

医药行业重点公司2023年年报/2024年一季报总结暨投资展望：

分化态势延续，关注业绩确定性标的和拐点方向

王斌

医药行业首席分析师

SAC执证编号：S0110522030002

Email: wangbin3@sczq.com.cn

电话：010-81152644

2024年5月21日

我们对所覆盖或日常跟踪关注的医药行业重点公司的2023年年报和2024年一季报进行了总结。我们认为由于行业政策/景气度、公司经营周期等因素的差异，个股及行业业绩呈现出分化态势。我们认为在医药行业进入高质量发展阶段后，由于行业整体增速中枢下降，业绩成长具有确定性和持续性的行业及公司更为稀缺，市场有望给予其一定的估值溢价，此外景气度出现边际改善或者有拐点预期的行业/公司在也具有向上弹性；**在投资策略上，我们仍然建议自下而上优选标的，重点关注业绩确定性标的和拐点方向。**

具体来看。**医药创新**：由于创新药的临床价值、竞争格局、潜在空间存在显著差异，此外由于公司的经营周期处于不同阶段，核心品种生命周期处于不同时期，导致业绩分化态势延续。**医药仿制/仿创转型**：由于集采影响逐步出清，存量业务触底并逐步稳定，医药仿制/创新转型相关公司已经步入发展新阶段，目前更需要重视公司新的业绩增长动能，包括创新药事件催化（临床进展/获批、license-out、海外映射等）/商业化兑现、后续仿制药品种梯队获批节奏/上市后放量速度、新业务模式拓展（OTC/线上销售、出海）等影响业绩的新变量。**血制品**：行业供需两端均进入提速周期，业绩增长持续性强，确定性高，属于行业性景气度提升带来具有稀缺性的投资机会。**CXO、科研试剂/服务**：由于业务类型、客户区域分布等存在差异，2023年及2024年1季度业绩出现分化，仿制药CRO表现较好，海外收入占比高的公司业绩有望率先回暖。**医疗器械**：医疗设备行业有望在招标采购恢复正常、大规模设备更新政策落地后迎来拐点；一次性手套行业进入盈利能力提升周期。

投资建议：详见正文部分。

风险提示：医保谈判/药品集采政策严厉程度超预期，创新药/仿制药降价幅度较大；创新药研发失败，进度不及预期；行业政策出现超预期变化等。

一、医药创新：业绩分化态势延续，寻找弹性标的

表1：创新药公司业绩概况

代码	公司	2021		2022		2023		2024Q1		2023年 & 2024年1季度经营情况概述
		收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	
600276	恒瑞医药	-7%	-30%	-18%	-19%	7%	21%	9%	18%	2023年收入、利润恢复增长，经营迎来拐点；2023年创新药含税收入106.37亿元（+22.1%），累计获批15款创新药；创新药国际化持续突破，卡瑞利珠单抗提交BLA申请，2023年5款创新药实现对外授权许可。
600196	复星医药	29%	21%	13%	18%	-6%	-48%	-7%	-34%	新冠相关产品（mRNA 新冠疫苗、阿兹夫定片、新冠抗原及核酸检测试剂等）收入大幅下降、计提资产减值等因素导致公司业绩下降。其他重点品种如斯鲁利单抗注射液、注射用曲妥珠单抗等保持较快增长。
688321	微芯生物	60%	-170%	23%	267%	-1%	-3434%	23%	43%	2023年西达本胺收入平稳，西格列他钠快速增长。西达本胺治疗弥漫大B细胞淋巴瘤适应症获批上市，有望迎来第二增长曲线。
300558	贝达药业	20%	4%	6%	-91%	3%	769%	38%	390%	预计埃克替尼表现平稳，恩沙替尼、贝福替尼等新品种进入放量周期。
688331	荣昌生物	46753%	122%	-46%	-735%	40%	-38%	96%	-4%	泰它西普和维迪西妥单抗保持放量态势。
688266	泽璟制药	588%	-40%	59%	1%	28%	30%	0%	34%	多纳非尼稳健增长，重组人凝血酶有望开始贡献收益。杰克替尼处于NDA阶段，rhTSH进入Pre-BLA阶段。ZG005、ZG006等具有全球竞争力的产品临床研究持续推进。
688578	艾力斯	94410%	83%	49%	228%	155%	664%	169%	1424%	一线治疗EGFR+NSCLC适应症纳入医保后，伏美替尼进入快速放量阶段；规模效应体现，利润增速快速收入增速。
688488	艾迪药业	-12%	-276%	-4%	-234%	68%	43%	-18%	-219%	HIV创新药平稳增长，人源蛋白业务收入波动影响表现业绩。艾诺米替片进入医保后有望于2024年带来显著业绩增量，24Q1 HIV 新药合计实现销售收入3571.12万元（+76.52%）。
688687	凯因科技	33%	3%	1%	-24%	22%	125%	10%	-4%	医保支付范围扩大后，2023年及2024Q1可洛派韦保持快速增长；金舒喜、安博司受行业政策等因素影响，销售有所波动，影响24Q1整体业绩。
688520	神州细胞	40853%	-15%	661%	55%	84%	84%	86%	368%	注射用重组人凝血因子VIII快速放量。
688278	特宝生物	43%	77%	35%	70%	38%	74%	30%	43%	慢乙肝临床治愈临床认可度不断提升，派格宾保持较快增长。
688177	百奥泰	352%	106%	-46%	-1555%	55%	10%	4%	28%	阿达木单抗、托珠单抗等生物类似药在国内市场迅速放量，托珠单抗和贝伐珠单抗获得美国FDA批准。
688382	益方生物	—	-71%	—	-33%	—	39%	—	31%	贝福替尼获批上市，D-1553（KRAS G12C）处于NDA阶段，D-0502（口服SERD）进入临床III期。
688192	迪哲医药	—	-73%	—	-15%	—	-48%	—	-2%	舒沃替尼国内获批后快速放量，国际多中心临床稳步推进。
688302	海创药业	—	24%	—	2%	—	5%	—	36%	HC-1119 处于NDA阶段。
688197	首药控股	—	-84%	—	-22%	186%	—	—	-19%	核心管线SY-707进入 pre-NDA阶段
688373	盟科药业	0%	-294%	529%	-1%	88%	-70%	91%	-63%	康替唑胺片平稳增长。
688428	诺诚健华	76390%	80%	-40%	-1688%	18%	35%	—	—	奥布替尼平稳增长。
688235	百济神州	258%	15%	26%	-39%	82%	30%	75%	22%	临床价值突出，百悦泽®市场份额快速增长；百泽安®收入保持快速增长。

资料来源：Wind，各公司公告，首创证券（益方生物、迪哲医药、亚虹医药、海创药业、首药控股等公司由于收入体量较小或无收入，未披露业绩等因素，因此部分年份、季度未统计收入和利润增速）

