

超配（维持）

业绩增速放缓 精选细分板块

医药生物行业 2025 年上半年投资策略

2024 年 11 月 21 日

分析师：谢雄雄

SAC 执业证书编号：

S0340523110002

电话：0769-22110925

邮箱：

xiexiongxiiong@dgzq.com.cn

分析师：魏红梅

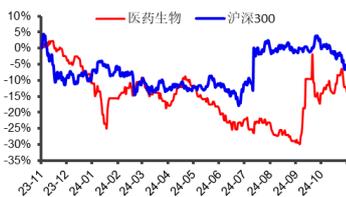
SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119462

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

医药生物（申万）指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

投资要点：

- **2024年1-10月市场走势回顾。**2024年1-10月份，SW医药生物行业指数整体下跌11.19%，跌幅居申万一级行业第1位，跑输同期沪深300指数约24.60个百分点。SW医药生物行业三级多数细分板块均录得负收益，仅原料药板块录得正收益，上涨0.23%；线下药店和疫苗板块跌幅居前，分别下跌34.47%和34.06%。截至2024年10月31日，SW医药生物行业整体PE（TTM，整体法）约40.55倍，行业估值有所下降，相对沪深300整体PE倍数为3.44倍，目前估值处于行业近几年来相对低位区域。
- **政策展望。**11月1日，联合采购办公室发布通知，第十批国家组织药品集中采购药品即将分阶段开展企业药品基础信息填报工作，标志着第十批国家集采正式启动，预计将于2025年上半年开始全面落地执行。根据公布的文件显示，第十批国采纳入62个品种，263个品规，高于以往九批国采。从治疗领域看，62个品种涵盖10个治疗大类，集中在心脑血管系统药物、全身用抗感染药物、消化系统及代谢药三大治疗领域，涉及的品种数分别达12、10、10个。从纳入集采的剂型分布看，注射剂仍然占据主要地位，有37个品种在列，占比接近60%。
- **维持对行业的超配评级。**宏观环境的复杂多变，国内消费需求的不足阶段性影响医药生物行业增长，Q3季度，细分板块中，收入端仅医疗耗材、原料药、线下药店、其他医疗服务、医药流通、体外诊断、化学制剂和其他生物制品同比有所上升，利润端仅原料药、化学制剂、体外诊断、医疗耗材和血液制品同比有所上升。从行业整体估值上看，目前估值处于行业近几年来估值的相对低位。医疗行业需求有其刚性属性，随着未来经济逐步回暖，国内需求不断提振，行业需求也将有所回升。从政策展望来看，第十批药品集采预计在明年上半年开始全面落地执行，市场对此预期已经较为充分，预计对市场的负面冲击有限。建议关注：有望受益于人口老龄化加速，能够提供优质医疗服务企业；在研管线逐渐进入收获期，出海步伐不断加快的创新药企；有望受益于设备更新和医疗资源下沉带来医疗器械增量需求的医疗器械企业。
- **风险提示：**行业竞争加剧，产品降价，产品安全质量风险，政策风险，研发进度低于预期等。

本报告的风险等级为中高风险。

本报告的信息均来自公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。请务必阅读末页声明。

目录

1. 2024 年 1-10 月走势回顾	4
1.1 市场走势回顾	4
1.1.1 2024 年 1-10 月份行业跑输沪深 300	4
1.1.2 多数细分板块均录得负收益	4
1.1.3 多数个股录得负收益	5
1.2 估值处于相对低位	5
1.3 业绩回顾：2024Q3 归母净利润增速同比有所下滑	6
2. 2025 年上半年政策展望	7
3. 部分细分板块看点	8
3.1 医疗服务	8
3.1.1 政策支持社会办医	8
3.1.2 人口老龄化加剧带动医疗服务需求	9
3.1.3 医疗服务重点公司分析	10
3.2 创新药	11
3.2.1 政策支持创新药发展	11
3.2.2 创新药研发成果加速落地	12
3.2.3 创新药出海步伐加快 国际化合作打开成长新空间	13
3.2.4 创新药重点公司分析	13
3.3 医疗器械	17
3.3.1 全球医疗器械市场持续稳定增长，我国医疗器械市场还有较大的增长空间	17
3.3.2 设备更新等政策出台加速我国医疗器械市场扩容	18
3.3.3 国家鼓励优质医疗资源扩容下沉带动医疗器械需求	18
3.3.4 国产医疗器械出海步伐加速	19
3.3.5 医疗设备重点公司分析	20
4. 投资策略	21
5. 风险提示	22

插图目录

图 1：2024 年 1-10 月申万一级行业涨幅 (%)	4
图 2：2024 年 1-10 月 SW 医药生物行业三级子行业涨幅 (%)	5
图 3：2024 年 1-10 月 SW 医药生物行业涨幅榜个股 (%)	5
图 4：2024 年 1-10 月 SW 医药生物行业跌幅榜个股 (%)	5
图 5：SW 医药生物行业 PE (TTM, 倍)	5
图 6：SW 医药生物行业相对沪深 300PE (TTM, 倍)	5
图 7：SW 医药生物行业单季营收同比增速 (%)	6
图 8：SW 医药生物行业单季归母净利润同比增速 (%)	6
图 9：第十批集采 62 个品种剂型分布情况	7
图 10：第十批集采 62 个品种治疗大类分布情况	7
图 11：2001-2030 中国人口老龄率及预测情况	9
图 12：2022 年我国儿童青少年近视率情况	10

图 13: 2022 年我国近视儿童青少年近视程度情况	10
图 14: 爱尔眼科营收及其同比增速	10
图 15: 爱尔眼科归母净利润及其同比增速	10
图 16: 2017-2023 年创新药 IND 和 NDA 批准量情况	12
图 17: 恒瑞医药营收及其同比增速	14
图 18: 恒瑞医药归母净利润及其同比增速	14
图 19: 2019-2024Q3 恒瑞医药研发投入及其营收占比情况 (亿元, %)	14
图 20: 百济神州-U 营收及其同比增速	15
图 21: 百济神州-U 归母净利润	15
图 22: 2019-2024Q3 百济神州-U 研发投入及其营收占比情况 (亿元, %)	16
图 23: 2016-2027 年全球医疗器械市场趋势	17
图 24: 迈瑞医疗营收及其同比增速	20
图 25: 迈瑞医疗归母净利润及其同比增速	20
图 26: 2019-2024Q3 迈瑞医疗研发投入及其营收占比情况 (亿元, %)	21

表格目录

表 1: 申万医药生物行业细分板块三季度业绩增速 (%)	6
表 2: 我国 2023 年以来支持社会办医的政策	8
表 3: 我国 2023 年以来支持创新药发展的政策	11
表 4: 我国 2021 年以来推动医院建设的政策	18
表 5: 我国 2023 年以来推动优质医疗资源扩容下沉政策	19
表 6: 重点公司盈利预测及投资评级 (2024/11/20)	22

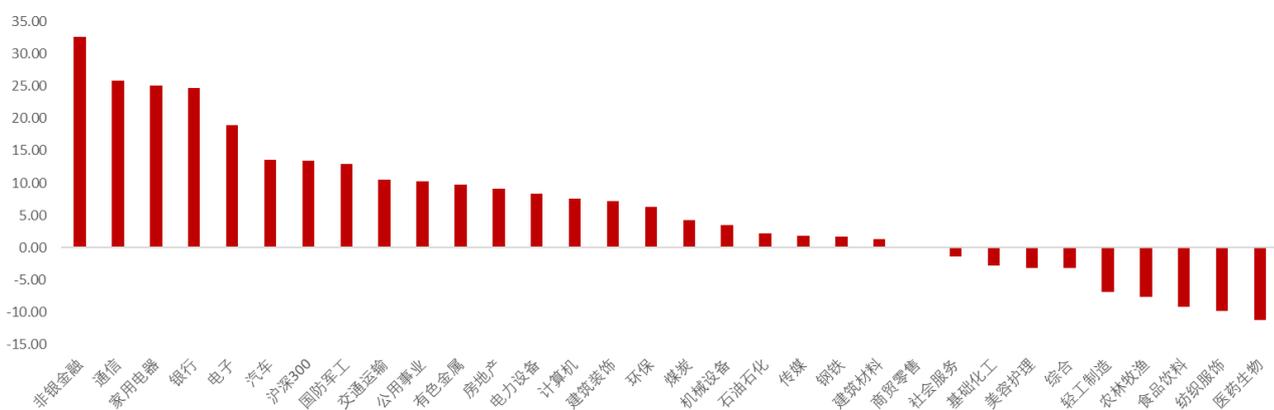
1. 2024 年 1-10 月走势回顾

1.1 市场走势回顾

1.1.1 2024 年 1-10 月份行业跑输沪深 300

行业整体表现较弱，跑输同期沪深 300 指数。2024 年 1-10 月份，SW 医药生物行业指数整体下跌 11.19%，跌幅居申万一级行业第 1 位，跑输同期沪深 300 指数约 24.60 个百分点。

