

医药生物

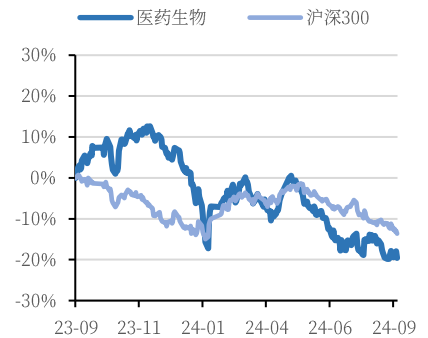
中航证券医药生物行业周报：子板块 2024H 业绩分化，期待后续恢复表现

投资评级

增持

维持评级

行业走势图



报告摘要

投资要点：

本期（08.28-09.07）上证指数收于 2765.81，下跌 2.69%；沪深300 指数收于 3231.35，下跌 2.71%；中小 100 指数收于 3231.35，下跌 2.95%；本期申万医药行业指数收于 6316.92，下跌 2.05%，在申万 31 个一级行业指数中涨跌幅排名居第 19 位。

重要资讯：

◆ 学习贯彻党的二十届三中全会精神研讨班

国家卫生健康委在甘肃兰州举办学习贯彻党的二十届三中全会精神研讨班，推动全系统在学习贯彻全会精神上走深走实。国家卫生健康委党组书记、主任雷海潮出席研讨班并讲话。

促进医疗、医保、医药协同发展和治理，发挥综合医改联系省、公立医院改革与高质量发展示范城市、试点医院等作用，进一步推广以三明为代表的医改经验。实施健康优先发展战略，推动在经济社会发展规划、资源配置和财政投入上突出健康目标，以完善的治理制度、法规体系护航健康优先发展。深化以公益性为导向的公立医院改革，推动落实公立医院财政补助政策，加强编制动态优化调整，建立以医疗服务为主导的收费机制，落实“两个允许”，缩小不同医疗机构、不同科室、不同专业薪酬差距，优化绩效工资分配结构。

◆ 国内创新药企更加重视自主创新研发

《2024 中国生物医药出海现状与趋势蓝皮书》显示，由于我国创新药行业发展起步较晚，基于商业生存和发展的考虑，在早期的成长阶段所采取的发展模式主要是快速跟进（fast follow）海外优质创新药或通过 License-in 模式引进国外创新药的中国权益。

9 月 6 日，四川科伦博泰生物医药股份有限公司的注射用 SKB571 的 IND 申请获得 CDE 受理。这是一款双抗 ADC，主要针对肺癌、消化道肿

作者

李蔚

分析师

SAC 执业证书：S0640523060001

联系电话：010-59219559

邮箱：liwj@avicsec.com

相关研究报告

中航证券医药生物行业周报：2024H 行业基金重仓持股数据出炉，器械、中药板块内部轮动占比提升—2024-07-30

中航证券医药生物行业周报：年报及一季报的总结—2024-05-14

中航证券创新疫苗系列深度报告（一）：RSV 疫苗——快速成长的新蓝海—2024-03-13

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦

中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

瘤等多种实体瘤，通过优化靶点组合与双抗设计，增强肿瘤靶向性，旨在应对肿瘤异质性，提升治疗效果。结合 OptiDC 平台的高亲水性毒素-连接子技术，SKB571 实现了 DAR 值的均一化，并展现出了优异的体内药代动力学特性。临床前研究中已经展现出良好的抗肿瘤活性和安全性。

核心观点：

2024 年上半年，医药生物行业整体实现营业收入 12582.14 亿元，同比减少 0.45%；实现归母净利润 1024.42 亿元，同比减少 2.82%；实现扣非后归母净利润 946.31 亿元，同比上升 1.82%。

支付端方面，2023 年人均卫生费用持续提升。2010 年-2023 年，我国卫生总费用不断增长，从 2010 年的 19980.39 亿元增长到 2023 年的 90575.8 亿元。我国卫生总费用占 GDP 之比从 2010 年的 4.85% 上升至 2023 年的 7.2%，卫生支出占比整体呈现上升趋势。2010 年-2023 年，我国人均卫生费用也保持着较高增速，从 2010 年的 1490.1 元增加到 2023 年的 6425.3 元。2023 年，人均卫生费用增速为 6.46%，较 2022 年的增速水平有所下降。

整体来看，医药行业 2024H 业绩表现同比相对较为稳定，但行业内各个子板块业绩分化较为明显，化学制剂板块表现较为亮眼，生物制品、医疗服务板块业绩承压。化学制剂板块一枝独秀，走出独立于其他子板块的业绩走势，主要或系以下因素：1. 国家集采进入常态化，国采、医药反腐等政策影响逐渐出清；2. 各药企创新产品/项目逐步落地，部分创新型药企/创新项目由融资现金流顺利过渡为并经营现金流，业绩大幅提升；3. 我国医药创新能力持续提升，创新逐渐获得海外等发达国家认可，创新出海趋势加速，叠加海外创新药品存在高附加值效益，企业毛利取得大幅提升。生物制品、医疗服务板块营业收入及归母净利润同比下降较大，从生物制品板块来看，虽然血液制品表现相对较好，但疫苗类产品整体销售承压，放量趋势有所下降，生物制品板块业绩承压；从医疗服务板块来看，医疗研发外包服务订单增长趋势放缓，增速有所下滑，叠加宏观消费走势偏平，院端消费医疗受到抑制，民营消费医疗受到影响，医疗服务板块业绩受到一定程度影响。

短期来看，估值层面，医药板块处于短、中、长期的估值底部位置，从历史的中位数和平均数分析，具备一定估值提升空间；基金持仓层面，行业重仓持股比例持续下降，整体仍为超配态势，但基金重仓持股比例已达到较低位置，行业内部子板块持仓持续轮动，能够发现业绩兑现和政策引导仍旧是市场关注的主要方向。随着板块支付端能力持续

提升，院端诊疗人次有望持续恢复，带动相关产业持续受益，建议关注血液制品、大输液、精麻类等相关领域，如恒瑞医药、华兰生物、科伦药业和恩华药业等。

长期来看，随着药品、耗材带量采购工作持续推进，安全边际高、创新能力强、产品管线丰富和竞争格局较好的企业有望在长周期持续受益，建议继续围绕创新药及创新药产业链、高端医疗器械、医疗消费终端和具备稀缺性和消费属性的医疗消费等布局，同时挖掘估值相对较低的二线蓝筹：

1) 创新药及创新药产业链，包括综合类和专科创新药企业，建议关注恒瑞医药、恩华药业、复星医药、科伦药业、君实生物-U、信立泰、康辰药业、华东医药、荣昌生物、博腾股份、泰格医药、一品红等；

2) 受益医疗新基建，具备进口替代和自主可控能力的高端医疗器械龙头，建议关注迈瑞医疗、联影医疗、乐普医疗、普门科技、欧普康视、开立医疗、海尔生物等；

3) 受益市场集中度提升的连锁药店龙头，建议关注一心堂、益丰药房等；

4) 受益竞争力突出的综合医疗服务行业，建议关注爱尔眼科、通策医疗、普瑞眼科、美年健康等；

5) 具备消费和保健属性的药品生产企业，建议关注天士力、华润三九、同仁堂、东阿阿胶等。风险提示：行业政策风险；市场调整风险

正文目录

中航证券医药生物行业周报：子板块 2024H 业绩分化，期待后续恢复表现 ..	1
一、市场行情回顾（2024.08.28-2024.09.07）	7
（一）医药行业本期表现排名居中	7
（二）本期个股表现	7
（三）本期科创板个股表现	8
二、医药行业 2024H 业绩公布，板块业绩表现分化	9
（一）2024H 业绩同比略有下降	9
（二）行业支付能力仍在提升，院端需求持续恢复	18
三、行业重要新闻.....	24
（一）学习贯彻党的二十届三中全会精神研讨班	24
（二）国内创新药企更加重视自主创新研发	24
（三）国家医保药品目录调整持续赋能，助力形成生物医药产业“新质生产 力”	25
四、重要公告.....	25
五、核心观点.....	25

图表目录

图 1 本期 SW 医药生物表现.....	7
图 2 本期申万一级行业板块涨跌幅排行（单位：%）	7
图 3 医药生物和其他一级行业 2024H 营业收入同比增长情况（%）	10
图 4 医药生物和其他一级行业 2024H 归母净利润同比增长情况（%）	10
图 5 医药生物和其他一级行业 2024Q2 单季度营业收入同比/环比增长情况（%）	11
图 6 医药生物和其他一级行业 2024Q2 单季度归母净利润同比/环比增长情况（%） ...	11
图 7 我国 2010-2023 年卫生总费用及 GDP 占比（%）	19
图 8 我国 2010-2023 年人均卫生费用（元）及增速.....	19
图 9 我国 2010-2023 年卫生总费用结构	20
.....	20
图 10 我国 2010-2023 年卫生总费用结构.....	20