医药创新：业绩分化态势延续，寻找弹性标的

创新药的临床价值、竞争格局、潜在空间存在显著差异，此外由于公司的经营周期处于不同阶段，核心品种生命周期处于不同时期，导致创新药公司业绩分化态势延续。

从产品角度看，注射用重组人凝血因子VIII、伏美替尼、长效干扰素、可洛派韦、泰它西普和维迪西妥单抗等品种依然保持快速增长，相关公司如神州细胞、艾力斯和特宝生物和荣昌生物等公司在2023年和2024年1季度继续保持快速增长。部分产品有望迎来边际改善，例如艾诺米替片于2023年末进入医保后放量显著，1季度实现较快增长；西达本胺治疗弥漫大B细胞淋巴瘤适应症获批上市，有望迎来新一轮增长。

从公司角度看，恒瑞医药创新药上市数量持续增长，国际化迎来突破，创新药收入也保持稳步增长态势；复星医药受新冠相关产品高基数影响业绩承压，贝达药业受益于贝福替尼等新品种放量，24Q1收入增速有所提升。

投资建议：综合公司经营周期/估值、产品临床价值/潜在销售峰值等因素，我们推荐：（1）产品临床价值得到充分验证，中远期销售额仍具有较大提升潜力，业绩仍有望持续增长的公司，推荐凯因科技、相关公司：特宝生物；（2）基本面出现积极变化，2024年起收入或利润有望展现出较大弹性的公司，推荐艾迪药业，相关公司微芯生物、（3）经营稳健，创新药销售平稳增长，国际化迎来突破的创新药龙头，推荐恒瑞医药。

二、医药仿制/创新转型、中药和原料药：重视业绩增长新动能

行业研究报告·证券研究报告

表2：医药仿制/创新转型、中药和原料药等公司业绩概况（1）

代码	公司	2021		2022		2023		2024Q1		2023年&2024年1季度经营情况概述
		收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	
000963	华东医药	3%	-10%	9%	10%	8%	14%	3%	11%	核心子公司中美华东经营稳健；医美业务整体保持快速增长；减重、自免、肿瘤等领域多个品种进入临床后期。
002262	恩华药业	17%	10%	9%	12%	17%	16%	15%	17%	麻醉药产品线在瑞芬太尼、舒芬太尼、羟考酮等新品种放量带动下实现较快增长。
002020	京新药业	2%	15%	9%	14%	6%	-12%	10%	14%	仿制药、原料药和医疗器械CMO业务表现平稳，地达西尼获批后有望提供业绩增量。
603707	健友股份	26%	33%	1%	5%	6%	-116%	-23%	-48%	疫情后肝素制剂需求下滑，原料药进入去库存阶段。制剂出口业务稳健增长。
688136	科兴制药	5%	-66%	2%	-305%	-4%	-108%	12%	181%	国内业务表现平稳，生物类似药国际化迎来突破。2023年利润受shen26研发投入费用化影响出现下滑。
002675	东诚药业	14%	-67%	-8%	121%	-9%	-26%	-24%	29%	疫情后肝素制剂需求下滑，原料药进入去库存阶段。核药收入平稳增长，创新性产品研发稳步推进。
600079	人福医药	-1%	53%	9%	54%	10%	18%	2%	-9%	核心子公司宜昌人福平稳增长；费用增长，子公司业绩短期波动影响24Q1业绩。
002653	海思科	-17%	-76%	9%	171%	11%	153%	21%	14%	环泊酚保持高速增长，海外III期临床已经完成，即将申报NDA；HSK16149和2型糖尿病治疗药物HSK7653已申报NDA。仿制药业务保持稳健。
300723	一品红	31%	25%	4%	22%	10%	-46%	-13%	5%	行业政策、费用增加等影响导致业绩短期承压；AR882全球IIb期临床试验结果良好，II/III期临床试验在国内正式启动。
002422	科伦药业	5%	65%	9%	59%	13%	44%	10%	26%	大输液业务平稳增长；疫情后抗生素需求恢复，量价齐升，子公司川宁抗生物中间体业务景气度保持较高水平，销售费用率、财务费用率持续优化；SKB264海外临床研究快速推进。
000513	丽珠集团	15%	14%	5%	16%	-2%	0%	-5%	4%	艾普拉唑受行业政策影响销售出现波动，促性激素和精神产品表现较好。
002755	奥赛康	-18%	-52%	-40%	-188%	-23%	20%	32%	127%	集采影响逐步减弱，业绩边际改善；创新药管线持续丰富，ASK120067提交NDA，ASK120067和ASKB589进入临床III期。
002793	罗欣药业	6%	21%	-45%	-512%	-34%	56%	4%	60%	医药工业收入保持较快增长，消化系统类产品收入在替格拉生片放量带动下表现突出。费用增加、资产减值等因素拖累利润。
300452	山河药辅	16%	-6%	14%	51%	19%	15%	-4%	-8%	进口替代、新品种放量等因素带动2023年收入增速回升；24Q1因23年同期业绩高基数影响出现下滑。
600529	山东药玻	13%	3%	8%	5%	19%	23%	2%	36%	中硼硅模制瓶保持快速增长，部分原材料价格出现下降，公司利润增速超过收入增速。
688658	悦康药业	14%	30%	-9%	-47%	-8%	-51%	-14%	-22%	银杏叶提取物注射液保持稳健，羟基红花黄色素A、通络健脑片和紫花温肺止咳颗粒NDA获得受理。
600285	羚锐制药	16%	18%	11%	15%	10%	31%	15%	32%	贴膏剂平稳增长，费用率持续优化，公司利润增速超过收入增速。
600535	天士力	-41%	-27%	8%	19%	0%	60%	-2%	5%	中成药平稳增长，化药集采负面影响逐步消化。

