

行业研究 | 行业专题研究 | 医药生物 (2137)

2024 年医药中报总结：推荐创新药院 内刚需与器械出海



| 报告要点

2024 年上半年政策端持续鼓励医药行业创新及良性发展，医疗需求温和复苏。从上市公司经营数据来看，多个医药细分板块有改善迹象，后续有望持续回暖。展望后市，我们持续看好医疗行业的基本面改善，建议关注药品优质创新、商业化兑现、院内刚需治疗场景和器械出海等主线。

| 分析师及联系人



郑薇

SAC: S0590521070002



夏禹

SAC: S0590518070004



许津华

SAC: S0590523070004

医药生物

2024年医药中报总结：推荐创新药院内刚需与器械出海

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《医药生物：处方外流持续推进，零售药店集中度提升》2024.08.27
- 2、《医药生物：供需共振驱动血制品行业快速发展》2024.08.13



扫码查看更多

➤ 医药创新与器械出海中报表现亮眼

2024年上半年医药行业呈现温和复苏态势，政策端、需求端均稳中向好，我们预计下半年依然会延续上半年的稳健状态，同时叠加2023H2季度低基数、低仓位等因素，对医药板块相对乐观。从细分主线来看，我们推荐院内刚需创新制剂放量、医疗器械出海加速两大投资方向。

➤ 创新鼓励和老龄化趋势共振有助于行业可持续健康发展

2024年上半年，国家陆续出台及通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》、《全链条支持创新药发展实施方案》等重要文件，对于创新药品、医疗设备等多个细分均给与一定程度的扶持。同时，疫情相关扰动的减弱叠加老龄化的长期背景下，医疗需求继续保持稳健增长。

➤ 部分细分子行业财务数据逐步改善回暖

受集采、行业整顿及原材料价格波动等因素影响，2024H1医药工业表现偏弱，收入规模1.24万亿，同比下降0.9%，利润总额0.18万亿，同比增长0.9%。收入端降幅收窄，利润端重回增长轨道。其中细分子行业血制品、原料药等板块受益于需求复苏，业绩表现较为稳健；化药制剂收入增长5%，利润增长74.8%（含授权费），利润表现非常亮眼，我们认为创新药的放量确定性较高，有望持续超预期；医疗器械行业收入增长2.9%，公司海外业务增速超出整体增速，全球化进程有望加速。

➤ 投资建议：看好创新药及医疗器械出海

我们认为优质创新、商业化兑现及出海是下半年主线，持续看好创新药及医疗器械。化学制剂子行业我们看好具有院内刚需属性、产品有望持续放量的公司，建议关注恒瑞医药、信达生物、科伦博泰、人福医药、三生国健、科伦药业等。医疗器械子行业我们建议关注产品具备全球竞争力、渠道布局领先的器械细分龙头公司，推荐迈瑞医疗、联影医疗、惠泰医疗、南微医学、鱼跃医疗、怡和嘉业等。

风险提示：商业化销售不及预期、临床进度不及预期、市场竞争加剧、地缘政治风险、汇率波动风险

正文目录

1. 行业复盘	4
1.1 政策鼓励行业创新及良性发展	4
1.2 医疗需求持续复苏	5
2. 上市公司经营情况	6
2.1 化学制剂	8
2.2 医疗器械	9
2.3 中药	10
2.4 血制品	12
2.5 零售药店	13
3. 投资建议：看好创新药及器械出海	14
3.1 药品：关注优质创新及商业化兑现	14
3.2 医疗器械：关注具有全球竞争力的细分领域龙头	17
4. 风险提示	19

图表目录

图表 1： 2024 年医药行业重要政策	4
图表 2： 医药领域反腐相关政策	4
图表 3： 2011-2023 中国卫生健康总费用及在 GDP 中占比	5
图表 4： 2011-2023 全国医疗卫生机构总就诊人次（亿）	5
图表 5： 2017-2024H1 规模以上医药工业收入及利润增速	6
图表 6： 2023-2024H1 各细分行业营收及利润增速	7
图表 7： 2023-2024H1 各细分行业期间费用率	7
图表 8： 2023-2024H1 各细分行业毛利率及扣非净利率	8
图表 9： 2023-2024H1 化学制剂行业营收及增速	8
图表 10： 2023-2024H1 化学制剂行业归母净利润	8
图表 11： 化学制药个股经营情况	9
图表 12： 2023-2024H1 医疗器械行业营收及增速	10
图表 13： 2023-2024H1 医疗器械行业归母净利润	10
图表 14： 医疗器械个股经营情况	10
图表 15： 2023-2024H1 中药行业营收及增速	11
图表 16： 2023-2024H1 中药行业归母净利润	11
图表 17： 中药个股经营情况	12
图表 18： 2022-2024H1 血制品行业营收及增速	12
图表 19： 2022-2024H1 血制品行业归母净利润	12
图表 20： 血制品个股经营情况	13
图表 21： 2022-2024H1 零售药店行业营收及增速	13
图表 22： 2022-2024H1 零售药店行业归母净利润	13
图表 23： 零售药店个股经营情况	14
图表 24： 国产创新药品 2024H1 中国销售及同比增速（百万元）	15
图表 25： 国产创新药品 2024H1 海外销售及同比增速（百万美元）	16
图表 26： 2024H1 部分医疗器械公司国内外收入增长贡献度比较	18
图表 27： 2024H1 海外收入增速 TOP10 公司分析	19

1. 行业复盘

1.1 政策鼓励行业创新及良性发展

2024 年初至今，国家陆续出台及通过《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》、《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》、《全链条支持创新药发展实施方案》等重要文件，在政策层面定下基调：持续推进药品及医疗器械集采提质扩面，统筹地区全面开展 DRG/DIP 付费；鼓励创新药及创新药械发展，并在研发、审评、准入、支付等环节给予支持；推动医疗卫生机构医用设备和老旧病房更新改造，拓展医疗数字化应用场景。各省市已陆续出台相关细则，政策的持续推进及落地有望带动相关产业的长期发展。

图表1：2024 年医药行业重要政策

时间	机构	相关文件
2024 年 2 月	国家医保局	《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制 鼓励高质量创新的通知》
2024 年 3 月	国务院	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》
2024 年 5 月	国家医保局	《关于加强区域协同做好 2024 年医药集中采购提质扩面的通知》
2024 年 6 月	国务院	《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》
2024 年 7 月	国务院	《全链条支持创新药发展实施方案》

资料来源：国家医保局，中国政府网，新华网，国联证券研究所

自 2023 年 7 月国家卫健委等十部门开展全国医药腐败问题集中整治工作以来，对医药领域的违法违规行为保持了监管高压态势。医疗反腐短期内对产品入院及销售放量造成了一定影响，但并不改变临床实践及长期医疗需求。长效监督机制的建立健全，对于行业持续良性创新发展具有明显推动作用，利好拥有自主研发能力、产品竞争力出色的头部公司。

