



医药行业分析报告

平安证券有限公司
证券研究院

政策方向延续，负面情绪渐消

负面情绪渐渐消化，投资者情绪平复

自2018年下半年起，投资者对医药政策的关心与日俱增。2018年12月，受4+7城市带量采购方案的影响，医药行业股价呈现下跌趋势，但是进入2019年以来，市场负面情绪逐渐消退，投资者信心有所恢复，医药行业总体呈现企稳格局，主要个股也出现了一定幅度的反弹。

药占比取消，但是辅助用药目录制订提上议程

春节前夕，国务院办公厅印发了《关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》（简称：《意见》），三级公立医院绩效考核指标体系由医疗质量、运营效率、持续发展、满意度评价等4个方面的55项指标构成，而药占比不再作为考核范围。药占比的政策始于2015年5月，在实施后，成效显著，根据公开资料统计，公立医院的药占比从2015年的43.5%下降到了2018年的28.4%。然而，药占比政策存在一定局限性，仅仅控制药品收入并不能够实现医疗费用的整体下降。所以，目前的政策调整更加着眼于全局，我们也留意到近期辅助用药管理日趋严格，在2018年12月，国家卫生健康委员会（简称：卫健委）已经发布了《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》，强调将制订和公布全国版辅助用药目录，同时，在这次《意见》中，辅助用药收入占比也被列为三级公立医院的考核内容。

改革大方向不变，投资者目光从降价逐渐转移到质量

我们认为：1) 政策层面，依然趋紧。改革大方向不变，未来将继续落实带量采购政策的同时，开展疾病诊断相关分类（简称：DRGs）付费试点，并推动医用耗材零差率和限制辅助用药。2) 药品降价是长期趋势，尤其是在2018年12月带量采购政策出台之后，部分药品价格降幅超过了90%。未来带量采购招标仍将持续，但是向全国铺开需要一段时间，所以全面降价也不会再在短期内进行。3) 但是，在药品降价的大背景下，投资者关注的焦点正在发生转变，在2018年下半年目光集中在降价层面，而到了2019年将更加关注药品质量，以及制药企业由仿入创的机会。医药龙头企业研发实力雄厚，创新能力强，能够进行创新药和高品质仿制药的研发，而随着带量采购等一系列政策的出台，医药行业也将迎来优胜劣汰的大整合，在这样的竞争格局下，只有优质企业能够在长期研发竞争中胜出。行业龙头是**中国生物制药（1177.HK）**和**石药集团（1093.HK）**。根据wind一致性盈利预测，中国生物制药在2018E-2020E的收入是20,695百万人民币、24,247百万人民币和29,162百万人民币，收入同比增速是42%、17%和20%，净利润是2,944百万人民币、3,415百万人民币和4,291百万人民币，净利润同比增速是39%、16%和26%，对应2019年PE是20.9倍，2020年PE是16.7倍（见图2）。根据wind一致性盈利预测，石药集团在2018E-2020E的收入是21,173百万港元、26,341百万港元和32,201百万港元，收入同比增速是36%、24%和22%，净利润是3,637百万港元、4,620百万港元和5,827百万港元，净利润同比增速是31%、27%和26%，对应2019年PE是17.5倍，2020年PE是13.9倍。

风险：政策波动风险；研发风险；销售风险；生产风险；供应链风险。

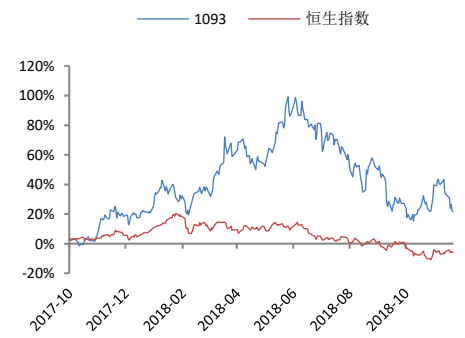
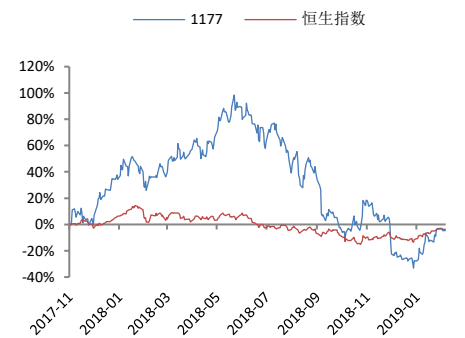
免责条款及利益披露位于本文件的最后一页。

