

从财报看未来：多点开花，把握医药行业发展韧性

2020 年 05 月 19 日

【投资要点】

- ◆ 总体上来看，医药行业上市企业 2019 年收入为 16399.29 亿元、归母净利润 1198.55 亿元，同比增速分别为+15.0%、+14.6%，相对上年分别下滑 5.3pct 和上升 16pct，说明医药行业整体增速趋缓，而利润水平却有明显提升。从子行业收入增速来看，除了医药商业与上年基本持平外，其他子行业均现下滑。从子行业归母净利润增速来看，不同子行业有升有降，其中化学制剂、生物制品提速明显，而医疗服务增速较大。从 2020Q1 数据来看，尽管疫情对相关医药产品或服务需求大增，但是对整个医药行业仍然形成冲击，上市公司 Q1 营业收入为 3732.37 亿元、归母净利润 299.05 亿元，同比分别-5.0%、-12.0%，分别比上年下滑 25.0pct、30.7pct。剔除 1 季度疫情影响因素，行业整体毛利率呈上升趋势，企业更加注重创新并加大研发投入。行业整体运营趋势向好，经营性现金流提升明显。
- ◆ 近年来，一批临床紧急需求疗效确切的重磅创新药获批，如埃克替尼、阿帕替尼、安罗替尼、PD-1 等，为我国创新药的发展树立了榜样。抗肿瘤用药获得大力支持，我国创新药企迎来发展机遇。创新药的大发展与仿制药一致性评价推动研发/生产外包服务的长期发展；在高值耗材带量采购和两票制等政策的推动下，加上医保报销政策向国产品牌倾斜，进口替代和行业集中度出现同步提升，骨科植入物龙头企业市场占有率加快提升；随着渗透率的提升，我国医疗美容行业快速发展，全球透明质酸原料市场快速增长，透明质酸终端产品应用广泛；零售药店在药事和健康服务作用愈发突出，大型连锁药店仍具有较大的发展空间；居民医疗服务利用持续增加，社会医疗服务供给提升，我国民营牙科、眼科、美容科快速发展。

【配置建议】

- ◆ 长期来看，医药生物行业产业升级大方向不变，医药消费刚性需求不变，医药行业具有较好的发展韧性。我们建议长期关注：1) 优质创新药及 CRO/CMO 企业。建议关注创新药龙头企业恒瑞医药，谨慎看好贝达药业；2) 骨科植入器械龙头。建议关注凯利泰，看好大博医疗；3) 优质医疗美容提供商。谨慎看好昊海生科、华熙生物；4) 零售药房龙头。建议关注益丰药房、老百姓、一心堂，看好大参林；5) 优质专科医疗服务提供商。建议关注爱尔眼科，看好通策医疗。

【风险提示】

- ◆ 行业政策变化不确定性；
- ◆ 研发生产过程风险；
- ◆ 相关行业增长不达预期；

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

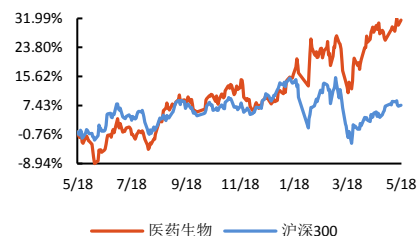
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《关注肿瘤药、血液制品等领域增长》

2020.04.27

《新冠肺炎推荐用药分析》

2020.02.13

《新型肺炎下关注相关板块》

2020.02.07

《创新发展提质增效 医药治理回归本源》

2019.12.13

《HA 填充剂搭上美丽之旅快车》

2019.11.14

正文目录

1. 医药行业 Q1 市场表现靠前	4
2. 医药行业分化明显	5
2.1. 行业整体增速趋缓，原料药话语权提升	5
2.2. 行业毛利率呈上升趋势，创新发展加大研发投入	6
2.3. 行业运营趋势向好，经营性现金流提升	7
3. 医药行业多点开花	8
3.1. 创新药&外包服务 CRO/CMO	9
3.2. 骨科植入物市场:	11
3.3. 原料药市场	13
3.4. 医疗美容领域	14
3.5. 医药商业方面	15
3.6. 医疗服务方面	16
3.7. 互联网医疗	19
4. 投资建议	20
5. 风险提示	20

图表目录

图表 1: 指数表现情况	4
图表 2: 申万医药子行业今年以来涨幅表现 (%)	4
图表 3: 申万一级行业今年以来涨幅情况 (%)	4
图表 4: 医药行业收入增速情况 (%)	5
图表 5: 医药行业归母净利润增速情况 (%)	5
图表 6: 医药各子行业 ROE (加权/扣除) 情况 (%)	6
图表 7: 医药各子行业销售毛利率情况 (%)	6
图表 8: 医药各子行业销售净利率情况 (%)	6
图表 9: 医药各子行业销售费用率情况 (%)	6
图表 10: 医药各子行业管理费用率情况 (%)	7
图表 11: 医药各子行业研发费用率情况 (%)	7
图表 12: 医药细分行业研发支出增长情况 (亿元, %)	7
图表 13: 医药各子行业应收账款周转率情况 (次)	8
图表 14: 医药各子行业存货周转率情况 (次)	8
图表 15: 医药各子行业资产负债率情况 (%)	8
图表 16: 医药各子行业经营活动产生的现金流量净额/净利润情况 (%) ...	8
图表 17: 我国样本医院药品销售情况 (亿元, %)	9
图表 18: 我国样本医院药品分季度销售情况 (亿元, %)	9
图表 19: 我国创新药 NDA 情况	10
图表 20: 贝达药业销售收入增长情况 (亿元, %)	11
图表 21: 埃克替尼样本医院销售情况 (百万元, %)	11
图表 22: 大博医疗分业务增长情况 (百万元, %)	12
图表 23: 大博医疗存货增长情况 (亿元, %)	12
图表 24: 华熙生物按产品收入增长情况 (百万元, %)	15
图表 25: 华熙生物两大平台与四大核心技术	15
图表 26: 大参林收入增长情况 (亿元, %)	16
图表 27: 大参林相关费用率情况 (%)	16

图表 28: 通策医疗口腔主要业务增长情况 (百万元, %)	18
图表 29: 通策医疗口腔门诊量情况 (万人次, %)	18
图表 30: 通策医疗客单价变化情况 (元/人次)	18
图表 31: 通策医疗单张牙椅产出情况 (百万元/张)	18
图表 32: 通策医疗口腔医院开拓情况	19
图表 33: 行业重点关注公司	20

1. 医药行业 Q1 市场表现靠前

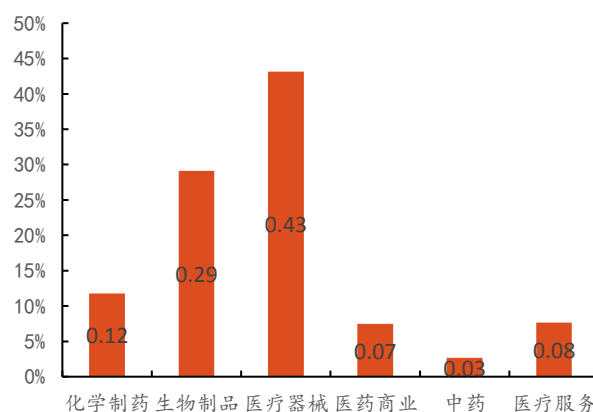
受疫情影响，今年以来各大行业均受到不同程度的冲击。从市场情况来看，大盘指数出现下跌，目前上证指数-5.86%、HS300为-4.19%。而28个申万一级行业中，指数收正的有11个，表现相对较好的有农林牧渔+16.95%、医药生物+16.94%。随着疫情的蔓延，相关的医药产品与服务需求大增，包括防护类、生命监护及支持类器械、诊断检验类、抗病毒药物（包括化学药、中成药）、血液制品类、零售药店等。从子行业表现来看，今年以来表现分别是医疗器械43.14%、生物制品29.09%、化学制药11.78%、医疗服务7.65%、医药商业7.47%和中药2.65%。

图表 1：指数表现情况



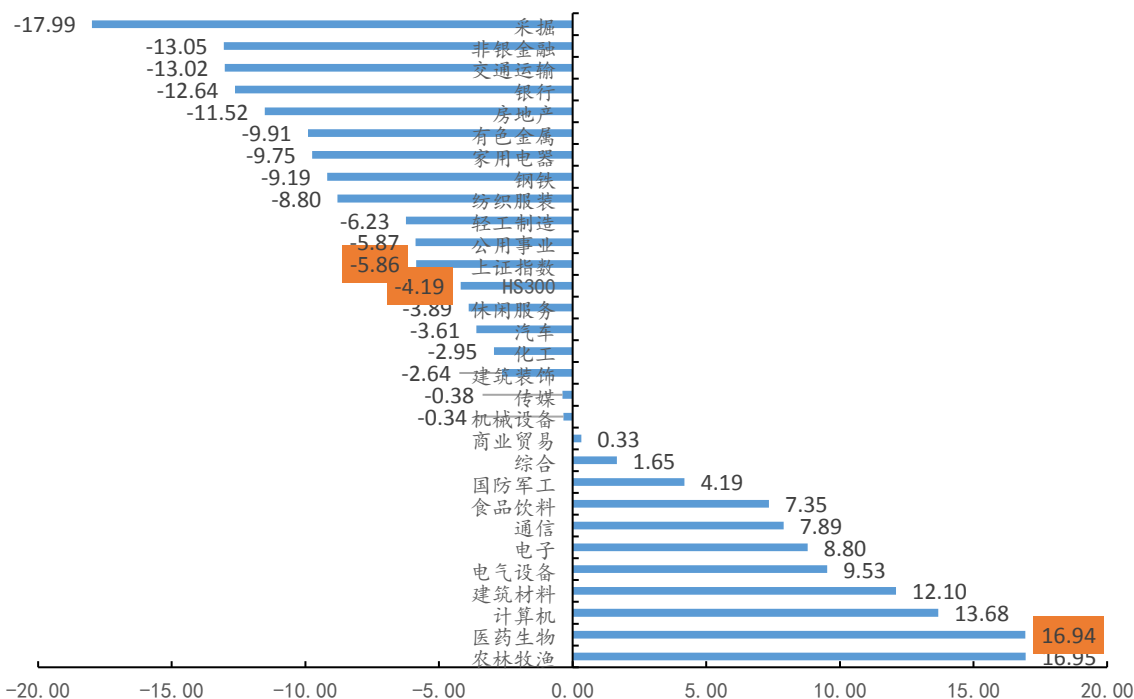
资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：行情数据截至日期均为2020-05-07。