图表2：医药领域反腐相关政策

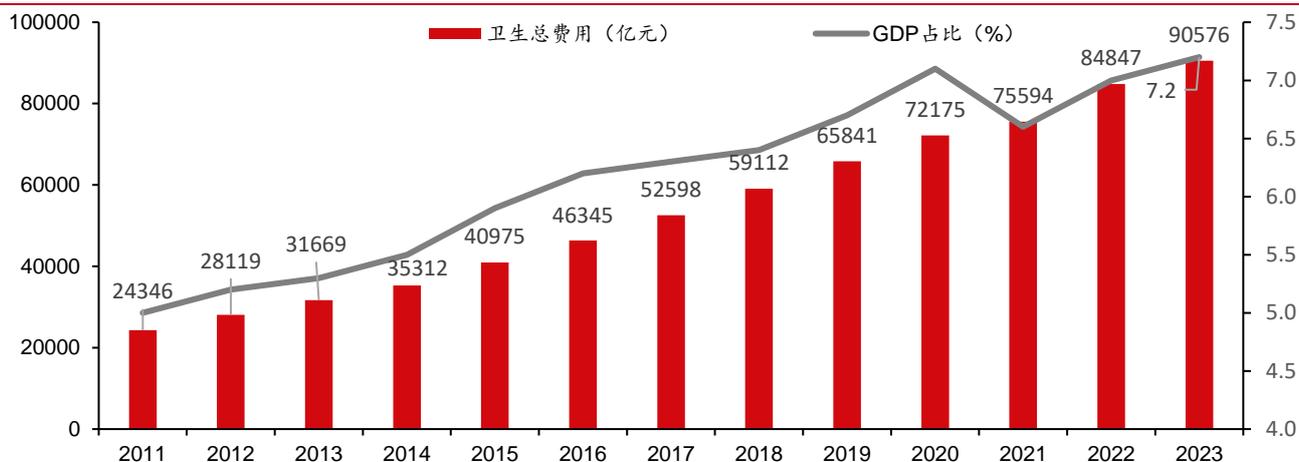
时间	机构	相关文件
2023 年 5 月	国家卫健委等	《关于印发 2023 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》
2023 年 7 月	中纪委等	《全国医药腐败问题集中整治工作动员部署》
2023 年 8 月	国家卫健委	《全国医药领域腐败问题集中整治工作有关问答》
2023 年 9 月	中央办公厅	《中央反腐败协调小组工作规划（2023—2027 年）》
2024 年 4 月	国家医保局等	《关于开展医保基金违法违规问题专项整治工作的通知》
2024 年 4 月	国家医保局等	《2024 年医疗保障基金飞行检查工作方案》
2024 年 5 月	国家卫健委等	《关于印发 2024 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》

资料来源：国家医保局，国家卫健委，新华网，中国政府网，国联证券研究所

1.2 医疗需求持续复苏

随着中国居民收入水平的提高及老龄化程度加深，医疗卫生需求将持续保持增长态势。根据《2023 年我国卫生健康事业发展统计公报》，2023 年全国医疗卫生机构总诊疗人次 95.5 亿，同比增长 13.5%，入院人次 3.0 亿，同比增长 22.3%，卫生总费用 9.06 万亿元，同比增长 7.2%。

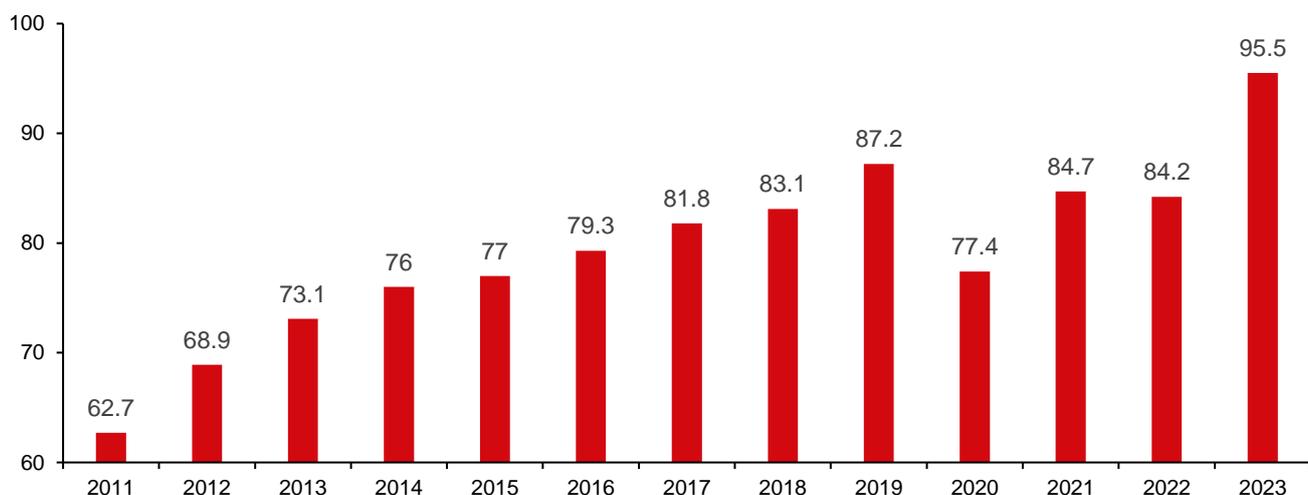
图表3：2011-2023 中国卫生健康总费用及在 GDP 中占比



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，中康产业研究院，国联证券研究所

受新冠疫情影响，正常的医疗需求被压制，因此 2023 年就诊需求出现快速增长。在宏观经济及医疗反腐大背景下，刚性医疗需求始终存在，我们认为院内刚需医疗场景将持续复苏，满足临床实际需求的药械及服务有望实现快速放量。

图表4：2011-2023 全国医疗卫生机构总诊疗人次（亿）

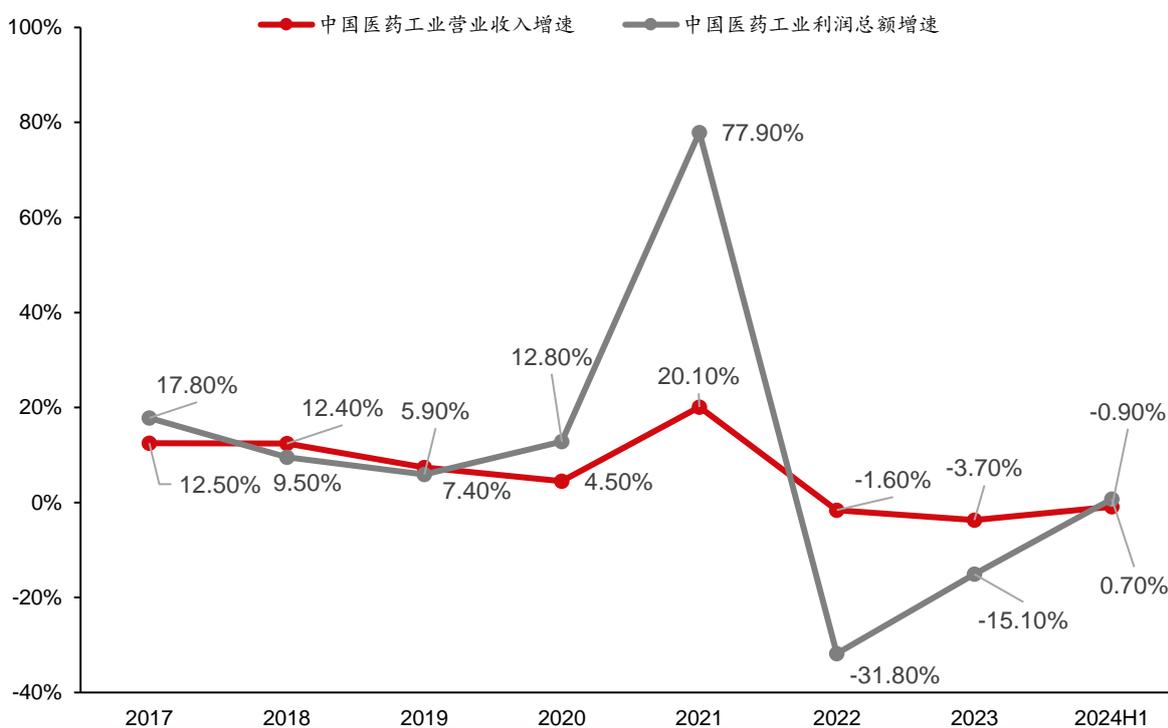


资料来源：中国卫生健康统计年鉴，中康产业研究院，国联证券研究所

2. 上市公司经营情况

2024年1-6月中国规模以上医药制造业工业实现收入1.24万亿元，同比下降0.9%，实现利润总额0.18万亿元，同比增长0.7%。受集采、行业整顿及原材料价格波动等因素影响，2024H1医药工业表现偏弱，但收入端降幅收窄，利润端重回增长轨道，后续有望持续回暖。

