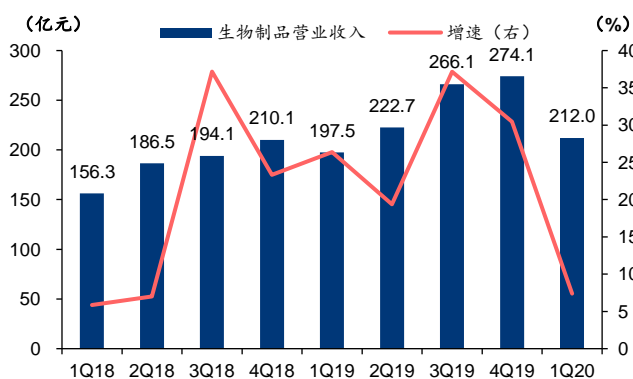


资料来源：wind，华泰证券研究所

生物制品

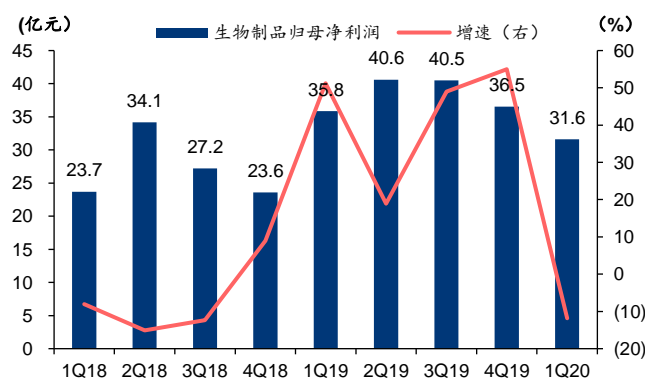
生物制品：短期承压但长期趋势不变。受疫情负面影响，生物制品板块1Q20营业收入同比增长7.4%，归母净利润同比下滑11.8%。一季度疫苗因接种门诊关停、限流等措施短期存在压力，其中直销模式受损较小、代理模式受损严重，疫情过后二类苗有望迎来接种率大幅提升，预计全年影响较小；血制品因静丙供需紧张、生产企业小幅提价，一季度影响偏正面，后续关注供需匹配度带来的景气度变化。

图表26： 生物制品板块营业收入及增速



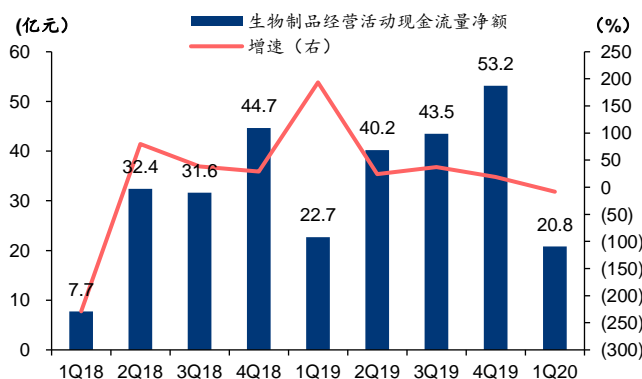
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表27： 生物制品板块归母净利润及增速



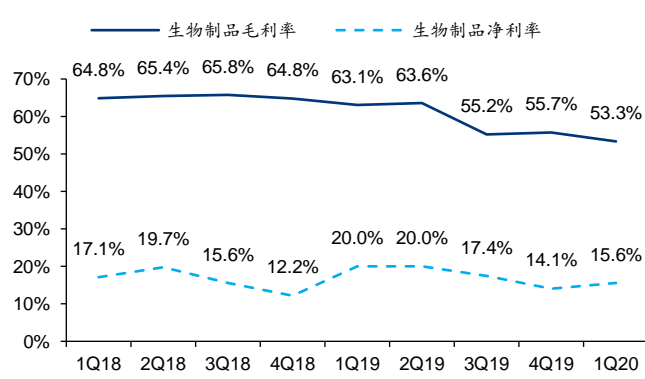
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表28： 生物制品板块经营性净现金流量及增速



