

医药生物行业专题研究

医药生物2024H1报告总结：医药承压亦有边际改善，关注化学药大板块

2024年09月26日

【投资要点】

- ◆ 近年来我国医保基金支出增速呈现大于收入增速的趋势，而医保基金累计结余出现下降，这与疫情因素有关，同时也反映出我国医保费用大幅支出现状，这也是国家政策医保控费导向的原因所在。
- ◆ 从上市公司报告数据来看，子板块出现分化亦有边际改善。相对于2023年年报表现，2024H1归母净利润的修复明显。从各个子板块来看，2024H1化学制剂、原料药、医疗器械业绩改善较好，尤其化学制剂板块表现最佳，其营收、归母净利润增速分别为+4.03%和+40.07%；而生物制品、医疗服务业绩上仍然承压。从Q2单季度来看，行业整体增速尚未改善，但原料药、医疗器械、医疗服务出现边际性改善。
- ◆ 从估值上来看，医药行业处于近十年低估位置。从公募基金持仓来看，公募基金持仓医药生物股票投资市值处于近十年相对低位。
- ◆ 原料药：业绩出现逐季改善，盈利能力仍受价格影响；化学制剂：归母净利润改善明显，创新药创新疗法引领；中药：彰显独特优势和魅力，“治未病”有望开拓空间；生物制品：“价格战”影响业绩，行业规模效应凸显；医药商业：业绩增长放缓，行业集中度提升；医疗服务：短期业绩承压，长期趋势不变。

【配置建议】

- ◆ 原料药板块建议关注川宁生物、浙江医药；化学制剂板块建议关注恒瑞医药、百利天恒-U、海思科；中药板块看好羚锐制药、谨慎看好达仁堂、天士力；生物制品板块建议关注天坛生物、派林生物；医药商业板块建议关注益丰药房、上海医药；医疗服务板块建议关注药明康德、通策医疗。

【风险提示】

- ◆ 行业政策变化风险；
- ◆ 原材料价格大幅上涨风险；
- ◆ 药品价格大幅下滑风险；
- ◆ 主要产品销售增长不达预期；
- ◆ 研发进展不达预期；

东方财富证券
Eastmoney Securities
挖掘价值 投资成长

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

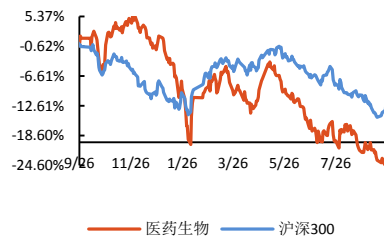
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：崔晓倩

电话：021-23586309

相对指数表现



相关研究

- 《医疗器械行业 2024 半年报总结：关注设备换新政策递延拐点和高耗材集采落地品类结构性机会》
2024.09.23
- 《波科脉冲消融系统 NMPA 获批，领跑全球电生理 PFA 市场》
2024.07.15
- 《主动脉瓣膜进入集采，开辟新增长曲线》
2024.06.27
- 《首个司美格鲁肽减重适应症国内获批》
2024.06.27
- 《脑机接口迎共识，推动临床研究标准化进程》
2024.06.25

正文目录

1. 医保控费行业承压或筑底	4
2. 触底反弹行业边际改善	12
2.1. 原料药：业绩出现逐季改善，盈利能力仍受价格影响	12
2.2. 化学制剂：归母净利润改善明显，创新药创新疗法引领	14
2.3. 中药：彰显独特优势和魅力，“治未病”有望开拓空间	18
2.4. 生物制品：“价格战”影响业绩，行业规模效应凸显	20
2.5. 医药商业：业绩增长放缓，行业集中度提升	23
2.6. 医疗服务：短期业绩承压，长期趋势不变	26
3. 配置建议	29
4. 风险提示	30

图表目录

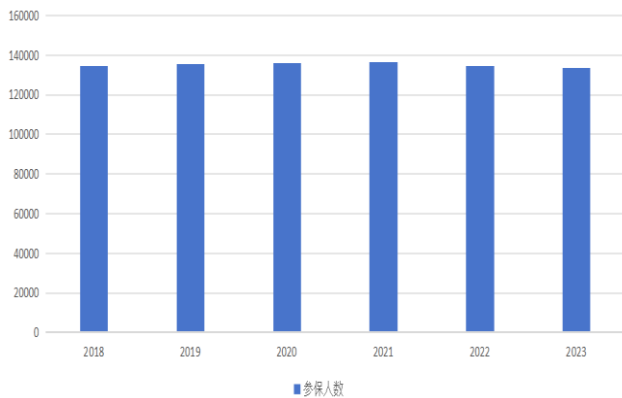
图表 1：我国基本医疗保险参保人数（万人）	4
图表 2：我国基本医保（含生育）基本收支（万亿元，%）	4
图表 3：2024 年 1-7 月份我国规模以上工业企业业绩增长（%）	5
图表 4：2024 年 1-7 月份我国规模以上工业企业主要财务指标（部分行业列举）	5
图表 5：上市公司业绩表现情况（累计值）	5
图表 6：上市公司业绩表现情况（单季度）	6
图表 7：医药 SW 行业各子板块毛利率（%）	7
图表 8：医药 SW 行业各子板块净利率（%）	7
图表 9：医药 SW 行业期间费用率情况（%）	7
图表 10：SWI 医药生物行业指数与大盘指数比照图	8
图表 11：SWI 医药生物行业各子板块指数比照图	8
图表 12：近十年医药行业重要政策/事件	8
图表 13：医药 SWI 行业指数今年表现不佳（%）	11
图表 14：医药 SW 行业各子板块今年表现（%）	11
图表 15：SWI 医药生物行业估值处于近十年低位	11
图表 16：SWI 医药生物行业公募基金持仓投资市值处于近十年相对低位 ..	12
图表 17：SWI 原料药子板块业绩表现（亿元，%）	12
图表 18：SWI 原料药子板块分季度业绩表现（亿元，%）	12
图表 19：SWI 原料药子板块盈利能力（%）	13
图表 20：SWI 原料药子板块期间费用率（%）	13
图表 21：我国抗生素市场规模趋势（亿元，%）	13
图表 22：国内抗生素 6-APA 价格（元/千克）	14
图表 23：国内抗生素 7-ACA（酶法）价格（元/千克）	14
图表 24：主要原料药企业业绩表现	14
图表 25：SWI 化学制剂子板块业绩表现（亿元，%）	15
图表 26：SWI 化学制剂子板块分季度业绩表现（亿元，%）	15
图表 27：SWI 化学制剂子板块盈利能力（%）	15
图表 28：SWI 化学制剂子板块期间费用率（%）	15
图表 29：全球 ADC 市场规模预测（十亿美元，%）	16
图表 30：百济神州全球临床开发管线	16

图表 31: 恒瑞医药全球研发体系.....	17
图表 32: 恒瑞医药研发管线进展部分列举.....	17
图表 33: 主要化学制药企业业绩表现.....	18
图表 34: SWI 中药子板块业绩表现 (亿元, %)	18
图表 35: SWI 中药子板块分季度业绩表现 (亿元, %)	18
图表 36: SWI 中药子板块盈利能力 (%)	19
图表 37: SWI 中药子板块期间费用率 (%)	19
图表 38: 2023 年销售额超 20 亿的中药大品种 (亿元)	19
图表 39: 2023 年药企的中药销售额 TOP10 (亿元)	19
图表 40: 主要中药企业业绩表现.....	20
图表 41: SWI 生物制品子板块业绩表现 (亿元, %)	21
图表 42: SWI 生物制品子板块分季度业绩表现 (亿元, %)	21
图表 43: SWI 生物制品子板块盈利能力 (%)	21
图表 44: SWI 生物制品子板块期间费用率 (%)	21
图表 45: 我国主要血液制品企业情况 (2024H1)	22
图表 46: 智飞生物、康泰生物疫苗产品批签发情况.....	22
图表 47: 2024 年国内部分疫苗降价情况 (元)	23
图表 48: 主要生物制品企业业绩表现.....	23
图表 49: SWI 医药商业子板块业绩表现 (亿元, %)	24
图表 50: SWI 医药商业子板块分季度业绩表现 (亿元, %)	24
图表 51: SWI 医药商业子板块盈利能力 (%)	24
图表 52: SWI 医药商业子板块期间费用率 (%)	24
图表 53: 全国药品市场零售整体规模占比趋势.....	25
图表 54: 主要上市连锁药店基本情况.....	25
图表 55: 九州通主营业务“全链”服务模式图.....	26
图表 56: 主要医药商业企业业绩表现.....	26
图表 57: SWI 医疗服务子板块业绩表现 (亿元, %)	27
图表 58: SWI 医疗服务子板块分季度业绩表现 (亿元, %)	27
图表 59: SWI 医疗服务子板块盈利能力 (%)	27
图表 60: SWI 医疗服务子板块期间费用率 (%)	27
图表 61: 《生物安全法案》事件梳理.....	27
图表 62: 主要 CXO 企业基本数据.....	28
图表 63: 主要医疗服务企业业绩表现.....	29
图表 64: 建议关注公司估值比较.....	30

1. 医保控费行业承压或筑底

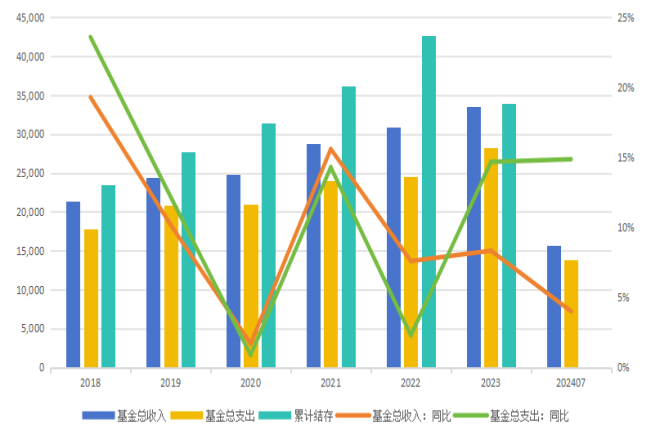
从医疗服务最大支付方医保基金来看，医保费用支出有加快趋势。2023 年底，我国基本医疗保险参保人数达到 13.34 亿人，尽管参保率保持在高位，参保人数略有下降。再看全国基本医保（含生育，下同）基金情况，2023 年全国医保基金总收入为 33501.36 万亿元，同比+8.34%；全国医保基金支出 28208.38 万亿元，同比+14.68%；全国医保基金累计结存 33979.75 万亿元。总体来讲，2023 年以来我国医保基金支出增速呈现大于收入增速的趋势，而医保基金累计结存出现下降，这与疫情因素有关，另外也反映出我国医保费用大幅支出现状，这也是国家政策医保控费导向的原因所在。2023 年 1-7 月份，我国基本医保收入与支出增速分别为+4.02% 和+14.87%。

图表 1：我国基本医疗保险参保人数（万人）



资料来源：国家医疗保障局，东方财富证券研究所

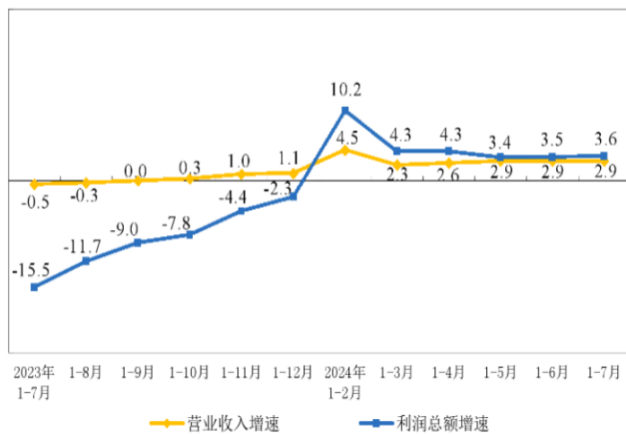
图表 2：我国基本医保(含生育)基本收支(万亿元,%)



资料来源：国家医疗保障局，东方财富证券研究所。注：202407为2024年1-7月份情况。

从规模以上工业企业业绩增长来看，医药制造业增长相对落后。2024 年 1-7 月份全国规模以上工业企业营业收入、利润总额同比分别+2.9%、+3.6%，而医药制造业营业收入、利润总额同比均为-0.8%，尽管与去年同期的-2.6%、-16.6%相比有了明显改善，相对来说医药制造业规模以上企业承压明显。

图表 3：2024 年 1-7 月份我国规模以上工业企业业绩增长 (%)



资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 4：2024 年 1-7 月份我国规模以上工业企业主要财务指标 (部分行业列举)

行业	营业收入		营业成本		利润总额	
	金额 (亿元)	同比增长 (%)	金额 (亿元)	同比增长 (%)	金额 (亿元)	同比增长 (%)
总计	759330.4	2.9	647916.5	3.0	40991.7	3.6
煤炭开采和洗选业	18215.5	-11.0	12125.8	-7.2	3714.7	-21.7
石油和天然气开采业	7209.8	8.8	3661.7	8.5	2383.7	5.3
石油、煤炭及其他燃料加工业	34604.4	1.5	30274.4	3.1	-187.4	-199.3
化学原料和化学制品制造业	51850.6	5.9	45143.2	5.7	2372.6	4.8
医药制造业	14144.0	-0.8	8221.2	1.2	1986.8	-0.8
化学纤维制造业	6676.5	13.1	6197.7	12.1	149.4	105.2