图表5：2017-2024H1 规模以上医药工业收入及利润增速



资料来源：国家统计局，国联证券研究所

我们选取了申万一级医药生物行业中的382家上市公司，在统计中剔除了ST股。2024年1-6月以上公司实现营业收入1.25万亿元，与去年同期持平，实现归母净利润0.10万亿元，同比下降3.0%。

分季度来看，2024Q1/Q2分别实现收入6348亿及6169亿，环比减少2.8%，实现归母净利润532.5亿/490.5亿，环比减少7.9%。2024Q2单季度实现营收正增长的公司共有234家，占比62%，实现归母净利润正增长的公司218家，占比57%。

图表6：2023-2024H1 各细分行业营收及利润增速

申万二级行业	申万三级行业	营业收入同比增速						归母净利润同比增速						扣非归母净利润同比增速					
		2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2
中药	中药	14%	13%	0%	-2%	-1%	-6%	54%	32%	18%	105%	-7%	-10%	30%	33%	2%	872%	-6%	-4%
医药商业	医药流通	14%	14%	-2%	5%	0%	-2%	20%	-19%	-12%	-1400%	-1%	-9%	16%	-10%	-11%	-7%	-1%	0%
	线下药店	26%	16%	10%	-2%	11%	5%	33%	17%	6%	-57%	-3%	-31%	32%	18%	5%	-46%	-3%	-34%
医疗器械	医疗设备	21%	18%	6%	-3%	-1%	-2%	25%	24%	-22%	-26%	-6%	-10%	36%	21%	2%	-23%	-10%	-8%
	医疗耗材	-4%	-5%	-3%	-5%	2%	12%	-13%	-15%	-21%	-66%	12%	13%	-21%	-19%	-18%	-106%	16%	19%
	体外诊断	-79%	-61%	-61%	-56%	-13%	0%	-91%	-74%	-80%	-2935%	-24%	-14%	-93%	-81%	-85%	-3273%	-3%	1%
医疗服务	诊断服务	-39%	-44%	-37%	-39%	-9%	-7%	-83%	-86%	-79%	-34%	-93%	-48%	-85%	-89%	-87%	7%	-98%	-38%
	医院	28%	35%	12%	39%	2%	3%	1225%	151%	19%	-115%	-18%	2%	809%	148%	23%	-139%	-9%	-15%
	研发外包+其他	11%	-1%	-4%	-8%	-12%	-9%	20%	-20%	-16%	-63%	-41%	-32%	9%	-5%	-9%	-53%	-33%	-32%
生物制品	疫苗	4%	-8%	19%	14%	-11%	-33%	1%	-33%	-3%	-61%	-55%	-43%	-3%	-35%	-5%	-59%	-55%	-48%
	血制品	27%	14%	23%	3%	-5%	11%	41%	4%	21%	-63%	12%	19%	30%	6%	29%	-54%	2%	29%
	其他生物制品	-5%	20%	12%	17%	11%	3%	-64%	54%	59%	-83%	58%	-50%	-57%	158%	54%	-58%	74%	-34%
化学制药	原料药	13%	-3%	-5%	-10%	-3%	7%	-2%	-23%	-11%	-67%	-12%	-7%	-3%	-11%	-14%	-103%	-11%	-7%
	化学制剂	6%	8%	-2%	-1%	7%	5%	26%	27%	158%	-2867%	94%	75%	24%	5%	76%	84%	120%	128%
合计		3%	6%	-3%	-2%	1%	-1%	-27%	-13%	-9%	-34%	0%	-6%	-32%	-13%	-16%	-66%	4%	-1%

资料来源：iFind，国联证券研究所

申万二级行业中，2024Q2 收入端增幅前三的细分行业为医疗耗材（同比+11.6%）、血制品（同比+11.0%）及原料药（同比+7.5%），归母净利润增幅前三的板块为化学制剂（同比+74.8%）、血制品（同比+18.6%）及医疗耗材（同比+12.8%）。

受宏观环境及合规影响，2024Q2 全行业销售费用同比减少 57.9 亿元，销售费用率同比降低 0.8pct。其他生物制品（36.6%）、化学制剂（22.5%）及中药（21.0%）行业维持较高的销售费用率。研发费用同比增加 8.9 亿元，其他生物制品（20.8%）、体外诊断（14.1%）及化学制剂（11.6%）行业具有较高的研发费用率。

图表7：2023-2024H1 各细分行业期间费用率

申万二级行业	申万三级行业	销售费用率						研发费用率						行政费用率					
		2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2
中药	中药	22.6%	23.4%	22.6%	24.8%	20.7%	21.0%	2.1%	2.4%	2.7%	3.9%	2.2%	2.7%	4.7%	5.1%	5.8%	6.6%	4.7%	5.4%
医药商业	医药流通	4.3%	4.3%	3.8%	4.4%	3.8%	4.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.4%	1.8%	1.9%	2.0%	2.2%	1.8%	1.9%
	线下药店	22.2%	23.0%	23.3%	22.8%	22.5%	24.6%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.1%	3.7%	3.9%	4.0%	4.6%	3.6%	4.1%
医疗器械	医疗设备	13.8%	14.2%	14.8%	17.6%	14.9%	14.5%	9.9%	9.9%	10.4%	11.6%	10.8%	9.3%	6.4%	5.9%	6.7%	7.8%	6.8%	6.0%
	医疗耗材	12.9%	14.2%	13.1%	14.9%	12.4%	12.8%	5.8%	6.1%	6.5%	7.2%	5.9%	5.9%	7.4%	8.0%	8.3%	9.2%	7.2%	7.6%
	体外诊断	15.9%	21.4%	21.6%	21.2%	18.1%	20.0%	11.1%	14.2%	14.4%	15.1%	12.8%	14.1%	9.6%	11.2%	12.0%	13.0%	10.6%	11.3%
医疗服务	诊断服务	11.6%	12.0%	13.1%	15.8%	11.6%	11.7%	5.5%	5.5%	5.2%	5.6%	4.7%	5.2%	7.2%	7.4%	8.5%	10.0%	8.0%	7.7%
	医院	10.6%	11.2%	10.6%	12.1%	10.6%	12.0%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.0%	1.0%	12.1%	11.7%	11.5%	12.4%	12.7%	12.0%
	研发外包+其他	2.9%	3.1%	3.1%	3.4%	3.6%	3.7%	5.8%	5.5%	6.0%	6.3%	6.4%	6.2%	10.0%	9.3%	9.9%	10.7%	10.9%	10.3%
生物制品	疫苗	12.5%	12.3%	14.0%	14.2%	9.1%	13.8%	6.0%	6.4%	5.5%	7.3%	6.4%	9.5%	3.3%	3.3%	3.0%	4.4%	4.3%	5.4%
	血制品	7.8%	9.6%	7.4%	7.4%	6.1%	6.8%	2.1%	2.5%	3.2%	3.8%	3.0%	2.7%	6.7%	7.4%	7.1%	8.4%	7.4%	7.2%
	其他生物制品	34.8%	35.8%	31.2%	35.3%	33.6%	36.6%	22.6%	19.8%	18.2%	25.9%	18.8%	20.8%	10.3%	9.4%	8.8%	11.9%	10.2%	10.5%
化学制药	原料药	6.8%	6.4%	7.1%	7.5%	6.5%	5.5%	4.7%	5.8%	5.8%	6.3%	5.5%	5.7%	5.9%	6.5%	6.9%	7.1%	5.9%	5.9%
	化学制剂	24.3%	25.3%	23.4%	25.2%	21.6%	22.5%	10.2%	11.6%	12.5%	13.7%	10.1%	11.6%	7.8%	8.1%	8.9%	9.4%	7.8%	8.1%
全行业		13.4%	13.9%	13.2%	14.6%	12.6%	13.1%	4.1%	4.6%	4.8%	5.6%	4.2%	4.8%	4.9%	5.1%	5.5%	6.1%	5.0%	5.3%

