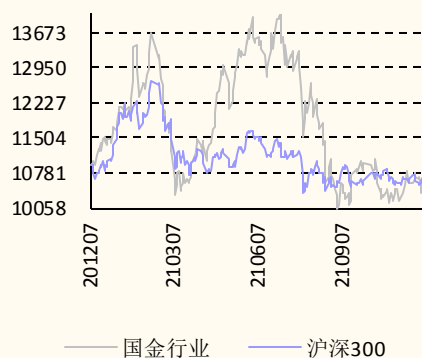


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金医疗指数	10244
沪深300指数	4893
上证指数	3589
深证成指	14753
中小板综指	14096



## 相关报告

- 1.《行业更新：牙博士招股说明书整理-牙博士招股书整理》，2021.10.7
- 2.《胶原蛋白应用领域不断拓展-胶原蛋白行业分析》，2021.9.26
- 3.《国家组织人工关节带量采购中标结果公示-医疗器械行业点评》，2021.9.15
- 4.《半年报业绩成长扎实，市场调整不改乐观预期-医疗行业中期年度报...》，2021.9.13
- 5.《国家人工关节带量采购文件正式发布-医疗器械行业点评》，2021.8.24

袁维

分析师 SAC 执业编号：S1130518080002

(021)60833333

## 自下而上，重点看好价值成长与出海创新

## 行业回顾与分析

- 当前时点的医疗板块，抗疫物资需求量价趋于平衡；医保集采和控费政策逐步落地，市场预期逐步平稳；板块估值分化突出，高基数高预期与低估值低预期并存。
  - 医疗器械板块：产品创新升级趋势加速，国际化布局打开潜在空间
  - 医疗服务行业：价格改革明确提质增效，推进医疗服务高质量发展
  - 生物制品行业：景气度持续提升，政策风险可控
  - 医美行业：监管趋严利好龙头稳健发展，新型再生填充剂快速推广
- 过去数年自上而下、注重赛道逻辑、聚焦强成长、淡化估值的医疗板块投资风格下，小部分板块高预期、高基数积累情况较为明显；而更多板块因为遭遇疫情冲击/降价控费压力/行业和企业经营发展变化等原因，配置比例和估值水平处于历史低位。从市场面看，当前市场品种和板块配置集中，医疗板块估值分化较为突出。

## 投资建议

- 我们认为 2022 年医疗板块投资机会很可能是自下而上、强调表观增长、强调增速与估值匹配的，重点看好具有良好的表观增速、估值与增长匹配度良好的相关标的。
- 我们重点看好医疗板块两大布局方向：价值成长和创新出海
- 价值成长：我们认为当前板块内有大量仍然具有良好行业模式和较好成长性的标的已经处于历史估值低位，原因在于市场对其未来成长过于悲观。如果医保/控费压力阶段性出清，或者疫情对院内诊疗流量和药品耗材使用的压制解除，或者行业政策景气度出现拐点，那么估值修复所带来的重新定价弹性将十分可观。代表性领域：生长激素、血液制品、优质家用医疗器械、体外诊断龙头、连锁医疗服务等。
- 创新和出海：展望未来医疗板块产业发展，我们认为，创新依旧是医药行业的灵魂，在存量会被不断优化的医保定价格局下，新产品享受的定价优势对企业长期成长至关重要；而企业如果能在海外市场占据可观份额，也将提升未来潜在成长空间。鉴于创新/出海能力对于未来医疗板块企业长期持续成长能力的重要性提升，市场有望给予这些领域优势企业以估值溢价。同时正如我们所分析，当前市场注重估值与增速的匹配，因此这类标的中具有合理估值的标的更加值得重点关注。代表性领域：器械行业龙头和细分领域优秀企业、创新疫苗、头部医美产品、生命科学服务等。

## 重点公司

- 迈瑞医疗、长春高新、博雅生物、南微医学、万泰生物等（详见正文）。

## 风险提示

- 疫情反弹超预期影响常规诊疗流量；抗疫物资量价回落风险；医保控费和集采力度超出预期风险；新品放量不及预期风险；行业监管收紧超出预期等。

## 内容目录

2022 医疗板块投资策略：风格转变自下而上，注重表观增速，重新看重估值	4
医疗器械板块：产品创新升级趋势加速，国际化布局打开潜在空间	7
医保控费政策趋于缓和，细分赛道进口替代空间巨大	7
行业创新升级趋势不改，研发投入增长迅速	11
海外医疗器械市场空间巨大，企业出口持续扩张	12
体外诊断行业：新冠检测量价逐步回归平衡，常规业务中长期布局机会显现	13
医疗服务行业：价格改革明确提质增效，推进医疗服务高质量发展	19
医疗服务价格改革遵循“质价相符”，推进医疗服务高质量发展	19
医疗服务机构紧跟行业变化，从多个层次满足患者的需求	21
生物制品行业：景气度持续提升，政策风险可控	23
疫苗：关注新冠疫苗出海与常规疫苗大品种放量节奏	23
血制品：行业景气度持续回暖，浆站审批未来有望提速	26
生长激素：新患入组恢复优秀增长，政策影响预计温和	29
医美行业：监管趋严利好龙头稳健发展，新型再生填充剂快速推广	32
行业监管政策相继落地，合规龙头企业份额有望提升	32
新型再生填充剂登陆市场，医美行业将迎来新风向	32
投资建议	33
重点公司	33
风险提示	33

## 图表目录

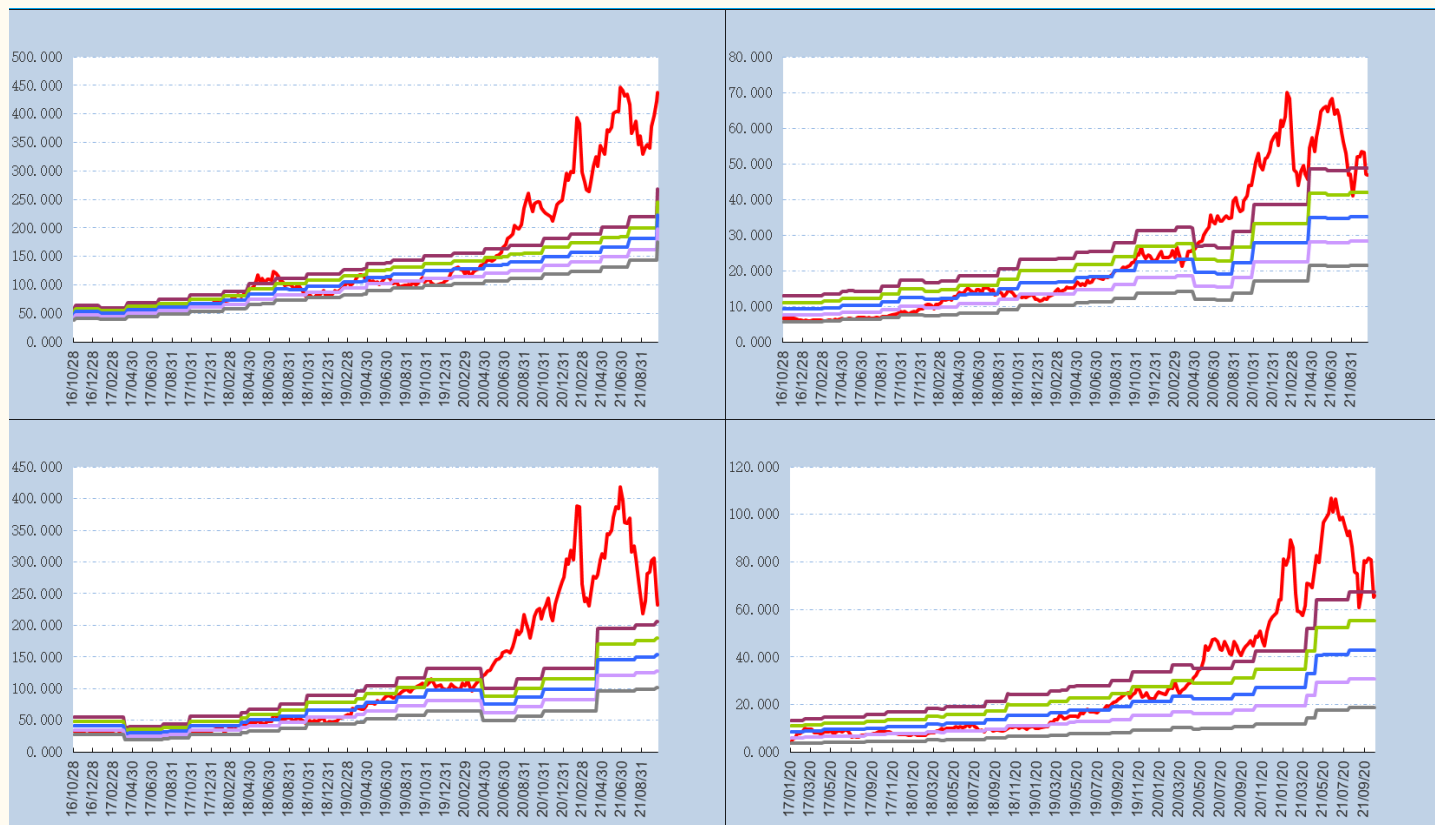
图表 1：医药板块部分企业估值情况 PE（TTM PE，仅展示板块估值分化情况，不代表具体标的投资建议）	4
图表 2：医药板块部分企业估值情况-2（TTM PE，仅展示板块估值分化情况，不代表具体标的投资建议）	5
图表 3：部分医疗器械企业 2021 年前三季度营业收入情况	8
图表 4：部分医疗器械企业 2021 年前三季度归母净利润情况	9
图表 5：高值耗材带量采购历史政策梳理	10
图表 6：部分医疗器械细分领域国产化率	10
图表 7：部分鼓励国产医疗器械替代的政策文件	11
图表 8：部分国家鼓励医疗器械创新升级的政策法规	11
图表 9：部分高值耗材企业 2021 年前三季度研发投入情况	12
图表 10：国家药监局批准注册创新医疗器械数量	12
图表 11：医疗器械行业全球主要国家和地区市场份额	13
图表 12：医疗仪器及器械出口规模（亿美元）	13
图表 13：国内医疗器械出口产品结构	13