中性

前次评级

中性

指数表现



%	1m	6m	12m
中国生物制药	16.4	-38.5	-23.1
石药集团	6.2	-35.1	-16.4
恒生指数	5.4	0.0	-5.3

资料来源：wind



2019年2月11日（星期一）

负面情绪渐渐消化，投资者情绪平复

2019年春节前的1个月，医药行业总体呈现企稳格局，投资者情绪逐渐平复。虽然2019年1月17日国务院办公厅发布《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》，标志着带量采购政策正式落地，但是从市场的反馈来看，负面情绪渐渐消化，投资者不再像2018年12月那么悲观。

药占比取消，但是辅助用药目录制订提上议程

自2018年下半年起，投资者对政策的关心与日俱增，医药行业走势基本随政策变化而波动。在春节前夕，国务院办公厅印发了《关于加强三级公立医院绩效考核工作的意见》，根据《意见》内容，三级公立医院绩效考核指标体系由医疗质量、运营效率、持续发展、满意度评价等4个方面的55项指标构成，其中，药占比不再作为考核范围。

药占比的政策始于2015年5月，当年国务院办公厅发布了《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，文件规定到2017年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到30%左右。此项政策的初衷是为了降低医疗机构的药品收入，减少药品滥用以及缓解患者压力，自政策实施后，成效显著，根据公开资料统计，公立医院的药占比从2015年的43.5%下降到了2018年的28.4%。然而，药占比政策存在一定局限性，仅仅控制药品收入并不能够实现医疗费用的整体下降。事实上，药占比政策已经逐渐松动，在2018年末国家医保局推行带量采购政策时，也规定中选药品不得纳入药占比考核。

从长期来看，中国控制医保总量以及遏制医疗费用的过快增长的目标不会改变，因此，未来政策调整将更加着眼于全局。我们留意到，除了取消药占比政策，近期辅助用药管理日趋严格，在此次《意见》中，辅助用药收入占比也被列为三级公立医院的考核内容。在2018年12月，卫健委已经发布了《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》，强调将制订和公布全国版辅助用药目录，并且在全国版本的基础上，各省分别制订省级辅助用药目录，省级目录的品种不得少于国家目录。一般而言，药品进入辅助用药目录后，将面临这被公立医院严格控制用量甚至停用的风险。目前，医药界业内人士普遍认为，那些医药用量较大，但是没有指南推荐、临床证据不充分的药品被纳入辅助用药目录的可能性极大。据米内网统计，注射用血栓通（73亿元年销售额），丹红注射液（61亿元年销售额）、丹参多酚酸盐（49亿元年销售额）、喜炎平注射液（39亿元年销售额）、疏血通注射液（37亿元年销售额）曾被多次被列入地方辅助用药和重点监控药物目录。而根据河北医科大第三医院推荐的辅助用药目录，还可以看到一些疗效不显著的心脑血管用药（见图1）。



图1：河北医科大第三医院推荐辅助用药目录

#	通用名	年度使用金额（万元）
1	复方曲肽注射液	1,413
2	杏苧氯化钠注射液	1,112
3	注射用核糖核酸II	1,093
4	大株红景天注射液	1,016
5	曲克芦丁脑蛋白水解物注射液	1,008
6	复方电解质注射液（II）	776
7	注射用盐酸丙帕他莫	774
8	谷红注射液	711
9	平衡盐冲洗液	663
10	小牛血清去蛋白注射液	611
11	注射用复合辅酶	574
12	脾多肽注射液	540
13	复方脑肽节苷脂注射液	410
14	猪源纤维蛋白粘合剂	337
15	注射用复方三维B（II）	305
16	注射用益气复脉（冻干）	294
17	可溶性止血纱布	291
18	注射用红花黄色素	282
19	复方维生素（3）注射液	275
20	多种微量元素注射液（进口）	273