资料来源：Wind，各公司公告，首创证券

医药仿制/创新转型、中药和原料药相关公司：重视业绩增长新动能

表3：医药仿制/创新转型、中药和原料药等公司业绩概况（2）

代码	公司	2021		2022		2023		2024Q1		2023年&2024年1季度经营情况概述
		收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	
600380	健康元	18%	27%	8%	16%	-3%	-3%	-5%	-4%	美罗培南集采，原料药需求/竞争格局变化对业绩造成不利影响。2023年呼吸制剂增速较快但左沙丁醇胺面临集采压力，妥布霉素有望提供新的业绩增量。
002019	亿帆医药	-18%	-74%	-13%	-64%	6%	-690%	41%	84%	自有制剂保持较快增长；维生素B5价格下降导致原料药业务利润下滑、资产减值等因素拖累业绩；2024年创新药F-627进入放量阶段。
300705	九典制药	66%	168%	43%	38%	16%	37%	18%	54%	洛索洛芬钠凝胶贴膏放量带动公司利润快速增长，外用制剂产品梯队不断丰富。
688513	苑东生物	11%	22%	14%	20%	-5%	-4%	13%	12%	伊班膦酸钠注射液、枸橼酸咖啡因注射液被纳入集采导致23年整体收入下滑；麻醉镇痛类药物实现快速增长，新品种盐酸纳美芬注射液、盐酸纳布啡注射液、酒石酸布托啡诺注射液有望贡献新的业绩增量。
688553	汇宇制药	34%	26%	-18%	-52%	-38%	-67%	2%	111%	注射用培美曲塞二钠集采续标负面影响已经充分体现，季度收入企稳。
603676	卫信康	44%	105%	35%	91%	-5%	6%	-9%	-3%	行业升级整顿政策对公司产品需求造成一定影响；多种微量元素注射液受地方集采影响出现下滑；12维在河南十九省联盟集中带量采购中独家中选，进入以价换量阶段。
600267	海正药业	7%	278%	-1%	49%	-14%	-132%	-11%	-21%	资产减值增加；氩氦地平阿托伐他汀钙片、注射用替加环素、注射用美罗培南和注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠等品种受集采冲击等多重因素影响业绩。
600867	通化东宝	13%	16%	-15%	-24%	11%	39%	-11%	-13%	二代胰岛素销量稳定，三代胰岛素快速增长。
603087	甘李药业	7%	12%	-53%	-135%	52%	163%	0%	-43%	集采负面影响逐步消除，二代/三代胰岛素集采成功续约。
003020	立方制药	20%	29%	13%	10%	-26%	12%	-59%	-56%	非洛地平集采未中标、出售医药商业子公司等因素对业绩造成一定负面影响。
300016	北陆药业	2%	-38%	-11%	-128%	16%	-161%	10%	33%	碘帕醇钠集采导致对比剂业务收入和利润承压。
600211	西藏药业	56%	-82%	19%	454%	23%	112%	-22%	-20%	2023年新活素保持较快增长，24Q1因23年同期业绩高基数影响出现下滑。
603590	康辰药业	0%	-24%	7%	-22%	6%	43%	21%	75%	“苏灵”医保支付限制解除后销量快速增长，“密盖息”保持稳定。创新药研发稳步推进，KC1036进入临床III期，金草片III期临床试验结果良好。
688566	吉贝尔	-10%	-18%	28%	50%	31%	50%	17%	37%	利可君片和尼群洛尔片保持快速增长。
002773	康弘药业	9%	192%	-6%	175%	17%	23%	24%	36%	生物药（康柏西普）医保支付范围扩大后快速增长。
301015	百洋医药	20%	57%	6%	22%	1%	25%	-1%	31%	品牌运营业务保持较快增长。
600062	华润双鹤	7%	-10%	4%	25%	6%	13%	2%	11%	大输液保持稳健增长，慢病业务和专科业务较为稳健。
600420	国药现代	11%	-4%	-7%	11%	-7%	24%	-9%	91%	降本增效，强化费用管控，产品结构变化等因素带动利润快速增长。
605507	国邦医药	7%	-13%	27%	31%	-6%	-35%	-5%	0%	医药原料药盈利能力处于较高水平，兽药原料药景气度大幅下滑。

资料来源：Wind，各公司公告，首创证券

医药仿制/创新转型、中药和原料药相关公司：重视业绩增长新动能

剔除低基数因素，2023年科伦药业、羚锐制药、山东药玻、九典制药、康辰药业、西藏药业、康弘药业、百洋医药和吉贝尔等公司扣非利润实现了较快增长，主要得益于上述公司经营效率改善、加强费用和成本控制、核心品种的政策环境/竞争格局/需求出现积极变化等因素。

2023年部分公司业绩出现波动，包括(1)：部分原料药公司；受制剂需求下降影响，肝素原料药进入去库存阶段，健友股份和东诚药业利润端出现波动；兽药原料药由于需求下滑，价格下降，导致国邦医药利润端出现波动；维生素B5因需求/竞争格局出现变化，导致亿帆医药利润端出现波动。(2) 资产减值等因素影响，包括海正药业、亿帆医药和科兴制药等公司。(3) 集采影响，包括汇宇制药、北陆药业、立方制药和苑东生物等少数公司。整体来看，集采对于行业内公司业绩的负面影响已经基本出清。

我们认为，由于集采影响逐步出清，存量业务触底并逐步稳定，医药仿制/创新转型相关公司已经步入发展新阶段，目前更需要重视公司新的业绩增长动能，包括创新药事件催化（临床进展/获批、license-out、海外映射等）/商业化兑现、后续仿制药品种梯队获批节奏/上市后放量速度、新业务模式拓展（OTC/线上销售、出海）等影响业绩的新变量。

投资建议：

我们建议关注：（1）存量品种竞争格局较好，后续产品梯队完善，利润处于释放期的公司，推荐九典制药；（2）新品种（创新药、复杂制剂）放量，新业务模式突破，业绩有反转或加速预期的公司，推荐亿帆医药、科兴制药，相关公司立方制药、苑东生物；（3）存量业务平稳，创新药有潜在事件催化/商业化突破的公司，推荐科伦药业、海思科、京新药业、康辰药业、东诚药业，相关公司悦康药业；（4）其他性价比较好的细分龙头，推荐人福医药、羚锐制药、山河药辅。

三、血制品：供需两端均进入提速周期

表4：血制品行业公司经营概况

代码	公司	2021		2022		2023		2024Q1		2023年&2024年1季度经营情况概述
		收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	
600161	天坛生物	19%	21%	4%	13%	22%	29%	-5%	24%	2023年白蛋白、静丙保持较快增长。2023年采浆量2415吨(+18.67%)，在营浆站已达80家。受益于毛利率提升、费用率优化等因素，24Q1利润在去年同期高基数基础之上表现良好。
002007	华兰生物	-12%	-19%	2%	-26%	18%	42%	-11%	-20%	2023年白蛋白、静丙保持平稳增长；流感疫苗疫情后接种恢复常态，快速增长；2023年采浆量为1342.32吨(+19.59%)，多个浆站获得采浆许可。24Q1预计因疫苗业务去年同期高基数影响，导致整体收入下滑，血制品在去年同期高基数基础上保持稳健。
300294	博雅生物	5%	18%	4%	34%	-4%	-64%	-44%	-8%	2023年血制品业务表现平稳，采浆量467.3吨(+6.47%)。
002252	上海莱士	55%	4%	53%	33%	21%	-1%	0%	-17%	2023年白蛋白平稳增长，静丙快速增长，联营企业投资收益波动影响表观利润。2023年全年采浆量突破1500吨，再创历史新高。
002880	卫光生物	0%	7%	-26%	-49%	57%	96%	9%	1%	低基数下2023年公司血制品收入快速增长，2023年公司采浆量为517吨，持续提升。
000403	派林生物	88%	61%	22%	99%	-3%	9%	67%	197%	2023年血制品收入较为平稳，采浆量超过1200吨，大幅增长；24Q1在低基数基础上实现高增长。
300318	博晖创新	-3%	-8833%	11%	72%	31%	71%	4%	330%	2023年血制品收入平稳增长，全年采浆量约414.88吨(+16.54%)。

