

华创医药投资观点&研究专题周周谈·第105期

生命科学服务板块周期见底的七大信号

本周周专题联系人：万梦蝶 执业编号：S0360523080008 邮箱：wanmengdie@hcyjs.com

华创医药团队：

首席分析师 郑辰 执业编号：S0360520110002 邮箱：zhengchen@hcyjs.com

联席首席分析师 刘浩 执业编号：S0360520120002 邮箱：liuhao@hcyjs.com

医疗器械组组长 李婵娟 执业编号：S0360520110004 邮箱：lichanjuan@hcyjs.com

中药和流通组组长 高初蕾 执业编号：S0360524070002 邮箱：gaochulei@hcyjs.com

分析师 万梦蝶 执业编号：S0360523080008 邮箱：wanmengdie@hcyjs.com

分析师 王宏雨 执业编号：S0360523080006 邮箱：wanghongyu@hcyjs.com

分析师 朱珂琛 执业编号：S0360524070007 邮箱：zhukechen@hcyjs.com

本报告由华创证券有限责任公司编制

卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

第一部分

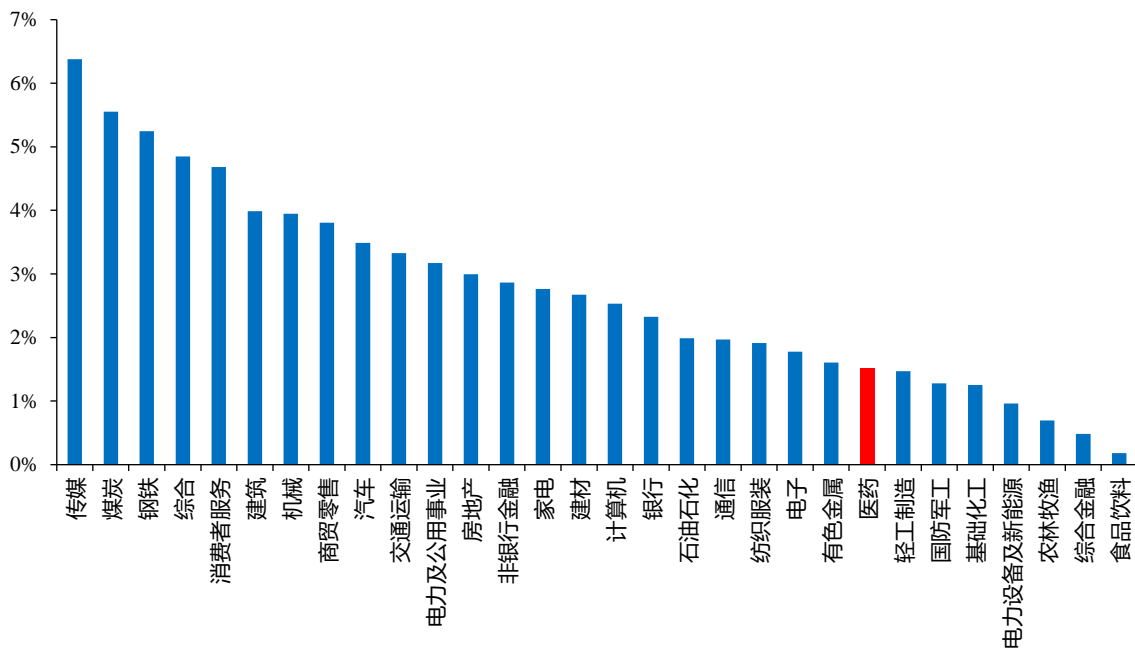
01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

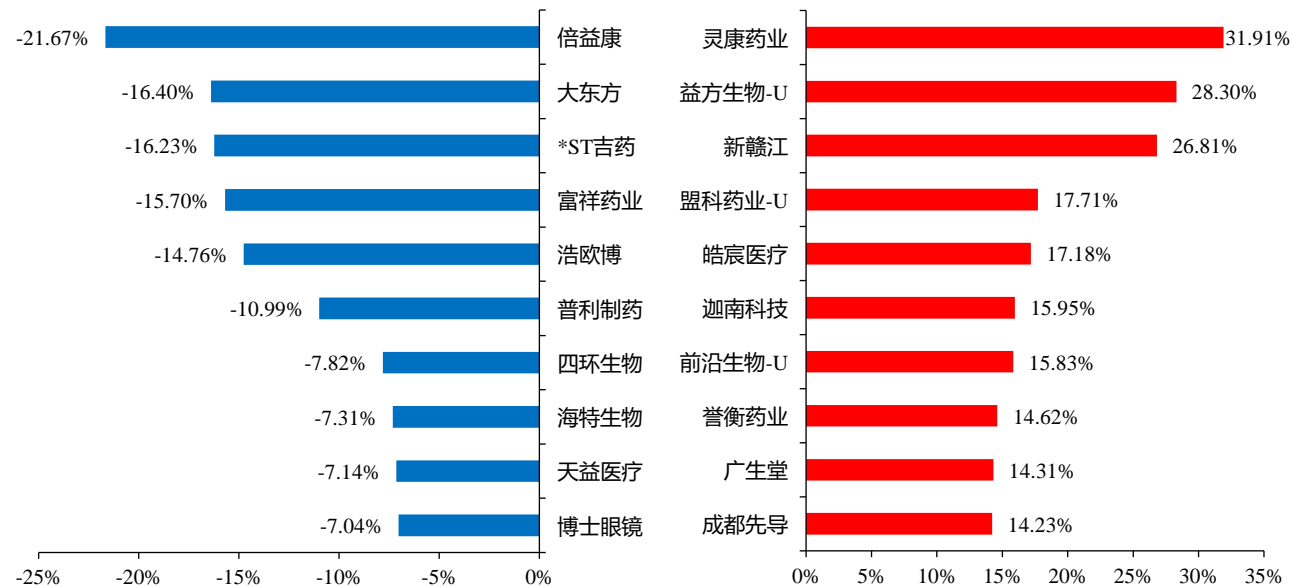
03 行业和个股事件

- 本周，中信医药指数上涨1.51%，跑赢沪深300指数7个百分点，在中信30个一级行业中排名第23位。
- 本周涨幅前十名股票为灵康药业、益方生物-U、新赣江、盟科药业-U、皓宸医疗、迦南科技、前沿生物-U、誉衡药业、广生堂、成都先导。
- 本周跌幅前十名股票为倍益康、大东方、*ST吉药、富祥药业、浩欧博、普利制药、四环生物、海特生物、天益医疗、博士眼镜。

本周中信一级行业指数涨跌幅



本周涨幅排名前/后十名的股票



第二部分

01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

03 行业和个股事件

- **整体观点：**当前医药板块的估值处于低位，公募基金（剔除医药基金）对医药板块的配置处于低位，考虑到美债利率等宏观环境因素的积极恢复、大领域大品种对行业的拉动效应，我们对2024医药行业的增长保持乐观。投资机会上，我们认为有望百花齐放。
- **创新药：**看好国内创新药行业从数量逻辑（me-too速度、入组速度等经营指标）向质量逻辑（BIC/FIC等产品指标）转换，迎来产品为王的阶段。2024年，建议更加重视国内差异化和海外国际化的管线，看好最终能够兑现利润的产品和公司。建议关注：恒瑞、百济、贝达、信达、康方、科伦、康宁、诺诚健华、科济、康诺亚、和黄、先声、首药、歌礼、金斯瑞传奇、翰森、荣昌等。
- **医疗器械：**1) 国务院3月发布的设备更新政策正在加速推进，各地方陆续出台具体更新方案，关注订单落地后给相关公司带来的业绩增量，首推迈瑞医疗、澳华内镜、开立医疗、新华医疗、海泰新光；2) IVD关注集采弹性和高增长，首推新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技；3) 高值耗材关注电生理赛道和骨科赛道。骨科首推春立医疗，关注三友医疗、威高骨科等。电生理关注惠泰医疗、微电生理；4) 低值耗材处于低估值高增长状态，国内受益产品升级及渠道扩张，海外订单逐季度恢复，关注维力医疗、振德医疗；5) 医保控费等环境下，ICL渗透率有望提升，推荐金域医学，关注迪安诊断。
- **创新链（CXO+生命科学服务）：**海外投融资有望持续回暖，国内投融资底部盘整有望触底回升，创新链浪潮正在来临，底部反转正在开启。CXO：产业周期或趋势向上，目前已传导至订单面，有望逐渐明显传导至业绩面，25年有望重回高增长车道。生命科学服务：行业需求有所复苏，供给端出清持续，此前加杠杆式经营模式，相关公司有望在进入投入回报期后带来高利润弹性。长期来看，行业渗透率仍非常低，国产替代依旧大趋势。此外，并购整合助力公司做大做强有望成为贯穿板块生命周期的一条主线。
- **医药工业：**特色原料药行业成本端有望迎来改善，估值已处于近十年低位，行业有望迎来新一轮成长周期。建议关注重磅品种专利到期带来的新增量和纵向拓展制剂逐步进入兑现期的企业。建议关注同和药业、天宇股份、华海药业。

- **中药：**1) 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；2) 国企改革：今年以来央企考核体系调整后更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；3) 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，建议关注确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、江中药业（高分红）、马应龙等；具备爆款特质的潜力大单品：以岭药业（八子补肾）、太极集团（藿香正气、人工虫草）、健民集团（体培牛黄）等。
- **药房：**展望2024年，考虑到处方外流+格局优化等核心逻辑有望显著增强，结合估值处于历史底部，我们坚定看好药房板块投资机会，具体为1) 处方外流或提速：“门诊统筹+互联网处方”已成为当下处方外流的较优解，更多省份有望跟进；同时各省电子处方流转平台逐步建成，前提条件已经具备，处方外流或进入倒计时；2) 竞争格局有望优化：随着B2C、O2O增速放缓，药房与线上的竞争中逐渐由弱势回归均势，悲观时期已经过去，线上线下融合大潮或将加速到来；此外，相较于中小药房，上市连锁具备显著优势，线下集中度稳步提升趋势明确。综合来看，我们建议关注老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民、健之佳、一心堂，排名不分先后。
- **医疗服务：**反腐+集采净化医疗市场环境，有望完善医疗行业市场机制、推进医生多点执业，在长周期下民营医疗综合竞争力有望显著提升；同时商保+自费医疗的快速扩容，有望为民营医疗带来更多差异化竞争优势。建议关注：1、固生堂：需求旺盛且复制性强的中医赛道龙头；2、眼科：华夏眼科、普瑞眼科、爱尔眼科等；3、其他细分赛道龙头：海吉亚医疗、国际医学、通策医疗、三星医疗、锦欣生殖。
- **血制品：**十四五期间浆站审批倾向宽松，采浆空间进一步打开，各企业品种丰富度不断提升、产能稳步扩张，行业中长期成长路径清晰。随着疫情的放开，血制品行业供给端和需求端均有较大弹性有待释放，各公司业绩也有望逐步改善。建议关注天坛生物、博雅生物。

见底标志1：股价平均跌幅70%+，去泡沫彻底

➤ 股价跌幅普遍较大

- 生命科学服务板块相关上市公司股价多于2021-2022年见顶，而后股价表现较差，高点至今最大跌幅板块平均为82%，高点至今跌幅板块平均为71%。年初至9月23日下跌幅度仍较大，尽管此后板块平均涨幅47%，年初至今仍有不小跌幅，仍普遍破发，回到发行价平均仍需翻倍涨幅。即使算上近期反弹，目前PB分位和PS分位仍处于较低水平。

生命科学服务行业相关公司股价表现

证券简称	上市日期	高点至今最大跌幅	高点至今跌幅	年初至今涨幅	年初至9月23日涨幅	9月23日至今涨幅	回到发行价涨幅	PE分位 (上市至2024-09-23)	PB分位 (上市至2024-09-23)	PS分位 (上市至2024-09-23)	PE分位 (上市至2024-11-29)	PB分位 (上市至2024-11-29)	PS分位 (上市至2024-11-29)
东富龙	2011-02-01	85%	77%	-17%	-45%	50%	-33%	27		0	91	8	12
聚光科技	2011-04-15	79%	59%	10%	-33%	65%	19%		4	3		24	24
楚天科技	2014-01-21	87%	81%	-24%	-45%	36%	10%					5	7
药石科技	2017-11-10	89%	83%	-9%	-33%	42%	-85%	3	1	1	28	9	11
泰林生物	2020-01-14	83%	69%	-16%	-34%	28%	-45%	99	3	5	92	12	17
洁特生物	2020-01-22	93%	86%	-14%	-40%	42%	160%		2	1	9	17	16
皖仪科技	2020-07-03	75%	64%	-30%	-39%	13%	142%	99	10	2		20	10
键凯科技	2020-08-26	89%	85%	-45%	-57%	28%	113%	7	0	0	69	6	13
莱伯泰科	2020-09-02	79%	63%	-4%	-36%	49%	93%	46	4	2	73	22	19
阿拉丁	2020-10-26	87%	73%	12%	-27%	52%	12%		4	1	20	29	19
泰坦科技	2020-10-30	91%	86%	-29%	-56%	60%	37%	62			99	17	16
皓元医药	2021-06-08	88%	75%	1%	-36%	57%	221%	25	11	10	34	23	22
纳微科技	2021-06-23	90%	84%	-26%	-51%	52%	354%	2	0	0	55	14	10
义翘神州	2021-08-16	84%	81%	-17%	-28%	15%	342%	64	3	3	97	15	11
禾信仪器	2021-09-13	86%	44%	53%	-49%	215%	67%		15	21		99	99
百普赛斯	2021-10-18	81%	73%	-24%	-44%	39%	185%	13	0	0	66	23	18
诺唯赞	2021-11-15	86%	81%	-24%	-47%	39%	192%	97		23	97	20	45
优宁维	2021-12-28	83%	76%	-19%	-33%	21%	188%	98	1	1	99	25	26
南模生物	2021-12-28	76%	69%	-33%	-46%	24%	191%		2	1		18	16
药康生物	2022-04-25	75%	61%	-30%	-45%	25%	42%	8	8	6	32	28	23
奥浦迈	2022-09-02	74%	52%	-15%	-55%	85%	88%	34			100	47	36
近岸蛋白	2022-09-29	75%	69%	-34%	-46%	22%	120%		3	6		29	56
毕得医药	2022-10-11	74%	58%	-14%	-46%	57%	7%	39	1	1	84	38	38
康为世纪	2022-10-25	70%	55%	-30%	-46%	28%	66%		6	85		33	92
昊帆生物	2023-07-12	72%	61%	-22%	-42%	38%	134%	1	1	1	18	43	26
average		82%	71%	-16%	-42%	47%	105%	43	4	8	65	25	27