图表 14: 体外诊断行业指数涨跌、归母净利润及沪深 300 指数涨跌走势.....	14
图表 15: 中国医疗机构当月总诊疗人次数.....	14
图表 16: 体外诊断公司三季度业绩情况.....	15
图表 17: 安徽临床检验试剂集中带量采购中标结果.....	16
图表 18: 2021H1 全球医疗健康投融资细分赛道热力图.....	17
图表 19: 部分体外诊断公司合作梳理（不完全统计，仅供参考）.....	18
图表 20: 十四五期间部分地区鼓励社会化办医的政策梳理.....	20
图表 21: 宁波医保局关于国产品牌种植牙项目方案.....	22
图表 22: 宁波医保局关于进口品牌种植牙项目方案.....	22
图表 23: 国内已获批紧急使用或附条件上市的新新冠疫苗厂商 2021 年前三季度业绩表现.....	23
图表 24: 海外主要新冠疫苗厂商的业绩贡献.....	23
图表 25: 中国疫苗出口产值总量（单月）.....	24
图表 26: 中国疫苗出口产值总量（累计）.....	24
图表 27: 中国疫苗出口产值结构（单月，按注册地分）.....	24
图表 28: 中国疫苗出口产值结构（累计，按贸易伙伴分）.....	24
图表 29: 2021 年前三季度部分疫苗公司重点疫苗品种批签发情况.....	25
图表 30: 国内部分上市疫苗公司处于临床后期的产品管线进展（不含新冠疫苗相关）.....	26
图表 31: 2021 年 1-10 月白蛋白及静丙批次同比增速.....	26
图表 32: 2021 年 1-10 月部分其他血制品批次同比增速.....	26
图表 33: 部分血制品企业存货周转天数变化.....	27
图表 34: 部分血制品企业应收账款周转天数变化.....	27
图表 35: CSL 预计 2021 年采浆量下降约 20%.....	27
图表 36: Grifol 预计 2021 年欧美血浆采集增长 10-20%.....	28
图表 37: 2021 年以来天坛生物新设浆站情况（截止 11 月 15 日）.....	28
图表 38: 国家卫生健康委办公厅关于印发献血浆者须知（2021 年版）的通知.....	29
图表 39: 2015Q3-2021Q2 金赛水针样本医院销售情况.....	30
图表 40: 2015Q3-2021Q2 安科粉针样本医院销售情况.....	30
图表 41: 2021 年广东联盟集采政策时间轴梳理.....	30
图表 42: 2012-2020 年我国生长激素粉针剂型竞争格局.....	31
图表 43: 2012-2020 年我国生长激素水针剂型竞争格局.....	31
图表 44: 部分医美企业 2021 年前三季度营业收入情况.....	32
图表 45: 部分医美企业 2021 年前三季度营业收入情况.....	32

## 2022 医疗板块投资策略：风格转变自下而上，注重表观增速，重新看重估值

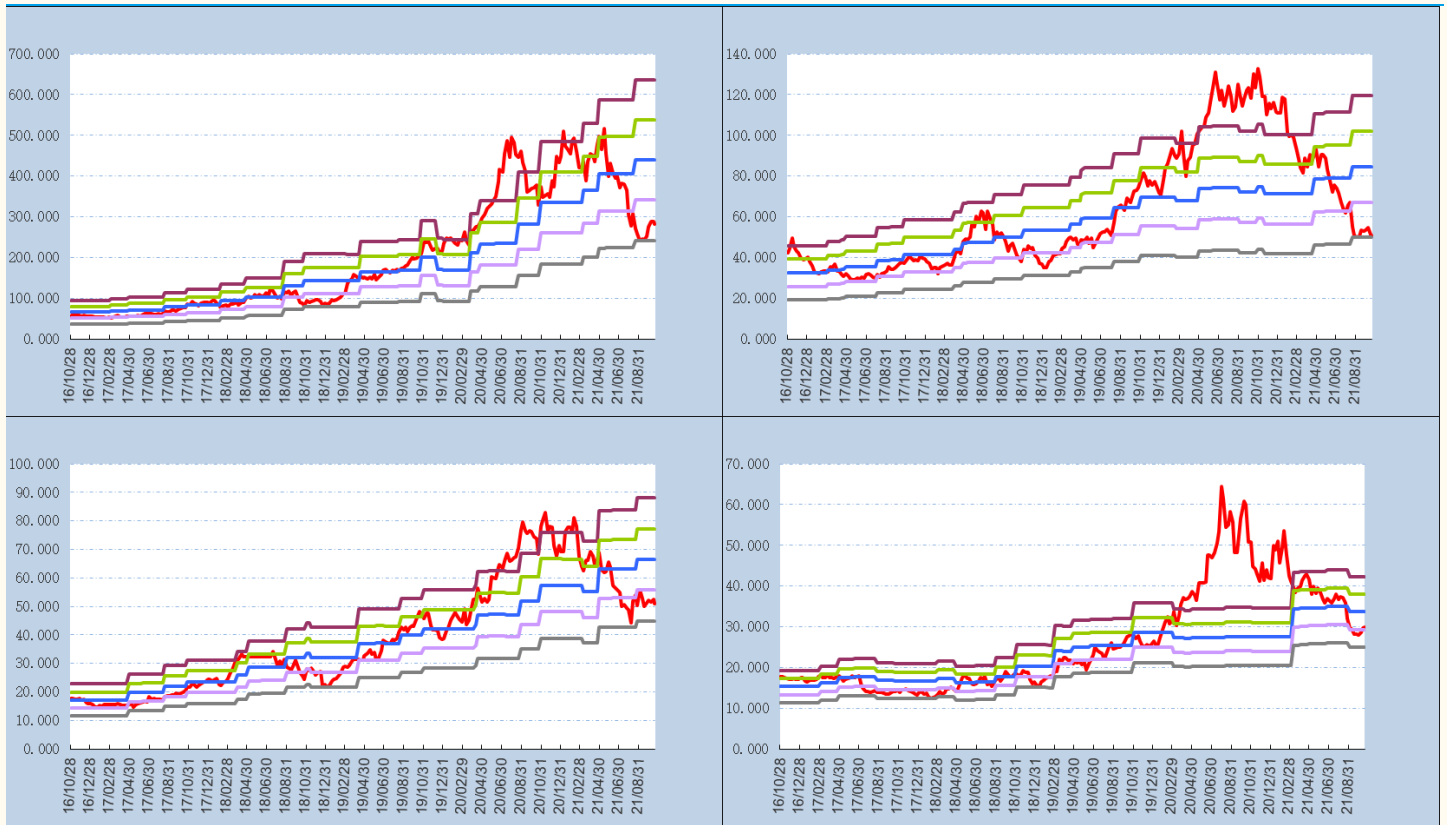
- 在当前时点回顾医疗板块 2021 年变化，展望 2022 成长，我们有如下主要判断：
  - **抗疫物资需求量价趋于平衡**：尽管当前全球仍然面临新冠疫情的反复侵袭和新毒株新突变出现等压力，但随着全球抗疫进入第三年，医疗防护产品和设备、新冠检测产品、新冠疫苗等抗疫物资供应链不断成熟，供需矛盾得到一定程度缓解，同时板块内相关企业业绩基数和预期逐步稳定，未来二级市场抗疫物资板块预期在变化中趋于稳定；
  - **医保集采和控费政策逐步落地，市场预期逐步平稳**：随着国家药品器械集中带量采购的不断落地，地方联盟采购/阳光采购多点开花，DRG/DIP 支付方式改革试点地域和试点机构不断拓面，医保控费是一项常抓不懈的工作已经成为市场大范围预期。未来板块存量品种/存量业务仍然会面临支付方降价和控费的压力，但这种压力是循序渐进且有较为充分预期的，市场对医保集采和控费政策的反应趋于理性。
  - **板块估值分化突出，高基数高预期与低估值低预期并存**：过去数年自上而下、注重赛道逻辑、聚焦强成长、淡化估值的医疗板块投资风格下，小部分板块高预期、高基数积累情况较为明显；而更多板块因为遭遇疫情冲击/降价控费压力/行业和企业经营发展变化等原因，配置比例和估值水平处于历史低位。从市场面看，当前市场品种和板块配置集中，医疗板块估值分化较为突出。如果基本面/资金面/政策面因素发生变化，这种估值高分化的市场状态可能会出现再平衡。

图表 1：医药板块部分企业估值情况 PE (TTMPE，仅展示板块估值分化情况，不代表具体标的投资建议)



