

## 医药生物

### 药品集采新常态下，加强重视医药消费“皇冠上的明珠”

**本周回顾与周专题：**本周中万医药指数下跌7.01%，位列全行业第26，跑输沪深300指数和创业板指数。本周我们对药品集采新变化及新环境下医药消费逻辑进行了梳理。

**近期复盘：**本周医药表现明显偏弱，我们认为有三个原因：第一，如CXO等主线赛道的业绩预告期结束，爆炒过后热度下降。第二，国内疫情反复，海外部分国家疫情数据缓解，叠加疫苗接种的数据等因素，市场对疫情相关股票敏感度下降。第三，前期的抱团股有所松动，对板块整体形成影响。

**板块观点：**医药依然是看结构性机会，整体看好政策免疫主线赛道的一、二线标的，阶段性重点推荐主线赛道里的优质二线标的（如医疗服务、CXO、疫苗、医药消费品等）。同时，尽管短期内国内和海外的疫情数据有所变化，但疫情的变化不是短期数据波动那么简单能够体现的，对于疫情的防护也远远不是短期能够结束的，我们依然看好疫情常态化超预期这条思路下的标的（如手套、疫苗、检测服务等）。医药的长期的趋势向上确定性高（百花齐放时代/产业淘汰赛/医药总量&仓位增配牛），**展望2021年**，我们认为在整体估值不便宜的状态下，医药投资更要把握最核心特性“强科技+消费最强成长”，“科技”从真创新中挖掘强爆发；“消费最强成长”把握业绩成长强确定性、线性外推延续时长及高天花板这两项真成长核心要素。注册制大环境下强化了确定性成长寻求成本考量、政策诱导下医药淘汰赛下强化了确定性选择胜率考量、外资持续流入&居民资产权益化配置弱化了优质成长估值考量，因此我们认为2021年医药：（1）非产品端口强于产品端口、非医保产品端口强于医保产品端口（政策对产品端中短期成长确定性预期扰动很大）；（2）确定性龙头强于其他（龙头成长确定性预期强），仍有业绩钱可赚；（3）政策免疫的、尤其是非产品端口的细分领域及龙头容易出现估值现象级公司，继续双击（两项核心因素逻辑最强）。再考虑疫情特殊时期，我们策略思路为“全球疫情常态化超预期”+“更为极致聚焦的政策免疫”，具体详见后文。

**一、是选择龙头抱团还是选择优质二线？医药不一样！**市场讨论最多的问题是：是选择龙头抱团还是选择优质二线？我们认为医药不一样！很多其他行业已经进入了稳态竞争期，龙头和非龙头差距巨大，那么在资本市场机构化趋势下，龙头极端行情可以理解，但是在医药行业则完全不同，医药行业细分领域非常多，很多细分领域还没有完全能选出谁就是绝对龙头，而且细分赛道增速特别快，大家处于成长早期，这个时候很多企业还不是真正意义上的龙头，但都具备成为未来龙头的潜质和可能性，因此，医药内部的投资必然不会是绝对意义上的龙头抱团行情，应该是一线赛道和二线赛道、一线龙头和二线龙头都有机会的行业，因此，我们认为，我们不要过分纠结于风格，还是要基于细分领域赛道基本面和公司基本面，若因为市场极端行情而错杀，我们认为这绝对是中长期的重要机会点，但我们必须要选择天花板高的主线赛道，而不是故事汇型的三四线标的。

**二、如何理解医药的高估值？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在，我们认为医药核心资产以及二线资产的估值重塑仍然没有结束。**

（1）GDP处于增速下行阶段，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。医药长期广阔空间带来的持续高速增长预期（尤其是一些新兴高景气赛道）使医药行业必将享受超越历史的估值溢价率，市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高等。

（2）未来医药估值的分化愈演愈烈，硬核资产高估值将成为新常态。医药近5年持续处于“淘汰赛”的进程中（资本市场优质资产出现的速度慢于因政策产业变革而淘汰的速度，市场进入长时间维度的“医药优质资产荒”），同时考虑资本市场长线资金逐步增多（从2020年Q3持仓来看，有多个公司的沪（深）股通持股市值已超过公募基金重仓持股市值，已经成为很强的稳定剂），在未来，医药硬核高估值将会成为新常态，只会波动不会消失。

**三、配置思路：近期关注疫情相关、年报&一季报超预期的主线赛道一二线优质标的两条线。展望2021年，除确定性龙头&细分龙头配置思路外，对于估值业绩双击机会，我们认为“疫情常态化超预期受益+更为聚焦的政策免疫”是两条核心思路。具体如下：**

1) 疫情常态化超预期受益思路：疫苗（智飞生物）、手套（英科医疗）、检测（金域医学）；  
2) 更为聚焦政策免疫思路：

**服务端口：**医疗服务（爱尔眼科、通策医疗、信邦制药、国际医学）、创新服务商（药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、九州药业、博腾股份）、渠道服务-药店（大参林、老百姓）；  
**制造端口：**疫苗（康华生物）、核医学（东诚药业）、健康消费升级&大单品-眼科（爱博医疗、兴齐眼药）、健康消费升级&大单品-皮科（冠昊生物）；大单品-狗抗、流感（南新制药）、血制品（双林生物）；

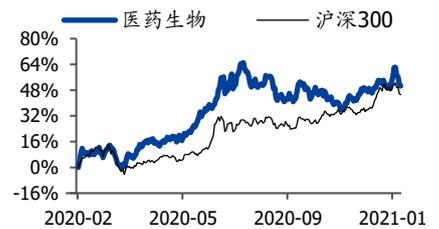
3) 其他思路：确定性龙头&细分龙头（长春高新、美年健康、我武生物、迈瑞医疗、益丰药房、恒瑞医药、康泰生物、司太立、片仔癀、云南白药、健友股份、普利制药、安图生物）、拐点变革（太极集团）；

4) 其他长期跟踪看好：博瑞医药、药石科技、中国生物制药、丽珠集团、贝达药业、昊海生科、科伦药业、君实生物、恩华药业、健康元、信立泰、康弘药业、乐普医疗、安科生物、九州通、柳药股份等。

**风险提示：**1) 负向政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

增持（维持）

#### 行业走势



#### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 杨春雨

执业证书编号：S0680520080004

邮箱：yangchunyu@gszq.com

#### 相关研究

- 1、《2021医药“春季躁动”有望提前到来，关注医药消费投资机会》2020-12-13
- 2、《医药生物：狂犬单抗未来会是大品种吗？再次强调12月是医药底部布局期》2020-12-6
- 3、《医药生物：调整后的CXO我们怎么看？12月有望成为医药底部布局期》2020-11-29

## 内容目录

1、医药核心观点 .....	3
1.1 周观点 .....	3
1.2 投资策略及思考 .....	5
1.3 药品集采新常态下，加强重视医药消费“皇冠上的明珠” .....	7
1.3.1 医药健康消费领域牛股频出背后逻辑是什么？变化是什么？ .....	7
1.3.2 医药健康消费标的如何选择 .....	8
2、本周行业重点事件&政策回顾 .....	10
3、行情回顾与医药热度跟踪 .....	11
3.1 医药行业行情回顾 .....	11
3.2 医药行业热度追踪 .....	14
3.3 医药板块个股行情回顾 .....	15
4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新 .....	17
5、风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1: 代表性医药健康消费标的历史股价涨跌幅情况 .....	7
图表 2: 医药健康消费升级示意图 .....	8
图表 3: 健康消费升级大单品逻辑图 .....	9
图表 4: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比 .....	11
图表 5: 2021 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%) .....	11
图表 6: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)	12
图表 7: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2021 年初至今, %)	13
图表 8: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)	14
图表 9: 申万医药各子行业 2021 年初至今涨跌幅变化图 (%)	14
图表 10: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)	15
图表 11: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化	15
图表 12: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股	16
图表 13: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股	16
图表 14: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况	19

## 1、医药核心观点

### 1.1 周观点

**本周回顾与周专题：**本周申万医药指数下跌 7.01%，位列全行业第 26，跑输沪深 300 指数和创业板指数。本周我们对药品集采新变化及新环境下医药消费逻辑进行了梳理。

**近期复盘：**本周医药表现明显偏弱，我们认为有三个原因：第一，如 CXO 等主线赛道的业绩预告期结束，爆炒过后热度下降。第二，国内疫情反复，海外部分国家疫情数据缓解，叠加疫苗接种的数据等因素，市场对疫情相关股票敏感度下降。第三，前期的抱团股有所松动，对板块整体形成影响。