数据来源：河北医科大第三医院

改革大方向不变，投资者目光从降价逐渐转移到质量

我们认为：春节之后，1) 政策层面，依然趋紧。改革大方向不变，未来将继续落实带量采购政策的同时，开展 DRGs 付费试点，并推动医用耗材零差率和限制辅助用药。2) 药品降价是长期趋势，尤其是在 2018 年 12 月带量采购政策出台之后，部分药品价格降幅超过了 90%。未来带量采购招标仍将持续，但是向全国铺开需要一段时间，所以全面降价也不会在短期内进行。3) 但是，在药品降价的大背景下，投资者关注的焦点正在发生转变，在 2018 年下半年目光集中在降价层面，而到了 2019 年将更加关注药品质量，以及制药企业由仿入创的机会。医药龙头企业研发实力雄厚，创新能力强，能够进行创新药和高品质仿制药的研发，而因着带量采购等一系列政策的出台，医药行业也将迎来优胜劣汰的大整合，在这样的竞争格局下，只有优质企业才能够在长期研发竞争中胜出。

行业龙头是中国生物制药（1177.HK）和石药集团（1093.HK）。根据 wind 一致性盈利预测，中国生物制药在 2018E-2020E 的收入是 20,695 百万人民币、24,247 百万人民币和 29,162 百万人民币，收入同比增速是 42%、17%和 20%，净利润是 2,944 百万人民币、3,415 百万人民币和 4,291 百万人民币，净利润同比增速是 39%、16%和 26%，对应 2019 年 PE 是 20.9 倍，2020 年 PE 是 16.7 倍（见图 2）。根据 wind 一致性盈利预测，石药集团在 2018E-2020E 的收入是 21,173 百万港元、26,341 百万港元和 32,201 百万港元，收入同比增速是 36%、24%和 22%，净利润是 3,637 百万港元、4,620 百万港元和 5,827 百万港元，净利润同比增速是 31%、27%和 26%，对应 2019 年 PE 是 17.5 倍，2020 年 PE 是 13.9 倍（见图 3）。

图2: 中国生物制药Forward-PE



资料来源: wind

图3: 石药集团Forward-PE



资料来源: wind

根据 wind 一致预期, 整体来看, 医药行业 2019E 年-2020 年净利润平均增速是 21%和 19%, 2019 年-2020 年的 PE 水平分别是 16.1 倍和 13.3 倍, 较恒生指数高。

分板块来看, 医药制药 2019E 年-2020 年净利润平均增速较高, 分别是 20%和 19%, 2019-2020 年的 PE 分别是 16.1 倍和 13.5 倍。医药商业 2019E 年-2020 年净利润平均增速较为平稳, 分别是 13%和 14%, 2019-2020 年的 PE 分别是 12.7 倍和 11.2 倍。医疗机构及服务 2019E 年-2020 年净利润平均增速都是 17%, 2019-2020 年的 PE 分别是 9.5 倍和 8.1 倍。医疗器械 2019E 年-2020 年净利润平均增速分别是 41%和 31%, 2019-2020 年的 PE 分别是 23.4 倍和 17.6 倍(见附表)。