图表 2：申万医药子行业今年以来涨幅表现 (%)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：申万一级行业今年以来涨幅情况 (%)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

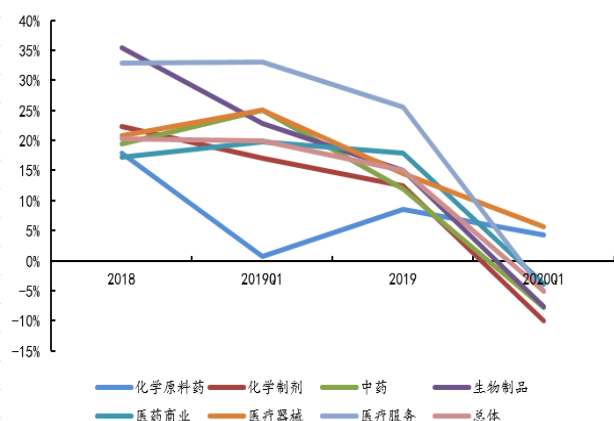
2. 医药行业分化明显

2.1. 行业整体增速趋缓，原料药话语权提升

我们对医药行业及各细分行业（申万三级）上市公司的收入和归母净利润进行分析，其中剔除了2019年度ST股票、并表口径变化较大、计提商誉较大等异常个股（下同）。总体上来看，医药行业上市企业2019年收入为16399.29亿元、归母净利润1198.55亿元，同比增速分别为+15.0%、+14.6%，相对上年分别下滑5.3pct和上升16pct，说明医药行业整体增速趋缓，而利润水平却有明显提升，这或与“两票制”等政策减少中间环节、减少费用、公司成本控制见效有关。从子行业收入增速来看，除了医药商业与上年增速基本打平外，2019年其他细分行业增速均现下滑，其中下滑幅度从大到小分别为生物制品（-20.4pct）、化学制剂（-9.8pct）、化学原料药（-9.2pct）、中药（-7.4pct）、医疗器械（-6.2pct）、医疗服务（-7.3pct）、医药商业（+0.6pct）。从子行业归母净利润增速来看，不同子行业有升有降，其中升幅从大到小分别为化学制剂（+56.7pct）、生物制品（+46.9pct）、医药商业（+1.9pct）、中药（-5.1pct）、医疗器械（-4.7pct）、化学原料药（-14.7pct）、医疗服务（-78.1pct）。

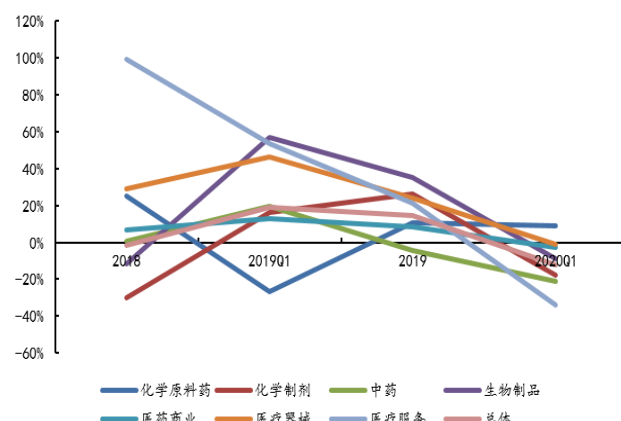
而从2020Q1数据来看，尽管疫情对相关医药产品或服务需求大增，但是对整个医药仍然形成冲击，上市公司Q1营业收入为3732.37亿元、归母净利润299.05亿元，同比分别-5.0%、-12.0%，分别比上年下滑25.0pct和30.7pct。子行业营业收入增速方面，除了化学原料药逆势上涨4.2%、医疗器械5.7%外，其他子行业均出现不同程度下滑。子行业归母净利润增速方面，除了化学原料药上涨9.1%外，其他子行业均出现下滑，其中医疗服务受影响最大（相比上年同期-34.0%）、其次为中药（-21.0%）、化学制剂（-17.7%）。这一方面，反映了整体控费成本控制下原料药话语权的提升；另一方面疫情对医疗服务、中药、化学制剂行业均造成较大冲击，主要原因是期间医疗机构慢性病、五官科诊疗人次下滑较大，尤其牙科、眼科等几乎处于停滞状态。

图表4：医药行业收入增速情况（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表5：医药行业归母净利润增速情况（%）

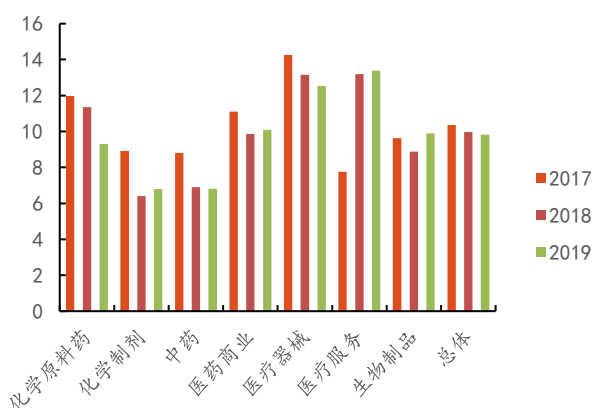


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2.2. 行业毛利率呈上升趋势，创新发展加大研发投入

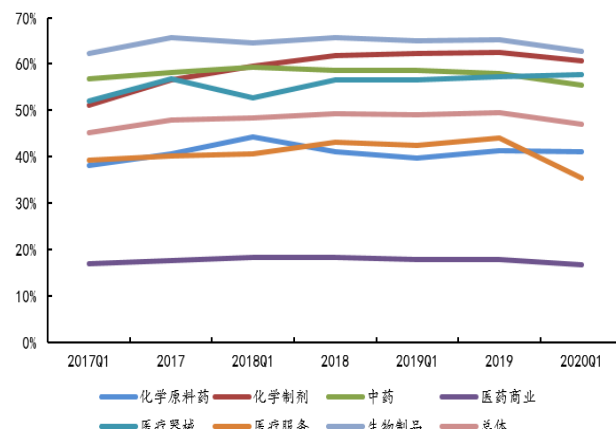
整体来看，医药行业总体 ROE(扣除/加权)呈现略有下滑过程。其中化学原料药、医疗器械趋势较明显，化学制剂、医药商业、生物制品有所好转呈回升态势，而医疗服务呈现上升趋势，这与近年来创新药景气度不断提升下的外包服务 CRO 的快速发展不无关系。**销售毛利率方面**，医药行业 2019 年总体毛利率为 49.4%，2020Q1 略有下滑，但总体呈现提升态势。值得一提的是，在今年 1 季度行业受疫情冲击的情况下，化学原料药 Q1 毛利率提升 1.19pct 到 40.96%、医疗器械提升 1.08pct 到 57.73%，受负面影响较大的为医疗服务，其毛利率由去年同期的 42.51%下滑至 35.26%。**销售净利率方面**，2019 年医药行业总体净利率为 12.85%、2020Q1 为 10.04%，相比上年同期分别提升 0.14pct、-4.21pct。近年来，医疗服务净利率出现较明显的提升，由 2017 年的 7.05%上升到 2019 年的 18.20%，生物制品相比上年也有回升。我们认为这与相关行业销售额不断扩大，规模效应显现边际费用支出改善有关，如眼科、口腔连锁专科医疗、龙头 CRO/CMO 企业表现尤为突出。

图表 6：医药各子行业 ROE（加权/扣除）情况（%）



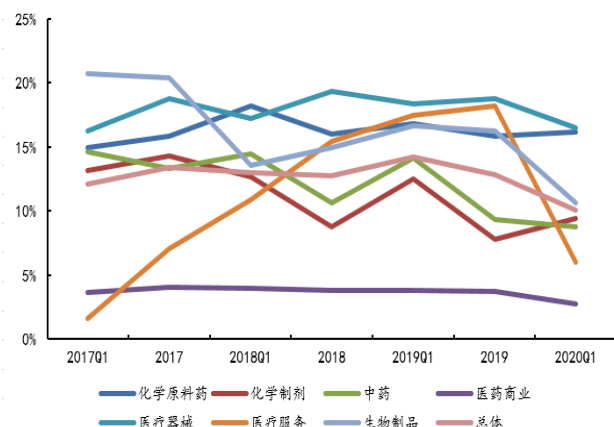
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 7：医药各子行业销售毛利率情况（%）



