



国联证券  
GUOLIAN SECURITIES

# 2025年医药策略报告

## ——破局之道：后政策时代中国医药发展脉络

国联证券医药研究团队

2024年12月05日

证券研究报告 投资建议：强于大市（维持）

请务必阅读报告末页的重要声明

## 核心观点

### ▼ 后集采时代的医药投资方法论：增量看空间，存量看结构

**增量看空间：**医药产业的增量空间主要来自于医保、自费和出海三大支付端。医保收入占GDP的比重逐年提升，城镇化率是核心驱动力；自费医疗市场有望随着经济实力增强、居民医疗消费升级观念的改善，成为医保外的有力补充；医药出海业务逐渐深化，从原料药、制剂和基础耗材到创新药出海。

**存量看结构：**医改对行业的影响主要体现在产业链利益再分配，引导产业链实现从进口到国产、由产品到服务、由仿制到创新、由辅助到刚需、由渠道到产品的变化，产业投资机会的寻找需要紧抓存量结构性变化。

### ▼ 细分领域的产业趋势及选股思路分析

传统药企通过快速新产品迭代的“群狼战术”对抗单品销售峰值天花板，**biotech**出海享受海外产品及估值定价权，医疗器械平台化和国际化打开成长空间，**CRO**需求触底迎来温和复苏，中药板块从系统性提升估值时代进入精选个股期，医疗服务关注消费复苏、政策预期和长期经营质量改善，药品零售短期政策阵痛、长期享受处方外流和集中度提升的龙头效应，药品批发板块关注左侧绝对收益的布局机会，原料药淡化对价格的关注、回归需求端的成长性。

### ▼ 投资建议

**2025年关注两条核心投资主线：**1、高质量创新药出海。医药支付压力和产业竞争，出海是有想象力的投资机会，未来几年有望成为创新药出海的高速成长期，创新药出海进入2.0时代，关注高质量创新药出海；2、大批量左侧资产的估值有望修复。过去几年医药板块因为医改、消费预期等多种原因回撤较多，积累了大量左侧资产，**CRO**、消费医疗、药房等，关注左侧资产估值修复机会。

**建议标的：**恒瑞医药、贝达药业、康方生物、三生国健、科伦博泰、信达生物、华东医药、迈瑞医疗、艾德生物、新产业、联影医疗、奕瑞科技、惠泰医疗、鱼跃医疗、美好医疗、怡和嘉业、华润三九、东阿阿胶、羚锐制药、太极集团、药明康德、药明合联、益丰药房。

**风险提示：**商业化销售不及预期；临床进度或上市时间不及预期；竞争格局恶化；地缘政治风险；汇率波动风险。



# 1 医药投资困境和破局之道

# 医药投资困境

➤ 近年来医药投资相对比较艰难，无论是投资端还是实业：

- 从资本市场来看，医药板块连续下跌超过3年，医药指数最大回撤超过50%；
- 从产业角度来看，由于支付压力、需求等多种影响，企业经营基本面承压。与此同时，COVID-19带来的周期性需求增加掩盖了行业本身的变化，使得很多问题集中在近两年展示出来。

图1：申万医药高点最大回撤超过50%

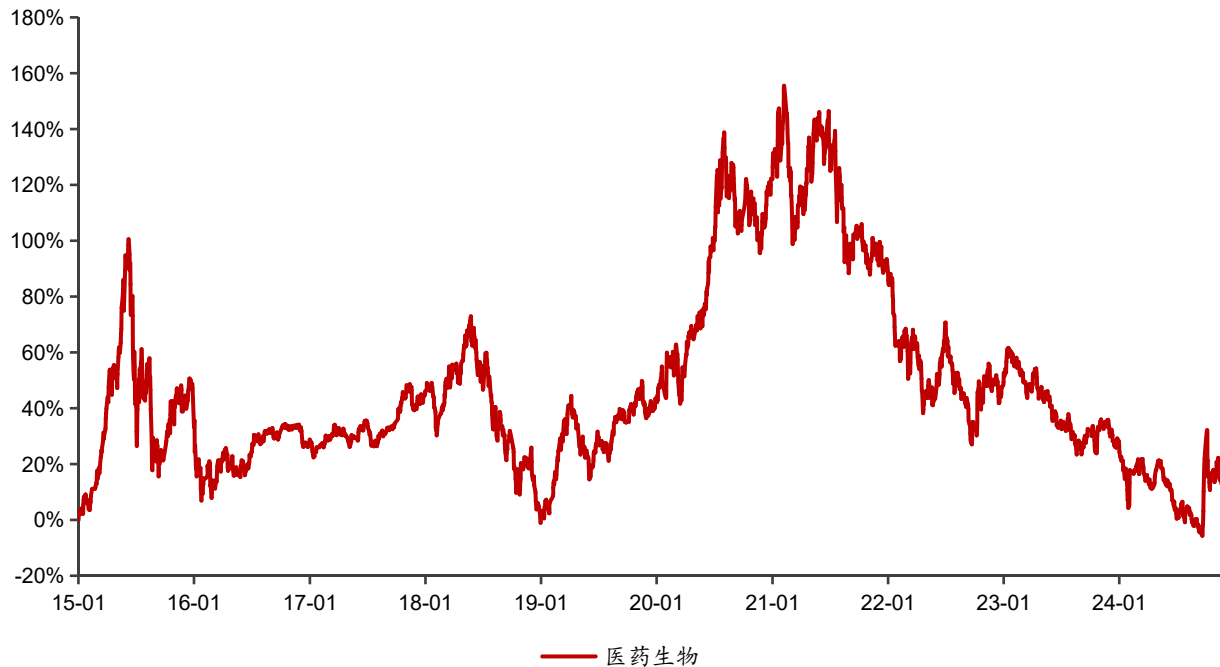
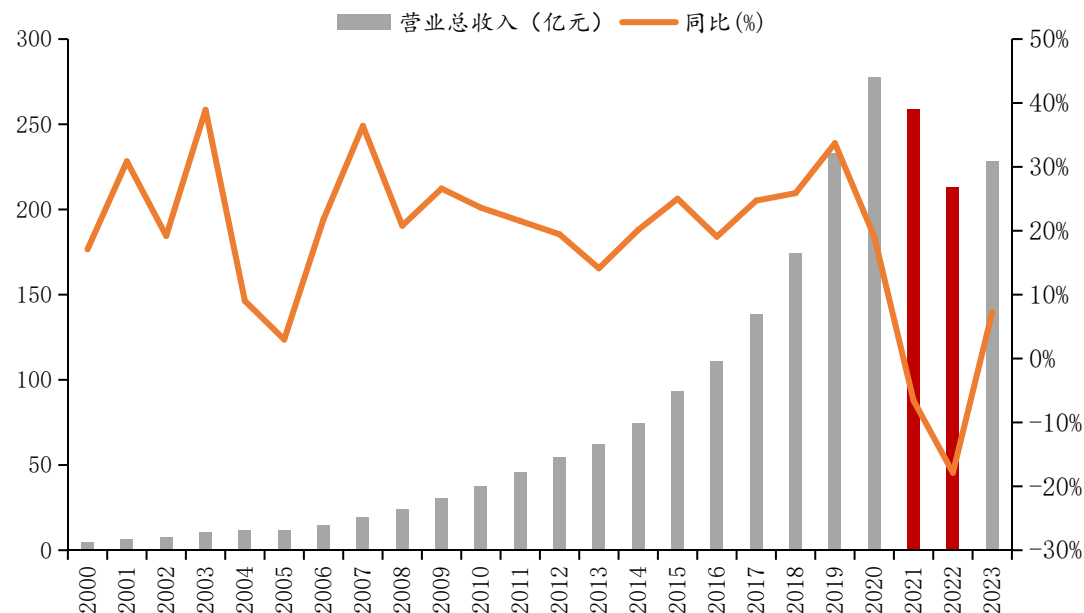


图2：2021-2022年恒瑞医药过去20多年首次收入增速为负



## 医药产业投资兼具公平与效率的特殊性

- 医药是一个相对特殊的产业，定价&支付方是医保、决策方是医生、需求端是患者、生产端是企业，传统交易环节的几个要素在医药板块是隔离的，其商业模式由政策和市场共同调节。正因为这种特性，使得医药板块阶段性的走势取决于“公平”和“效率”的相对力度。
- 近几年来医改的力度相对更大一些，创新药谈判、仿制药集采、耗材集采，使得医药的存量产品降价过高，医药传统企业过去积累的竞争力减弱。

图3：医药板块特殊的产业链要素分工

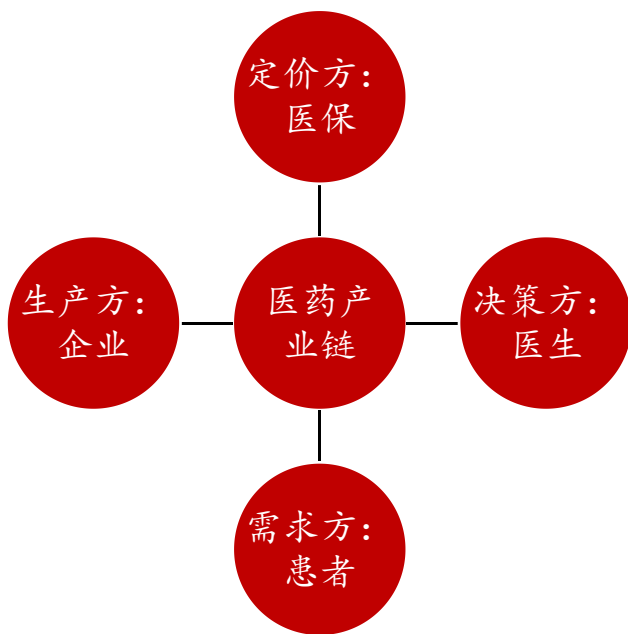
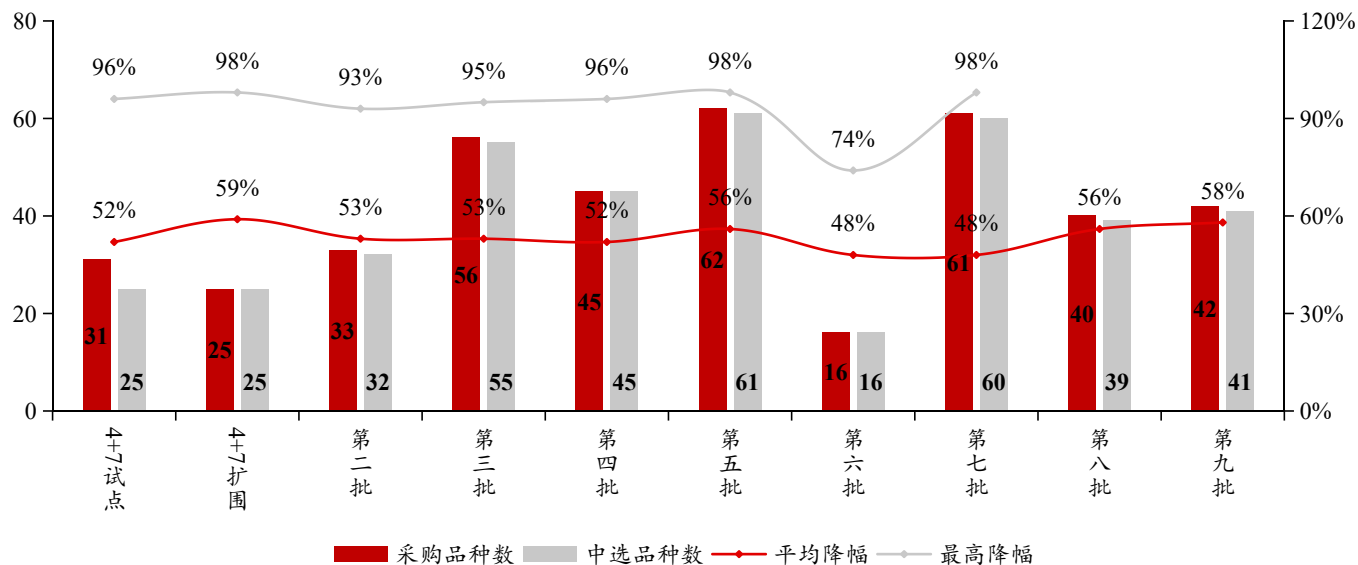


图4：仿制药集采平均价格降幅在50%-60%



## 政策压力的根源在于人口的结构性老龄化

- 本轮医改的核心原因是结构性老龄化。老龄化给医药市场带来需求的同时，也代表了劳动力的缺失和医保筹资能力的减弱，医保收入减少、支出增大，进而产生收支不平衡的压力。
- 人口结构性老龄化的期限错配。
  - 医保收入变化：目前由职业生涯末期的60后“婴儿潮”和职业生涯早期80-90后“婴儿潮”贡献，未来随着60后“婴儿潮”的退休，医保收入会缩水。
  - 医保支出变化：60岁以上人口是医保支出的主力人群，随着60后“婴儿潮”的集体变老，医保支出压力凸显。

图5：人口结构近似模拟曲线（2024年）

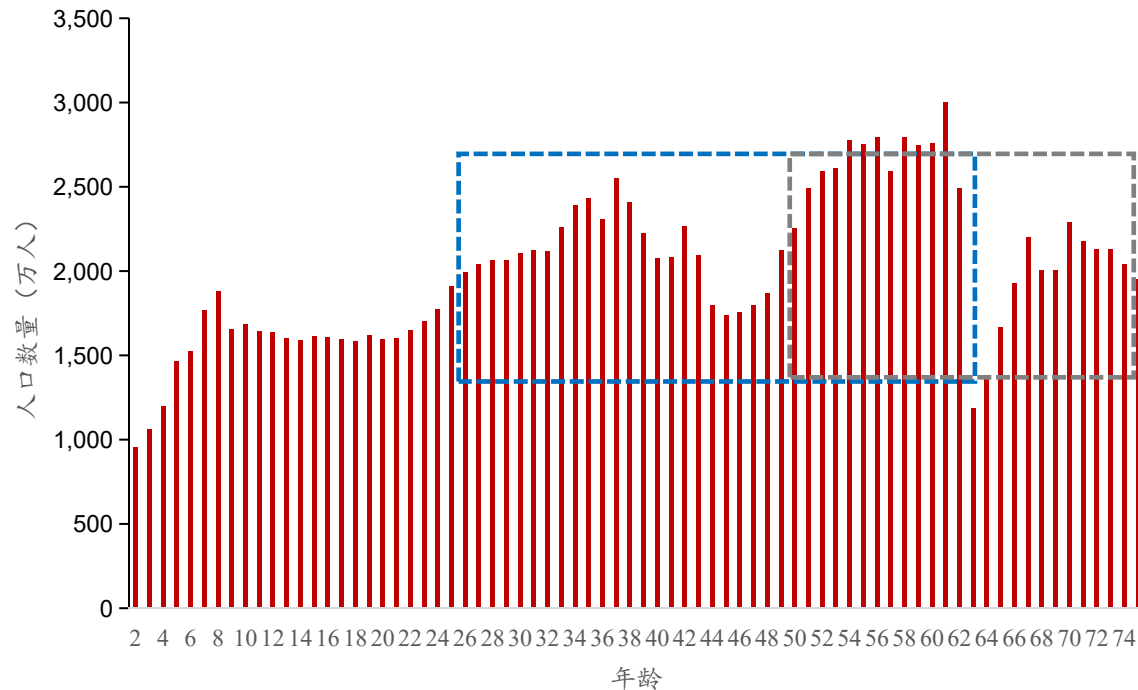
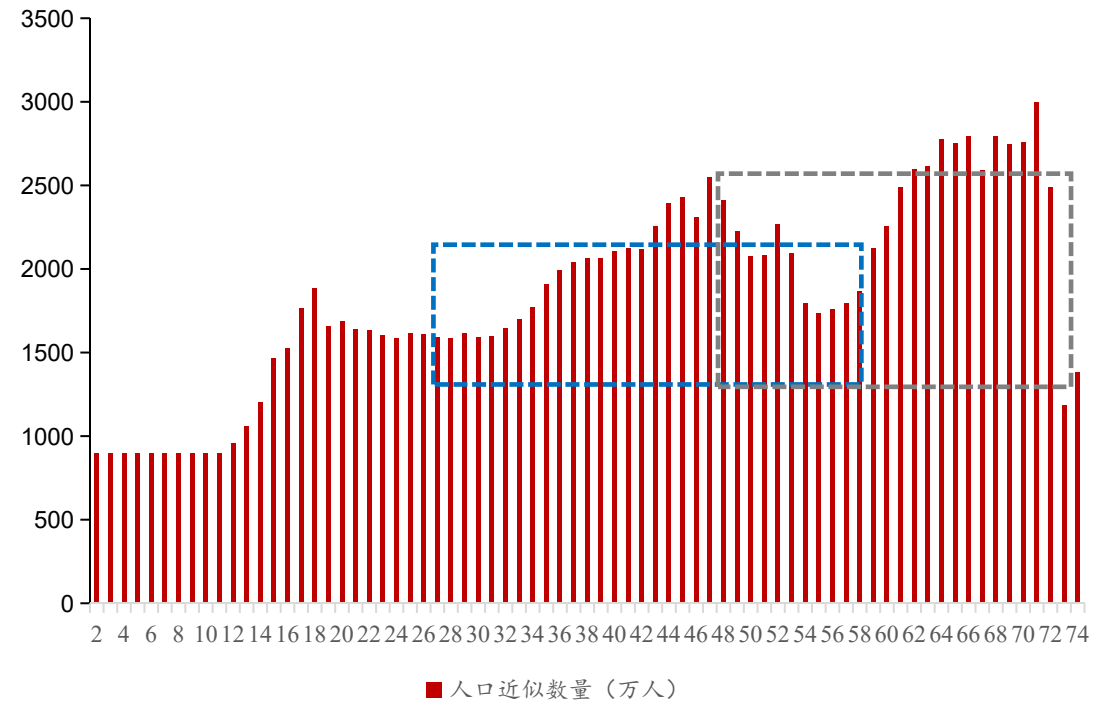


图6：人口结构近似模拟曲线（2034年）



## 人口压力下的医药投资破局之道：辞旧迎新，增量看空间，存量看结构

- 人口结构性老龄化是未来的医药投资需要适应的社会状态。在医改的背景下，医药板块也产生了很多结构性投资机会，很多公司借助医改的契机实现了快速增长。例如：
  - ①从收入体量来看，以百济神州为代表的新兴创新药企销售规模2025年有望超过恒瑞医药成为第一；
  - ②从市值体量来看，医药市值top10的公司中已经有两家后起之秀（百济神州、百利天恒）。
- 投资者需要从旧的选股框架中解放出来，按照新的思路去选新的股票。新商业模式和公司体现出成长潜力，这有望成为未来医药投资最大的 $\alpha$ 。
- 后医改时代医药选股思路可以概括为10个字：增量看空间，存量看结构。

图7：恒瑞医药和百济神州收入对比（亿元）

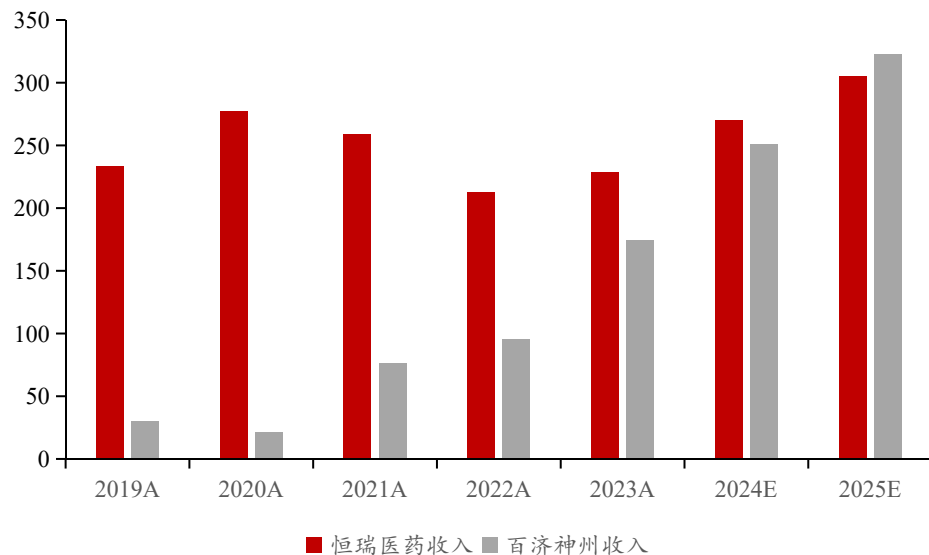
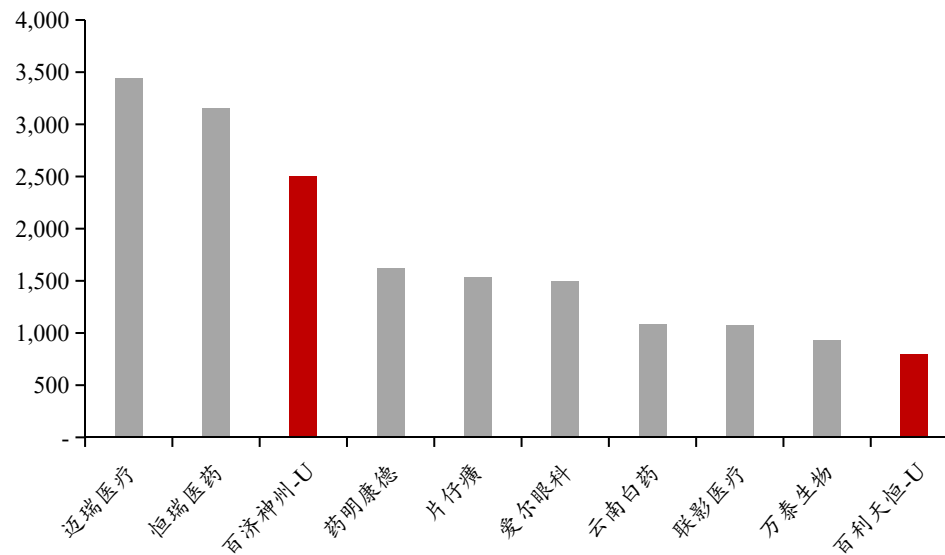


图8：申万医药板块市值top 10公司（亿元）



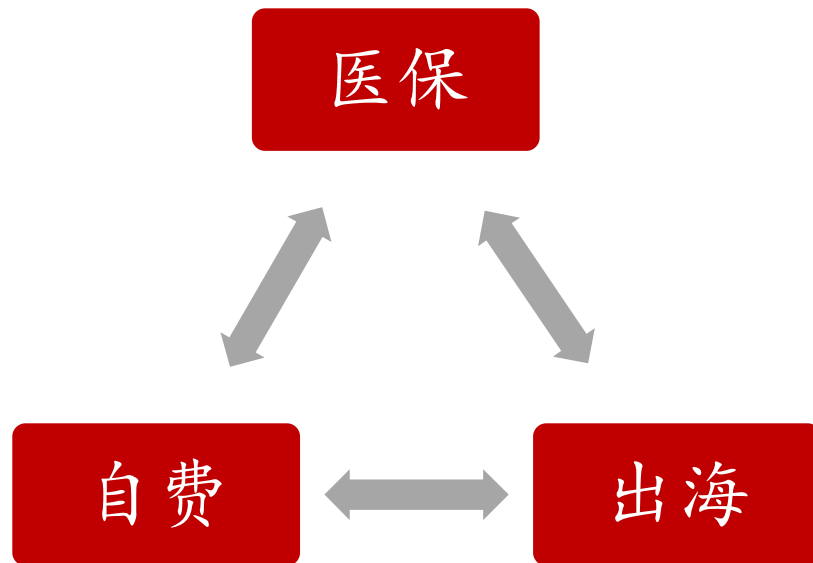


## 2 “增量看空间”：寻找医药新时代的增量

## 医药产业的三大支付端

- 具备投资价值的公司需要找准产业链的潜在付款方。
- **医保、自费、出海**是医药产业增量空间的三大支付端，增量投资机会取决于能否有效抓住这三个方向。

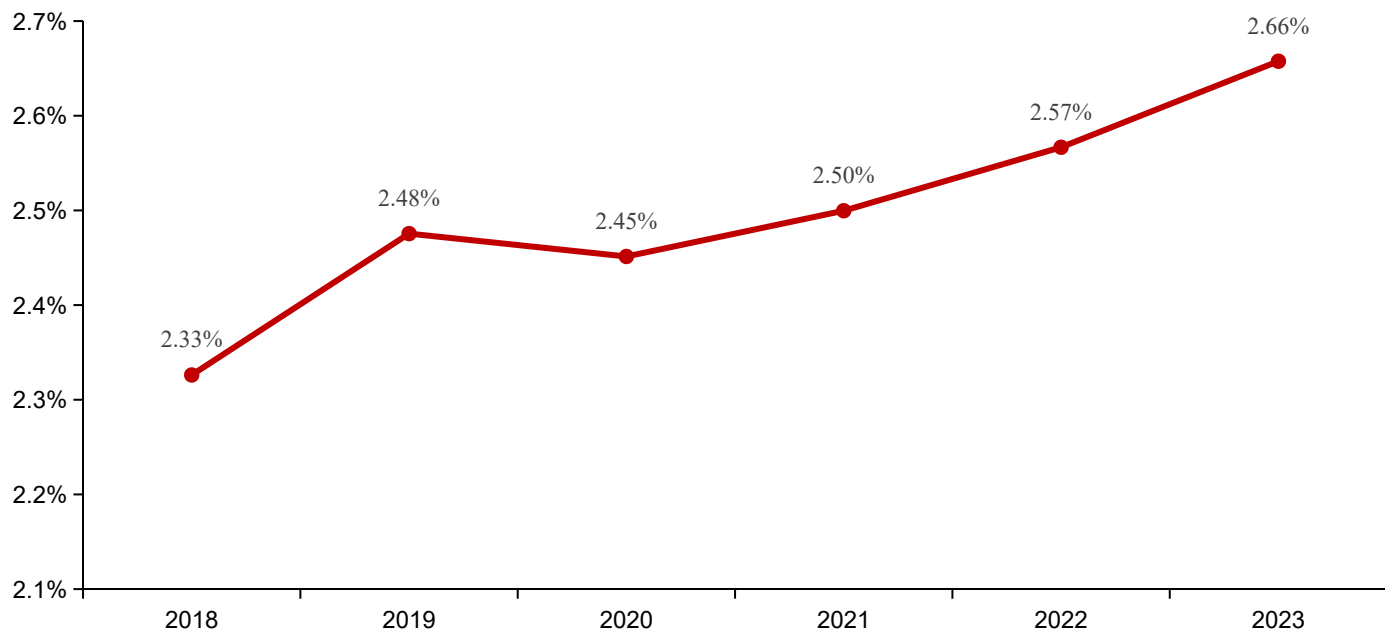
图9：医药产业三大支付端



## 支付端之一：医保

- 医保缴纳的金额跟收入正相关，60后“婴儿潮”的退休同时影响了个人收入和医保缴纳金额，因此，结构性老龄化或影响医保增速的绝对值，但不影响医保收入在GDP中所占的比重，对应到投资端，我们认为**医保或影响医药的绝对收益，相对收益影响较小**。
- 随着城镇化率的提升，医保占GDP的比重有望提高，我们认为**医保的压力并不影响医药的“超配”**。

图10：医保收入占GDP的比重在提升



## 医保增速高于GDP增速的核心驱动力是“城镇化率”提升

- ▶ **城镇化率提升**：从2000年以来，城镇化率从2000年的36%提高到2023年的66%，23年时间提升近30%，按照2024年7月国务院关于城镇化战略的行动计划，未来5年时间，城镇化率有望提高到70%。
- ▶ **城镇人口筹资能力更强**：不考虑老人和孩子，城镇人口都是按照工资的固定比例缴纳五险一金，非城镇人口均按照固定年金额缴纳医保；随着城镇化率的提升，医保的筹资能力有望增强。

图11：城镇化率提升

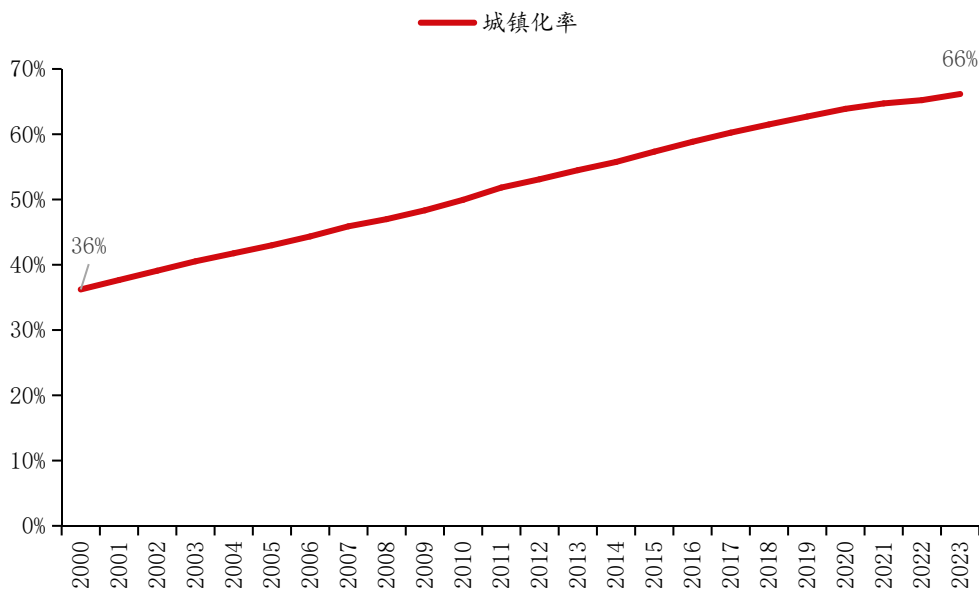
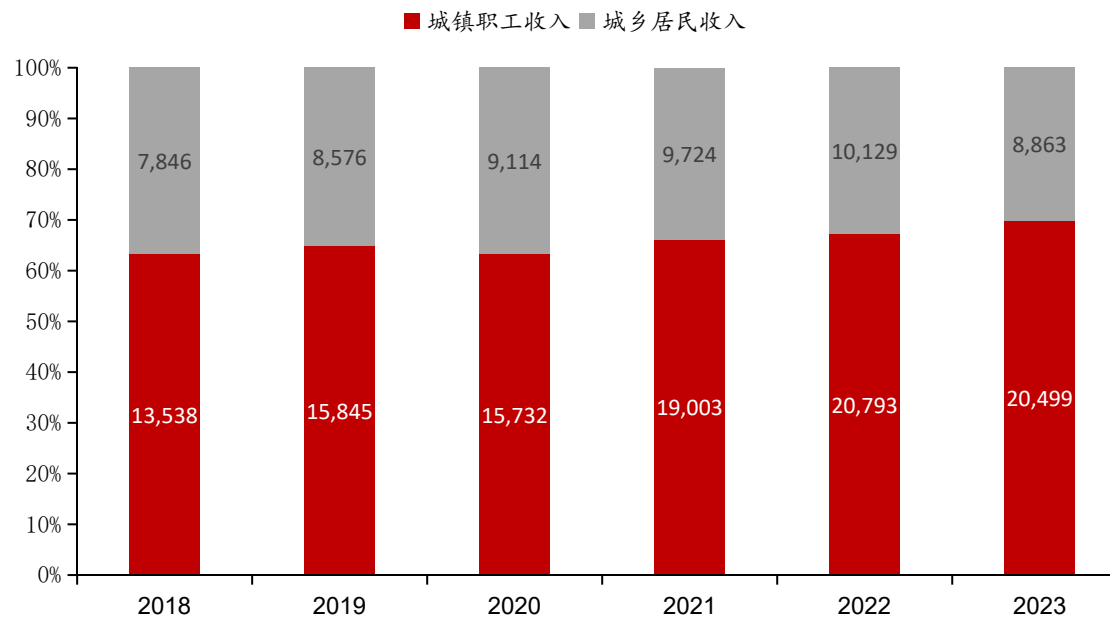


图12：医保二元结构（亿元）



## 降价的背后是新产品放量周期大幅缩短

- 以价换周转率：近年来，新药从上市到进医保的速度越来越快，虽然创新药谈判意味着降价，但降价意味着更快地进入医保，缩短周转期，提高周转率。
- 以谈判新增肿瘤药为例，纳入医保中位时长从2017年约8年到2023年的1年。

图13：谈判新增肿瘤药获批上市到纳入医保时长（年）

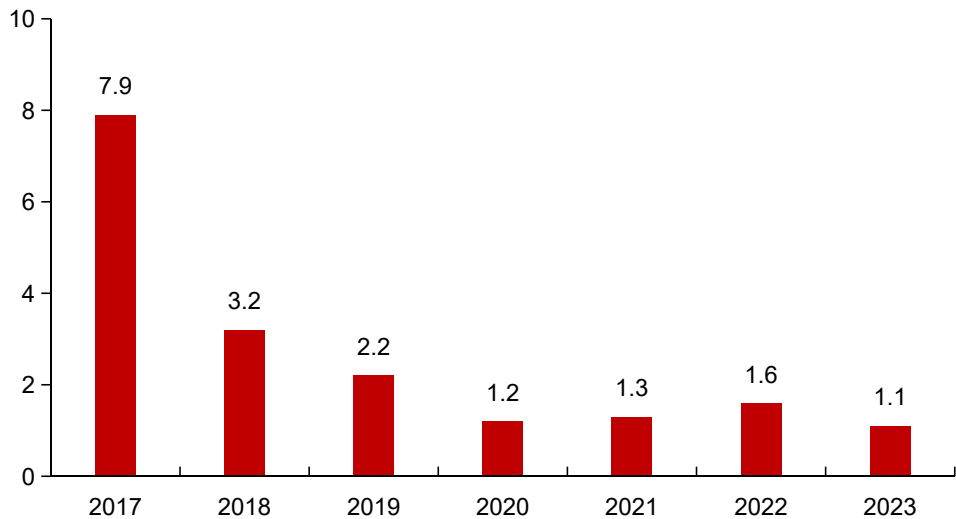
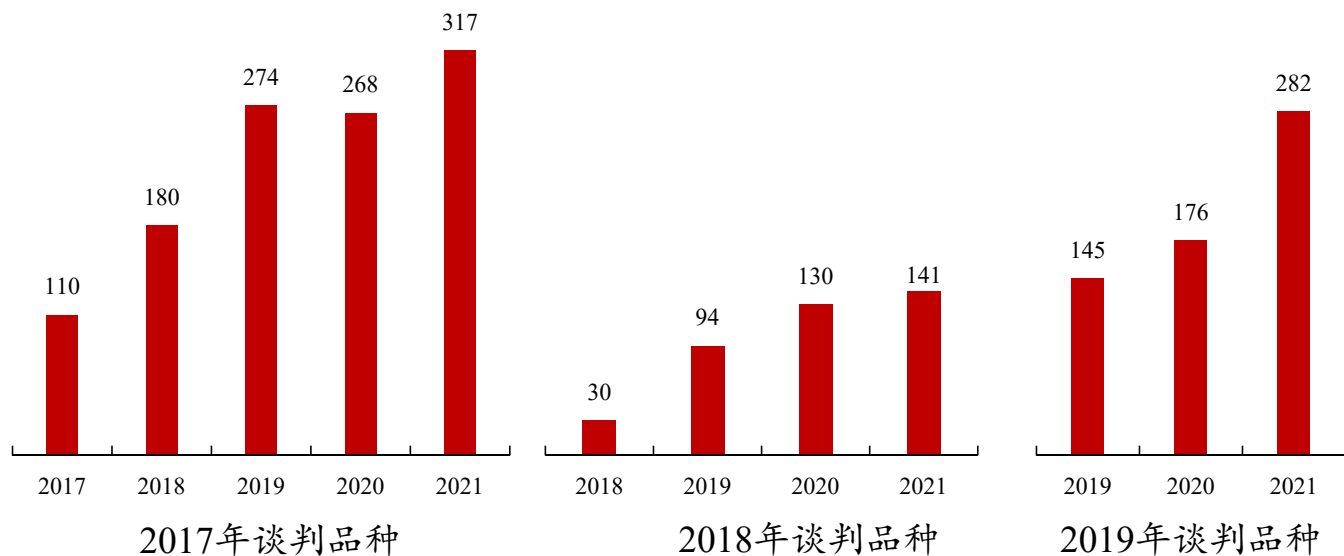