附表: 医药行业公司情况汇总

证券代码	证券名称	市场信息			财务信息												估值信息				
		股价 HK\$	1m 涨跌幅	6m 涨跌幅	12m 涨跌幅	2018收入 亿HK\$	2019收入 亿HK\$	2020收入 亿HK\$	2018 yoy	2019 yoy	2020 yoy	2018净利润 亿HK\$	2019净利润 亿HK\$	2020净利润 亿HK\$	2018 yoy	2019 yoy	2020 yoy	2018PE	2019PE	2020PE	股息率 (%)
医药制药:																					
1177.HK	中国生物制药	7	16	-38	-23	241	282	339	42%	17%	20%	34	40	50	39%	16%	26%	24.3	20.9	16.7	1.2
1093.HK	石药集团	13	6	-35	-16	212	263	322	36%	24%	22%	36	46	58	31%	27%	26%	22.3	17.5	13.9	1.2
2196.HK	复星医药	24	9	-33	-40	271	320	385	23%	18%	20%	37	42	51	-2%	16%	20%	19.1	16.5	13.7	1.7
1513.HK	丽珠医药	26	16	-28	-39	104	116	129	2%	12%	11%	13	15	16	-75%	12%	9%	16.5	14.7	13.5	9.6
1530.HK	三生制药	13	23	-19	-5	56	68	82	25%	21%	20%	14	17	21	21%	28%	23%	24.7	19.3	15.7	0.5
1558.HK	东阳光药	33	1	-10	-21	28	33	39	45%	20%	17%	11	13	15	44%	19%	16%	13.2	11.1	9.6	2.5
2186.HK	绿叶制药	6	5	-20	-7	58	72	81	27%	24%	12%	15	18	20	28%	18%	15%	12.5	10.6	9.2	1.8
0512.HK	远大医药	4	30	-12	4	68	87	107	42%	27%	24%	8	12	17	66%	54%	41%	18.3	11.9	8.4	N/A
1548.HK	金斯瑞生物	12	7	-28	-35	16	19	24	33%	21%	25%	3	3	4	39%	22%	26%	78.9	64.9	51.6	N/A
3933.HK	联邦制药	4	-1	-39	-34	91	100	108	12%	9%	8%	7	10	12	622%	42%	20%	10.3	7.3	6.1	1.4
0867.HK	康哲药业	8	7	-41	-49	68	76	85	6%	12%	12%	23	26	29	13%	13%	14%	8.6	7.6	6.7	4.5
0460.HK	四环医药	2	12	11	-34	31	34	37	-5%	9%	10%	18	20	21	4%	8%	10%	9.0	8.3	7.6	1.2
0874.HK	白云山	30	7	-9	52	511	794	903	106%	55%	14%	46	38	38	86%	-17%	0%	13.6	16.4	16.5	1.5
0570.HK	中国中药	5	9	-10	23	129	163	199	30%	26%	22%	17	21	26	23%	24%	23%	15.4	12.4	10.0	2.1
1666.HK	同仁堂科技	11	7	-5	-6	62	67	75	3%	9%	12%	9	9	10	9%	9%	7%	16.1	14.8	13.8	1.9
2877.HK	神威药业	9	8	-19	-11	31	36	42	34%	17%	15%	7	8	9	21%	21%	18%	10.9	9.0	7.7	4.5
1681.HK	康臣药业	6	23	8	-24	22	26	31	13%	16%	18%	5	6	7	13%	17%	19%	10.0	8.5	7.2	1.6
2005.HK	石四药集团	7	24	13	33	43	51	58	38%	20%	14%	9	12	14	36%	31%	22%	24.2	18.5	15.1	1.1
	平均	12	12	-17	-13	113	145	169	28%	20%	16%	17	20	23	57%	20%	19%	19.3	16.1	13.5	2.4
医药商业:																					
1099.HK	国药控股	35	8	1	13	3,529	3,925	4,390	6%	11%	12%	65	75	85	3%	15%	14%	16.2	14.1	12.3	1.8
2607.HK	上海医药	17	2	-18	-7	1,852	2,055	2,252	18%	11%	10%	48	53	60	15%	11%	12%	10.9	9.8	8.8	2.7
3320.HK	华润医药	11	9	0	16	1,930	2,126	2,368	11%	10%	11%	43	49	57	23%	15%	15%	16.5	14.4	12.5	1.0
	平均	21	6	-6	7	2,437	2,702	3,003	12%	11%	11%	52	59	67	14%	13%	14%	14.5	12.7	11.2	1.8
医疗机构及医疗服务:																					
2666.HK	环球医疗	7	15	11	14	46	73	104	18%	60%	41%	16	21	24	26%	25%	17%	7.1	5.7	4.8	3.5
1515.HK	凤凰医疗	6	7	-18	-44	24	28	31	14%	22%	17%	5	5	6	4%	9%	17%	14.5	13.4	11.4	2.0
2269.HK	药明生物	69	19	-13	41	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	平均	27	13	-6	4	35	50	67	14%	22%	17%	11	13	15	15%	17%	17%	10.8	9.5	8.1	2.7
医疗器械:																					
1066.HK	威高股份	7	5	10	35	99	111	121	31%	23%	18%	17	20	24	-18%	20%	17%	17.5	14.6	12.5	1.7
0853.HK	微创医疗	8	5	-7	-3	53	62	70	51%	23%	17%	3	5	7	127%	46%	40%	36.3	24.9	17.8	0.3
1302.HK	先健科技	2	22	-12	-2	6	8	11	13%	23%	17%	2	2	3	-19%	57%	37%	48.2	30.8	22.4	N/A
	平均	5	11	-3	10	53	61	67	32%	23%	17%	7	9	11	30%	41%	31%	34.0	23.4	17.6	1.0
	平均	14	11	-13	-6	368	423	477	26%	21%	17%	20	23	26	45%	21%	19%	19.8	16.1	13.3	2.2