图 1：2024 年 1-10 月申万一级行业涨幅（%）

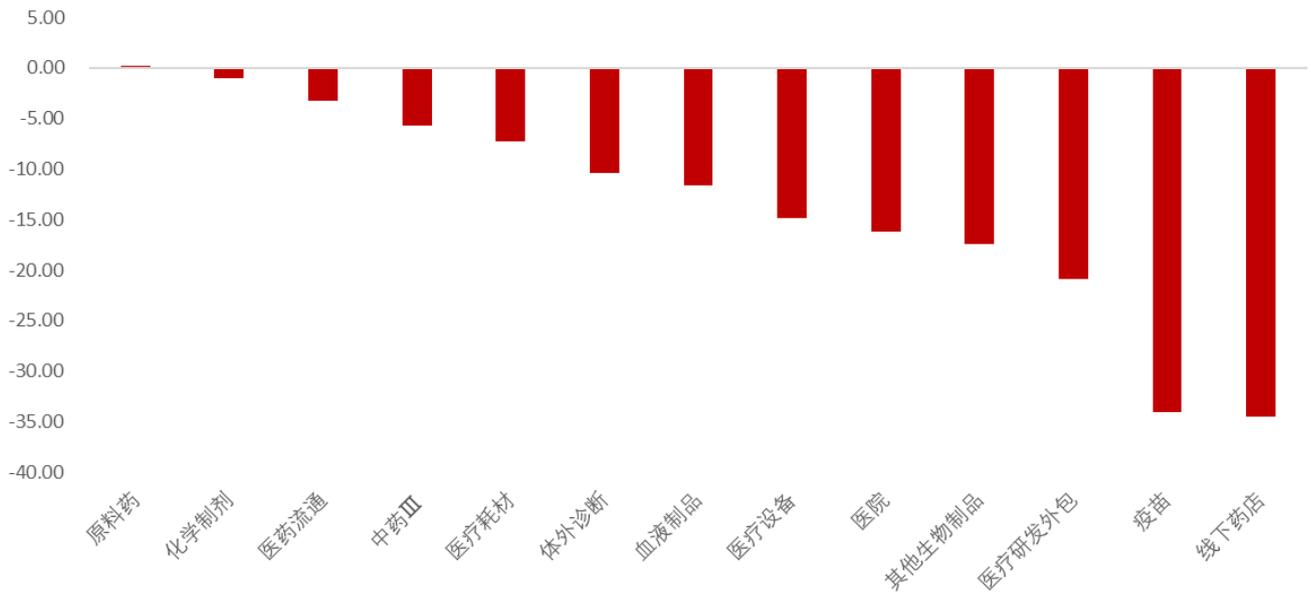


数据来源：Wind，东莞证券研究所

1.1.2 多数细分板块均录得负收益

1-10 月，SW 医药生物行业多数细分板块均录得负收益。2024 年 1-10 月份，SW 医药生物行业三级多数细分板块均录得负收益，仅原料药板块录得正收益，上涨 0.23%；线下药店和疫苗板块跌幅居前，分别下跌 34.47%和 34.06%。

图 2：2024 年 1-10 月 SW 医药生物行业三级子行业涨幅（%）

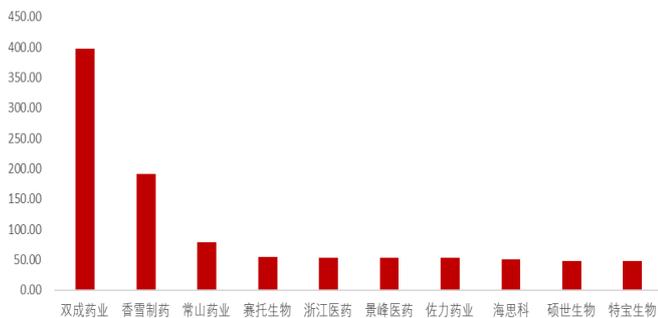


资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.1.3 多数个股录得负收益

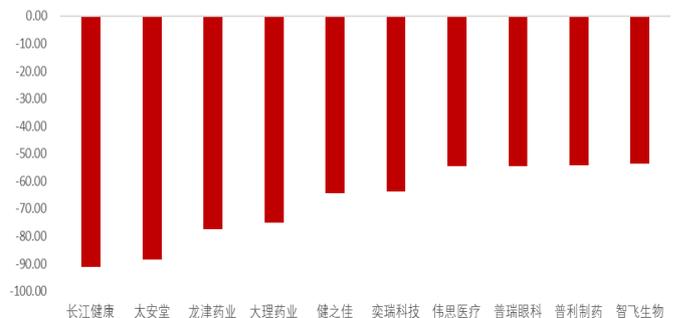
行业内多数个股录得负收益。2024 年 1-10 月份，SW 医药生物行业约有 23% 个股录得正收益；约有 77% 的个股录得负收益。

图 3：2024 年 1-10 月 SW 医药生物行业涨幅榜个股（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 4：2024 年 1-10 月 SW 医药生物行业跌幅榜个股（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

1.2 估值处于相对低位

2024 年 1-10 月份，行业估值有所下降，目前估值处于相对低位。截至 2024 年 10 月 31 日，SW 医药生物行业整体 PE (TTM，整体法) 约 40.55 倍，较年初有所下降，相对沪深 300 整体 PE 倍数为 3.44 倍，目前估值处于行业近几年来相对低位区域。

图 5：SW 医药生物行业 PE (TTM，倍)

图 6：SW 医药生物行业相对沪深 300PE (TTM，倍)



资料来源：iFind，东莞证券研究所

资料来源：iFind，东莞证券研究所

1.3 业绩回顾：2024Q3 归母净利润增速同比有所下滑

2024Q3 归母净利润增速同比有所下滑。2024Q3，SW 医药生物行业分别实现营业总收入和归母净利润 5971.4 亿元和 404.4 亿元，分别同比增长 0.2%和-13.3%，Q3 归母净利润增速同比有所下滑。

图 7：SW 医药生物行业单季营收同比增速（%）

图 8：SW 医药生物行业单季归母净利润同比增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，Wind

资料来源：东莞证券研究所，Wind

多数细分板块 2024Q3 整体归母净利润增速同比有所回落。2024Q3，医药生物行业三级细分板块中，收入端仅医疗耗材、原料药、线下药店、其他医疗服务、医药流通、体外诊断、化学制剂和其他生物制品同比有所上升，利润端仅原料药、化学制剂、体外诊断、医疗耗材和血液制品同比有所上升，多数细分板块 2024Q3 整体归母净利润增速同比有所回落。

表 1：申万医药生物行业细分板块三季度业绩增速（%）

板块	2024Q3 营业总收入同比增长（%）	2024Q3 归母净利润同比增长（%）	2023Q3 营业总收入同比增长（%）	2023Q3 归母净利润同比增长（%）
SW 原料药	7.0	20.3	-6.4	7.0

SW 化学制剂	3.5	17.2	-5.0	3.5
SW 体外诊断	4.3	14.3	-60.3	4.3
SW 医疗耗材	10.6	12.0	-2.1	10.6
SW 血液制品	-6.7	3.4	22.6	-6.7
SW 医药流通	4.5	-2.6	-2.0	4.5
SW 其他医疗服务	4.7	-3.6	-5.0	4.7
SW 中药III	-3.2	-11.8	0.4	-3.2
SW 医院	-0.3	-14.3	12.2	-0.3
SW 其他生物制品	0.3	-14.6	28.4	0.3
SW 医疗设备	-3.8	-29.8	4.2	-3.8
SW 医疗研发外包	-1.7	-30.4	-3.6	-1.7
SW 线下药店	5.4	-36.4	9.9	5.4
SW 疫苗	-46.8	-64.3	19.3	-46.8
SW 诊断服务	-11.4	-116.6	-37.1	-11.4

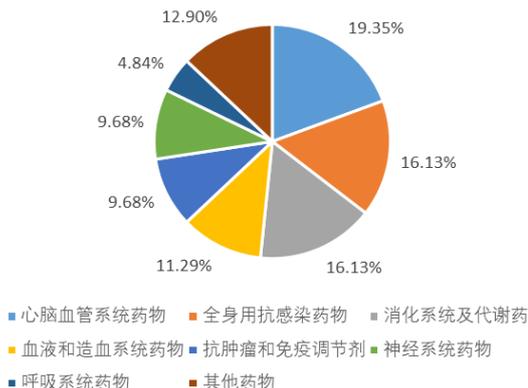
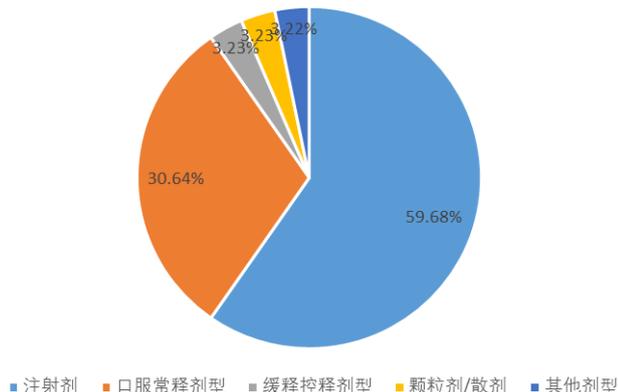
资料来源：东莞证券研究所，Wind