图14：3次医保谈判准入药物纳入目录后销售快速增长（亿元）



# 创新药高速增长

➤ 新药数量增加：2018年以来，IND、临床试验数量、NDA、上市新药数量均呈大幅提高。

图15：中国历年首次IND创新药数量（个）

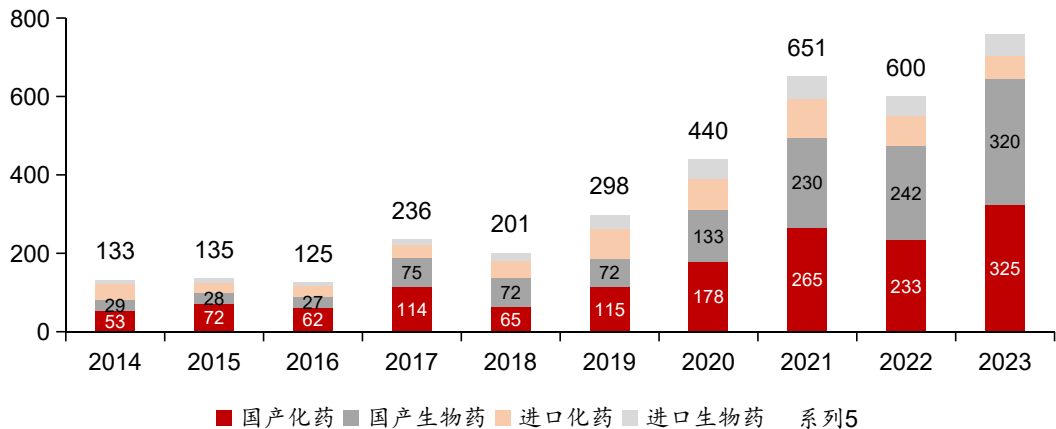


图16：2023年中国新药临床试验数量有所回升（个）

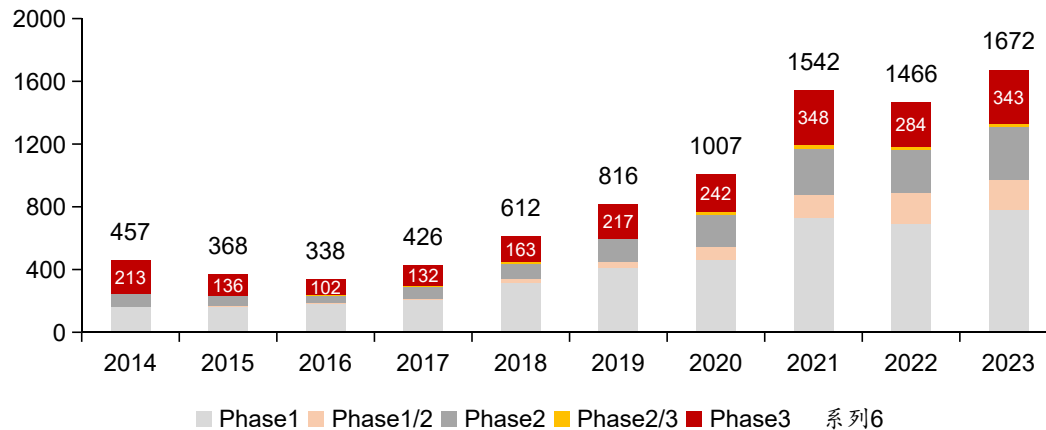


图17：2014-2023 NDA创新药统计（个）

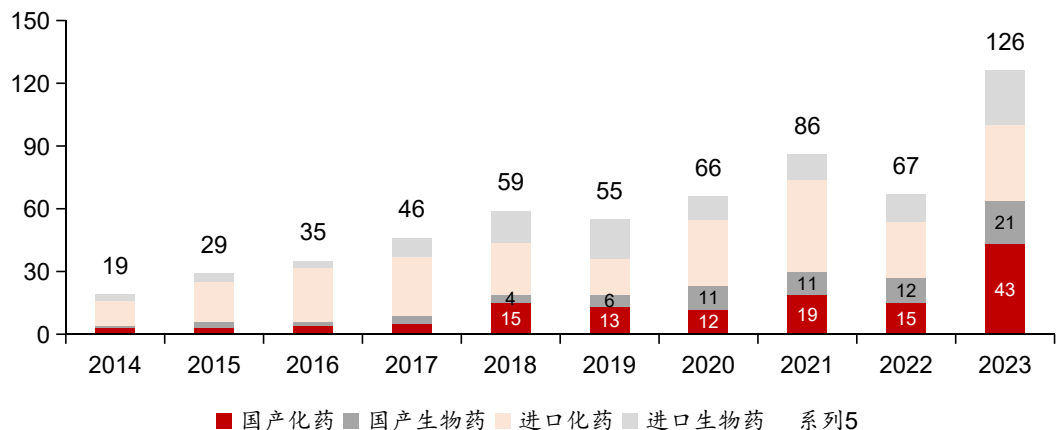
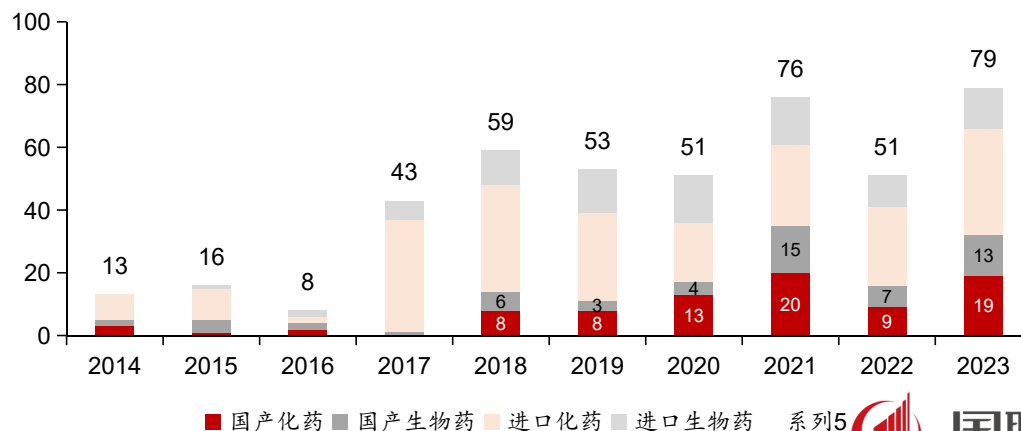


图18：2014-2023 中国上市创新药统计（个）



资料来源：医药魔方，国联证券研究所

## “滚雪球”：审批加速+进医保加速+医保后放量加快，从基础原理上提高了DCF估值

- 创新药研发周转率的提升，从底层原理上提高了创新药公司的DCF估值：现金流每提前1年，DCF估值提升r（折现率），按照r=7%来近似测算，进医保速度从8年缩到1年，DCF估值大约差距为61% $(=(1+7\%)^7-1)$ 。
- 存量仿制药公司的下跌主要是集采后原有的永续增长模型被破坏，估值下降；创新药公司的上涨是因为新产品上市和进医保速度加快，降低了DCF估值的分母。

图19：放量窗口期对于DCF估值影响的定量测算

| 年份      | 0 | 1   | 2  | 3  | 4  | ..... | n  |
|---------|---|---|----|----|----|-------|----|
| 原现金流    |   |   | A1 | A2 | A3 | ..... | An |
| 原估值     |   | $S1=A1/(1+r)^2+A2/(1+r)^3+A3/(1+r)^4+.....$ |    |    |    |       |    |
| 提前1年现金流 |   | A1  | A2 | A3 | A4 | ..... | An |
| 现估值     |   | $S2=A1/(1+r)^1+A2/(1+r)^2+A3/(1+r)^3+.....$ |    |    |    |       |    |
|         |   | $S2=S1*(1+r)$                               |    |    |    |       |    |

## 支付端之二：自费

- 中国的医疗自费基础相对薄弱，医疗开支占GDP比重低于发达国家，这是跟经济发展水平息息相关的。
- 从全球视角看，医疗开支占比跟人均GDP水平有关。按照世界银行统计数据，2021年中国医疗开支占GDP的比重只有5.38%，远远低于世界平均水平10.35%。

图20：全球主要国家医疗开支占GDP的比重

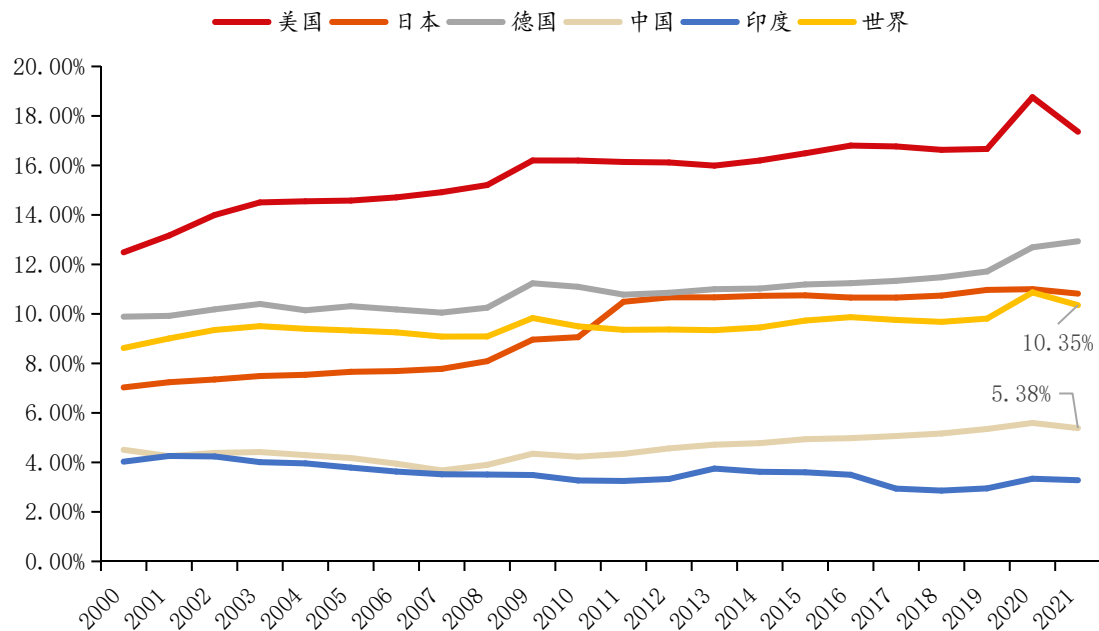
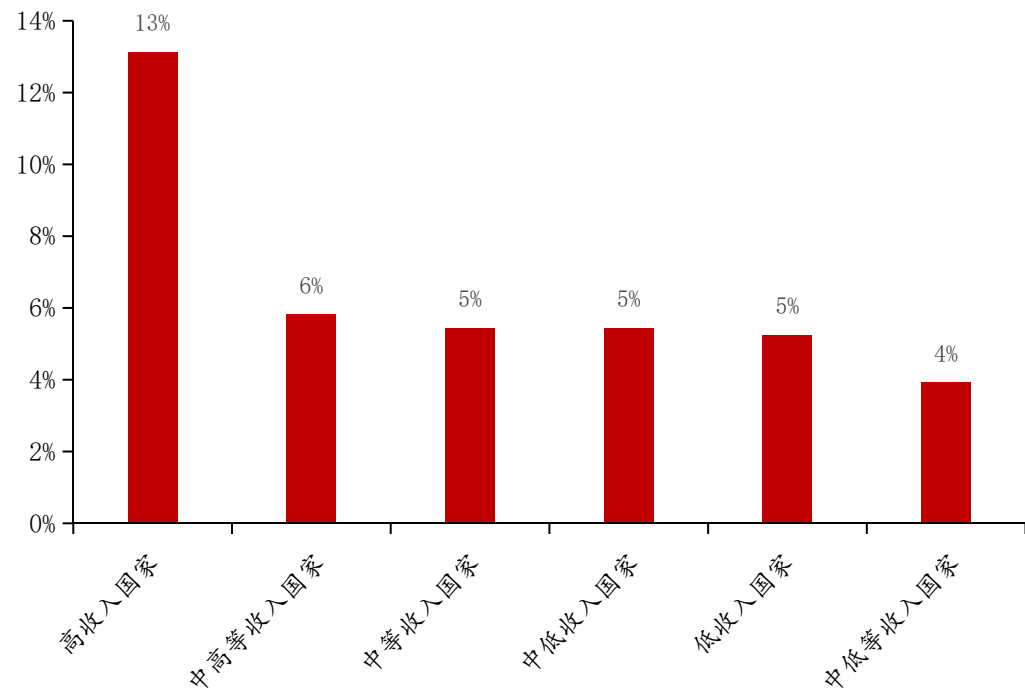


图21：2021年全球不同经济水平国家医疗开支占GDP的比重



## 自费医疗需求有待释放

- 中国的自费医疗需求有待释放。以前很多世界级重磅单品，中国国内未纳入医保且患者没有支付能力，放量远远低于预期，代表性品种是诺和诺德最早的GLP-1利拉鲁肽，直到2018年达峰后进入下降阶段，中国市场才慢慢开始放量。类似利拉鲁肽的品种还有很多，包括同为降糖药的DDP-4、SGLT-2，以及自免领域的大单品药。
- 自费医疗需求市场相比于医保市场，或许总的体量不大，但具备政策免疫、市场经济驱动、规模效应等多种优势，容易诞生较为成功的商业模式。

图22：诺和诺德利拉鲁肽销售额（百万美元）

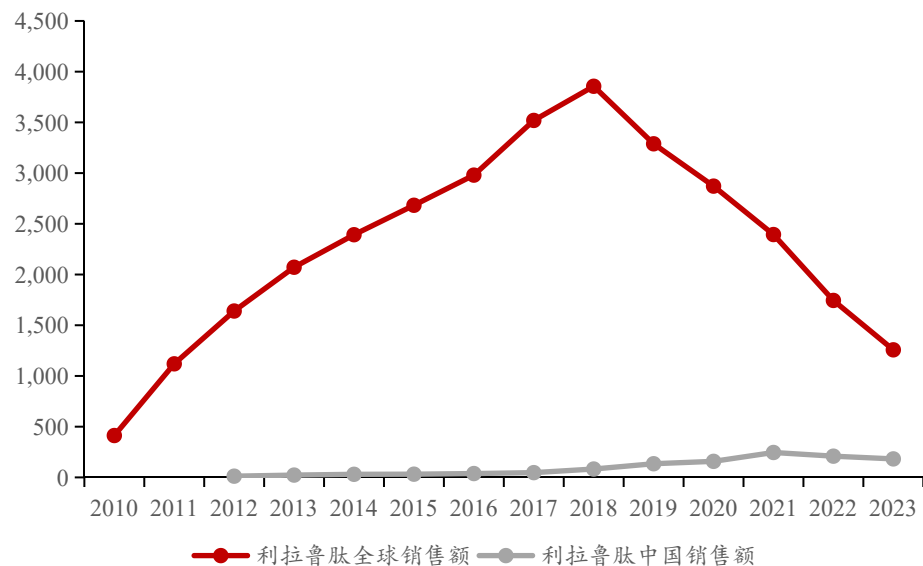
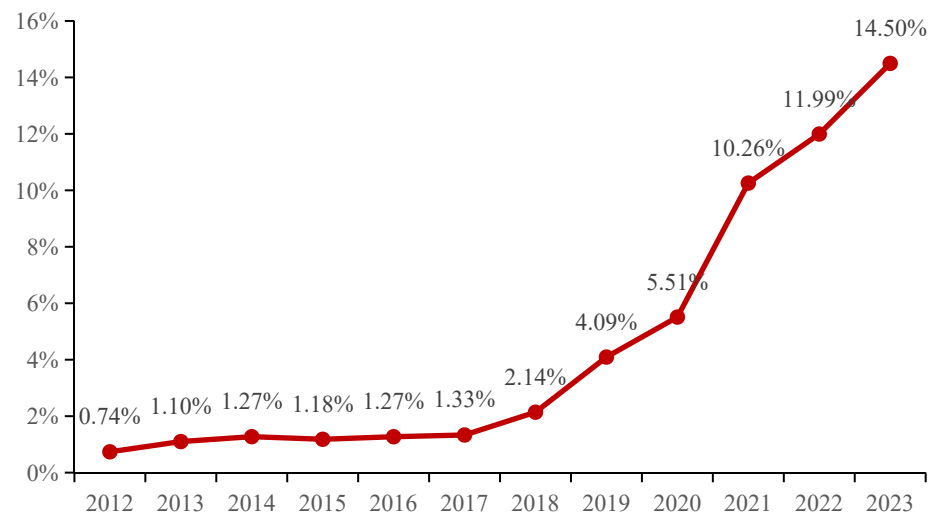


图23：诺和诺德利拉鲁肽中国区销售额占比



## 支付端之三：出海

- 海外市场可能是未来医药行业潜在增量：回顾2019-2023年药品行业出海历史，2023年药品行业整体海外营收占比总营收为19%，其中化学原料药占比高达35%，生物医药占比达16%，化学制剂占比仅11%。
- 化学原料药以性价比和产能优势作为主要出海支撑，2020年在疫情影响下出海速度加快，之后增速逐渐回落，代表性企业包括东诚药业、海正药业等；
- 化学制剂主要在仿制药或生物类似药领域占据优势，2019-2021年增速保持稳定提升，2022年受制于管控措施，2023年国际地缘政治复杂等原因，化学制剂出海速度明显回落，预计化学制剂企业海外营收增速有望触底反弹，代表性企业包括复星医药、宣泰医药等；
- 生物医药的海外营收波动略微偏大，主要是由于创新药企每年license out等大额交易的原因，伴随国内企业在靶点和适应症的差异化布局下，“BIC”、“FIC”产品出现几率在逐步提升，2023年主要受制于全球投融资趋势回落，未来随着海外大单品的进一步放量，以及更多类型创新药的license out，我们看好创新药的出海趋势。

图24：2019-2023年药品行业海外营收占比

| 行业分类  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------|------|------|------|------|------|
| 化学原料药 | 34%  | 37%  | 36%  | 36%  | 35%  |
| 化学制剂  | 9%   | 10%  | 12%  | 12%  | 11%  |
| 生物医药  | 18%  | 17%  | 20%  | 19%  | 16%  |
| 药品整体  | 18%  | 20%  | 21%  | 21%  | 19%  |

图25：2019-2023年药品行业海外营收同比增长率

| 行业分类  | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------|------|------|------|------|------|
| 化学原料药 | 2%   | 15%  | 9%   | 8%   | -5%  |
| 化学制剂  | 12%  | 16%  | 22%  | 3%   | -6%  |
| 生物医药  | 36%  | -6%  | 31%  | 2%   | -13% |
| 药品整体  | 4%   | 12%  | 15%  | 7%   | -9%  |

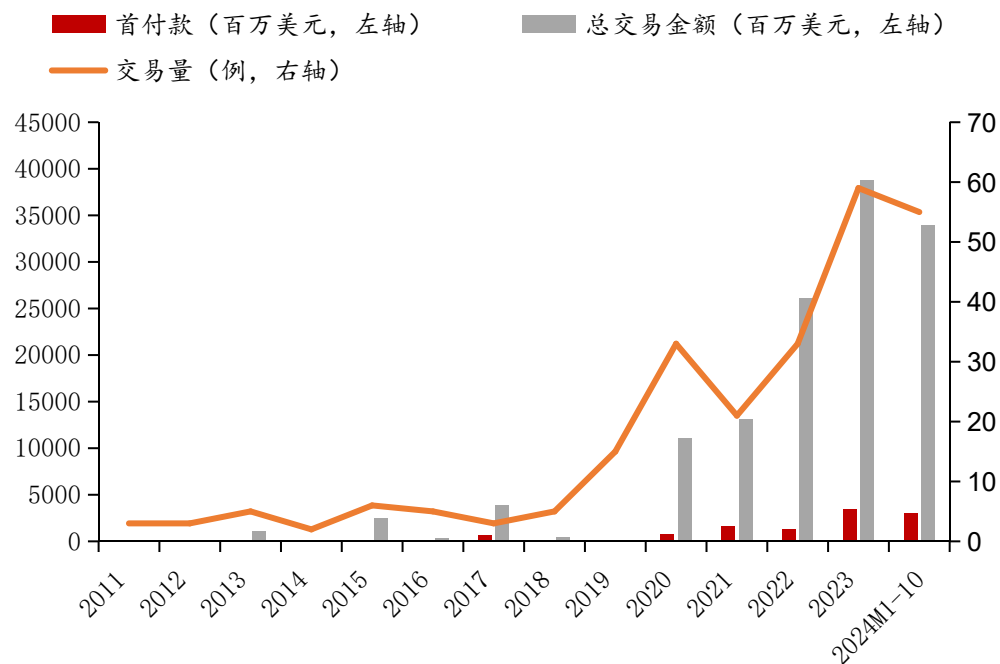
# 中国创新能力的大幅提升是创新药出海的供给端条件

➤ **创新药出海的供给端：**从产业发展阶段来看，中国与海外的创新药发展差距在缩小。2015-2023年，中国畅销药的榜单逐步与全球接轨，随着近年来授权引出案例的增加，越来越多的国内产品被海外认可。

图26：10年前中国畅销药TOP 20榜单出海潜力低（销售额排名）

| 序号 | 药品通用名        | 2015年销售额<br>(百万元) | 药品通用名         | 2019年销售额<br>(百万元) | 药品通用名         | 2023年销售额<br>(百万元) |
|----|--------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|
| 1  | 氯化钠          | 15,916            | 氯化钠           | 19,549            | 人血白蛋白         | 25,665            |
| 2  | 氯吡格雷         | 12,299            | 人血白蛋白         | 15,582            | 氯化钠           | 20,566            |
| 3  | 阿托伐他汀        | 9,983             | 阿托伐他汀         | 14,985            | 人免疫球蛋白        | 10,619            |
| 4  | 泮托拉唑         | 9,465             | 氯吡格雷          | 14,278            | 贝伐珠单抗         | 10,427            |
| 5  | 人血白蛋白        | 9,459             | 阿卡波糖          | 12,134            | 奥司他韦          | 9,863             |
| 6  | 阿胶           | 8,890             | 奥美拉唑          | 10,286            | 阿托伐他汀         | 9,822             |
| 7  | 单唾液酸四己糖神经节苷脂 | 8,799             | 厄贝沙坦+氢氯噻嗪, 复方 | 9,587             | 头孢哌酮+舒巴坦, 复方  | 8,986             |
| 8  | 奥美拉唑         | 8,244             | 硝苯地平          | 9,061             | 碳酸钙+维生素D3, 复方 | 8,466             |
| 9  | 葡萄糖          | 8,047             | 左氧氟沙星         | 8,645             | 血塞通           | 8,429             |
| 10 | 恩替卡韦         | 8,008             | 阿胶            | 8,525             | 哌拉西林+他唑巴坦, 复方 | 8,328             |
| 11 | 阿卡波糖         | 7,962             | 紫杉醇           | 8,479             | 曲妥珠单抗         | 7,778             |
| 12 | 奥拉西坦         | 7,497             | 二甲双胍          | 8,079             | 葡萄糖           | 7,478             |
| 13 | 氨溴索          | 7,128             | 氨氯地平          | 8,021             | 重组人生长激素       | 7,353             |
| 14 | 血栓通          | 7,053             | 奥司他韦          | 8,011             | 丁苯酞           | 7,343             |
| 15 | 培美曲塞         | 6,504             | 葡萄糖           | 7,832             | 达格列净          | 7,322             |
| 16 | 左氧氟沙星        | 6,468             | 雷贝拉唑          | 7,529             | 依诺肝素          | 7,318             |
| 17 | 兰索拉唑         | 6,251             | 布地奈德          | 7,520             | 蓝岑            | 7,017             |
| 18 | 左卡尼汀         | 6,192             | 泮托拉唑          | 7,421             | 氨氯地平          | 6,754             |
| 19 | 头孢克肟         | 5,885             | 地佐辛           | 7,302             | 硝苯地平          | 6,668             |
| 20 | 血塞通          | 5,822             | 瑞舒伐他汀         | 7,279             | 布洛芬           | 6,605             |

图27：过去5年创新药出海速度明显加快

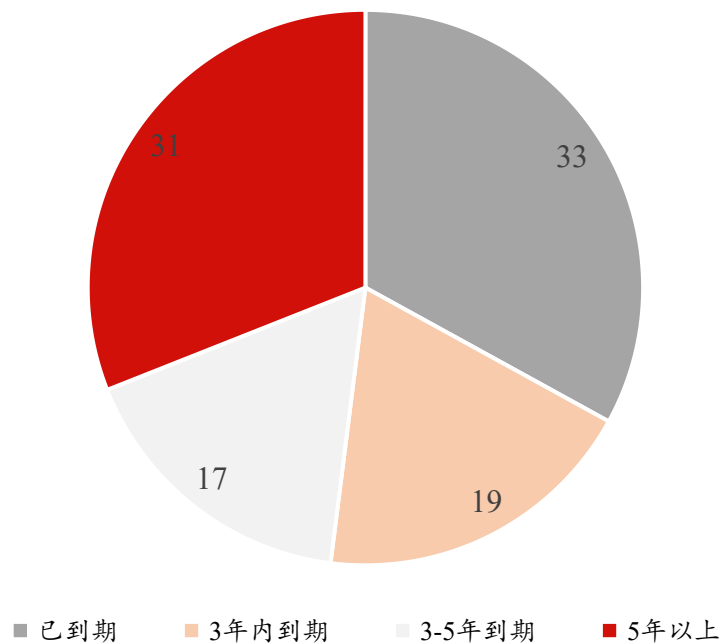


资料来源：医药魔方，PDB，国联证券研究所

## 海外MNC存量品种的成长压力是创新药出海的需求端条件

- 创新药出海的需求端：海外MNC的存量品种面临专利悬崖，管线亟需补强。中国创新药内卷式研发为海外MNC提供了新的合作方式。

图28：TOP20MNC销售额前五品种美国核心专利期限





### 3 “存量看结构”：后集采时代的存量结构性机会

## 存量看结构：医改后的格局重塑

➤ 产品放量的重点在于按照医保的规则满足“未满足的临床需求”。

➤ 案例：

✓ 艾力斯伏美替尼：2021年3月上市，2023年销售额超过20亿元。

✓ 神州细胞的重组凝血因子VIII 2021年7月上市，8月取得医保目录代码，2023年销售额近19亿元。

图29：2019-2023艾力斯伏美替尼销售额（百万元）

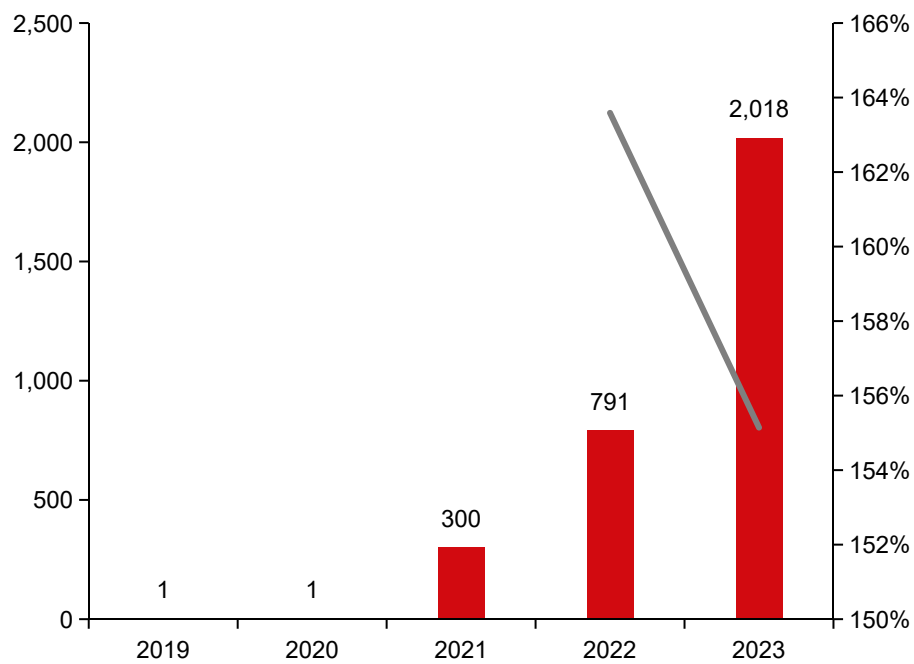
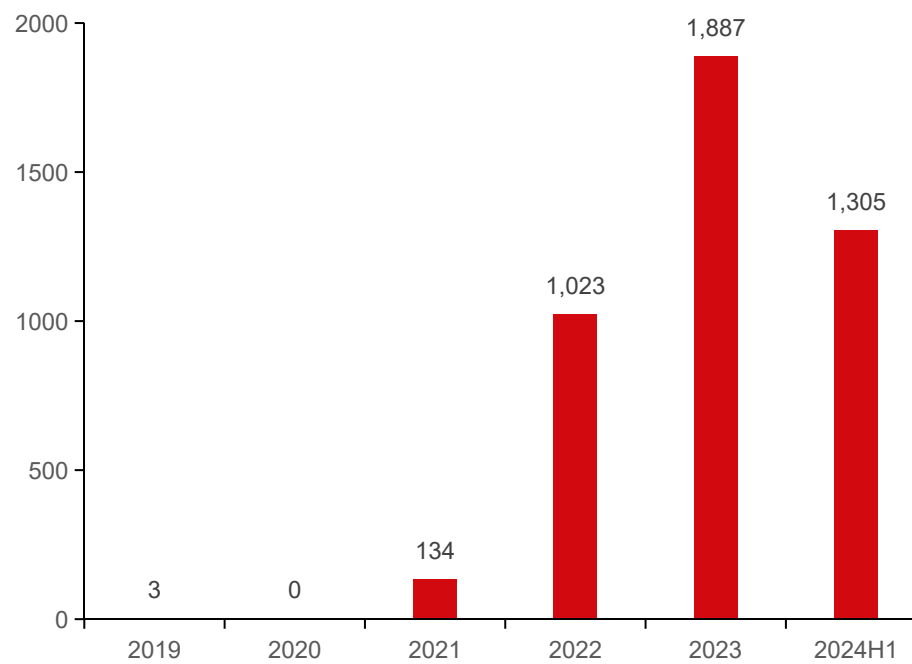


图30：2019-2023神州细胞重组凝血因子VIII销售额（百万元）



# 结构化趋势：由“药”到“医”，由“产品”到“服务”

➤ 医院利益结构的再分配：由“药”到“医”，由“产品”到“服务”。医疗机构回归“医”的本质。

图31：公立三级医院各收入费用项目情况

|                | 公立三级医院平均每所医院项目  |                 | 各项目占收入比例      |                 |
|----------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|
|                | 2016            | 2021            | 2016          | 2021            |
| 平均每所医院总收入（万元）  | 77,310.6        | 97,640.6        | 100.00%       | 100.00%         |
| 财政拨款收入         | 5,463.7         | 9,707.8         | 7.07%         | 9.94%           |
| 事业收入           |                 | 85,376.6        |               |                 |
| 医疗收入           | 69,829.5        | 84,636.8        | 90.32%        | 86.68%          |
| 门急诊收入          | 22,957.7        | 28,640.5        | 29.70%        | 29.33%          |
| 挂号收入           | 216.3           |                 | 0.28%         |                 |
| 内：检查收入         | 4,195.6         | 5,839.8         | 5.43%         | 5.98% ↑         |
| <b>治疗收入</b>    | <b>2,298.5</b>  | <b>3,489.0</b>  | <b>2.97%</b>  | <b>3.57%</b> ↑  |
| 手术收入           | 492.1           | 880.2           | 0.64%         | 0.90% ↑         |
| 卫生材料收入         | 801.0           | 1,030.4         | 1.04%         | 1.06%           |
| <b>药品收入</b>    | <b>10,885.9</b> | <b>11,063.4</b> | <b>14.08%</b> | <b>11.33%</b> ↓ |
| 西药收入           | 7,695.1         | 7,684.2         | 9.95%         | 7.87% ↓         |
| 中药收入           | 3,190.8         | 3,379.2         | 4.13%         | 3.46% ↓         |
| 住院收入           | 46,871.8        | 55,224.1        | 60.63%        | 56.56%          |
| 内：床位收入         | 1,578.6         | 1,663.2         | 2.04%         | 1.70% ↓         |
| <b>检查收入</b>    | <b>4,092.4</b>  | <b>5,602.4</b>  | <b>5.29%</b>  | <b>5.74%</b> ↑  |
| <b>治疗收入</b>    | <b>5,715.9</b>  | <b>7,490.6</b>  | <b>7.39%</b>  | <b>7.67%</b> ↑  |
| <b>手术收入</b>    | <b>2,850.1</b>  | <b>4,790.4</b>  | <b>3.69%</b>  | <b>4.91%</b> ↑  |
| 护理收入           | 949.6           | 1,464.4         | 1.23%         | 1.50% ↑         |
| 卫生材料收入         | 9,307.7         | 12,572.7        | 12.04%        | 12.88% ↑        |
| <b>药品收入</b>    | <b>16,267.5</b> | <b>13,621.9</b> | <b>21.04%</b> | <b>13.95%</b> ↓ |
| 西药收入           | 14,920.3        | 12,486.7        | 19.30%        | 12.79% ↓        |
| 中药收入           | 1,347.2         | 1,135.2         | 1.74%         | 1.16% ↓         |
| 科教收入           | 439.8           | 686.2           | 0.57%         | 0.70%           |
| 上级补助收入         |                 | 68.1            | 0.00%         | 0.07%           |
| 其他收入           | 1,577.6         | 1,377.5         | 2.04%         | 1.41%           |
| 平均每所医院总费用（万元）  | 75,016.0        | 93,159.9        | 97.03%        | 95.41%          |
| 其中：业务活动费       | 56,384.1        | 83,019.3        | 72.93%        | 85.03%          |
| 单位管理费          | 7,433.8         | 8,946.8         | 9.62%         | 9.16%           |
| 其他费用           | 696.9           | 1,193.8         | 0.90%         | 1.22%           |
| 业务活动费用和单位管理费用  | 63,817.9        | 91,966.1        | 82.55%        | 94.19%          |
| 内：财政拨款经费       | 2,726.3         | 5,140.7         | 3.53%         | 5.26%           |
| 药品费            | 24,696.2        | 24,075.8        | 31.94%        | 24.66%          |
| 科教经费           | 341.1           | 549.0           | 0.44%         | 0.56%           |
| 平均每所医院人员经费（万元） | 22,912.9        | 33,275.1        | 29.64%        | 34.08%          |

由“药”到“医”的变化趋势，在4+7集采前就已经明确，集采加速了这一过程。

“降药占比”+“药品零加成”+“集采降价”，三重驱动下医院药品占比急速下降。

在药占比下降的背后，取而代之的是所有医疗服务性收入占比的提升，检查、治疗、手术等。

## 结构化趋势：由“仿制”到“创新”，由“辅助”到“刚需”

### 仿制药和辅助用药的医保资金占用大幅减少，取而代之的是创新药和刚需药的放量。

- ✓ 根据PDB数据，多数集采品种在集采后，同通用名产品合计的销售金额下降；列入监控目录的辅助用药销售规模也在下降并退出销售额品种前200名范畴。我们认为辅助用药、仿制药集采给其他改革留出了空间。
- ✓ 根据PDB的统计，列入2019年监控目录的辅助用药2016年销售额合计680亿元，这些品种在2019年一半以上退出了医院药品使用前200名的名单，2023年则完全退出该名单。

图32：医院使用金额前200药品中集采药品PDB销售（单位：百万元）

| 产品和销售额（百万元） | 2015   | 2019   | 2023   | 国采批次 |
|-------------|--------|--------|--------|------|
| 头孢唑林        | 2,286  | 3,119  | 不在前200 | 第五批  |
| 头孢替安        | 3,234  | 1,988  | 不在前200 | 第三批  |
| 头孢他啶        | 4,751  | 6,366  | 2,172  | 第五批  |
| 泮托拉唑        | 9,465  | 7,421  | 不在前200 | 第四批  |
| 门冬胰岛素(预混)   | 3,958  | 5,001  | 2,508  | 第六批  |
| 门冬胰岛素       | 不在前200 | 2,357  | 2,620  | 第六批  |
| 氯吡格雷        | 12,299 | 14,278 | 6,404  | 4+7  |
| 兰索拉唑        | 6,251  | 3,832  | 不在前200 | 第五批  |
| 精蛋白重组人胰岛素   | 5,381  | 5,358  | 4,040  | 第六批  |
| 甲钴胺         | 3,231  | 3,976  | 2,544  | 第三批  |
| 甘精胰岛素       | 4,484  | 7,221  | 4,876  | 第六批  |
| 氟比洛芬        | 不在前200 | 3,106  | 4,227  | 4+7  |
| 恩替卡韦        | 8,008  | 6,608  | 2,445  | 4+7  |
| 多西他赛        | 4,166  | 3,896  | 不在前200 | 第五批  |
| 丙氨酰谷氨酰胺     | 3,159  | 2,275  | 不在前200 | 第八批  |
| 奥氮平         | 3,729  | 4,269  | 不在前200 | 4+7  |
| 阿托伐他汀       | 9,983  | 14,985 | 9,822  | 4+7  |
| 阿卡波糖        | 7,962  | 12,134 | 3,268  | 第二批  |