资料来源: wind



财务摘要 中国生物制药 (1177.HK)

资产负债表

单位: 百万人民币	2014	2015	2016	2017	20181H
非流动资产	4,720	5,477	5,651	7,155	18,105
固定资产	1,846	2,226	2,687	3,483	4,863
商誉	87	89	89	89	9,909
股权投资	1,074	1,055	895	1,048	353
其他	1,713	2,107	1,980	2,535	2,980
流动资产	6,453	8,327	12,732	13,780	16,880
存货	711	796	895	919	1,201
应收账款	1,491	1,564	1,996	2,051	3,243
现金	3,525	2,272	3,766	4,188	5,540
其他	726	3,694	6,076	6,622	6,896
总资产	11,174	13,804	18,384	20,935	34,985
流动负债	3,046	4,630	5,656	5,688	7,690
借贷	343	1,190	1,369	741	1,080
应付账款	612	643	827	929	841
其他	2,091	2,796	3,460	4,019	5,769
非流动负债	1,171	432	2,050	2,636	2,999
借贷	1,017	257	1,679	2,210	2,214
其他	154	176	371	426	785
总负债	4,217	5,062	7,706	8,324	10,689
股东权益	5,215	6,491	7,905	9,209	20,294
非控股权益	1,742	2,252	2,773	3,402	4,003
总权益	6,956	8,742	10,678	12,611	24,297

现金流量表

单位: 百万人民币	2013	2014	2015	2016	2017
税前盈利	1,680	2,210	2,885	3,203	4,196
折旧及摊销	163	196	286	306	331
运营资金变动	-91	24	-373	323	431
其他	-513	-615	-879	-838	-1,225
经营活动现金流量	1,239	1,815	1,919	2,995	3,733
资本开支	-394	-353	-616	-714	-1,058
其他	-150	-1,847	-920	-1,520	-921
投资活动现金流量	-544	-2,200	-1,536	-2,234	-1,979
贷款变动	17	1,291	2	1,602	-97
其他	-438	-625	-745	-1,034	-1,249
融资活动现金流量	-421	667	-744	567	-1,346
现金净增加	274	281	-361	1,328	407
期末现金	2,273	2,499	2,120	3,502	3,692

资料来源: wind

利润表

单位: 百万人民币	2014	2015	2016	2017	2018Q3
营业收入	9,835	11,794	13,543	14,819	1,5730
营业成本	-2,320	-2,634	-2,817	-3,091	-3,087
毛利	7,515	9,160	10,727	11,729	12,643
其他收入/开支	233	317	275	643	435
销售费用	-4,245	-4,780	-5,453	-5,918	-6,266
管理费用	-655	-1,000	-1,039	-987	-769
其他支出	-855	-1,104	-1,526	-1,602	-1,722
财务费用	-34	-65	-77	-78	-109
投资收益	268	264	297	409	65
除税前盈利	2,226	2,792	3,203	4,196	4,275
所得税	-350	-432	-475	-542	-784
净利润	1,876	2,360	2,729	3,654	3,491
股东净利润	1,202	1,442	1,637	2,171	2,201