资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

从上市公司报告数据来看，子板块出现分化亦有边际改善。2024 年上半年，申万医药板块整体营业收入 12332.72 亿元，同比-0.82%；归母净利润 1099.54 亿元，同比-5.83%。相对于 2023 年年报表现，2024H1 归母净利润上的修复明显。从各个子板块来看，2024H1 化学制剂、原料药、医疗器械业绩改善较好，尤其化学制剂板块表现最佳，其营收、归母净利润增速分别为+4.03%和+40.07%；而生物制品、医疗服务业绩上仍然承压。另外，从单季度的变化来看，Q2 单季度的同比增速还未赶上 Q1 单季度的增速，但是相关子板块表现出边际性改善，如原料药 2024Q1-Q2 营收增速分别为-3.16%/+7.49%，归母净利润分别为-13.12%/-6.57%；同期医疗器械营收增速分别为-2.32%/+2.93%，归母净利润增速分别为-6.24%/-5.56%；同期医疗服务营收增速分别为-7.29%/-5.03%，归母净利润增速分别为-39.11%/-25.61%。

图表 5：上市公司业绩表现情况 (累计值)

	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2020	2021	2022	2023	2024H1	2020	2021	2022	2023	2024H1
原料药	790.24	883.10	939.24	926.20	492.31	86.57	78.97	94.03	74.27	46.64
YOY	-0.20%	11.75%	6.36%	-1.39%	1.87%	8.27%	-8.77%	19.06%	-21.01%	-9.73%
化学制剂	3614.80	3926.40	4057.04	4068.71	2167.15	303.96	315.28	315.72	278.76	278.95
YOY	-2.29%	8.62%	3.33%	0.29%	4.03%	20.80%	3.73%	0.14%	-11.71%	40.07%
中药	3076.24	3233.22	3384.12	3589.68	1822.65	299.34	354.01	285.75	362.92	220.98
YOY	-2.94%	5.10%	4.67%	6.07%	-3.34%	13.45%	18.26%	-19.28%	27.00%	-8.98%
生物制品	981.71	1288.93	1438.15	1570.03	641.02	241.94	339.24	309.82	291.58	116.43
YOY	19.05%	31.29%	11.58%	9.17%	-11.73%	52.58%	40.22%	-8.67%	-5.89%	-30.05%
医药商业	7746.08	8624.66	9364.83	10100.61	5143.35	193.23	195.06	184.84	183.02	111.70
YOY	6.40%	11.34%	8.58%	7.86%	-0.04%	23.51%	0.94%	-5.24%	-0.99%	-8.03%
医疗器械	2195.50	2648.81	3221.61	2353.18	1209.63	560.28	678.13	795.81	390.12	221.85

YOY	57.31%	20.65%	21.62%	-26.96%	0.34%	168.20%	21.03%	17.35%	-50.98%	-5.88%
医疗服务	1123.77	1444.99	1929.98	1854.45	856.61	161.02	205.76	288.85	240.79	102.99
YOY	23.29%	28.58%	33.56%	-3.91%	-5.45%	355.14%	27.78%	40.39%	-16.64%	-31.54%
总计	19528.34	22050.10	24334.98	24462.86	12332.72	1846.34	2166.46	2274.83	1821.45	1099.54
YOY	8.05%	12.91%	10.36%	0.53%	-0.82%	59.89%	17.34%	5.00%	-19.93%	-5.83%

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所。注：剔除*ST 景峰、ST 三圣、ST 天圣、迈威生物、亚虹医药-U、迪哲医药-U、首药控股-U、前沿生物-U、泽璟制药-U、海创药业-U、盟科药业-U、益方生物-U、诺诚健华-U、百济神州-U、艾力斯 2020 年及之前数据；剔除*ST 吉药、康美药业、*ST 大药、ST 目药、*ST 龙津、ST 百灵、ST 九芝；剔除百奥泰、君实生物-U、康希诺、百济神州-U、荣昌生物、智翔金泰-U、神州细胞-U、康乐卫士、金迪克、诺思兰德；剔除和元生物、ST 中珠；下同。

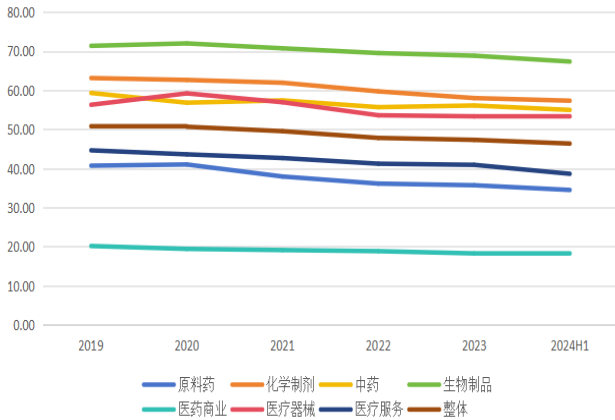
图表 6：上市公司业绩表现情况（单季度）

	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
原料药	230.34	218.36	225.64	245.95	247.59	25.05	18.16	4.67	23.47	23.41
YOY				-3.16%	7.49%				-13.12%	-6.57%
化学制剂	1029.43	964.74	1018.75	1106.24	1058.29	96.60	80.25	-0.65	161.74	116.02
YOY				5.25%	2.80%				57.71%	20.10%
中药	904.60	816.78	887.35	973.61	849.04	105.83	85.88	34.24	126.32	94.66
YOY				-0.75%	-6.14%				-7.77%	-10.56%
生物制品	380.51	437.74	406.07	328.43	312.60	83.36	89.40	35.72	61.73	54.70
YOY				-5.00%	-17.85%				-25.71%	-34.38%
医药商业	2559.47	2421.16	2534.07	2618.68	2524.67	62.27	46.94	14.62	58.11	53.59
YOY				1.27%	-1.36%				-1.81%	-13.95%
医疗器械	609.46	556.50	586.85	582.31	627.32	126.17	93.90	59.67	102.69	119.16
YOY				-2.32%	2.93%				-6.24%	-5.56%
医疗服务	467.81	475.45	462.59	406.29	444.26	84.36	78.41	11.14	40.23	62.75
YOY				-7.29%	-5.03%				-39.11%	-25.61%
总计	6181.61	5890.74	6121.32	6261.51	6063.77	583.64	492.95	159.43	574.30	524.29
YOY				0.15%	-1.91%				-1.73%	-10.17%

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

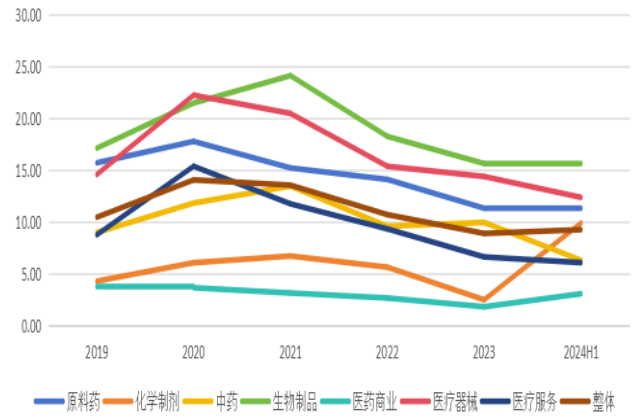
上市医药企业盈利能力与费用支出变化反映行业变革趋势。从近些年的数据变化看，医药行业销售毛利率与净利率均出现下滑趋势，这或与药品集采降价、医保谈判等政策不无关系。2024H1 医药行业销售毛利率为 46.36%，子板块毛利率排序表现为生物制品>化学制剂>中药>医疗器械>医疗服务>原料药>医药商业。2024H1 医药行业销售净利率为 9.23%，相比于 2023 年的 8.87%有所改善，子板块净利率排序表现为生物制品>医疗器械>原料药>化学制剂>中药>医疗服务>医药商业；其中化学制剂净利率改善明显，或与板块利空因素出清有关。从费用支出来看，上市医药企业销售费用率呈现下降趋势，这与打击医疗反腐政策有关；管理费用率、研发费用率的合理提升，主要与医药企业加大研发、人才投入等有关，是医药行业健康长远发展的应有之义。

图表 7：医药 SW 行业各子板块毛利率 (%)



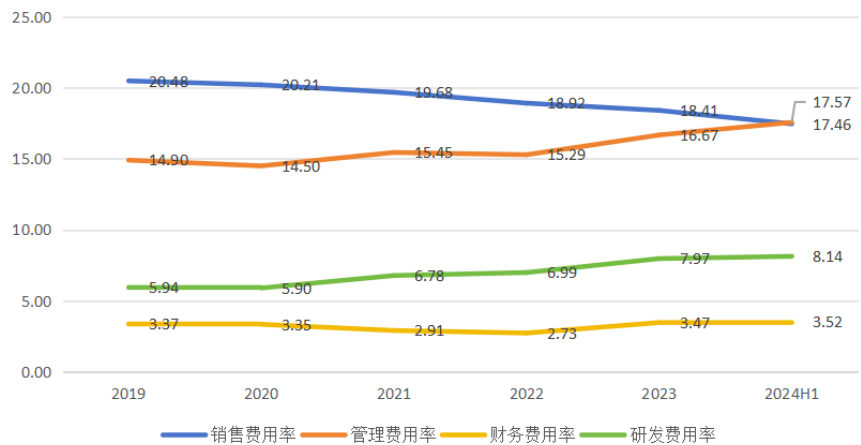
资料来源：Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 8：医药 SW 行业各子板块净利率 (%)



资料来源：Choice股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 9：医药 SW 行业期间费用率情况 (%)



资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

从近十年 SWI 医药生物行业指数与大盘指数比照图来看，医药指数与沪深 300 指数拟合度高。若把十年时间分成二段的话，前面五年（大约 201409-201904）SWI 医药指数、沪深 300 指数、上证指数走势趋同，后面五年（201905-至今）SWI 医药指数、沪深 300 指数走势重合度高，且明显好于上证指数表现。同样，将 SWI 医药行业各子板块近 10 年走势拉出来看，约莫也可以分成二段：前五年各细分板块指数走势趋同重合度高，后五年各子板块开始分化，到 2021 年 6-7 月达到或接近峰值，医疗服务、生物制品板块表现尤为突出，之后各板块指数便一路下滑，直到今年又呈现收敛趋势。

由于关系国计民生的天然属性，医药行业一直属于强监管的政策市场。近十年来，我国密集出台了一系列重磅政策，涉及医保、医药、医疗等方面。2015-2019 年期间的药品集中采购方案（“7 号文”）；药物临床试验数据自查（“7.22 风暴”）；创新药品器械审评审批改革（“44 号文”）；仿制药一致性评价；组建国家卫生健康委员会、国家市场监督管理总局、国家医疗保障局；按疾病诊断相关分组付费 DRGs；药品采购“两票制”；加入 ICH；医药上市许可人制度；医保谈判等等。头 5 年医药政策的顶层设计为后续政策的细化、延伸、迭代指明了方向，也为医药市场健康长远

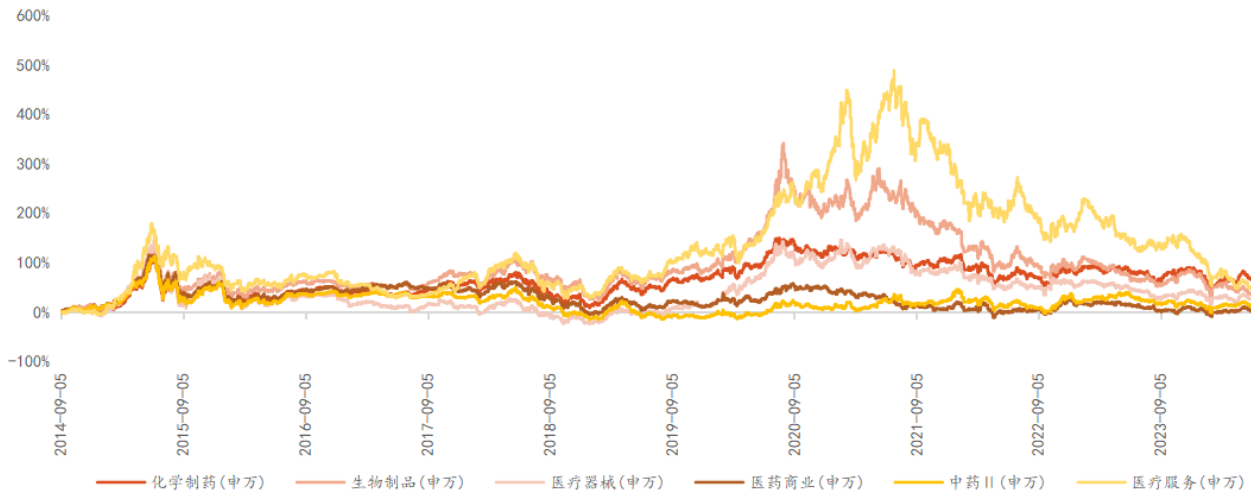
的发展打下坚实的基础。

图表 10: SWI 医药生物行业指数与大盘指数对照图



资料来源: Choice 指数数据浏览器, 东方财富证券研究所。注: 数据截至 20240904。

图表 11: SWI 医药生物行业各子板块指数对照图



资料来源: Choice 指数数据浏览器, 东方财富证券研究所。注: 数据截至 20240904。

图表 12: 近十年医药行业重要政策/事件

时间	主要政策/事件	时间	主要政策/事件
2015 年	《关于印发控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见的通知》； 《关于印发推进药品价格改革意见的通知》； 《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见（“7号文”）》； 《关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》； 《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》；	2020 年	《关于印发医疗联合体管理办法（试行）的通知》； 《中华人民共和国药典》2020 年版； 《关于深化医疗保障制度改革的意见》； 《关于印发国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范 and DIP 病种目录库（1.0 版）的通知》； 《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2020 年）》； 《全国药品集中采购文件（GY-YD2020-1）》（第三

