

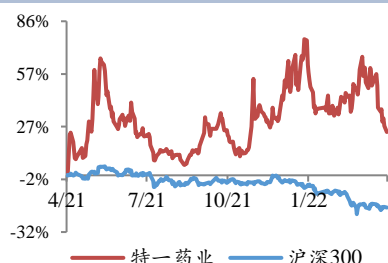
## 围绕止咳宝中药特色，打造“1+N”发展矩阵

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-04-18

收盘价(元)	13.40
近12个月最高/最低(元)	19.00/10.79
总股本(百万股)	222
流通股本(百万股)	127
流通股比例(%)	57.38
总市值(亿元)	30
流通市值(亿元)	17

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李昌幸

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 地域特色，走向全国

特一药业是一家集医药研发、医药工业、医药商业为一体的综合型医药集团公司。核心产品为止咳宝片，主要产品包括皮肤病血毒丸、小儿哮喘灵颗粒、金匱肾气片、降糖舒丸、蒲地蓝消炎片、感冒灵颗粒、血塞通分散片、银杏叶分散片、益心舒颗粒、铝碳酸镁咀嚼片、枫蓼肠胃康片、奥美拉唑肠溶胶囊等。公司由广东台城制药股份有限公司演变而来，14年在深交所上市。家族式企业，许氏家族直接控股股份近50%，现任公司董事长许丹青长期从事药材贸易等业务，资历深厚。虽然2020年总营收、净利润和毛利率受疫情影响较大，但2021年以来，正逐渐摆脱疫情影响，财务状况持续转好。

#### ● 借助中药发展春风，核心产品止咳宝片做大做强

2021年中医药政策迎来爆发期，相关的重磅政策纷纷落地。中药产业是我国医药产业的重要组成部分，市场规模庞大。其中中成药市场无论是在产量端、医院端还是在零售端，景气度都出现明显向上。特一药业的止咳宝片作为公司独家产品，拥有近百年的悠久历史。疗效突出，对各类型的慢性咳嗽有显著效果、毒副作用很低，在我国止咳化痰类中成药市场排名前五。产品毛利率一直维持在80%左右，根据公司公告，预计2022年止咳宝片全年销售2500万盒(约3.3亿元)。在有利的市场空间和竞争格局下，有望实现进一步的巨大跳跃。

#### ● 特一坚持多品种共同发展战略，积极打造“1+N”产品线矩阵

除了核心产品止咳宝片以外，特一坚持多品种共同发展战略，积极打造“1+N”产品线矩阵。“1”是主力品种止咳宝片。“N”：在国家产业政策大力支持中医药行业发展的背景下，公司计划紧跟国家改革与发展的大趋势，中成药、化学药及化学原料药3大方向同时发力。重点发展中成药品种，将皮肤病血毒丸、降糖舒丸作为继止咳宝片后的重大品种进行培育；积极发展化学制剂药，参加一致性评价、集采和医院的招投标工作，增加公司产品营销渠道，目前公司已有11个产品通过一致性评价，其他项目正在按计划推进中；同时加大原料药的市场推广力度，提高现有原料药产品的市场份额。

#### ● 投资建议

我们预计，公司2022~2024年收入分别9.2/11.3/13.6亿元，分别同比增长21.2%/22.8%/20.8%，归母净利润分别为1.8/2.5/3.3亿元，分别同比增长42.1%/36.7%/35.1%，对应EPS为0.81/1.11/1.50元，对应估值为16X/12X/9X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

**● 风险提示**

政策变化风险；药品降价风险；经营风险。

**● 重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	758	919	1128	1363
收入同比 (%)	19.8%	21.2%	22.8%	20.8%
归属母公司净利润	127	180	247	333
净利润同比 (%)	189.7%	42.1%	36.7%	35.1%
毛利率 (%)	53.0%	56.2%	59.2%	62.3%
ROE (%)	10.1%	12.5%	14.6%	16.5%
每股收益 (元)	0.62	0.81	1.11	1.50
P/E	27.61	16.47	12.05	8.92
P/B	3.01	2.06	1.76	1.47
EV/EBITDA	17.56	10.02	7.50	5.39

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 正文目录

1.地域特色，走向全国.....	5
2.中药行业发展正当时.....	9
2.1.政策快速落地，聚焦中医药传承创新发展.....	9
2.2. 中药：中国医药产业重要组成，行业景气度回升.....	11
3.打造“1+N”产品线矩阵.....	13
3.1.“1”——止咳宝片：特色大单品，百年独家专利.....	13
3.2.“N”—— 国医堂中药批文待转化，围绕中药多元发展.....	16
4.盈利预测及投资建议.....	20
4.1 盈利预测.....	20
4.2 投资建议.....	20
风险提示：.....	21
财务报表与盈利预测.....	22

## 图表目录

图表 1 主要产品图示	5
图表 2 公司发展历程	5
图表 3 公司股权结构图	6
图表 4 公司高管介绍	6
图表 5 营业总收入及同比增长率	7
图表 6 公司净利润及同比增长率	7
图表 7 毛利率及净利率	8
图表 8 公司各项费用率	8
图表 9 公司经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	8
图表 10 公司分红情况	8
图表 11 收入结构图	9
图表 12 2021 年公司主营业务收入销售占比	9
图表 13 股权激励覆盖人员	9
图表 14 2021 年中医药政策汇总	10
图表 15 中医药产业链	11
图表 16 中国中药行业市场规模, 2013-2022 预测 (按主营业务收入, 亿元)	12
图表 17 2010-2021 中国中成药产量及增长 (万吨)	12
图表 18 医院端其他类别 (中药为主) 销售额增速	12
图表 19 2021 年米内网预测城市药店终端销售额过亿且同比增速超过 10% 的中成药	12
图表 20 止咳宝片介绍	14
图表 21 各地区营业收入	15
图表 22 止咳祛痰中药市场发展潜力巨大	16
图表 23 咳嗽患者年龄分布情况	16
图表 24 公司产品图示	17
图表 25 三大品类重点品种概况: 呼吸系统类	17
图表 26 三大品类重点品种概况: 皮肤系统类	17
图表 27 三大品类重点品种概况: 消化系统类	18
图表 28 中成药营业收入及同比增长率	18
图表 29 化学制剂药营业收入及同比增长率	19
图表 30 化学原料药营业收入及同比增长率	19
图表 31 业绩拆分 (百万元)	20
图表 32 可比公司分析	20

## 1.地域特色，走向全国

特一药业集团股份有限公司是一家集医药研发、医药工业、医药商业为一体的综合型医药集团公司。公司位于广东省江门市台山市，是台山市第一家上市公司。公司有三大重点品类：呼吸系统类、皮肤系统类、消化系统类。主要产品包括止咳宝片、蒲地蓝消炎片、感冒灵颗粒等。立足华南地区，品牌认可度高，不过其他地区营业额增长较快，2021年东北地区营业收入同比增长73.71%，华中地区、华东地区营业收入同比增长分别为33.51%、30.86%，逐渐发展为全国性品牌。

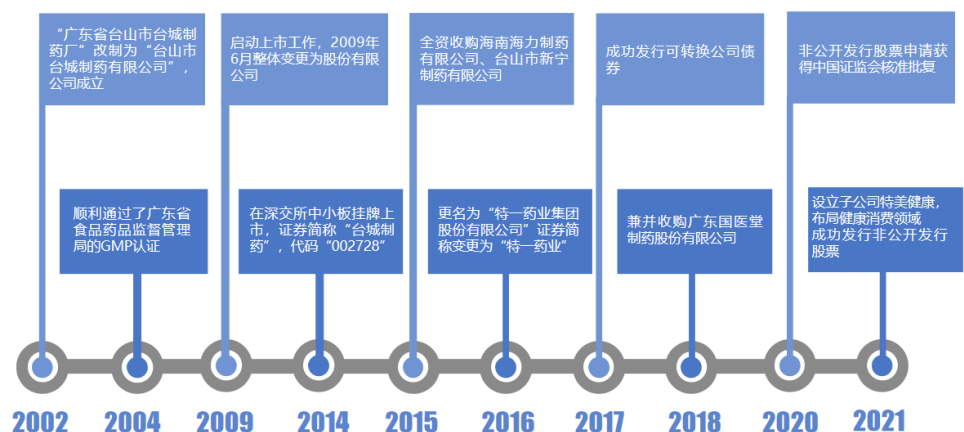
图表1 主要产品图示



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司发展历程丰富。台城制药厂2002年改制后，成立广东台城制药有限公司，两年后年公司迁址至台山北坑工业区长兴路9号-11号，2009年进行股份制改革，更名为广东台城制药股份有限公司，于2015年收购台山市新宁制药有限公司为子公司，次年更名为特一药业集团股份有限公司，2018年兼并收购了广东国医堂制药股份有限公司，2021年设立子公司特美健康，进行健康消费领域布局。

