

潜心布局终端销售，为放量夯实基础

同仁堂（600085）首次覆盖报告

核心结论

公司持续推进终端网络建设，为产品放量奠定基础。（1）国内国外、线上线下相互结合，多措并举拓展市场空间；（2）自有商业平台销售占比提升，终端控制力逐步增强。医药商业导流效应凸显，将推动商业和工业收入同增长；（3）自有终端数量不断增加。国内药店2017H1达622家，全国城市覆盖率23%，假设未来两年增速维持13%不变，2019年自有药店数量将达到824家，增长空间32%；假设全国城市覆盖率均达到目前华北地区44%的水平，则有80%的潜在增长空间；（4）在售品种数量不断增加。与经销商合作采取专柜模式有效增加品种数量，2017H1已从2016年的39家发展到122家，增速213%，假设未来两年增速放缓分别为100%、80%，到2019年专柜数量将达到439家，增长空间2.6倍；（5）持续探索医疗渠道。

各品种群均具备较强提价潜力。近三年公司心脑血管类产品总体年均提价22%，补益类产品总体年均提价9%，稳定提价策略有望延续。

盈利预测及估值：同仁堂品牌、品种、渠道资源优势突出，潜心布局终端销售，在竞争愈发激烈的OTC市场中极具稀缺性。2017-2019年公司EPS预测值0.76/0.86/0.98元，对应PE43/38/33倍。参考可比估值及公司历史估值给予公司2018年46倍PE，目标价39.56，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：终端放量低于预期；成本涨幅过大，详见报告末尾风险提示。

核心数据

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	10,809	12,091	13,605	15,365	17,414
增长率(%)	12%	12%	13%	13%	13%
净利润（百万元）	875	933	1,042	1,179	1,340
增长率(%)	15%	7%	12%	13%	14%
每股收益（EPS）	0.64	0.68	0.76	0.86	0.98
市盈率（P/E）	51.1	47.9	42.9	37.9	33.4
市净率（P/B）	6.28	5.74	5.22	4.73	4.27

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的重要声明

公司评级

买入

股票代码 600085

目标价格 39.56

前次评级

评级变动 首次

当前价格 32.60

近一年股价走势



分析师

王艳茹 S0800517050001

021-38584240

wangyanru@research.xbmail.com.cn

相关研究

内容目录

核心观点	5
一张图了解公司	6
中医药行业迎来大发展，资源优势助得先机	7
持续推进终端网络建设，布局逐步优化	7
自有商业平台销售占比提升，终端控制力逐步增强	8
销售渠道多元化拓展，自有终端药店数量不断增加	9
国内自有药店和诊所城市分布集中度较高	10
国内自有药店数量成长空间较大	10
海外终端覆盖持续扩张	11
集团养生保健板块城市覆盖率较高	11
销售模式持续创新，在售品种数量不断增加	12
品种资源丰富，为新品上市提供充足储备	13
持续探索医疗领域，保证品牌的双渠道发展	13
各品种群均具备较强提价潜力，稳定提价有望延续	14
政策改革为提价创造先决条件	14
中药资源稀缺，价格不断上涨	14
心脑血管类市场份额绝对领先，补益类逐步发力	15
心脑血管类定价优势稳定，补益类提价空间较大	16
公司销售业绩增长稳中向好	17
线下销售—主力品种增速反弹，发展及潜力品种增长势头良好	17
线上销售—保健食品药品销量可观	18
品牌价值卓越，新媒体宣传力度加大	19
线上品牌宣传力度持续加大	20
品牌关注度稳定保持在第一梯队	21
线上竞品排名中影响力和认可度仍然较高	22
公司盈利预测与估值	23
风险提示	24

图表目录

图 1：中医药产业政策对同仁堂发展利好不断	7
图 2：同仁堂药品销售渠道布局	7
图 3：2016 年主营业务收入构成	8
图 4：同仁堂自产药品在自有药店和药品生产收入中的占比	8
图 5：同仁堂国内外零售终端及专柜数量增长趋势	9

图 6：同仁堂商业-国内自有零售药店-城市网络分布	10
图 7：同仁堂商业-国内诊所-城市网络分布	10
图 8：同仁堂国内自有药店数量潜在空间	11
图 9：全国药店销售额排名前十及门店增速	11
图 10：同仁堂海外-自有零售药店-城市网络分布	12
图 11：同仁堂健康药业-店中店-城市网络分布	12
图 12：自有药店销售自产药品品种数量变化（样本）	12
图 13：同仁堂国内专柜数量潜在空间	12
图 14：同仁堂股份、科技、国药主要品种	13
图 15：同仁堂主要药品近五年各省中标情况（股份+科技）	14
图 16：同仁堂主力品种在样本医院销售趋势	14
图 17：政策改革前后变化	14
图 18：中药材价格走势	15
图 19：公司销售收入前五名产品	15
图 20：公司主要产品近 3 年提价情况	16
图 21：主要产品主要竞争企业出厂单价	16
图 22：公司合并报表营业收入、归母净利润及增速	17
图 23：2016 年主营业务收入构成	17
图 24：药工业板块收入构成变化	17
图 25：同仁堂主力品种-样本终端总销售额趋势	18
图 26：同仁堂发展品种和潜力品种-样本终端总销售额趋势	18
图 27：同仁堂保健食品-销售额及销量-淘宝&天猫（2017.10.17-11.17）	19
图 28：同仁堂非处方药-销售额及销量-淘宝&天猫（2017.10.17-11.17）	19
图 29：微信-公众号数量	20
图 30：微信公众号-单周文章发布量（2017.11.6-11.13）	20
图 31：宣传视频数量-腾讯	21
图 32：品牌搜索量-360&百度（2017.1.1-11.15）	21
图 33：宣传视频播放量-腾讯（累计）	21
图 34：微信公众号-阅读量（2017.11.1-11.14）	21
图 35：微信公众号-点赞量（2017.11.1-11.14）	21
图 36：品牌医药消费品总销售额-淘宝（2017.10.17-11.17）	22
图 37：阿胶销售额-淘宝&天猫（2017.10.17-11.17）	22
图 38：用户评价比较-淘宝&天猫（累计）	22
表 1：同仁堂自有商业平台终端数量	9
表 2：同仁堂自有药店数量增速假设	10
表 3：其他连锁药店销售同仁堂药品品种数量变化（样本）	13
表 4：同仁堂今年获得的主要荣誉奖项	19

表 5：公司财务估值模型核心要素预测 23

表 6：可比公司估值 24

核心观点

同仁堂品牌、品种、渠道资源优势突出，潜心布局终端销售，为量价齐升夯实基础，在竞争愈发激烈的 OTC 市场中极具稀缺性。

公司持续推进终端网络建设，为产品放量奠定基础。(1) 国内国外、线下线上相互结合，多措并举拓展市场空间；(2) 自有商业平台销售占比提升，终端控制力逐步增强。医药商业导流效应凸显，将推动商业和工业收入同增长；(3) **自有终端数量不断增加**。国内药店 2017H1 达 622 家，全国城市覆盖率 23%，假设未来两年增速维持 13% 不变，2019 年自有药店数量将达到 824 家，增长空间 32%；假设全国城市覆盖率均达到目前华北地区 44% 的水平，则有 80% 的潜在增长空间；(4) **在售品种数量不断增加**。与经销商合作采取专柜模式有效增加品种数量，2017H1 已从 2016 年的 39 家发展到 122 家，增速 213%，假设未来两年增速放缓分别为 100%、80%，到 2019 年专柜数量将达到 439 家，增长空间 2.6 倍；(5) 持续探索医疗渠道。

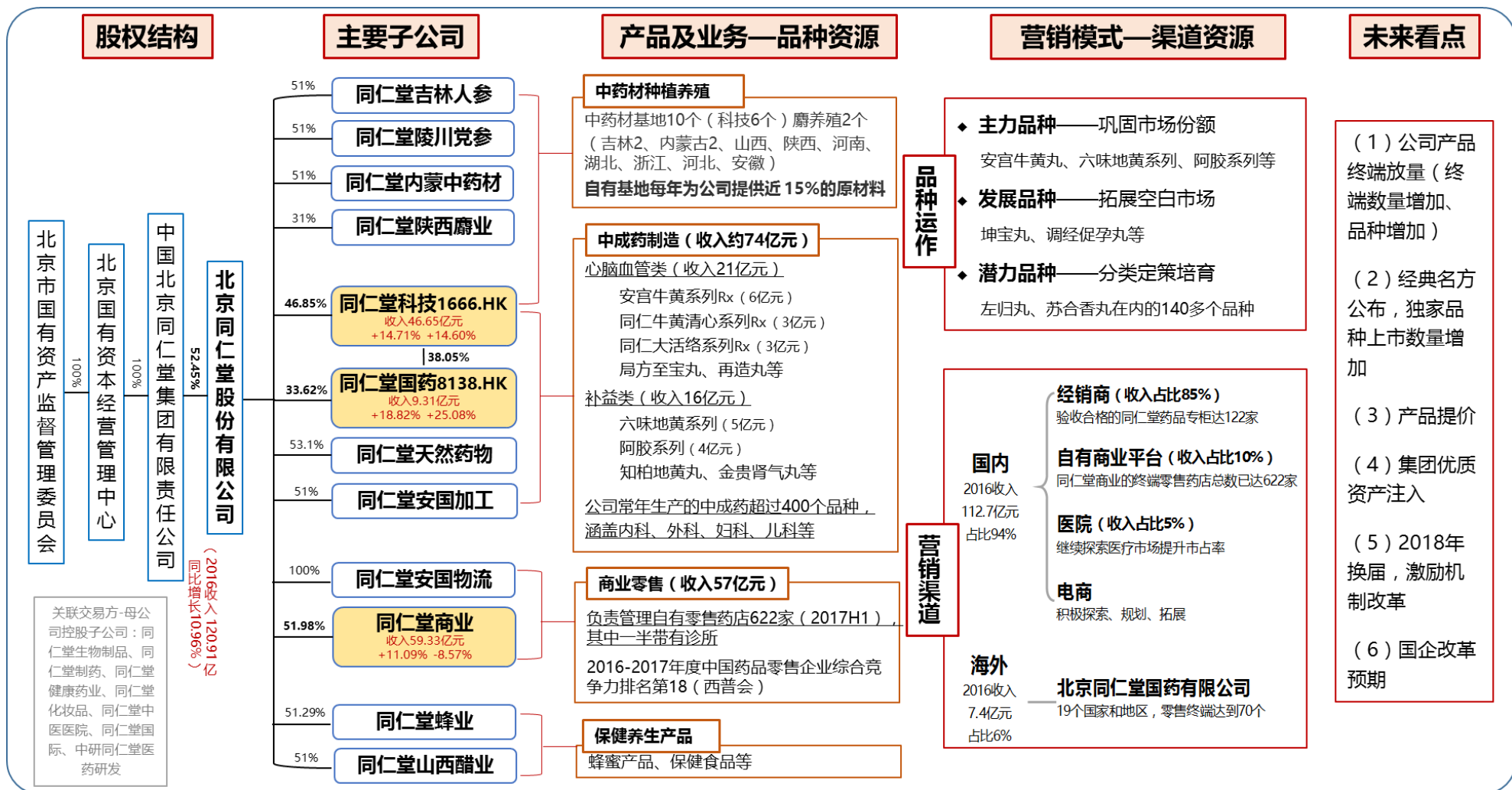
各品种群均具备较强提价潜力。近三年公司心脑血管类产品总体年均提价 22%，补益类产品总体年均提价 9%，稳定提价策略有望延续。(1) 价格政策压力破除，为提价创造先决条件，价值回归有望逐步实现；(2) 中药资源稀缺，成本价格不断上涨；(3) 心脑血管类产品市场份额处绝对领先，定价优势稳定，补益类参比市场行情提价空间较大。

公司销售业绩增长稳中向好。(1) 线下销售，分类定策，主力品种增速反弹，发展及潜力品种增长势头良好；(2) 线上销售，积极布局，保健食品药品销量可观，非处方药开始起步。