**板块观点：**医药依然是看结构性机会，整体看好政策免疫主线赛道的一、二线标的，阶段性重点推荐主线赛道里的优质二线标的（如医疗服务、CXO、疫苗、医药消费品等）。同时，尽管短期内国内和海外的疫情数据有所变化，但疫情的变化不是短期数据波动那么简单能够体现的，对于疫情的防护也远远不是短期能够结束的，我们依然看好疫情常态化超预期这条思路下的标的（如手套、疫苗、检测服务商等）。医药的长期的大趋势向上确定性高（百花齐放大时代/产业淘汰赛/医药总量&仓位增配牛），**展望 2021 年**，我们认为在整体估值不便宜的状态下，医药投资更要把握最核心特性“强科技+消费最强成长”，“科技”从真创新中挖掘强爆发；“消费最强成长”把握业绩成长强确定性、线性外推延续时长及高天花板这两项真成长核心要素。注册制大环境下强化了确定性成长寻求成本考量、政策诱导下医药淘汰赛下强化了确定性选择胜率考量、外资持续流入&居民资产权益化配置弱化了优质成长估值考量，因此我们认为 2021 年医药：（1）非产品端口强于产品端口、非医保产品端口强于医保产品端口（政策对产品端中短期成长确定性预期扰动很大）；（2）确定性龙头强于其他（龙头成长确定性预期强），仍有业绩钱可赚；（3）政策免疫的、尤其是非产品端口的细分领域及龙头容易出现估值现象级公司，继续双击（两项核心因素逻辑最强）。再考虑疫情特殊时期，我们策略思路为“全球疫情常态化超预期”+“更为极致聚焦的政策免疫”，具体详见后文。

**一、是选择龙头抱团还是选择优质二线？医药不一样！**市场讨论最多的问题是：是选择龙头抱团还是选择优质二线？我们认为医药不一样！很多其他行业已经进入了稳态竞争期，龙头和非龙头差距巨大，那么在资本市场机构化趋势下，龙头极端行情可以理解，但是在医药行业则完全不同，医药行业细分领域非常多，很多细分领域还没有完全能选出谁就是绝对龙头，而且细分赛道增速特别快，大家处于成长早期，这个时候很多企业还不是真正意义上的龙头，但都具备成为未来龙头的潜质和可能性，因此，医药内部的投资必然不会是绝对意义上的龙头抱团行情，应该是一线赛道和二线赛道、一线龙头和二线龙头都有机会的行业，因此，我们认为，我们不要过分纠结于风格，还是要基于细分领域赛道基本面和公司基本面，若因为市场极端行情而错杀，我们认为这绝对是中长期的重要机会点，但我们必须要选择天花板高的主线赛道，而不是故事汇型的三四线标的。

**二、如何理解医药的高估值？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在，我们认为医药核心资产以及二线资产的估值重塑仍然没有结束。**

**（1）GDP 处于增速下行阶段，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。**医药长期广阔空间带来的持续高增长预期（尤其是一些新兴高景气赛道）使医药行业必将享受超越历史的估值溢价率，市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高。

**（2）未来医药估值的分化愈演愈烈，硬核资产高估值将成为新常态。**医药近 5 年持续处于“淘汰赛”的进程中（资本市场优质资产出现的速度慢于因政策产业变革而淘汰的速度，市场进入长时间维度的“医药优质资产荒”），同时考虑资本市场长线资金逐步增多（从 2020 年 Q3 持仓来看，有多个公司的沪（深）股通持股市值已超过公募基金重仓持股市值，已经成为很强的稳定剂），在未来，医药硬核高估值将会成为新常态，只

会波动不会消失。

**三、配置思路：**近期关注疫情相关、年报&一季报超预期的主线赛道一二线优质标的两条线。展望 2021 年，除确定性龙头&细分龙头配置思路外，对于估值业绩双击机会，我们认为“疫情常态化超预期受益+更为聚焦的政策免疫”是两条核心思路。具体如下：

**1) 疫情常态化超预期受益思路：**疫苗（智飞生物）、手套（英科医疗）、检测（金域医学）；

**2) 更为聚焦政策免疫思路：**

**服务端口：**医疗服务（爱尔眼科、通策医疗、信邦制药、国际医学）、创新服务商（药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、九洲药业、博腾股份）、渠道服务-药店（大参林、老百姓）；

**制造端口：**疫苗（康华生物）、核医学（东诚药业）、健康消费升级&大单品-眼科（爱博医疗、兴齐眼药）、健康消费升级&大单品-皮科（冠昊生物）；大单品-狗抗、流感（南新制药）、血制品（双林生物）；

**3) 其他思路：确定性龙头&细分龙头**（长春高新、美年健康、我武生物、迈瑞医疗、益丰药房、恒瑞医药、康泰生物、司太立、片仔癀、云南白药、健友股份、普利制药、安图生物）、拐点变革（太极集团）；

**4) 其他长期跟踪看好：**博瑞医药、药石科技、中国生物制药、丽珠集团、贝达药业、昊海生科、科伦药业、君实生物、恩华药业、健康元、信立泰、康弘药业、乐普医疗、安科生物、九州通、柳药股份等。

## 1.2 投资策略及思考

不管短期中期还是长期，大的原则，还是要尽量规避政策扰动，从政策免疫角度去选择。

中短期观点请参照前文，再从中长期来看，什么样的领域能走出10年10倍股？我们认为有以下四大长期主线，另医药行业百花齐放，特色细分领域同样有可能走出牛股，但我们只看相对龙头（4+X）：

### （1）医药科技创新：创新是永恒的主线，医药已经迎来创新时代

- **创新服务商**：比较重点的是CRO/CDMO板块，创新药受政策鼓励，而创新服务商最为受益，前置创新药获批出业绩，我们推荐重点关注凯莱英、药明康德、泰格医药、昭衍新药、康龙化成、睿智医药、药石科技、艾德生物、博腾股份、九洲药业、美迪西、维亚生物、方达控股等；
- **创新药**：部分企业已经陆续进入到收获期，推荐重点关注恒瑞医药、中国生物制药、翰森制药、丽珠集团、康弘药业、科伦药业、复星医药、海思科、信立泰、冠昊生物等传统转型药企，以及贝达药业、信达生物、君实生物、百济神州、复宏汉霖、再鼎医药、南新制药、荣昌生物、康方生物、泽璟制药、微芯生物、康宁杰瑞等 biotech 企业；
- **创新疫苗**：创新疫苗大品种大时代已经来临，推荐重点关注智飞生物、沃森生物、康泰生物、万泰生物、康华生物、康希诺生物等。
- **创新&特色头部器械耗材**：推荐重点关注迈瑞医疗、微创医疗、乐普医疗、威高股份、心脉医疗、启明医疗、南微医学、天智航、健帆生物、英科医疗等。

### （2）医药扬帆出海：扬帆出海是国内政策承压后企业长期发展的不错选择

- **注射剂国际化**：推荐重点关注健友股份、普利制药等；
- **口服国际化**：重点看好的是专利挑战和特殊剂型国际化，推荐重点关注华海药业。
- **创新药国际化**：推荐重点关注恒瑞医药、贝达药业、康弘药业、信达生物、百济神州、再鼎医药等。

### （3）医药健康消费：健康消费是最清晰最确定的超长周期成长逻辑

- **品牌中药消费**：推荐重点关注片仔癀、云南白药、东阿阿胶、同仁堂、华润三九等；
- **眼科**：推荐重点关注爱尔眼科、光正眼科、欧普康视、爱博医疗、兴齐眼药、昊海生科等；
- **医美**：推荐重点关注爱美客、华熙生物、朗姿股份等；
- **儿科相关**：推荐重点关注我武生物、长春高新、安科生物等。

### （4）医药品牌连锁：品牌构筑护城河，连锁造就长期成长能力

- **药店**：推荐重点关注益丰药房、老百姓、一心堂、大参林、国药一致等；
- **特色专科连锁医疗服务**：推荐重点关注爱尔眼科、美年健康、通策医疗、锦欣生殖、光正眼科等；
- **第三方检验服务商**：推荐重点关注金域医学、迪安诊断等。