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表29： 生物制品板块毛利率及净利率

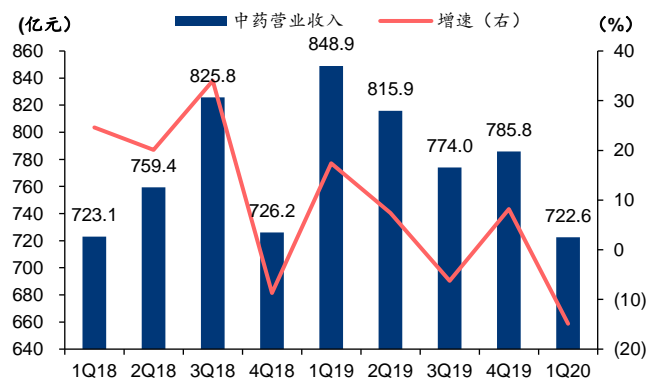


资料来源：wind，华泰证券研究所

中药

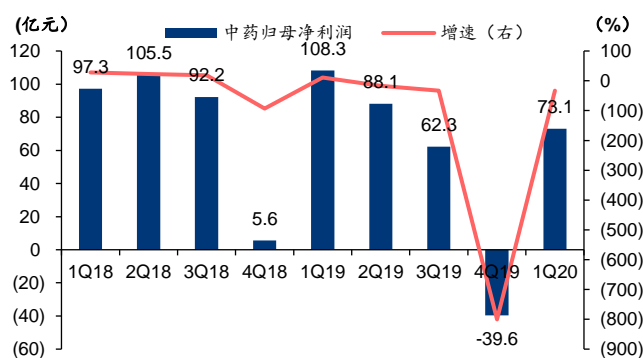
中药：整体承压，分化明显。受疫情负面影响，中药板块 1Q20 营业收入同比下滑 14.9%，归母净利润同比下滑 32.5%。一季度疫情影响下，进入诊疗指南尤其是抗病毒类的中成药受追捧；非发热类的消费中药，随药店人流骤降一季度存在一定压力，预计从二季度开始逐步恢复。

图表30： 中药板块营业收入及增速



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表31： 中药板块归母净利润及增速



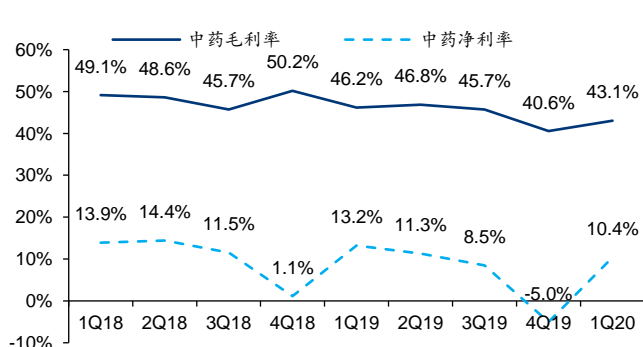
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表32： 中药板块经营性净现金流量及增速



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表33： 中药板块毛利率及净利率

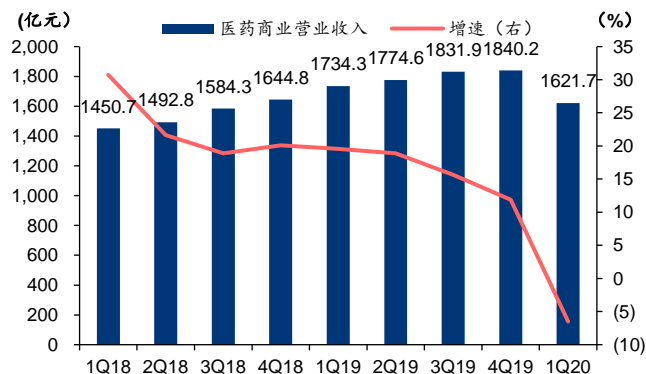


资料来源：wind，华泰证券研究所

医药商业

医药商业：短期承压，后续有望逐渐恢复。受疫情负面影响，医药商业板块 1Q20 营业收入同比下滑 6.5%，归母净利润同比下滑 20.0%。1) 医药零售：口罩、消毒液、抗病毒药品销售旺盛，客流量提高，营业时间同比提高，龙头一季度疫情期间业绩向好；2) 医药流通：作为医院药品供应核心环节，春节期间各医药流通龙头企业均全力保障药品供应，贷款存在一定优惠倾斜，收入端影响较小，但考虑疫情影响上下游正常的价格补偿、返点和回款，利润端形成短期压力，预计二季度起板块有望逐渐恢复。

图表34：医药商业营业收入及增速



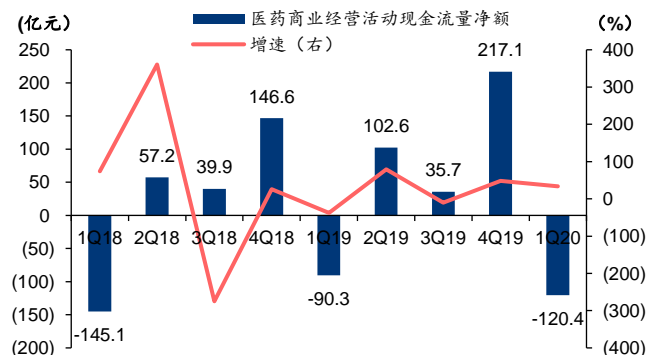
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表35：医药商业归母净利润及增速



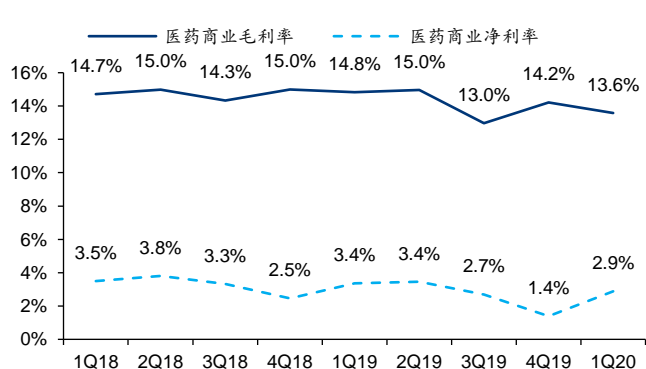
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表36：医药商业经营性净现金流量及增速



