

德展健康 (000813)

医药生物

发布时间: 2020-09-14

证券研究报告 / 公司动态报告

买入

首次覆盖

拓展非带量市场销售 重回高增长通道

报告摘要:

嘉林药业品牌优势凸显, 主打心脑血管药物研发、生产与销售

德展健康持股嘉林药业 100% 股权, 公司主营业务收入主要由嘉林药业贡献。嘉林药业在调/降血脂药物市场连续多年位列国产药龙头地位, 产品质量、品牌号召力、技术水平及生产工艺均处于市场先进水平, 公司主打产品“阿乐”根植于降血脂市场多年, 产品质量较高, 用药人群稳定, 品牌优势明显。公司拓展非带量采购市场销售, 业绩有望重回高增长通道。

收购长江脉, 布局消毒液行业, 进军“大卫生”领域

截至 2020 年上半年, 德展健康已经完成对北京长江脉 70% 股权的收购, 正式进军消毒科技产品领域。长江脉主打高科技创新型消毒产品, 销售对象为医院与零售, 其消毒产品覆盖全国七千余家医院, 且 64.5% 的三甲医院都用长江脉的消毒产品。随着新冠病毒爆发, 医院、学校、铁路、民航对消毒液的需求暴增, 疫情利好其业务增长。

瞄准工业大麻产业链, 增资抗肿瘤药公司, 全面布局大健康产业

2019 年, 德展健康相继收购云南素麻生物科技有限公司 20% 股权、与汉麻集团合作成立公司等方式布局大麻业务、增资北京东方略生物医药科技股份有限公司发展创新药业务。完成了对汉葦(天津)生物技术股份有限公司 67.0125%、汉肽生物医药集团有限公司 65% 股权收购以及北京首惠医药有限公司 51% 股权收购事宜, 并完成对化妆品及多肽药物的业务布局。德展从单一仿制药生产企业向以抗肿瘤、抗癌痛等为代表的创新药、工业大麻快消品、心脑血管筛查体检等领域扩张, 从而转移经营重心, 实现多元化发展转型。

投资建议: 公司主导产品“阿乐”拓展非带量采购市场, 致力于利润增长。外延式进军大健康产业, 盈利能力不断增强, 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.21、0.27、0.32 元。首次覆盖给予“买入”投资评级。

风险提示: 市场及政策风险、药品招标风险、生产成本上涨风险以及新业务风险。

股票数据

2020/9/11

6 个月目标价(元)	9.5
收盘价(元)	6.37
12 个月股价区间(元)	4.97~9.48
总市值(百万元)	14,278
总股本(百万股)	2,241
A 股(百万股)	2,241
B 股/H 股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	16

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-6%	10%	-23%
相对收益	-5%	-6%	-41%

相关报告

《原料药行业研究报告: 特色原料药板块迎来中长期发展机遇》

-20200610

《疫苗行业深度—核酸疫苗专题研究》

-20200401

《医药行业 2020 年投资策略: 行业格局重塑, 关注创新药械和 CRO (10 页版)》

-20191128

《医药行业 2020 年投资策略: 行业格局重塑, 关注创新药械和 CRO》

-20191120

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,291	1,775	1,919	2,442	2,917
(+/-)%	48.22%	-46.06%	8.09%	27.28%	19.46%
归属母公司净利润	931	337	472	607	709
(+/-)%	16.73%	-63.79%	40.03%	28.68%	16.85%
每股收益(元)	0.42	0.15	0.21	0.27	0.32
市盈率	22.11	41.85	30.33	23.56	20.16
市净率	3.90	2.51	2.63	2.61	2.58
净资产收益率(%)	17.62%	6.00%	8.70%	11.11%	12.81%
股息收益率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本(百万股)	2,241	2,241	2,241	2,241	2,241

证券分析师: 王凤华

执业证书编号: S0550520020001

13801276398 wangfh@nesc.cn

目 录

1. 公司基本情况	4
1.1. 主营业务.....	4
1.2. “产业+资本”双轮驱动战略推进外延式发展.....	5
1.3. 多元投资推进全方位布局.....	5
2. 主业医药工业	7
2.1. 立普妥首仿药“阿乐”口碑好评.....	7
2.2. 阿乐集采竞标落选，业绩下滑.....	7
3. 布局工业大麻行业，抢占市场先机	7
3.1. 工业大麻行业：应用广泛，市场潜力大的朝阳行业.....	7
3.1.1. 种子：培育优质种子，降低提取加工成本.....	8
3.1.2. 种植范围放开，工业大麻认可度提高.....	9
3.1.3. 提取：提取工艺专利技术是影响行业利润的重要因素.....	9
3.1.4. 下游应用市场广阔，行业潜力大.....	10
3.1.4.1. 食品与饮料.....	10
3.1.4.2. 化妆品.....	11
3.1.4.3. 医疗制药.....	11
3.1.4.4. 纺织产业.....	11
3.2. 工业大麻使用限制放松，合法化进程加快.....	11
3.2.1. 各国放松对工业大麻合法化的限制，行业前景广阔.....	11
3.2.2. 国内工业大麻种植有序放松限制.....	12
3.2.3. 全球联合国工业大麻大会年底召开，对工业大麻、CBD和CBD制品的限制有望消除.....	12
3.3. 德展健康：布局工业大麻种子及下游应用产业，开拓公司业务板块.....	12
3.3.1. 工业大麻种子.....	12
3.3.2. 工业大麻产品.....	12
3.4. 合作伙伴汉麻投资集团有限公司布局工业大麻全产业链.....	13
4. 其它新增业务：多元化产业布局，外延式发展	14
4.1. 消毒液：进军“大卫生”领域.....	14
4.2. 化妆品面膜.....	15
5. 股权激励方案彰显未来业绩信心	15
6. 盈利预测	16
7. 风险提示	16

图表目录

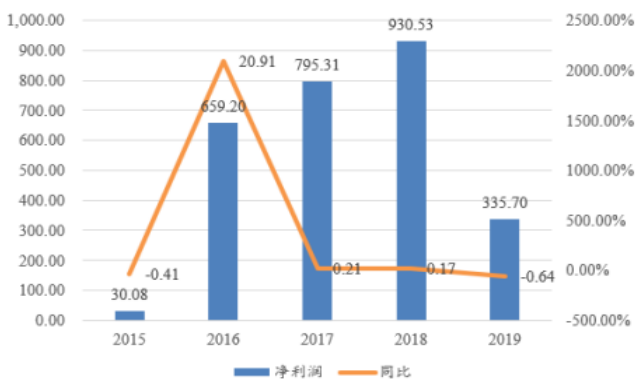
图 1: 2015-2019 年公司营收及同比 (百万元)	4
图 2: 2015-2019 年公司净利润及同比 (百万元)	4
图 3: 2018-2019 年公司营收构成 (万元)	5
图 4: 工业大麻和娱乐大麻的外形区别	8
图 5: 工业大麻提取 CBD 的工艺流程	9
图 6: 2012-2018 年中国功能饮料零售额 (亿元)	10
图 7: 2012-2018 年中国功能饮料零售量 (亿升)	10
表 1: 德展健康子公司及持股比例	6