2. 2025 年上半年政策展望

第 10 批集采预计将于 2025 年上半年开始全面落地执行。11 月 1 日，联合采购办公室发布通知，第十批国家组织药品集中采购药品即将分阶段开展企业药品基础信息填报工作，标志着第十批国家集采正式启动，预计将于 2025 年上半年开始全面落地执行。根据公布的文件显示，第十批国采纳入 62 个品种，263 个品规，高于以往九批国采。从治疗领域看，62 个品种涵盖 10 个治疗大类，集中在心脑血管系统药物、全身用抗感染药物、消化系统及代谢药三大治疗领域，涉及的品种数分别达 12、10 和 10 个。从纳入集采的剂型分布看，注射剂仍然占据主要地位，有 37 个品种在列，占比接近 60%；口服常释剂型有 19 个品种在列，占比超过 30%；此外，缓释控释剂型、颗粒剂/散剂各有 2 个品种，口服液体剂、泡腾片各有 1 个品种。从竞争情况看，62 个品种中符合申报资格企业数达 10 家及以上的有 38 个，30 家及以上的有 2 个，其中西格列汀口服常释剂型符合申报资格企业数超 30 家，20 家及以上的 2 个，15-19 家的有 7 个，10-14 家的 27 个；此外，分别达 9 家、8 家的均有 9 个品种，达 7 家的有 6 个品种。从企业纳入品种情况看，第十批集采纳入品种数达到较多的国内企业分别为齐鲁制药、科伦药业、倍特药业和复星医药等公司。

图 9：第十批集采 62 个品种剂型分布情况

图 10：第十批集采 62 个品种治疗大类分布情况



资料来源：米内网，东莞证券研究所

资料来源：米内网，东莞证券研究所

3. 部分细分板块看点

3.1 医疗服务

3.1.1 政策支持社会办医

多部门出台多项政策支持社会办医。近年来，随着我国医药卫生体制改革的不断深化，政府提出了多项政策意见鼓励在医疗领域引入社会资本，增加医疗服务领域供给，同时对医疗资源进行合理分配，解决我国医疗资源总量不足、分配不均的问题。2023 年，陆续出台的政策进一步明确了国家政策在深化医疗改革，促进社会办医、民营经济发展的决心。2 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》指出要鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务；3 月，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》提出要促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，建设中国特色优质高效的医疗卫生服务体系，社会办医疗机构可牵头组建或参加医疗联合体。12 月，国家卫生健康委、财政部等 10 部委联合印发《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》中明确提出要鼓励引导社会力量办医疗机构加入县域医共体。上述政策充分体现了国家对支持社会办医、促进民营经济发展的决心和信心，同时为行业的长期发展提供了稳定的政策保障，为非公医疗创造了公平透明的发展环境，将为我国医疗事业的发展注入强大动力。

表 2：我国 2023 年以来支持社会办医的政策

颁布时间	颁布部门	名称	主要内容
2023. 2	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	鼓励社会力量办诊所、门诊部、民营医院等，为农民群众提供多元化医疗服务。
2023. 3	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，建设中国特色优质高效的医疗卫生服务体系。社会办医疗机构可牵头组建或参加医疗联合体。

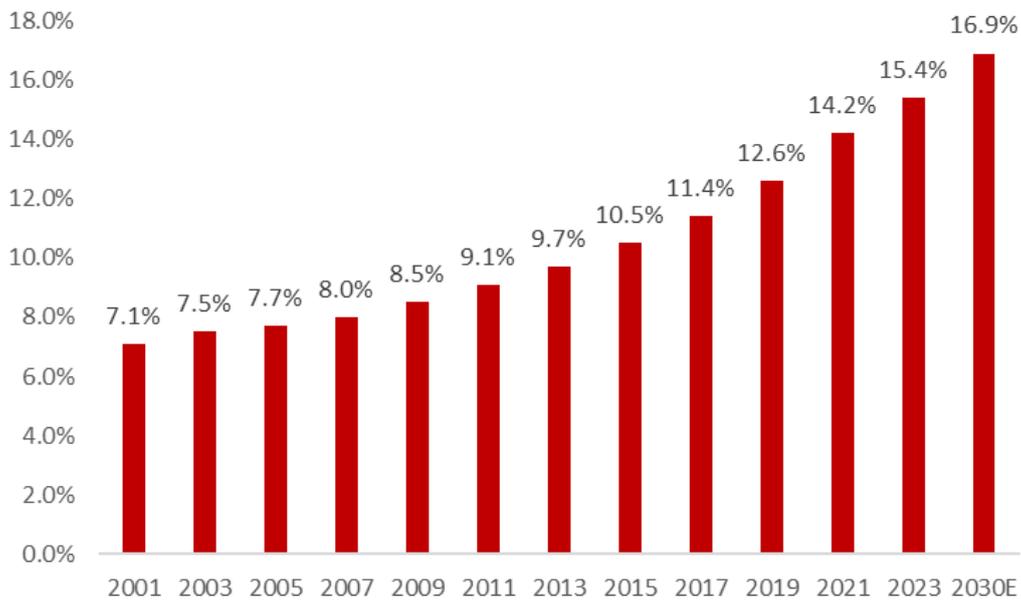
2023. 8	国家发展改革委等部门	《关于实施促进民营经济发展近期若干举措的通知》	出台 28 条具体措施，以此推动破解民营经济发展中面临的突出问题，激发民营经济发展活力，提振民营经济发展信心，从而促进民营经济发展壮大。
2023. 12	国家卫生健康委、财政部等 10 部委	《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》	明确提出：鼓励引导社会力量办医疗机构加入县域医共体。

资料来源：爱尔眼科 2023 年年报、爱尔眼科 2024 年半年报，东莞证券研究所

3.1.2 人口老龄化加剧带动医疗服务需求

我国人口老龄化加速，对医疗服务资源需求将不断加大。根据弗若斯特沙利文《2024 年中国医疗大健康产业发展白皮书》的数据及预测，从中国的人口结构来看，2023 年，65 岁以上人口达到 2.17 亿人，占总人口的 15.4%，预计到 2030 年我国 65 岁以上人口占总人口的 16.9%。根据联合国关于未来全球人口的预测，自 2012 年开始，全球 65 岁以上人口占比持续上升，且这种趋势维持百年不变。随着人口老龄化加剧、居民收入水平提高及健康意识快速提升，居民对医疗服务的需求将持续增长。

图 11：2001-2030 中国人口老龄率及预测情况



资料来源：迈瑞医疗 2024 年半年报，东莞证券研究所

多重因素促进眼科服务需求。随着移动互联网时代到来以及手机等各类电子设备应用普及，网上上课、网上办公、网上娱乐和网上社交的趋势化加剧了用眼强度，对视觉健康造成更大影响，干眼症、高度近视带来眼疾病等治疗需求持续增长。根据国家疾控局监测数据显示，2022 年我国儿童青少年总体近视率为 51.9%，其中，小学、初中和高中近视率分别高达 36.7%、71.4%和 81.2%，在已经近视的学生中，轻、中和高度近视分别占 53.3%、37.0%和 9.7%，近视人群高发化、低龄化、高度化

的形势仍很严峻。此外，由于人口老龄化的加速，人口老龄化带来的白内障、糖尿病视网膜病变等年龄相关性眼病将持续增长，老花眼相关治疗需求也将逐步提升。

图 12：2022 年我国儿童青少年近视率情况

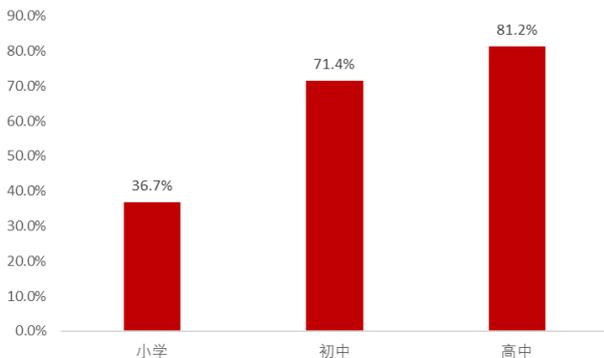
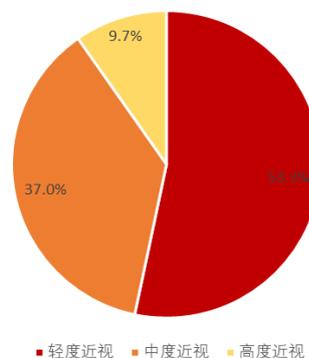