主要财务比率

	2013	2014	2015	2016	2017
年成长率 (%)					
营业收入	16	25	20	15	9
经营利润	3	32	30	15	30
净利润	14	46	20	14	33
获利能力 (%)					
毛利率	77	76	78	79	79
净利率	18	19	20	20	25
ROE	21	25	25	23	25
ROIC	24	22	20	17	19
偿债能力 (%)					
资产负债率	28	38	37	42	40
净资产负债率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率	2.3	2.1	1.8	2.3	2.4
速动比率	1.9	1.9	1.6	2.1	2.3
营运能力					
资产周转率	1.1	1.0	0.9		
应收账款周转率	6.9	5.7	6.4	6.6	6.7
存货周转率	2.4	2.6	3.1	3.1	3.1
每股比率 (人民币)					
每股盈利	0.08	0.12	0.14	0.16	0.21
每股现金流	0.08	0.06	-0.09	0.19	0.04
每股净资产	1.11	1.34	1.05	1.20	1.24
每股股息	0.05	0.06	0.06	0.06	0.08
估值比率					
P/E	68.9	47.1	39.3	34.6	26.1
P/B	13.1	10.9	8.7	7.2	6.1
EV/EBITDA	32.7	25.0	19.0	16.6	13.0

财务摘要 石药集团 (1093.HK)

资产负债表

单位: 百万港元	2014	2015	2016	2017	2018H1
非流动资产	5,895	5,892	6,333	7,908	9,623
物业、厂房及设备	5,049	5,143	5,415	6,663	7,290
商誉	125	119	112	122	167
无形资产	610	564	606	676	846
其他	112	66	200	447	1,320
流动资产	6,606	7,648	8,428	13,635	16,248
存货	1,806	1,819	1,933	2,901	3,233
应收账款	3,086	3,267	3,050	3,811	5,068
现金	1,468	2,299	3,235	6,554	4,400
其他	246	262	209	369	3,547
总资产	12,501	13,540	14,760	21,543	25,871
流动负债	3,602	3,484	4,085	5,760	8,616
借贷	624	452	898	927	880
应付账款	2,557	2,881	3,038	4,573	7,507
其他	422	151	148	259	229
非流动负债	747	1,243	484	375	563
借贷	602	1,011	240	60	59
其他	145	232	244	316	504
总负债	4,350	4,727	4,569	6,135	9,179
股本	9,820	9,835	10,570	12,922	0
储备	-1,741	-1,097	-462	2,400	3,191
股东权益	8,079	8,738	10,108	15,322	16,113
非控股权益	72	75	84	85	578
股本总额	8,152	8,813	10,191	15,407	16,692

现金流量表

单位: 百万港元	2013	2014	2015	2016	2017
税前盈利	1,248	1,621	2,112	2,635	3,465
折旧及摊销	656	610	605	570	630
运营资金变动	-743	-85	-46	219	-270
其他	-346	-340	-421	-508	-538
经营活动现金流量	815	1,806	2,251	2,916	3,288
资本开支	-614	-814	-824	-1,106	-1,213
其他	1,239	68	111	-226	-2,075
投资活动现金流量	624	-745	-712	-1,332	-3,287
贷款变动	-948	-63	526	-566	-386
股本变动	-	-	-	563	2,351
其他	-782	-684	-1,131	-450	-333
融资活动现金流量	-1,729	-747	-605	-452	1,631
现金净增加	-290	314	934	1,132	1,632
期末现金	1,188	1,468	2,299	3,235	5,163

资料来源: 石药集团资料、wind

利润表

单位: 百万港元	2014	2015	2016	2017	2018Q3
营业收入	10,955	11,394	12,369	15,463	15,848
营业成本	-6,768	-6,173	-6,060	-6,117	-5,523
毛利	4,187	5,221	6,309	9,346	10,325
其他收入/开支	-173	-253	-317	-808	246
销售费用	-1,788	-2,267	-2,788	-4,375	-5,416
管理费用	-552	-535	-554	-682	-601
研发费用	-	-	-	-	-1,100
财务费用	-54	-56	-42	-27	-60
其他开支	1	-9	-	-	-1
投资收益	1	11	28	10	35
除税前盈利	1,621	2,112	2,635	3,465	3,410
所得税	-337	-432	-522	-685	-692
净利润	1,284	1,680	2,113	2,780	2,733
少数股东净利润	16	14	12	10	-16
股东净利润	1,268	1,665	2,101	2,771	2,717