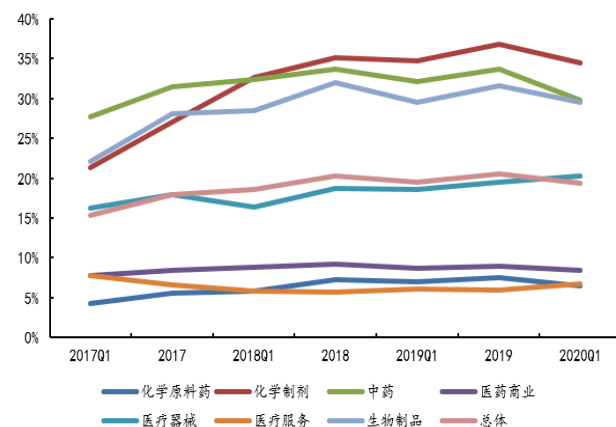
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 8：医药各子行业销售净利率情况（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 9：医药各子行业销售费用率情况（%）

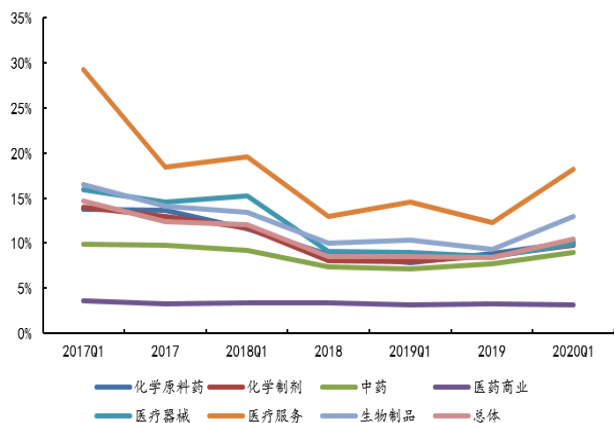


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

费用支出方面，医药行业销售费用率呈上升趋势，2019 年行业销售费

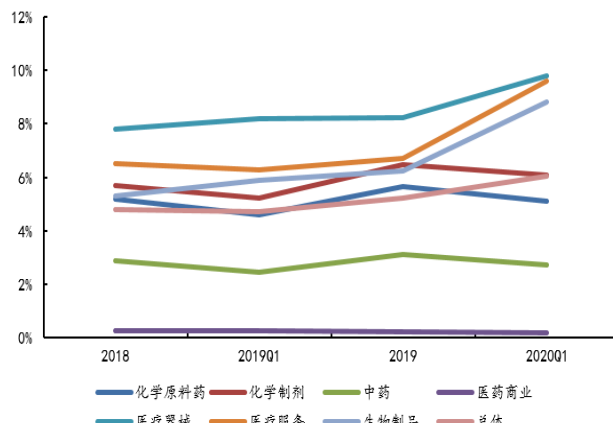
用率为 20.56%、2020Q1 为 19.39%，分别相比上年同期提升 0.33pct、-0.13pct；同期行业管理费用率分别为 8.36%和 10.41%，比上年同期分别-0.14pct 和 1.86pct。管理费用率呈现下降趋势，主要原因是近年将研发费用单列出来。在创新发展的大背景下，近年医药行业研发费用率逐步提升，研发费用随着医药企业收入的增加而增长。2019 年医药行业研发支出 458.22 亿元，同比+25.6%；2020Q1 研发支出 94.12 亿元，同比+7.8%。

图表 10：医药各子行业管理费用率情况 (%)



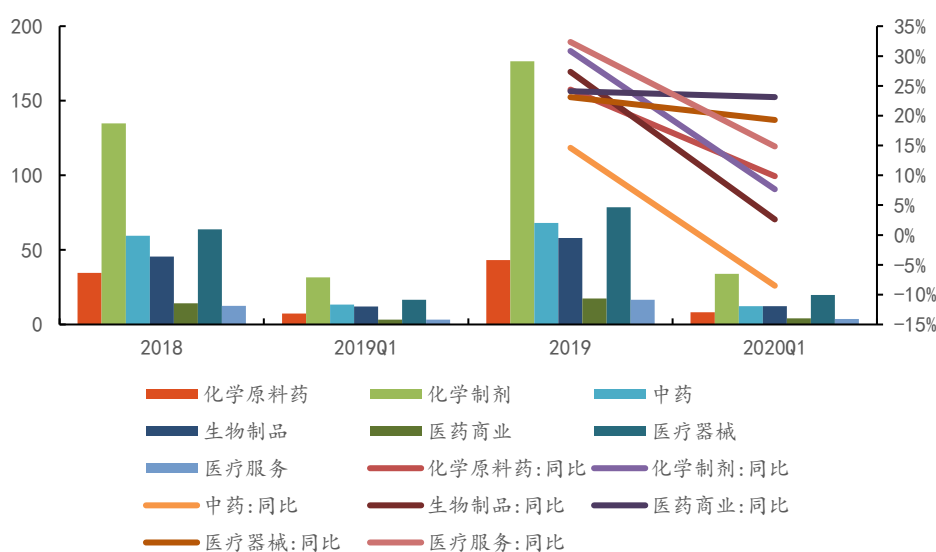
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 11：医药各子行业研发费用率情况 (%)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 12：医药细分行业研发支出增长情况 (亿元，%)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

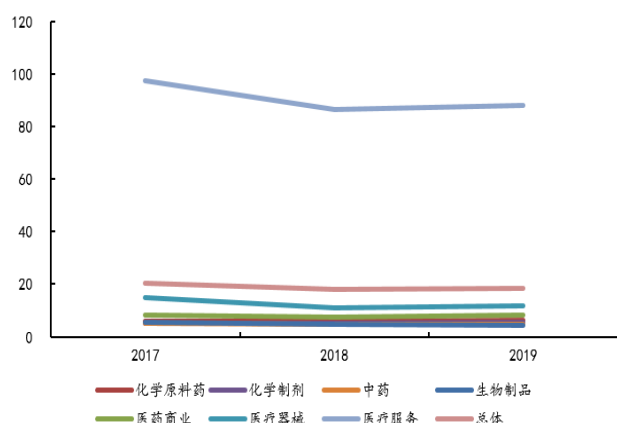
2.3. 行业运营趋势向好，经营性现金流提升

从公司运营层面来看，医药行业应收账款周转率、存货周转率均较稳定，2019 年分别为 18.42 次和 4.14 次，相比上年提升 0.54 次和 0.02 次。分行业来看，医疗服务、医疗器械、化学原料药应收账款周转率相对提升较多，医疗服务存货周转率相对提升较多，说明行业运营趋势向好。

从资产负债率方面，2019 年医药生物行业资产负债率为 31.24%，2020Q1 值为 31.44%，分别比上年下滑 1.00pct、0.46pct，其中融资负债

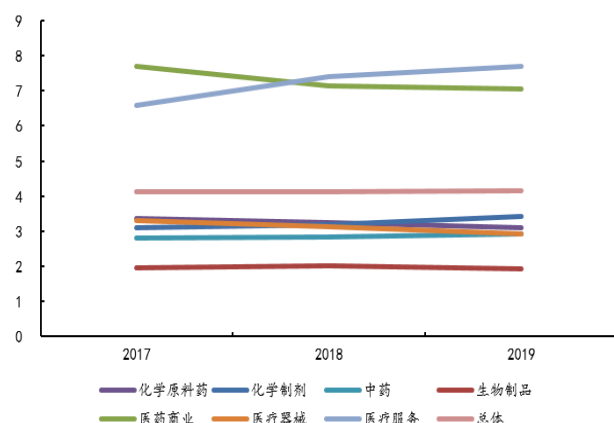
较多的医药商业具有相对较高的资产负债率（2019 年和 2020Q1 分别为 54.47%、55.43%），而医疗服务和生物制品行业资产负债情况改善较快。从经营活动产生的现金流量净额/净利润的比值来看，医药行业该比值由 2017 年的 91.77% 提升至 2019 年 127.22%，且所有子行业的比值均大于 1，板块经营性现金流有较好提升。

图表 13：医药各子行业应收账款周转率情况（次）



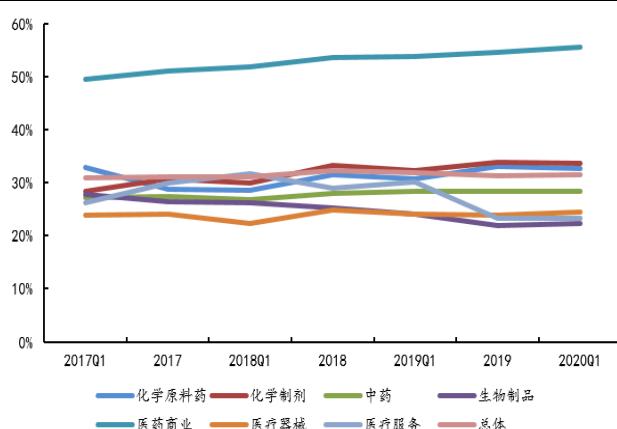
资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：对出现较大异常值的相关个股进行剔除，下同。