1. 公司基本情况

1.1. 主营业务

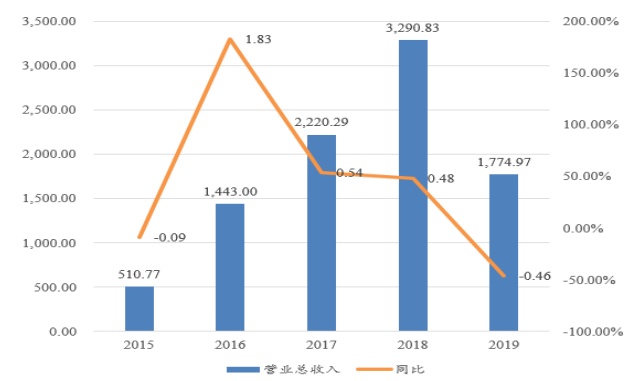
德展健康原主营纺织，2016 年重大资产重组后，德展健康置入嘉林药业 100% 股权，转型进入医药行业。公司主营业务收入主要由全资子公司嘉林药业贡献。嘉林药业主要从事心脑血管药物的研发、生产和销售。正在生产和销售的药品包括阿乐（10mg）、阿乐（20mg）、盐酸曲美他嗪胶囊、凡乐片一型、凡乐片二型、硫唑嘌呤片、盐酸胺碘酮片、羟基脲片和秋水仙碱片等。嘉林药业在调/降血脂药物市场连续多年位列国产药龙头地位，产品质量、品牌号召力、技术水平及生产工艺均处于市场先进水平，公司主打产品“阿乐”根植于降血脂市场 20 多年，拥有相对稳定的用药人群，产品质量稳定，深受医患信赖及认可，品牌依从性较高，拥有良好的品牌优势。嘉林药业曾获得“3.15 健康中国医药行业十大影响力品牌”、“新中国成立 70 周年医药产业标杆企业”等多个奖项；2020 年上半年，嘉林药业荣获“北京市诚信创建企业”称号。

图 1: 2015-2019 年公司营收及同比 (百万元)



数据来源: 东北证券、Wind

图 2: 2015-2019 年公司净利润及同比 (百万元)

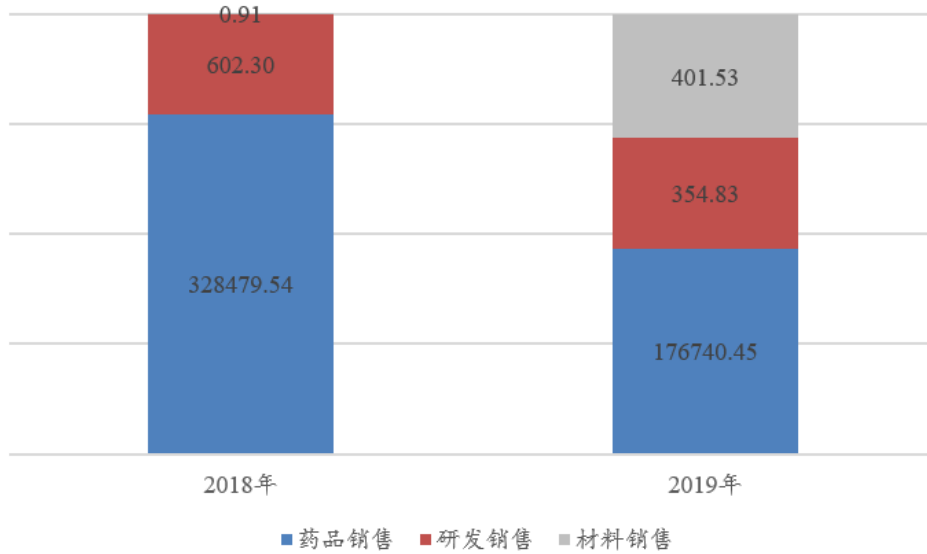


数据来源: 东北证券、Wind

2019 年公司实现营业收入 17.7 亿元，同比减少 46.06%；实现利润总额 3.9 亿元，同比减少 63.17%；全年实现归母公司净利润 3.4 亿元，同比减少 63.79%。2019 年全年药品销售总额达 17.67 亿元，同比减少 46.19%；研发销售额达 354.8 万元，同比减少 41.09%；材料销售额达 401.5 万元，同比增加 43806%。营收总额与归母净利润的大幅减少主要受药品集中采购政策影响以及产品销售单价下降所致。

截至 2020 年 6 月末，公司总资产 657,287.39 万元，较去年同期增长 10.88%；归属于上市公司股东的所有者权益 579,529.77 万元，较去年同期增长 3.25%；资产负债率为 9.82%；实现营业收入 71,460.13 万元，较去年同期下滑 22.48%；营业成本为 17917.63 万元，较去年同期上升 44.47%；实现利润总额 24,062.08 万元，较去年同期下滑 18.05%；实现归属于上市公司股东的净利润 18,243.71 万元，较去年同期下滑 24.59%。本期营业收入、利润总额与归母净利润的减少主要系本期销量及单位成本增加所致。

图 3: 2018-2019 年公司营收构成 (万元)



数据来源: 东北证券, Wind

1.2. “产业+资本”双轮驱动战略推进外延式发展

2018 及 2019 年医药行业环境大改, 德展预计以带量采购政策为主的系列政策会大幅降低未来仿制药行业平均毛利率。由此, 德展放弃以仿制药为核心的发展模式并对发展战略作出重大调整。2019 年以来, 德展从单一仿制药生产企业向以抗肿瘤、抗癌痛等为代表的创新药、工业大麻快消品、心脑血管筛查体检等领域扩张, 从而转移经营重心, 实现多元化发展转型。

德展采用“产业+资本”的双轮驱动战略, 快速签约连锁药店, 保证零售终端覆盖, 深挖“阿乐”产品潜力; 积极推进“复方阿乐”等新产品的品牌建设及上市工作; 协同支持工业大麻领域应用药物研发工作、工业大麻快消品的上市及销售; 推进长江脉等新业务发展, 借助如东方略等渠道引进新的重磅产品及企业, 实施并购和扩张; 在抗肿瘤、抗癌痛、罕见病及快消品等领域不断丰富公司产品管线, 打造新的利润增长点。

1.3. 多元投资推进全方位布局

由于“4+7”带量采购全面扩围, 国内药企普遍面临药价下调、利润大幅缩水, 德展健康全面推进落实董事会及管理层制定的新发展战略, 在公司主打降血脂产品领域, 加大 OTC 端市场以及部分非带量采购地区的推广力度, 加强与连锁客户沟通合作, 增加终端药店的促销力度, 寻求新的利润点。2019 年, “阿乐”在零售药店阿托伐他汀销售额中排名第二位, 占比约为 11.09%, 位列辉瑞立普妥 (70.95%) 之后。2020 年上半年, 德展健康主打产品“阿乐”实现销量 1.16 亿盒 (按 10mg 计算), 在市场推广方面, 德展健康在原有推广渠道的基础上, 着力加强患者教育, 加大品牌宣传力度, 深入树立“阿乐品质”概念, 加强患者对品牌的粘性。