图 13：2022 年我国近视儿童青少年近视程度情况



资料来源：爱尔眼科 2024 年半年报，东莞证券研究所

资料来源：爱尔眼科 2024 年半年报，东莞证券研究所

3.1.3 医疗服务重点公司分析

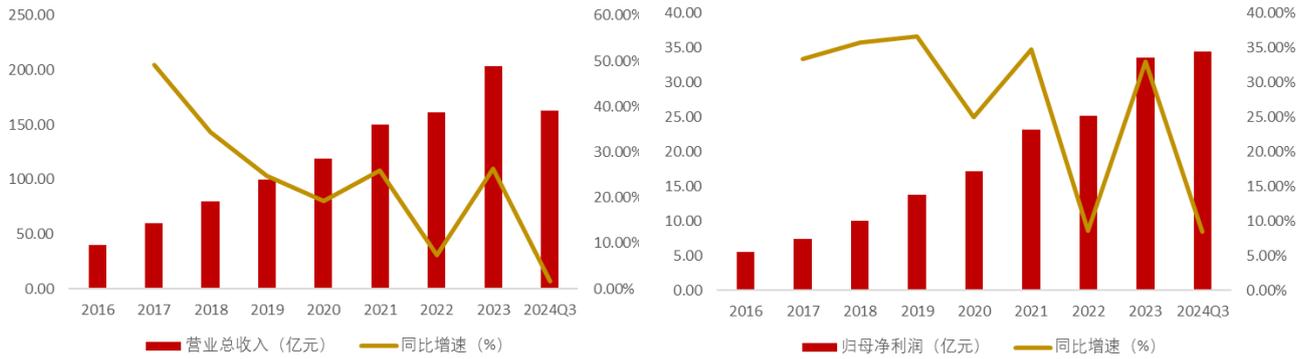
(1) 爱尔眼科：国内眼科服务龙头企业

公司是国内最大规模的眼科医疗服务机构。公司作为专业眼科连锁医疗机构，主要从事各类眼科疾病诊疗、手术服务与医学验光配镜。在国内，公司独具特色的“分级连锁”发展模式及其配套的经营管理体系，高度适应中国国情和市场环境，通过不同层级医院的功能定位，构建分级诊疗体系，提高资源共享效率、医疗水平，持续增强集团的整体实力和各家医院的竞争力，实现了经济效益和社会效益的和谐统一，为保持长期稳定健康发展奠定了扎实的基础。在海外，通过重点区域“高地布局”战略，实现医疗技术与全球先进水平同步发展、多层次服务体系吸纳融合，逐步搭建世界级科研、人才及技术创新平台，加强国内外学术交流合作，促进科技成果转化，更有效地助力公司高质量发展。目前公司的医疗网络已遍及中国大陆、中国香港、欧洲、美国、东南亚，奠定了全球发展的战略格局。

公司未来业绩增速有望恢复。2016 年-2023 年，公司营业总收入从 40.00 亿元增长至 203.67 亿元，CAGR 为 26.18%；公司归母净利润从 5.57 亿元增长至 33.59 亿元，CAGR 为 29.26%，公司近几年业绩总体保持稳定增长。2024 年前三季度，公司实现营收 163.02 亿元，同比增长 1.58%，实现归母净利润 34.52 亿元，同比增长 8.50%，由于外部环境的复杂多变，国内消费需求的不足阶段性影响行业增长，导致公司业绩增速有所放缓。未来公司通过聚焦核心业务，狠练内功，夯实基础，加强学科内涵建设，提升医疗服务质量和安全，加快数字化赋能，加大人才梯队建设，推进实施新十年战略，全面推动公司高质量发展，叠加医疗行业需求有其刚性属性，随着未来经济逐步回暖，国内需求不断提振，眼科行业需求也将快速提升，公司未来业绩增速有望恢复。

图 14：爱尔眼科营收及其同比增速

图 15：爱尔眼科归母净利润及其同比增速



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

3.2 创新药

3.2.1 政策支持创新药发展

多项支持政策作为顶层设计出台，为创新药发展创造良好环境。2024年7月，在召开国务院常务会议上，审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。会议指出，发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉；要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展；要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。当前，中国医药行业整体处于加速转型期，产业结构调整步伐加快。国家和地方带量采购继续扩围深入，传统仿制药收入和利润进一步承压，审评审批政策的不断优化和医保目录的动态调整，倒逼国内创新药企进一步深化创新，以未被满足的临床需求作为基本出发点，逐步积累源头创新能力。当国内创新药行业在差异化创新能力乃至源头创新能力上取得进一步突破的时候，行业发展的潜在空间将进一步显著提升。我国政府围绕研发创新、审评审批、市场准入等环节出台多项政策，从顶层设计上加强对创新药行业的全链条扶持，引导产业进一步转型升级，为创新药提供了良好的发展环境，从鼓励创新、优化资源、稳定和增强行业信心等多维度全链条助推创新药的商业化及研发，有力保障行业的高质量发展，以满足日益增长的健康需求，应对全球医药行业的激烈竞争。

表 3: 我国 2023 年以来支持创新药发展的政策

颁布时间	颁布部门	名称	主要内容
2023.4	国家药监局药审中心	《药审中心加快创新药上市申请审评工作程序（试行）》	针对纳入突破性治疗药物程序的创新药，大力优化创新审评审批制度，凸显以临床价值为导向的新药研发方向，将加速临床最紧迫、最富竞争力的创新药进入市场，真正具备创新能力、具有差异化研发管线的医药企业将迎来更快速的产品获批和更广阔的发展空间。
2023.7	国家药监局	《药品标准管理办法》	通过明确各方职责、国家药品标准、药品注册标准、省级中药标准、监督管理等方面内容，规范和加强药品标准管理，保障药品安全、有效和质量可控，促进药品高质量发展。

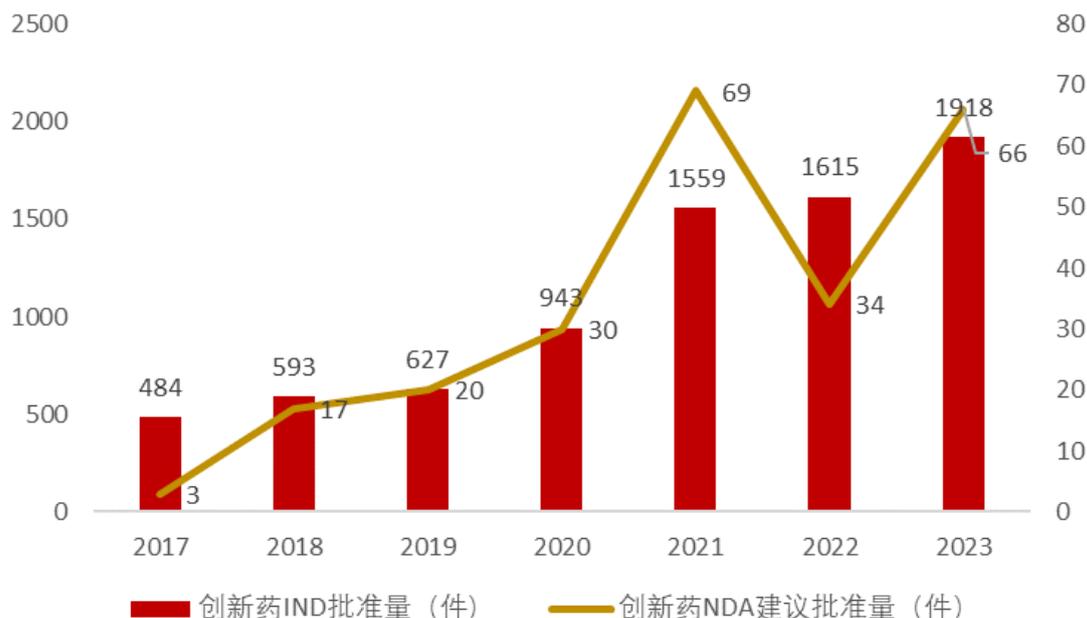
2023.7	国家药监局药审中心	3 项《以患者为中心的 药物临床试验相关指 导原则》	推动“以患者为中心”理念在药物研发的实践应用。鼓励将患者需求贯穿药物研发全过程，引导临床试验设计体现患者需求，改善受试者体验、减轻受试者负担。
2023.8	国务院常务会议审议通过	《医药工业高质量发 展行动计划（2023- 2025 年）》《医疗装 备产业高质量发展行 动计划（2023-2025 年）》	着力提高医药工业和医疗装备产业韧性和现代化水平，增强高端药品、关键技术和原辅料等供给能力，加快补齐我国高端医疗装备短板。根据医药研发创新难度大、周期长、投入高的特点，给予全链条支持，鼓励和引导龙头医药企业发展壮大，提高产业集中度和市场竞争力。
2023.8	国家药监局综合司	《药品附条件批准上 市申请审评审批工作 程序（试行）（修订 征求意见稿）》	鼓励以临床价值为导向的药物创新，加快具有突出临床价值的临床急需药品上市。
2024.6	国务院办公厅	《深化医药卫生体制 改革 2024 年重点工 作任务》	指出要聚焦医保、医疗、医药协同发展和治理，推动卫生健康事业高质量发展。
2024.7	国务院	《全链条支持创新药 发展实施方 案》	发展创新药关系医药产业发展，关系人民健康福祉；要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展；要调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。

