

新生

——2023年中药分析框架思考

行业评级：看好

2023年5月5日

分析师	孙建
邮箱	sunjian@stocke.com.cn
电话	13641894103
证书编号	S1230520080006

- “显微镜”视角很容易忽略趋势、节奏的把握，我们希望用一个相对长周期的视角看产业。

图：2003-2023年A股医药市值TOP10变化

	2003	2008	2013	2018	2023
1	哈药股份	辽宁成大	云南白药	恒瑞医药	迈瑞医疗
2	太极集团	吉林敖东	恒瑞医药	康美药业	恒瑞医药
3	健康元	恒瑞医药	上海医药	复星医药	药明康德
4	中关村	华润三九	康美药业	云南白药	爱尔眼科
5	白云山	哈药股份	天士力	上海莱士	百济神州
6	华润三九	复星医药	科伦药业	华大基因	片仔癀
7	海欣股份	东阿阿胶	东阿阿胶	上海医药	智飞生物
8	同仁堂	云南白药	同仁堂	美年健康	联影医疗
9	华润双鹤	健康元	华润三九	华东医药	万泰生物
10	华北制药	天坛生物	复星医药	白云山	云南白药

引言：中药是否真迎来新周期，一个严肃的判断

- 1、中药公司2020-2022年主要是受益疫情需求产品，产品老化，增长持续性不行？
- 2、基药目录、营销改革这些都是老生常谈，是否能驱动中药行业中期增长持续性？
- 3、我们为什么非常坚定的认为中药进入新复苏阶段，把中药当成预期差较大行业？
- 4、新复苏阶段，如何选择未来的长牛股？

以上问题的回答，站在这分歧的时点，并不容易；但对产业本质研究的追寻，驱使我们必须回答这些问题，在此跟各位投资者复盘历史发现未来，层层展开论述，未必尽意，但求有助益。

1、中药板块新分析框架

- 新生：运营效率提升=新复苏周期；
- 历史复盘：2000年以来，从注射剂、资源品中药主导，产业特殊发展阶段的利益支撑到招标二次议价、药占比考核，药改到医改的持续深化，中药产业经历了从出清到新复苏开始的周期；
- 财报更新：中药是运营质量最高的医药二级子行业，2023年开始业绩增长超额优势有望持续。

2、中药新周期节奏来临

- 出清周期复盘：医保控费力度加强、临床规范化用药（药占比），中药经历了近10年低增速窗口；在审批供给趋严，产业增长乏力，存量产品的结构调整、营销调整等众多因素影响下，产业艰难前行；
- 产业量价周期：中成药、中药饮片是医药子领域中价格最稳定的，集采推进下，温和降价；量缩是导致过去十年低增速的核心因素；
- 新的量增周期：审批加速、时隔5年的新版基药目录调整、中医医疗加快建设、企业营销改革进入兑现期等因素，支撑新的量增周期。

3、投资建议

- 选股变量：①营运改善可持续；②中药创新药、国企改革、基药目录等边际变化。
- 推荐：羚锐制药、康恩贝、康缘药业、济川药业、桂林三金；关注东阿阿胶、片仔癀、天士力、以岭药业、同仁堂、华润三九、九芝堂等。

- 1、基药、审批政策不确定性风险；
- 2、营销改革成效季度波动性风险；
- 3、不良反应带来的产品质量风险。

目录

CONTENTS

01

中药新分析框架

运营效率提升=新复苏周期
效率提升背后基本面逻辑
最新财报兑现：两个“最”

02

产业新周期到了

出清周期复盘
产业量价分析
新的量增周期

03

投资建议

04

风险提示

01

分析框架

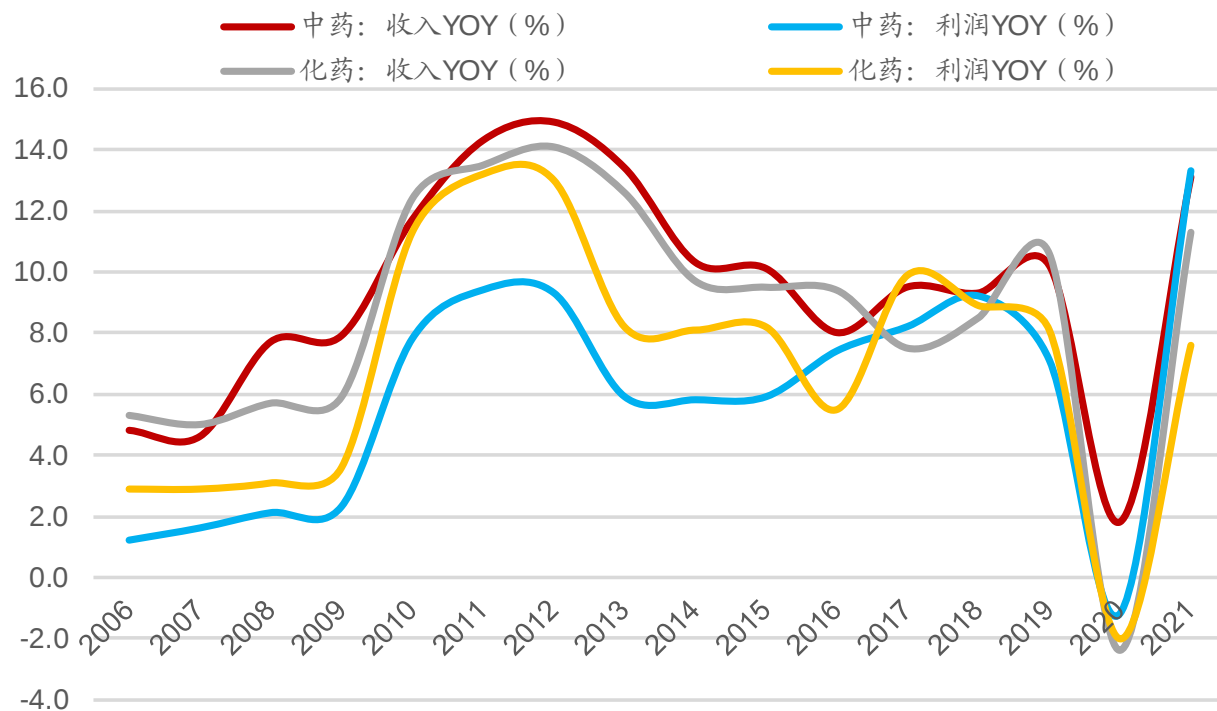
新分析框架

运营效率意义

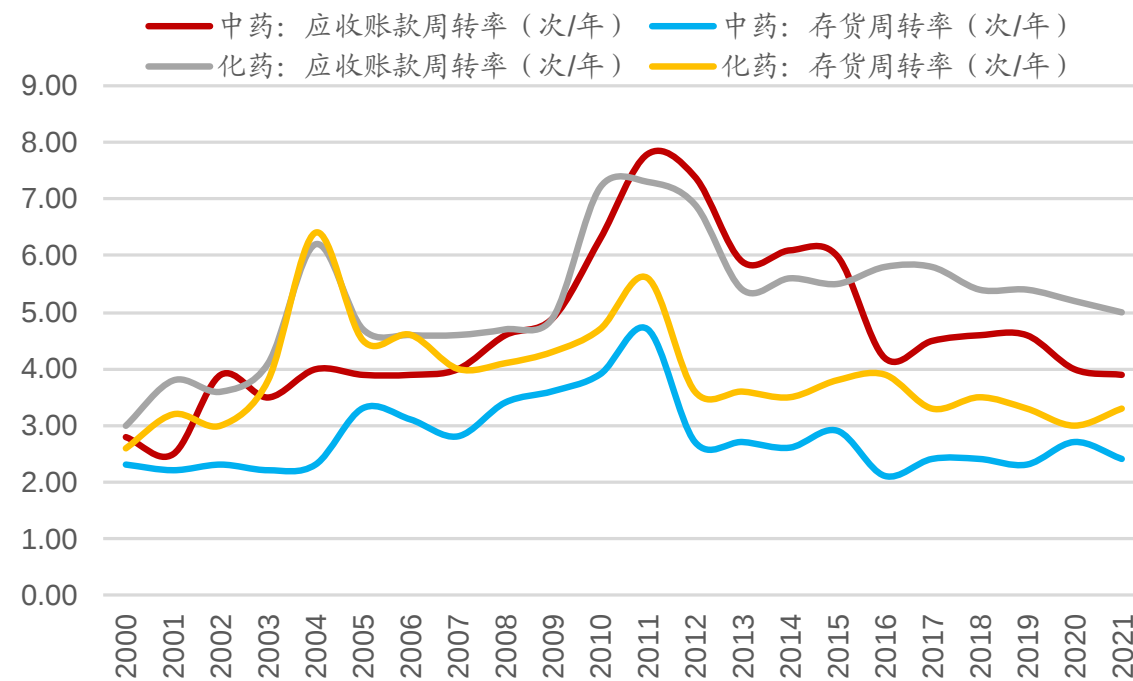
最新财务兑现

- 2015-2020年，趋严政策导致药品行业进入低增速、行业出清阶段；
- 中药行业更是呈现连续10年以上运营效率下降（应收账款周转率持续下降，达到15年新低）。