资料来源：iFind，国联证券研究所

图表8：2023-2024H1 各细分行业毛利率及扣非净利率

申万二级行业	申万三级行业	毛利率						扣非净利率					
		2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2
中药	中药	45.8%	43.9%	43.3%	42.6%	43.3%	42.2%	12.9%	10.2%	9.3%	2.6%	12.1%	10.5%
医药商业	医药流通	10.3%	10.7%	9.6%	10.1%	9.6%	10.2%	1.8%	1.8%	1.5%	0.2%	1.7%	1.8%
	线下药店	35.0%	35.3%	34.3%	32.4%	34.2%	34.6%	5.7%	5.3%	4.0%	2.3%	4.9%	3.3%
医疗器械	医疗设备	52.8%	51.8%	52.6%	50.7%	52.0%	53.0%	19.7%	22.2%	18.6%	9.7%	18.0%	20.9%
	医疗耗材	42.1%	40.8%	41.3%	39.1%	42.1%	42.2%	11.2%	12.4%	10.2%	-0.2%	12.8%	13.2%
	体外诊断	58.7%	60.7%	61.9%	60.0%	62.3%	62.0%	16.9%	16.2%	13.2%	-5.0%	18.7%	16.4%
医疗服务	诊断服务	36.7%	36.5%	36.0%	32.9%	31.5%	34.6%	4.3%	3.5%	3.0%	-8.3%	0.1%	2.3%
	医院	37.7%	40.7%	43.3%	38.0%	36.7%	39.2%	7.5%	11.2%	12.9%	2.8%	6.7%	9.2%
	研发外包+其他	41.5%	42.8%	42.9%	38.2%	37.4%	39.3%	18.5%	22.6%	20.8%	7.6%	14.0%	16.8%
生物制品	疫苗	47.2%	42.2%	42.6%	38.0%	35.0%	40.7%	21.2%	14.3%	14.5%	4.0%	10.7%	11.1%
	血制品	44.7%	46.6%	46.7%	47.3%	48.5%	49.3%	24.3%	21.1%	23.8%	6.5%	25.9%	24.4%
	其他生物制品	79.4%	80.8%	79.0%	79.9%	79.2%	80.1%	8.3%	12.9%	15.9%	-1.9%	13.0%	8.2%
化学制药	原料药	31.3%	30.1%	29.8%	25.2%	29.5%	28.6%	9.6%	10.1%	7.5%	-0.1%	8.8%	8.8%
	化学制剂	52.1%	52.6%	52.1%	51.8%	54.6%	53.8%	5.2%	3.3%	3.8%	-4.7%	10.6%	7.2%
全行业		33.4%	33.4%	33.1%	32.3%	32.8%	33.2%	7.6%	7.2%	6.8%	0.5%	7.9%	7.2%

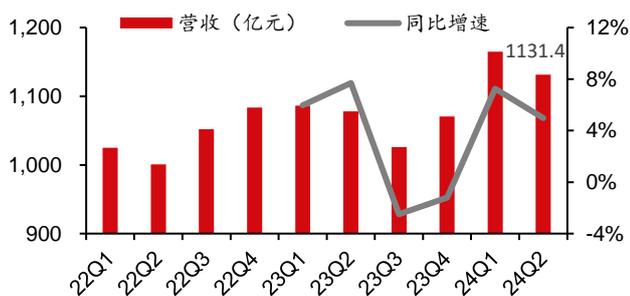
资料来源：iFind，国联证券研究所

2.1 化学制剂

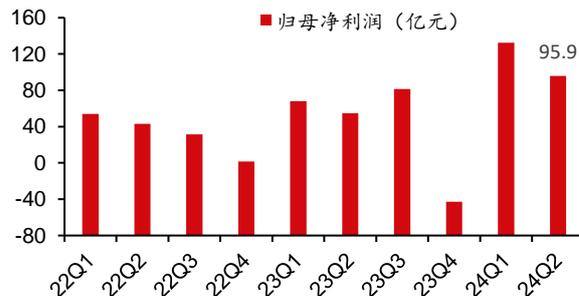
化学制剂行业 2024Q2 实现营收 1131.4 亿元，同比增长 5.0%，实现归母净利润 95.9 亿元，同比增长 74.8%，实现扣非归母净利润 81.3 亿元，同比增长 128.4%。

（含一次性授权费用）我们认为主要与以下因素有关：（1）院内刚性医疗需求复苏，满足临床需求的药物快速放量；（2）原料药景气度改善，具有相关业务的企业获益；

（3）宏观环境及反腐等因素促使企业降本增效，提升盈利质量；（4）创新药出海授权的里程碑兑现。

图表9：2023-2024H1 化学制剂行业营收及增速


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表10：2023-2024H1 化学制剂行业归母净利润


资料来源：iFind，国联证券研究所

以恒瑞医药为代表的大型药企创新药管线进入兑现期，创新药收入占比持续提升，集采影响逐步出清，重回上升轨道；海思科、恩华药业、信立泰等仿创结合药企也逐渐度过集采阵痛期，创新药进入商业化阶段，成为新的业绩增长点。艾力斯、兴齐眼药、九典制药等凭借布局患者基数大、未满足需求多的适应症，实现大单品的快速放量。

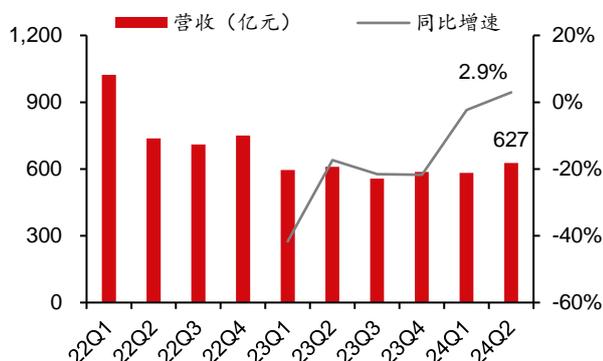
图表11：化学制药个股经营情况

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	营收同比 2024Q1	营收同比 2024Q2	归母同比 2024Q1	归母同比 2024Q2
002399.SZ	海普瑞	128.4	6%	4%	133%	795%
002019.SZ	亿帆医药	133.6	41%	30%	126%	144%
600420.SH	国药现代	151.8	-9%	-6%	85%	134%
688578.SH	艾力斯	219.6	169%	77%	778%	102%
300573.SZ	兴齐眼药	150.2	22%	36%	80%	97%
600276.SH	恒瑞医药	2,815	9%	34%	10%	93%
688235.SH	百济神州	1,512	75%	59%	22%	65%
002653.SZ	海思科	347.6	21%	25%	220%	57%
688192.SH	迪哲医药	156.5	-	-	6%	56%
688266.SH	泽璟制药	146.3	0%	18%	31%	53%
002422.SZ	科伦药业	491.1	11%	9%	26%	31%
300705.SZ	九典制药	106.5	18%	8%	63%	31%
300558.SZ	贝达药业	148.6	38%	-2%	91%	30%
000963.SZ	华东医药	517.2	3%	3%	14%	23%
600521.SH	华海药业	246.9	21%	18%	57%	21%
002262.SZ	恩华药业	258.8	15%	15%	17%	15%
002294.SZ	信立泰	336.1	23%	19%	-5%	14%

