

医药生物周报（24年第52周）

优于大市

医保局推进医疗服务价格规范治理，发布医学影像检查价格指南

核心观点

本周医药板块表现弱于整体市场，化学制药板块领跌。本周全部A股下跌0.80%（总市值加权平均），沪深300下跌0.14%，生物医药板块整体下跌2.13%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药下跌2.78%，生物制品下跌1.62%，医疗服务下跌2.30%，医疗器械下跌2.68%，医药商业下跌1.78%，中药下跌0.55%。医药生物市盈率（TTM）32.69x，处于近5年历史估值的55.69%分位数。

国家医保局推进两批次医疗服务价格规范治理，化学发光领域有望加速进口替代。国家医保局规范检验项目价格，从而引导企业合理下调试剂价格，同时将根据集采降价情况，结合不同地区价格比较情况，分析检验项目的试剂、设备采购成本，统计分析各省检验项目价格，提供价格治理的参考锚点，既能覆盖物耗成本，为回报检验人员的劳动付出留出空间，同时有利于促进地区间价格相对协同均衡。化学发光领域进口占比较高，国产企业不断凭借良好的产品性能和性价比优势实现市场份额的提升，在试剂集采和收费调整的双重推动下，国产企业灵活的价格策略和有竞争力的销售体系有望加速进口替代，建议关注：**迈瑞医疗、新产业、安图生物、亚辉龙和迈克生物。**

医保局近期连续发布针对医学影像检查的价格立项指南，有望推动影像检查服务价格水平趋于合理。指南将检查类价格项目进行整合，要求以检查效果为导向，体现技术劳务价值，人工智能辅助诊断（扩展项）、床旁超声（加收项）首度被纳入价格构成。过去大型设备定价权控制在少数厂商中，这也导致医疗机构检查项目高定价，近年来随着国产替代进程加速，大型医疗影像设备价格呈下降趋势，为检查价格回归合理提供有力支撑。建议关注：1）具备成本优势和技术优势的国产医学影像设备龙头，如**迈瑞医疗、联影医疗**；2）领先布局“影像+AI”、小型便携式超声的企业，如**迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、祥生医疗**等。

风险提示：研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300760.SZ	迈瑞医疗	优于大市	3034	115.8	127.6	151.1	176.4	26.2	23.8	20.1	17.2
603259.SH	药明康德	优于大市	1593	106.9	94.4	107.7	122.8	14.9	16.9	14.8	13.0
688271.SH	联影医疗	优于大市	1027	19.7	14.2	23.0	28.1	52.0	72.3	44.6	36.6
300832.SZ	新产业	优于大市	514	16.5	19.5	23.8	29.5	31.1	26.4	21.6	17.4
688050.SH	爱博医疗	优于大市	167	3.0	4.1	5.2	6.4	55.1	40.9	32.3	26.3
688443.SH	智翔金泰-U	优于大市	101	(8.0)	(7.8)	(7.3)	(4.6)	(12.6)	(13.0)	(13.9)	(21.8)
300633.SZ	开立医疗	优于大市	138	4.5	2.0	4.9	6.6	30.3	70.3	28.0	20.8
301363.SZ	美好医疗	优于大市	128	3.1	3.9	4.9	6.0	41.0	32.8	26.4	21.4
688212.SH	澳华内镜	优于大市	59	0.6	0.4	1.0	1.9	101.8	147.2	57.7	30.4
300685.SH	艾德生物	优于大市	95	2.6	3.2	3.9	4.8	36.5	29.9	24.3	19.8
688278.SH	特宝生物	优于大市	288	5.6	8.0	11.3	15.1	51.9	36.3	25.6	19.1
688046.SH	药康生物	优于大市	57	1.6	1.4	1.8	2.2	35.9	40.7	32.4	26.4
9926.HK	康方生物	优于大市	505	20.3	(3.3)	3.2	14.0	24.9	(151.3)	158.4	36.1
6990.HK	科伦博泰生物-B	优于大市	376	(5.7)	(3.0)	(5.6)	(2.5)	(65.4)	(126.9)	(67.3)	(152.1)
0013.HK	和黄医药	优于大市	179	7.1	(0.9)	4.4	7.8	25.0	(207.1)	40.7	23.0
2162.HK	康诺亚-B	优于大市	84	(3.6)	(6.4)	(7.8)	(3.6)	(23.5)	(13.2)	(10.9)	(23.8)
1789.HK	爱康医疗	优于大市	49	1.8	2.7	3.5	4.4	26.9	18.5	14.1	11.1

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

行业研究·行业周报

医药生物

优于大市·维持

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：张超

0755-81982940

zhangchao4@guosen.com.cn

S0980522080001

联系人：凌珑

021-60375401

linglong@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《医药生物周报（24年第50周）医保谈判结果公布，支付端多方面支持创新》——2024-12-13
- 《医药生物行业2025年投资策略- 创新引领，产业升级》——2024-12-09
- 《创新药盘点系列报告（20）——COPD治疗领域迎来新机制、新疗法》——2024-11-25
- 《创新单品引领增长，关注国内医疗设备采购复苏—海外医疗器械公司24Q3业绩回顾》——2024-11-25
- 《海外药企2024Q3业绩回顾——关注国产创新品种商业化及临床进展》——2024-11-11

内容目录

国家医保局针对检验项目收费进行价格治理	4
医保局发布影像检查类医疗服务价格指南	7
新股上市跟踪	10
本周行情回顾	11
板块估值情况	13
投资策略	14
风险提示	17

图表目录

图 1: 申万一级行业一周涨跌幅 (%)	11
图 2: 申万一级行业市盈率情况 (TTM)	13
图 3: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)	13
图 4: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM)	13
表 1: 医疗服务价格规范治理	4
表 2: 外资和国产主要厂商的肿瘤标志物挂网价 (元/人份) 差异情况	5
表 3: 二十八省 2024 年化学发光 (肿标、甲功) 首年采购量分组情况	6
表 4: 放射影像类医疗服务价格项目立项指南	7
表 5: 超声检查类医疗服务价格项目立项指南	8
表 6: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪	10
表 7: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况	12