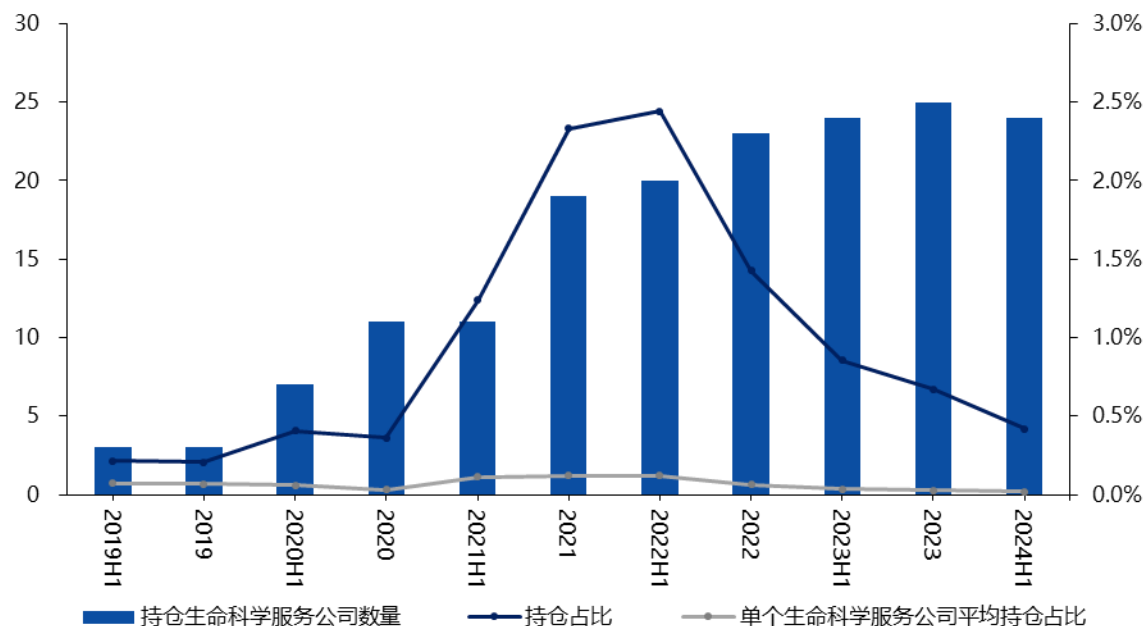
见底标志2：资产配置比例极低，不拥挤

➤ 资产配置比例极低

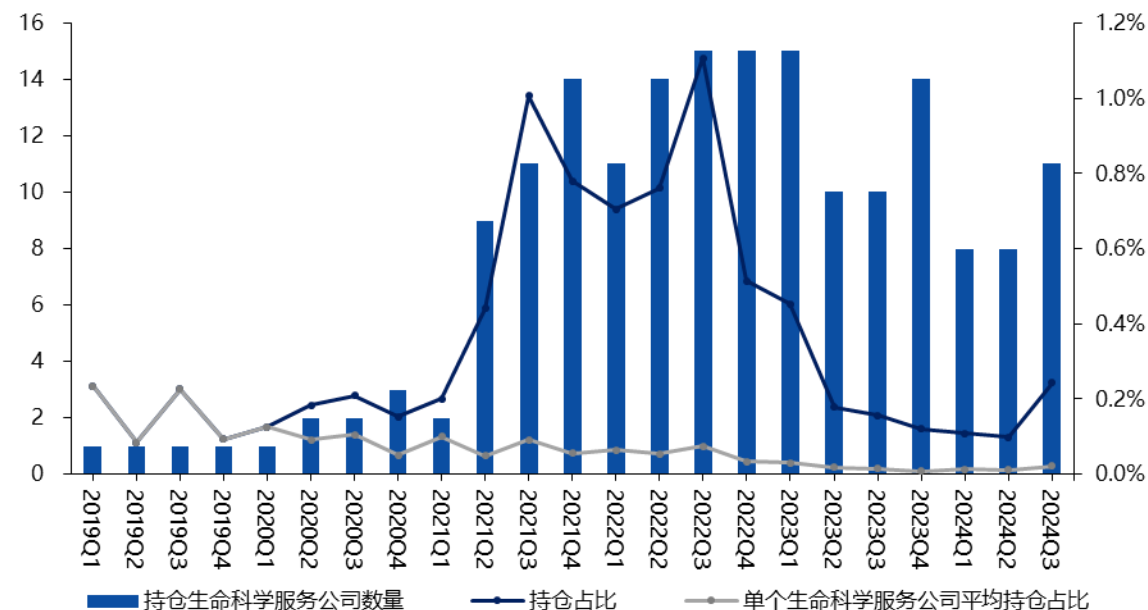
■ 医药主题基金持仓数据显示：

- 近年生命科学服务相关公司持仓占比呈现持续下降趋势，单个生命科学服务公司平均持仓占比24H1创新低。
- 生命科学服务相关公司重仓趋势如上，24Q3重仓公司数量、持仓占比和平均持仓占比有所抬头。

医药主题基金生命科学服务相关公司持仓情况



医药主题基金生命科学服务相关公司重仓情况



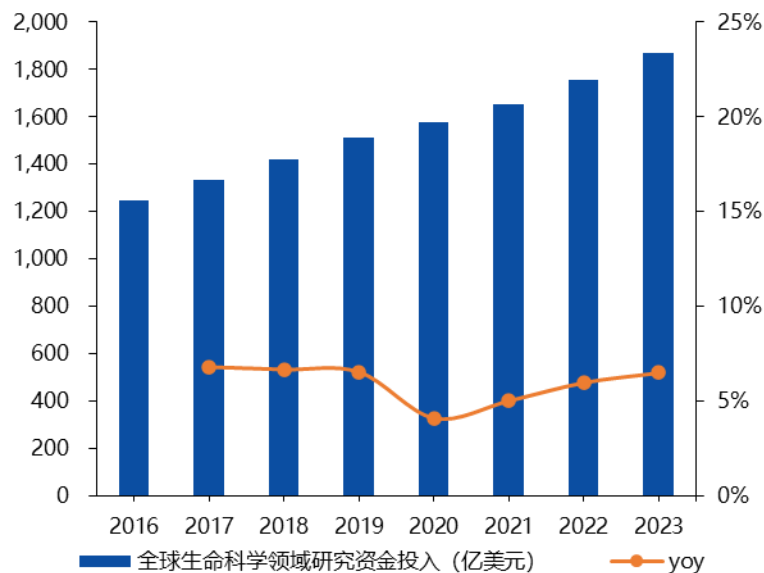
见底标志3：多项需求指标出现改善迹象

➤ 需求侧：科研端需求稳步增长，工业端需求前置指标出现改善趋势，整体需求趋势向上

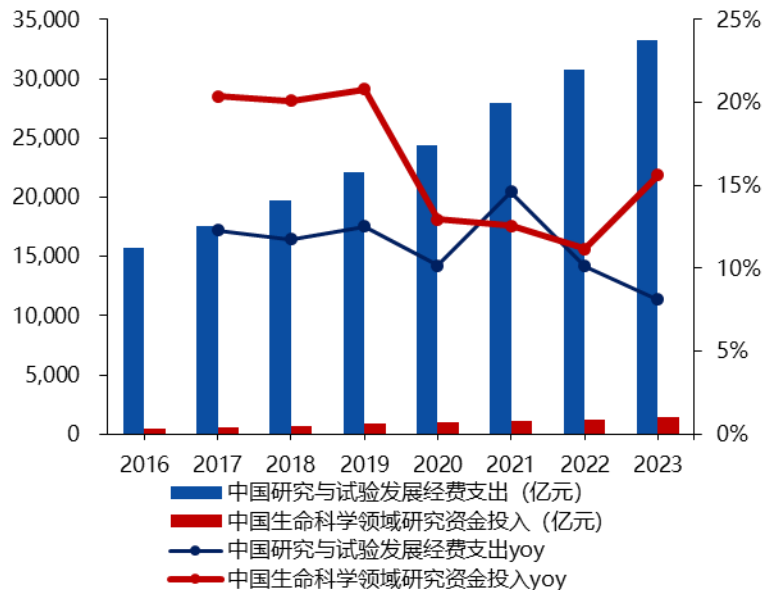
■ 科研端需求稳步增长：

- 海外：全球已形成生命科学发展热潮，生命科学领域研究资金投入持续稳步增长。
- 国内：研究与试验发展经费支出持续增长，近两年增速有所放缓，但仍高于全球，且在生命科学领域研究资金投入增速并未放缓。国内整体科学研究起步晚于海外发达国家，研究与试验发展经费投入占生产总值比例、人均研发支出水平相较国外发达国家存在较大差距，发展潜力巨大。