资料来源：Wind，各公司公告，首创证券

表5：血制品行业上市公司“购买商品、接受劳务支付的现金”同比增速

代码	公司	2020	2021	2022	2023	2024Q1
600161	天坛生物	3.8%	2.1%	14.9%	33.6%	25.4%
002007	华兰生物	10.8%	20.2%	4.3%	21.6%	76.0%
300294	博雅生物	-46.7%	32.7%	16.2%	4.0%	-63.8%
002252	上海莱士	10.7%	103.5%	74.9%	28.3%	19.3%
002880	卫光生物	18.5%	19.0%	1.6%	11.8%	8.4%
000403	派林生物	41.6%	83.0%	4.1%	37.4%	63.6%
300318	博晖创新	-21.7%	29.0%	26.8%	-0.3%	-1.5%

资料来源：各公司公告，首创证券（华兰生物的“购买商品、接受劳务支付的现金”中包含采购疫苗业务相关费用支出，但由于疫苗毛利率较高，原材料等各项成本较低，该项支出主要为血制品业务产生。）

2023年大部分血制品公司业绩均保持平稳增长或者高速增长，采浆量实现较快增长，我们认为主要是由于：（1）血制品属于临床刚需用药，且有多年临床使用经验，在行业升级整顿政策影响下，医生处方行为依然较为稳定；（2）在新冠疫情中，血制品在患者救治、康复中起到了较大作用，提升了医生和患者对于静丙、白蛋白等血制品临床价值的认知度，需求增速中枢有所提升，上市公司相应加大采浆力度，为2024年业绩增长奠定良好基础。

血制品生产需要经历采浆、检疫、生产和批签发等多个流程，因此血制品行业上市公司的“购买商品、接受劳务支付的现金”（主要为采浆成本）可视为公司采浆量的同比指标和业绩的先行指标。2024年1季度天坛生物、华兰生物、上海莱士、派林生物该指标均保持较快增长，体现出采浆量仍有较好增速。

投资建议：血制品行业供需两端均进入提速周期，业绩增长的持续性强，确定性高，推荐采浆量迎来长期拐点的**华兰生物**。其他相关公司：**天坛生物**、**派林生物**、**上海莱士**和**博雅生物**。

四、CXO、科研试剂/服务：仿制药CRO一枝独秀，关注前瞻指标拐点

行业研究报告·证券研究报告

表6：CXO、科研试剂/服务行业相关公司经营概况

代码	公司	2021		2022		2023		2024Q1		2023年 & 2024年1季度经营情况概述
		收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	
603259	药明康德	39%	70%	72%	103%	3%	17%	-11%	9%	新冠商业化项目收入减少影响2023年表观业绩增速；全球生物医药行业投融资下滑负面影响传导至临床前CRO业务。
300759	康龙化成	45%	67%	38%	6%	12%	7%	-2%	-46%	全球生物医药行业投融资下滑，CMC业务产品交付节奏变化等因素影响23年和24Q1业绩，但新签订单有回暖态势。
002821	凯莱英	47%	45%	121%	245%	-24%	-35%	-38%	-59%	新冠商业化项目执行结束导致收入减少，成本/费用具有一定刚性，公司利润下滑幅度超过收入
300347	泰格医药	63%	74%	36%	25%	4%	-4%	-8%	-21%	新冠业务减少及国内生物医药行业投融资下降导致公司业绩承压。
301257	普蕊斯	50%	76%	17%	16%	30%	71%	17%	8%	国内生物医药行业投融资下降对业绩造成波动，但新签订单、存量订单仍保持平稳增长。
301333	诺思格	26%	29%	5%	8%	13%	27%	10%	-18%	收入端增长较为平稳，费用变化导致利润出现一定波动；2023年新签订单增速保持平稳增长。
603127	昭衍新药	41%	82%	50%	92%	5%	-67%	-12%	-252%	国内生物医药行业投融资下降对安评业务需求和利润率造成较大影响，生物资产公允价值变动对利润造成负面影响。
688621	阳光诺和	42%	41%	37%	39%	38%	27%	9%	42%	仿制药CRO景气度仍处于较高水平，公司在手订单、新签订单饱满，增速较快。
301096	百诚医药	81%	88%	62%	65%	68%	52%	34%	41%	仿制药CRO景气度仍处于较高水平，公司在手订单、新签订单饱满，增速较快。
301080	百普赛斯	56%	41%	23%	12%	15%	-23%	7%	-32%	国内生物医药行业投融资下滑对国内业务造成负面影响，但国外业务表现良好；费用率波动影响表观利润增速。
301166	优宁维	31%	42%	8%	-16%	3%	-86%	-1%	-97%	国内生物医药行业投融资下滑对业绩造成负面影响。
688073	毕得医药	55%	39%	38%	52%	31%	-11%	4%	-35%	国内生物医药行业投融资下滑对业绩造成负面影响。
688046	药康生物	50%	17%	31%	32%	20%	5%	12%	3%	海外业务保持快速增长。
688179	阿拉丁	23%	23%	31%	0%	7%	-3%	14%	-3%	下游客户所属行业较为多元化，业绩表现平稳。
688315	诺禾致源	25%	696%	3%	-13%	4%	-9%	6%	7%	生物医药行业投融资下滑，科研活动恢复力度较弱影响了终端需求；平台设备换代阶段性影响了业务开展正常节奏；海外业务保持平稳增长。
688356	键凯科技	88%	90%	16%	13%	-28%	-37%	-30%	-73%	新冠相关收入减少、订单交付节奏变动、专利许可费用减少等多重因素导致业绩下滑。