### （5）X（其他特色细分龙头）：

- **医疗信息化&互联网医疗**：推荐重点关注卫宁健康、创业慧康、阿里健康、平安好医生等；
- **IVD**：推荐重点关注安图生物、新产业、迈克生物、万孚生物、艾德生物、贝瑞基

因等；

- **原辅包材：**推荐重点关注山河药辅、山东药玻、浙江医药、新和成、司太立、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、奥翔药业、博瑞医药等；
- **血制品：**推荐重点关注华兰生物、博雅生物、天坛生物、双林生物等；
- **特色专科药：**推荐重点关注恩华药业、人福医药、华润双鹤、通化东宝、健康元、东诚药业、北陆药业、京新药业等；
- **流通：**推荐重点关注上海医药、九州通、柳药股份、国药股份等；
- **其他特色：**推荐重点关注伟思医疗、华北制药、太极集团等。

### 1.3 药品集采新常态下，加强重视医药消费“皇冠上的明珠”

近日，国务院办公厅下发《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》国办发〔2021〕2号》。由国家最高行政部门确定的药品带量采购“常态化、制度化”，文件中明确规定

- 1、重点将基本医保药品目录内用量大、采购金额高的药品纳入采购范围，逐步覆盖国内上市的临床必需、质量可靠的各类药品，做到应采尽采、符合条件的药品达到一定数量或金额，即启动集中带量采购。
- 2、探索对适应症或功能主治相似的不同通用名药品合并开展集中带量采购。将临床功效类似的同通用名药品同一给药途径的不同剂型、规格、包装及其采购量合并，促进竞争。
- 3、所有公立医疗机构（含军队医疗机构）均应参加药品集中带量采购，医保定点社会办医疗机构和定点药店按照定点协议管理的要求参照执行。

#### 主要判断：

- 1) 未来医保内品种，无论其药品分类，只要是用量大、金额大的“大品种”，都有可能面临带量采购及可能的价格下降。
- 2) 中药、生物药带量采购的方式方法会逐步明确，中药大品种、生物类似物纳入集采是制度性要求，落地时间不会太远。
- 3) 只要是医保覆盖的终端，包括公立医疗、民办医疗、定点药店都是药品集采实施的范围，示范及联动效应明显。

#### 主要结论：

- 1) 与国家政府及医药相关主管部门去博弈，获取医保资金带来的巨额增量利润已经越来越难，只有那些真正意义的创新药以及具备持续创新能力的企业才有可能实现理想的生存状态。具备“出海”能力的药企将更加稀缺。
- 2) 医药领域，“创新”和“消费升级”是长期以来的两大主题，在可见的未来，政策免疫的医药健康消费“核心资产”受追捧程度有望继续提升，投资者需加强重视。

#### 1.3.1 医药健康消费领域牛股频出背后逻辑是什么？变化是什么？

从医药健康消费领域近 20 年代表性标的股价表现情况看，“10 年 10 倍股”已经不稀奇，在不同的历史阶段，云南白药、片仔癀、东阿阿胶、长春高新、我武生物均有超过“10 年 10 倍”的表现；在近几年，“3 年 10 倍”的欧普康视，“2 年 10 倍”的兴齐眼药，“1 年 5 倍”的爱美客这类现象级个股持续吸入眼球。医药消费领域龙头已经成为医药行业贡献超额收益的重要来源。

图表 1：代表性医药健康消费标的历史股价涨跌幅情况

名称	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
云南白药	62%	17%	-15%	-10%	36%	62%	146%	40%	0%	77%	30%	-12%	29%	51%	-7%	16%	6%	35%	-26%	24%	31%	
东阿阿胶	75%	-5%	-10%	-18%	52%	-31%	157%	233%	-58%	95%	97%	-15%	-5%	-1%	-4%	43%	4%	13%	-33%	-8%	10%	
长春高新	74%	-27%	-37%	-39%	9%	-39%	91%	196%	-39%	194%	128%	-42%	75%	78%	-20%	39%	7%	65%	-4%	156%	101%	
同仁堂	20%	23%	-11%	2%	40%	0%	25%	104%	-57%	73%	65%	3%	28%	21%	6%	100%	-29%	4%	-14%	5%	-14%	
片仔癀				3%	0%	54%	65%	79%	-49%	113%	87%	3%	48%	-4%	-6%	97%	0%	39%	38%	27%	145%	
我武生物															34%	53%	-30%	41%	36%	116%	74%	
兴齐眼药																	360%	-27%	-31%	339%	30%	
欧普康视																			255%	38%	120%	160%
华熙生物																				36%	76%	
爱美客																					537%	
沪深300			-16%	8%	-16%	-8%	121%	162%	-66%	97%	-13%	-25%	8%	-8%	52%	6%	-11%	22%	-25%	36%	27%	

资料来源：Wind, 国盛证券研究所

**逻辑 1: 全球最大的消费升级市场, 周期超长的确定性增长。**据麦肯锡数据, 2000年, 中产阶级仅占中国城市家庭的4%, 而在2020年, 我国中产阶级人口达到近7亿, 占总人口的约一半; 2008-2019年我国高净值人群(资产1000万以上)数量从28万以近20% CAGR增加至220万, 全国居民人均医疗保健支出占比从2013年的6.9%提升至2019年的8.8%, 健康消费升级的趋势已经势不可挡。

**逻辑 2: 医保外资金驱动, 政策免疫度高。**医药健康消费企业的主要产品基本都是消费者可以自主选择、自我付费的; 少部分需要医生指导建议的品种也是自费品种, 在医保控费的大环境下, 政策免疫, 扰动小的标的弥足珍贵。

**逻辑 3: 医药产业淘汰赛+资金流动性充裕, 优质资产供不应求, 确定性带来的溢价持续提升。**

**变化 1: 医药消费标的细分领域变化, 背后是消费人群及理念变化。**从时间上看, 2015年以前, 医药健康消费标的基本集中在中药品牌消费品上, 仅有生长激素是个例外; 但在近5年, 儿科相关、眼科、医美优质标的不断涌现。消费升级主要驱动人群已经发生明显变化, 年轻女性、青少年儿童权重提升, 对改善型健康消费的需求大幅提升。

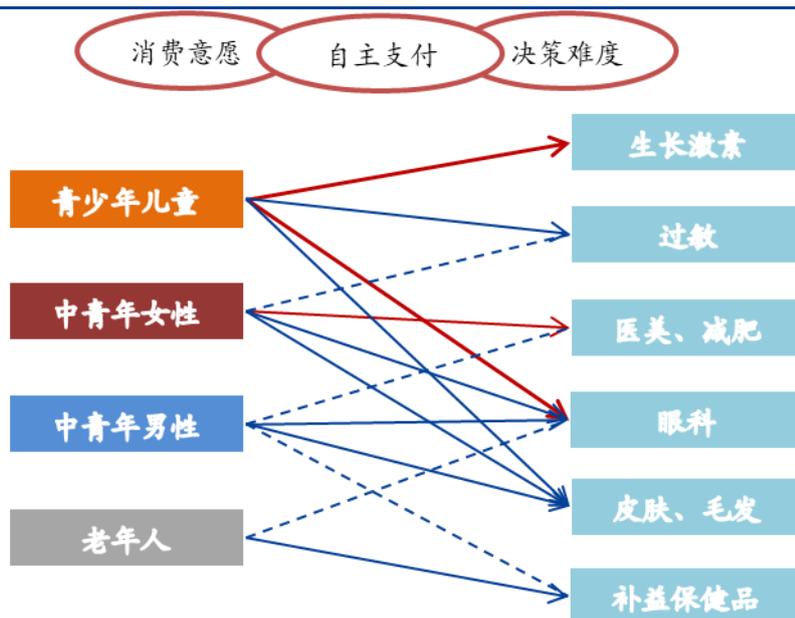
**变化 2: 投资者对于医药消费“黄金赛道”及赛道上龙头的估值评价体系在发生变化。**单独从传统的PE、PEG或DCF估值方式看, 医药消费龙头基本都已经突破历史估值中枢的极值, 这已经不能简单理解为估值容忍度提升。在海外资金持续流入、股票/基金在居民资产配置中占比提升、对确定性要求加强、预期收益率下降的环境下, 新的估值方式正在形成。