品牌价值卓越，新媒体投入逐步加大，关注度稳居第一梯队。公司借助新媒体及自媒体平台，持续加大线上品牌宣传推广力度。同仁堂在医药消费知名品牌中，腾讯宣传视频数近三年总量排名第二、微信公众号数量排名第一、单周文章发布量排名第一；关注度方面，主要搜索引擎品牌搜索量、腾讯宣传视频播放数量、微信公众号阅读量、微信公众号点赞量，2017 年均稳定保持在第一梯队。

催化剂：(1) 经典名方公布，独家品种上市数量增加；(2) 公司产品提价。

一张图了解公司



*资料来源: wind, 公司年报; 注: 主要子公司收入为2016年, 增速为收入和净利润同比

中医药行业迎来大发展，资源优势助得先机

中医药政策法规频繁发布，行业发展利好不断。近两年中医药行业政策法规密集出台，涉及中药材资源、种植、生产、新药审批、医疗服务、市场推广等产业链各个环节。总体趋势为门槛提高，要求更加规范化、国际化、注重药品品质提升与可及性，产业集中度提升。

同仁堂品牌、品种、品质、渠道资源优势逐步凸显。同仁堂为全产业链布局、规范化、现代化的优质中药龙头企业，将在激烈竞争中凸显出较强优势，同时在新的时代背景下，其传统老字号的品牌力和产品力都将得到进一步提升。

图 1：中医药产业政策对同仁堂发展利好不断

产业环节	相关政策	发布时间及机构	核心内容	对行业的影响	对公司的利好
中药材种植养殖	《中药资源评估技术指导原则》	2017.9.30 CFDA	要求企业从 预计消耗量、潜在风险和可持续利用措施 三个方面提出评估报告；要求固定产地（使用道地药材） 原则上每5年对中药资源重新评估一次	药材采购地不稳定、药材生产质量不能保证的 中小企业将被淘汰	同仁堂上游原材料把控能力较强，目前控股12个中药材种植养殖基地，每年为公司提供近 15% 的原材料 • 竞争优势逐步凸显
	《中药材生产质量管理规范（修订稿）》意见（新版GAP）	2017.10.27 CFDA	较旧版GAP章节大幅增加， 强调质量管理、追溯体系建设 ，适用于中药材生产企业种植、养殖或野生抚育中药材的全过程		
新药上市	《中医药法》	2016.12.26 国家中医药管理局	生产符合国家规定条件的来源于古代经典名方的中药复方制剂，在申请药品批准文号时， 可以仅提供非临床安全性研究资料		同仁堂传承与创新并重，未上市品种丰富、质量标准高，规范化程度高 • 有望优先享受政策红利（第一批目录目前暂定100个方剂）
	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》（简称《36条》）	2017.10.09 CFDA	支持中药传承和创新。建立完善符合中药特点的注册管理制度和技术评价体系，经典名方类中药，按照 简化标准审评审批	将大幅缩短中药新药上市审批时间和成本，提高中药新药的可及性	
	公开征求《中药经典方复方制剂简化注册审批管理规定（征求意见稿）》及申报资料要求（征求意见稿）意见	2017.10.09 CFDA	《36条》的配套文件； 提出符合第三条要求的 经典名方制剂 申报生产，可 仅提供药学及非临床安全性研究资料 ，免报药效研究及临床试验资料		
医疗服务	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	2016.02.26 国务院	提出将“ 放宽中医药服务准入 ”以及“对举办中医诊所的，将依法实施备案制管理”		
	《中医药法》	2016.12.26 国家中医药管理局	国家支持社会力量举办中医医疗机构 规定“举办中医诊所所在地县级政府中医药主管部门 备案后，即可开展执业活动 ”	在分级诊疗、三医联动大背景下，中医诊所门槛低、全科属性、就诊方便、就诊费用较低等优越性将在基层医疗中得到充分体现，诊所数量将大幅提升	同仁堂采用坐堂医模式，在自有的600多家零售药店中设立诊所，目前约300多家。 • 有助于诊所数量的不断增加及收入的提升
	《中医医术确有专长人员医师资格考核注册管理暂行办法（征求意见稿）》	2017.06.20 卫计委	规定 师承方式学医人员 可参加医师资格考核，“取得《中医（专长）医师执业证书》者，即可在注册的执业范围内，以个人开业的方式或者在医疗机构内从事中医医疗”		
	《中医诊所备案管理暂行办法》	2017.11.15 卫计委	举办中医诊所的，拟举办诊所所在地县级中医药主管部门 备案后即可开展执业活动自2017年12月1日起施行		
市场推广	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	2016.02.26 国务院	扩大中医药国际贸易 。将中医药国际贸易纳入国家对外贸易发展战略		同仁堂业务遍及19个国家和地区，零售终端达到70个（不完全统计） • 有利于同仁堂海外市场的开拓
	《中医药“一带一路”发展规划（2016-2020 年）》	2016.12.26 中医药管理局 发改委	到2020年， 与沿线国家合作 建设30个中医药海外中心，颁布20项中医药国际标准，注册100种中药产品，建设50家中医药对外交流合作示范基地	提升中医药的国际影响力和接受度	

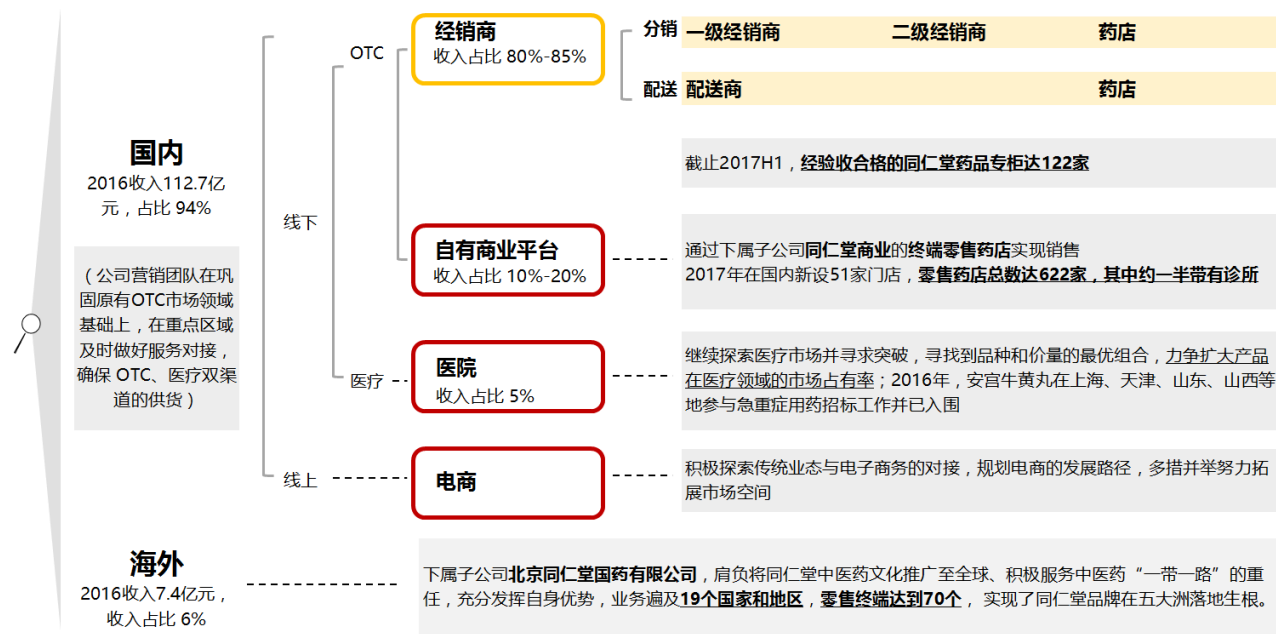
资料来源：CFDA，卫计委官网，西部证券研发中心

持续推进终端网络建设，布局逐步优化

国内国外、线下线上相互结合，渠道布局逐步优化。公司生产药品的销售收入主要来自国内（2016 年占比 94%），其中**经销商渠道占比约 80%-85%**，自有商业平台（同仁堂商业的零售药店）销售占比约 10%-20%，医院渠道占比 5%，同时积极探索传统业态与电子商务的对接，多措并举拓展市场空间。

经销商管理更加精细化，一区一策，注重终端拉动。北方地区品牌影响力较强，与经销商合作紧密，终端维价体系健全；南方地区当地自有品牌市占率较高，则通过加强终端药店和专柜铺设的方式，逐步提高品牌影响力。总体营销策略转变为协助经销商拉动终端销售，而不完全依赖于经销商。同时，加强对经销商信用、应收账款的管理，提高资质要求。

图 2：同仁堂药品销售渠道布局



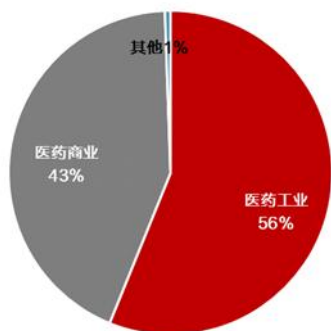
资料来源：公司年报，西部证券研发中心

自有商业平台销售占比提升，终端控制力逐步增强

2016 年同仁堂医药商业板块收入占公司主营业务的 43%，主要来源于自有零售药店。通过自有零售药店，一能将自有药品集中展示，实现销售品种数量的增加，二能让患者直接接受同仁堂坐堂医的特色医疗服务，成为药品销售导流的入口。根据分部间抵销收入可知，同仁堂自有药店中，自产药品占比逐步提升；同时，同仁堂医药工业板块，通过自有药店销售的收入占比也同步提升，表明医药商业的导流效应凸显，随着自有商业平台销售占比提升，公司对终端的控制力将逐步增强，推动商业和工业收入同增长。

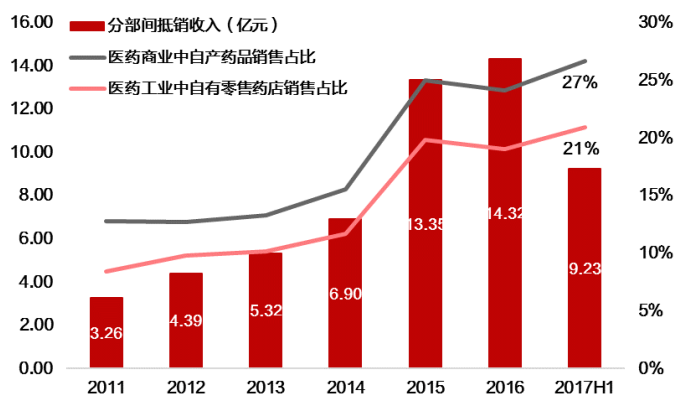
在主力产品竞争格局稳定的情况下，占比提升主要来源于自有药店数量的增加+其他连锁药店销售同仁堂药品品种数量的增加。

图 3：2016 年主营业务收入构成



资料来源：公司年报，西部证券研发中心

图 4：同仁堂自产药品在自有药店和药品生产收入中的占比



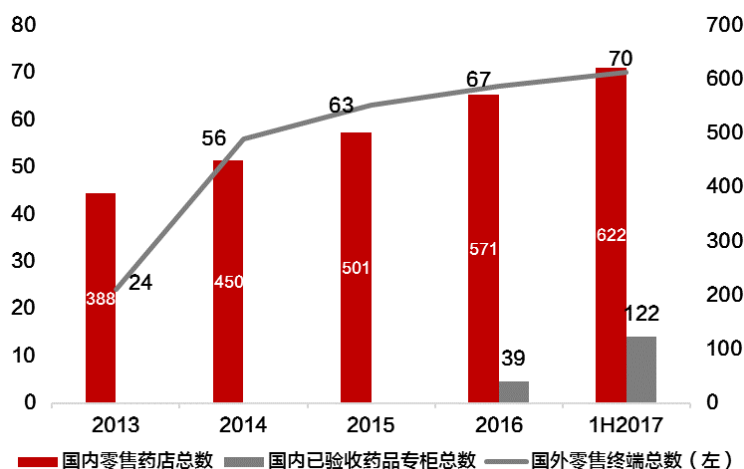
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