图33：医院使用金额前200药品中辅助用药销售（单位：百万元）

|                | 2015  | 2019     | 2023     |
|----------------|-------|----------|----------|
| 单唾液酸四己糖神经节苷脂   | 8,799 | 2,597    | 不在前200名中 |
| 脑苷肌肽           | 3,559 | 2,596    | 不在前200名中 |
| 奥拉西坦           | 7,497 | 4,526    | 不在前200名中 |
| 磷酸肌酸           | 5,253 | 2,366    | 不在前200名中 |
| 小牛血清去蛋白        | 3,989 | 不在前200名中 | 不在前200名中 |
| 前列地尔           | 5,649 | 3,333    | 不在前200名中 |
| 曲克芦丁+脑蛋白水解物，复方 | 2,263 | 1,971    | 不在前200名中 |
| 辅酶A+辅酶I，复方     | 3,817 | 不在前200名中 | 不在前200名中 |
| 丹参川芎嗪          | 4,866 | 2,617    | 不在前200名中 |
| 电解质+转化糖，复方     | 2,313 | 不在前200名中 | 不在前200名中 |
| 鼠神经生长因子        | 3,537 | 不在前200名中 | 不在前200名中 |
| 胸腺五肽           | 3,440 | 不在前200名中 | 不在前200名中 |
| 核糖核酸           | 2,265 | 不在前200名中 | 不在前200名中 |
| 依达拉奉           | 2,105 | 不在前200名中 | 不在前200名中 |
| 骨肽             | 2,817 | 不在前200名中 | 不在前200名中 |
| 脑蛋白水解物         | 1,525 | 不在前200名中 | 不在前200名中 |
| 长春西汀           | 2,462 | 不在前200名中 | 不在前200名中 |
| 桂哌齐特           | 1,835 | 不在前200名中 | 不在前200名中 |

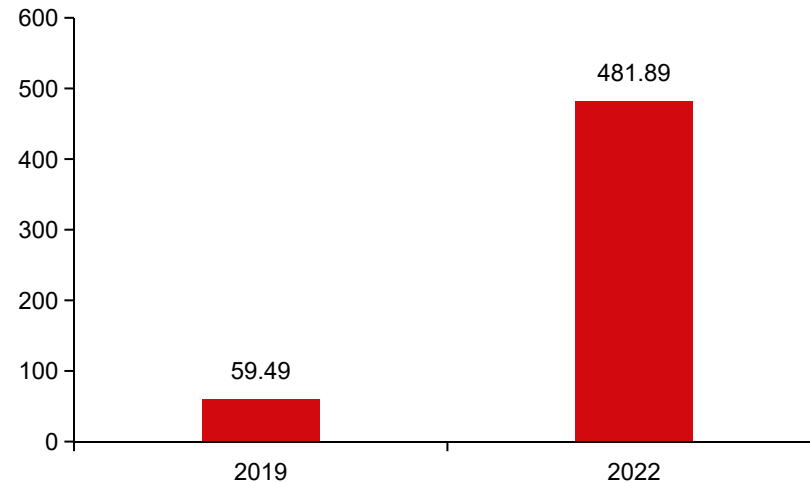
## 结构化趋势：由“仿制”到“创新”，由“辅助”到“刚需”

- 腾笼：中国目前已开展9批药品的国家带量采购，和4批器械的集中采购。其中前8批药品集采+器械集采，按照国家医疗保障局的统计，预计年节省2668亿元费用（按照约定采购量）。
- 换鸟：新药的医保支付加强。根据国家医疗保障局的统计，2022年医保支付新药的金额为481.89亿元，相比2019年3年支付金额增长超过8倍。

图34：仿制药国家带量采购和器械集采预计费用节省

| 批次              | 预计年节省费用（亿） |
|-----------------|------------|
| 1-5批药品集采+冠脉支架   | 1700       |
| 第6批药品集采         | 90         |
| 第7批药品集采         | 185        |
| 第8批药品集采         | 167        |
| 第二批高值耗材（人工关节）集采 | 160        |
| 第三批高值耗材集采       | 260        |
| 第四批高值耗材集采       | 106        |
| 预计可节省金额合计       | 2668       |

图35：新药医保支付加强（单位：亿元）



## 结构化趋势：由“进口”到“国产”

- 2018年以前专利到期原研药长期占据中国市场，集采加速了进口替代的过程。
- 以生物类似药为例，贝伐珠单抗2023年国产比例达到81%，曲妥珠单抗2023年国产比例达到34%，而2020年之前以进口为主。

图36：贝伐珠单抗PDB销售额（百万元）

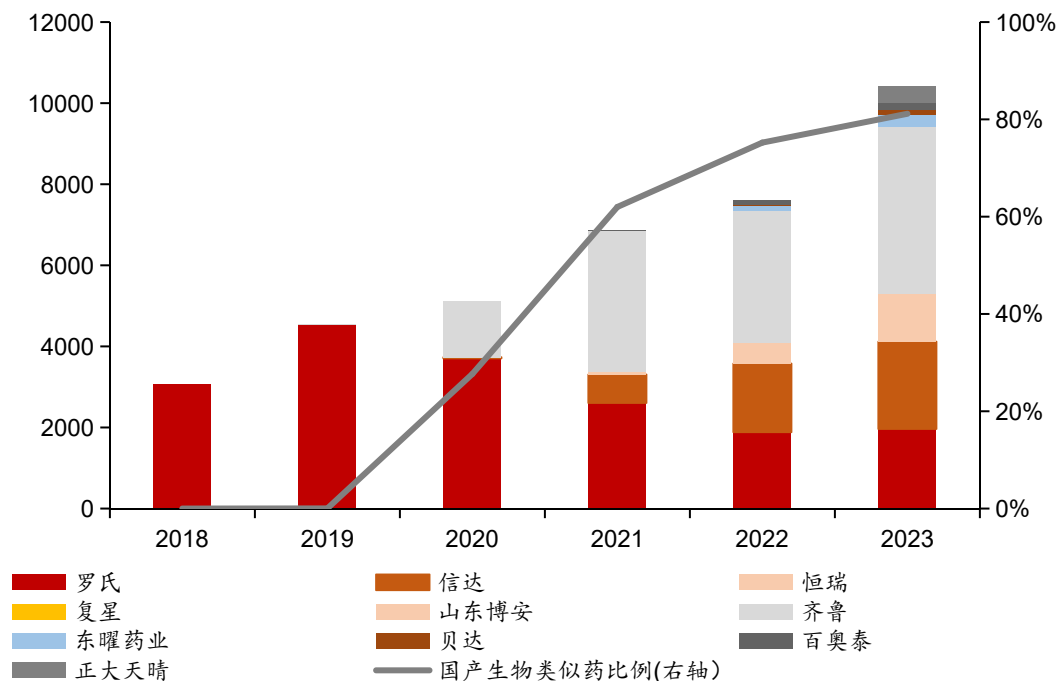
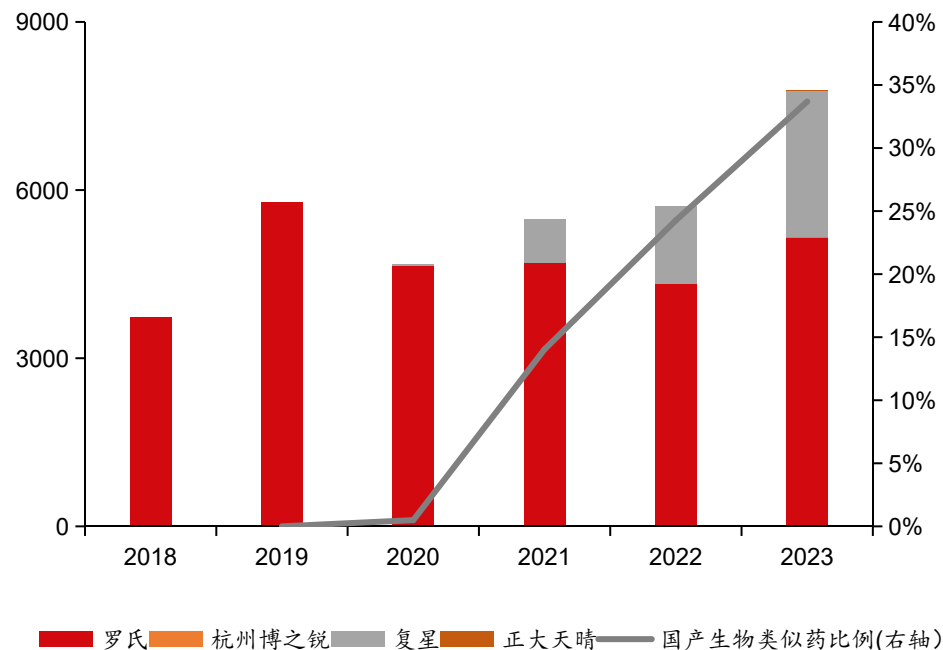


图37：曲妥珠单抗PDB销售额（百万元）



## 结构化趋势：由“渠道”到“产品”

➤ 集采降价更多是压缩渠道环节的利润，让产业链价值回归产品和服务的本质。

图38：14家代表性化药企业销售费用率变化（%）

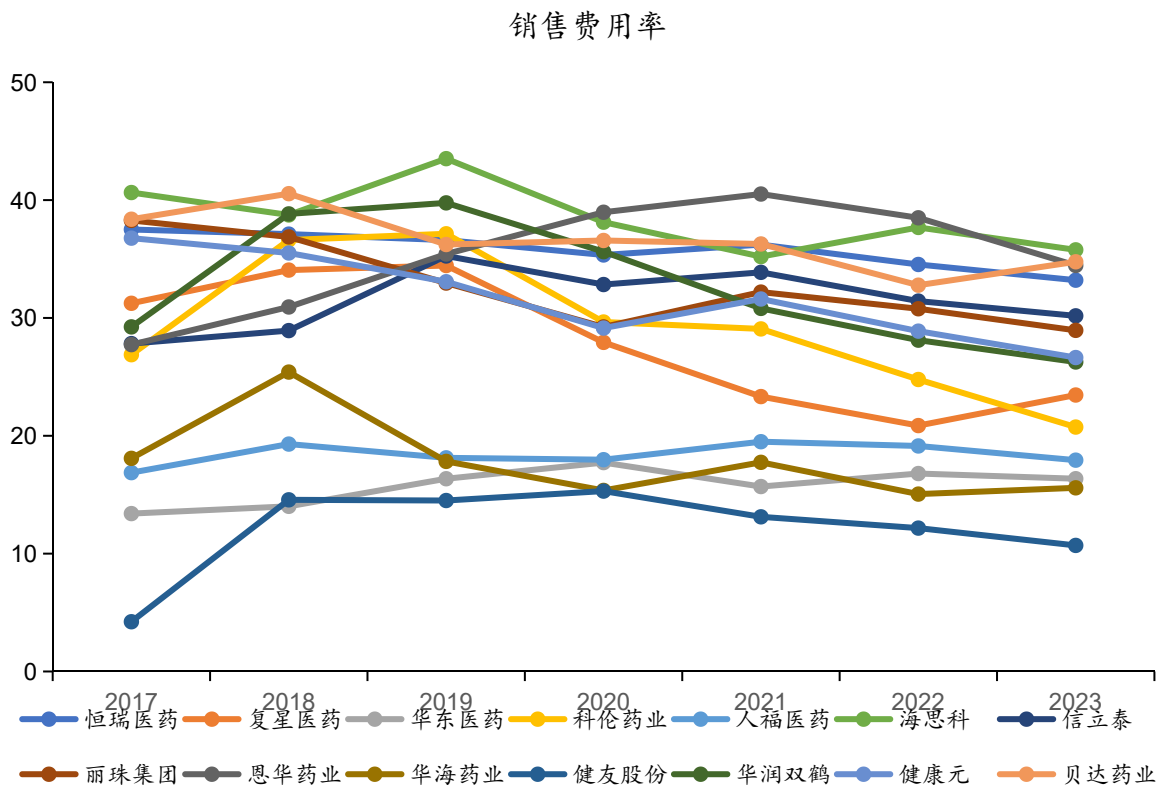
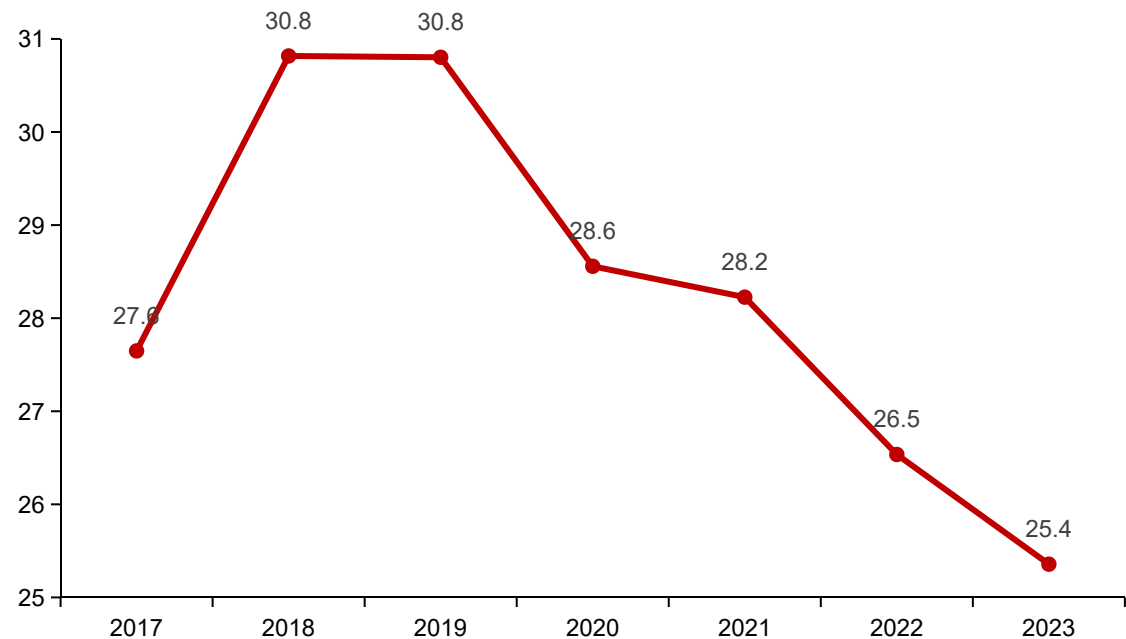


图39：14家代表性化药企业销售费用率算术平均值变化（%）



注：14家标的为按照申万医药化学制剂行业的市值排序选择

资料来源：Wind，国联证券研究所



## 4 中期维度医药板块核心细分产业趋势解析 及对应投资方法论

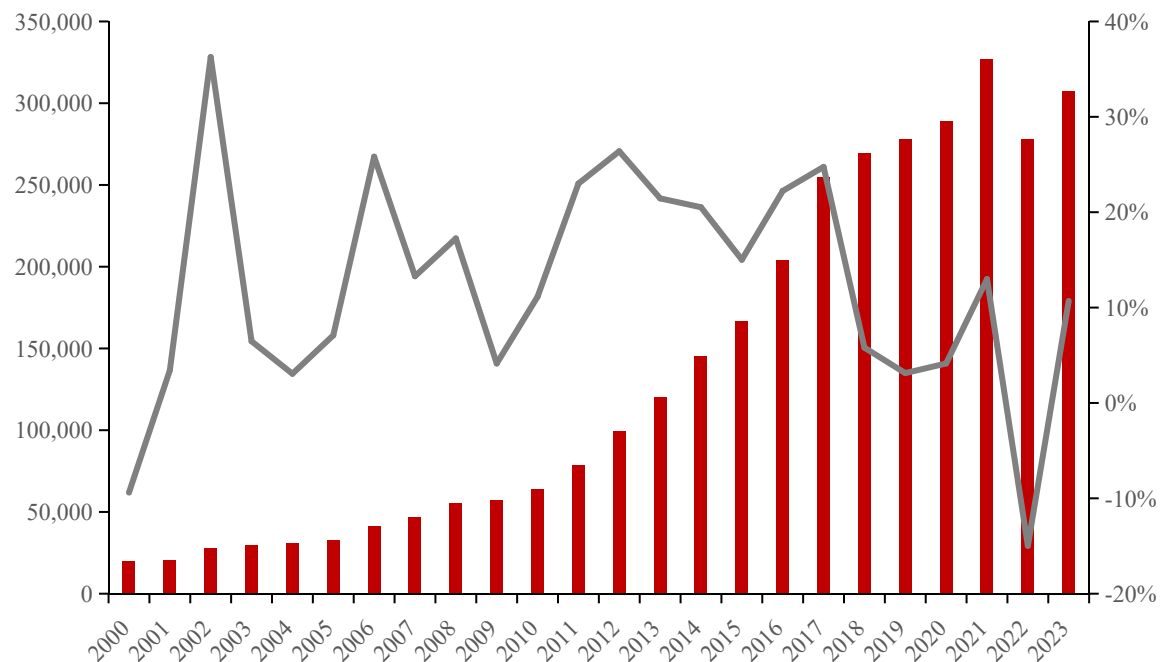
## “猛虎战术”到“群狼战术”的战略转型，高周转率的企业有望脱颖而出

- 传统药企的生存状况：多数公司的存量业务风险尚未完全出清，风险产品和成长产品混杂，**投资端要适应无法线性外推的新常态。**
- 不断推出新品种来抵御存量品种的降价压力是企业对抗集采的核心手段，但依然无法改变报表端的增长不稳定性

图40：后集采时代传统药企模型示意图（万元）

| 产品线拆分示例：    | 2024A          | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| A产品（存量老品种）  | 100,000        | 20,000         | 23,000         | 26,450         |
| yoy         |                | -80%           | 15%            | 15%            |
| B产品（放量中期品种） | 50,000         | 72,500         | 97,875         | 19,575         |
| yoy         |                | 45%            | 35%            | -80%           |
| C产品（放量初期品种） | 5000           | 20,000         | 50,000         | 72,500         |
| yoy         |                | 300%           | 150%           | 45%            |
| <b>合计收入</b> | <b>155,000</b> | <b>112,500</b> | <b>170,875</b> | <b>118,525</b> |
| <b>yoy</b>  |                | <b>-27.4%</b>  | <b>51.9%</b>   | <b>-30.6%</b>  |

图41：集采前某传统药企营收及增速（万元）



## 国内支付体系难以支撑大品种，第二成长曲线需要以量取胜

- 海外大药企的第二成长曲线通常依靠大单品：诺和诺德司美格鲁肽5年时间从0卖到212亿美元，销售额占比超过60%。
- 对于国内，**现行的支付体系难以支撑单一大单品**，30亿人民币销售额已是大多数品种天花板。但就目前药企业体量来看，一两个品种很难带来第二成长曲线，大型企业被迫只能以量取胜。从“猛虎战术”到“群狼战术”切换，通过研发高周转率来对抗单品天花板，或许是国内大体量传统药企在出海之外的破局关键。
- 传统药企的选股要兼顾四个要点：**存量风险出清或可测（集采）+综合执行力强（研发执行力和销售执行力）+估值&增速&分红相互匹配+强催化（如大额出海授权），建议关注恒瑞医药、科伦药业、贝达药业等。**

图42：诺和诺德司美格鲁肽及其他产品的销售分布（百万美元）

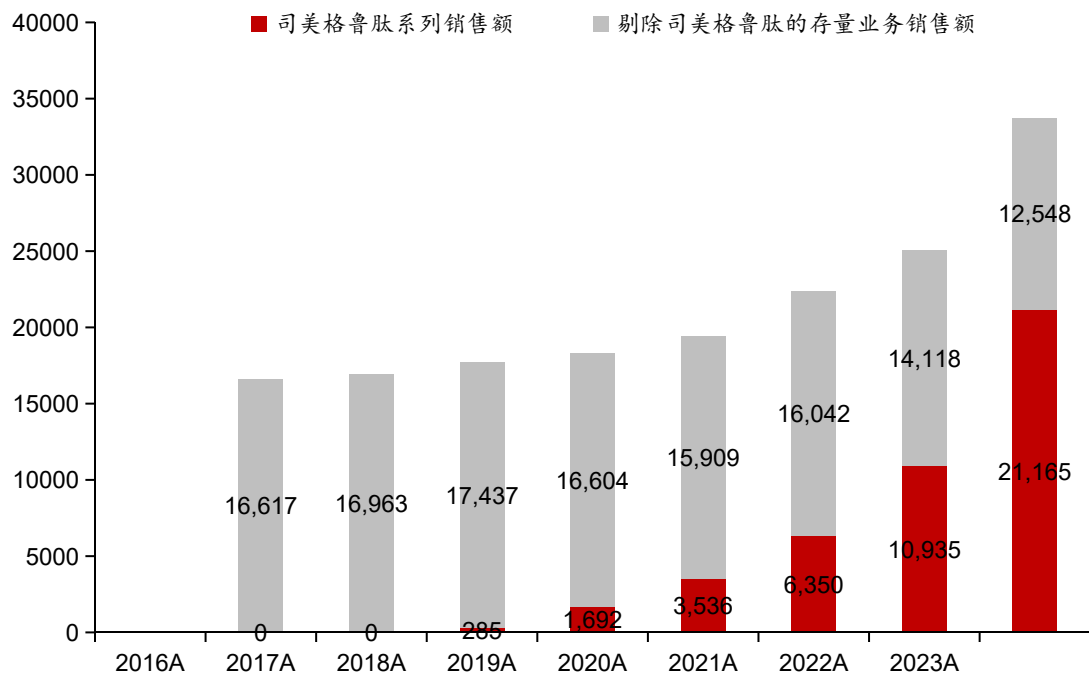


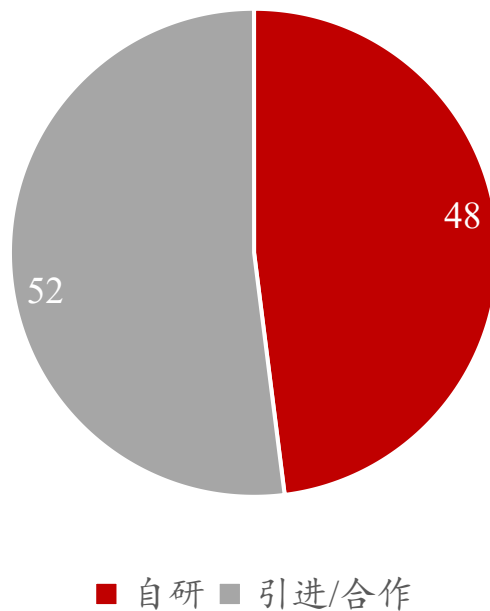
图43：国内部分传统药企销售收入（亿元）

| 证券代码      | 证券简称 | 2021  | 2022  | 2023  |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 600196.SH | 复星医药 | 390.1 | 439.5 | 414.0 |
| 000963.SZ | 华东医药 | 345.6 | 377.1 | 406.2 |
| 600079.SH | 人福医药 | 205.5 | 223.4 | 245.2 |
| 600276.SH | 恒瑞医药 | 259.1 | 212.8 | 228.2 |
| 002422.SZ | 科伦药业 | 172.8 | 189.1 | 214.5 |
| 600380.SH | 健康元  | 159.0 | 171.4 | 166.5 |
| 600664.SH | 哈药股份 | 128.0 | 138.1 | 154.6 |
| 000513.SZ | 丽珠集团 | 120.6 | 126.3 | 124.3 |
| 600420.SH | 国药现代 | 139.4 | 129.6 | 120.7 |
| 600267.SH | 海正药业 | 121.4 | 120.4 | 103.7 |

## ▶ Biotech: 出海或许是小型创新药投资的主旋律

- ▶ **Biotech在全球创新产业链的地位越来越高**：海外代表性创新药品种，很多都来自biotech公司。目前全球top20 MNC的当家品种，约一半来源于体外授权引进。
- ▶ 创新药研发是“试错式”的创新，顶尖的创新并不是注定来源于顶尖的药企。

图44：2023年全球前20大MNC当家品种的获取来源



# ▶ Biotech出海

## ➤ Biotech的出海

- ✓ 从支付端来看，国内创新药谈判常态化，竞争激烈，单品天花板或被压缩；
- ✓ 从竞争端来看，国内单一赛道容纳的竞争者更多，更加拥挤；
- ✓ 从商业化过程看，biotech会面临来自pharma的降维打击，容错率低；

➤ 因此，对于biotech来说，出海或许是最优的选择，可以享受海外定价和海外估值。

图45：2019-2024H1国内PD-1销售额（亿元）

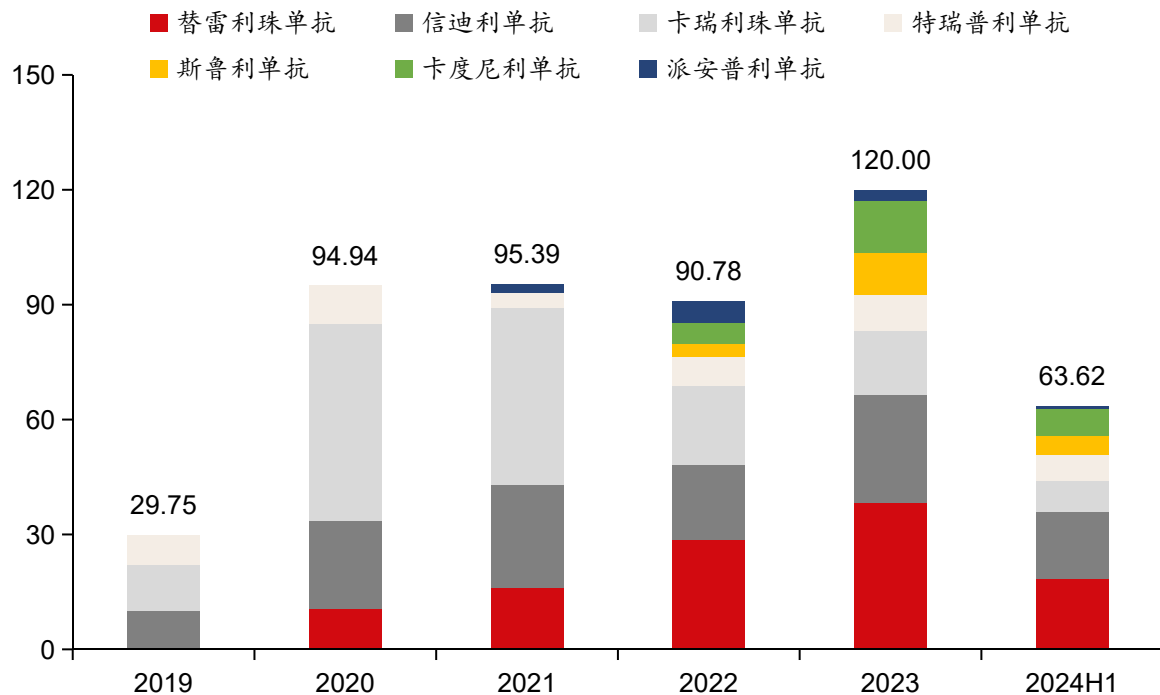
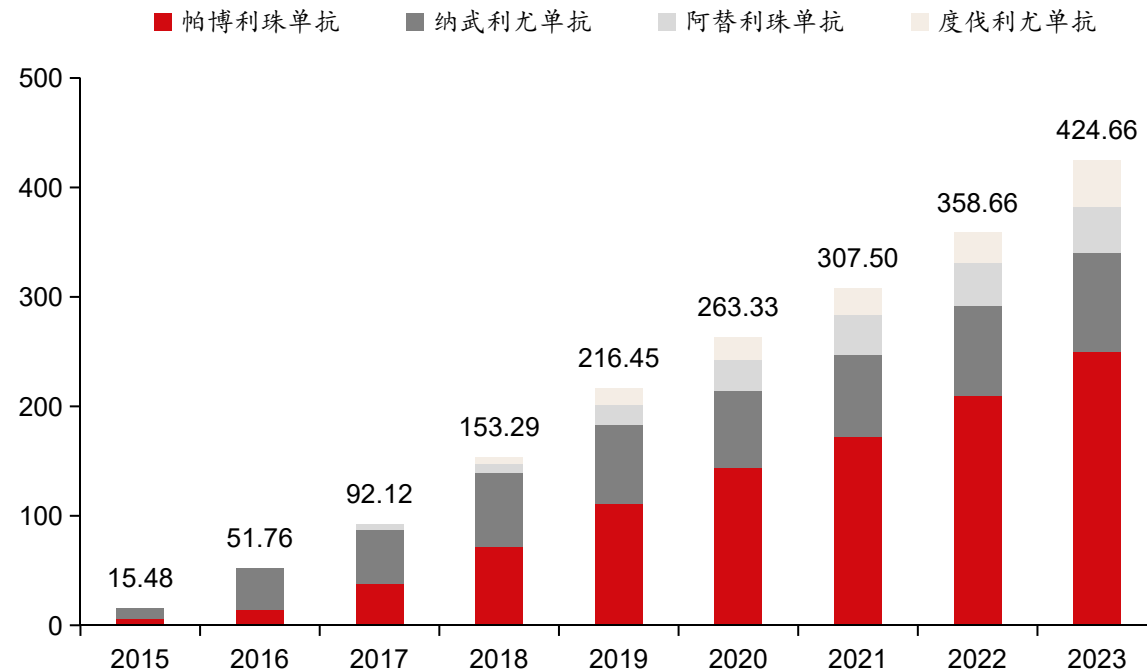


图46：2015-2024H1全球主要PD-1/PD-L1销售额（亿美元）



资料来源：各公司年报，PDB（卡瑞利珠单抗未公布销售，参考PDB全渠道数据），国联证券研究所

# 全球创新药的产业趋势和中国企业本身的竞争力提升也为出海提供了条件

➤ **中国创新药的供给在提升：**2017年以来，中国审批进度加速，当年获批创新药数量自2021年起已赶超美国。2010-2024M10，中国首次获批新药数量从11例增长至76例，其中小分子43例，生物药29例，均已赶超美国首次获批新药数量。

图47：2010-2024M10中美创新药当年首次获批数量

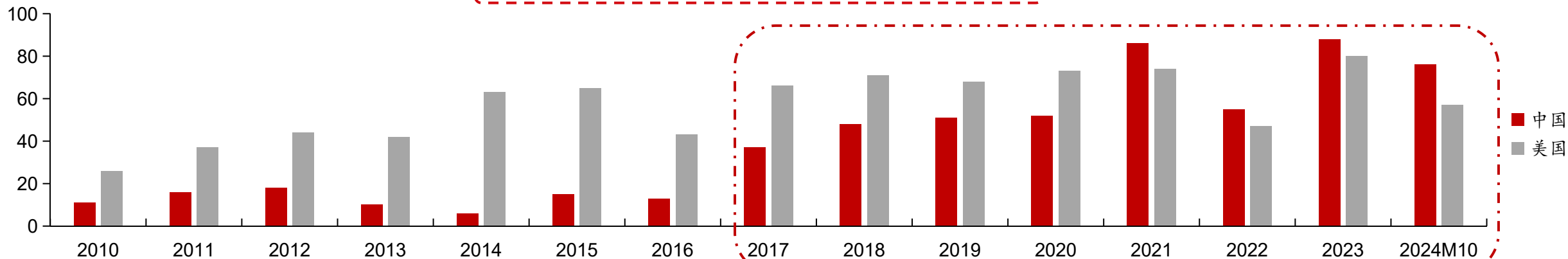


图48：2010-2024M10中美创新小分子药物当年首次获批数量

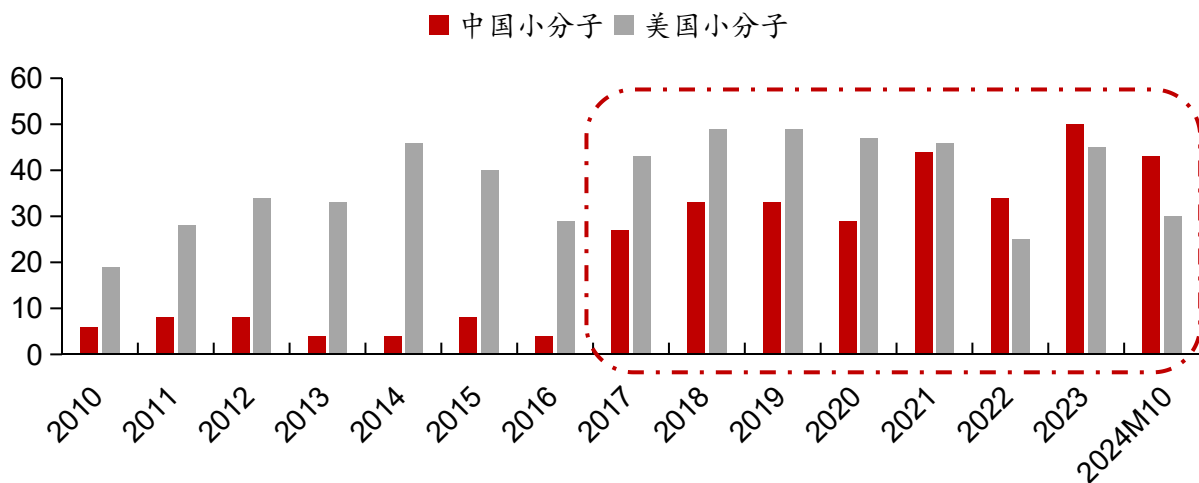
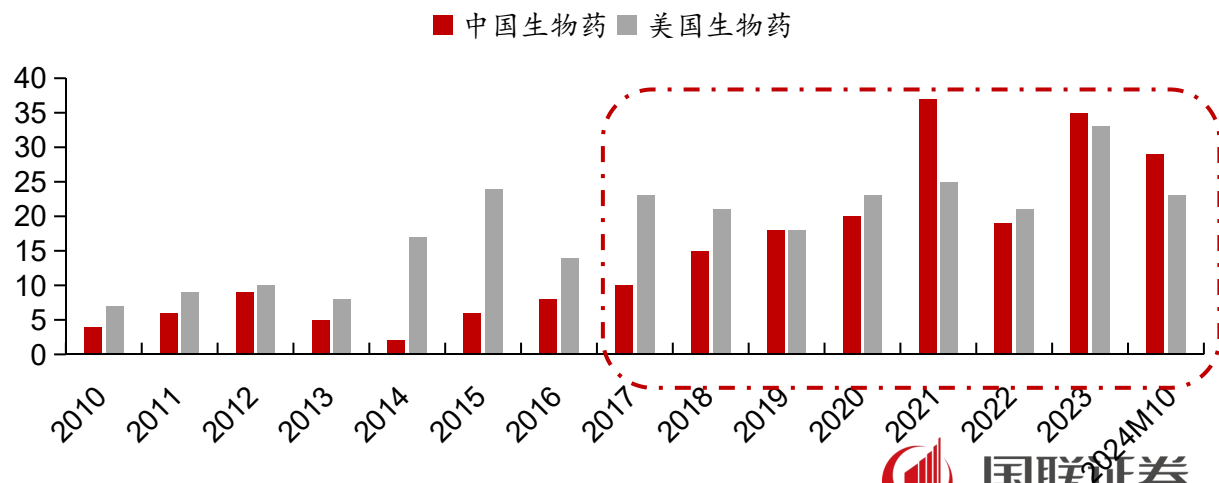