**变化 3: 集采新常态, 医药创新面临新一轮“鲤鱼跳龙门”; 全行业大消费龙头景气度高; 医药消费的资金偏好度有望提升。**

### 1.3.2 医药健康消费标的如何选择

在选择具体细分领域时, 自主支付能力及占比、消费意愿强度及决策容易度是需要重点考虑的三大要素, 单纯老龄化并非理想的消费升级方向, 中青年女性及青少年儿童是更佳的消费升级人群, 对应的医美、减肥、生长激素、眼科、过敏(脱敏制剂)细分领域有望释放巨大潜能。

图表 2: 医药健康消费升级示意图

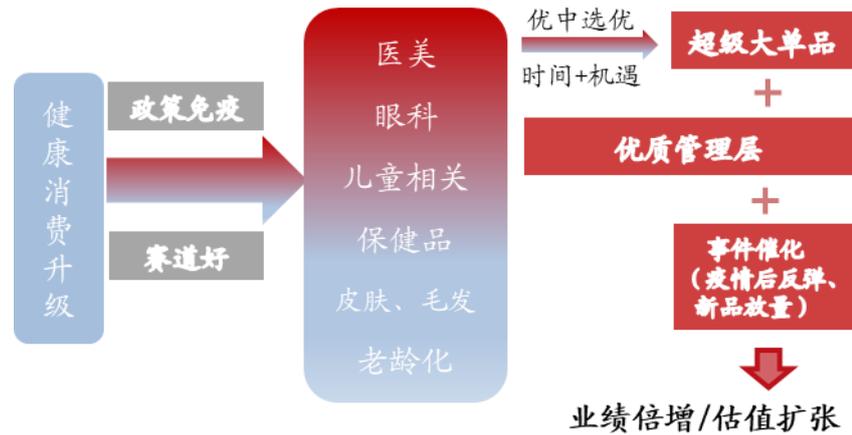


资料来源: 国盛证券研究所

在标的选择时，要在细分领域确定的基础上对标的优中选优：1) 考虑公司核心产品的生命周期阶段及弹性空间 2) 兼顾行业“风口”因素，不是简单追逐“风口”，而是在同样优质标的中，选择可能有“风口”加成的 3) 管理层因素，对现任管理层存在无法解决的疑问时“一票否决” 4) 对短期收益有更高要求的，加强关注事件性催化，如新的大单品获批及放量。综合考虑，推荐

- 1) 稳健思路：我武生物、长春高新、片仔癀、云南白药、华熙生物
- 2) 弹性思路：爱美客、欧普康视、爱博医疗、兴齐眼药、昊海生科

图表 3: 健康消费升级大单品逻辑图



资料来源：国盛证券研究所

## 2、本周行业重点事件&政策回顾

**【事件一】国务院 关于《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》**  
<http://dwz.date/ecyF>

1月28日，国务院发布关于《推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》。该《意见》进一步明确了覆盖范围，遵循保基本、保临床的原则，重点将基本医保药品目录内用量大、采购金额高的药品纳入采购范围，逐步覆盖国内上市的临床必需、质量可靠的各类药品，做到应采尽采。符合条件的药品达到一定数量或金额，即启动集中带量采购。

**【点评】**药品带量采购将进入新常态，医保内药品均可能受到政策影响，中药、生物制品大品种带量采购日益临近；未来通过医保资金放量成为大品种难度增大；真正的创新药及持续创新企业才有可能实现理想生存状态。

**【事件二】国家药监局药审中心 关于发布《药物相互作用研究技术指导原则（试行）》的通告（2021年第4号）**  
<http://dwz.date/ecyX>

1月26日，根据《国家药监局综合司关于印发药品技术指导原则发布程序的通知》（药监综药管〔2020〕9号）要求，药审中心组织发布了《药物相互作用研究技术指导原则（试行）》，自发布之日起施行。

**【点评】**在临床应用中患者经常会同时使用多种药物的相互作用有可能导致严重不良反应或改变治疗效果。该《指导原则》对科学研究DDI发生的可能性和严重性及其影响程度的手段及标准进行了明确，并要求依据评估结果调整给药方案，并在说明书中对临床用药给出建议。该《指导原则》将为提升用药安全起到了重要作用，对于企业来说，药物相互左右研究的重要程度将会提升，对研发的要求继续提高，行业洗牌将持续深化。

**【事件三】港交所 合格的科创板股票将于2月1日起纳入沪深港通股票范围**  
<http://dwz.date/ecWb>

1月25日，港交所、上交所、深交所近日共同发布公告称，为持续优化互联互通机制，进一步扩大沪深港股通股票范围，自2月1日起，符合资格的上海科创板股票将纳入沪深港通股票范围，同日，A股在深交所上市的A+H股公司，其对应的H股也可通过沪港通下的港股通买卖。经梳理科创板12只股票将于2月1日起纳入沪深港通股票范围，包括中微公司、睿创微纳、杭可科技、澜起科技、安集科技、康希诺、君实生物、西部超导、海尔生物、中国通号、昊海生科、复旦张江。

**【点评】**对于本次纳入新沪深港通相应标的，港股通的开通有望提供增量资金，由于南下资金的增多，个别标的有望实现估值重塑，缩小AH股差价。当前南下炒港股热度正高，相关标的可能实现股价上的A-H市场良性互动。

### 3、行情回顾与医药热度跟踪

#### 3.1 医药行业行情回顾

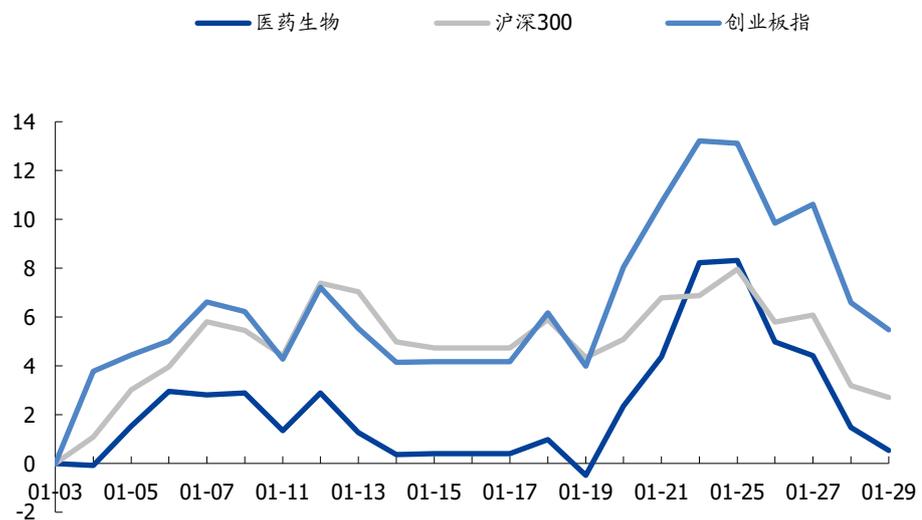
本周医药指数下跌**7.10%**，跑输沪深**300**指数和创业板指数。申万医药指数12141.88点，周环比上跌7.10%。沪深300下跌3.91%，创业板指数下跌6.83%，医药跑输沪深300指数3.19个百分点，跑输创业板0.27个百分点。2021年1月至今申万医药上涨0.53%，沪深300上涨2.70%，创业板指数上涨5.48%，医药跑输沪深300指数和创业板指数。

图表4：本周申万医药 VS. 沪深300 指数 VS. 创业板指数对比

指数	本周	上周	周环比 (%)	与月初比 (%)	与年初比 (%)
沪深300	5,351.96	5,569.78	-3.91	2.70	2.70
创业板指数	3,128.86	3,358.24	-6.83	5.48	5.48
生物医药 (申万)	12,141.88	13,070.23	-7.10	0.53	0.53