来源：Wind，国金证券研究所

**图表 2：医药板块部分企业估值情况-2 (TTMPE, 仅展示板块估值分化情况, 不代表具体标的投资建议)**



来源：Wind，国金证券研究所

- 我们认为 2022 年医疗板块投资机会很可能是自下而上、强调表观增长、强调增速与估值匹配的，2022 年医疗板块投资大概率会围绕两个核心指标，有两个重点方向：
- 投资标的选择围绕两个核心指标：表观增长，以及估值匹配程度
  - 表观增长：医药板块的最大魅力在于长期成长性，尤其考虑到板块 2021Q3 以来由于基数、疫情反复、控费等原因成长性有一定削弱，2021Q4 和 2022 年医药投资资金配置仍然将围绕有优秀表观增长的标的展开布局，短期优秀增长也是投资者对长期逻辑兑现的最重要信心来源之一。
  - 估值与增长速度的匹配程度：正如我们所分析，前期医疗板块主线投资领域估值被高度开发、分化明显的条件下，如果高估值板块的乐观成长预期和低估值板块的悲观成长预期发生变化，可能出现估值和增速的再平衡。过去至少 3-4 年，强成长风格下，估值因素在医药板块的投资中是非常不重要的；但在未来一段时期，我们认为估值因素也将被市场纳入考虑。
- 医疗板块投资两个重点布局方向：价值成长和创新出海
- 价值成长：历史经验反复证明，医药板块进行成长投资效果远好于深度价值投资方法。但是基于前面的分析，相比于过去几年强调的高景气度子行业强成长，我们认为当前板块内有大量仍然具有良好行业模式和较好成长性的标的已经处于历史估值低位，原因在于市场对其未来成长过于悲观。如果医保/控费压力阶段性出清，或者疫情对院内诊疗流量和药品耗材使用的压制解除，或者行业政策景气度出现拐点，那么估值修复所带来的重新定价弹性将十分可观。
- 代表性领域：生长激素、血液制品、优质家用医疗器械、体外诊断龙头、连锁医疗服务等。

- 重点标的：长春高新、博雅生物、鱼跃医疗、新产业、安图生物、健帆生物、华东医药、安科生物、天坛生物、华兰生物、海吉亚医疗、片仔癀、爱尔眼科、通策医疗、时代天使、欧普康视、锦欣生殖、云南白药、金域医学、迈克生物、稳健医疗、万孚生物等。
- **创新和出海：**展望未来医疗板块产业发展，我们认为，创新依旧是医药行业的灵魂，在存量会被不断优化的医保定价格局下，新产品享受的定价优势对企业长期成长至关重要；而企业如果能在海外市场占据可观份额，也将提升未来潜在成长空间。鉴于创新/出海能力对于未来医疗板块企业长期持续成长能力的重要性提升，市场有望给予这些领域优势企业以估值溢价。同时正如我们所分析，当前市场注重估值与增速的匹配，因此这类标的中具有合理估值的标的更加值得重点关注：
- 代表性领域：器械行业龙头和细分领域优秀企业、创新疫苗、头部医美产品、生命科学服务等。
- 重点标的：迈瑞医疗、南微医学、万泰生物、爱美客、心脉医疗、华熙生物、艾德生物、贝泰妮、泰坦科技、诺唯赞、三诺生物、智飞生物、康泰生物、爱博医疗、惠泰医疗等。

## 医疗器械板块：产品创新升级趋势加速，国际化布局打开潜在空间

- **疫情压力逐步缓解，院内手术与诊疗量出现恢复性增长。**根据国家卫健委已经披露的数据，2021年1-4月全国医疗卫生机构总诊疗人次数达到20.4亿人次，同比增长37.6%，其中医院12.8亿人次，同比增长46.5%，基层医疗卫生机构6.6亿人次，同比增长23.2%。
- 在全球疫情防控大环境下，国内医疗器械企业Q1-Q3克服困难，实现了良好增长，我们预计2022年如疫情防控形势进一步稳定，院内诊疗量持续恢复，医疗器械板块在疫情期间较低基数环境下有望进一步增长提速。

## 医保控费政策趋于缓和，细分赛道进口替代空间巨大

- **医保政策边际缓和，估计企业保留合理利润空间：**国内高值耗材带量采购等医保控费政策持续推进，9月国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布了国家组织人工关节集中带量采购的拟中标结果，爱康医疗、威高骨科等国产龙头企业成功中标。价格方面，在国家医保局发布的“关于十九届中央第六轮巡视整改进展情况的通报”中，医保局表示最终髌关节平均价格从3.5万元下降至7000元左右，膝关节平均价格从3.2万元下降至5000元左右，平均降价82%。我们判断最终中标价格仍为企业保留了部分利润空间，未来市场对医保控费政策的忧虑有望趋于缓和。
- 9月国务院办公厅印发了《“十四五”全民医疗保障规划》，提出要完善医用耗材价格治理机制，兼顾企业合理利润，促进医药行业高质量发展。目标到2025年各省（自治区、直辖市）国家和省级高值医用耗材集中带量采购品种达5类以上。我们认为，目前带量采购推进速度较为平稳，市场预期较为充分，且未来医保局在政策的制定过程中已经积累了丰富经验，不必过度担忧高值耗材未来的价格风险。
- **大量细分赛道进口替代空间广阔。**目前国内医疗器械行业中依然只有少部分完成了国产替代，大量高端细分领域国产化率仍较低。近年来部分国内头部企业依靠持续增加研发投入和丰富的产品线逐渐靠近国际先进水平，具备越来越强的市场竞争能力。
- 随着国内医疗器械的高速发展，国家出台了一系列政策推动医疗器械的国产化，国产医疗器械公司在终端医疗机构市场份额预计将不断提升。企业产品一旦能够在临床取得医生和消费者的认可，有望凭借出色的性价比优势实现快速替代。

**图表 3: 部分医疗器械企业 2021 年前三季度营业收入情况**

证券代码	证券简称	2020Q1-Q3收入 (百万元)	2021Q1-Q3收入 (百万元)	YoY	2020Q3收入 (百万元)	2021Q3收入 (百万元)	YoY
300639.SZ	凯普生物	917	1992	117%	411	693	68%
688617.SH	惠泰医疗	323	593	84%	130	209	61%
688050.SH	爱博医疗	182	325	79%	78	119	52%
300642.SZ	透景生命	271	454	68%	153	151	-1%
300595.SZ	欧普康视	607	996	64%	310	426	38%
688085.SH	三友医疗	269	419	56%	118	158	33%
688016.SH	心脉医疗	328	510	55%	113	148	30%
688139.SH	海尔生物	981	1520	55%	387	592	53%
688198.SH	佰仁医疗	119	183	54%	52	59	13%
300677.SZ	英科医疗	8,945	13647	53%	4495	2972	-34%
688613.SH	奥精医疗	102	155	51%	61	64	5%
688029.SH	南微医学	931	1389	49%	361	514	43%
688301.SH	奕瑞科技	554	824	49%	169	268	58%
605369.SH	拱东医疗	589	847	44%	252	271	8%
688366.SH	昊海生科	892	1275	43%	396	424	7%
002382.SZ	蓝帆医疗	4,655	6573	41%	2371	1385	-42%
688277.SH	天智航-U	76	105	37%	29	28	-1%
300529.SZ	健帆生物	1,315	1782	35%	446	594	33%
300003.SZ	乐普医疗	6,387	8635	35%	2149	2114	-2%
300753.SZ	爱朋医疗	245	324	33%	110	110	0%
300633.SZ	开立医疗	712	940	32%	226	297	32%
688358.SH	祥生医疗	219	289	32%	89	102	15%
300244.SZ	迪安诊断	7,472	9338	25%	2999	3547	18%
688161.SH	威高骨科	1,262	1571	24%	430	475	11%
300326.SZ	凯利泰	792	973	23%	306	337	10%
600529.SH	山东药玻	2,312	2806	21%	776	993	28%
300453.SZ	三鑫医疗	682	826	21%	245	317	29%
688575.SH	亚辉龙	709	857	21%	280	309	10%
603387.SH	基蛋生物	763	922	21%	383	322	-15%
300760.SZ	迈瑞医疗	16,064	19392	21%	5499	6613	20%
300832.SZ	新产业	1,570	1894	21%	600	668	11%
688580.SH	伟思医疗	255	303	19%	98	112	14%
002901.SZ	大博医疗	1,110	1305	18%	437	458	5%
300298.SZ	三诺生物	1,529	1749	14%	557	618	11%
688626.SH	翔宇医疗	313	351	12%	127	134	5%
688677.SH	海泰新光	199	218	10%	64	82	29%
002223.SZ	鱼跃医疗	4,848	5310	10%	1427	1718	20%
600055.SH	万东医疗	736	801	9%	233	306	31%
300206.SZ	理邦仪器	1,895	1259	-34%	618	373	-40%
688108.SH	赛诺医疗	275	121	-56%	99	42	-57%

来源: Wind, 国金证券研究所



**图表 4: 部分医疗器械企业 2021 年前三季度归母净利润情况**

证券代码	证券简称	2020Q1-Q3 归母 净利润 (百万元)	2021Q1-Q3 归母 净利润 (百万元)	YoY	2020Q3 归母净利润 (百万元)	2021Q3 归母净利润 (百万元)	YoY
300633.SZ	开立医疗	27	139	419%	2	30	1730%
300642.SZ	透景生命	34	106	214%	42	31	-27%
688366.SH	昊海生科	113	310	176%	85	79	-7%
688139.SH	海尔生物	272	698	156%	118	125	6%
300639.SZ	凯普生物	273	647	137%	144	256	77%
688617.SH	惠泰医疗	72	162	126%	31	47	50%
688301.SH	奕瑞科技	156	326	109%	46	116	151%
688050.SH	爱博医疗	69	140	104%	31	49	57%
688613.SH	奥精医疗	46	85	84%	36	38	4%
002382.SZ	蓝帆医疗	1,888	3,419	81%	1,267	(23)	-102%
300595.SZ	欧普康视	278	443	60%	150	187	25%
300677.SZ	英科医疗	4,373	6,943	59%	2,451	1,064	-57%
605369.SH	拱东医疗	159	252	58%	69	75	8%
688016.SH	心脉医疗	162	250	54%	42	65	56%
688085.SH	三友医疗	80	113	42%	42	43	3%
300453.SZ	三鑫医疗	82	115	40%	38	43	15%
300529.SZ	健帆生物	627	863	38%	187	243	30%
300244.SZ	迪安诊断	899	1,233	37%	398	506	27%
688161.SH	威高骨科	383	494	29%	115	125	8%
603387.SH	基蛋生物	197	253	28%	101	82	-19%
688580.SH	伟思医疗	86	108	26%	32	38	20%
300760.SZ	迈瑞医疗	5,363	6,663	24%	1,910	2,318	21%
688677.SH	海泰新光	75	92	22%	25	33	30%
688029.SH	南微医学	208	249	19%	95	105	11%
688358.SH	祥生医疗	66	78	18%	27	31	15%
600529.SH	山东药玻	414	470	13%	152	169	11%
688626.SH	翔宇医疗	116	131	13%	39	45	16%
002901.SZ	大博医疗	428	453	6%	163	136	-16%
688575.SH	亚辉龙	149	155	4%	48	66	37%
300326.SZ	凯利泰	196	199	2%	77	85	11%
300003.SZ	乐普医疗	1,973	1,921	-3%	833	195	-77%
300832.SZ	新产业	698	666	-5%	223	237	6%
688198.SH	佰仁医疗	45	40	-9%	11	14	23%
002223.SZ	鱼跃医疗	1,510	1,352	-11%	391	389	-1%
300753.SZ	爱朋医疗	58	48	-17%	25	11	-56%
600055.SH	万东医疗	148	120	-19%	43	37	-13%
300298.SZ	三诺生物	249	197	-21%	91	78	-14%
300206.SZ	理邦仪器	636	251	-61%	163	66	-60%
688277.SH	天智航-U	-51	(64)	-	(17)	(25)	-
688108.SH	赛诺医疗	49	(111)	-	18	(30)	-