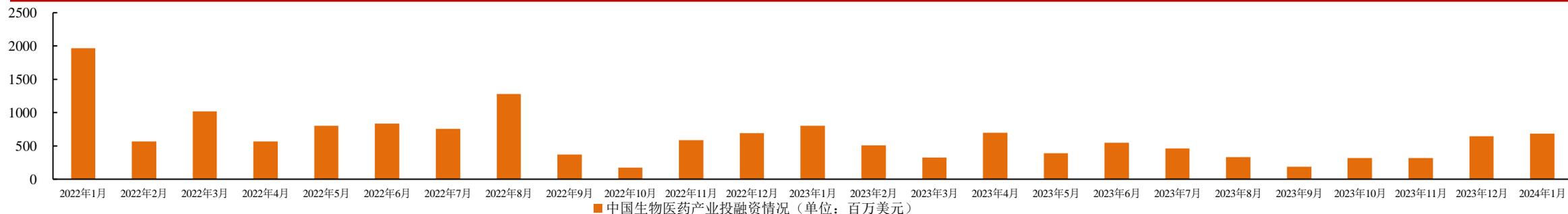
资料来源：Wind，各公司公告，首创证券

图1：全球生物医药行业一级市场投融资情况（单位：百万美元）



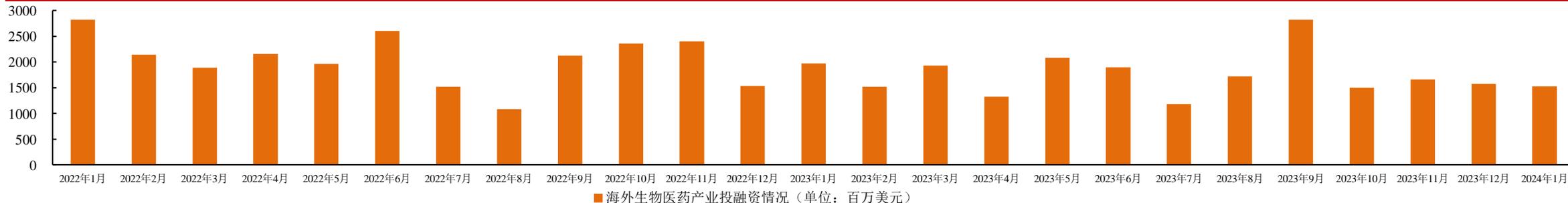
资料来源：动脉网，首创证券

图2：中国生物医药行业一级市场投融资情况（单位：百万美元）



资料来源：动脉网，首创证券

图3：海外生物医药行业一级市场投融资情况（单位：百万美元）



资料来源：动脉网，首创证券

表7：CXO、科研试剂/服务行业相关公司海外收入占比

代码	公司	2021	2022	2023
603259	药明康德	74.67%	80.88%	81.73%
300759	康龙化成	82.85%	81.63%	82.88%
002821	凯莱英	86.18%	84.75%	81.07%
300347	泰格医药	46.93%	48.82%	42.34%
301257	普蕊斯	1.14%	0.65%	0.38%
301333	诺思格	5.28%	5.10%	6.51%
603127	昭衍新药	16.69%	16.88%	24.35%
688621	阳光诺和	0.00%	0.00%	0.00%
301096	百诚医药	0.00%	0.00%	0.00%
301080	百普赛斯	57.19%	60.71%	65.92%
301166	优宁维	0.26%	0.00%	0.57%
688073	毕得医药	46.10%	48.64%	51.02%
688046	药康生物	0.00%	12.86%	14.94%
688179	阿拉丁	0.00%	0.00%	0.00%
688315	诺禾致源	35.67%	41.92%	49.22%
688356	键凯科技	52.88%	46.79%	48.56%

资料来源：Wind，各公司公告，首创证券

CXO、科研试剂/服务行业相关公司，由于业务类型、客户区域分布等存在差异，2023年及2024年1季度业绩出现分化。

随着需求量的增加和集采规则的优化，仿制药行业新进入者增加，供给端有较大扩容需求；首仿、新3类/新4类，OTC和院内外双跨品种申报热度提升，研发需求呈现出多样化态势，仿制药研发活跃度维持在较高水平，仿制药CRO公司阳光诺和、百城医药业绩和订单均保持较好增速。由于新冠药物商业化项目需求大幅减少，对药明康德、凯莱英等CDMO龙头短期业绩增长造成较大影响。国内一级市场投融资的不景气也对以国内业务为主的临床前CRO、临床CRO、科研试剂/服务公司业绩造成较大影响。

2021年至2022年，全球生物医药产业一级市场投融资金额持续下降，但2023年以来各季度投融资金额逐步稳定并在2024年1季度呈现出环暖态势。由于从投融资传导到CXO、科研试剂/服务行业公司收入端需要一定周期，因此2021年以来的投融资金额下滑对于相关公司2023年业绩造成了一定负面影响，但随着2023年以来投融资金额企稳，我们认为利好相关公司2024年及后续年份的业绩表现。分区域来看，海外投融资复苏状况要好于国内，因此我们认为海外收入占比高的公司有望率先迎来拐点。

投资建议：（1）仿制药CRO龙头新签订单、在手订单饱满，未来2-3年内业绩有望继续保持较快增长，推荐**阳光诺和**，相关公司**百诚医药**；（2）受益于海外投融资回暖后医药研发活跃度提升的公司，推荐**百普赛斯**；（3）股价、业绩对各项负面因素反应较为充分的CXO龙头，推荐**药明康德**、**康龙化成**和**凯莱英**。

四、医疗器械：政策成为扰动因素，行业/公司景气周期阶段不同导致业绩分化

行业研究报告·证券研究报告

表8：医疗器械行业相关公司经营概况

代码	公司	2021		2022		2023		2024Q1		2023年 & 2024年1季度经营情况概述
		收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	收入增速	扣非净利增速	
300760	迈瑞医疗	20%	20%	20%	21%	15%	20%	12%	20%	海外业务收入快速增长，国内业务受业绩基数、公立医院的招投标活动推迟等因素影响增速放缓。
688271	联影医疗	26%	33%	27%	14%	24%	25%	6%	9%	海外市场快速增长，国内业务受公立医院的招投标活动推迟等因素影响增速放缓，新增设备口径市占率位居前列。
300633	开立医疗	24%	286%	22%	104%	20%	30%	1%	-27%	软镜快速增长，超声平稳增长；规模效应体现，2021-2023年公司利润增速快于收入增速；24Q1收入在高基数基础上保持平稳，费用率变化导致利润波动。
002223	鱼跃医疗	3%	-19%	3%	-5%	12%	47%	-17%	-22%	制氧机、呼吸机和雾化设备等放量带动呼吸治疗解决方案板块高速增长，糖尿病护理解决方案业务快速增长；家用类电子检测及体外诊断和急救业务表现平稳。24Q1在去年同期高基数基础上出现下滑。
688114	华大智造	41%	105%	8%	-46%	-31%	-359%	-14%	-29%	基因测序仪业务（设备+试剂）保持较快增长，疫情相关收入下滑拖累2023业绩表现。科研端费用增长乏力，反腐，地缘政治因素对24Q1业绩造成一定扰动。
688626	翔宇医疗	6%	-2%	-7%	-49%	52%	162%	18%	12%	2023年在去年同期低基数基础上实现快速增长；研发费用、管理费用增加对24Q1利润增长造成扰动。
688139	海尔生物	52%	33%	35%	7%	-20%	-38%	0%	7%	疫情相关产品收入下降，费用投入较为刚性导致2023年业绩下滑；24Q1迎来企稳。
301367	怡和嘉业	18%	-38%	114%	170%	-21%	-34%	-60%	-72%	渠道去库存导致2023年业绩承压，24Q1在高基数基础上业绩出现大幅下滑，但环比呈现改善趋势。
300171	东富龙	55%	92%	30%	3%	3%	-29%	-22%	-73%	医药行业投融资下滑，行业竞争加剧导致国内制药装备的需求出现调整性下滑；制药装备行业竞争加剧，同时各项费用成本增加导致公司盈利能力出现下滑。海外业务收入保持平稳增长。
300358	楚天科技	47%	290%	23%	5%	6%	-42%	-10%	-117%	医药行业投融资下滑，行业竞争加剧导致国内制药装备的需求出现调整性下滑；制药装备行业竞争加剧，同时各项费用成本增加导致公司盈利能力出现下滑。
688338	赛科希德	8%	28%	-5%	9%	20%	14%	14%	14%	凝血测试仪及试剂平稳增长，高端机型装机持续推进。
688253	英诺特	-68%	-82%	37%	22%	7%	11%	109%	198%	呼吸道流行性疾病发病率提升带动常规检测试剂快速增长。
300677	英科医疗	17%	5%	-59%	-94%	5%	-81%	40%	195%	丁腈手套成本端优势明显，盈利能力率先复苏。
300981	中红医疗	3%	-15%	-68%	-103%	34%	-214%	26%	56%	防护手套业务边际向好，资产减值影响表现利润。
002382	蓝帆医疗	3%	-96%	-40%	-1158%	1%	3%	33%	27%	防护事业部盈利能力逐步改善；心脑血管事业部收入快速增长，盈利能力逐步改善。