资料来源：Wind, 国盛证券研究所

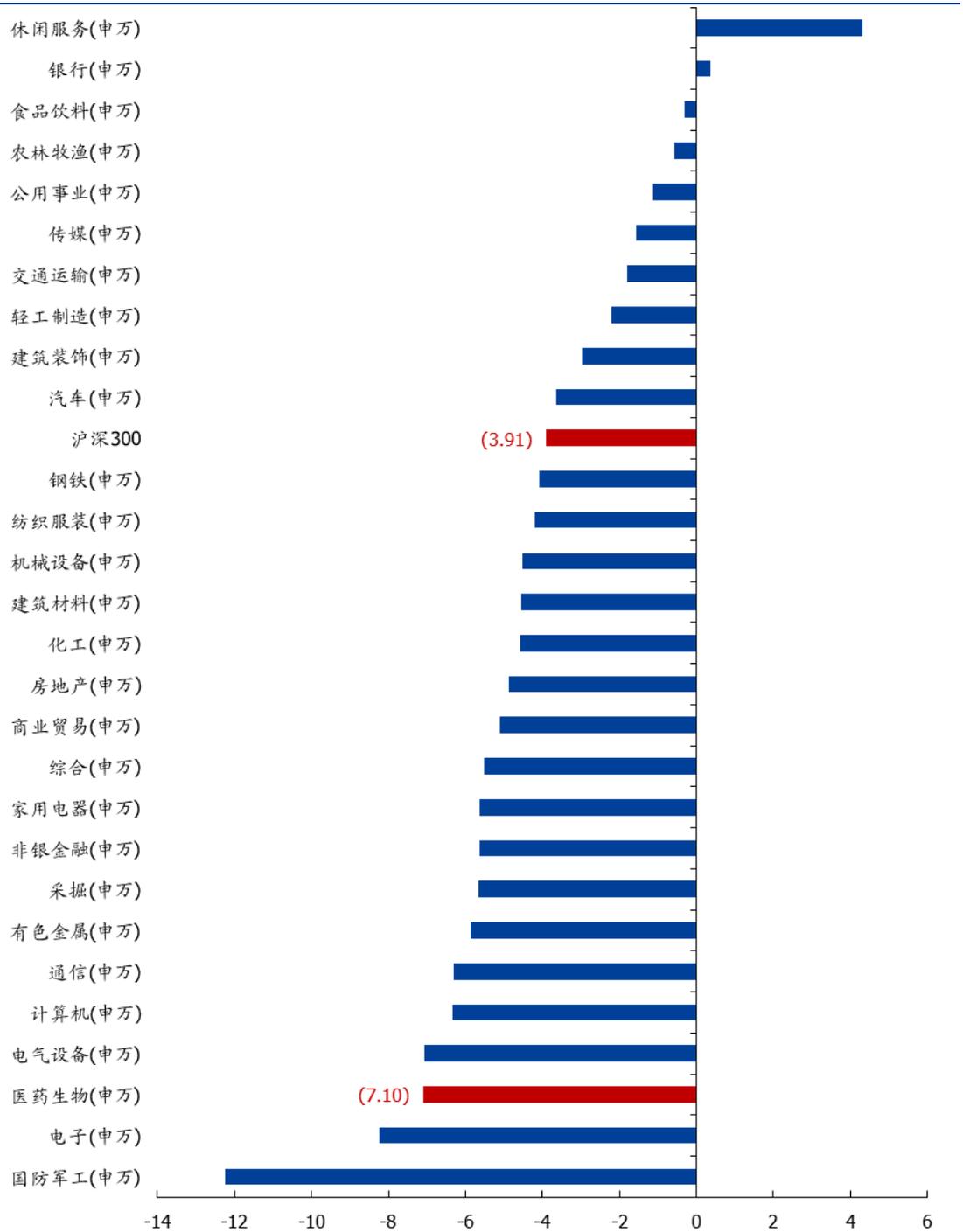
图表5：2021年以来申万医药指数 VS. 沪深300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%)



资料来源：wind, 国盛证券研究所

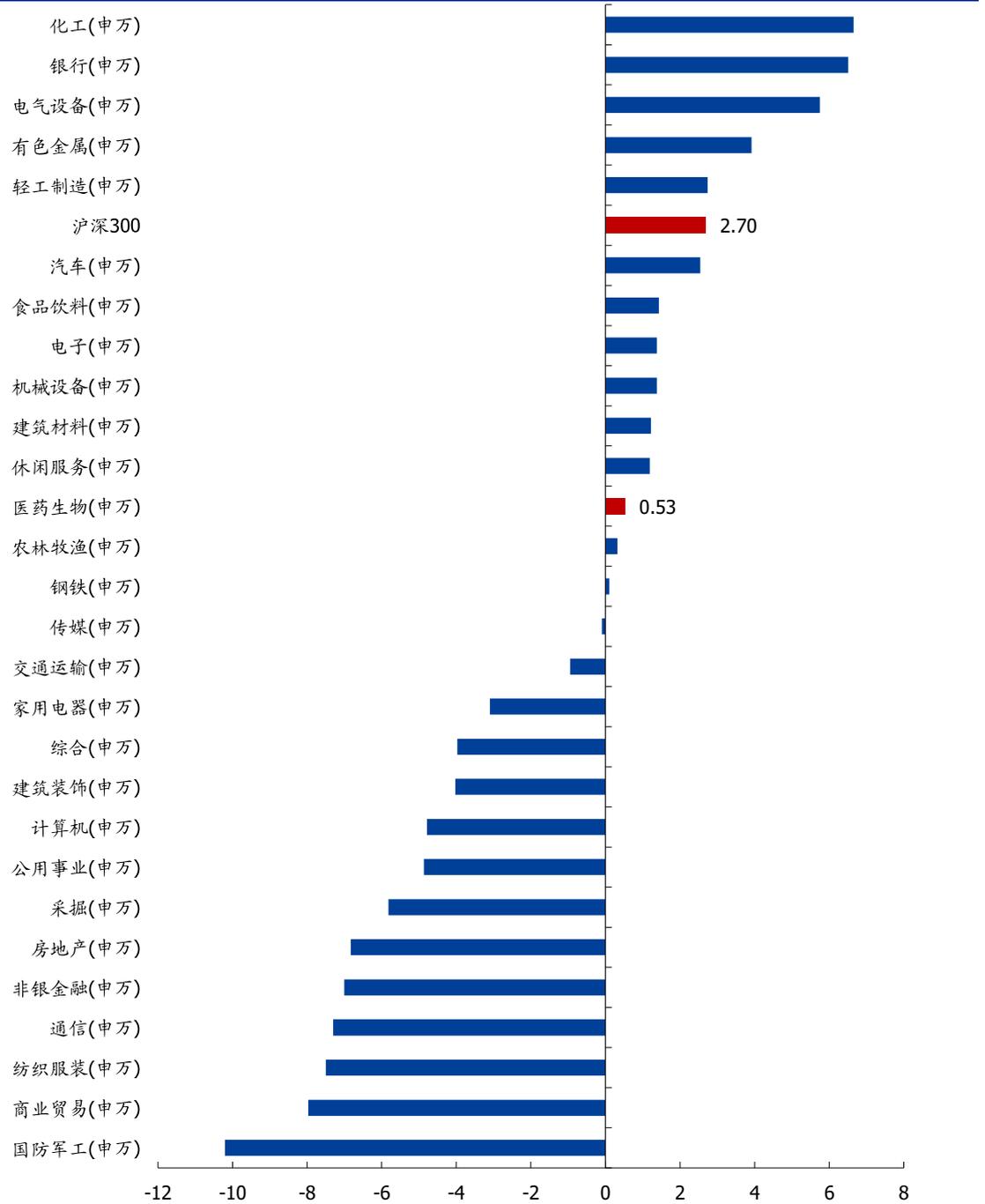
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第 26 位。2021 年初至今，医药涨跌幅排在第 12 位。