.....	20
图 11 我国医保基金收入及增速.....	20
.....	21
图 12 我国医保基金支出及增速.....	21
.....	21
图 13 我国医保基金盈余及增速.....	21
.....	21
图 14 我国城镇居民人均可支配收入、医疗保健支出及增速.....	21
.....	22
图 15 我国农村居民人均可支配收入、医疗保健支出及增速.....	22
.....	22
图 16 城镇人均医疗支出占比	22
.....	22
图 17 农村人均医疗支出占比	22
图 18 我国每月医疗机构及各级医院诊疗人次（万人次）	23
表 1 医药生物本期涨幅前五	8
表 2 医药生物本期跌幅前五	8
表 3 科创板医药公司本期涨幅前五	8
表 4 科创板医药公司本期跌幅前五	8
表 5 医药生物及子板块 2024H 业绩情况	9
表 6 医药生物及子板块 2024Q2 业绩情况.....	12
表 7 医药生物逐季盈利能力情况	12
表 8 原料药板块逐季业绩情况	13
表 9 原料药板块逐季业绩情况（%）	13
表 10 化学制剂板块逐季业绩情况.....	14
表 11 化学制剂板块逐季业绩情况（%）	14
表 12 中药板块逐季业绩情况	14
表 13 中药板块逐季业绩情况（%）	15
表 14 生物制品板块逐季业绩情况.....	15
表 15 生物制品板块逐季业绩情况（%）	16
表 16 医药商业板块逐季业绩情况.....	16
表 17 医药商业板块逐季业绩情况（%）	16
表 18 医疗器械板块逐季业绩情况.....	17
表 19 医疗器械板块逐季业绩情况（%）	17
表 20 医疗服务板块逐季业绩情况.....	17
表 21 医疗器械板块逐季业绩情况（%）	18



表 22 医药行业本周重要公告 25

一、市场行情回顾（2024.08.28-2024.09.07）

（一）医药行业本期表现排名居中

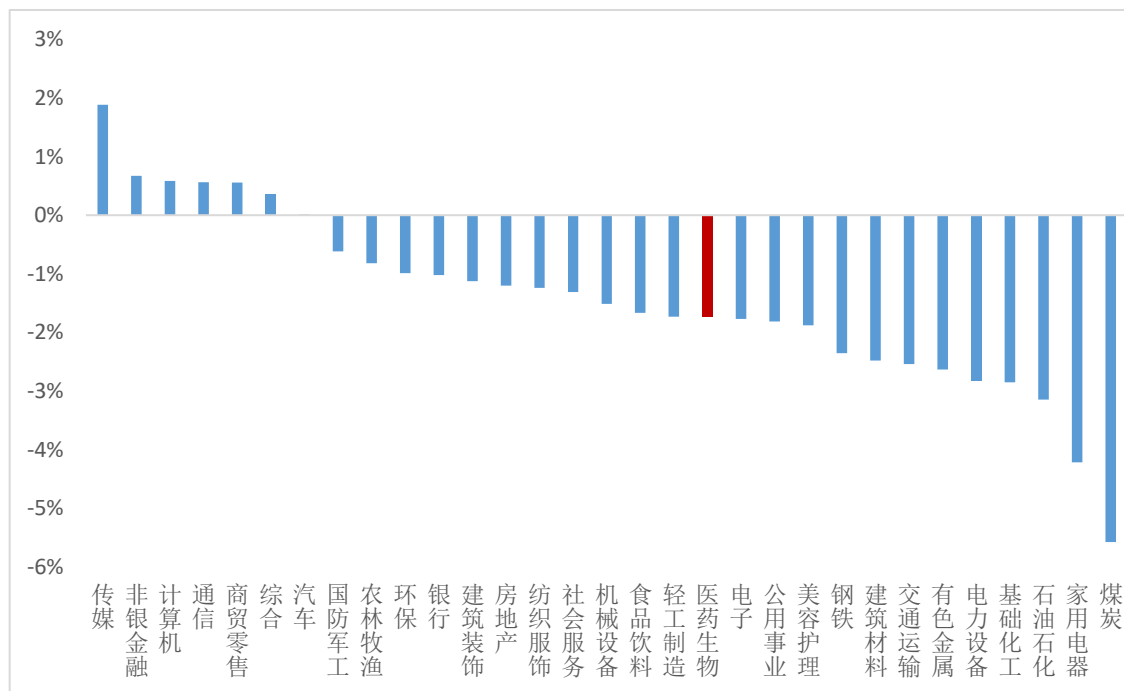
本期（08.28-09.07）上证指数收于 2765.81，下跌 2.69%；沪深 300 指数收于 3231.35，下跌 2.71%；中小 100 指数收于 3231.35，下跌 2.95%；本期申万医药行业指数收于 6316.92，下跌 2.05%，在在申万 31 个一级行业指数中涨跌幅排名居第 19 位。其中，中药、医药商业、化学制剂、生物制品、医疗服务、原料药、医疗器械的周涨跌幅分别为-2.34%、1.79%、-1.01%、-3.34%、-2.70%、-2.99%、-2.45%。

图1 本期 SW 医药生物表现

	中药 II	医药商业	化学制剂	生物制品	医疗服务	原料药	医疗器械	医药生物	沪深 300	上证指数	中小 100
本期涨跌	-2.34%	1.79%	-1.01%	-3.34%	-2.70%	-2.99%	-2.45%	-2.05%	-2.71%	-2.69%	-2.95%
月涨跌	-2.34%	1.79%	-1.01%	-3.34%	-2.70%	-2.99%	-2.45%	-2.05%	-2.71%	-2.69%	-2.71%
年涨跌	-17.07%	-23.48%	-14.29%	-35.87%	-41.54%	-16.42%	-24.17%	-25.07%	-5.82%	-7.03%	-5.82%
收盘价	5,867.65	4,452.10	6,295.42	5,265.61	3,803.16	7,964.71	5,497.62	6,316.92	3,231.35	2,765.81	3,231.35

资料来源：iFinD、中航证券研究所

图2 本期申万一级行业板块涨跌幅排行（单位：%）



资料来源：iFinD、中航证券研究所

（二）本期个股表现

本期行业内市场涨幅前五的个股分别为：漱玉平民（43.64%）、老百姓（32.74%）、人民同泰（20.86%）、健之佳（14.09%）、康芝药业（10.90%）。市场跌幅前五的个股分别为：乐心医疗（-24.90%）、诺思兰德（-13.92%）、中恒集团（-13.78%）、海辰药

业 (-13.18%)、金迪克 (-11.34%)。

表1 医药生物本期涨幅前五

证券代码	简称	收盘价	本期涨跌幅 (%)	本年涨跌幅 (%)	市盈率	市净率
301017.SZ	漱玉平民	13.56	43.64	-33.46	301.83	2.60
603883.SH	老百姓	17.92	32.74	-20.30	14.83	1.99
600829.SH	人民同泰	6.49	20.86	-15.45	13.73	1.38
605266.SH	健之佳	22.19	14.09	-54.18	10.90	1.27
300086.SZ	康芝药业	4.17	10.90	-28.96	-17.76	1.50

资料来源：iFinD、中航证券研究所

截至 2024 年 5 月 11 日

表2 医药生物本期跌幅前五

证券代码	简称	收盘价	本期涨跌幅 (%)	本年涨跌幅 (%)	市盈率	市净率
300562.SZ	乐心医疗	11.13	-24.90	0.01	39.85	2.40
430047.BJ	诺思兰德	10.64	-13.92	-37.08	-73.01	8.34
600252.SH	中恒集团	1.94	-13.78	-22.40	372.82	1.06
300584.SZ	海辰药业	19.90	-13.18	-14.33	57.44	2.37
688670.SH	金迪克	10.40	-11.34	-63.46	-8.72	0.96

资料来源：iFinD、中航证券研究所

截至 2024 年 9 月 8 日

(三) 本期科创板个股表现

截至 9 月 7 日，科创板共有医药行业上市公司 111 家，本期行业内市场涨幅前五的个股分别为：奥泰生物 (10.40%)、惠泰医疗 (7.31%)、三友医疗 (5.70%)、皓元医药 (5.35%)、智翔金泰 (5.31%)。市场跌幅前五的个股分别为：金迪克 (-11.34%)、春立医疗 (-10.64%)、天智航 (-10.22%)、微电生理 (-10.07%)、微芯生物 (-9.46%)。

表3 科创板医药公司本期涨幅前五

代码	简称	收盘价	本期涨跌幅 (%)	本年涨跌幅 (%)	市盈率	市净率
688606.SH	奥泰生物	57.96	10.40	-13.62	19.70	1.21
688617.SH	惠泰医疗	370.42	7.31	38.97	58.23	18.04
688085.SH	三友医疗	18.18	5.70	-6.39	131.53	2.37
688131.SH	皓元医药	24.03	5.35	-35.19	49.12	1.92
688443.SH	智翔金泰	27.76	5.31	-30.51	-13.13	4.07

资料来源：iFinD、中航证券研究所

截至 2024 年 9 月 8 日

表4 科创板医药公司本期跌幅前五

代码	简称	收盘价	本期涨跌幅 (%)	本年涨跌幅 (%)	市盈率	市净率
688670.SH	金迪克	10.40	-11.34	-63.46	-8.72	0.96
688236.SH	春立医疗	10.83	-10.64	-58.25	18.00	1.53
688277.SH	天智航	6.59	-10.22	-50.00	-17.84	2.46