图表 14：医药各子行业存货周转率情况（次）



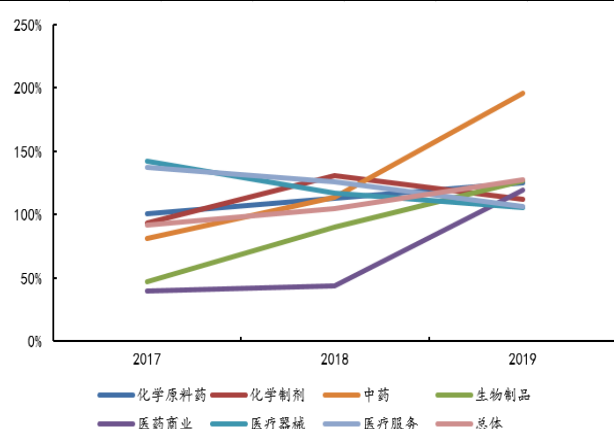
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 15：医药各子行业资产负债率情况（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 16：医药各子行业经营活动产生的现金流量净额/净利润情况（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

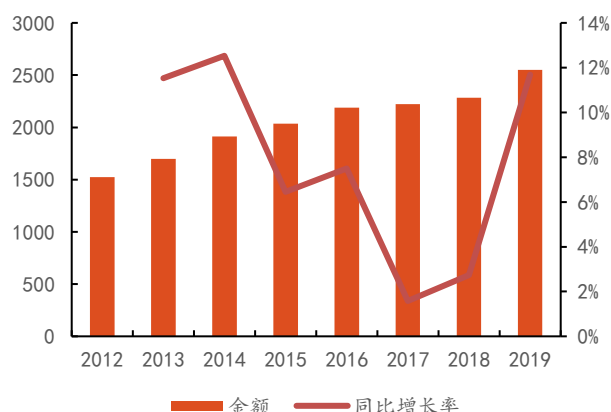
3. 医药行业多点开花

目前主要细分领域现状如何，未来将如何发展？我们阅读了百余篇最新年报/季报等相关报告，并做了相应的读报笔记或小结，以回应上述问题并作参考。

2019 年，受仿制药一致性评价全面推进、药物临床试验数据核查流程化、“4+7”药品集采正式执行及扩围、新《药品管理法》和《疫苗管理法》正式执行、重点合理用药药品监控、中药处方权收紧、《国家医保目录》调整等医药政策的影响，医药行业转型升级效果显现，规模增长放缓但盈利能力不断提高。2019 年，医药制造业工业增加值增速为 5.7%，较 2018

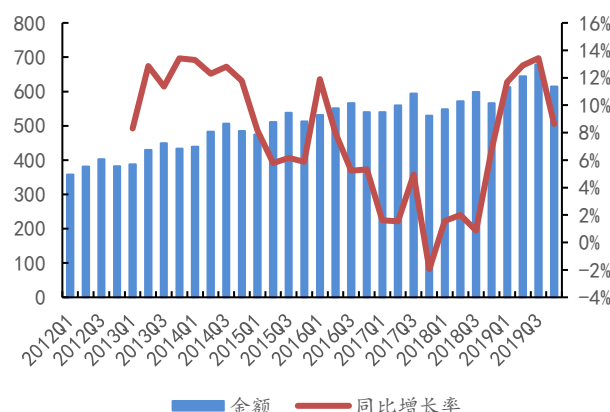
年下降 0.5pct。2019 年，全国规模以上医药制造业营业收入为 23908.6 亿元，同比增长 7.4%，增长率同比下降 5.0pct（高于全国整体水平 3.6pct）；实现利润总额人民币 3119.5 亿元，同比增长 5.9%，增长率同比下降 3.6pct（高于全国整体水平 9.2pct）。根据中国医药工业信息中心预测，2019 年我国整体药品市场终端销售规模达到 1.71 万亿元，同比+4.2%，相比上年下降 1.87pct。我国样本医院销售收入增速回升明显。2019 年我国样本医院药品销售总额为 2550.97 亿元，同比增长 11.69%，增速相比前两年提速明显；分季度来看，2019Q1-Q4 销售额分别为 612.34 亿、644.75 亿、679.20 亿和 614.69 亿元，同比分别增长 11.68%、12.90%、13.43%和 8.63%。

图表 17：我国样本医院药品销售情况（亿元，%）



资料来源：Choice, PDB, 东方财富证券研究所

图表 18：我国样本医院药品分季度销售情况（亿元，%）



资料来源：Choice, PDB, 东方财富证券研究所

2019 年，在优先审评审批等政策的支持下，创新药上市速度进一步加快且创新药仍是行业发展重点方向。在仿制药方面，随着“4+7”集采正式执行与扩围，企业开展一致性评价积极性及对仿制药发展信心受到较大的影响。带量采购加速了国产仿制药替代率的提升，中标品种和中标企业大部分实现了以价换量。此外，新《药品管理法》正式颁布，药品监管日趋严格，信息化追溯体系日渐完善；基本药物调整、《国家医保目录》调整、医保支付制度改革等变化，加快行业集中度的提升。我国医药行业的全行业逻辑由原来的准入（政府准入、医院准入）或转变为成本和规模（包括质量管理、供货能力），行业竞争也从销售端向研发生产端转移，成本、质量和技术能力成为未来竞争的核心竞争力。

3.1. 创新药&外包服务 CRO/CMO

国产创新药将进入收获期。创新药研发投入巨大、研发周期较长、研发成功不确定性较大，但是获批上市后将带来巨大回报。近年来，一批临床紧急需求疗效确切的重磅创新药获批，如埃克替尼、阿帕替尼、安罗替尼、PD-1 等，为我国创新药的发展树立了榜样。2019 年至今，我国已有一批国产创新药获批上市，且国产新药和 IND 申报数据显著增加，这将为我国创新药的后续发展奠定坚实基础。

抗肿瘤用药获得大力支持，创新药企迎来发展机遇。1) 在审批端，我国继续加快境内外抗癌新药注册审批，从 2017 年起药品审评开始加速，

2018-2019 年批准的新药数量年均在 50 个左右(国产新药占比约为 20%)，涉及的适应症近一半与肿瘤相关。2) 在医保端，2019 年国家进行了一次大规模的医保准入谈判，突出了鼓励创新的政策导向。其中 12 个国产重大创新药品谈成了 8 个，一半以上为肿瘤药，其中很多是 2018 年新上市的新药。3) 在销售端，2019 年我国样本医院抗肿瘤药成为第二大类别用药，增速最快(达到 20.0%)，相比上年提升 11.1pct。2019 年，我国肿瘤市场销售额达到 1024.37 亿，同比+22.09%；靶向药物保持高速增长，较去年同期增长 77.21% (数据来源：IQVIA)。

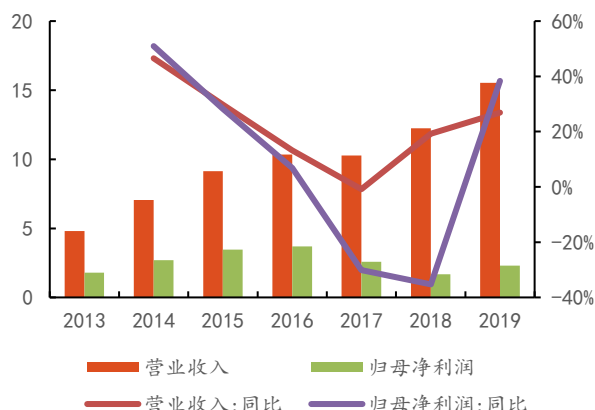
图表 19：我国创新药 NDA 情况

品种	靶点	适应症	相关企业	NDA 时间
ZL-2401	-	急性细菌性皮肤感染	海正药业/再鼎医药	20200214
康泰唑胺	-	急性细菌性皮肤感染	华海药业/盟科药业	20200104
艾氟替尼	EGFR	肺癌	艾力斯	20191210
奥布替尼	BTK	血液瘤	合全药业/诺诚健华	20191122
索凡替尼	VEGFR、FGFR	肿瘤	和记黄埔	20191113
氟唑帕利	BRCA1/2	卵巢癌	恒瑞医药	20191029
西格列他钠	PPAR	糖尿病	微芯生物	20190921
依米他韦	-	丙肝	东阳光药	20190913
黄花蒿粉滴剂	-	变态反应	我武生物	20190426
奥美替尼	EGFR	肺癌	翰森制药	20190418
重组人促性素	-	辅助生殖	丽珠集团	20190220
海泽麦布	NPC1L1	原发性高胆固醇血症	海正药业	20190117
恩沙替尼	ALK	肺癌	贝达药业	20190102

资料来源：Choice，东方财富证券研究所整理

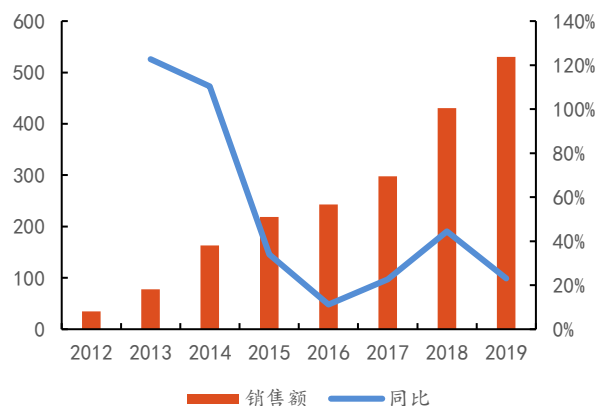
贝达药业：1) 核心产品销售创新高。2019 年实现营业收入 15.54 亿元，同比+26.94%；归母净利润为 2.31 亿元，同比+38.37%。其中埃克替尼实现销售收入超过 15 个亿，达到 15.02 亿元，同比+24.28%。**2) 2019 年，公司全力打造埃克替尼“非凡 TKI，我们不一样”的形象：**埃克替尼高效、低毒特性使患者长期获益，具差异性临床优势；**3) 公司研发管线产品不断丰富。**公司在研新药盐酸恩沙替尼于 2018 年 12 月 26 日获得国家药品监督管理局的药品注册申请受理，并于 2019 年 2 月 25 日被正式纳入优先审评程序。2019 年底，公司共有 12 个处于临床试验阶段的品种(多个处于注册性临床阶段)，同步推进 20 余项临床前研究项目。

图表 20：贝达药业销售收入增长情况（亿元，%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 21：埃克替尼样本医院销售情况（百万元，%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

创新药的大发展与仿制药一致性评价推动研发/生产外包服务的长期发展。2018 年，全球研发外包市场规模为 550 亿美元，占比全球研发支出的 32%，预计 2023 年规模将达到 910 亿美元（占比研发支出的 42%），2018-2023 年 CAGR 约为 11%。其中，2018 年美国研发外包规模为 270 亿美元，占比其研发支出的 36%，预计到 2023 年该比例将达到 54%；2018 年中国研发外包市场规模在 55 亿美元，预计 2023 年将达到 190 亿美元，2018-2023 年 CAGR 约达到 28%，占比研发支出比例也将从 32% 提升至 47%。

外包行业发展的主要因素。1) **创新和效率驱动外包行业发展。**2019 年全球研发管线项目 16181 个，同比+6%。其中临床前至临床早期占比 83%，临床 3 期及以后占比 17%。另外，拥有 1-2 个项目的小公司比例由几年前的 15% 提升到 20%，全球前 25 大药厂项目占比也从 18% 下降到 11%，且近一半管线来自美国公司。2) **政策支撑，尤其 MAH 制度将上市许可和生产许可分离。**药品专利制度逐步完善，凭借成本优势、工程师红利、快速反应能力和灵活性，亚太尤其中国 CRO/CDMO 增速快于全球。3) **一体化服务。**优质外包企业提供从药物开发到商业化一条龙服务，合规、环保、安全（知识产权与商业秘密保护）、产能充足、良好的交付记录，让研发企业享受到高质量的外包服务。4) **加入 ICH，意味着我国药品监管部门、制药行业和研发机构逐步转化和实施国际最高技术标准和指南，**并积极参与规则制定，将进一步提高创新药的研发、注册和上市效率，我国国际多中心临床试验（multi-regional clinical trial, MRCT）项目有望大幅增长。

3.2. 骨科植入物市场：

2018 年，全球医疗器械市场规模为 4300 亿美元，2017-2024 年 CAGR 达 5.6%；中国器械生产企业主营收入 6400 亿元，近年 CAGR 达 15%。根据中国医药物资协会的统计，2007-2017 年间，我国医疗器械行业市场规模从 535 亿元增长到了 4450 亿元，期间 CAGR 达到 23.59%。

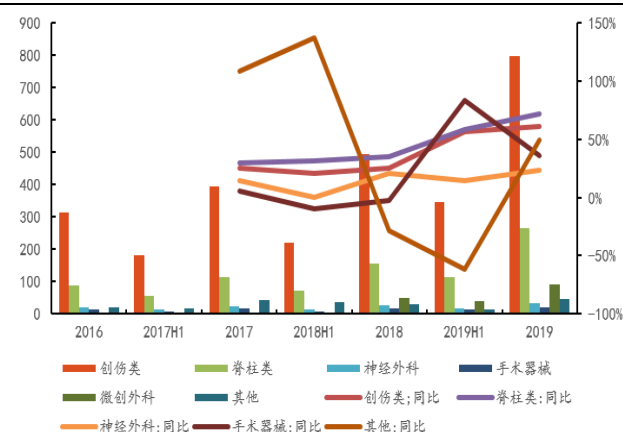
进口替代、行业集中度提升一直是医疗器械行业发展的主要逻辑。目前，国产医疗器械进口替代主要有三种情况：在少部分细分领域，我们已经完成了进口替代，国产化率超过六成，比如监护仪、生化试剂等；在部分细分领域，我们已经完成了技术突破，比如血球、麻醉、呼吸、大型影像设备等，但尚未替代进口产品；在相当多的细分领域，我们还没有掌握

核心技术，比如超高端彩超、内窥镜等。总体来说，我国高端医疗器械市场还是以进口品牌为主，进口替代还有很长的路要走。产业政策方面：我们将高端医疗设备列为重点发展方向，推进医疗设备国产化。“先产品注册、后生产许可”，鼓励创新的同时，减少企业获得注册前的大量投入。一般来说，医疗器械具有一定的季节性：其中 Q1 淡季、Q2-Q3 平稳、Q4 旺季。

老龄化加速叠加进口替代，国产骨科市场显著提速。Global Market Insights 预计，全球骨科耗材市场 2016-2024 年 CAGR 约为 3%。由于庞大的人口基数、社会老龄化加剧，医疗需求不断上涨，我国骨科手术量不断增加（2016-2021 年 CAGR 为 10.1%）。预计到 2023 年我国骨科植入类耗材销售规模将达到 505 亿元，2018-2023 年 CAGR 将达到 14.4%。我国骨科植入类耗材主要包括：创伤类、脊柱类、关节类和其他（运动医学类、神经外科等）。其中创伤类、脊柱类、关节类为三大主要类别，2018 年市场份额为 28.6%、29%、27.9%。创伤领域最早实现进口替代，国产脊柱和关节领域也在推进替代进口产品。III 类医疗器械临床及注册审批提速，具有技术壁垒的 III 类医疗器械企业集中度在提升。在高值耗材带量采购和两票制等政策的推动下，加上医保报销政策向国产品牌倾斜，进口替代和行业集中度出现同步提升，骨科植入物龙头企业市场占有率加快提升。

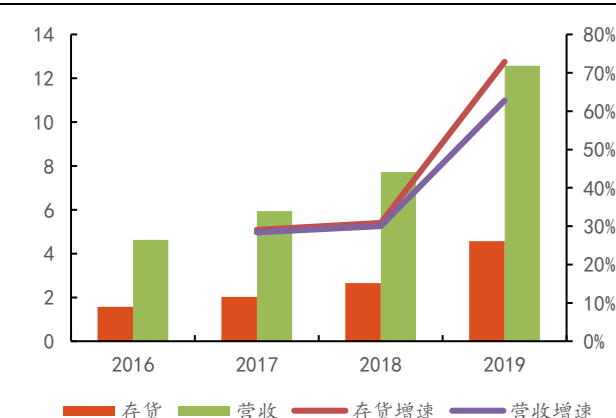
大博医疗：1) 公司业绩增长提速。2019 年，公司实现营业收入 12.57 亿元，同比+62.77%；归母净利润 4.65 亿元，同比+25.32%。公司拟向全体股东每 10 股分红 6 元。2020Q1 公司实现营业收入 2.3 亿元，同比+5.89%；归母净利润 8919.05 万元，同比+7.85%。核心子公司施爱德微创外科、萨科、博益宁骨科收入大幅提速。公司创伤类、脊柱类、神经外科、手术器械、微创外科销售收入分别同比增长 60.93%、71.96%、22.98%、35.59%、88.05%，相比上年均有较大提升。**2) 公司收入增长与存货增长成正相关性。**2019 年末，公司存货达到 4.57 亿元，较年初增长 1.93 亿元，增幅为 72.85%。**3) 公司产能逐步释放。**公司在建工程较期初增长 136.88%，生产设备投资增加，固定资产相比期初增长 51.68%。**4) 公司加大研发投入多领域布局。**2019 年公司研发投入 1 亿元，较上年+54.88%。目前公司已在创伤、脊柱、关节、神经外科、普外科、齿科等领域取得 I/II/III 类注册证共 323 个，其中有 123 个 II/III 类注册证在申请中。

图表 22：大博医疗分业务增长情况（百万元，%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 23：大博医疗存货增长情况（亿元，%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

威高股份：骨科产品线齐全，涵盖创伤、脊柱、关节等，目前整体骨科收入为国产第一。公司 2019 年骨科产品收入 16 亿元（同比+32%），占比收入的 13.8%。主要产品以脊柱、关节类为主，正在推进渠道下沉、搭建物流平台工作。**微创医疗：**主要板块包括心血管介入、骨科、心律管理、大动脉及外周血管、神经介入等。其中心血管、大动脉及外周血管、神经介入方面市场领先。2019 年公司骨科产品中国区同比+57%，其中进口产品增速为 38%。**春立医疗：**公司关节假体产品涵盖髋、膝、肩、肘四大人体关节，脊柱产品则为脊柱固定系统的全系列产品组合，包括颈椎前后路固定系统、胸椎及腰椎。公司关节类产品主要有高端陶瓷关节假体产品（4 代，包括半陶及全陶），XN 膝关节假体，微创髋关节假体。近年公司毛利率逐步提升，主要原因为采购议价能力强，直销医院销量增加，以及量产使得固定成本相对下降。2019 年，公司营业收入约为 8.55 亿元（同比+71.78%），净利润约为 2.37 亿元（同比+124.24%）。**爱康医疗：**2019 年，公司膝关节新产品新型铰链膝（AHK）植入量突破 100 台。AHK 是国内首个通过临床试验批准上市的铰链膝系统，适用于复杂的膝关节置换手术。髋关节置换内植入物平均单价提升；公司毛利率提升，主要原因为 A3 膝关节、3D 打印产品等高毛利率产品占比在提升。2019 年公司实现收入人民币 9.27 亿元，同比大幅增长 54.3%；实现溢利 2.67 亿元，同比大幅增长 84.2%。更多医院尤其是二级医院可以开展关节置换手术。