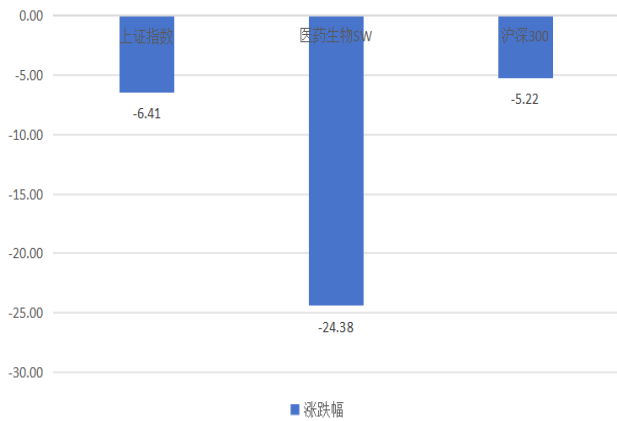
	<p>《关于全面推开展县级公立医院综合改革的实施意见》；</p> <p>《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》；</p> <p>《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告（“7.22 风暴”）》；</p> <p>《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见（“44 号文”）》</p>		<p>批）；</p> <p>《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》；</p> <p>《国家卫生健康委办公厅关于印发第一批国家高值医用耗材重点治理清单的通知》（第一批）；</p>
2016 年	<p>《关于公布国家药品价格谈判结果的通知》；</p> <p>《国务院关于整合城乡居民基本医疗保险制度的意见》；</p> <p>《中华人民共和国中医药法》；</p> <p>《关于印发中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）的通知》；</p> <p>《关于发布医疗器械优先审批程序的公告》；</p> <p>《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》；</p> <p>《关于印发药品上市许可持有人制度试点方案的通知》</p>	2021 年	<p>《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》；</p> <p>《关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知》；</p> <p>《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2021 年）》；</p> <p>《全国药品集中采购文件（GY-YD2021-1）》（第四批）；</p> <p>《全国药品集中采购文件（GY-YD2021-2）》（第五批）；</p> <p>《全国药品集中采购文件（胰岛素专项）（GY-YD2021-3）》（第六批）；</p> <p>《国家组织人工关节集中带量采购文件（GH-HD2021-1）》（第二批）；</p>
2017 年	<p>《在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》；</p> <p>《进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》；</p> <p>《关于将 36 种药品纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》；</p> <p>《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》；</p> <p>总局关于发布《中国上市药品目录集》的公告（2017 年第 172 号）；</p> <p>加入 ICH；</p> <p>《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年）》；</p>	2022 年	<p>《2022 年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》；</p> <p>《关于印发“十四五”中医药发展规划的通知》；</p> <p>《全国药品集中采购文件（GY-YD2022-1）》（第七批）；</p> <p>《药品召回管理办法》；</p> <p>《国家组织骨科脊柱类耗材集中带量采购公告（第 1 号）》（第三批）；</p>
2018 年	<p>组建国家卫生健康委员会、国家市场监督管理总局、国家医疗保障局；</p> <p>《全国药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》；</p> <p>《关于印发 2018 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风专项治理工作要点的通知》；</p> <p>《关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见》；</p> <p>《关于将 17 种抗癌药纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》；</p>	2023 年	<p>《全国药品集中采购文件（GY-YD2023-1）》（第八批）；</p> <p>《关于开展第九批国家组织药品集中采购相关信息填报工作的通知》（第九批）；</p> <p>《第四批国家组织高值医用耗材集中采购启动 聚焦人工晶体及运动医学类》（第四批）；</p> <p>《关于开展 2023 年医疗保障基金飞行检查工作的通知》；</p> <p>《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023 年）》；</p> <p>《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管</p>

	<p>《国务院办公厅关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》；</p> <p>《关于印发国家基本药物目录（2018年版）的通知》；</p> <p>《关于进一步做好分级诊疗制度建设有关重点工作的通知》；</p> <p>《关于做好辅助用药临床应用管理有关工作的通知》；</p> <p>《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告（2018年第23号）》；</p> <p>《〈中华人民共和国药品管理法〉（修正草案）》；</p> <p>《4+7城市药品集中采购文件》；</p>		<p>理的通知》；</p> <p>《中药注册管理专门规定》；</p>
2019年	<p>《关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知》；</p> <p>《关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知（GY-YD2019-2）》</p> <p>《关于印发按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》；</p> <p>《关于印发治理高值医用耗材改革方案的通知》；</p> <p>《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》；</p> <p>新修订的《药品管理法》通过；</p> <p>《化学药品注射剂仿制药（特殊注射剂）质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》；</p> <p>《关于开展药品使用监测和临床综合评价工作的通知》；</p> <p>《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围实施意见》；</p>	2024年	<p>《关于加快推进村卫生室纳入医保定点管理的通知》；</p> <p>《关于加强医药集中带量采购中选产品供应保障工作的通知》；</p> <p>《关于进一步推广三明医改经验持续推动医保工作创新发展的通知》；</p> <p>《关于印发按病组和病种分值付费 2.0 版分组方案并深入推进相关工作的通知》；</p> <p>《中药标准管理专门规定》；</p>

资料来源：国家政府网站，东方财富证券研究所

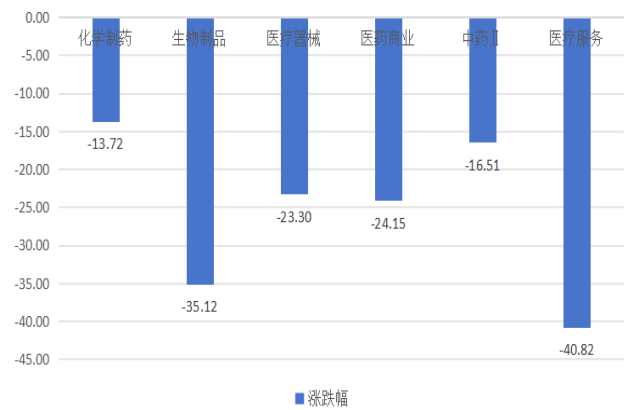
截至 2024 年 9 月 4 日，今年医药 SWI 行业指数累计下跌 24.38%，大幅跑输同期 HS300 指数（-5.22%）和上证指数（-6.41%），涨跌幅在 31 个 SWI 子行业中排名 23 名。各医药子板块来看，所有子板块均出现下跌：化学制药-13.72%、中药 II-16.51%、医疗器械-23.30%、医药商业-24.15%、生物制品-35.12%、医疗服务-40.82%。

图表 13: 医药 SWI 行业指数今年表现不佳 (%)



资料来源: Choice 指数数据浏览器, 东方财富证券研究所。注: 数据截至 20240904。

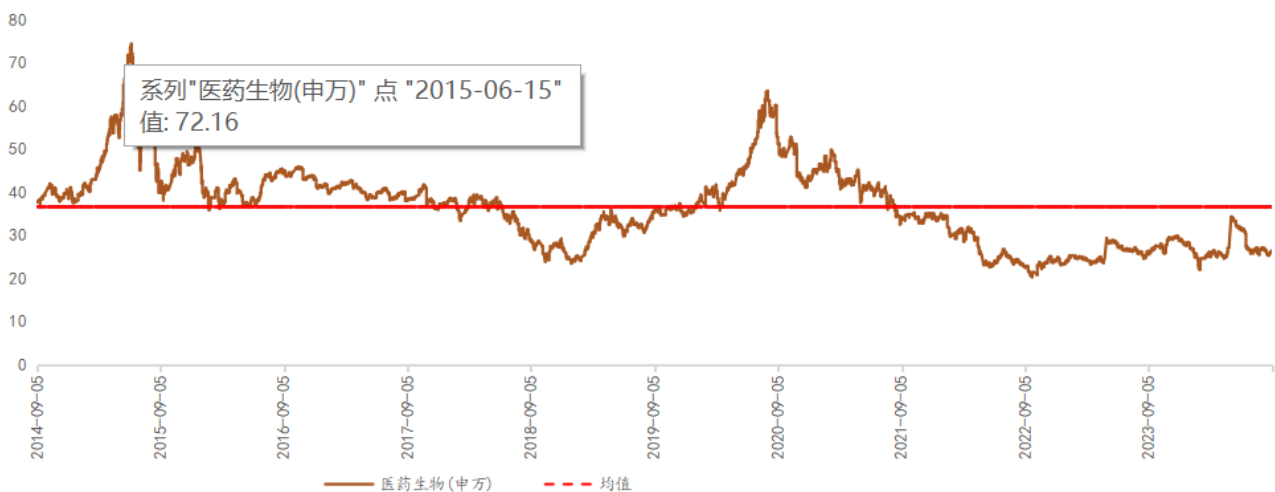
图表 14: 医药 SW 行业各子板块今年表现 (%)



资料来源: Choice 指数数据浏览器, 东方财富证券研究所。注: 数据截至 20240904。

从估值上来看, 医药行业处于近十年低估位置。目前 SWI 医药行业 PE 在 26 倍左右, 而近十年其估值中枢为 37 倍, 近十年其最高估值为 72 倍, 目前其 PE 仅为后两者的 70%和 36%水平。

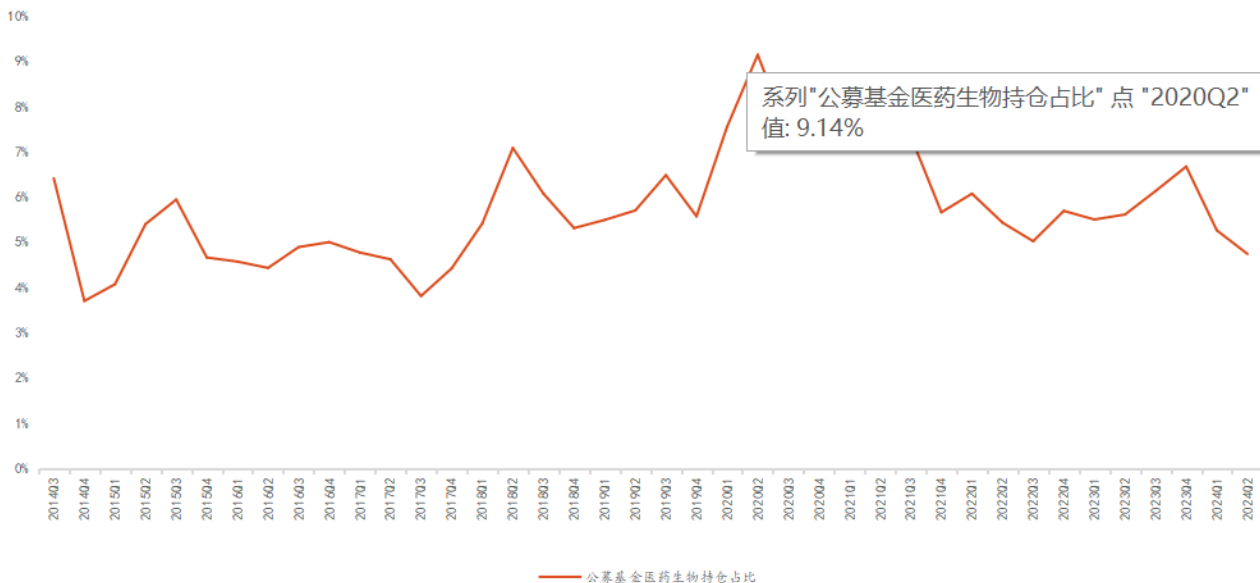
图表 15: SWI 医药生物行业估值处于近十年低位



资料来源: Choice 指数数据浏览器, 东方财富证券研究所。注: 数据截至 20240904。

从公募基金持仓来看, 公募基金持仓医药生物股票投资市值处于近十年相对低位。根据最新的 2024Q2 数据, 公募基金医药股票持仓比例在 4.74%, 只有近十年其历史高位 2020Q2 的 9.14%的一半左右, 离标准行业配置比例 7%还差 2.26 个百分点。

图表 16: SWI 医药生物行业公募基金持仓投资市值处于近十年相对低位



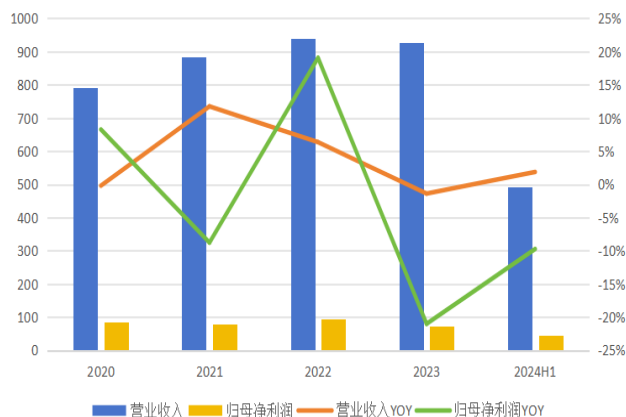
资料来源: Choice 深度研究数据, 东方财富证券研究所。注: 数据截至 20240904。

2. 触底反弹行业边际改善

2.1. 原料药: 业绩出现逐季改善, 盈利能力仍受价格影响

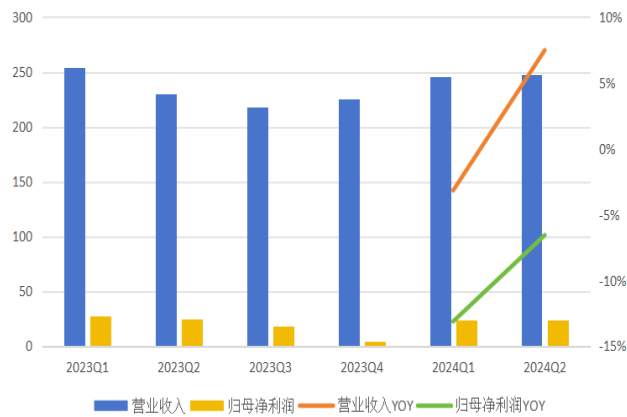
原料药板块业绩出现逐季改善, 盈利能力仍受产品价格影响。2024年上半年, SWI 原料药子板块营收 492.31 亿元, 同比+1.87%; 归母净利润 46.64 亿元, 同比-9.73%。其中 2024 年 Q1-Q2 营收分别为 245.95 亿元、247.59 亿元, 同比分别-3.16%、+7.49%; 归母分别为 23.47 亿元、23.41 亿元, 同比分别-13.12%、-6.57%。原料药毛利率、净利率近年呈现下降趋势。原料药销售、管理、研发费用率近年呈现小幅上升趋势。