图表 6: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

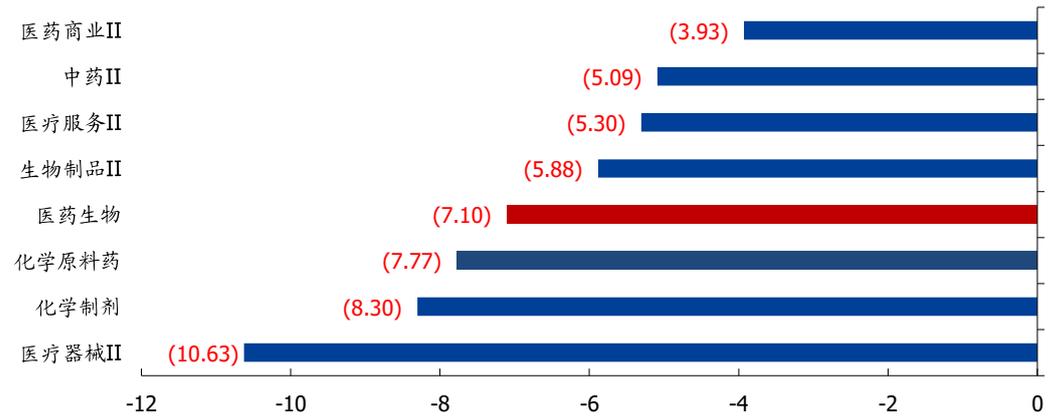
图表 7: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2021 年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为医药商业 II, 下跌 3.93%; 表现最差的为医疗器械 II, 下跌 10.63%。

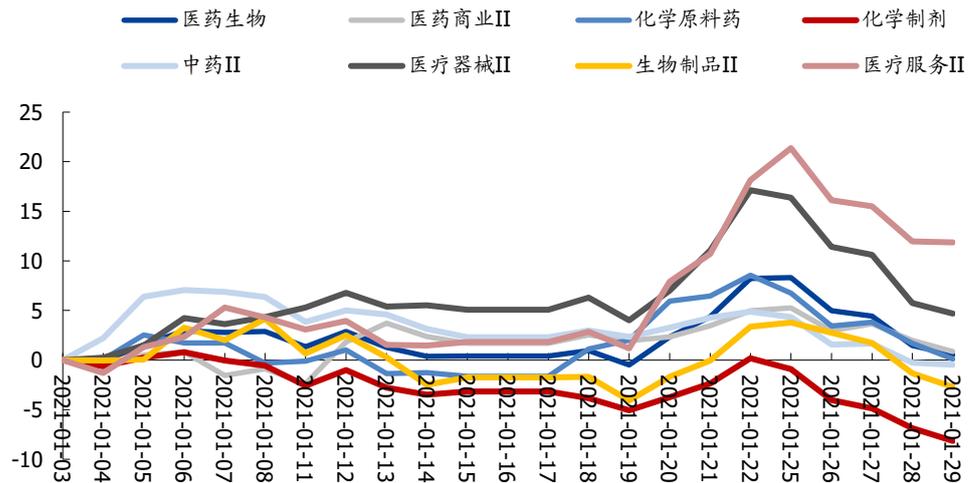
图表 8: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业医疗服务 II 和医疗器械 II 年度涨幅行业内领先。2021 年初至今表现最好的子行业为医疗服务 II，上涨 11.87%；表现最差的子行业为化学制剂，下跌 8.15%。其他子行业中，医疗器械 II 上涨 4.68%，医药商业 II 上涨 0.85%，化学原料药上涨 0.12%，中药下跌 0.47%，生物制品 II 下跌 2.72%。

图表 9: 申万医药各子行业 2021 年初至今涨跌幅变化图 (%)



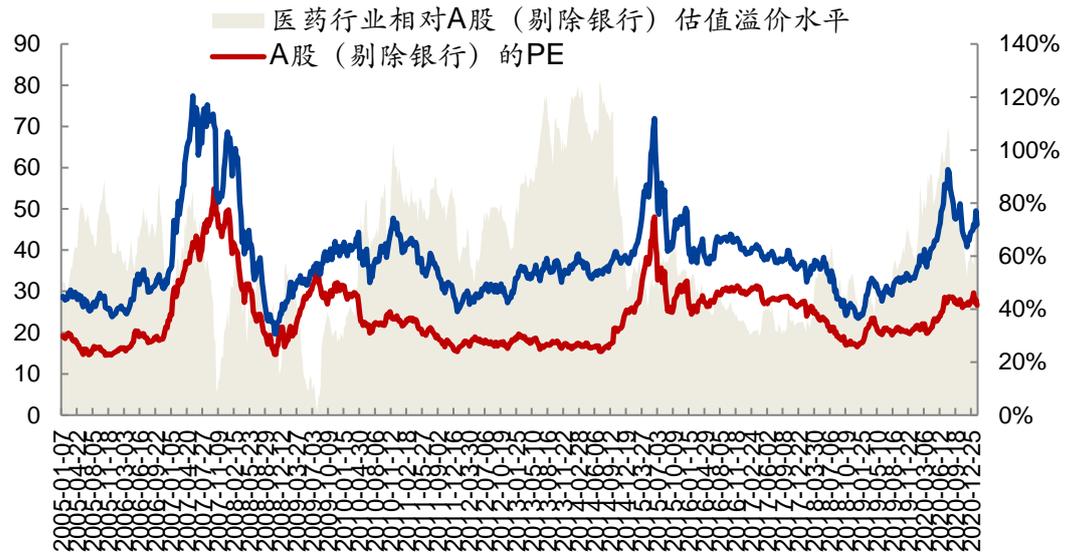
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 医药行业热度追踪

估值水平回落，处于平均线以上。目前，医药行业估值（TTM，剔除负值）为 46.16X，较上周相比下降 3.37 个单位，比 2005 年以来均值（37.91X）高 8.24 个单位，本周医药行业整体估值略降。

行业估值溢价率下降。本周医药行业估值溢价率（相较 A 股剔除银行）为 73.20%，较上周下降 3.72 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值（61.25%）高 11.94 个百分点，处于相对高位。

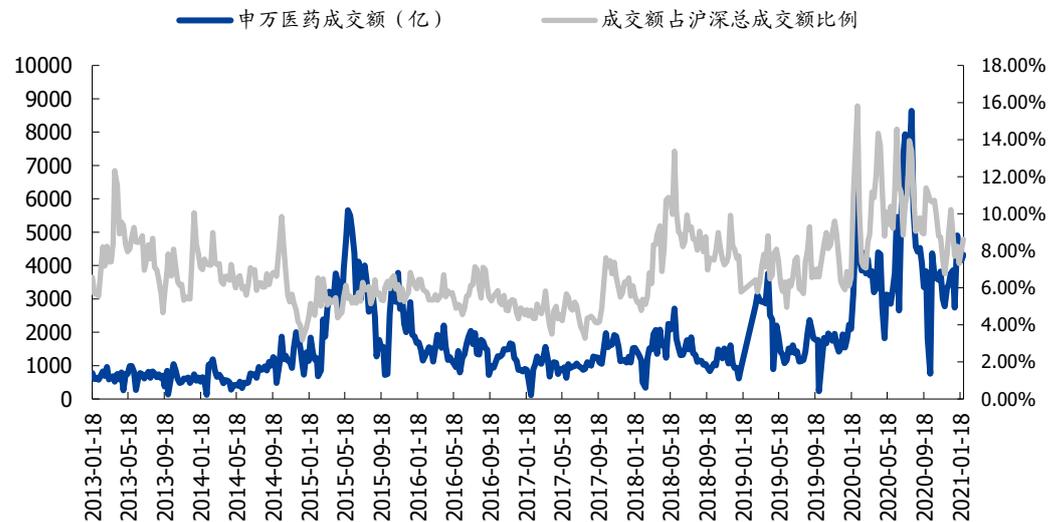
图表 10: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药行业热度较上周有所上升, 医药成交总额为 4323.33 亿元, 沪深总成交额为 50132.71 亿元, 医药成交额占比沪深总成交额比例为 8.62% (2013 年以来成交额均值为 6.95%)。

图表 11: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3 医药板块个股行情回顾

本周涨跌幅排名前 5 的为我武生物、健之佳、太极集团、长江健康、\*ST 恒康。后 5 的为亚太药业、博晖创新、正川股份、华大基因、西藏药业。

滚动月涨跌幅排名前 5 的为万泰生物、英科医疗、昭衍新药、欧普康视、广誉远。后 5 的为济民制药、未名医药、英特集团、正川股份、博晖创新。

图表 12: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
我武生物	24.83	潜在大品种黄花蒿过审	亚太药业	-27.49	实控人股权冻结
健之佳	10.68	业绩超预期增长	博晖创新	-25.21	主要股东减持
太极集团	10.36	中国中药公告私有化意向	正川股份	-23.27	预告业绩下滑
长江健康	10.31	国资入主, 完成董监高换届	华大基因	-21.91	无特殊原因
*ST 恒康	6.08	无特殊原因	西藏药业	-19.24	上交披露违规行为
国发股份	5.94	无特殊原因	恩华药业	-18.44	无特殊原因
*ST 济堂	5.79	无特殊原因	凯普生物	-18.34	无特殊原因
海普瑞	4.56	无特殊原因	康泰医学	-18.33	无特殊原因
ST 冠福	4.05	业绩预增	山东药玻	-18.16	无特殊原因
国华网安	2.89	无特殊原因	未名医药	-17.97	预告业绩下滑