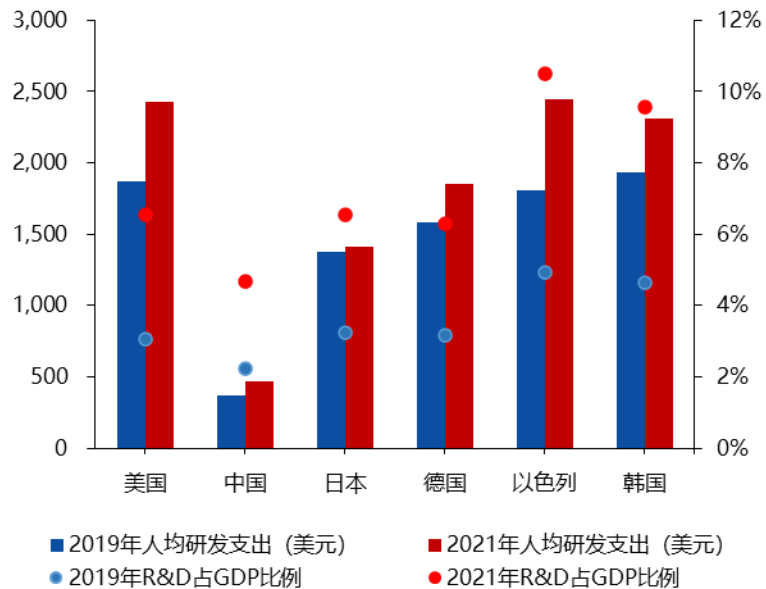
全球生命科学领域研究资金投入



中国R&D支出和生命科学领域研究资金投入



中国与海外部分国家研发投入情况



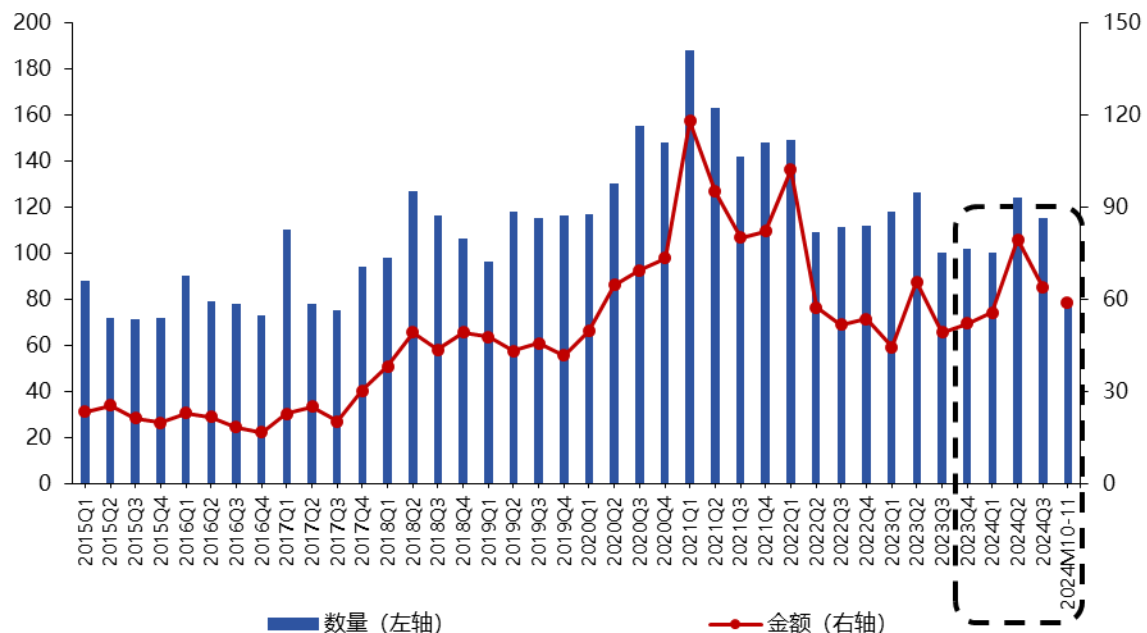
见底标志3：多项需求指标出现改善迹象

➤ 需求侧：科研端需求稳步增长，工业端需求前置指标出现改善趋势，整体需求趋势向上

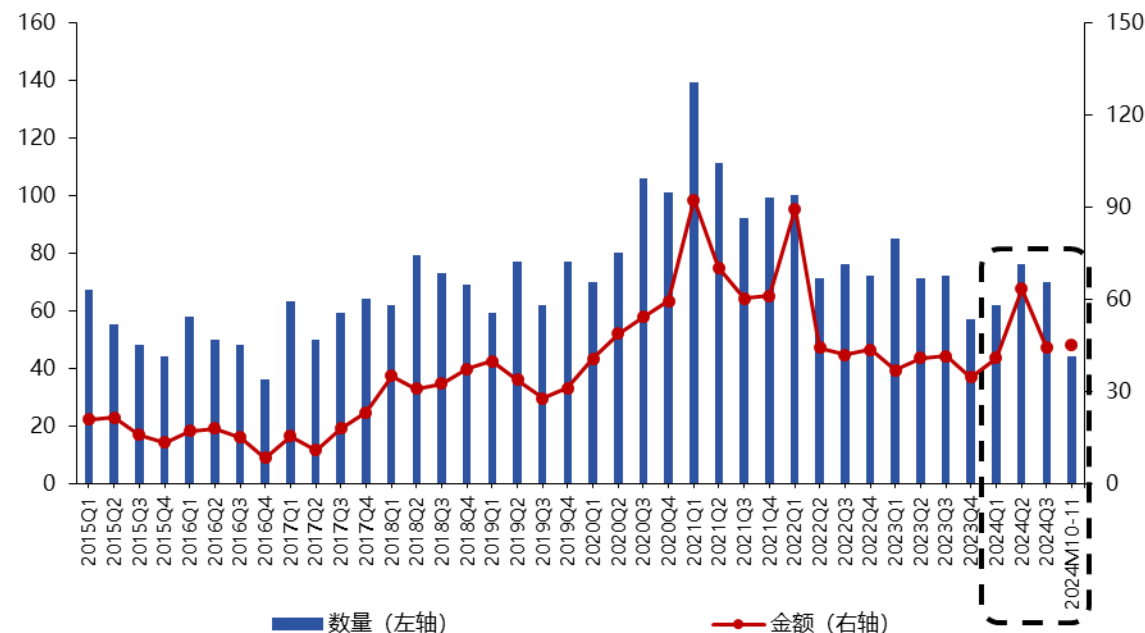
■ 工业端需求前置指标出现改善趋势：

- 海外：海外尤其是美国生物医药投融资金额自23H2以来呈现改善趋势→生命科学服务板块的海外工业端（海外药企+海外CXO）需求在增加。

海外生物医药投融资项目数量及金额（个，亿美元）



美国生物医药投融资项目数量及金额（个，亿美元）



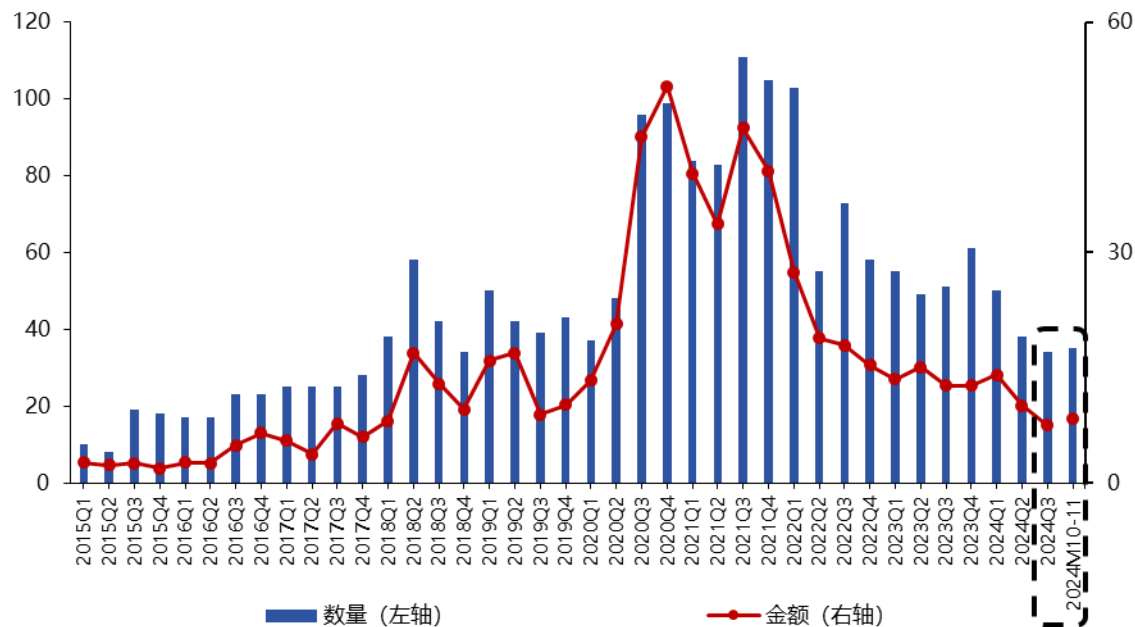
见底标志3：多项需求指标出现改善迹象

➤ 需求侧：科研端需求稳步增长，工业端需求前置指标出现改善趋势，整体需求趋势向上

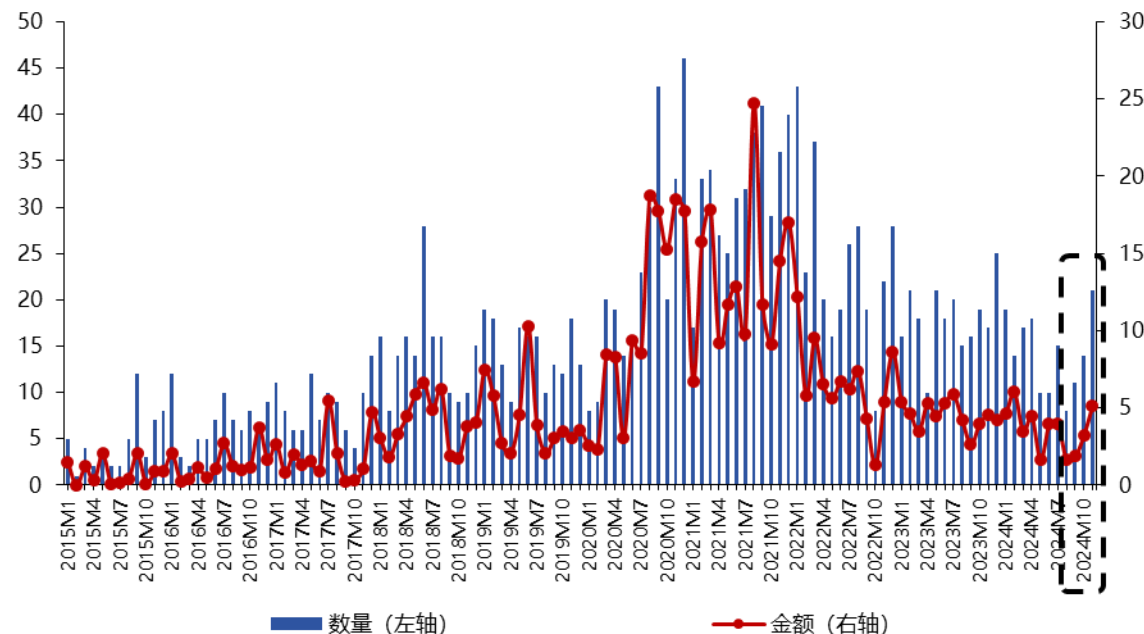
■ 工业端需求前置指标出现改善趋势：

- **国内：**国内生物医药投融资项目数量和金额或已触底，24年8月以来月度间呈现环比向上趋势，国内复苏或在路上→生命科学服务板块的国内工业端（国内药企+国内CXO国内订单）需求有望迎来复苏。

中国生物医药投融资项目数量及金额（季度，个，亿美元）



中国生物医药投融资项目数量及金额（月度，个，亿美元）



见底标志3：多项需求指标出现改善迹象

➤ 需求侧：科研端需求稳步增长，工业端需求前置指标出现改善趋势，整体需求趋势向上

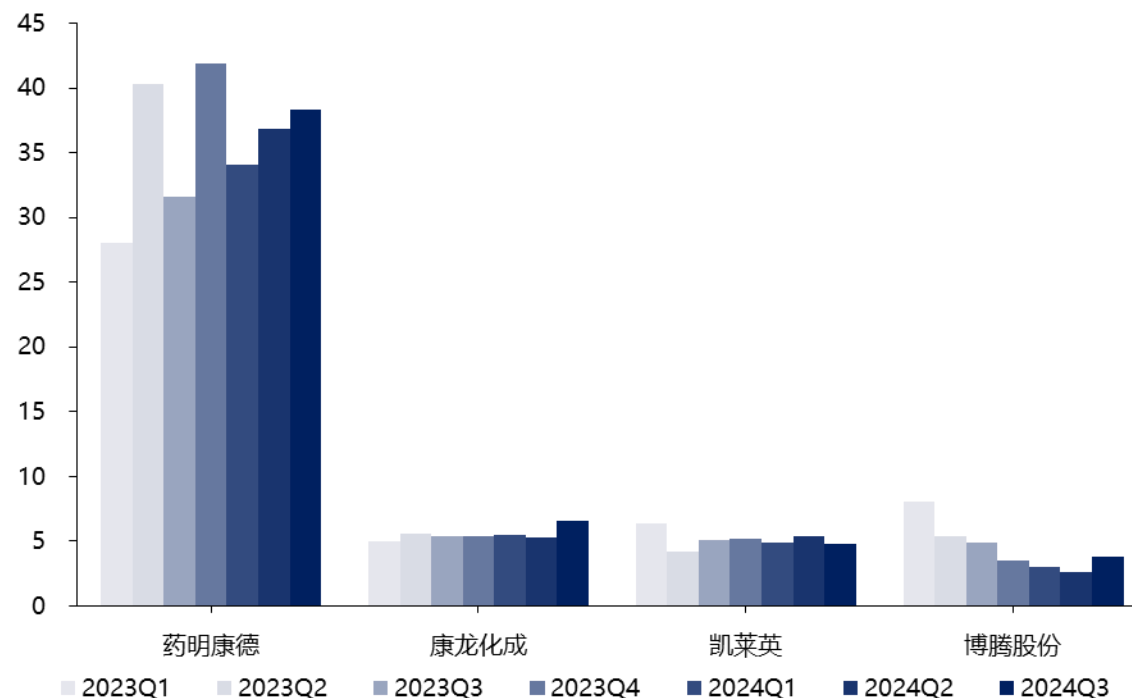
■ 工业端需求前置指标出现改善趋势：

- 国内CXO尤其是CDMO公司海外订单在增长，部分公司如药明康德、康龙化成的购买商品、接受劳务支付的现金24Q3同环比已
 经有明显增长→生命科学服务板块的国内工业端CXO端海外订单增长带来的需求在增长。

| 新签/在手订单金额、项目数量及增速（单位：亿元、个）

公司	23年海外收入占比	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	订单说明
药明康德	81.73%		323.6	324.1	348.4		431	438.2	期末在手订单金额（不含特定商业化生产项目）
			25%		18%		33%	35%	期末在手订单金额增速（不含特定商业化生产项目）
康龙化成	82.88%		15%+（同比22年底）		5%~	20%+		15%+	23年为期末在手订单金额增速，24年为区间新签订单金额增速
							18%+		
凯莱英	81.07%		9.1		8.7		9.7		截至报告期披露日在手订单金额（不含报告期已确认收入，亿美元）
					-24%		7%		截至报告期披露日在手订单金额增速（不含报告期已确认的收入）
						20%+		新签订单保持良好态势	报告期新签订单金额增速
博腾股份	76.68%		469		186		533		报告期已签订单项目数
			18%		5%		14%		报告期已签订单项目数增速
						40%+		40%+	截至报告期末小分子原料药CDMO在手未执行订单金额增速
九洲药业	77.97%						14%		报告期原料药CDMO新增项目数增速
							15%		
药石科技	68.48%						20%		期末在手订单金额增速
								新签订单保持良好趋势	期末在手订单金额
皓元医药	36.78%		3.9		4.5		4.5+	4.3	在手订单金额稳健
									在手订单金额稳健
					48%		16%		在手订单金额稳健
									期末在手订单金额增速

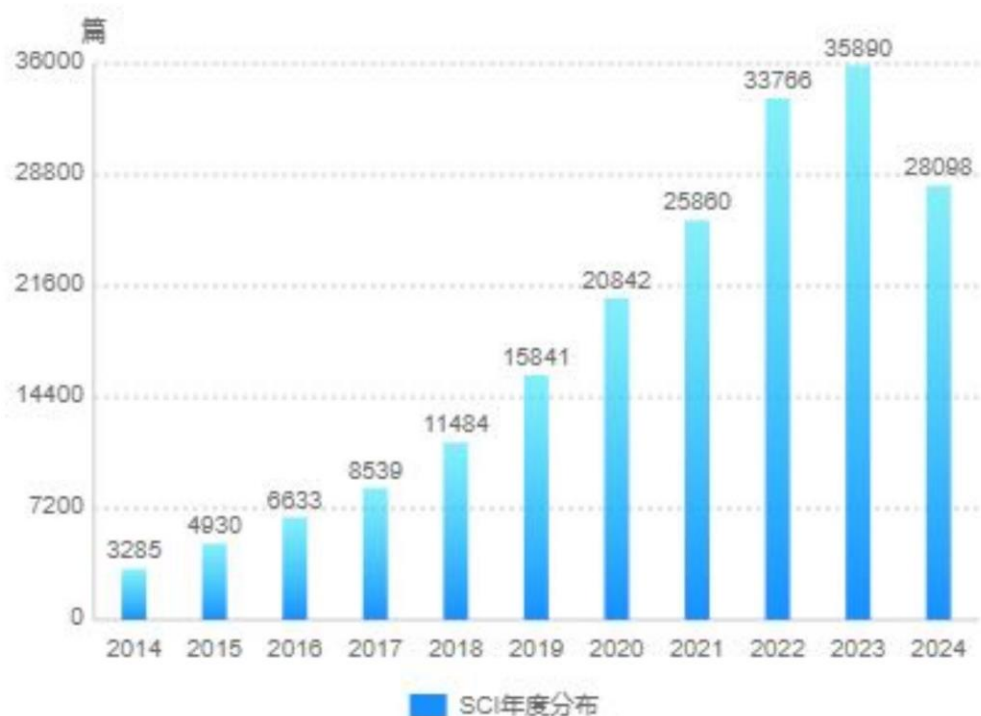
| 部分CDMO公司购买商品、接受劳务支付的现金（亿元）



➤ 需求结构：多方国产替代诉求在提升

- **工业端：**（1）下游对于供应链稳定性担忧和自主可控需求在提升；（2）下游在集采/医保谈判等政策背景下压缩成本意愿强烈。
- **科研端：**（1）科研经费趋于紧张，对国产高性价比产品需求在增加；（2）科研市场对国产产品认可度在提升。