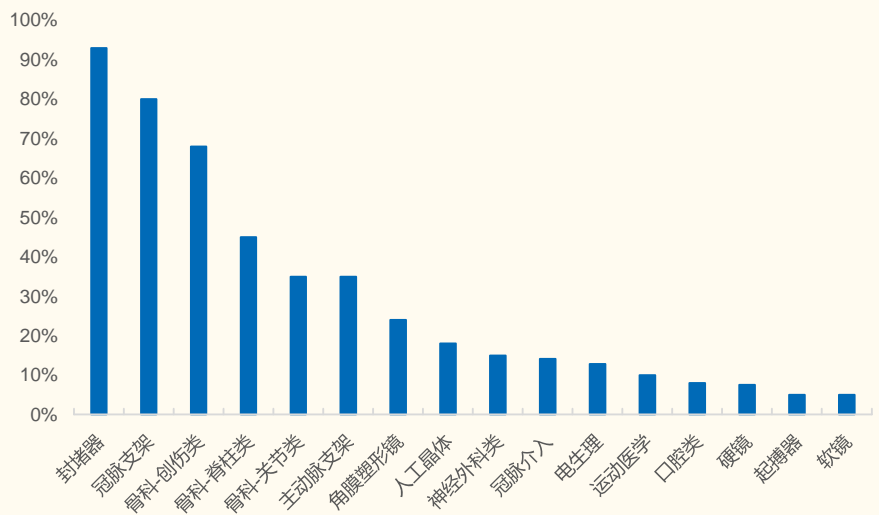
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 高值耗材带量采购历史政策梳理

时间	文件	主要内容
2019年7月	国务院办公厅关于印发治理高值医用耗材改革方案的通知	要求完善价格形成机制,降低高值医用耗材虚高价格。取消医用耗材加成。取消公立医疗机构医用耗材加成,2019年底前实现全部公立医疗机构医用耗材“零差率”销售。高值医用耗材销售价格按采购价格执行。结合医保基金支付能力、患者承受能力、分类集中采购情况、高值医用耗材实际市场交易价格等因素,充分考虑公立医疗机构正常运行,研究制定医保支付政策;科学制定高值医用耗材医保支付标准,并建立动态调整机制。
2019年11月	国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知	要求加大药品耗材集中采购改革力度:2019年12月底前,各省份要全面执行国家组织药品集中采购和使用改革试点25种药品的采购和使用政策。2020年,按照国家统一部署,扩大国家组织集中采购和使用药品品种范围。综合医改试点省份要率先推进由医保经办机构直接与药品生产或流通企业结算货款,其他省份也要积极探索。各地要积极探索采取单独或跨区域联盟等方式,按照带量采购、招采合一、质量优先、确保用量、保证回款等要求,对未纳入国家组织集中采购和使用的药品开展带量、带预算采购。
2019年12月	国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革若干政策措施的通知	在做好药品集中采购工作的基础上,探索逐步将高值医用耗材纳入国家组织或地方集中采购范围。
2020年5月	要求地方医保局上报2019年三类医用耗材采购情况的通知	要求省级平台报送冠脉支架、冠脉球囊、人工晶体三类产品2019年采购价格和采购量
2020年7月	国家组织冠脉支架集中带量采购方案(征求意见稿)	征求意见稿要求联盟地区成立联合采购办公室,天津市医药采购中心承担联合采购办公室日常工作并负责具体实施。对入围产品、参与企业、医疗机构和采购量都做了明确的要求。
2020年10月	国家组织冠脉支架集中带量采购文件	第一批国家高值耗材带量采购文件正式确定,全国各省(自治区、直辖市)、新疆生产建设兵团作为采购联盟,委派代表组成国家组织高值医用耗材联合采购办公室,代表各地区公立、军队医疗机构及自愿参加的医保定点社会办医疗机构等实施冠脉支架集中带量采购,由天津市医药采购中心承担联合采购办公室日常工作并负责具体实施。
2021年4月	关于开展部分骨科类高值医用耗材产品信息采集工作的通知	开展人工髋关节、人工膝关节类高值医用耗材产品信息采集,通知取得人工髋关节、人工膝关节类高值医用耗材产品合法资质的医疗器械注册人参加本次信息采集工作。
2021年6月	关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见	重点将部分临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、市场竞争较充分、同质化水平较高的高值医用耗材纳入采购范围。所有公立医疗机构均应参与集中采购。在质量标准、生产能力、供应稳定性、企业信用等方面达到集中带量采购要求的企业均可参与集采。根据采购量基数和约定采购比例合理确定约定采购量。坚持公平竞争原则,明确竞价和中选规则。强调企业自愿参加、自主报价,通过质量和价格竞争产生中选价格和中选企业。
2021年6月	国家组织人工关节集中带量采购公告(第1号)	全国各省份组成采购联盟,委派代表组成国家组织高值医用耗材联合采购办公室,代表各地区公立医疗机构及自愿参加的医保定点社会办医疗机构等实施人工关节集中带量采购,由天津市医药采购中心承担联合采购办公室日常工作并负责具体实施。
2021年8月	国家组织人工关节集中带量采购文件	第二批国家高值耗材带量采购文件正式确定,企业申报材料递交与最终结果将在9月14日公布
2021年9月	“十四五”全民医疗保障规划	未来将持续扩大国家组织高值医用耗材集中带量采购范围,强化对集中采购机构的统一指导,规范地方开展集中带量采购,形成国家、省级、跨地区联盟采购相互配合、协同推进的工作格局。完善医用耗材价格治理机制,遏制医用耗材价格虚高,兼顾企业合理利润,促进医药行业高质量发展。目标到2025年各省(自治区、直辖市)国家和省级高值医用耗材集中带量采购品种达5类以上。

来源:国家医保局,国务院官网,国金证券研究所

图表 6: 部分医疗器械细分领域国产化率



来源: Frost & Sullivan, Evaluate Medtech, 先健科技公告, 心玮医疗公告, 国金证券研究所

图表 7: 部分鼓励国产医疗器械替代的政策文件

政策法规	颁布部门	生效时间	主要内容
《医疗器械科技产业“十二五规划”》	科技部	2011年12月	明确超导核磁、多排螺旋CT、高性能彩超等重点产品的发展技术路线,以改变我国高端产品进口依赖、可靠性差以及自主创新能力较弱的情况,着力突破高端装备及核心部件国产化的瓶颈问题
国产创新医疗器械“十百千万工程”	科技部、卫生部联合全国10个省(市)政府	2011年	启动国产创新医疗器械“十百千万工程”。在10个省市的100个区(县)范围内选择试点医疗机构1,000家,应用10,000台以上的创新医疗器械产品
《优秀国产医疗设备遴选目录》	原国家卫计委	2014年	建立国产优秀医疗设备目录,现已公布至第6批遴选结果,共计超过1,000款国产医疗设备入选
《“健康中国2030”规划纲要》	中共中央、国务院	2016年10月	明确需加强高端医疗器械等创新能力建设,加快医疗器械转型升级,提高具有自主知识产权的医学诊疗设备、医用材料的国际竞争力,并提出到2030年,实现医疗器械质量标准全面与国际接轨的目标
《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》	国务院	2016年12月	发展高品质医学影像、先进放射治疗设备、高通量低成本基因测序仪等,加快组织器官修复和替代材料及植入医疗器械产品创新和产业化
《“十三五”医疗器械科技创新专项规划》	科技部、原卫计委等6部门	2017年6月	培育若干家年产值超百亿元的领军医疗器械企业和一批具备较强创新活力的创新型医疗器械企业,扩大国产创新医疗器械产品的市场占有率,主流高端产品全面实现国产化,引领筛查预警、早期诊断、微/无创治疗等新型医疗产品全面实现国产化。加强创新医疗器械研发,推动医疗器械的品质提升,减少进口依赖,降低医疗成本
《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新意见》	国务院	2017年10月	明确提出要“推进医疗器械国产化,促进创新产品应用推广”。在医疗器械采购方面,国家卫计委提出要严格执行政府采购法,确保财政资金优先采购国产医疗设备
《关于促进首台(套)重大技术装备示范应用的意见》	发改委等8部门	2018年4月	(“首台套”是指国内实现重大技术突破、拥有知识产权、尚未取得市场业绩的装备产品,包括前三台(套)或批(次)成套设备、整机设备及核心部件、控制系统、基础材料、软件系统等。),其中23种医疗设备可享受“首台套”推广应用政策的扶持,其中包括DR、MRI、CT、PET-CT、PET/MR、DSA、彩超和电子内窥镜等医用影像设备
《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务的通知》	国务院	2018年8月	推动医疗器械国产化,促进创新产品应用推广;制定医疗器械编码规则,探索实施高值医用耗材注册、采购、使用等环节规范编码的衔接应用
《2018—2020年大型医用设备配置规划》	国家卫健委	2019年4月	明确大型医用设备配置要根据医院的功能定位,临床服务需求来定。二级及以下医院和非临床急救型的医院科室,要引导优先配置国产医疗设备