3.3. 原料药市场

根据 IMS 数据，预计 2019 年全球药品市场规模超过 1.2 万亿美元，同比增速为 2.9%。根据 Markets and Markets，2019 年全球原料药市场规模约 1800 亿美元，预计到 2024 年将达到 2450 亿美元，2019-2024 年 CAGR 为 6.1%。根据商品贸易统计数据库，2019 年印度从中国进口原料药及中间体 153 亿美元，占其全部原料药进口总额的约 53%。原料药主要包括三大类：1) 大宗原料药，上市久无专利问题，较早完成全球产业转移。2) 特色原料药，专利到期附近，主要供给仿制药企业且开发难度大，主要有慢病类、中枢神经类、抗肿瘤类、肝素类、造影剂类。特色原料药议价能力强，具向下游延伸主动权。3) 专利原料药，主要供给原研药企业，开发难度大但附加值高，一般为下游需求定制。

仙琚制药：甾体激素原料药和制剂龙头企业；收入和毛利率双提升；麻醉、呼吸和妇科三大重点专科制剂快速放量。**天宇股份：**主要板块保持 20%-30% 增长，其中沙坦类 API 保持 30% 的稳定速度增长；新 API 品种和 CDMO 业务开始放量。**司太立：**全球造影剂 API 龙头；产能翻倍释放在即（核心产品碘海醇 650→1330 吨，碘克沙醇 200→400 吨，碘帕醇 250→500 吨）；API+制剂一体化（4 个主要碘造影剂产品申报，碘帕醇完成技术审评，碘海醇 2020 年有望获批）；下游需求旺盛：与核心客户恒瑞医药签署碘海醇、碘帕醇药品合作协议。**美诺华：**API 转型制剂-自主申报（中美）+制剂 CMO（中欧）+自主研发；“技术转移+自主研发”，普瑞巴林、阿托伐他汀等完成技术转移，已经商业化 CMO 生产；三大原料药生产基地扩建，合计增加约 2500 吨原料药及中间体产能；大客户包括 KRKA，TEVA，以及巴西最大的制剂企业 E. M. S。

3.4. 医疗美容领域

我国医疗美容行业快速发展。根据 Frost & Sullivan 数据，2018 年我国医疗美容市场规模达到 1216.7 亿元人民币，预计 2023 年将达到 3600 亿元，2018-2023 年 CAGR 将达到 24.2%。根据国家统计局数据，2019 年我国社会消费品零售总额 41.16 万亿元，同比+8.0%，其中化妆品类总额 2992 亿元，同比+12.6%（限额以上单位）。透明质酸是一种天然高分子粘多糖，由 N-乙酰氨基葡萄糖和 D-葡萄糖醛酸组成，广泛存在于脊椎动物结缔组织和体液中，如关节滑液、眼玻璃体、脐带、皮肤等。透明质酸具有独特的黏弹性和优良的保水性、组织相容性和非免疫原性，因而在临床和日常生活中应用广泛。2017 年，全球生物医用材料市场规模近 2000 亿美元，其中中国生物医用材料市场规模超过 2000 亿元，同比增速近 20%，增长十分迅速。

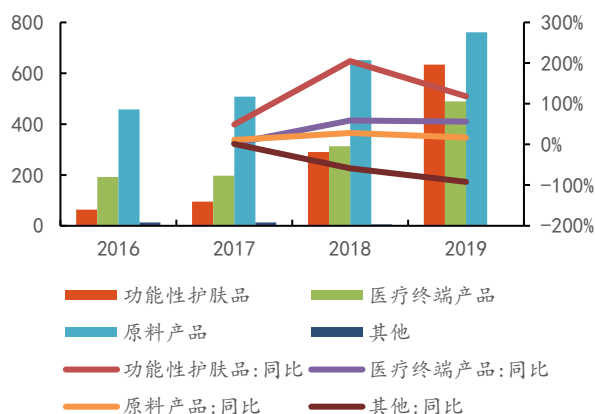
全球透明质酸原料市场快速增长。根据 Frost & Sullivan 数据，2018 年全球透明质酸原料销量达到 500 吨，2014-2018 年 CAGR 为 22.8%，预计 2023 年销量将达到 1150 吨，预计未来五年 CAGR 将保持在 18.1%。根据 Frost & Sullivan 预测，全球化妆品级原料销售 2018-2022 年 CAGR 将达到 12.7%，全球食品级原料销售 2018-2022 年 CAGR 将达到 23.3%。

透明质酸终端产品应用广泛。透明质酸之于骨科应用：目前我国治疗关节炎的常用注射类药物有四类：非甾体类抗炎药、镇痛药物、糖皮质激素和其他关节腔注射药物（玻璃酸钠注射液为骨科关节腔注射用液）。其中市场份额最高的是其他关节腔注射药物，其次为糖皮质激素。2018 年我国骨科关节腔注射用液市场规模达到 16 亿元。**透明质酸之于眼科应用：**在眼科领域，以高纯度透明质酸钠制作的黏弹剂作为手术垫主要应用于白内障手术，起到临时支撑手术空间作用，以避免眼组织受到手术器械的机械损伤。2018 年我国眼科黏弹剂市场规模达到 16 亿元。**透明质酸之于软组织填充应用：**由于出色的生物相容性和填充效果，以透明质酸为填充剂材料的注射类项目一直受到市场的高度认可。

华熙生物：1) 公司主要板块业务增长良好。2019 年公司实现营业收入 18.86 亿元，同比+49.28%；归母净利润 5.86 亿元，同比+38.16%；扣非归母净利润 5.67 亿元，同比+35.16%。公司重点布局终端产品市场，医疗终端产品、功能性护肤品销售同比实现较快增长，同时原料产品持续保持增长势头。2020Q1 公司实现营业收入 3.68 亿元，同比+3.5%；归母净利润 1.08 亿元，同比+0.77%。**2) 透明质酸产业链全覆盖。**公司凭借微生物发酵、交联两大科技平台，实现了四大技术突破，逐步将产品类型由透明质酸原料延伸至多种生物活性物质、医疗终端产品和功能性护肤品，覆盖了透明质酸原料至相关终端产品的完整产业链。**3) 公司产量、效率和市场�份额不断提升。**公司透明质酸发酵产率达到了 10-13 g/L，远高于文献报道的行业最优水平 6-7 g/L；透明质酸产量从 2000 年的 0.8 吨提高至 2018 年的近 180 吨。2018 年全球原料销量 500 吨（公司占比 36%），全球食品级、化妆品级和医药级分别为 230、250 和 20 吨，公司市场份额分别为 26%、43%和 39%。**在原料方面，公司拥有以透明质酸为核心的一系列生物活性物产品，200 余种规格，以满足客户多样化的定制需求。**3) 在终端产品方面，公司自主研发生产了软组织填充剂、眼科黏弹剂、医用润滑剂等医疗器械

产品，玻璃酸钠注射液等药品，以及透明质酸次抛原液等功能性护肤品。近年，中高端护肤品市场复合增速高于同期大众定位的相同品类市场规模复合增速。4) 公司整体产能扩大。2019 年，公司在天津的透明质酸相关项目正式开工建设，巢湖工厂正式投产，济南新厂区 150 吨透明质酸新生产线也于 2019 年 6 月建成投产。公司透明质酸原料年产能达到 320 吨，同时新增多条终端产品生产线，企业整体产能扩大。

图表 24：华熙生物按产品收入增长情况（百万元，%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 25：华熙生物两大平台与四大核心技术

两大科技平台	四大核心技术	奖项与认证	专利/许可
微生物发酵技术平台	国际领先的微生物发酵法生产透明质酸技术	国家科技进步二等奖； 国家重点新产品； 国家火炬高技术产业项目； 山东省重点研发计划	医药级玻璃酸钠产品在国内取得了 7 项注册备案资质；国际上取得了包括欧盟、美国、韩国、加拿大、日本、俄罗斯、印度在内的注册备案资质 23 项
	国际上首次使用微生物酶切法大规模生产低分子量透明质酸及寡聚透明质酸	山东省科技进步奖； 山东省专利奖； 山东名牌产品； 山东省科技发展计划项目； 21 届中国专利金奖	
梯度 3D 交联技术平台	透明质酸高效交联技术突破	国家重点新产品； 山东省重大专项； 国产交联透明质酸软组织填充剂首家获得 CFDA 批准； 欧盟三类医疗器械 CE 证书	医疗终端产品在国内取得药械类认证 21 项，国际认证 11 项
	玻璃酸钠注射液国内率先采用终端灭菌技术	山东省技术创新项目； CFDA 把终端灭菌工艺作为同类产品的标准灭菌方式	

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

3.5. 医药商业方面

过去几年，“两票制”、“公立医院药品销售零加成”、“医保目录谈判”、“药品集中采购”、“按疾病诊断相关分组付费 (DRGs)”等政策相继推出和实施，政府部门“实施价值导向的医保战略性购买”意图已非常明确，同时监管力度也在持续加大，对整个医药行业产生广泛而深远的影响。医药和医疗器械产品价格将随着竞争加剧而进一步下降，传统分销业务的利润率水平也承受压力。同时，政策也带来行业集中度持续提升及优势企业竞争力不断增强的发展契机，规模与效率已成为医药流通企业未来生存发展的核心优势。