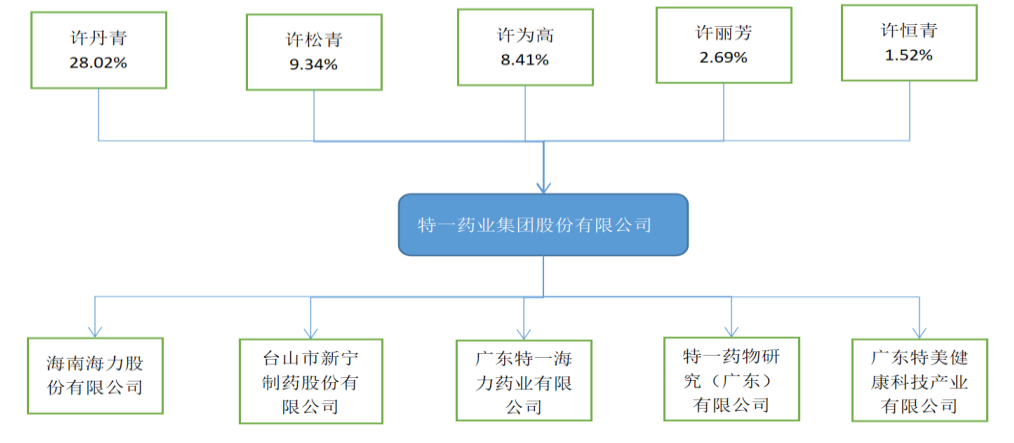
图表2 公司发展历程



资料来源：wind，公司官网，华安证券研究所

公司的股权结构清晰。实际控制人为许氏家族，许丹青、许为高、许松青、许恒青和许丽芳五位共计直接控股 49.98%。五人之间存在关联关系，其中：许为高先生与许丽芳女士为夫妻关系，许丹青先生、许松青先生和许恒青先生均为许为高先生与许丽芳女士的儿子。

图表 3 公司股权结构图



资料来源：wind，华安证券研究所

管理团队经验丰富、产业认知深入。现任公司董事长长期从事药材贸易等业务，曾任正天药业董事长、总经理，台城制药有限公司董事、总经理等职务。现任特一药业集团股份有限公司董事长、总经理，同时兼任广东省医药行业协会理事、江门市企业联合会常务副会长和台山市第十五届人民代表大会常务委员，并于 2011 年 12 月被广东省医药行业协会评为“广东省医药行业著名企业家”。

图表 4 公司高管介绍

姓名	职务	任职日期	简介
许丹青	董事长、总经理	20090615	长期从事药材贸易等业务，曾任正天药业董事长、总经理，台城有限董事、总经理等职务。 自 2009 年 6 月开始担任本公司董事长、总经理，现还兼任广东省医药行业协会理事、江门市企业联合会常务副会长和台山市第十四届人民代表大会常务委员，并于 2011 年 12 月被广东省医药行业协会评为“广东省医药行业著名企业家”。
许松青	副董事长，副总经理	20090615	长期从事药材贸易等业务，曾任台城有限公司董事、副总经理等职务。
黄燕玲	副总经理	20151130	曾任广东邦民制药厂有限公司品质部部长、生产部经理，台城有限生产技术部经理、GMP 办公室主任。自 2009 年 6 月开始担任本公司生产技术部经理和 GMP 办公室主任。
张清民	副总经理	20170327	曾任广东新南方集团总裁助理、广东新南方青蒿药业有限公司总经理、广州中医药大学大药房有限公司总经理、广州中医药大学科技园总经理、广东罗浮山国药股份有限公司总经理/副总经理/质量授权人等，在工作期间，曾发表论文 34 篇及药学专著 2 本。

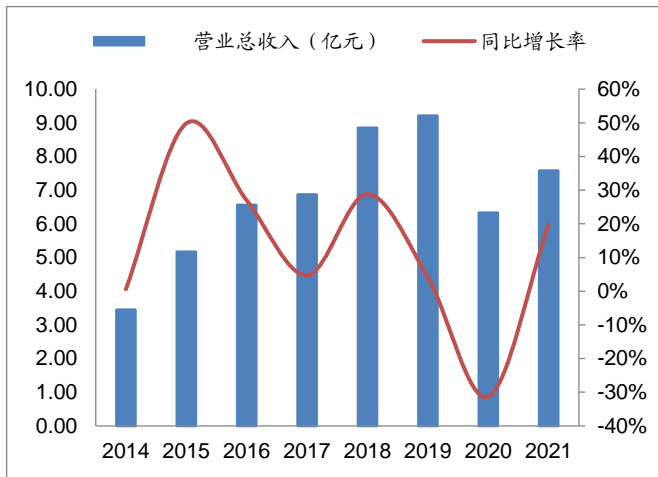
张用制	副总经理	20151130	曾在广西北海蓝海洋生物制药有限责任公司负责工艺技术工作，自2005年12月开始在本公司工作，2010年7月担任本公司质量管理部副经理。
陈习良	董事会秘书,财务总监	20090615	曾任湖北省京山县粮食局审计员、台城有限财务总监。

资料来源: wind, 华安证券研究所

公司营业总收入整体呈上升趋势，2012-2014年，特一药业营业总收入增长很慢，15年以后情况得以改变，虽然2020年和2021年受新冠疫情影响营业总收入减少，但已逐步回升。15年公司实现营业收入5.17亿元，同比增长49.83%。主要原因为：收购海南海力以前，两家公司都从事止咳宝片的生产和销售，销售渠道相似度高且海南海力所生产的止咳宝片价格更低，收购以后特一牌止咳宝片市场得以扩大，存量也迅速下降，当年营业总收入及同比增长率增速快。特一药业把握了止咳宝片议价权，其后基于市场调研进行了提价，止咳宝片产品毛利率上升、药店等主体的积极性提高，这些因素有力地促进了15年以后公司营业总收入的增长。

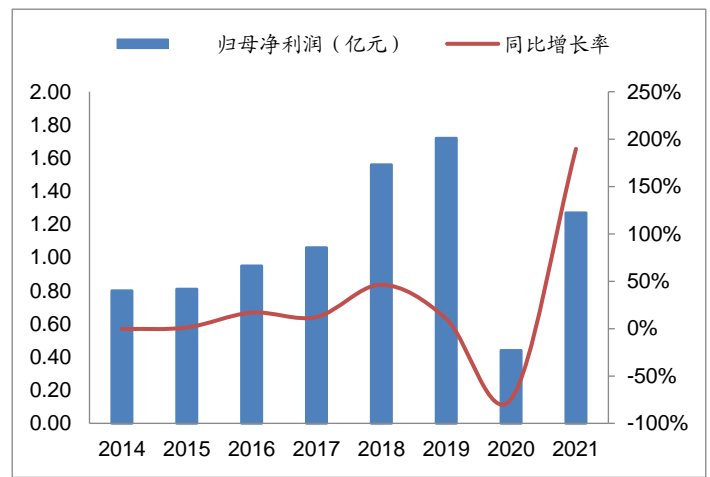
公司净利润和毛利率水平整体较高，呈稳健增长趋势，但20年降幅较大。公司主营产品止咳宝片市场份额稳定，具有消费者较多的基础，公司毛利率大体维持在40%以上，归母净利润率保持在20%上下，虽然逐年波动，但是波动范围很小，公司收入较稳定。20年降幅原因为新冠疫情的冲击，公司主要产品为止咳宝片，属于疫情期间管控药品，受国家政策影响近两年销售数量减少较多，作为公司核心产品，销量下降对净利润和毛利率造成的影响很大，但是随着疫情形势的缓和和感冒药药物管控政策的放松，2021年已出现好转趋势。

图表 5 营业总收入及同比增长率



资料来源: wind, 华安证券研究所

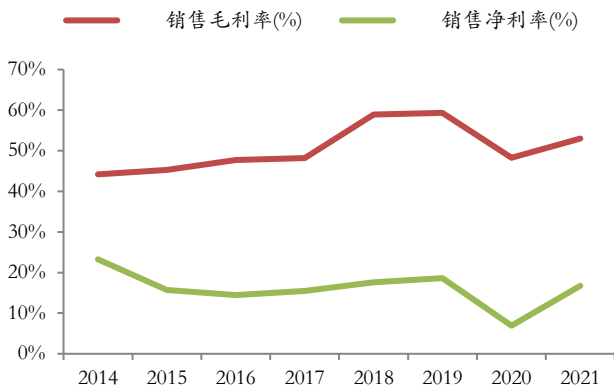
图表 6 公司净利润及同比增长率



资料来源: wind, 华安证券研究所

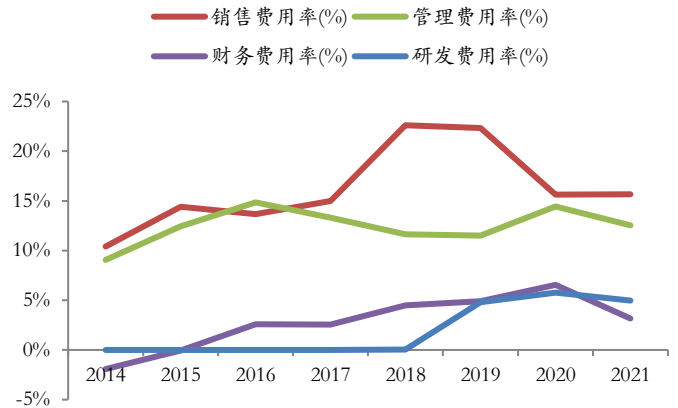
公司各项费用率管控严格。各项费用率相对稳定，2018年公司销售费用率的大幅上升主要是报告期公司持续加大了品牌建设和市场推广的力度导致的。公司坚持以研发为核心，研发费用占比持续上升，自2018年起，研发费用的占比都大致高于5%。