图49：2010-2024M10中美创新生物药当年首次获批数量



资料来源：医药魔方（以上获批数量源于医药魔方NextPharma数据库，统计事件为首次获批药品），国联证券研究所

## 全球新药研发投资回报率的降低使得海外大药企来中国寻找供给

- 新药研发投资回报率近年来虽有回升，但仍处于较低区间。2013-2019年，新药研发投资回报率从6.5%下降至1.5%，2020-2023年受新冠疫情影响有所波动，2023年由于部分高价值预测资产（GLP-1等）陆续获批从临床晚期研发管线中剔除，平均收益率有所提升但仍处于较低水位。
- 在研资产平均研发成本近年来企稳，每年平均预期峰值销售额有所下跌。2013-2023年，在研资产平均研发成本从13亿美元逐渐增长至22.8亿美元，成本增加主要源于各家企业资产范围和产品线不断扩大；每年平均预期峰值销售额从5.2亿美元逐渐降至3.6亿美元，峰值下调主要受到企业新冠高价值资产影响。

图50：2013-2023年期间临床晚期（2期及以后）研发管线的内部平均收益率

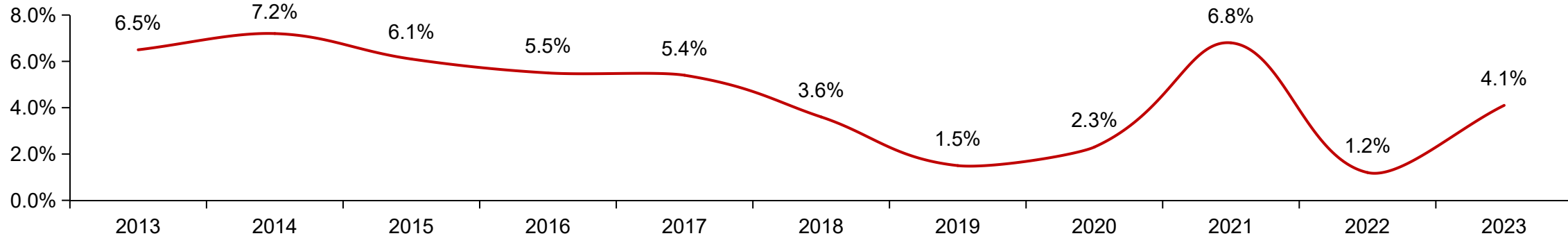
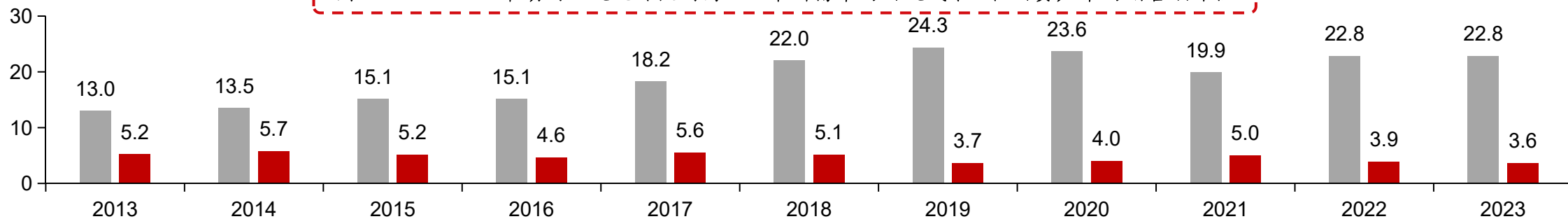


图51：2013-2023年期间从发现阶段到商业上市所需平均研发成本&在研资产平均销售额峰值

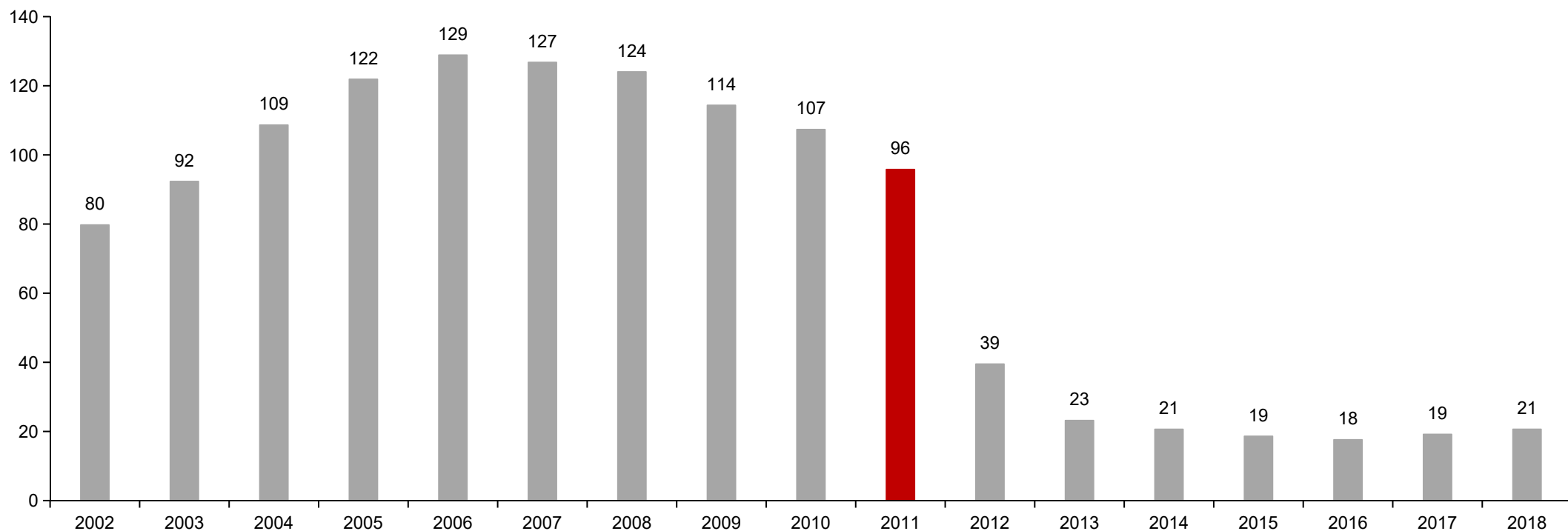


■ 上市平均成本 (亿美元) ■ 平均销售峰值/年 (亿美元)

## 寻找值得用“价格歧视”定价的创新药资产

- ▶ “价格歧视”定价产生的估值泡沫或许是创新药投资最大的超额收益来源：立普妥是辉瑞在2000年用900亿美元收购，即便立普妥成为销售过百亿美元的品种，也并没有收回其投资成本。
- ▶ 投资建议：寻找值得用“价格歧视”定价的创新药资产，高质量出海，如信达生物、康方生物、科伦博泰。

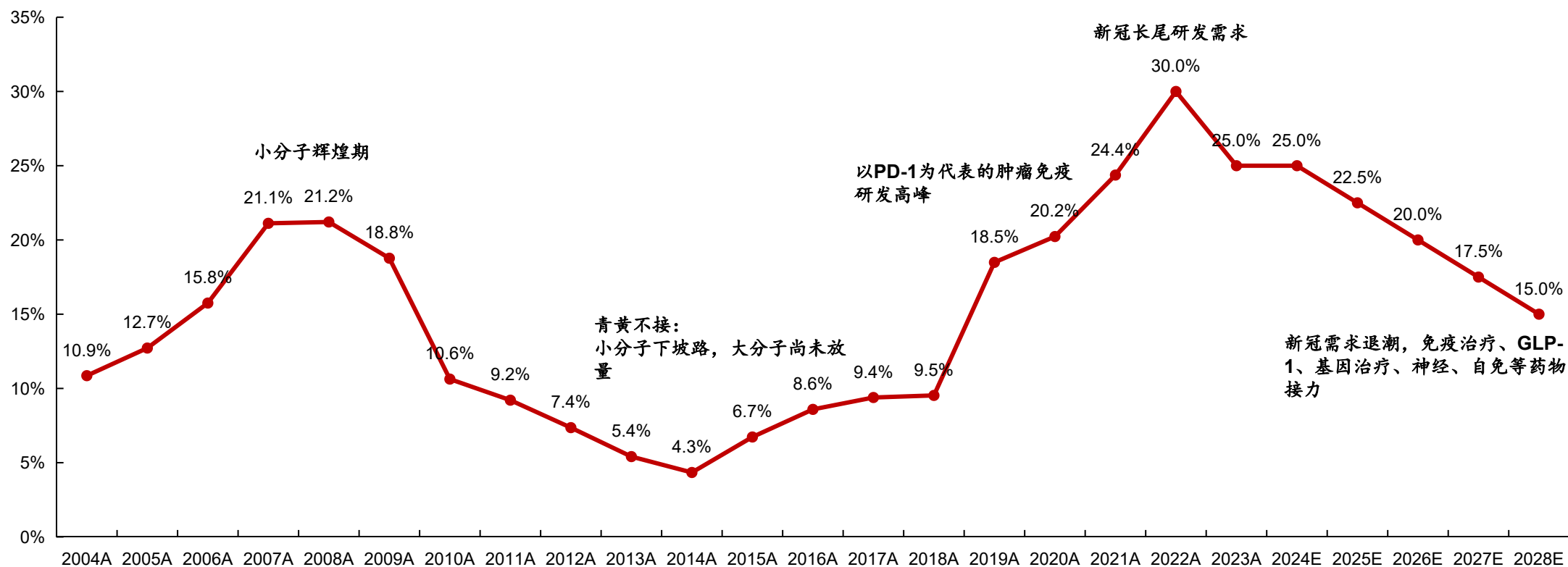
图52：辉瑞立普妥放量曲线（单位：亿美元）



## CRO/CDMO：需求步入“新常态”，关注左侧布局机会

- CXO板块的核心驱动力：**中长期看产业趋势，短期看阶段性需求**
- 从中长期趋势来看，目前全球CRO的需求处于“**后新冠时代的新常态**”
- 如下图，不考虑经济周期等非医药因素，**全球CRO的需求是跟创新药的代际变化周期息息相关的**，当前阶段总体需求虽难以回到疫情阶段，但依然维持在历史的高位，免疫治疗2.0、GLP-1、基因治疗、神经、自免等多领域的研发需求有望共同维持CRO的景气度

图53：Lonza资本开支占收入的比重



## 海外需求端：需求企稳&缓慢复苏

- **CRO/CDMO需求端原因**：2023年美股牛市中医药股票基本未涨。如下图，纳斯达克指数在2023年经历了一波大反弹，底部1年反弹60%并创下历史新高，但纳斯达克生物技术指数基本未涨，其原因之一可能为此前新冠疫情带来的医药股周期性繁荣。2023年美股医药二级市场的低迷或导致美股CRO公司业绩的低迷，较多公司下调业绩指引，尤其是以前端业务为主的公司，业绩短期承压。
- **XBI指数底部开始反弹**：自2023年10月美债收益率阶段性见顶，XBI指数底部反弹。
- **未来海外研发需求有望企稳**。

图54：纳斯达克指数和纳斯达克生物技术指数走势

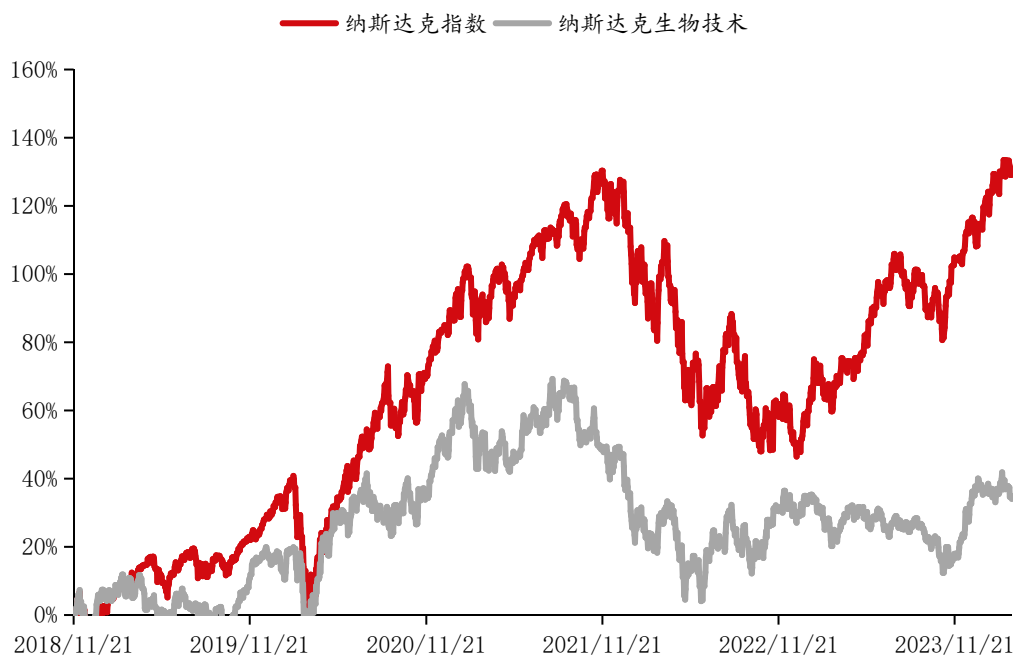


图55：LONZA从2025年开始主要板块触底反弹

| 百万瑞士法郎                        | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Biologics                     | 2,953 | 3,431 | 4,141 | 4,383 | 5,284 |
| yoy                           |       | 16.2% | 20.7% | 5.8%  | 20.6% |
| Small Molecules               | 839   | 858   | 1,003 | 1,110 | 1,182 |
| yoy                           |       | 2.3%  | 16.9% | 9.6%  | 7.5%  |
| Cell & Gene                   | 659   | 726   | 775   | 806   | 919   |
| yoy                           |       | 10.3% | 6.7%  | 4.0%  | 14.0% |
| Capsules & Health Ingredients | 1,317 | 1,327 | 1,293 | 1,313 | 1,355 |
| yoy                           |       | 0.7%  | -2.5% | 1.6%  | 3.2%  |

## 国内需求端：需求触底，但复苏或尚需时日

- 国内投融资改善仍需时日：在三年多下跌周期，国内长尾biotech公司二级市场估值较低，跟一级市场估值形成明显的价格倒挂，很多公司市值低于账面现金，影响一级市场的投融资需求。
- 二级市场估值修复有望改善投融资现状：CRO板块是少有的可以跟本轮行情有基本面因果互动的板块，二级市场的估值的提升会反过来刺激一级市场的融资需求，国内CRO的基本面有望缓慢缓解。

图56：部分港股biotech公司的市值和现金对比

| 公司代码    | 公司名称    | 市值 (亿港元) | 现金及等价物 (亿港元) | 市值-现金 (亿港元) |
|---------|---------|----------|--------------|-------------|
| 1228.HK | 北海康成-B  | 0.83     | 0.47         | 0.36        |
| 2257.HK | 圣诺医药-B  | 2.39     | 0.76         | 1.64        |
| 6628.HK | 创胜集团-B  | 3.88     | 4.00         | -0.12       |
| 2197.HK | 三叶草生物-B | 3.89     | 5.18         | -1.29       |
| 2126.HK | 药明巨诺-B  | 5.48     | 9.52         | -4.04       |
| 2898.HK | 盛禾生物-B  | 7.68     | 5.42         | 2.26        |
| 2137.HK | 腾盛博药-B  | 7.90     | 7.19         | 0.71        |
| 2170.HK | 贝康医疗-B  | 8.21     | 8.38         | -0.17       |
| 6978.HK | 永泰生物-B  | 8.23     | 1.59         | 6.64        |
| 6998.HK | 嘉和生物-B  | 8.58     | 11.25        | -2.66       |
| 2142.HK | 和铂医药-B  | 9.07     | 14.29        | -5.22       |
| 2496.HK | 友芝友生物-B | 9.65     | 1.77         | 7.88        |
| 2181.HK | 迈博药业-B  | 12.17    | 0.81         | 11.35       |
| 3681.HK | 中国抗体-B  | 12.34    | 2.13         | 10.20       |
| 1875.HK | 东曜药业-B  | 13.45    | 3.82         | 9.63        |
| 1167.HK | 加科思-B   | 13.70    | 3.96         | 9.73        |
| 1672.HK | 歌礼制药-B  | 15.29    | 3.81         | 11.48       |
| 2552.HK | 华领医药-B  | 17.63    | 14.67        | 2.96        |
| 2315.HK | 百奥赛图-B  | 22.37    | 4.23         | 18.14       |
| 2616.HK | 基石药业-B  | 23.24    | 7.44         | 15.81       |
| 2509.HK | 荃信生物-B  | 28.87    | 6.89         | 21.98       |
| 1541.HK | 宜明昂科-B  | 29.52    | 5.62         | 23.90       |
| 2256.HK | 和誉-B    | 30.24    | 3.28         | 26.96       |

## ► CRO板块的左侧布局

制约国内CRO/CDMO板块投资信心的关键因素在于：**内外需求均处于不确定状态**

- **外部需求**：海外实际需求已经开始复苏（XBI&CRO），**随着美国大选的落地风险可控**；
- **内部需求**：国内需求处于阶段性低谷，虽然尚未明显复苏但或已触底，并随着需求恢复**有望慢慢缓解**。

### 投资建议：

- 整体CRO公司已处于基本面和估值底部，无论是外需型公司还是内需型公司，未来虽不一定是拐点型反转但有望实现温和复苏，可以左侧逆向布局，也可以在基本面趋势明朗后做右侧布局，建议关注标的**药明康德、药明合联**。

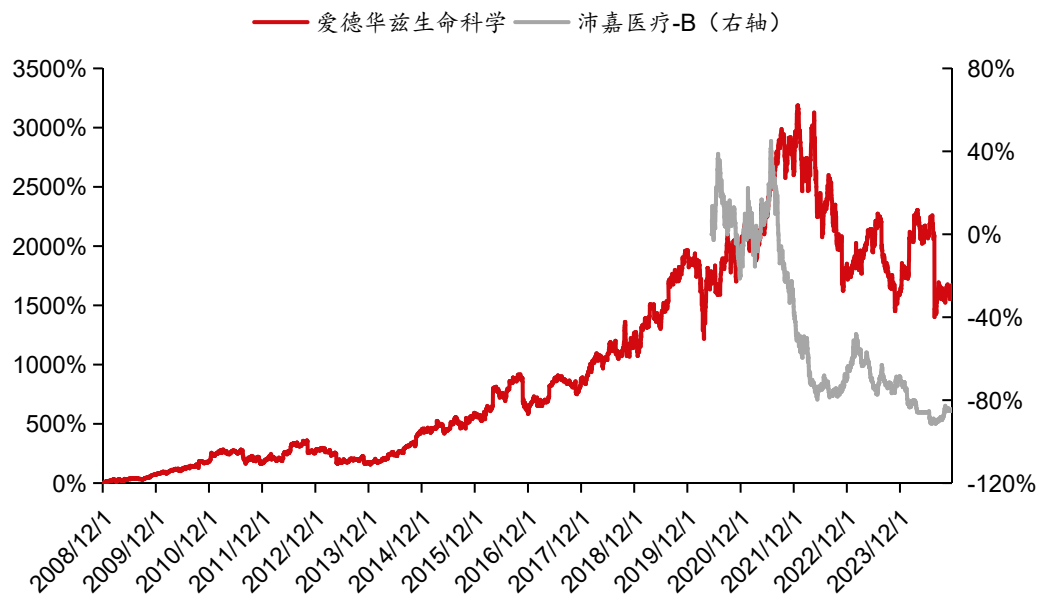
## 医疗器械：寻找中国特色的医疗器械长期成长破局之道

- **国内器械公司的远期愿景**：相对于短期的招投标预期，或许器械公司的远期愿景更值得关注。
- **从中美差异中寻找启发**：器械公司的长期发展蓝图，天然会形成两类模式，**大平台和大单品**。美股比较典型，平台型的赛默飞、丹纳赫、美敦力，单品的爱德华、德康、直觉外科等，都是世界级公司。然而，由于不同市场的差异，如支付环境、竞争、消费理念等多重原因影响，**平台化和国际化有望成为未来器械的破局之道**。

图57：德康医疗vs微泰医疗股价涨跌幅对比



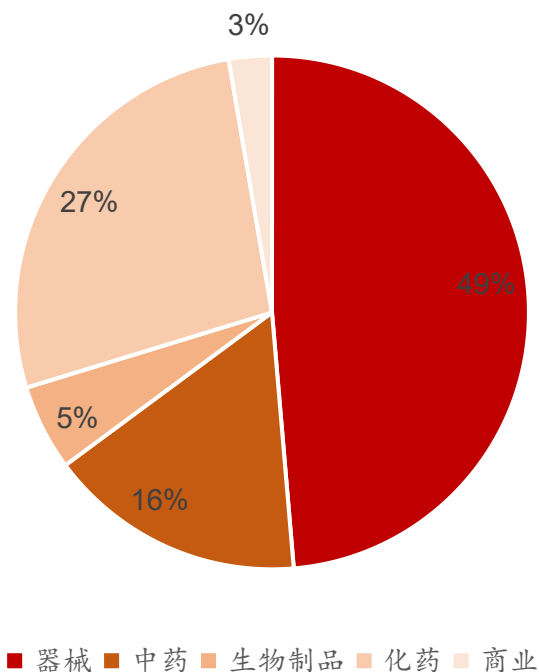
图58：爱德华vs沛嘉医疗股价涨跌幅对比



## “私有化”有望加速实现器械平台化和国际化的进程

- 2024年是国内器械**私有化元年**，迈瑞收购惠泰、中国生物制药收购浩欧博掀起国内器械私有化的序幕。近年来随着A股市场在交易特征、投资者结构、市场偏好等方面逐渐向港股和美股市场靠拢，部分企业逐步退市。
- 政策与产业共振：①器械板块小市值企业很多，具备被并购的潜质；②集采等外在经营环境的变化使得小企业经营有所承压；③资本市场退市机制使得业绩承压的公司有一定出售动力；④企业家精神断档。

图59：市值20亿以下医药股中医疗器械占比接近50%



## 器械的存量可以考虑集采触底后，进口替代、以价换量等经营性业务的恢复

- 器械的存量业务可以考虑集采触底后的进口替代、以价换量等经营性业务的恢复。
- 集采促进国产替代进程加快：2020-2024年期间创伤类和关节类集采逐步落地，国产化率提升较快，关节类国产化率从2020年的30%提升至2024年的70%。脊柱类国产化率从2020年的42%提升至2024年的80%。

图60：2020年中国骨科医疗器械市场份额情况

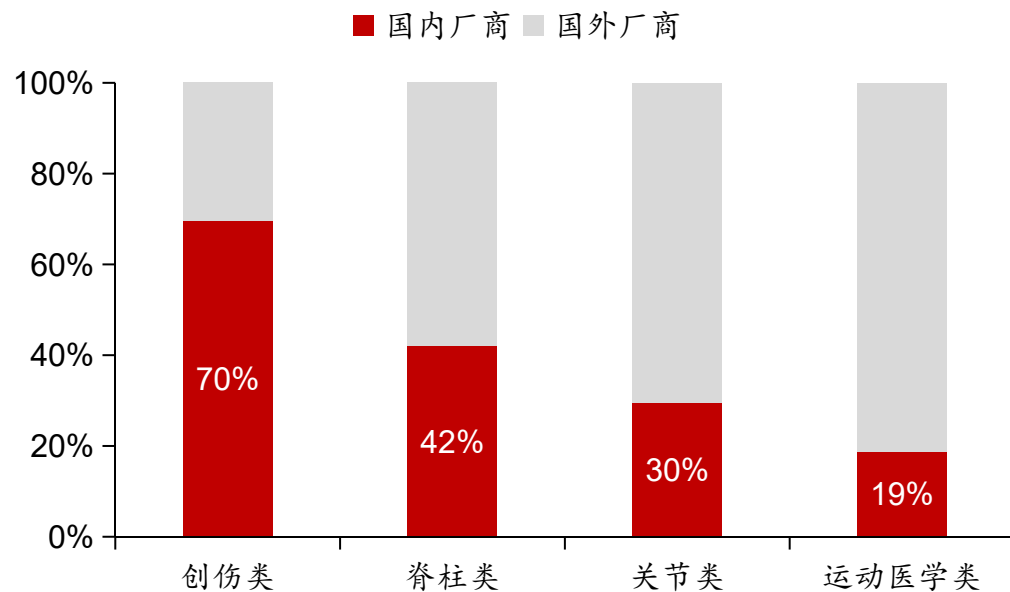
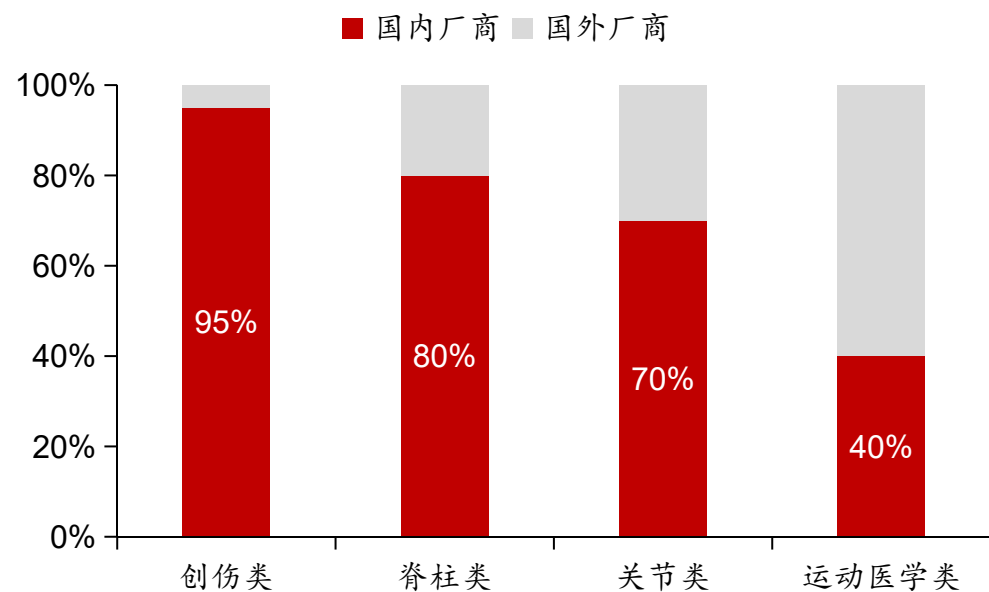


图61：2024年中国骨科医疗器械市场份额情况



## 关注集采相关器械公司的左侧布局机会

- 集采相关器械的左侧布局：目前骨科、IVD等集采相关耗材公司的经营状态类似传统药企，由于产品种类多，不同种类的集采进展不同，导致报表端无法线性外推。以骨科为例，创伤品类集采完成续约且已落地执行，为骨科集采出清最快的品类，关节集采续约政策正落地执行。
- 建议关注集采相关器械的左侧布局机会，重点关注骨科、IVD、眼科等。

图62：骨科各品类集采进度

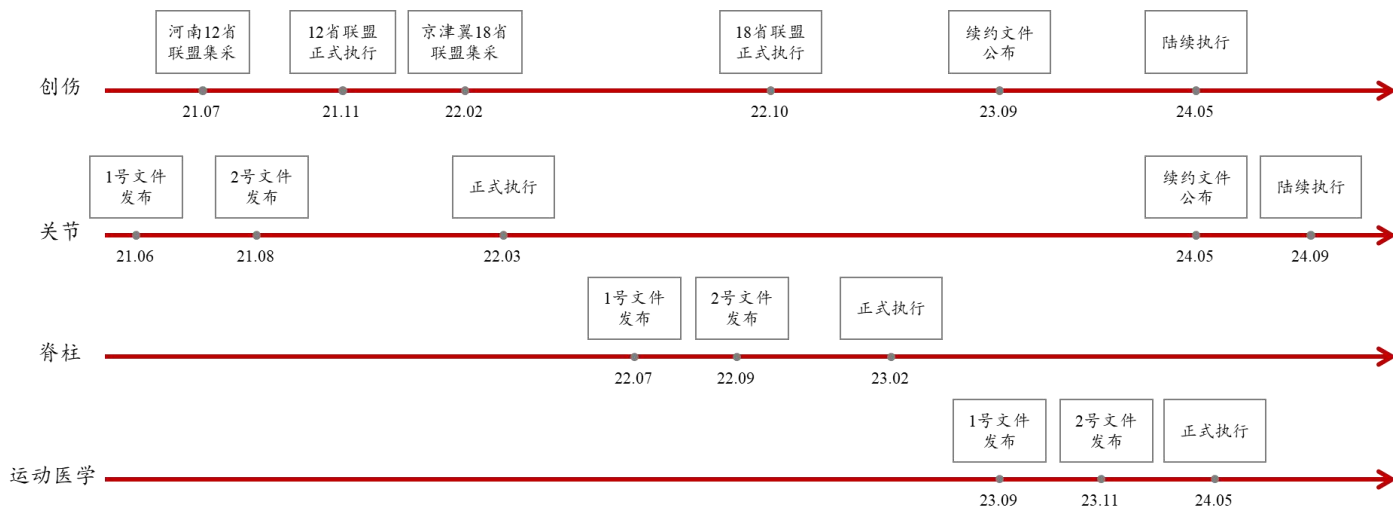


图63：2019-2024Q2各骨科公司营收情况（百万元）

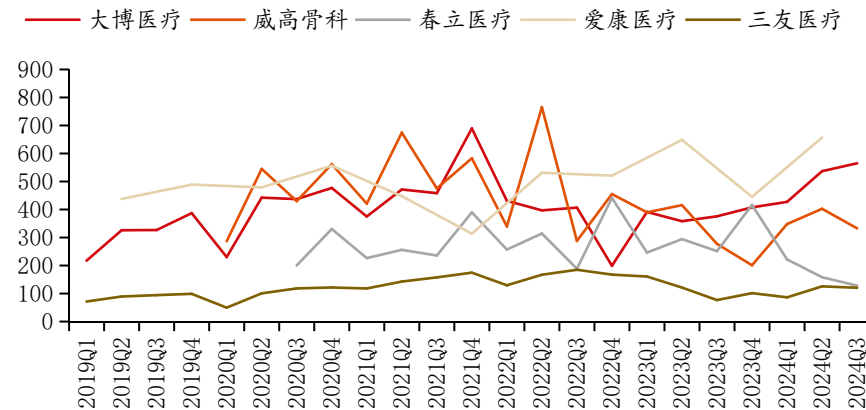
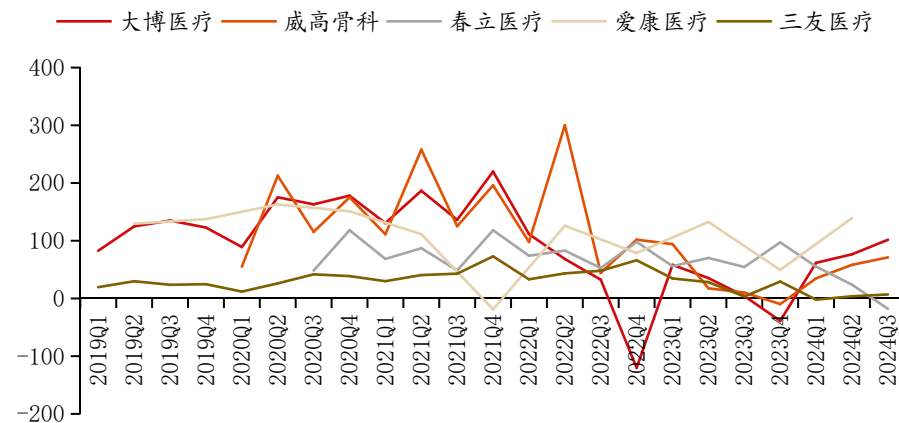


图64：2019-2024Q2各骨科公司归母净利润情况（百万元）



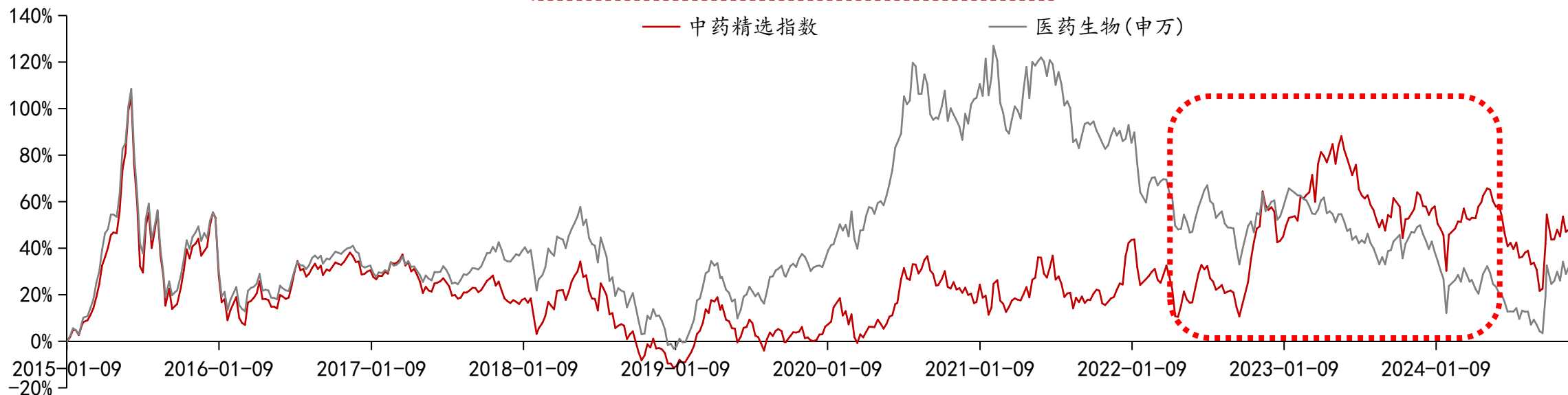
## 中药板块进入精选个股期

过去几年中药板块呈现比较明显的系统性贝塔行情，我们认为有多种因素的共同影响：

- ✓ 因素1：2019-2021年高景气度、高估值板块的集体退潮（CXO、消费医疗等），中药板块防御价值凸显，投资端面临医药资产的再配置；
- ✓ 因素2：COVID-19实现从全民防疫到自我防疫阶段，中药发挥作用；
- ✓ 因素3：政策对于产业的支持；
- ✓ 因素4：国企改革等与中药板块的契合度较高；
- ✓ 因素5：中药板块本身具备低估值、稳健增长的特点。

中药板块的投资或将由“面”到“点”，进入优选个股期，个股走势或将出现分化。

图65: wind中药精选指数和申万医药指数走势比较



## 中药板块的短中长期选股逻辑

### ➤ 中药商业模式的特殊性:

- ✓ 无出海/无海外对标: 中药板块出海难度高, 无海外对标。
- ✓ 公司治理的重要性: 中药难以像化药/生物药产生重磅品种, 公司治理的重要性凸显。

### ➤ 中药选股逻辑:

- ✓ 长期机会: 中药板块的长期机会来自于“**执行力**”对“**品牌力**”的加持从而带来的长期稳健成长;
- ✓ 中期机会: 中药板块的中期机会来自于政策层面的积极影响(如国家基本药物目录等);
- ✓ 短期机会: 中药板块的短期机会往往来自于阶段性个股公司治理改善(国企改革等)、突发性卫生事件(流感等)。

➤ 长期维度我们关注兼具品牌力和执行力的公司享受复利的力量, 中期维度关注政策层面对中药和其他板块的相对倾斜度, 有望提升中药估值, 短期维度关注国企改革等主线。中期政策层面和短期个股层面或许是实战性更强的选股逻辑。

图66: 贵州茅台投入资本回报率(%)

