

投资评级
推荐 维持

看好创新和出海，关注基本面向上细分赛道

——2025年医药生物行业投资策略报告

2025年1月9日

证券分析师: 马云涛

SAC执业资格证书编码: S0020522080001

邮箱: mayuntao@gyzq.com.cn

证券分析师: 朱仕平

SAC执业资格证书编码: S0020524010001

邮箱: zhushiping@gyzq.com.cn

■ 支付端有望逐步改善，看好医药创新、医药出海等细分赛道以及并购等主题机会

- 医药板块处于业绩底、估值底和配置底三重底部，2023年医药板块业绩受反腐影响较大，2024年业绩增速已经逐步企稳，但是估值水平以及基金配置水平依然处于底部。2025年，随着健康商业保险的逐步发展，医药行业支付端有望逐步改善，看好医药创新产业链。此外，医药出海仍然是未来我国药企的必经之路，产品力强和渠道能力强的出海药企有望获得先机。此外，建议关注并购、集采出清和低估值等细分领域个股。

■ 医药创新产业链

- 经过十余年的研发储备，目前我国创新药进入成果兑现阶段，在ADC、GLP-1、双抗、AD 等多个领域的新药研发取得进展，并逐步实现在国内的上市，同时，我国创新药在海外的授权以及申报上市也逐步取得突破性进展，足以证明我国创新药企业创新能力的快速提升，同时为企业的进一步研发工作带来充沛的现金流支持。2025年重点看好在大赛道且研发进度靠前的创新药企业。

■ 医药出海

- 药品出海是成长为全球化大药企的基本门槛和必经之路，全球医药市场空间广阔，很多产品价格水平也高于国内。发达国家的法规医药市场规模占比大，卫生支出多，是医药消费的重要市场，同时，新兴国家市场增长高于世界平均水平，且人口基数大，未来也有更大的增长潜力。随着我国医药企业实力不断增强，出海是未来发展的必经之路，为企业发展打开长期成长空间。重点看好产品力强和渠道能力强的出海药企。

■ 关注并购、集采出清和低估值等细分领域个股

- 中国证券监督管理委员会于2024年9月24日发布了《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，鼓励上市公司加强产业整合，提升重组市场交易效率，市场有望迎来并购重组浪潮。目前我国医药市场正处于集中度提升的加速期，并购重组有望加速，建议重点关注。目前不同医药领域的集采已经持续加速推进，部分细分赛道的集采影响已经出清，未来有望迎来新成长，建议关注胰岛素、骨科等细分赛道以及部分仿制药企业。经过4年时间调整，部分医药赛道估值水平较低，且基本面有向上趋势，未来也有一定的事件催化，如基药目录、国企改革等等，建议重点关注。

■ 投资建议

- 2025年，随着健康商业保险的逐步发展，医药行业支付端有望逐步改善，看好医药创新产业链。此外，医药出海仍然是未来我国药企的必经之路，产品力强和渠道能力强的出海药企有望获得先机。此外，建议关注并购、集采出清和低估值等细分领域个股。

■ 风险提示

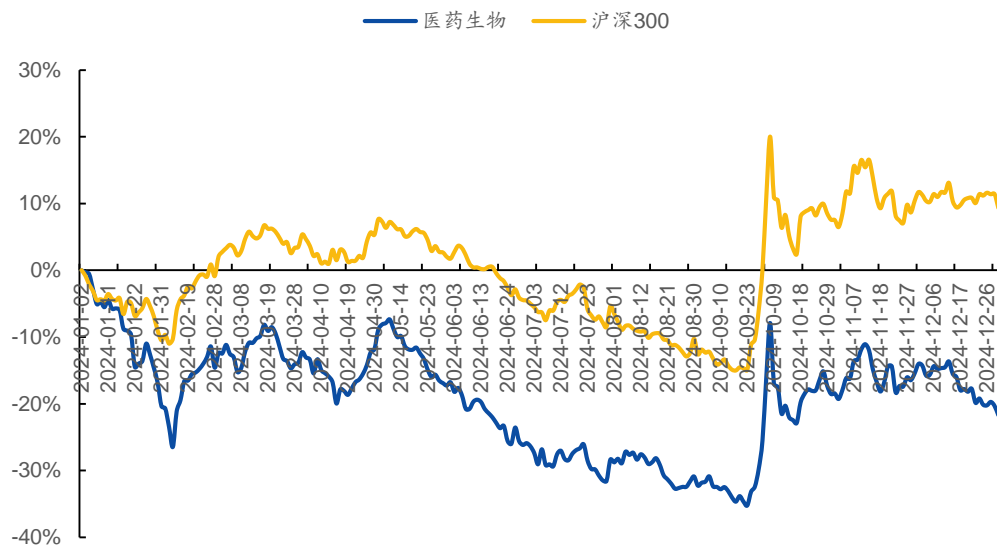
- 医药行业政策风险，产品降价风险，研发进度不及预期风险。

- 一、医药板块处于历史底部，支付端改善有望带来增量
- 二、创新药支持政策持续加码，国内新药商业化浪潮来袭
- 三、中国力量河出伏流，出海浪潮中各显身手
- 四、关注并购、集采出清和低估值等细分领域个股
- 五、重点公司
- 六、风险提示

■ 2024年医药板块整体跑输沪深300指数

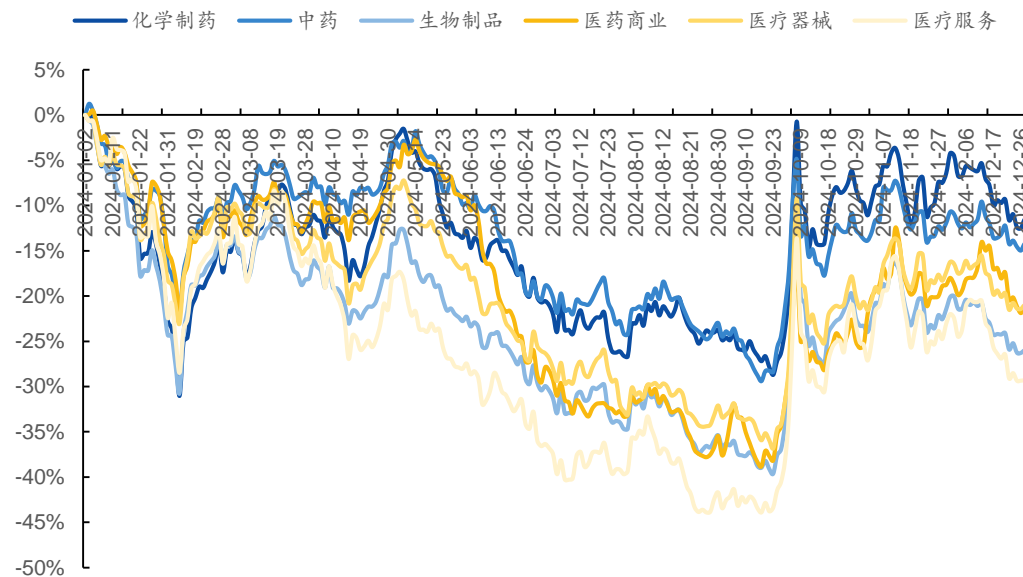
- 受到医保控费以及医疗反腐等大的政策环境影响，2024年医药板块指数表现一般，整体跑输沪深300指数。
- 从细分板块来看，2024年化学制剂和中药表现较好，明显跑赢其他子板块，而医疗服务和生物制品等板块表现相对一般。

图1：医药板块2024年年初至今行情回顾（截至2024.12.31）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图2：医药板块细分子行业2024年年初至今涨跌幅（截至2024.12.31）

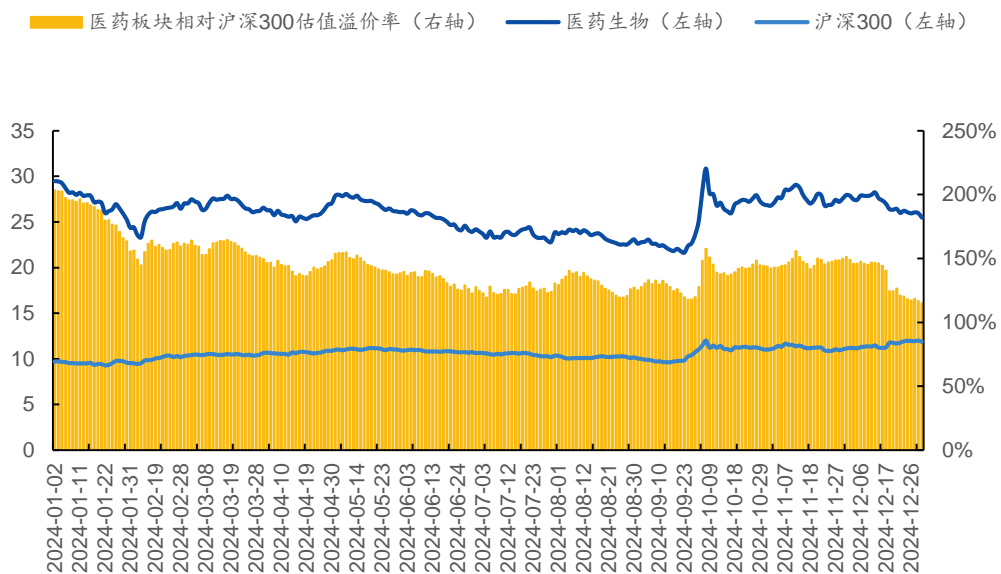


资料来源：iFinD，国元证券研究所

■ 医药板块估值水平仍处于底部

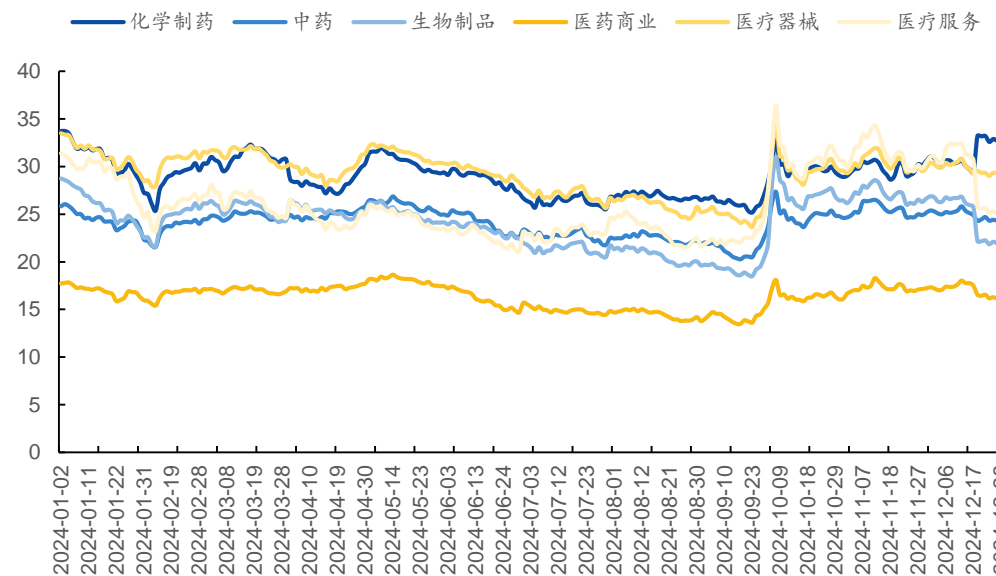
- 2024年医药板块整体估值保持在25-30倍之间，进入到四季度，随着市场整体的快速反弹，医药板块估值水平有一定小幅提升。
- 从细分板块来看，医疗器械和医疗服务两个板块估值水平相对较高，四季度的反弹中，生物制品板块表现较好，与前期跌幅较大有关。

图3: 医药板块和沪深300指数估值水平对比 (PE, TTM, 剔除负值)



资料来源: iFinD, 国元证券研究所
(截至2024. 12. 31)

图4: 医药板块细分子行业估值水平 (PE, TTM, 剔除负值)



资料来源: iFinD, 国元证券研究所
(截至2024. 12. 31)

1.2 医药板块估值水平仍处于底部

■ 医药板块市盈率处于近十五年底部

- 2010年至今，医药板块估值水平分别在2011年底和2018年底达到最低位，最低位为25倍左右，目前医药板块估值为25倍，再次处于近十五年最低水平。

图5：医药板块2010年年初至今估值情况（整体法，剔除负值）（截至2024.12.31）

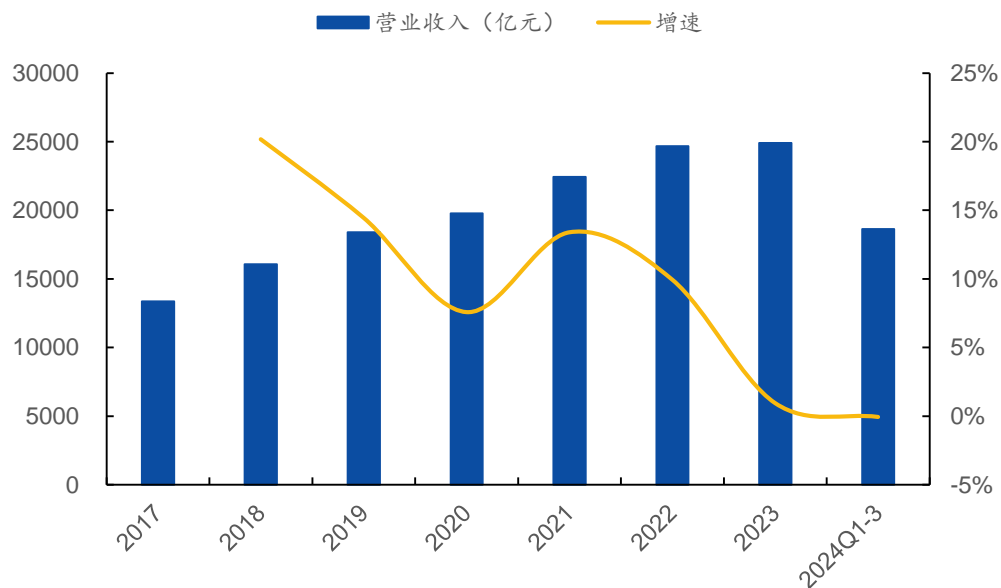


资料来源：iFinD，国元证券研究所

■ 医药行业业绩增速逐步企稳

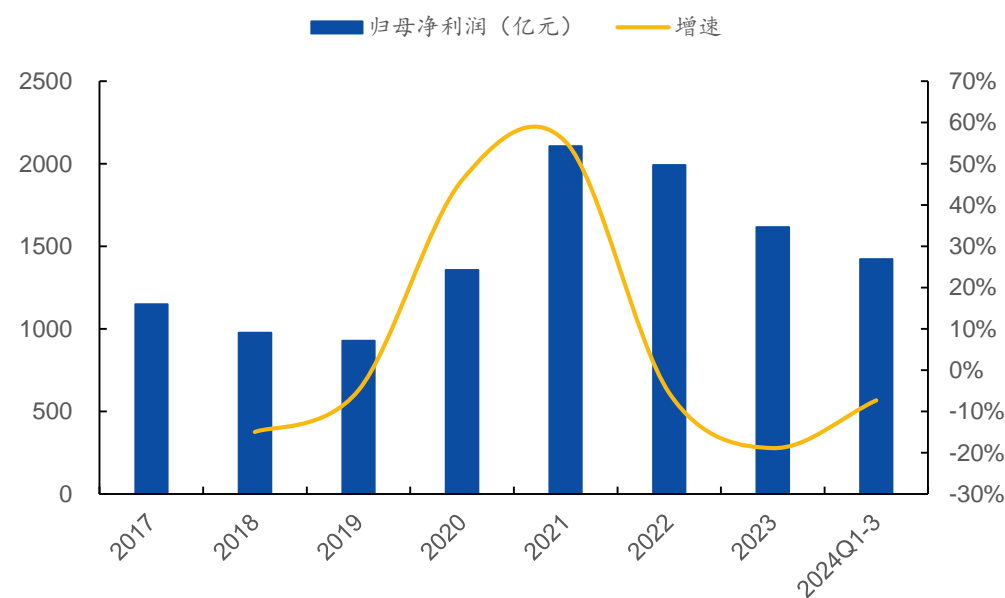
医药板块业绩增速近三年波动相对较大，从收入端来看，增速经过2020年的低点后，2021年有明显反弹，增速达到13.48%，2022年增速再度回落到9.75%，2023年上半年开始迎来反弹，但是随着三季度医疗反腐的持续深入，医药板块业绩增速大幅下行。进入2024年，随着反腐常态化，叠加低基数效应，医药板块业绩增速逐步企稳，2024Q1-3收入增速为-0.07%，归母净利润增速为-7.28%。