图表 7 毛利率及净利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司各项费用率

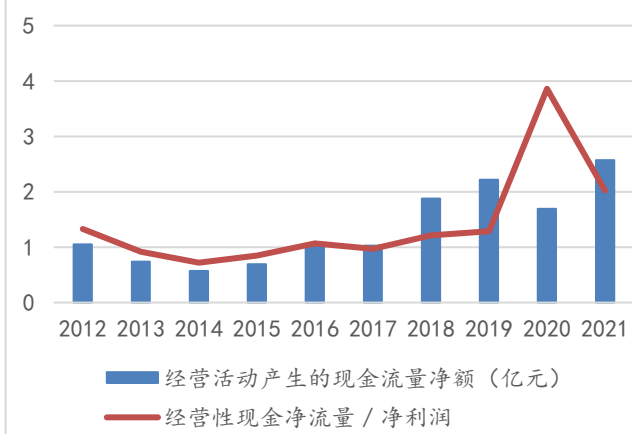


资料来源: wind, 华安证券研究所

长期以来公司经营稳健,经营性现金流保持稳定状态。除 2020 年受疫情影响经营性现金净额出现下滑,其余阶段经营性活动与公司净利润相匹配,凸显公司优秀的经营效益。

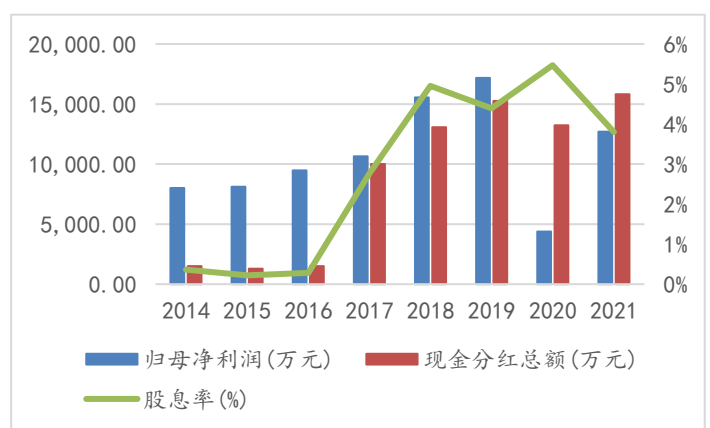
分红上,公司自 2014 年上市以来,每年都会进行分红。期间累计实现净利润 8.6 亿元,累计分红 5.6 亿元,整体分红率为 65%。2021 年公司实现的可供分配利润 1.18 亿元,报告期末累计可供分配利润 4.01 亿元。近年来,公司的经营稳健,为给予投资者合理的投资回报,分享公司持续发展的经营成果,公司结合目前的经营状况以及未来的发展前景,拟以每 10 股派现金红利 6.50 元(含税)。

图表 9 公司经营活动产生的现金流量净额(亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司分红情况

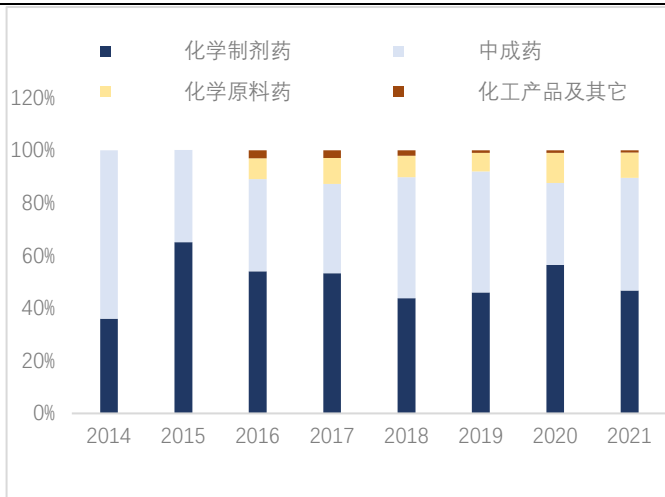


资料来源: wind, 华安证券研究所

收入结构持续优化,化学制剂药中成药地位突出。化学制剂药和中成药是公司主要的营收来源,16 年以来两者比重趋于平衡,16 年至今化学制剂药收入占比分别为 54%、53%、44%、46%、56%和 47%,总体在 50%上下波动;中成药收入占比分别为 35%、34%、46%、46%、31%和 43%,大致在 40%上下波动。其中,中成药产品 2021 年实现营业收入 2.36 亿元,占比 43%。

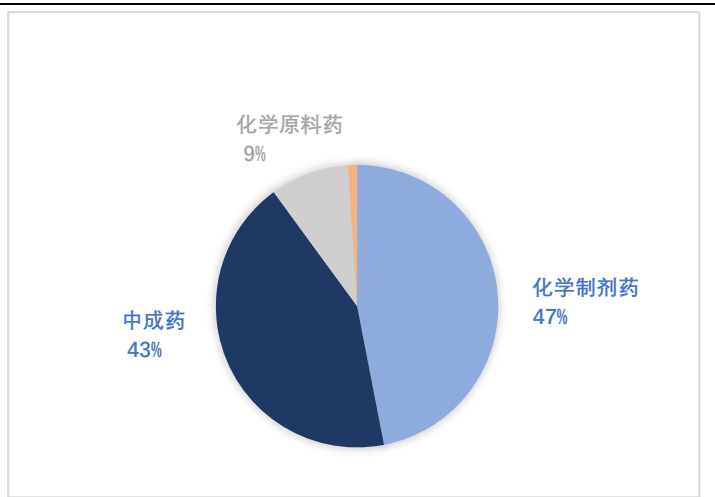


图表 11 收入结构图



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 2021 年公司主营业务收入销售占比



资料来源: wind, 华安证券研究所

公司于 2021 年开始实行股权激励机制。2021 年 11 月 30 日, 公司通过《关于向激励对象授予股票期权的议案》, 授予 116 名激励对象 400 万份股票期权。股权激励覆盖人员有陈习良、黄燕玲、张清民、张用钊及其他核心人员 112 人。

股权激励解锁条件: 该激励计划在 2021 年-2023 年会计年度中, 分年度对公司的业绩指标进行考核, 2021-2023 年业绩考核目标分别为以 2020 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 170%/300%/450%。特一药业 2020 年净利润为 0.44 亿元, 经测算 2021-2023 年净利润分别达到 1.19、1.76 和 2.42 亿元时, 该激励计划可以实施, 2021 年已经实现。

图表 13 股权激励覆盖人员

姓名	职务	获授的股票期权数量 (万份)	占授予股票期权总数的比例	占目前总股本的比例
陈习良	董事、财务总监、董事会秘书	10.00	2.50%	0.05%
黄燕玲	副总经理	10.00	2.50%	0.05%
张清民	副总经理	10.00	2.50%	0.05%
张用钊	副总经理	10.00	2.50%	0.05%
其他核心人员 112 人		360.00	90.00%	1.77%
合计		400.00	100.00%	1.96%

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2. 中药行业发展正当时

### 2.1. 政策快速落地, 聚焦中医药传承创新发展

2021 年: 迎来中医药政策落地爆发期。经过多年的发展与探索, 2021 年迎来了中医药政策落地爆发期。并且国家对中医药支持政策已由顶层设计逐步过渡到落地执行阶段, 具有较强的连贯性, 符合《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规