| 阿拉丁产品每年SCI论文引用总数

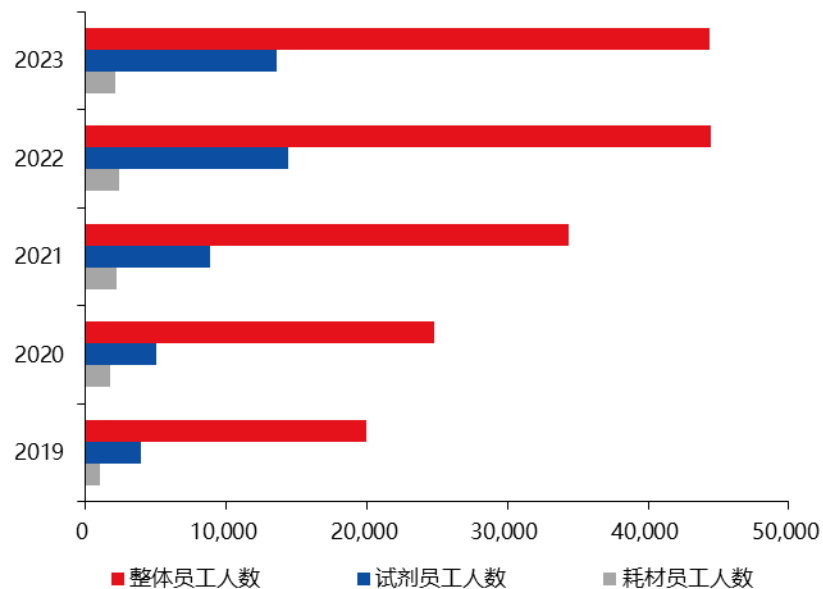


➤ **供给侧：国内生命科学服务板块正处在产能出清至供需平衡的阶段**

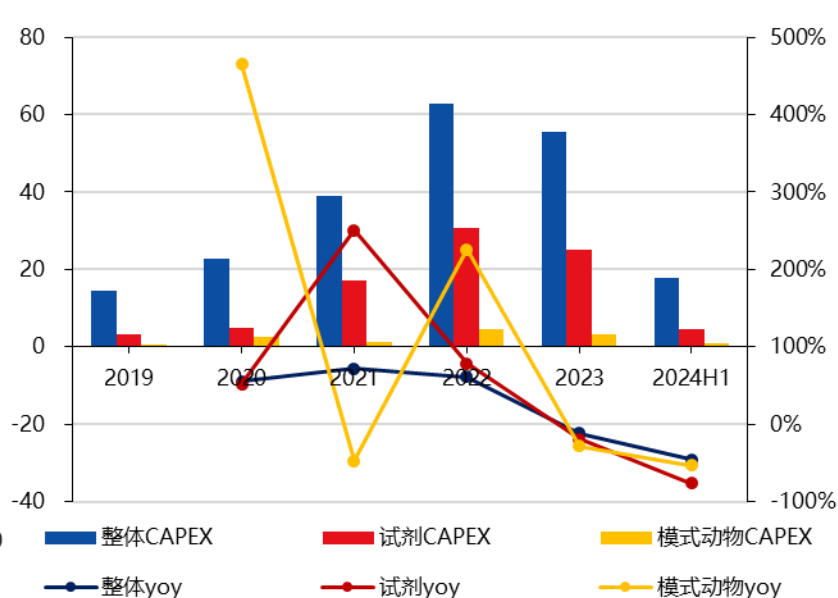
■ 国内不少生命科学服务板块中小型公司出现资金链断裂、倒闭等。相关上市公司也出现

- **员工人数下降**：2023年板块整体员工人数下降，其中耗材和生物试剂领域员工人数下降明显；2024H1有6家披露员工人数，其中4家员工人数相比2023年末进一步下降。
- **CAPEX减少**：板块整体CAPEX投入2023年下降12%，2024H1下降46%，其中试剂和模式动物领域下降幅度高于整体。板块2024H1平均资本支出/折旧摊销已低于2018年水平，部分公司如百普赛斯、药石科技、毕得医药等已降至历史低点。

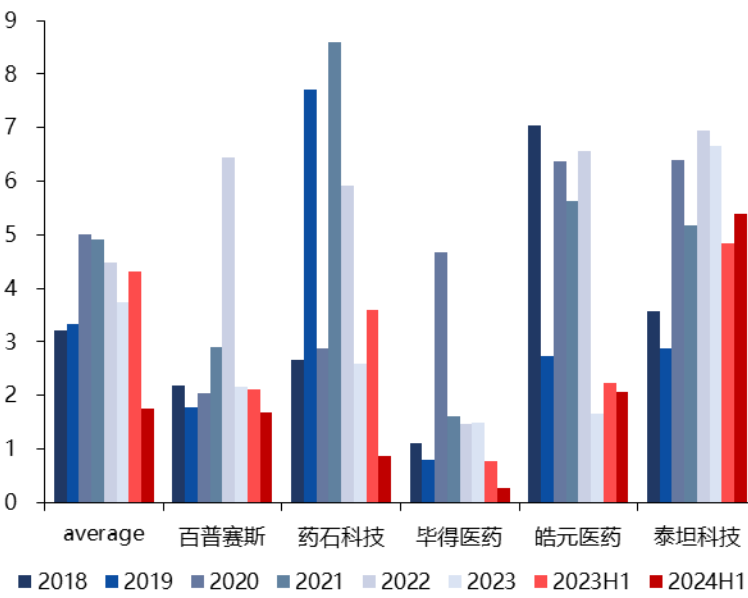
| 板块员工人数 (人)



| 板块CAPEX (亿元)



| 板块资本支出/折旧摊销



➤ 供给侧：并购活动明显增多，行业整合加速

- 生命科学服务板块具备细分品类多、单一品类市场规模不大等特征，天然利于并购的发生。纵观全球几家生命科学服务巨头发展历程，不难发现，几家均为平台型公司，产品覆盖全面，并购是其扩品重要路径，也是其成长必由之路。而我国生命科学服务板块整体处于发展早期，并购有利于公司迅速做大做强。
- 板块内买卖双方并购意愿强烈。板块内头部公司在上一轮景气周期快速发展积累资本并密集于2020-2022年上市，账上类现金资产充；非上市公司/中小型公司近年经营承压，估值水平走低。部分公司在行业底部并购优质标的逆势扩张。新“国九条”以来鼓励并购相关政策频出，并购活动有加速态势，生命科学服务行业迎来并购时代，产业格局或将重塑。

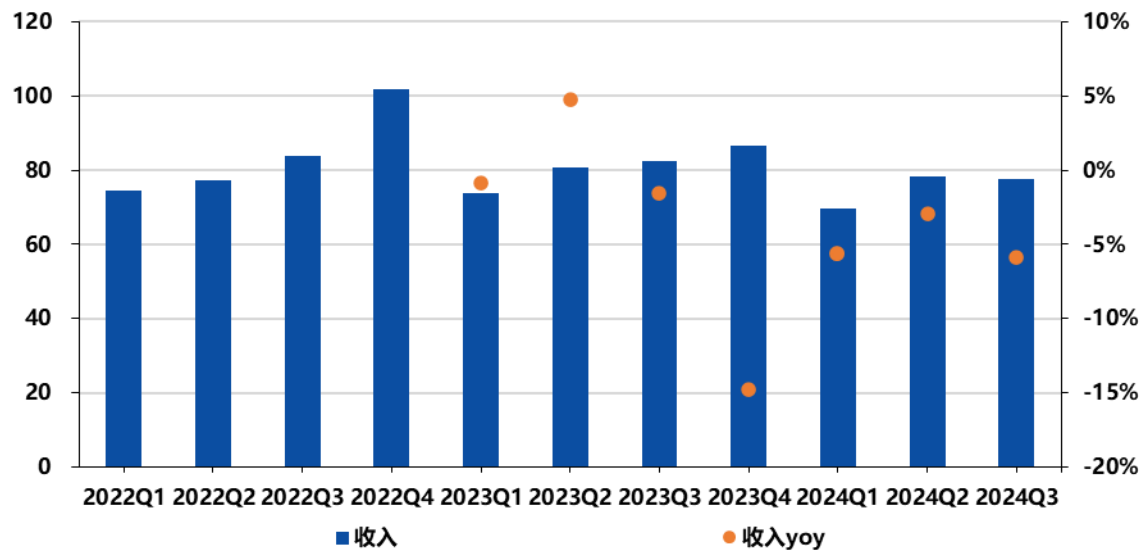
近1年来生命科学服务板块上市公司并购动作梳理

收购披露时间	收购方	被收购方	收购价格	收购股权	标的业务领域
2023年10月	义翘神州	SignalChem Biotech Inc.	不超过4800万美元	2023年10月	生物试剂的研发、生产、销售及生物技术服务，主要产品包括酶制剂、蛋白质类、主要试剂盒及生物试剂等
2024年3月	阿拉丁	源叶生物	1.81亿元	2024年3月	科研试剂的研发、生产及销售，在生化试剂、标准品、小分子抑制剂、液体试剂等相关产品方面优势明显
2024年3月	泰坦科技	润度生物	2600万元	2024年3月	专注于动物/微生物细胞培养仪器设备与耗材等产品的研发与生产，核心业务主要分为三大类：培养箱类、生物安全类、培养耗材类
2024年3月	泰坦科技	迈皋仪器	2000万元	2024年3月	主营业务为离心机生产及销售，核心产品主要分为离心机类、混合器类、其他产品三大类
2024年10月	阿拉丁	UNA 589. Equity Management GmbH	28500欧元	2024年10月	德国壳公司，尚未开展实际业务
2024年10月	阿拉丁	neoLab Migge GmbH	888900欧元	2024年10月	专注于实验室用品销售，大量稳定优质德国本地及欧洲国家客户，总活跃用户超过6000个。在德国境内以及全球拥有丰富的经销商网络，还通过电商渠道、自建网站等途径销售产品
2024年10月	禾信仪器	量羲技术	-	2024年10月	为量子科技提供上游核心硬件设备

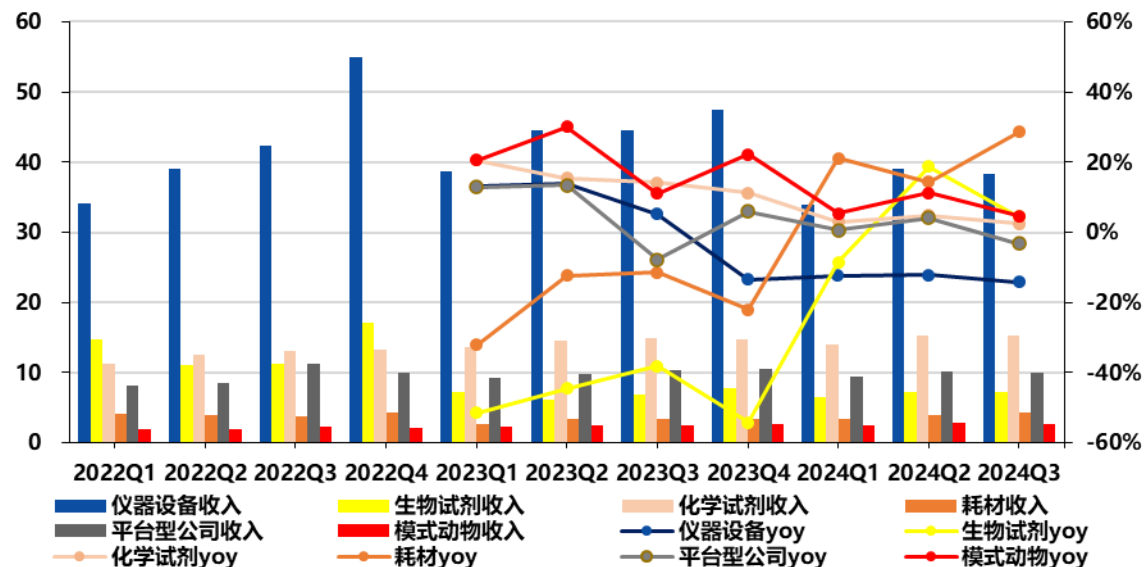
见底标志5：多项财务指标企稳

- 收入端：整体企稳，部分细分领域向上，景气度和供需结构变化向业绩端传导或在路上
- 整体：生命科学服务板块单季度收入同比大幅下滑阶段或已过去，整体收入企稳。
- 细分：模式动物和化学试剂2023-2024Q3始终维持单季度收入同比正增长，耗材和生物试剂24年内前后脚单季度收入同比增速转正，仪器设备收入端仍有压力。

生命科学服务板块单季度收入（亿元）



生命科学服务板块细分领域单季度收入（亿元）

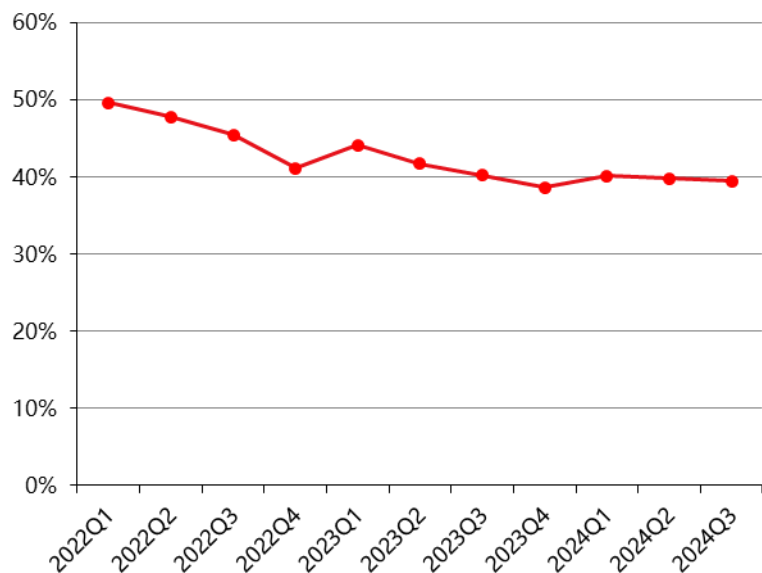


见底标志5：多项财务指标企稳

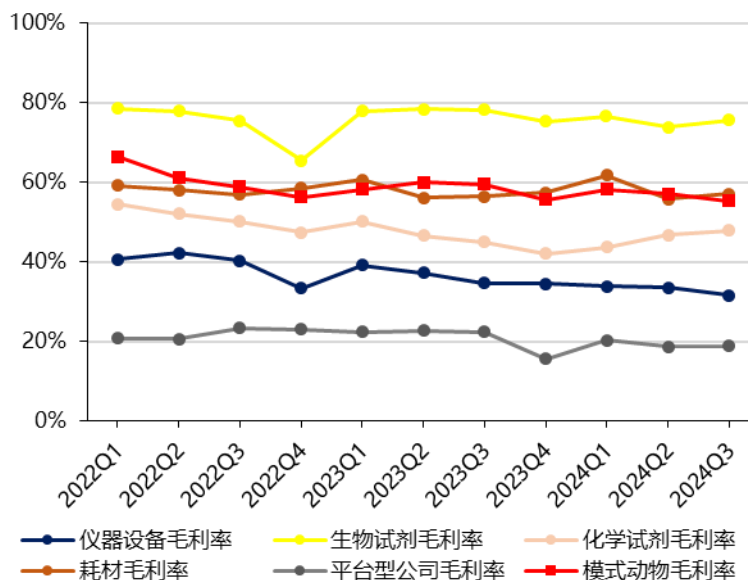
➤ 毛利率端：整体企稳，部分细分领域价格竞争趋于缓和，毛利率趋势向好

- 整体：毛利率下降趋势止住，走势趋于平稳。
- 细分：化学试剂毛利率自23Q4季度间环比改善，主要得益于毕得医药和皓元医药毛利率明显恢复，此前国内分子砌块市场需求疲软+价格竞争明显，毕得医药和皓元医药毛利率高位下滑20+pcts，目前价格竞争趋于缓和，毛利率双双抬升。仪器设备毛利率端仍处于下降通道。其他领域毛利率基本企稳。