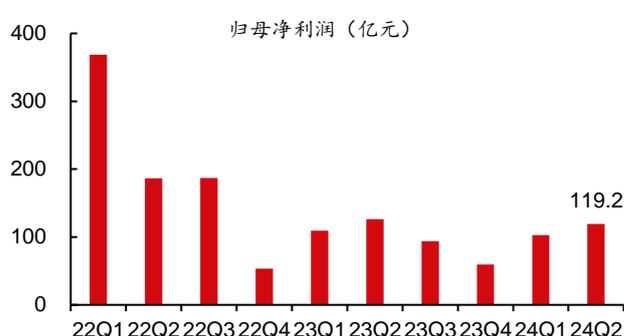
资料来源：iFind，国联证券研究所（注：市值对应2024年8月30日收盘价，统计市值100亿元以上，2024Q2归母净利增速10%以上的企业）

2.2 医疗器械

体外诊断、医疗设备和医疗耗材三个子行业2024Q2共计实现营收627.3亿元，同比增长2.9%，实现归母净利润119.2亿元，同比降低5.6%，实现扣非归母净利润109.3亿元，同比降低0.4%。我们认为主要与以下因素有关：（1）去年疫情期间ICU相关设备采购、IVD检测需求旺盛，导致高基数；（2）下半年设备行业存在以旧换新政策预期，叠加医疗合规化监管整体趋严，导致医院部分采购节奏放缓。

图表12: 2023-2024H1 医疗器械行业营收及增速


资料来源: iFind, 国联证券研究所

图表13: 2023-2024H1 医疗器械行业归母净利润


资料来源: iFind, 国联证券研究所

以迈瑞医疗为代表的医疗设备厂家,下半年有望受益于设备以旧换新政策,医院采购需求旺盛兑现业务增量。以惠泰医疗为代表的耗材类产品,由于医院诊疗需求端稳定,同时叠加国产替代逻辑,整体维持较快增长。以新产业为代表的IVD厂家,由于去年同期诊疗量恢复,高基数导致今年上半年有所承压,但下半年随着部分集采项目落地,国产替代有望加速,同时秋冬季流感等呼吸道疾病检测需求提升,有望贡献增量。

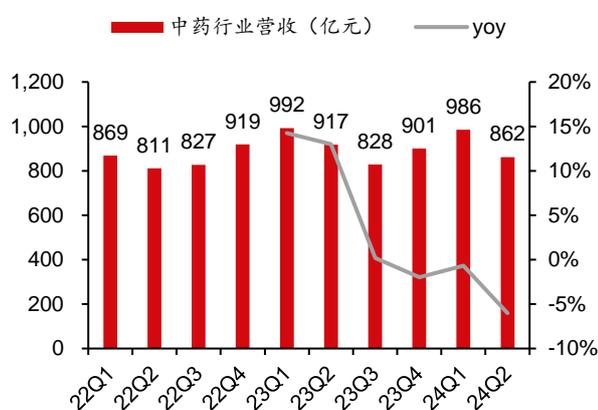
图表14: 医疗器械个股经营情况

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	营收同比 2024Q1	营收同比 2024Q2	归母同比 2024Q1	归母同比 2024Q2
300760.SZ	迈瑞医疗	3,041	12%	10%	23%	14%
688271.SH	联影医疗	871	6%	-2%	10%	-3%
300832.SZ	新产业	525	17%	20%	20%	21%
688617.SH	惠泰医疗	336	30%	24%	36%	31%
002223.SZ	鱼跃医疗	332	-17%	-9%	-8%	-41%
603658.SH	安图生物	237	5%	4%	34%	-3%
002432.SZ	九安医疗	207	-49%	-25%	-59%	92%
300529.SZ	健帆生物	203	30%	71%	45%	231%
300003.SZ	乐普医疗	189	-21%	-22%	-19%	-41%
300677.SZ	英科医疗	176	40%	34%	256%	-22%

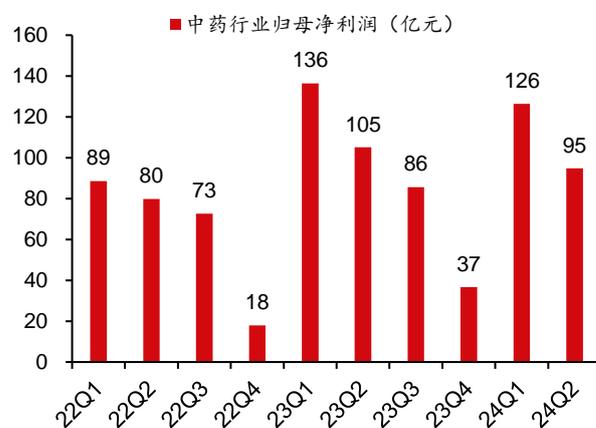
资料来源: iFind, 公司公告, 国联证券研究所 (注: 市值对应 2024 年 8 月 30 日收盘价, 统计市值排名前 10 上市公司)

2.3 中药

中药行业 2024Q2 实现收入 862 亿元，同比下滑 6.02%，归母净利润 95 亿元，同比下滑 9.84%，实现扣非归母净利润 90 亿，同比下滑 3.76%。二季度中药行业业绩整体承压，我们认为主要与以下因素影响有关：(1) 院内市场，集采降价提速扩面、行业合规整顿常态化等因素；(2) 零售药店市场，医保基金监管加强、门诊共济政策导致零售药店客流下降、以及药品价格治理深化等因素；(3) 2023Q2 呼吸道疾病用药以及消化道疾病用药需求高增，造成业绩高基数；(4) 部分中药材价格水平处于高位，影响毛利率。

图表15：2023-2024H1 中药行业营收及增速


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表16：2023-2024H1 中药行业归母净利润


资料来源：iFind，国联证券研究所

2024Q2 利润增速较高的公司：(1) 处方药企业，方盛制药和佐力药业受益于集采放量。(2) OTC 企业：在零售药店客流下滑，市场增长乏力情况下，品牌 OTC 龙头仍展现强劲韧性。CHC 龙头华润三九在 2023H1 高基数情况下，2024H1 公司 CHC 业务仍有双位数增长，同时由于产品结构变化驱动毛利率提升；骨科中药贴膏剂龙头羚锐制药受益于自身营销改革、降本增效效果显著，净利率持续提升；滋补中药龙头东阿阿胶“药品+健康消费品”、“品牌+动销”双轮驱动业绩高增长。

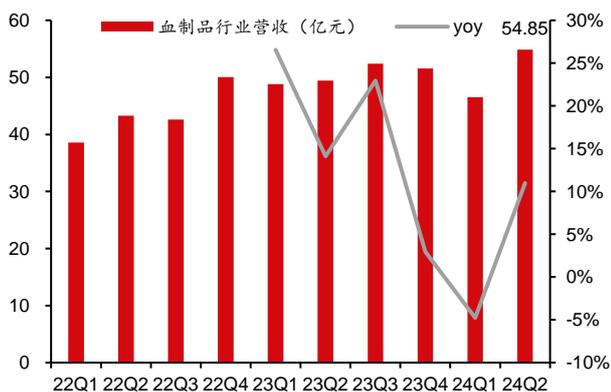
图表17：中药个股经营情况

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	营收同比 2024Q1	营收同比 2024Q2	归母同比 2024Q1	归母同比 2024Q2
603998.SH	方盛制药	50.2	0%	13%	10%	55%
300181.SZ	佐力药业	94.9	36%	46%	46%	53%
000999.SZ	华润三九	577.1	15%	0%	18%	42%
600285.SH	羚锐制药	132.5	15%	9%	32%	29%
000423.SZ	东阿阿胶	321.2	36%	18%	53%	28%
600993.SH	马应龙	107.0	15%	20%	5%	22%
600422.SH	昆药集团	108.8	-3%	-9%	-9%	20%