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表37：医药商业毛利率及净利率

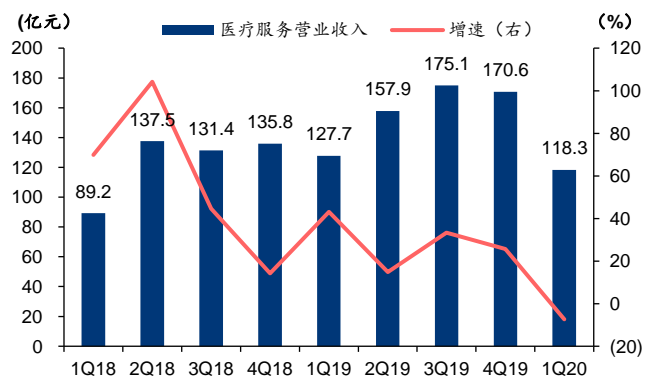


资料来源：wind，华泰证券研究所

医疗服务

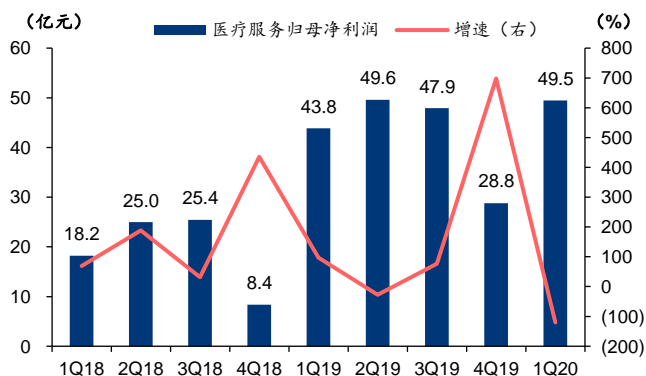
医疗服务：专科连锁影响较大，CXO 表现良好。疫情影响下，医院常规门诊人次骤降，临床试验无法开展，板块短期压力较大。医疗服务板块 1Q20 营业收入同比下滑 7.3%，归母净利润同比下滑 120.1%。其中医疗外包行业受影响较小，主要产能均在境内且已陆续复产，供给端无瓶颈限制，其中 CRO 存在由潜在的经济衰退导致的新药研发投入不确定性、长期趋势仍然不变，CDMO 因欧洲疫情导致企业停工停产、中国企业的海外订单有望提速；眼科、齿科、体检等专科连锁目前已在逐渐恢复，预计二季度环比改善。

图表38：医疗服务营业收入及增速



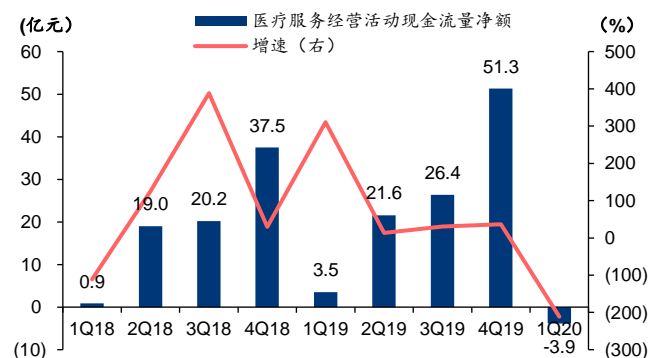
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表39：医疗服务归母净利润及增速



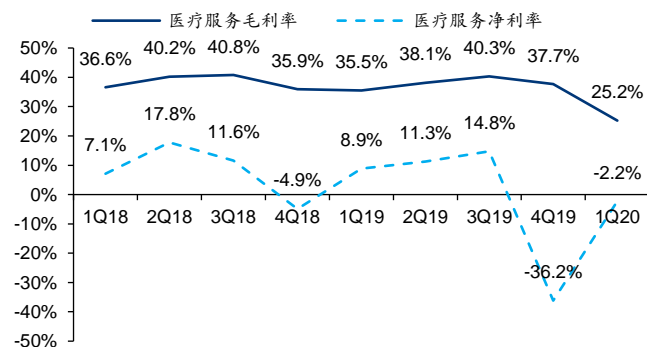
资料来源：wind，华泰证券研究所

图表40： 医疗服务经营性净现金流量及增速



资料来源：wind，华泰证券研究所

图表41： 医疗服务毛利率及净利率



资料来源：wind，华泰证券研究所

风险提示

- 1) 海外输入风险加剧：如果海外输入风险没有得到有效控制，则有可能引发国内疫情二次爆发。
- 2) 复工复产不及预期：如果疫情导致复工复产不及时，那么对于全年业绩将造成一定负面影响。
- 3) 医药政策扰动风险：医保控费压力下，后续可能存在负面政策扰动风险。

免责声明

分析师声明

本人，代雯，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师代雯本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司