资料来源：Wind，各公司公告，首创证券

医疗器械：政策成为扰动因素，行业/公司景气周期阶段不同导致业绩分化

医疗设备：

3月13日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，该文件中关于医疗部分有以下内容：（1）到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上；（2）推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。近期部分省份相继印发了推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动计划，一方面对医疗领域设备投资规模增速给出了较为明确的量化指引，另一方面对于医疗领域设备投资涉及的具体方向给出了明确规划。

我们认为该项政策的推出有助于医疗设备，特别是高价值大型医疗设备需求的释放，预计新增/以旧换新升级等需求均将得到提升，行业增速在原有内生性增速的基础上有望再上台阶，预计后续将出台相关财政、金融支持政策，有力提振医疗机构的设备采购意愿和能力。此外，随着医疗行业升级整顿政策稳定，我们预计2024年医疗设备招标采购有望逐步改善，预计行业景气度迎来向上拐点。考虑到近年来国产医疗设备产品力大幅提升，且在招标中具有一定优先性，预计国产医疗设备将显著受益。

2023年3季度以来由于医药行业升级整顿政策的推进，对公立医院设备招标采购节奏造成一定扰动，医疗设备销售增速出现放缓，对迈瑞医疗、联影医疗和开立医疗业绩造成一定扰动。我们认为医疗设备保有量与诊疗量直接挂钩，由于诊疗量长期平稳增长，设备的终端需求并未受到影响，随着升级整顿政策进入常态化，被推迟的采购项目有望逐渐启动。预计2024年医疗设备采购有望逐季度恢复。

我们认为政策落地后，将显著带动影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备终端需求。建议关注相关公司：联影医疗（影像设备，CT、MRI、PET-CT）、迈瑞医疗（高端彩超等）、开立医疗（内窥镜）、微创机器人（手术机器人）、新华医疗（院内感染控制解决方案）和海尔医疗（院内静配、药房解决方案）

制药装备：

下游需求较弱，行业竞争加剧，公司各项运营费用有一定刚性，2023年及2024年1季度东富龙、楚天科技的业绩出现下滑，行业景气度拐点确认。后续关注医疗制造业固定资产投资恢复力度，公司海外业务拓展和布局进展等。

表9：各省份大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案中涉及医疗设备的内容（1）

省份	具体政策
山东	增强医疗卫生服务能力。加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。实施村卫生室改造提升行动，全面优化硬件配备。到2027年，医疗领域设备投资规模较2023年增长28%以上。
浙江	开展以县级为重点的医疗装备更新。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，到2027年县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100%。支持具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，到2027年力争医疗装备投资规模较2023年增长30%以上。
湖南	以2023年为基数，至2024年/2025年/2027年医疗领域设备投资规模增速分别达到8%以上/15%以上/25%以上。开展医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级。推动医疗卫生机构根据功能定位、技术水平、学科发展和群众健康需求，淘汰更新已达使用年限、功能不全、性能落后、影响安全的医疗装备和信息化设施。鼓励具备条件的医疗卫生机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗卫生机构服务器类、终端类、网络设备类、安全设备类等信息化设施更新换代，进一步提升医院数据互联互通、网络信息和数据安全、医院信息标准化建设水平。
河南	到2027年，全省医疗领域设备投资规模较2023年增长25%以上。加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进各级医疗卫生机构医用设备和信息化设施迭代升级，淘汰已达使用年限、功能不全、性能落后、影响安全的医用设备。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。
黑龙江	2027年，医疗领域设备投资规模较2023年增长25%以上。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗及实验室检验检测等医疗装备更新改造，加大手术机器人推广使用力度。加快医疗卫生机构服务器设备、终端设备、网络设备、安全设备等信息化设施更新迭代升级。推动医疗机构病房改造提升，优先支持公立医院将部分四人间及以上病房改造为二人间或三人间病房，适当增加单人间比例，开展无障碍环境建设，合理增设卫生间，补齐病房环境与设施短板。
广东	实施：（1）医疗卫生机构装备更新行动；（2）医疗机构病房改造提升行动；（3）医疗卫生机构信息化设施升级行动。到2027年，全省卫生健康领域设备投资规模较2023年增长25%以上。
天津	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备和服务器、终端、网络设备、安全设备等信息化设施更新改造，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级。推动医疗机构病房改造提升，支持医院将部分四人间及以上病房改造为二人间或三人间病房，并根据实际条件加装电梯、坡道、连廊、卫生间等，补齐病房环境与设施短板。到2027年，医疗领域设备投资规模较2023年增长25%以上。
福建	到2027年，全省医疗领域设备投资规模较2023年增长25%以上。加强优质高效医疗卫生服务体系建设，统筹预防、治疗、康复、健康促进等服务，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，推动人工智能在医疗卫生服务领域应用，持续提升高端医疗装备产品性能和质量水平。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。
甘肃	到2027年，力争全省医疗领域设备投资规模较2023年增长25%以上。结合自身功能定位、技术水平、学科发展和群众健康需求，加强优质高效医疗卫生服务体系建设，引导医疗机构合理配置适宜设备。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、手术机器人等医疗装备更新改造，探索前沿医疗装备技术科研与应用。推进医疗机构补齐病房环境与设备短板，加强病房适老化、便利化改造，逐步提高医院病房设备配置标准。加快智能、新型医疗装备应用推广和信息化设备迭代升级，拓展医疗健康数字化应用场景。到2027年，县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100%。
宁夏	有序推动医疗机构医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新和病房改造提升，推进医疗机构信息化能力提档升级。到2027年，医疗领域设备投资规模较2023年增长25%以上。