图表 17: SWI 原料药子板块业绩表现 (亿元, %)



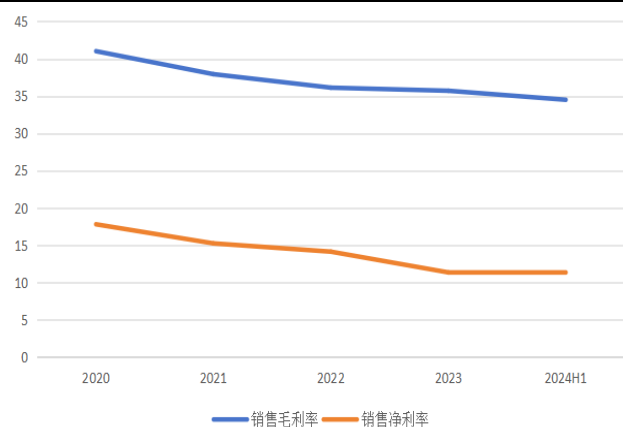
资料来源: Choice 股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 18: SWI 原料药子板块分季度业绩表现 (亿元, %)



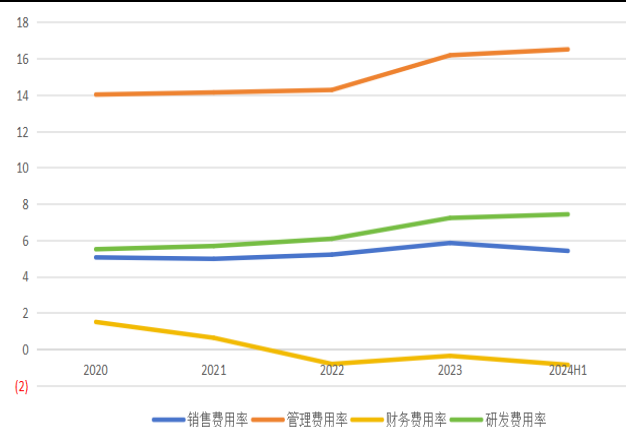
资料来源: Choice 股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 19: SWI 原料药子板块盈利能力 (%)



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

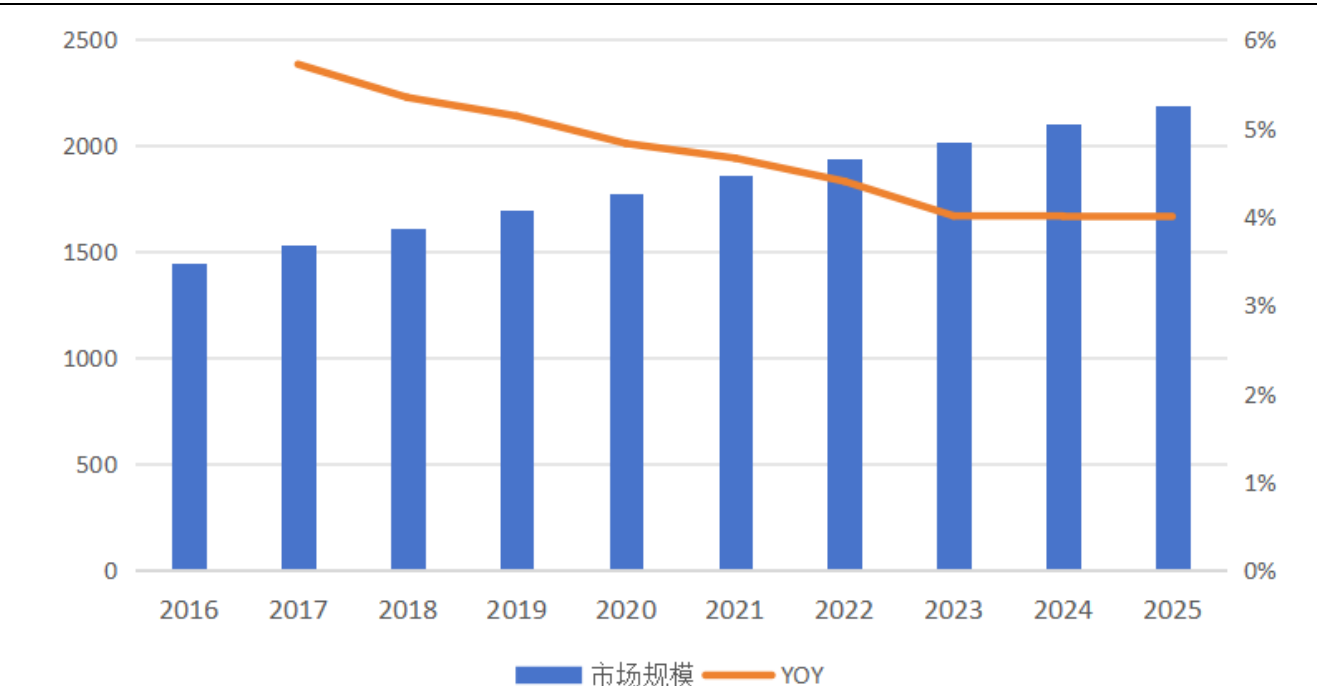
图表 20: SWI 原料药子板块期间费用率 (%)



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

原料药行业国内外市场竞争加剧, 非规范市场产品销售价格仍处于底部区间, 采购订单比较谨慎。2024 年上半年, 受多重因素影响, 海外市场叠加去库存压力, 需求回落, 甾体激素类原料药的价格在低位徘徊。维生素的市场需求广泛分布, 行业集中度较高, 供给侧的波动很容易影响到产品价格。饲料行业作为维生素需求的最大来源之一, 对维生素的需求相对稳定。由于国际形势导致需求、各类相关疾病增加、医疗医药刚需和未有新进入者, 川宁生物公告预计后续抗生素市场需求将维持旺盛状态, 硫氰酸红霉素、青霉素类中间体有望维持价格稳定、整体向好。根据川宁生物报告, 2022 年我国抗生素市场规模达到 1945 亿元, 行业整体增速保持在 4%以上。

图表 21: 我国抗生素市场规模趋势 (亿元, %)



资料来源: 川宁生物公告, 东方财富证券研究所

图表 22：国内抗生素 6-APA 价格(元/千克)



资料来源：Choice经济数据库EDB，东方财富证券研究所

图表 23：国内抗生素 7-ACA（酶法）价格(元/千克)



资料来源：Choice经济数据库EDB，东方财富证券研究所

原料药企业发挥原料药与制剂一体化的综合优势，通过技术、生产、销售等联动的全流程服务赢得客户认可，提升运营效力，优化成本竞争力；另一方面，通过拓展制剂产品出海来发展新领域。再者，一些企业深挖特色原料潜能，孵化新品种，为拓展高端市场奠定基础。

图表 24：主要原料药企业业绩表现

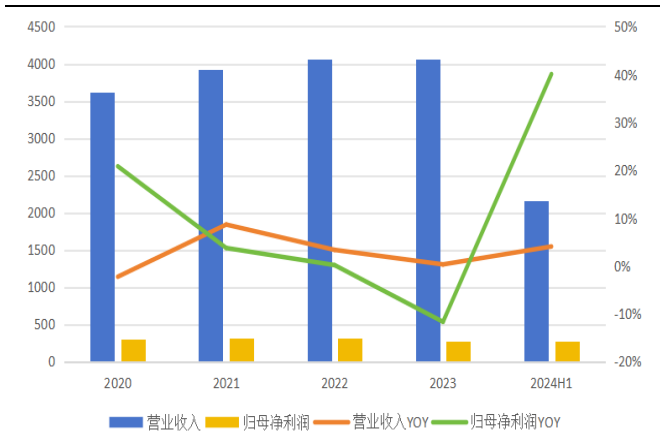
	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2020	2021	2022	2023	2024H1	2020	2021	2022	2023	2024H1
川宁生物	36.49	32.32	38.21	48.23	31.95	2.29	1.11	4.12	9.41	7.66
浙江医药	73.27	91.29	81.16	77.94	44.05	7.17	10.45	5.40	4.30	3.15
仙琚制药	40.19	43.37	43.80	41.23	21.38	5.05	6.16	7.49	5.63	3.40
花园生物	6.15	11.17	14.18	10.95	6.00	2.72	4.80	3.84	1.92	1.42

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

2.2. 化学制剂：归母净利润改善明显，创新药创新疗法引领

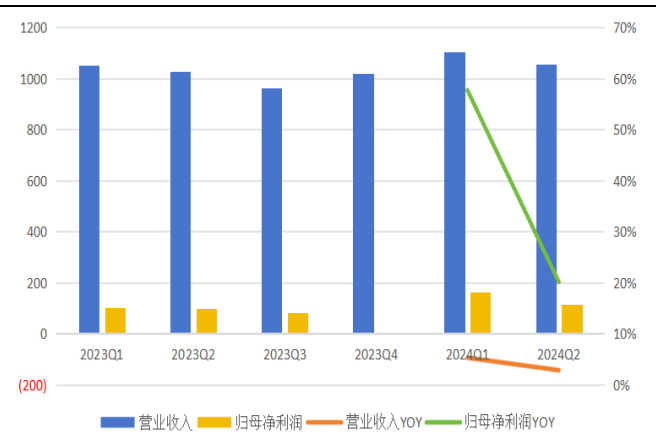
化学制剂板块归母净利润改善明显。2024 年上半年，SWI 化学制剂子板块营收 2167.15 亿元，同比+4.03%；归母净利润 278.95 亿元，同比+40.07%。2024Q2 单季度 SWI 化学制剂营收 1058.29 亿元，同比+2.80%；归母净利润 116.02 亿元，同比+20.10%。化学制剂板块销售毛利率略有下滑，销售净利率提升明显，2024H1 达到 9.88%；费用率方面呈现下滑趋势。

图表 25: SWI 化学制剂子板块业绩表现 (亿元, %)



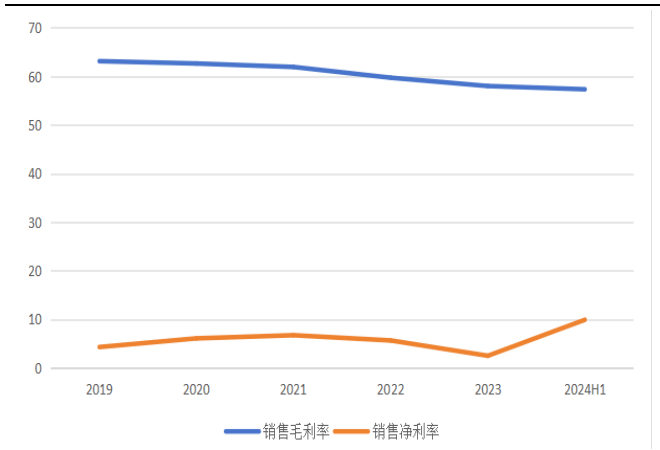
资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 26: SWI 化学制剂子板块分季度业绩表现 (亿元, %)



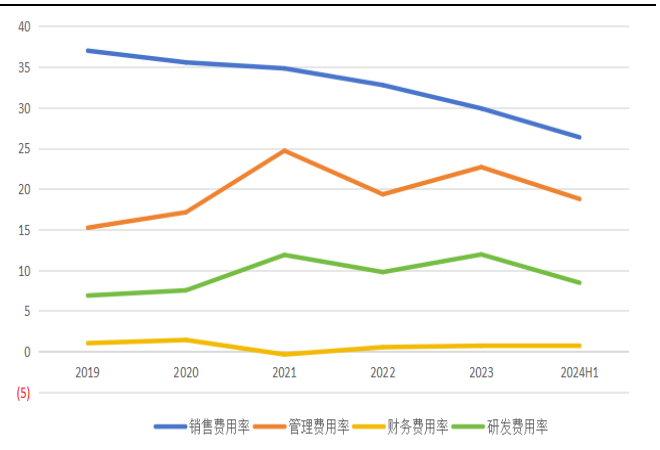
资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 27: SWI 化学制剂子板块盈利能力 (%)



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 28: SWI 化学制剂子板块期间费用率 (%)



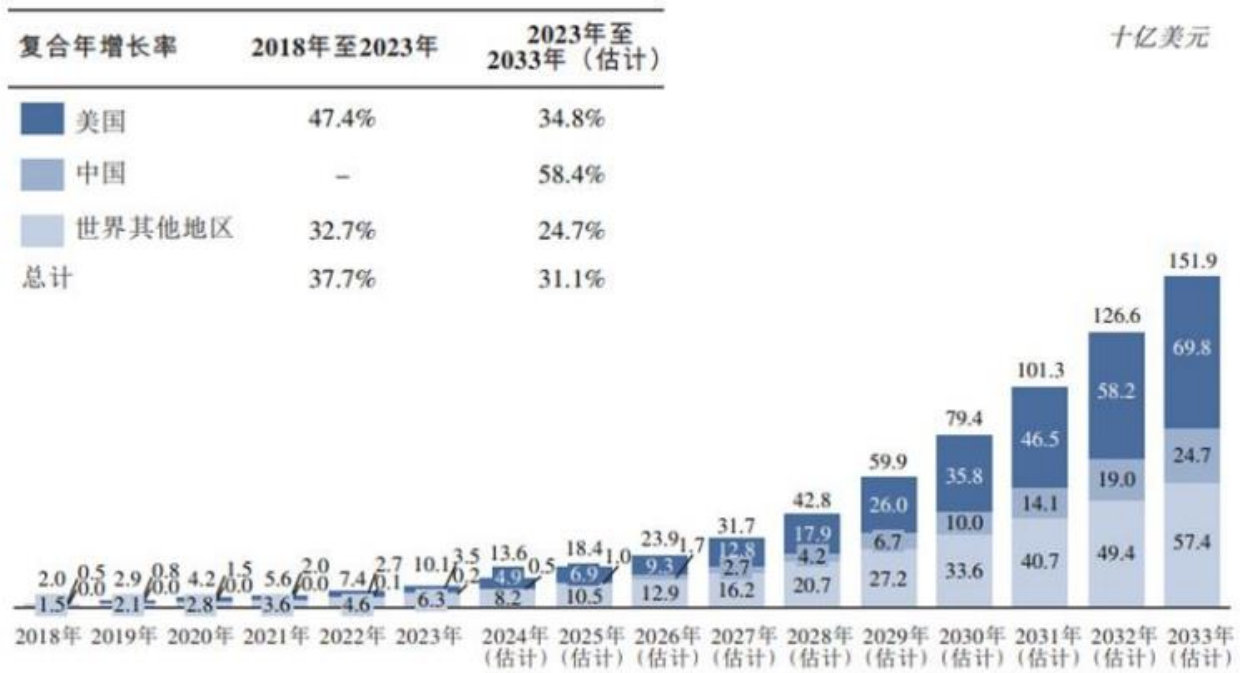
资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