国家医保局针对检验项目收费进行价格治理

国家医保局推进两批次医疗服务价格规范治理。10月17日，国家医保局就地区价格差异大、采购成本差异大、费用占比高的检验项目，选取血栓弹力图试验、糖化血红蛋白测定（诊断糖尿病及其控制情况）、B型钠尿肽测定和N端B型钠尿肽前体测定（诊断心衰及其治疗效果）4个检验项目开展第一批价格规范治理。11月14日，国家医保局开展第二批医疗服务价格规范治理工作，选取糖类抗原测定（CA）、癌胚抗原测定（CEA）、甲胎蛋白测定（AFP）、细胞角蛋白19片段测定（CYFRA21-1）、胃泌素释放肽前体测定（proGRP）、神经元特异性烯醇化酶测定（NSE）、鳞状细胞癌相关抗原测定（SCC/SCCA）、总前列腺特异性抗原测定（TPSA）、游离前列腺特异性抗原测定（FPSA）、复合前列腺特异性抗原（CPSA）等10个检验项目。

表1: 医疗服务价格规范治理

批次	涉及项目	领域	治理目标价
第一批	血栓弹力图试验、糖化血红蛋白测定、B型钠尿肽测定和N端B型钠尿肽前体测定	血糖、凝血、心标	血栓弹力图: 170元 糖化血红蛋白: 30元 BNP: 发光180元/酶标80元 PRO-BNP: 发光150元/酶标80元
第二批	糖类抗原测定、癌胚抗原测定、甲胎蛋白测定、细胞角蛋白19片段测定、胃泌素释放肽前体测定、神经元特异性烯醇化酶测定、鳞状细胞癌相关抗原测定、总前列腺特异性抗原测定、游离前列腺特异性抗原测定、复合前列腺特异性抗原	肿标	癌胚抗原/甲胎蛋白: 化学发光35元, 其他15元 胃泌素/复合前列腺特异性抗原: 不区分方法学, 30元 其他项目: 化学发光50元, 其他免疫学方法35元

资料来源: 国家医保局, 国信证券经济研究所整理

医保局制定治理目标价，绕开试剂集采直接消除各地检验收费价差。全国各省普遍有2000多个检查检验项目，受信息壁垒等因素影响，有些项目价格在不同省份差异很大，比如血栓弹力图试验的各地收费在100-360元/次不等。按照目前国家医保局的部署要求，各省现行价格高于预期目标价的，将直接下调至预期目标价附近，部分省份也可根据经济发展状况、人均收入水平、群众支付能力等情况上下浮动确定实际执行的价格水平。过往检验收费价格调整通常是先通过试剂集采（省级或者联盟形式）降低入院价格，再通过技耗分离收费，实施检验试剂零差率，叠加技术服务费调整，从而降低检验项目的收费。此次国家医保局直接指导各省进行收费价格治理，且执行速度很快（截至11月1日，全国31省均已发文下调首批四个项目的价格，其中上海、江西、青海等省份已率先执行），表明医保局已拥有新的价格治理手段。

外资厂商的降价压力大于国产厂商。我们选取“2024年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购”中的肿瘤标志物项目，以外资和国产头部厂商的省级最低挂网价进行统计分析，结合第二批次的的项目收费治理目标价进行计算，可知：

- ✓ 外资产品挂网价普遍高于国产：外资肿标产品的挂网均价比国产价格高出63%，其中部分产品如CA242、CEA将近为国产价格的一倍；
- ✓ 外资产品挂网均价占治理目标价的比例达到54%，而国产仅为34%。部分项目如CA242、ProGRP、CYFRA21-1占比较高，此次价格治理后部分项目必然迎来价格的重新调整以匹配医院端和检验科对于入院价的要求。国产有

多个项目在收费价格治理后仍然占比低于 30%，在医保控费压力下，国产龙头厂商的性价比优势愈发凸显，预计价格治理对于国产厂商的销售体系不会造成很大的冲击；

- ✓ 从具体厂商来看，罗氏是挂网价格最高的厂商之一，国产中新产业的挂网价在肿标各项目中均处于较低水平。

表2: 外资和国产主要厂商的肿瘤标志物挂网价（元/人份）差异情况

单位：元	GEA	AFP	CYFRA21-1	ProGRP	NSE	SCCA	tPSA	fPSA	cPSA	CA50	CA125	CA153	CA199	CA242	CA724
外资挂网均价	12.98	11.88	34.14	34.75	28.02	23.77	22.76	23.02	19.50		21.72	21.54	21.45	49.00	30.84
罗氏	13.47	13.47	36.42	31.50	28.02	29.72	28.01	29.17			27.16	24.13	27.16	49.00	30.84
雅培	10.00	10.00	30.00	38.00		17.82	16.00	16.00			17.00	17.00	17.00		
贝克曼	17.24	12.83	36.00				30.00	23.00			20.62	22.94	20.62		
西门子	11.20	11.20					17.01	23.90	19.50		22.09	22.09	21.03		
国产挂网均价	6.73	6.73	21.91	22.05	22.21	15.20	13.00	13.00		21.44	15.94	15.94	15.81	22.00	16.80
迈瑞医疗	9.66	9.66	26.62	20.56	28.00	20.00	17.00	17.00		22.00	23.70	23.70	23.23	22.00	20.00
新产业	6.00	6.00	19.00	20.70	19.00	14.00	12.00	12.00		19.00	14.00	14.00	14.00	19.00	14.00
安图生物	6.00	6.00	20.52	22.00	20.61	14.00	12.00	12.00		20.00	14.00	14.00	14.00	22.00	22.00
亚辉龙	6.00	6.00	18.62	24.00	18.62	14.00	12.00	12.00		21.00	14.00	14.00	14.00	21.00	14.00
迈克生物	6.00	6.00	24.80	23.01	24.80	14.00	12.00	12.00		25.20	14.00	14.00	13.80	26.00	14.00
治理目标价	35	35	50	50	50	50	50	50	30	50	50	50	50	50	50
外资相较国产挂网均价的差异	93%	76%	56%	58%	26%	56%	75%	77%			36%	35%	36%	123%	84%
外资挂网均价/治理目标价	37%	34%	68%	70%	56%	48%	46%	46%	65%		43%	43%	43%	98%	62%
国产挂网均价/治理目标价	19%	19%	44%	44%	44%	30%	26%	26%		43%	32%	32%	32%	44%	34%