资料来源：相关省份政府网站，首创证券

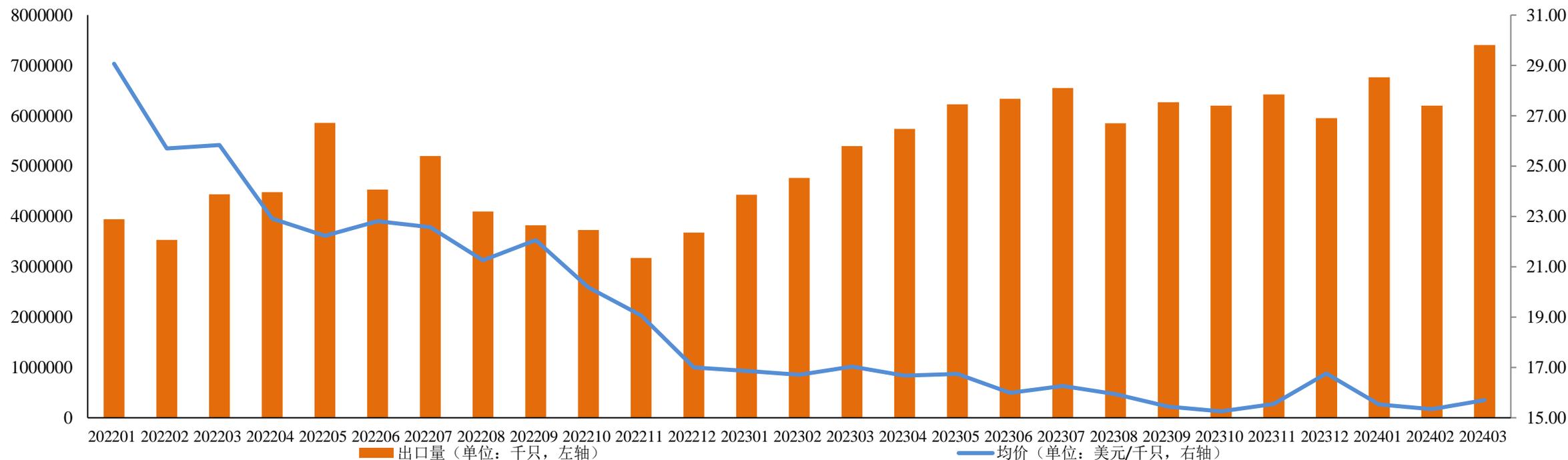
表10：各省份大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案中涉及医疗设备的内容（2）

省份	具体政策
海南	到2024年底，医疗领域设备投资规模较2023年增长6%以上；到2027年底，医疗领域设备投资规模较2023年增长25%以上。鼓励具备条件的医疗卫生机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人及实验室检验检测等医疗装备更新改造。建立健康医疗业务网络，推进数字医院建设，推动县域卫生健康数字化升级，加强网络和数据安全防护。改造医疗机构病房空间，优化病房环境，合理增设病房卫生间，推动供水、供电、消防、老旧污水管网等基础设施改造升级。
北京	推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。
内蒙古	到2027年，医疗领域设备投资规模较2023年增长25%以上。推进全区医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。
青海	鼓励具备条件的医疗机构根据自身功能定位、技术水平、学科发展和群众健康需求，加快医学影像、放射治疗、手术机器人、检验检查等医疗装备更新改造，促进优质医疗资源扩容提质。推进医疗机构病房便利化、标准化、智能化改造，完善配套设施设备，提升患者就医体验。推动智慧医院、移动智慧医疗、远程诊疗、医院信息标准化建设，有序推进电子健康卡和数字影像云建设，拓展医疗健康数字化应用场景。
河北	到2027年，医疗领域设备投资规模较2023年增长25%以上。推进医疗设施升级改造。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐短板。
贵州	到2025年，医疗领域设备投资规模较2023年增长15%左右；到2027年医疗领域设备投资规模较2023年增长25%以上。加强优质高效医疗卫生服务体系建设，做强省级龙头医院，推动医疗机构根据自身功能定位、技术水平、学科发展需求和群众健康需求，合理配置先进适用医疗设备。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，持续降低万元以上医疗设备和信息化设施设备老旧化率。推动医疗机构病房适老化、智能化提升改造，适当保留一定比例单人间病房，提高两人间、三人间病房比例，促进病房环境改善提升。
江西	加快医疗卫生机构医疗设备设施迭代升级，推动各级医院X线计算机断层扫描、磁共振成像系统等医学影像设备和医用直线加速器等放射治疗设备的更新购置。到2027年，医疗领域设备投资规模较2023年增长25%以上。
云南	鼓励将医疗设备更新与数字化医疗服务能力提升相结合，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，按需推进医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新，适度超前配置装备。开展医疗机构病房改造提升行动，优化公立医院病房床位配置，加强病房适老化、便利化、智能化改造，改善医院供电、消防、污水处理等设施。到2027年，医疗领域设备投资规模较2023年增长25%以上。
江苏	力争到2027年，医疗领域设备投资规模较2023年增长30%左右。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备和信息化设施更新，到2027年力争更新24万台（套）。推动医疗机构开展病房改造，补齐病房环境与设施短板。

资料来源：相关省份政府网站，首创证券

医疗器械：政策成为扰动因素，行业/公司景气周期阶段不同导致业绩分化

图4：硫化橡胶制医疗、外科、牙科或兽医用分指手套、连指手套及露指手套（主要是丁腈手套）出口情况



资料来源：海关总署，首创证券

2023年以来，国内丁腈手套出口量持续提升，价格筑底态势明确，体现出：（1）2022年由于供需失衡，一次性手套量价齐跌，2023年行业下游积压的库存已进入消化尾声阶段，销量率先企稳回升，体现出下游需求已经逐步复苏；（2）凭借生产效率高、上下游产业链配套齐全、能源及原材料成本低等多项优势，全球丁腈手套订单呈现出转移至中国的趋势。

我们认为一次性手套行业在2022年至2023年调整过后，疫情期间新建高成本产能以及老旧产能得到了出清，行业供给端集中度得到提升，供需关系逐步回归正常水平。此外疫情后由于公共卫生与防护意识提升，使用场景进一步拓展，与疫情前相比，预计一次性手套终端需求量仍有一定幅度增长，长期来看一次性手套需求的增长具有持续性。我们认为在需求回暖、供需关系优化和集中度提升的带动下，业内龙头公司的盈利能力逐步向常态水平回归。