图6：医药板块历史收入情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图7：医药板块历史归母净利润情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

■ 医药板块配置水平处于底部

- 目前，全市场基金持有医药板块市值的占比为10.17%，基本处于近5年的底部。从历史情况来看，2018年开始，全市场基金持有医药板块市值的占比为10.89%，进入2020年，医药板块领涨市场，全市场基金持有医药板块市值的占比也提升到接近13%，2021年随着医药板块的下跌，全市场基金持有医药板块市值的占比也持续下降，截至2024H1，全市场基金持有医药板块市值的占比为10.17%，处于历史底部水平。

图8：医药板块占权益类基金投资市值比重

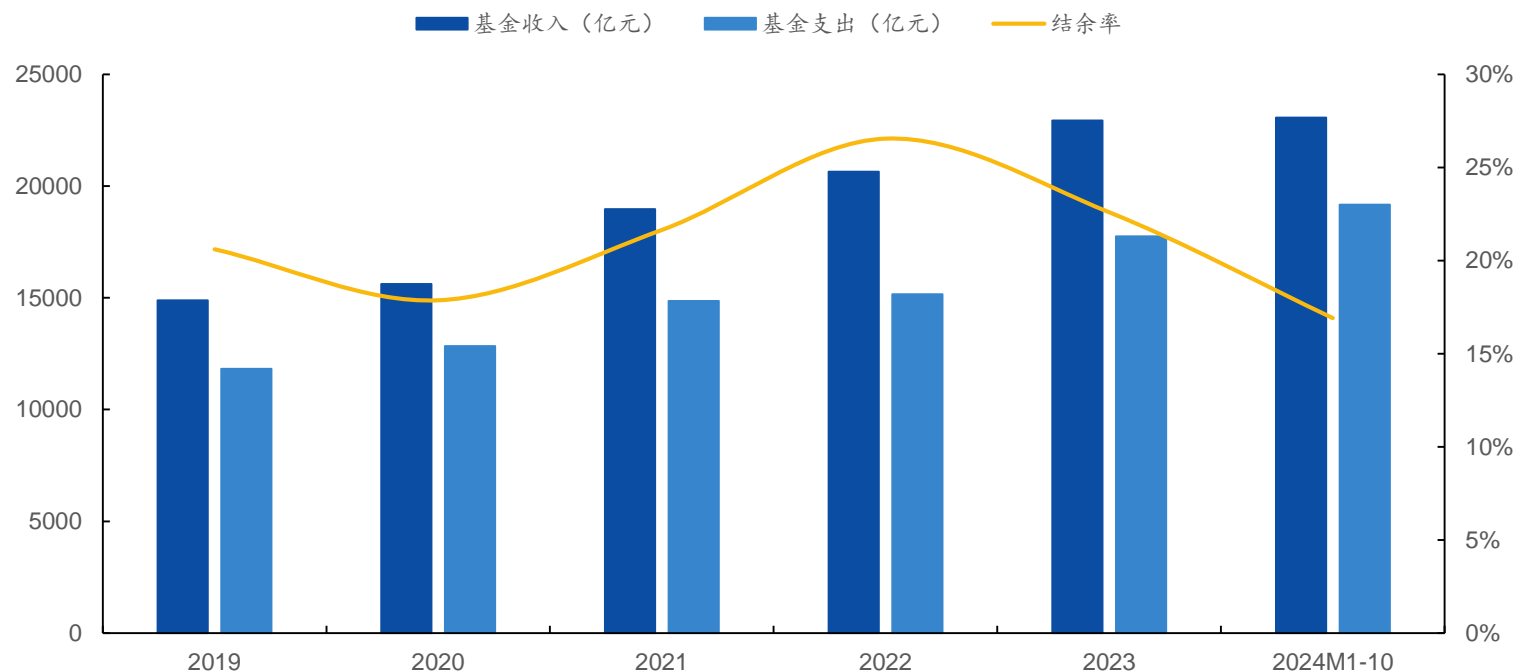


资料来源：iFinD，国元证券研究所

■ 医保基金结余率持续下行

- 从医保的角度来看，虽然集采、谈判降价等政策覆盖范围持续扩大，但是随着老龄化的快速提升，我国城镇职工医保统筹基金结存率仍处于下降态势，2024M1-10结余率为16.91%。预计未来医保基金支付方向的腾笼换鸟仍将持续，且向创新产品的支付倾斜不会改变。

图9：医保统筹基金历年收入支出情况



资料来源：国家医保局，国元证券研究所

■ 鼓励商业健康险政策频出，有望缓解医保支付压力

- ▶ 2024年11月7日，国家医保局召开医保平台数据赋能商业健康保险发展座谈会，会议交流全国统一医保系统平台和大数据赋能商业健康保险发展存在的问题障碍，并对医保赋能的场景、业务需求、路径方式、保障条件等具体细节展开讨论。2024年11月27日，国家医保局刊文进一步明确，正在谋划探索推进医保数据赋能商业保险公司、医保基金与商业保险同步结算以及其他有关支持政策。

表1：我国商业健康险行业相关政策

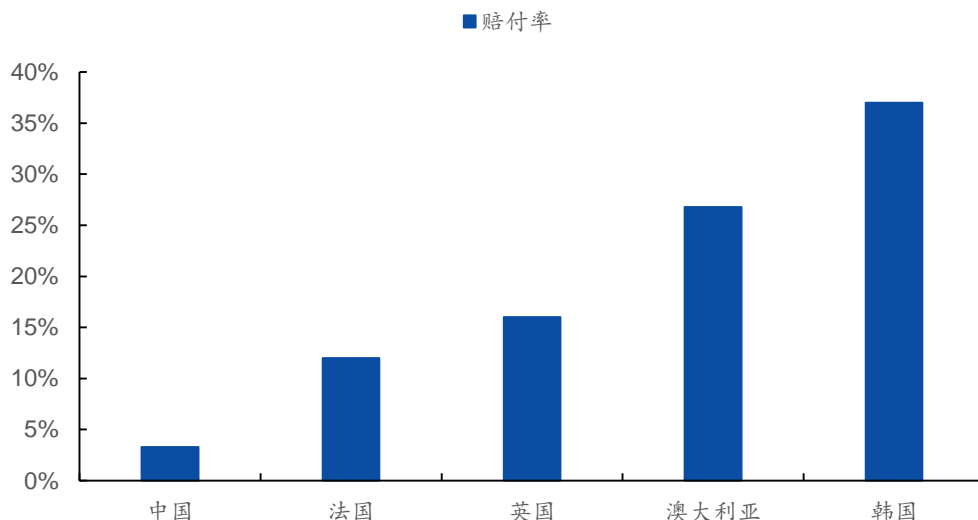
类别	文件名称	发布时间	主要内容
国家层面	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	2020年3月	力争到2030年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系。
	《“十四五”国民健康规划》	2022年4月	“鼓励保险机构开展管理式医疗试点，建立健康管理组织，提供健康保险、健康管理、医疗服务、长期照护等服务”、“搭建高水平公立医院及其特需医疗部分与保险机构的对接平台，促进医、险定点合作”。
	《关于印发深化医药卫生体制改革2023年下半年重点工作任务的通知》	2023年7月	“发展商业医疗保险，重点覆盖基本医保不予支付的费用”，对商业健康险的覆盖内容提出明确要求。
	《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》	2024年6月	提出“发展商业健康保险。推动商业健康保险产品扩大创新药支付范围”。
	《全链条支持创新药发展实施方案》	2024年7月	发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉。要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。
省市地方	《北京市支持创新医药高质量发展若干举措（2024年）》	2024年4月	努力拓展创新医药支付渠道，对符合条件的新药新技术费用，不计入DRG病组支付标准，单独支付。
	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	2023年7月	推动创新药械多元支付机制形成。
	《广州医保支持创新医药发展若干措施》	2024年5月	支持符合创新药品条件的医药企业随时向惠民保项目“穗岁康”承办机构提出申请纳入等。
保险行业	《关于进一步丰富人身保险产品供给的指导意见》	2021年10月	探索建立商业健康保险药品目录和诊疗项目目录。

资料来源：观研天下，国元证券研究所

■ 鼓励商业健康险政策频出，有望缓解医保支付压力

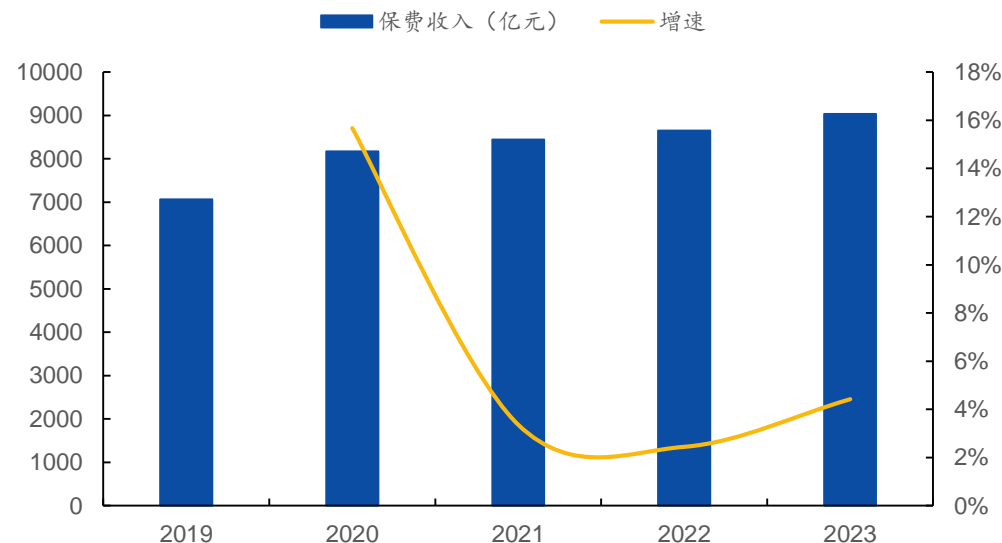
- 2023年，我国商业健康保险保费总收入达到9000亿元，但是我国商业健康保险赔付占本国卫生总费用的比重为3.3%，远低于其他发达国家。主要原因为我国商业健康保险面临信息不对称、机构营销核保成本高、打击欺诈骗保难度大等问题，整体赔付率很低，提升空间很大。预计随着支持政策的逐步落地，医疗数据逐步放开共享，我国商业健康保险赔付率有望持续提升，可以有效缓解国家医保支付压力，同时促进医药行业的健康发展。

图10：2023年全球商业健康保险赔付率占本国卫生总费用比重



资料来源：观研天下，国元证券研究所

图11：2019-2023年我国商业健康保险保费收入情况



资料来源：国家金融监督管理总局网站，国元证券研究所

- 一、医药板块处于历史底部，支付端改善有望带来增量
- 二、创新药支持政策持续加码，国内新药商业化浪潮来袭**
- 三、中国力量河出伏流，出海浪潮中各显身手
- 四、关注并购、集采出清和低估值等细分领域个股
- 五、重点公司
- 六、风险提示

2.1 药品开发、审批、支付、价格等全链条支持生物医药创新

- 近年来，国家和地方政府多部门陆续发布了各项创新药产业发展支持政策，从药品开发阶段的创新和开发方向的引导、临床研究和上市申请阶段的加快审评审批的支持，到药品上市后商业化阶段的医保支付支持、DRG控费除外支付支持、商业健康保险助力和国谈药品院外零售渠道的医保支付试点等等，多项政策贯穿了创新药品开发和商业化的整个生命周期且还在不断丰富和完善，全产业链式的全面支持创新医药产业的发展。

表2：2019-2024年部分支持创新药发展的重要政策

发布主体	政策文件	主要内容
全国人大	《中华人民共和国药品管理法》	将临床试验改为60天默示许可，鼓励药品创新，鼓励缩短药品的研制和生产，对临床急需的短缺药品及原料药予以优先审评审批
市场监管总局	《药品注册管理办法》	对药品注册分类持续进行改革，构建创新药、改良型新药及仿制药等药品类别；设立突破性治疗药物、附条件批准、优先审评审批、特别审批四个加快通道，推动创新药发展
国家药监局药审中心	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	新药研发应以为患者提供更优（更有效、更安全或更便利等）的治疗选择作为最高目标，对照药应该尽量为受试者提供临床实践中被广泛应用的最佳治疗方式/药物
国家医保局	《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创新的通知》（征求意见稿）	分数越高表明药品创新价值越大，首发价格自由度越高，并可享受绿色通道挂网及稳定期保护等政策支持
国家医保局	《谈判药品续约规则》、《非独家药品竞价规则》	规定对于新增适应症的药物，在次年计算续约降幅时扣减上次已经发生的降幅，并新增了达到或超过4年的品种降幅减半规则
全国人大	2024年《政府工作报告》	加快前沿新兴氢能、新材料、创新药等产业发展，积极打造生物制造、商业航天、低空经济等新增长引擎。制定未来产业发展规划，开辟量子技术、生命科学等新赛道
国家药监局药审中心	《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》	为鼓励研究和创制新药，满足临床用药需求，结合抗疫应急审评过程中“早期介入、研审联动、滚动提交”等宝贵经验及监管科学行动计划形成的新工具、新方法、新标准，以制度形式转化、巩固和扩大抗疫成果，鼓励儿童用药、罕见病用药创新研发进程，加快创新药品审评审批速度
中共中央办公厅、国务院办公厅	《浦东新区综合改革试点实施方案（2023—2027年）》	建立生物医药协同创新机制，推动医疗机构、高校、科研院所加强临床科研合作，依照有关规定允许生物医药新产品参照国际同类药品定价，支持创新药和医疗器械产业发展。支持建设符合国际医学伦理和管理运营规则的长三角医用组织库。
国家药监局	《药品附条件批准上市技术指导原则（试行）》	为鼓励以临床价值为导向的药物创新，加快具有突出临床价值的临床急需药品上市，制定工作程序
国务院	《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025年）》	要着眼医药研发创新难度大、周期长、投入高的特点，给予全链条支持，鼓励和引导龙头医药企业发展壮大，提高产业集中度和市场竞争力
国务院	《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》	制定关于全链条支持创新药发展的指导性文件。加快创新药、罕见病治疗药品、临床急需药品等以及创新医疗器械、疫情防控药械审评审批
国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》	研究对创新药和先进医疗技术应用给予在DRG/DIP付费中除外支付等政策倾斜。
国务院常务会议	《全链条支持创新药发展实施方案》	要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。要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。

资料来源：中国政府官网，国家医保局，北京医保局，上海政府官网，龙南市政府，广州市政府，珠海市政府，国家药监局药审中心，国家药监局，国元证券研究所

2.1 医保目录结构优化，“真金白银”支持创新药发展

- ▶ 2019年以来，国家医保局每年开展药品目录调整工作，每年有药品新增调入目录范围，同时将临床价值不高、滥用明显、且有更优替代的药品调出目录，这既有助于降低患者支付和医保资金的负担，又为疗效更好的优质创新药腾出了空间。在2024年谈判/竞价环节，共有117种目录外药品参加，其中89种谈判/竞价成功，成功率76%，创新药的谈判成功率超过了90%。7轮调整，累计将149种创新药纳入医保目录。截至2024年10月，医保基金对协议期内药品支付累计超3500亿元，带动相关销售超过5100亿元。今年前10月医保基金对协议期内谈判药品支付约920亿元，按相同周期计算，是2019年的21倍。医保基金是“真金白银”的在支持创新药发展。

表3：2019-2024年医保目录调整情况

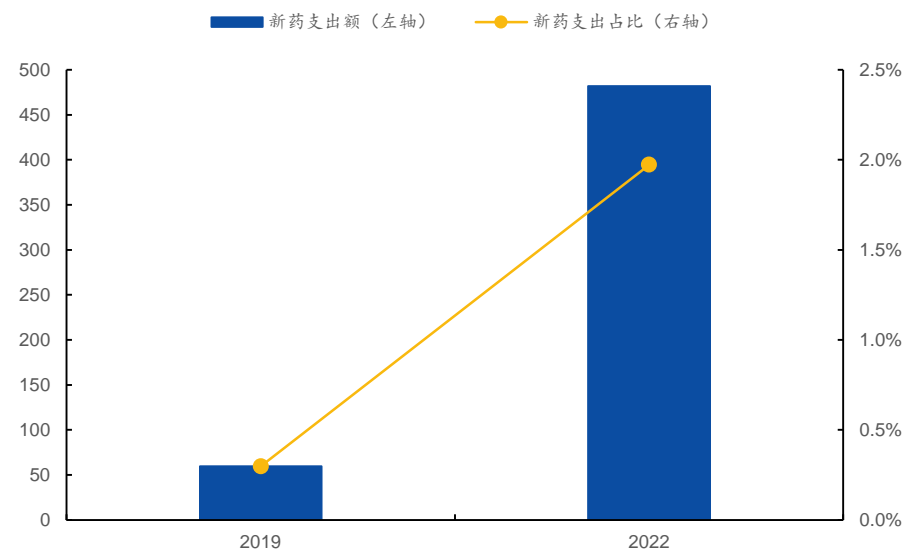
年份	调入个数	调出个数	更新方向
2019	218	154	扩容的同时结构明显优化，突出鼓励创新的导向，12个国产重大创新药品中8个谈判成功，其中包括多个2018年新上市产品
2020	119	29	调入药品中80%为独家药品，当年新上市的药品也纳入调整范围；继续调出临床价值不高且可替代，或者被药监部门撤销文号的品种
2021	74	11	新增药品涉及21个临床组别，精准补齐肿瘤、慢性病、抗感染、罕见病、儿童用药等类别，患者受益面进一步扩大
2022	111	3	关注罕见病药、儿童用药，鼓励创新
2023	126	1	关注罕见病用药，填补用药保障空白；纳入大量新机制肿瘤药；对创新药纳入医保目录给予政策倾斜
2024	91	43	目录调整范围以新药为主，新增的91种药品中有90种为5年内新上市品种，38种是“全球新”的创新药，无论是比例还是绝对数量都创历年新高

资料来源：国家医保局，国元证券研究所

2.1 腾笼换鸟，医保创新药支出持续提升

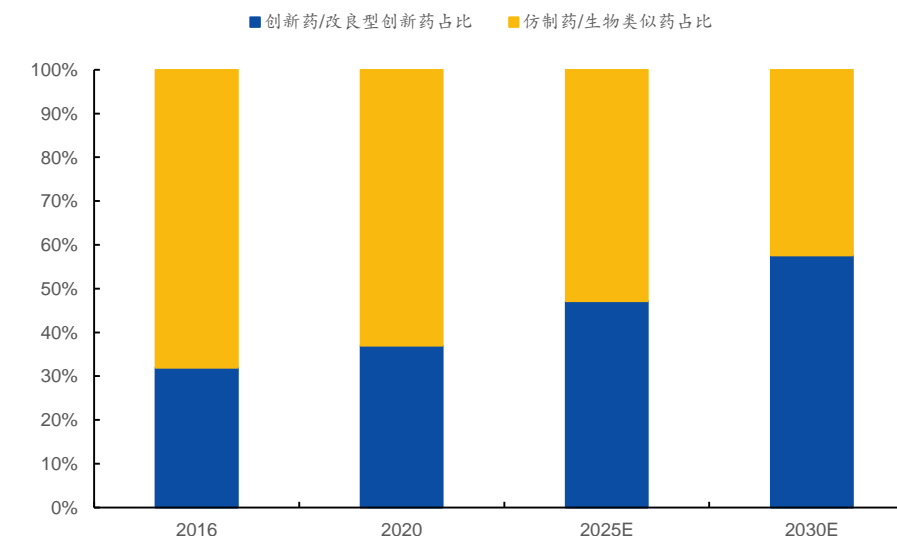
- 国家医保对新药的支出从2019年的59.49亿元增长到2022年的481.89亿元，CAGR为100.83%。同时，创新药支出占当年医保总支出的比重也由2019年的不到0.30%提升至2022年的超1.97%，未来医保创新药支出占比有望继续大幅提升。根据沙利文数据测算，我国创新药/改良型创新药占有所有药品销售额的比重由2016年的31.91%提升至2020年的37.00% (+5.09pct)，预计到2025年将提升至47.13%，较2020年增加10.13pct；到2030年进一步提升至57.55%，较2020年增加20.55pct。

图12：2019-2022年医保对创新药支出（亿元，%）



资料来源：北京市政府官网，国家医保局，国元证券研究所

图13：国内新药占比预计将快速提升（%）

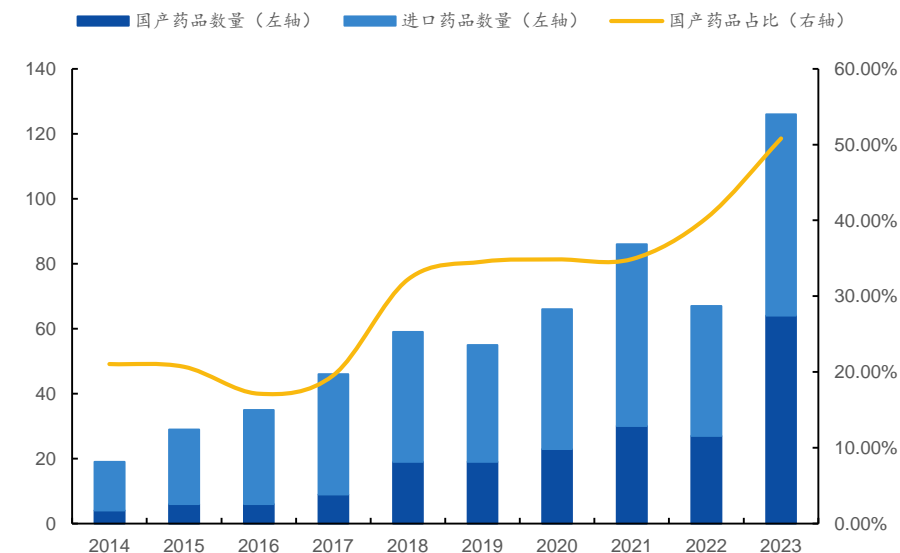


资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

2.1 国内创新药进口药品比例仍较高，但国产力量已快速崛起

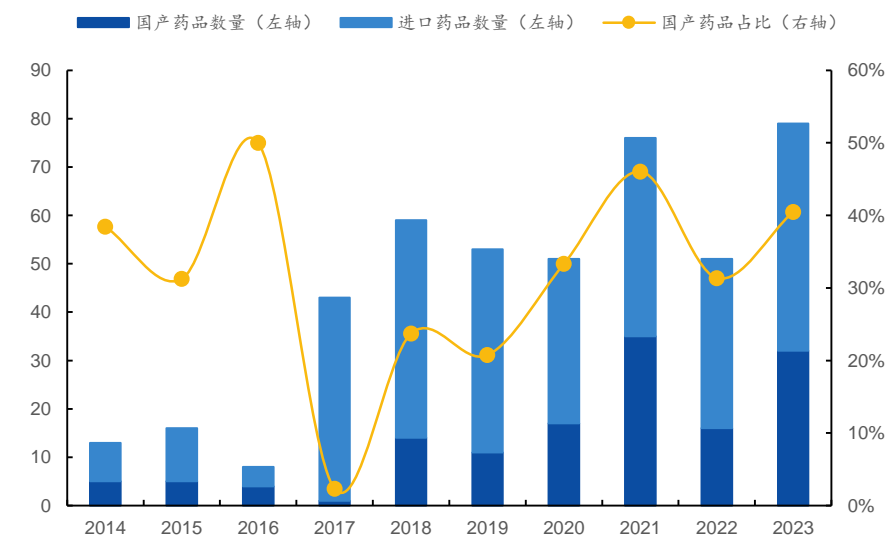
- 尽管进口创新药仍然很多，但国产力量已经快速崛起。《“十四五”规划和2035远景目标纲要》将生命健康作为重点发展的前沿领域，强调了医药生物在国家安全和发展全局中的战略地位。目前国内创新药市场进口药品比例较高，国产药品替代空间巨大。从新药NDA角度看，近十年来，中国NDA产品累计588款，其中，进口产品共381款，占比高达64.8%。自2018年开始，国产药品数量明显增加。2023年国产药品NDA达64款，占有所有NDA产品数的50.8%。从创新药上市角度看，近十年来，中国上市创新药共449款，其中，进口产品共309款，占68.8%。2023年上市创新药中国产数量为32款，占有所有上市创新药比例为40.5%。

图14：2014-2023年国产、进口药品NDA情况（个，%）



资料来源：医药魔方，国元证券研究所

图15：2014-2023年上市国产、进口新药情况（个，%）

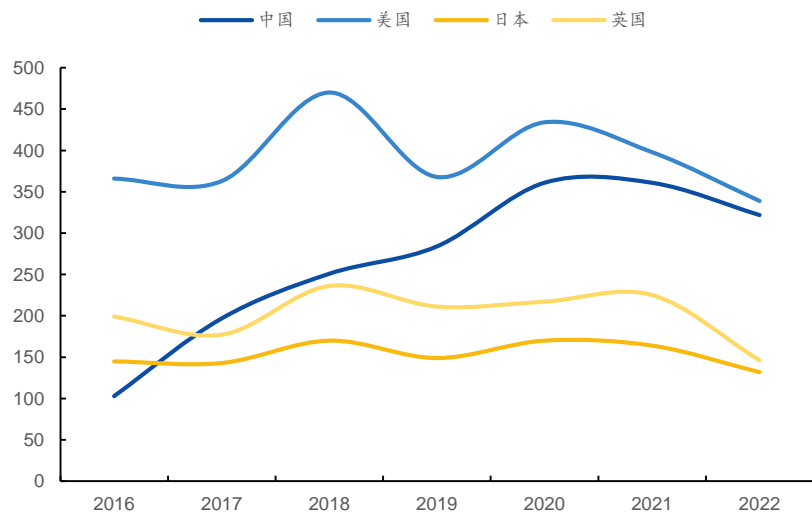


资料来源：医药魔方，国元证券研究所

2.1 中国成为创新药核心临床全球第二大

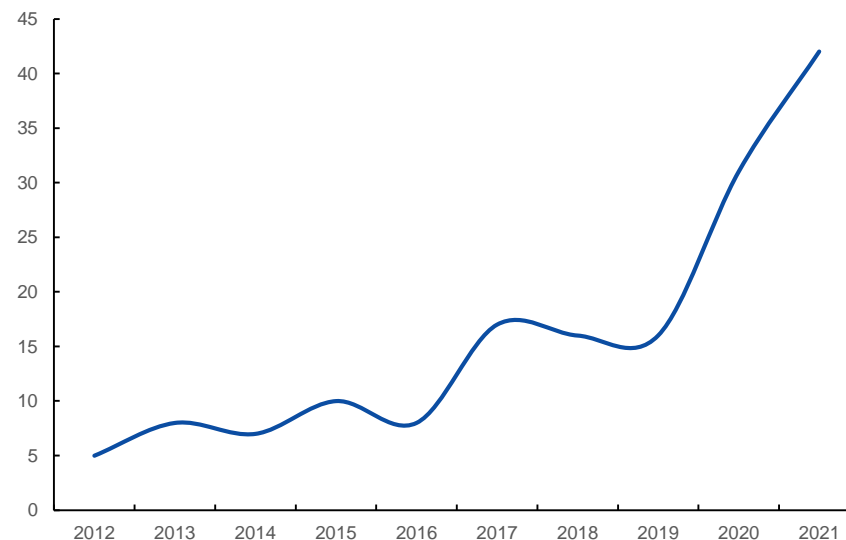
- 中国开展核心临床数量已接近美国，成为核心临床全球第二大。据医药魔方，2016年中国创新药核心临床试验开展数量为103项，处于中美英日第4位，且大幅落后于美国，相比英日亦有较大差距，但至2022年中国已增长至322项，与美国的339项几乎并驾齐驱，并大幅领先于英国和日本。
- 全球三成创新药有中国企业参与，中国企业FIC数量逐年提升。根据医药魔方、KPMG，截止到2022年6月14日，全球在研创新药管线中有32%的项目有国内企业参与。根据医药魔方数据库，除了数量上占比多之外，中国创新药企业每年首次申请/开展临床的FIC项目数量也逐年提升，从2012年的5个增至2021年的42个。近年中国企业也不断研发出诸如奥雷巴替尼(第三代Bcr-Abl抑制剂)、卡度尼利单抗(PD1/CTLA-4双特异性抗体)等FIC重磅创新药。

图16：近年中美英日创新药核心临床试验开展数量（个）



资料来源：医药魔方，国元证券研究所 注：按实验开展地区统计

图17：2012-2021首次申请/开展临床中国FIC新药数（个）

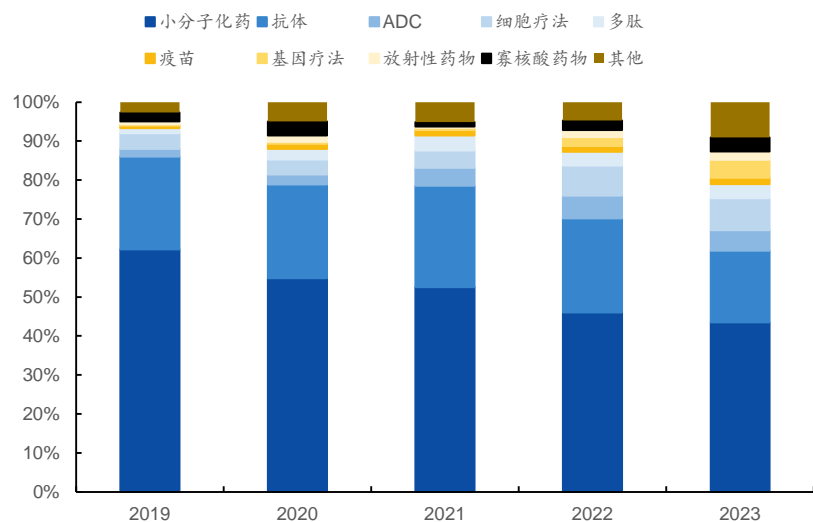


资料来源：医药魔方，KPMG，国元证券研究所

2.1 新药开发技术涌现，中国医药研发快速跟进

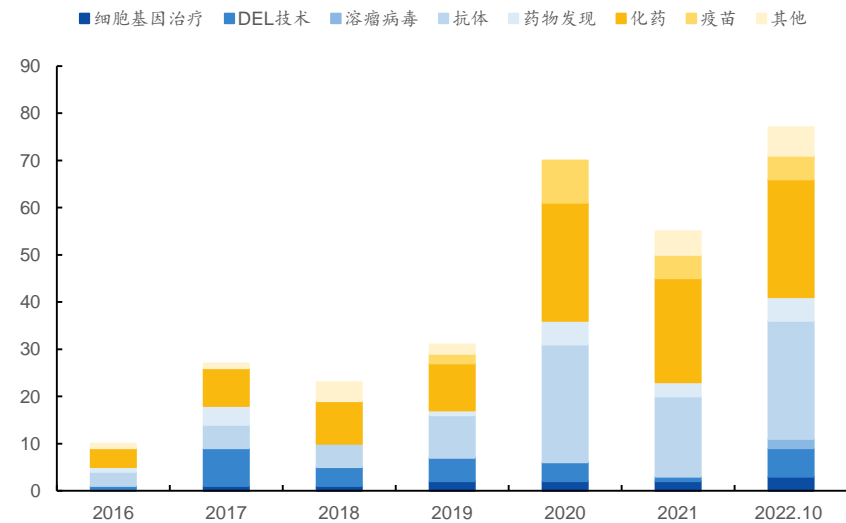
- 全球制药工业历经了四次浪潮，从“确定的药物活性成分，未知的分子靶点”到“一个靶点一个药”，到“重组蛋白/单抗生物药”，再到现在“特异性药物+细胞基因治疗”。从单抗开始，ADC、CAR-T、多特异性抗体、干细胞等新一代生物技术层次不穷，每个技术也历经了从“概念”到“确定适应症且具有巨大商业化价值”的过程，不同程度颠覆了传统的治疗方式。
- License-out项目中，中国药企创新药主要以小分子化药、抗体为主，近年来随着海外授权项目增加，ADC、细胞疗法等前沿技术占比逐渐提升，PROTAC、融合蛋白等新一代生物技术License-out也逐渐出现；商业化项目中，2022年3月1日，由传奇生物与杨森生物共同开发的CAR-T产品西达基奥仑赛获得美国FDA批准，商品名：CARVYKTI，成为国内首款成功“出海”的细胞治疗产品，也是全球第2款获批的BCMA CAR-T治疗。

图18：2019-2023年中国首次IND新药类型分布（%）



资料来源：医药魔方，国元证券研究所

图19：2016-2022.10中国药企license out药物类型（个）



资料来源：头豹研究院，国元证券研究所注：2022.10指截至2022年10月

2.1 创新药迎来商业化兑现期

NDA进程中药品品种丰富，创新药商业化浪潮渐起。据医药魔方，2023年国内首次NDA药品共有126个，其中64个由内资企业申报，占比50.8%。申报企业中数量最多的是内资企业是恒瑞医药，共有9款，其余申请数量较多的有信立泰、正大天晴、海思科、康方生物、齐鲁药业等。根据药智数据，截至2024年12月中旬，CDE承办的新药NDA按药品名称分类，共有68款，其中纯内资企业产品58款。内资企业创新药商业化终将迎接兑现浪潮。

表4：2024年以来CDE承办的1类新药NDA情况一览（截至2024年6月20日）

药品名称	最新状态日期	申报药企	药品名称	最新状态日期	申报药企
怡培生长激素注射液	20240111	特宝生物	注射用苏维西塔单抗	20240316	先声生物
复迈替尼片	20240612	复星医药	泰特利单抗注射液	20240512	科伦博泰
昂戈瑞西单抗注射液	20240402	君实生物	玛赛洛沙韦片	20240218	征祥医药、宣泰药业
夫那奇珠单抗注射液	20240208	盛迪亚生物	瑞玛比嗪注射液	20240116	中美华东制药
玛仕度肽注射液	20240218	信达生物	甲磺酸瑞泽替尼胶囊	20240129	倍而达药业
伊那利塞片	20240606	罗氏制药	盐酸去甲乌药碱注射液	20240306	润都制药
司普奇拜单抗注射液	20240607	康诺行生物	盐酸来罗西利片	20240314	Genor Biopharma(USA) Inc, Quotient Sciences Philadelphia LLC, 嘉和生物
注射用金纳单抗	20240411	金赛药业	艾本那肽注射液	20240429	凯捷健生物、常山生化药业
焦谷氨酸荣格列净胶囊	20240115	东阳光长江药业	苹果酸司妥吉仑片	20240507	上药信谊药厂
达希替尼片	20240429	先声药业、轩竹生物	莫米司特片	20240429	赣州和美药业
迈华替尼片	20240513	中美华东制药	菲诺利单抗注射液	20240117	神州细胞
非妥西兰注射液	20240509	Vetter Pharma-Fertigung Gmbh & Co KG; 健赞; 赛诺菲	贝莫苏拜单抗注射液	20240228	正大天晴
他雷替尼胶囊	20240306	葆元生物	赛立奇单抗注射液	20240104	智翔金泰
枸橼酸格来雷塞片	20240524	加科思新药	酒石酸泰贝西利胶囊	20240508	贝达药业
注射用德达博妥单抗	20240316	百特、第一三共	醋酸索乐匹尼布片	20240115	和黄医药
注射用泽尼达妥单抗	20240608	百济神州			

资料来源：药智数据，国元证券研究所

2.1 创新药迎来商业化兑现期

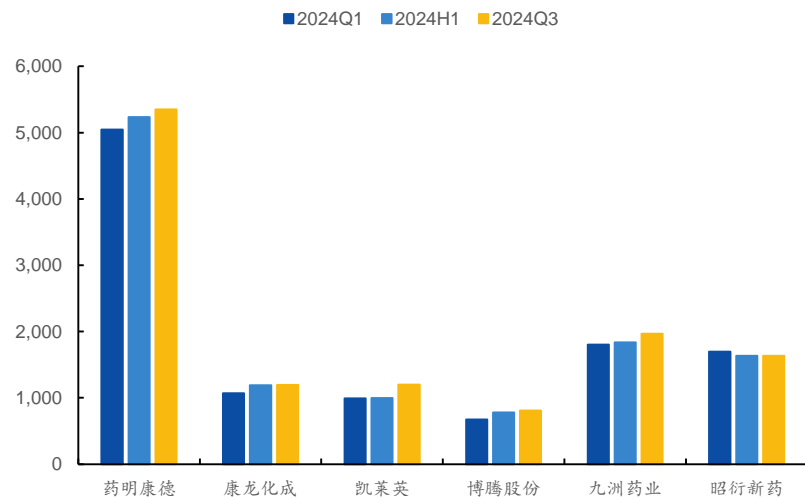
表5：2024年以来CDE承办的1类新药NDA情况一览（2024年6月20日-2024年12月19日）

药品名称	最新状态日期	申报药企	药品名称	最新状态日期	申报药企
TG-1000胶囊	20240815	健康元、凯莱英	奥美克松钠注射液	20240923	奥默医药、仙琚制药
利沙托克拉片	20241118	宣泰药业、亚盛药业	巴托利单抗注射液	20240718	Samsung Bioepis Co Ltd、佳曦控股、诺纳生物
玛仕度肽注射液	20240805	信达生物	植物源重组人血清白蛋白注射液	20240912	禾元生物
库莫西利胶囊	20240722	正大天晴	注射用瑞康曲妥珠单抗	20240914	盛迪亚生物
康太替尼颗粒	20241024	双鹭药业	注射用甲苯磺酸钠烟酰胺聚乙二醇双环RGD肽	20240830	瑞迪奥医药、师宏药业
普基仑赛注射液	20240720	精准生物	注射用维拉昔酶β	20241114	康成生物、药明生物
注射用艾帕依泊汀α	20240903	步长生物	注射用维贝柯妥塔单抗	20240925	东曜药业、乐普生物
注射用芦康沙妥珠单抗	20241031	科伦博泰	瑞拉芙普-α注射液	20240920	盛迪亚生物
琥珀八氢氮吡啶片	20240830	通化金马	盐酸阿曲生坦片	20241128	艾伯维、诺华制药
邦瑞替尼片	20240823	药石药业、邦顺制药	硫酸艾玛昔替尼片	20240906	恒瑞医药
BBM-H901注射液	20240725	信致医药、勉亦生物	艾米迈托赛注射液	20240626	铂生卓越
HSK21542注射液	20240924	海思科制药	苯胺洛芬注射液	20240716	凯威制药、以岭药业
IM19嵌合抗原受体T细胞注射液	20241128	艺妙医疗	重组抗IL-17A人源化单克隆抗体注射液	20241119	三生国健、
SHR2554片	20241016	恒瑞医药	重组红细胞生成刺激蛋白注射液(CHO细胞)	20240712	三生制药
TQ05105片	20240718	正大天晴	重组质粒-肝细胞生长因子注射液	20241204	人福生物、耀海生物
利厄替尼片	20240815	奥赛康	锝[99mTc]胍基烟酰胺聚乙二醇双环RGD肽注射液	20240830	瑞迪奥医药、华益科技
匹康奇拜单抗注射液	20240926	信达生物	阿夫凯泰片	20241022	Cytokinetics Inc、Patheon Inc
埃诺格鲁肽注射液	20241123	先为达生物、美药星制药	马塔西单抗注射液	20240813	辉瑞制药
塞多明基注射液	20240713	诺思兰德、耀海生物			

资料来源：药智数据，国元证券研究所

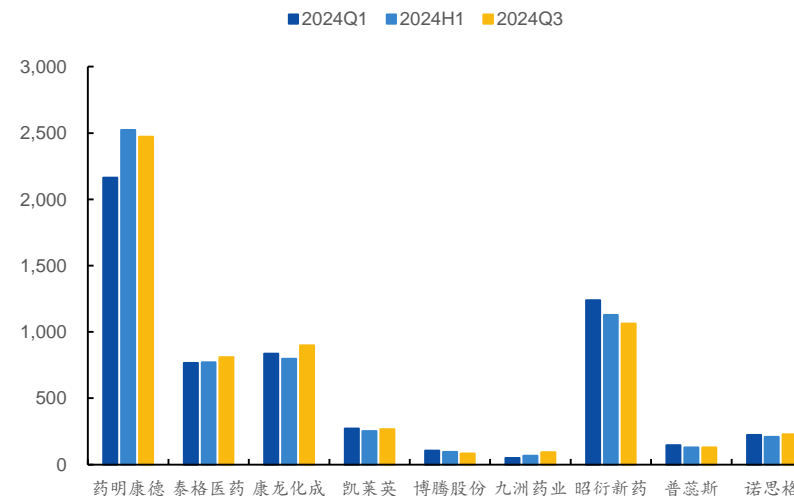
- 据健识局微信公众号，2024年12月7日，NDAA最终文本未包含《生物安全法案》的内容；同月18日，美国国会公布了可能进行审议的2025年持续拨款和延期法案（CR法案），《生物安全法案》未被纳入其中，未出现药明系等此前提及的相关实体名称。订单角度，药明康德2024前三季度在手订单同比增长超35%；凯莱英2024H1新签订单同比增长超20%，且二季度较一季度环比有较大幅度增长；博腾股份2024年H1小分子原料药CDMO已签订单数同比增长约14%，小分子制剂CDMO新签同比增长约40%；昭衍新药2024H1新增客户和订单数量保持增长，二季度新签订单金额环比一季度增加超20%；康龙化成2024H1新签金额同比增长超15%，前三季度新签加速至同比增长超18%。部分CXO企业订单签订呈现回暖。

图20：部分CXO企业2024年存货表现（百万元）



资料来源：iFind，国元证券研究所

图21：部分CXO企业2024年合同负债表现（百万元）

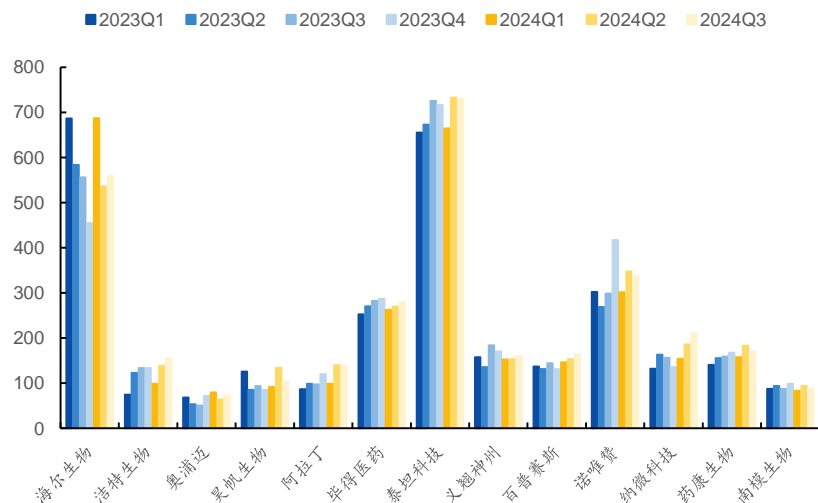


资料来源：iFind，国元证券研究所

2.2 特定社会风险影响消除，生命科学服务仍在等待春风

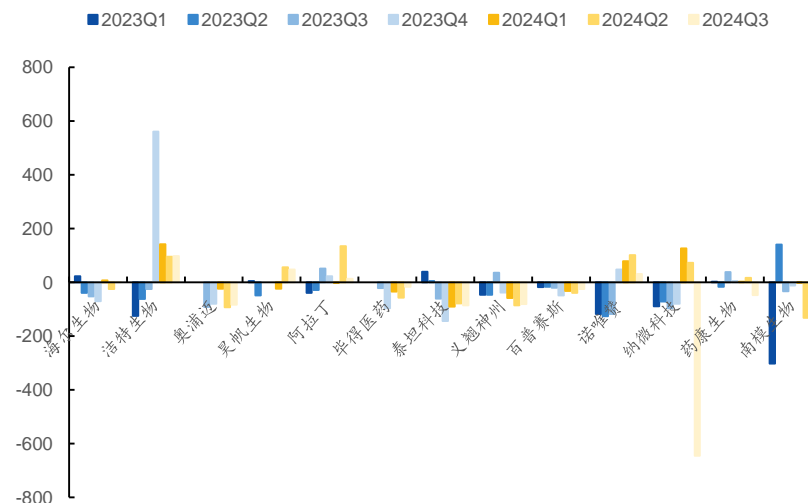
- 分季度来看，受益于特定社会风险相关产品的公司正在快速消化业绩影响，以试剂类厂商诺唯赞为例，其季度扣非归母净利润连续4个季度实现盈利但2024Q3环比下滑；实验耗材类厂商洁特生物单季度扣非归母净利润已经连续4个季度盈利，收入也环比不断增长。但在经济环境的不确定性增加和生物医药行业投融资趋紧等外部不利影响因素下，我们选取的代表性生命科学服务厂商业绩大多还未重回高速增长节奏。

图22：分季度看代表性公司收入表现（百万元）



资料来源：iFind，国元证券研究所

图23：分季度代表性公司扣非归母净利润表现（百万元）



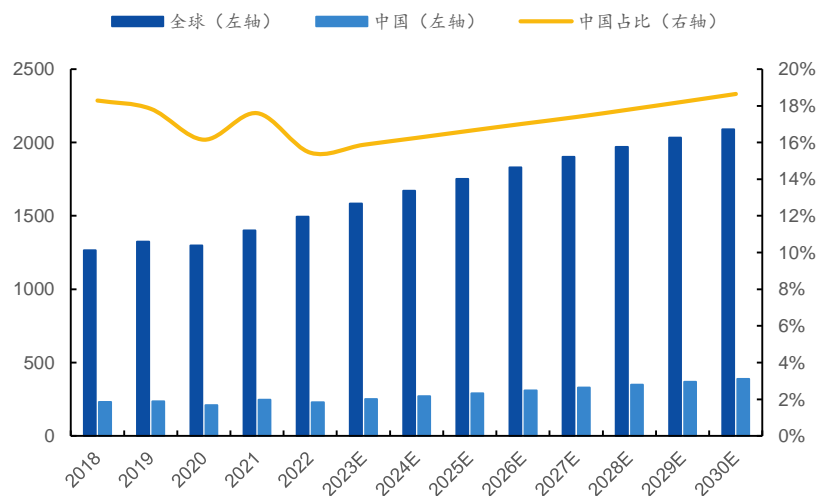
资料来源：iFind，国元证券研究所

- 一、医药板块处于历史底部，支付端改善有望带来增量
- 二、创新药支持政策持续加码，国内新药商业化浪潮来袭
- 三、中国力量河出伏流，出海浪潮中各显身手**
- 四、关注并购、集采出清和低估值等细分领域个股
- 五、重点公司
- 六、风险提示

3.1 药品出海是成长为全球化大药企的基本门槛和必经之路

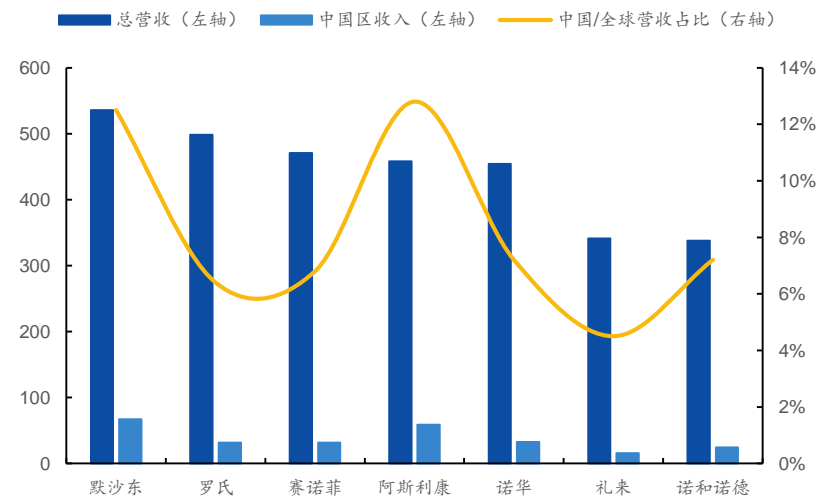
- 据Frost&Sullivan统计，全球医药市场规模2022年达到14,950亿美元，预计2030年将增至20,908亿美元；而中国医药市场规模2022年约为2,309亿美元，预计2030年将达到3,900亿美元，2022-2030年中国在全球医药市场中的占比仅保持在17%左右。根据KPMG和GBI，中国最大的制药公司，几十个产品一年总销售300亿左右（50多亿美元），而艾伯维一个肿瘤产品在全球就有90亿美元的销售额，将近前者销售额的两倍。根据MedTrend医趋势及医药魔方微信公众号，2023年默沙东以67.1亿美元营收超越阿斯利康首次登顶跨国药企中国营收TOP1，但中国市场也仅占其总收入的12.5%；2023年7家MNC制药公司的中国营收占比平均仅为8.2%。
- 换言之，走出去，即是五倍甚至十倍的市场。毕竟，单凭国内市场，很难支撑一家药企到达千亿市值后的持续成长。

图24：全球医药市场中国占比（十亿美元，%）



资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

图25：2023年7家MNC中国收入及占比（亿美元，%）

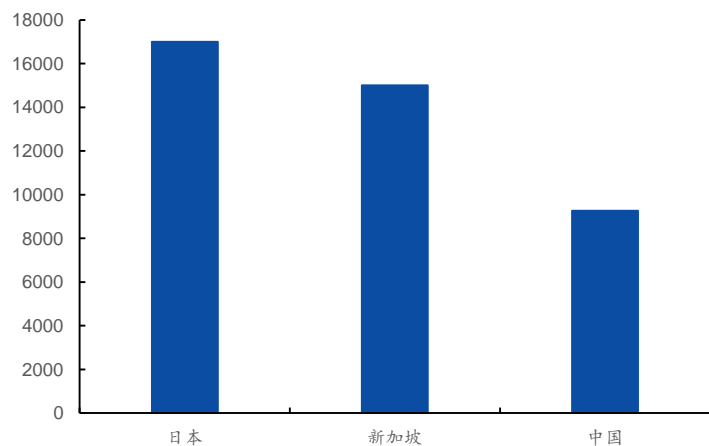


资料来源：医药魔方微信公众号，国元证券研究所

3.1 寻求更优质“沃土”，海外药品价格水平更好

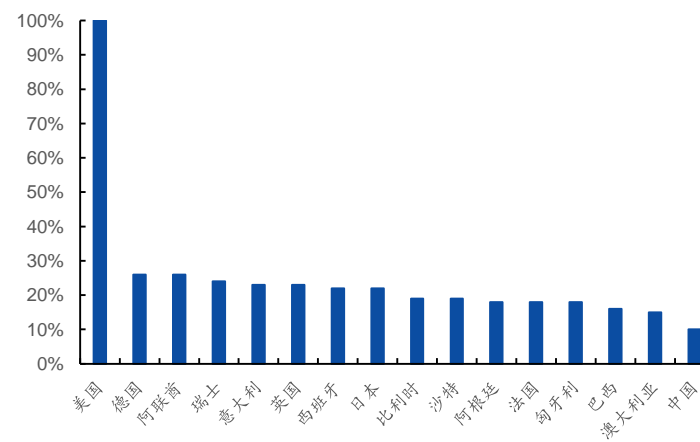
- 海外高的利润回报率吸引着中国药企，越来越多的中国药企看好海外广阔的市场。美国及其他发达国家的医疗保险福利相对更好、各方面政策体制成熟完善、市场（患者和医生）对创新药的接受度相对较高，这为创新药的萌芽提供了健康的沃土；另外，完善的数据保护、专利链接制度等给予药品更长的专利保护和市场独占期，为创新药的蓬勃发展修筑了坚固的市场竞争壁垒。
- 就药品销售价格来看，以美欧为代表的发达国家的价格水平显著高于全球其他国家和地区，与中国市场相比，有明显的价格溢价空间。根据头豹研究院，以2021年全球最畅销的25个药品为例，如果以美国药价为100.0%计算，中国的药价只约相当于美国的10.0%、其他国家的30.0%-60.0%。从结构上来看，由于定价体系不同，中国创新药一旦有能力走向全球市场，销售额的天花板有望提高数倍的空间；而仿制药，“首仿”之后，仿制药企便可以拿下180天的独占期，进而采用合适的定价，通常是以原研药价格的50%-80%来争夺市场，获取最大的利润；从类型来看，生物类似药对比小分子仿制药更具价格优势，生物类似药比原研药通常降价10.0%到30.0%。

图26: 100mg/10ml规格Opdivo药不同国家的价格（元）



资料来源: GPI, GBI, KPMG, 国元证券研究所

图27: 2021全球Top25畅销药在各国相对价格水平（%）

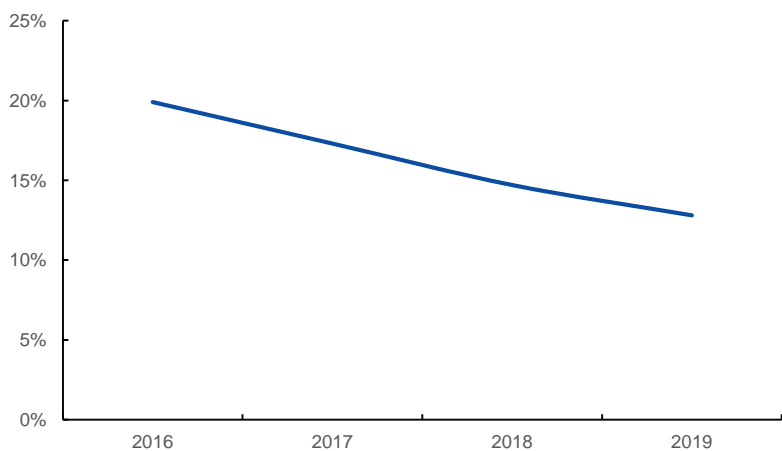


资料来源: 头豹研究院, 国元证券研究所

3.1 仿制药价格下降，制药商推迟已获批仿制药品的上市计划

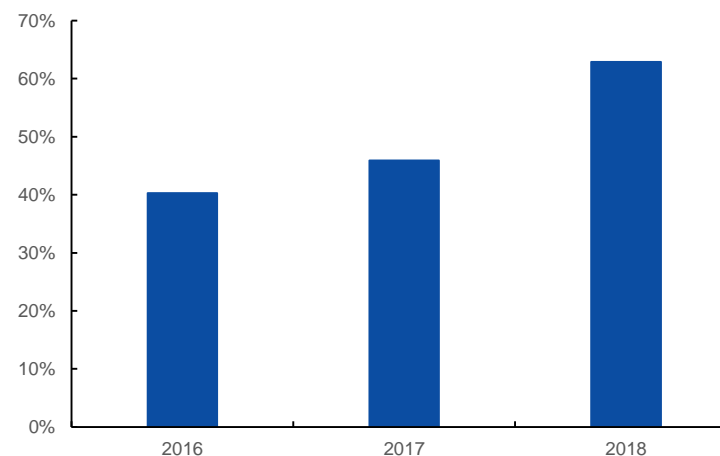
- ▶ 仿制药有效降低了医疗支出，市场需求空间广阔，但制药商面临价格受压制以及由供应链问题导致并加重了药品短缺。根据毕马威，重量级买家如批量采购财团、药品福利管理机构(PBM)、美国集团采购组(GPO)的联合使得仿制药制造商的定价权遭受更多限制，仿制药的价格被迫由之前的同类品牌药的30%至90%降至20%甚至更低；同时，来自中国和印度的竞争越来越强，在2019年的简略新药申请(ANDA)中，约有52%来自印度和中国制药商，在获得批准的ANDA中，45%来自印度制药商，仿制药价格进一步受到侵蚀。为维护盈利能力，大多数仿制药企业已将制造业务外包至较低廉的市场，但低成本的境外市场暗藏风险，若出现违规事件，制药商忙于解决质量问题，欧美的产品供应将受影响。
- ▶ 面对长期的价格下降，制药商们开始推迟甚至取消已获批仿制药品的上市计划，截至2018年12月，2016年获批的药品中，仍有40.3%的产品未上市；一些商家甚至决定停止生产某些仿制药，这会导致供应不足，无法满足部分患者的需求。例如，2019年7月，由于利润不足，梯瓦制药不再生产用于治疗儿童肿瘤的药品长春新碱，导致该种药品在美国出现短缺。无独有偶，用于癌症免疫疗法的卡介苗虽然缺货但也被多家制药商放弃，使得默克成为欧美市场的唯一供应方。

图28：2016-2019年仿制药制造商的利润率（%）



资料来源：KPMG，国元证券研究所

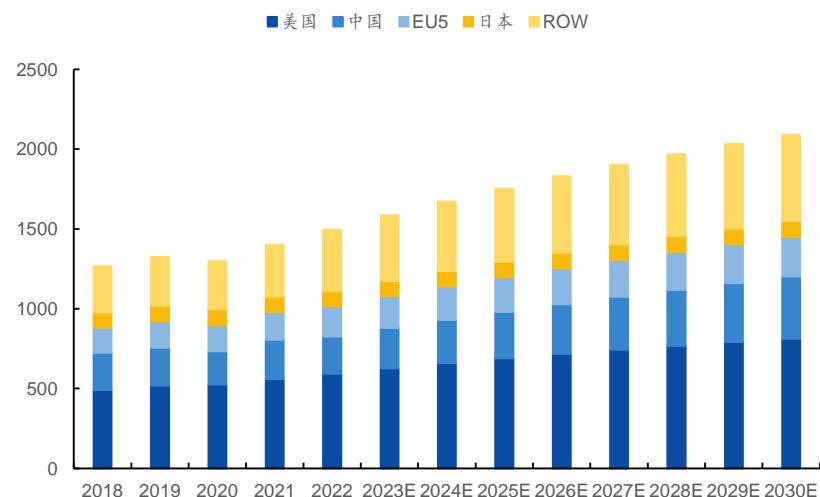
图29：已获批但推迟/取消的ANDA发布计划（%）



资料来源：KPMG，国元证券研究所注：按获批年份统计

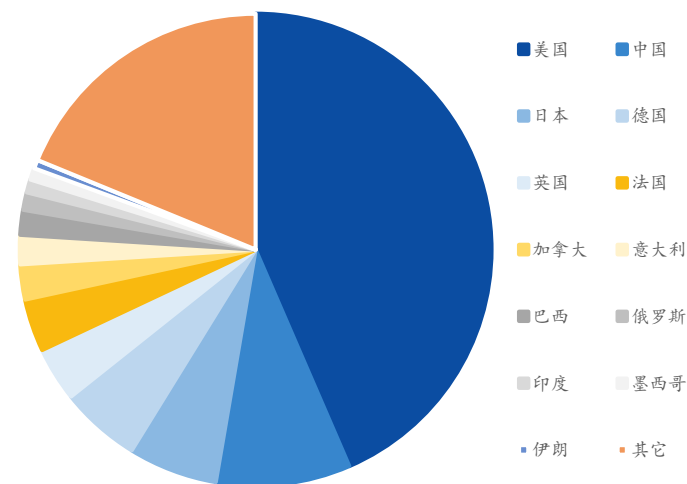
- 法规医药市场规模占比大，卫生支出多。根据国家药品监督管理局高级研修学院，IQVIA发布的《Global Medicine Spending and Usage Trends Outlook to 2026》显示，2021年全球制药市场收入中，美国占5,804亿美元，欧洲（含德国、法国、英国、意大利、西班牙）占2,095亿美元。根据Frost&Sullivan，2018-2030年美国与EU5的医药市场之和超过全球市场的50%。据WHO，2020年低收入国家的人均卫生支出平均39美元；在中低收入国家，支出平均125美元；在中高收入国家，支出平均515美元；在高收入国家，支出平均3,708美元，并且高收入国家占全球卫生支出的80%以上。

图30：全球医药市场按区域划分明细（十亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

图31：2020年各国占全球卫生支出的份额（%）

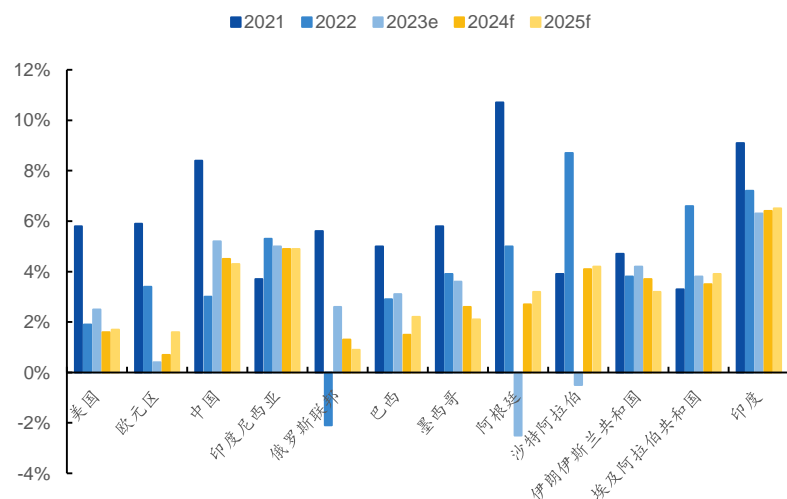


资料来源：WHO，国元证券研究所

3.2 新兴市场经济增长高于世界平均水平，且人口基数大

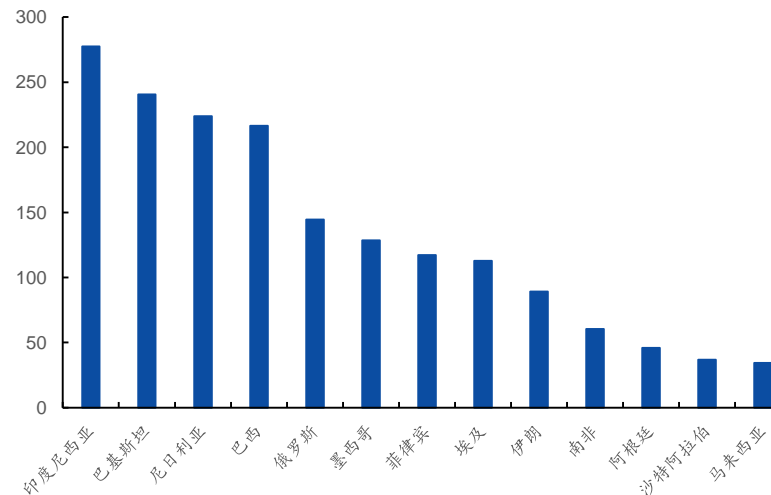
- 据人民网，世界银行前副行长伊恩·戈尔丁表示，新兴市场的平均增长率超4.5%，其增长一直是支撑全球经济的关键。据世界银行预计，2025年全球GDP增速降至2.7%，其中发达经济体GDP增速仅为1.6%，而新兴市场和发展中经济体（EMDE）将实现4.0%的增速。在EMDE中，预计东亚太平洋地区中的中国与印度尼西亚、中东北非地区中的沙特阿拉伯、南亚地区中的印度及孟加拉国、撒哈拉以南非洲地区GDP增速将高于4.0%。据联合国人口基金统计，2023年新兴国家人口众多，印度尼西亚、巴基斯坦、巴西、尼日利亚、俄罗斯、墨西哥均排名全球人口数量前10。

图32：全球分地区GDP增速（%）



资料来源：世界银行，国元证券研究所

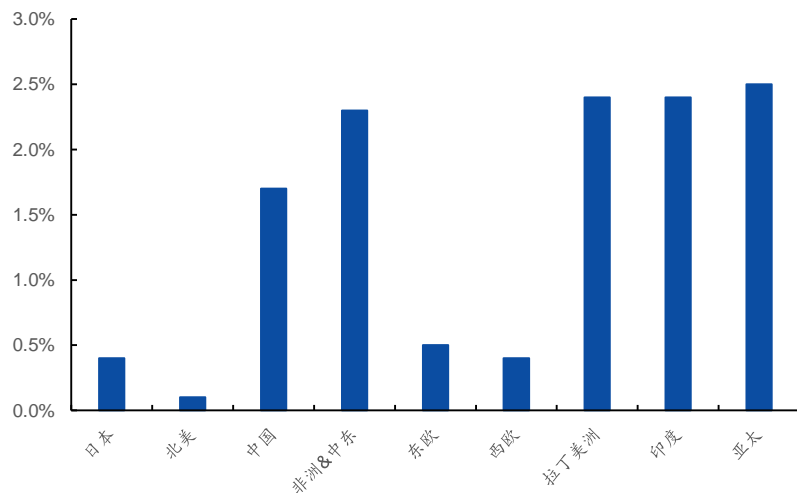
图33：2023年新兴国家人口（百万人）



资料来源：联合国人口基金，国元证券研究所

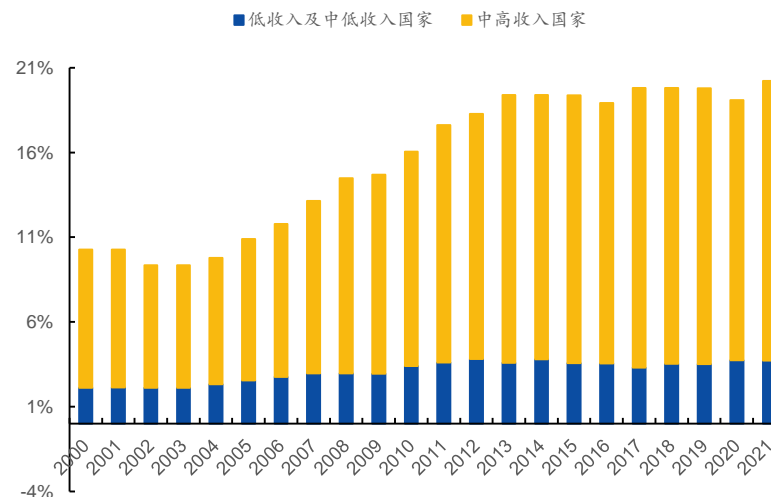
- ▶ 据IQVIA发布的《2023年全球药品支出回顾和展望》，在过去十年中，全球药物的使用量一直在增长，2022年全球每日剂量达到315.8百亿美元，预计2027年达342.2百亿美元，2022-2027年CAGR达到1.6%。受人口增长推动，预计亚太、拉丁美洲、印度和非洲/中东地区2023-2027年间使用量增长最快，2022-2027年CAGR分别达到2.5%、2.4%、2.4%和2.3%。据WHO，关于2020年至2021年人均卫生支出的变化，中低收入国家的增长率7.6%与中高收入国家的5.4%超过了高收入国家4.7%，中高收入国家的人均卫生支出全球份额从2002的7.2%增长至2021年的16.5%。

图34：2022-2027年不同地区药物用量年复合增长率（%）



资料来源：IQVIA，国元证券研究所

图35：中高收入国家占全球卫生支出的份额变化趋势（%）



资料来源：WHO，国元证券研究所

- 一、医药板块处于历史底部，支付端改善有望带来增量
- 二、创新药支持政策持续加码，国内新药商业化浪潮来袭
- 三、中国力量河出伏流，出海浪潮中各显身手
- 四、关注并购、集采出清和低估值等细分领域个股**
- 五、重点公司
- 六、风险提示

政策频频出台，鼓励并购重组

- 中国证劵监督管理委员会于2024年9月24日发布了《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，主要包括支持上市公司向新质生产力方向转型升级、鼓励上市公司加强产业整合、提高监管包容度、提升重组市场交易效率、提升中介机构服务水平、依法加强监管六大方面内容，旨在进一步激发并购重组市场活力，支持经济转型升级和高质量发展。

表6：并购六条核心内容

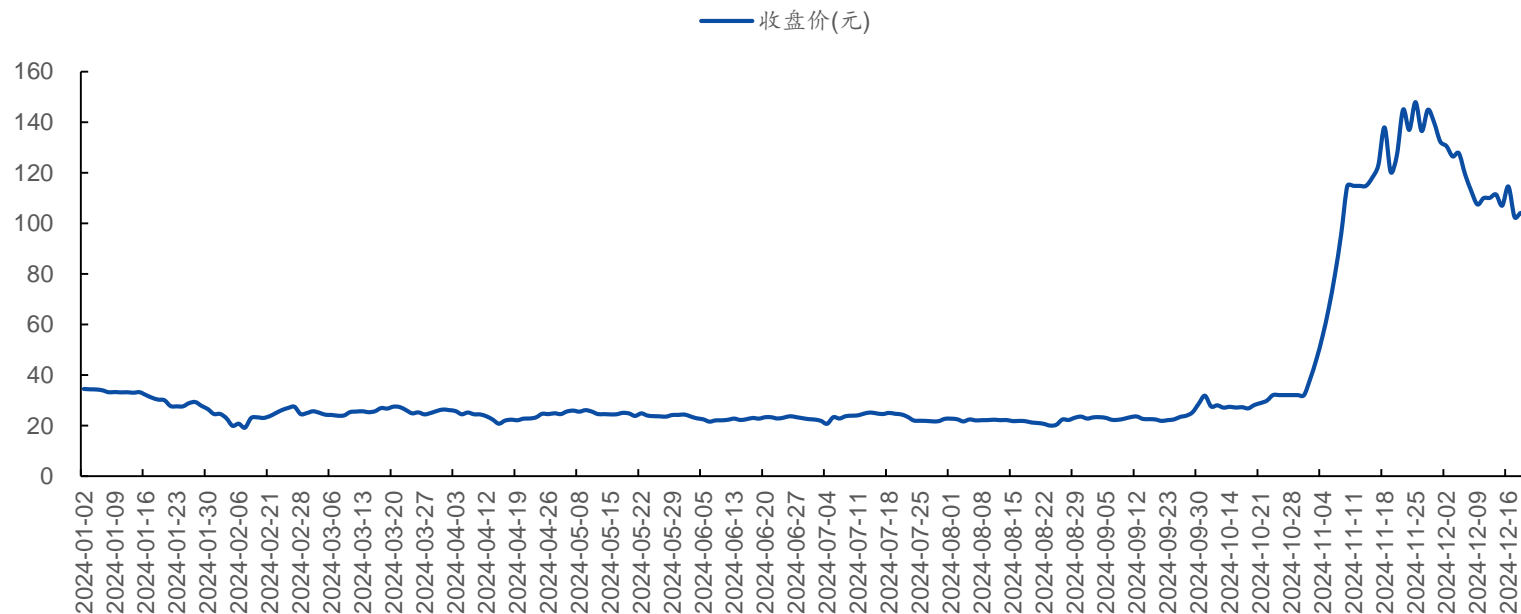
核心要点	主要内容
助力新质生产力发展	支持上市公司围绕科技创新、产业升级布局，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。尤其支持科创板、创业板上市公司并购产业链上下游资产，增强“硬科技”“三创四新”属性。 支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨行业并购，加快向新质生产力转型步伐。 支持上市公司结合自身产业发展需要，在不影响持续经营能力并设置中小投资者利益保护相关安排的基础上，收购有助于补链强链、提升关键技术水平的优质未盈利资产。并且对私募投资基金投资期限与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”，促进“募投管退”良性循环。
加大产业整合支持力度	鼓励引导头部上市公司立足主业，加大对产业链上市公司的整合。完善股份锁定期等政策规定，支持非同一控制下上市公司之间的同行业、上下游吸收合并，以及同一控制下上市公司之间吸收合并。 支持传统行业上市公司并购同行业或上下游资产，加大资源整合，合理提升产业集中度。支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司。支持沪深北交易所上市公司开展多层次合作，助力打造特色产业集群。
提升监管包容度	充分发挥市场在价格发现和竞争磋商中的作用，支持交易双方以资产基础法、收益法、市场法等多元化的评估方法为基础协商确定交易作价。综合考虑标的资产运营模式、研发投入、业绩增长、同行业可比公司及可比交易定价情况等，多角度评价并购标的定价公允性。 上市公司向第三方购买资产的，交易双方可以自主协商是否设置承诺安排。顺应产业发展规律，适当提高对并购重组形成的同业竞争和关联交易的包容度。
提高支付灵活性和审核效率	鼓励上市公司综合运用股份、定向可转债、现金等支付工具实施并购重组，增加交易弹性。建立重组股份对价分期支付机制，试点配套募集资金储架发行制度。 建立重组简易审核程序，对上市公司之间吸收合并，以及运作规范、市值超过100亿元且信息披露质量评价连续两年为A的优质公司发行股份购买资产（不构成重大资产重组），精简审核流程，缩短审核注册时间。用好“小额快速”等审核机制，对突破关键核心技术的科技型企业并购重组实施“绿色通道”，加快审核进度，提升并购便利度。
提升中介机构服务水平	引导证券公司加大对财务顾问业务的投入，充分发挥交易撮合作用，积极促成并购重组交易。定期发布优秀并购重组案例，发挥示范引领作用。 强化证券公司分类评价“指挥棒”作用，提高财务顾问业务的评价比重，细化评价标准。督促财务顾问、会计师事务所、律师事务所、评估机构等中介机构归位尽责，提升执业质量。支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力，加快建设一流投资银行。
依法加强监管	引导交易各方规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务。严格监管“忽悠式”重组，从严惩治并购重组中的欺诈发行、财务造假、内幕交易等违法行为，打击各类违规“保壳”行为，维护并购重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

资料来源：中国证券监督管理委员会，国元证券研究所

中国生物制药收购浩欧博股权

- ▶ 港股医药企业中国生物制药通过协议转让和要约收购的方式，以每股33.74元的价格，收购沪市科创板上市企业浩欧博最多55.00%的股份。浩欧博作为中国过敏和自免诊断领域的领先企业，其诊断业务将与中国生物制药的制药业务形成业务协同，中国生物制药也将在创新研发平台及市场拓展方面赋能浩欧博，释放协同效应。收购公告发布后，浩欧博股价大幅上涨。2025年建议关注医药板块并购机会。

图36：浩欧博股价情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

■ 血液透析：血液透析持续高景气度，看好全产业链布局企业

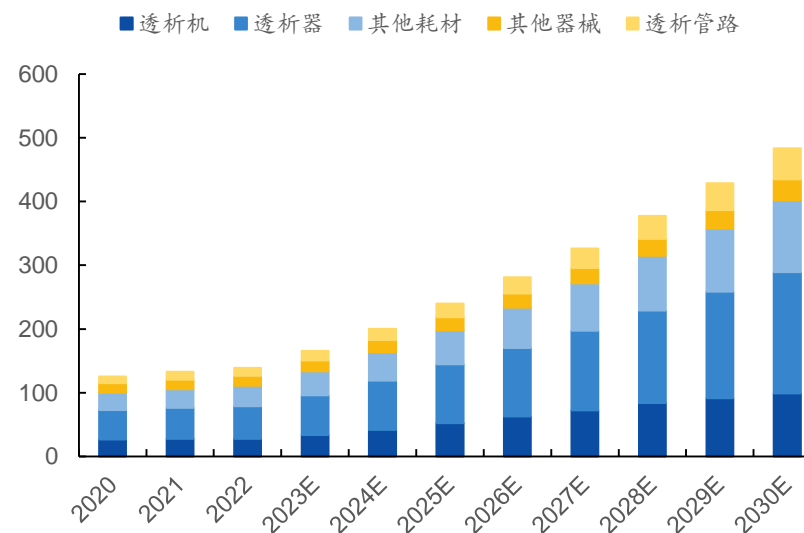
- 2024年由河南省牵头启动的23省联合集中带量采购为血透行业迄今为止最大规模和范围的集中带量采购。其中，高通量透析器报价区间在54.5元-77.8元，降幅区间为40.15%-58.08%；非高通量报价区间在36元-56.99元，降幅区间为40.01%-62.11%，多数产品的代表品降幅集中在40%-60%之间，最高降幅74%。目前集采已常态化，部分透析类产品已完成多轮、大幅降价，预计未来集采价格下降空间不大，价格有望趋于稳定。

表7：血液透析行业集采事件

时间	参与省市	集采内容概要
2019年10月	江苏南京、淮安、泰州	血液透析器类产品最高降幅66.86%，平均降幅41.54%
2020年11月	山东七市，淄博牵头	产品平均降幅35.2%，最高降幅66%，带量采购覆盖7市600余家医疗机构。
2021年8月	安徽省	中选价格与全省公立医院2020年实际采购均价相比，最高降幅76.7%，平均降幅53.9%，血液透析器均价从110元降至50元左右，预计全年可节省用药费用1.65亿元。
2022年1月	山西太原、晋中、忻州、吕梁四市	集采5类11个品种130余个血透产品，平均降幅比例为28.48%，最高降幅比例为75%。
2022年5月	黑龙江、辽宁联合集采	涉及透析器、透析粉、透析液、透析管线等11种医用耗材平均降幅为26.46%，最高降幅35.63%。
2024年1月	河南省牵头23省联合集采	血透行业最大规模、范围集采，多数产品的代表品降幅集中在40%-60%之间，最高降幅74%。

资料来源：各地医保局，国元证券研究所

图37：我国血液透析行业规模情况（亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文（2023年），国元证券研究所

■ 胰岛素：集采出清+出海战略，胰岛素行业迎来新发展

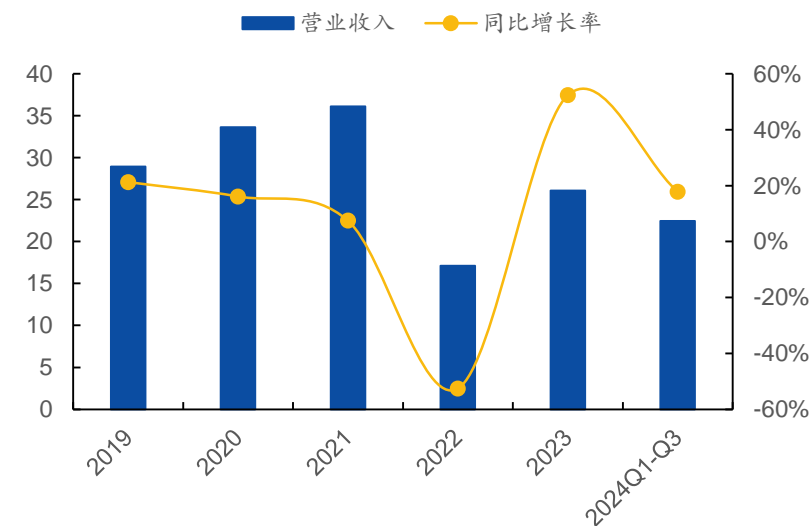
- 2021年进行了第一次胰岛素全国范围的带量采购，从第一次全国范围胰岛素集采情况来看，中选产品合计42个，药品平均降价47.67%，最高降幅达72%。对企业的业绩影响也在2022年有了直接的体现，进入2023年，业绩逐步恢复。
- 目前我国已经针对胰岛素进行两次国家层面带量采购，从而带动三代胰岛素销售量占比的快速提升，预计未来仍将持续提升。同时，集采前我国胰岛素市场三代胰岛素主要由海外企业占据，集采加速了进口取代，甘李药业和通化东宝等企业的三代胰岛素份额快速提升，未来仍有较大提升空间。

表8：全国第六批胰岛素集中采购与接续采购各种类胰岛素量价对比

分类	需求量(万支)		采购金额(万元)		需求量占比		采购金额占比		平均单价(元/支)	
	首次采购	接续采购	首次采购	接续采购	首次采购	接续采购	首次采购	接续采购	首次采购	接续采购
第二代	9,127.56	7,555.74	263,239.58	198,414.94	42.44%	31.39%	31.72%	21.27%	28.84	26.26
餐时人胰岛素	1,000.28	1,332.22	26,532.35	29,416.97	4.65%	5.53%	3.20%	3.15%	26.52	22.08
基础人胰岛素	245.08	109.78	7205.15	2962.59	1.14%	0.46%	0.87%	0.32%	29.40	26.99
基础人胰岛素	7882.20	6113.73	229502.09	166035.38	36.65%	25.40%	27.66%	17.80%	29.12	27.16
第三代	12,377.28	16,513.36	566,561.06	734,495.33	57.56%	68.61%	68.28%	78.73%	45.77	44.48
餐时胰岛素类似物	2,567.22	3,869.08	100,982.07	131,192.69	11.94%	16.07%	12.17%	14.06%	39.34	33.91
基础胰岛素类似物	3,708.63	5,349.62	234,346.85	357,071.96	17.25%	22.23%	28.24%	38.28%	63.19	66.75
预混胰岛素类似物	6,101.43	7,294.65	231,232.14	246,230.68	28.37%	30.31%	27.87%	26.39%	37.90	33.75
总计	21,504.84	24,069.09	829,800.63	932,910.27	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	38.59	38.76

资料来源：上海阳光医药采购网，国元证券研究所

图38：甘李药业收入情况（亿元）



资料来源：iFinD，国元证券研究所

■ 骨科：集采影响逐步出清，行业有望开启新增长

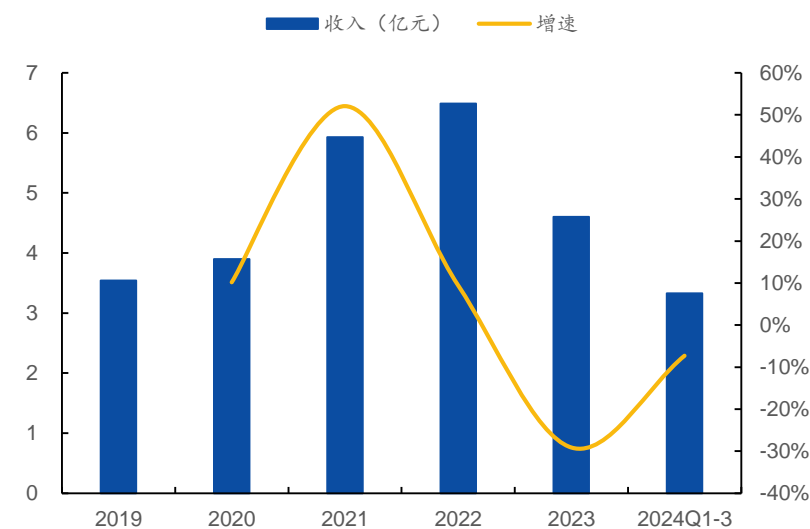
- 2021年到2024年国内多次开展涉及关节类、创伤类、脊柱类和运动类的省级、国家级联盟集采。经过近3年时间的集采，目前关节类、脊柱类国家集采和覆盖28个省市的创伤大范围联盟集采已经开展，骨科的三大核心领域耗材集采均已落地。
- 目前骨科耗材终端价格已经较低，我们预期未来出现更大幅度降价的可能性较低，整体来看，骨科行业集采风险基本出清，随着我国本土企业研发实力和创新能力的不断提升和全面推行集中带量采购的趋势下，预计国内企业的市场占有率和集中度呈现逐步上升的态势，进口替代明显加速，同时技术落后、缺乏创新和市场开拓能力的小企业将逐步被淘汰，骨科行业市场集中度将持续提高。

表9：骨科集采文件汇总

类别	项目	执行周期	集采报量	入选企业	平均降幅
关节	全国首次集采	2022-2024	54.14万套	44	82%
	全国集采续期	2024-2027	58.16万套	54	首次集采再降6%
创伤	河南牵头12省集采	2021-2022	97万套	71	88.65%
	京津冀“3+N”17省联盟	2022-2023	108.57万套	89	83.48%
	28省集采	即将落地，执行周期2年	141.1万套	91	/
脊柱	全国集采	2023-2026	约120万套	152	84%
运动医学	全国集采	2024-2027	/	126	74%

资料来源：Eshare医械汇，中国政府网，国元证券研究所

图39：三友医疗收入情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

■ 关注有望进入基药目录的产品，优选大弹性标的

- 国家基本药物遴选应当按照防治必需、安全有效、价格合理、使用方便、中西药并重、基本保障、临床首选和基层能够配备的原则，结合我国用药特点，参照国际经验，合理确定品种（剂型）和数量。近几年国家层面大力推动中医药发展，国家基药目录中的中成药占比快速提升。从近三版国家基药目录的品种情况来看，中成药从2009年版的102种增至2018年版的268种，占比由33.22%提升至39.12%。且入选基药目录能够显著拓展药物增量市场空间，国家基本药物目录作为各级医疗卫生机构配备使用药品的依据，药品进入基药目录后将更容易实现使用量和销售量的增加。

表10：2018版新增独家中成药销售额暴涨幅较大的主要产品情况

产品名称	所属公司	国内公立医疗机构终端销售额（亿元）			大类情况
		2018	2022	变化情况	
芪蒴强心胶囊	以岭药业	5+	14+	>9	心脑血管疾病用药
金振口服液	康缘药业	4+	10+	>5	儿科用药
乌灵胶囊	佐力药业	4+	9+	>5	神经系统疾病用药
苏黄止咳胶囊	扬子江药业	15+	20+	>4	呼吸系统疾病用药
滋肾育胎丸	广药集团	1+	5+	>4	妇科用药
革铃胃痛颗粒	扬子江药业	*	4+	>4	消化系统疾病用药
复方黄柏液涂剂	山东汉方制药	3+	7+	>4	皮肤科用药
芪参益气滴丸	天士力	2+	6+	>3	心脑血管疾病用药
华蟾素片	华润医药	3+	5+	>2	肿瘤疾病用药
消痛贴膏	奇正藏药	9+	11+	>2	骨骼肌肉系统疾病用药

资料来源：米内网，国元证券研究所（注：销售额低于1亿元用*表示）

- 一、医药板块处于历史底部，支付端改善有望带来增量
- 二、创新药支持政策持续加码，国内新药商业化浪潮来袭
- 三、中国力量河出伏流，出海浪潮中各显身手
- 四、关注并购、集采出清和低估值等细分领域个股
- 五、重点公司**
- 六、风险提示

■ 集采利空渐见底，创新转型即将迎来收获

- ▶ **存量仿制大品种集采影响逐渐平滑，公司业绩有望迎来拐点。**奥赛康产品覆盖消化、抗肿瘤、慢性病、抗感染等治疗领域。截至第七批国家药品集采，公司共13款药品参与集采，均为公司主要产品目录中的药品，其中公司重点产品奥西康未中选，其余12款产品价格平均降幅超过90%；同时公司有部分产品中选地方药品集中采购（含各种类型联盟集中采购），价格和销量均有一定程度下降。从收入结构上看，2019年抗肿瘤和消化类产品收入合计占比达97.05%，其中消化类贡献收入从33.66亿降至2023年末的2.99亿，抗肿瘤类收入从10.19亿降至6.17亿。
- ▶ **新药转型即将进入收获期。**第三代EGFR抑制剂ASK120067可强效抑制EGFR耐药突变（T790M）、EGFR敏感突变（如L858R, exon19del）以及EGFR双突变的激酶活性且对中枢神经系统病变患者有较好的疗效，目前正在上市申请审评中。弗若斯特沙利文预测，2028年中国胃癌发病数将超58万人，2023-2028年CAGR近3%。由于我国缺乏针对早期胃癌筛查的流程和体系，90%胃癌患者确诊时已处于进展期，多数患者已失去手术根治的机会，药物治疗成为主要的治疗方案，巨大的临床需求将推动治疗药物市场不断发展。据沙利文预测，2028年中国胃癌药物市场将达1486亿元，2023-2028年CAGR超13%。Claudin18.2是一种表达严格限于分化胃粘膜上皮细胞的紧密连接蛋白，其在胃癌中具有高达96%的表达率，相比用于胃癌治疗的其他靶向抑制剂，Claudin18.2抑制剂Zolbetuximab在延长晚期胃癌患者无进展生存期方面表现出很大的潜力。ASKB589是全球进度前三的Claudin18.2单抗靶向药，客观缓解率（ORR）为79.2%、疾病控制率（DCR）达95.8%，临床数据优异，目前已进入中国临床III期研究，根据我们测算有望成30亿级大品种。
- ▶ **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年营收增速分别为13.03%、20.90%、18.98%；归母净利润2024年扭亏为盈，2024-2026年归母净利润增速分别为122.85%、120.45%、122.48%；EPS分别为0.04元/股、0.08元/股和0.18元/股，对应PE为347.60倍、157.68倍和70.87倍。维持“买入”评级。
- ▶ **风险提示：**新药研发失败或进展不及预期风险、带量采购大幅降价风险、药品上市申请获批或商业化不确定性等风险。

■ 原料药制剂一体化发展，创新药助力腾飞

- **冠心病诊断市场空间广阔，核素心肌灌注显像渗透率提升空间大。**我国冠状动脉性心脏病患者基数庞大，超过1100万，预计未来随着人口的老龄化，患者数量仍将持续增长。冠心病的诊断有多种方式，负荷核素心肌灌注显像是其中一种无创诊断，用于评估心肌缺血情况，在美国有着广泛的应用，每年诊断人次超过800万。目前我国诊断冠心病的金标准仍然是冠状动脉造影，负荷核素心肌灌注显像应用的比例仍然较低，相关负荷药物的销售也比较小，随着负荷核素心肌灌注显像渗透率的逐步提升，负荷药物也有望迎来快速增长，市场空间有望超过40亿。
- **盐酸去甲乌药碱蓄势待发，有望成为新增长点。**目前国内用于核素心肌灌注的负荷药物相对较少，常用的药物包括腺苷、多巴酚丁胺、双嘧达莫和瑞加诺生，其中瑞加诺生由南京海融医药首仿，并通过谈判的方式进入到医保目录，仍处于快速放量的阶段。盐酸去甲乌药碱是公司最核心的在研创新药，用于负荷核素心肌灌注显像，研发时间超过二十年，目前补充三期临床试验结束，已经在上市申报，市场空间超过10亿。
- **原料药制剂一体化发展，传统业务有望继续稳健增长。**原料药是公司的传统业务，经过多年发展，目前已形成了以抗高血压沙坦、抗消化性溃疡质子泵抑制剂拉唑类等药物用原料药及中间体、CMO、CDMO等多元化发展的业务格局，目前在公司在湖北荆门建设生产基地，一期工程已经完工，多个项目于2022年12月通过安全条件审查和安全设施设计审查并获批，预计未来有望持续贡献收入。公司主要在售化学制剂产品为涉及抗感染类、消化系统类、心脑血管系统类、麻醉类、解热镇痛类等治疗领域，超过20个品种，未来有望通过集采，快速实现销售量增长。
- **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年，公司实现营业收入分别为13.05亿元、14.42亿元和15.76亿元，实现归母净利润分别为0.59亿元、1.08亿元和1.42亿元，对应EPS分别为0.18元/股、0.32元/股和0.42元/股，对应PE分别为54倍、30倍和22倍，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**研发不及预期风险，产品降价风险，医药行业政策风险。

■ 多元化疾病领域布局特色品种的创新药企

- 公司是多元化疾病领域布局的创新药企。公司是以升白药物利可君片、抗高血压复方一类新药尼群洛尔片等高新技术产品为主的特色创新药企，致力于抑郁症、肿瘤、胃病等的创新型药物的研发。
- 利可君片：临床不可替代升白口服药优势品种，肿瘤领域应用前景可期。升白口服制剂在围放化疗期能够预防和治疗白细胞减少的临床不可替代性为其建立了市场保护屏障。利可君被《临床路径释义·肿瘤疾病分册（2022年版）》作为治疗恶性肿瘤疾病的推荐用药收录在册。此外，利可君片可在化疗前期和后期弥补生物注射制剂用药时机有限、副作用明显的短板，且不影响放化疗的效果，与生物制剂不构成竞品关系，是临床上最常用的联用药物。2023年利可君片销售收入同比增长29.91%。
- 尼群洛尔：高血压伴高心率国产独家单片复方制剂，临床刚需且稀缺。高血压伴心率增快患者的心率管理问题逐渐受到重视：心率增快很可能是一项重要的心血管危险因素，伴随着增高的心血管事件发生率和死亡风险，我国单纯高血压患者中心率 ≥ 80 次/min者占比达38.2%。尼群洛尔片为国产独家品种，创新性地运用CCB和 β 受体阻滞剂的协同降压机制，在长时间有效控制血压的同时，又能有效保护靶器官。尼群洛尔片已被多个指南列为推荐用药。2018-2023年尼群洛尔片收入年复合增长率达37.2%，2023年实现收入8999.7万元，同比增长61.1%。
- 研发管线：在研管线持续快速推进，重磅新品种有望接续成为新增长点。公司构建了以复方制剂研发技术、氘代药物研发技术、脂质体药物研发技术为支撑的研发技术平台，开启了一系列创新性药物的研发工作，预计2025年抗抑郁新药JJH201501将完成III期临床研究，申报生产批件和新药证书，有望成为公司未来业绩的新增长点。
- 盈利预测与投资建议。预计公司2024-2026年EPS分别为1.36/1.69/2.08元/股，对应PE为16.49倍、13.27倍和10.75倍。维持“买入”评级。
- 风险提示：核心产品销售不及预期风险、新药研发失败风险、竞争环境恶化等风险。

■ 稀缺的全球新兴市场医药商业化平台，海外大有可为

- 科兴制药主要从事重组蛋白药物和微生态制剂的研发、生产、销售一体化的创新型生物制药企业，坚持“创新+国际化”双轮驱动的平台型发展模式，致力于成为高品质生物药领导者，服务全球患者。
- **三大成熟产品已成功中标联盟集采，降价风险趋于可控。**依普定、赛若金和白特喜2022年合计收入和毛利贡献均超过90%。依普定中选广东联盟集采而主要竞争对手三生制药和赛保尔仅为备选且依普定获批肿瘤相关贫血新适应症，肿瘤领域应用有望带来巨大增量；赛若金以第一顺位中标29省干扰素省际联盟集采，且在儿童应用领域具备独特优势：呼吸道合胞病毒尚无有效治疗方法，可试用赛若金；白特喜中选广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购，科兴是4家中选厂商之一（其中泉港药业仅一个规格产品），药渡数据中市占率排在科兴前面的齐鲁制药为备选、九源基因、协和发酵不在表中。这可能预示三大产品未来降价风险更趋于可控。
- **20年新兴市场出海经验有望迎来加速兑现期，法规市场突破可期待。**持续20年出海历程，建立了相对完整的海外商业体系，在海外产品注册、GMP合规审计等方面积累了丰富资源与商业化能力，公司实现100%覆盖人口过亿的新兴国家及GDP排名前30的新兴市场，建立稳固长期合作的客户超100个。2022年实现海外收入1.6亿（+61.5%），创历史最高水平。另外，白蛋白紫杉醇在欧盟市场仅有原研BMS和仿制药TEVA在销，2023年EMA发布白蛋白紫杉醇仿制药的短缺公告导致TEVA停止在大多数欧盟成员国销售该药物。2022年公司该品种已收到EMA的药品上市申请《受理通知书》，2024年2月初相应生产专线接受了EMA的批准前现场检查。
- **盈利预测与投资建议。**三大品种中标联盟集采，未来降价风险趋于可控；海外新兴市场商业化平台逐渐成熟，随着新品种的不断导入和法规市场的新开拓，公司海外收入有望迎来加速兑现期，预计2024-2026年营收增速分别为12.17%/29.64%/30.52%；归母净利润2024年扭亏为盈；2024-2026年对应为0.11元/股、0.51元/股和0.99元/股，2024-2026对应PE为195.19倍、42.73倍和22.13倍。给予“买入”评级。
- **风险提示：**海外商业化风险、国家带量采购降价风险、汇率波动等风险。

■ 主营血透业务稳健增长，集采落地夯实领先地位

- ▶ **主营血透业务增长稳健，两大联盟集采落地夯实公司优势地位。**公司在2024年3月以规则一中标二十三省血透耗材集采产品，当前在大多省份均已执行，在今年6月公司又成功中选京津冀“3+N”联盟血液透析类医用耗材带量联动采购。公司海外透析业务增长迅速，2024上半年营收同比增长37.44%，在海外市场准入方面高速推进，部分产品已实现在海外国家和地区的自主持证。我们认为在当前国产化趋势下，公司具备全产业链布局优势，产品类别丰富，在两大联盟集采的中选结果符合预期，海外营收增长显著，市场份额扩张预期可见，有助于强化其头部企业优势地位。
- ▶ **延伸血透产业链，完善肾病患者全周期医疗器械产业建设。**当前公司正加速向早中期肾脏病干预和治疗、晚期肾脏病透析患者内瘘保护方面延伸产业链，正逐步形成“糖尿病-早中期肾病-终末期肾病”的肾脏病患者全周期医疗器械产业布局，其中一次性使用透析用留置针为我国第一张该产品注册证，具备市场领先优势。我们认为公司以全期肾病治疗为战略核心，持续延伸产业链，将助力公司挖掘更多潜在增量市场，提升综合竞争力。
- ▶ **产能持续扩张，竞争力稳步提升。**三鑫医疗董事会于2024年9月25日审议同意公司使用自有资金约5亿元人民币在江西省南昌县小蓝经济开发区建设“高性能血液净化设备及配套耗材产业化项目”，该项目为建设高性能血液净化医疗设备及配套耗材洁净生产厂房和相应的生产生活配套设施，提升血液净化重症治疗设备及配套管路耗材、糖尿病无针注射系统及配套安瓿瓶耗材等新产品产能。我们认为在当前国产化趋势下，公司业绩稳定向好，持续深化产能扩张建设，将助力公司进一步提升行业竞争力，巩固血液净化耗材龙头地位。
- ▶ **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年，公司实现营业收入分别为15.55亿元、17.25亿元和19.20亿元，实现归母净利润分别为2.45亿元、2.66亿元和2.95亿元，对应EPS分别为0.47元/股、0.51元/股和0.57元/股，对应PE分别为16倍、15倍和13倍，维持“买入”评级。
- ▶ **风险提示：**研发不及预期风险，市场竞争加剧风险，行业政策风险。

■ 国产血液净化设备龙头，打造全产业链覆盖领先企业

- **全球血液净化行业稳定增长，我国增量空间广阔。**2022年全球血液透析市场规模达到944.3亿美元，保持平稳增长。中国血液透析市场规模在2022年突破687亿元，但透析治疗渗透率较低，2020年中国接受透析治疗的ESRD患者数量为5.71每万人口，远低于日本26.82每万人口和韩国23.76每万人口等发达国家。以2020年中国ESRD总患者数330.52万人为基数计算，透析治疗率仅为24.40%，处于较低水平，潜在发展空间广阔。
- **血液净化设备快速放量，山外山市占率领先。**以山外山为首的国产品牌正加速打破外资血液净化设备的垄断格局。根据医招采数据显示，2023年度血透血滤各品牌销售额和数量占有率排名中，山外山排名第四名，占国内血透血滤各品牌数量占比12.01%（2022年占比：9.32%）；在CRRT设备市场中，山外山在销售额和数量占比均排名第一，占国内CRRT销售额22.92%，市场占有率增幅大幅领先外资品牌。国产医疗器械取代趋势下，山外山有望进一步提升其血透设备市场地位。
- **打造血液净化全产业链领先企业。**公司拓展血液透析耗材产品线，协同血透服务中心，建设设备+医护+患者+透析中心的“互联网+”服务模式。公司已陆续获得血液透析浓缩液、血液透析干粉、血液透析器（低通）、血液透析器（高通）、透析液过滤器、连续性血液净化管路、一次性使用血液灌流器，共计7项三类医疗器械注册证，基本完成了自产血液净化耗材的全线布局，协同已有7家血液透析连锁服务中心，为公司长期战略发展奠定基础。
- **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年，公司实现营业收入分别为5.69亿元、7.33亿元和9.30亿元，实现归母净利润分别为1.08亿元、1.49亿元和1.98亿元，对应EPS分别为0.34元/股、0.46元/股和0.62元/股，对应PE分别为33倍、24倍和18倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发不及预期风险，产品降价风险，竞争格局恶化风险。

■ 骨科集采影响出清，超声骨刀业务蓬勃发展

- ▶ **板块集采影响逐渐出清，脊柱类新产品收入增幅显著。**经过近3年时间的集采，目前骨科核心领域耗材集采均已落地，终端价格较低，我们预计未来出现更大幅度降价的可能性较低，整体来看，骨科行业集采风险基本出清，在脊柱和关节领域进口取代有望加速。公司骨科耗材主要为脊柱产品，受集采影响，2023年开始收入和毛利率持续下降，2024年有望成为公司骨科板块业绩底部。目前公司持续研发推出新品，脊柱业务的宽度和深度不断强化，为公司研发疗法创新、探索技术革新以及未来发展奠定良好基础。
- ▶ **收购子公司水木天蓬少数股东权益，旗下超声骨刀产品全球领先。**2024年8月公司发布公告拟收购旗下子公司水木天蓬剩余股份，交易完成后公司将持有100%股权。水木天蓬是国内超声能量手术工具的领导者，在超声手术器械领域已有十余年的研发及产业化经验，已经掌握超声骨动力系统 and 超声止血刀系统等核心技术。相比于同类进口产品，多出可进行微创手术功能的优点水。公司市占率国内领先，据比地招标网统计，2023年6月至2024年5月期间，水木天蓬占有全国超声刀市场45.01%，位列全国第一。2024H1，水木天蓬实现主营业务收入4488.78万元，同比增长21.45%，其中，耗材收入3364.80万元，同比增长60.40%，占收入的比重超过一半以上。预计随着公司设备的逐步铺开，耗材收入有望继续保持快速增长。
- ▶ **收购法国骨科上市公司，加速推进产品国际化。**2023年，三友医疗收购了法国骨科上市公司 Implanet，开始加速推进国际化业务进程。本次收购有望推动 Implanet 公司核心产品在国际市场和国内市场的销售，为公司带来一定业绩增量，同时，公司在国际高端骨科市场将拥有一个具有研发能力和完备质量体系的合作伙伴，有助于公司向国际高端市场输出自主研发的疗法创新技术和产品，并迅速进入欧美高端市场，公司的国际化进程有望加速。
- ▶ **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年公司归母净利润分别为0.53亿元、0.67亿元和0.90亿元，对应基本每股收益分别为0.21元/股、0.27元/股和0.36元/股，对应PE分别为99倍、78倍和58倍，维持“买入”评级。
- ▶ **风险提示：**产品降价风险；产品放量不及预期；新产品研发不及预期。

■ 盘龙七片引领发展，一体两翼战略初现成效

- ▶ **中药引领发展，一体两翼战略初现成效。** 盘龙药业成立于1997年，2017年在深圳证券交易所上市，经过20多年的发展，公司逐步形成“打造中华风湿骨伤药物领导品牌、疼痛慢病管理专家”的战略定位，努力做强现代中药、创新制剂，进军生物、生化医药领域，拥抱“互联网+医康养”赛道，加速推进大健康及电商产业布局。公司2024Q1-3营业收入为7.17亿元，归母净利润为0.90亿元，已经逐步成长为一家中药为主的大型药企。
- ▶ **盘龙七片稳健增长，基层市场空间广阔。** 盘龙七片是公司的核心产品，是用于骨骼肌肉系统风湿性疾病的中成药，2023年在我国城市及县级公立医院骨骼肌肉系统风湿性疾病领域中成药市场中，盘龙七片市场份额为7.72%，排名第一。骨关节疾病是常见的慢性疾病，发病人群基数大，且需要长期用药，庞大的患者基数为盘龙七片奠定广阔的市场空间。目前盘龙七片的销售主要集中在城市公立医院，且已经进入了多个国家级临床诊疗指南，发表多篇论文，未来有望进入新一版基药目录，市场空间有望进一步打开。
- ▶ **医药配送+大健康初具规模，增长点逐步增多。** 公司持续推进一体两翼战略，以工业为主体，以商业配送及建设秦岭秦药中医馆为左翼，以王家成非遗传承和医康养建设为右翼。目前公司的商业板块已经初具规模，中医诊所也已经开业运营，另外公司的大健康板块产品线也在逐步丰富，中药饮片业务收入规模也达到千万级别，公司增长点逐步增多，对公司长期发展形成有力支撑。
- ▶ **盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年，公司实现营业收入分别为10.25亿元、11.72亿元和13.39亿元，归母净利润分别为1.34亿元、1.67亿元和2.09亿元，对应EPS分别为1.26元/股、1.57元/股和1.97元/股，对应PE分别为24倍、19倍和15倍，维持“买入”评级。
- ▶ **投资建议：** 研发不及预期风险，产品降价风险，医药行业政策风险。

■ 华润持续赋能，血制品主业发展未来可期

- ▶ **逐步剥离非血制品业务，致力于成为行业领先者。**公司前身为抚州市中心血站，于1993年由江西省卫生厅、抚州市卫生局、临川市卫生局共同出资建立。2021年华润医药入主公司后，公司开始剥离非血制品业务，聚焦血制品主业，致力于构建华润大健康板块的血液制品平台。公司血制品主业经营稳健，吨浆收入处于行业领先地位。
- ▶ **血制品行业市场广阔，行业先发优势明显。**血制品市场需求广阔，是关系国家医药卫生安全、国防安全和生物安全的重要战略物资。2022年中国血液制品市场规模约为50.12亿美元，预计2027年将达到88.71亿美元，年均复合增长率12.10%。国内外血制品消费品种也呈现结构化差异，未来国内静丙市场规模有望提升。血制品行业准入门槛较高，自2001年起，我国不再批准新的血制品生产企业。血制品行业集中度也相对较高，行业总体竞争格局较好。
- ▶ **央企持续赋能，公司有望迎来新突破。**公司借助华润平台持续整合内外部资源，浆站数量迎来新增长。为满足公司未来采浆量快速增长的需要，公司新建血液制品智能工厂，项目总投资为21.85亿元，建成预期年处理血浆1200吨。2023年4月，公司与高特佳集团、丹霞生物签署《战略合作框架协议》，且未来随着丹霞生物生产经营状况得到改善，公司将适时启动并购整合工作，届时公司采浆量将迎来显著增长。公司是全国少数人血白蛋白、人免疫球蛋白、凝血因子三大类产品齐全的企业之一。未来随着公司新产品的研发与上市，公司产品品类得到进一步扩充，同时也为公司业绩增长提供助力。
- ▶ **盈利预测与投资建议。**预计2024-2026年，公司实现营业收入分别为19.04亿元、20.13亿元和21.13亿元，实现归母净利润分别为5.54亿元、6.07亿元和6.37亿元，对应EPS分别为1.10元/股、1.20元/股和1.26元/股，对应PE分别为28倍、25倍和24倍，维持“买入”评级。
- ▶ **风险提示：**公司产品降价风险，研发不及预期风险，外延式发展不及预期风险。

- 一、医药板块处于历史底部，支付端改善有望带来增量
- 二、创新药支持政策持续加码，国内新药商业化浪潮来袭
- 三、中国力量河出伏流，出海浪潮中各显身手
- 四、关注并购、集采出清和低估值等细分领域个股
- 五、重点公司
- 六、风险提示

- **医药行业政策风险：**近几年医药行业政策发布密集，不确定性较大，对行业影响深远；
- **产品降价风险：**近几年集采政策持续推进，产品如果进入集采目录，则面临降价，降价可能会导致相应公司销售额增长不及预期；
- **研发进度不及预期风险：**医药行业以创新为驱动，目前行业内正在研的药品和器械等较多，且市场关注度较高，如果研发进度不及预期，则会对行业和公司长期发展造成一定影响。

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证50指数。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
邮编：100027