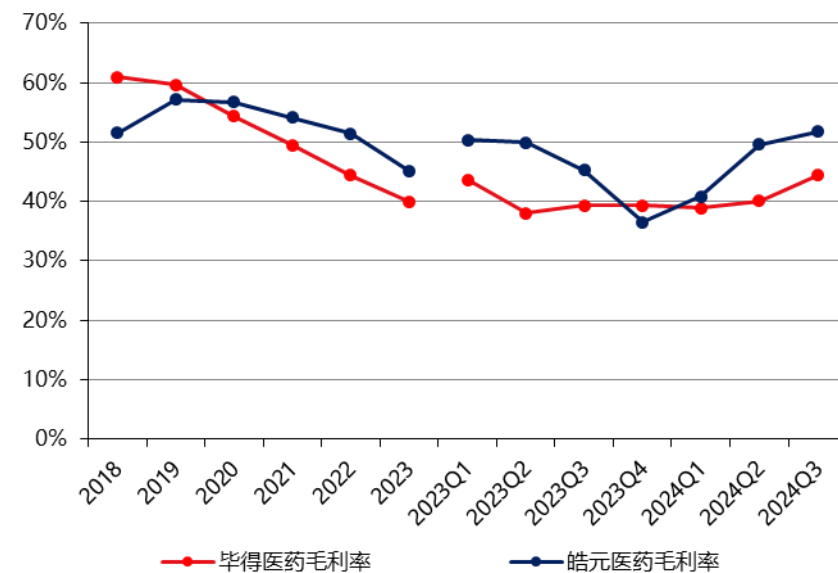
生命科学服务板块单季度毛利率



生命科学服务板块细分领域毛利率



毕得和皓元毛利率

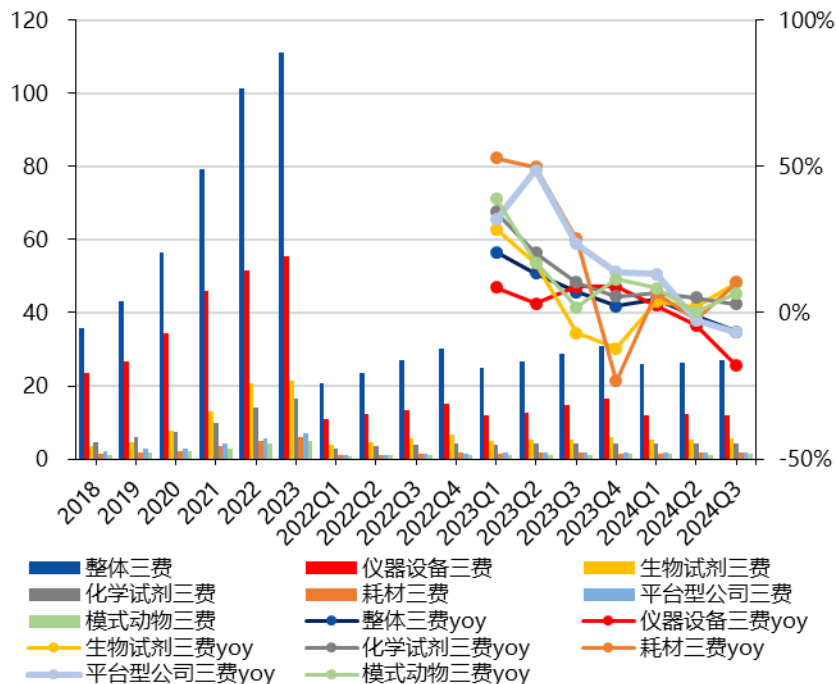


见底标志5：多项财务指标企稳

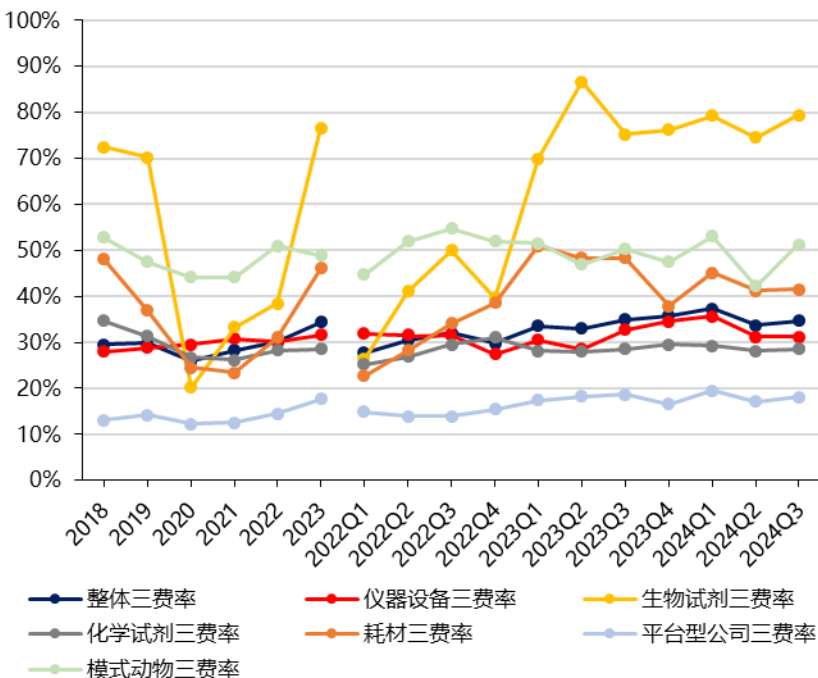
费用端在控制

- 从绝对值角度来看：整体三费绝对值已有在控制，较多细分领域单季度三费同比增速呈现下降甚至转负趋势。
- 从费用率角度来看：因收入端承压，整体三费率和细分领域三费率多维持在高位水平。
- 从折旧摊销角度来看：板块CAPEX投入于22年见顶，此后大幅下滑，24H1板块平均资本支出/折旧摊销已低于18年水平，目前折旧摊销增速明显放缓，折旧摊销对利润端影响于23H2见顶，24H1有所回落，后续影响有望进一步降低。

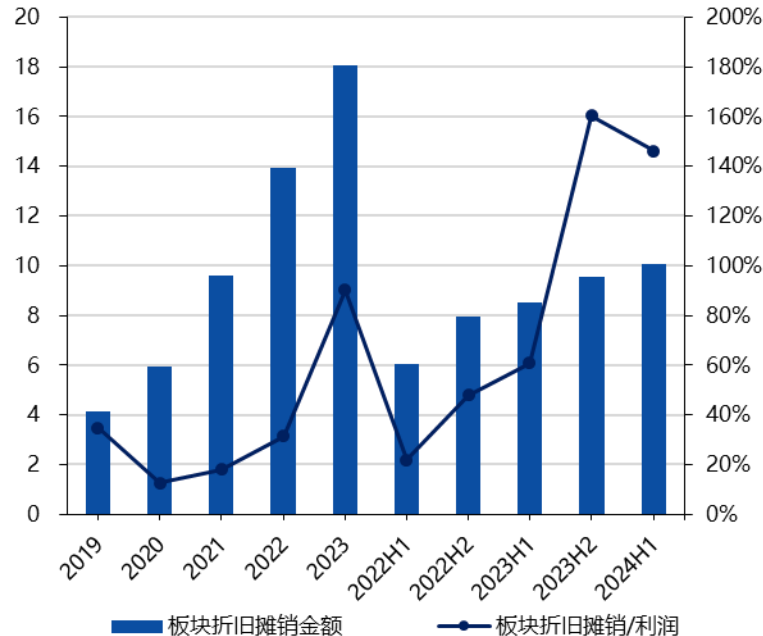
生命科学服务板块细分领域三费



生命科学服务板块细分领域三费率



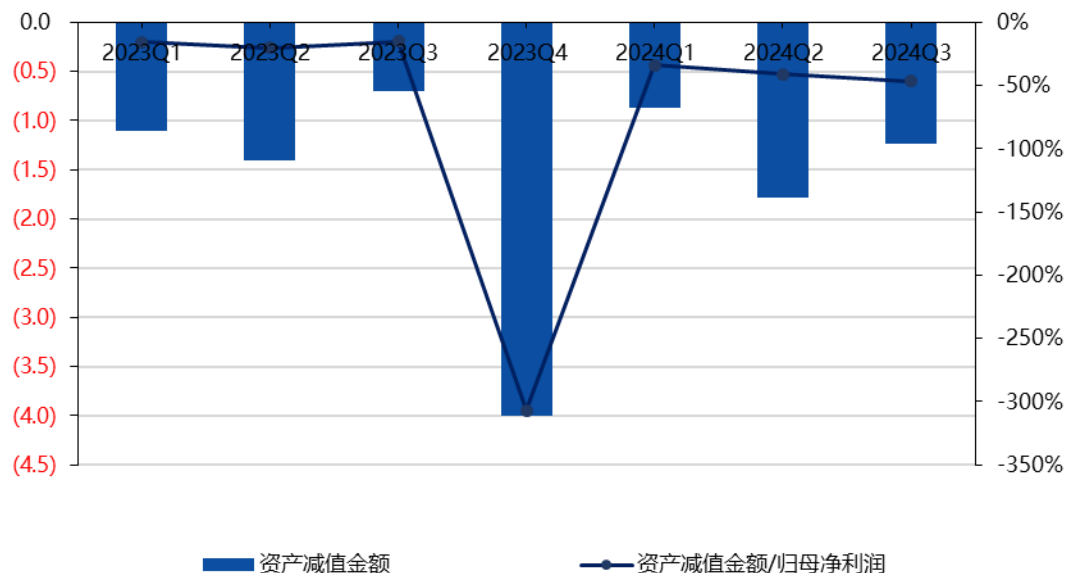
生命科学服务板块折旧与摊销 (亿元)



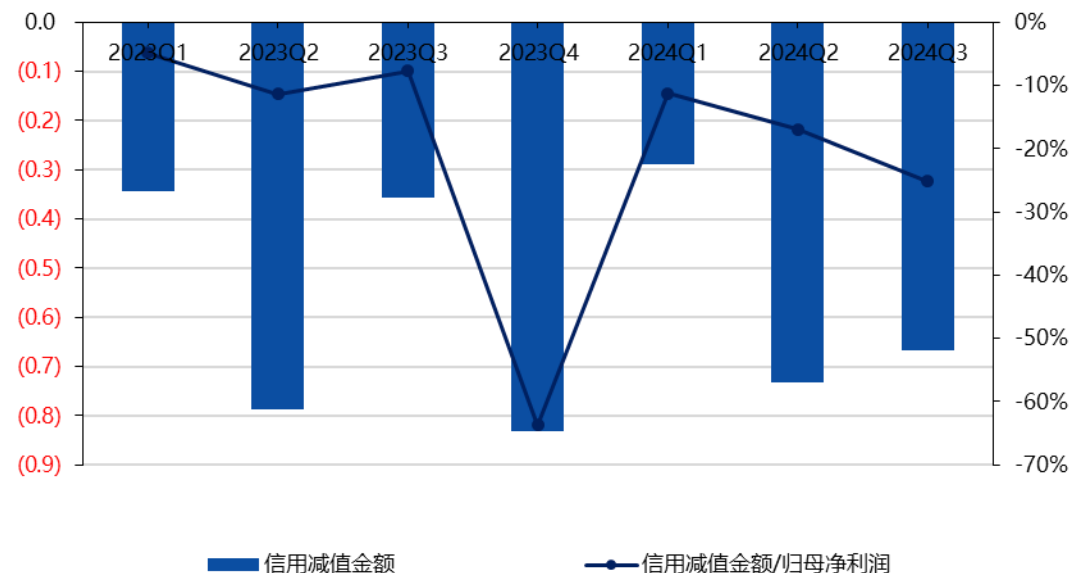
➤ 资产去水分

- 生命科学服务板块各公司近来密集计提存货、信用减值，挤压资产中的水分。

生命科学服务板块资产减值 (亿元)