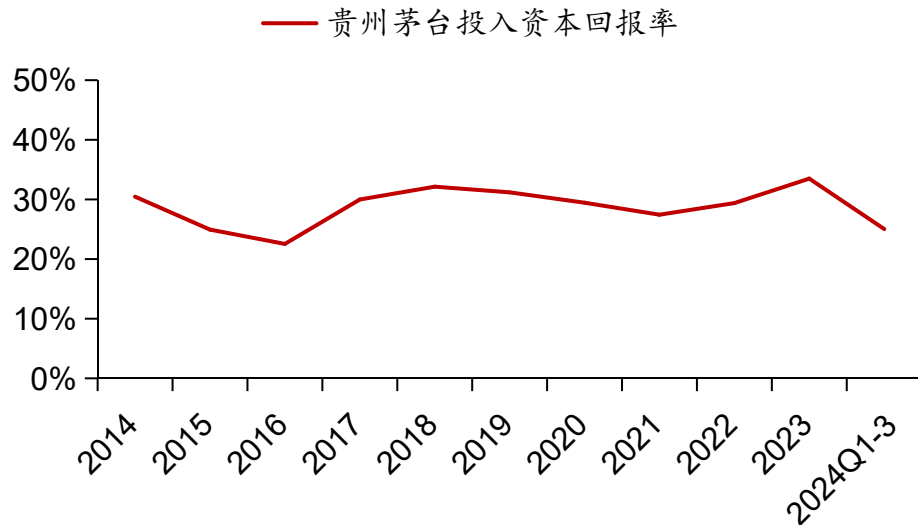
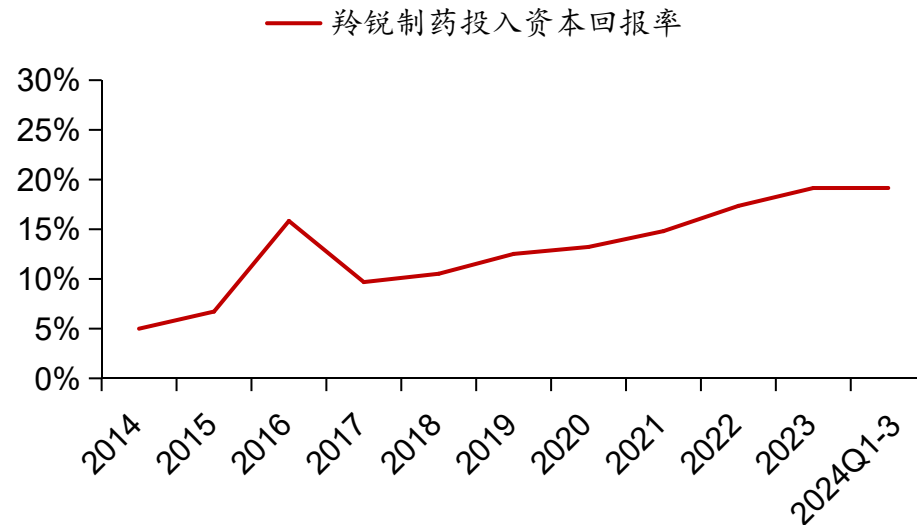


图67: 羚锐制药投入资本回报率(%)



## 政策端友好：政策驱动中医药渗透率持续提升

国务院发布《“十四五”中医药发展规划》，设置15个发展指标，目标到2025年我国中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善。十四五期间，中医医疗设施、人员配置逐步完善，中医类诊疗量占比持续提升。为落实十四五规划，国家加强对基层医疗卫生机构中医建设，明确社区卫生服务中心与乡镇卫生院的中医诊疗率不低于35%，社区卫生服务站与村卫生室的中医诊疗率不低于20%，中医药渗透率仍有提升空间。

图68：《“十四五”中医药发展规划》

| 部分指标                     | 目标    |       | 完成进度  |
|--------------------------|-------|-------|-------|
|                          | 2020年 | 2025年 | 2023年 |
| 中医医疗机构数（万个）              | 7.23  | 9.5   | 9.25  |
| 中医医院数（个）                 | 5482  | 6300  | 6175  |
| 每千人口公立中医医院床位数（张）         | 0.68  | 0.85  |       |
| 每千人口中医类别执业（助理）医师数（人）     | 0.48  | 0.62  | 0.62  |
| 每万人口中医类别全科医生数（人）         | 0.66  | 0.79  |       |
| 县办中医医疗机构（医院门诊部、诊所）覆盖率（%） | 85.86 | 100   |       |
| 公立综合医院中医床位数（万张）          | 6.75  | 8.43  |       |
| 二级以上公立综合医院设置中医临床科室比例（%）  | 86.75 | 90    |       |

图69：中医类诊疗率

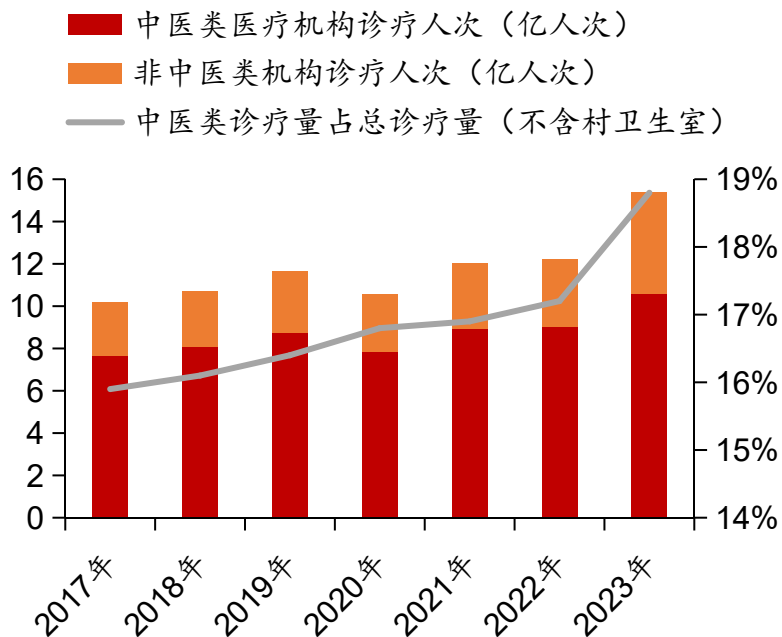
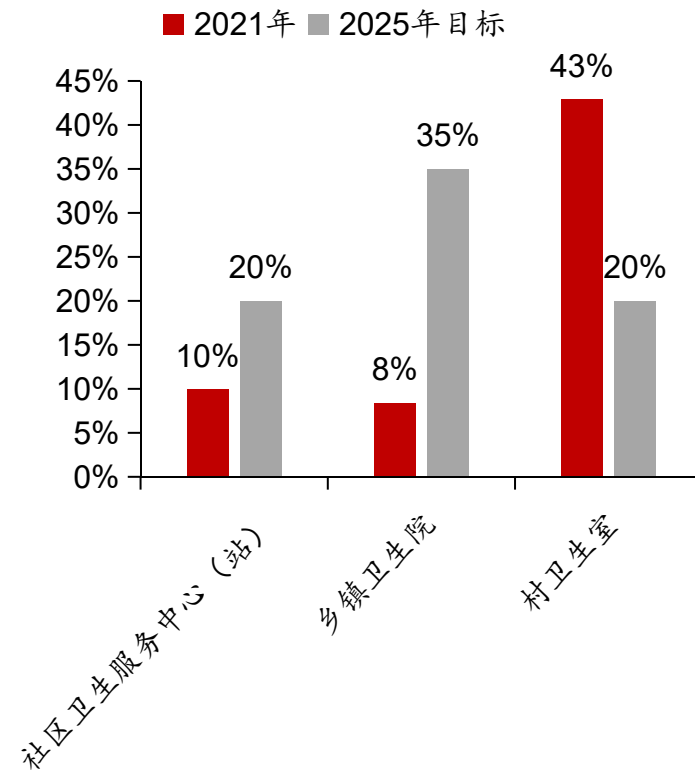


图70：基层医疗中医类诊疗率目标



## 中药OTC占比提升，具备量价提升逻辑

- OTC中药渠道大部分为院外，定价相对自由，部分产品有提价的情况。品牌OTC虽然短期受药店客流下降，药店货架库存水平下降，以及去年疫情受益品种高基数影响，业绩有所波动，但长期来看，在老龄化的趋势下，国家顶层策略从“治已病”向“治未病”转变，并认可中医药在治未病中的主导作用，我国健康管理意识有望提升，品牌中药OTC有望受益。

图71：中成药的结构占比

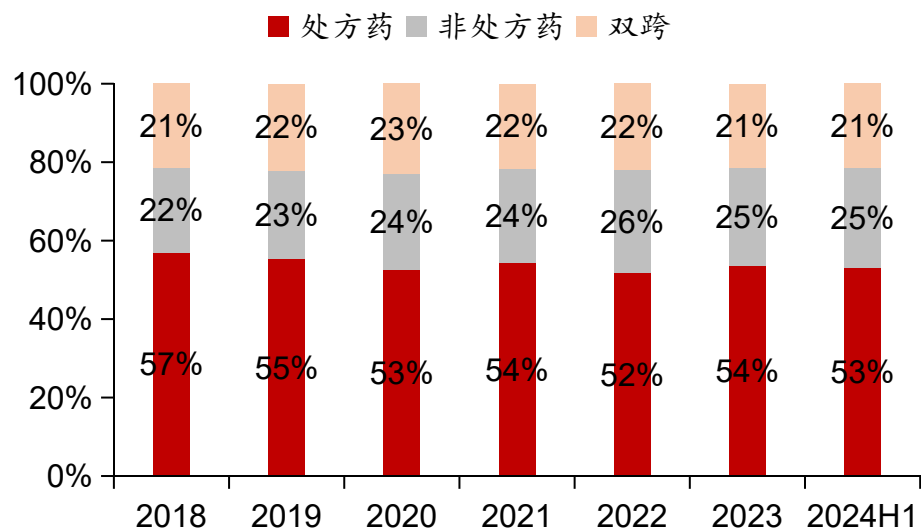
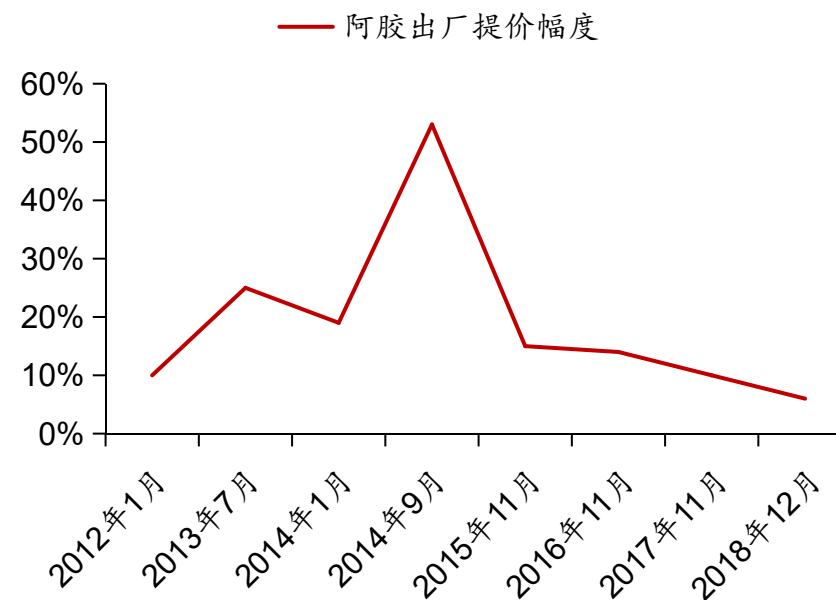


图72：阿胶提价情况



## 中药板块选股思路

- 中药板块业绩稳健性强：品牌中药的生命周期长，所以商业模式可预测性强，同时企业可以在已经具备影响力的品牌中不断培育新的产品。这种表现优势反映到基础回报率属于高ROIC产业，同时股息率较高，医药股息率前十的企业中有5家为中药OTC药企。
- 中期选股思路：建议关注**具品牌力、稳健增长、低估值、高分红**的公司，重点推荐华润三九、东阿阿胶、羚锐制药、太极集团等。

图73：医药股股息率前十药企

| 排序 | 证券简称 | 股息率TTM (%) | 细分赛道  |
|----|------|------------|-------|
| 1  | 华特达因 | 8.98       | 化学制剂  |
| 2  | 葵花药业 | 6.98       | 中药OTC |
| 3  | 南京医药 | 6.15       | 医药流通  |
| 4  | 江中药业 | 5.56       | 中药OTC |
| 5  | 云南白药 | 5.47       | 中药OTC |
| 6  | ST九芝 | 5.21       | 中药OTC |
| 7  | 一致B  | 4.97       | 医药流通  |
| 8  | 东阿阿胶 | 4.96       | 中药OTC |
| 9  | 迪安诊断 | 4.87       | 诊断服务  |
| 10 | 沃华医药 | 4.84       | 中药Rx  |

## 医疗服务：关注消费复苏、政策预期和经营质量提升

➤ 医疗服务行业估值波动率高于产业变化程度。

2019-2021年：医药投资向医疗消费倾斜，消费医疗、CRO等成为资金配置热点，部分公司估值出现泡沫。

2021年至今：盈亏同源，高估值不可持续，消费预期降低，代表性公司出现估值回落。

➤ 对于医疗服务板块，我们认为需要先行关注消费复苏及政策预期，长期需要关注经营质量。

图74：2014-2023年爱尔眼科归母净利润（亿元）

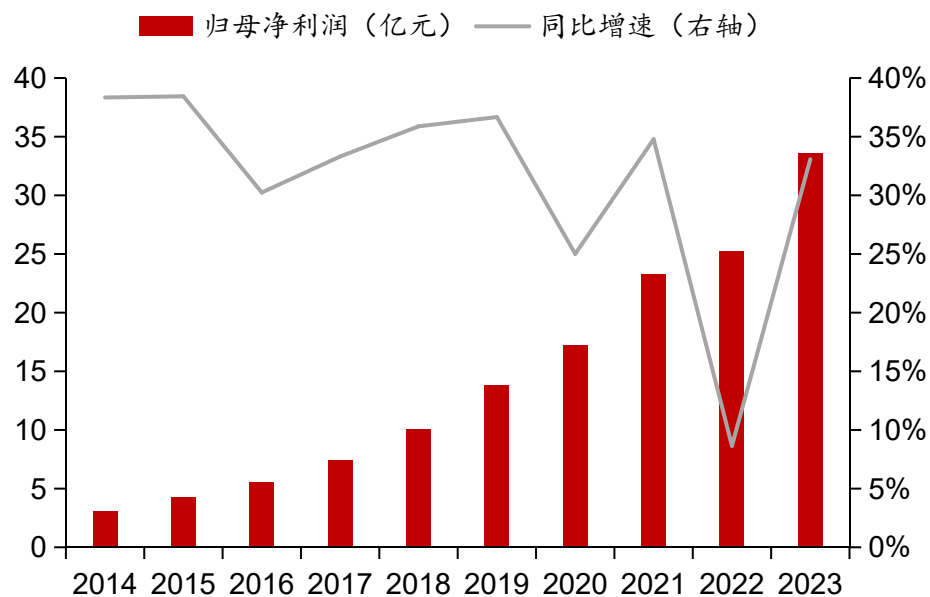
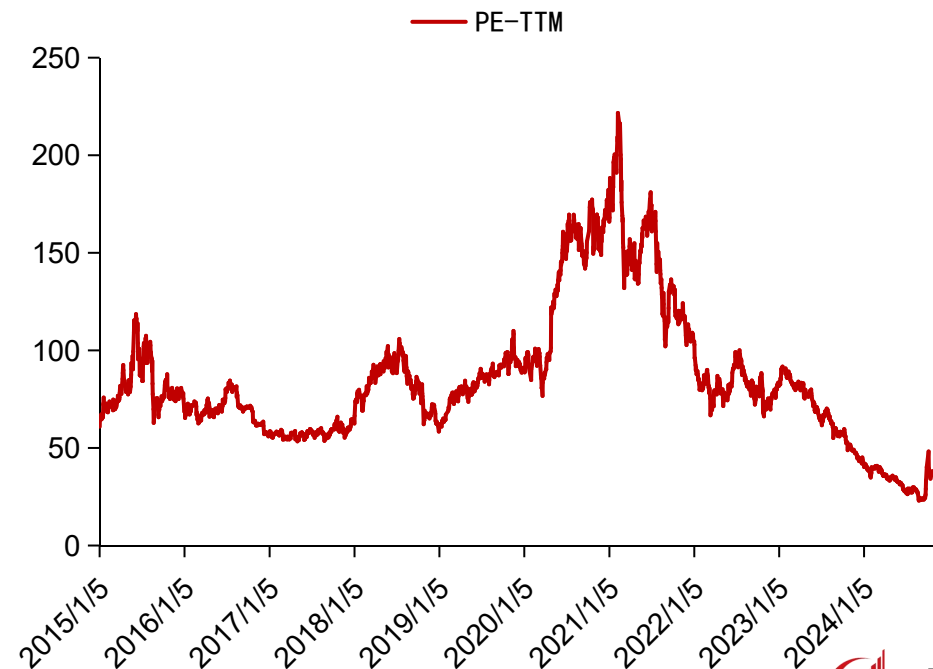


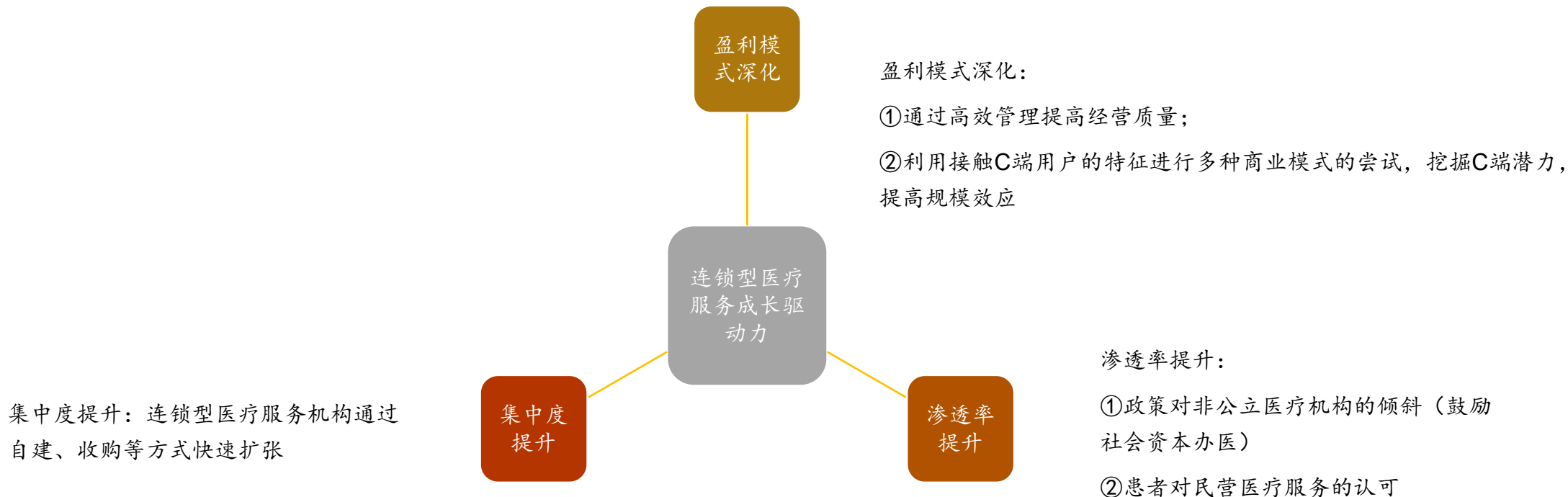
图75：2015年以来爱尔眼科PE-TTM（倍）



## 医疗服务板块基本面选股思路：管理出效益

➤ 民营医院共同特征“管理出效益”。

图76：连锁型医疗服务成长驱动力



## 对未来的预期成为短期消费医疗服务的催化剂

- 消费医疗与宏观经济形势的相关性较高，2024年以来消费医疗整体面临一定压力，消费医疗服务部分出现消费降级的现象，特别是客单价压力较大，但整体收入基本持平，侧面彰显了需求的韧性。随着后续宏观环境边际改善，内需提振，有望迎来业绩和估值的双重修复。
- **投资建议：**关注消费复苏预期对整个消费医疗板块的估值修复，长期建议关注执行力强、管理高效、具备可复制性扩张能力的公司。

图77：消费医疗服务上市公司经营情况

| 证券代码      | 证券简称 | 2024Q1-3收入<br>(亿元) | 2024Q1-3收入<br>增速 | 2024Q3收入<br>(亿元) | 2024Q3收入增<br>速 | 2024Q1-3归母<br>净利润(亿元) | 2024Q1-3归母<br>净利润增速 | 2024Q3归母净<br>利润(亿元) | 2024Q3归母净<br>利润增速 |
|-----------|------|--------------------|------------------|------------------|----------------|-----------------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| 300015.SZ | 爱尔眼科 | 163.02             | 1.58%            | 57.56            | -0.68%         | 34.52                 | 8.50%               | 14.02               | -4.56%            |
| 301267.SZ | 华夏眼科 | 31.82              | 2.55%            | 11.31            | 2.00%          | 4.21                  | -24.49%             | 1.55                | -23.35%           |
| 301239.SZ | 普瑞眼科 | 21.37              | -1.36%           | 7.16             | -9.11%         | 0.16                  | -95.01%             | -0.27               | -133.31%          |
| 301103.SZ | 何氏眼科 | 8.65               | -8.40%           | 2.80             | -13.32%        | 0.16                  | -83.53%             | -0.08               | -136.50%          |
| 002524.SZ | 光正眼科 | 6.99               | -15.49%          | 2.17             | -22.66%        | -0.21                 | -299.40%            | -0.22               | -519.53%          |
| 002044.SZ | 美年健康 | 71.41              | -1.96%           | 29.35            | 3.63%          | 0.25                  | -88.96%             | 2.40                | 10.33%            |
| 600763.SH | 通策医疗 | 22.33              | 2.21%            | 8.23             | 0.05%          | 4.98                  | -2.63%              | 1.88                | -9.10%            |

## 连锁药店：短期波动不改长期发展趋势

**药店短期面临较大不确定性：**药店子行业近年来压力较大，如医保监管趋严、一级市场估值泡沫、互联网药店冲击、门诊统筹政策变动、药品比价等，对于二级市场股价影响较大。

**药店依然具备长期投资逻辑：**长期来看，处方外流和集中度提升依然是药店发展的长期逻辑，短期对药店的严格管理都是为以后更合规的承接外流的处方做铺垫。同时，行业的合规化也更加有利于上市公司的兼并收购与扩张。

**投资建议：**药店的商业模式较为简单，不同药店的同质化程度较高，开店、收购扩张过程中精细化管理能力带来的滚雪球效应是优质连锁药店脱颖而出的关键，行业顺风背景下更加彰显公司管理能力、执行力的重要性。建议关注长期管理能力优秀、短期估值合理的药店龙头，如益丰药房等。

图78：零售药店上市公司经营情况

| 证券代码      | 证券简称 | 2024Q1-3收入<br>(亿元) | 2024Q1-3收入<br>增速 | 2024Q3收入<br>(亿元) | 2024Q3收入增<br>速 | 2024Q1-3归母<br>净利润(亿元) | 2024Q1-3归母<br>净利润增速 | 2024Q3归母净<br>利润(亿元) | 2024Q3归母净<br>利润增速 |
|-----------|------|--------------------|------------------|------------------|----------------|-----------------------|---------------------|---------------------|-------------------|
| 603233.SH | 大参林  | 197.31             | 11.33%           | 63.86            | 11.42%         | 8.58                  | -26.93%             | 2.01                | -21.95%           |
| 603939.SH | 益丰药房 | 172.19             | 8.38%            | 54.56            | 5.31%          | 11.11                 | 11.14%              | 3.13                | 6.38%             |
| 603883.SH | 老百姓  | 162.32             | 1.19%            | 52.92            | 1.18%          | 6.30                  | -12.06%             | 1.27                | -37.32%           |
| 002727.SZ | 一心堂  | 135.89             | 6.06%            | 42.84            | 3.55%          | 2.93                  | -57.36%             | 0.11                | -94.16%           |
| 301017.SZ | 漱玉平民 | 70.78              | 8.32%            | 22.60            | -0.60%         | -0.13                 | -108.15%            | -0.37               | -263.75%          |
| 605266.SH | 健之佳  | 67.35              | 3.63%            | 22.50            | 4.08%          | 1.01                  | -63.79%             | 0.38                | -68.46%           |
| 301408.SZ | 华人健康 | 32.69              | 22.07%           | 11.02            | 16.31%         | 1.08                  | 22.62%              | 0.35                | 17.41%            |
| 600833.SH | 第一医药 | 13.69              | 2.48%            | 4.76             | 8.72%          | 1.47                  | 156.21%             | 0.18                | 50.25%            |

## 药店驱动因素1：处方外流驱动药店行业持续扩容

- ▶ **处方外流是大势所趋**：近年来，国家陆续推出药品零加成、药占比考核、电子处方等措施，降低医院保留处方的意愿，并明确医疗机构不得限制处方外流；而定点零售药店纳入门诊统筹管理、取消“医保两定”资格审查、药店分级分类等政策都有利于零售药店更好地承接外流处方，从而实现院内处方流向零售药店。
- ▶ 零售药店销售额持续增长，终端销售占比不断提升。根据米内网数据，我国零售药店药品销售额由2016年3,375亿元增长至2023年5,533亿元，CAGR为7.3%，零售药店终端销售占比由2016年的22.5%提升至2023年的29.3%，而公立医院终端销售占比从2016年的68.4%逐步下降至2023年的61.3%，处方外流持续推进。

图79：2016-2023年我国零售药店药品销售额（亿元）

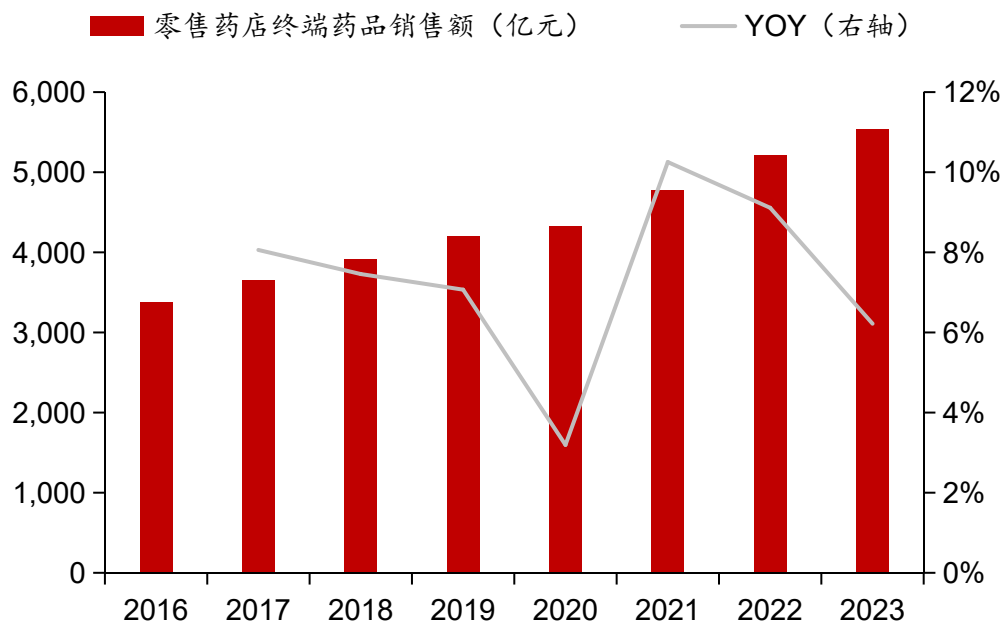
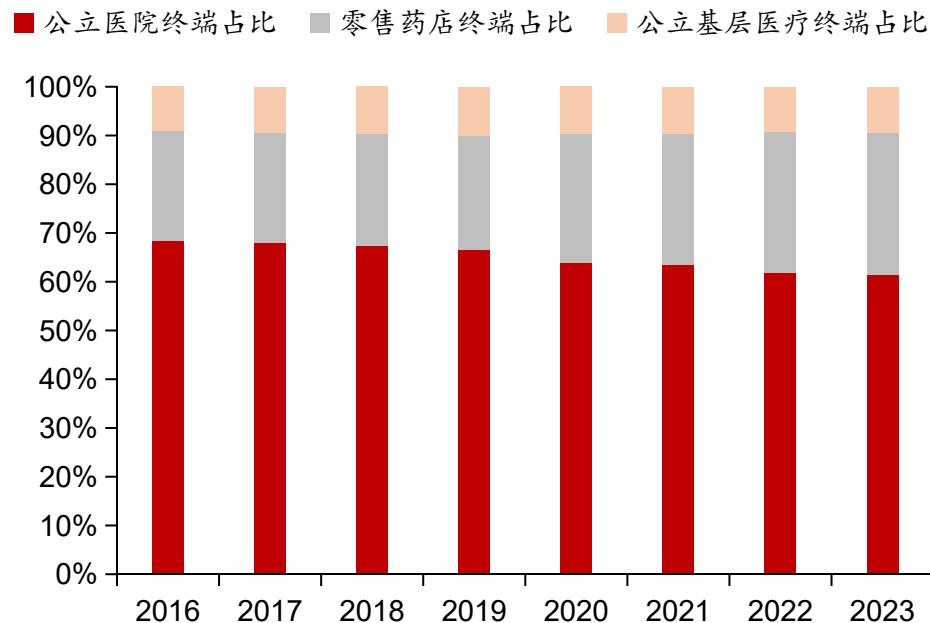


图80：2016-2023年我国药品终端销售结构



## 药店驱动因素2：强监管下连锁药店集中度有望提升

- **行业收缩期有利于龙头药店的收购扩张：**行业波动期许多经营效率较低的中小药店面临较大经营压力，随着中小药店的逐步退出，行业集中度有望进一步提升。
- **2006-2023年中国零售药店的连锁化率从38%提升至58%，同时2023年药品零售百强企业销售市占率提升至38%，6年增长了9个百分点，行业连锁化率 and 市场集中度得到了较大提升，未来连锁化率有望进一步提升。**

图81：2006-2023年我国零售药店连锁化率

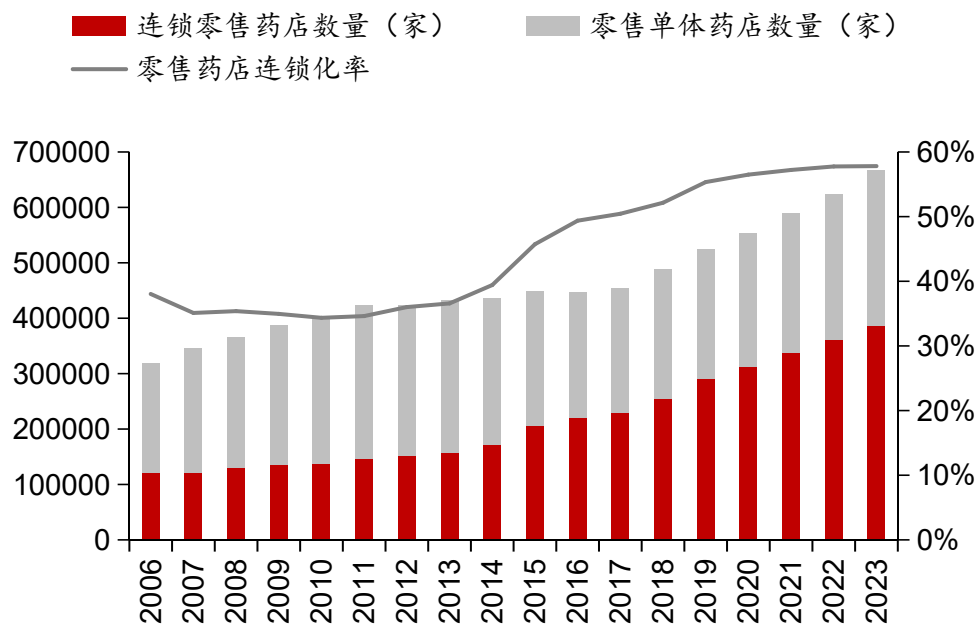
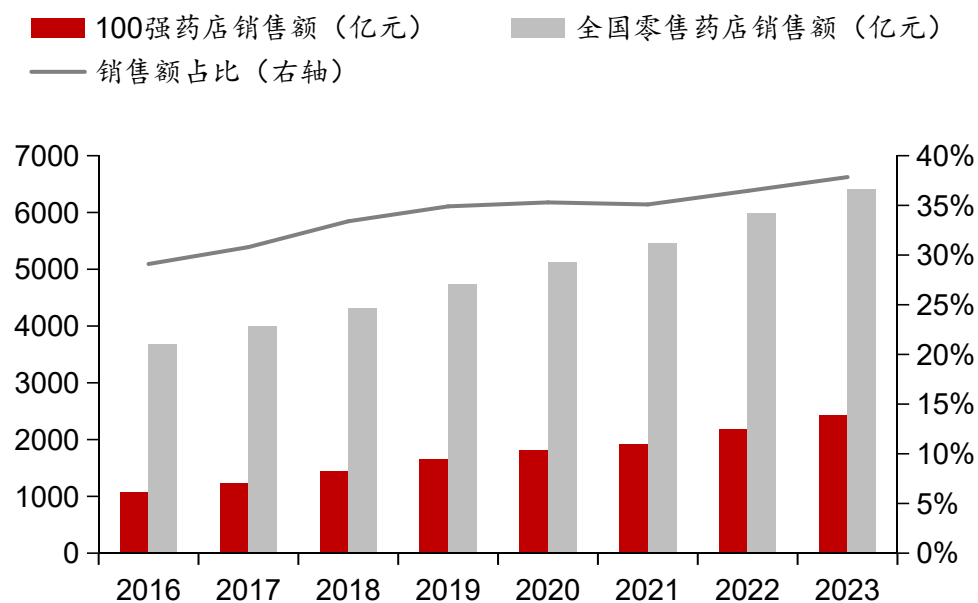


图82：2016-2023年我国百强药店销售市占率



## 药店驱动因素2：强监管下连锁药店集中度有望提升

- 对比发达国家零售药店竞争格局，我国零售药店行业集中度仍有较大提升空间。根据运联智库数据，2022年美国TOP 3药店的市占率约为85%，日本TOP 3药店的市占率约为31%，中国TOP 3药店的市占率仅为12%，行业集中度与美国和日本存在较大差距，尚有较大提升空间。根据商务部数据，2022年国大药房、大参林、老百姓、益丰药房、一心堂分列我国前五大零售药店，合计市占率约为17%。

图83：2022年各国零售药店行业集中度对比

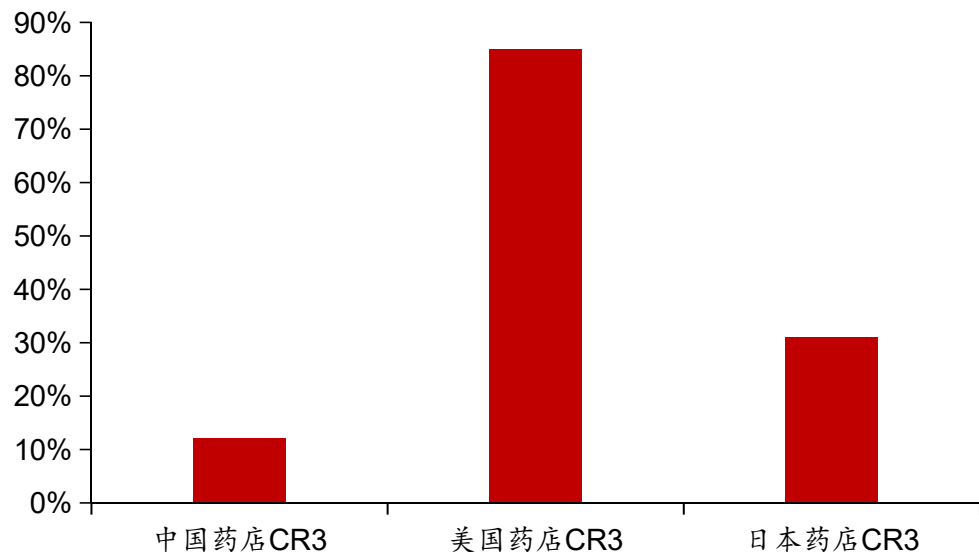
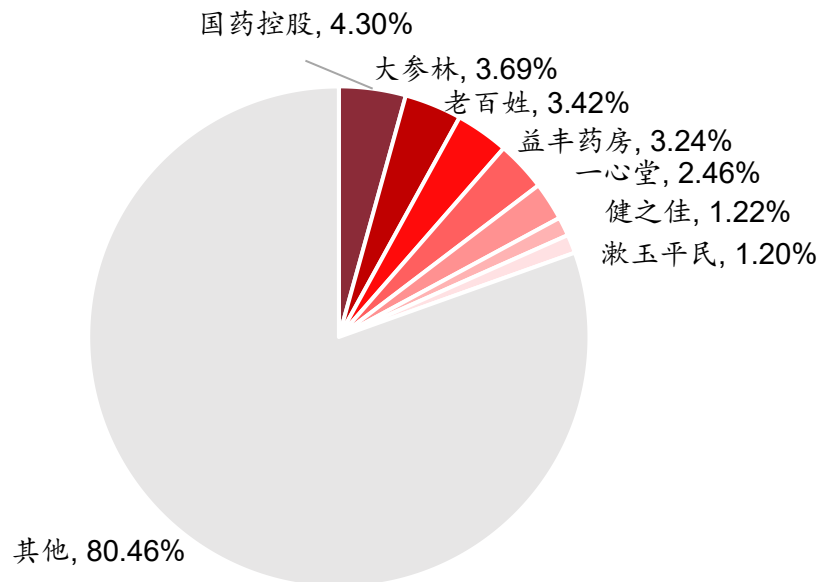