来源: 国务院、科技部、卫健委等政府官网, 国金证券研究所

行业创新升级趋势不改, 研发投入增长迅速

- **创新升级是医疗器械发展的主旋律。**2020年中国医疗器械行业市场规模预计超过7000亿元,且未来10年复合增速超过10%,核心的驱动因素便是器械产品的创新升级。历史上国家出台了众多政策法规鼓励医疗器械创新,在当前部分品种存在控费降价风险的背景下,企业寻求产品的创新升级才是更加符合长期发展的战略。

图表 8: 部分国家鼓励医疗器械创新升级的政策法规

政策法规	颁布部门	时间	主要内容
《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	国务院	2015年8月	优先办理拥有产品核心技术发明专利、具有重大临床价值的创新医疗器械注册申请;将部分医疗器械注册审批职责由国家药监局下放至省级药监局。
《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	国务院	2013年10月	支持创新药物、医疗器械、新型生物医药材料研发和产业化;积极支持符合条件的健康服务企业上市融资和发行债券。
《医药工业发展规划指南》	工信部等六部门	2016年11月	鼓励发展医疗器械知名品牌;大力发展高性能医疗器械等领域。
《“健康中国2030”规划纲要》	国务院	2016年10月	未来15年内,我国将强化医疗器械安全监管、加强高端医疗器械创新能力建设、推进医疗器械国产化。同时将加快医疗器械转型升级。
《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务的通知》	国务院	2016年4月	实施促进我国医疗器械和医药产业发展的指导政策,加快推进医疗器械国产化和品牌化发展,深化医药医疗器械审评审批制度改革。
《“十三五”卫生与健康科技创新专项规划》	科技部等	2017年6月	突破高端医疗器械等关键技术瓶颈问题,开发一批新型医疗器械等健康产品。加强创新医疗器械研发,推动医疗器械的品质提升,减少进口依赖,降低医疗成本。
《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》	国务院	2016年11月	提出深化生物医学工程技术与信息技术融合发展,加快行业规划改革,积极开发新型医疗器械,构建移动医疗、远程医疗等诊疗新模式,促进智慧医疗产业发展,推广应用高性能医疗器械,推进适应生命科学新技术发展的新仪器和试剂研发,提升我国生物医学工程产业整体竞争力。
《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	国务院	2017年10月	提出药品医疗器械质量和创新发展,是建设健康中国的重要保障。要改革完善审评审批制度,激发医药产业创新发展活力,改革临床试验管理,加快上市审评审批。
《创新医疗器械特别审查程序》	药监局	2018年11月	深入推进审评审批制度改革,鼓励医疗器械创新,深化供给侧结构性改革和“放管服”改革要求,激励产业创新高质量发展。
《关于扩大医疗器械注册人制度试点工作的通知》	药监局	2019年8月	探索创新医疗器械监管方式,进一步释放产业活力,推动医疗器械产业高质量发展,满足人民群众使用高水平医疗器械需求。

来源: 国务院、药监局、工信部等政府官网, 国金证券研究所

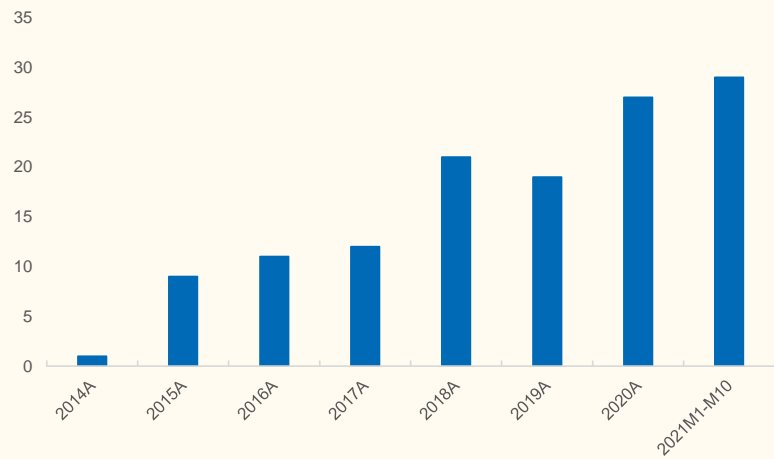
- **企业研发投入快速增长, 药监局创新审批加速。**从我们统计的部分A股高值耗材企业研发投入情况来看,前三季度企业研发投入平均增长43.3%,企业在加大创新产品研发投入的同时,国家药监局也加速了创新医疗器械的审批速度,截至2021年11月9日,国家药监局依照《创新医疗器械特别审查程序》批准上市的产品已达130个。

图表 9: 部分高值耗材企业 2021 年前三季度研发投入情况

证券代码	证券简称	2020Q1-Q3研发投入 (百万元)	2021Q1-Q3研发投入 (百万元)	研发投入YOY	2020Q1-Q3研发投入/营业收入	2021Q1-Q3研发投入/营业收入
688198.SH	佰仁医疗	16	37	137%	13%	20%
300529.SZ	健帆生物	48	96	99%	4%	5%
688085.SH	三友医疗	20	37	87%	7%	9%
688016.SH	心脉医疗	41	67	64%	12%	13%
688617.SH	惠泰医疗	50	81	62%	15%	14%
688029.SH	南微医学	65	101	56%	7%	7%
300326.SZ	凯利泰	30	42	40%	4%	4%
300003.SZ	乐普医疗	466	604	30%	7%	7%
002901.SZ	大博医疗	85	109	29%	8%	8%
688161.SH	威高骨科	-	82	-	-	5%
688613.SH	奥精医疗	-	20	-	-	13%

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 国家药监局批准注册创新医疗器械数量

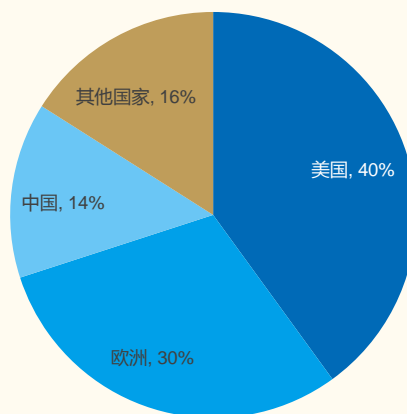


来源: 国家药品监督管理局, 国金证券研究所

### 海外医疗器械市场空间巨大, 企业出口持续扩张

- 全球医疗器械市场规模广阔。**从全球范围来看, 美国是世界上最大的医疗器械市场和制造国, 占全球医疗器械市场规模的 40%左右。欧洲和中国分别为第二、第三大市场, 占全球医疗器械市场规模分别为 30%、14%左右, 德国和法国是欧洲医疗器械的主要制造国。国内医疗器械企业如果能成功打开海外出口的渠道, 将迎来规模更大的潜在市场需求。

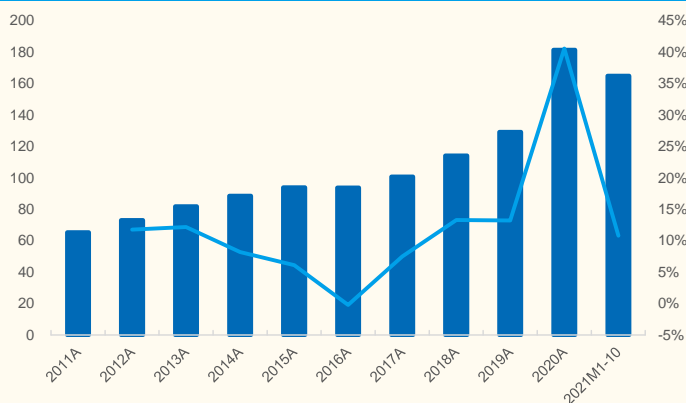
图表 11: 医疗器械行业全球主要国家和地区市场份额



来源: 澳华内镜招股说明书, 国金证券研究所

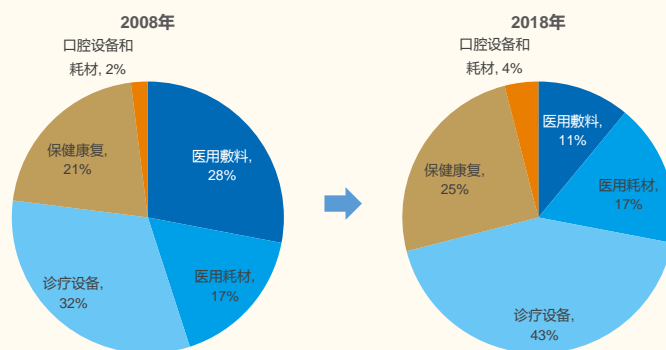
- **国内医疗器械出口量持续增长。**2020 年国内医疗器械出口创历史新高, 全年出口金额 181 亿美元, 同比增长 40.5%。凭借海外抗疫的机会, 众多国产医疗器械公司打通了海外的销售渠道, 为未来更多样化的产品出口奠定了基础。2021 年在同期基数较高的情况下, 国内 1-10 月累积出口金额达到 165 亿美元, 依然实现了同比 10.8% 的增长。
- **行业出口结构正在向高端产品倾斜。**从 2008 年至 2018 年, 国内医疗器械出口占比情况中, 低值产品占比明显下降, 取而代之的是国内诊疗设备、保健康复器械和口腔设备与耗材的出口占比提升, 高端化同样将成为器械出口的发展方向。