划》中提到的“中药传承创新发展迈出新步”的主要发展目标,释放出强烈地积极信号。

**图表 14 2021 年中医药政策汇总**

文件	发布时间	发布部门	主要内容
《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	2021.02.09	国务院	《措施》指出: 1.夯实中医药人才基础; 2.提高中药产业发展活力; 3.增强中医药发展动力; 4.完善中西医结合制度; 5.实施中医药发展重大工程; 6.提高中医药发展效益; 7.营造中医药发展良好环境
《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	2021.02.10	国家药监局; 国家中医药局; 国家卫生健康委; 国家医保局	中药配方颗粒的质量监管纳入中药饮片管理范畴。据此及“放管服”的要求, 中药配方颗粒不实施批准文号管理, 实施标准管理、备案管理, 产品需向省级药品监督管理部门备案后方可上市。
《国家药监局批准颁布第一批中药配方颗粒国家药品标准》	2021.04.29	国家药监局	批准颁布了第一批中药配方颗粒国家药品标准 (160 个)
《推进妇幼健康领域中医药工作实施方案 (2021-2025 年)》	2021.04.20	国家卫生健康委; 国家中医药局	目标: 1.到 2022 年, 妇幼健康领域中医药服务网络基本建立, 形成并推广一批妇幼中医药诊疗方案、中医治未病干预方案等规范。 2.到 2025 年, 妇幼健康领域中医药服务能力明显增强, 中医药服务覆盖妇女儿童全生命周期, 中医药服务的氛围更加浓厚, 广大妇女儿童健康需求得到更好满足。
《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》	2021.05.13	商务部; 国家中医药管理局等 7 部门	从完善体制机制、创新支持政策、提升便利化水平、拓展国际合作空间、加强人才培养和激励五个方面提出 18 条具体政策措施, 着力完善发展环境, 形成部门政策合力, 支持国家中医药服务出口基地大力发展中医药服务贸易, 推动中医药服务走向世界。
《关于推动公立医院高质量发展的意见》	2021.06.04	国务院办公厅	《意见》指出: 1.构建公立医院高质量发展新体系; 2.引领公立医院高质量发展新趋势; 3.提升公立医院高质量发展新效能; 4.激活公立医院高质量发展新动力; 5.建设公立医院高质量发展新文化; 6.坚持和加强党对公立医院的全面领导; 7.加强组织实施
《按古代经典名方目录管理的中药复方制剂药学研究技术指导原则 (试行)》	2021.08.27	国家药监局药审中心	《指导原则 (试行)》主要围绕中药 3.1 类的特点阐述相关要求, 明确中药 3.1 类药学研究的四项基本原则, 即“明确关键信息”“重视基准样品研究”“加强源头质量控制, 保障制剂质量”“关注相关性研究, 建立全过程质量控制体系”。
国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知	2021.09.23	国务院办公厅	将符合条件的中药按规定纳入医保支付范围
《国家药监局批准颁布第二批中药配方颗粒国家药品标准》	2021.10.31	国家药监局	批准颁布了第二批中药配方颗粒国家药品标准 (36 个)
《中医药创新团队及人才支持计划项目实施方案》	2021.10.22	国家中医药管理局	落实《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》要求, 促进中医药多学科交叉创新团队建设, 培养一批中青年多学科交叉创新人才
《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》	2021.11.12	国家卫生健康委办公厅; 国家中医药管理局办公室	1.按照“属地化”管理原则, 加强管理和监督。进一步细化中药配方颗粒临床合理规范使用措施, 确保中药饮片的主体地位。2.规范医疗机构中药配方颗粒使用; 3.医生在开具中药配方颗粒处方前应当告知患者。医生开具中药处方时, 原则上不得混用中药饮片与中药配方颗粒; 4.医疗机构应当按照中药药事管理有关规定

			开展中药配方颗粒的采购、验收、保管、调剂等工作，保障临床疗效和用药安全；5.建立中药配方颗粒临床应用常规监测和预警体系，定期或不定期对中药配方颗粒临床应用情况进行监测
《国家医疗保障局 国家中医药管理局关于 医保支持中医药传承 创新发展的指导意见》	2021.12.30	国家医疗保障局；国家中 医药管理局	《意见》指出：（1）充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义；（2）将符合条件的中医医药机构纳入医保定点；（3）加强中医药服务价格管理；（4）将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；（5）完善适合中医药特点的支付政策；（6）强化医保基金监管

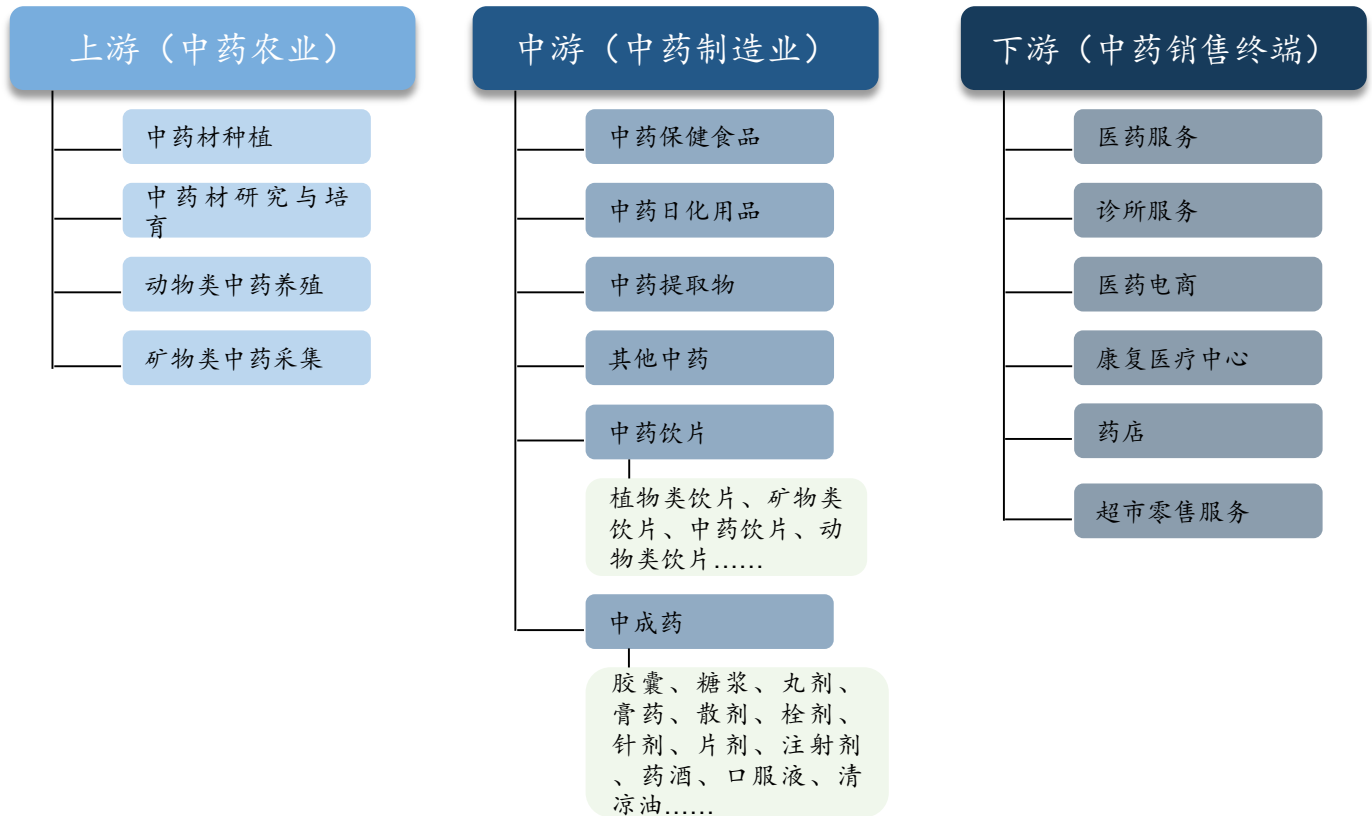
资料来源：国务院，药监局，卫健委、华安证券研究所

## 2.2. 中药：中国医药产业重要组成，行业景气度回升

中医药行业产业链从原料到消费者经过三大环节：

- 上游市场为原材料供应商，包括中药原材料供应商（种植、养殖、采集等）；
- 中游环节为中药制造业，其中有包含中成药、中药饮片等诸多形式的中药产品；
- 下游为销售终端，涉及中医医疗机构、零售药店及医药电商等。

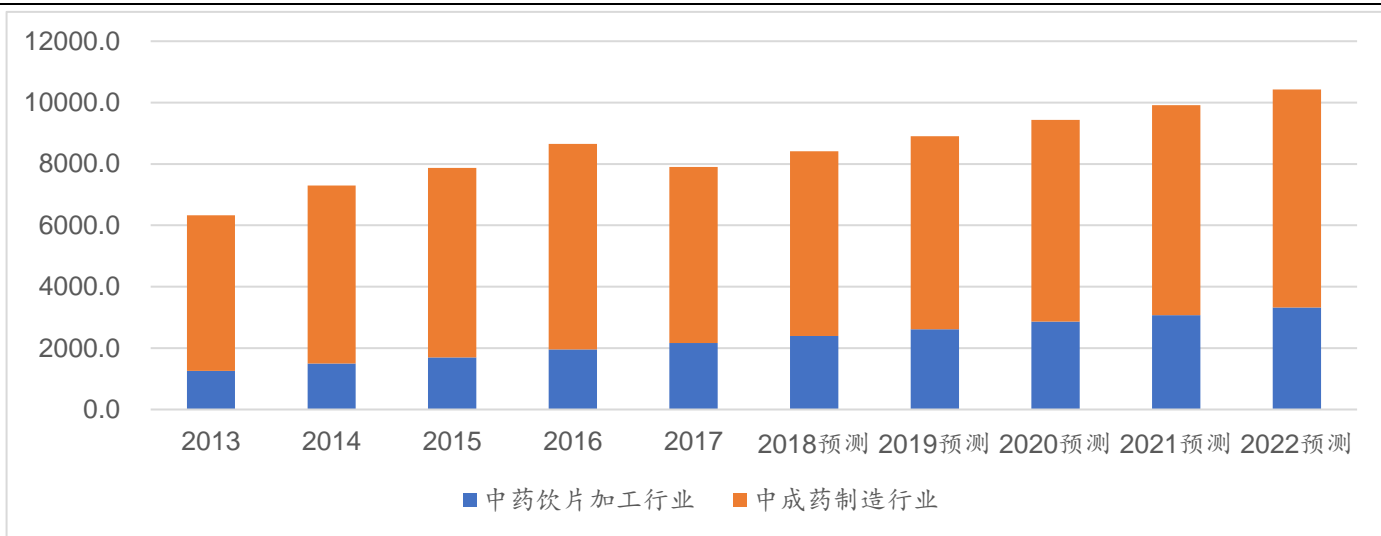
图表 15 中医药产业链



资料来源：启信宝产业库，华安证券研究所

中药产业是我国医药产业的重要组成，也是代表我国最重要的民族产业之一。尤其是顶层设计上，我国政府也是一直在大力扶持，加上中药拥有广阔的群众基础，市场规模呈现稳步增长之势。根据沙利文的预测，到 2022 年市场规模有望达到 10,428 亿元人民币，CAGR 维持在 5% 以上。