我国创新药迎来实质性发展。2024 年政府工作报告首次明确提出加快创新药发展, 积极打造生物制造等新增长引擎、开辟生命科学新赛道等, 并把创新药定义为发展新质生产力的重要方向。7 月 5 日国务院出台《全链条支持创新药发展实施方案》, 要求全链条强化政策保障, 统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策, 优化审评审批和医疗机构考核机制, 合力助推创新药突破发展。支持创新药发展的地方配套政策也在密集出台。中共中央办公厅及国务院办公厅印发《浦东新区综合改革试点实施方案(2023—2027 年)》, 允许生物医药新产品参照国际同类药品定价, 有利于创新药企业获得与新药研发高风险相对应的回报。北京、广州、上海先后印发支持创新医药高质量发展若干措施。技术创新迭代、国内外需求不断释放, 中国创新药在海外市场不断取得认可和突破, 国产创新药行业正迎来发展的春天。

全球人口老龄化加剧, 癌症的发病率显著增加, 这导致了对更有效治疗方法和药物的持续需求。同时, 癌症的多样化和复杂性促使了对新型抗癌药物的研发和推广, 以满足不同类型和阶段的癌症患者的个性化治疗需求。**ADC 已经成为癌症治疗的关键治疗方式。**随着 ADC 在泛肿瘤治疗及一线疗法中不断证明其有效性, 预计 ADC 的市场规模将大幅增长。2023 年全

全球 ADC 市场规模达到 101 亿美元，预计到 2033 年将达到 1519 亿美元，同期 ADC 占整个肿瘤市场的份额预计将由 4.5% 提升至 26.4%。到 2023 年，中国及美国的 ADC 市场分别达到 2 亿美元及 35 亿美元，并预期于 2033 年将分别增长至 247 亿美元及 698 亿美元。双特异性和多特异性抗体是下一代癌症疗法中另一种潜在领先疗法。基于其治疗潜力，预期在未来数年双特异性和多特异性肿瘤药物市场将有大幅增长。

图表 29：全球 ADC 市场规模预测（十亿美元，%）



资料来源：百利天恒公告，东方财富证券研究所

图表 30：百济神州全球临床开发管线



资料来源：百济神州公告，东方财富证券研究所

经过多年发展，恒瑞医药已经形成了一支 5000 多人的规模化、专业化、能力全面的研发团队，在多个疾病研发领域的创新能力和执行能力方面都形成了一定的竞争优势。公司先后在连云港、上海、苏州、成都、厦门、济南、广州、北京、美国和欧洲等地设立了研发中心，利用不同地区在医学研究、临床能力、专家学者、创新能力和创新生态以及产业政策等方面的不同优势，满足多个疾病领域管线对新分子实体的发现和开发需求。

图表 31：恒瑞医药全球研发体系



资料来源：恒瑞医药公告，东方财富证券研究所

图表 32：恒瑞医药研发管线进展部分列举

报告期进展	药品名称/代号	靶点	单药/联合	I 期	II 期	III 期	NDA
NDA 受理 (2 项*)	夫那奇珠单抗	IL-17A	单药	成人活动性强直性脊柱炎			
	氟唑帕利	PARP	氟唑帕利单药/联合阿帕替尼	伴有 BRCA1/2 突变的转移性 HER2 阴性乳腺癌			
	甲磺酸阿帕替尼	VEGFR					
进入 III 期 临床 (10 项*)	SHR-A1904	Claudin 18.2 ADC	SHR-A1904 联合阿得贝利单抗	晚期实体瘤			
	阿得贝利单抗	PD-L1					
	SHR-A1921	TROP2 ADC	联合或不联合卡铂	铂敏感复发上皮性卵巢癌			
	SHR-A1921	TROP2 ADC	单药	铂耐药复发上皮性卵巢癌			
	阿得贝利单抗	PD-L1	阿得贝利单抗联合 SHR-8068 及含铂双药化疗	一线治疗 STK11/KEAP1/KRAS 突变晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌			
	SHR-8068	CTLA-4					
	HR20013	NK-1/5-TH3	单药 (复方)	预防中致吐风险抗肿瘤药物引起恶心呕吐			
	HRS9531	GLP-1/GIP	单药	超重或肥胖			
	SHR-1819	IL-4R α	单药	特应性皮炎			
	SHR6508	拟钙剂	单药	慢性肾脏病维持性血液透析患者的继发性甲状旁腺功能亢进			
进入 II 期 临床 (20 项*)	HR17031	胰岛素/GLP-1	单药 (复方)	2 型糖尿病			
	HRS-8427	头孢地尔衍生物	单药	复杂性尿路感染			
	HRS-1167	PARP1	HRS-1167 联合 SHR-A1921 或贝伐珠单抗或醋酸阿比特龙片 (I) 及泼尼松/泼尼松龙 (AA-P)	晚期实体瘤			
	SHR-A1921	TROP2 ADC					
	醋酸阿比特龙 (I)	/					
	阿得贝利单抗	PD-L1					
	SHR-8068	CTLA-4	SHR-A1921 联合抗肿瘤疗法	晚期实体瘤			
	SHR-A1921	TROP2 ADC					
阿得贝利单抗	PD-L1	联合同步放化疗	局部晚期宫颈癌				

资料来源：恒瑞医药公告，东方财富证券研究所。注：20240101-20240630。

仿制药行业迎来新的发展机遇。近年来，国家药品政策持续规范化，MAH 政策、一致性评价制度对药品质量提出了更高要求，同时集中带量采购等措施也明确了医保控费的大环境。政府的多项政策旨在改善行业的质量标准，提升仿制药的研发和创新能力，从而促进行业健康发展。根据《中国仿制药发展报告（2023 版）》数据，2023 年我国化学仿制药市场规模达 8923 亿元；同时，自 2017 年底首批一致性评价过评品种公布以来，一致性评价过评品种市场份额持续攀升，由 2018 年的 7% 上升至 2023 年的 36%，且在所有治疗领域已实现全面覆盖。

图表 33：主要化学制药企业业绩表现

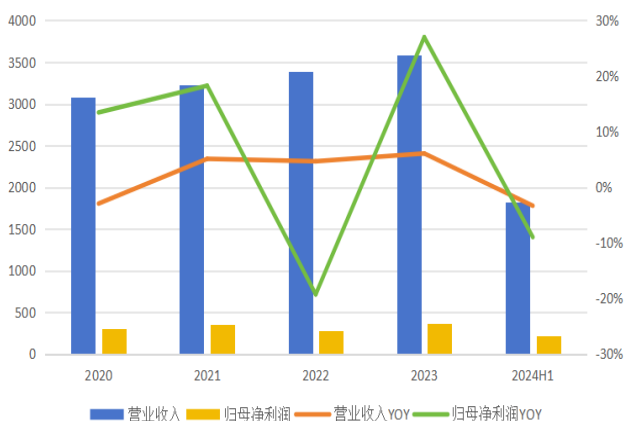
	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2020	2021	2022	2023	2024H1	2020	2021	2022	2023	2024H1
恒瑞医药	277.35	259.06	212.75	228.20	136.01	63.28	45.30	39.06	43.02	34.32
百利天恒-U	10.13	7.97	7.03	5.62	55.53	0.38	-1.00	-2.82	-7.81	46.66
复星医药	303.07	390.05	439.52	414.00	204.63	36.63	47.35	37.31	23.86	12.25
科伦药业	164.64	172.77	189.13	214.54	118.27	8.29	11.03	17.09	24.56	18.00
华东医药	336.83	345.63	377.15	406.24	209.65	28.20	23.02	24.99	28.39	16.00
海思科	33.30	27.73	30.15	33.55	16.87	6.37	3.45	2.77	2.95	1.65

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所。注：根据申万划分，公司或涉足化药、生物药、中药等多个领域。

2.3. 中药：彰显独特优势和魅力，“治未病”有望开拓空间

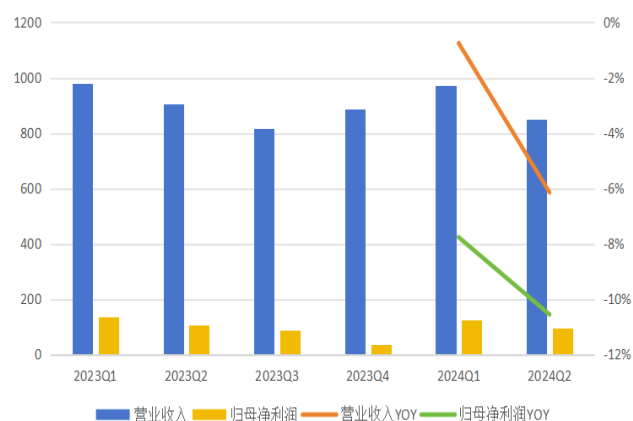
中药板块业绩小幅下滑。2024 年上半年，SWI 中药子板块营收为 1822.65 亿元，同比-3.34%；归母净利润 220.98 亿元，同比-8.98%。2024Q2 单季度营收 849.04 亿元，同比-6.14%；归母净利润 94.66 亿元，同比-10.56%。2024H1 中药销售毛利率为 54.97%、销售净利率为 6.27%；期间费用率上相对稳定略有波动。

图表 34：SWI 中药子板块业绩表现（亿元，%）



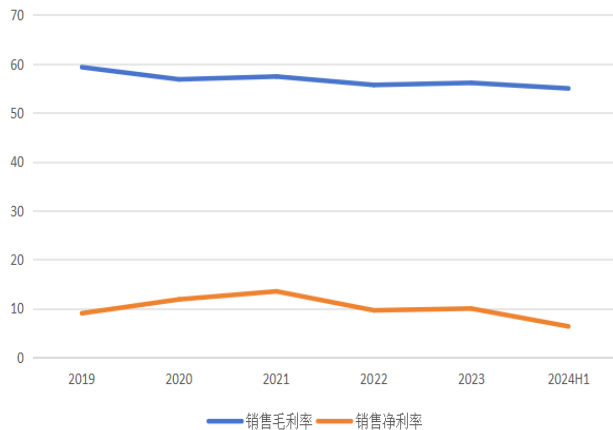
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 35：SWI 中药子板块分季度业绩表现（亿元，%）



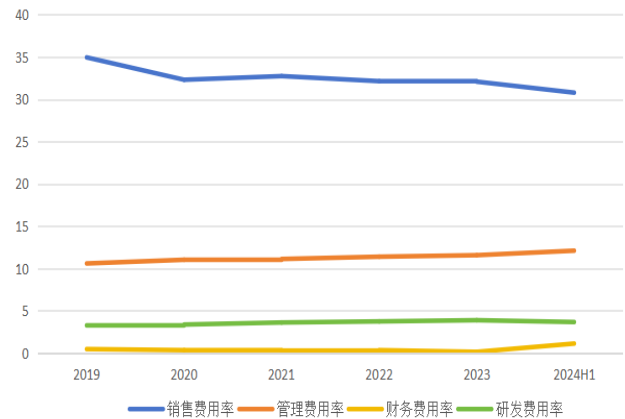
资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

图表 36: SWI 中药子板块盈利能力 (%)



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 37: SWI 中药子板块期间费用率 (%)

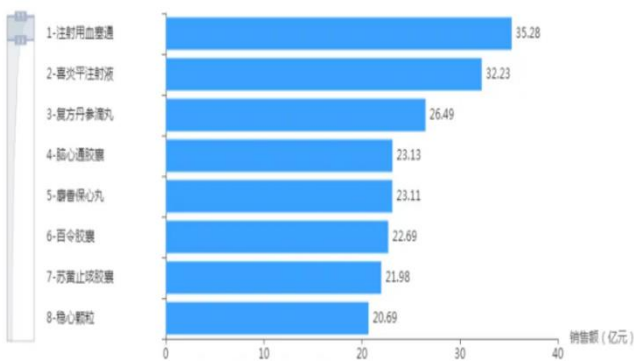


资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

中医药在慢病管理、预防保健、康复治疗等领域发挥关键作用。随着中医药在治未病、辨证施治方面逐步被认可, 中医药受众人群也由过去以中老年人为主, 逐渐向年轻化、多元化方向发展。品牌中药凭借“治未病”的优势有望迎来更大发展空间。