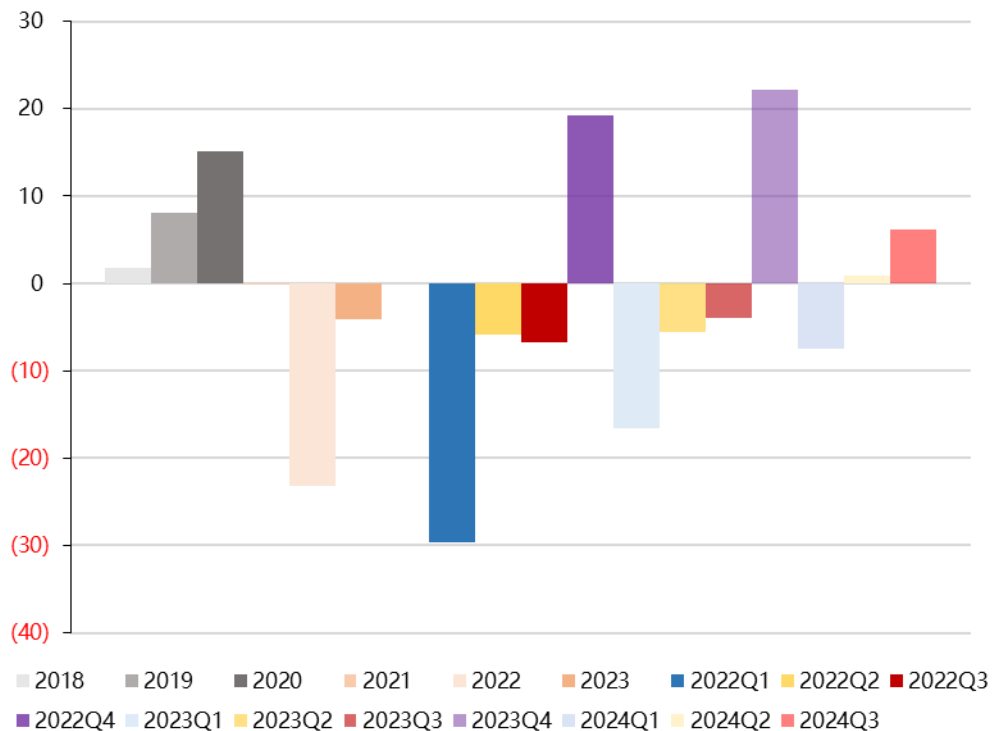
生命科学服务板块信用减值 (亿元)



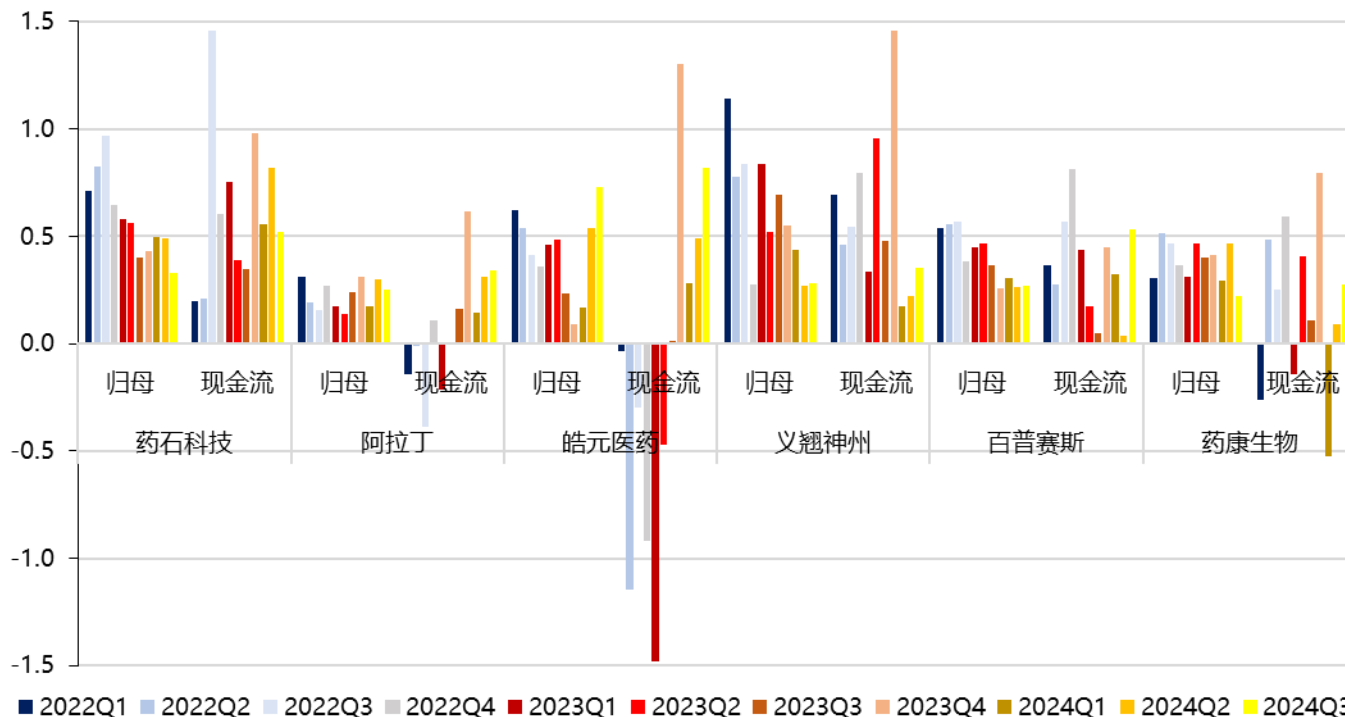
➤ 现金流回款情况改善

- 生命科学服务板块普遍开始重视现金流回款。
- 生命科学服务板块24Q2、24Q3经营活动产生的现金流净额大于归母净利润，部分公司如百普赛斯、毕得医药、皓元医药、药石科技、阿拉丁、药康生物等实现24年部分季度经营活动产生的现金流量金额大于归母净利润。

生命科学服务板块经营活动现金流净额-归母 (亿元)

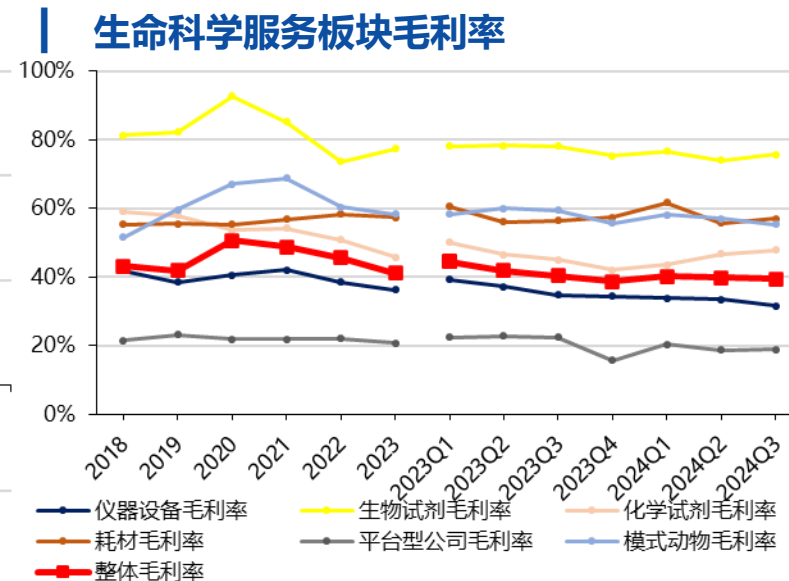
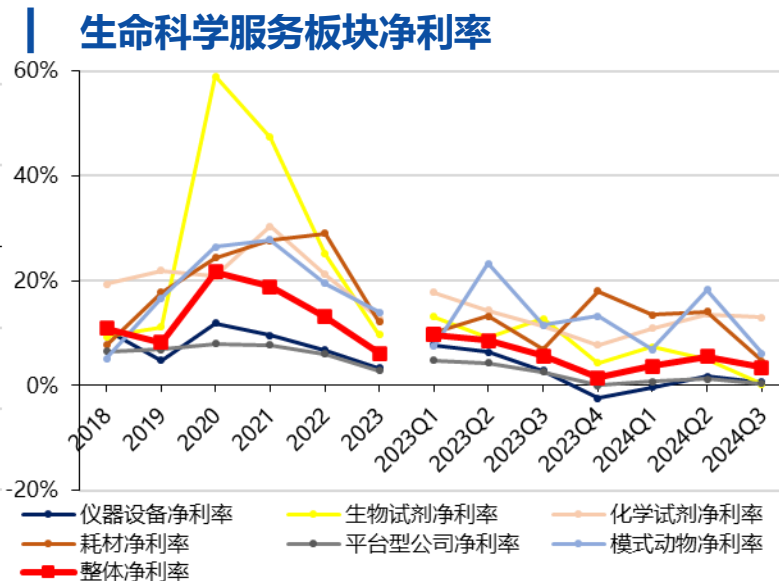
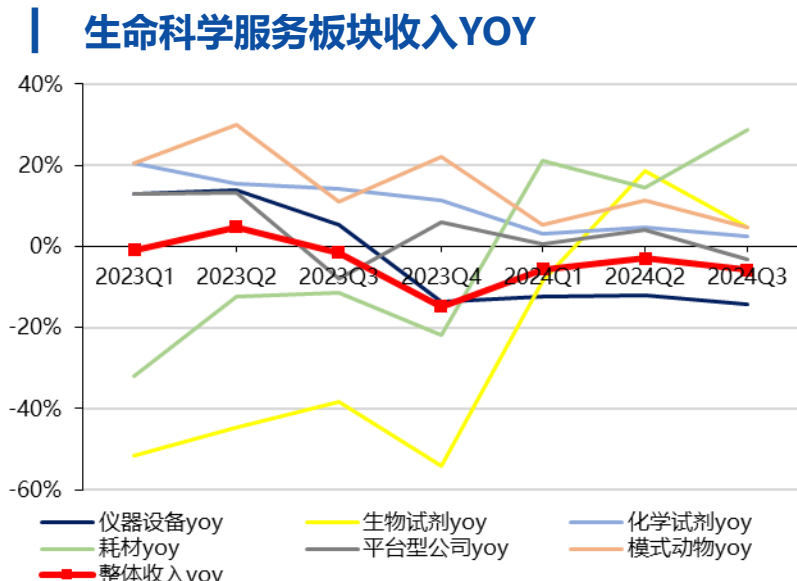


生命科学服务板块部分公司经营活动现金流金额及归母 (亿元)



生命科学服务板块利润端向上弹性有多大？

- **收入端：**整体需求趋势向上，供给出清持续，**增速有望由负转正并趋势向上。**
- **净利率：提升空间巨大。**
- **(1) 当前净利率水平极低：**23H2以来板块净利率走弱，23Q4最低仅1.5%，24Q1-3净利率仅4%出头。细分领域，仪器设备净利率一度转负，24Q1-3净利率仅不到1%，生物试剂24Q1-3净利率仅4%，化学试剂、耗材、模式动物24Q1-3净利率仅10%出头。
- **(2) 当前板块内仍多为加杠杆式经营，整体产能充裕，一旦收入重回增长区间进入投入回报期，有望带来极大利润弹性。** 1) **毛利率企稳有望回升：**板块、仪器设备、生物试剂、化学试剂、模式动物毛利率高位下来有10-20pcts，24Q1-3仪器设备、生物试剂、化学试剂毛利率水平，即使与18-19年毛利率相比，也有10pcts左右提升空间。 2) **三费率有望明显下降：**近2年投入包括人员增长和CAPEX等趋于谨慎，折旧摊销金额增长大幅放缓，三费绝对值已在控制，收入重回增长区间三费率有望明显下降（22年来板块三费率30%+）。



- 血液瘤布局全面，适应症拓展推动销售增长。诺诚健华在血液瘤领域布局6款产品，覆盖骨髓瘤、白血病及非霍奇金淋巴瘤各个细分适应症。已上市BTK抑制剂奥布替尼随着国内独家适应症r/r MZL获批并纳入医保，销售有望显著提升。公司还将于年内在国内递交奥布替尼一线治疗CLL/SLL新适应症上市申请，在美国递交r/r MCL上市申请，进一步拓展商业化空间。国内首款CD19单抗坦昔妥单抗联合来那度胺治疗r/r DLBCL的上市申请已获CDE受理并纳入优先审评。
- 自免开启公司第二成长曲线。自免疾病患者人群庞大，全球自免患病人数预计达到5亿以上，中国自免发病人数约8000万人。自免市场已成为仅次于肿瘤及感染的第三大市场。诺诚健华凭借领先的小分子研发能力，在自免领域布局多款差异化小分子药物，有望开启公司第二成长曲线。BTK抑制剂奥布替尼治疗原发性免疫性血小板减少症的研究已推进至III期，治疗系统性红斑狼疮处于临床II期，治疗原发进展型多发性硬化的III期临床已获FDA同意，同时FDA建议启动奥布替尼治疗继发进展型多发性硬化的III期临床研究。在JAK/TYK2信号通路上，公司布局了TYK2/JAK1抑制剂ICP-332及变构抑制剂ICP-488。ICP-332治疗特应性皮炎已读出II期积极数据，展现同类最优潜力，将于今年启动临床III期研究。ICP-488高选择性靶向TYK2，治疗中重度斑块状银屑病的II期研究近期达到主要终点，在每日一次6 mg和9 mg两个剂量组中，ICP-488的PASI 75应答率分别达到77.3%和78.6%，PASI 90应答率分别达到36.4%和50.0%。公司差异化布局口服IL-17小分子药物ICP-923，已在临床前研究中展现出了优异的疗效，有望凭借给药便捷性与注射型IL-17生物制剂差异化竞争。
- 实体瘤布局me-better品种，预计首款产品即将报产。公司在实体瘤领域布局五款候选产品，包括选择性更好的pan-FGFR抑制剂ICP-192、潜在更优的二代TRK抑制剂ICP-723、SHP2抑制剂ICP-189等。其中，ICP-723治疗NTRK融合阳性肿瘤和ICP-192治疗胆管癌已进入注册II期临床，公司预计将于年底递交ICP-723上市申请。

- **高值耗材集采陆续落地，迎来新成长，重点推荐骨科、电生理、神经外科赛道，关注春立医疗、威高骨科、三友医疗、惠泰医疗、迈普医学等。**

骨科：1) 受益老龄化，国内骨科市场前景广阔。2) 国内骨科手术渗透率低。相比于发达国家，我国骨科市场未来是一个高成长高增量的市场。集采后手术价格的下降有望拉动手术量提升。3) 骨科植入物集采对国产龙头是利好，且国产龙头为应对集采也更重视研发、纷纷进行了业务拓展、更积极开拓国际市场。骨科植入物集采落地后国产龙头有望迎来新成长。重点关注春立医疗、威高骨科、三友医疗。

电生理：1) 中国心律失常发病率高，但我国手术渗透率相较美国等发达国家有很大提升空间。2) 中国电生理市场进口替代空间广阔，2020年国产化率不足10%。随着国内企业技术突破（如三维技术）以及政策支持国产，进口替代有望加速。3) 福建牵头的电生理集采中，主流国内企业均有中标。对于市场份额低的国产企业而言集采有望加速提升市占率。重点关注惠泰医疗、微创电生理。