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 13: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
万泰生物	58.88	业绩高增长, 疫情相关	济民制药	-43.75	董事长收警示函
英科医疗	49.58	业绩高增长, 疫情相关	未名医药	-41.64	董事长被列失信被执行人
昭衍新药	38.71	业绩超预期	英特集团	-36.28	无特殊原因
欧普康视	36.55	业绩超预期	正川股份	-35.20	预告业绩下滑
广誉远	33.21	国资入主预期提升	博晖创新	-34.28	主要股东减持
金城医学	30.37	业绩高增长, 疫情相关	赛隆药业	-29.95	预告业绩下滑
爱美客	30.13	高景气医美龙头, 次新股	紫鑫药业	-27.83	涉及诉讼, 合同纠纷
明德生物	28.66	业绩预增, 核酸检测相关	众生药业	-27.77	商誉减值, 业绩首亏
美年健康	28.42	无特殊原因	吉药控股	-27.03	业绩大幅亏损
三诺生物	27.46	睿远基金持仓	华海药业	-25.46	主要高管减持

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新

近期我们已经连续发布【国盛医药十年十倍 4+X 主线框架】公司系列深度报告，欢迎交流讨论：

- 【医药科技创新】主线之【创新药】之一：【微芯生物】专注研发的创新药新秀
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之二：【康弘药业】笋千亿市场意气风发，康柏西普笑傲江湖
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之三：【恒瑞医药】源头活水不断，创新步伐加速，龙头持续和时间赛跑
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之四：【丽珠集团】笋因落箨方成竹，且看丽珠二次蝶变创新转型
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之五：【贝达药业】浪潮翻涌创新筑辉煌，从一到多梯队已就绪
- 【医药科技创新】主线之【创新药】之六：【君实生物】厚积薄发即将进入收获期，专注创新播种新冠“特效药”
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之一：【凯莱英】迎政策利好，享创新红利，CDMO 王者日新月异
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之二：【昭衍新药】小公司有大爆发，确定性高增长的安评龙头
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之三：【药石科技】不忘创新研发初心，分子砌块细分龙头砥砺前行
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之四：【药明康德】赋能全球医药创新，外包龙头强者恒强
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之五：【九洲药业】携手诺华，小分子 CDMO 龙头腾飞在即
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之六：【博腾股份】兼收博采，飞声腾实，专注制药服务的 CRO/CDMO 一站式平台
- 【医药科技创新】主线之【创新服务商】之七：【康龙化成】服务能力持续提升，迈入高速发展快车道
- 【医药科技创新】主线之【创新疫苗】之一：【智飞生物】疫苗龙头业绩持续高增长，公司内在价值被市场低估
- 【医药科技创新】主线之【创新疫苗】之二：【沃森生物】创新基因驱动发展，疫苗第二波大浪潮重磅产品处于审批尾声
- 【医药健康消费】主线之一：【云南白药】混改为新白药注入活力，大健康一直在前进路上
- 【医药健康消费】主线之二：【片仔癀】一核两翼同风起，扶摇直上九万里
- 【医药健康消费】主线之三：【我武生物】脱敏制剂唯我独尊，持续成长威震武林
- 【医药健康消费】主线之四：【长春高新】生长激素龙头开启新时代，动力十足不仅是“生长”
- 【医药健康消费】主线之五：【兴齐眼药】重磅产品渐入佳境，眼科用药新兴龙头开启蜕变之旅
- 【医药健康消费】主线之六：【安科生物】积跬步方能至千里，2020 看安科生物厚积薄发
- 【医药品牌连锁】主线之【专科连锁医疗服务】之一：【美年健康】平台价值极高的体检行业龙头
- 【医药品牌连锁】主线之【专科连锁医疗服务】之二：【通策医疗】省内省外扩张模式逐渐成熟，成长路径清晰的口腔连锁龙头
- 【医药品牌连锁】主线之【专科连锁医疗服务】之三：【爱尔眼科】爱尔“新十年”，塑造全球眼科真龙头
- 【医药品牌连锁】主线之【药店】之一：【老百姓】业绩拐点逐渐显现，“自建+并购+

加盟+联盟”全面扩张

【医药品牌连锁】主线之【药店】之二：【益丰药房】精耕细作稳健扩张，业绩常青的稀缺标的

【医药品牌连锁】主线之【药店】之三：【大参林】“深耕华南，布局全国”稳步推进，有望率先受益于处方外流

【医药扬帆出海】主线之【注射剂国际化】之一：【普利制药】注射剂国际化标杆，业绩逐渐进入爆发期

【医药扬帆出海】主线之【注射剂国际化】之二：【健友股份】注射剂国际化先锋扬帆起航，猪瘟肆虐加持战略库存巨大弹性

【医药X】主线之一【核医学】：【东诚药业】核药龙头腾飞在即，猪瘟加持肝素拐点向上

【医药X】主线之二【流通】：【柳药股份】小而美的广西省商业龙头

【医药X】主线之三【政策受益的潜力仿创龙头】：【科伦药业】沧海横流方显英雄本色，厚积薄发科伦一鸣惊人

【医药X】主线之四【呼吸科潜在龙头】：【健康元】独家详解呼吸科领域，论健康元产业布局价值

【医药X】主线之五【创新&特色器械】：【乐普医疗】布局心血管医疗全产业链，不断创新推动持续发展

【医药X】主线之六【糖尿病龙头】：【通化东宝】糖尿病用药领域龙头开启新篇章，苦难后“王者归来”

【医药X】主线之七【眼科器械】：【昊海生科】昊海明珠，即将璀璨绽放

【医药X】主线之【原辅包材】之一：【仙琚制药】剑指高端原料药规范市场，全力推进制剂一体化，呼吸科昂首挺进

【医药X】主线之【原辅包材】之二：【美诺华】紧抓时代机遇华丽转身，制剂一体化+CMO双通道升级

【医药X】主线之【原辅包材】之三：【司太立】开拓海外市场+进军制剂领域，看造影剂龙头乘胜追击

【其他】：【太极集团】老牌强者焕发新春，优质资产亟待价值重估

图表 14: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况

细分领域	上市公司	最新市值 (亿元)	归母净利润 2020E	归母净利润 2021E	净利润增速 2021E	2021PE
创新服务商	凯莱英	711.73	7.42	9.93	33.83%	72
	药明康德	4068.10	28.77	37.45	30.17%	109
	泰格医药	1460.45	17.45	21.16	21.26%	69
	昭衍新药	330.97	3.12	4.21	34.94%	79
	康龙化成	1136.85	11.73	14.46	23.27%	79
	睿智医药	63.47	1.79	2.64	47.49%	24
	药石科技	257.55	2.02	3.07	51.98%	84
	艾德生物	165.36	1.83	2.54	38.68%	65
	博腾股份	223.34	3.25	4.64	42.77%	48
	九洲药业	334.58	3.87	6.24	61.24%	54
	美迪西	151.78	1.10	1.64	49.09%	93
	维亚生物	143.86	0.58	6.83	1077.59%	21
	方达控股	113.67	-	-	-	-
	创新药-传统转型	恒瑞医药	5532.19	62.85	76.62	21.91%
中国生物制药		1363.69	27.50	34.66	26.04%	39
翰森制药		2509.65	27.77	34.92	25.74%	72
丽珠集团		335.78	17.39	20.13	15.76%	17
康弘药业		373.85	7.45	9.75	30.87%	38
科伦药业		274.07	7.78	11.81	51.80%	23
复星医药		1165.35	36.82	46.96	27.53%	25
海思科		185.78	6.82	8.27	21.26%	22
信立泰		365.69	3.75	6.10	62.67%	60
冠昊生物		51.39	0.77	1.27	63.52%	41
创新药-biotech	贝达药业	533.02	6.24	4.96	-20.51%	107
	信达生物	1289.66	(11.36)	(11.57)	-	-111
	君实生物	667.46	(10.75)	(4.78)	-	-140
	百济神州	0.00	(13.30)	(9.24)	-	0
	复宏汉霖-B	215.22	(6.62)	(3.07)	-	-70
	再鼎医药-SB	1052.77	(2.20)	(1.77)	-	-596
	南新制药	63.49	1.09	1.83	67.89%	35
	荣昌生物-B	510.41	-	-	-	-
	康方生物-B	442.03	(7.13)	(5.17)	-	-86
	泽璟制药-U	155.52	(2.30)	(1.80)	-	-86
	微芯生物	146.78	0.46	0.71	54.95%	208
	康宁杰瑞制药-B	124.35	(4.12)	(6.98)	-	-18
	创新疫苗	智飞生物	2527.68	33.91	49.14	44.91%
沃森生物		611.21	9.51	15.33	61.20%	40
康泰生物		1013.46	7.81	13.36	71.12%	76
万泰生物		1404.86	5.99	10.05	67.78%	140
康华生物		272.70	4.13	7.07	71.19%	39