同时, 公司积极调整销售策略并推进新业务布局、多元投资拓宽产品管线、开拓新业务领域、创造新的利润增长点。2019 年以来德展健康通过合资设立德义制药有限公司、美瑞低那食品饮料有限公司、海南德澄健康医疗有限责任公司、汉光药彩 (北京) 有限责任公司等 6 家控股或参股公司, 收购云南素麻生物科技有限公司 20% 股

权，并与汉麻集团合作成立公司等方式布局大麻业务。

其中，德展健康以3亿元人民币对北京东方略生物医药科技股份有限公司进行增资以发展创新药业务。据德展健康介绍，东方略目前已经打造出三个 First-in-Class 肿瘤创新药平台，其中最核心的产品为针对 HPV 宫颈癌前病变的 DNA 治疗性疫苗 VGX-3100。根据增资协议约定，德展健康已完成第一次增资款 2 亿元；本次投资完成后，德展健康将成为北京东方略的第一大股东，持股比例为 23.22%，同时也能丰富自有产品线、拓展市场。

德展健康根据自身发展战略进一步拓展公司业务领域，截至 2020 年上半年，公司已完成对北京长江脉医药科技有限责任公司 70% 股权的收购，正式进军消毒科技产品领域，同时完成了对汉萃(天津)生物技术股份有限公司 67.0125%、汉肽生物医药集团有限公司 65% 股权收购以及北京首惠医药有限公司 51% 股权收购事宜，并完成对化妆品及多肽药物等的业务布局。

目前公司已局业务均在积极推进之中，东方略正在进行科创板上市辅导，美瑞低那首批工业大麻饮品预计将很快上市，德义制药正按照研发计划积极开展 CBD 治疗肺动脉高压等相关药物的研究工作，云南素麻工业大麻温室大棚已建成投入使用，多款新品种正在审定中。上述新业务的布局以及推进，将有利于公司拓宽产品管线、创造新的利润增长点。

表 1：德展健康子公司及持股比例

子公司名称	以下简称	持股比例(%)	
		直接	间接
北京德展德益健康管理有限公司	德展德益	100.00	
北京嘉林药业股份有限公司	嘉林药业	99.00	1.00
北京红惠新医药科技有限公司	红惠新		100.00
北京凌翰生物医药科技有限公司	凌翰生物		100.00
天津嘉林科医有限公司	天津嘉林		100.00
嘉林药业有限公司	嘉林有限		100.00
北京嘉林惠康医药有限公司	嘉林惠康		100.00
海南德澄健康医疗有限责任公司	海南德澄		70.00
美瑞低那食品饮料有限公司	美瑞低那饮料	60.00	
北京美瑞低那化妆品有限公司	美瑞低那化妆品	70.00	
德佳康(北京)生物科技有限公司	德佳康	67.00	
德展大健康产业有限公司	德展香港	100.00	
北京长江脉医药科技有限责任公司	长江脉	70.00	
浙江长江脉物联科技有限公司	长江脉物联		100.00
中食健之素科技发展(北京)有限公司	中食健之素		70.00
山东省长江脉医药科技有限责任公司	山东长江脉		100.00
武汉长江源医药科技有限公司	武汉长江源		100.00
汉肽生物医药集团有限公司	汉肽生物	65.00	
江苏汉肽生物医药有限公司	江苏汉肽		88.00
山东汉肽医美生物科技有限公司	汉肽医美		100.00
汉萃(天津)生物技术股份有限公司	汉萃天津	67.01	
汉萃(上海)生物科技有限公司	汉萃上海		100.00
北京首惠医药有限公司	首惠医药		51.00

数据来源：东北证券，德展健康 2020 年中报

2. 主业医药工业

2.1. 立普妥首仿药“阿乐”口碑好评

“阿乐”（通用名：阿托伐他汀钙片）为德展全资子公司嘉林药业核心的药物品种，于1999年获准上市。嘉林药业在调/降血脂药物市场连续多年位列国产药龙头地位，产品质量、品牌号召力、技术水平及生产工艺均处于市场先进水平。“阿乐”作为全球销售额最大的处方药之一立普妥在国内的首仿药，在国内首个通过一致性评价。根据中国药学会商情数据显示，“阿乐”在降血脂药领域排名第三位，在阿托伐他汀品类中市场排名第二，并在国产降脂药中排名第一位。

2.2. 阿乐集采竞标落选，业绩下滑

据新京报报道，在2018年“4+7”城市带量采购试点谈判中，“阿乐”独家中标后，“阿乐”销量在阿托伐他汀、瑞舒伐他汀以及匹伐他汀三种通用名全部药品中市场占有率显著升高，2019年5月市场占有率较2019年1月上升10个百分点，在三种他汀类全部药品中排名第二。在11个试点城市样本医院中“阿乐”市场占有率增长显著，占有率接近68%，已超越立普妥成为阿托伐他汀市场占有率最大品牌。

然而，在新一轮药品集中采购全国扩围中，核心产品“阿乐”出局，我们判断是德展健康主动放弃低价市场。目前该产品占德展健康营收比例超过95%，且此次采购周期为两年，“阿乐”两年后才有望再次入围。

与此同时，德展健康2019年上半年营收下降44.50%，“4+7”城市集中带量采购下，产品销售单价下降成为主要原因。“阿乐”在集中采购区域的平均销售单价为3.4元/盒，非集中采购区域平均销售单价则为17.38元/盒，执行集中采购区域产品销售均价为未执行区域价格的19.56%。因此，2020年以来，公司通过有效调整营销模式及重心，积极开拓OTC市场、开展非带量市场拓展，以实现在整体市场萎缩的前提下寻求利润找回。公司半年报显示，除河北省外的“4+7”地区，受带量采购价格及公司营销重心调整等因素的影响，对公司产品在医院端的销售产生了一定影响。公司管理层迅速采取应对措施，加大OTC端市场以及部分非带量采购地区的推广力度，加强与连锁客户沟通合作，增加终端药店的促销力度，寻求新的利润点。

3. 布局工业大麻行业，抢占市场先机

3.1. 工业大麻行业：应用广泛，市场潜力大的朝阳行业

四氢大麻酚（THC）和大麻二酚（CBD）是大麻的主要提取物。THC是大麻中的主要精神活性物质，可让人致幻、成瘾；而CBD是大麻中主要的非精神活性物质，具有抗焦虑、抗炎等功效，具有极高的医用价值，同时，它还能消除THC对人体产生的致幻作用，被称为“反毒品化合物”。通常，根据THC含量的不同，大麻被划分为三种：THC含量小于0.3%为工业大麻，不显示精神活性；THC含量在0.3%-0.5%之间为中间型大麻，精神活性较低，有药用倾向；THC含量大于0.5%为娱乐型大麻，有明显精神活性。

大麻是一种具有多种用途的作物，近年来随着各国对工业大麻使用限制的不断放宽，工业大麻的价值被越来越多的人所认可，并被广泛应用于医药、护肤品、纺织、食品和生物能源等各方面。

图 4: 工业大麻和娱乐大麻的外形区别



数据来源: 东北证券, 汉麻集团

工业大麻和娱乐大麻在外形上有明显区别。工业大麻叶子细窄，生长在顶端；娱乐大麻叶子宽阔，紧挨芽苞生长。工业大麻植株高大，枝杈少；娱乐大麻植株相对矮小，枝杈多。工业大麻多为田间种植，可适应多种气候，生长周期为 108-120 天，植株间距 10 厘米。娱乐大麻多为温室种植，需要严格控制湿度、温度、光照等条件，生长周期为 60-90 天，植株间距 1.8 米。

大麻植物中包含超过 750 种化合物，其中大麻素类近 104 中，如四氢大麻酚 (THC)、大麻二酚 (CBD)、大麻酚 (CBN) 等；黄酮类有 23 种，如芹黄素、山奈酚、木犀草素等；萜烯类有 100 多种，冰片、石竹烯、桉油精、柠檬烯、芳樟醇等；而这其中只有少数被充分研究过。

3.1.1. 种子：培育优质种子，降低提取加工成本

种子中的大麻二酚 (CBD) 含量高低对相关行业的生产成本有重大影响，当种子中 CBD 的含量越低，提取相同数量的 CBD 就需要更多的工业大麻数量，因此，在技术等其他条件都相同的情况下，提取 CBD 所产生的溶剂和的污水成本也提升了工业大麻的种植和提取成本。根据 2019 年 2 月 17 日券商中国《中钟看药第 020 期》向美国专业机构征询的资料，目前全球工业大麻种子的平均 CBD 含量在 4%-5%，最高能达到 18%。其中美国种子的含量平均在 5%-6%，而我国主要种植的“云南一号”和“云南七号” CBD 含量分别为 0.4% 和 0.9%，领先的工业大麻种子品种“云麻 8 号” CBD 含量也仅为 1.33% 左右，目前最新培育出的品种 CBD 含量能达到 2.09%，但与发达国家相比仍有较大差距。随着工业大麻在相关行业的潜力不断被发掘，国内外越来越重视工业大麻行业。紫鑫药业和汉麻集团均表示要培育 CBD 含量 10% 以上的种子，紫鑫药业已从荷兰引进优质种子，其荷兰全资子公司 Fytagoras B.V 与吉林省农业科学院共同签订《工业大麻合作研究协议》，旨在培育出 CBD 含量 10% 以上的种子；汉麻集团和中国农科院合作培育的“汉麻一号”种子预计 CBD 含量在 10% 以上。国外，Canopy Growth 以约 3.3 亿美元的价格收购了科罗拉多州大麻遗传公司 Ebbu。

3.1.2. 种植范围放开，工业大麻认可度提高

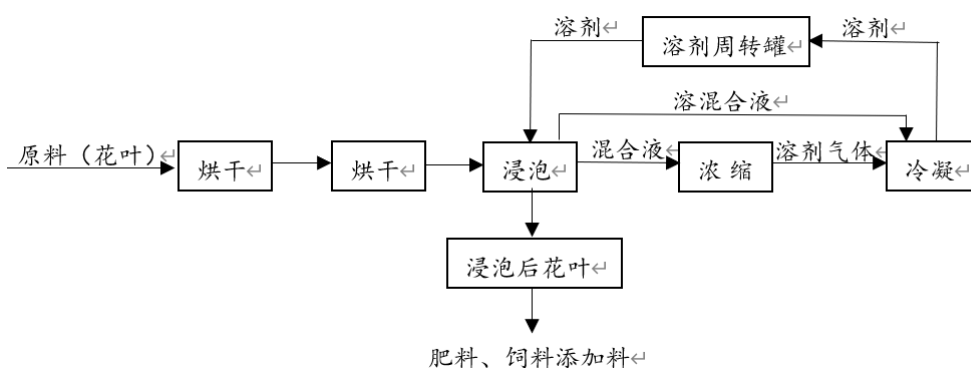
相比娱乐大麻，工业大麻种植条件简单，多为田间种植，可适应多种气候，生长周期为 108-120 天，植株间距 10 厘米。我国黑龙江和云南具有工业大麻种植资格，吉林有望成为我国第三个具有工业大麻种植及加工资格的省份。工业大麻从选种到成熟的培育期持续 3-10 个月，具体流程为选种、播种、营养、开花、收获、熟化，操作难度较低。选种是第一步，每个品种都有能力生产一种大麻菌株，这种菌株有特定的大麻素和萜烯特征以及其他一些特性。1-4 周是播种期，是种子发芽和植物茎开始生长的时间，在这个阶段栽培者管理生长避免长茎，长茎缺少进一步支撑植被的能力。3-8 周为营养阶段，是植物快速生长和显示性特征的阶段。在这个阶段，栽培者去除雄株、控制如光和营养素等生长输入，以最大限度提高未经交配的雌花的产量。6-16 周是开花期，包含大麻花和大麻花毛状体的生长和成熟。毛状体通常出现在植物整个表面，但在未交配雌性植物的花上浓度最高。接下来的 2-4 周是收获期，包括从主茎上剪下叶柄，烘干叶柄和花以及修剪干燥的花。栽培者每次收获都是为了最大限度地提高花的产量，优化大麻素和萜烯的产量。接下来的 2-8 周是熟化阶段，是对于大麻花进行控制发酵的阶段，发酵发生的条件以及发酵过程的持续时间都会进一步影响大麻花的香气、味道和大麻素成分。

3.1.3. 提取：提取工艺专利技术是影响行业利润的重要因素

根据券商中国《中钟看药第 020 期》的数据，纯度在 95% 左右的食物级 CBD 价格为 4-14 美元/克，而纯度为 99.99% 的医用级 CBD 售价为 100 美元/克。此外，目前 CBD 的提取工艺主要有两种：溶剂萃取法和二氧化碳超临界流萃取法，我国工业大麻萃取工艺以溶剂萃取法为主，原因在于该方法操作简单，成本较低，但提取纯度较低，影响使用，同时伴随安全隐患。二氧化碳超临界流萃取法更安全高效，但操作复杂，设备昂贵，能源消耗大，CBD 提取专利被国外公司垄断，若要使用则需要向国外公司支付专利费用。

国内一些公司也开始逐步推进 CBD 提取业务，银河生物持股 5.55% 的汉素生物拥有世界最大的 CBD 萃取工厂；美瑞健康与汉麻集团签署共同投资美国工业大麻提取工厂的协议并有望成为汉素二期扩大项目的控股股东，在已有的产能基础上扩大加工萃取能力；顺灏股份将 CBD 及其他活性成分的提取物做加工技术研究和产品研发。

图 5：工业大麻提取 CBD 的工艺流程



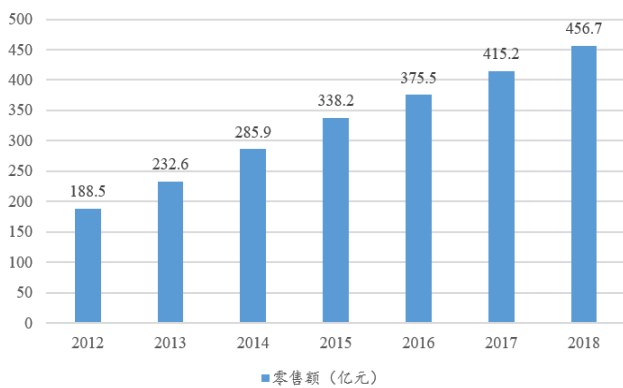
数据来源：东北证券，专利之星

3.1.4. 下游应用市场广阔，行业潜力大

3.1.4.1. 食品与饮料

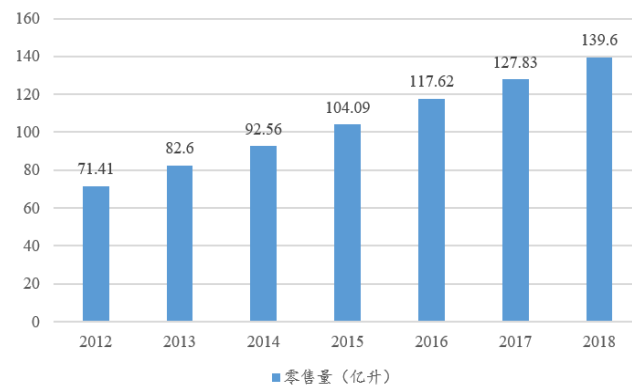
工业大麻在食品与饮料行业具有广阔的发展空间。目前，国外已经推出多种含有大麻成分的食品与饮料。KivaConfections 在美国加利福尼亚州推出大麻热巧克力，每袋中注入 5mg 的 THC；Corona 啤酒制造商 Constellation Brands 向大麻生产商 CanopyGrowth 投入 40 亿美元；可口可乐与大麻生产商 AuroraCannabis 跨界合作；喜力旗下的美国精酿啤酒公司 Lagunitas 与加利福尼亚大麻制造商旗下品牌 absolutextract 合作推出了含 THC 的气泡水 Hi-FiHops；LoveHempWater 的瓶装水中含有大麻油及大麻提取物；BotanicalLab 咖啡中加入 CBD 成分；CuvéeCoffee 也推出了加入大麻油的咖啡饮品。国内，含有工业大麻成分的食品与饮料还非常有限，2016 年和 2017 年汉麻投资集团分别推出了放松型大麻饮料 SUTIWA 萨缇瓦和情绪调控饮品“爱麻饮力”，2019 年的今麦郎和汉麻投资集团共同推出含有工业大麻成分的神麻能量饮料，主打提神抗疲劳；2020 年，在香港初创的精酿啤酒厂 OHCBDBeer 也推出了第一款 CBD 啤酒。

图 6: 2012-2018 年中国功能饮料零售额 (亿元)



数据来源：东北证券，前瞻经济学人

图 7: 2012-2018 年中国功能饮料零售量 (亿升)



数据来源：东北证券，前瞻经济学人

工业大麻饮料作为功能饮料的一种，虽然在我国才刚刚起步，但近些年来，我国对工业大麻的种植、加工不断放松限制，对工业大麻提取物及制品的研究力度也逐步加大，功能饮料行业更是处在饮料行业的强劲风口。据前瞻产业研究院发布的《中国功能饮料行业市场前瞻与投资规划分析报告》统计数据显示，2012 年至 2018 年，我国功能饮料销售额和销售量持续稳步增长，截止至 2018 年底，我国功能饮料零售额已经达到 456.7 亿元，同比增长 10%；零售量增长到 139.6 亿升，同比增长 9.21%。据《2017-2022 年中国软饮料行业产销需求与投资预测分析报告》显示，我国功能饮料市场前景广阔，行业潜力大，主要体现在三个方面：一、功能饮料世界人均消费量为 14 公斤，我国功能饮料的人均消费量每年仅为 0.5 公斤，仅为世界平均水平的 1/14，国内功能饮料市场尚有较大发展空间；二、我国功能饮料市场还处于起步阶段，市场不够成熟，近年来随着功能饮料市场的进一步完善和行业标准的规范化，我国功能饮料市场的发展环境将得到进一步的改善，这将为我国功能饮料的健康发展创造良好发展空间；三、近年来，随着人们工作、生活节奏的不断加快，且人均收入增加造成消费能力的不断提高，以及未来功能饮料将被赋予更多健康功能的概念，这都为功能饮料的发展提供强劲动力。

3.1.4.2. 化妆品

工业大麻中的大麻籽油和 CBD 都可添加到化妆品中，大麻籽油中含有抗氧化剂、维生素、蛋白质、磷脂和多种矿物质，能起到锁水保湿、维持肌肤水油平衡的作用，CBD 则具有抗炎功效。英国品牌 TheBodyShop 曾推出含有大麻籽油的护肤品，帮助皮肤保湿；雅诗兰黛旗下的 Origins 也推出了包含大麻籽油的面膜，主打舒缓肌肤和保湿；Murad 推出含有大麻油的产品 Revialixir 修复精华；PlantOrganic 推出了 Carun 面霜，主打活性大麻护肤；CBDCareGarden 是美国一个专门做大麻护肤品的品牌，产品在美国收到欢迎。而国内对工业大麻用在护肤品、化妆品中的研究还处在起步阶段。国内，溪木源 Simpcare 率先推出大麻原液护肤系列产品，以 CBD 为主打成分，使产品具备消炎、抑菌、祛痘、抗氧抗衰老、美白亮肤等功效；深大通汉麻研究院旗下护肤品魔力肌源将 CBD 与护肤成分有机结合，在放大原有成分效果的同时，提供舒缓、修复、镇静、消炎等功效，产品包括洗面奶、面霜、精华液等；2017 年 1 月，汉麻投资集团与北京工商大学共同成立“工业大麻化妆品联合研究中心”，加速了国内工业大麻化妆品的发展。

3.1.4.3. 医疗制药

国外：目前止痛效果最好的药物为阿片，例如：吗啡、杜冷丁、芬太尼等，但其唯一来源为罂粟，长期使用会造成一系列不良反应，如免疫力低下、机体耐受成瘾等。工业大麻具有镇静止痛的功效，因此可在一定程度上代替阿片使用，但无法做到完全替代。同时，CBD 还可用于治疗癫痫、艾滋病、帕金森等疾病；它对神经性疾病、心血管疾病及神经性疼痛等老年人多发疾病也有效果，因此，工业大麻在医疗及制药方面前景广阔。在国外，部分含有 CBD 成分的药品已经过监管部门批准，如治疗 Dravet 综合征和 Lennox-Gastaut 综合征的 Epidiolex，治疗多发性硬化症的 Sativex，治疗癌症患者的恶心呕吐、艾滋病患者的食欲兴奋剂、缓解神经性疼痛的止痛剂 Marinol，以及治疗恶心呕吐的 Nabilone/Cesamet。而在我国，工业大麻基本作为中药使用，下游市场尚未打开。

3.1.4.4. 纺织产业

工业大麻作为地球上韧度最高的纤维，具有吸湿排汗、抗紫外线、耐高温等性能，其制品柔软舒适。目前，纺织纤维占据国内工业大麻市场中最大的市场份额，2017 年国内的纺织纤维产值占国内工业大麻总产值的 76%，但对大麻纤维的需求大多来自部队，将大麻纤维从军用转为民用的市场前景广阔。

3.2. 工业大麻使用限制放松，合法化进程加快

3.2.1. 各国放松对工业大麻合法化的限制，行业前景广阔

近些年来年全球大麻合法化进程加快。2017 年 1 月，德国规定严重疾病患者可使用医用大麻产品；5 月，阿根廷通过大麻药用合法化法案；7 月，工人党提出 12 月，新西兰 1 月，澳大利亚允许医用大麻出口，成为第四个批准大麻出口的国家；3 月，以色列议会通过大麻非刑事化立法；10 月 17 日，加拿大通过娱乐大麻合法化，继乌拉圭后成为全球第二个大麻全面合法化的国家；11 月，英国医用大麻实现合法化，韩国成为东亚首个实现医疗大麻合法化的国家；12 月，泰国成为东南亚首个医疗大麻合法化的国家；12 月 20 日，美国总统特朗普在 2018 年《农业法案》上签字，标志着全美工业大麻合法化，CBD 等大麻素生产在美全面合法化。截止到 2019 年 1 月，已经有 41 个国家宣布医用大麻合法化，超过 50 个国家宣布 CBD 合法化。

3.2.2. 国内工业大麻种植有序放松限制

相对于全球范围内其他国家，我国对工业大麻的监管政策非常严格，仅允许个别省份对工业大麻进行种植和加工。2010年，云南省通过《云南省工业大麻种植加工许可规定》，成为全国第一个以法规形式允许并监管工业大麻种植的省份。2017年5月，重新制定的《黑龙江省禁毒条例》正式实施，对工业大麻的培育、种植、加工管理等方面进行了明确要求，放宽了种植地域范围。2018年1月，吉林省政协十二届一次会议联组会议提出《“关于吉林省汉麻（工业大麻）合法化种植相关立法的建议”提案》，同年3月吉林省政府形成《吉林市禁毒条例（草案）》，在经过省公安厅党委会审议通过后，呈报省政府履行立法程序。草案将“工业大麻种植”作为单独章节，对工业大麻的定义、性质以及育种、种植、加工、销售等环节作了规定，明确在有序放开的前提下加强行业监管，吉林省有望成为我国第三个工业大麻种植加工合法化的省份。

3.2.3. 全球联合国工业大麻大会年底召开，对工业大麻、CBD和CBD制品的限制有望消除

《1961公约》作为国际麻醉品公约，将CBD归类在大麻类别中，所以CBD一直被当做麻醉品管制，在全球范围内的使用都非常有限。近年来，CBD在医疗方面的潜力被逐渐发掘，研究表明CBD在止痛、抗焦虑等方面有明显作用，因此，世界卫生组织WHO提出提案，要求将纯CBD试剂从麻醉品清单中删除。然而，2019年3月的第62届联合国麻醉药品委员会会议上，53个成员国对此议题的观点差异巨大，导致该提案被推迟表决，而原本要在2020年3月召开的第63届联合国麻醉药品委员会由于新冠疫情而推迟到了12月，对CBD相关物质在《1961公约》中的分类方式重新划分投票。在此之前，成员国要参加3次闭门专题会议和1次中期会议。第一次专题会议于6月24日至25日，以线上方式举行，后根据新冠疫情发展情况决定会议形式；第二次专题会议拟于8月24日至25日举行；第三次专题会议拟于9月16日至17日举行；中期会议拟于9月18日举行。虽然投票结果难以预测，但CBD在医疗、护肤品、食品饮料以及纺织等方面的应用已成为大势所趋。

3.3. 德展健康：布局工业大麻种子及下游应用产业，开拓公司业务板块

3.3.1. 工业大麻种子

2019年11月19日，德展健康发布公告称公司与汉众企业集团有限公司、汉麻投资集团有限公司签订《德展大健康股份有限公司与汉众企业管理集团有限公司、汉麻投资集团有限公司、云南素麻生物科技有限公司之股权转让协议》，以1亿元人民币收购汉麻投资持有的云南素麻生物科技有限公司20%股权。工业大麻种子方面，双方已经合作培育出高CBD含量的大麻籽种。2019年10月，素麻生物一款种子CBD含量达到3.19%，按照欧美算法CBD含量则可达8%左右，接近发达国家水平，目前素麻生物尚在培育的品种还有15个以上。素麻生物作为工业大麻产业链的源头企业，是工业大麻产业链核心节点，此次投资对德展健康布局工业大麻种子培育、种植等业务，稳定工业大麻应用领域原材料来源有重大意义，有利于德展健康进一步完善工业大麻产业链布局。

3.3.2. 工业大麻产品

2019年5月，德展健康与汉义生物科技（北京）有限公司、自然人缪焕辉共同出资成立德义制药有限公司，推进公司在工业大麻领域布局，通过开展类大麻素新化合

物研究，推进 CBD 在治疗罕见病以及癌症等重大疾病方面的应用，研究开发相关新药产品。德义制药目前正在研究 CBD 化合物结构本身，增加亲水集团，让化合物具有亲水性，在患者体内再裂解为 CBD 和其他亲水集团，从根本上解决 CBD 在应用领域适用性差的问题。同时，德义制药还通过对 CBD 化合物的转化，得到其他大麻素，成本和质量可控。此外，德义制药还针对现有的 CBD 制剂，挖掘全球独特的适应症，将 CBD 应用在肺动脉高压上，并申请了全球专利；在此基础上，公司还会扩充适应症，如癌症的辅助治疗。

2019 年 6 月，德展健康汉义生物共同成立第二家合资公司美瑞侏那食品饮料有限公司，以“火麻”（工业大麻）为元素，打造“火麻”系列产品，进军功能性饮料等快消品市场。美瑞侏通过发酵的方式获取火麻仁中的多肽，开发功能性饮品。多肽在神经调节，提高免疫力等方面有独特作用，后续公司还会陆续开发多种产品形式，如果冻、酸奶、能量棒、糖果等。火麻蛋白多肽饮料未来将包括五大产品，包括植物蛋白饮料、发酵多肽饮料和酸奶、代餐产品、火麻咖啡与奶茶，以及火麻仁茶。在国外市场，除上述同类火麻产品外，德展健康还将依托高品质水溶性 CBD，提供精准 CBD 含量控制的多种形式的膳食补充剂产品，帮助健身人群提升能量、耐力，促进肌肉恢复，帮助办公室人群缓解压力、舒缓情绪，根据美国人的饮食习惯设计产品形式，包括但不限于饮料、能量水、软糖、果冻和蜂蜜等。

3.4. 合作伙伴汉麻投资集团有限公司布局工业大麻全产业链

汉麻集团是目前中国境内唯一一家合法的以工业大麻全产业链布局为基础、以生物制药为方向的投资集团，专注于工业大麻全产业链投资，其持有云南汉素生物科技有限公司 100% 股权，业务涵盖由大麻种植及大麻花叶加工至研发以大麻基活性成分为成分的医药产品的整个大麻生产价值链，为合法推动大麻产业在中国的蓬勃发展做出了积极贡献，是诸多行业标准制定的参与者。工业大麻的产业链条主要包括：种子-种植-提取-科研-产品制造-销售六个重要环节。汉麻集团作为中国境内唯一一家拥有工业大麻种植许可证及大麻花叶加工许可证的公司并符合 GMP（良好生产规范）的持牌公司，在以上六个节点上都有很强的核心竞争力，其产业范围覆盖生物制药、食品饮料、日化用品等多领域。

在种子环节，汉麻集团通过与中国农科院、黑龙江科学院等科研单位等建立合作关系，在云南省和黑龙江省设立了医用大麻和纤维大麻育种示范基地，提倡建设“国家大麻种质基因库”。汉素生物培育的种子“汉麻一号”已进入繁种阶段，“火麻一号”则是黑龙江省目前唯一合法的工业大麻种子。

在种植方面，汉麻集团设立了云南素麻生物科技有限公司和黑龙江汉正火麻科技有限公司，取得公安部门颁发的《工业大麻种植许可证》，携手欣龙控股集团布局黑龙江百万亩工业大麻种植基地。

在提取方面，公司旗下的云南汉素生物科技有限公司在昆明投资建成了全球首个符合 GMP 标准的大型工业大麻生物萃取分离基地，采用醇溶流体结晶技术，从工业大麻花叶中萃取分离出 CBD，这也是世界上最大的单体 CBD 及其他大麻素提取工厂，也是世界上唯一可以从工业大麻中工业化提取香叶基黄酮 A 的工厂。汉麻集团采用溶剂萃取技术，目前的回收率可达 98% 以上，结合自生培育的高含量大麻品种，汉麻集团 CBD 提取成本可以控制在每公斤 300 美元以内，未来还有一定的下降空

间。

在科研方面，汉麻集团设立了汉义生物科技（北京）有限公司，主要从事基于大麻素的药物研究、药品开发和商业化运作。汉义生物投资建设了生命科学研究院，与哈尔滨医科大学原校长杨宝峰院士合作成立了院士工作站，同时聘请了多位国内、国际知名教授专家进站合作，并组建了药学研究平台、药理研究平台、制剂开发平台、植化分离技术研究平台等多个专业开发平台。同时，汉义生物注重知识产权保护工作，对大麻产业的全球知识产权进行了全面的规划和布局，并在生物制药及大健康领域申报了百余项国内、国际发明专利。

下游应用主要包括三个方向，分别是生物制药、食品饮料和日化用品。生物制药方面，汉义生物于 2018 年 8 月提交大麻素抗糖尿病国际申请专利，其投入的抗癫痫新药“大麻酞”的研发通过了北京市科委“十病十药”项目立项并获得了专项经费支持。2019 年 5 月，汉义生物与德展健康、自然人缪焕辉共同出资成立德义制药有限公司，通过开展类大麻素新化合物研究，推进 CBD 在治疗罕见病以及癌症等重大疾病方面的应用，研究开发相关新药产品。食品饮料方面，汉麻集团推出大麻饮料 SUTIWA 萨缇瓦和爱麻饮力，其旗下子公司汉义生物与德展健康共同成立合资公司美瑞低那食品饮料有限公司，开发以大麻为原料的功能性饮品，并计划在未来推出更多产品形式。日化用品方面，汉义生物在 2019 年 PCHI 中国国际化妆品个人及家庭护理用品原料展上展出了国内首个“大麻精粹”护肤品 CANNACLEAR 及汉麻纤维等产品。

汉麻集团与国内外机构与公司展开积极合作。在国内，汉麻集团与中国农科院麻类研究所、黑龙江省科学院、哈尔滨医科大学等科研机构，以及德展健康、欣龙控股、顺灏股份等公司展开合作，涉及领域包括大麻育种与种植、医疗制药、日化用品和纺织纤维等多个方面。在海外，公司获得美国大麻公司 KRB（KingsRoyalBiotech）35%的股权，参与美国大麻加工业务；授权美国公司 CannamasterInc 在海外市场销售集团旗下 CBD 及相关产品；汉麻集团在美国内华达投资建设的提取工厂已经得到了美国政府颁发的育种、种植、提取许可证，位于拉斯维加斯的厂房已经建设完成。汉麻集团与加拿大 BlueSky 签署合资协议，共同成立宠物用品公司，进军宠物用品及保健市场；同时，汉麻集团受加拿大政府邀请，将参与加拿大的医疗大麻产业投资，扩大其全球产业化布局。

4. 其它新增业务：多元化产业布局，外延式发展

4.1. 消毒液：进军“大卫生”领域

2019 年 9 月 25 日，德展健康与北京长江脉医药科技有限责任公司签订投资意向书，进军消毒科技领域。长江脉主打高科技创新型消毒产品，销售对象为医院与零售。其消毒产品覆盖全国七千余家医院，且 64.5%的三甲医院都用长江脉的消毒产品。随新冠病毒爆发，医院、学校、铁路、民航对消毒液的需求暴增，疫情利好于其业务增长。

2020 年 4 月，长江脉先后获得欧盟、美国的市场权威认证，标志着公司产品可以进入欧盟地区和美国销售。此次长江脉通过欧盟 CE 认证的产品是当前公司主推的杀灭新型冠状病毒专用消毒剂系列产品，除公司主打产品消毒泡腾片外，还有复合醇

免洗手消毒液、双链季铵盐消毒液、复合过氧化物类消毒剂、消毒湿巾等健之素牌系列产品。目前，公司生产的“健之素”系列消毒用品已成为行业内的主导产品，广泛用于公共卫生、医疗保健、食品饮料饮水工业、社会服务业、军队、铁路、民航、学校等各个行业及家庭、差旅等民用市场。公司获得长江脉 70% 股权后，还将拓展医用高端消毒市场。

4.2. 化妆品面膜

2020 年 4 月，德展健康通过并购持有汉萃生物 67.01% 的股份。汉萃生物由此借助资本市场力量间接上市，获得资源支持。汉萃生物在自身植物萃取及生物医药领域的优势非常明显。此前，汉萃生物在芳疗领域与众多芳疗协会、学院以及研发机构开展合作。2018 年汉萃与芳香芳疗产业协会展开合作，为芳香行业提供技术支持与服务；并与美国生物研究机构紧密合作，推出天然植物健康产品、芳香疗法和护肤肽类终端产品的技术研发与销售等一系列服务；2019 年与南昌工程学院达成芳疗教育事业发展项目，设立国际芳疗师培训基地，在植物萃取方面为研发成果产业化提供有力的理论依据。

此外，汉萃与山东大学联合成立“山东大学汉肽生物技术研究院”，共同研发 30 种美容肽原料、发酵生产胶原蛋白等工艺，并推出多款活性肽产品；将“科技创新”作为企业第一生产力，借助海归及国内领军的顶端活性肽博士研发团队和活性肽化妆品研发团队，获得多项肽合成专利和药物专利，成为亚太地区美容肽及药物肽研发和生产技术领军企业。其中，活性肽系列产品以高科技生物成分为卖点，以低温冷冻技术保存的肽成分，细分皮肤各种问题类型，为肌肤群体提供专业高效的护肤解决方案。

5. 股权激励方案彰显未来业绩信心

近日，德展健康发布第一期股权激励计划，拟面向符合条件的董事、高级管理人员及核心技术（业务）人员在内的 16 名核心员工授予合计不超过 2,361.2228 万股公司限制性股票，购股价格定为 1.85 元/股，约占公司总股本 1.05%；计划存续期不超过 48 个月，自标的股票过户之日起 12 个月后将开始分三期解锁，锁定期最长达 36 个月。第一、二、三批解锁时点分别为标的股票自相应授予登记完成之日起 12 个月、24 个月、36 个月，解锁比例分别为标的股票总数的 30%、30%、40%，并设置了具有挑战性的三年业绩考核目标。第一、二、三期解除限售条件均以 2019 年归母净利润为基数，分别要求 2020-2022 年归属于上市公司股东的逐年累计净利润增长率分别不低于 20%、164%、337% 的业绩考核目标。根据公司财报数据，2019 年，公司实现归母净利润 3.37 亿元。据此推算，要达到股权激励计划解锁要求，公司 2020 年至 2022 年需分别实现净利润 4 亿、4.85 亿和 5.83 亿。

德展健康目前公司现金流充足，财务状况良好，以较低的授予价格对公司核心人员实施股权激励计划，能够实现有效的激励，提升公司经营业绩，对公司发展产生正向作用。

6. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.72/6.07/7.09 亿元，对应 EPS 分别为 0.21、0.27、0.32 元，对应 PE 分别为 30.33/23.56/20.16 倍。考虑到公司拓展非带量采购市场收效显著，外延式扩增业务，下半年业绩环比改善预期强烈，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

7. 风险提示

市场及政策风险、药品招标风险、生产成本上涨风险以及新业务风险。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,481.71	1,142.00	1,212.00	1,167.00
交易性金融资产	2,092.00	2,215.00	2,123.00	2,265.00
应收款项	921.94	982.00	1,129.00	1,210.00
存货	331.68	324.00	289.00	321.00
其他流动资产	183.91	91.00	148.00	82.00
流动资产合计	5,011.24	4,754.00	4,901.00	5,045.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资净额	148.92	147.00	152.00	155.00
固定资产	557.15	563.00	572.00	575.00
无形资产	50.24	53.00	56.00	58.00
商誉	23.11	23.11	23.11	23.11
非流动资产合计	916.55	1,123.00	1,202.00	1,269.00
资产总计	5,927.80	5,877.00	6,103.00	6,314.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	33.04	45.00	62.00	53.00
预收款项	24.75	32.00	49.00	55.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	298.77	437.00	625.00	758.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	17.38	18.00	17.00	19.00
长期负债合计	17.38	18.00	17.00	19.00
负债合计	316.15	455.00	642.00	777.00
归属于母公司股东权益合计	5,612.86	5,423.00	5,462.00	5,538.00
少数股东权益	-1.22	-1.00	-1.00	-1.00
负债和股东权益总计	5,927.80	5,877.00	6,103.00	6,314.00

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,774.97	1,918.54	2,441.85	2,916.92
营业成本	332.68	345.00	398.00	427.00
营业税金及附加	15.21	16.00	19.00	15.00
资产减值损失	-39.56	-32.00	-35.00	-30.00
销售费用	834.62	929.00	1,232.00	1,532.00
管理费用	139.65	145.00	162.00	173.00
财务费用	-0.86	-1.00	0.00	-1.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	60.66	62.00	54.00	73.00
营业利润	380.04	531.00	679.00	797.00
营业外收支净额	7.73	4.00	2.00	8.00
利润总额	387.77	535.00	681.00	805.00
所得税	52.07	64.20	74.91	96.60
净利润	335.70	470.80	606.09	708.40
归属于母公司净利润	336.92	471.80	607.09	709.40
少数股东损益	-1.22	-1.00	-1.00	-1.00

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	335.70	470.80	606.09	708.40
资产减值准备	36.54	32.00	39.00	45.00
折旧及摊销	54.60	59.00	62.00	69.00
公允价值变动损失	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	0.00	0.00	0.00	0.00
投资损失	-60.66	-54.00	-43.00	-48.00
运营资本变动	1,191.09	1,093.60	1,045.00	1,156.00
其他	1.55	-507.80	-431.09	-548.40
经营活动净现金流量	1,558.81	1,093.60	1,278.00	1,382.00
投资活动净现金流量	-1,523.61	-1,023.00	-1,267.00	-756.00
融资活动净现金流量	-5.55	-21.00	-45.00	-67.00
企业自由现金流	-763.93	-740.60	-573.00	-447.00

财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股指标				
每股收益 (元)	0.15	0.21	0.27	0.32
每股净资产 (元)	2.50	2.42	2.44	2.47
每股经营性现金流量 (元)	0.70	0.49	0.57	0.62
成长性指标				
营业收入增长率	-46.06%	8.09%	27.28%	19.46%
净利润增长率	-63.79%	40.03%	28.68%	16.85%
盈利能力指标				
毛利率	81.26%	27.68%	27.81%	27.32%
净利率	18.98%	24.54%	24.82%	24.29%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	60.43	178.63	155.61	144.34
存货周转率 (次)	363.91	346.85	281.09	260.71
偿债能力指标				
资产负债率	5.33%	7.74%	10.52%	12.31%
流动比率	16.77	10.88	7.84	6.66
速动比率	15.64	10.14	7.38	6.23
费用率指标				
销售费用率	47.02%	48.42%	50.45%	52.52%
管理费用率	7.87%	7.56%	6.63%	5.93%
财务费用率	-0.05%	-0.05%	0.00%	-0.03%
分红指标				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E (倍)	41.85	30.33	23.56	20.16
P/B (倍)	2.51	2.63	2.61	2.58
P/S (倍)	3.39	3.29	2.87	3.58
净资产收益率	6.00%	8.70%	11.11%	12.81%

分析师简介:

王风华: 东北证券绝对收益研究组组长首席分析师, 兼任非银行金融行业首席分析师。中国人民大学硕士研究生, 证券行业从业23年, 2019年加入东北证券。曾任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小盘首席分析师、申万宏源证券研究所中小盘研究部总监、联讯证券研究院执行院长。2012年至2014年连续三年带领团队上榜《新财富》最佳中小市值分析师, 2016—2017年带领联讯研究院获得《新财富》最具潜力研究机构奖项。多次获得水晶球、Wind资讯金牌分析师、今日投资天眼分析师、金融界最佳分析师等多项奖项。深入调研过500+上市公司, 对券商等行业有深入的研究。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
过宗源	010-58034553	15010780605	guozhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn
杜嘉琛	021-20361229	15618139803	dujiachen@nesc.cn