资料来源：国家医保局，安徽省医药集中采购平台，国信证券经济研究所整理 注：差额或占比≤30%为绿色，≥50%为红色。

安徽牵头新一轮化学发光试剂集采展开。10月底，安徽医保局发布征求意见稿，针对肿瘤标志物 16 项检测（含化学发光、流式荧光、时间分辨荧光等）和甲状腺功能 9 项检测（化学发光法）进行集中带量采购。12 月，正式稿公布，此次集采参与省份在 23 年集采基础上增加天津市、上海市、重庆市、北京市，减少山东省，共计 28 省。集采竞价规则与 2023 年集采类似，50%降幅即可复活中选。首年采购需求量中，肿瘤标志物检测试剂为 2.7 亿人份，甲状腺功能检测试剂为 3.3 亿人份，总量高达 5.5 亿人份。分组情况如下：

✓ **肿瘤标志物：**

A 组：罗氏诊断（32.35%）、迈瑞医疗（14.24%）、新产业（10.41%）、雅培（9.98%）、安图生物（9.29%）、贝克曼（6.46%）、西门子（3.50%）、迈克生物（2.79%）、亚辉龙（2.02%）

✓ **甲状腺功能：**

A 组：罗氏诊断（29.49%）、迈瑞医疗（13.20%）、贝克曼（11.70%）、西门子（9.84%）、新产业（9.32%）、雅培（7.68%）、安图生物（6.75%）、迈克生物（2.82%）

B 组：亚辉龙（2.18%）

表3: 二十八省 2024 年化学发光（肿标、甲功）首年采购量分组情况

	罗氏	雅培	贝克曼	西门子	迈瑞	新产业	安图	亚辉龙	迈克生物
肿瘤标志物	32.35%	9.98%	6.46%	3.50%	14.24%	10.41%	9.29%	2.02%	2.79%
甲状腺功能	29.49%	7.68%	11.70%	9.84%	13.20%	9.32%	6.75%	2.18%	2.82%

资料来源: 国家医保局, 安徽省医药集中采购平台, 国信证券经济研究所整理

“联盟集采+收费治理”双管齐下，化学发光领域有望加速进口替代。国家医保局规范检验项目价格，从而引导企业合理下调试剂价格，同时将根据集采降价情况，结合不同地区价格比较情况，分析检验项目的试剂、设备采购成本，统计分析各省检验项目价格，提供价格治理的参考锚点，既能覆盖物耗成本，为回报检验人员的劳动付出留出空间，同时有利于促进地区间价格相对协同均衡。化学发光领域进口占比较高，国产企业不断凭借良好的产品性能和性价比优势实现市场份额的提升，在试剂集采和收费调整的双重推动下，国产企业灵活的价格策略和有竞争力的销售体系有望加速进口替代，建议重点关注：**迈瑞医疗、新产业、安图生物、亚辉龙和迈克生物**。

医保局发布影像检查类医疗服务价格指南

国家医保局出台放射检查及超声检查收费新规。11月20日及26日，国家医保局分别发布了《放射检查类医疗服务价格项目立项指南（试行）》及《超声检查类医疗服务价格项目立项指南（试行）》，推动CT、磁共振、X光等放射检查类及超声检查类项目价格趋于合理。

（一）影像检查类收费方式新变化

（1）整合和规范价格项目。

放射检查类价格项目由现行的多个项目整合为26项，而超声检查类价格项目则整合为13项，旨在统一规范各地现行价格项目，使价格项目更加贴近临床诊疗实际。

表4: 放射影像类医疗服务价格项目立项指南

序号	项目名称	加收项	扩展项	计价单位
1	X线摄影成像	01 床旁X线摄影 11 动态X线摄影 21 影像拼接成像	01 人工智能辅助诊断 11 口腔曲面体层成像	部位·体位
2	X线摄影成像（牙片）		01 人工智能辅助诊断	部位
3	X线摄影成像（乳腺）		01 人工智能辅助诊断	单侧
4	X线造影成像	01 全消化道造影	01 人工智能辅助诊断 11 泪道造影 12T 管造影	次
5	CT平扫	01 能量成像 11 薄层扫描 21 冠脉钙化积分	01 人工智能辅助诊断 11 口腔颌面锥形束CT（CBCT）	部位
6	CT增强	01 能量成像 11 薄层扫描	01 人工智能辅助诊断 11 延迟显像	部位
7	CT造影成像（血管）	01 能量成像	01 人工智能辅助诊断	血管
8	CT灌注成像	01 心电门控	01 人工智能辅助诊断	脏器
9	MR平扫	01 特殊方式成像 11 复杂成像 21 呼吸门控	01 人工智能辅助诊断	部位
10	MR增强	01 特殊方式成像 11 心脏 21 呼吸门控	01 人工智能辅助诊断	部位
11	MR平扫成像（血管）	01 高分辨率血管壁成像 11 呼吸门控	01 人工智能辅助诊断	血管
12	MR增强成像（血管）	01 高分辨率血管壁成像 11 呼吸门控 21 冠状动脉	01 人工智能辅助诊断	血管
13	MR灌注成像	01 呼吸门控	01 人工智能辅助诊断 11MR 动态增强	脏器
14	放射性核素平面显像（静态）	01 增加体位 11 延迟显像	01 人工智能辅助诊断	部位
15	放射性核素平面显像（动态）	01 增加体位 11 延迟显像	01 人工智能辅助诊断	部位
16	放射性核素平面显像（全身）	01 增加体位 11 延迟显像	01 人工智能辅助诊断	次
17	SPECT（部位）	01 增加脏器 02 负荷显像	01 人工智能辅助诊断	次
18	SPECT（全身）	11SPECT/CT 图形融合 01 增加脏器 02 负荷显像	01 人工智能辅助诊断	次
19	PET/CT（局部）	11SPECT/CT 图形融合	01 人工智能辅助诊断 11 延迟显像	部位
20	PET/CT（躯干）	01 全身加收	01 人工智能辅助诊断 11 延迟显像	部位
21	PET/MRI（局部）		01 人工智能辅助诊断	部位