	康希诺生物-B	624.56	(2.41)	7.05	-	89
<b>创新&amp;特色头部器械耗材</b>	迈瑞医疗	5451.04	64.01	77.00	20.29%	71
	微创医疗	981.68	(0.26)	0.01	-	98168
	乐普医疗	485.43	22.41	29.19	30.25%	17
	威高股份	655.74	20.84	25.55	22.60%	26
	心脉医疗	208.04	1.93	2.65	37.51%	78
	启明医疗-B	329.92	(0.24)	2.58	-	134
	南微医学	237.24	2.71	4.28	57.55%	55
	天智航	0.00	(0.22)	0.36	-	0
	健帆生物	629.30	3.44	4.20	22.09%	150
	英科医疗	824.84	71.60	142.50	99.02%	6
<b>注射剂国际化</b>	健友股份	298.93	8.20	11.77	43.54%	25
	普利制药	192.21	4.23	5.95	40.66%	32
<b>口服国际化</b>	华海药业	356.52	11.30	15.59	38.03%	23
<b>创新国际化</b>	恒瑞医药	5532.19	62.85	76.62	21.91%	72
	贝达药业	533.02	6.24	4.96	-20.51%	107
	康弘药业	373.85	7.45	9.75	30.87%	38
	信达生物	1289.66	(11.36)	(11.57)	-	-111
	百济神州	0.00	(13.30)	(9.24)	-	0
	再鼎医药-SB	1052.77	(2.20)	(1.77)	-	-596
<b>品牌中药消费</b>	东阿阿胶	214.19	1.63	11.59	610.04%	18
	片仔癀	1801.20	16.70	20.60	23.35%	87
	云南白药	1698.56	50.00	56.20	12.40%	30
	同仁堂	324.08	10.02	11.43	14.07%	28
	华润三九	242.87	17.87	20.18	12.90%	12
<b>眼科</b>	爱尔眼科	3244.87	17.97	23.49	30.72%	138
	光正眼科	54.88	-	-	-	-
	欧普康视	669.38	3.91	5.30	35.59%	126
	爱博医疗	189.36	0.97	1.42	46.39%	133
	兴齐眼药	77.84	0.90	1.70	88.89%	46
	昊海生科	188.34	2.50	4.50	80.00%	42
<b>医美</b>	爱美客	952.59	4.03	6.40	58.81%	149
	华熙生物	893.14	6.71	8.94	33.23%	100
	朗姿股份	93.44	1.46	2.16	47.95%	43
<b>儿科相关</b>	我武生物	486.93	2.98	4.02	34.90%	121
	长春高新	1839.94	31.10	40.50	30.23%	45
	安科生物	192.52	3.80	5.10	34.21%	38
<b>药店</b>	益丰药房	539.49	7.64	10.02	31.15%	54
	老百姓	295.10	6.30	7.98	26.67%	37
	一心堂	229.08	7.46	8.89	19.18%	26
	大参林	652.69	11.05	14.62	32.31%	45
	国药一致	164.40	14.20	16.40	15.47%	10
<b>特色专科连锁</b>	爱尔眼科	3244.87	17.97	23.49	30.72%	138

	美年健康	555.43	0.30	9.08	2926.67%	61
	通策医疗	974.59	5.57	7.34	31.78%	133
	锦欣生殖	380.46	4.30	5.94	38.05%	64
	光正眼科	54.88	-	-	-	-
<b>ICL</b>	金域医学	718.96	15.40	14.08	-8.57%	51
	迪安诊断	259.17	8.68	9.36	7.83%	28
<b>互联网医疗&amp;医疗信息化</b>	卫宁健康	324.99	4.91	6.96	41.89%	47
	创业慧康	151.22	3.79	5.12	34.96%	30
	阿里健康	3269.71	3.12	6.25	100.37%	523
	平安好医生	1105.42	(7.42)	(5.79)	-	-191
<b>IVD</b>	安图生物	596.64	8.49	12.37	45.76%	48
	新产业	519.60	9.35	11.94	27.69%	44
	迈克生物	252.52	7.45	9.21	23.64%	27
	万孚生物	298.13	6.76	8.19	21.20%	36
	艾德生物	165.36	1.83	2.54	38.65%	65
	贝瑞基因	115.99	2.63	3.62	37.64%	32
<b>原辅包材</b>	山河药辅	25.57	1.00	1.25	25.56%	20
	山东药玻	224.42	5.75	7.23	25.83%	31
	浙江医药	131.45	11.88	14.66	23.45%	9
	新和成	798.23	39.91	45.55	14.16%	18
	司太立	144.00	2.52	3.82	51.59%	38
	普洛药业	265.29	7.82	9.99	27.74%	27
	仙琚制药	110.99	5.10	6.47	26.86%	17
	天宇股份	147.71	7.68	9.52	24.02%	16
	奥翔药业	77.14	-	-	-	-
	博瑞医药	187.70	1.72	2.61	51.74%	72
<b>血制品</b>	华兰生物	839.03	16.08	19.24	19.66%	44
	博雅生物	120.12	4.40	5.33	21.13%	23
	天坛生物	482.96	6.75	8.09	20.00%	60
	双林生物	280.45	2.12	3.69	74.06%	76
<b>特色专科药</b>	恩华药业	139.06	7.65	9.43	23.27%	15
	人福医药	420.90	9.16	12.40	35.35%	34
	华润双鹤	117.26	-	-	-	-
	通化东宝	227.40	9.30	11.10	19.35%	20
	健康元	239.61	11.17	13.28	18.89%	18
	东诚药业	146.73	4.24	5.17	21.93%	28
	北陆药业	41.98	2.12	2.61	23.17%	16
	京新药业	69.00	5.06	5.82	14.88%	12
<b>流通</b>	上海医药	513.28	46.21	52.27	13.13%	10
	九州通	354.34	25.96	27.84	7.23%	13
	柳药股份	73.51	8.27	10.10	22.13%	7
	国药股份	298.86	16.54	19.19	16.08%	16
<b>其他特色</b>	伟思医疗	66.43	1.29	1.80	40.27%	37

华北制药	139.76	2.26	3.09	36.42%	45
太极集团	83.64	0.25	3.02	1108.00%	28

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (智飞、东诚、沃森、普利、昭衍新药、柳药、美年、凯莱英、丽珠、健康元、科伦、云南白药、片仔癀、健友、我武、康弘、恒瑞、长春高新、通策、药石科技、贝达、药明康德、爱尔、九洲、博腾、九强、老百姓、乐普、通化东宝、康龙化成、太极集团、仙琚、美诺华、司太立、泰格、南新、博瑞的数据为国盛证券预测数据, 其他数据为 wind 一致预期)

## 5、风险提示

- 1) 负向政策持续超预期; 2) 行业增速不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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；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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
邮编：100032  
传真：010-57671718  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
邮编：330038  
传真：0791-86281485  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
邮编：200120  
电话：021-38934111  
邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
邮编：518033  
邮箱：gsresearch@gszq.com