资料来源：国家发改委，国家药监局，贝达药业 2024 年半年报，东莞证券研究所

3.2.2 创新药研发成果加速落地

国内药企加快研发投入，创新药研发成果加速落地。近年来，国内药企纷纷落实政策指引，加速由跟踪仿制向自主创新转型的步伐。企业的研发投入逐年增加，在自主研发、商业化推广等方面，不断向创新药业务领域深耕，叠加国家在鼓励创新药研发、加快审评审批、及时纳入医保等政策的支持下，创新药 IND 批准量从 2017 年的 484 件增加至 2023 年 1918 件，创新药 NDA 建议批准量从 2017 年的 3 件增长至 2023 年的 66 件。根据国家药品监督管理局公布的相关数据，2023 年我国创新药临床试验及新药上市申请获批数量较上年显著提升，共有 1,257 个品种的创新药临床注册申请（IND）获受理，92 个品种的上市申请（NDA）获受理，33 个国产创新药获批，我国创新药加速落地。具体来看，在临床方面，国内企业逐渐认识到源头创新的重要性，聚焦真正有临床需求的适应症领域，瞄准差异化靶点，避免在热门适应症上布局扎堆，从高发常见肿瘤逐渐广泛深入研究其他罕见瘤种；考虑多通路的系统机制，从小分子化药、单抗到较新的溶瘤病毒、双抗等；企业积极探索多样化疗法，如肿瘤免疫治疗、基因治疗和靶向治疗，多靶点多机制药物联用也成为肿瘤药物研发的显著趋势之一，也是当今肿瘤治疗临床应用的趋势。

图 16：2017-2023 年创新药 IND 和 NDA 批准量情况



资料来源：贝达药业 2023 年年报，东莞证券研究所

3.2.3 创新药出海步伐加快 国际化合作打开成长新空间

创新药出海步伐加快，国际化合作打开成长新空间。创新药出海能够提升国产优秀创新药的市场空间，对国内创新药企提升收入、利润水平具有重要意义。国内创新药行业目前已经具备了较强的研发能力和优秀的创新效率，形成了较强的国际竞争力，中国创新药开始吸引国际资本的高度关注和投资兴趣，医药 BD 交易持续发生，尤其是在 License-out 方面展示出创新药出海的强劲势头，海外注册上市和授权合作显著增加，中国药企与国际药企之间的合作愈发密切。2023 年，中国药企海外 license-out 也较上年大幅增长，授权交易超过 80 起，交易总金额超过 400 亿美元。创新药出海有助于改善医药企业的现金流状况，打破国际市场的垄断格局，促进全球医药市场的竞争与合作，同时也激励国内创新药企不断提升自身研发实力、药品质量、国际化经营能力等核心竞争力，推动整个行业向高质量方向发展。

3.2.4 创新药重点公司分析

(1) 恒瑞医药：国内创新药龙头企业

公司是国内知名的抗肿瘤药、手术用药和造影剂的供应商。公司是一家专注研发、生产及推广高品质药物的创新型国际化制药企业，聚焦抗肿瘤、代谢性疾病、自身免疫疾病、呼吸系统疾病、神经系统疾病等领域进行新药研发，是国内最具创新能力的制药龙头企业之一。目前，公司已有瑞维鲁胺、海曲泊帕和卡瑞利珠单抗等 14 款自研创新药、两款合作引进创新药在国内获批上市，创新成果稳居行业领先地位。公司具有行业领先的制药全面集成平台，已前瞻性地广泛布局多个治疗领域，并向纵深发展。

公司业绩迎来拐点，集采利空逐步释放。2016 年-2023 年，公司营业总收入从 110.94 亿元增长至 222.20 亿元，CAGR 为 10.85%；公司归母净利润从 25.89 亿元增长至 43.02

亿元，CAGR 为 7.52%。2023 年，公司在面临外部环境变化、产品降价及准入难等因素影响下，创新药收入达 106.37 亿元，同比增长 22.1%。公司 3 款 1 类创新药（阿得贝利单抗、磷酸瑞格列汀、奥特康唑）、4 款 2 类新药（盐酸右美托咪定鼻喷雾剂、醋酸阿比特龙纳米晶、盐酸伊立替康脂质体、恒格列净二甲双胍缓释片）获批上市。截至 2023 年年末，公司已在国内获批上市 15 款 1 类创新药、4 款 2 类新药，涉及抗肿瘤、镇痛麻醉、代谢性疾病、感染疾病等多个治疗领域。公司加速推进创新产品落地，为公司业绩贡献增量。2024 前三季度，公司实现营收 201.89 亿元，同比增长 18.67%；实现归母净利润 46.20 亿元，同比增长 32.98%；实现扣非归母净利润 46.16 亿元，同比增长 37.38%。随着集采对公司业绩边际递减，叠加创新药板块加快为公司贡献业绩，公司业绩增速有所加快。

图 17：恒瑞医药营收及其同比增速

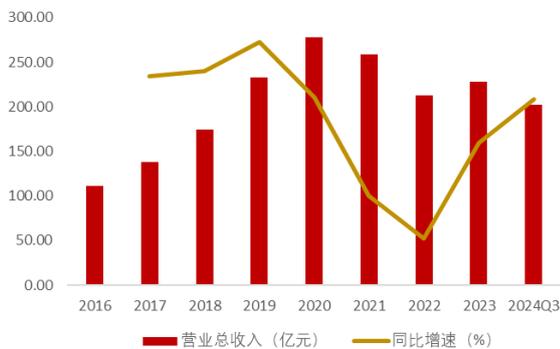
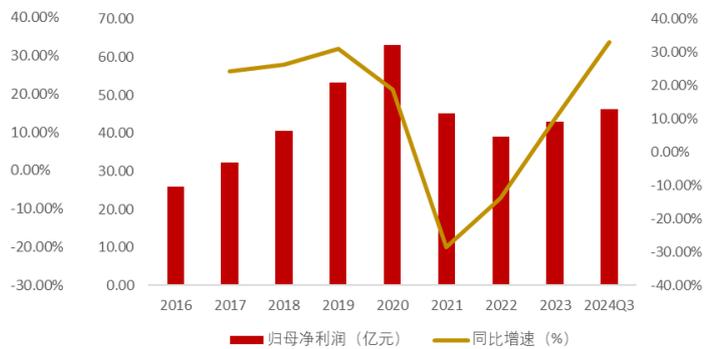