医疗器械：政策成为扰动因素，行业/公司景气周期阶段不同导致业绩分化

行业研究报告·证券研究报告

图5：英科医疗防护类产品收入情况

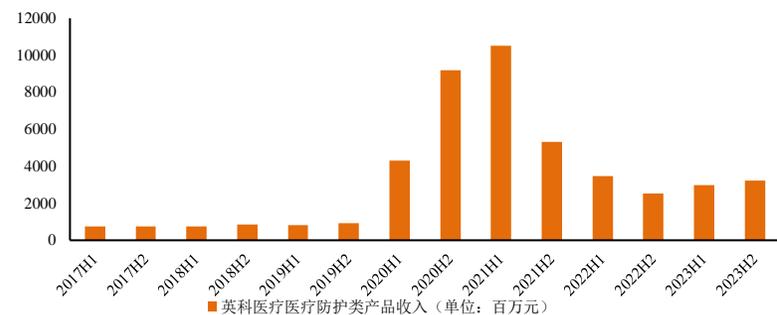


图6：英科医疗防护类产品毛利率情况



资料来源：Wind，英科医疗公告，首创证券

资料来源：Wind，英科医疗公告，首创证券

图7：中红医疗防护类产品收入情况

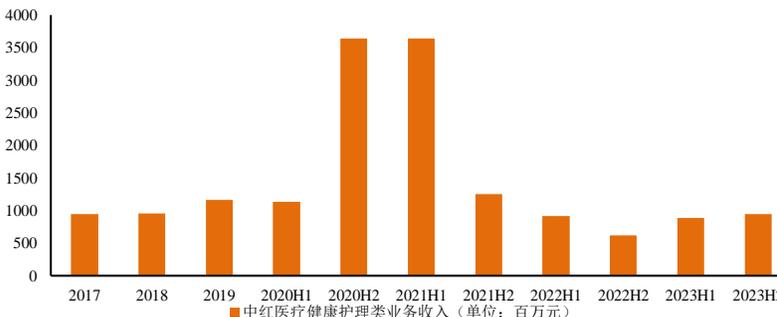
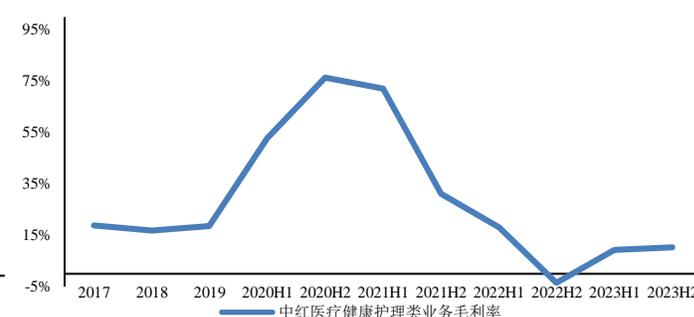


图8：中红医疗防护类产品毛利率情况



资料来源：Wind，中红医疗公告，首创证券

资料来源：Wind，中红医疗公告，首创证券

图9：蓝帆医疗防护类产品收入情况

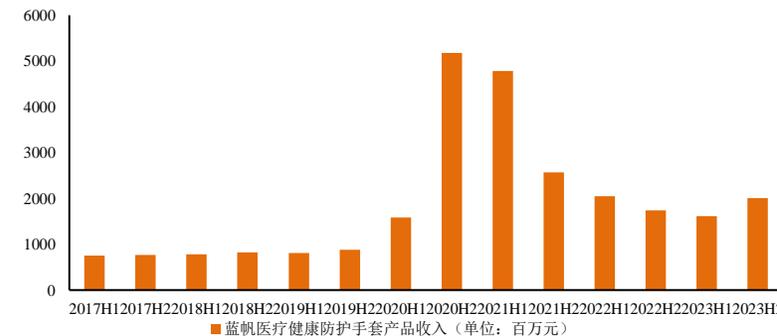


图10：蓝帆医疗防护类产品毛利率情况



资料来源：Wind，蓝帆医疗公告，首创证券

资料来源：Wind，蓝帆医疗公告，首创证券

2023年英科医疗、中红医疗和蓝帆医疗防护手套类业务收入、毛利率均呈现出边际改善态势。

2024年1季度盈利能力提升的态势延续，其中英科医疗当季度收入同比增长40.06%，环比增长17.39%；毛利率同比增长12.97pct，环比增长4.19pct。蓝帆医疗防护事业部手套产品综合销量较去年同期增长近40%，营收同比增长超过40%；2024年一季度降本增效的效果明显，毛利率显著提升，亏损逐月收窄、并较2023年一季度同比收窄约45%。中红医疗当季度收入同比增长26.22%，环比增长4.10%；毛利率同比增长3.65pct，环比增长0.64pct。

2024年5月14日，美国白宫发布声明称，对从中国进口的医用手套的关税，由目前的7.5%到2026年计划提高至25%。我们认为负面影响幅度有限：（1）加征关税计划、具体执行时间仍有不确定性；（2）2017-2023年中国出口至美国的橡胶医用和外科手套占比也在逐步下降，后续通过拓展欧洲、新兴市场国家，对美国市场依存度有望进一步下降；（3）中国企业利用成本优势，可以通过保持一定价格差距抵消关税影响，随着供需关系逐步回归平衡，后续价格回暖是大概率时间，盈利能力预计仍会处于上升通道。

投资建议：随着一次性手套行业去库存周期结束和需求回暖，我们认为一次性手套有望进入量价齐升阶段，带动业内企业盈利能力回归正常水平。相关公司：[英科医疗](#)、[蓝帆医疗](#)和[中红医疗](#)。

风险提示:

创新药研发流程长，各临床阶段均存在一定失败风险。医保谈判存在不确定性，目录内药品有可能出现续约失败或医保支付价格降幅超预期情况，目录外药品有可能出现谈判失败，未能纳入医保目录或医保支付价格降幅超预期的情况，导致上市公司业绩不及预期。由于仿制药竞争仍然较为激烈，且政策规则演变方向仍有不确定性。产品在国家集采或地方集采中有可能降价幅度过大，导致上市公司业绩不及预期。

血制品行业需求回落，导致相关公司业绩增速低于预期。

受到地缘政治、贸易摩擦等因素影响，导致全球制药工业、医疗耗材产业链的分工发生重大不利变化，造成不利影响。

全球和国内生物医药行业投融资恢复力度不及预期、研发与试验发展经费增速放缓，导致CXO、生命科学上游产业链景气度下滑。

政策落地进度/幅度低于预期，招标采购恢复较慢，导致医疗设备/耗材需求低于预期。

分析师简介

王斌，医药行业首席分析师，北京大学药物化学专业博士，曾就职于太平洋证券研究院、开源证券研究所等，具有多年卖方从业经验。作为团队核心成员，于2019年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第5名，公募榜单第4名；于2020年获得“卖方分析师水晶球奖”总榜单第3名，公募榜单第2名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现

谢谢!