零售药店在药事和健康服务作用愈发突出。根据中国药店数据，2018 年我国零售药店终端销售规模已达 4002 亿元，2014-2018 年 CAGR 达到 9.08%，呈不断增长的趋势。在“健康中国战略”全面实施的大背景下，处方外流、药店分类分级管理、慢病处方、医保定点资质审批放开等医药分开相关政策不断推进，零售药店成为持续为终端消费者和患者提供专业的药事和健康服务的重要渠道。随着处方外流加快、线上线下融合以及药企数字化推广，处方外流从 2018 年开始进入实质性落地阶段，线上医保支付可能加快，线上和线下的部分交融势不可挡，同时借助互联网诊疗和各地医保政策，重症和慢病统筹支付在零售端不断突破，进一步打开处方外流空间。

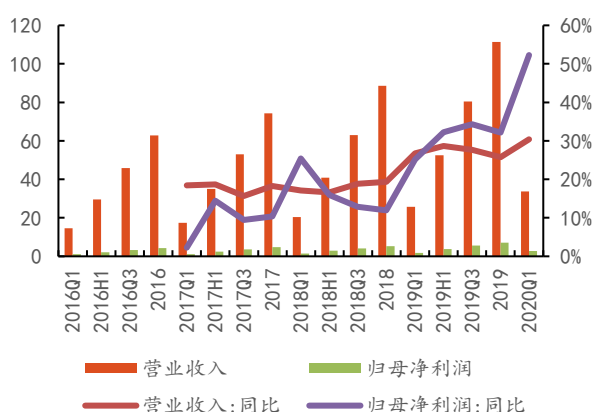
大型连锁药店仍具有较大的发展空间。我国零售连锁化率不断提升，2018 年末达到 52%。药房行业集中度不高：美国 CR3=85%，日本 CR10=67%，中国 CR10=22%（且仍以药械销售为主，达到 85%，同期美国占比 80%左右、日本 30%左右）。处方药药店渠道比例较低：美国 65%，日本 52%，中国 12%。我国 2018 年药品销售额 17131 亿元（其中药店渠道 23%、公立医院 67%、

公立基层终端 10%)，其中处方药 1.46 万亿（占比 85%），其中药店渠道占比 12%。疫情期间互联网医疗大热，但网络销售药品渗透率仍低，仍需要线下门店支持。国内零售药店集中度仍然偏低，药房龙头企业有望借助药店连锁化趋势提高市场份额。另外，药店监管趋严、行业标准提升，相对于单体店和小连锁，大型连锁药店具有更强的竞争优势。

四大药房齐头并进。益丰药房覆盖 9 省，并购经验丰富，营业周期同类最短，精准管理指标较好。**老百姓覆盖 22 省；**引入方源资本、春华资本长期战略合作（持股 24%）；大量老店/旗舰店拆分优化加速增长，以提高坪效、提升利润；加盟店提升地域市场规模，进而提升议价能力。**一心堂覆盖 10 省市自治区，**公司加速建成医保门店，在员工中大力培养执业药师，执业药师得到有效补充。

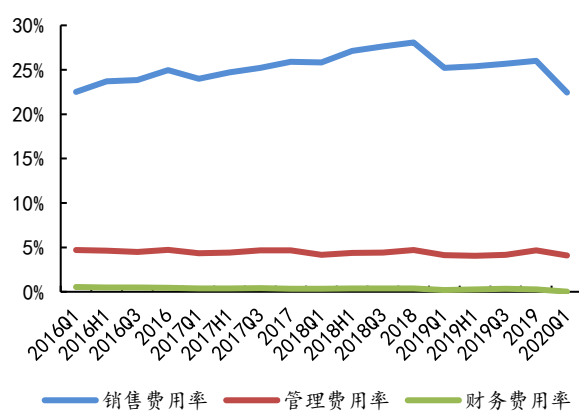
大参林：1) 公司业绩增长逆势而上，营业总成本得到有效控制。2019 年公司实现营业收入 111.41 亿元，同比+25.76%；归母净利润 7.03 亿元，同比+32.17%；扣非归母净利润 6.90 亿元，同比+35.48%；经营活动产生的现金流净额 17.08 亿元，同比+95.48%。2020Q1 公司实现营业收入 33.62 亿元，同比+30.39%；归母净利润 2.80 亿元，同比+52.28%；扣非归母净利润 2.71 亿元，同比+52.69%。**2) 药店增长计划有序推进。**2019 年公司净增 876 家门店，拥有在 10 个省份共有 4756 家连锁门店（含加盟店 54 家）。2019 年度公司发展的加盟业务初见成效，加盟区域从 19 多个城市放开到 50 多个城市。截至 2020Q1，公司净增加门店 129 家，公司门店总数 4885 家（含加盟店 76 家）。随着各区域门店规模的扩大、管理成本进一步分摊，品牌与规模效应同步发力，公司在商品采购、销售合作方面的议价能力大大提升，促进公司盈利水平加速提升。**3) 加快同行业的并购步伐。**2019 年，公司共发生 13 起同行业并购，其中全资或控股收购项目 13 起，涉及门店 560 家。2020Q1 公司共发生 5 起同行业投资并购业务，涉及门店数 166 家。

图表 26：大参林收入增长情况（亿元，%）



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 27：大参林相关费用率情况（%）



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.6. 医疗服务方面

居民医疗服务利用持续增加，社会医疗服务供给提升。2018 年，全国门诊总量 83 亿人次，+1.6%；人均就诊 6 次。卫生费用占 GDP 比例不断提

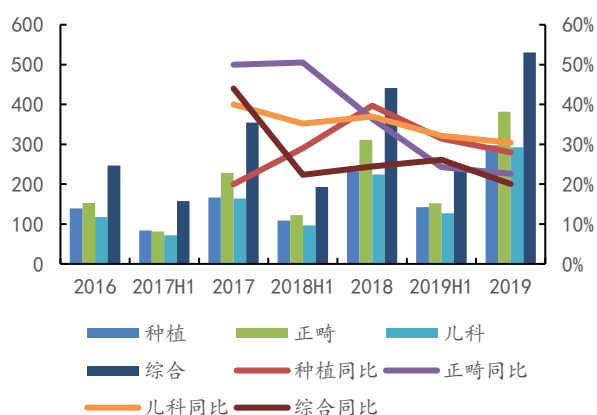
升，社会支出提升（2018 年比 2014 年提升 6 个百分点）。社会办医加快，2018 年民营医院占比相比 2014 年提升 15 个百分点。医疗服务价格调整，2018 年医院次均门诊费+6.7%（其中药占比为 41%，相比上年下降 1.8pct），人均住院费+4.5%（其中药占比 28%，相比上年下降 3pct）。其中眼科、口腔专科发展较快。

我国人口老龄化加剧、牙科疾病发病率提升。根据卫计委发布的第四次全国口腔健康流行病学调查：1）儿童（5 岁以下）、中老年人（35-74 岁）患龋率非常高，尤其老年人（65-74 岁）患龋率高达 98.4%；2）牙周病的发病率也在攀升，35-44 岁居民中，口腔内牙石检出率为 96.7%，牙龈出血检出率为 87.4%（比十年前相比上升了 10.1%）；3）老年人留存牙数为 22.5 颗，全口无牙的比例为 4.5%。2018 年，我国 65 岁及以上的人口数已达 1.66 亿，占比总人口 11.9%。

我国牙医数量不足、民营口腔作为重要补充。近年来，我国口腔类别执业医师（含助理）数量稳步增长，2018 年达到 21.7 万人（同比+15.4%）。据此估算我国每十万人拥有牙医数仅为 15.5 人，仅为发达国家的 15%-25%。2003 年我国共有口腔医院 196 家，其中民营性质的仅 37 家（占比 19%）；至 2018 年，我国民营口腔医院数量迅速上升至 624 家，占比口腔医院总数的 79%，而公立口腔医院在此期间几乎没有增长。

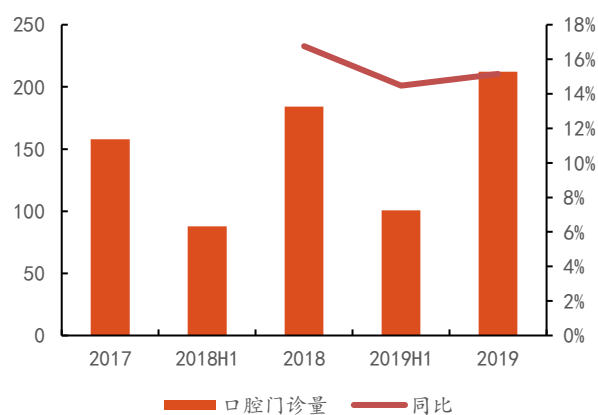
通策医疗：1）公司已经全面恢复业务开展。截至 2019 年底，公司口腔医疗服务营业面积达到 11.57 万平米，开设牙椅 1580 台，口腔医疗门诊量 212.12 万人次（同比+15.14%）。2019 年，公司实现营业收入 18.94 亿元，同比增长 22.52%；归母净利润 4.63 亿元，同比+39.44%。2020Q1 新冠肺炎疫情爆发，公司执行省卫健委通知精神暂停下属医院全部诊疗服务，业绩受到一定的影响。2020Q1 公司实现营业收入 1.93 亿元，同比-51.08%；归母净利润-1854.71 万元，同比-119.58%。3 月初公司陆续恢复下属医院急诊业务，其他业务逐步开展，并于 3 月底全面恢复公司业务开展。**2）公司“总院+分院”模式效果显现，医院的盈利能力持续提升，而费用支出率有所下降。**核心总院保持良好增长，总分院模式下分院快速增长。杭口、城西、宁口三大总院保持良好增长，2019 年分别增长 8.0%、32.6%、16.2%，净利润分别增长 18.5%、65.0%、47.7%，总院净利率逐步提升到 28%-41%。2019 年三大总院收入占总收入的 61.14%，净利润占比 79.92%，分别较 2018 年下降 1.2 个百分点和 5.7 个百分点，分院利润贡献所占比例有所提升。舟山、诸暨、衢州、义乌等分院在总院的辐射下都实现了快速增长，2019 年收入增速分别为 20.6%、32.0%、42.8%、15.8%，净利润分别增长 39.7%、41.5%、59.4%、47.4%，净利润率提升至 23%-28%。**3）口腔主要业务快速增长，产品结构不断优化。高附加值业务占比提升、先进口腔技术推进，带动客单价和单张牙椅收入增长。**从 2019 年口腔主要业务来看，公司儿科医疗服务 2.93 亿元，比去年增长 30.39%；种植医疗服务 2.97 亿元，同比+28.00%，正畸医疗服务 3.82 亿元，同比+22.60%。公司儿科、种植、正畸三大高附加值业务占比持续提升，占比达到 65%，产品结构优化带动公司毛利率上升。2019 年，公司客单价在 844 元/人次，同比增长 5.5%；单张牙椅产出为 113 万元，同比增长 13.2%。**4）“蒲公英计划”目前推进相对缓慢，后续或加快落地。**另外，2020 年将重点推行正畸产业化、拓展种植增长计划，也是公司的“宁波年”计划年。