销售渠道多元化拓展，自有终端药店数量不断增加

国内终端数量稳定增长。(1) 商业公司自有零售药店以每年新开 50-70 家的速度稳健扩张。2017H1 达 622 家，其中有近一半带有诊所，另有 4 家中医医院，形成了中医中药的有机结合，有效促进药品销售收入的增长；(2) 集团子公司健康药业在养生保健领域持续扩大同仁堂品牌影响力。不完全统计，目前共有药店 78 家，店中店 1375 家；(3) 线上授权网店 17 家。

海外终端覆盖持续扩张。2017H1 下属国药公司业务遍及 19 个国家和地区，覆盖五大洲，零售终端 70 个，持续将同仁堂中医药文化推向全球。

图 5：同仁堂国内外零售终端及专柜数量增长趋势



资料来源：公司年报，西部证券研发中心

表 1：同仁堂自有商业平台终端数量

公司名称	终端数量（直营）					
	药店	店中店	参茸专营店	诊所	中医院	授权网站
商业集团	622	1	0	231	4	
科技集团	1	0	0			
子公司	99	0	0			
北京同仁堂唐						
山中医医院					1	17
健康药业集团	78	1375	0			
母公司控股子	7	0	2			
公司						
北京同仁堂中						
医医院					1	
终端总计	2439	807	1376	2	231	6
						17

资料来源：公司官网，公司财报，西部证券研发中心；注：官网与财报数量不一致者，采用较大数据

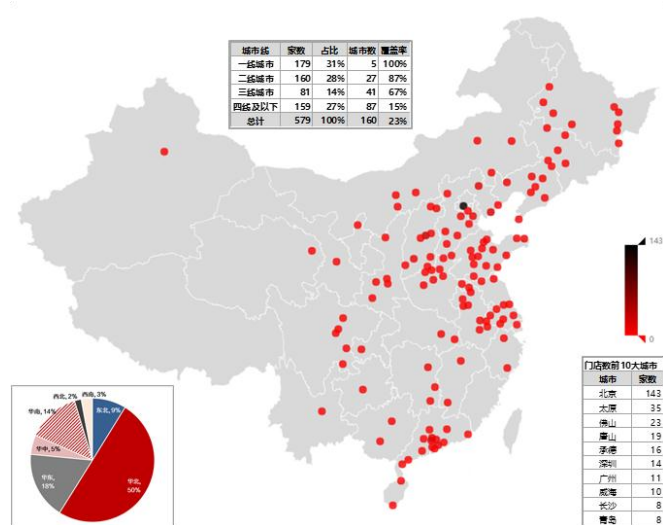
国内自有药店和诊所城市分布集中度较高

网点数量：同仁堂商业国内自有零售药店 579 家（官网收录，公告数量 622 家）；诊所 231 家（官网收录），数量还在继续增加，药店中坐堂医的诊所模式和数量处全国领先。

分布区域：零售药店主要分布在华北 50%，华东 18%，华南 14%，东北 9%，其余地区占比较小，华中 5%，西南 3%，西北 2%；诊所分布趋同。

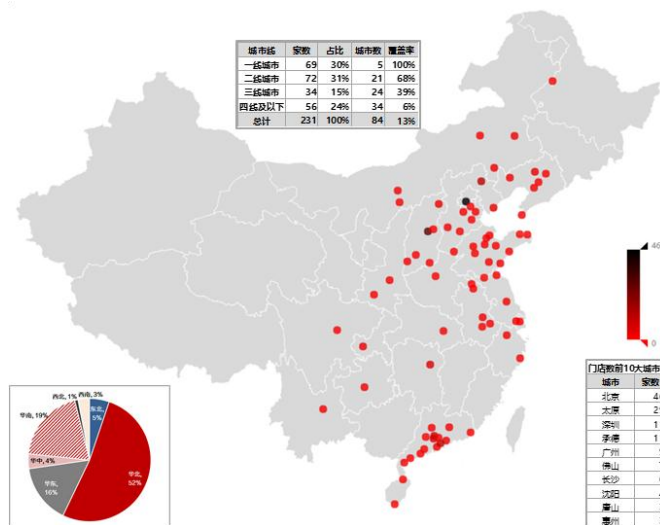
城市覆盖率：零售药店分布在 160 个城市，全国城市覆盖率为 23%（按 703 个县级以上城市城市计），一二三线城市平均覆盖率在 85%以上，前 10 大城市集中度为 50%；诊所分布在 84 个城市，全国城市覆盖率为 13%，一二三线城市平均覆盖率在 70%以上，前 10 大城市集中度为 56%，药店和诊所的集中度均较高。

图 6：同仁堂商业-国内自有零售药店-城市网络分布



资料来源：公司官网，西部证券研发中心；注：公告数量为 622 家，官网目前收录 579 家

图 7：同仁堂商业-国内诊所-城市网络分布



资料来源：公司官网，西部证券研发中心；注：官网目前收录 231 家诊所

国内自有药店数量成长空间较大

国内自有药店在空白市场仍有较大成长空间，预期增速可期。2016 年公司自有药店全国城市覆盖率为 23%，2014-2016 年平均增速为 13%，假设未来两年增速不变，**2019 年自有药店数量将达到 824 家，增长空间 32%；假设全国城市覆盖率均达到目前华北地区 44%的水平，则有 80%的潜在增长空间，如在 2019 年实现，则需要近三年的符合增速达到 25%，**参比零售药店行业几家上市公司药店数量三年平均复合增速为 27%，同仁堂药店在年销售规模上处于第一梯队（2016-2017 年度中国药品零售企业综合竞争力排名第 18（西普会）20131-2015 年中国零售企业收入排名第二，仅次于国大药房（商务部）），加之零售行业回暖，不排除超预期实现目标增速。

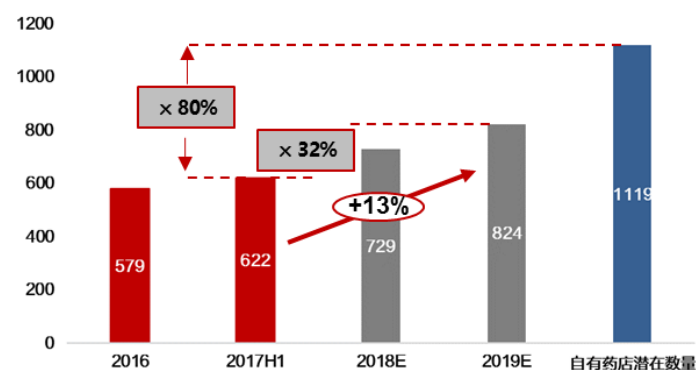
表 2：同仁堂自有药店数量增速假设

地区	2016 年自有药店数量	2016 年城市覆盖率	未来城市覆盖率假设	3 年年均复合增速假设	自有药店潜在数量	平均每年需要增加的药店数量	潜在空间
全国	579	23%	44%	25%	1119	135	93%
华北	290	44%	44%	0%	290	0	0%

华东	102	26%	44%	19%	172	18	69%
华南	80	27%	44%	17%	128	12	61%
东北	51	28%	44%	17%	81	7	58%
华中	29	12%	44%	56%	110	20	280%
西南	17	11%	44%	58%	67	13	296%
西北	10	11%	44%	57%	39	7	286%

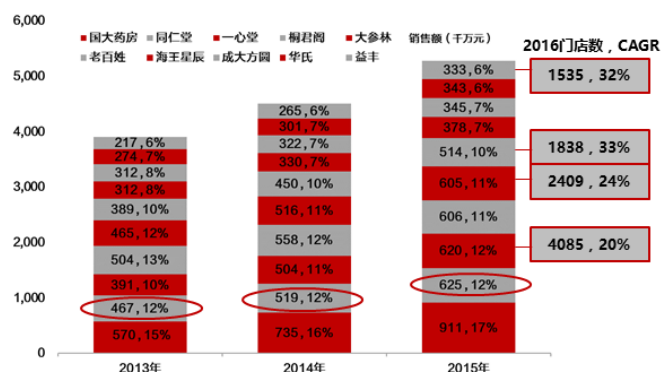
资料来源：西部证券研发中心

图 8：同仁堂国内自有药店数量潜在空间



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 9：全国药店销售额排名前十及门店增速



资料来源：中国产业信息网，各公司公告，西部证券研发中心

海外终端覆盖持续扩张

网点数量：海外业务遍及 19 个国家和地区，覆盖五大洲，零售终端 99 个（官网），62%在香港，其余在新西兰、澳大利亚、加拿大、马来西亚等地区均有分布。

集团养生保健板块城市覆盖率较高

网点数量：集团子公司健康药业，在国内共有药店 78 家，店中店 1375 家（官网收录），品牌影响力得以在养生保健领域发扬光大，与股份公司业务相互促进。

分布区域：健康药业店中店主要分布在华北 31%，华东 33%，华中 11%，东北 10%，其余地区占比较小，西北 6%，西南 5%，华南 4%。

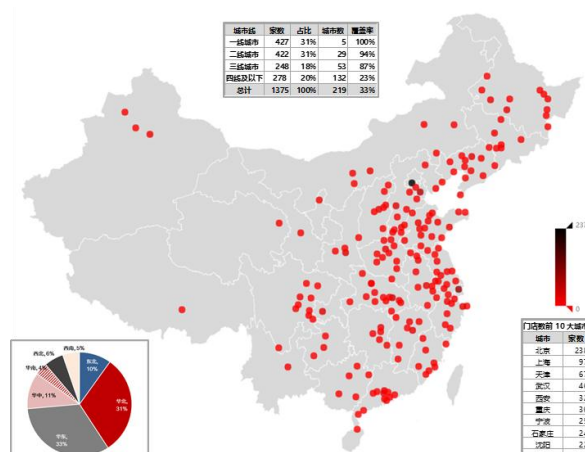
城市覆盖率：健康药业店中店分布在 219 个城市，全国城市覆盖率为 33%，一二三线城市平均覆盖率在 94%以上，前 10 大城市集中度为 44%。

图 10: 同仁堂海外-自有零售药店-城市网络分布



资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

图 11: 同仁堂健康药业-店中店-城市网络分布



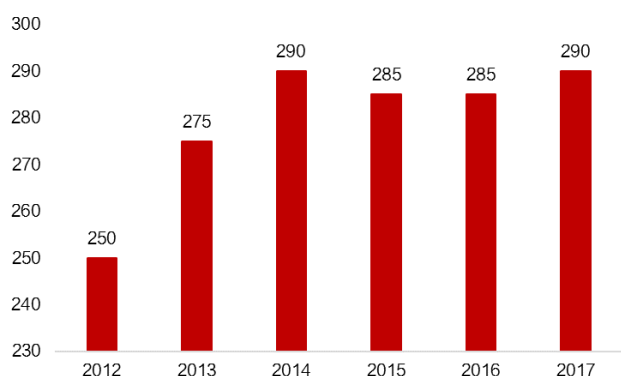
资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

销售模式持续创新, 在售品种数量不断增加

经销商渠道采取专柜模式有效增加品种数量。经销商仍然为公司的主要销售渠道, 近两年公司营销团队与经销商加强合作, 在部分区域设立同仁堂药品专柜, 便于产品集中展示选购, 同时也是增加品种数量的有效途径。2017H1 从 2016 年的 39 家发展到 122 家, 增速 213%, 假设未来两年专柜数量增速逐步放缓, 分别为 100%、80%, 到 2019 年专柜数量将达到 439 家, 增长空间 2.6 倍;目前同仁堂药品在全国药店的渗透率约为 30%左右, 假设同仁堂所覆盖药店中有一半都开设专柜 (开设专柜需要对药店客流量、销售能力、销售额等因素进行综合评估, 假设有一半能够满足要求), 即 6.6 万家药店 (据 CFDA 统计, 2016 年中国药店总数约 44 万家), 则有 540 倍的潜在增长空间。