图表 12: 医疗仪器及器械出口规模 (亿美元)



来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表 13: 国内医疗器械出口产品结构



来源: 《中国医疗器械蓝皮书 2019》, 国金证券研究所

- 综合来看, 我们认为影响器械行业的控费政策未来边际上有望逐步缓和, 同时国产医疗器械的创新升级趋势未来将逐步迎来收获期, 加速国内市场的进口替代, 并有望逐步打开海外高端器械市场空间, 我们坚定看好行业龙头和特色细分领域龙头企业中长期的发展前景。

**体外诊断行业: 新冠检测量价逐步回归平衡, 常规业务中长期布局机会显现**

- 体外诊断行业 20-21 年在新冠需求的刺激下, 行业整体估值和市值迎来高点。2021 年随着全球新冠抗疫物资供应逐步企稳, 新冠检测产品量价有所回落。同时 2021 年 8 月安徽化学发光集采等政策落地后, 体外诊断领域避险情绪有所上升。

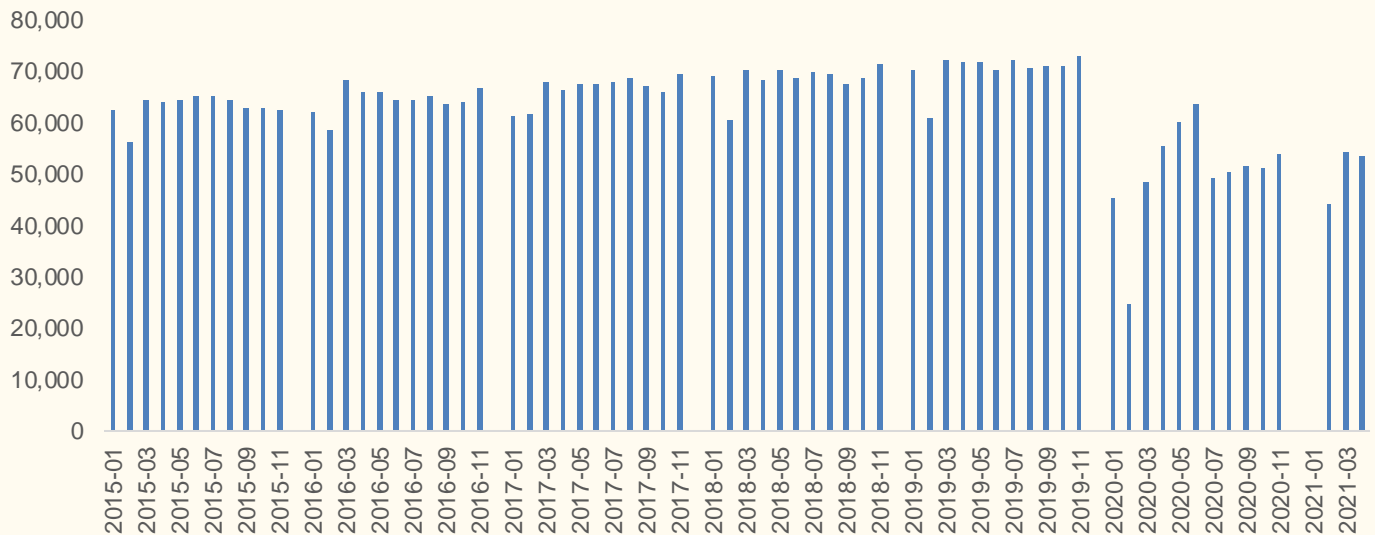
图表 14: 体外诊断行业指数涨跌、归母净利润及沪深 300 指数涨跌走势



来源: WIND, 国金证券研究所

- **常规 IVD 业务逐步恢复, 有望迎来左侧投资机会。**体外诊断检验是院内常规诊疗的重要技术手段, 从目前来看, 尽管 2020-2021 年院内诊疗已经处于积极恢复进程中, 但根据我们草根调研和行业访谈, 我们估计当前院内检验量情况尚未恢复至 2019 年水平, 院内重要检测方法学化学发光免疫、生化诊断、血球诊断等业务全面恢复仍需时日。但我们注意到, 国内较多 IVD 企业仍然积极克服困难, 在 2021 年前三季度实现了常规 IVD 业务的有力增长。考虑到疫情防控机制逐渐成熟稳定运行, 同时前期沉淀了较低基数, 我们看好 2022 年 IVD 常规业务实现提速发展, 左侧投资价值逐步显现。

图表 15: 中国医疗机构当月总诊疗人次数



来源: 国家卫计委, 国金证券研究所

图表 16: 体外诊断公司三季度业绩情况

公司名称	单三季度						前三季度					
	营业收入 (百万元)	营收增速 (%)	归母净利润 (百万元)	归母净利润 增速(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)	营业收入 (百万元)	营收增速 (%)	归母净利润 (百万元)	归母净利润 增速(%)	毛利率 (%)	净利率 (%)
热景生物	195.9	252%	23.7	660%	27%	12%	3795.6	2508%	1476.3	28999%	61%	39%
东方生物	1018.7	274%	525.0	274%	67%	52%	7400.7	572%	3919.3	490%	77%	53%
明德生物	797.0	185%	425.9	173%	76%	53%	1938.3	203%	1005.4	182%	76%	52%
贝瑞基因	378.9	3%	-3.2	-110%	43%	-1%	1112.5	2%	28.0	-8%	47%	3%
科华生物	1327.8	20%	250.0	20%	57%	19%	3727.8	45%	729.1	81%	58%	20%
达安基因	2154.4	51%	926.7	22%	77%	43%	5637.1	58%	2524.5	64%	75%	45%
利德曼	168.8	14%	15.5	4%	50%	9%	414.3	28%	29.1	48%	53%	7%
博晖创新	183.3	-20%	-12.1	-56%	42%	-7%	532.0	7%	-28.2	-59%	43%	-5%
迪瑞医疗	215.6	-15%	46.3	-64%	53%	21%	633.3	-11%	156.2	-34%	53%	25%
九强生物	410.2	57%	89.6	67%	74%	22%	1218.0	131%	310.7	253%	72%	26%
美康生物	599.9	-5%	39.6	-46%	38%	7%	1721.3	-2%	172.7	-42%	41%	10%
万孚生物	650.9	15%	71.6	-9%	57%	11%	2507.1	15%	627.2	11%	66%	25%
凯普生物	693.0	69%	255.9	77%	71%	37%	1991.6	117%	646.9	137%	68%	32%
透景生命	150.9	-1%	30.8	-27%	67%	20%	454.2	68%	105.6	214%	67%	23%
华大基因	1505.8	-43%	328.2	-69%	56%	22%	5152.0	-24%	1414.2	-48%	60%	27%
艾德生物	246.8	23%	65.2	44%	83%	26%	645.7	33%	176.6	40%	84%	27%
金城医学	3161.8	34%	613.0	23%	47%	19%	8617.2	48%	1672.2	59%	47%	19%
迪安诊断	3546.9	18%	505.6	27%	42%	14%	9338.1	25%	1232.7	37%	39%	13%
兰卫医学	503.3	39%	79.2	72%	41%	16%	1274.6	48%	177.4	91%	39%	14%
可孚医疗	598.2	17%	88.8	52%	47%	15%	1697.8	-3%	304.4	-8%	48%	18%
中源协和	391.7	12%	80.1	55%	67%	20%	1159.8	20%	190.8	43%	69%	16%
润达医疗	2439.8	23%	118.5	-5%	26%	5%	6773.1	38%	325.5	38%	26%	5%
基蛋生物	321.9	-16%	82.3	-19%	65%	26%	922.2	21%	253.1	28%	65%	27%
万泰生物	1632.0	116%	466.7	109%	87%	29%	3596.0	125%	1188.2	155%	86%	33%
爱威科技	55.3	20%	14.9	-4%	63%	27%	152.6	27%	27.5	18%	60%	18%
圣湘生物	1238.9	-18%	636.2	-19%	74%	51%	3267.2	-9%	1757.1	-13%	75%	54%
睿昂基因	72.9	5%	17.8	22%	76%	24%	209.0	2%	42.7	51%	79%	20%
之江生物	573.5	-4%	216.0	-19%	60%	38%	1480.4	4%	602.7	-13%	67%	41%
赛科希德	53.5	3%	25.3	6%	63%	47%	164.2	9%	67.0	67%	61%	41%
安必平	114.7	-4%	23.6	-30%	76%	21%	327.1	24%	74.5	12%	78%	23%
硕世生物	1041.3	97%	494.1	80%	70%	47%	2171.9	97%	996.2	71%	72%	46%
科美诊断	118.5	-18%	37.8	-17%	74%	32%	355.5	20%	107.8	41%	75%	30%
普门科技	188.0	40%	39.8	71%	62%	21%	544.1	38%	122.2	32%	62%	22%
新产业	668.2	11%	237.1	6%	70%	35%	1893.9	21%	665.7	-5%	70%	35%
安图生物	1017.6	21%	303.9	25%	59%	30%	2695.2	32%	716.6	39%	60%	27%
迈克生物	1048.9	-3%	264.5	3%	59%	25%	3009.3	19%	796.2	41%	58%	26%
亚辉龙	309.1	10%	66.4	37%	59%	21%	857.1	21%	154.9	4%	57%	18%
浩欧博	88.3	36%	29.7	51%	72%	34%	235.9	64%	74.8	93%	70%	32%
奥泰生物	361.3	194%	156.2	149%	60%	43%	996.9	63%	482.3	28%	67%	48%
博拓生物	345.5	130%	150.4	180%	61%	44%	1503.2	133%	719.1	102%	64%	48%