图 18：恒瑞医药归母净利润及其同比增速

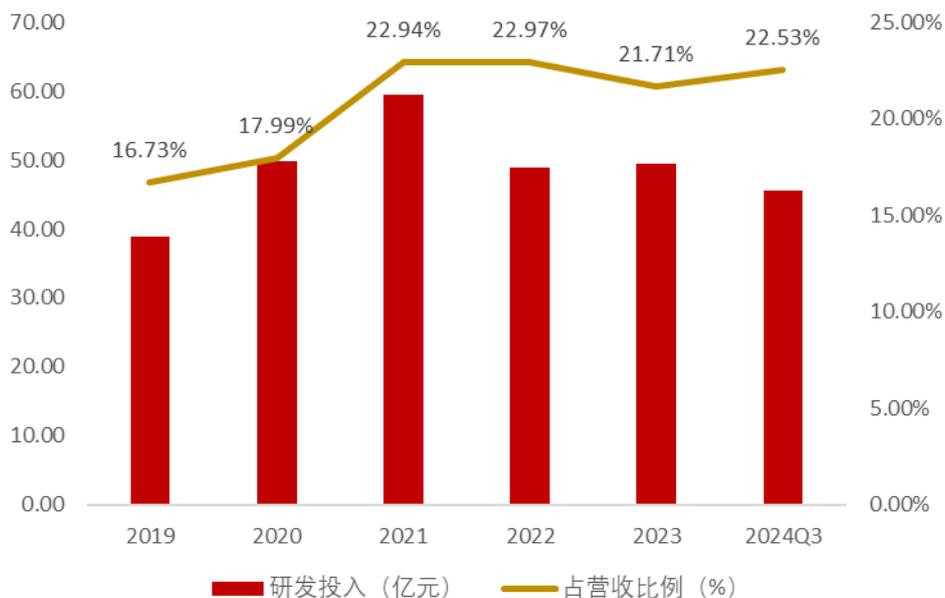


资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司研发费用保持较大投入，稳步开展创新药国际临床试验。2019 年-2023 年，公司研发投入从 38.96 亿元增长至 49.54 亿元，CAGR 为 6.19%，研发费用率从 16.73% 增长至 21.74%，公司研发费用每年保持较大投入，在新药研发管线方面已有超百款创新药进入临床阶段。公司坚持自主研发与开放合作并重，在内生发展的基础上加强国际合作。公司在全球研发团队整合过程中，不断优化国际化的顶层设计思路，并充分利用中国、海外不同国家和地区临床研发团队在审批条件以及疾病流行特点等方面各自的优势，在技术、人才、其他资源等多方面强化互补、深度融合。公司以重点项目为突破口，不断优化国际合作模式，在充分调研、做好风险控制的基础上完善并实时调整在研产品的中长期全球临床研发规划。同时，公司以全球化的视野积极探索与跨国制药企业的交流合作，寻求与全球领先医药企业的合作机会，实现研发成果的快速转化，借助国际领先的合作伙伴覆盖海外市场，加速融入全球药物创新网络，实现产品价值最大化。2023 年，公司已达成 5 项对外许可交易，交易总金额超 40 亿美金。

图 19：2019-2024Q3 恒瑞医药研发投入及其营收占比情况（亿元，%）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

(2) 百济神州-U: 全球性肿瘤创新药企

公司是在美国、香港和内地三地上市的全球性创新药企。公司是一家全球性生物科技公司，专注于开发和商业化创新、可负担的抗肿瘤药物，旨在为全球患者改善治疗效果，提高药物可及性。公司已在中国建立起先进的生物药和小分子药生产基地，并以此建立、扩大公司的内部生产能力，以支持公司药物在当前和未来的潜在生产需求。公司也正在美国新泽西州建立一座商业化阶段的生物药生产和临床研发中心。自 2010 年成立以来，公司已成为一家全方位一体化的全球性公司，在包括美国、中国、欧洲及澳大利亚等 29 个国家和地区拥有超过 9,000 名员工。在全球临床开发及商业化能力的支持下，公司已与世界领先生物制药公司建立合作开发及商业化创新药物。

公司近几年营收实现快速增长。2017 年-2023 年，公司营业总收入从 16.11 亿元增长至 174.23 亿元，CAGR 为 48.71%。公司目前共有 3 款自主研发并获批上市药物，包括百悦泽®（泽布替尼，一款用于治疗多种血液肿瘤的布鲁顿氏酪氨酸激酶（BTK）小分子抑制剂）、百泽安®（替雷利珠单抗，一款用于治疗多种实体瘤及血液肿瘤的抗 PD-1 抗体免疫疗法）和百汇泽®（帕米帕利，一款具有选择性的 PARP1 和 PARP2 小分子抑制剂）。百悦泽®已在美国、中国、欧盟、英国、加拿大、澳大利亚等 70 个国家和地区获批上市，百泽安®已在中国、欧盟和美国获批上市，百汇泽®也已在中国上市。公司 2024 年前三季度实现营收 191.63 亿元，同比增长 48.63%；实现归属上市公司股东的净利润-36.87 亿元，上年同期为-38.78 亿元，得益于公司产品收入快速增长，公司前三季度归母净利润亏损同比缩小。

图 20: 百济神州-U 营收及其同比增速

图 21: 百济神州-U 归母净利润

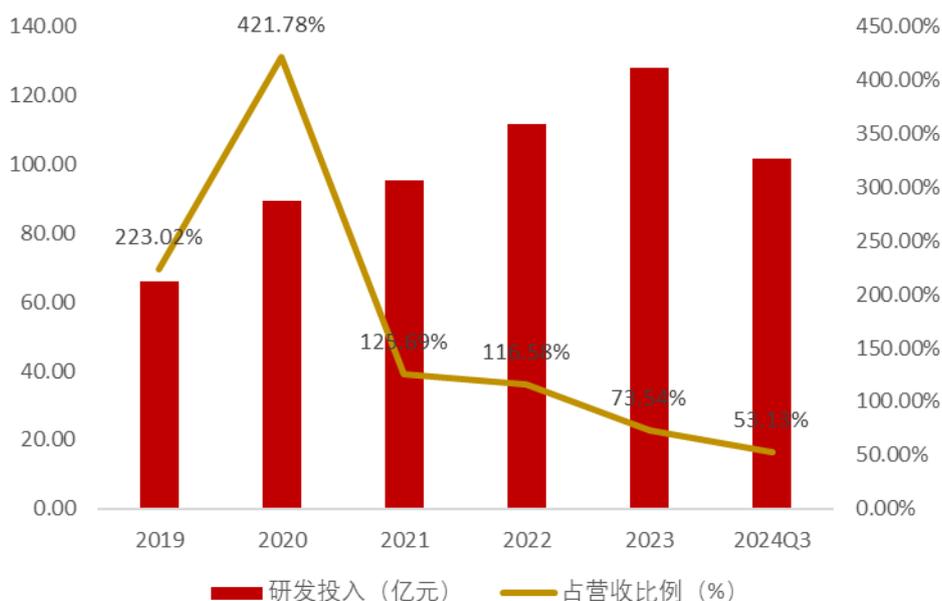


资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

公司研发费用突破百亿，具备全球化的研发实力。2019年-2023年，公司研发投入从65.88亿元增长至128.13亿元，CAGR为18.09%；研发费用率从223.02%降至73.54%，主要是因为公司营收近几年随着公司产品放量实现了快速增长。公司建立了全球规模最大、最具效率和成本优势的肿瘤研究团队之一，拥有超过950名科研人员。公司已建立全球化的临床开发能力，较国内其他生物科技公司更加成熟。公司在全球范围内建立了一个由2,700多名员工组成的内部临床开发与医学事务团队，同时在中国、美国、欧洲和澳大利亚都有临床团队布局，该团队正在为超过50种药物和候选药物执行80多项正在进行或已计划的临床试验。公司自主研发的BTK抑制剂百悦泽®已在包括美国、中国、欧盟、英国、加拿大、澳大利亚、韩国和瑞士在内的70个市场获批多项适应症，其在全球建立了广泛的临床开发布局，已在29个国家和地区入组受试者超过5000人。公司正持续推动自主研发药物的全球化进展。

图 22：2019-2024Q3 百济神州-U 研发投入及其营收占比情况（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

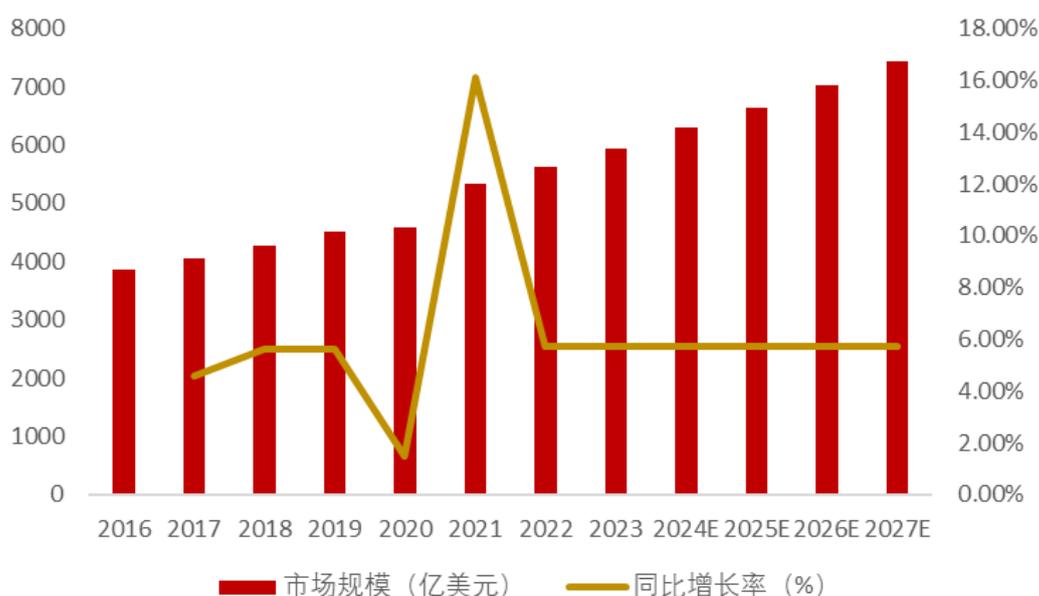
3.3 医疗器械

3.3.1 全球医疗器械市场持续稳定增长，我国医疗器械市场还有较大的增长空间

全球医疗器械市场持续稳定增长。随着经济水平的提高和医疗保健意识的增强，以及人口老龄化的持续加速，全球范围内居民对医疗保健的需求大幅增加，医疗支出逐年递增。特别是近年来，全球各国显著意识到在重大传染病防控机制、公共卫生应急管理体系等方面存在短板和不足，开始掀起医疗新基建浪潮，医疗器械市场规模持续扩容。根据深圳市医疗器械行业协会整理的数据，2023 年全球医疗器械市场规模为 5,952 亿美元，并将以 5.71% 的年复合增长率保持增长，至 2027 年全球医疗器械产业规模将达到 7,432 亿美元。