图表 16 中国中药行业市场规模, 2013-2022 预测 (按主营业务收入, 亿元)



资料来源: 沙利文、华安证券研究所

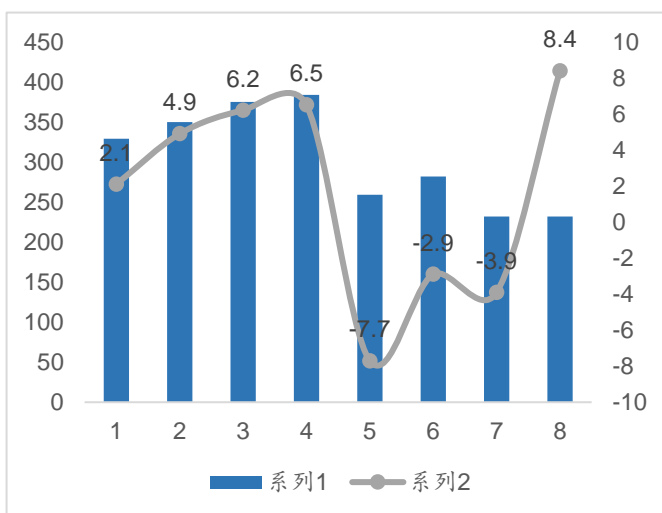
### 中成药: 终端销售拐点已现

产量上, 根据国家统计局的数据显示, 2014-2021 年中国中成药的产量呈现波动趋势, 主要原因是需求变缓以及 2018 年后统计口径导致。经历 2020 年疫情的干扰, 2021 年产量与 2020 年基本持平。

医院端: 根据 IQVIA 统计, 医院端中的其他类别 (中药为主) 2021 年 Q1-Q4 增速分别为 0.3%, 8.9%, 10.8%, 12.6%, 而 2020 年全年增速为 -12.0%。

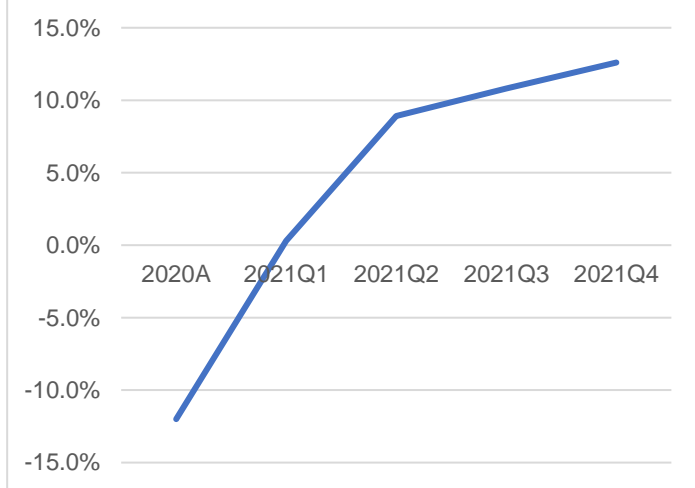
零售端: 米内网预测 2021 年中国城市实体药店终端中成药市场规模将有望超过 1000 亿元, 超过亿元的品种约 200 个, 销售额增长率超过 10% 的品种为 58 个, 其中销售额大于 5 亿元的中成药有 7 个。

图表 17 2010-2021 中国中成药产量及增长 (万吨)



资料来源: 国家统计局、华安证券研究所

图表 18 医院端其他类别 (中药为主) 销售额增速



资料来源: IQVIA、华安证券研究所

图表 19 2021 年米内网预测城市药店终端销售额过亿且同比增速超过 10% 的中成药

药品名称	销售额	增长率	药品名称	销售额	增长率	药品名称	销售额	增长率
安宫牛黄丸	>30 亿元	29.73%	藿香正气滴丸	>2 亿元	12.43%	养阴清肺口服液	>1 亿元	17.94%

感冒灵颗粒	>20 亿元	12.44%	灵芝孢子粉 胶囊	>1 亿元	83.86%	牛黄清心丸 (局方)	>1 亿元	17.80%
舒筋健腰丸	>10 亿元	13.29%	腰肾育	>1 亿元	65.96%	金振口服液	>1 亿元	17.32%
肠炎宁片	>9 亿元	15.51%	滋肾育胎丸	>1 亿元	45.60%	杞菊地黄丸	>1 亿元	16.87%
铁皮枫斗颗 粒	>7 亿元	26.20%	开喉剑喷雾 剂 (儿童型)	>1 亿元	44.82%	鹿角胶	>1 亿元	16.83%
龙牡壮骨颗 粒	>6 亿元	40.49%	小儿消积止 咳口服液	>1 亿元	43.62%	坤泰胶囊	>1 亿元	16.24%
气血康口服 液	>5 亿元	10.03%	参苓健脾胃 颗粒	>1 亿元	37.90%	普乐安片	>1 亿元	14.75%
小儿豉翘清 热颗粒	>4 亿元	36.18%	小儿肺热咳 喘口服液	>1 亿元	34.28%	归脾丸	>1 亿元	14.70%
黄芪精	>4 亿元	28.84%	血脂康胶囊	>1 亿元	32.26%	湿润烧伤膏	>1 亿元	14.40%
小儿感冒颗 粒	>4 亿元	26.41%	银黄滴丸	>1 亿元	26.01%	虫草清肺胶 表	>1 亿元	14.34%
小儿肺热咳 喘颗粒	>3 亿元	33.73%	人参健脾片	>1 亿元	25.06%	芪苈强心胶 囊	>1 亿元	13.54%
血塞通软胶 囊	>3 亿元	23.14%	银黄软胶囊	>1 亿元	24.41%	益气养血口 服液	>1 亿元	13.11%
丁桂儿脐贴	>3 亿元	19.20%	槐耳颗粒	>1 亿元	23.97%	正露丸	>1 亿元	12.12%
金银花露	>3 亿元	10.86%	伤风停胶囊	>1 亿元	23.51%	克咳片	>1 亿元	11.60%
康复新液	>3 亿元	10.20%	小儿咳喘灵 颗粒	>1 亿元	22.99%	感冒灵胶囊	>1 亿元	11.42%
小儿柴桂退 热颗粒	>2 亿元	24.45%	小儿止咳糖 浆	>1 亿元	22.52%	益母草颗粒	>1 亿元	10.69%
神农镇痛膏	>2 亿元	17.36%	小儿咽扁颗 粒	>1 亿元	21.60%	桂龙药膏	>1 亿元	10.60%
苏黄止咳胶 囊	>2 亿元	16.86%	西瓜霜润喉 片	>1 亿元	21.14%	壮腰健肾丸	>1 亿元	10.20%
肺力咳合剂	>2 亿元	16.44%	新复方芦荟 胶囊	>1 亿元	20.66%			
逍遥丸	>2 亿元	12.68%	复方一枝黄 花喷雾剂	>1 亿元	20.22%			

资料来源：米内、华安证券研究所

## 3. 打造“1+N”产品线矩阵

### 3.1. “1”——止咳宝片：特色大单品，百年独家专利

核心产品优势突出，“特一”止咳宝片为独家产品且历史悠久。止咳宝片在我国止咳化痰类中成药市场排名前五，产品具有近百年的悠久历史，出现于清末民初，配方源自经典古方止咳散，前期为散剂，后以膏剂的形式出现，主要治疗因伤风而成的咳嗽。1989年，刘得之先生的儿子刘树仁先生响应政府号召，将原秘方捐献给

了特一药业前身--台城制药厂。2015 年公司以总价 4.61 亿元收购海南海力制药 100% 股权，完成收购以后止咳宝片成为特一药业独家产品，2016 年 1 月，为了更好地发挥产品的协同效应，公司停止了海力制药公司止咳宝片的生产销售，保留母公司特一药业“特一”止咳宝片的生产销售，融合双方 OTC 市场的营销网络和营销人员，并对销售渠道重叠的区域进行了整合、优化，为止咳宝片后续发展奠定了重要基础。