图84：2022年中国零售药店行业竞争格局



## 药店驱动因素3：经营质量改善带动盈利能力

在短期以存量竞争为主基调的阶段，药店的经营管理能力在很大程度上决定了企业的生存境遇。我们认为，经营能力更强的药店在应对外部环境的变化时能够及时调整经营策略（如2024年以来许多药店开始减慢新开门店的速度并关闭经营不善的门店、降低促销活动力度、调整销售产品结构、将部分压力传导至上游及相关企业等），以实现降本增效。2024年前三季度，益丰药房的毛利率和净利率处于行业领先水平，且环比表现较好，体现了公司较强的经营管理能力。

图85：2020-2024Q3零售药店毛利率

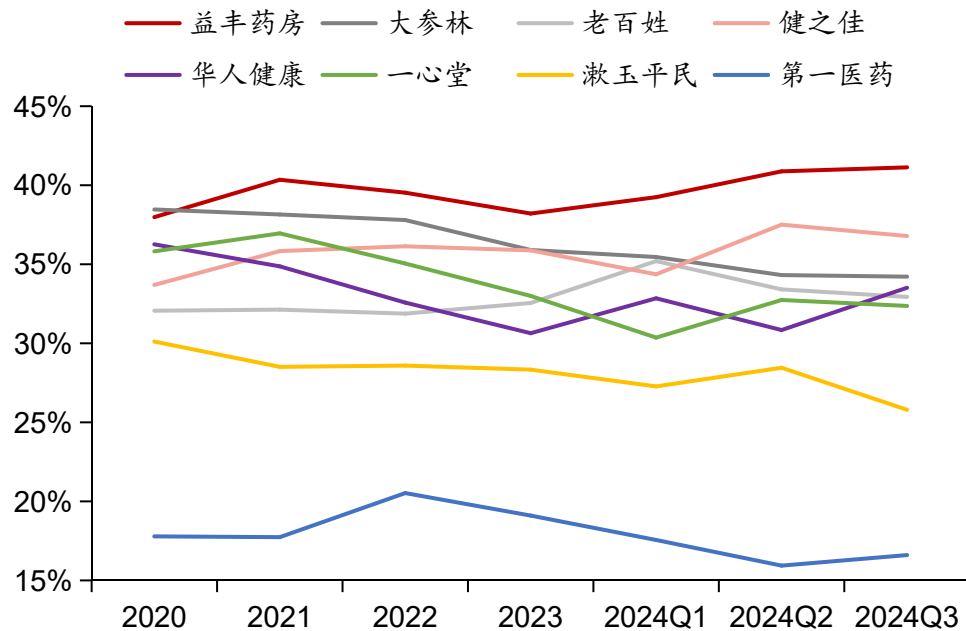
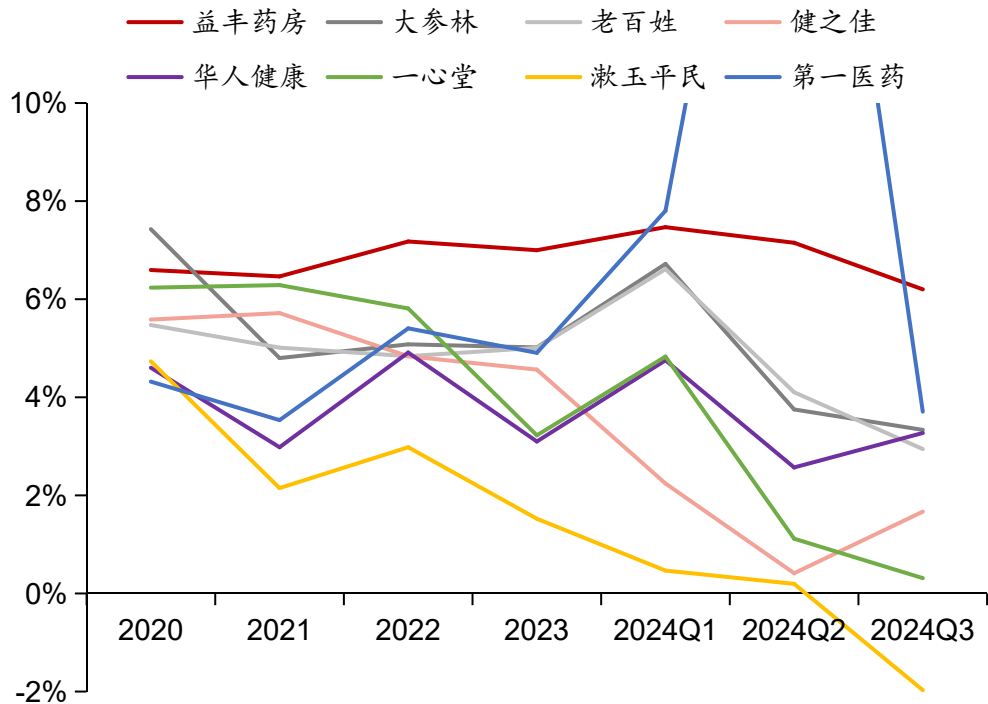


图86：2020-2024Q3零售药店净利率



## 原料药板块：淡化对价格的关注，回归需求端的成长性

- 原料药投资思维方式需要由“供给分析&周期&价格”回归“需求分析&成长&销量”，高成长性医药板块最核心的特点，选股逻辑需瞄准“周期成长股”而非“传统周期股”，避免纯价格变化的零和博弈。我们认为可以把握下游需求端高速增长的细分产业，如**GLP-1产业链**、**CGT产业链**。

图87：2000-2023年万华化学营业收入（亿元）

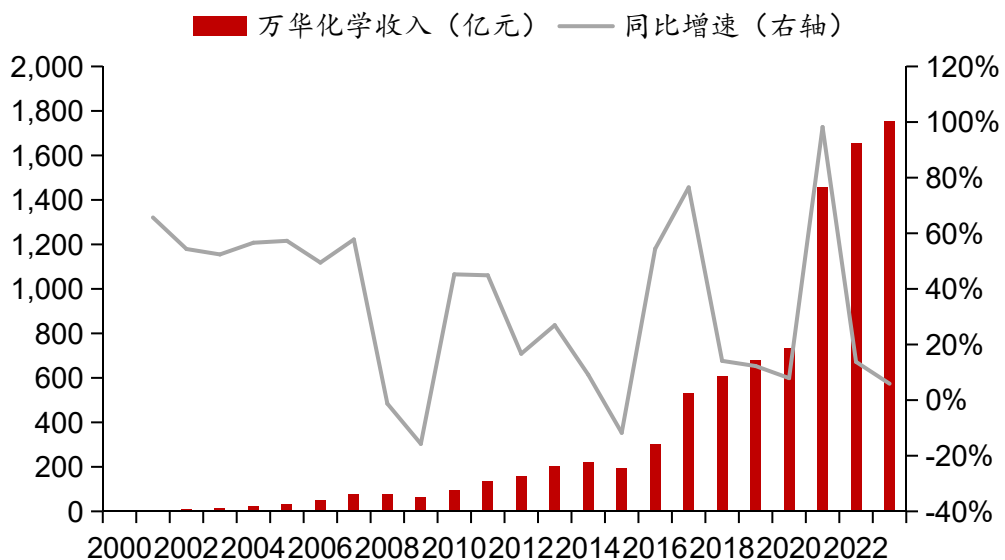


图88：2019年至今华海药业、天宇股份、爱尔眼科股价对比（元）



## 医药批发：医药“总量”和“结构”的投资平衡器

- **医药批发是医药资产的内部平衡器**：医药批发板块面向整个医药市场，较少受内部结构调整的影响。因此，从长期来看，医药批发板块的投资定位于医药投资内部的资产平衡器，适合在大环境存在较大不确定性的情况下做均衡配置。当前医药批发代表性公司的PE估值大多在10倍左右，整体具备性价比。

图89：部分批发公司盈利预测和估值比较

| 证券简称 | 市值 (亿元) | 预测营业收入 (亿元) |       |       | 预测净利润 (亿元) |       |       | PE估值 (倍) |       |       |
|------|---------|-------------|-------|-------|------------|-------|-------|----------|-------|-------|
|      |         | 2024E       | 2025E | 2026E | 2024E      | 2025E | 2026E | 2024E    | 2025E | 2026E |
| 上海医药 | 724     | 2821        | 3087  | 3387  | 50         | 56    | 64    | 14.3     | 12.8  | 11.4  |
| 九州通  | 276     | 1580        | 1717  | 1879  | 23         | 26    | 30    | 11.9     | 10.5  | 9.3   |
| 国药股份 | 273     | 523         | 566   | 607   | 22         | 24    | 26    | 12.3     | 11.4  | 10.5  |
| 国药一致 | 161     | 769         | 821   | 864   | 15         | 16    | 17    | 11.1     | 10.1  | 9.3   |
| 百洋医药 | 147     | 82          | 92    | 104   | 8          | 11    | 13    | 17.4     | 13.9  | 11.1  |
| 润达医疗 | 119     | 100         | 113   | 127   | 3          | 5     | 6     | 34.2     | 24.8  | 19.3  |
| 重药控股 | 99      | 821         | 911   | 1006  | 7          | 8     | 10    | 15.0     | 12.5  | 10.0  |
| 柳药集团 | 76      | 218         | 239   | 261   | 9          | 10    | 12    | 8.2      | 7.3   | 6.4   |

图90：2021年7月至今申万医药生物指数和医药流通指数涨跌幅对比





## 5 长周期和短周期的核心投资主线

## 5年期维度的产业脉络及可能投资主线

- 传统药企存量风险出清后的成功转型，国内业务实现由“猛虎战术”向“群狼战术”的切换，海外业务进入兑现期，高执行力带来的高周转率、具备高质量出海能力的企业将脱颖而出。
- Biotech的海外产品定价及海外估值体系切换，押注高质量出海的幸存者偏差。
- 医疗器械的平台化、国际化及集采后逆境反转。
- CRO进入后新冠时代的需求新常态，中美关系常态化，把握一线CRO公司的估值修复机会。
- 中药板块进入精选个股期，具备品牌力和高执行力的公司，有望从公司治理中寻找超额收益。
- 连锁型医疗服务的信念投资时代过去，关注消费复苏、政策预期和长期经营质量改善。
- 零售药店短期面临一定压力，需要寻找管理能力最强药店，享受复利的力量。
- 把握“需求端”有长期驱动力的原料药细分，淡化周期性的博弈。
- 批发企业等待估值修复。

## 1年期维度的可能投资主线

### ➤ 投资主线一：高质量创新药出海

创新药出海是最具想象力和估值空间的 $\alpha$ 投资机会。随着创新药出海案例逐渐增多，创新药出海的投資进入2.0时代，精选高质量的出海。

创新药出海两类机会，第一类是pharma，存量业务提供估值底，出海提供增量，进可攻退可守；第二类是biotech，弹性更大，但风险也会更大。

### ➤ 投资主线二：大批量左侧资产估值修复

左侧资产包括但不限于：①存量风险有限、估值合理、有边际改善预期的传统药企；②集采风险出清、价格风险释放、有放量预期的器械，如骨科、IVD等；③负面压制因素淡化、筹码干净的赛道，如CRO、消费医疗、药店等。

➤ 建议关注标的：恒瑞医药、贝达药业、康方生物、三生国健、科伦博泰、信达生物、华东医药、迈瑞医疗、艾德生物、新产业、联影医疗、奕瑞科技、惠泰医疗、鱼跃医疗、美好医疗、怡和嘉业、华润三九、东阿阿胶、羚锐制药、太极集团、药明康德、药明合联、益丰药房。



## 6 代表性公司基本面要点更新

## 恒瑞医药：创新药持续增长，创新+授权+仿制药出口驱动公司业绩

- 恒瑞医药为A股创新药龙头企业，产品涵盖肿瘤、造影、麻醉领域，研发端从肿瘤扩展至多种慢性疾病。
- 公司新品种获批数量多，新药增长强劲。新品种获批节奏：参考产品申报NDA进度，我们预计2024年后有望批准的产品有PCSK9单抗（2023年6月申报）、JAK1抑制剂等；2025年既有诸如SHR-A1811（肺癌），PD-L1xTGFβ融合蛋白（胃癌）等品种有望批准，一些已批准药物IL-17、海曲泊帕乙醇胺也有望拓展新适应症。
- 产品出口有望带动业绩。公司布比卡因脂质体、白蛋白紫杉醇均为美国首仿，我们预计2024Q4以及2025年贡献业绩。
- 对外授权有望成为持续的业绩驱动力。恒瑞医药已完成多笔对外授权，我们认为未来公司的收入将有产品授权+创新药销售双轮驱动。

风险提示：集采中选品种的续约风险；创新药出海不及预期

图91：恒瑞医药的对外授权

| 产品名称/代号（靶点）   | 交易时间     | 交易对方                   | 首付款     | 交易描述                      |
|---|----------|------------------------|---------|---------------------------|
| SHR2554（EZH2）   | 2023年2月  | Treeline Biosciences   | 1100万美元 | 7.06亿美元+销售提成              |
| SHR-1905（TSLP）  | 2023年8月  | One Bio, Inc.（已被GSK收购） | 2500万美元 | 10.5亿美元+销售提成              |
| 马来酸吡咯替尼（HER1/HER2/HER4）   | 2023年10月 | Dr.Reddy's             | 300万美元  | 1.555亿美元+销售提成             |
| 卡瑞利珠单抗（PD-1）  | 2023年10月 | Elevor Therapeutics    | -       | 6亿美元+销售提成                 |
| HRS-1167（PARP1）及 SHR-A1904（Claudin 18.2 ADC）  | 2023年10月 | Merck Healthcare       | 1.6亿欧元  | 14.15亿欧元+销售提成             |
| GLP-1产品组合<br>(1) HRS-7535, 小分子GLP-1受体激动剂;<br>(2) HRS9531, 多肽GLP-1/GIP双受体激动剂注射液和口服产品;<br>(3) HRS-4729, 下一代肠促胰岛素产品。 | 2024年5月  | Hercules               | 1亿美元首付款 | 58.35亿美元+销售提成+目标公司19.9%股权 |

## 康方生物：依沃西海外拓展，国内双抗医保谈判

- 康方生物为国内首个国产双抗商业化落地的企业，布局肿瘤类双抗、自免和降脂。公司2012年成立，现有过亿品种包括卡度尼利、派安普利2款抗体药，其中宫颈癌药物卡度尼利首个完整年度销售额过10亿元；在研肺癌药物依沃西对外授权首付款达到5亿美元。
- 中国市场，康方生物的2款双抗创新药卡度尼利和依沃西均参加2024年医保谈判，有望后续持续放量；海外市场，公司合作方Summit目前开展2个依沃西的III期临床，包括非小细胞肺癌突变野生型人群中，1线联合化疗对照K药联合化疗的临床，以及后线在EGFR-TKI经治患者的临床。由于依沃西在中国的临床当中已经展示对比K药的优势，若海外数据延续国内数据的优势，产品有望部分替代K药在肺癌领域的市场。

风险提示：AK104的1线适应症申报不及预期；AK104价格降幅超预期；AK112海外进展不及预期；先进疗法快速迭代的风险

图92：康方生物收入情况（百万元）

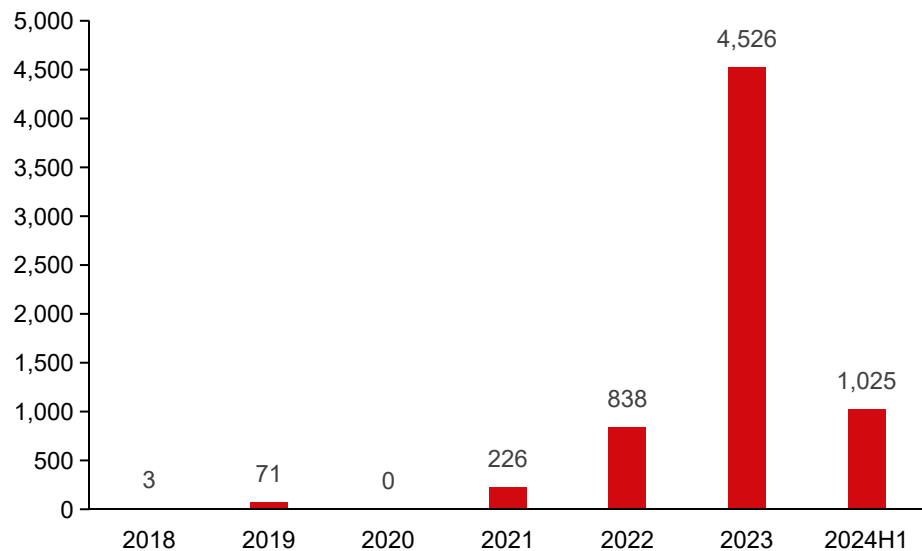
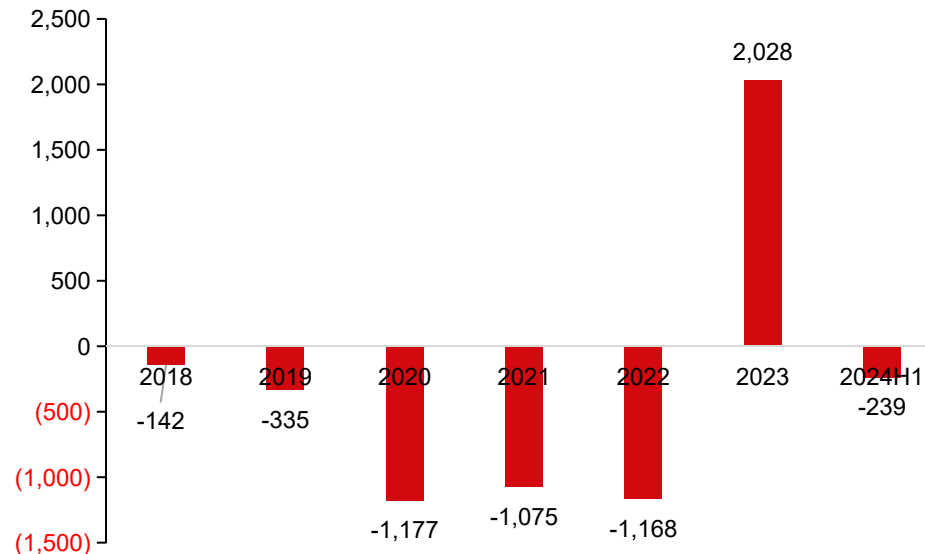


图93：康方生物归母净利润（百万元）

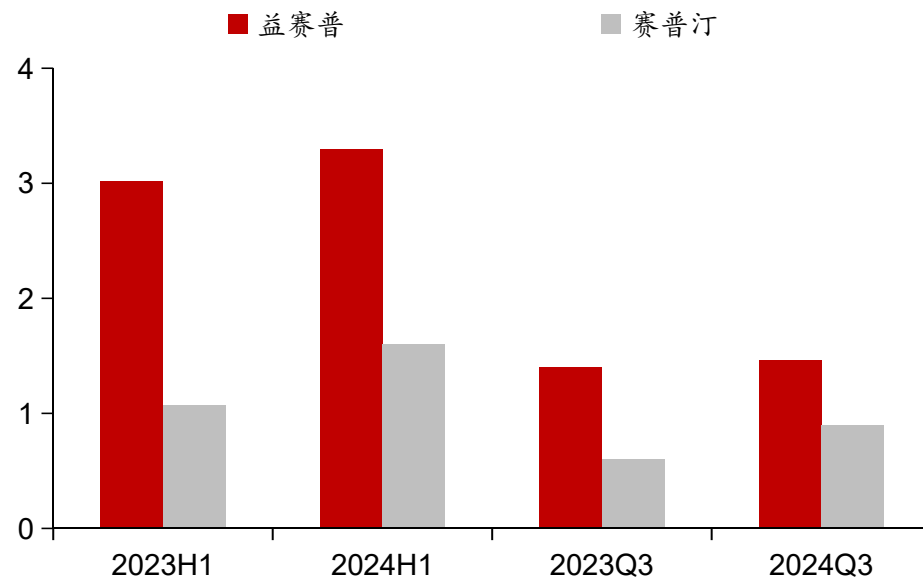


## 三生国健：业绩表现稳健，自免品种有望陆续上市

- 三生国健是国内第一批抗体类创新药企业，也是最早进入自免赛道的药企，2005年上市国内首款TNF- $\alpha$ 抑制剂益赛普。
- 短期业绩亮眼。公司2024年前三季度主要产品收入7.78亿元，同比增长19%。我们预计赛普汀、益赛普共同驱动公司业绩增长。
- 自免新产品有望陆续上市。公司自免产品NDA进度预计：2024Q4:IL-17；2025:IL-1 $\beta$ ；2026 IL-4R $\alpha$ 。后续自免新药的陆续NDA和上市有望对公司业绩起到支撑。

风险提示：阿达木生物类似药集采；自免药物研发/销售不及预期；自免类药物竞争格局恶化的风险

图94：三生国健产品销售情况（单位：亿元）

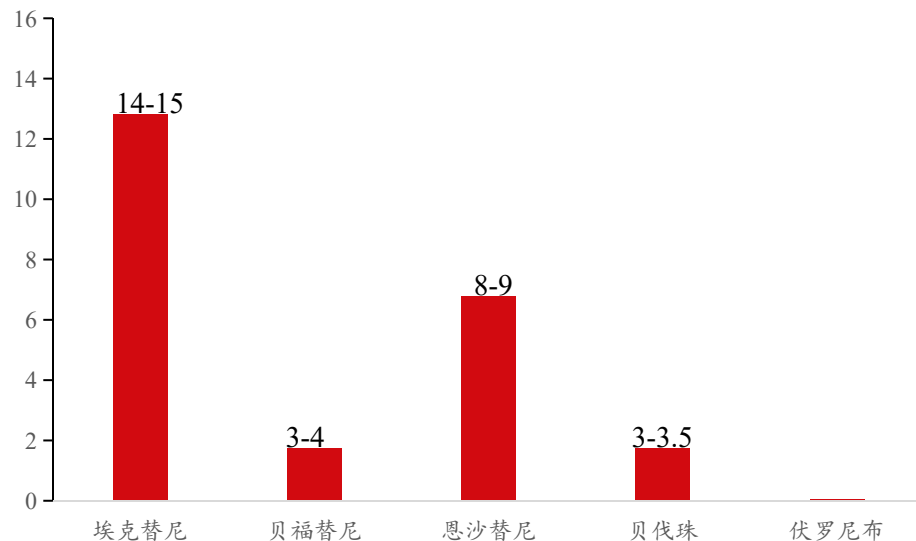


## 贝达药业：多个产品构建公司第二成长曲线

- 贝达药业为肿瘤靶向药企业，主要产品为肺癌领域的靶向药。
- 公司产品线丰富。上市和在研产品从主要为肺癌拓展至肺癌、乳腺癌、泌尿，肺癌产品涵盖EGFR、ALK靶点，乳腺癌管线涵盖CDK4/6、PI3K $\alpha$ 靶点，泌尿拓展HIF2 $\alpha$ 靶点，管线更加丰富。
- 恩沙替尼有望美国获批。公司恩沙替尼于2024年报FDA上市申请，PDUFA日期为2024年12月，产品有望于2024年批准，带来海外收入。
- 投资项目进入收获期。参股公司禾元生物植物源人血白蛋白已经于2024年报上市申请，产品有望于2025年批准，禾元生物也处于IPO过程中，贝达药业的项目投资开始进入收获期。

风险提示：双抗项目研发不及预期；眼科药海外进展不及预期；恩沙替尼海外拓展不及预期

图95：贝达药业产品销售2024年估计值（单位：亿元）



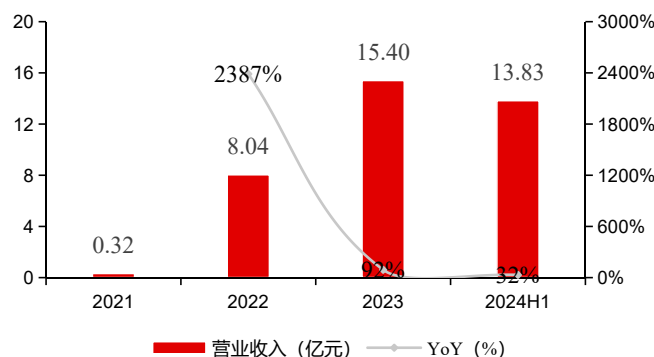
## 科伦博泰：管线频频出海验证产品临床价值

- 科伦博泰多款产品同默沙东深度合作。2018年，科伦博泰同和铂医药就泰特利单抗（PDL1）签订合作协议，最高总交易金额达3.57亿美元；2021年，科伦博泰同Ellipses就KL590586（RET抑制剂）签订合作协议；2022年，科伦博泰同默沙东就多款ADC产品签订3项合作协议，其中SKB-264（Trop2 ADC）最高总交易金额达14.10亿美元，SKB-315（CLDN18.2 ADC）最高总交易金额达9.36亿美元，7个在研ADC项目最高总交易金额达94.75亿美元。
- 科伦博泰现金储备迅速增长，研发投入始终保持在较高区间内。2021-2023年公司收入从0.32亿元增长至15.40亿元，CAGR 589%，主要源于默沙东支付的首付款及里程碑；期末现金储备从0.82亿元增长至15.29亿元；公司研发费用稳中有升，2021-2023年，研发费用从7.28亿元增长至10.31亿元，从而确保管线的持续推进。
- 科伦博泰聚焦肿瘤领域（乳腺癌、非小细胞肺癌以及胃肠癌等），并同时针对患者基数广泛的非肿瘤领域战略性推进临床管线。2023年，公司已拥有14款处于临床阶段的候选药物，其中5款处于关键试验或NDA注册阶段。
- 风险提示：药物研发不及预期，行业竞争加剧，药物销售不及预期。

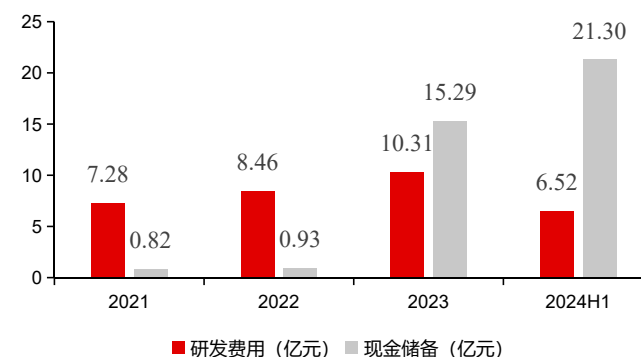
图96：科伦博泰license out相关产品

| 项目         | 受让方      | 权益地区                | 最高总交易金额 (亿美元) | 首付款 (亿美元) | 时间       |
|------------|----------|---------------------|---------------|-----------|----------|
| 7个在研ADC项目* | Merck    | 大中华区以外地区的独家开发及商业化权利 | 94.75         | 1.75      | 2022年12月 |
| SKB-315    | Merck    | 全球                  | 9.36          | 0.35      | 2022年7月  |
| SKB-264    | Merck    | 大中华区以外地区的独家开发及商业化权利 | 14.10         | 0.47      | 2022年5月  |
| KL590586   | Ellipses | 大中华区以外地区的独家开发及商业化权利 | -             | -         | 2021年3月  |
| 泰特利单抗      | 和铂医药     | 大中华区以外地区的独家开发及商业化权利 | 3.57          | -         | 2018年8月  |

图表97：科伦博泰收入情况



图表98：科伦博泰各项费用情况



## 信达生物：现有存量业务稳健增长，大单品提供第二曲线及估值弹性

- **存量业务业绩：**产品收入高速增长，运营效率提升，亏损大幅收窄。2024H1产品销售收入38.1亿，同比+55%，2024Q3销售收入超23亿，同比+40%。
- **边际增量变化：**2025年大单品上市，提供第二增长曲线。减肥药玛仕度肽预计2025H1上市，进度领先同行1-2年。考虑到GLP-1处于渗透率快速提升阶段，海外产品国内供应受限，仿制药2026年后上市，玛仕度肽竞争格局较好。
- **长期逻辑：**自研早期管线具有FIC/BIC潜力，提供估值弹性和出海预期。PD-1/IL-2双抗聚焦免疫耐药/难治肿瘤，适应症空间大，安全性好，具有泛癌种用药潜力，有望达成百利天恒双抗ADC、科伦博泰ADC、康方双抗级别的授权交易。
- **风险提示：**产品获批不及预期，海外市场开拓不及预期，市场竞争格局恶化

图99：2018-2024H1公司营收及归母净利润（亿元）

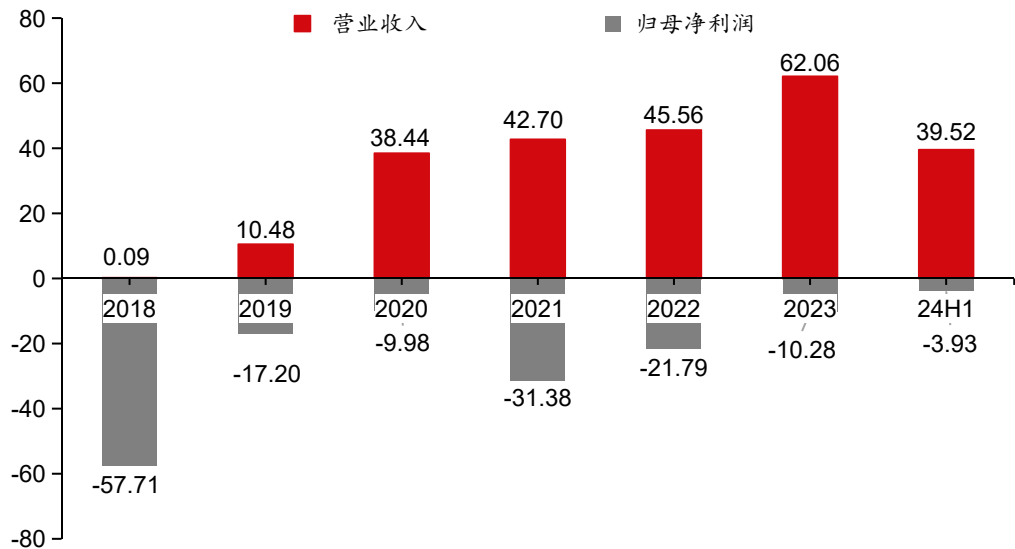
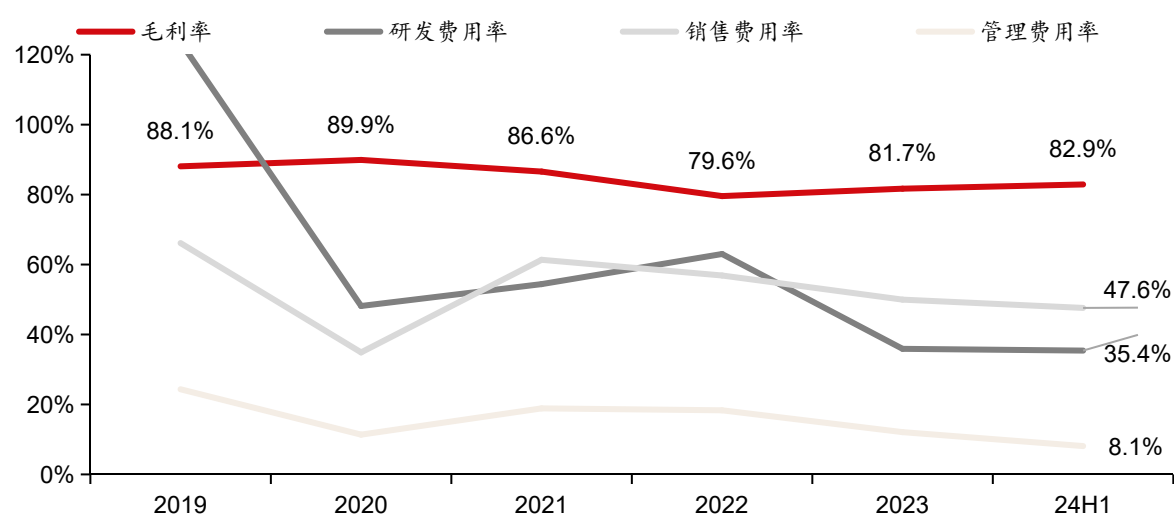


图100：2019-2024H1公司毛利率及期间费用率



## 华东医药：加码创新转型的传统医药白马

- **渠道优势突出的医药龙头，重点布局自免、肿瘤等大赛道。**公司是医药工商业的传统龙头之一，业务范围广泛，渠道及品牌优势突出。重点布局内肿瘤、自身免疫及内分泌三大疾病领域，以上适应症患者基数庞大，产品渗透率处于高快速提升阶段，市场前景广阔。
- **存量品种集采压力逐步出清，创新管线进入收获期。**目前多数核心品种已完成集采或医保谈判降价，已有多款创新药进入临床审评阶段，2024-2025年新产品密集获批，有望通过公司强大的销售资源快速放量。
- **医美业务快速发展，成为第二增长曲线。**公司医美业务在国内处于第一梯队，并实现了全球化经营布局。核心产品质量及认可度高，多款在研医美产品有望于三年内获批，有利于维持公司的竞争优势地位和价格体系。
- **风险提示：产品获批不及预期，海外市场开拓不及预期，市场竞争格局恶化**

图101：2009-2024H1公司主营业务营收（亿元）

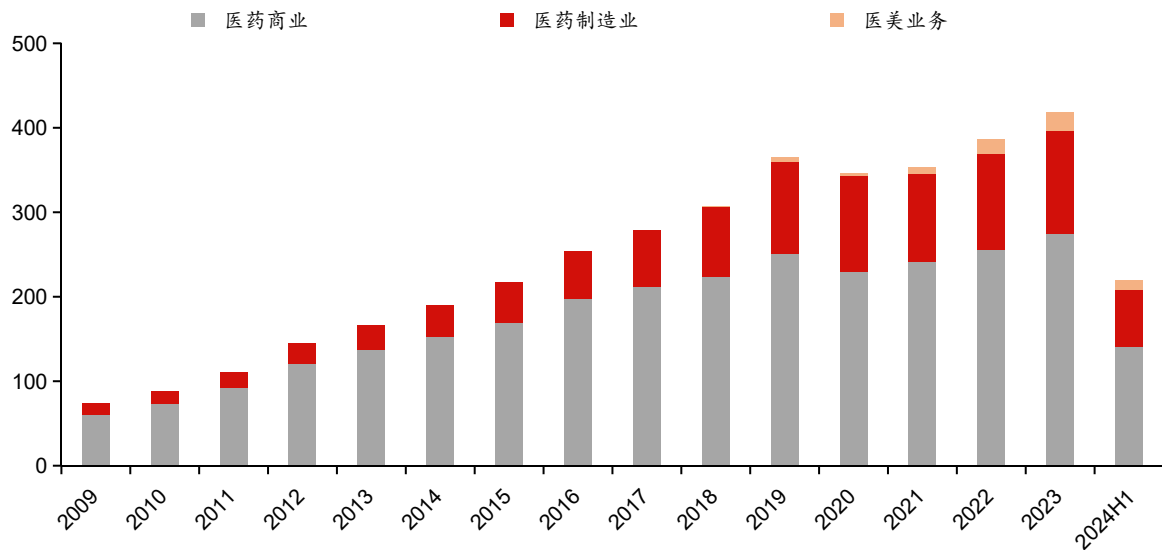
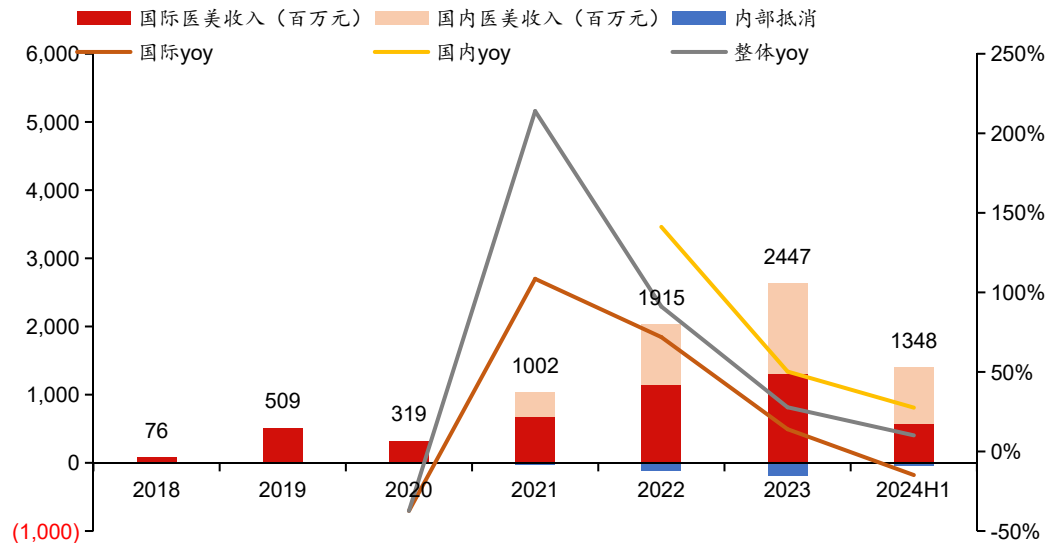