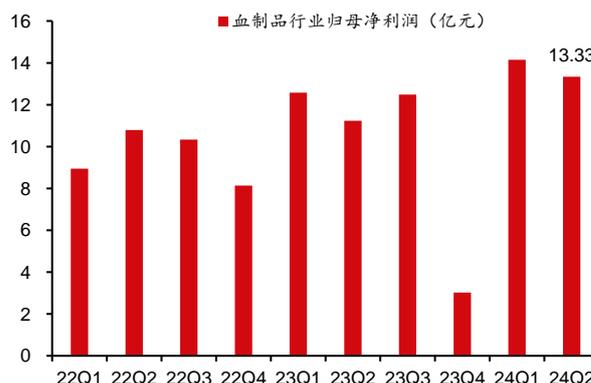
资料来源：iFind、以上企业公告整理，国联证券研究所（注：市值对应2024年8月30日收盘价，统计市值50亿元以上，2024Q2归母净利增速20%以上的企业）

2.4 血制品

血制品行业2024Q2实现收入54.85亿元，同比增长10.97%，归母净利润13.33亿元，同比增长18.64%，实现扣非归母净利润13.33亿元，同比增长28.51%。2024H1血制品核心品种人血白蛋白预计供需紧平衡、静丙供不应求，行业景气度高，同时部分公司产品价格提升以及新增品种上市逐步放量，行业整体业绩快速增长。

图表18：2022-2024H1 血制品行业营收及增速


资料来源：iFind，国联证券研究所

图表19：2022-2024H1 血制品行业归母净利润


资料来源：iFind，国联证券研究所

血制品行业不同公司业绩有所分化，其中业绩增速较高的派林生物主要由于2022年部分浆站停采造成2023H1业绩低基数；天坛生物利润增速较高主要由于产品价格上升、成本费用管控等因素；卫光生物稳健增长；博雅生物由于剥离非血资产影响表现业绩；上海莱士主要受进口白蛋白毛利率下降影响利润增速。

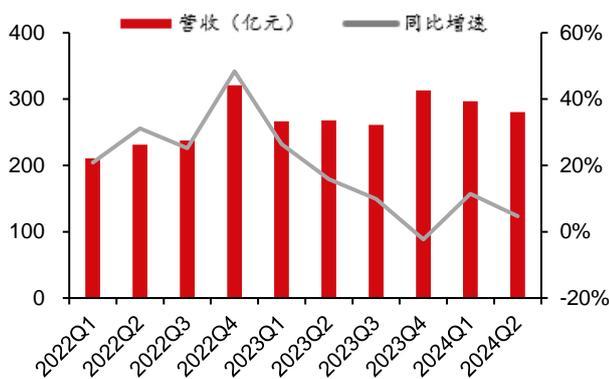
图表20: 血制品个股经营情况

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	营收同比 2024Q1	营收同比 2024Q2	归母同比 2024Q1	归母同比 2024Q2
000403.SZ	派林生物	187.29	67%	56%	116%	136%
600161.SH	天坛生物	470.02	-5%	16%	21%	34%
002880.SZ	卫光生物	59.65	9%	19%	2%	14%
300294.SZ	博雅生物	165.24	-44%	-39%	-11%	5%
002252.SZ	上海莱士	475.94	0%	20%	5%	-7%
000403.SZ	派林生物	187.29	67%	56%	116%	136%

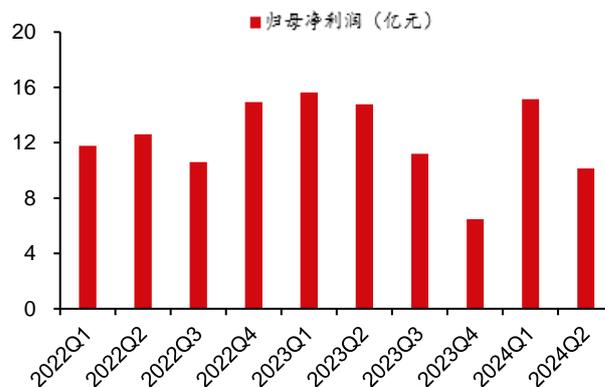
资料来源: iFind、以上企业公告整理, 国联证券研究所 (注: 市值对应 2024 年 8 月 30 日收盘价)

2.5 零售药店

零售药店子行业 2024 年上半年实现收入 577.17 亿元, 同比增长 8.06%, 实现归母净利润 25.30 亿元, 同比下降 16.83%, 实现扣非归母净利润 23.93 亿元, 同比下降 18.36%; 单二季度实现收入 280.36 亿元, 同比增长 4.69%, 实现归母净利润 10.15 亿元, 同比下降 33.02%, 实现扣非归母净利润 9.31 亿元, 同比下降 36.33%。

图表21: 2022-2024H1 零售药店行业营收及增速


资料来源: iFind, 国联证券研究所

图表22: 2022-2024H1 零售药店行业归母净利润


资料来源: iFind, 国联证券研究所

受医保基金监管力度持续加强、多渠道分流客源、消费意愿弱等多因素影响, 零售药店企业在 2024 年上半年面临较大压力。除益丰药房凭借较强的精细化管理能力及第一医药有大额固定资产处置收益外, 二季度其他药店的归母净利润均出现不同程度的下滑。

图表23：零售药店个股经营情况

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	营收同比		归母同比	
			2024Q1	2024Q2	2024Q1	2024Q2
603939.SH	益丰药房	244.55	9.86	13.13	6.45	6.05
603233.SH	大参林	153.86	11.29	-28.32	9.07	-38.40
603883.SH	老百姓	102.63	1.19	-2.05	0.56	-18.23
002727.SZ	一心堂	72.36	7.26	-44.13	-0.81	-84.92
301408.SZ	华人健康	40.24	25.21	25.29	20.07	-12.38
301017.SZ	漱玉平民	38.26	13.08	-82.60	8.71	-81.63
605266.SH	健之佳	30.49	3.40	-60.23	0.01	-87.02
600833.SH	第一医药	24.29	-0.56	183.20	-1.83	478.02

资料来源：iFind、以上企业公告整理，国联证券研究所（注：市值对应 2024 年 8 月 30 日收盘价）

3. 投资建议：看好创新药及器械出海

3.1 药品：关注优质创新及商业化兑现

根据 2024 年中报信息，国产创新药中有 13 个在 2024H1 的国内销售额超过了 5 亿元，全年销售额有望超 10 亿元。其中 7 款产品同比增长速度超过 45%，未来还有继续快速放量的空间。

结合现有国产创新药的市场规模和国内上市进度，我们认为恒瑞医药、三生国健、人福医药、贝达药业、康方生物的创新药产品能够对业绩产生较强支撑。

图表24：国产创新药品 2024H1 中国销售及同比增速（百万元）

企业	产品(靶点/类别)	2023H1	2024H1	同比	备注
百济神州	替雷利珠单抗	1,835	2,191	19%	
信达生物	信迪利单抗	1,187	1,728	46%	按美元：人民币=1:7.21 汇率计算
艾力斯	主要为伏美替尼 (EGFR-TKI)	749	1,576	110%	2022 年底医保新增 1 线适应症
复星医药/ 复宏汉霖	汉曲优	1,239	1,406	14%	2020.8 上市
神州细胞	主要为安佳因	808	1,305	61.45%	
康弘药业	康柏西普	875	1,173	34.15%	
百济神州	百悦泽 (泽布替尼)	669	873	30.5%	按美元：人民币=1:7.21 汇率计算
百济神州	地舒单抗	319	710	123%	按美元：人民币=1:7.21 汇率计算
康方生物	开坦尼 (卡度尼利)	610	710	17%	
复星医药/ 复宏汉霖	汉斯状	556	677	22%	2022.3 商业化，不在医保
君实生物	特瑞普利 (国内)	447	671	50%	2023 年底医保新增 3 项适应症
海思科	麻醉产品 (主要是环泊酚)	342	517	51%	2023 年底医保谈判新增“重症监护”适应症
兴齐眼药	滴眼剂	314	512	62.97%	0.01%硫酸阿托品滴眼液获批上市
和黄医药	爱优特 (呋喹替尼)	406	440	8%	
诺诚健华	奥布替尼	321	417	30.02%	2021 年 1 月上市。2023 年底医保新增“既往至少接受过一种治疗的成人边缘区淋巴瘤(MZL)”适应症且价格不变
三生国健	益赛普 (TNF- α)	302	330	9%	(+)预充水针贡献, (-)区域集采
泽璟制药	产品收入 (多纳非尼, 凝血酶)	220	241	9.44%	
迪哲医药	舒沃替尼	0	204	-	2023 年 8 月上市, 非医保品种, 20 外显子插入 NSCLC
和黄医药	苏泰达 (索凡替尼)	163	183	12.4%	按美元：人民币=1:7.21 汇率计算
和黄医药	沃瑞沙 (赛沃替尼)	159	187	17.7%	按美元：人民币=1:7.21 汇率计算

资料来源：公司公告，iFind，国联证券研究所（注：市值对应 2024 年 8 月 30 日收盘价）

已诞生的超十亿元品种(下文统一简称大单品)中,抗肿瘤药物仍占据主导地位,排在了销售额金额前四。

PD-1 仍为现象级的国产创新药产品：百济神州的百泽安® (替雷利珠单抗) 和信达生物的达伯舒® (信迪利单抗) 稳居销售榜前二, 并引领 PD-1 药物在销售额排行榜前十中占据四席。2024 年 H2 百泽安® 销售额达 3.03 亿美元 (约 21.91 亿元人民币), 同比增长 19%。在国内百泽安® 目前已获批 13 个适应症, 其中 11 个纳入国家医保。达伯舒® 销售额达 2.40 亿美元 (约 17.28 亿元人民币), 同比增长 46%。达伯舒® 是唯一一将五大高发实体瘤 (非鳞状 NSCLC、鳞状 NSCLC、肝癌、胃癌、食管

癌) 一线治疗纳入医保目录的 PD-1, 有 8 项适应症已纳入国家医保。

选对细分大赛道, 伏美替尼销售一路飙升: 继 2021 年 3 月获 NMPA 批准上市用于治疗 EGFR-TKI 耐药后的 T790M 突变 NSCLC 患者后, 艾力斯的伏美替尼于 2022 年 6 月被批准用于 EGFR 敏感突变阳性晚期 NSCLC 患者的一线治疗。伏美替尼 2023 年销售金额约 20 亿元, 同比增长 155%, 2024H1 突破 15 亿, 全年销售有望超过 30 亿。

迪哲医药的舒沃哲® (舒沃替尼) 于 2023 年 8 月获批用于治疗 EGFR 20 号外显子插入 (exon20ins) 的突变型非小细胞肺癌 (NSCLC) 患者, 2024H1 销售收入约 2 亿元, 有望继续保持高速增长态势。

眼科、自免和代谢领域有望诞生更多大单品。 与以往抗肿瘤药物一家独大不同, 2024H1 有更多的眼科药物开始出现在销售排行榜前列, 包括康弘药业的康柏西普 (2024H1 销售额 11.73 亿, 同比+34%) 和兴齐眼药以阿托品为代表的滴眼液产品 (2024H1 销售额 5.12 亿, 同比+63%)。考虑到国产创新药在自身免疫性疾病、心血管和代谢等疾病领域的广泛布局和强劲的国产替代需求, 我们认为相关疾病领域未来也有望诞生具备消费品属性的大单品药物。

考虑到欧美市场在药品市场定价 (国内有医保谈判)、支付端买单能力与意愿 (国内医保参保基数大、支付体系改革等) 上的差异, 国内药企为了 1) 能够在短期内实现资金回笼, 尽快推进后续研发动作; 2) 通过跨国药企 (MNC) 的站台背书快速获得资本市场认可, 加速融资, 实现进一步“回血”; 3) 在“高投入、高风险”后实现“高回报”等原因也会选择主动出海, 推动自研药物产品进入定价更高、支付体系更成熟的欧美市场, 这类具备较高创新性优势的药物产品往往也展示出优异的市场表现。

图表25: 国产创新药品 2024H1 海外销售及同比增速 (百万美元)

企业	产品	2023H1	2024H1	同比	获批日期
百济神州	Tevimbra® (替雷利珠单抗)	-	-	-	2024.3
百济神州	Brukina® (泽布替尼) 美国	349	819	134.4%	2019.11
传奇生物 / 金斯瑞	Carvykti® (Cilta-cel)	189	343	81%	2022.2
百济神州	Brukina® (泽布替尼) 欧洲	44	147	231.6%	2021.11
和黄医药	Fruzaqla® (呋喹替尼)	-	130.5	-	2023.11
君实生物	LOQTORZI® (特瑞普利)	-	5.8	-	2023.1

资料来源: 公司公告, iFind, 国联证券研究所 (注: 市值对应 2024 年 8 月 30 日收盘价)

已获 FDA 批准上市销售的国产创新药中，百济神州的 BTK 抑制剂泽布替尼、金斯瑞生物科技子公司传奇生物的细胞治疗药物 Carvykti 以及和黄医药的 VEGFR1/2/3 抑制剂呋喹替尼均为同类最佳产品，在海外获批上市后放量速度较快，未来市场空间较高。

泽布替尼成为现阶段国产创新药海外销售金额最大单品。百济神州自主研发的 BTK 抑制剂百悦泽®（泽布替尼）是唯一一款在头对头试验中对比伊布替尼取得优效性结果的“同类最佳”BTK 抑制剂。2023 年泽布替尼的全球销售额达到 8.19 亿美元，同比增长 134.4%。受益于慢性淋巴细胞白血病 (CLL) 适应症拓展持续提升 CLL 新增患者的市场份额，2024 H1 泽布替尼美国销售达到 8.19 亿美元，同比增长 134.4%。归功于欧洲 G5 国家的市场份额持续扩容，泽布替尼在欧洲销售额达到 1.47 亿美元，同比增长 231.6%。

传奇生物 CAR-T 与和黄医药呋喹替尼实现放量高速增长。作为全球第二款上市的靶向 BCMA CAR-T，Carvykti 凭借更优的临床疗效，在上市的次年（2023）即开始迅速抢占竞争对手 BMS 的全球首款上市 BCMA CAR-T Abecma 在多发性骨髓瘤末线患者治疗的市场份额，并在 2024 年 4 月率先获批治疗 2-4 线多发性骨髓瘤。Carvykti 在 2024H1 销售达到 3.43 亿美元，同比增长 81%，并在 2024 年 8 月 20 日获 NMPA 批准，在中国上市用于治疗复发难治性多发性骨髓瘤患者。

2023 年 11 月，和黄医药自主研发的呋喹替尼（商品名：Fruzaqla）获 FDA 批准上市用于治疗经治转移性结直肠癌，成为继西达基奥伦塞、泽布替尼、特瑞普利单抗之后成功出海的第四个国产抗肿瘤新药。通过与武田制药的合作，呋喹替尼（FRUZAQLA®）2024 年上半年美国市场销售额达到 1.305 亿美元，展现了优异的市场竞争力，有望成为下一款突破 10 亿美元全球销售大关的国产创新药。

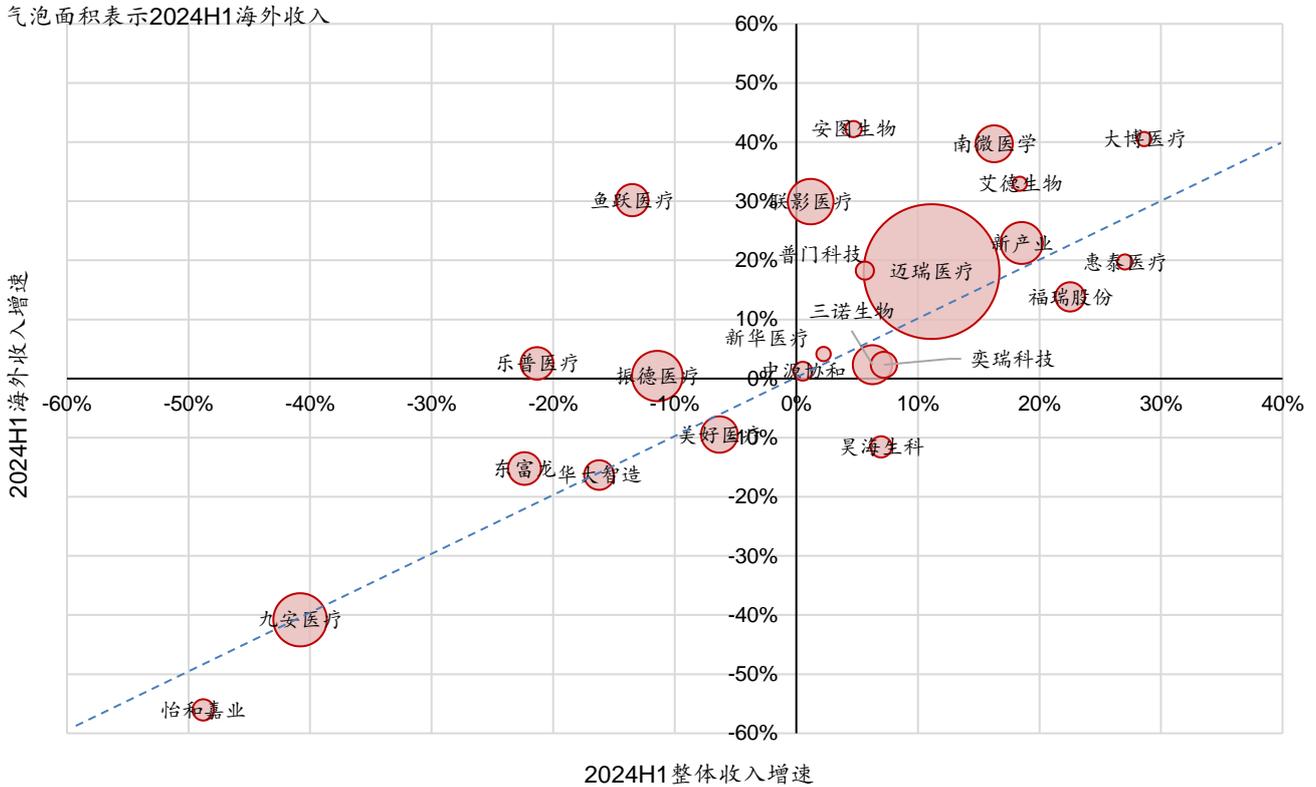
3.2 医疗器械：关注具有全球竞争力的细分领域龙头

2024 年上半年，医疗器械行业整体面临国内医疗整顿、设备更新尚未落地、诊断试剂及高值耗材集采持续推进的大背景，国内业务增长相对承压，因此越来越多的企业逐步将目光聚焦海外。过去 2-3 年海外经历了需求快速增长、逐步去库存的阶段，目前基本进入稳定增长状态；加上国内企业多年来产品准入、渠道拓展逐步完善，今年上半年海外收入贡献主要增长动力，中国器械企业的全球化有望进入加速期。

在有披露 2024H1 海外收入及增速的全部 65 家申万二级医疗器械公司中，2024

年上半年海外收入增速超过公司整体收入增速的有 42 家，占比约为 65%。从海外收入绝对金额排名靠前的头部公司看，呈现类似趋势。

图表 26：2024H1 部分医疗器械公司国内外收入增长贡献度比较



资料来源：Wind，国联证券研究所

注：筛选市值大于 50 亿元，2024H1 收入大于 1 亿元的医疗器械公司；剔除未披露 2023H1 海外收入的开立医疗、理邦仪器；市值截止 2024 年 8 月 30 日

海外出口业务中，ODM/OEM 和低值耗材类去库存逐步接近尾声，业绩有望持续改善；医疗设备、体外诊断等随着产品力的逐步提升，海外收入初具规模，收入占比逐年提升，部分高端设备如影像设备、测序仪也能进入到海外发达国家；高值耗材领域，由于临床验证壁垒更高等因素，出海还处于相对早期阶段，部分成熟品种如止血夹、骨科植入物等有望逐步在全球提高份额，电生理等前沿领域有望弯道超车。

在国内医疗行业医保控费的大环境下，国内企业积极寻求全球化布局，这个过程中，我们建议关注产品具备全球竞争力、渠道布局领先、未来成长空间大的公司，推荐迈瑞医疗、联影医疗、惠泰医疗、南微医学、鱼跃医疗、怡和嘉业等。

图表27：2024H1 海外收入增速 TOP10 公司分析

证券代码	证券简称	2024H1 收入增 速	2024H1 归母净 利增速	2024H1 海外收 入/亿元	2024H1 海外收 入增速	2024H1 海外收 入占比	未来趋势或海外主要看点
603658.SH	安图生物	4.70%	13.49%	1.31	42.21%	6%	发光企业加大开拓海外市场
002901.SZ	大博医疗	28.61%	47.80%	1.04	40.52%	11%	持续深化海外布局，产品销售至澳大利亚、乌克兰、智利等 60 多个国家地区
688029.SH	南微医学	16.28%	17.47%	6.24	39.72%	47%	MTU 营收 2.8 亿元，同比增长 38.6%；MTE 营收 2.2 亿元，同比增长 53.9%；亚太海外区域营收 1.16 亿元，同比增长 16.4%
300685.SZ	艾德生物	18.38%	13.49%	1.02	32.96%	19%	海外业务不断开拓，PCR-11 产品在日本市场持续放量
002223.SZ	鱼跃医疗	-	-	4.79	30.19%	11%	主要由呼吸制氧和血糖业务贡献；海外注册工作逐步落地、海外团队属地化布局日益完善
688271.SH	联影医疗	1.18%	1.33%	9.33	29.94%	17%	拓宽海外产品注册，加大新品市场导入力度，美国、日本、欧洲、非洲和东南亚。全身临床超高场磁共振 uMR Jupiter 5T 于成功获批 FDA 510 (k)
300832.SZ	新产业	18.54%	20.42%	7.97	22.94%	36%	发光仪器在海外地区快速装机，带动试剂上量
688617.SH	惠泰医疗	27.03%	33.09%	1.16	19.73%	12%	独联体地区业绩表现突出，同比增长 124%；欧洲区同比增长 51%，亚太、拉美、中东非等地区同比增长显著。冠脉、外周及电生理自主品牌增速显著
688389.SH	普门科技	5.64%	27.78%	1.61	18.26%	27%	聚焦于重点国家和重点产品市场，包括印度、俄罗斯、印尼、巴西等；积极开展国际市场尤其是与欧、美、日等国大公司的 OEM/ODM 合作
300760.SZ	迈瑞医疗	11.12%	17.37%	79.06	18.10%	39%	深耕海外市场，IVD 海外增速最快

资料来源：Wind，国联证券研究所

注：筛选市值大于 50 亿元，2024H1 收入大于 1 亿元的医疗器械公司；剔除未披露 2023H1 海外收入的开立医疗、理邦仪器；市值截止 2024 年 8 月 30 日

4. 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，北交所市场以北证50指数为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