我国医疗器械市场还有较大的增长空间。国内医疗器械产业起步较晚，但保持高速增长。我国是人口大国，人口老龄化程度不断提高，随着经济的快速发展，民众支付能力不断增强，医疗体系逐步完善，我国医疗器械行业增长迅速，已经成为全球第二大市场。根据中国医学装备协会的数据显示，2023 年中国医学装备市场规模达 1.27 万亿元，同比增长 10.4%，高端医学装备呈现全面突破的势头。据《中国医疗器械产业发展报告现状及“十四五”展望》，2022 年我国医疗器械产业营业收入(规上+规下数据)约达 12,995 亿元，预测到 2025 年可达 18,750 亿元，相比 2015 年增加了 12,453 亿元，累计增长 197.88%，10 年年均复合增长率为 11.5%。但从药品和医疗器械人均消费额的比例(药械比)角度看，我国目前药械比水平仅为 2.9，与全球平均药械比 1.4 的水平仍有一定差距，表明我国医疗器械市场未来存在较大的增长空间。

图 23：2016-2027 年全球医疗器械市场趋势



资料来源：深圳市医疗器械行业协会，东莞证券研究所

3.3.2 设备更新等政策出台加速我国医疗器械市场扩容

设备更新等政策出台加速我国医疗器械市场扩容。2024 年 7 月，国家发改委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，提出“统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新”。其中，由发改委牵头安排 1480 亿元超长期特别国债资金支持大规模设备更新，计划在 8 月底前，下达全部资金。在政策的推动下，国内以大型公立医院扩容为主导的医疗新基建逐步展开，随着相关政策的持续加码和配套资金的落地支持，医疗新基建从包括北上广深在内的大城市逐渐拓展到其他地方，已进入“补短板、堵漏洞、强弱项”的新阶段。随着公立医院高质量发展、医疗新基建、设备更新项目的推进落地，国内医疗器械市场将迎来长期扩容，医疗机构进入新一轮扩张周期，相关医疗设备需求也将持续上升。

表 4：我国 2021 年以来推动医院建设的政策

发布时间	颁布部门	政策名称	简要内容
2021. 10	国家卫健委	“千县工程”县医院综合能力提升工作方案（2021-2025 年）	推动省市优质医疗资源向县域下沉，补齐县医院医疗服务和管理能力短板。到 2025 年，全国至少 1000 家县医院达到三级医院医疗服务能力水平，发挥县域医疗中心作用。
2021. 10	国家卫健委	“十四五”国家临床专科能力建设规划	“十四五”期间，由中央财政带动地方投入，从国家、省、市（县）不同层面分级分类开展临床重点专科建设，在定向支持国家医学中心和委属委管医院进行关键技术创新的同时，实施临床重点专科“百千万工程”。国家将重点支持各省份加强心血管外科、产科、骨科、麻醉、儿科、精神科及病理科、检验科、医学影像科等专科建设。
2022. 1	国家发改委等部门	“十四五”公共服务规划	推进区域医疗中心建设和临床专科能力建设。在医疗资源不足的地区，坚持“按重点病种选医院、按需求选地区，院地合作、省部共建”的思路进一步推进区域医疗中心试点建设，通过建设高水平医院分中心、分支机构和“一院多区”等方式，定向放大国家顶级优质医疗资源。
2022. 9	国家卫健委	关于印发使用阶段性财政贴息贷款购置设备相关建议和参考材料的通知	进一步明确使用财政贴息贷款更新改造医疗设备在医院端落地实施的政策；拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备，原则上对所有公立和非公立医疗机构全面放开，包括诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购置。
2024. 7	国家发改委、财政部	关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施	统筹安排 3000 亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。其中，由发改委牵头安排 1480 亿元超长期特别国债资金支持大规模设备更新，支持首批项目的约 500 亿元近日下达；计划在 8 月底前，下达全部资金。

资料来源：国家卫健委、国家发改委、财政部，东莞证券研究所

3.3.3 国家鼓励优质医疗资源扩容下沉带动医疗器械需求

国家推动优质医疗资源扩容下沉带动医疗器械需求。2023 年 12 月，国家卫生健康委、国家发展改革委等 10 部门联合印发了《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》，强调通过系统重塑医疗卫生体系和整合优化医疗卫生资源，推进以城带乡、以乡带村和县乡一体、乡村一体。同时明确县域医共体年度任务目

标和绩效考核指标，引导资源向乡村下沉。2024 年 5 月，财政部、国家卫健委下达 2024 年医疗服务与保障能力提升补助资金预算约 52.58 亿元，其中，县域医疗卫生机构分类项目补助资金总计 30.32 亿元。通知明确规定：对国家乡村振兴重点帮扶县按照 800 万元/县予以补助；对高海拔地区的每个地市选取 1 家市级医院，按照 200 万元/医院的标准给予补助，每个县选取 1 家县级医院，达到基本标准的按照 100 万元/医院的标准给予补助。随着医疗投入和资源不断下沉，未来县级及以下的医院和医疗机构也将逐步成为加大建设的重点方向，医疗器械基层市场需求迎来更大的发展机遇，国内医疗新基建的持续时间和实施范围也将进一步扩大。

表 5：我国 2023 年以来推动优质医疗资源扩容下沉政策

发布时间	颁布部门	政策名称	简要内容
2023.2	中共中央办公厅、国务院办公厅	关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见	要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实，旨在加快县域优质医疗卫生资源扩容和均衡布局，推动重心下移、资源下沉，健全适应乡村特点、优质高效的乡村医疗卫生体系，让广大农民群众能够就近获得更加公平可及、系统连续的医疗卫生服务，为维护人民健康提供有力保障。
2023.3	财政部	关于 2022 年中央和地方预算执行情况与 2023 年中央和地方预算草案的报告	要加强县级公立医院能力建设，带动县域医共体和乡村医疗服务能力提升；支持做好疾病预防工作；稳妥有序深化医保支付方式改革，推动基本医疗保险省级统筹。
2023.3	中共中央办公厅、国务院	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	强调要推动医疗卫生发展方式转向更加注重内涵式发展、服务模式转向更加注重系统连续、管理手段转向更加注重科学化治理，促进优质医疗资源扩容和区域均衡布局，建设中国特色优质高效的医疗卫生服务体系，不断增强人民群众获得感、幸福感、安全感。目标到 2025 年，医疗卫生服务体系进一步健全，资源配置和服务均衡性逐步提高，重大疾病防控、救治和应急处置能力明显增强，中西医发展更加协调，有序就医和诊疗体系建设取得积极成效。
2023.12	国家卫生健康委、国家发展改革委等 10 部门	《关于全面推进紧密型县域医疗卫生共同体建设的指导意见》	强调通过系统重塑医疗卫生体系和整合优化医疗卫生资源，推进以城带乡、以乡带村和县乡一体、乡村一体。同时明确县域医共体年度任务目标和绩效考核指标，引导资源向乡村下沉。该意见的出台是推进健康中国和分级诊疗制度建设的有力抓手，也是深化医改的一项重要举措，旨在让人民群众获得更高质量、更加便捷、更为经济的医疗卫生服务。2020 年以来，中央一号文件连续 4 年对推进紧密型县域医共体建设提出要求，重视程度和工作力度明显加强。
2024.7	国家卫健委、中药局、疾控局	《关于印发重点中心乡镇卫生院建设参考标准的通知》	医疗服务上，要求落实县域医共体有关要求，鼓励成为县域内医学影像、心电诊断、医学检验等资源共享中心。明确必备设备及选配设备类目。其中必备设备包括至少 90% 的 DR、彩超、全自动生化分析仪、全自动化学发光免疫分析仪、血凝仪、麻醉机、胃肠镜、呼吸机、除颤仪等，配备数字化智能化辅助诊疗、随访、信息采集等设备，配备提供特色医疗服务所需的设备。