图表 28：通策医疗口腔主要业务增长情况（百万元，%）



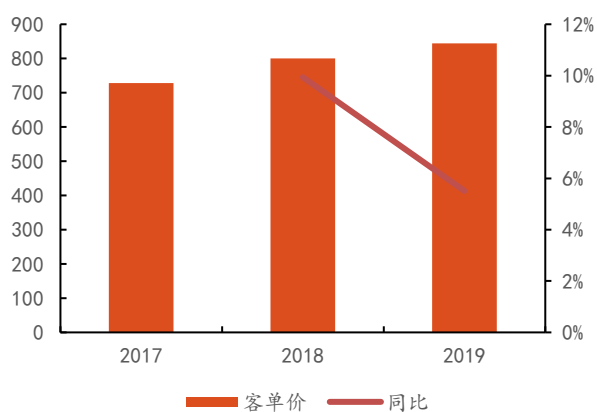
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 29：通策医疗口腔门诊量情况（万人次，%）



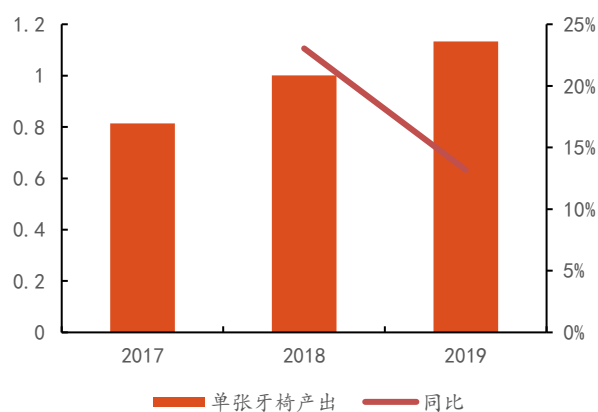
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 30：通策医疗客单价变化情况（元/人次）



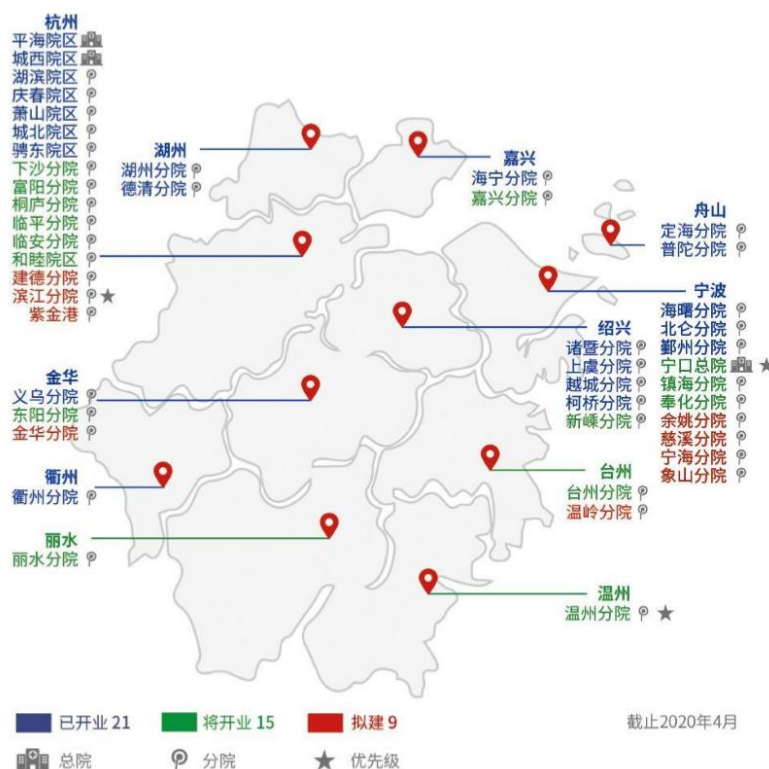
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 31：通策医疗单张牙椅产出情况（百万元/张）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 32：通策医疗口腔医院开拓情况



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

3.7. 互联网医疗

3月2日，国家医保局、卫健委发布《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》，符合要求的互联网医疗机构可以为参保人提供常见病、慢性病线上复诊服务，可以依规进行医保报销。近5-6年来，互联网医疗在逐渐发展：先是出现在线诊疗、健康咨询、挂号缴费等多种业态；再经历监管趋严，政策趋紧；2018年出现了配套政策，要求互联网诊疗行为和成立互联网医院必须依托于线下的实体医疗机构，且只能提供慢性病复诊、家庭医生签约等明确类目服务，不能提供初诊服务。互联网医疗最终要把医疗、医药、医保联动起来，有效地衔接医药商业、医疗终端和医患个体。

平安好医生：2019年家庭医生板块营业收入+109%，毛利率在44%；消费型医疗服务营收+23%，毛利率在36%；健康商场营收+56%，毛利率在8%；健康管理营收+23%，毛利率82%。公司2019年收入实现50.65亿元(+51.8%)，归母净亏损7.34亿，同比缩窄19.5%；费用率大幅缩窄。MAU 6690万(+22.3%)，日咨询量72.9万人次(+36.3%)。在政府医保对互联网诊疗补贴全面铺开之前，与商业保险合作及会员制是公司收入增长的主要方面。**阿里健康：**板块主要包括医药电商、互联网医疗、智慧医疗、产品追溯和消费医疗等；2019年医药自营营收+97%，医药电商营收+300%。

4. 投资建议

医药行业仍然是政策市。**医药方面：**新《药品管理法》正式施行，鼓励创新同时加强严格监管。坚持“四个最严”：最严谨的标准、最严格的监管、最严厉的处罚、最严肃的问责；明确已上市的化学药品注射剂仿制药，未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的品种均需开展一致性评价；药品监管体系将更加完善，包括职业化专业化药品检查员队伍建设，药品质量抽查检验管理，疫苗管理法的实施将使实现疫苗信息化追溯。**医保方面：“4+7”**集中带量采购正式执行并全国扩围。仿制药行业将加快向薄利多销模式转型，行业集中度将加快提升；DRGs 付费全国 30 城市试点，医保付费模式或将发生巨变。坚持“顶层设计、模拟测试、实际付费”三步走的思路，确保 2020 年模拟运行，2021 年启动实际付费。这将加速医药分开，同时医院渠道药品将逐渐转向价格低、疗效确切的产品；新一轮《国家医保目录》调整，医药目录药品再次扩容。药品结构将进一步优化，医保资金实现高效利用，更加关注药品临床效果，并且坚持中西并重。**医疗方面：**规范监测药品使用，重点监控合理用药目录，坚持合理用药的四大要素：安全性、有效性、经济性和适当性。加速推进分级诊疗，提升基层医疗服务水平。

长期来看，医药生物行业产业升级大方向不变，医药消费刚性需求不变，医药行业具有较好的发展韧性。我们建议长期关注：1) 优质创新药及 CRO/CMO 企业。建议关注创新药龙头企业恒瑞医药，谨慎看好贝达药业；2) 骨科植入器械龙头。建议关注凯利泰，看好大博医疗；3) 优质医疗美容提供商。谨慎看好昊海生科、华熙生物；4) 零售药房龙头。建议关注益丰药房、老百姓、一心堂，看好大参林；5) 优质专科医疗服务提供商。建议关注爱尔眼科，看好通策医疗。

图表 33：行业重点关注公司

代码	简称	总市值 (亿元)	PE (倍)			股价 (元)	评级
			TTM	2020E	2021E		
688363. SH	华熙生物	537. 60	91. 67	71. 91	53. 43	112. 00	增持
600763. SH	通策医疗	426. 07	121. 80	71. 84	55. 00	132. 88	买入
300558. SZ	贝达药业	417. 80	134. 95	131. 22	97. 06	104. 19	增持
002901. SZ	大博医疗	388. 19	82. 25	66. 90	52. 84	96. 50	买入
603233. SH	大参林	386. 97	48. 44	41. 04	32. 25	70. 75	买入

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。截至日期为 2020-05-14。

5. 风险提示

行业政策变化不确定性；
研发生产过程风险；
相关行业增长不达预期；

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。