**止咳宝产品制作工艺高、疗效突出。**公司为“止咳宝片”注册“特一牌”商标，为实施名牌战略奠定了基础，组织了科研人员采用现代工艺技术将“止咳宝片”研制成薄膜衣片，并采用现代铝塑膜包装，一举解决了原“宁城牌止咳宝片”容易受潮裂片的质量问题。经广东省中医院和广州中医学院附属医院临床疗效总结有三大特点：一是对各类型的慢性咳嗽有显著效果，对止咳、化痰、平喘疗效十分明显，临控+显效率为 73%，总有效率为 93%；二是毒副作用很低，疗程短、见效快、服药方便；三是对虚寒型和痰湿型咳嗽治疗效果最好，总有效率分别是 100%、95%。

图表 20 止咳宝片介绍



资料来源：公司官网，华安证券研究所

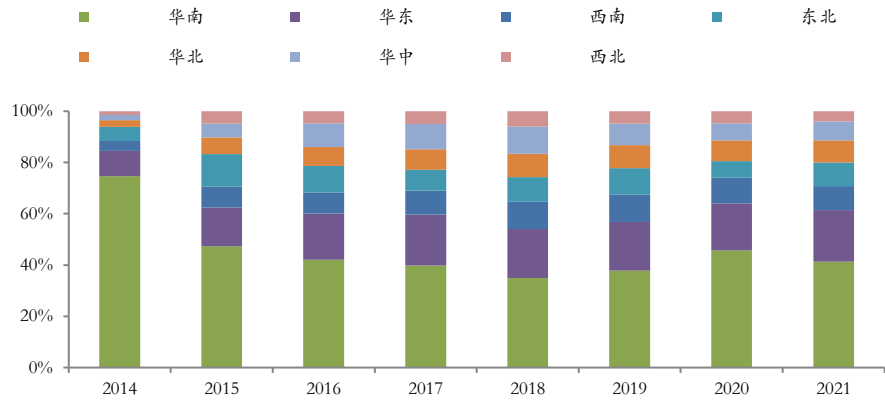
作为核心产品，止咳宝片对促进公司营业总收入的增长有重要作用。止咳宝片是公司的核心品种，毛利率一直维持在 80% 左右。2012-2014 年，特一药业营业总收入增长很慢，15 年以后情况得以改变，虽然近两年受新冠疫情影响，但已逐步回升。15 年公司实现营业收入 5.17 亿元，同比增长 49.83%。主要原因为：收购海南海力以前，两家公司都从事止咳宝片的生产销售，销售渠道相似度高且海南海力所生产的止咳宝片价格更低，收购以后特一牌止咳宝片市场得以扩大，存量也迅速下降，特一药业把握了止咳宝片议价权，其后基于市场调研进行了提价，止咳宝片产品毛利率上升、药店等主体的积极性提高，这些因素有力地促进了公司营业总收入的增长。

**公司 2022 年将努力提升止咳宝片的销售数量。**原因是止咳宝片为公司的高毛利产品，目前影响其利润的最大因素是销量。根据公司公告，公司预计 2022 年止咳宝片全年销售 2500 万盒(约 3.3 亿元)。

**为实现销量增长目标，公司将分地区采取不同发展战略。**2019 年，公司对止咳宝片产品的市场覆盖率进行了全面调查，从调查结果来看，市场覆盖率比较好的地区主要在广东、浙江、江苏、山东、黑龙江、吉林等省及北京市区，其他区域的部分地区还存在着空白的市场；而且市场覆盖率比较好的浙江、江苏、山东及东北等地区也存在部分市场覆盖率较低的区域，这些空白区域的开拓将进一步增加止咳宝

片产品的长期市场空间。目前全国 31 个省和市都有止咳宝的销售，后期计划整体地做市场调查之后，在空白市场进一步的发力，提高空白市场的覆盖率。另外，目前公司在广东省的销售方式是直接由公司营销人员到药店进行销售，后期其他省有可能由经销商和公司自营形成互补，因地制宜地推动止咳宝片的销售。

图表 21 各地区营业收入



资料来源：wind，华安证券研究所

**止咳化痰类产品市场广阔，中成药止咳化痰药物比重不断增加。**据《中国止咳化痰中成药市场评估与投资战略报告（2022 版）》显示，随着自然环境及气候的变化，咳嗽的发病比例呈现不断上升的趋势，特别是经济发达地区，由于人口密集等因素，发病率较高。据国家卫生部统计，我国每年有近 3 亿人感染呼吸系统疾病，其中咳嗽患者多达 5,000 多万人，城乡居民咳嗽患病率在 15% 以上，可见我国止咳化痰类药物较大的市场容量。我国止咳化痰类药物市场以中成药为主，近几年中成药所占比重均在 78% 左右，且比重不断增加，显示出止咳化痰类中成药良好的成长性。

**止咳化痰类药物的细分市场依然是一个开放和充分竞争的市场，政策支持下，疗效确切且物美价廉的品种正面临一个迅速扩张的良机。**从现有的市场情况分析，除念慈菴蜜炼川贝枇杷膏一品独大外，止咳化痰类中成药市场中的其他前九名品牌的市场份额并不高，品牌优势并不明显，市场份额出现了均摊的趋势，这对于止咳宝片的进一步发展而言无疑是有利的。2021 年 3 月，国家发布「十四五」规划和 2035 年远景目标纲要。在全面推进健康中国建设中，提出要推动中医药传承创新，包括对中西医并重和优势互补以及对中药质量提升、推动中药走出去进行了重大部署。「十四五」期间将是中医药事业进入快速发展、高速发展的黄金时期。对中成药止咳药企来说，将迎来一个新的发展良机。

图表 22 止咳祛痰中药市场发展潜力巨大

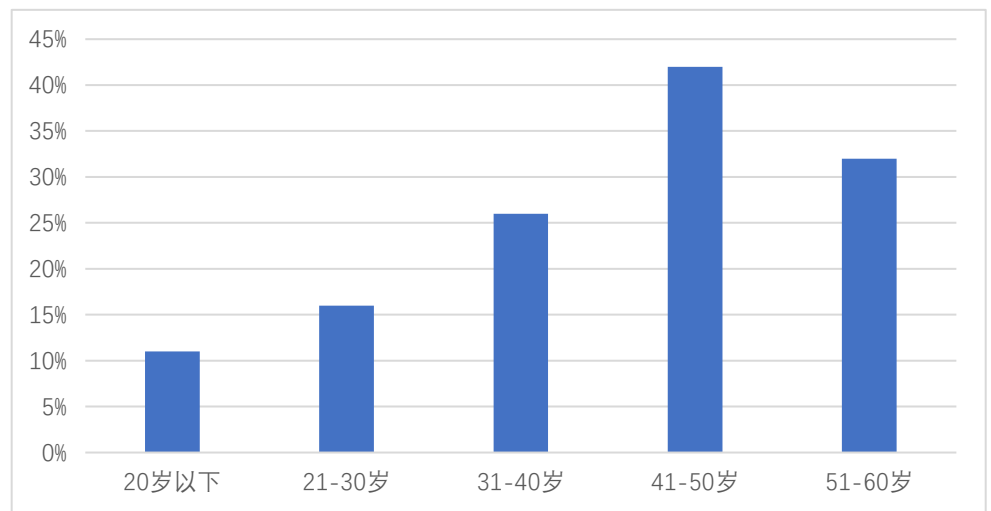


资料来源：智旗洞察，华安证券研究所

**止咳宝片疗效契合市场需求。**根据 SFDA 南方医药经济研究所一项医生调查显示，咳嗽患者的门诊人数年增长幅度约为 5-10%，刺激性干咳是门诊的主要收治类型，咽喉痛痒是咳嗽患者最主要的伴随症状，咳嗽患者中，年轻患者风寒性感冒引发的咳嗽占比较高，50 岁以上的人群咳嗽患者占比也相对较高。而止咳宝片用于年轻患者易感的寒咳及老年人易感的慢性支气管严疗效十分突出，与其他止咳化痰类产品相比，和消费者需求更加契合。

**药店连锁化及区域品牌化趋势下，特一具备自身竞争优势。**药店连锁化加剧、单体药店增长稳定。特一长期以来和药店保持良好合作关系且主要产品止咳宝片的销售毛利率高，药店利润和销售积极性也较高，这对特一开展新的连锁药店合作具有重要推动作用，有利于止咳宝片线下铺货率及品牌竞争力的提高。