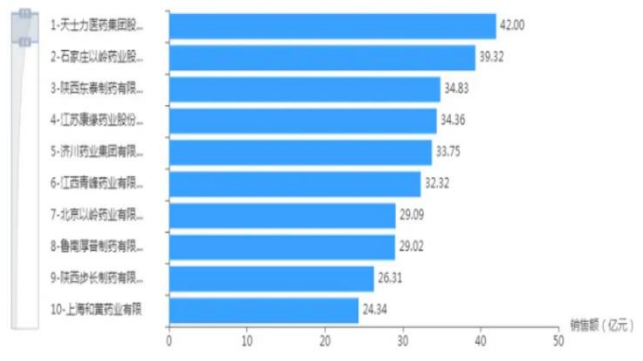
中药大品种市场竞争力强。根据药智网统计, 2023 年我国中药销售额超 20 亿的大品种有 8 个, 总销售额达 206 亿元, 约占中药整体市场份额的 9%; 销售额在 10-20 亿元的品种有 31 个, 总销售额达 424 亿元, 约占中药整体市场份额的 19%。因此, 年销售额超 10 亿的中药品种有 39 个, 占据总体销售额的 28%, 市场竞争力较大。从 2023 年药企中药销售额 TOP10 来看, 天士力销售额率先突破 40 亿元大关, 其余的均超过 20 亿元。具有国资背景的华润三九斥资 62 亿元入主天士力, 其销售额将再上新台阶。

图表 38: 2023 年销售额超 20 亿的中药大品种 (亿元)



资料来源: 药智网, 东方财富证券研究所

图表 39: 2023 年药企的中药销售额 TOP10 (亿元)



资料来源: 药智网, 东方财富证券研究所

中药集采扩围考验药企综合实力。中药集采已推广至省级联盟, 集采范围也从中成药推广至配方颗粒和中药饮片。2024 年 5 月, 国家医保局提出在国家组织集采的基础上, 将条件具备的省级联盟采购提升为全国联盟采购。全产业链运营能力高, 规模化生产成本低, 销售费用不断优化, 产品力及性价比高的企业, 有望应对价格下降的影响。近日, 安徽省中成

药带量采购项目正式对外征求意见，涉及两大目录 18 个级别 14 个组 35 个品种。从品种来看，从慢性病到常见病，能进入的尽量进入，照顾到了多方面患者的需求。涉及心脑血管常用药、糖尿病常用药、益气健脾药、贫血及肿瘤领域常见药、外科手术用药，以及上呼吸道尤其是儿科类感冒用药等。

2024H1 中药材大盘指数表现复杂的震荡调整态势。中药材市场的价格波动受到多方因素的影响，包括供需关系、市场人气、种植积极性以及季节性和地域性差异等。部分品种（如白芍、木香）行情稳步上涨，主要因为产量下降、库存紧张或需求增加、资金炒作等因素；部分品种（如连翘、地黄）行情出现回落，主要因为产量增加、需求疲软或市场供应充裕等因素。

中医药板块将迎来并购机会。在国家市场支持和医药行业结构优化调整趋势下，现金流稳健充裕且具有业务规模的龙头企业有较好的并购机会。如华润三九与天士力的强强联合，将促进双方发挥产业链协同效应，在创新研发、智能制造、渠道营销等领域相互赋能，推动中医药传承创新及高质量发展。

图表 40：主要中药企业业绩表现

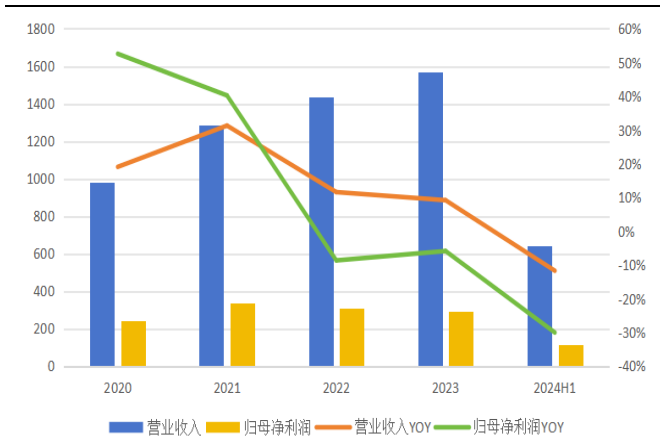
	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2020	2021	2022	2023	2024H1	2020	2021	2022	2023	2024H1
华润三九	136.37	153.20	180.79	247.39	141.06	15.97	20.47	24.49	28.53	23.89
达仁堂	66.04	69.08	82.49	82.22	39.65	6.62	7.69	8.62	9.87	6.58
天士力	135.76	79.52	85.93	86.74	43.72	11.26	23.59	-2.57	10.71	6.62
羚锐制药	23.32	26.94	30.02	33.11	19.06	3.25	3.62	4.65	5.68	4.13

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

2.4. 生物制品：“价格战”影响业绩，行业规模效应凸显

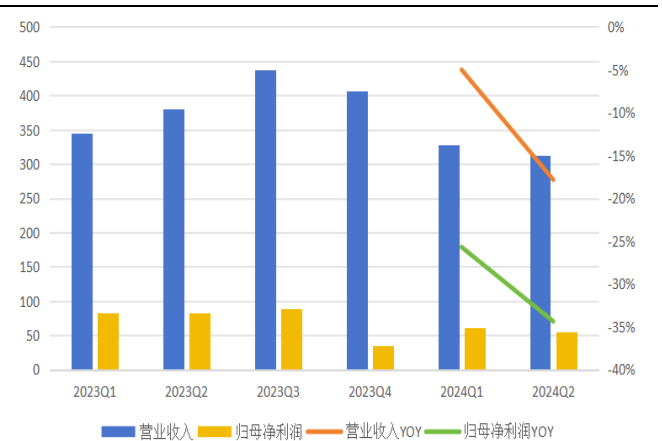
生物制品板块业绩承压。2024 年上半年，SWI 生物制品子板块营收为 641.02 亿元，同比-11.73%；归母净利润 116.43 亿元，同比-30.05%。2024Q2 单季度营收 312.60 亿元，同比-17.85%；归母净利润 54.70 亿元，同比-34.38%。板块业绩下滑，与近年产品降价有关，涉及品类从流感疫苗、HPV 疫苗不断向外延伸至狂犬疫苗、肺炎疫苗。2024H1 生物制品销售毛利率为 67.35%、销售净利率为 15.75%；管理费用率、研发费用率有上升趋势。

图表 41: SWI 生物制品子板块业绩表现 (亿元, %)



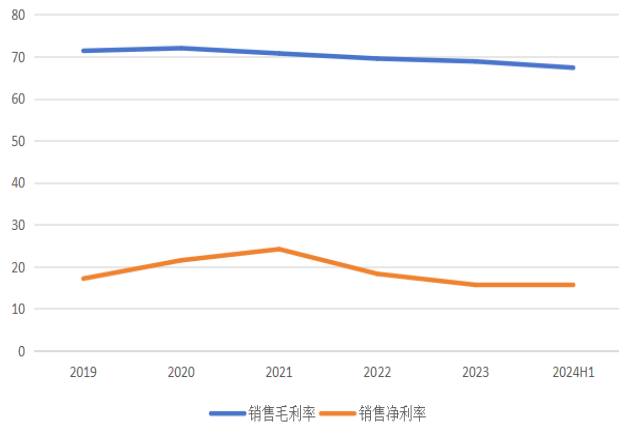
资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 42: SWI 生物制品子板块分季度业绩表现 (亿元, %)



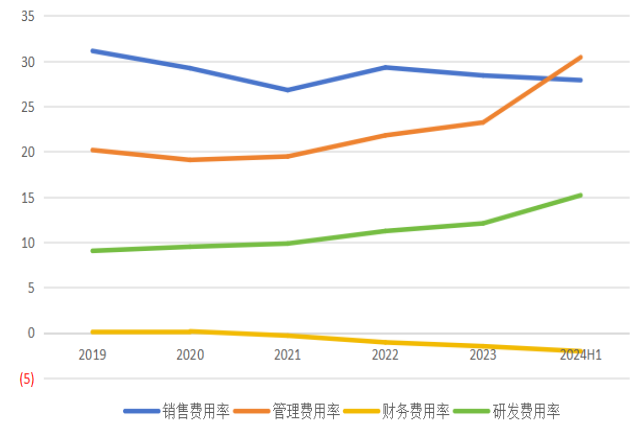
资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 43: SWI 生物制品子板块盈利能力 (%)



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 44: SWI 生物制品子板块期间费用率 (%)



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

以血液制品(白蛋白类、免疫球蛋白类和凝血因子类)为代表的生物制品在国内的市场持续扩增。另外,与欧美国家相比,我国血液制品的产量和人均消费量仍存有一定的差距和上升空间,社会需求存在较大的增长空间。血液中有150余种蛋白及因子,国外大型企业能够使用层析法分离20多种产品,我国少数血液制品企业能够分离9-15种产品,大多数企业只能分离5种或以下产品。根据米内网数据,2023年我国公立医疗机构市场中血液制品的销售额约为540亿元,同比+16.42%。此外,我国血液制品行业外延并购、内生增长促使行业集中度不断提高,多起重大并购案如天坛生物对西安回天的增持、上海莱士收购广西冠峰,以及海尔集团成为上海莱士控股股东等,加剧了行业竞争也加速了行业整合步伐。同时,血液制品企业持续推进已获批浆站建设,深挖存量浆站潜能,据不完全统计,2024年上半年新增在营浆站7家,全国行业采浆量超6400吨以上,天坛生物、山东泰邦、上海莱士、华兰生物、派林生物的采浆量合计占据国内血浆采集量70%以上,行业规模效应凸显。

图表 45: 我国主要血液制品企业情况 (2024H1)

企业	品种/品规	单采血浆站	2024H1 采浆量
天坛生物	15 个/74 个	102 个	1294 吨, 占比全国的 20%
上海莱士	12 个	44 个	年千吨级
博雅生物	9 个/23 个	16	246.89 吨, 同比+14.64%
华兰生物	11 个/34 个	--	同比+22.47%, 年千吨级
派林生物	11 个	38	2023 年 1200 吨

资料来源: 各公司公告, 东方财富证券研究所

随着国产重磅创新疫苗的逐步推出, 包括 HPV 疫苗、流感疫苗、带状疱疹疫苗等, 国内疫苗行业将迎来中国疫苗大品种时代, 从“国产替代”跃至“国际首创”。根据 WHO 发布的 2023 年《全球疫苗市场报告》, 全球疫苗市场规模在过去四年持续增长, 其中一部分原因是由于高价成人疫苗 (肺炎球菌疫苗、带状疱疹疫苗、HPV 疫苗) 使用及需求的不断增加。我国是世界上为数不多的能够依靠自身的能力提供全部计划免疫疫苗的国家之一, 且我国人用疫苗市场人均支出远低于发达国家, 这也预示着我国人用疫苗市场蕴含着庞大的发展机遇。群众在关注疫苗品质的同时, 也注重性价比和接种便捷性, 随着我国创新疫苗研发实力增强, 市场存在较大的国产替代空间。

图表 46: 智飞生物、康泰生物疫苗产品批签发情况

生产厂家	产品名称	2024H1 批签发量 (万支)	YOY	生产厂家	产品名称	2024H1 批签发量 (万支)	YOY
智飞绿竹	ACYW ₁₃₅ 疫苗	120.99	-64.37%	民海生物	四联疫苗	144.41	58.43%
	AC 结合疫苗	102.86	100%		13 价肺炎疫苗	199.88	356.45%
	Hib 疫苗	174.05	204.97%		人二倍体狂犬疫苗	90.49	--
	AC 多糖疫苗	206.09	358.84%		23 价肺炎疫苗	136.91	19.25%
	23 价肺炎疫苗	16.01	100%		Hib 疫苗	64.54	--
默沙东	四价 HPV 疫苗	46.60	-92.56%	康泰生物	百白破疫苗	--	-100%
	九价 HPV 疫苗	1827.17	24.48%		乙肝疫苗	444.90	3.69%
	五价轮状疫苗	225.42	-65.83%				
	23 价肺炎疫苗	84.50	3.83%				
	灭活甲肝疫苗	17.08	-45.14%				
GSK	重组带状疱疹疫苗	160.69	100%				

资料来源: 各公司公告, 东方财富证券研究所。注: 默沙东、GSK 产品为智飞生物代理产品, 民海生物为康泰生物全资子公司。

目前, 国内主要头部疫苗企业正进行降价活动, 涉及品类从流感疫苗、HPV 疫苗不断向外延伸至狂犬疫苗、肺炎疫苗。上半年“价格战”打得最为激烈的是流感疫苗, 以四价流感疫苗为主, 平均降幅超过 30%, 价格降至百元以下。其他疫苗也在跟进价格下探趋势。而外资已开始主动撤离中国疫苗市场, 转向销售代理授权模式, 包括全球销售前三的疫苗产品: 默沙东的 HPV 疫苗、辉瑞的肺炎疫苗以及 GSK 的带状疱疹疫苗。

图表 47: 2024 年国内部分疫苗降价情况 (元)

疫苗	企业	时间	产品	降价前单价	降价后单价	降幅
流感疫苗	国药集团	5 月	四价流感病毒裂解疫苗 (预充式 0.5ml/支)	128	88	31.25%
		6 月	四价流感病毒裂解疫苗 (成人剂型、预充式 0.5ml/支)	128	88	31.25%
	四价流感病毒裂解疫苗 (成人剂型、西林瓶 0.5ml/瓶)		125	85	32.00%	
	四价流感病毒裂解疫苗 (儿童剂型、预充式 0.25ml/支)		166	128	22.89%	
	北京科兴	6 月	四价流感病毒裂解疫苗 (预充剂型 0.5ml/支)	128	88	31.25%
			四价流感病毒裂解疫苗 (西林瓶 0.5ml/瓶)	108	78	27.78%
	金迪克	6 月	四价流感病毒裂解疫苗 (成人剂型、预充式 0.5ml/支)	128	88	31.25%
			四价流感病毒裂解疫苗 (成人剂型、西林瓶 0.5ml/瓶)	125	85	32.00%
HPV 疫苗	万泰生物	3 月	馨可宁 (二价)	116	86	25.86%
		沃森生物	4 月	沃泽惠 (二价)	146	63
	8 月			63	27.5	56.35%
狂犬疫苗	华兰疫苗	8 月	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞) (1.0ml/瓶)	205-207	127-129	40%
肺炎疫苗	智飞生物	9 月	23 价肺炎球菌多糖疫苗 (0.5ml)	298	209	29.87%