来源: WIND, 国金证券研究所

- 我们认为, 体外诊断行业正在经历深刻变化: ①集采背景下国产替代或加速; ②产业补短板及创新前沿获得投资关注; ③合作频繁以拓展边界, 产业集中逐步进行中。

- 政策上，以三医联动供给侧改革为触发点，带量采购常态化已成共同预期，市场预期逐步钝化；同时从结果来看，安徽化学发光集采、各地检验试剂阳光挂网采购等政策整体措施温和，国内企业成功证明国产替代+发展逻辑并未改变，或有利于加速市场份额提升。

图表 17: 安徽临床检验试剂集中带量采购中标结果

分类名称	目录名称	类别	中标企业	
肿瘤相关抗原测定 共 27 项产品 国产: 13 项 进口: 14 项	总前列腺特异性抗原(TPSA)测定	国产 国产 进口	新产业 迈瑞 雅培	
	游离前列腺特异性抗原(FPSA)测定	国产 国产 进口	新产业 迈瑞 雅培	
	复合前列腺特异性抗原(CPSA)测定	国产 进口	苏州长光 西门子	
	糖链抗原 CA72-4 测定	国产	迈瑞	
	糖链抗原 CA19-9 测定	国产 进口 进口	新产业 雅培 西门子	
	糖链抗原 CA15-3 测定	国产 进口 进口	新产业 雅培 西门子	
	糖链抗原 CA125 测定	国产 进口 进口	新产业 雅培 西门子	
	癌胚抗原(CEA)测定	国产 进口 进口	新产业 雅培 西门子	
	甲胎蛋白(AFP)测定	国产 进口 进口	新产业 西门子 雅培	
	鳞状细胞癌相关抗原(SCC)测定	国产 国产 进口	新产业 迈瑞 雅培	
	感染性疾病实验检测 共 15 项产品 国产: 10 项 进口: 5 项	乙型肝炎病毒核心抗体(Anti-HBc)测定	国产 国产 进口	迈瑞 博阳 雅培
		乙型肝炎病毒表面抗原(HBsAg)测定	国产 国产 进口	博阳 迈瑞 雅培
乙型肝炎病毒表面抗体(抗-HBs)测定		国产 国产 进口	迈瑞 博阳 雅培	
乙型肝炎病毒 e 抗原(HBeAg)测定		国产 国产 进口	迈瑞 博阳 雅培	
乙型肝炎病毒 e 抗体(Anti-HBe)测定		国产 国产 进口	迈瑞 博阳 雅培	
激素测定 共 25 项产品 国产: 10 项 进口: 15 项		三碘甲状腺原氨酸(T3)测定	国产 国产 进口 进口 进口	迈瑞 新产业 西门子 雅培 索灵
	甲状腺素(T4)测定	国产 国产 进口 进口 进口	新产业 迈瑞 西门子 索灵 雅培	
	促甲状腺激素(TSH)测定	国产 国产 进口 进口 进口	新产业 迈瑞 西门子 雅培 索灵	
	游离甲状腺素(FT4)测定	国产 国产 进口 进口 进口	迈瑞 新产业 西门子 雅培 索灵	
	游离三碘甲状腺原氨酸(FT3)测定	国产 国产 进口 进口 进口	新产业 迈瑞 西门子 雅培 索灵	
	心肌疾病的实验诊断 共 7 项产品 国产: 4 项 进口: 3 项	N 端-B 型钠尿肽前体(NT-ProBNP)测定	国产 国产 进口	万孚 基蛋 奥森多
		B 型的尿肽(BNP)测定	国产 国产 进口 进口	微点生物 万孚 雅培 西门子



其它检验试验 3项国产	降钙素原(PCT)检测	国产	基安
		国产	新产业
		国产	明德

来源：安徽省医保局，国金证券研究所

- **行业现金充沛，展开前沿技术、上游供应突破：**新冠检测需求爆发带来充沛的经营现金流和外部投资关注，IVD 行业融资活跃，行业内企业抓住机会开展产业延伸和资本市场对接，产业链中“补短板”及前沿业务受到重视，如迈瑞医疗收购海肽生物，诺唯赞、菲鹏生物等多家上游原料企业登陆或计划登陆二级市场等。

图表 18：2021H1 全球医疗健康投融资细分赛道热力图

	种子轮/天使轮	A轮	B轮	C轮	D轮	其他	未公开	总计
IVD	6	35	22	14	7	7	11	102
第三方医疗服务机构	4	15	8	5	3	6	11	52
辅助类设备	7	15	8	5	3	3	8	49
其他耗材	5	16	9	2	3	8	5	48
心血管耗材	1	14	11	4	3	2	5	40
治疗设备	3	13	8	4	4	4	2	38
医学影像	1	9	9	4	4	5	3	35
医疗机器人	4	12	7	2	2	3	2	32
合计	31	129	82	40	29	38	47	396

来源：动脉网，国金证券研究

- **合作共赢，多元化+出海拓展发展边界。**在 IVD 领域，国内企业合作频繁，多家 IVD 企业进行了各种形式的国际国内合作，强强联合多元发展，紧跟技术趋势，更新产品序列，打造长期竞争力。

图表 19: 部分体外诊断公司合作梳理 (不完全统计, 仅供参考)

国内企业	时间	发展动态
海尔生物	2021年1月20日	企业海尔生物持有 Mesa Biotech, Inc. 17.11% 的股权, 海尔生物拟向 Thermo Fisher 出售所持有的 Mesa 全部股权。Mesa Biotech 的创新平台将使能够在现场加快可靠的、准确的先进 <b>分子诊断方法</b> 的可用性。
硕世生物	2021年2月4日	硕世生物与江河华晟医学战略合作。双方将强强联合, 在新技术推广和疾病预防控制领域结出更多硕果。
迈克生物	2021年2月25日	达微生物与迈克生物战略合作。双方将就新一代 <b>分子诊断技术</b> 展开深度合作,
安图生物	2021年3月8日	安图生物和积水医疗战略合作, 将在 <b>凝血检测</b> 领域开展全方位的合作, 形成生化·免疫·凝血全系列医学检验流水线
安图生物	2021年7月25日	安图生物与希肯医疗战略合作, 双方未来将充分利用各自的技术和渠道优势, 在 <b>凝血检测</b> 领域开展全方位的深度合作, 为医学实验室领域提供完善的凝血检测产品与服务解决方案。
迈瑞医疗	2021年3月8日	<b>九州通医疗器械集团和迈瑞战略业务</b> 对接会召开, 会议指出, 2021年双方的业务合作将从 IVD 业务、非公和集团客户业务、供应链业务、骨科、渠道整合等方面进行。
万孚生物	2021年4月23日	万孚卡蒂斯与阿斯利康战略合作, 就 <b>肿瘤精准诊疗</b> 领域, 利用双方各自的优势, 共同推动精准诊疗一体化, 促进县域医疗健康的发展
迈瑞医疗	2021年5月16日	迈瑞医疗拟以现金形式 <b>收购芬兰 Hytest Invest Oy 及其下属子公司</b> 100% 的股权, 收购总价预计约为 5.45 亿欧元
圣湘生物	2021年6月21日	圣湘生物与真迈生物及其股东深圳市中科达瑞基因、深圳闪士多实业、深圳市万力拓电子商务签订《投资协议》, 公司以合计 25,520 万元人民币的价格取得真迈生物 14.77% 的股权。交易完成后, <b>圣湘生物将成为真迈生物第二大股东</b> 。
迪安诊断	2021年7月6日	迪安诊断旗下凯莱谱与国内 IVD 行业综合服务商龙头企业之一润达医疗旗下精准医学一站式服务提供商润达榕嘉, 双方将依托各自研发技术和资源渠道优势, 致力于推进 <b>临床质谱技术</b> 在中国医疗体系内应用前移及深入。
安图生物	2021年11月5日	安图生物与普施康生物战略合作签署仪式在郑州举行, 双方正式启动战略合作。未来将充分利用各自的技术和渠道优势, 为用户提供性能价格比、品质价格比更优的产品和服务, <b>推动 POCT 技术快速发展</b> , 造福患者, 服务人类健康。
迈瑞医疗 万孚生物	2021年11月26日	迈瑞医疗与万孚生物就智慧区域检测中心及智慧化实验室的建设、运行及发展等话题做深入的交流, 并在此次交流中双方就智慧化建设方案达成共识, 签订技术合作伙伴战略合作协议。此次战略合作协议签订必定会给双方未来 <b>IVD 智慧化解决方案</b> 的道路上带来深远影响
重药控股 中元汇吉	2021年11月24日	根据协议内容, 中元汇吉及时向重药股份提供所属区域 IVD 市场信息, 重药股份各下属公司向中元汇吉提供必要的产品分销流向和终端信息, 协助中元汇吉开发和维护各级终端市场。同时进一步深化在政府采购, 包括核酸提取试剂、核酸提取仪、核酸检测试剂和病毒采样管等防疫物资储备等领域的合作等。
艾德生物	2021年12月3日	艾德生物与知名基因组学科技服务公司上海伯豪生物技术有限公司(伯豪生物)签订战略合作协议, 就 <b>肿瘤精准医疗相关基因组学研究</b> 达成企业战略合作。
艾德生物	2021年12月5日	艾德生物与杨森中国签订战略合作备忘录。此次合作, 双方将共同携手驱动创新医药生态圈, 旨在 <b>持续优化药品全生命周期, 赋能患者全程管理</b> , 改善患者获益, 助力迈进“健康中国 2030”。