主要财务比率

	2013	2014	2015	2016	2017
年成长率 (%)					
营业收入	140	10	4	9	25
经营利润	55	42	29	22	31
净利润	-55	30	31	26	32
获利能力 (%)					
毛利率	31	38	46	51	60
净利率	10	12	15	17	18
ROE	14	16	20	22	22
ROIC	11	14	17	20	20
偿债能力 (%)					
资产负债率	38	35	35	31	28
净资产负债率	2	-3	-10	-21	-36
流动比率	1.7	1.8	2.2	2.1	2.4
速动比率	1.2	1.3	1.7	1.6	1.9
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	3.6	3.9	3.8	4.2	5.0
存货周转率	3.5	3.7	3.4	3.2	2.5
每股比率 (港元)					
每股盈利	0.2	0.2	0.3	0.4	0.5
每股现金流	-0.0	0.0	0.1	0.2	0.3
每股净资产	1.3	1.4	1.5	1.7	2.5
每股股息	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
估值比率					
P/E	102.6	78.7	59.9	47.5	36.0
P/B	13.4	12.4	11.4	9.9	6.5
EV/EBITDA	51.3	41.3	34.0	29.3	22.9

风险

市场风险

- 1) 政策波动风险：医疗行业对政策的变化较为敏感，医疗改革等政策的变动会对行业造成不利影响。
- 2) 研发风险：制药企业业绩增长高度依赖于新药研发，然而在新药研发过程中，研发团队可能做出了最大限度的努力，但是基于对现有认识水平、技术水平、科学知识和其他现有条件的局限，仍可能发生无法预见、无法克服的技术困难，研发进程和研发结果的全部或者部分失败，都会对未来企业业绩造成重大影响。
- 3) 销售风险：医药市场销售具有复杂性、多变性和不确定性等特点，而且医药行业政策变化可能会对产品推广造成不利影响。
- 4) 生产风险：监管层在医药行业生产环节上有着诸多严格要求，公司在原材料、设备、生产工艺及生产组织等方面可能存在风险。
- 5) 供应链风险：供应链业务对医疗企业的业绩构成重大影响，如果供应链业务发展不及预期，会对公司业绩产生不利影响。

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来12个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来12个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来12个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来12个月上升15%以上
中性	预期股价在未来12个月上升或下跌15%或以内
卖出	预期股价在未来12个月下跌15%以上

免责声明

本报告由平安证券有限公司（“平安证券”）提供并仅供参考。本报告的信息来源于平安证券认为可靠的公开资料，但我们对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。平安证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。平安证券、其关联机构、其集团成员及其雇员（“平安集团”）对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资涉及风险。敬请投资者注意，证券及投资的价值可升亦可跌，过往的表现不一定可以预示日后的表现。海外投资附带一般与本港市场投资并不相关的其他风险，包括（但不限于）汇率、外国法例及规例出现不利变动。本文件并非，亦无意总览本文件所述证券或投资牵涉的任何或所有风险。于作出任何投资决定前，敬请投资者细阅及了解有关该等证券或投资的所有发售文件，以及其中所载的风险披露声明及风险警告。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

平安集团之财务权益及商务关系

平安集团有可能拥有与报告中论述的上市法团有关的财务权益，亦有可能为或将会为本报告所述任何证券进行庄家活动。平安集团随时有可能担任或曾担任本报告中所述的上市法团的高级人员，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归平安证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

平安证券现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。平安证券目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。平安证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，平安证券的产品及服务并不向美国人提供。本文件不得分发给美国、加拿大、澳洲或任何其他分发本文件属非法行的管辖区。所有未经授权复制或本文件的行为均属使用者的责任，并可能引致法律诉讼。

分析员声明及权益披露

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析员在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析员个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；(iii)分析员及其有联系者并无持有与报告中论述的上市法团有关的财务权益；(iv)分析员及其有联系者并无于报告中论述的上市法团担任高级人员。

香港

平安证券有限公司
香港中环添美道1号中信大厦18楼
电话：+85225228197
传真：+85228400745
电子邮件：cs@pingansec.com.hk
网址：<http://www.pingansec.com.hk>