688351.SH	微电生理	19.47	-10.07	-24.09	445.96	5.37
688321.SH	微芯生物	16.08	-9.46	-26.74	-60.80	4.28

资料来源: iFinD、中航证券研究所

截至 2024 年 9 月 8 日

二、医药行业 2024H 业绩公布，板块业绩表现分化

(一) 2024H 业绩同比略有下降

整体来看，2024 年上半年医药生物行业实现营业收入 12582.14 亿元，同比减少 0.45%；实现归母净利润 1024.42 亿元，同比减少 2.82%；实现扣非后归母净利润 946.31 亿元，同比上升 1.82%。

子板块方面，原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务分别实现营业收入 492.31 亿元、2311.22 亿元、1888.56 亿元、676.80 亿元、5143.35 亿元、1209.63 亿元和 860.26 亿元，同比增速分别为 1.80%、5.52%、-3.17%、-9.78%、-0.04%、0.34%和-6.01%；实现归母净利润分别为 46.65 亿元、228.03 亿元、222.33 亿元、92.67 亿元、111.70 亿元、221.85 亿元和 101.20 亿元，同比增速分别为-7.30%、84.57%、-8.81%、-29.69%、-8.03%、-5.88%和-31.39%；2024H 实现扣非后归母净利润分别为 43.44 亿元、204.74 亿元、210.33 亿元、87.04 亿元、105.00 亿元、204.01 亿元和 91.76 亿元，同比增速分别为-8.91%、127.43%、-5.88%、-27.90%、-5.46%、-1.21%和-29.39%。分板块来看，医药商业、化学制剂和中药是医药生物行业 2024 上半年实现营业收入最高的三个子板块；中药、化学制剂和医疗器械是行业 2024 上半年实现扣非后归母净利润最高的三个子板块。

2024Q2，医药生物行业整体实现营业收入 6195.35 亿元，同比减少 1.50%；实现归母净利润 489.52 亿元，同比减少 5.87%。

子板块方面，原料药、化学制剂、中药、生物制品、医药商业、医疗器械和医疗服务分别实现营业收入 247.05 亿元、1137.66 亿元、877.37 亿元、332.17 亿元、2524.67 亿元、627.32 亿元和 449.11 亿元，同比增速分别为 7.48%、4.08%、-6.09%、-15.53%、-1.36%、3.31%和-5.00%；实现归母净利润分别为 23.28 亿元、95.06 亿元、94.57 亿元、42.24 亿元、53.59 亿元、119.16 亿元和 61.62 亿元，同比增速分别为-3.89%、70.55%、-10.14%、-34.27%、-13.95%、-5.62%和-24.92%。分板块来看，医药商业、化学制剂和中药是医药生物行业 2024Q2 实现营业收入最高的三个子板块，归母净利润方面，化学制剂板块是医药生物板块中归母净利润同比增长最高的子板块。

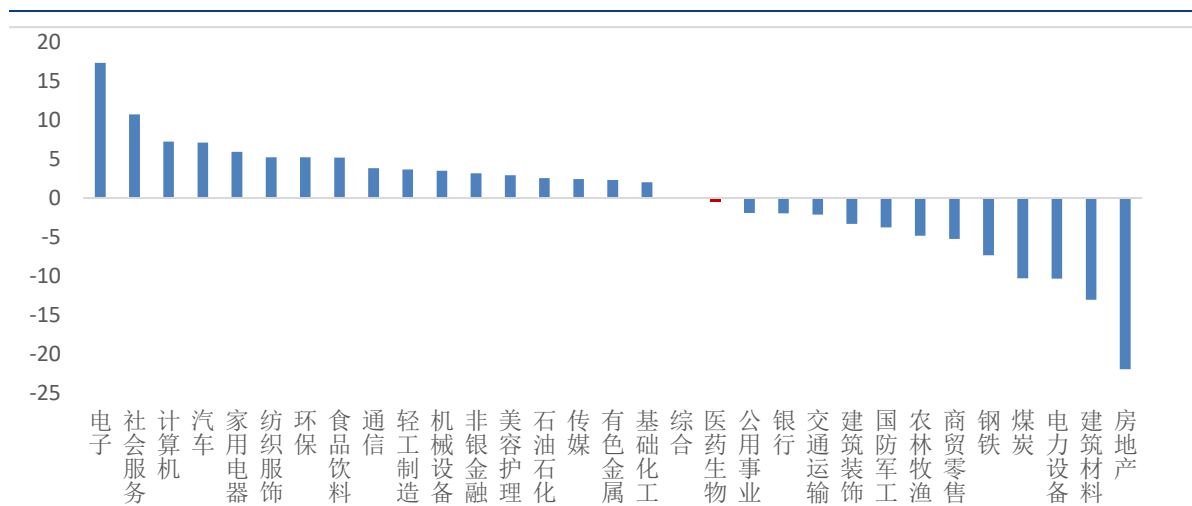
表5 医药生物及子板块 2024H 业绩情况

		单季度						单季度					
2024H		Q1		Q2		2024H		Q1		Q2		2024H	
营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	营业收入 (亿元)	同比增长 (%)	归母净利 润 (亿元)	同比增 长 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 长 (%)	归母净 利润 (亿元)	同比增 长 (%)	扣非后归 母净利润 (亿元)	同比增 长 (%)

医药生物	12582.14	-0.45	6384.17	0.55	6195.35	-1.50	1024.42	-2.82	533.71	-0.07	489.52	-5.87	946.31	1.82
原料药	492.31	1.80	245.26	-3.35	247.05	7.48	46.65	-7.30	23.37	-10.45	23.28	-3.89	43.44	-8.91
化学制剂	2311.22	5.62	1170.94	6.91	1137.66	4.08	228.03	84.57	131.77	94.35	95.06	70.55	204.74	127.43
中药	1888.56	-3.17	1011.20	-0.49	877.37	-6.09	222.33	-8.81	127.75	-7.80	94.57	-10.14	210.33	-5.88
生物制品	676.80	-9.78	344.64	-3.46	332.17	-15.53	92.67	-29.69	50.43	-25.34	42.24	-34.27	87.04	-27.90
医药商业	5143.35	-0.04	2618.68	1.27	2524.67	-1.36	111.70	-8.03	58.11	-1.81	53.59	-13.95	105.00	-5.46
医疗器械	1209.63	0.34	582.31	-2.68	627.32	3.31	221.85	-5.88	102.69	-6.18	119.16	-5.62	204.01	-1.21
医疗服务	860.26	-6.01	411.15	-7.09	449.11	-5.00	101.20	-31.39	39.58	-39.51	61.62	-24.92	91.76	-29.39

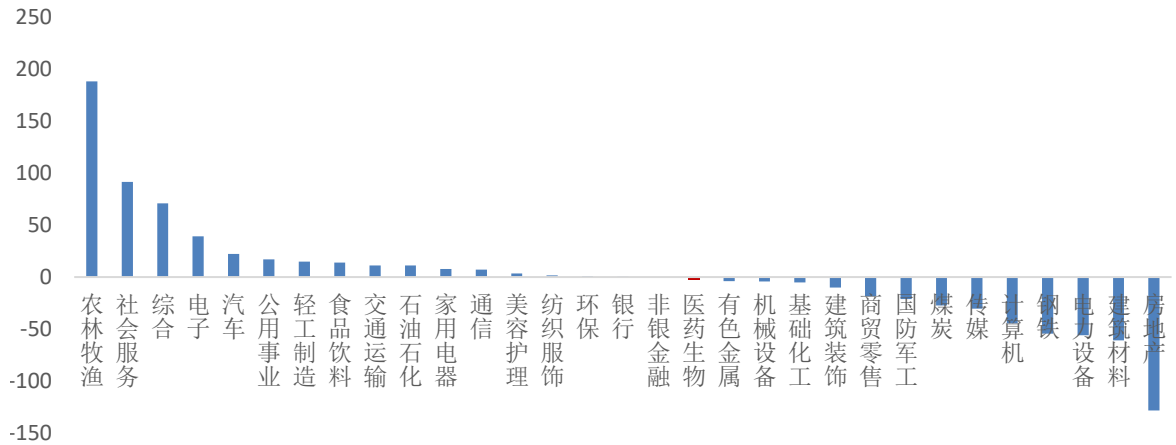
资料来源: iFinD、中航证券研究所

横向对比 31 个一级行业，从营业收入增速的同比情况来看，医药生物行业 2024 上半年营业收入同比增长为-0.45%，在一级行业中排名分别为第 19 位，居中游位置。从归母净利润增速的同比来看，医药生物行业 2024 上半年归母净利润同比增长为-2.82%，在一级行业中排名分别为第 18 位，居中游位置。

图3 医药生物和其他一级行业 2024H 营业收入同比增长情况 (%)


资料来源: iFind、中航证券研究所

图4 医药生物和其他一级行业 2024H 归母净利润同比增长情况 (%)



资料来源：iFind、中航证券研究所

从营业收入增速的同比和环比情况来看，医药生物行业 2024Q2 单季营业收入同比增长和 2024Q2 单季营业收入环比增长分别为-1.50%和-2.96%，在一级行业中排名分别为第 19 位和第 27 位，同比增长率居中游位置，环比增长居下游位置。

从归母净利润增速的同比和环比情况来看，医药生物行业 2024Q2 单季归母净利润同比增长和 2024Q2 单季归母净利润环比增长分别为-5.87%和-8.73%，在一级行业中排名分别为第 20 位和第 27 位，同比增长居中游位置，环比增长居下游位置。

图5 医药生物和其他一级行业 2024Q2 单季度营业收入同比/环比增长情况 (%)



资料来源：iFind、中航证券研究所

图6 医药生物和其他一级行业 2024Q2 单季度归母净利润同比/环比增长情况 (%)



资料来源：iFind、中航证券研究所

从单季业绩和盈利能力情况来看，2024Q2 医药生物行业整体实现营业收入 6195.35 亿元，同比减少 1.50%，营业收入正增长公司占比 48.78%；实现归母净利润 489.52 亿元，同比减少 5.87%，归母净利润正增长公司占比 45.53%。毛利率 33.33%，净利率 8.33%，销售费用率 13.17%，管理费用率 5.32%，财务费用率 0.25%，研发费用率在 2024H 达 4.61%。

表6 医药生物及子板块 2024Q2 业绩情况

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入 (亿元)	6344.9739	6285.3597	6004.7453	6236.05	6384.1715	6195.3473
同比增长	2.46	5.67	-2.91	-1.71	0.55	-1.50
营业收入正增长公司占比	65.85%	63.11%	47.53%	52.66%	52.25%	48.78%
归母净利润 (亿元)	534.70	518.75	478.18	81.03	533.71	489.52
同比增长	-27.10	-13.47	-9.01	-38.73	-0.07	-5.87
归母净利润正增长公司占比	62.73%	56.10%	46.33%	47.76%	51.42%	45.53%

资料来源：iFind、中航证券研究所

表7 医药生物逐季盈利能力情况

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
毛利率	33.55	33.53	33.18	32.33	32.92	33.33
净利率	8.99	8.68	8.42	1.34	8.87	8.33

销售费用率	13.45	13.93	13.27	14.79	12.73	13.17
管理费用率	4.92	5.10	5.50	6.11	5.02	5.32
财务费用率	0.61	-0.29	0.40	0.40	0.23	0.25
研发费用率	4.22	4.44	4.60	4.87	4.34	4.61

资料来源：iFinD、中航证券研究所

表8 原料药板块逐季业绩情况

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入 (亿元)	253.42	229.86	217.91	225.01	245.26	247.05
同比增长	12.47	-3.06	-5.24	-8.86	-3.35	7.48
营业收入正增长公司占比	60.00%	42.22%	46.67%	33.33%	51.11%	51.11%
归母净利润 (亿元)	26.62	25.05	18.02	4.57	23.37	23.28
同比增长	-4.70	-26.00	-5.10	-66.13	-10.45	-3.89
归母净利润正增长公司占比	53.33%	42.22%	37.78%	33.33%	46.67%	57.78%

资料来源：iFinD、中航证券研究所

表9 原料药板块逐季业绩情况 (%)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
毛利率	31.29	30.12	29.75	25.17	29.48	28.55
净利率	10.45	10.71	8.05	1.65	9.26	9.06
销售费用率	6.83	6.43	7.11	7.51	6.45	5.51
管理费用率	5.86	6.55	6.89	7.13	5.86	5.94
财务费用率	0.78	-1.73	0.29	0.24	-0.08	-0.37
研发费用率	4.71	5.25	5.43	5.65	5.53	5.60

资料来源：iFinD、中航证券研究所

表10 化学制剂板块逐季业绩情况

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入 (亿元)	1094.59	1086.99	1034.20	1077.38	1170.94	1137.66
同比增长	6.02	8.23	-3.32	-1.72	6.91	4.08
营业收入正增长公司占比	68.18%	72.48%	38.89%	47.27%	53.70%	46.36%
归母净利润 (亿元)	67.74	53.72	80.47	-47.78	131.77	95.06
同比增长	25.47	32.13	154.25	-2759.01	94.35	70.55
归母净利润正增长公司占比	61.40%	63.72%	49.11%	47.32%	61.61%	53.57%

资料来源: iFinD、中航证券研究所

表11 化学制剂板块逐季业绩情况 (%)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
毛利率	51.98	52.43	51.92	51.67	54.47	53.71
净利率	7.46	6.04	8.58	-4.23	12.55	9.41
销售费用率	24.32	25.25	23.36	25.24	21.57	22.45
管理费用率	7.90	8.17	8.97	9.49	7.83	8.12
财务费用率	0.99	0.47	0.40	0.27	0.46	0.41
研发费用率	10.15	10.85	11.38	11.95	10.03	10.77

资料来源: iFinD、中航证券研究所

表12 中药板块逐季业绩情况

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入 (亿元)	1015.74	933.93	844.52	922.94	1011.20	877.37
同比增长	13.88	12.80	0.42	-2.36	-0.49	-6.09
营业收入正增长公司占比	76.39%	77.78%	43.06%	50.00%	44.44%	33.33%

归母净利润 (亿元)	138.59	105.18	85.58	28.64	127.75	94.57
同比增长	54.14	31.32	18.50	62.54	-7.80	-10.14
归母净利润正 增长公司 占比	79.17%	66.67%	56.94%	52.78%	50.00%	31.94%

资料来源: iFinD、中航证券研究所

表13 中药板块逐季业绩情况 (%)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
毛利率	46.15	44.11	43.52	42.80	43.71	42.39
净利率	14.23	11.72	10.60	3.07	13.14	11.23
销售费用率	22.89	23.62	22.98	25.85	21.25	21.28
管理费用率	4.75	5.22	5.86	6.71	4.78	5.45
财务费用率	0.09	-0.05	0.01	0.04	-0.04	0.03
研发费用率	2.08	2.26	2.40	2.78	2.20	2.45

资料来源: iFinD、中航证券研究所

表14 生物制品板块逐季业绩情况

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入 (亿 元)	356.98	393.22	453.18	423.96	344.64	332.17
同比增长	3.23	2.24	17.46	13.41	-3.46	-15.53
营业收入正增 长公司占比	62.96%	61.11%	59.26%	61.11%	57.41%	53.71%
归母净利润 (亿元)	67.54	64.27	75.27	11.60	50.43	42.24
同比增长	-16.84	-12.69	14.30	-57.39	-25.34	-34.27
归母净利润正 增长公司 占比	44.44%	44.44%	57.41%	51.85%	50.00%	48.15%

资料来源: iFinD、中航证券研究所

表15 生物制品板块逐季业绩情况 (%)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
毛利率	56.78	55.32	54.28	52.97	52.48	57.85
净利率	19.05	15.68	17.55	2.52	15.12	13.42
销售费用率	18.73	19.63	18.54	20.34	17.34	21.77
管理费用率	5.93	5.84	5.28	7.35	6.76	7.72
财务费用率	-0.12	-0.53	-0.11	-0.13	-0.22	0.10
研发费用率	10.60	10.42	9.95	10.76	10.33	11.57

资料来源: iFinD、中航证券研究所

表16 医药商业板块逐季业绩情况

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入 (亿元)	2585.90	2559.47	2421.16	2534.07	2618.68	2524.67
同比增长	15.54	13.86	-0.81	3.94	1.27	-1.36
营业收入正增长公司占比	83.87%	74.19%	48.39%	51.61%	64.52%	35.48%
归母净利润 (亿元)	59.18	62.27	46.94	14.62	58.11	53.59
同比增长	23.21	-12.62	-8.45	1.46	-1.81	-13.95
归母净利润正增长公司占比	83.87%	61.29%	48.39%	38.71%	61.29%	29.03%

资料来源: iFinD、中航证券研究所

表17 医药商业板块逐季业绩情况 (%)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
毛利率	12.82	13.25	12.24	12.82	12.40	12.89
净利率	2.70	2.83	2.24	0.81	2.54	2.43
销售费用率	6.12	6.30	5.86	6.66	5.92	6.35

管理费用率	2.01	2.09	2.25	2.50	2.01	2.18
财务费用率	0.79	0.73	0.83	0.76	0.71	0.77
研发费用率	0.30	0.30	0.30	0.33	0.30	0.32

资料来源：iFinD、中航证券研究所

表18 医疗器械板块逐季业绩情况

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入（亿元）	596.11	609.46	556.50	586.85	582.31	627.32
同比增长	-41.48	-18.36	-21.99	-22.09	-2.68	3.31
营业收入正增长公司占比	55.56%	49.21%	46.40%	46.40%	50.00%	56.35%
归母净利润（亿元）	109.53	126.17	93.90	59.67	102.69	119.16
同比增长	-70.30	-32.37	-49.85	11.46	-6.18	-5.62
归母净利润正增长公司占比	59.52%	50.79%	38.40%	53.60%	50.00%	48.41%

资料来源：iFinD、中航证券研究所

表19 医疗器械板块逐季业绩情况（%）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
毛利率	50.44	49.85	50.37	48.60	50.41	50.81
净利率	18.81	20.95	16.83	9.71	17.85	19.00
销售费用率	13.93	15.48	15.44	17.41	14.61	14.83
管理费用率	7.42	7.48	8.20	9.27	7.67	7.47
财务费用率	-0.03	-4.38	-0.30	-0.48	-0.96	-1.23
研发费用率	8.79	9.12	9.33	9.68	9.44	9.19

资料来源：iFinD、中航证券研究所

表20 医疗服务板块逐季业绩情况

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
营业收入 (亿元)	442.23	472.43	477.26	465.85	411.15	449.11
同比增长	1.74	-4.82	-6.95	-5.11	-7.09	-5.00
营业收入正增长公司占比	68.63%	70.59%	62.75%	68.63%	53.85%	57.69%
归母净利润 (亿元)	65.48	82.09	78.00	9.70	39.58	61.62
同比增长	2.19	-27.41	-19.84	37.29	-39.51	-24.92
归母净利润正增长公司占比	66.00%	58.00%	39.22%	41.18%	34.62%	38.46%

资料来源: iFinD、中航证券研究所

表21 医疗器械板块逐季业绩情况 (%)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2
毛利率	39.93	41.41	41.93	37.20	36.68	38.93
净利率	15.31	17.85	17.23	1.96	10.00	14.04
销售费用率	6.64	7.00	7.07	8.10	7.17	7.70
管理费用率	10.26	9.79	10.28	11.14	11.15	10.49
财务费用率	1.17	-1.88	0.30	1.09	-0.53	-0.14
研发费用率	4.46	4.29	4.32	4.45	4.45	4.36

资料来源: iFinD、中航证券研究所

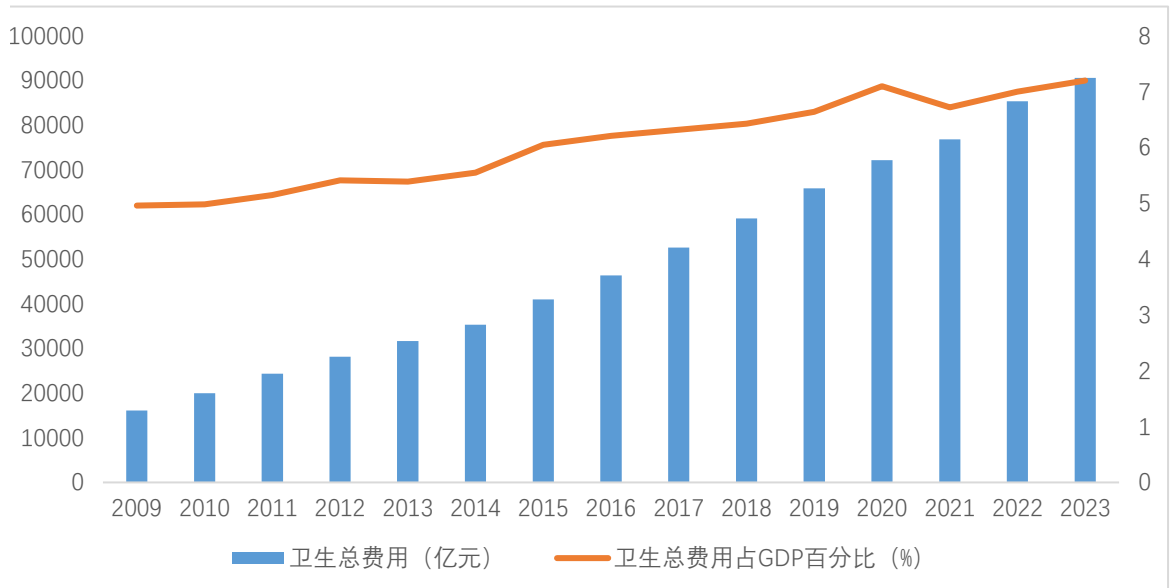
子板块业绩方面,各板块分化趋势较为明显。原料药、中药、医药商业和医疗器械板块 2024H 和 2024Q2 的实现营业收入及归母净利润同比有所下降,但整体表现相对仍旧较为稳定。

(二) 行业支付能力仍在提升,院端需求持续恢复

从医药行业支付端情况来看,我国人均卫生费用仍在持续提升。2010 年-2023 年,我国卫生总费用不断增长,从 2010 年的 19980.39 亿元增长到 2023 年的 90575.8 亿元。我国卫生总费用占 GDP 之比从 2010 年的 4.85% 上升至 2023 年的 7.2%,卫生支出占比整体呈现上升趋势。2010 年-2023 年,我国人均卫生费用也保持着较高增速,

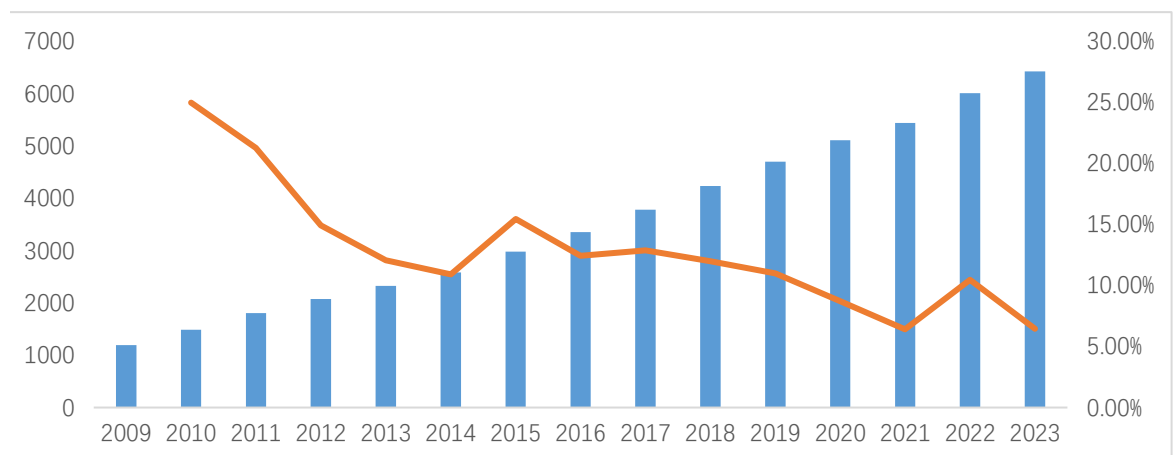
从 2010 年的 1490.1 元增加到 2023 年的 6425.3 元。2023 年，人均卫生费用增速为 6.46%，较 2022 年的增速水平有所下降。

图7 我国 2010-2023 年卫生总费用及 GDP 占比 (%)



资料来源：iFind、中航证券研究所

图8 我国 2010-2023 年人均卫生费用 (元) 及增速



资料来源：iFind、中航证券研究所

从卫生总费用结构上看，我国卫生总费用由三部分组成，政府卫生支出、社会卫生支出和个人卫生支出。从绝对值来看，2010-2023 年，我国政府卫生支出、社会卫生支出以及个人卫生支出均保持增长趋势。其中，个人卫生支出从 2010 年的 7051.29 亿元增长到 2023 年的 24751.1 亿元；社会卫生支出从 2010 年的 7196.61 亿元增加到 2023 年的 41676.8 亿元；政府卫生支出从 2010 年的 5732.49 亿元增加到 2023 年的 24147.9 亿元。从占比上看，2010 年-2023 年，我国社会卫生支出占比表现出较明显的提升趋势，从 2010 年的 36.02% 提升至 2023 年的 46.00%；2023 年，

政府卫生支出占比为 26.70%，较 2021 年水平略有下降，但长期来看政府卫生支出比例基本保持稳定；个人卫生支出比例有所提升，从 2010 年的 35.29% 下降到 2022 年的 27.00%，2023 年增长为 27.30%。整体来看为医疗消费的进一步释放提供了充足的空间。

图9 我国 2010-2023 年卫生总费用结构

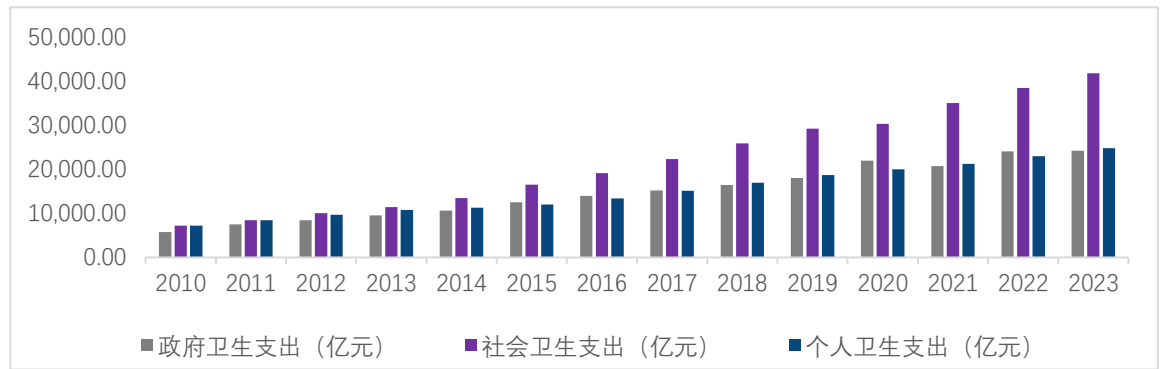
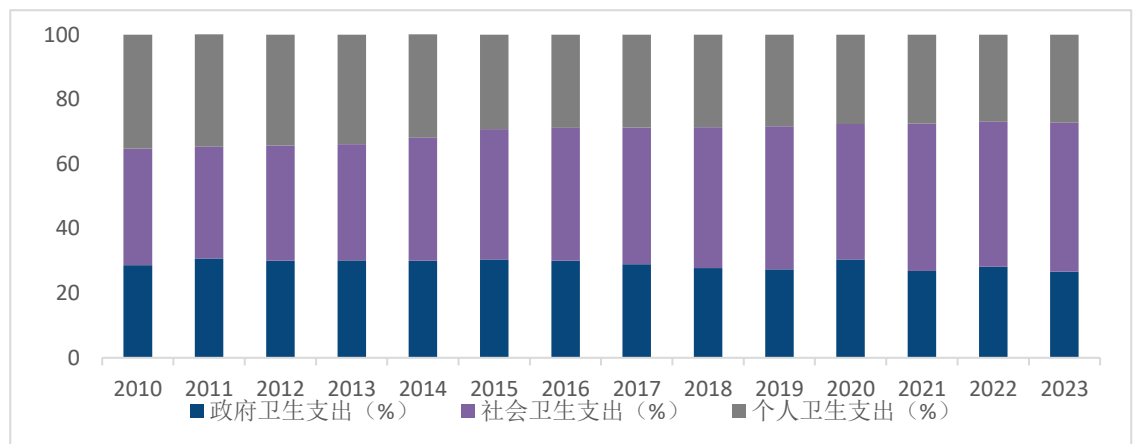


图10 我国 2010-2023 年卫生总费用结构



2023 年，我国基本医保基金收入 33501.36 亿元，增速为 8.34%；同期我国基本医保基金支出为 28208.38 亿元，增速为 14.68%，支出增速大于收入增速。医保基金盈余方面，2023 年 1-12 月我国医保基金盈余为 5292.98 亿元，增速为 -15.61%，与前两年相比，增速有所下滑。2023 年，我国医保基金收入增速与上年相比稳中有升，而支出增速与上年相比有所提升幅度较大，主要是由于常规医疗需求释放所致。支出增速大于收入增速使得 2023 年的基金盈余增速产生一定幅度的下滑。

图11 我国医保基金收入及增速

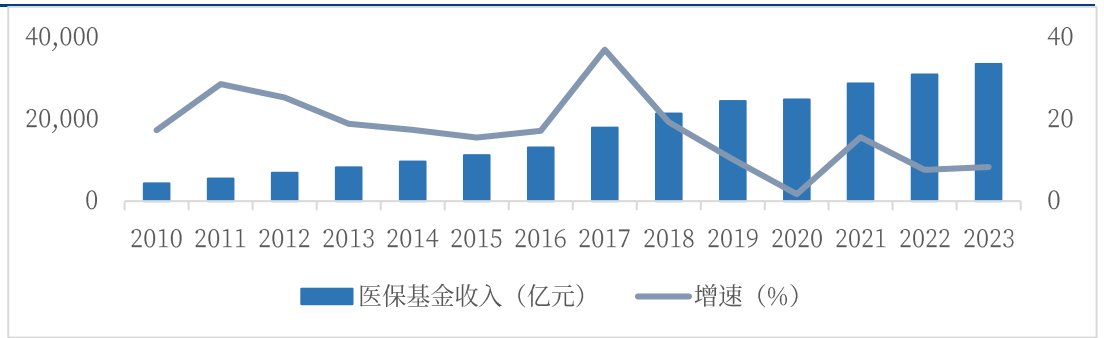


图12 我国医保基金支出及增速

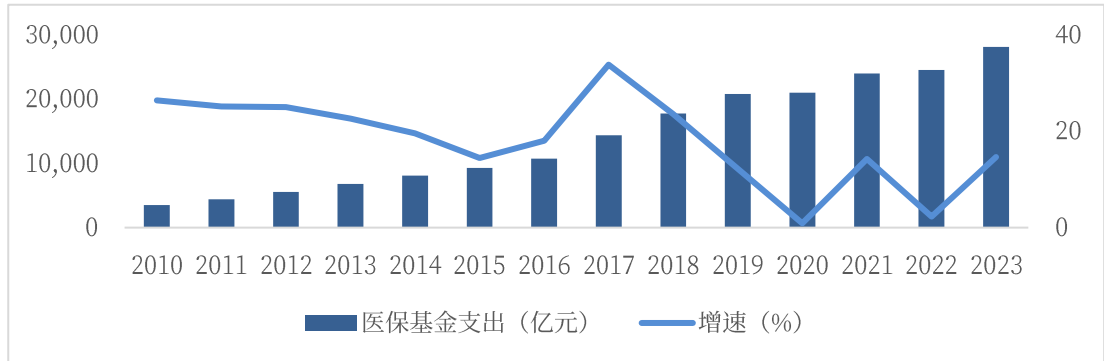
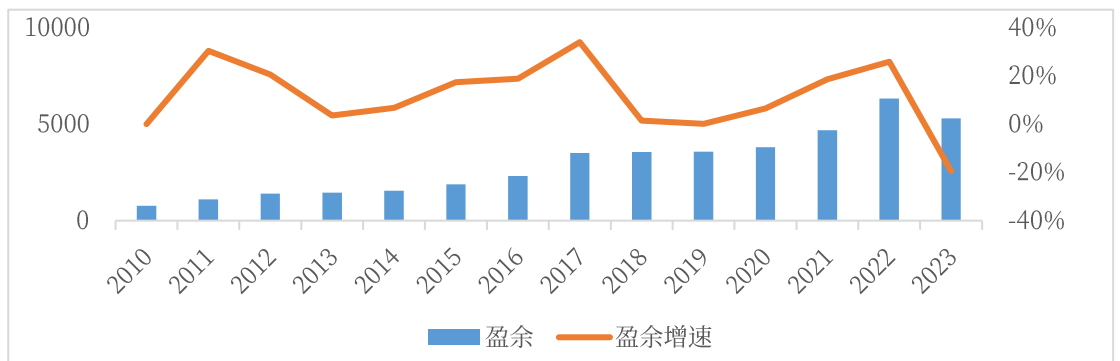


图13 我国医保基金支出及增速



医疗需求释放离不开收入端的支持。2023年，我国城镇居民人均可支配收入为51820元，增速为4.80%；农村居民人均可支配收入为21690元，增速为7.60%，同前些年相比保持稳定增长态势，为医疗需求的释放提供了较好的支撑。2023年，我国城镇居民人均医疗保健支出为2850元，增速为14.90%，超过城镇人均可支配收入增速；农村人均医疗保健支出为1916元，增速为17.37%，超过农村人均可支配收入增速，主要是2023年疫情下压制的医疗需求得到释放所致。

图14 我国城镇居民人均可支配收入、医疗保健支出及增速

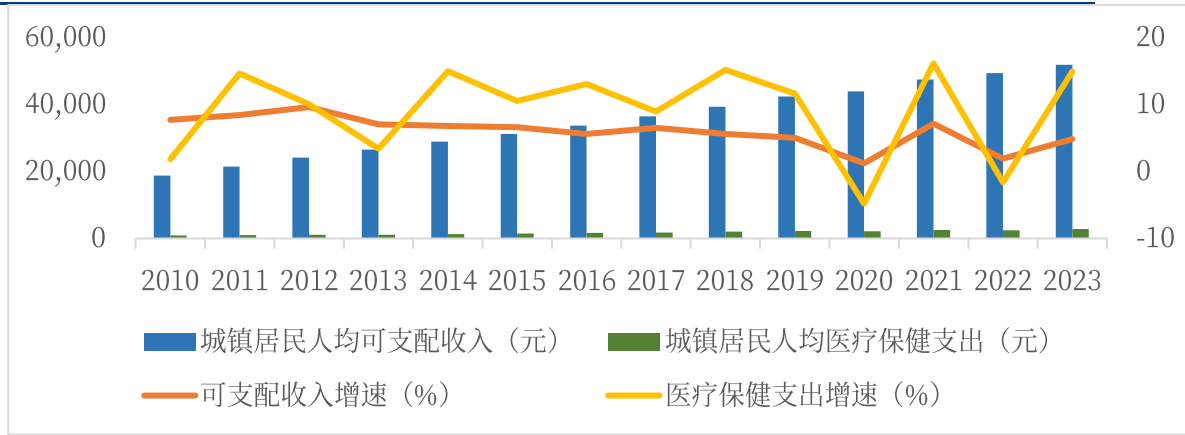
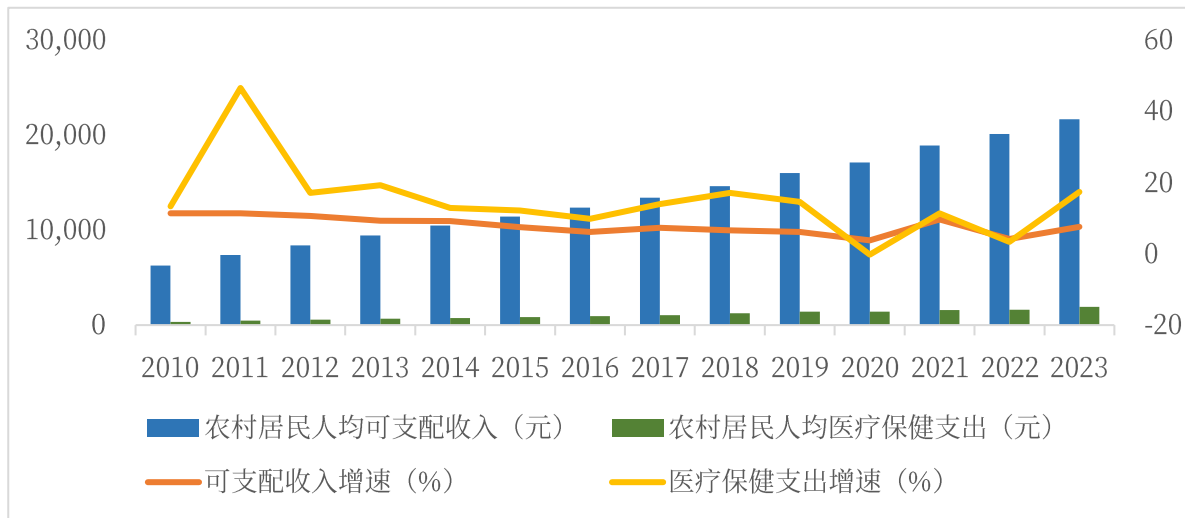


图15 我国农村居民人均可支配收入、医疗保健支出及增速



从结构上看，2023，城镇居民人均医疗保健支出占人均可支配收入的 5.50%，农村居民人均医疗保健支出占人均可支配收入 8.83%，医疗消费仍然存在巨大的空间。

图16 城镇人均医疗支出占比

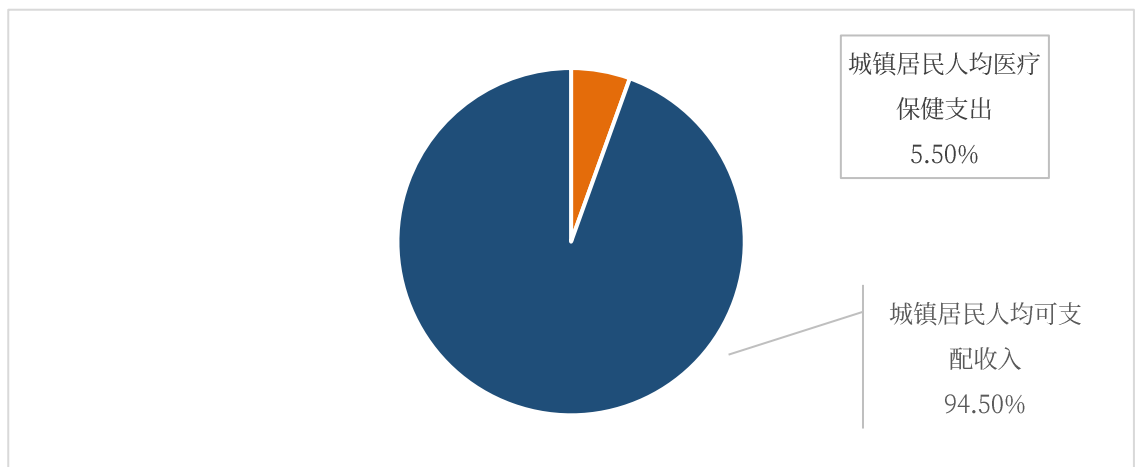
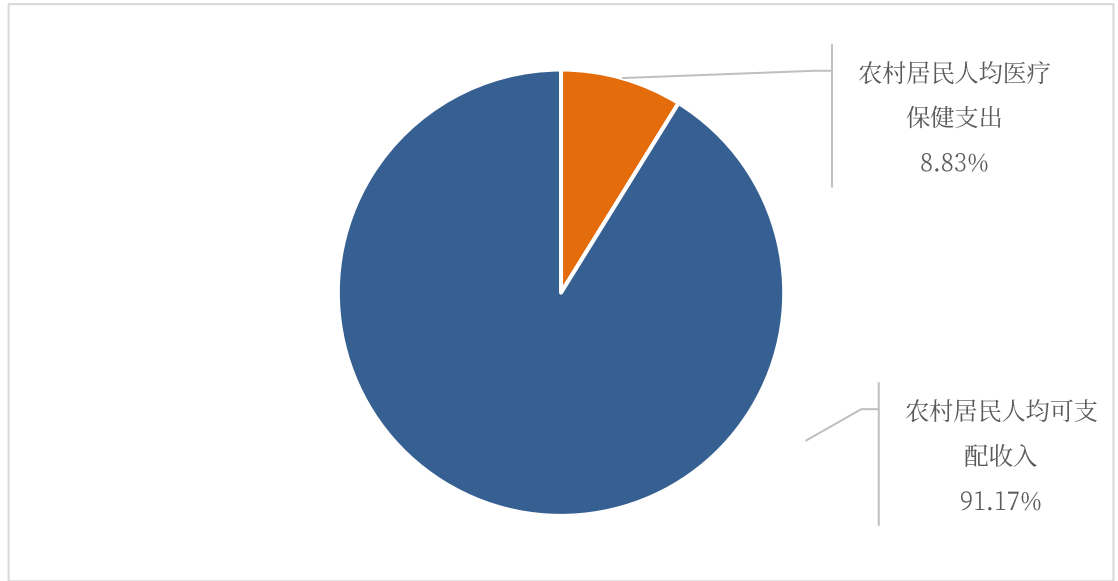


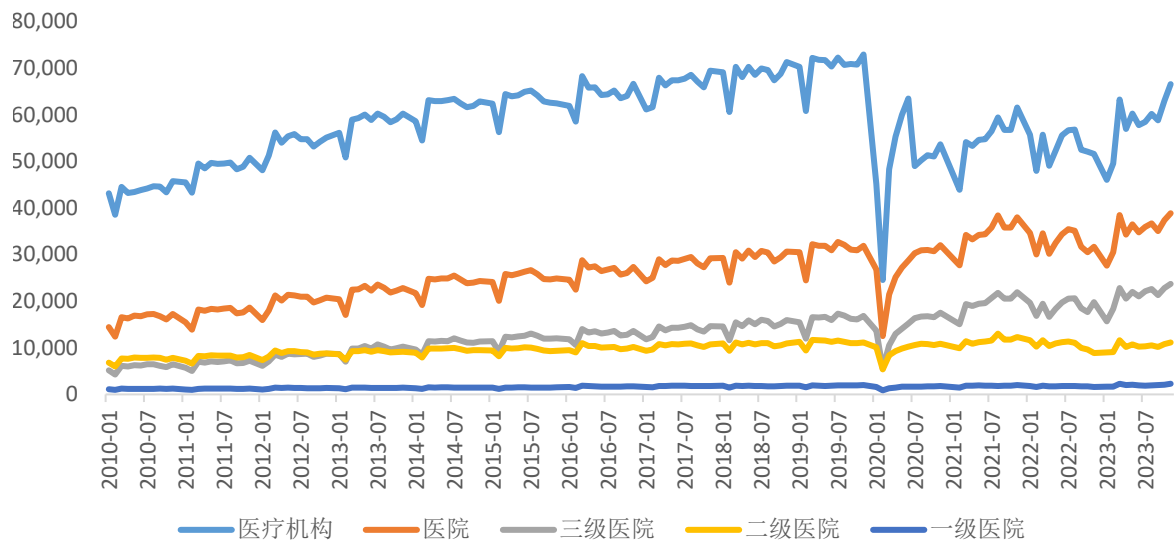
图17 农村人均医疗支出占比



资料来源：iFind、中航证券研究所

从我国每月医疗机构及各级医院诊疗人次数量来看，我国医疗机构诊疗人次较 2019 年 11 月的峰值仍呈现出较为明显的恢复趋势，且仍存在较为明显的恢复空间。随着我国人均卫生支出的逐步提升，预计未来医疗机构诊疗人次仍将持续提升。

图18 我国每月医疗机构及各级医院诊疗人次（万人次）



资料来源：Wind、中航证券研究所

整体来看，医药行业 2024H 业绩表现同比相对较为稳定，但行业内各个子板块业绩分化较为明显，化学制剂板块表现较为亮眼，生物制品、医疗服务板块业绩承压。化学制剂板块一枝独秀，走出独立于其他子板块的业绩走势，主要或系以下因素：1.国家集采进入常态化，国采、医药反腐等政策影响逐渐出清；2.各药企创新产品/项目逐步落地，部

分创新型药企/创新项目由融资现金流顺利过渡为并经营现金流，业绩大幅提升；3.我国医药创新能力持续提升，创新逐渐获得海外等发达国家认可，创新出海趋势加速，叠加海外创新药品存在高附加值效益，企业毛利取得大幅提升。生物制品、医疗服务板块营业收入及归母净利润同比下降较大，从生物制品板块来看，虽然血液制品表现相对较好，但疫苗类产品整体销售承压，放量趋势有所下降，生物制品板块业绩承压；从医疗服务板块来看，医疗研发外包服务订单增长趋势放缓，增速有所下滑，叠加宏观消费走势偏平，院端消费医疗受到抑制，民营消费医疗受到影响，医疗服务板块业绩受到一定程度影响。