神经外科：迈普医学已形成完善的神经外科高值耗材产品线，主要产品具备独特优势且协同效应显著，销售放量在即。业绩驱动因素：1) 集采影响转向利好；2) 拓展已有产品适应症和应用科室，并持续开拓新产品；3) 海外收入实现持续高增长；4) 2023/2024年股权激励计划落地。

- **IVD受益诊疗恢复有望回归高增长，重点推荐发光和ICL，关注迈瑞医疗、新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技、金域医学、迪安诊断。**

化学发光：1) IVD中规模最大（21年超300亿元）且增速较快（21年-25年CAGR预计为15-20%左右）的细分赛道。2) 发光赛道国产替代空间广阔。目前国内发光市场国产市占率20-25%左右。国产替代从二级医院向三级医院渗透，从传染检测向其他检测领域渗透。23年安徽IVD集采国产发光品牌安图、迈瑞等报量占比靠前，集采有望进一步加速发光的国产替代。3) 海外市场进一步打开成长空间。以迈瑞、新产业等为代表的国产发光企业海外业务进展迅速，逐步从装机放量转向试剂放量，安图的出海业务刚刚起步且势头强劲。推荐迈瑞医疗、新产业、安图生物、迪瑞医疗、普门科技。

ICL：国内ICL市场渗透率相较于国外仍有较大差距，在分级诊疗推进、医保控费压力加大、DRG/DIP付费方式改革、基层医疗建设的推动下，国内ICL行业有望进入快速发展期。此外疫情期间的应收账款持续稳定收回，24年计提应收减值有望收窄。推荐金域医学，建议关注迪安诊断。

- **医疗设备受益国产替代大浪潮、大规模设备更新政策等。重点推荐澳华内镜、开立医疗、迈瑞医疗、海泰新光、新华医疗、三诺生物。**

软镜赛道：国产企业技术水平与进口差距缩小，产品性价比高，放量可期。澳华内镜新一代旗舰产品AQ-300对标奥林巴斯下一代4K旗舰产品X1。AQ-300具有4K+光学放大、可变硬度等功能，还搭配有小镜种，目标是三级医院市场。开立医疗带有光学放大和可变硬度功能的镜体已获批；超声内镜已在国内拿证，打破进口垄断。国产软镜与进口差距进一步缩小。

硬镜赛道：微创手术在国内渗透率有较大提升空间。国内硬镜市场国产替代空间广阔，国内硬镜企业技术进步加速国产替代。

新华医疗：多维度促进产品结构优化，毛利率有望持续提高；海外业务发展迅速，国际业务前景可期。

三诺生物：传统BGM主业稳健发展，积极拥抱行业变革，有望在CGM赛道迸发新活力。

国务院发布《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，我们认为本次医疗设备更新将给国产医疗设备企业带来放量机会。

- **低值耗材处于低估值高增长状态，国内入院情况逐步恢复，海外订单好转，关注维力医疗、振德医疗、英科医疗、中红医疗。**

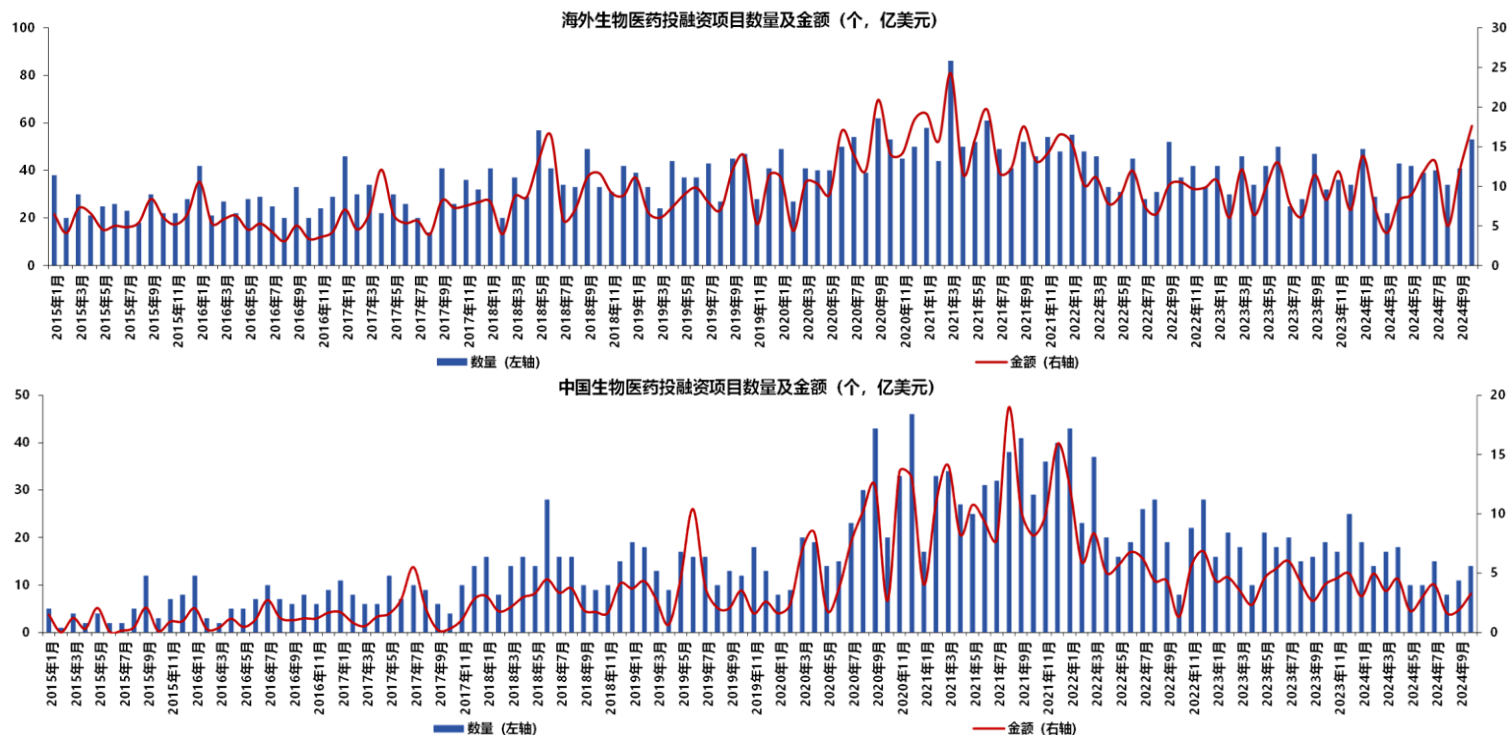
23年以来，低值耗材厂商海外大客户进入去库存周期，国内厂商订单量同比减少，经过近一年时间的消化，23Q4和24Q1的订单出现明显好转。国内三季度低耗新产品入院节奏放缓，四季度以来入院放缓情况边际减弱，国内业务也在恢复中。低值耗材厂商国内外业务均在改善中。推荐维力医疗、振德医疗。

一次性手套行业拐点有望到来，上行转折可期。2020年开始，疫情的爆发带来一次性手套需求量飙升，但由于手套产能难以在短时间扩充，供需错位下一次性手套价格快速上涨，量价齐升下相关企业实现了业绩的显著增长。为了进一步吸收潜在订单，国内外相关厂商提出了扩产计划。但从2021年开始，由于疫苗接种逐渐得到普及，新冠疫情也逐步得到控制，一次性手套需求量降低，此外，市场新增产能开始投放，同时原材料成本开始下降，一次性手套价格进入下行通道，行业在供需关系调整中逐渐回归理性。从当前情况来看，一次性手套行业调整已趋于稳定，且曙光已现，一次性手套行业拐点有望到来，上行转折可期。建议关注英科医疗、中红医疗。

创新链（CXO+生命科学服务）：底部反转，否极泰来

- **前瞻指标出现改善迹象。海外生物医药投融资项目数量和金额连续几个季度回暖并企稳，美元降息周期开启，9月海外尤其是美国生物医药投融资数据积极，10月进一步向好，趋势有望持续。中国生物医药市场环境不断向好，生物医药投融资有望触底回升。**24年7月国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，多地支持生物医药产业政策细化落地，各地生物医药产业投资基金加快设立，市场环境不断向好。中国生物医药投融资金额下滑幅度大于海外，调整时间长于海外，且渠道更加单一，有望迎来更大的恢复弹性。生物医药投融资与创新药研发投入有较大正相关性。而创新链从下游的创新药到中游提供研发生产外包的CXO到上游提供设备试剂耗材的生命科学服务是一脉相承，创新链浪潮正在来临，底部反转正在开启。

海外/中国生物医药投融资项目数量及金额（个，亿美元）



- CXO产业周期或趋势向上**：海外生物医药投融资连续几个季度展现回暖趋势，海外需求或迎来向上周期；中国生物医药投融资筑底有望回升，国内需求或迎来触底反弹。**改善节奏**：Biotech受投融资影响大于Pharma，而Biotech融资改善向询单、订单、收入传导大概需要2-3个季度，因此投融资好转会从24H1开始在CXO订单面逐渐体现，投融资好转持续带来订单面向上的持续，订单向收入转化需要周期，业绩面体现略微滞后于订单面体现。**需求结构**：目前海外需求 > 国内需求，CDMO需求 > 临床CRO需求 > 临床前CRO需求。CDMO公司海外收入占比普遍高于临床CRO和临床前CRO，因此上述改善逻辑在CDMO板块演绎更早更清晰，大多数标的24H1在手/新签订单表现亮眼，24Q3趋势延续。前述高增长订单已经逐渐开始转化为收入，部分标的已经表现出24年季度间收入环比明显改善趋势，24Q4业绩能见度高确定性强，季度间环比改善趋势明确，25年有望重回高增长车道，收入高增长、产能利用率提升下实现利润的加速增长。
- 建议关注**：1、估值低，具备全球竞争力，产业周期趋势向上改善逻辑演绎更早更清晰的国内头部CDMO如药明康德、药明生物、药明合联、康龙化成、凯莱英等；2、一方面持续开拓海外市场，另一方面努力提升国内市场份额，有望在国内生物医药投融资回暖趋势下实现更大恢复弹性的国内头部CRO公司如泰格医药、昭衍新药、诺思格等。

CDMO相关标的新签/在手订单金额、项目数量及增速（单位：亿元、个）

公司	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	订单说明
药明康德		323.6	324.1	348.4		431.0	438.2	期末在手订单金额（不含特定商业化生产项目） 期末在手订单金额增速（不含特定商业化生产项目）
		25%		18%		33%	35%	
康龙化成		15%+（同比22年底）		5%~	20%+	15%+		23年为期末在手订单金额增速，24年为区间新签订单金额增速
						18%+		
凯莱英	9.1		8.7			9.7		截至报告期披露日在手订单金额（不含报告期已确认收入，亿美元） 截至报告期披露日在手订单金额增速（不含报告期已确认的收入）
			-24%			7%		报告期末在手订单金额增速
					20%+		新签订单保持良好态势	报告期末在手订单金额增速
博腾股份	469		186			533		报告期末在手订单金额增速
	18%		5%			14%		报告期末在手订单金额增速
					40%+		40%+	截至报告期末小分子原料药CDMO在手未执行订单金额增速
九洲药业					14%			报告期末小分子原料药CDMO在手未执行订单金额增速
						15%		报告期末小分子原料药CDMO新增项目数增速
药石科技						20%		报告期末小分子原料药CDMO新增项目数增速
							新签订单保持向好趋势	报告期末小分子原料药CDMO新增项目数增速
皓元医药	3.9	4.5	4.5+	4.3				期末在手订单金额增速
			48%	16%	在手订单金额稳健 在手项目数同比增加20%		在手订单金额稳健	期末在手订单金额增速
								期末在手订单金额增速

- 15年以来，国产创新药崛起大浪潮催生并推动生命科学服务板块高速发展，叠加21年前后新冠相关产品需求旺盛，各公司纷纷加大多方面投入、拉高经营杠杆，以期快速发展。22年以来，伴随着新冠相关产品需求断崖式下降，全球和中国生物医药资本退潮，生命科学服务行业进入景气下行阶段，相关公司收入端承压，同时消化高经营杠杆，利润端承压更甚。
- **短期来看，行业需求有所复苏。**生命科学服务需求可以分为海外市场需求和国内市场需求，其中国内市场需求又可进一步划分为科研端需求、工业端CXO需求、工业端药企需求。由于生命科学服务行业发展起步较晚，大部分公司处于海外市场开拓初期阶段，海外收入占比偏低，以国内收入为基本盘。海外生物医药投融资回暖，一方面，生命科学服务海外需求有望迎来向上阶段，另一方面，海外需求向上有望借助国内CXO传导至生命科学服务国内需求的工业端CXO需求，而国内科研端需求稳步增长，国内工业端药企需求有望伴随着国内生物医药投融资迎来触底回升，行业需求有所复苏，整体趋势向好。同时伴随着2年多的行业调整，供给端出清持续，细分龙头市场份额有所提升，相关公司有望相继进入投入回报期并带来高利润弹性。
- **长期来看，行业渗透率仍非常低，国产替代依旧大趋势。**我国整体科学研究起步较晚，研究与试验发展经费投入占生产总值比例、人均研发支出水平相较国外发达国家存在较大差距。国产替代依旧大趋势。生命科学服务板块整体国产市占率低，尤其是仪器，绝大部分市场长期被海外企业占据。但经过多年发展，不论是仪器、试剂还是耗材，已经不乏在部分细分领域产品达到国际先进水平并已占据一定国内市场份额的国产公司。政策端，国家高度重视供应链自主可控，需求端，集采及医保控费、进口供应短缺等使得客户选择国产意愿变强，国产替代进程有望持续推进。
- **此外，并购整合助力公司做大做强有望成为贯穿板块生命周期的一条主线。**生命科学服务板块具备细分品类多、单一品类市场规模不大等特征，而纵观全球几家生命科学服务巨头发展历史，不难发现，他们全部都是平台型公司，产品覆盖全面，同时，并购是其扩品的重要路径，也是成长的必由之路。新“国九条”以来，鼓励并购相关政策频出，国内生命科学服务上市公司账上现金较为充裕，并购条件充分，而非上市公司近年来经营承压，买卖方意愿强烈，政策东风下，生命科学服务行业迎来并购时代，产业格局或将重塑。