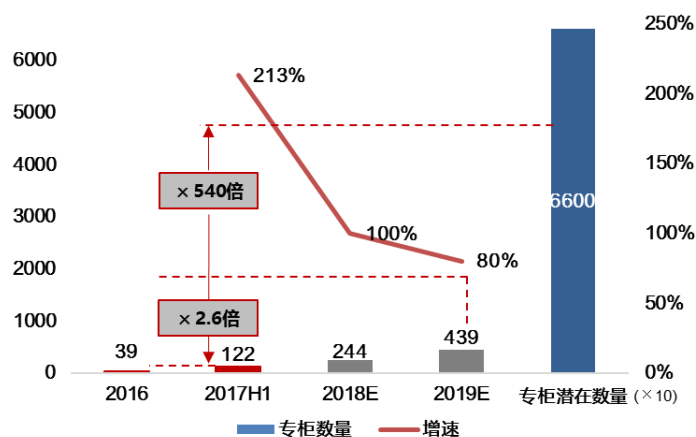
从样本连锁药店来看, 同仁堂药品品种数量逐步增加, 公司的发展和潜力品种稳定上市。自有药店销售的自产药品品种较多, 基本涵盖了公司常年生产的品种, 近两年数量较为稳定。

图 12: 自有药店销售自产药品品种数量变化 (样本)



资料来源: 西部证券研发中心

图 13: 同仁堂国内专柜数量潜在空间



资料来源: 公司财报, 西部证券研发中心

表 3：其他连锁药店销售同仁堂药品品种数量变化（样本）

2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
六味地黄丸	同仁安宫牛黄丸	同仁安宫牛黄丸	同仁安宫牛黄丸	同仁安宫牛黄丸	同仁安宫牛黄丸	同仁安宫牛黄丸	同仁安宫牛黄丸	同仁安宫牛黄丸	同仁安宫牛黄丸
牛黄清心丸	六味地黄丸	六味地黄丸	六味地黄丸	六味地黄丸	六味地黄丸	六味地黄丸	六味地黄丸	六味地黄丸	六味地黄丸
	牛黄清心丸	牛黄清心丸	牛黄清心丸	牛黄清心丸	牛黄清心丸	牛黄清心丸	牛黄清心丸	牛黄清心丸	牛黄清心丸
	大活络丸	大活络丸	大活络丸	大活络丸	大活络丸	大活络丸	大活络丸	大活络丸	大活络丸
				调经促孕丸	调经促孕丸	调经促孕丸	调经促孕丸	调经促孕丸	调经促孕丸
				巴戟天寡糖	巴戟天寡糖	巴戟天寡糖	巴戟天寡糖	巴戟天寡糖	巴戟天寡糖
				胶囊	胶囊	胶囊	胶囊	胶囊	胶囊
							阿胶	阿胶	阿胶

资料来源：草根调研，西部证券研发中心

品种资源丰富，为新品上市提供充足储备

公司品种资源极为丰富，与集团协同向大健康产品延伸。同仁堂集团，旗下架构包括现代制药业、零售商业和医疗服务三大板块，构建有六个二级集团、三个院和两个储备单位，目前拥有三家上市公司。集团共拥有药品、医院制剂、保健食品、食品、化妆品等 1500 余种产品，28 个生产基地，83 条现代化生产线，一个国家工程中心和博士后科研工作站。

科技创新方面，近 20 年同仁堂共开发新产品 679 个，其中药品 176 个，保健食品 92 个，食品 288 个，化妆品 123 个。

图 14：同仁堂股份、科技、国药主要品种

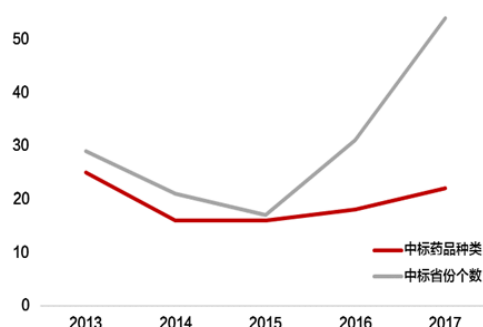
同仁堂股份	药品名称	治疗领域	处方药	医保
拥有500余个产品批准文号，当年生产品种200余个，涵盖以原粉制剂为核心的丸剂、散剂、酒剂及胶囊剂、口服液、滴丸剂等28个产品剂型	安宫牛黄丸	心脑血管类	是	全国甲 宁夏乙 地方甲 (25)
	大活络丸	心脑血管类	是	全国乙 地方乙 (26)
	牛黄清心丸	心脑血管类	是	北京甲 地方乙 (5)
	紫雪散	肝胆脾类	是	无
	国公酒	风湿跌打类	否	无
	乌鸡白凤丸	妇科类	否	全国甲 青海乙 地方甲 (25)
	壮骨药酒	风湿跌打类	是	无
	局方至宝丸	心脑血管类	是	全国乙 北京甲 地方乙 (25)
	再造丸	心脑血管类	是	全国乙 地方乙 (26)
	愈风宁心滴丸	心脑血管类	是	全国乙 北京甲 地方乙 (25)
同仁堂科技	药品名称	治疗领域	处方药	医保
拥有200多个品种，20多个剂型，包含药品、食品、保健品、化妆品等，并有丰富新产品储备；麦尔海化妆品由同仁堂集团旗下三级子公司生产	感冒清热颗粒	解热镇痛类	否	全国甲 宁夏乙 地方甲 (25)
	复方丹参片	心脑血管类	是	全国甲 地方甲 (26)
	六味地黄丸	补益类	否	全国甲 宁夏乙 地方甲 (25)
	安宫牛黄丸	心脑血管类	是	全国甲 宁夏乙 地方甲 (25)
	西黄丸	癌症类	是	全国乙 北京甲 地方乙 (25)
	阿胶	补益类	否	无
	牛黄解毒片	呼吸系统类	是	全国乙 地方乙 (26)
	知柏地黄丸	补益类	否	全国甲 宁夏乙 地方甲 (25)
	京制牛黄解毒丸	呼吸系统类	否	无
	金匱肾气丸	补益类	是	全国甲 地方甲 (26)
同仁堂国药	药品名称	治疗领域	处方药	医保
港澳及中国以外市场经营中药产品的生产、零售、批发业务。海外最大中药产品连锁，销售中药产品2000余种：1100种中成药及保健品900种中草药	安宫牛黄丸	心脑血管类	是	全国甲 宁夏乙 地方甲 (25)
	破壁灵芝孢子粉胶囊	保健品	否	否
	洋参灵芝胶囊	保健品	否	否
	五味灵芝胶囊	保健品	否	否
	牛黄清心丸	心脑血管类	是	北京甲 地方乙 (5)
	大活络丸	心脑血管类	是	全国乙 地方乙 (26)
	再造丸	心脑血管类	是	全国乙 地方乙 (26)
	海洋胶原蛋白肽	保健品	否	否
	白凤丸	妇科类	否	全国甲 青海乙 地方甲 (25)

资料来源：公司官网，药智数据，西部证券研发中心

持续探索医疗领域，保证品牌的双渠道发展

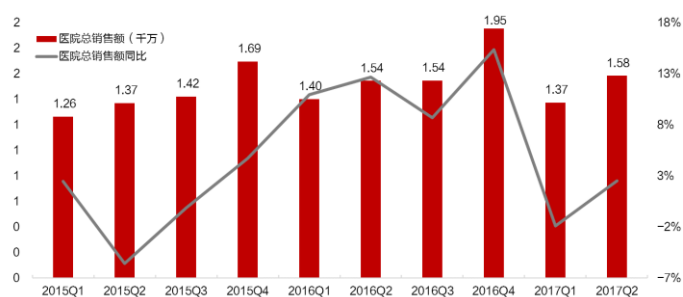
公司持续探索医疗领域，力争扩大药品在医疗领域的市占率。同仁堂主要品种近五年各省都在积极参与招标，自 2015 年中标药品种类和省份数量显著增加，主力品种在样本医院的销售走势也稳中有升。

图 15：同仁堂主要药品近五年各省中标情况（股份+科技）



资料来源：药智数据，西部证券研发中心

图 16：同仁堂主力品种在样本医院销售趋势



资料来源：IMS 样本数据，西部证券研发中心

各品种群均具备较强提价潜力，稳定提价有望延续

政策改革为提价创造先决条件

价格政策压力破除，价值回归有望实现。2015年6月1日，国家发改委发布政策，消灭大部分药品政府定价，自此，药品实际交易价格主要由市场竞争形成，具有品牌和品质优势的同仁堂低价药品，将突破价格政策压力，有望逐步走上价值回归之路。

成本涨价、竞争优势、消费升级将成为提价催化剂。2015年公司心脑血管类产品总体提价约39.2%，补益类产品总体提价约5.6%，随着中药材价格的上涨、市场竞争优势的凸显、消费升级的带动等一系列因素催化下，提价潜力巨大。

图 17：政策改革前后变化



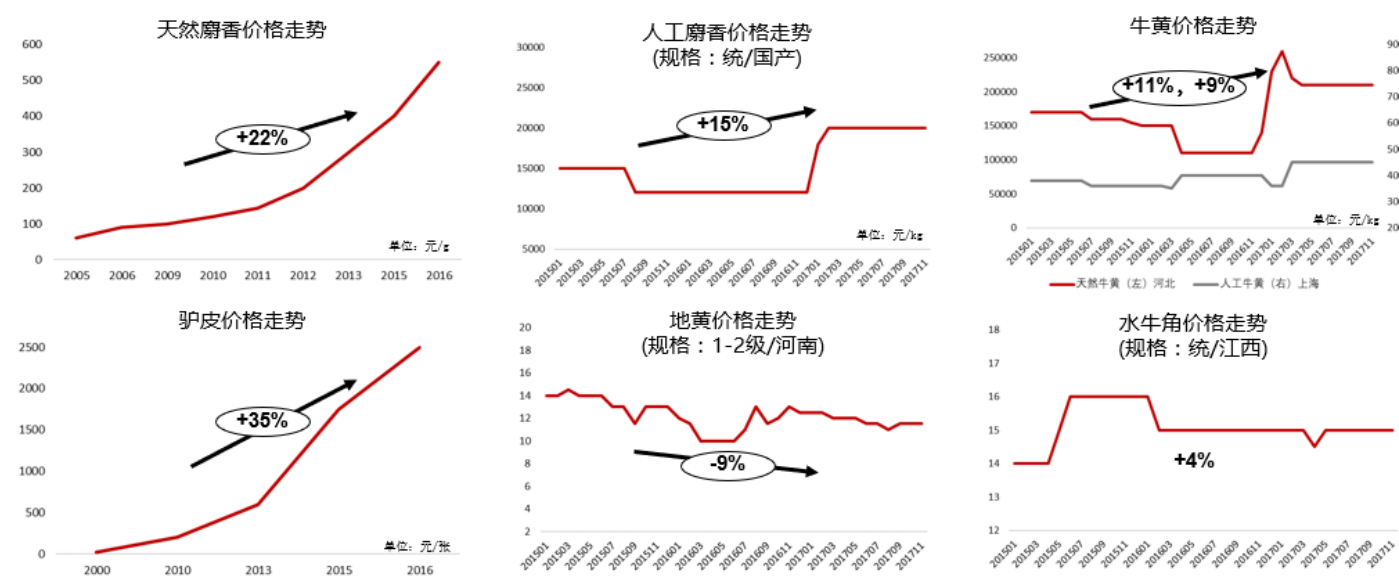
资料来源：西部证券研发中心

中药资源稀缺，价格不断上涨

心脑血管类产品原料价格近3年复合增幅10%左右。心脑血管类产品主要为安宫牛黄丸、牛黄清心丸、大活络丸等，主要中药原料包括：天然麝香、人工麝香、天然牛黄、人工牛黄、水牛角、地黄等，天然麝香近3年复合增幅20%以上，其余除地黄走势有所下滑外，其余均有上涨。