资料来源: 药智网微信公众号, 东方财富证券研究所。注: 部分产品经历多轮降价, 表中降价前价格统计数据为上一轮降价价格而非产品原价。

图表 48: 主要生物制品企业业绩表现

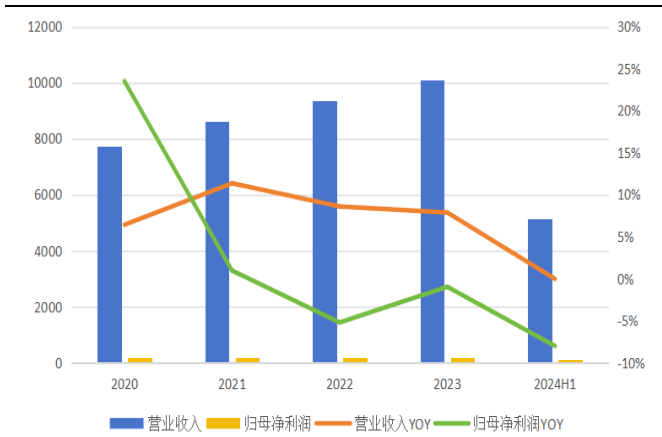
	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2020	2021	2022	2023	2024H1	2020	2021	2022	2023	2024H1
智飞生物	151.90	306.52	382.64	529.18	182.58	33.01	102.09	75.39	80.70	22.34
天坛生物	34.46	41.12	42.61	51.80	28.41	6.39	7.60	8.81	11.10	7.26
华兰生物	50.23	44.36	45.17	53.42	16.53	16.13	12.99	10.76	14.82	4.40
派林生物	10.50	19.72	24.05	23.29	11.36	1.86	3.91	5.87	6.12	3.27

资料来源: Choice 股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

2.5. 医药商业: 业绩增长放缓, 行业集中度提升

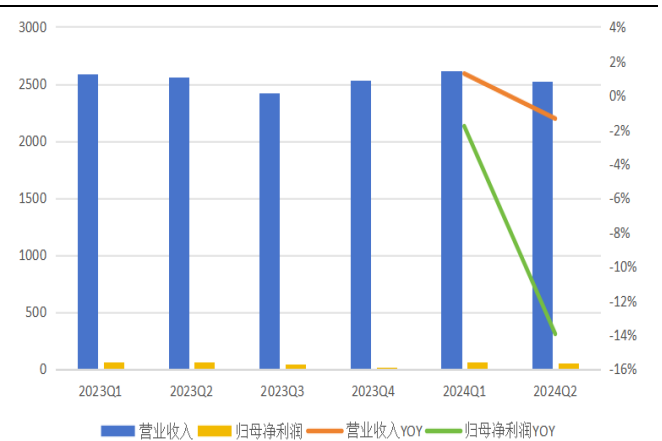
医药商业板块业绩未见改善。2024 年上半年, SWI 医药商业子板块营收为 5143.35 亿元, 同比-0.04%; 归母净利润 111.70 亿元, 同比-8.03%。2024Q2 单季度营收 2524.67 亿元, 同比-1.36%; 归母净利润 53.59 亿元, 同比-13.95%。2024H1 医药商业销售毛利率为 18.30%、销售净利率为 3.03%; 期间费用率方面相对稳定。

图表 49: SWI 医药商业子板块业绩表现 (亿元, %)



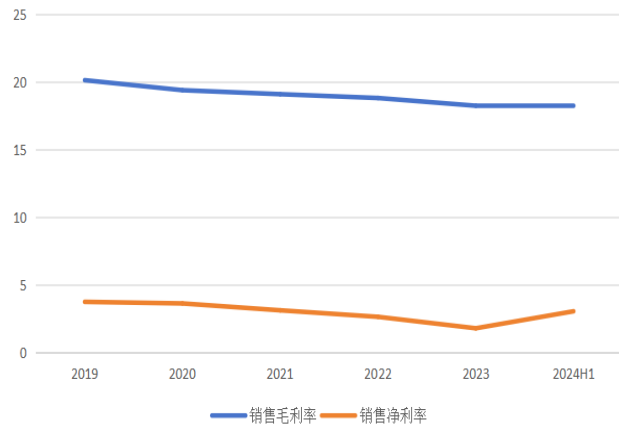
资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 50: SWI 医药商业子板块分季度业绩表现 (亿元, %)



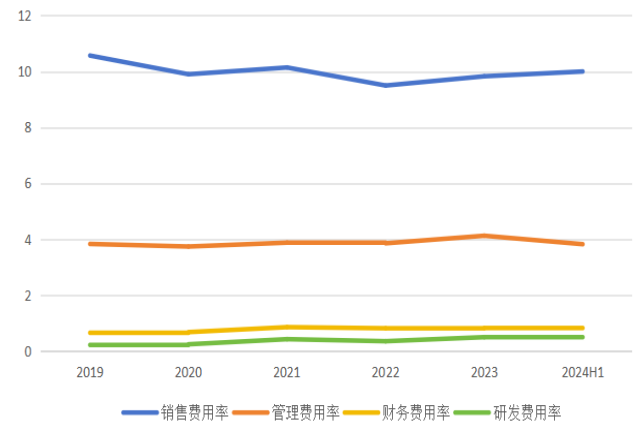
资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 51: SWI 医药商业子板块盈利能力 (%)



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

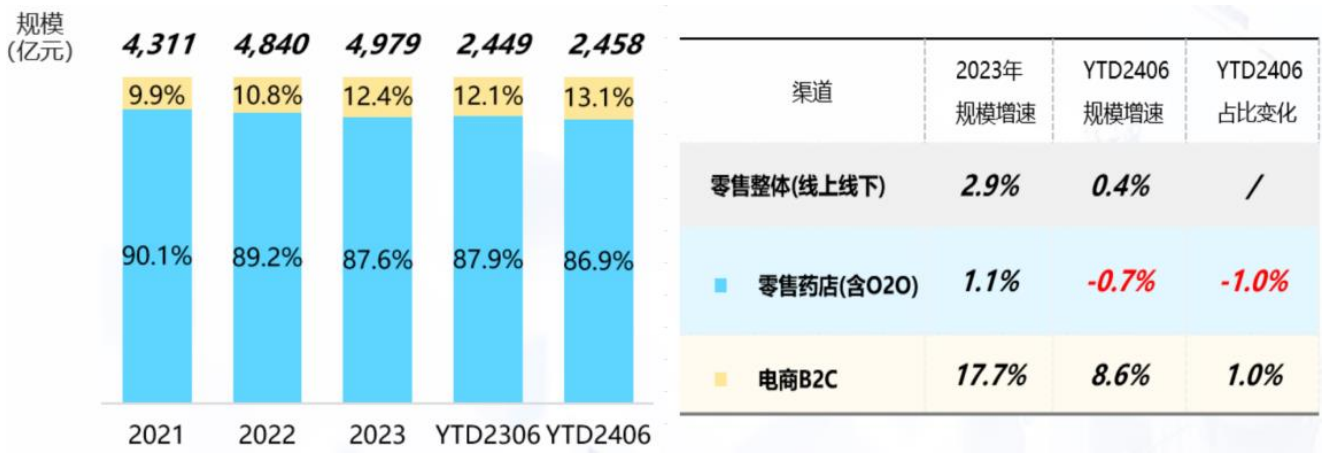
图表 52: SWI 医药商业子板块期间费用率 (%)



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

随着零售市场政策推动以及消费者需求的不断变化, 终端零售药店行业集中度也在进一步提升, 大型连锁药店与品牌力强、产品质量可靠的品牌药企合作的意愿也日益凸显。具备品牌及规模优势、成本管控优势的零售企业有望在竞争中脱颖而出, 获得更多的市场份额。根据中康 CMH 数据, 截至 2024 年 6 月, 我国医药零售市场的药品销售规模达到 2458 亿元, 同比+0.4%; 分渠道来看, 零售药店(含 O2O)规模占比为 86.9%, 同比-0.7%; 电商 B2C 规模占比为 13.1%, 同比+8.6%, 规模占比同比提升 1.0%, 渠道重要性提升。分渠道-处方性质表现: 截至 2024 年 6 月, 处方药 (Rx) 在各渠道增速均高于 OTC, 规模占比同比提升; 零售药店与电商 B2C Rx 规模占比较高, O2O 仍以 OTC 为主。今年 1 月 5 日, 国家医保局发布“四同药品”新规, 要求在 3 月底前基本消除“四同药品”(即通用名、厂牌、剂型、规格均相同的药品)省际间的不公平高价、歧视性高价。尽管这主要针对的是常规性挂网药品、集采药品等, 在价格联动机制下, OTC 药品的定价或将受到影响。“医保比价”模式未来或将在全国范围内铺开, 这将促进药品零售市场价格向医保监管与人民群众开放透明, 随着药品价格体系趋于均衡稳定, 药店经营管理成为综合服务能力和社会责任的比拼。

图表 53：全国药品市场零售整体规模占比趋势



资料来源：中康 CMH 数据，东方财富证券研究所。注：电商 B2C 包括天猫+京东两大平台；YTD (year to day)：表示年至今，目标年份的 1 月份至当月的总和。

连锁化率和市场集中度持续提升。在产业政策驱动、互联网技术发展、行业竞争等因素的推动下，药品零售行业连锁化率和市场集中度持续提升。2023 年，我国零售药店连锁率提升至 58.52%，百强连锁公司的销售额占行业总体 59.50%，较 2022 年分别提升 0.57%和 3.66%，体现出行业头部公司的优势效应。

图表 54：主要上市连锁药店基本情况

企业	药店数量(万家)		医保门店占比		销售毛利率		销售净利率		销售费用率		管理费用率	
	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1
益丰药房	1.33	1.47	87.39%	88.28%	39.99	40.05	7.46	7.31	25.70	25.55	4.39	4.24
大参林	1.41	1.62	91.84%	92.03%	37.44	34.89	7.96	5.25	21.53	22.67	4.60	4.52
老百姓	1.36	1.50	89.17%	89.19%	32.72	34.32	5.66	5.37	20.46	21.80	4.39	4.91
一心堂	1.03	1.13	--	--	33.56	31.44	5.86	3.15	23.37	23.87	2.53	2.51

资料来源：各公司公告，东方财富证券研究所。注：这里的医保门店统计直营门店。

一些优质医药流通企业正在转型升级，由传统的医药分销业务向数字化、平台化和互联网化迭代，推行“医药分销+物流配送+产品推广”的综合服务模式。在集采常态化、两票制、分级诊疗深入发展的新形势下，医药流通行业内部分化加大，全国性及区域性商业龙头企业凭借仓储网络、数字化管理、资金等优势，将有效承接中小型流通商的市场份额，持续推动行业集中度提升。2022 年我国药品批发企业主营业务收入前 100 位占同期全国医药市场总规模的 75.2%，同比提高 0.7 个百分点，其中九州通等 4 家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的 45.5%，同比提高 1.3 个百分点。相比美国、日本等国家的医药流通行业（美国 TOP3 医药商业企业占据全美约 96%的市场份额，日本 TOP4 药品流通集团同期占有全国约 80%的市场份额），我国医药流通领域的集中度还有较大提升空间。

图表 55: 九州通主营业务“全链”服务模式图



资料来源：九州通公告，东方财富证券研究所

图表 56: 主要医药商业企业业绩表现

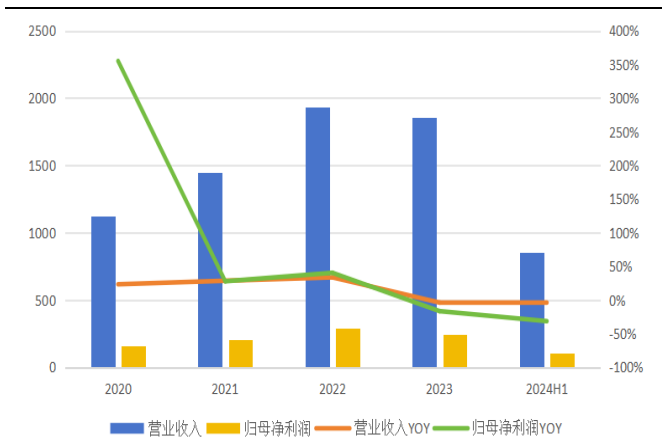
	营业收入 (亿元)					归母净利润 (亿元)				
	2020	2021	2022	2023	2024H1	2020	2021	2022	2023	2024H1
上海医药	1919.09	2158.24	2319.81	2602.95	1394.13	44.96	50.93	56.17	37.68	29.42
九州通	1108.60	1224.07	1404.24	1501.40	771.71	30.75	24.48	20.85	21.74	12.08
益丰药房	131.45	153.26	198.86	225.88	117.62	7.68	8.88	12.66	14.12	7.98
国药股份	403.79	464.69	454.99	496.96	247.57	13.83	17.54	19.64	21.46	10.01