图表 23 咳嗽患者年龄分布情况



资料来源：南方医药经济研究所，华安证券研究所

### 3.2.“N”—— 国医堂中药批文待转化，围绕中药多元发展

特一药业产品数量众多，品类丰富。主要产品为中成药类、化学制剂药类及化学原料药。公司有三大重点品类：呼吸系统类、皮肤系统类、消化系统类。



图表 24 公司产品图示



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 25 三大品类重点品种概况：呼吸系统类

产品名称	品类	功效	产家数 (国内)	主要竞争 产商
止咳宝片	呼吸系统类	用于外感风寒所致的咳嗽、痰多清稀、咳喘；慢性支气管炎、上呼吸道感染。对寒性咳嗽效果显著。	1	无
蒲地蓝消炎片	呼吸系统类	清热解毒，抗炎消肿。用于疖肿、咽炎、扁桃腺炎。	28	济川药业集团有限公司
感冒灵颗粒	呼吸系统类	解热镇痛。用于感冒引起的头痛，发热，鼻塞。流涕，咽痛等	31	华润三九医药股份有限公司

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 26 三大品类重点品种概况：皮肤系统类

产品名称	品类	功效	国内 厂家	主要竞争 产商
皮肤病血毒丸	皮肤系统类	清血解毒，消肿止痒，用于经络不和，湿热血燥引起的风疹，湿疹，皮肤刺痒，雀斑粉刺，面赤鼻齄，疮疡肿毒，脚气疥癣，头目眩晕，大便燥结。	2	北京同仁堂制药有限公司
益康倍松乳膏	皮肤系统类	用于真菌感染引起的皮肤癣病，如手癣、足癣、体癣、股癣等。	2	广州白云山医药集团股份有限公司白云山何济公制药厂
曲咪新乳膏	皮肤系统类	用于皮肤湿疹、接触性皮炎、脂溢性皮炎、神经性皮炎、体癣、股癣、手足癣等症。	71	广州白云山医药集团股份有限公司白云山何济公制药厂

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 27 三大品类重点品种概况：消化系统类

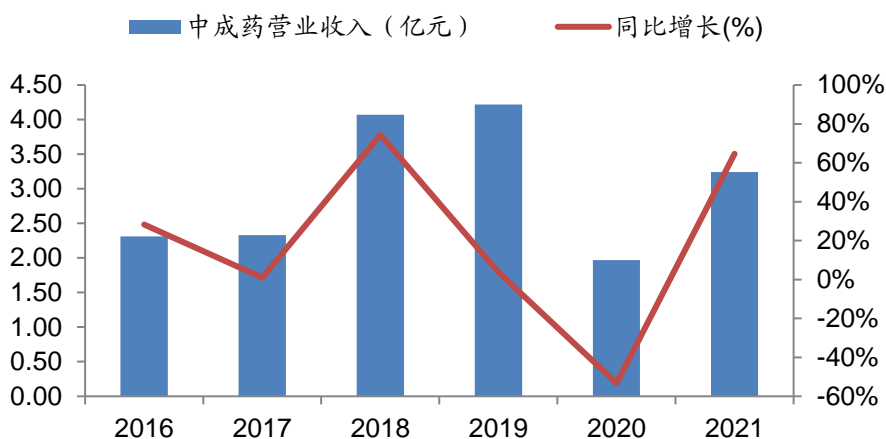
产品名称	品类	功效	产家数 (国内)	主要竞争产商
枫蓼肠胃康片	消化系统类	理气健胃，除湿化滞，用于中运不健、气滞湿困而致的急性胃肠炎及其所引起的腹胀、腹痛和腹泻等消化不良症。	4	广州白云山和记黄埔中药有限公司

资料来源：公司官网、华安证券研究所

在国家产业政策大力支持中医药行业发展的背景下，公司计划紧跟国家改革与发展的大趋势，重点发展中成药品种。2018 年公司以资产收购的方式获得广东国医堂药品批文 96 个，涵盖丸剂、滴眼剂、呼吸系统、消化系统等中成药用药领域，进一步丰富了公司中成药产品结构。国医堂的优势品种主要有蒲地蓝消炎片、枫蓼肠胃康片、西青果颗粒、如意定喘片、如意定喘丸、感冒灵颗粒、皮肤病血毒丸、消痤丸、降糖舒丸等。

将皮肤病血毒丸、降糖舒丸作为继止咳宝片后的重大品种进行培育。随着公司生产排场的综合安排及现代中药产品线扩建及技术改造建设项目的陆续完工，公司已逐步推出国医堂项下的蒲地蓝消炎片、枫蓼肠胃康片、感冒灵颗粒、皮肤病血毒丸和降糖舒丸等产品，目前市场反馈情况良好，皮肤病血毒丸 2022 年预计销售额可以达到 2000 万元；降糖舒丸目前仍处于市场开拓阶段，预计 2022 年的销售额可以达到 500 万元。在国家产业政策大力支持中医药行业发展的背景下，鉴于皮肤病血毒丸和降糖舒丸的市场潜力较大，公司已将皮肤病血毒丸、降糖舒丸作为继止咳宝片后的重大品种进行培育。目前公司已启动皮肤病血毒丸的临床试验，公司将通过核心品种的临床研究和真实世界研究，推动公司特色中药品种成长为中药大品种，提升公司的经营业绩。

图表 28 中成药营业收入及同比增长率

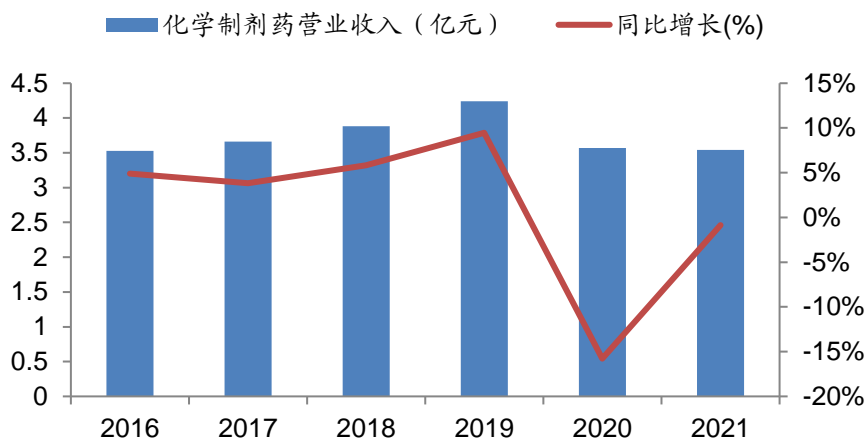


资料来源：wind，华安证券研究所

**化学制剂药：积极参加一致性评价、集采和医院的招投标工作，增加公司产品营销渠道。**在仿制药一致性评价政策实施背景下，公司选择了市场销售情况良好，具备一定市场潜力的 29 个产品与相关研发机构进行合作，开展药品质量和疗效一致性评价工作。截至目前，公司的头孢氨苄胶囊、蒙脱石散、头孢拉定胶囊、磺胺嘧啶片、阿莫西林胶囊、盐酸克林霉素、甲硝唑片、吡嗪酰胺片、复方磺胺甲噁唑片、

替硝唑片、卡托普利片等 11 个产品已通过一致性评价,其他项目正在按计划推进中。公司将以此为契机,积极参加后期的集采和医院的招投标工作,增加公司产品营销渠道。

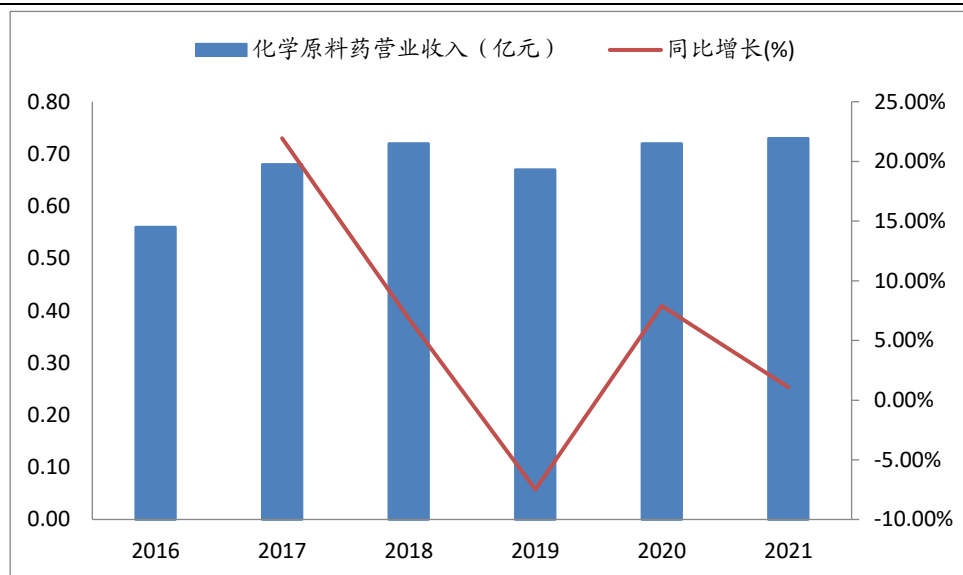
图表 29 化学制剂药营业收入及同比增长率



资料来源: wind, 华安证券研究所

加大原料药的市场推广力度,提高现有原料药产品的市场份额。公司化学原料药生产销售由全资子公司台山市新宁制药有限公司负责,其特色是技术先进,属于小品种的原料药,部分产品拥有独家原料药生产批件。如冰醋酸(治疗各种皮肤浅部真菌感染,灌洗创面及鸡眼、疣的治疗,可用作腐蚀)、次没食子酸铋(用于痔疮和硼酸及滑石粉配伍,可用于皮肤皱褶处因湿热刺激和互相摩擦所形成的摩擦红斑)和硫酸钙(食品添加剂及辅料,医疗上用作石膏绷带)等产品。