22	PET/MRI（躯干）	01 全身加收	01 人工智能辅助诊断	部位
23	甲状腺摄碘 131 试验			次
24	尿碘 131 排泄试验			次
25	核素标记测定			项
26	肾图	01 干预肾图		次

资料来源：国家医保局、国信证券经济研究所整理

表5: 超声检查类医疗服务价格项目立项指南

序号	项目名称	加收项	扩展项	计价单位
1	A 型超声检查			单侧
2	B 型超声检查	01 床旁检查 11 腔内检查 21 立体成像 31 排卵监测减收	01 人工智能辅助诊断	部位
3	多普勒检查（周围血管）	01 床旁检查	01 人工智能辅助诊断	次
4	多普勒检查（颅内血管）	01 床旁检查 11 特殊方式检查	01 人工智能辅助诊断 11 栓子监测	次
5	彩色多普勒超声检查（常规）	01 床旁检查 11 腔内检查 21 立体成像 31 排卵监测减收	01 人工智能辅助诊断	部位
6	彩色多普勒超声检查（心脏）	01 床旁检查 11 心脏负荷超声检查	01 人工智能辅助诊断 11 彩色多普勒超声新动图检查（经食管）	次
7	彩色多普勒超声检查（血管）	01 床旁检查	01 人工智能辅助诊断	部位
8	彩色多普勒超声检查（弹性成像）	01 床旁检查	01 人工智能辅助诊断	器官
9	彩色多普勒超声检查（胎儿）	01 床旁检查 11 腔内检查	01 人工智能辅助诊断 11 早孕期筛查	胎·次
10	彩色多普勒超声检查（胎儿系统性筛查）	01 可疑胎儿产前诊断	21 胎儿血流动力学检查 01 人工智能辅助诊断	胎·次
11	彩色多普勒超声检查（胎儿心脏）		01 人工智能辅助诊断	胎·次
12	超声造影（常规）	01 立体成像	01 人工智能辅助诊断	器官
13	超声造影（血管）		01 人工智能辅助诊断	部位

资料来源：国家医保局、国信证券经济研究所整理

（2）以检查效果为导向，体现技术劳务价值。

过去的医疗服务价格项目比较贴近操作步骤，存在把完整的医疗服务拆分成过多过细收费项目的问题。新的立项指南以服务产出为导向，设定扩展项与加收项，厘清价格项目与临床诊疗技术规范、医疗机构成本要素、不同应用场景加收标准等的政策边界。

- ✓ 以 CT 平扫为例，普通 CT 检查不再按 CT 设备排数确定收费标准，而是对扫描层厚小于 2 毫米的“薄层扫描”设立加收项。五官、肺部、冠脉成像等部位检查需要薄层高分辨成像，但很多部位检查无需薄层 CT。
- ✓ **超声**项目高度依赖医师操作技术，此次立项指南突出体现超声检查的技术劳务付出。例如，胎儿超声检查难度大、时间长，且需要具备产前诊断资质的医务人员进行，立项指南将“胎儿系统性筛查”等项目单独设立。在心脏彩超检查时，有经验的医师能够通过运动或药物试验增加患者心肌耗氧量，诱

发心肌缺血，捕捉心肌异常，更准确评估心血管系统的功能状态，因此立项指南在心脏彩超下设立“心脏负荷超声”加收。

- ✓ **实体胶片费用剥离：**统一将实体胶片从放射检查类项目价格构成中剥离，由患者按需选购，实体胶片实行零差价销售，不捆绑收费。并将数字影像处理、上传与云存储纳入放射检查的价格构成。将促进医疗机构补齐云影像服务供给短板，助力跨地区跨医院的检查结果共享互认。

（3）将人工智能辅助诊断纳入扩展项。

人工智能技术与医学影像的结合成为近年医疗领域的重要发展趋势。对此，立项指南在主项目下统一安排“人工智能辅助诊断”的扩展项，医院利用人工智能进行辅助诊断的，执行与主项目相同的价格水平，**但不与主项目重复收费，防止额外增加患者负担。**

人工智能与医学影像的结合正在革新医疗诊断领域。AI 技术通过图像识别、病变检出和辅助诊断等功能，提高了诊断的准确性和效率。生成式 AI 能够合成高质量医学影像，帮助解决数据稀缺问题，尤其在训练诊断模型时。此外，AI 在影像加速、精准筛查和多模态影像整合方面也展现出巨大潜力，不仅提升了患者体验，还降低了医疗成本。

（4）明确超声床旁加收。

随着超声检查设备不断小型化，原先需要患者前往检查科室进行的超声检查项目，现在可由检查科室医师移动设备至患者病床旁进行检查，为术后卧床移动不便的老龄、重症患者开辟了便捷的绿色通道，完成快速、准确、体贴的超声检查。立项指南在 B 超、彩超等项目下统一设立床旁加收。

（二）投资建议

医保局近期连续发布针对医学影像检查的价格立项指南，有望推动影像检查服务价格水平趋于合理。指南将检查类价格项目进行整合，要求以检查效果为导向，体现技术劳务价值，并对当下人工智能辅助诊断、云存储等列出指导性意见，人工智能辅助诊断（扩展项）、床旁超声（加收项）首度被纳入价格构成。

后续国家医保局将指导各省份制定省级基准价格，具体细则仍有待落实。检查项目价格中设备折旧费用占比约为 30-50%，过去大型设备定价权控制在少数厂商中，这也导致医疗机构检查项目高定价，近年来随着国产替代进程加速，大型医疗影像设备价格呈下降趋势，为检查价格回归合理提供有力支撑。建议关注：1) 具备成本优势和技术优势的国产医学影像设备龙头，如**迈瑞医疗、联影医疗**；2) 领先布局“影像+AI”、小型便携式超声的企业，如**迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、祥生医疗**等。

新股上市跟踪

◆ 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪

表6: 近期 A 股/H 股医药板块新股上市情况跟踪

证券代码	公司简称	上市进展	公司简介
2587.HK	健康之路	12月18日招股, 12月19日申购 -20日申购	健康之路是一家专注于数字健康医疗服务的公司, 成立于2001年, 前身为福州人人健康信息科技有限公司。公司总部位于福建省福州市, 并在全国主要城市设有附属公司、分部和办事处, 覆盖超过25个主要城市。公司主要为个人用户、企业与机构(如医药企业、医院、保险公司等)提供综合健康医疗服务及企业服务和数字营销服务。个人健康服务涵盖预约挂号、医疗代理、陪诊服务、身体检查、医疗咨询及手术预约安排等; 企业服务则提供定制内容服务和IT解决方案, 帮助企业和机构提升运营效率。公司通过其平台医护网、微信公众号、移动应用(APP)、呼叫中心和医院现场等多元化服务渠道, 为全国患者提供全面的健康管理服务。
2506.HK	讯飞医疗科技	12月18日招股, 12月19日申购 -20日申购	公司是一家人工智能赋能的医疗解决方案提供商。公司致力于利用人工智能技术赋能医疗行业实现中国医疗人工智能解决方案大规模商业化。公司的产品及解决方案支持从健康风险预警、早筛、辅助诊断及治疗以及治疗效果评估、诊后管理与慢病管理的多种医疗服务。具体而言, 公司提供(i)基层医疗服务, 以协助基层医疗医生提高服务能力; (ii)医院服务, 以帮助医院提高医院及医生的效率; (iii)患者服务, 以提高患者(包括门诊患者、医疗机构住院患者、居家出院住院患者以及其他个人客户)享受医疗服务的质量; 及(iv)区域管理平台解决方案, 以协助区域管理机构进行数据驱动的综合管理以及有效部署医疗保险资金。通过该等辅助医疗服务的产品及解决方案, 公司致力于推动人机耦合的诊疗模式, 并为中国的医疗改革作出贡献。根据弗若斯特沙利文的资料, 公司2023年的收入规模在中国医疗人工智能行业中排名第一, 市场份额为5.9%。

资料来源: 中国证监会, 港交所, 国信证券经济研究所整理

本周行情回顾

本周全部 A 股下跌 0.80%（总市值加权平均），沪深 300 下跌 0.14%，中小板指下跌 0.27%，创业板指下跌 1.15%，生物医药板块整体下跌 2.13%，生物医药板块表现弱于整体市场。分子板块来看，化学制药下跌 2.78%，生物制品下跌 1.62%，医疗服务下跌 2.30%，医疗器械下跌 2.68%，医药商业下跌 1.78%，中药下跌 0.55%。

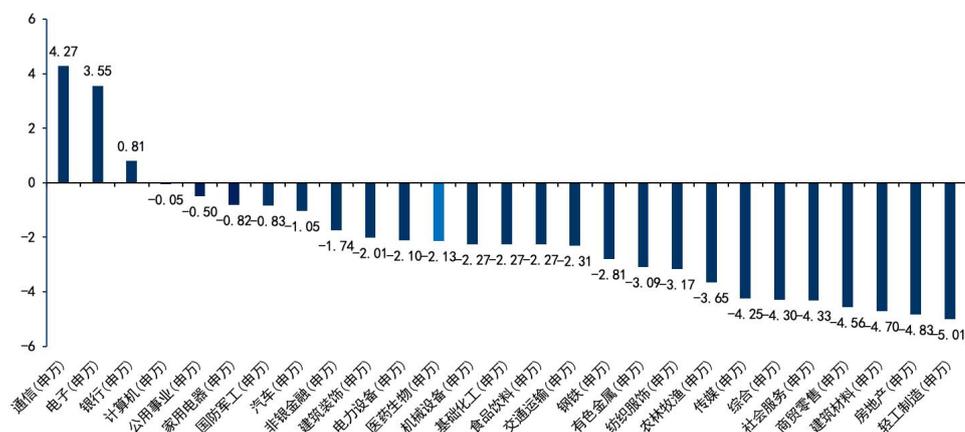
个股方面，涨幅居前的是爱朋医疗（24.63%）、翰宇药业（22.62%）、创新医疗（20.17%）、乐心医疗（16.35%）、科兴制药（15.03%）、开开实业（14.76%）、博士眼镜（12.30%）、康为世纪（11.94%）、睿昂基因（9.28%）、明月镜片（9.27%）。

跌幅居前的是灵康药业（-25.15%）、普利制药（-22.20%）、德展健康（-20.56%）、嘉应制药（-19.20%）、*ST 吉药（-13.43%）、绿康生化（-12.96%）、海欣股份（-12.68%）、ST 美谷（-12.17%）、人民同泰（-12.12%）、德源药业（-10.80%）。

本周恒生指数下跌 1.25%，港股医疗保健板块下跌 3.49%，板块相对表现弱于恒生指数。分子板块来看，制药板块下跌 1.90%，生物科技下跌 3.35%，医疗保健设备下跌 4.19%，医疗服务下跌 1.51%。

市场表现居前的是（仅统计市值 50 亿港币以上）晶泰控股-P（40.86%）、方舟健客（36.18%）、同源康医药-B（23.20%）、亚盛医药-B（10.98%）、复宏汉霖（7.66%）；跌幅居前的是医渡科技（-16.89%）、平安好医生（-16.67%）、康诺亚-B（-13.98%）、和黄医药（-9.78%）、绿叶制药（-9.32%）。

图1：申万一级行业一周涨跌幅（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表7: 本周 A 股涨跌幅前十的个股情况

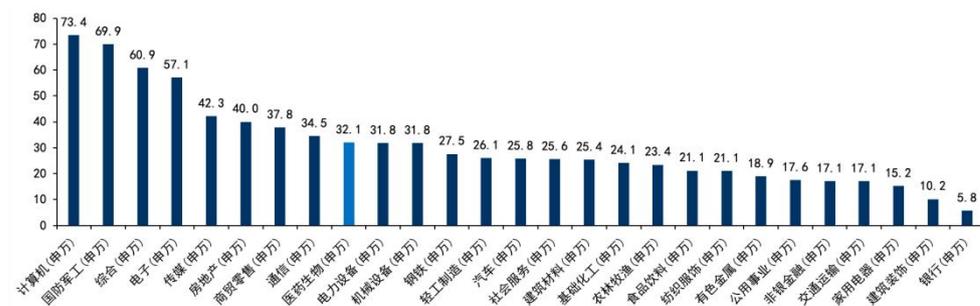
本周涨幅前十		本周跌幅前十	
股票简称	涨幅	股票简称	跌幅
爱朋医疗	24.63%	灵康药业	-25.15%
翰宇药业	22.62%	普利制药	-22.20%
创新医疗	20.17%	德展健康	-20.56%
乐心医疗	16.35%	嘉应制药	-19.20%
科兴制药	15.03%	*ST 吉药	-13.43%
开开实业	14.76%	绿康生化	-12.96%
博士眼镜	12.30%	海欣股份	-12.68%
康为世纪	11.94%	ST 美谷	-12.17%
睿昂基因	9.28%	人民同泰	-12.12%
明月镜片	9.27%	德源药业	-10.80%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 本表仅做列示, 不做推荐

板块估值情况

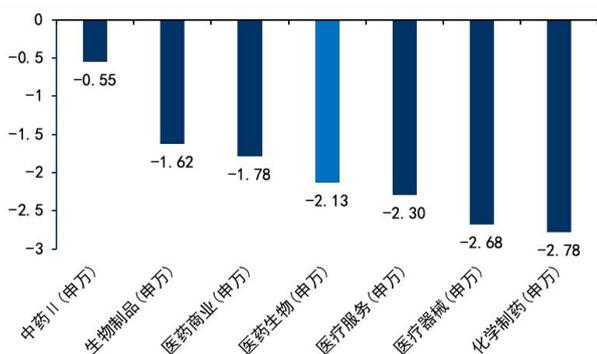
医药生物市盈率（TTM）32.07x，全部 A 股（申万 A 股指数）市盈率 17.85x。分板块来看，化学制药 37.21x，生物制品 31.77x，医疗服务 35.13x，医疗器械 31.78x，医药商业 19.10x，中药 28.74x。

图2: 申万一级行业市盈率情况（TTM）



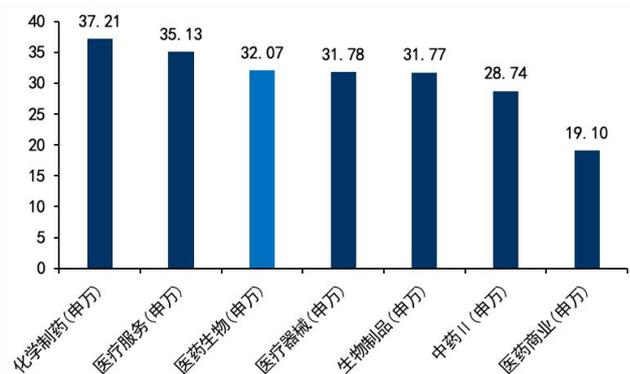
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 医药行业子板块一周涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 医药行业子板块市盈率情况 (TTM)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

投资策略

医药 12 月月度观点

需求端：医药行业需求增长稳定，且呈现需求升级的趋势。2019-2023 年，我国卫生总费用 65196 亿元增长 90578 亿元，CAGR 为 8.6%，高于名义 GDP 复合增速；2019-2023 年国内医疗机构诊疗量复合增速为 5.4%，从价格的角度来看，虽然面临控费的整体压力以及集采、技术进步等因素导致存量产品的价格体系坍塌，但由于诊疗结构的变化和创新产品相对价格更高，疫情后医疗保健领域的价格水平整体保持稳定，价格小幅增长，展现出国内医疗需求持续升级的大趋势。

供给端：行业正经历较为剧烈的供给侧结构性改革，有望 25 年进入新一轮增长周期。2019 年以后行业亏损比例逐年提升，今年已经稳定在 30% 以上，医疗行业持续受到宏观经济、地缘政治、医保控费政策、疫情后遗症、行业规范化整顿等外部因素的影响，龙头公司在这一轮行业出清周期中体现出较强的韧性，进一步提升市场份额，在行业见底回升后，将展现更强的竞争力。

支付端：多元化支付体系有望推动卫生总费用在 GDP 中占比持续提升。医保支出在卫生总费用的占比有望维持 25-30% 的水平，在经济复苏及政策鼓励的背景之下，商业健康险、财政支出、个人支出占比有望在未来几年提升，创新药、创新医疗器械、医疗设备、优质医疗服务有望受益于多元化支付体系带来的购买力提升。

政策端：药品及器械集采接近尾声，服务端改革将是最后一环。医疗服务价格改革将是 25 年医保改革重点，也是 DRG/DIP2.0 政策大框架之下的医保改革最后一环；医疗行业规范化整顿肃清行业环境，有利于行业健康、规范发展；设备更新政策在 24 年落地慢于预期，有望在财政政策的支持下加速落地；创新药、创新器械在医保腾笼换鸟+商保增量支持的推动下，将是国内医药产业升级的主体脉络。

投资建议：国内医疗需求持续升级，宏观经济有望逐步回暖，在地缘政治扰动之下，国家有望加大对于自主可控的支持力度，建议优先配置创新药、创新器械、医疗设备等细分行业，同时建议关注 AI 医疗、并购重组等带来的主题投资机会。

推荐标的

迈瑞医疗：疫情后预计医院建设投入将加大，对医疗设备的需求随之加大；并且，国家有望进一步出台政策，鼓励支持国产高端设备的技术研发，提高相关设备的自主可控能力。公司是具备创新属性的器械龙头，业绩高增长，行业优势明显。

药明康德：公司是全球领先的制药以及医疗器械研发开放式能力和技术平台企业。药明康德向全球制药公司、生物技术公司以及医疗器械公司提供全方位的实验室研发、研究生产服务，服务范围贯穿从小分子药物发现到推向市场的全过程，以及细胞治疗和基因治疗从产品开发到商业化生产服务、医疗器械测试服务等。

联影医疗：公司致力于为全球客户提供高性能医学影像设备、放射治疗产品、生命科学仪器及医疗数字化、智能化解决方案。高端升级+拓展海外市场驱动公司未来实现稳健增长，成长为全球影像设备龙头企业。

新产业：公司为化学发光免疫分析领域的龙头，拥有技术、生产和销售等方面的多重优势，坚实庞大的装机基础未来将持续带动试剂销售，促进进口替代，同时国际化和平台化布局将开启新成长曲线。

爱博医疗：公司是国内首家自主开发高端屈光性人工晶状体的厂家，隐形眼镜正处于快速放量阶段。拥有丰富在研管线，未来平台化和国际化发展潜力大。

智翔金泰-U：核心品种赛立奇单抗是国内首个申报上市的国产抗 IL-17A 单抗，中重度斑块状银屑病适应症 Ph3 临床数据优异，预计 2024H1 获批上市。IL-4RA 管线 GR1802 目前布局 AD、哮喘、CRSwNP 等适应症国内进度预计 3~5 位，进度紧跟第一梯队。

开立医疗：开立医疗是国内“超声+软镜”行业领军企业，持续丰富业务矩阵，公司超声业务已经历 20 多年发展，建立了较为完善的营销网络渠道，超声行业也逐步进入成熟期。作为国产软镜后起之秀，开立在国内市场已跻身市占率第三。同时持续布局微创外科和心血管介入，新业务成长可期。

美好医疗：公司专注于医疗器械精密组件及产品的设计开发、制造和销售，具备提供医疗器械组件及产品开发的全流程服务的能力，目前核心业务为家用呼吸机组件和人工植入耳蜗组件，作为平台型企业，公司延伸能力突出，目前已经延伸至其他医疗器械产品组件和家用及消费电子组件。

澳华内镜：公司为国产软镜设备龙头，软镜市场国产化率提升空间巨大，公司旗舰产品 AQ-300 于 2022 年底上市，性能媲美进口产品，目前市场推广进展顺利，有望带动收入高增长和盈利能力提升。

艾德生物：公司是肿瘤精准诊断领域的龙头企业，产品线布局领先，构建了从靶向治疗到免疫治疗的全方位伴随诊断产品体系，在院内渠道具备强大的销售壁垒；此外，公司产品顺利出海，中长期发展空间广阔。

特宝生物：公司核心品种派格宾是目前国内唯一长效干扰素产品，国内慢性乙肝患者群体庞大，随着乙肝临床治愈理念的不断普及、科学证据的积累，以长效干扰素为基石的组合法渗透率有望持续提升；珮金是新一代长效升白药，有望贡献销售增量；长效生长激素已提交 NDA，国内进度领先。

药康生物：公司是一家专业从事实验动物小鼠模型的研发、生产、销售及相关技术服务的高新技术企业，系亚洲小鼠突变和资源联盟企业成员以及科技部认定的国家遗传工程小鼠资源库共建单位。近年来海外市场营收增速较快，各业务线条均稳健增长。

康方生物(9926.HK)：公司为专注创新的双抗龙头，首款双抗 AK104 销售表现优秀，并且将在年底前后读出一线宫颈癌、一线胃癌两个大适应症的 3 期数据。另一款双抗 AK112 在 EGFR 突变的肺癌中进度较快，并且已经开启了和 k 药头对头的临床。AK112 海外临床顺利推进，有望实现海外价值。

科伦博泰生物-B(6990.HK)：公司 ADC 产品早期临床数据优秀，研发进度在全球范围内较为领先，且已经与默沙东达成了深度的合作，有利于产品实现在全球的商业化潜力。公司未来 2~3 年的营收主要来源于默沙东的首付款和里程碑付款，产品销售将在 2025 年后开始放量。

和黄医药(0013.HK)：公司的呋喹替尼去年底在美国获批上市后迅速放量，二线胃癌适应症有望在今年下半年获批上市。赛沃替尼与奥希替尼联合探索 EGFRm/MET+ NSCLC 的临床也有望迎来数据读出和申报上市。

康诺亚-B(2162.HK)：核心品种 CM310 在 AD 适应症开启 3 期注册性临床，CRSwNP 2 期数据读出，有望成为首个获批上市的国产 IL4Ra 单抗；后续差异化管线临床顺利推进。预计公司将在 2024 年实现首款产品 CM310 的商业化，由于公司对外合作产生现金流，且研发投入高效。

爱康医疗(1789.HK)：公司是中国第一家将 3D 打印技术商业化的人工关节领域龙头公司，公司产品线齐全，借助集采提升市场份额，加速进口替代，巩固龙头地位。骨生物材料和数字化骨科将成为新增长点。

风险提示

研发失败风险；商业化不及预期风险；地缘政治风险；政策超预期风险。

附表：重点覆盖公司盈利预测及估值

代码	公司简称	子行业	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE				ROE 23A	PEG 24E	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械	3,034	115.8	127.6	151.1	176.4	26.2	23.8	20.1	17.2	35.0%	1.6	优于大市
300832.SZ	新产业	医疗器械	514	16.5	19.5	23.8	29.5	31.1	26.4	21.6	17.4	21.9%	1.2	优于大市
688212.SH	澳华内镜	医疗器械	59	0.6	0.4	1.0	1.9	101.8	147.2	57.7	30.4	4.2%	3.0	优于大市
688161.SH	威高骨科	医疗器械	106	1.1	2.2	2.9	3.4	94.3	47.7	36.3	30.9	2.9%	1.1	优于大市
688271.SH	联影医疗	医疗器械	1,027	19.7	14.2	23.0	28.1	52.0	72.3	44.6	36.6	10.5%	5.8	优于大市
688050.SH	爱博医疗	医疗器械	167	3.0	4.1	5.2	6.4	55.1	40.9	32.3	26.3	14.3%	1.5	优于大市
688114.SH	华大智造	医疗器械	221	(6.1)	3.2	3.9	-	(36.3)	68.5	56.7	-	-7.0%	3.3	优于大市
301363.SZ	美好医疗	医疗器械	128	3.1	3.9	4.9	6.0	41.0	32.8	26.4	21.4	9.8%	1.4	优于大市
688016.SH	心脉医疗	医疗器械	146	4.9	6.1	8.0	-	29.6	23.9	18.3	-	12.8%	0.9	优于大市
688236.SH	春立医疗	医疗器械	47	2.8	2.5	3.0	3.6	17.0	18.9	15.8	13.2	9.7%	2.2	优于大市
688576.SH	西山科技	医疗器械	33	1.2	1.3	1.5	1.8	27.7	25.2	21.1	17.8	5.4%	1.6	优于大市
300049.SZ	福瑞股份	医疗器械	94	1.0	2.0	3.0	4.0	92.5	47.4	31.5	23.4	6.6%	0.8	优于大市
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	85	3.1	4.1	5.3	6.4	27.1	20.5	16.0	13.3	4.9%	0.8	优于大市
300685.SZ	艾德生物	医疗器械	95	2.6	3.2	3.9	4.8	36.5	29.9	24.3	19.8	15.4%	1.3	优于大市
688358.SH	祥生医疗	医疗器械	29	1.5	1.9	2.3	2.9	20.1	15.4	12.7	10.1	10.7%	0.6	优于大市
688389.SH	普门科技	医疗器械	66	3.3	4.1	5.1	6.2	19.9	16.0	12.9	10.5	18.3%	0.7	优于大市
688029.SH	南微医学	医疗器械	131	4.9	6.0	6.9	8.0	26.9	21.9	19.0	16.3	13.5%	1.2	优于大市
603301.SH	振德医疗	医疗器械	60	2.0	4.0	5.1	6.4	30.4	15.1	11.8	9.5	3.7%	0.3	优于大市
688626.SH	翔宇医疗	医疗器械	54	2.3	2.1	2.7	3.3	23.9	26.3	20.5	16.2	10.9%	1.9	优于大市
605369.SH	拱东医疗	医疗器械	46	1.1	2.5	3.0	3.5	42.5	18.6	15.3	13.2	6.7%	0.4	优于大市
300633.SZ	开立医疗	医疗器械	138	4.5	2.0	4.9	6.6	30.3	70.3	28.0	20.8	14.4%	5.2	优于大市
301367.SZ	怡和嘉业	医疗器械	60	3.0	1.9	2.6	3.3	20.1	31.0	23.3	18.1	10.7%	8.5	优于大市
688575.SH	亚辉龙	医疗器械	94	3.6	3.8	5.1	6.7	26.4	24.6	18.3	14.1	13.9%	1.1	优于大市
002653.SZ	海思科	化学制药	387	3.0	4.5	6.6	9.2	131.3	85.9	58.8	42.3	7.1%	1.9	优于大市
688062.SH	迈威生物-U	生物药	83	(10.5)	(7.5)	(5.2)	(1.3)	(7.9)	(11.1)	(16.1)	(66.1)	-40.8%	0.2	优于大市
300601.SZ	康泰生物	生物药	203	8.6	6.1	8.1	10.0	23.5	33.2	25.1	20.3	9.0%	6.6	优于大市
688687.SH	凯因科技	生物药	39	1.2	1.3	2.0	2.6	33.6	29.4	19.6	14.9	6.6%	0.9	优于大市
688319.SH	欧林生物	生物药	48	0.2	0.5	0.7	1.3	271.0	99.1	73.2	35.8	1.9%	1.0	优于大市
688443.SH	智翔金泰-U	生物药	101	(8.0)	(7.8)	(7.3)	(4.6)	(12.6)	(13.0)	(13.9)	(21.8)	-28.8%	0.8	优于大市
688278.SH	特宝生物	生物药	288	5.6	8.0	11.3	15.1	51.9	36.3	25.6	19.1	29.6%	1.0	优于大市
000999.SZ	华润三九	中药	596	28.5	33.1	39.4	45.7	20.9	18.0	15.1	13.0	15.0%	1.1	优于大市
600557.SH	康缘药业	中药	83	5.4	5.4	6.1	6.8	15.5	15.4	13.7	12.3	10.3%	1.9	优于大市
600129.SH	太极集团	中药	149	8.2	10.7	13.0	15.6	18.1	13.9	11.4	9.5	22.7%	0.6	优于大市
688046.SH	药康生物	生命科学与工业上游	57	1.6	1.4	1.8	2.2	35.9	40.7	32.4	26.4	7.5%	3.8	优于大市
301080.SZ	百普赛斯	生命科学与工业上游	53	1.5	1.6	2.2	3.0	34.8	34.3	24.8	18.0	5.9%	1.4	优于大市
688293.SH	奥浦迈	生命科学与工业上游	46	0.5	0.4	1.0	1.4	84.7	109.0	47.2	32.2	2.5%	2.9	优于大市
603259.SH	药明康德	CXO	1,593	106.9	94.4	107.7	122.8	14.9	16.9	14.8	13.0	17.4%	3.6	优于大市
000739.SZ	普洛药业	CXO	186	10.6	11.2	13.3	15.9	17.7	16.6	14.1	11.7	17.0%	1.1	优于大市
603127.SH	昭衍新药	CXO	119	4.0	0.9	3.0	3.4	30.1	131.2	39.8	35.6	4.8%	-23.8	优于大市
301096.SZ	百诚医药	CXO	44	2.7	1.8	2.2	2.7	16.1	24.5	20.2	16.4	10.1%	-40.1	优于大市
688076.SH	诺泰生物	CXO	111	1.6	4.7	6.4	8.6	68.0	23.6	17.3	12.8	7.5%	0.3	优于大市
688222.SH	成都先导	CXO	56	0.4	0.5	0.6	0.8	137.4	111.9	88.8	67.4	3.0%	4.2	优于大市
603882.SH	金域医学	医疗服务	143	6.4	2.3	6.9	8.5	22.2	62.2	20.8	16.9	7.7%	6.5	优于大市
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	1,311	33.6	35.3	42.6	51.0	39.0	37.1	30.8	25.7	17.8%	2.5	优于大市
1066.HK	威高股份	医疗器械	191	20.0	21.9	23.5	25.4	9.6	8.7	8.1	7.5	8.9%	1.1	优于大市
1789.HK	爱康医疗	医疗器械	49	1.8	2.7	3.5	4.4	26.9	18.5	14.1	11.1	7.6%	0.5	优于大市
2005.HK	石四药集团	化学制药	92	11.9	12.4	13.9	15.3	7.7	7.4	6.7	6.0	19.0%	0.9	优于大市
0512.HK	远大医药	化学制药	156	17.0	19.1	21.1	23.4	9.1	8.1	7.4	6.7	12.4%	0.7	优于大市
0013.HK	和黄医药	化学制药	179	7.1	(0.9)	4.4	7.8	25.0	(207.1)	40.7	23.0	13.8%	-72.7	优于大市
2162.HK	康诺亚-B	生物药	84	(3.6)	(6.4)	(7.8)	(3.6)	(23.5)	(13.2)	(10.9)	(23.8)	-12.0%	32.4	优于大市
9926.HK	康方生物	生物药	505	20.3	(3.3)	3.2	14.0	24.9	(151.3)	158.4	36.1	43.2%	13.0	优于大市
1530.HK	三生制药	生物药	135	15.5	19.3	21.5	24.2	8.7	7.0	6.3	5.6	11.0%	0.4	优于大市

6990.HK	科伦博泰生物-B	生物药	376	(5.7)	(3.0)	(5.6)	(2.5)	(65.4)	(126.9)	(67.3)	(152.1)	-24.6%	5.2	优于大市
2480.HK	绿竹生物-B	生物药	44	(2.5)	(3.0)	(3.6)	(3.4)	(17.5)	(14.6)	(12.3)	(12.8)	-24.4%	-1.3	优于大市
2268.HK	药明合联	CXO	355	2.8	7.1	10.2	13.2	125.3	49.8	35.0	27.0	5.2%	0.7	优于大市
2269.HK	药明生物	CXO	647	34.0	38.2	44.8	53.2	19.0	16.9	14.4	12.2	8.4%	1.1	优于大市
1951.HK	锦欣生殖	医疗服务	72	3.4	4.6	5.7	-	20.8	15.5	12.6	-	3.4%	0.5	优于大市
2273.HK	固生堂	医疗服务	70	2.5	3.4	4.4	6.0	27.9	20.9	16.1	11.7	10.9%	0.7	优于大市
2666.HK	环球医疗	医疗服务	84	20.2	21.1	22.8	24.8	4.1	4.0	3.7	3.4	12.9%	0.6	优于大市

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理、预测 注: 总市值以 2024/12/20 股价计算

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032