短期来看，估值层面，医药板块处于短、中、长期的估值底部位置，从历史的中位数和平均数分析，具备一定估值提升空间；基金持仓层面，行业重仓持股比例持续下降，整体仍为超配态势，但基金重仓持股比例已达到较低位置，行业内部子板块持仓持续轮动，能够发现业绩兑现和政策引导仍旧是市场关注的主要方向。随着板块支付端能力持续提升，院端诊疗人次有望持续恢复，带动相关产业持续受益，建议关注血液制品、大输液、精麻类等相关领域，如恒瑞医药、华兰生物、科伦药业和恩华药业等。

三、行业重要新闻

（一）学习贯彻党的二十届三中全会精神研讨班

国家卫生健康委在甘肃兰州举办学习贯彻党的二十届三中全会精神研讨班，推动全系统在学习贯彻全会精神上走深走实。国家卫生健康委党组书记、主任雷海潮出席研讨班并讲话。

促进医疗、医保、医药协同发展和治理，发挥综合医改联系省、公立医院改革与高质量发展示范城市、试点医院等作用，进一步推广以三明为代表的医改经验。实施健康优先发展战略，推动在经济社会发展规划、资源配置和财政投入上突出健康目标，以完善的治理制度、法规体系护航健康优先发展。深化以公益性为导向的公立医院改革，推动落实公立医院财政补助政策，加强编制动态优化调整，建立以医疗服务为主导的收费机制，落实“两个允许”，缩小不同医疗机构、不同科室、不同专业薪酬差距，优化绩效工资分配结构。

<http://www.nhc.gov.cn/bgt/s7693/202408/0f5b8038f09145d389c99cfa28b36cc5.shtml>

（二）国内创新药企更加重视自主创新研发

《2024 中国生物医药出海现状与趋势蓝皮书》显示，由于我国创新药行业发展起步较晚，基于商业生存和发展的考虑，在早期的成长阶段所采取的发展模式主要是快速跟进（fast follow）海外优质创新药或通过 License-in 模式引进国外创新药的中国权益。

9月6日，四川科伦博泰生物医药股份有限公司的注射用 SKB571 的 IND 申请获得 CDE 受理。这是一款双抗 ADC，主要针对肺癌、消化道肿瘤等多种实体瘤，通过优化靶

点组合与双抗设计，增强肿瘤靶向性，旨在应对肿瘤异质性，提升治疗效果。结合 OptiDC 平台的高亲水性毒素-连接子技术，SKB571 实现了 DAR 值的均一化，并展现出了优异的体内药代动力学特性。临床前研究中已经展现出良好的抗肿瘤活性和安全性。

https://mp.weixin.qq.com/s/08MGD-_ZjaTai6X2XQI1EQ

（三）国家医保药品目录调整持续赋能，助力形成生物医药产业“新质生产力”

通过谈判纳入目录的药品，大部分都是近年来新上市、临床价值高的药品，大量新机制、新靶点药物被纳入目录。比如，2017 年以前，医保药品目录内没有肿瘤靶向用药，2023 年版目录中已经有 74 个肿瘤靶向药，其中很多治疗领域实现了不同代际靶向药的多样化选择。同时，6 年累计调出了 395 个疗效不确切、易滥用以及临床被淘汰、或者已退市的药品，实现了药品“有进有出”，给创新药纳入医保药品目录腾出空间。

国家医保药品目录调整已基本形成“可进医保-可得优价-可获实利”的“三可”创新驱动合力，为构建生物医药产业“新质生产力”赋予“科技创新潜能”“优质创新动能”“持续创新势能”。国家医保局将深刻理解把握“新质生产力”的内涵要义和实践要求，以促进生物医药产业“新质生产力”形成为目标，完善国家医保药品目录调整相关政策，推动我国从制药大国向制药强国跨越，从仿制为主向创新引领跨越，从高速增长向高质量发展跨越，更好满足人民群众的用药需求。

<https://finance.sina.cn/2024-09-06/detail-incnfieh8017577.d.html?cref=cj>

四、重要公告

表22 医药行业本周重要公告

时间	公司	公司公告
2024-09-09	科华生物	关于“科华转债”回售的公告
2024-09-07	仟源医药	第五届董事会第二十一次会议决议公告
2024-09-07	华润三九	关于董事辞职的公告
2024-09-07	惠泰医疗	第二届监事会第十五次会议决议公告
2024-09-06	光正眼科	关于 2023 年限制性股票激励计划预留授予登记完成公告
2024-09-06	赛伦生物	2024 年半年度权益分派实施公告
2024-09-06	恒瑞医药	恒瑞医药关于药物上市许可申请获受理的提示性公告
2024-09-04	诺思格	关于股份回购进展的公告

资料来源：iFinD、中航证券研究所

五、核心观点

本期（08.28-09.07）上证指数收于 2765.81，下跌 2.69%；沪深 300 指数收于 3231.35，下跌 2.71%；中小 100 指数收于 3231.35，下跌 2.95%；本期申万医药行业指数收于 6316.92，下跌 2.05%，在申万 31 个一级行业指数中涨跌幅排名居第 19 位。

2024 年上半年，医药生物行业整体实现营业收入 12582.14 亿元，同比减少 0.45%；实现归母净利润 1024.42 亿元，同比减少 2.82%；实现扣非后归母净利润 946.31 亿元，同比上升 1.82%。

支付端方面，2023 年人均卫生费用持续提升。2010 年-2023 年，我国卫生总费用不断增长，从 2010 年的 19980.39 亿元增长到 2023 年的 90575.8 亿元。我国卫生总费用占 GDP 之比从 2010 年的 4.85% 上升至 2023 年的 7.2%，卫生支出占比整体呈现上升趋势。2010 年-2023 年，我国人均卫生费用也保持着较高增速，从 2010 年的 1490.1 元增加到 2023 年的 6425.3 元。2023 年，人均卫生费用增速为 6.46%，较 2022 年的增速水平有所下降。

整体来看，医药行业 2024H 业绩表现同比相对较为稳定，但行业内各个子板块业绩分化较为明显，化学制剂板块表现较为亮眼，生物制品、医疗服务板块业绩承压。化学制剂板块一枝独秀，走出独立于其他子板块的业绩走势，主要或系以下因素：1. 国家集采进入常态化，国采、医药反腐等政策影响逐渐出清；2. 各药企创新产品/项目逐步落地，部分创新型药企/创新项目由融资现金流顺利过渡为并经营现金流，业绩大幅提升；3. 我国医药创新能力持续提升，创新逐渐获得海外等发达国家认可，创新出海趋势加速，叠加海外创新药品存在高附加值效益，企业毛利取得大幅提升。生物制品、医疗服务板块营业收入及归母净利润同比下降较大，从生物制品板块来看，虽然血液制品表现相对较好，但疫苗类产品整体销售承压，放量趋势有所下降，生物制品板块业绩承压；从医疗服务板块来看，医疗研发外包服务订单增长趋势放缓，增速有所下滑，叠加宏观消费走势偏平，院端消费医疗受到抑制，民营消费医疗受到影响，医疗服务板块业绩受到一定程度影响。

短期来看，估值层面，医药板块处于短、中、长期的估值底部位置，从历史的中位数和平均数分析，具备一定估值提升空间；基金持仓层面，行业重仓持股比例持续下降，整体仍为超配态势，但基金重仓持股比例已达到较低位置，行业内部子板块持仓持续轮动，能够发现业绩兑现和政策引导仍旧是市场关注的主要方向。随着板块支付端能力持续提升，院端诊疗人次有望持续恢复，带动相关产业持续受益，建议关注血液制品、大输液、精麻类等相关领域，如恒瑞医药、华兰生物、科伦药业和恩华药业等。

长期来看，随着药品、耗材带量采购工作持续推进，安全边际高、创新能力强、产品管线丰富和竞争格局较好的企业有望在长周期持续受益，建议继续围绕创新药及创新药产业链、高端医疗器械、医疗消费终端和具备稀缺性和消费属性的医疗消费等布局，同时挖掘估值相对较低的二线蓝筹：

1) 创新药及创新药产业链，包括综合类和专科创新药企业，建议关注恒瑞医药、恩华药业、复星医药、科伦药业、君实生物-U、信立泰、康辰药业、华东医药、荣昌生物、博腾股份、泰格医药、一品红等；

2) 受益医疗新基建，具备进口替代和自主可控能力的高端医疗器械龙头，建议关注迈瑞医疗、联影医疗、乐普医疗、普门科技、欧普康视、开立医疗、海尔生物等；

3) 受益市场集中度提升的连锁药店龙头，建议关注一心堂、益丰药房等；

4) 受益竞争力突出的综合医疗服务行业，建议关注爱尔眼科、通策医疗、普瑞眼科、美年健康等；

5) 具备消费和保健属性的药品生产企业，建议关注天士力、华润三九、同仁堂、东阿阿胶等。

风险提示：行业政策风险；市场调整风险

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券医药团队: 全面覆盖整个医药板块, 经过多年的沉淀, 建立了比较完善的研究分析体系, 形成了覆盖范围广、见解独到不跟风等特点, 同时与多家医药公司建立了密切的联系, 产业资源丰富。团队获得多项市场化奖项评选, 2015 年, 被《华尔街见闻》评为医药行业最准分析师。2018 年, 获评东方财富中国最佳分析师。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637