图：2006-2021年中药/化药收入、利润增长情况



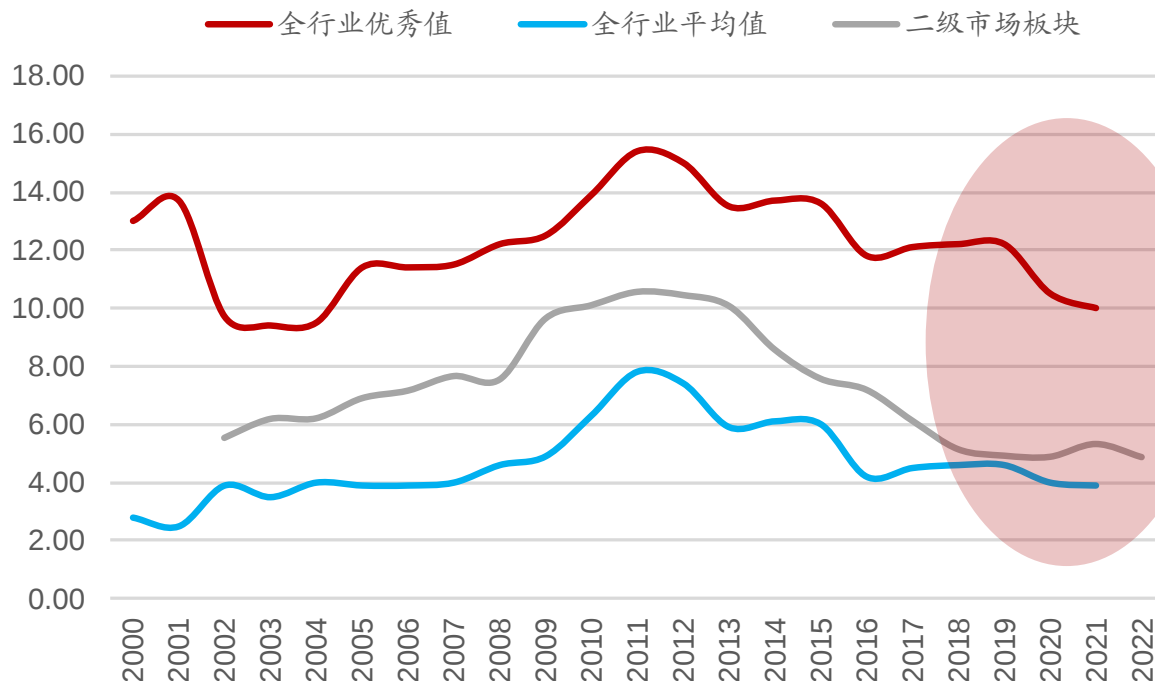
图：2006-2021年中药/化药应收账款/存货周转率变化情况



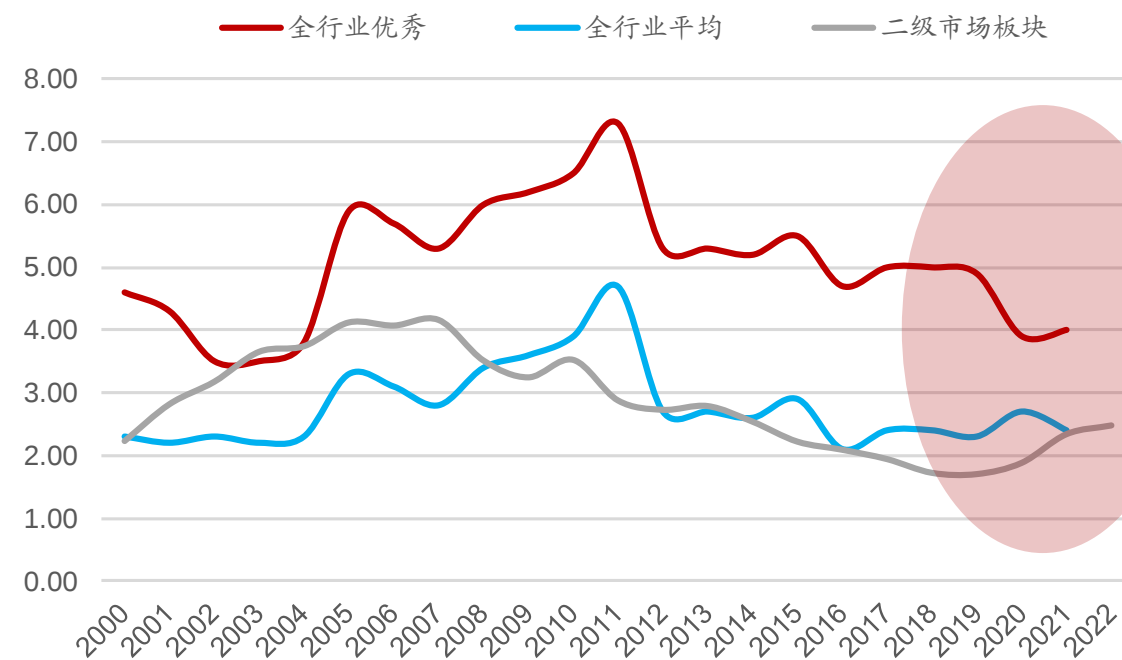
数据来源：国资委，wind，浙商证券研究所
备注：根据国资委的数据，此处的“中药”指中药
数据显示，2017年以后中药板块的资本结构

- 中药运营效率：上市公司先于产业开始改善，应收、存货周转率的行业平均值于2019年底开始触底反弹，体现经历产业出清，效率提升的趋势。

图：2000-2022年中药产业及二级板块应收账款周转率变化情况

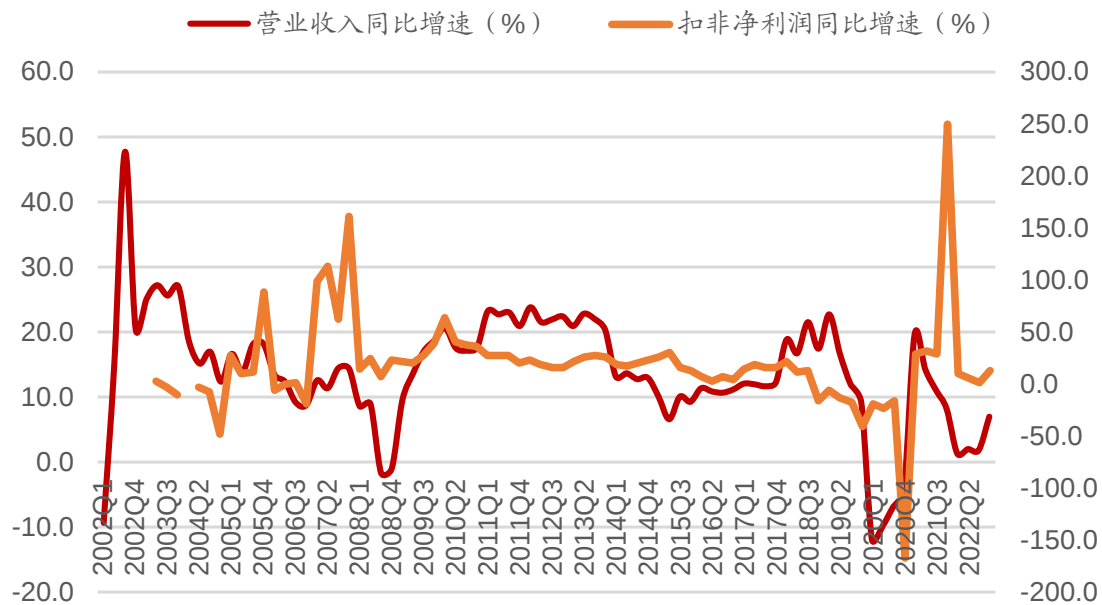


图：2000-2022年中药产业及二级板块存货周转率变化情况



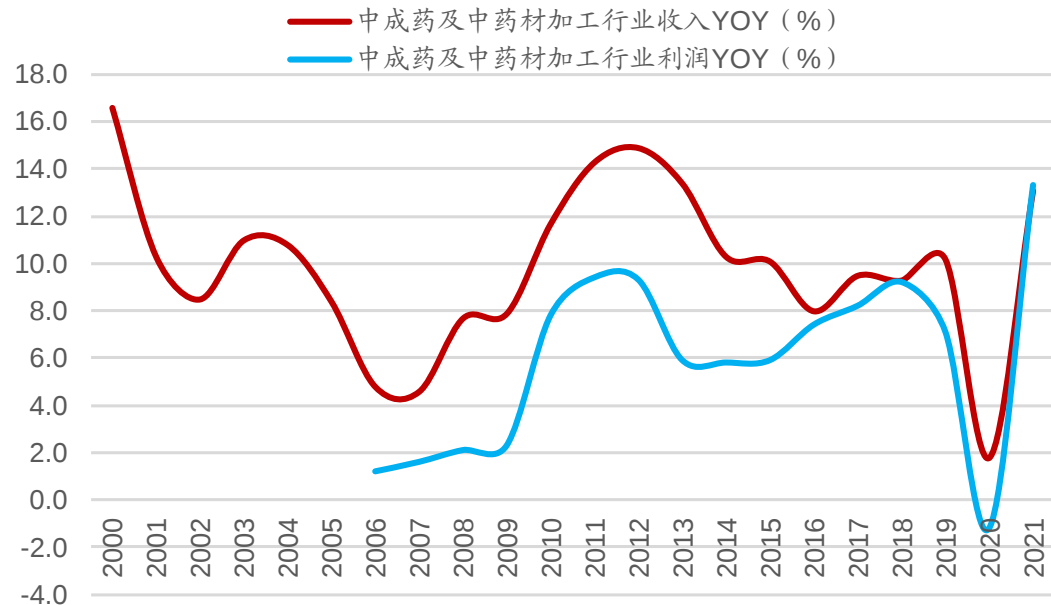
- **2000-2005年**，中药注射剂主导的快速增长（肿瘤、心脑血管、抗细菌和病毒感染）；
- **2006-2013年**：注射剂仍主导，品牌/创新中药崛起。反腐（2006、2013年）、招标降价、整顿、集中度提升（2006年鱼腥草、2008年茵栀黄、刺五加、2009年：双黄连、清开灵）、**新医改**（2009年，降价控费力度加大，限抗下，中药表现依然靓丽）、**新基药目录**（2009、2012版地方增补增量，独家品种受益）；
- **2014-2021年**：控费力度再加强，临床路径推广，获批放慢，注射剂放缓。药品重点监控目录、招标二次议价（2015-16）、药占比考核（2017年降到30%）；
- **2021年至今**：鼓励性政策持续出台。

图：2002-2022年中药板块营收和净利润增长情况



数据来源：国资委，wind，浙商证券研究所

图：2000-2021年中成药及中药材加工行业营收和净利润增长情况



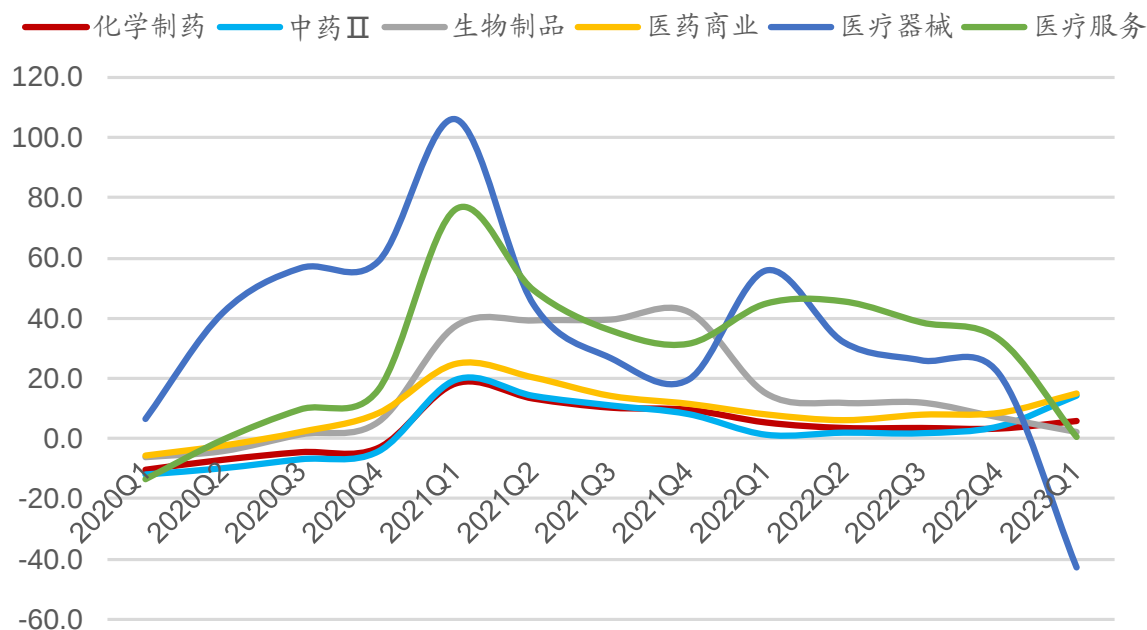
表：中药板块运营效率持续改善的公司列表（部分）

序号	公司简称	应收周转改善年份	备注	序号	公司简称	应收周转改善年份	备注
1	东阿阿胶	2020-2022年	清理渠道库存，优化回款政策	22	康缘药业	2018-2022年	股权激励，口服产品加速放量，降低销售人员，优化。
2	九芝堂	2019-2022年	清理低效资产（转让九芝堂医药51%股权）、聚焦主业	23	济川药业	2018-2022年	股权激励，二线产品快速增长。
3	桂林三金	2019-2022年	玉叶解毒颗粒、西瓜霜、感冒清热颗粒大幅增长	24	康恩贝	2018-2022年	股权激励，清理低效资产，渠道优化
4	奇正藏药	2018-2022年	产品梯队优化，软膏剂放量占比提升	25	健民集团	2019-2022年	体培牛黄弹性，营销OTC围绕龙牡、便通等提高品牌
5	众生药业	2020-2022年	主业稳定增长，创新药获批上市	26	马应龙	2018-2022年	治痔产品渠道下沉
6	葵花药业	2018-2022年	股权激励，核心主品、黄金单品群放量。	27	康惠制药	2018-2022年	计提联营公司减值，增加销售激励
7	羚锐制药	2018-2022年	核心贴膏业务快速增长，渠道管控优化。	28	贵州三力	2021-2022年	开喉剑放量，积极并购拓展产品线
8	片仔癀	2018-2022年	主业稳定增长，原材料价格提升，安宫快速增长。	29	大理药业	2020-2022年	醒脑静注射液集采下滑，营销优化
9	仁和药业	2018-2022年	大健康产品稳定增长	30	华润三九	2019-2022年	防疫放量，收购昆药资源整合，颗粒销售优化
10	华神科技	2018-2022年	大健康产品快速增长	31	贵州百灵	2020-2022年	银丹心脑血管软胶囊（一线）、拓展二线、基层市场
11	嘉应制药	2018-2022年	双料喉风含片重新上市、严格控销	32	以岭药业	2019-2022年	感冒快速增长，心脑血管恢复增长
12	精华制药	2019-2022年	王氏保赤丸五朵金花，深化营销改革，二线产品放量	33	龙津药业	2021-2022年	剔除批发业务，对于集采非集采差异化营销
13	特一药业	2020-2022年	止咳宝销量大幅增长，呼吸、消化二线产品转向直销	34	盘龙药业	2021-2022年	定增，布局现代中药，细分市场终端，塑造品牌
14	新天药业	2019-2022年	坤泰胶囊稳增长，二线独家、OTC产品快速放量	35	红日药业	——	主业略缓，配方颗粒潜在弹性，加快国标切换市场覆盖
15	华森制药	2018-2022年	中药、仿制药、创新药多轮驱动，创新逐步兑现	36	太极集团	2021-2022年	国改，加强医疗终端覆盖、OTC营销改革
16	佐力药业	2018-2022年	乌灵胶囊拓临床，百令、饮片、颗粒做深终端	37	千金药业	2018-2022年	国改激励，二线产品补血益母丸快速增长
17	新光药业	2018-2022年	黄芪生脉饮稳增长，保健品西洋参口服液快速增长	38	寿仙谷	——	调整营销策略，省内保健品渠道挖潜
18	陇神戎发	2018-2022年	元胡止痛滴丸快速增长，加强二线产品研发、销售优化	39	吉林敖东	2021-2022年	重点监控药品出清，渠道优化，弹性体现
19	西藏药业	2018-2022年	新活素快速增长，营销进程管理、细化营销	40	汉森制药	2021-2022年	做大主导产品，营销强化控销、电商
20	太龙药业	2018-2022年	饮片、制剂快速增长，强化经营管理	41	同仁堂	2019-2022年	注重品种培训，加强零售端覆盖深化
21	天士力	2019-2022年	中药加速增长，研发强化、营销智能化和糖网	42	亚宝药业	2019-2022年	聚焦丁桂儿脐贴，调整处方药销售策略

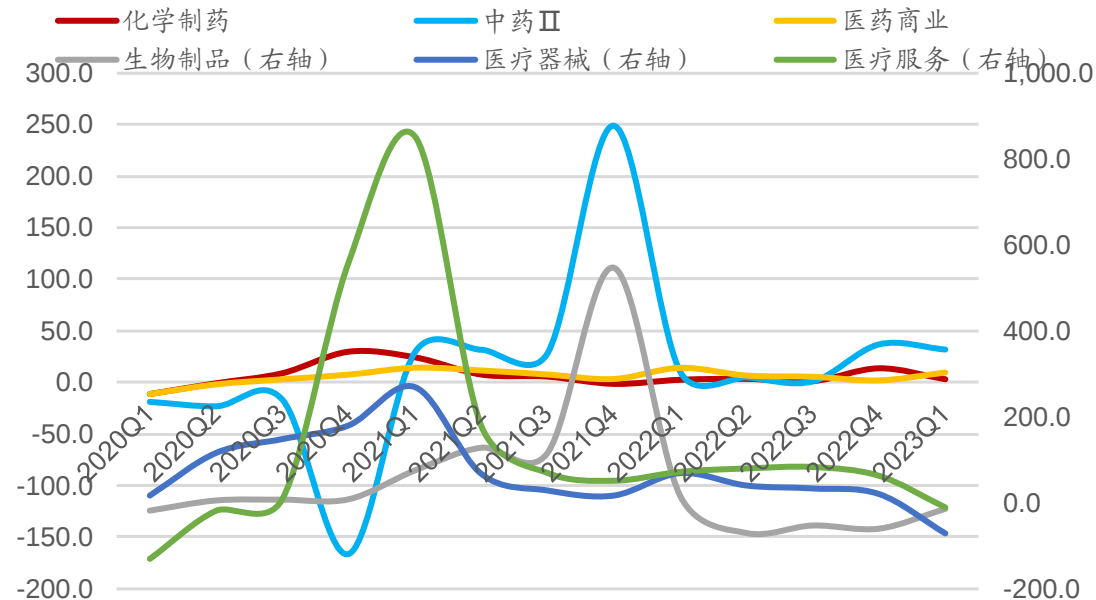
数据来源：wind，浙商证券研究所

- 中药板块是2022Q4-23Q1医药二级子行业中增速最快的；2023Q1营收、扣非净利润同比增速分别达到14.3%、31.8%；
- ✓ 例如：同仁堂、陇神戎发、贵州三力、紫鑫药业、特一药业、广誉远、珍宝岛、华润三九、东阿阿胶、以岭药业、葵花药业、桂林三金、康缘药业、康恩贝、太极集团、羚锐制药、片仔癀、天士力等。

图：2020-23Q1医药各细分板块营收同比增速 (%)



图：2020-23Q1医药各细分板块扣非净利润同比增速 (%)

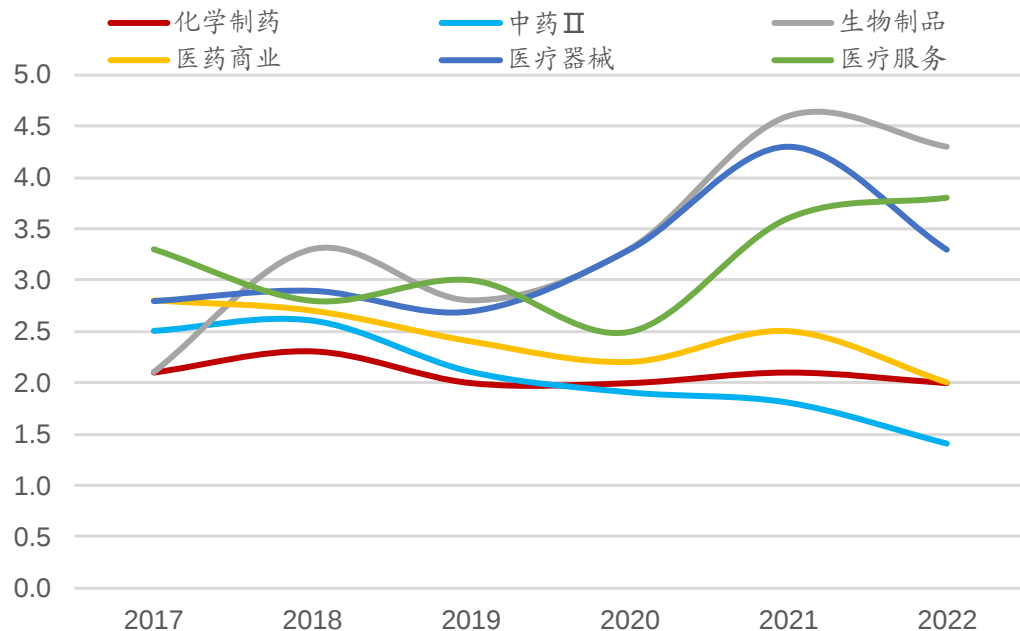


数据来源：wind，浙商证券研究所

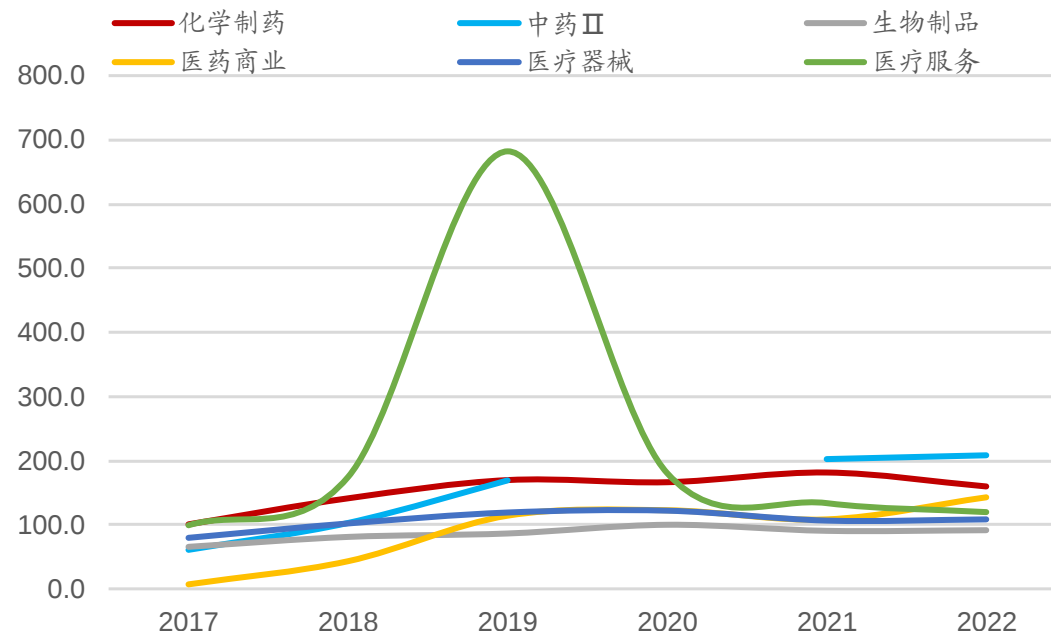
• 中药的业绩弹性有望持续

- ✓ 资本支出强度呈下降趋势且为**最低**的医药二级行业；
- ✓ 经营质量**最高**的医药二级行业。

图：2017-2022年医药各细分领域资本支出/折旧摊销情况（%）



图：2017-2022年医药各细分领域经营性现金流/经营净收益（%）



02

产业周期

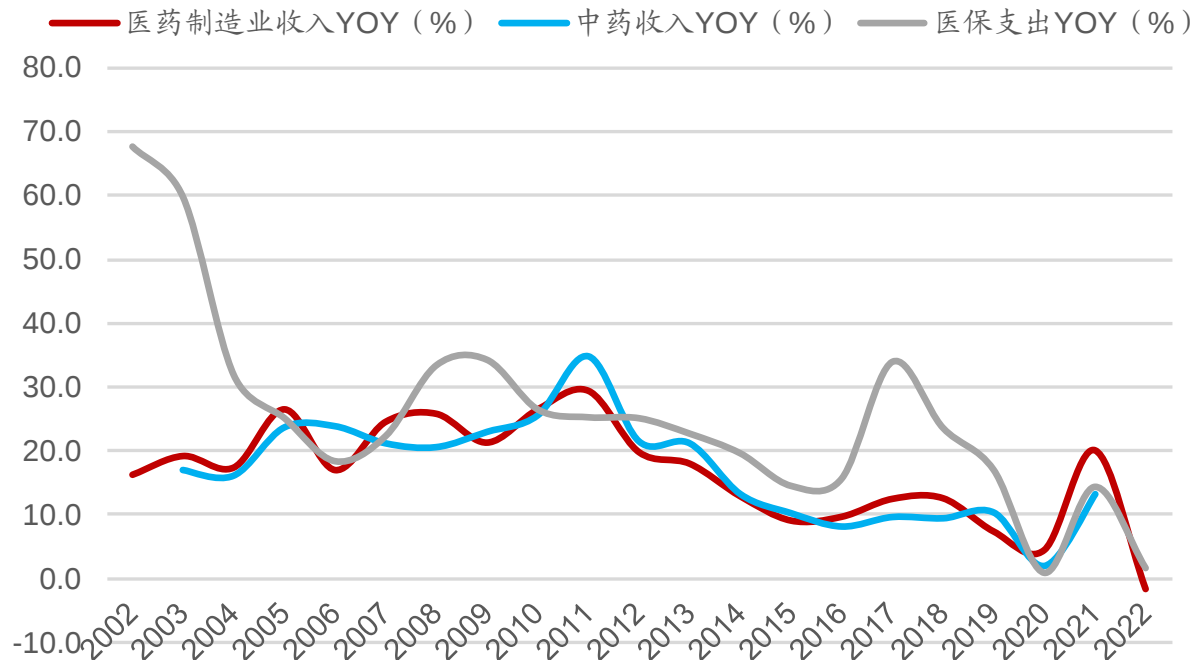
出清周期复盘

产业量价分析

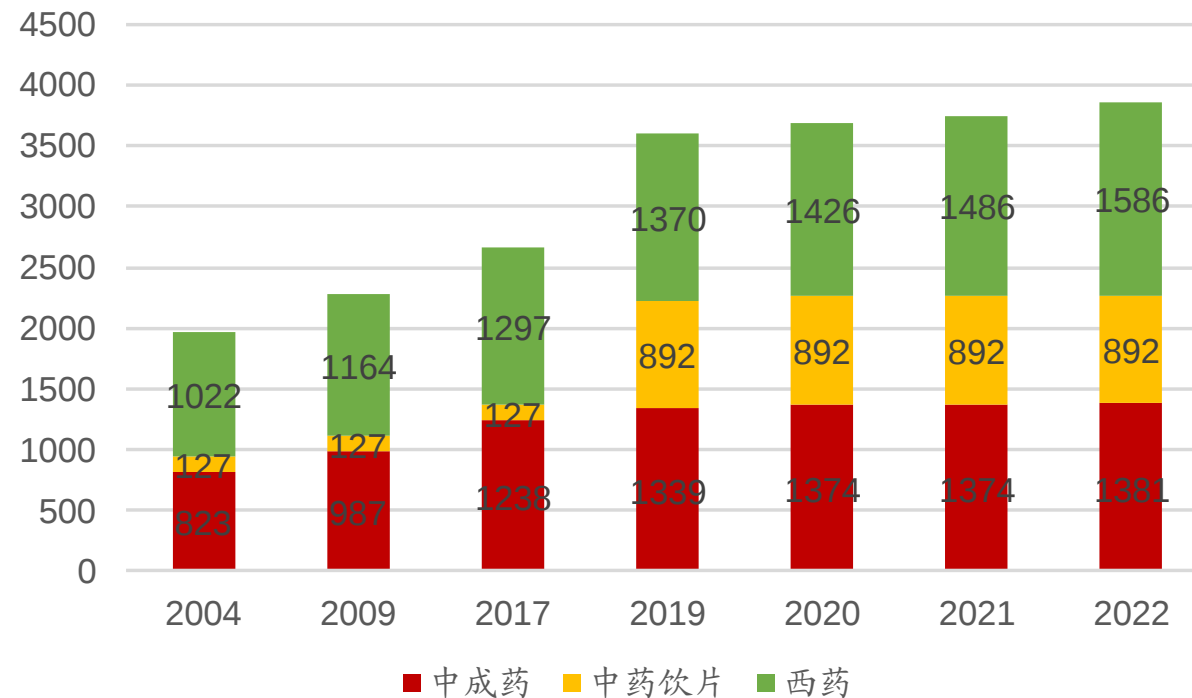
新的量增周期

- 医保控费力度增强、临床用药规范化影响下，中药行业已经延续了近10年的低增速。

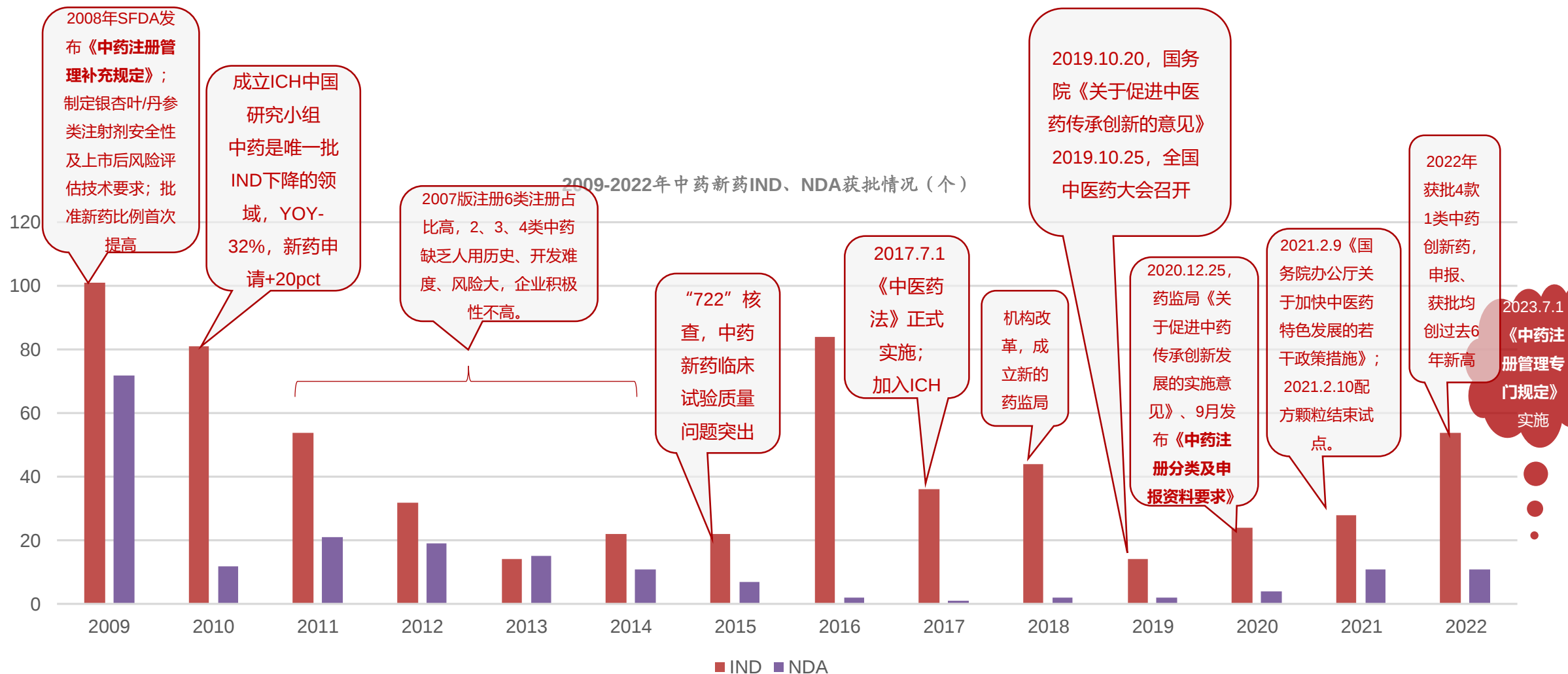
图：2002-2022年医药制造业、中药收入及医保支出增长情况



图：2004-2022年国家历届基本医保目录品种结构及数量变化



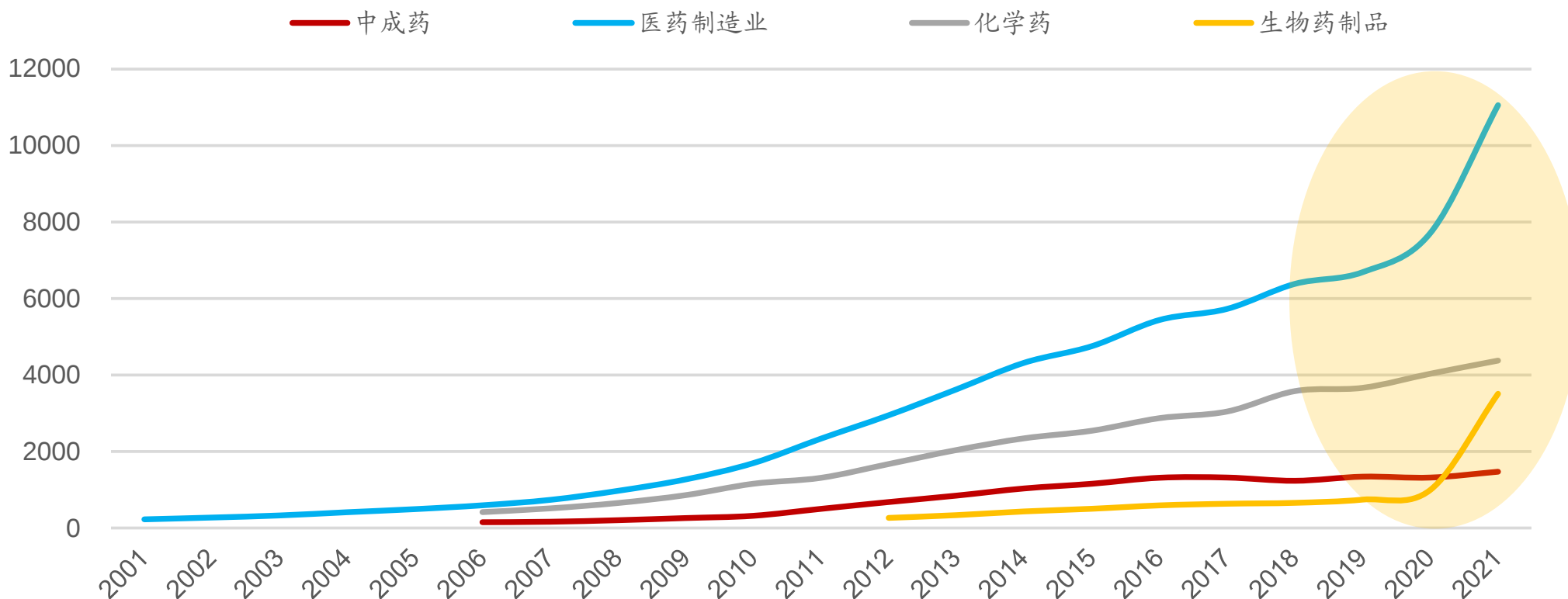
时隔15年，中药注册管理变化



数据来源：wind，国家药监局，浙商证券研究所

- 审批收紧，2016年以后中药行业新产品收入贡献处于停滞状态。

图：2001-2021年规模以上工业高技术产业新产品销售收入比较（医药制造业、中药、化药、生物药行业），单位：亿元



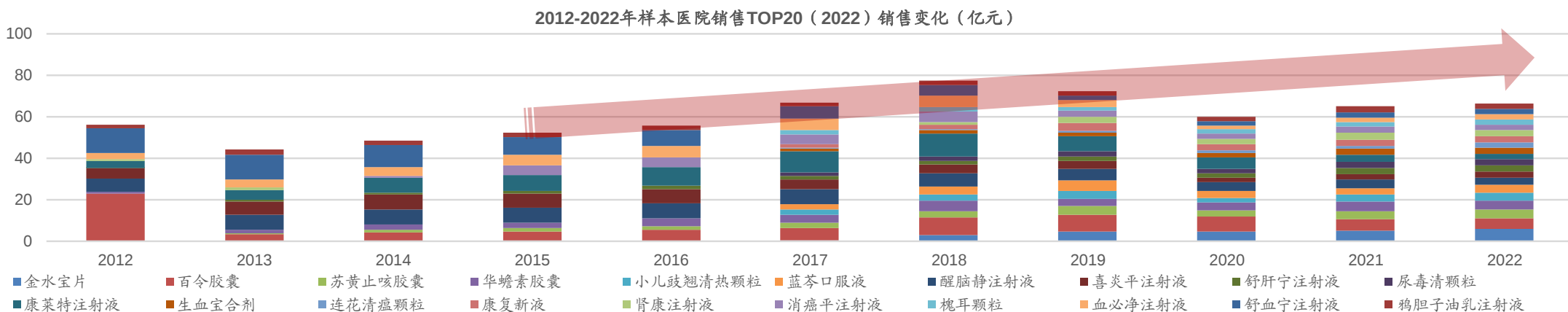
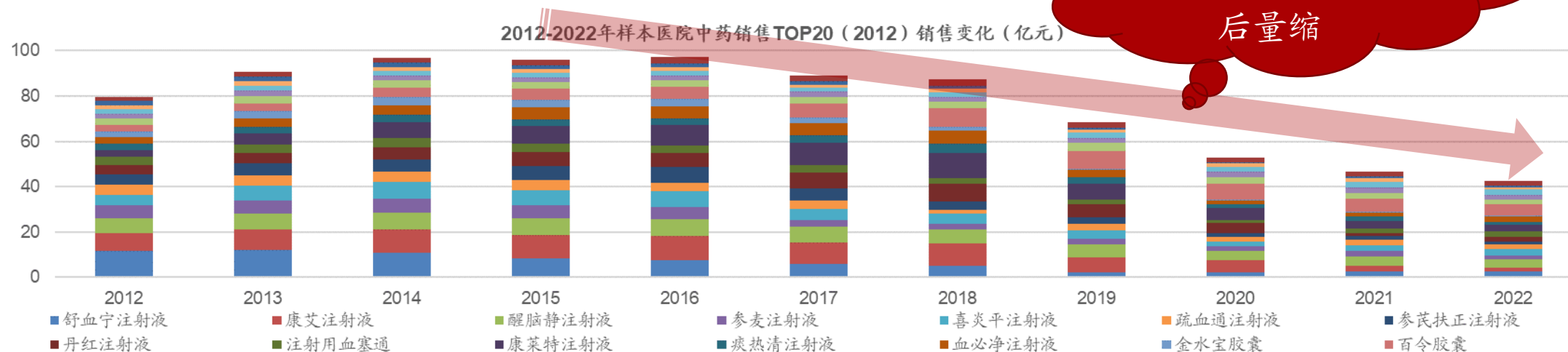
表：2012和2022年样本医药中药销售TOP20比较

2012年			2022年		
品种	销售额（亿元）	代表公司	品种	销售额（亿元）	代表公司
舒血宁注射液	11.8	万荣药业、神威药业、珍宝岛	金水宝片	5.8	金水宝制药
康艾注射液	7.7	长白山药业	百令胶囊	5	华东医药
醒脑静注射液	6.8	山禾药业	苏黄止咳胶囊	4.5	扬子江
参麦注射液	5.6	华润三九、正大青春宝、神威药业	华蟾素胶囊	4.2	东泰制药
喜炎平注射液	4.7	青峰药业	小儿豉翘清热颗粒	4	济川药业
疏血通注射液	4.5	九芝堂（友搏药业）	蓝岑口服液	3.6	扬子江
参芪扶正注射液	4.3	丽珠集团	醒脑静注射液	3.5	山禾药业
丹红注射液	4.2	丹红制药	喜炎平注射液	2.9	青峰制药
注射用血塞通	3.6	昆药集团	舒肝宁注射液	2.8	瑞和制药
康莱特注射液	3	康莱特	尿毒清颗粒（无糖）	2.8	康臣药业
痰热清注射液	2.9	上海凯宝	康莱特注射液	2.8	康莱特
血必净注射液	2.8	红日药业	生血宝合剂	2.8	幸福制药
金水宝胶囊	2.8	金水宝制药	连花清瘟颗粒	2.7	以岭药业
百令胶囊	2.7	华东医药	康复新液	2.6	好医生、科伦药业、京新药业、昆药集团
艾迪注射液	2.7	益佰制药	肾康注射液	2.6	盛康药业
复方苦参注射液	2.3	振东制药	消癌平注射液	2.5	圣和药业
鸦胆子油乳注射液	2	上药九旭、雷允上	槐耳颗粒	2.5	盖天力
银杏叶片	1.8	扬子江、康恩贝、信谊百路达、信邦制药	血必净注射液	2.4	红日药业
香菇多糖注射液	1.7	金陵药业	舒血宁注射液	2.4	万荣药业、神威药业、珍宝岛
复方丹参滴丸	1.7	天士力	鸦胆子油乳注射液	2.2	上药九旭、雷允上

数据来源：wind医药库，浙商证券研究所

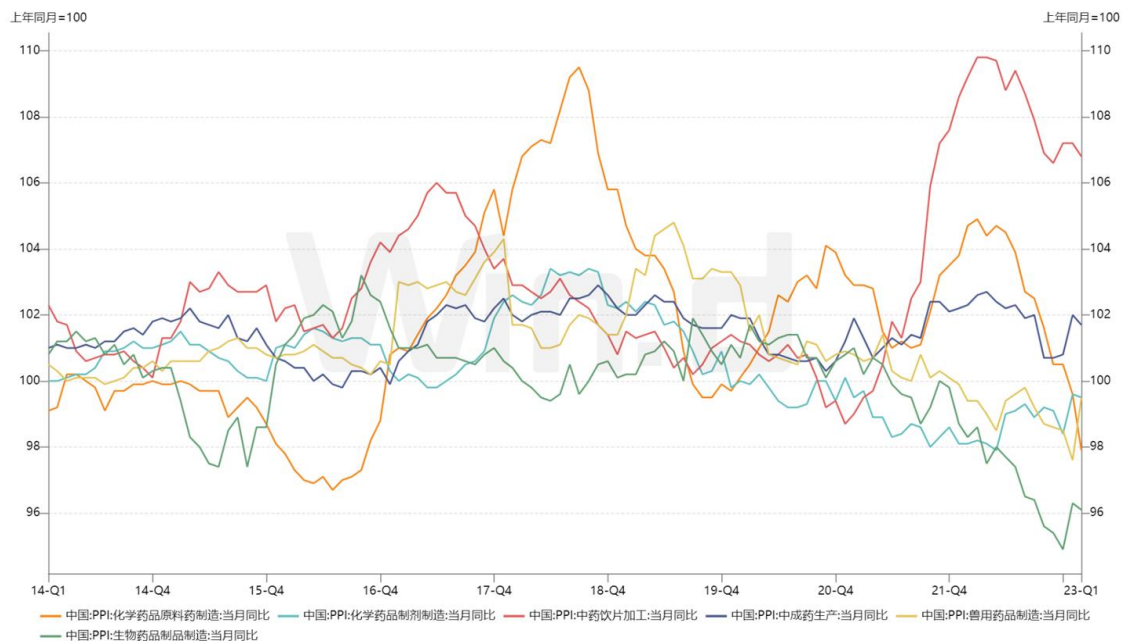
大品种中药注射剂，
2017年新医保调整
后量缩

图：2012和2022年样本医药中药销售TOP20品种过去十年销售变化

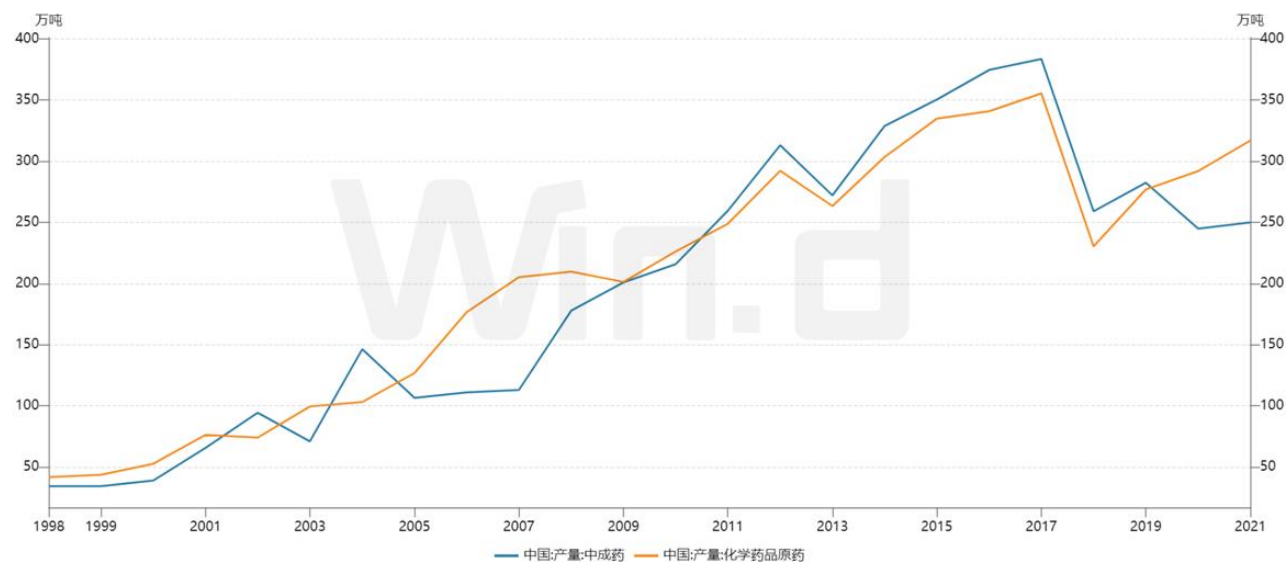


- 价：中成药、中药饮片是医药子领域中价格最稳定的，集采推进下，温和降价。
- 量：2017年以来快速出清，中药处方管理。

图：2014-2023年医药各细分领域PPI变化

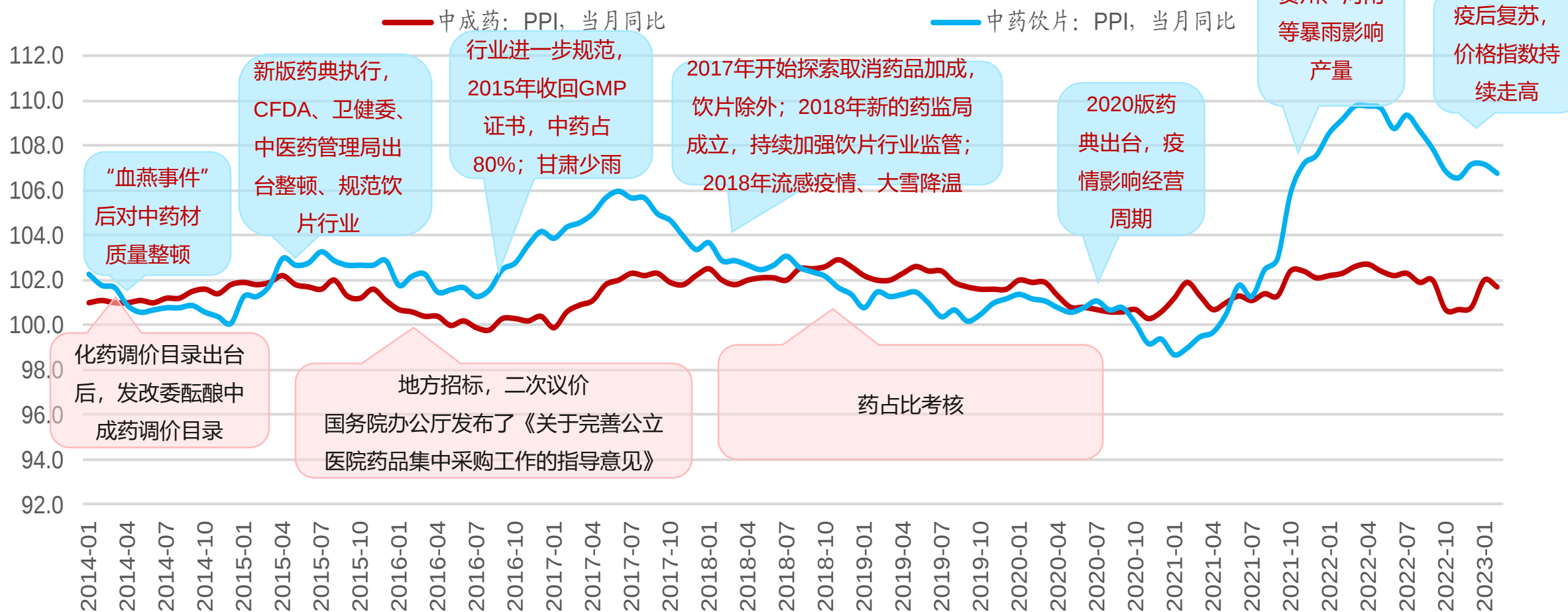


图：1998-2021年中西药产量变化



数据来源：国家统计局，wind，浙商证券研究所

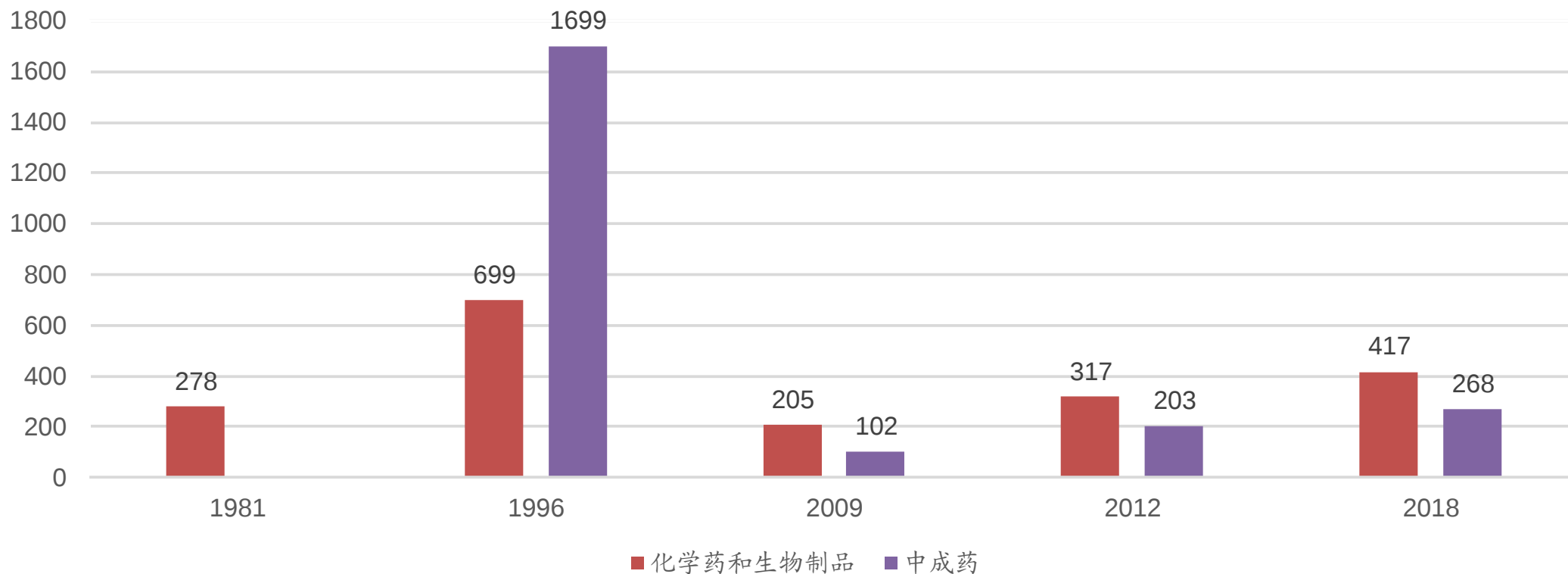
图：2014-2023年影响中药价格的政策演绎



数据来源：国家统计局，中药材天地网，wind，浙商证券研究所

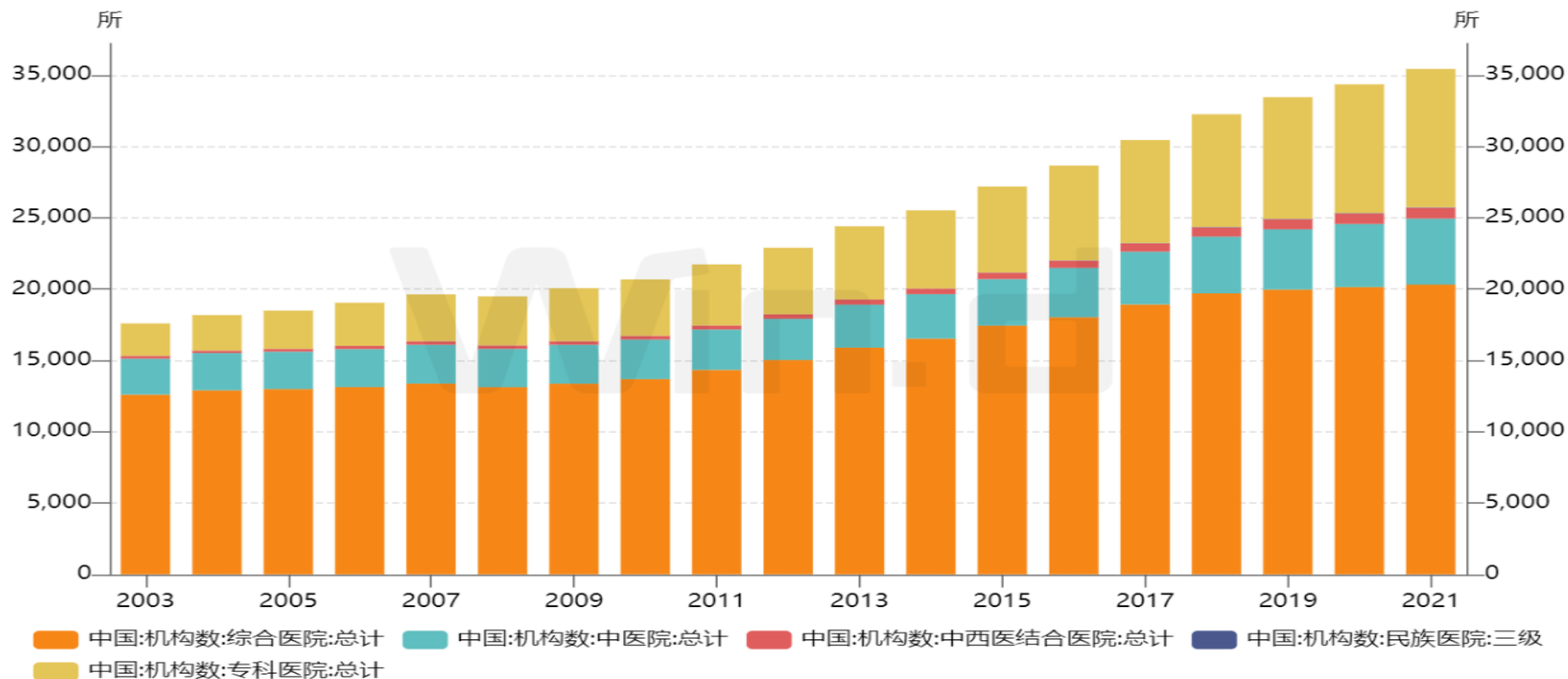
- 5年没有调整的基药目录，是否会给中药行业带来新的量增机遇

图：1981-2018年国家基本药物目录变化



- 中医院占比：14.2%（2003年）→11.8%（2015年）→12.6%（2021年）

图：2003-2021年医疗机构中医院数量变化情况



03

投资建议

► **投资主线：**总结来说，我们认为中药行业正处于新一轮成长周期的起点，我们强调中药**重量轻价**，销量增长是行业增长的主要驱动力，驱动量增的核心内生驱动力来自企业内生经营改善。我们认为中药行业有四条投资主线：

- 1. 国企改革：**中药国资企业，品牌力较强、规模较大但缺乏灵活机制，国企改革有望成为国企中药业绩改善的强驱动力，推荐康恩贝，关注东阿阿胶、华润三九、昆药集团、太极集团、广誉远、千金药业、精华制药等；
- 2. 中药创新药：**中药创新药竞争格局良好，且有望通过进入医保以实现快速放量，我们认为在研发端投入较大的中药企业值得关注，推荐院士领衔、在研管线储备丰富的康缘药业，关注以岭药业、健民集团、方盛制药等。
- 3. 经营改善：**2018-2021 年中药板块营运效率提升为后续业绩提升做出铺垫，数据反应出中药企业改革趋势向好，推荐渠道改革、经营效率提升的羚锐制药，品牌中药进入新阶段的桂林三金；
- 4. 低估值性价比：**推荐商业模式转型、BD 打开二次成长曲线的济川药业。

- **核心逻辑：**1、性价比仍优：2021年9月以来，股价仅仅反映EPS的趋势，估值底部震荡，并没有明显变化；2、持续性仍好：支撑因素方面：2022Q2低基数、二线产品放量、激励考核支撑等因素驱动；3、估值安全性：估值向上有弹性，估值更多靠打开天花板变量（BD考核），激励明确目标。
- **与众不同：**市场认为：基于公司大单品蒲地蓝在2022年底退出医保、雷贝拉唑面临集采风险，大品种销售体量都有限制，存量产品天花板太低，从利润表看长期空间有限，从而估值不断杀跌；
- **我们认为：**（1）短中期：公司零售转型带动存量品种销售，同时降低销售费用率，提升公司整体利润水平；（2）中长期：公司利用自身强销售优势帮助BD品种放量，转型CSO业态，新模式有望帮助公司提升估值。
- **催化：**1.在激励考核的基础上，BD项目持续落地；2、OTC持续拓展，强化公司的渠道优势，有望帮助公司持续降费；3、基药政策落地有望使公司大单品放量超预期。
- **盈利预测：**我们预计2023-2025年公司营业收入分别为100.09/111.30/125.08亿元，同比增速分别为11.26%/11.20%/12.38%；归母净利润分别为25.01/29.53/33.58亿元，同比增速分别为15.24%/18.05%/13.72%。
- **风险提示：**BD进度低于预期；核心品种谈判降价风险；渠道管控不及预期

- **核心逻辑：**1.研发强势：2022年公司研发费用率13.92%，2022年国家药监局共批准7个中药新药上市，公司获批2个；从研发储备来看，截至2022年底，公司有3个中药品种处于III期临床研究，此外有若干中药品种处于I期、II期临床研究阶段。我们认为公司的研发已经形成良好体系；2.营销赋能：过去3年公司营销体系变化积极，将为后续业绩增长带来支持；在营销持续赋能、经营效率提升的背景下，公司的研发成果有望快速放量，构建长期产品梯队。
- **与众不同：**从存量品种来看，市场担心公司的营销改革能否真正为公司带来渠道的改善，对公司业绩增速的持续性有所担心，进而也会质疑后续获批的中药新药放量情况；
- **我们认为：**公司经营效率的提升不容忽视，2022年公司的很多经营性指标，例如应收账款周转率、净现比、资产负债率等，都处于过去10年的最优水平，我们认为这说明了公司经营效率的提升将在业绩端带来拐点；其次从行业来看，我们认为中药创新药的政策更为乐观，通过梳理2022年医保目录，我们认为中药新药进医保路径顺畅，有望在院端加速放量，也为中药新药后续放量奠定基础。
- **催化：**1.公司在研管线逐步获批；2.公司营销改革持续拓展，弥补之前的渠道短板。
- **盈利预测：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为52.22/62.41/73.52亿元，同比增长19.97%/19.57%/17.79%；归母净利润分别为5.72 /7.31/8.82亿元，同比增长31.55%/27.83%/20.77%。
- **风险提示：**新药获批速度不及预期，销售渠道放量不及预期的风险，新药放量不及预期。

- **核心逻辑：**1. 财务基本面，2018年以来公司销售费用率逐年下降、周转率逐年上升，我们认为经营效率提升是公司业绩成长的前瞻性指标，看好后续公司的成长；2. 此外2018年以来公司ROE提升趋势明确，2022年公司ROE创历史新高，也有望帮助公司提升估值。
- **与众不同：**市场认为公司收入弹性较低，且品种存在天花板，因此给公司估值水平较低。原因：公司大单品骨科贴膏销售规模较大，增速趋于放缓，市场对公司成长性表示担忧；
- **我们预期：**公司成长远没有到天花板，同时公司ROE的提升有望持续，可以带来更高的估值空间。（1）从估值角度来看，公司自2018年第二次营销改革以来，经营效率有明显提升，同时控费效果明显，驱动ROE成长，我们认为这有望成为帮助公司提升估值的关键指标。（2）从成长性来看，2018年以来公司销售改善为品种成长赋能，我们认为这种增长弹性仍在释放阶段，其中大品种骨科贴膏增量来自新营销模式+未来提价空间，二线品种芬太尼、儿科贴膏、口服品种等成长来自院内渠道管理+BD新品种+基药政策驱动我们看好后续公司品种的成长空间。
- **催化：**（1）核心品种提价；（2）新品种BD落地；（3）院内销售加快。
- **盈利预测：**我们预计公司2023-2025年营业收入分别为为34.81/39.70/45.09亿元，同比分别增长15.97%/14.04%/13.58%，归母净利润分别为5.56/6.56/7.76亿元，同比分别增长19.57%/17.91%/18.26%。
- **风险提示：**公司销售不及预期的风险，渠道管理不及预期的风险，原材料价格大幅波动的风险。

- **核心逻辑：**1. 产品梯队化，成长均衡化：2021年公司亿元以上销售额的品牌或产品有14个，产品梯队策略为公司带来多增长点，同时降低大单品风险；2. 品牌化建设，定位中药大健康：公司产品结构重心从处方药向非处方药和健康消费品发展，2019-2021年公司非处方药和健康消费品的收入比例从40.8%上升至51.6%，有望帮助构建品牌价值，降低销售费用率，从而提升盈利水平；3. 新适应症+基药，医保政策新增量：院内产品端，一方面公司增加新适应症研发，例如“金艾康”加大骨科和风湿病领域拓展；另一方面多品种为纳入基药目录做准备，有望通过快速覆盖基层医院为公司增长带来新增量。
- **与众不同：**市场担心公司国企改革的弹性和持续性，担心公司核心品种成长的持续性；
- 我们认为2020年国资入主以来，公司通过落地股权激励、整合优质资产、剔除无效低效资产等一系列举措帮助聚焦主业，2023Q1公司自我保健业务收入占比超50%，从产品结构上体现公司战略重心的转移，我们认为当前时点公司经历了资产瘦身、明确业务重心，有望迎来新一轮成长的起点。
- **催化：**1. 新BD、并购等落地；2. 公司核心品种进入基药目录；3. 大品种销售高增速。
- **盈利预测：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 70.35/81.60/93.43 亿元，同比增速分别为 17.2%/16.0%/14.5%；归母净利润分别为 6.52/8.09/9.42 亿元，同比增速分别为 82.1%/24.1%/16.4%。
- **风险提示：**公司核心产品受到集采等因大幅降价的风险；公司管理效率改善不及预期的风险；原料药价格波动的风险。

- **核心逻辑：** 1. 利润高增长：预期2023年整体利润4.86亿，同比接近50%增长； 2. 内生增长提速：预期2023年主业在疫后复苏和营销改革驱动下进入15%增长新阶段； 3. 拆分价值重估：研发并购带来资产重估契机，分部估值有更高估值空间。
- **与众不同：** 市场对公司创新药业务隐含市值出现分歧，同时担心公司品牌中药业务的成长持续性；
- 我们认为公司创新药研发亏损导致合并报表低于母公司真实经营性利润，整体估值法下利润基数偏低，通过拆分公司创新药业务和品牌中药业务，我们认为公司具有更高的估值空间；此外，2023Q1收入增速近40%，预示主业品牌中药在疫后复苏和新产品驱动下，进入成长新阶段。
- **催化：** 1. 三金颗粒等处方药高增长； 2. 眩晕宁等二线产品放量； 3. 创新药资产整合落地。
- **盈利预测：** 我们预计 2023-2024 年公司营业收入分别为 22.64 亿/26.04 亿元，同比增速为15%/15%，净利润分别为 4.86 亿/6.15 亿元，同比增速为48.99%/26.62%。
- **风险提示：** 中药材价格波动风险；创新药研发失败风险；生物药 CMO 产能利用率不及预期风险。

04

风险提示

- 1、基药、审批政策不确定性风险；** 时隔5年没有调整的基药目录在历史上对于中药新产品的放量起到很大的助力，如果基药目录的调整节奏低于预期，将会影响中药品种的放量节奏；审批政策也是如此，2019年以后中药的新药审批加速，这为行业带来新的增量，如果审批政策有不确定的变化，也将影响中药企业增长的持续性，毕竟这是靠新产品提升天花板的行业，但考虑政策的周期和延续性，这种风险属于相对较低的风险；
- 2、营销改革成效季度波动性风险；** 我们强调的中药新复苏周期，有赖于行业产品结构、营销渠道的优化，这背后很大程度和企业的营销改革呈正相关，如果公司在渠道管控，特别是OTC、新的医院科室覆盖的程度，如果销售效率（人效）因为管理不善出现调整，也对于企业层面业绩增长的持续性带来较大影响，造成比较大的业绩波动，但我们考虑中药企业的营销改革已经在品种结构调整中经历了比较大的变化，这种风险相对较小；
- 3、不良反应带来的产品质量风险。** 中药注射剂的上一轮调整，源自不良反应较多，尽管在单独定价时期考虑产业链各方的利益，这种影响一定阶段被掩盖，但是在2009年新医改启动，甚至当下已经基本完成化药多轮集采的背景下，控费将是老龄化背景下的长期趋势，方向不会改变，这个过程中任何产品的不良反应较多，都可能对终端的销售带来比较大的影响，但2015年以后新的注册管理要求改革后，这种风险我认为属于相对较小的风险。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>