【药房】处方外流提速，竞争格局优化，药房板块否极泰来

- 展望2024年，考虑到处方外流+格局优化等核心逻辑有望显著增强，结合估值处于历史底部，我们坚定看好药房板块投资机会，具体为1) 处方外流或提速：“门诊统筹+互联网处方”已成为当下处方外流的较优解，更多省份有望跟进；同时各省电子处方流转平台逐步建成，前提条件已经具备，处方外流或进入倒计时；2) 竞争格局有望优化：随着B2C、O2O增速放缓，药房与线上的竞争中逐渐由弱势回归均势，悲观时期已经过去，线上线下融合大潮或将加速到来；此外，相较于中小药房，上市连锁具备显著优势，线下集中度稳步提升趋势明确。综合来看，我们建议关注老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民、健之佳、一心堂，排名不分先后。

【中药】重点推荐基药、国企改革，同时关注医保解限以及呼吸条线催化

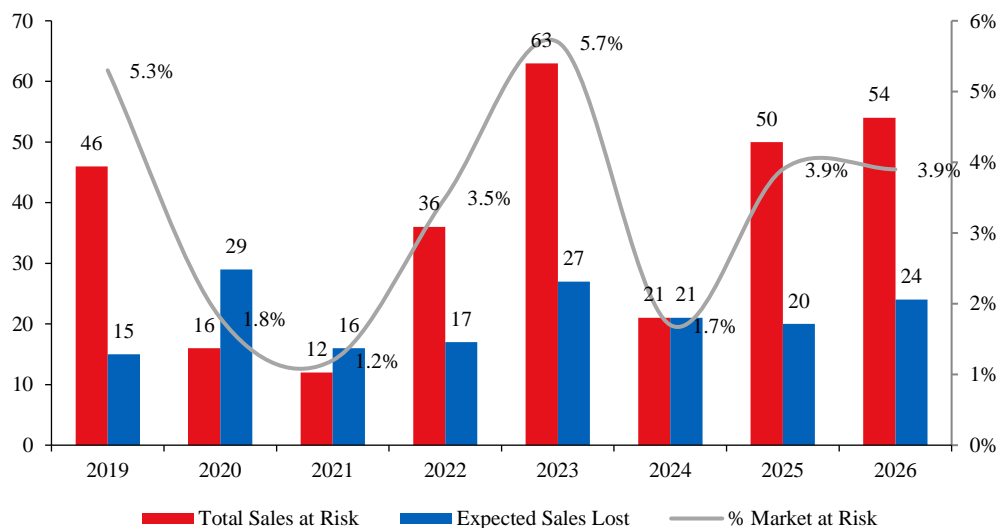
- 基药：目录颁布虽有迟到，但预计不会缺席，考虑到独家基药增速远高于非基药，预计未来市场会反复博弈基药主线，建议关注昆药集团、康缘药业、康恩贝，相关弹性标的还有方盛制药、盘龙药业、贵州三力、新天药业、立方制药等；
- 国企改革：今年以来央企考核体系调整后更重视ROE指标，有望带动基本面大幅提升，建议重点关注昆药集团；其他优质标的还包括太极集团、康恩贝、东阿阿胶、达仁堂、江中药业、华润三九等；
- 其他：新版医保目录解限品种，如康缘药业等；兼具老龄化属性+中药渗透率提升+医保免疫的OTC企业，建议关注确定性强的细分适应症龙头以及高分红标的，如片仔癀、同仁堂、东阿阿胶、达仁堂、羚锐制药（高分红）、江中药业（高分红）、马应龙等；具备爆款特质的潜力大单品：以岭药业（八子补肾）、太极集团（藿香正气、人工虫草）、健民集团（体培牛黄）等。

【医疗服务】看好具备全国化扩张能力优质标的，重点推荐固生堂

- 反腐+集采净化医疗市场环境，有望完善医疗行业市场机制、推进医生多点执业，在长周期下民营医疗综合竞争力有望显著提升；同时商保+自费医疗的快速扩容，有望为民营医疗带来更多差异化竞争优势。建议关注：1、固生堂：需求旺盛且复制性强的中医赛道龙头；2、眼科：华夏眼科、普瑞眼科、爱尔眼科等；3、其他细分赛道龙头：海吉亚医疗、国际医学、通策医疗、三星医疗、锦欣生殖。

- 建议关注重磅品种专利到期带来的新增量和纵向拓展制剂逐步进入兑现期的企业。
- 专利悬崖下，关注重磅慢病产品的增量。根据Evaluate Pharma数据显示，2019年至2026年，全球有近3000亿美元原研药（如沙班类、列汀类、列净类等新慢病重磅品种）陆续专利到期，仿制药价格约为专利药的10%-20%，2019-2026年仿制药的替代空间大概为298-596亿美元。而随着增量仿制药对专利药份额的侵袭，会进一步扩容特色原料药市场。建议关注同和药业、天宇股份。
- 向下游制剂端延伸，部分企业已经入业绩兑现期：原料制剂一体化企业具备较强成本优势，在当前国内外的仿制药环境下都较为舒适。建议关注纵向拓展制剂已进入业绩兑现期的华海药业。

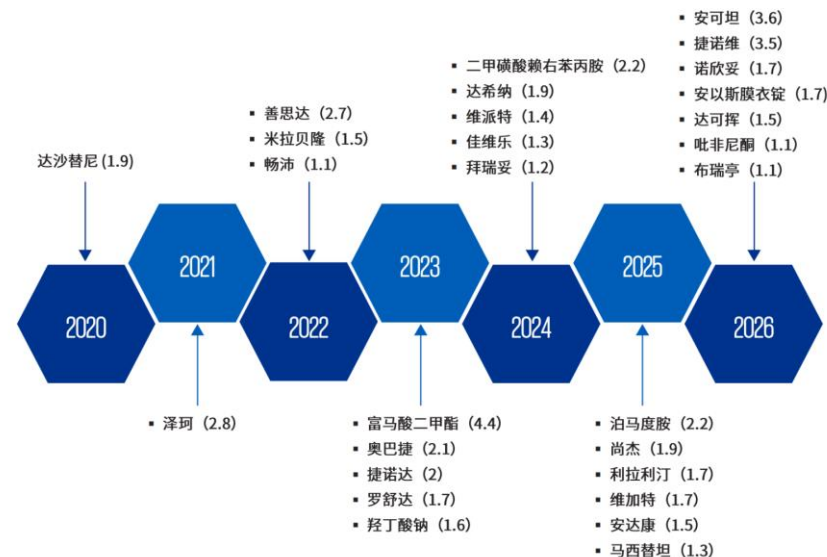
2019-2026专利到期可能影响的原研药销售额(十亿美元)



数据来源：Wind, Evaluate Pharma, 华创证券

此页包含机密资料，其全部或部分不可复制或再发送。本页不构成对任何产品的要约出售/购买、招揽或建议。关于免责声明全文，详见本PPT最后部分。

2020-2026即将专利过期的重磅品种 (2019年销售额, 十亿美元)



资料来源：Wind, KPMG, 华创证券

- 维持推荐：维力医疗、振德医疗、澳华内镜、开立医疗、迈瑞医疗、普门科技、春立医疗、海泰新光、金域医学、新产业、新华医疗、迈普医学、三诺生物、九安医疗、和黄医药、科伦博泰、三生国健、翰森制药、艾迪药业、信达生物、乐普生物、诺诚健华、以岭药业、华润三九、东阿阿胶、康缘药业、固生堂、达仁堂、康恩贝、太极集团、信立泰、华东医药、人福医药、苑东生物、通化东宝、卫信康、恩华药业、同和药业、仙琚制药、华海药业、健之佳、普瑞眼科、华夏眼科、三博脑科、国际医学、九州通、百普赛斯、华大智造、毕得医药、奥浦迈、诺思格、泰格医药。

推荐标的盈利预测表

细分行业	代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
医疗器械	688389.SH	普门科技	69	4.1	4.9	5.9	17	14	12
医疗器械	688236.SH	春立医疗	57	1.4	2.8	3.5	41	20	16
医疗器械	600587.SH	新华医疗	111	7.1	8.3	10.3	16	13	11
医疗器械	688212.SH	澳华内镜	63	0.8	1.3	2.0	77	49	32
医疗器械	300633.SZ	开立医疗	151	2.6	4.8	6.4	57	31	24
医疗器械	300832.SZ	新产业	543	19.9	24.2	29.8	27	22	18
医疗器械	603309.SH	维力医疗	39	2.4	3.0	3.7	16	13	10
医疗器械	603301.SH	振德医疗	63	4.7	5.0	6.2	13	13	10
医疗器械	300760.SZ	迈瑞医疗	3,186	128.2	148.4	172.7	25	21	18
医疗器械	688677.SH	海泰新光	46	1.4	1.9	2.3	33	24	20
医疗器械	603882.SH	金域医学	159	2.4	7.4	9.3	66	21	17
医疗器械	301033.SZ	迈普医学	32	0.7	1.0	1.4	45	32	23
医疗器械	300298.SZ	三诺生物	149	3.8	4.7	5.7	39	32	26
医疗器械	002432.SZ	九安医疗	210	17.0	18.0	20.0	12	12	10
创新药	1801.HK	信达生物	570	-3.5	-0.2	8.1	-	-	-
创新药	2157.HK	乐普生物	42	-3.5	-1.1	1.8	-	-	-
创新药	0013.HK	和黄医药	213	-0.2	6.6	13.7	-	33	16
创新药	688428.SH	诺诚健华	250	-5.3	-5.3	-3.7	-	-	-
化药	002294.SZ	信立泰	371	6.4	7.1	8.8	58	52	42
化药	600079.SH	人福医药	381	24.3	27.9	31.8	16	14	12
化药	603676.SH	卫信康	47	2.8	3.5	4.3	17	14	11
化药	002262.SZ	恩华药业	265	12.0	14.0	16.7	22	19	16
原料药	300636.SZ	同和药业	37	1.4	1.7	2.3	28	21	16
原料药	002332.SZ	仙琚制药	118	6.8	8.5	10.6	17	14	11
原料药	600521.SH	华海药业	267	13.0	16.1	19.9	21	17	13
生物制品	600867.SH	通化东宝	168	1.4	9.3	11.4	124	18	15
医疗服务	301267.SZ	华夏眼科	188	5.6	6.4	6.9	33	29	27
医疗服务	000516.SZ	国际医学	140	1.6	3.5	6.0	90	40	23
医疗服务	301293.SZ	三博脑科	101	0.9	1.0	1.2	109	98	87
医疗服务	301239.SZ	普瑞眼科	83	0.5	2.1	2.6	170	39	32
医疗服务	2273.HK	固生堂	74	4.1	5.6	7.5	18	13	10
生命科学服务	688293.SH	奥浦迈	52	0.4	0.9	1.4	125	58	37
生命科学服务	301080.SZ	百普赛斯	56	1.3	1.7	2.1	43	34	26
生命科学服务	688073.SH	毕得医药	43	1.2	1.7	2.2	36	26	19
CXO	301333.SZ	诺思格	57	1.2	1.7	1.9	47	34	30
CXO	300347.SZ	泰格医药	575	12.5	15.6	19.0	46	37	30

第三部分

01 行情回顾

02 板块观点和投资组合

03 行业和个股事件

12月4日，美国FDA批准了阿斯利康的PD-L1抑制剂度伐利尤单抗（durvalumab）用于治疗在接受同步含铂化疗和放疗后疾病未进展的局限期小细胞肺癌（LS-SCLC）成人患者。此次获批基于III期ADRIATIC研究（NCT03703297）。结果显示，与安慰剂相比，度伐利尤单抗组显示出具有统计学意义的OS改善，将死亡风险降低了27%（HR=0.73，p=0.0104）。度伐利尤单抗组的中位OS为55.9个月，安慰剂组为33.4个月。与安慰剂相比，度伐利尤单抗还显示出具有统计学意义的PFS改善（HR=0.76，p=0.0161）。两组的中位PFS分别为16.6个月和9.2个月。安全性方面，度伐利尤单抗最常见的不良反应（≥20%）是肺炎或放射性肺炎和疲劳。

12月4日，礼来宣布IIIb期SURMOUNT-5研究取得了积极结果。该研究旨在评估Zepbound（替尔泊肽）与Wegovy（司美格鲁肽）相比，针对肥胖或伴有至少一种合并症的超重的非2型糖尿病成人患者在体重减轻方面的有效性和安全性。结果显示，与司美格鲁肽相比，替尔泊肽实现了47%的相对减重效果。平均而言，替尔泊肽使受试者减重20.2%，而司美格鲁肽组为13.7%。替尔泊肽治疗组患者减重达22.8公斤，而司美格鲁肽治疗组则为15.0公斤。相比之下，替尔泊肽比司美格鲁肽多减重7.8公斤。

12月5日，财政部就《关于政府采购领域本国产品标准及实施政策有关事项的通知（征求意见稿）》公开征求意见。通知，向社会公开征求意见。通知明确了政府采购领域本国产品标准、本国产品的适用范围、对本国产品的支持政策等，拟给予本国产品相对于非本国产品20%的价格评审优惠。通知明确了政府采购领域本国产品标准：一是产品在中国境内生产，即在中国关境内实现从原材料、组件到产品的属性改变，不包括贴牌、简单包装等；二是产品的中国境内生产组件成本达到规定比例要求，具体比例分产品确定并动态调整；三是在满足前述条件的基础上，对特定产品还要求其关键组件在中国境内生产、关键工序在中国境内完成。

排序	涨幅前五名	本周涨跌幅	原因分析	排序	跌幅前五名	本周涨跌幅	原因分析
1	灵康药业	31.91%	无特殊原因	1	倍益康	-21.67%	前期涨幅较高，短期回调
2	益方生物-U	28.30%	临床试验进展	2	大东方	-16.40%	前期涨幅较高，短期回调
3	新赣江	26.81%	无特殊原因	3	*ST吉药	-16.23%	ST
4	盟科药业-U	17.71%	临床试验进展	4	富祥药业	-15.70%	对外投资、管理层变动
5	皓宸医疗	17.18%	无特殊原因	5	浩欧博	-14.76%	前期涨幅较高，短期回调

资料来源：WIND资讯

- 1、集采力度超预期；
- 2、创新药谈判降价幅度超预期；
- 3、医疗领域整顿时间超预期。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未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，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。