图表 30 化学原料药营业收入及同比增长率



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1 盈利预测

关键假设

- 中成药：作为公司核心发展部门，借助止咳宝片的逐步放量有望维持 30% 左右高增长；
- 化药和原料药：受集采和产能影响，维持 10% 相对稳健增长。

图表 31 业绩拆分 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	758	919	1,128	1,363
(+/-%)	19.8%	21.2%	22.8%	20.8%
营业成本	356	403	460	514
毛利率	53.0%	56.2%	59.2%	62.3%
<b>一、 中成药</b>	<b>324</b>	<b>442</b>	<b>604</b>	<b>829</b>
YOY	64.7%	36.3%	36.6%	37.3%
占公司收入百分比	42.8%	48.1%	53.6%	60.9%
毛利率	72.7%	75.0%	77.0%	77.0%
<b>二、 化学制剂药</b>	<b>354</b>	<b>390</b>	<b>429</b>	<b>429</b>
YOY	-0.9%	10.0%	10.0%	0.0%
占公司收入百分比	46.7%	42.4%	38.0%	31.5%
毛利率	29.5%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>三、 化学原料药</b>	<b>73</b>	<b>80</b>	<b>88</b>	<b>97</b>
YOY	1.1%	10.0%	10.0%	10.0%
占公司收入百分比	9.6%	8.7%	7.8%	7.1%
毛利率	79.7%	80.0%	80.0%	80.0%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 32 可比公司分析

	股票	股票	收盘价	EPS (元)				P/E			
	代码	名称	(元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
可比公司	000999.SZ	华润三九	36.47	2.09	2.42	2.78	3.17	17.45	15.10	13.12	11.50
	603896.SH	寿仙谷	49.91	1.34	1.71	2.24	2.94	37.25	29.22	22.32	16.95
	600976.SH	健民集团	47.28	2.13	2.66	3.30	4.07	22.20	17.77	14.31	11.62
		平均值						25.63	20.70	16.58	13.36
公司	002728.SZ	特一药业	13.40	0.62	0.81	1.11	1.50	21.61	16.54	12.07	8.93

资料来源：wind (一致预期, 2022/4/18), 华安证券研究所

### 4.2 投资建议

**地域特色，走向全国。**特一药业是一家集医药研发、医药工业、医药商业为一体的综合型医药集团公司。核心产品为止咳宝片，主要产品包括皮肤病血毒丸、小儿咳喘灵颗粒、金匱肾气片、降糖舒丸、蒲地蓝消炎片、感冒灵颗粒、血塞通分散片、银杏叶分散片、益心舒颗粒、铝碳酸镁咀嚼片、枫蓼肠胃康片、奥美拉唑肠

溶胶囊等。公司由广东台城制药股份有限公司演变而来，14年在深交所上市。家族式企业，许氏家族直接控股股份近50%，现任公司董事长许丹青长期从事药材贸易等业务，资历深厚。虽然2020年总营收、净利润和毛利率受疫情影响较大，但2021年以来，正逐渐摆脱疫情影响，财务状况持续转好。

**借助中药发展春风，核心产品止咳宝片做大做强。**2021年中医药政策迎来爆发期，相关的重磅政策纷纷落地。中药产业是我国医药产业的重要组成部分，市场规模庞大。其中中成药市场无论是在产量端、医院端还是在零售端，景气度都出现明显向上。特一药业的止咳宝片作为公司独家产品，拥有近百年的悠久历史。疗效突出，对各类型的慢性咳嗽有显著效果、毒副作用很低，在我国止咳化痰类中成药市场排名前五。产品毛利率一直维持在80%左右，根据公司公告，预计2022年止咳宝片全年销售2500万盒(约3.3亿元)。在有利的市场空间和竞争格局下，有望实现进一步的巨大跳跃。

**特一坚持多品种共同发展战略，积极打造“1+N”产品线矩阵。**除了核心产品止咳宝片以外，特一坚持多品种共同发展战略，积极打造“1+N”产品线矩阵。“1”是主力品种止咳宝片。“N”：在国家产业政策大力支持中医药行业发展的背景下，公司计划紧跟国家改革与发展的大趋势，中成药、化学药及化学原料药3大方向同时发力。重点发展中成药品种，将皮肤病血毒丸、降糖舒丸作为继止咳宝片后的重大品种进行培育；积极发展化学制剂药，参加一致性评价、集采和医院的招投标工作，增加公司产品营销渠道，目前公司已有11个产品通过一致性评价，其他项目正在按计划推进中；同时加大原料药的市场推广力度，提高现有原料药产品的市场份额。

我们预计，公司2022~2024年收入分别9.2/11.3/13.6亿元，分别同比增长21.2%/22.8%/20.8%，归母净利润分别为1.8/2.5/3.3亿元，分别同比增长42.1%/36.7%/35.1%，对应EPS为0.81/1.11/1.50元，对应估值为16X/12X/9X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## 风险提示：

- **政策变化风险。**近年来，随着医药体制改革相关政策的逐步落地，国家对医药行业的管理力度不断加大。医保控费、一致性评价、两票制、“集采”常态化等一系列医药政策的实施，为医药行业未来的发展带来重大影响，公司面临政策变化的风险。

- **药品降价风险。**随着药品价格改革，医药市场竞争的加剧，医疗保险制度改革的深入及相关政策、法规的出台或调整，以及医院药品招标采购等一系列药品价格调控政策的进一步推广，预计我国药品降价趋势仍将持续，医药行业的平均利润率可能会下降，从而对公司盈利能力产生不利影响。

- **经营风险。**虽然目前国内新冠疫情控制情况良好，但新冠疫情的持续影响仍然存在，对企业的经营发展带来较大的挑战，公司经营业绩存在下滑的风险。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	712	929	1201	1566	<b>营业收入</b>	758	919	1128	1363
现金	372	519	728	1015	营业成本	356	403	460	514
应收账款	77	98	117	144	营业税金及附加	9	11	14	17
其他应收款	1	2	2	2	销售费用	119	165	209	259
预付账款	14	16	19	21	管理费用	57	74	90	109
存货	195	229	257	290	财务费用	24	23	22	20
其他流动资产	52	65	78	94	资产减值损失	-23	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1354	1334	1329	1317	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	8	9	11
固定资产	403	336	269	201	<b>营业利润</b>	141	210	287	387
无形资产	157	169	188	204	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资产	794	828	873	912	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	2066	2263	2530	2883	<b>利润总额</b>	147	210	287	387
<b>流动负债</b>	496	513	533	553	所得税	20	29	40	54
短期借款	377	377	377	377	<b>净利润</b>	127	180	247	333
应付账款	44	43	53	57	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	75	92	103	119	<b>归属母公司净利润</b>	127	180	247	333
<b>非流动负债</b>	308	308	308	308	EBITDA	233	311	387	486
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.62	0.81	1.11	1.50
其他非流动负债	308	308	308	308					
<b>负债合计</b>	805	821	841	861					
少数股东权益	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>				
股本	222	222	222	222	<b>会计年度</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
资本公积	461	461	461	461	<b>成长能力</b>				
留存收益	579	759	1006	1339	营业收入	19.8%	21.2%	22.8%	20.8%
归属母公司股东权益	1262	1442	1689	2022	营业利润	141.4%	49.2%	36.7%	35.1%
<b>负债和股东权益</b>	2066	2263	2530	2883	归属于母公司净利	189.7%	42.1%	36.7%	35.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	53.0%	56.2%	59.2%	62.3%
					净利率 (%)	16.7%	19.6%	21.9%	24.4%
					ROE (%)	10.1%	12.5%	14.6%	16.5%
					ROIC (%)	8.1%	9.5%	11.3%	13.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	38.9%	36.3%	33.3%	29.9%
					净负债比率 (%)	63.8%	56.9%	49.8%	42.6%
					流动比率	1.43	1.81	2.25	2.83
					速动比率	1.01	1.33	1.73	2.27
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.37	0.41	0.45	0.47
					应收账款周转率	9.85	9.37	9.60	9.48
					应付账款周转率	8.10	9.33	8.67	8.99
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.62	0.81	1.11	1.50
					每股经营现金流薄)	1.16	1.00	1.35	1.66
					每股净资产	5.69	6.51	7.62	9.12
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27.61	16.47	12.05	8.92
					P/B	3.01	2.06	1.76	1.47
					EV/EBITDA	17.56	10.02	7.50	5.39

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师:** 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**联系人:** 李昌幸, 研究助理, 主要负责消费医疗(药店+品牌中药+OTC)、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士, 曾任职于华西证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 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; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。