图102：2018-2024H1公司医美业务收入



## 迈瑞医疗：出海谱写器械龙头新篇章

- 迈瑞医疗为国产医疗器械龙头，主营业务包括生命信息与支持、体外诊断和医学影像业务，2024年前三季度公司营收为295亿元（yoy+8%），归母净利润为106亿元（yoy+8%）。
- 耗材类业务占比不断提升。2024年前三季度IVD产线增速20.9%，营收体量首次超过生命信息与支持业务，成为公司占比最大业务，公司化学发光业务在中国市场市占率达第三。2024年前三季度微创外科业务增速超45%，公司耗材类业务实现快速放量。
- 海外业务快速增长。2024H1公司国内外收入占比接近6：4。2024H1海外营收为79亿元（yoy+18%），远快于整体增速（yoy+11%）。公司深耕海外市场多年，目前已有8个国家启动本地化生产，完成欧洲、拉美等地区覆盖，同时公司超高端超声也持续扩大在海外的可及市场。
- 风险提示：集采降价不及预期、地缘政治风险、以旧换新政策落地不及预期

图103：迈瑞医疗营收、归母净利润及增速情况

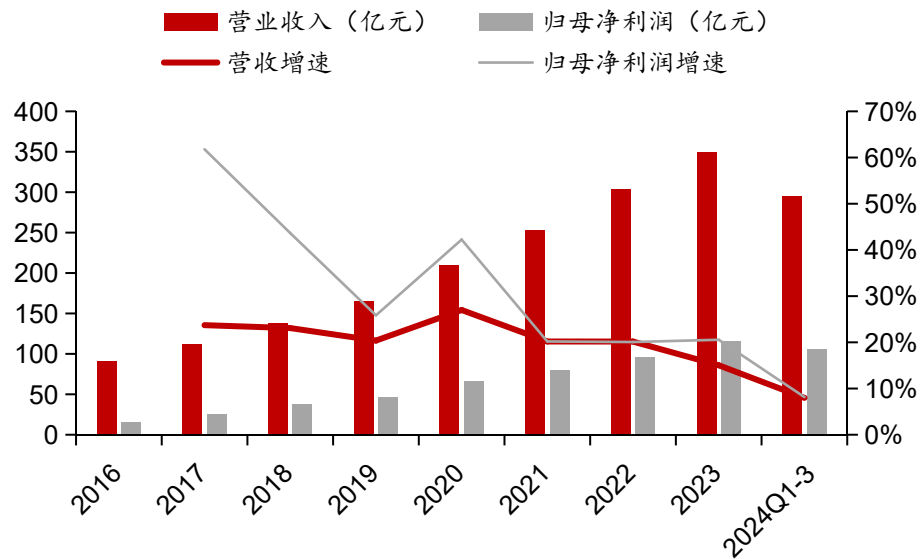
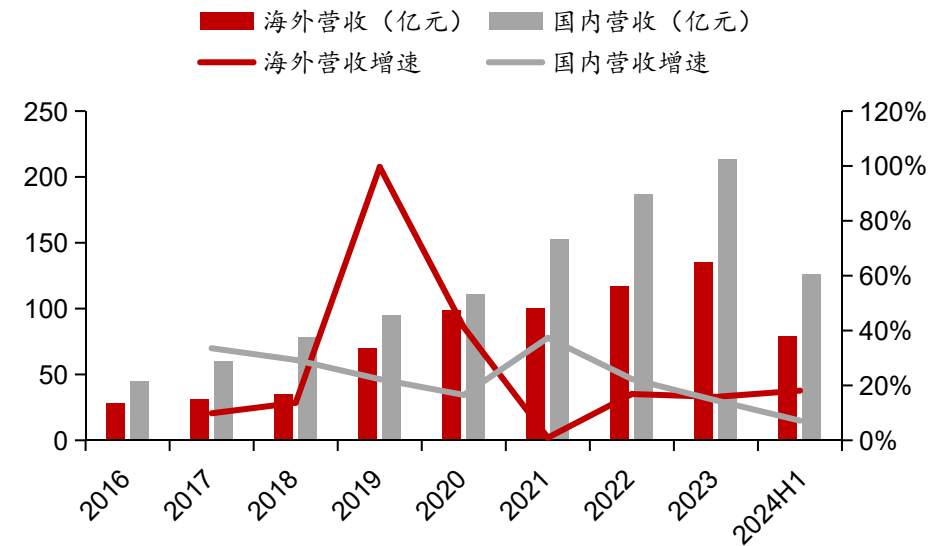


图104：迈瑞医疗海外营收增速



## 艾德生物：海外市场快速增长

- 公司专注于肿瘤精准医疗分子诊断领域，是中国肿瘤伴随诊断获批注册证较多、产品线齐全、院内渠道广泛的龙头企业之一。2016-2023年间，公司营收从2.53亿元增长至10.44亿元，年复合增速达22.44%。归母净利润从0.67亿元增长至2.61亿元，年复合增速分别达21.44%。行业龙头地位进一步得到巩固。
- 海外业务表现亮眼。2024H1公司海外营收为1.02亿元（yoy+33%），快于整体增速（yoy+18%），占总营收比例近19%。2012-2017年为公司海外业务早期拓展期，营收年复合增速达73%。2021年受新冠疫情扰动，海外营收有所放缓，但2021年公司PCR-11产品纳入日本医保，产品快速放量。整体来看，2017-2023年为公司海外业务快速发展阶段，营收年复合增速达36%。
- 风险提示：集采降价风险、新产品获批不及预期、地缘政治风险

图105：艾德生物营收、归母净利润及增速情况

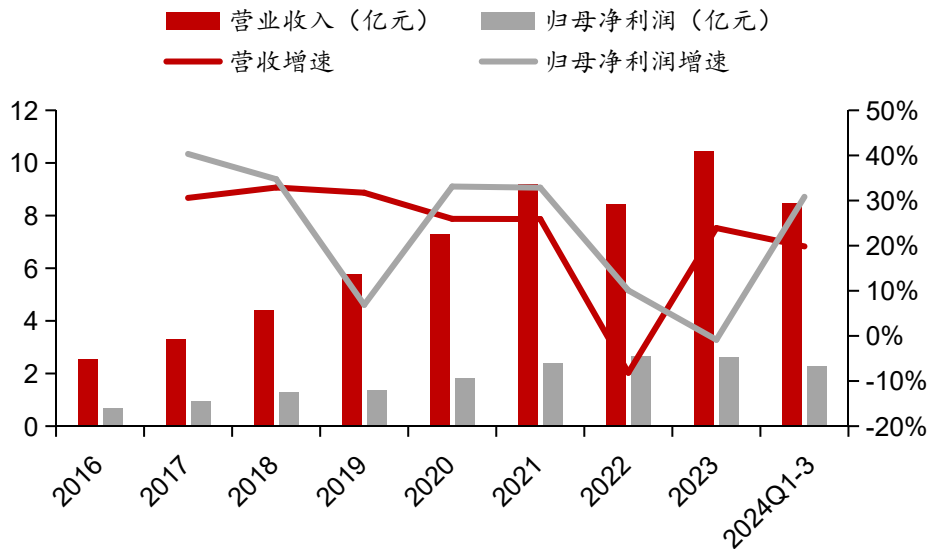
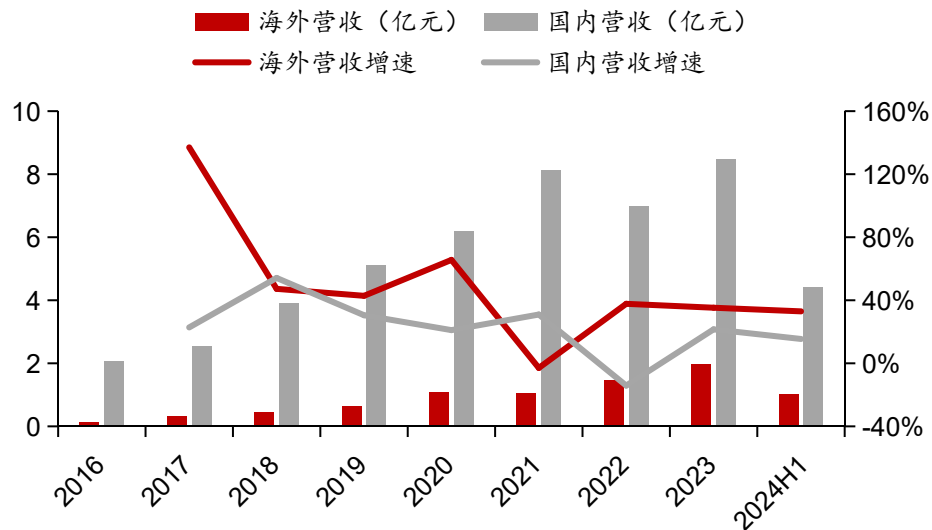


图106：艾德生物海外营收增速



## 新产业：海外市场表现亮眼，中大型仪器占比持续提升

- 公司为国内化学发光龙头企业之一，主要生产和销售化学发光、生化仪器和配套试剂，目前公司在国内已获注册的化学发光试剂181项，检测菜单丰富。2024年前三季度公司营收达到34.14亿元（yoy+17%），归母净利润为13.84亿元（yoy+17%）。
- 海外中大型仪器占比持续提升。2024H1公司海外营收7.97亿元（yoy+23%），快于整体增速（yoy+19%），占总营收比例为36%。2019年公司推出的高性能X系列发光仪推动仪器销售强劲、中大型机销售占比不断攀升。2024年前三季度海外市场发光仪器新增装机3,113台，其中中大型占比提升至66%，仪器带动海外试剂销售如期放量，海外试剂营收同比增长32%。
- 风险提示：地缘政治风险、集采降价不及预期、新品获批不及预期

图107：新产业营收、归母净利润及增速情况

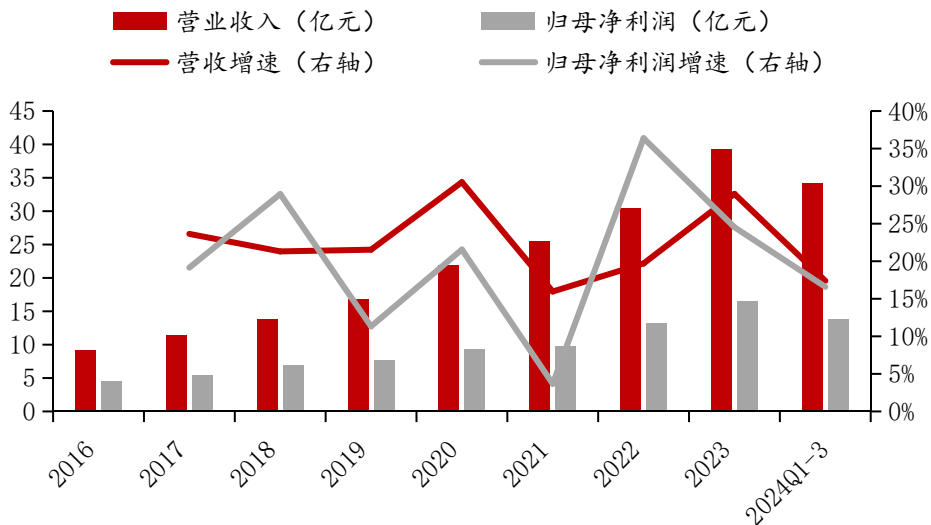
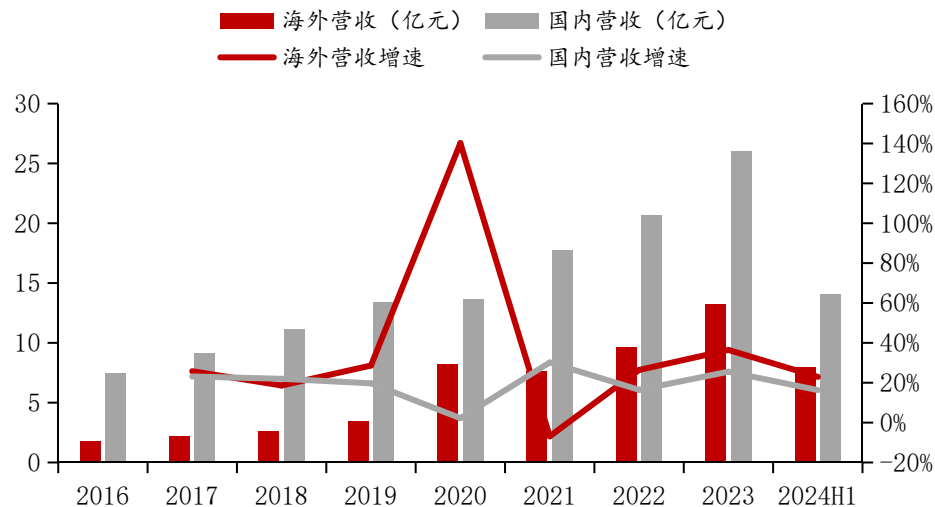


图108：新产业海外营收增速



## 联影医疗：高举高打持续突破海外高端市场

- ▶ **秉持高举高打全球化策略，持续突破海外高端市场。**截至2024H1，公司已向市场推出120余款产品，其中40款通过了欧盟CE认证，47款通过了美国FDA 510(k)认证，获得其他海外市场认证的产品数量为67款。凭借强劲的创新能力和比肩全球一流水平的产品力，公司各类高端机型已成功在全球超40个国家签单或装机。同时持续扩大客户服务的覆盖范围，全球服务团队已超1,000人，驻点在多个国家和地区。
- ▶ **海外收入占比持续提升。**公司重视高端医学影像诊断和放射治疗产品在海外市场的拓展和销售工作，已在美国、日本、欧洲、非洲和东南亚等国家和地区实现销售。2024H1公司境外实现业务收入9.33亿元（按终端客户装机所在地统计），占公司业务收入的比例为17.49%，同比增长29.94%，整体保持逐年上升的趋势。
- ▶ **风险提示：**设备更新政策落地不及预期风险；海外贸易摩擦风险；新产品研发不及预期风险。

图109：2018-2024Q3联影医疗营收和归母净利润情况

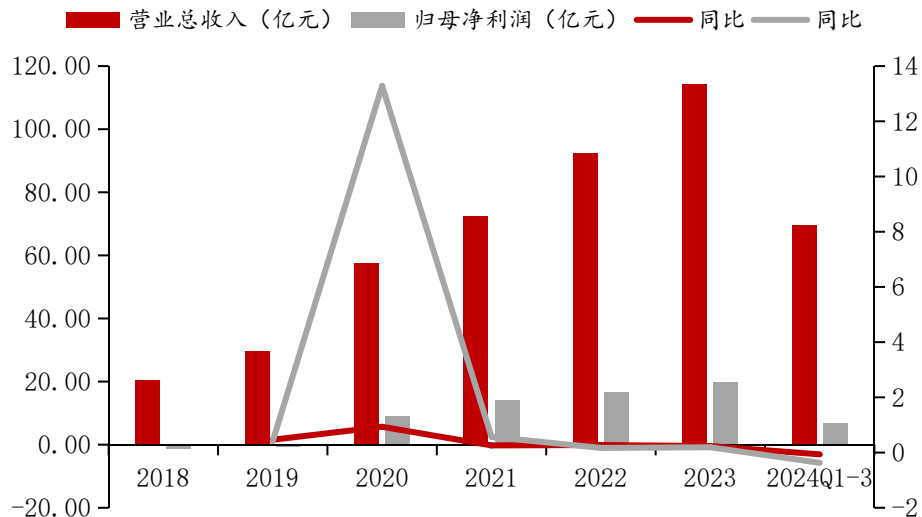
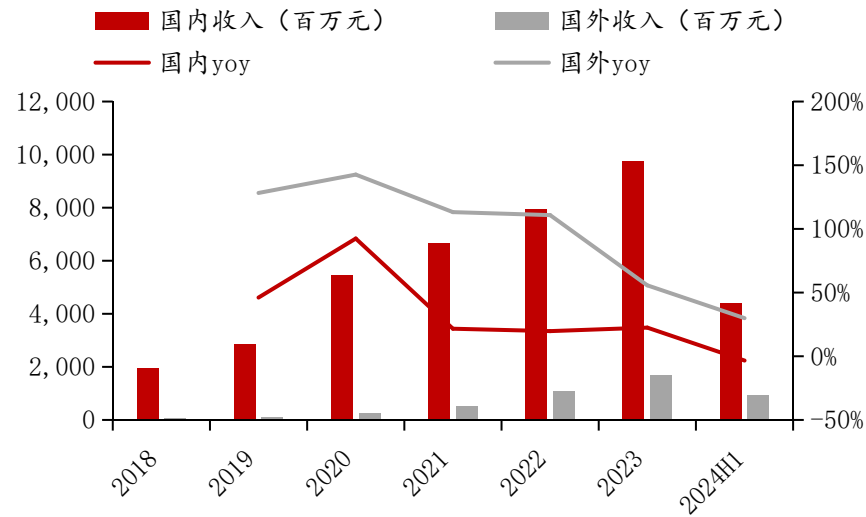


图110：2018-2024H1联影医疗国内外收入及增速



## 奕瑞科技：全球化X线部件综合解决方案供应商

- **国产数字化X线探测器龙头，技术平台布局完善。**经过10多年的耕耘，奕瑞成为全球少数同时掌握非晶硅、IGZO、CMOS和柔性基板四种传感器技术的公司，聚焦X线探测器产业链中游，并往上游拓展自产能力。公司业务涉及医疗、工业、安防等领域，与国内外知名X线设备厂家建立长期稳定合作，持续打造全球知名度，截至2021年公司全球数字化X线探测器市占率为16.90%。
- **技术沉淀+客户粘性打造公司护城河。**公司布局产业链中游，向上游渗透，掌握闪烁体、探测器芯片、TFT模组等核心技术，在CMOS、非晶硅技术路线探测器具备全球头部竞争力。公司通过IPO和可转债募集，进一步拓展平板探测器产能，提升规模优势控制成本，扩大全球核心供应商综合能力。技术、产能等硬实力，配合头部客户口碑软实力，使得公司在医疗、工业等领域持续拓展新客户，有望产生长期稳定订单。
- **风险提示：**客户订单不及预期风险、地缘政治和贸易冲突风险、新产品推广不及预期风险。

图111：2018-2024Q3奕瑞科技收入及增速

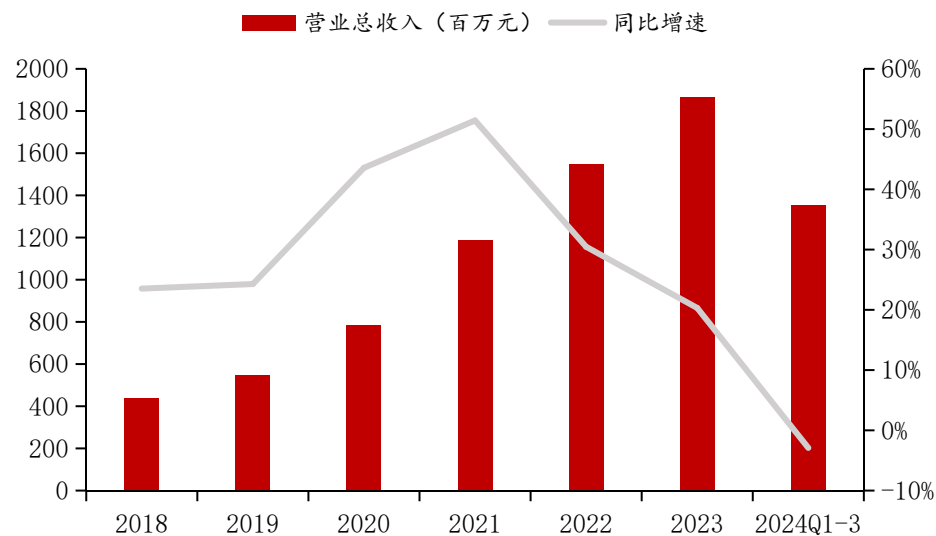
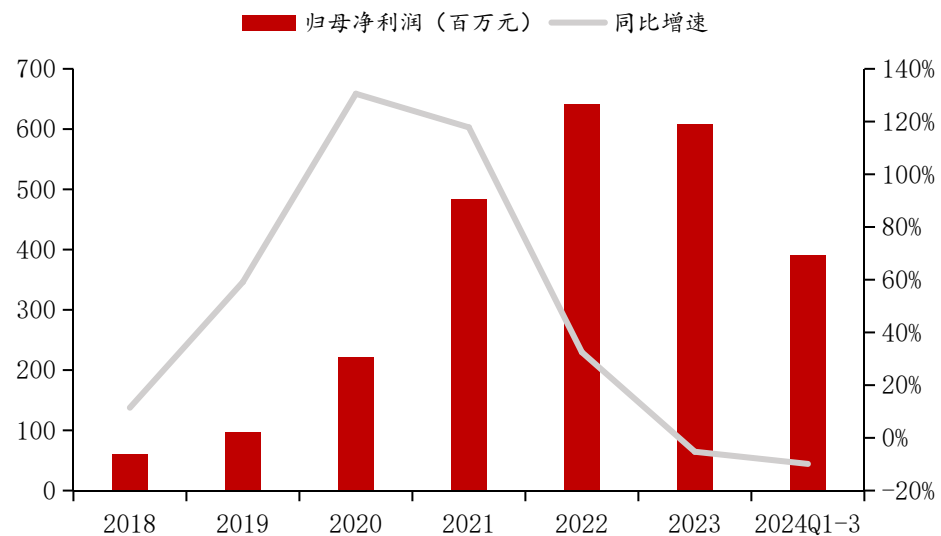


图112：2018-2024Q3奕瑞科技归母净利润及增速



## 惠泰医疗：迈瑞入主打造全球血管介入器械龙头公司

- **强强联手打造血管介入器械龙头企业。**通过引入国内医疗器械龙头迈瑞医疗作为控股股东，有助于强化公司在电生理、冠脉通路、外周血管介入等领域的核心竞争力，提高公司研发和渠道能力，打造心血管介入领域具备全球竞争力的龙头企业。
- **平台化优势明显，盈利能力持续提升。**随着公司电生理和血管介入领域新产品逐步上市、国内集采范围加大，公司处于快速发展期。2024年前三季度公司实现营收15.25亿元，同比增长25.63%；归母净利润5.28亿元，同比增长30.97%；扣非后归母净利润5.08亿元，同比增长41.08%。毛利率和净利率分别为72.69%和34.24%，同比均有提升。公司在应对冠脉集采中已积累成功经验，制造优势凸显，随着未来房颤消融组套、PFA等新产品逐步放量，我们预计盈利能力有望持续提升。
- **风险提示：**市场推广不及预期；集采降价超预期；市场竞争加剧风险。

图113：2018-2024Q3惠泰医疗收入及增速

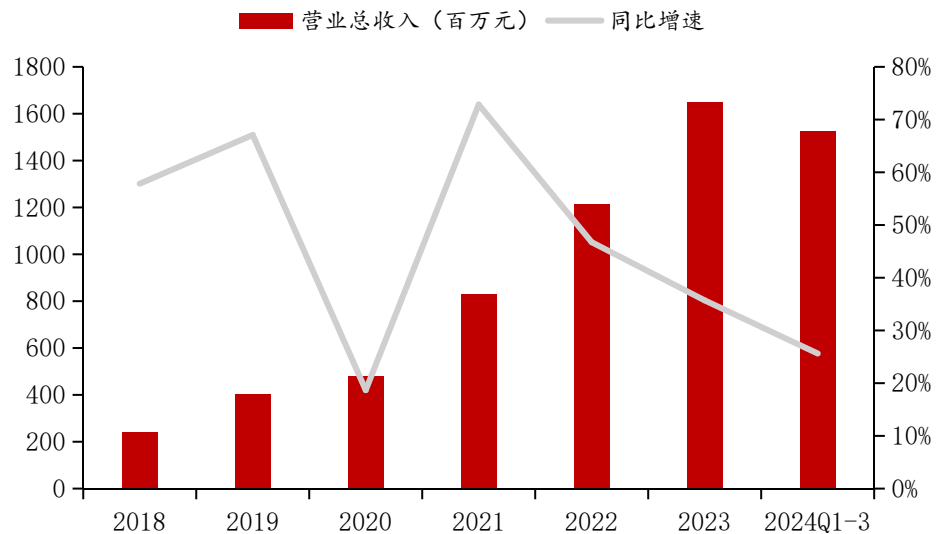
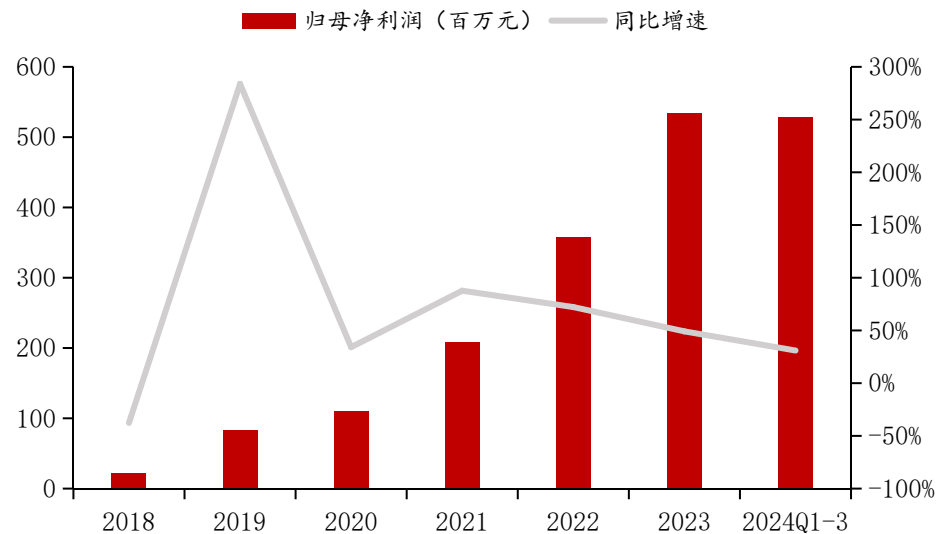


图114：2018-2024Q3惠泰医疗归母净利润及增速



## 鱼跃医疗：高基数影响逐步消除，长期受益老龄化和品牌力持续提升

- **老龄化需求持续增长，家用医疗器械龙头业绩稳健。**2020年以来受公共卫生事件影响，呼吸制氧产品销量波动较大，但整体业绩稳健，2018-2023年公司收入CAGR为13.8%，归母净利润CAGR为26.9%，公司降本增效、规模效应显现，盈利能力提升。2024年前三季度由于去年同期呼吸制氧类产品需求激增导致高基数，公司营收60.28亿元，同比下滑9.53%；归母净利润15.32亿元，同比下降30.09%。
- **血糖等核心业务表现亮眼，海外拓展顺利。**2024H1公司糖尿病护理解决方案收入5.62亿元，同比增长54.94%，BGM市占率提升和CGM新品拉动板块整体保持高增速，毛利率为60.19%，为公司毛利率最高的业务板块；呼吸治疗解决方案收入16.42亿元，同比下降28.88%，其中制氧机收入同比下滑，但较2022H1实现双位数复合增长，雾化、家用呼吸机获得较好增长；急救板块收入1.08亿元，同比增长34.66%。同时随着海外产品准入、属地化布局日益完善，海外业务持续拓展，上半年外销收入4.79亿元，同比增长30.19%。
- **风险提示：**新产品市场推广不及预期；竞争加剧导致产品降价；终端需求下降风险。

图115：2018-2024Q3鱼跃医疗收入及增速

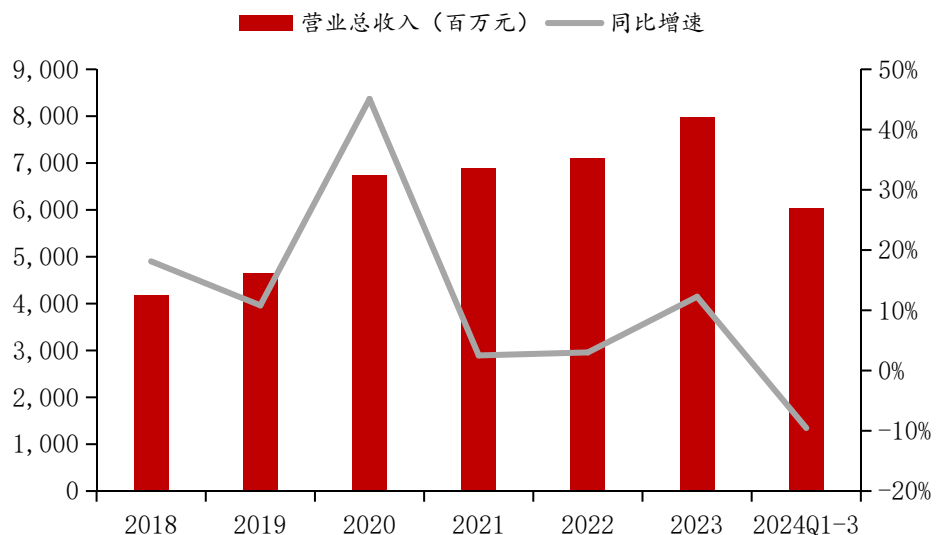
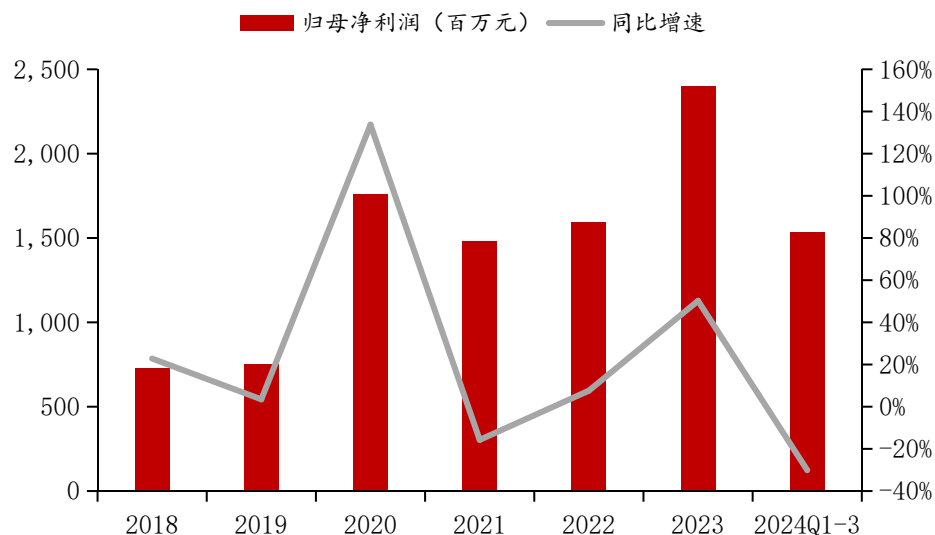


图116：2018-2024Q3鱼跃医疗归母净利润及增速



## 怡和嘉业：海外需求持续恢复，有望迎来经营拐点

- **受益竞争格局重塑，海外市场前景广阔。**2020年之前家用呼吸机市场主要由瑞思迈和飞利浦占据，随着2021年飞利浦召回事件以及后续宣布推出美国市场，怡和嘉业在全球市占率快速提升。从销量口径看，公司全球市占率由2020年的4.50%提升至2022年的17.70%。由于公司与美国经销商RH公司合作深入，多年积累DME等渠道资源丰富，有望在美国和全球持续提升市占率。
- **海外需求持续恢复，有望迎来经营拐点。**2024Q3公司收入2.2亿，同比增长10.51%；归母净利润0.33亿元，同比增长21.78%。单季度业绩环比处于改善状态，我们预计主要由于海外业务的恢复增长带动。结合注册地为北京地区的无创呼吸机出口数据，以及公司在手订单金额来看，我们预计海外尤其是美国地区渠道去库存接近尾声，下游订单恢复，有望推动公司业务持续改善。
- **风险提示：**经销商模式风险；专利纠纷和知识产权风险；竞争加剧导致价格下降风险。

图117：怡和嘉业单季度收入情况（百万元）

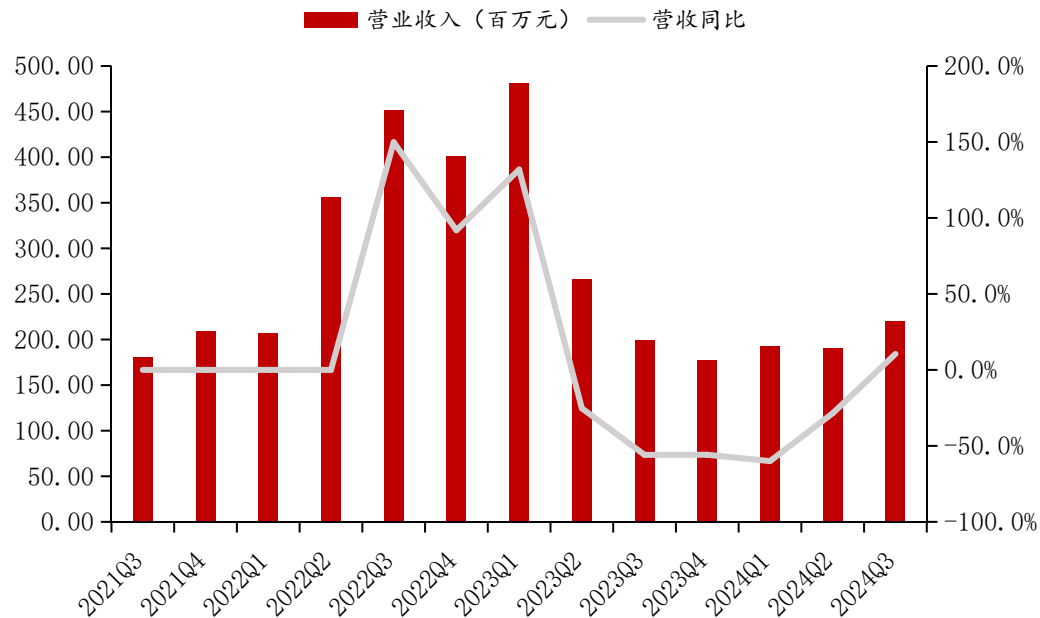


图118：2024年1-9月无创呼吸机海关出口数据统计（注册地为北京）

| 时间     | 总出口额 (万元) | yoy    | 其中对美出口金额 (万元) | yoy    |
|--------|-----------|--------|---------------|--------|
| 202401 | 3,041     | -61.6% | 1,299         | -79.5% |
| 202402 | 2,412     | -71.5% | 168           | -96.6% |
| 202403 | 5,782     | -52.7% | 1,537         | -84.0% |
| 202404 | 2,948     | -64.5% | 1,127         | -78.2% |
| 202405 | 2,498     | -44.1% | 656           | -62.3% |
| 202406 | 3,235     | -58.4% | 595           | -87.4% |
| 202407 | 2,014     | -59.4% | 405           | -85.4% |
| 202408 | 4,906     | -2.9%  | 2,369         | -35.8% |
| 202409 | 6,771     | 34.0%  | 4,268         | 193.7% |