补益类产品主要原料价格近3年复合增幅更高。阿胶块原料驴皮价格近3年复合增幅60%以上。

图 18：中药材价格走势



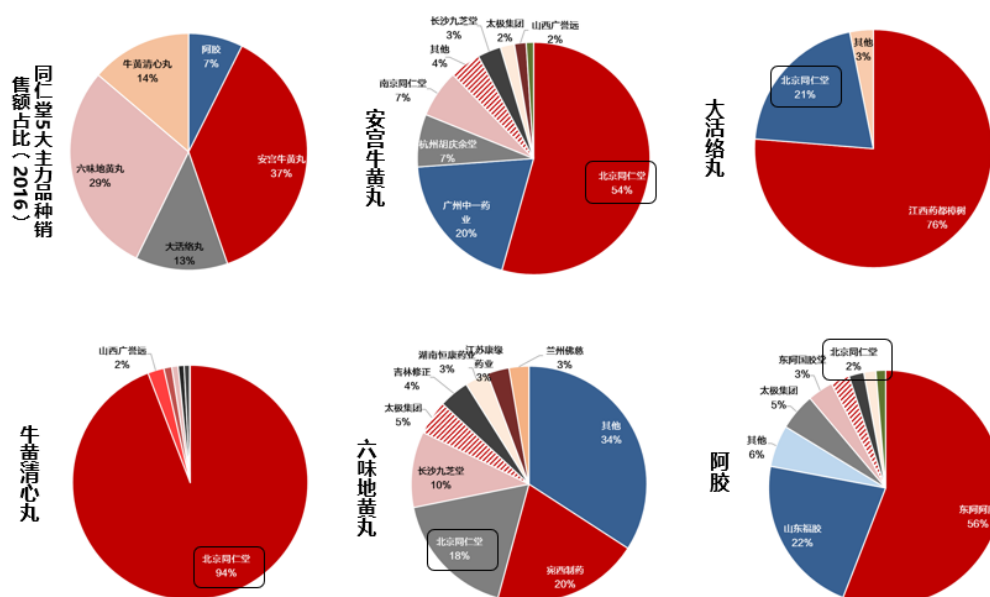
资料来源: 康美中药网, 西部证券研发中心

心脑血管类市场份额绝对领先，补益类逐步发力

公司销售收入前五名的产品为安宫牛黄系列、六味地黄系列、阿胶系列、同仁牛黄清心系列及同仁大活络系列。占公司制造分部销售收入总额的 42.87% (2017H1)，其中安宫牛黄系列母公司为主，科技公司为辅进行生产销售，阿胶系列和六味地黄系列由科技公司负责。

2016 年五大产品继续保持较强的市场竞争力。据样本数据显示，安宫牛黄丸，市占率 54%，牢牢占据领先地位。牛黄清心丸，市占率 94%，保持绝对领先地位。大活络丸，市占率 21%，排名第二。六味地黄丸，生产企业众多（在销的主要企业近 150 家），竞争激烈，市占率 18%，排名第二。阿胶，生产企业众多（在销的主要企业近 50 家），竞争激烈，市占率 2%，空间巨大。

图 19：公司销售收入前五名产品



资料来源：IMS 数据，西部证券研发中心

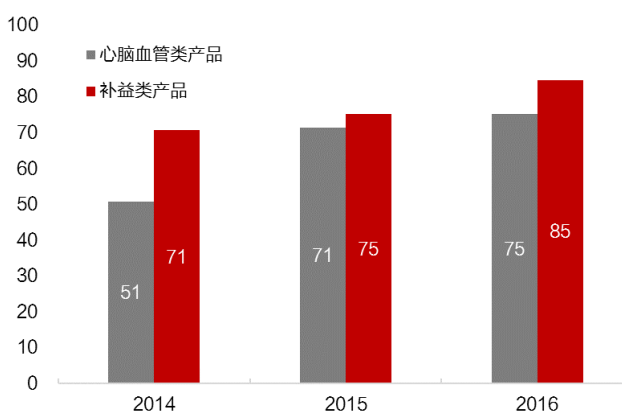
心脑血管类定价优势稳定，补益类提价空间较大

稳定提价策略有望延续。据公司年报测算，主要产品近三年均有提价，心脑血管类产品总体年均提价 22%，补益类产品总体年均提价 9%。

心脑血管类产品掌握定价权。安宫牛黄丸和大活络丸品牌影响力强，定价优势显著，据样本数据显示，出厂单价远超竞争对手。

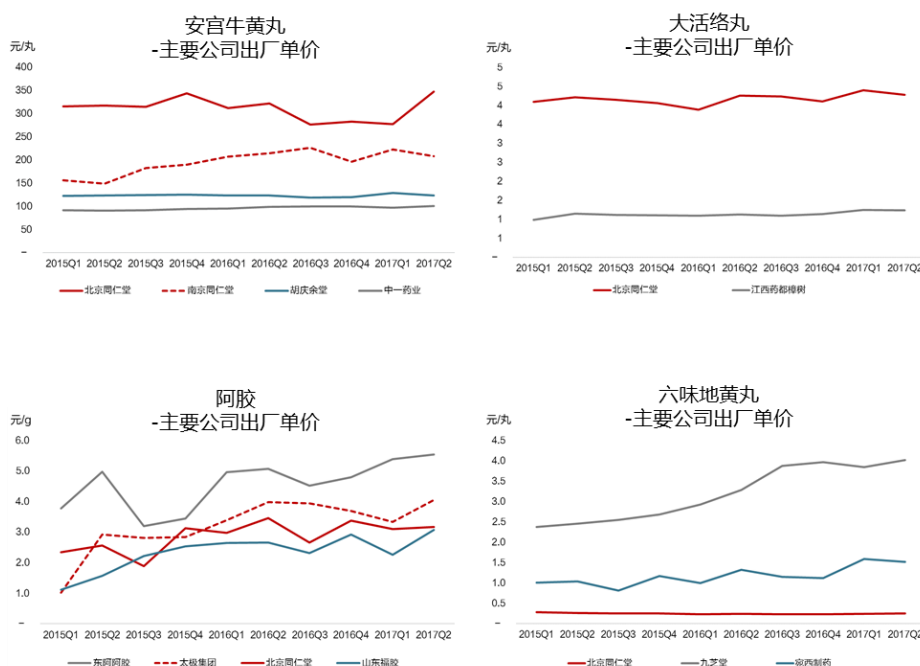
补益类产品提价空间巨大。据样本数据显示，阿胶块出厂单价与东阿阿胶相差 40%-50%；六味地黄丸出厂单价与其他竞品相差 80%，随着同仁堂品牌影响力在补益类产品中的提升，提价潜力较大。

图 20：公司主要产品近 3 年提价情况



资料来源：根据公司年报测算，西部证券研发中心

图 21：主要产品主要竞争企业出厂单价

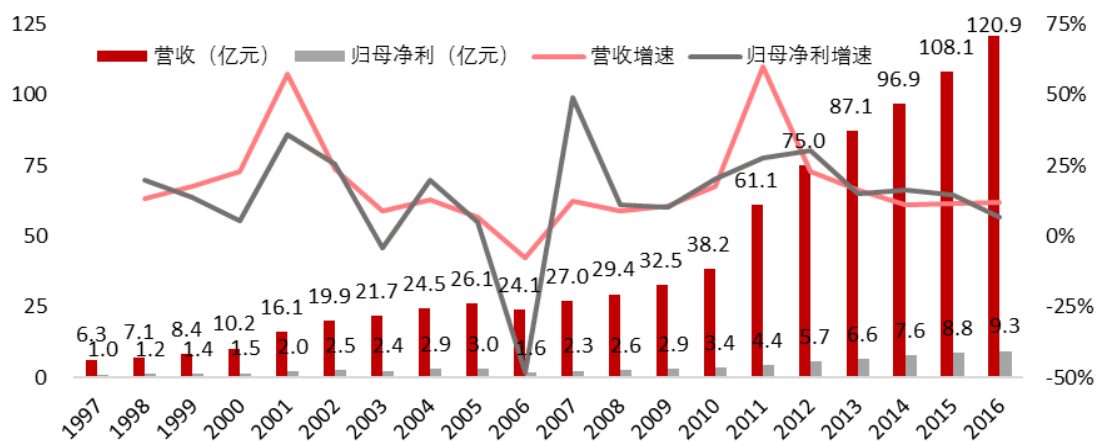


资料来源：IMS 样本数据，西部证券研发中心

公司销售业绩增长稳中向好

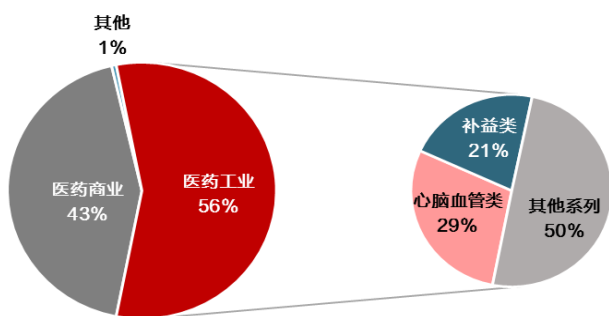
随着市场环境回暖和公司产能限制问题逐步解决，公司业绩将保持稳健增长。2014-2016年，受市场环境影响和产能制约，公司开始回调发展速度，营收增速在12%左右；医药工业销售收入和毛利前五名的产品为心脑血管类和补益类，分别为安宫牛黄系列、六味地黄系列、阿胶系列、同仁牛黄清心系列、同仁大活络系列，且占比逐年增加。

图 22：公司合并报表营业收入、归母净利润及增速



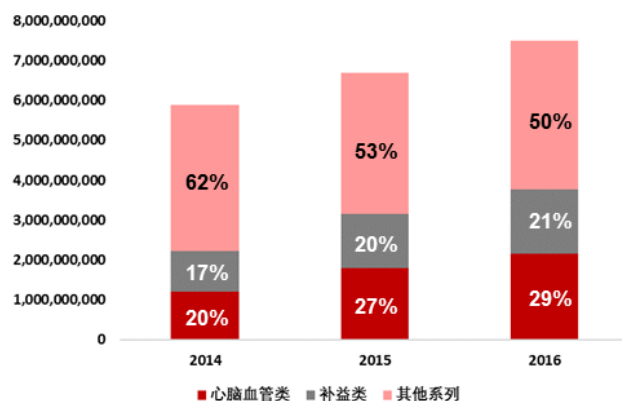
资料来源：公司年报，西部证券研发中心；注：2011年高速增长主要为商业公司资产注入

图 23：2016 年主营业务收入构成



资料来源：公司年报，西部证券研发中心

图 24：药工业板块收入构成变化



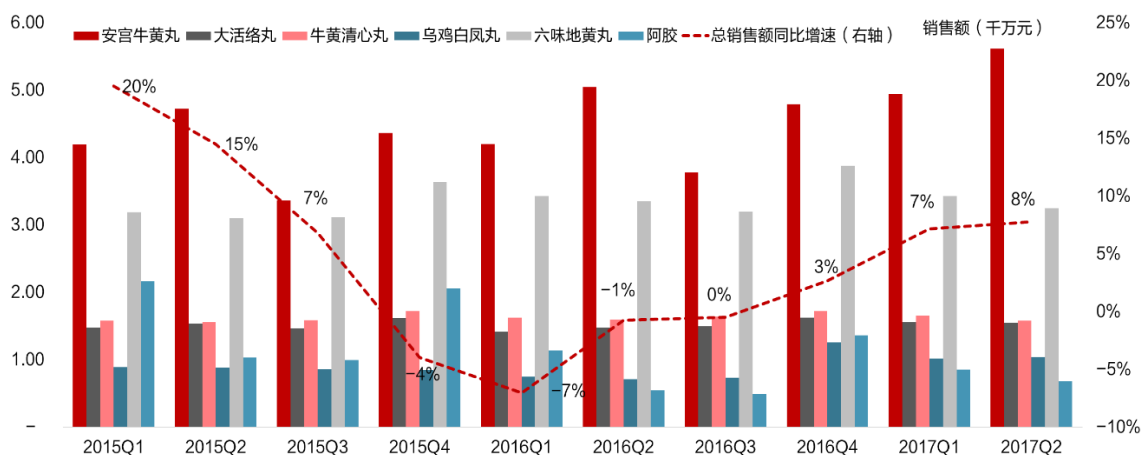
资料来源：公司年报，西部证券研发中心

线下销售—主力品种增速反弹，发展及潜力品种增长势头良好

主力、发展、潜力三大品种群，分类定策。2017年上半年公司将产品品种进行了再次分析和筛选，重新划定形成了主力（安宫牛黄丸等）、发展（坤宝丸、调经促孕丸等）、潜力（左归丸、苏合香丸等）三大品种群。并采取了“分类定策”的销售模式，对主力品种巩固市场份额，发展品种继续拓展空白市场，潜力品种重点融合区域需求与品种特性。

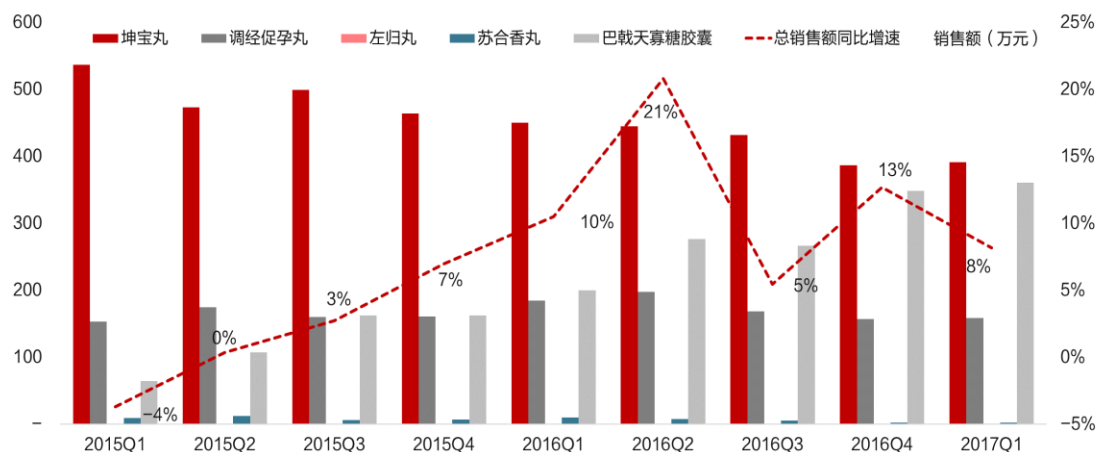
主力品种增速反弹，发展及潜力品种增长势头良好。从终端样本数据可见，在 OTC 和医院渠道的总销售额，主力品种同比增速自 2016 年 Q1 开始，出现阶梯式回弹，总体趋势向好；发展品种同比增速 2015 年 Q1 至 2017 年 Q1 总体销售额较为稳定；巴戟天寡糖胶囊，由于公司 2016 年起积极参与学术推广，加大对社区医院市场的开发力度，增长势头良好。

图 25：同仁堂主力品种-样本终端总销售额趋势



资料来源：IMS 样本数据，西部证券研发中心

图 26：同仁堂发展品种和潜力品种-样本终端总销售额趋势

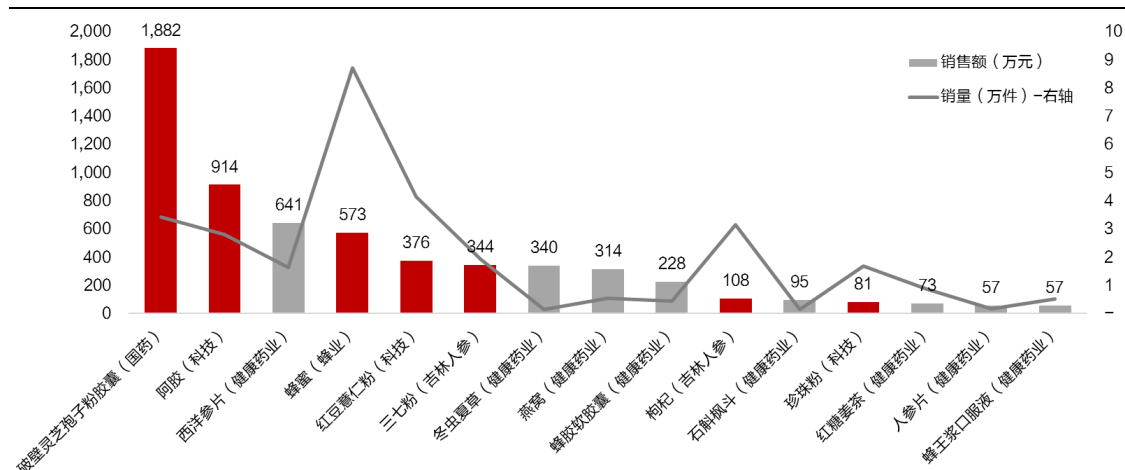


资料来源：IMS 样本数据，西部证券研发中心

线上销售—保健食品药品销量可观

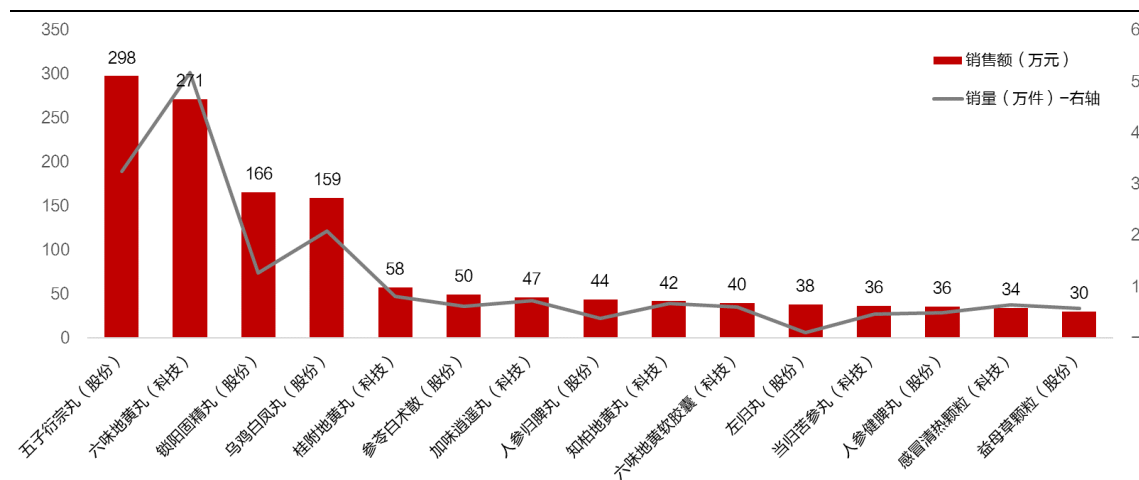
同仁堂积极与电子商务对接，布局线上销售，重点在保健食品药品和非处方药。2017 年 10-11 月同仁堂在淘宝和天猫销售额与销量可观。保健食品的月销售额，国药公司的破壁灵芝孢子粉居首，近 2000 万元；月销量，蜂业公司的蜂蜜居首，近 9 万件；非处方药，月销售额，股份公司的五子衍宗丸居首，近 300 万元；月销量，科技公司的六味地黄丸居首，近 5.2 万件。

图 27：同仁堂保健食品—销售额及销量—淘宝&天猫（2017.10.17-11.17）



资料来源：淘宝，天猫，西部证券研发中心

图 28：同仁堂非处方药—销售额及销量—淘宝&天猫（2017.10.17-11.17）



资料来源：淘宝，天猫，西部证券研发中心

品牌价值卓越，新媒体宣传力度加大

同仁堂凭借独特的处方、上乘的选料、精湛的工艺、显著的疗效，在国内外享有盛誉，经济实体和文化载体的双重功能日益显现，品牌价值逐步提升。

表 4：同仁堂今年获得的主要荣誉奖项

奖项或荣誉	时间	颁发机构	主要获奖公司或品牌
“第十一届中国主板上市公司价值百强”奖项第 18 名	2017	证券时报、中国基金报	伊利股份、泸州老窖、海天味业、东阿阿胶、安信信托、恒瑞医药、贵州茅台、云南白药、古井贡酒、长城汽车
2017 年中国品牌 100 强第 41 名	2017	新华网	腾讯、阿里巴巴、中国移动、中国工商银行、百度、华为、中国建设银行、平安保险、茅台、中国农业银行
金紫荆奖“最佳上市公司”奖和“最佳上市公司 CEO”奖	2016	香港《大公报》、北京上市公司协会、香港中国企业协会等	中国石化、广深铁路股份、中国通信服务等

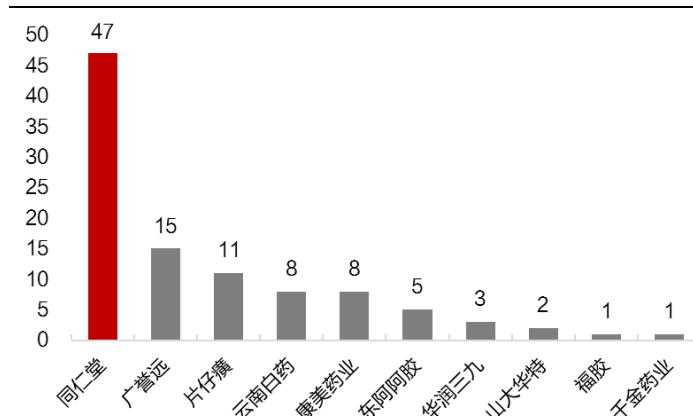
2016 (第二届) 中国自主品牌 100 佳	2016	人民日报社指导, 人民日报社人民论坛杂志社	同仁堂、国药控股、江中制药、修正药业、华北制药、天士力制药、云南白药、哈药集团、广誉远
2016 西普会 “健康中国·品牌榜”	2016	中康研究院	华润三九、先声药业、云南白药、浙江亚峰、仁和药业、羚锐制药、奇正藏药、阿斯利康、江中药业、西安杨森
第十届中国品牌价值 500 强榜单第 59 名	2016	中国品牌价值 500 强评审委员会	中国工商银行、腾讯、华为、中国建设银行、阿里巴巴、中国平安、百度、中国石化、中国石油、中国农业银行
“中国商标金奖-商标运用奖” 和 “马德里商标国际注册特别奖”	2015	国家工商总局和世界知识产权组织	中兴通讯股份有限公司、中粮集团有限公司、云南白药等
同仁堂安宫牛黄丸制作技艺入选国家非物质文化遗产	2014	国务院	达仁堂清宫寿桃丸传统制作技艺、定坤丹制作技艺、六神丸制作技艺、致和堂膏滋药制作技艺、季德胜蛇药制作技艺、朱养心传统膏药制作技艺、漳州片仔癀制作技艺、夏氏丹药制作技艺、马应龙眼药制作技艺、罗浮山百草油制作技艺、保滋堂保婴丹制作技艺、桐君阁传统丸剂制作技艺
2012 年度北京十大商业品牌金奖	2013	北京市商业联合会、北京日报报业集团主办, 北京商报社	北京稻香村、菜百首饰、超市发、翠微大厦、当代商城、居然之家、眉州东坡酒楼、全聚德、燕莎奥特莱斯购物中心
“中药百年品牌文化传承企业” 荣誉称号	2011	中国中医药研究促进会 and 北京中医药学会	天津达仁堂、云南白药、片仔癀

资料来源: 公司官网, 西部证券研发中心

线上品牌宣传力度持续加大

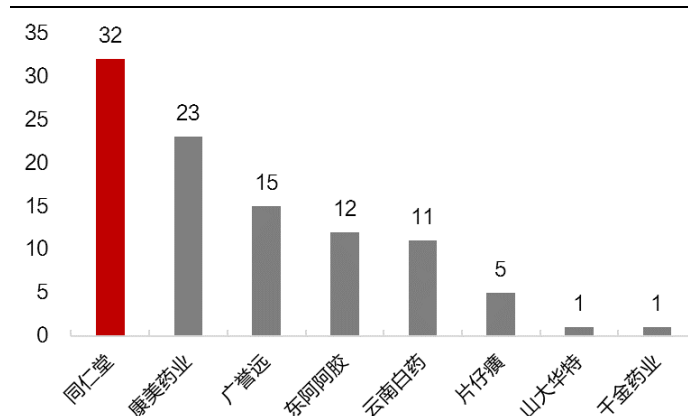
公司近几年借助新媒体及自媒体平台, 持续加大线上品牌宣传推广力度。在 10 家品牌医药消费公司中: 腾讯宣传视频数量近三年总量排名第二; 微信公众号数量排名第一; 微信公众号单周文章发布量 (某周) 排名第一。

图 29: 微信-公众号数量



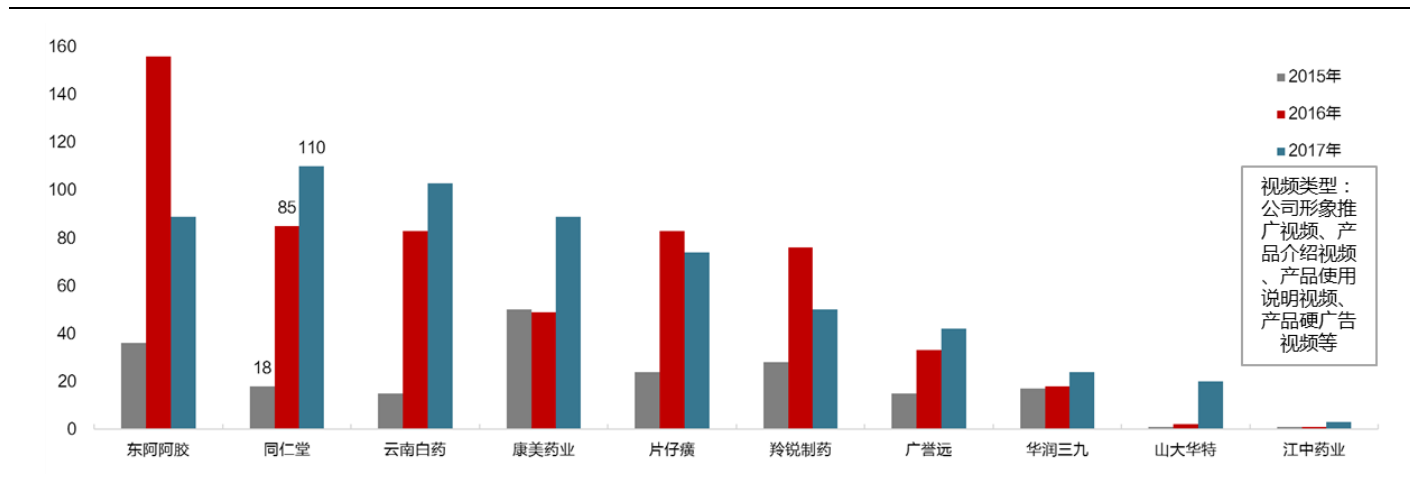
资料来源: 微信公众平台, 西部证券研发中心

图 30: 微信公众号-单周文章发布量 (2017.11.6-11.13)



资料来源: 微信公众平台, 西部证券研发中心

图 31：宣传视频数量-腾讯

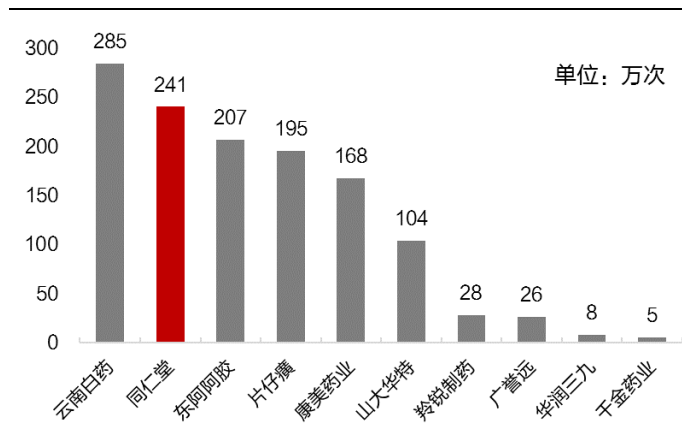


资料来源：腾讯视频网站，西部证券研发中心

品牌关注度稳定保持在第一梯队

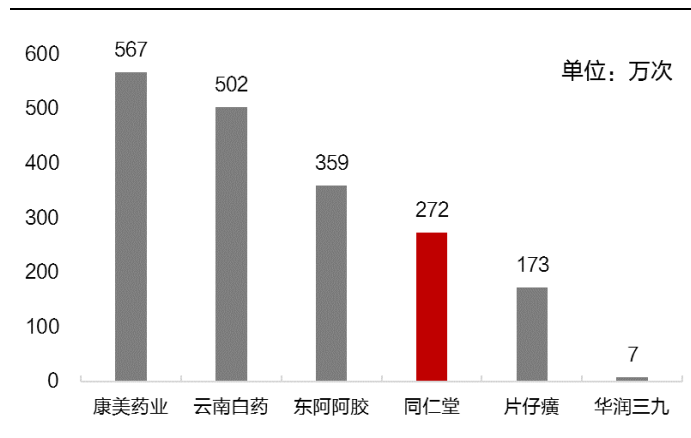
公司宣传投入收获正回报，品牌关注度稳定保持在第一梯队。在 10 家品牌医药消费公司中：主要搜索引擎品牌搜索量 2017 年排名第二；腾讯宣传视频播放数量累计排名第四；微信公众号阅读量样本时间内排名第三；微信公众号点赞量样本时间内排名第一。

图 32：品牌搜索量-360&百度（2017.1.1-11.15）



资料来源：百度，360，西部证券研发中心

图 33：宣传视频播放量-腾讯（累计）



资料来源：腾讯视频网站，西部证券研发中心

图 34：微信公众号-阅读量（2017.11.1-11.14）

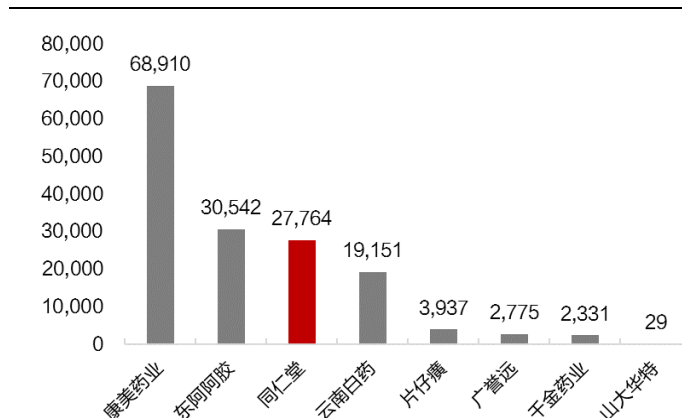
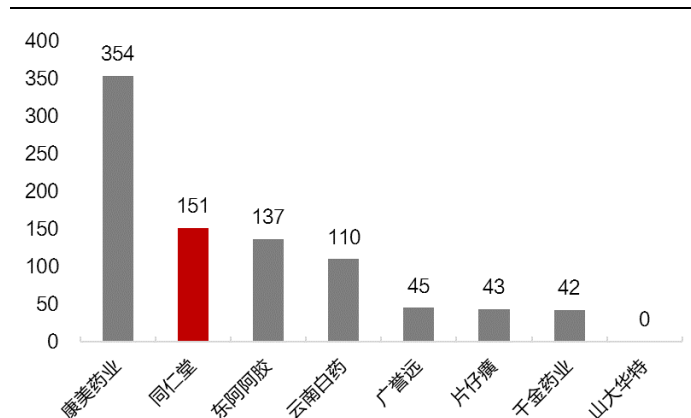


图 35：微信公众号-点赞量（2017.11.1-11.14）



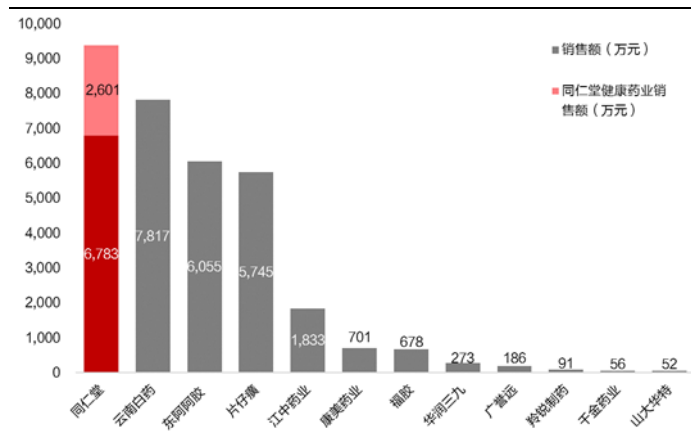
资料来源：微信公众号平台，西部证券研发中心

资料来源：微信公众号平台，西部证券研发中心

线上竞品排名中影响力和认可度仍然较高

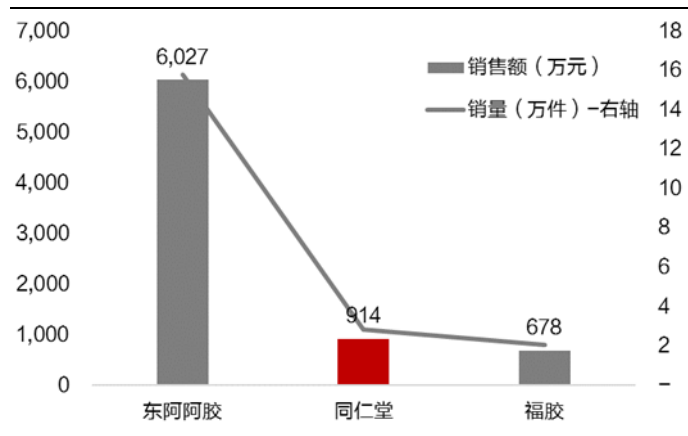
同仁堂品牌影响力和认可度向线上延伸，位居榜首。2017年10-11月品牌医药消费品在淘宝和天猫销售额与用户评价：同仁堂品牌月度总销售额约9300万元，在品牌医药消费品中排名第一，阿胶块单月销售额已超过福胶，排名第二，用户评价“物美价廉”同仁堂居首。

图 36：品牌医药消费品总销售额-淘宝（2017.10.17-11.17）



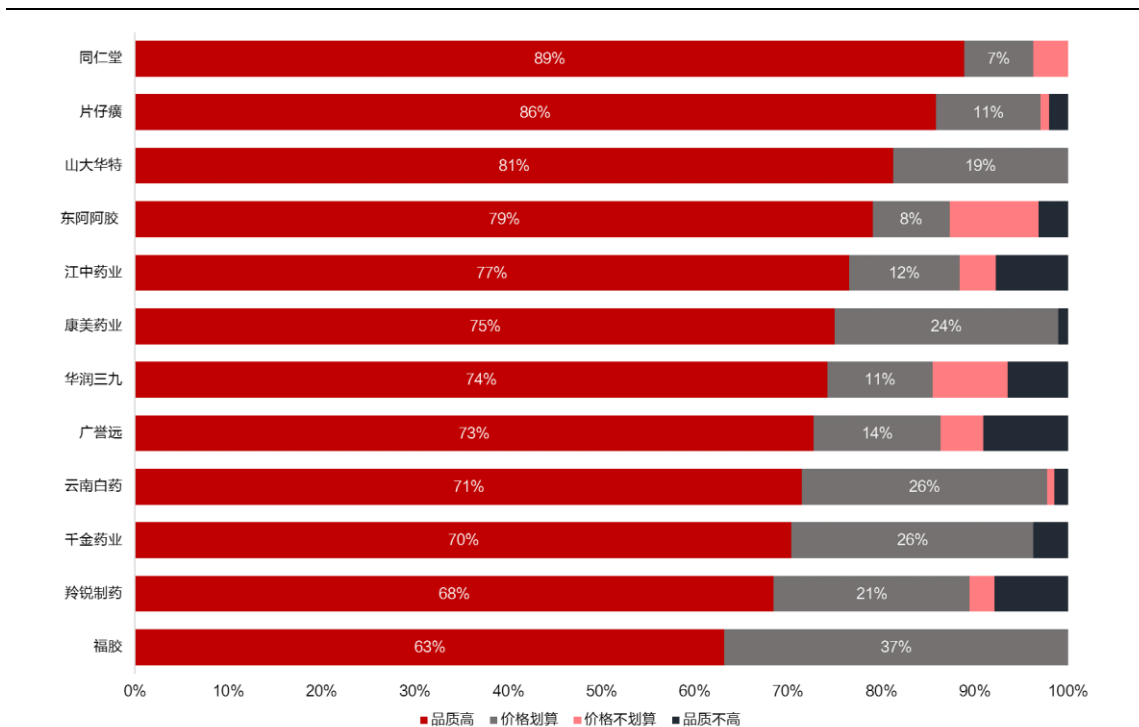
资料来源：淘宝，西部证券研发中心

图 37：阿胶销售额-淘宝&天猫（2017.10.17-11.17）



资料来源：淘宝，天猫，西部证券研发中心

图 38：用户评价比较-淘宝&天猫（累计）



资料来源：淘宝，天猫，西部证券研发中心

公司盈利预测与估值

盈利预测：

我们预计 2017-2019 年公司营业收入将达到 135、152、173 亿元，同比增长 12.5%、12.9%、13.3%，实现归母净利润 10.42、11.79、13.40 亿元，同比增长 11.6%、13.2%、13.6%，2017-2019 年 EPS 预测值 0.76/0.86/0.98 元，对应 PE43/38/33 倍。

估值讨论：

我们基于公司中药和商业零售两个板块业务，选取品牌中药企业和第一梯队连锁药店作为可比公司，2018 年平均 PE 为 41 倍，同仁堂品牌、品种、渠道资源优势突出，尤其在医药行业供给侧改革、环保监管加严等政策收紧的大背景下，上下游全产业链布局的优质中药企业，在竞争愈发激烈的 OTC 市场中极具稀缺性，抗风险能力较强；叠加中医药产业政策利好、消费升级，公司终端网络建设持续，价值回归逐渐开启，集团业务协同效应加强等，认为同仁堂理应享有较高估值，基于公司近 5 年估值中枢在 46 倍左右，给予公司 2018 年 46 倍 PE，目标价 39.56，首次覆盖给予“买入”评级。

表 5：公司财务估值模型核心要素预测

单位：百万元		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务	收入	9,632	10,716	12,018	13,524	15,273	17,310
	增速		11.26%	12.15%	12.53%	12.93%	13.34%
医药工业	收入	5,888	6,684	7,498	8,072	8,696	9,377
	增速		13.53%	12.17%	7.66%	7.74%	7.82%
前五名系列	收入	2,221	3,158	3,763	4,150	4,579	5,053
	增速		42.17%	19.15%	10.29%	10.33%	10.36%
心脑血管类	收入	1,195	1,798	2,155	2,413	2,703	3,027
	增速		50.39%	19.86%	12.00%	12.00%	12.00%
补益类	收入	1,026	1,360	1,608	1,737	1,876	2,026
	增速		32.60%	18.22%	8.00%	8.00%	8.00%
其他系列	收入	3,666	3,526	3,735	3,921	4,117	4,323
	增速		-3.83%	5.92%	5.00%	5.00%	5.00%
医药商业	收入	4,345	5,213	5,783	6,939	8,327	9,992
	增速		19.98%	10.93%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	收入	44	71	74	76	79	81
	增速		61.80%	4.12%	3.00%	3.00%	3.00%
内部抵减	收入	(645)	(1,252)	(1,336)	(1,564)	(1,829)	(2,140)
	增速		94.10%	6.73%	17.00%	17.00%	17.00%
毛利率		43.17%	46.08%	45.98%	46.00%	46.00%	46.00%
销售费用率		18.06%	19.75%	20.04%	20.04%	20.04%	20.04%
管理费用率		8.69%	8.72%	8.78%	8.78%	8.78%	8.78%

归母净利润	764	875	933	1042	1179	1340
增速	16.41%	14.60%	6.63%	11.64%	13.22%	13.60%
EPS (元)	0.58	0.64	0.68	0.76	0.86	0.98
PE				43	38	33

资料来源：西部证券研发中心

表 6：可比公司估值

代码	名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (X)			
				2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
600436	片仔癀	381	63.20	0.89	1.22	1.57	2.00	48.08	51.65	40.14	31.53
600771	广誉远	144	40.78	0.44	0.64	1.11	1.65	257.00	63.45	36.73	24.73
002287	奇正藏药	138	33.88	0.71	0.80	0.93	1.04	64.51	42.41	36.62	32.64
603939	益丰药房	165	45.48	0.66	0.84	1.08	1.39	51.18	54.38	42.10	32.60
603883	老百姓	179	62.99	1.11	1.35	1.70	2.12	43.75	46.62	37.09	29.67
平均								92.90	51.70	38.54	30.23
600085	同仁堂	442	32.24	0.68	0.75	0.83	0.96	44.35	43.22	39.02	33.76

资料来源：wind，西部证券研发中心；收盘价日期 20171229，盈利预测均为 Wind 一致预期

风险提示

- (1) **政策风险。**伴随国家医药卫生体制改革步伐持续推进，两票制、医药分开、医联体指导意见等政策文件陆续出台，持续推动医药市场格局的调整，医疗领域的药品准入更加严格，行业竞争日益加剧，部分药企转战 OTC 领域争夺市场空间，公司在南方市场的竞争对手相对较多。公司能否在市场做实营销，稳固市场份额，并在空白市场提高市占率，需要对公司销售情况保持关注和研究。
- (2) **市场风险。**国内供给侧结构性改革深化，去库存、减产能、补短板、调结构仍将是经济工作主线，医改引导资源向优质企业配置，提高产业集中度，消费格局的变化将推动公司调动资源提高产能供给，给公司带来成本上涨压力。
- (3) **终端放量低于预期的风险。**公司近几年潜心布局终端销售，优势地区在华北和东北地区，薄弱地区和空白地区的影响力扩张、销售网点铺设需要更加持久的投入和激励制度，推进进度存在不确定性。
- (4) **原材料价格涨幅过大的风险。**伴随中医药发展上升到国家战略高度，中医药越来越得到国内外各方关注。中药原材料受产地环境、气候、劳动力成本等因素综合影响以及出口份额的加大，价格仍处于上升通道，公司为应对成本上涨进行的提价，对短期产品销量将有一定的波动。
- (5) **净利率下降风险。**公司近几年加大对终端自有药店、大型连锁药店专柜等的建设，投入不断增加，销售费用率从 2013 年的 18% 增长到 2016 年的 20%，后续如持续增加，将对公司净利润产生一定影响。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	4,735	5,859	7,741	8,622	11,046	营业收入	10,809	12,091	13,605	15,365	17,414
应收款项	1,455	2,183	1,118	2,610	1,615	营业成本	5,828	6,532	7,347	8,297	9,404
存货净额	5,039	5,328	6,508	6,859	8,291	营业税金及附加	112	129	145	164	186
其他流动资产	162	82	82	82	82	销售费用	2,135	2,423	2,726	3,079	3,489
流动资产合计	11,392	13,453	15,449	18,173	21,035	管理费用	943	1,061	1,194	1,348	1,528
固定资产及在建工程	2,263	2,866	2,351	1,837	1,323	财务费用	-16	-19	6	7	8
长期股权投资	29	25	25	25	25	其他费用/(-收入)	43	78	77	77	77
无形资产	384	393	352	310	268	营业利润	1,763	1,887	2,110	2,393	2,722
其他非流动资产	272	323	241	160	160	营业外净收支	15	30	30	30	30
非流动资产合计	2,948	3,607	2,970	2,332	1,777	利润总额	1,778	1,917	2,140	2,423	2,752
资产总计	14,340	17,060	18,418	20,505	22,811	所得税费用	313	355	396	448	509
短期借款	341	381	-	-	-	净利润	1,465	1,562	1,744	1,974	2,243
应付款项	2,970	3,540	3,812	4,218	4,601	少数股东损益	590	629	702	795	903
其他流动负债	-	-	-	-	-	归属于母公司净利润	875	933	1,042	1,179	1,340
流动负债合计	3,310	3,921	3,812	4,218	4,601	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款及应付债券	10	925	925	925	925	盈利能力					
其他长期负债	149	135	135	134	135	ROE	8%	8%	8%	8%	8%
长期负债合计	159	1,060	1,060	1,059	1,060	毛利率	46%	46%	46%	46%	46%
负债合计	3,469	4,982	4,872	5,277	5,661	营业利润率	16%	16%	16%	16%	16%
股本	1,371	1,371	1,371	1,371	1,371	销售净利率	8%	8%	8%	8%	8%
股东权益	10,870	12,078	13,546	15,227	17,150	成长能力					
负债和股东权益总计	14,340	17,060	18,418	20,505	22,811	营业收入增长率	12%	12%	13%	13%	13%
						营业利润增长率	18%	7%	12%	13%	14%
						净利润增长率	15%	7%	12%	13%	14%
现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	偿债能力					
净利润	1,465	1,562	1,744	1,974	2,243	资产负债率	24%	29%	26%	26%	25%
折旧摊销	200	219	556	556	475	流动比	3.44	3.43	4.05	4.31	4.57
营运资金变动	-838	-792	68	-1,563	-213	速动比	1.92	2.07	2.35	2.68	2.77
其他	21	67	81	81	81	每股指标与估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	848	1,057	2,450	1,049	2,585	每股指标					
资本支出	4	111	-	-	-	EPS	0.64	0.68	0.76	0.86	0.98
其他	-462	-642	-	-	-	BVPS	5.19	5.68	6.24	6.89	7.63
投资活动现金流	-458	-531	-	-	-	估值					
债务融资	-	799	-381	-	-	P/E	51.1	47.9	42.9	37.9	33.4
权益融资	119	91	-	-	-	P/B	6.28	5.74	5.22	4.73	4.27
其它	-414	-425	-486	-585	-687	P/S	4.14	3.70	3.29	2.91	2.57
筹资活动现金流	-295	464	-867	-585	-687						
汇率变动	-	-	-	-	-						
现金净增加额	95	990	1,583	464	1,898						

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入：	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅（复权后）大于 20%
增持：	个股预期未来 6-12 个月内的涨幅（复权后）介于 5%到 20%之间
中性：	个股预期未来 6-12 个月内的波动幅度（复权后）介于-5%到 5%
卖出：	个股预期未来 6-12 个月内的跌幅（复权后）大于 5%

联系我们

联系地址：上海市浦东新区张杨路 500 号华润时代广场 12 楼 A2BC，200122

机构销售团队：

徐 青	华东区机构销售总监	177 0178 0111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李 佳	资深销售经理	186 1687 3177	lijia@research.xbmail.com.cn
董家华	高级销售经理	147 8217 1026	dongjiahua@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	高级销售经理	158 0095 1117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
程 瑶	高级销售经理	135 8167 1012	chengyao@research.xbmail.com.cn
张 璐	高级销售经理	185 2155 8051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
李 思	机构销售	131 2265 6973	lisi@research.xbmail.com.cn
程 琰	机构销售助理	155 0213 3621	chengyan@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

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：91610000719782242D。