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

2.6. 医疗服务：短期业绩承压，长期趋势不变

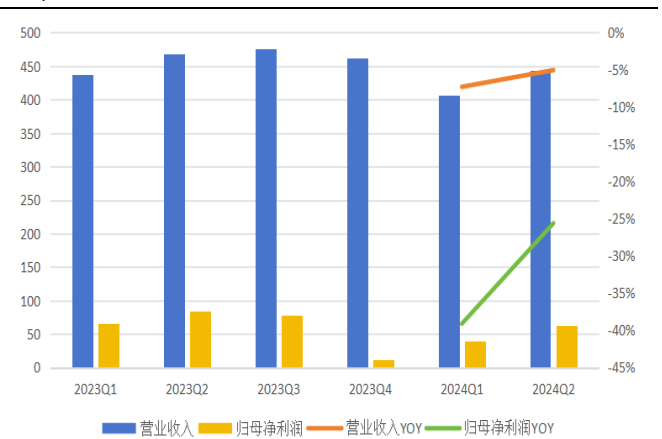
医疗服务板块短期业绩承压。2024 年上半年，SWI 医疗服务子板块营收为 856.61 亿元，同比-5.45%；归母净利润 102.99 亿元，同比-31.54%。板块业绩下滑，主要与 CXO 企业仍然承压有关。2024Q2 单季度营收 444.26 亿元，同比-5.03%；归母净利润 62.75 亿元，同比-25.61%。2024H1 医疗服务销售毛利率为 38.63%、销售净利率为 6.04%，近年出现下滑趋势；期间费用率方面呈现上升趋势。

图表 57: SWI 医疗服务子板块业绩表现 (亿元, %)



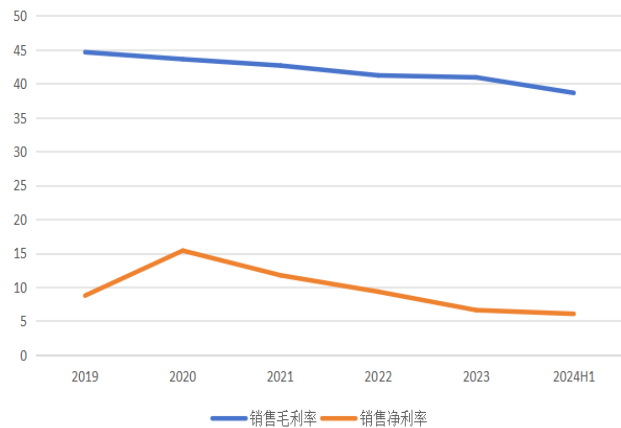
资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 58: SWI 医疗服务子板块分季度业绩表现 (亿元, %)



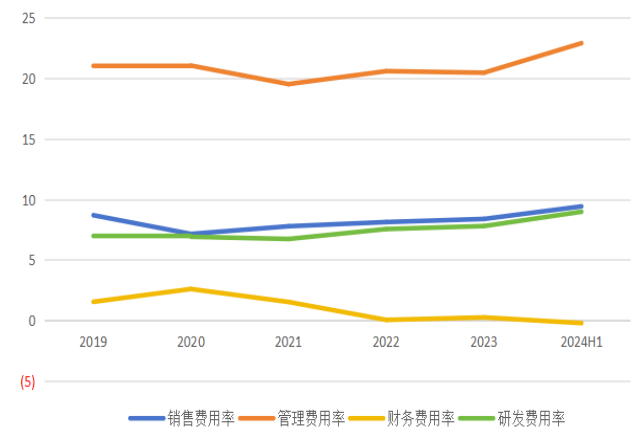
资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 59: SWI 医疗服务子板块盈利能力 (%)



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

图表 60: SWI 医疗服务子板块期间费用率 (%)



资料来源: Choice股票数据浏览器, 东方财富证券研究所

当地时间9月19日,美参议院军事委员会对外公布了参议院版本2025财年国防授权法案(简称NDAA),其中纳入93项修正案,但不包含“生物安全法案”相关提案。2024年中报显示,国内主要CXO企业营收净利双下滑,在二级市场上也持续呈现出低落情绪。CXO行业业绩下滑,既与近年国内生物医药投融资承压有关,也与老牌创新药企“降本增效”、新生物技术公司需求不足有关。行业竞争加剧导致销售订单的利润空间被压缩,加上国际形势复杂多变,低质量、卷价格发展难以为继。长期来看,全球及中国药物研发及生产投入有望保持良好增长势头。全球生物医药行业投融资出现回暖信号,行业需求有望逐渐复苏,长期看全球及中国药物研发及生产投入有望保持良好增长势头。

图表 61: 《生物安全法案》事件梳理

时间	事件
2024年初	美国国会提出《生物安全法案》草案,涉及对与中国企业合作的限制,药明康德等公司被提及;
20240306	美国参议院国土安全委员会举行了提案听证会,《生物安全法案》在会上以11:1的票数获得通过。下一步,委员会预计会先进行内部的议案整理/修改工作,再将《生物安全法案》送往参议院进行全体议员审议投票环节,但相应的

	时间未公布。
20240307	药明康德发布澄清公告称，公司强烈反对这种未经正当程序的预先和不公平的定义，药明康德在过去没有、现在和未来都不会对美国或任何国家构成国家安全风险。
20240313	美国生物技术创新组织（BIO）发布声明，宣布将支持美国《生物安全法案》，并将在该立法取得进展时与美国国会合作，该组织终止与药明康德的合作。
20240510	美国发布修订后的《生物安全法案》，拟给予更多时间切断中美生物公司之间的联系，该法案将要求美国公布在 2032 年之前结束与这些公司的合作。
20240910	美国众议院最终以 306:81 的结果，将《生物安全法》推进至下一个立法阶段。药明系公司回应表示，该法案拟限制美国政府提供的资金、贷款或补助用于在履行政府资助的合同中使用被指定公司提供的某些生物技术设备或服务。尽管有此限制条款，该法案也包括了一项不溯及既往条款（“祖父”条款），即允许被指定的公司继续为其客户履行由美国政府资助的合同直至 2032 年。
20240919	美参议院军事委员会对外公布了参议院版本 2025 财年国防授权法案（简称 NDAA），其中纳入 93 项修正案，但不包含“生物安全法案”相关提案。

资料来源：证券时报，腾讯网，Choice 金融终端，东方财富证券研究所

图表 62：主要 CXO 企业基本数据

公司	员工（万名）		订单增长		产能变化		毛利率	
	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1	2023	2024H1
药明康德	4.11	3.81	在手订单同比+18%；	在手订单 431.0 亿元，同比 +33.2%；	5.5 万 m ² 新设 施产能释放；多 肽固相合成反 应釜 3.2 万升；	--	41.18%	39.37%
泰格医药	0.97	0.93	净新增合同 金额 78.5%， 同比-18.8%	--	扩增超过 0.56 万 m ² 实验室； 超过 0.80 万 m ² 临床样品生产 中心运营；	--	38.58%	39.69%
康龙化成	2.03	2.03	--	新签订单金 额同比超过 15%；	新增 600 立方 米商业化产能； 连续光化学生 产设施实现百 公斤级；		35.75%	33.39%
凯莱英	0.98	0.93	新签订单同 比增长 50%；	新签订单同 比增长超过 20%；	布局 10 条寡核 苷酸中试-商业 化生产线（年合 成产能 500Kg）；多 肽 固相合成总产 能 1.03 万升；	多肽固相合成总产能 达 1.43 万升；	51.16%	42.15%

资料来源：各公司公告，东方财富证券研究所

长期来看，我们看好口腔、体检、眼科等细分行业的发展。随着下半年旺季的到来，我国种植牙业务有望继续增长。近 5 年，全国口腔专科医院诊疗人次 GAGR 约 11.4%、单次诊疗平均费用 CAGR 约 9.0%。口腔市场在未来很长一段时间内的高增长性是可以预期的。我国健康体检需求将呈长

期持续增长态势，健康管理理念从“治疗为主”转向“预防为主”，体检人群向“一老一小”延伸。老龄化慢性病预防需求带来健康消费需求增长。如美年健康 2022 年推出“脑睿佳”整套成熟的阿尔茨海默病的早筛预防解决方案，今年上半年的销量同比增长迅速。过去几年每年的到检节奏不一，今年到检节奏比以往三四年明显有滞后，整体来看下半年的到检速度优于上半年。由于外部环境的复杂多变，国内消费需求的不足阶段性影响行业增长，爱尔眼科经营增速有所放缓。2024H1 公司实现门诊量 794.07 万人次，同比+9.23%；手术量 64.99 万例，同比+6.92%。在眼健康需求增加、新技术的临床应用和高品质医疗服务追求的共同作用下，未来眼科医疗服务市场容量不断扩大。

图表 63：主要医疗服务企业业绩表现

	营业收入（亿元）					归母净利润（亿元）				
	2020	2021	2022	2023	2024H1	2020	2021	2022	2023	2024H1
药明康德	165.35	229.02	393.55	403.41	172.41	29.60	50.97	88.14	96.07	42.40
爱尔眼科	119.12	150.01	161.10	203.67	105.45	17.24	23.23	25.24	33.59	20.50
泰格医药	31.92	52.14	70.85	73.84	33.58	17.50	28.74	20.07	20.25	4.93
通策医疗	20.88	27.81	27.19	28.47	14.11	4.93	7.03	5.48	5.00	3.10

资料来源：Choice 股票数据浏览器，东方财富证券研究所

3. 配置建议

近年来我国医保基金支出增速呈现大于收入增速的趋势，而医保基金累计结存出现下降，这与疫情因素有关，同时也反映出我国医保费用大幅支出现状，这也是国家政策医控控费导向的原因所在。

从上市公司报告数据来看，子板块出现分化亦有边际改善。相对于 2023 年年报表现，2024H1 归母净利润的修复明显。从各个子板块来看，**2024H1 化学制剂、原料药、医疗器械业绩改善较好，尤其化学制剂板块表现最佳**，其营收、归母净利润增速分别为+4.03%和+40.07%；而生物制品、医疗服务业绩上仍然承压。从 Q2 单季度来看，行业整体增速尚未改善，**但原料药、医疗器械、医疗服务出现边际性改善。**

从估值上来看，医药行业处于近十年低估位置。从公募基金持仓来看，公募基金持仓医药生物股票投资市值处于近十年相对低位。

原料药：业绩出现逐季改善，盈利能力仍受价格影响；预计后续抗生素市场需求将维持旺盛状态，硫氰酸红霉素、青霉素类中间体有望维持价格稳定、整体向好；**建议关注川宁生物、浙江医药。**

化学制剂：归母净利润改善明显，创新药创新疗法引领；仿制药行业迎来新的发展机遇；**建议关注恒瑞医药、百利天恒-U、海思科。**

中药：彰显独特优势和魅力，“治未病”有望开拓空间；中药大品种市场竞争力强，中药集采扩围考验药企综合实力，中药材大盘指数表现复杂的震荡调整态势，中医药板块将迎来并购机会；**看好羚锐制药、谨慎看好达仁堂、天士力。**

生物制品：“价格战”影响业绩，行业规模效应凸显；血液制品需求旺盛，国内市场持续扩增；国内疫苗行业将迎来中国疫苗大品种时代，从“国产替代”跃至“国际首创”，我国人用疫苗市场蕴含着庞大的发展机遇；**建议关注天坛生物、派林生物。**

医药商业：业绩增长放缓，行业集中度提升；“医保比价”模式未来或将在全国范围内铺开，随着药品价格体系趋于均衡稳定，药店经营管理成为综合服务能力和社会责任的比拼；一些优质医药流通企业正在转型升级；**建议关注益丰药房、上海医药。**

医疗服务：短期业绩承压，长期趋势不变；今年以来，全球生物科技公司融资金额重回增长轨道，客户需求呈现出初步复苏的迹象，可见相关CXO企业新签订单增长情况；从几大连锁医疗服务提供商来看，长期增长趋势仍在；**建议关注药明康德、通策医疗。**

图表 64：建议关注公司估值比较

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
301301.SZ	川宁生物	237.42	0.42	0.64	0.76	21.31	16.77	14.07	10.66	未评级
600216.SH	浙江医药	145.78	0.45	0.97	1.17	25.98	15.70	12.92	15.16	未评级
600276.SH	恒瑞医药	2878.21	0.68	0.92	1.05	56.66	48.99	42.86	45.12	未评级
688506.SH	百利天恒	659.77	-1.95	10.63	0.84	0.00	15.48	195.78	164.53	未评级
002653.SZ	海思科	384.04	0.27	0.37	0.54	82.41	93.16	63.42	34.47	未评级
600285.SH	羚锐制药	112.35	1.01	1.20	1.41	19.58	16.51	14.05	19.81	买入
600329.SH	达仁堂	206.02	1.28	1.54	1.65	20.90	17.37	16.21	26.75	增持
600535.SH	天士力	206.61	0.72	0.88	0.99	19.21	15.72	13.97	13.83	增持
600161.SH	天坛生物	413.27	0.67	0.69	0.83	35.42	30.44	25.27	20.90	未评级
000403.SZ	派林生物	160.02	0.84	1.06	1.27	27.15	20.52	17.15	21.83	未评级
603939.SH	益丰药房	216.42	1.40	1.39	1.68	45.60	12.83	10.61	17.85	未评级
601607.SH	上海医药	693.42	1.02	1.41	1.57	17.48	13.27	11.89	18.72	未评级
603259.SH	药明康德	1165.35	3.27	3.28	3.66	24.77	12.12	10.87	40.02	未评级
600763.SH	通策医疗	186.65	1.56	1.29	1.49	98.07	32.40	27.94	41.73	未评级

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：数据截至2024年9月18日；未评级数据来自Choice一致性预期。

4. 风险提示

行业政策变化风险。医药行业受政策影响大，药品器械集中采购、医保谈判规则、DRG/DIP支付政策若发生变化将影响行业发展。

原材料价格大幅上涨风险。近年来相关原料药、中药材价格出现上涨趋势，若原材料价格一直上涨，将传导到终端产品影响整个行业发展。

主要产品销售增长不达预期。由于行业增长、竞争格局、产品价格、医保、基药等影响，主要产品销售增长滞后将影响公司的业绩增长。

研发进展不达预期。创新研发周期长投入大，不确定因素大，数据读出不达预期将影响研发进度。

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深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；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。