## 美好医疗：呼吸机主业持续恢复，多元化布局有望进入收获期

- **下游去库存或迎拐点，季度业绩环比改善。**2024年前三季度公司收入11.57亿元，同比增长10.86%，归母净利润2.58亿元，同比减少14.07%。其中Q3收入4.5亿元，同比增长55.68%；归母净利润0.89亿元，同比增长49.91%。单季度表现持续改善，主要考虑家用呼吸机海外下游客户去库存影响逐步消退，恢复正常增长。随着收入恢复增长、规模效应显现，Q3毛利率42.97%，环比和同比均有提升；净利率19.70%，同比略有下降，我们预计主要因为股权激励费用和汇兑损失导致。
- **多元化推动收入增长，成长空间进一步打开。**2024H1公司家用及消费电子组件实现收入7890万元，同比增长36.60%，实现快速增长；其他医疗产品组件收入4904万元，同比增长14.92%。公司持续加强研发投入，积极布局和拓展新赛道，往心血管介入、电生理、体外诊断、血糖管理、外科等领域发展，符合医疗器械CDMO的发展趋势，我们预期未来胰岛素注射笔等新业务有望持续贡献增长动力。
- **风险提示：**大客户依赖的风险；下游库存波动风险；新业务拓展不及预期；汇率波动风险。

图119：2018-2024Q3美好医疗收入及增速

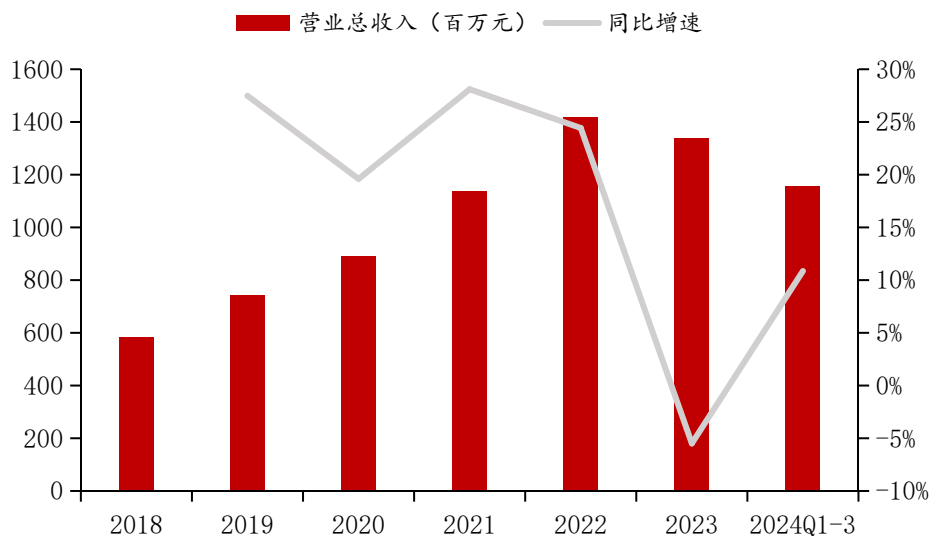
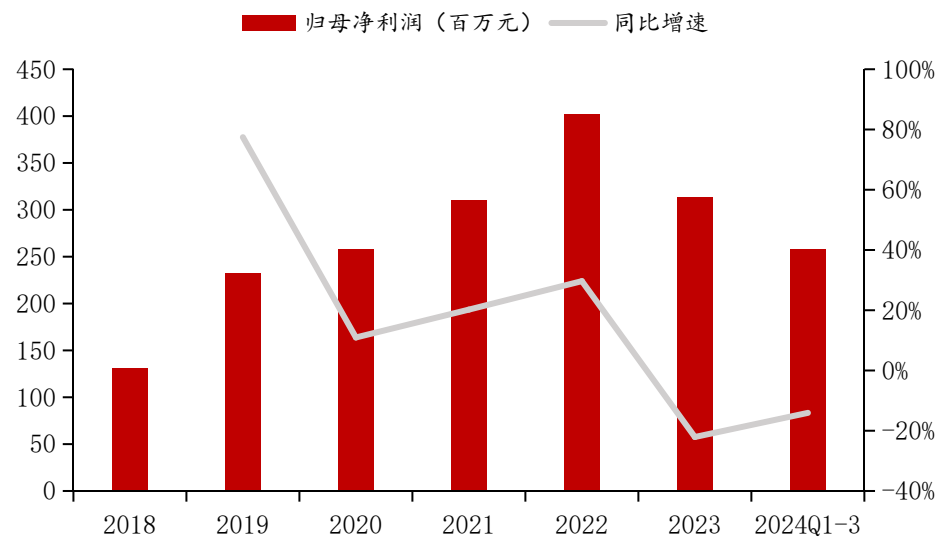


图120：2018-2024Q3美好医疗归母净利润及增速



## ▶ 太极集团：数字化转型赋能的中药OTC龙头

- ▶ 太极集团起源于四川省涪陵中药厂，在2019年正式启动混改，2021年完成战略重组，成为国药集团现代化中药板块成员。公司实行“一主两辅”战略，聚焦现代中药智能制造，发展麻精特色化药与区域商业业务，以消化及代谢、呼吸系统、心血管、抗肿瘤和免疫调节、神经系统、抗感染、大健康等领域为核心，对医药主品启动营销改革，公司2021年提出“十四五”战略规划，稳步提升经营质量。
- ▶ 公司全面启动数字化转型，推动智造升级，加速建设商业数字化平台，启动业财一体化项目与营销数字化项目，坚持主品战略，重塑 OTC品牌形象，整合各渠道营销资源，以藿香正气口服液为例，通过定位“祛暑、祛湿、祛暑湿”的场景，打造品牌IP藿小香，推动产品销售突破。
- ▶ 风险提示：政策监管、市场竞争加剧、成本波动、研发不及预期、销售不及预期等风险。

图121：公司收入情况（亿元，按季度）

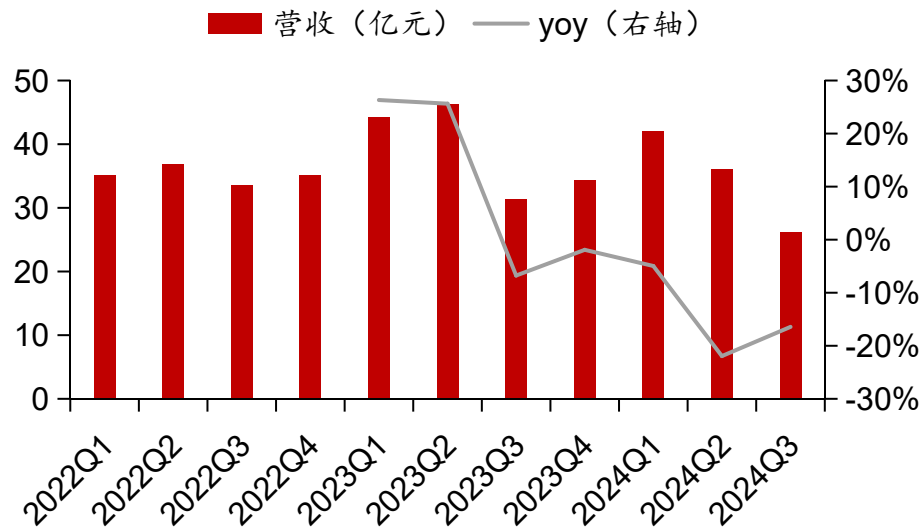
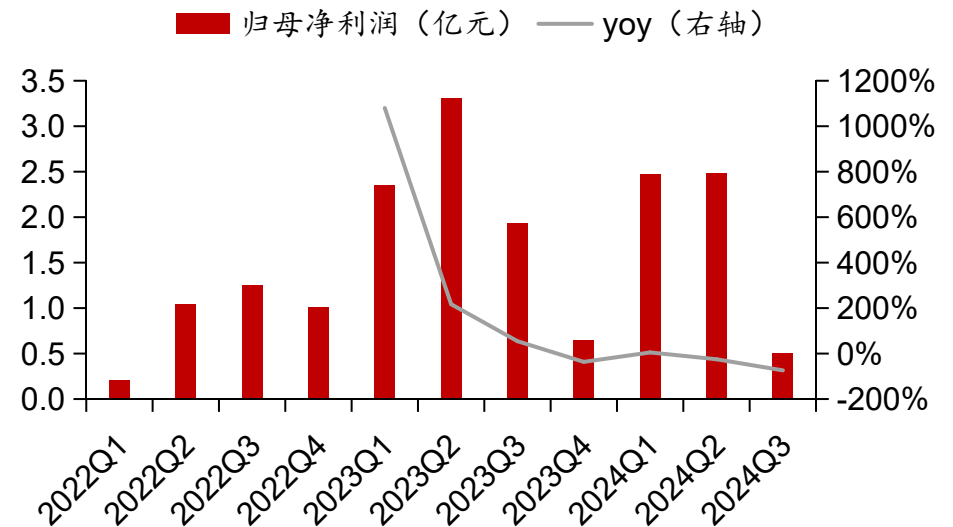


图122：公司归母净利润情况（亿元，按季度）



## 华润三九：聚焦健康消费领域的自我诊疗龙头

- 公司为华润医药集团旗下核心中药企业，致力于“成为大众医药健康产业的引领者”，专注高质量医药健康产品创新研发和智能制造，满足“预防、保健、治疗、康复”全周期的健康需求。公司产品线丰富，CHC 健康消费品业务覆盖感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科、膳食营养补充剂等品类，处方药业务覆盖抗肿瘤、心脑血管、消化系统、骨科、儿科等治疗领域等。
- 公司为国内自我诊疗领域龙头企业，2023年公司年销售额过亿元的品种39个。2023年1月昆药集团控股股东正式变更为华润三九，昆中药等品类亦归入华润三九发展体系中；2024年8月公告拟收购中药创新药龙头企业天士力28%股份，收购完成后将成为天士力控股股东，补足中药创新药条线，协同工作推进下有望加快内生式增长。
- 风险提示：政策监管、市场竞争加剧、成本波动、研发不及预期、销售不及预期等风险。

图123：公司收入情况（亿元，按季度）

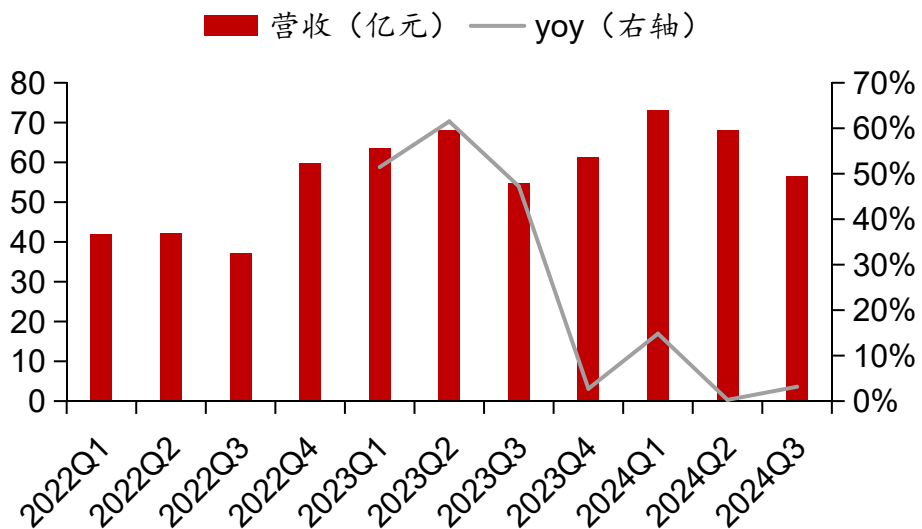
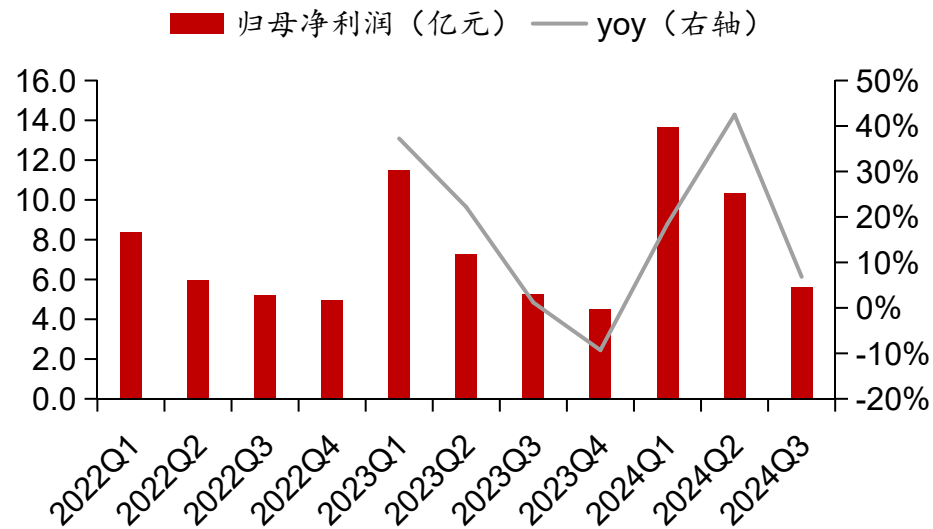


图124：公司归母净利润情况（亿元，按季度）



## 东阿阿胶：品牌滋补中药龙头展现强劲韧性

- 公司核心产品为阿胶及系列产品，2024Q1-3公司收入43.29亿元，同比增长26.28%，归母净利润11.52亿元，同比增长47.00%，维持快速增长趋势。分产品看，公司Q1-3阿胶块增速10%左右，收入占比近45%；复方阿胶浆增速接近50%，收入占比30%以上；桃花姬同比增速20%左右，收入占比约10%；阿胶粉增长150%左右，收入占比约3%。
- 公司为滋补中药行业龙头，核心产品市占率稳步提升，其中东阿阿胶块和复方阿胶浆两大核心产品市场份额超过40%，在阿胶块和补气补血口服液类中，东阿阿胶产品份额名列前茅。在公司提出“价值、业务、组织、精神”四个重塑下，经营管理提质增效，业绩有望快速增长，盈利能力持续提升。
- 风险提示：政策监管、市场竞争加剧、成本波动、研发不及预期、销售不及预期等风险。

图125：公司收入情况（亿元，按季度）

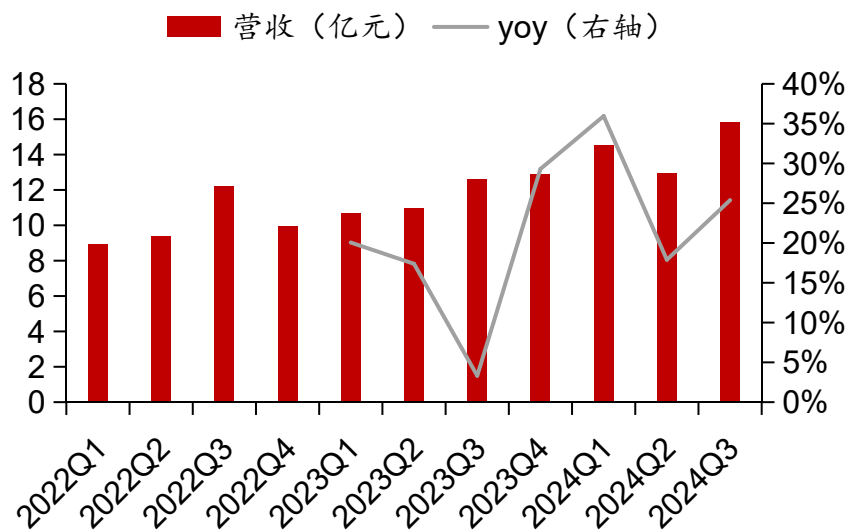
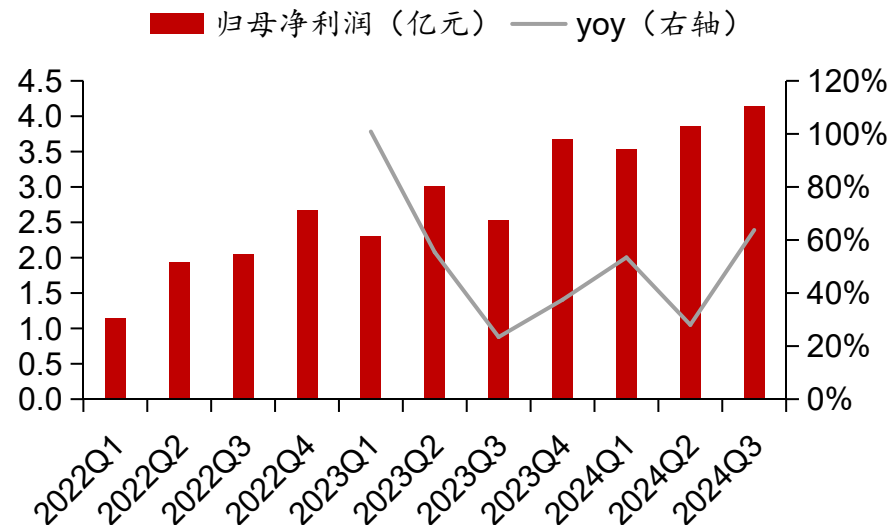


图126：公司归母净利润情况（亿元，按季度）



## 羚锐制药：中药骨科贴膏剂龙头，盈利能力持续提升

- 公司为中药骨科贴膏剂龙头，核心产品为通络祛痛膏和两只老虎系列贴膏剂等产品。2024Q1-3公司收入27.59亿元，同比增长10.07%，归母净利润5.74亿元，同比增长23.10%，在药店客流下降的情况下仍维持稳定增长，净利率同比提升2.20pp。
- 老龄化驱动骨科患者人数扩容，且中药渗透率呈现提升趋势，骨科中药贴膏剂行业有望持续增长，公司为行业龙头，市占率持续提升。公司自开启第二轮营销改革以来，净利率从2018年11.97%逐年提升至2024Q1-3的20.80%，随着公司持续实施降本增效举措，盈利能力有望持续提升。
- 风险提示：政策监管、市场竞争加剧、成本波动、研发不及预期、销售不及预期等风险。

图127：公司收入情况（亿元，按季度）

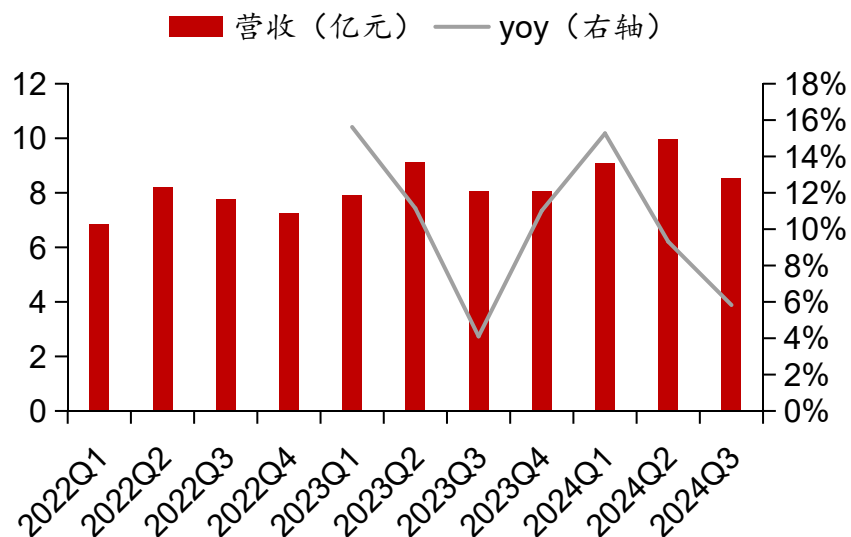
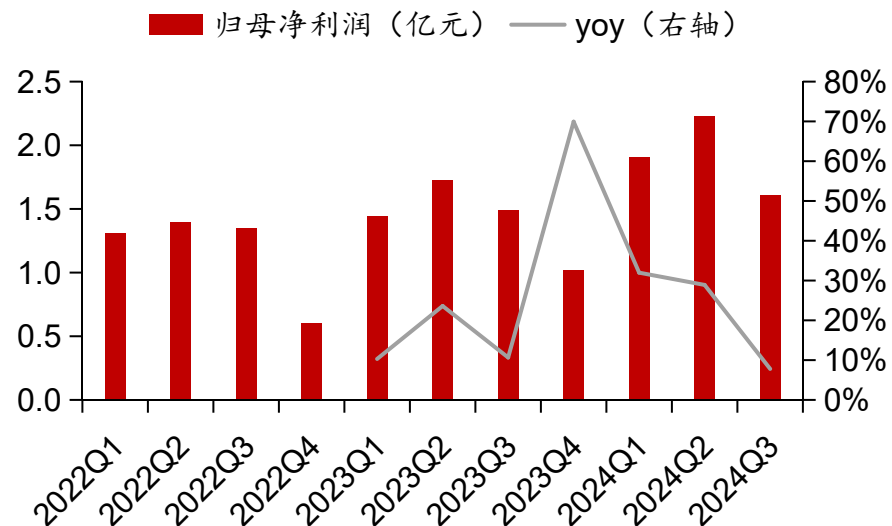


图128：公司归母净利润情况（亿元，按季度）



## 药明康德：在手订单稳步增长，多肽业务快速发展

- 在手订单充足，保障未来发展。2024年前三季度，公司在手订单达438.2亿，同比增长35.2%；新增客户800余家；小分子D&M管线新增分子915个，其中临床前及临床1期/临床2期/临床3期/商业化项目分别增加898/14/1/2个。
- 欧美地区收入及占比持续增长，生物安全法案影响较小。2024年前三季度公司来自美国的收入达176.2亿元，剔除新冠项目同比增长7.6%；欧洲收入35.3亿元，同比增长14.8%；中国收入51.6亿元，同比下滑3.9%；其他地区收入14.0亿元，同比下滑16.5%。
- 多肽业务快速发展，带来公司新增长点。2024年前三季度TIDES业务收入35.5亿元，同比强劲增长71.0%。截至9月底，TIDES在手订单同比增长196%，D&M服务客户数同比提升20%，服务分子数量同比提升22%。
- 风险提示：行业竞争加剧；市场需求不及预期；地缘政治风险；产能扩张不及预期。

图129：药明康德收入情况（亿元，按季度）

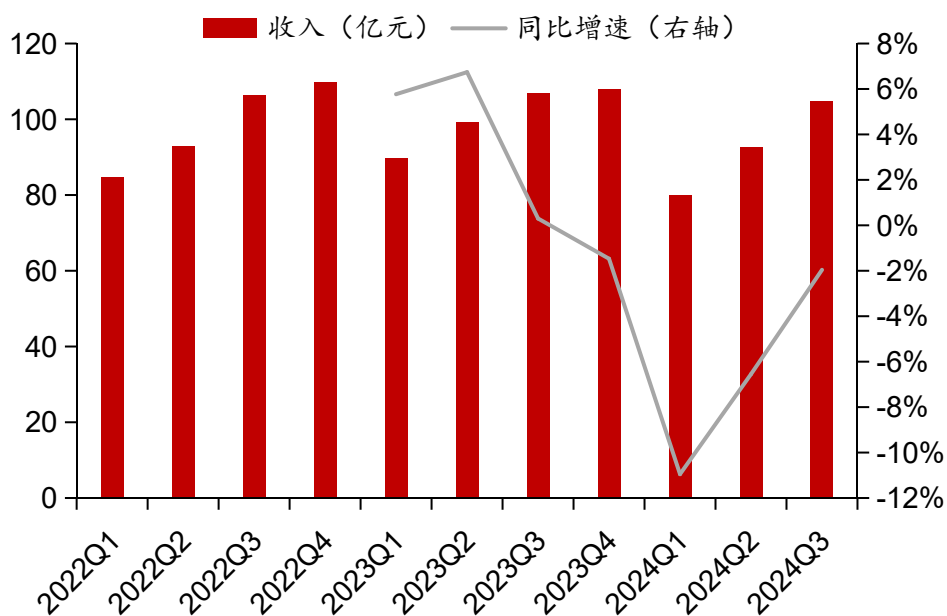
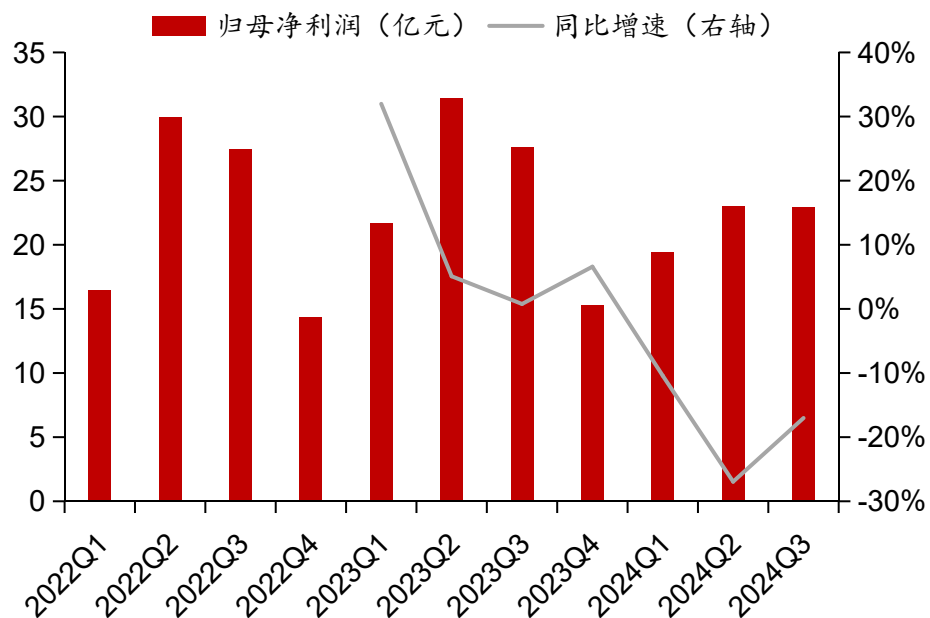


图130：药明康德归母净利润情况（亿元，按季度）



## 药明合联：XDC行业高景气度，稀缺的CRDMO平台高速发展

- ▶ 近年来国内多款ADC实现对外授权，赛道持续高景气度，带动相关CXO需求持续增长。由于ADC同时涉及大分子和小分子两种性质差异较大的药物类型，相关药物的开发难度较大，能够满足客户全方位需求的CXO数量较少。考虑到龙头企业在研发技术、项目经验及产能规模等方面的先发优势，我们认为市场份额有望进一步向头部企业集中。
- ▶ 通过一站式CRDMO服务平台与“赋能、跟随并赢得分子”策略，公司能够为客户提供端到端的一站式服务，前端业务向后端业务的导流效应明显。2020年以来，公司收入和净利润均保持了高速增长，截至2024年6月底，公司拥有在手订单8.42亿美元，有望带动业绩持续增长。
- ▶ 风险提示：行业竞争加剧；市场需求不及预期；地缘政治风险；产能扩张不及预期。

图131：药明合联收入情况（亿元）

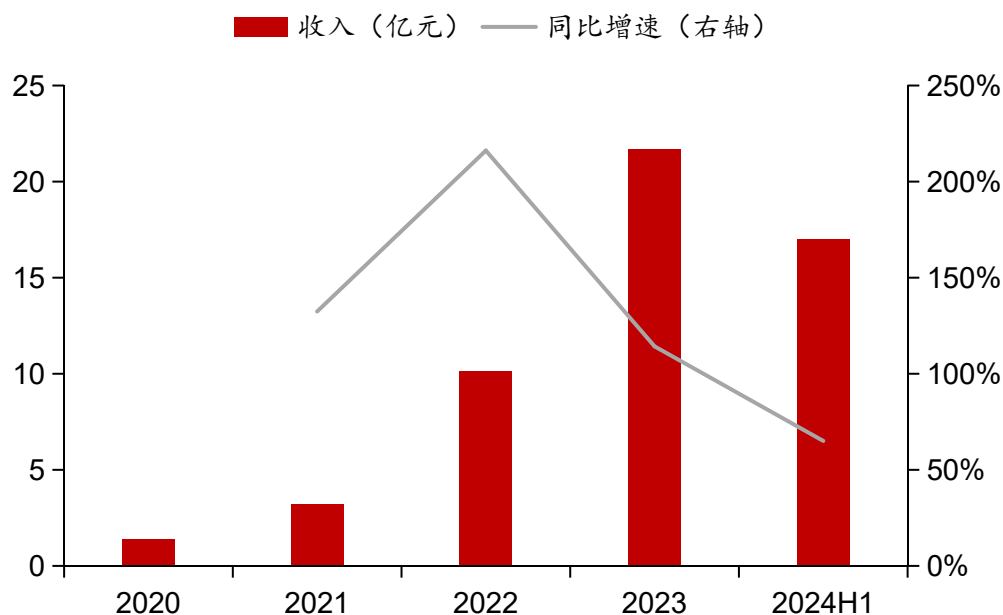
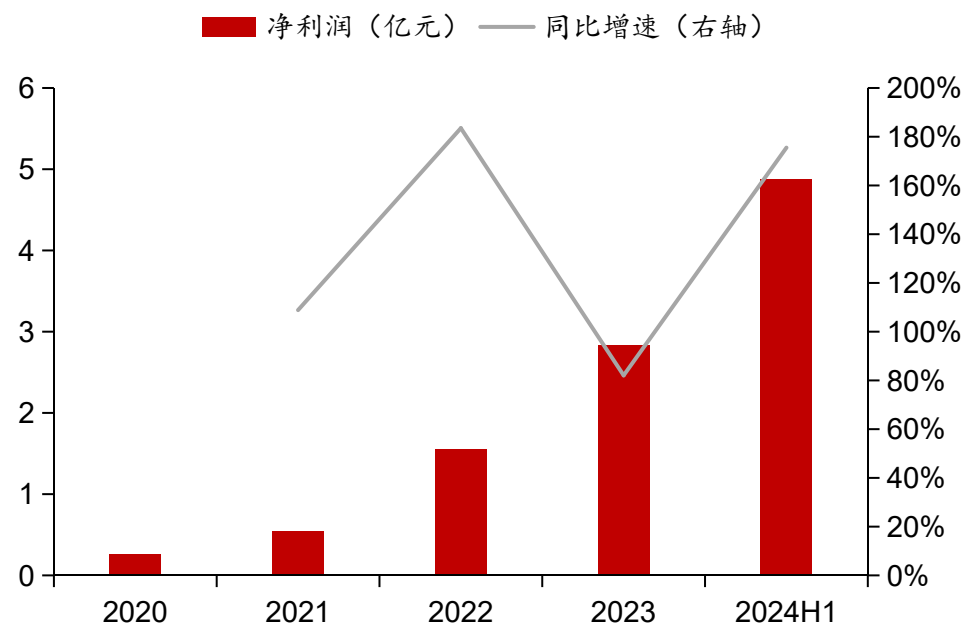


图132：药明合联净利润情况（亿元）



## 益丰药房：收入与利润齐增，彰显经营韧性

- 医保局发文谈及药品定价，零售药店或迎转机。根据医保局推文，线下药店和非公立医院的药品价格主要由经营者自主确定，其中未纳入医保定点的线下药店和非公立医院药品价格完全自主定价；而纳入医保定点的线下药店和非公立医院，则需要遵守医保定点协议，意味着非医保药品的价格可能拥有一定自主调整空间。
- 面对宏观环境的不确定性，公司持续进行降本增效，2024年三季度毛利率进一步提升至41.13%。2024年以来，公司加大门店管理，对于经营能力较弱的门店加强管理或关店，我们预计公司降本增效的成果有望进一步体现。
- 风险提示：处方外流不及预期；政策变动风险；市场竞争加剧；盈利能力下滑；门店扩张不及预期。

图133：益丰药房收入情况（亿元，按季度）

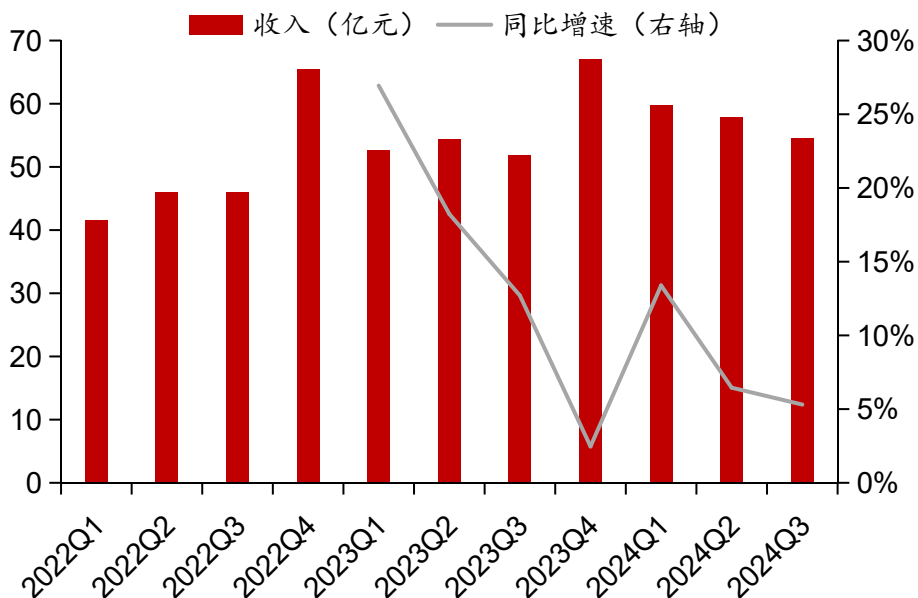
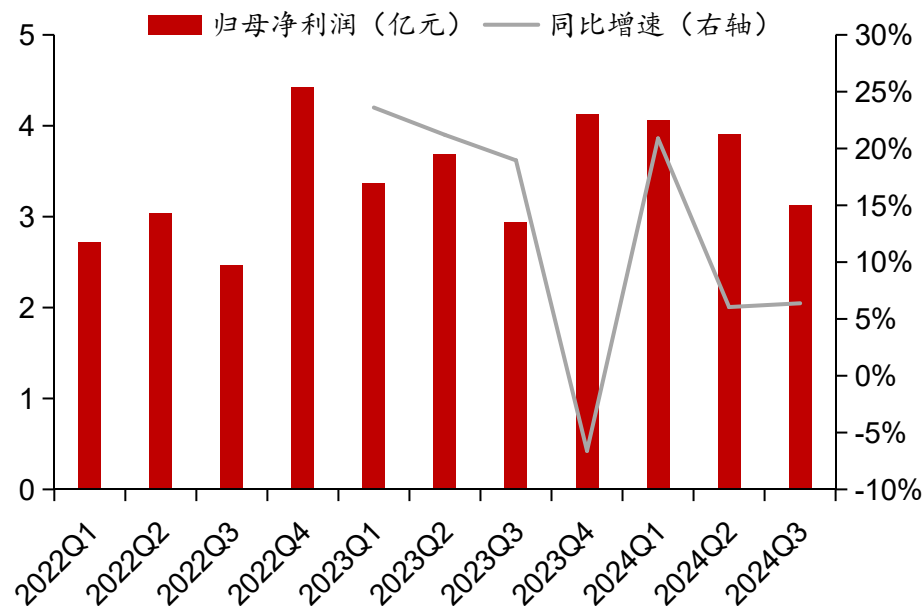


图134：益丰药房归母净利润情况（亿元，按季度）





## 7 风险提示

## 风险提示

**商业化销售不及预期。**公司部分产品处于商业化早期阶段，需大量市场拓展和学术推广活动，若产品推广不利，可能出现销售不及预期。

**临床进度或上市时间不及预期。**如临床进度落后或CDE评审要求补充材料，可能会延后相关产品上市时间。

**竞争格局恶化。**市场内通常有多款与公司管线同类型药物处于研发阶段，未来存在竞争格局恶化可能。

**地缘政治风险。**地缘政治可能对公司海外业务造成影响。

**汇率波动风险。**对于海外业务占比较高的公司，汇率波动可能对公司汇兑损益造成影响。

## 分析师和联系人

分析师 郑薇

SAC: S0590521070002

分析师 付鹏飞

SAC: S0590524110003

分析师 夏禹

SAC: S0590518070004

分析师 许津华

SAC: S0590523070004

分析师 陈翠琼

SAC: S0590524010001

分析师 陈馨悦

SAC: S0590524070007

分析师 聂丽逦

SAC: S0590524110002

联系人: 林艾灵

## 办公地址

上海

虹口区杨树浦路188号星立方大厦8楼

北京

东城区安定门外大街208号中邮政安广场A座4楼

深圳

福田区益田路4068号卓越时代广场13楼

无锡

无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

# 评级说明和声明

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 评级说明

| 投资建议的评级标准   | 评级   | 说明                          |                              |
|---|------|-----------------------------|------------------------------|
| 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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上       |                              |
|   | 增持   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间  |                              |
|   | 持有   | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间 |                              |
|   | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上       |                              |
|   | 行业评级 | 强于大市                        | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上        |
|   |      | 中性                          | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| 弱于大市  |      | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上       |                              |

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。



国联证券  
GUOLIAN SECURITIES

致 谢！