资料来源：迈瑞医疗 2024 年半年报，东莞证券研究所

3.3.4 国产医疗器械出海步伐加速

国产医疗器械出海步伐加速。在全球医疗新基建的浪潮下，医疗器械产品的相关需求居高不下，这为中国医疗器械企业出海提供了前所未有的机会。一方面，随着企业研发创新力度的加强，国产医疗器械的技术水平显著提升，在许多细分领域涌现出一批具备自主知识产权、国际竞争力很强的产品，并凭借性价比优势在全球市场

占据越来越重要的位置。另一方面，在我国“一带一路”等开放战略的大力支持下，政府为出海企业提供出口退税、优惠贷款等政策支持，推动国产医疗器械出海进程。在国家政策的支持下，我国医疗器械行业出口产品结构不断优化，中高端医疗器械产品所占比重继续增加，高附加值的产品占比不断提升，医用耗材产品的性价比增幅显著，质量效益持续改善。以申万行业-医疗器械上市公司为样本，2018年至2023年，中国医疗器械企业的海外收入占比由22.17%提升至29.46%。中国医疗器械行业协会数据显示，2023年出口国家中美国占比最高，约24.43%；出海产品比例从高到低依次是医用耗材、医疗设备、IVD试剂等。海外拓展加速，标志着国内医疗器械企业在全世界范围产品竞争力的显著加强。

3.3.5 医疗设备重点公司分析

(1) 迈瑞医疗：全球领先的医疗器械以及解决方案供应商

公司已成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。公司总部设在中国深圳，历经多年的发展，公司已经成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商，产品远销190多个国家及地区。公司总部设在中国深圳，在北美、欧洲、亚洲、非洲、拉美等地区的约40个国家设有62家境外子公司；在国内设有26家子公司、30余家分支机构；已建立起基于全球资源配置的研发创新平台，设有十二大研发中心，分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、杭州、美国硅谷、美国新泽西、美国明尼苏达、芬兰海肽和德国德赛，形成了庞大的全球化研发、营销及服务网络。同时，凭借丰富的产品解决方案与信息化技术优势，公司产品在大型公立医院获得了更广泛的认可，特别在补短板、医院改扩建以及战略储备项目中具备更大的竞争优势，使得公司在多个省级及以上大型政采招标项目中频频中标。公司主要产品覆盖三大领域：生命信息与支持、体外诊断以及医学影像，拥有国内同行业中最全的产品线，以安全、高效、易用的“一站式”产品和IT解决方案满足临床需求。历经多年的发展，公司已经成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。

公司营收和归母净利润保持稳定增长。2016年-2023年，公司营业总收入从90.32亿元增长至349.32亿元，CAGR为21.32%；公司归母净利润从16.00亿元增长至115.82亿元，CAGR为32.68%。2024年前三季度，公司实现营业收入294.85亿元，同比增长7.99%；实现归母净利润106.37亿元，同比增长8.16%。受国内宏观大环境影响，国内市场增速有所放缓，海外市场增速有所加快。

图 24：迈瑞医疗营收及其同比增速

图 25：迈瑞医疗归母净利润及其同比增速

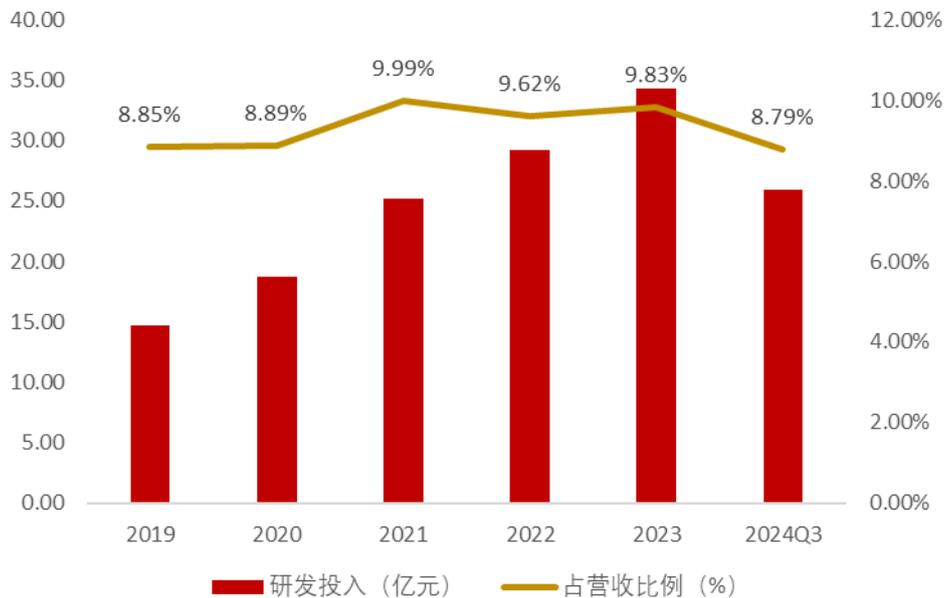


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

公司持续保证高研发投入, 拥有卓越的体系化研发创新能力。2019 年-2023 年, 公司研发投入从 14.66 亿元增长至 34.33 亿元, CAGR 为 23.70%, 公司持续保持高研发投入, 产品不断丰富, 技术持续迭代, 尤其高端产品不断实现突破。公司构建了国际领先的医疗产品创新体系 (即 MPI, Medical Product Innovation), 该体系以客户导向为核心, 通过需求管理、产品规划、组合管理等行为, 从而保证开发正确的市场需要的产品。公司采取自主研发模式, 目前已建立起基于全球资源配置的研发创新平台, 设有十二大研发中心, 共有 4,425 名研发工程师, 分布在深圳、武汉、南京、北京、西安、成都、杭州、美国硅谷、美国新泽西、美国明尼苏达、芬兰海肽和德国德赛。

图 26: 2019-2024Q3 迈瑞医疗研发投入及其营收占比情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

4. 投资策略

维持对行业的超配评级。宏观环境的复杂多变, 国内消费需求的不足阶段性影响医药生物行业增长, Q3 季度, 细分板块中, 收入端仅医疗耗材、原料药、线下药店、

其他医疗服务、医药流通、体外诊断、化学制剂和其他生物制品同比有所上升，利润端仅原料药、化学制剂、体外诊断、医疗耗材和血液制品同比有所上升。从行业整体估值上看，目前估值处于行业近几年来估值的相对低位。医疗行业需求有其刚性属性，未来随着经济逐步回暖，国内需求不断提振，行业需求也将有所回升。从政策展望来看，第十批药品集采预计在明年上半年开始全面落地执行，市场对此预期已经较为充分，预计对市场的负面冲击有限。建议关注：

- **医疗服务：**有望受益于人口老龄化加速，能够提供优质医疗服务的公司：爱尔眼科（300015）和通策医疗（600763）等；
- **创新药：**在研管线逐渐进入收获期，出海步伐不断加快创新药企：恒瑞医药（600276）、百济神州-U（688235）和贝达药业（300558）等；
- **医疗器械：**有望受益于设备更新和医疗资源下沉带来医疗器械增量需求的医疗器械企业：迈瑞医疗（300760）、奕瑞科技（688301）和开立医疗（300633）等。

5. 风险提示

- （1）行业政策风险。如医保控费，部分药品集采后降价幅度较大。
- （2）研发进展低于预期风险。研发过程中存在较大的不确定性，研发进展可能低于预期。
- （3）原料价格波动风险。原材料价格波动大对企业经营造成不利影响。
- （4）竞争加剧风险。部分产品竞争格局恶化可能将影响到企业盈利及成长性。
- （5）其他风险，包括但不限于：汇率波动、贸易摩擦、核心人才流失、技术迭代等风险。

表 6：重点公司盈利预测及投资评级（2024/11/20）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
600276	恒瑞医药	50.46	0.67	0.94	1.06	74.81	53.94	47.70	买入	维持
300558	贝达药业	52.81	0.83	1.07	1.41	63.50	49.24	37.48	买入	维持
000963	华东医药	36.40	1.62	1.91	2.22	22.49	19.09	16.39	买入	维持
002821	凯莱英	88.90	6.17	2.81	3.47	14.41	31.66	25.65	买入	维持
300015	爱尔眼科	15.19	0.36	0.41	0.48	42.18	36.88	31.41	买入	维持
600763	通策医疗	51.64	1.12	1.24	1.42	46.15	41.70	36.31	买入	维持
603259	药明康德	52.57	3.33	3.31	3.70	15.80	15.88	14.19	买入	维持
300760	迈瑞医疗	275.00	9.55	11.00	13.11	28.79	25.00	20.98	买入	维持
300633	开立医疗	37.22	1.05	0.81	1.27	35.44	46.00	29.38	买入	维持
688301	奕瑞科技	117.00	4.25	4.88	6.12	27.50	23.96	19.12	买入	维持

资料来源：iFind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn