

吴海生物科技(6826 HK)

医美增长好于预期，眼科增长靓丽

- ❖ **2018上半年业务符合预期。**2018上半年公司收入增长25.8%至7.611亿人民币，其中眼科产品增长49.7%，医美整形和创面护理增长38.5%，骨科产品增长6.8%，防粘连及止血产品同比下降10.5%。毛利率达到79.2%，与2017年上半年基本持平。行政费用大幅上升64.5%，主要源于2017年6月Contamac并表费用影响。除去并表影响后，行政费用上升22.6%。经营利润率下降2.4ppt，核心净利润率下降1.9ppt。在此影响下，净利润增长20.3%至2.1亿人民币。收入和净利润分别达到我们/市场全年预期的47%/46.6%和46.4%/45.5%。
- ❖ **眼科业务板块内生增长约20%。**眼科业务板块总收入占比从2017年上半年的37.3%上升到2018年上半年的44.2%，成为公司主要收入来源。人工晶体及视光材料继续强劲增长57.6%，眼科粘弹剂同比增长18.8%。剔除Contamac并表影响，眼科业务板块录得约20%内生增长。Contamac于2018年上半年录得约8,000万人民币收入及约1,700万人民币净利润。此外，河南宇宙于2018年上半年录得约1,500万人民币净利润（与2017年全年净利润相当）。以人工晶体销量计，公司在2017年以30%的市场份额主导国内人工晶体市场。我们预计眼科业务将在2017-20年将维持21.5%的复合年增长率，这归因于：1) 吴海目前拥有完整的人工晶体产品线；2) 行业中持续的进口替代。
- ❖ **医美和创面护理板块维持强劲增长。**玻尿酸产品在2018年上半年强劲增长38%，高于我们预期的30%。其中海薇增长约30%，姣兰增长约150%至约2,500万人民币。康合素在医保目录中升级为乙类利好持续，增长达到41.2%。我们预计医美板块将在2017-20年将录得27.3%的复合年增长率，归因于：1) 2019年将推出第三代玻尿酸产品；2) 市场推广活动增加；3) 医美产品产能限制解除。
- ❖ **骨科板块预计将有高单位数增长。**在骨科产品中，玻璃酸钠注射液在2018年上半年增长5.5%，与我们的预期相符。我们认为玻璃酸钠注射液降价压力接近被消化，并预计未来招标降价幅度有限。医用几丁糖在2018年上半年增长9.8%，这主要是因为纳入各省医保目录以及收入目录增补进程缓慢。公司将继续力争推动医用几丁糖纳入各地医保目录以及收入目录。
- ❖ **催化剂：**1) 眼科业务整合较好，2) 骨科产品增长超预期，3) 新产品推出，4) 未来新的并购兼并。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	851	1,345	1,623	1,959	2,282
核心净利润(百万人民币)	304	370	453	557	670
核心EPS(人民币)	1.90	2.31	2.83	3.48	4.19
EPS变动(%)	11.9	22.0	22.2	23.2	20.2
市盈率(x)	25.6	21.0	17.2	13.9	11.6
市帐率(x)	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7
股息率(%)	1.0	1.0	1.5	1.8	2.2
权益收益率(%)	10.5	11.6	12.7	13.9	14.7
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究预测

买入(维持)

目标价	HK\$66.50
(前目标价)	HK\$62.80)
潜在升幅	+15.1%
当前股价	HK\$57.80

葛晶晶

电话：(852) 3761 8778

邮件：amyge@cmbi.com.hk

医药行业

市值(百万港元)	9,251
3个月平均流通(百万)	4.7
52周内高/低(港元)	59.9/34.55
总股本(百万)	160.0

资料来源：彭博

股东结构

Jiang Wei	48.77%
管理层和员工	15.50%
其他投资机构	10.71%
流通股	25.02%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1月	8.9%	13.4%
3月	1.7%	13.1%
6月	35.7%	53.3%

资料来源：彭博

股价表现



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.3healthcare.com

- ❖ **防粘連及止血產品受到壓力。**由於公立醫院從 2017 年下半年開始的持續控費控量，防粘連及止血產品等高值耗材受到限制。公司的醫用幾丁糖產品也受到嚴重影響，在 2018 年上半年銷量下降 23.5%。此外，京津冀區域的投標進程減緩導致部分分銷商進行去庫存。我們預計醫用幾丁糖在 2018 年下半年恢復增長態勢，預計 2018 全年錄得低單位數增長。我們預計防粘連及止血產品板塊未來會持續承壓。
- ❖ **略微上調 18/19 財年收入預測 0.2%/1.2%。**我們略微上調 18/19 財年醫美及眼科產品收入，並略微下調骨科和防粘連及止血產品收入。因此 18/19 財年總收入略微上調 0.2%/1.2%，核心淨利潤分別略微下調 0.2%/上調 1.1%。我們預計收入和核心淨利潤在 2017-20 年的複合年增長率分別為 19.3%和 21%。
- ❖ **維持買入評級，目標價升至 66.50 港元。**2018 年上半年業務增長符合預期。我們預計眼科及醫美板塊會保持強勁內生增長，並推動總收入增長。公司目前的市盈率為 18/19 財年 17.3x/14.2x。我們更新預測後新的目標價為 66.50 港元，對應着 18/19 財年 19.6x/16.3x 市盈率，較現價仍有 15.1%的上浮空間。

圖 1: 1H18 業績

	1H17	1H18	按年變動
	百萬人民幣	百萬人民幣	
骨科產品	136.4	145.7	6.8%
玻璃酸鈉注射液	92.7	97.7	5.5%
醫用幾丁糖	43.7	48.0	9.8%
整形美容與面護理產品	127.8	177.1	38.5%
玻尿酸產品	107.1	147.8	38.0%
重組人表皮生長因數	20.7	29.3	41.2%
眼科產品	224.8	336.4	49.7%
眼科黏彈劑產品	41.5	49.2	18.8%
其他	5.3	6.6	24.2%
人工晶狀體及視光材料	178.1	280.6	57.6%
防粘連及止血產品	113.5	101.6	-10.5%
醫用幾丁糖	69.4	53.0	-23.5%
醫用透明質酸鈉凝膠	34.6	39.8	14.9%
膠原蛋白海綿	9.5	8.7	-7.9%
其他	2.6	0.2	-90.4%
總收入	605.1	761.1	25.8%
銷售成本	(127.3)	(158.3)	24.4%
毛利	477.8	602.7	26.1%
其他收入及收益	30.5	30.8	1.0%
分銷成本	(213.3)	(254.0)	19.0%
行政開支	(65.8)	(108.2)	64.5%
研發及其他開支	(32.0)	(41.3)	29.2%
經營溢利	197.3	230.1	16.6%
分占聯營公司利潤	0.0	1.1	N/A
非經營性項目	(3.3)	1.4	N/A
淨財務收入	28.1	33.0	17.6%
稅前利潤	222.0	265.6	19.6%
所得稅開支	(35.4)	(37.3)	5.4%
非控股權益	(10.9)	(16.9)	55.6%
淨利潤	175.8	211.4	20.3%
核心淨利潤	178.6	210.3	17.7%
毛利率	79.0%	79.2%	0.2%
經營利潤率	32.6%	30.2%	-2.4%
核心淨利率	29.5%	27.6%	-1.9%

資料來源：招銀國際研究預測

图 1: 盈利预测变动

	2018			2019		
	Old Rmb mn	New Rmb mn	Change	Old Rmb mn	New Rmb mn	Change
骨科產品	296.1	287.8	-2.8%	335.7	327.2	-2.5%
整形美容與創面護理	400.9	407.3	1.6%	514.8	525.9	2.2%
眼科	682.3	705.4	3.4%	817.7	857.4	4.8%
防粘連及止血	236.5	219.4	-7.2%	263.8	244.6	-7.2%
其他	3.3	3.3	0.0%	3.6	3.6	0.0%
收入	1,619.2	1,623.1	0.2%	1,935.6	1,958.7	1.2%
銷售成本	(344.2)	(349.6)	1.6%	(410.5)	(422.0)	2.8%
毛利	1,274.9	1,273.5	-0.1%	1,525.0	1,536.7	0.8%
其他收益	49.4	49.5	0.2%	58.8	59.5	1.1%
銷售費用	(499.3)	(500.3)	0.2%	(587.8)	(594.0)	1.0%
行政費用	(234.8)	(235.3)	0.2%	(276.5)	(279.4)	1.0%
研發開支	(88.9)	(89.1)	0.2%	(105.7)	(107.0)	1.2%
其他開支	(10.2)	(10.2)	0.0%	(13.3)	(13.3)	0.0%
經營利潤	491.1	488.0	-0.6%	600.6	602.6	0.3%
淨財務收入	42.5	44.8	5.2%	48.2	53.6	11.2%
應佔聯營公司利潤	0.0	0.0	N/A	0.0	0.0	N/A
稅前利潤	533.6	532.7	-0.2%	648.8	656.2	1.1%
所得稅開支	(80.0)	(79.9)	-0.2%	(97.3)	(98.4)	1.1%
非控制股東權益	(0.3)	(0.3)	0.0%	(0.3)	(0.3)	0.0%
核心淨利潤	453.3	452.6	-0.2%	551.2	557.5	1.1%
核心每股盈利 (人民幣)	2.83	2.83	-0.2%	3.44	3.48	1.1%
毛利率	78.7%	78.5%	-0.3%	78.8%	78.5%	-0.3%
經營利潤率	30.3%	30.1%	-0.3%	31.0%	30.8%	-0.3%
核心淨利率	28.0%	27.9%	-0.1%	28.5%	28.5%	0.0%

资料来源：招银国际研究预测

图 2: 同业估值比较

公司	代号	股价		市盈率(倍)			市帳率(倍)			EV/EBITDA(倍)			权益收益率(%)		
		港元	百万港元	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E	FY17A	FY18E	FY19E
昊海生物科技	6826	57.80	9,251	13.4	17.6	14.7	1.6	2.5	2.2	7.2	11.9	9.4	12.2	14.2	16.2
医疗器械															
山东威高	1066	6.37	28,807	16.9	17.4	15.4	1.6	1.8	1.6	10.2	11.0	9.6	13.7	10.6	10.8
微创医疗	853	8.46	12,369	73.8	32.7	25.1	3.5	3.8	3.3	16.8	14.7	12.5	5.1	9.4	13.0
先健科技	1302	2.08	9,019	41.0	36.9	24.1	6.4	6.5	5.3	29.4	28.7	18.5	17.0	14.4	16.5
现代牙科	3600	1.87	1,870	13.8	N/A	N/A	1.0	N/A	N/A	8.2	N/A	N/A	7.9	N/A	N/A
普华和顺	1358	1.58	2,478	56.3	8.1	7.2	0.7	0.8	0.7	18.5	N/A	N/A	4.8	9.7	9.7
春立医疗	1858	22.80	1,577	10.9	15.2	13.0	1.4	2.2	2.0	4.6	10.0	8.0	13.4	15.7	16.0
			平均	35.5	22.1	17.0	2.4	3.0	2.6	14.6	16.1	12.2	10.3	12.0	13.2
医药															
石药集团	1093	20.65	128,918	34.7	34.8	27.3	6.4	7.2	6.3	22.5	23.3	18.4	21.8	21.9	23.7
中国生物制药	1177	10.46	132,191	39.4	37.4	31.4	9.3	7.3	6.0	22.6	20.8	16.0	25.4	25.2	23.9
丽珠集团	1513	32.25	30,147	8.2	18.5	15.9	3.4	1.8	1.6	18.3	12.9	11.2	51.3	9.7	10.4
三生制药	1530	15.28	38,868	34.5	30.2	23.6	4.4	4.0	3.4	22.5	19.9	15.8	13.4	14.6	16.2
绿叶制药	2186	7.66	25,086	17.1	18.4	15.6	2.5	2.7	2.3	11.9	14.5	12.5	14.9	15.7	16.0
石四药集团	2005	6.87	20,706	20.6	22.2	17.8	4.0	4.9	4.1	13.6	N/A	N/A	21.6	23.5	24.7
联邦制药	3933	7.10	11,642	105.1	16.7	13.7	1.6	1.7	1.5	11.8	6.9	5.8	1.5	9.8	10.9
东阳光药	1558	35.35	15,979	15.9	15.9	13.6	3.7	3.9	3.2	11.6	12.2	10.2	24.6	25.8	25.5
复旦张江	1349	4.14	3,821	47.4	30.0	22.5	4.1	N/A	N/A	27.1	N/A	N/A	8.8	N/A	N/A
东瑞制药	2348	2.13	3,379	9.7	8.8	7.4	1.6	1.5	1.3	5.0	N/A	N/A	17.0	N/A	N/A
李氏大药厂	950	7.70	4,559	17.4	16.3	14.6	2.2	2.3	2.1	11.6	N/A	N/A	13.7	14.6	14.2
			平均	31.8	26.1	21.0	3.9	4.3	3.6	16.2	17.5	13.7	19.5	17.4	18.8
			平均(医疗器械及医药)	33.1	25.3	20.1	3.4	4.0	3.4	15.7	17.4	13.6	16.2	15.3	16.7

资料来源：招银国际研究预测

财务报表

利润表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
收入	851.2	1,344.9	1,623.1	1,958.7	2,281.7
骨科产品	287.3	266.1	287.8	327.2	375.9
整形美容与创面护理	225.1	306.6	407.3	525.9	631.1
眼科	120.1	557.0	705.4	857.4	997.9
防粘连及止血	211.1	212.1	219.4	244.6	272.9
其他	7.6	3.1	3.3	3.6	3.9
销售成本	(141.6)	(287.5)	(349.6)	(422.0)	(490.1)
毛利	709.6	1,057.4	1,273.5	1,536.7	1,791.6
其他收益	28.2	53.9	49.5	59.5	69.6
销售费用	(287.8)	(414.1)	(500.3)	(594.0)	(676.1)
行政费用	(90.2)	(194.8)	(235.3)	(279.4)	(318.0)
研发开支	(47.3)	(76.3)	(89.1)	(107.0)	(125.0)
其他开支					
息税前收益	304.7	404.1	488.0	602.6	727.1
应占联营公司利润	1.2	(2.3)	-	-	-
净财务收入 / (支出)	58.3	57.3	44.8	53.6	61.9
非经常性收入	1.7	2.5	-	-	-
税前利润	365.9	461.6	532.7	656.2	789.0
所得税	(55.3)	(61.6)	(79.9)	(98.4)	(118.3)
非控股股东权益	(5.6)	(27.6)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
净利润	305.1	372.4	452.6	557.5	670.3
核心净利润	303.6	370.3	452.6	557.5	670.3
息税折摊前收益	337.9	444.5	588.4	705.9	824.5

资料来源：公司及招银国际研究预测

资产负债表

年结：12月31日（百万人民币）	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A	FY20A
非流动资产	1,205.2	1,689.3	1,760.1	1,846.7	1,954.3
物业、厂房及设备	544.7	703.4	803.4	919.3	1,056.3
无形资产	295.4	449.5	420.2	390.9	361.6
商誉	292.1	410.1	410.1	410.1	410.1
其他非流动资产	73.0	126.3	126.3	126.3	126.3
流动资产	2,488.2	2,386.0	2,800.2	3,174.7	3,654.0
现金及现金等值物	2,010.3	1,797.4	2,251.4	2,552.4	2,954.0
应收贸易款项	235.2	333.0	314.9	341.7	375.6
存货	118.0	174.9	174.8	211.0	245.0
其他流动资产	124.8	80.6	59.1	69.7	79.3
流动负债	536.2	477.8	589.9	606.4	662.1
银行贷款	26.7	19.9	17.9	16.1	14.5
应付贸易账款	462.1	415.4	524.2	526.2	565.8
其他流动负债	47.4	42.4	47.8	64.1	81.8
非流动负债	171.4	230.8	230.8	230.8	230.8
其他应付贸易账款	75.6	93.2	93.2	93.2	93.2
其他非流动负债	95.8	137.6	137.6	137.6	137.6
净资产总值	2,985.9	3,366.7	3,739.5	4,184.1	4,715.4
少数股东权益	81.9	166.1	166.4	166.7	167.0
股东权益	2,904.0	3,200.6	3,573.1	4,017.4	4,548.4

资料来源：公司及招银国际研究预测

现金流量表

年结：12月31日 (百万港元)	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	304.7	404.1	488.0	602.6	727.1
折摊和摊销	35.8	67.7	100.7	103.6	97.7
营运资金变动	(58.1)	(47.1)	148.6	(71.6)	(38.1)
税务开支	(33.2)	(80.7)	(74.6)	(82.1)	(100.6)
其他	5.3	(1.1)	(1.8)	(1.6)	(1.5)
经营活动所得现金净额	254.5	343.1	660.9	550.8	684.6
资本开支	(75.7)	(134.3)	(171.5)	(190.2)	(205.4)
收购子公司	(242.2)	(296.0)	-	-	-
其他	(1,193.4)	281.9	44.8	53.6	61.9
投资活动所得现金净额	(1,511.2)	(148.4)	(126.7)	(136.6)	(143.5)
债务变化	0.4	(8.6)	(2.0)	(1.8)	(1.6)
发行新股	-	-	-	-	-
派息	(58.6)	(85.8)	(80.0)	(113.1)	(139.4)
利息开支	(0.2)	(2.1)	1.8	1.6	1.5
融资活动所得现金净额	(58.4)	(96.5)	(80.2)	(113.3)	(139.5)
现金净变动	(1,315.2)	98.2	454.0	301.0	401.6
年初现金及现金等值物	2,037.8	725.3	1,797.4	2,251.4	2,552.4
汇兑差额	2.6	(1.6)	-	-	-
定期存款	-	-	-	-	-
年末现金及现金等值物	2,010.3	1,797.4	2,251.4	2,552.4	2,954.0

资料来源：公司及招银国际研究预测

主要比率

年结：12月31日	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
骨科产品	33.7	19.8	17.7	16.7	16.5
整形美容与创面护理	26.4	22.8	25.1	26.9	27.7
眼科	14.1	41.4	43.5	43.8	43.7
防粘连及止血	24.8	15.8	13.5	12.5	12.0
其他	0.9	0.2	0.2	0.2	0.2
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	83.4	78.6	78.5	78.5	78.5
息税折摊前利润率	39.7	33.1	36.3	36.0	36.1
税前利润率	43.0	34.3	32.8	33.5	34.6
净利润率	35.8	27.7	27.9	28.5	29.4
核心净利润率	35.7	27.5	27.9	28.5	29.4
有效税率	15.1	13.3	15.0	15.0	15.0
增长 (%)					
收入	28.2	58.0	20.7	20.7	16.5
毛利	27.0	49.0	20.4	20.7	16.6
息税折摊前利润	6.7	31.6	32.4	20.0	16.8
经营利润	20.3	32.6	20.8	23.5	20.7
净利润	11.5	22.1	21.5	23.2	20.2
核心净利润	21.9	22.0	22.2	23.2	20.2
资产负债比率					
流动比率 (x)	4.6	5.0	4.7	5.2	5.5
平均应收账款周转天数	70.0	77.1	72.9	61.2	57.4
平均应付账款周转天数	31.6	37.3	66.0	83.4	84.9
平均存货周转天数	252.7	185.9	182.6	166.8	169.8
净负债/权益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金
回报率 (%)					
资本回报率	10.5	11.6	12.7	13.9	14.7
资产回报率	8.3	9.1	9.9	11.1	12.0
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.91	2.33	2.83	3.48	4.19
核心每股盈利(人民币)	1.90	2.31	2.83	3.48	4.19
每股股息(港元)	0.50	0.50	0.71	0.87	1.05
每股账面值(人民币)	18.14	20.00	22.33	25.10	28.42

资料来源：公司及招银国际研究预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。