来源: 各公司官网, 国金证券研究所。截止 2021 年 12 月 6 日, 以上为部分企业合作, 仅供参考

- 当前时点体外诊断行业处于常规业务恢复期, 国产替代空间大、创新水平高的企业性价比优势凸显, 我们认为中长期布局机会到来, 建议重点关注迈瑞医疗、艾德生物、新产业、安图生物、金域医学、泰坦科技、诺唯赞、迈克生物、万孚生物、华大智造(拟上市)等。

## 医疗服务行业：价格改革明确提质增效，推进医疗服务高质量发展

- 11月26日，国家医疗保障局发布关于印发《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划》的通知。国家医保局制定这一行动计划，旨在深入贯彻落实《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》，加快建立管用高效的医保支付机制，在三年试点取得初步成效基础上，加快推进DRG/DIP支付方式改革全覆盖。
- 抓扩面：在2019-2021年试点基础上，按2022年、2023年、2024年三年进度安排。以省（自治区、直辖市）为单位，分别启动不少于40%、30%、30%的统筹地区开展DRG/DIP支付方式改革并实际付费；统筹地区启动DRG/DIP付费改革工作后，按三年安排实现符合条件的开展住院服务的医疗机构全面覆盖，每年进度应分别不低于40%、30%、30%；统筹地区启动DRG/DIP付费改革工作后，按三年安排实现DRG/DIP付费医疗机构病种全面覆盖，每年进度应分别不低于70%、80%、90%，2024年启动地区须于两年内完成。鼓励入组率达到90%以上。统筹地区启动DRG/DIP付费改革工作后，按三年安排实现DRG/DIP付费医保基金支出占统筹区内住院医保基金支出达到70%，每年进度应分别不低于30%、50%、70%，2024年启动地区须于两年内完成。鼓励超过70%的基金总额预算覆盖率。
- 建机制：建立完善四个工作机制，完善核心要素管理与调整机制、健全绩效管理与运行监测机制、形成多方参与的评价与争议处理机制、建立相关改革的协同推进机制。
- 打基础：加强专业能力建设、加强信息系统建设、加强标准规范建设、加强示范点建设。
- 引导和协调医疗机构重点推进编码管理、信息传输、病案质控、内部运营机制建设等四个方面的协同改革。
- DRG/DIP制度的进一步推广，预计将进一步推动公立医院和民营医院医保内医疗活动回归医疗本质，挤压不合理过度医疗；**也将倒逼资本市场重新审视具体上市企业提供的服务和产品是否符合医疗本质，是否真正意义上提升治疗效果/改善患者生存和生活体验，是否具备较高医疗技术价值。**

## 医疗服务价格改革遵循“质价相符”，推进医疗服务高质量发展

- 我们认为社会化办医一直是政策鼓励的方向，民营医疗服务是公立医疗服务的重要补充，为公立医疗补短板、添服务，为民众提供差异化的医疗卫生服务；另一方面，医疗服务价格调整有望遵循“质价相符”的原则，在技术性复杂医疗活动上体现医务人员劳务价值。
- 8月4日，人力资源社会保障部、国家卫生健康委、国家中医药局印发《关于深化卫生专业技术人员职称制度改革的指导意见》，部署卫生专业技术人员职称制度改革工作，明确指出：**社会办医卫生专业技术人员**在职称申报、评审方面与**公立医疗机构卫生专业技术人员享有同等待遇，不受户籍、人事档案、不同办医主体等限制。**
- 9月9日，在医保局的提案答复函中回复到：“党中央、国务院高度重视发展社会办医，鼓励引导社会力量依法举办医疗卫生机构。社会办医是我国医疗服务体系的重要组成部分，是增加医疗机构资源有效供给、满足群众多层次多样化健康服务需求的重要力量。”
- 9月10日，《北京市医疗卫生设施专项规划（2020年-2035年）》公布，明确指出：“积极引导和鼓励社会力量举办医疗机构。按照每千常住人口1.5张床位为社会办医疗卫生机构预留规划空间。除核心区外，其他区域可结合CBD、使馆区、丽泽商务区等重点功能区以及大兴国际机场临空经济区、“三城一区”等区域，综合利用医疗卫生用地或其他可兼容用地，积极发展社会办医疗机构。”

- 8月31日，国家医疗保障局等八部委联合印发《深化医疗服务价格改革试点方案》。深化医疗服务价格改革是推进医疗保障和医疗服务高质量协同发展的重要举措。本次方案是国内医改政策的延伸和落地。本次方案的主要内容可以概括为“5+3+4”。
  - “5”是指简厉五项机制：一是简厉更可持续的总量调控机制，加强对医疗服务价格宏观管理，平衡好医疗事业发展需要和各方承受能力，在总量范围内突出重点、有升有降，避免大水漫灌。二是建立规范有序的价格分类形成机制，对普遍开展的通用项目，政府要把价格基准管住管好；对技术难度大的复杂项目，政府要“定规则、当裁判”，尊重医院和医生的专业性意见建议，更好体现技术劳务价值。三是建立灵敏有度的价格动态调整机制，明确调价的启动条件和约束条件，在做好事前评估的基础上实施调整，科学把握调价窗口，稳定调价预期。四是建立目标导向的价格项目管理机制，构建内涵边界清晰、适应临床诊疗、便于评价监管的价格项目体系，逐步消除地区间差异，促进医疗技术创新发展和临床应用。五是建立严密高效的价格监测考核机制，强化医疗服务价格改革运行情况评估，构建监测考核评估与医疗服务价格之间的激励约束关系和传导机制，确保价格机制稳定运行。

图表 20：十四五期间部分地区鼓励社会化办医的政策梳理

时间	影响范围	文件	内容
2021.4	天津	《天津市卫生健康事业发展“十四五”规划》	支持社会力量在医疗资源薄弱区域和康复、护理、精神卫生、儿科等短缺专科领域举办非营利性医疗机构，扩大医疗卫生资源总量，满足群众多层次医疗服务需求。
2021.4	浙江	《浙江省医疗保障事业发展“十四五”规划》	鼓励社会办基层医疗机构结合实际开展事宜的家庭医生签约服务。积极培育医保行业组织，指导建立医保医师、零售药店、民营医院、医保从业人员等行业协会，引导行业自我管理，自我约束，自我规范，形成自律约定，规范行业运营。
2021.6	海南	《海南省“十四五”卫生健康规划》	优化医疗资源布局。鼓励社会力量建设高水平医院。鼓励社会力量兴办医养结合机构，促进医康养融合发展。大力发展社会办医、商业健康保险，促进多元融合发展。
2021.6	湖北武汉	《武汉市医疗保障“十四五”规划》	鼓励非公立医疗机构、社会药店等积极参与集中带量采购。
2021.7	上海	《上海市卫生健康发展“十四五”规划》	支持健康服务业新业态发展，建成 50 家互联网医院，率先开展国际医疗旅游试点。社会办医品牌逐渐凸显，一批高水平社会办医疗机构成为医学院教学基地。优化多元办医格局，推进社会办医与公立医疗机构协同发展。引进一批特色专科，发展若干高水平社会办医。以海派中医为特色，打造中医健康旅游国际品牌。
2021.7	山东	《山东省“十四五”卫生与健康规划》	落实社会办医扶持政策，鼓励社会力量举办非营利、资源稀缺的专科医疗机构，引导社会力量举办康复、护理、安宁疗护、妇儿等专科医疗机构。
2021.8	湖南	《健康湖南“十四五”建设规划》	完善创新社会办医政策措施，在技术、设备、人员等要素准入和医保定点、重点专科建设、等级评审等方面平等对待。

来源：各地区政府办公厅官网，国金证券研究所

- “3”是指强化 3 项支撑：一是优化管理权限配置，使医疗服务价格管理体系能够更好地满足宏观管理需要，更好地匹配国家、省、地市等各个层级的管理能力，更好地反映医疗资源的属地化特征。二是完善定调价程序，最大限度用规则代替自由裁量，更好地满足规范有序、灵敏有度的管理要求，更好地兼顾效率与公平。三是加强管理能力建设，包括加强上下衔接、区域联动、信息共享，提升医疗服务价格管理信息化水平，加强医疗服务价格管理队伍建设等。
- “4”是指统筹推进 4 项配套改革，包括深化公立医院综合改革、改进医疗行业综合监管、完善公立医疗机构政府投入机制、衔接医疗保障制度改革等。

- 价格调整围绕通用性医疗服务、复杂型医疗服务以及特需服务和新增服务进行不同的调整，“对症下药”。从而实现更加合理的价格机制，既降低医药费用负担，也体现技术性复杂医疗服务的“人”的价值。
- **通用型医疗服务：政府指导价格围绕统一基准波动。**医疗机构普遍开展、服务均质化程度高的诊察、护理、床位、部分中医服务等列入通用型医疗服务目录清单。
- **复杂型医疗服务：政府指导价格引入公立医疗机构参与形成。**未列入通用型医疗服务目录清单的复杂型医疗服务，构建政府主导、医院参与的价格形成机制，尊重医院和医生的专业性意见建议。公立医疗机构在成本核算基础上按规则提出价格建议。各地集中受理，在价格调整总量和规则范围内形成价格，严格控制偏离合理价格区间的过高价格，统一公布政府指导价。**支持技术难度大、风险程度高、确有必要开展的医疗服务适当体现价格差异。**引导公立医疗机构加强成本管理和精算平衡、统筹把握调价项目数量和幅度，指导公立医疗机构采取下调偏高价格等方式扩大价格调整总量。
- **特需服务和试行期内新增项目：实行市场调节价。**公立医疗机构确定特需服务和试行期内新增项目（试行期 1 至 2 年）的价格，并报医疗服务价格主管部门备案。定价要遵守政府制定的价格规则，与医院等级、专业地位、功能定位相匹配，定价增加的医疗服务费用占用价格调整总量。严格控制公立医疗机构实行市场调节价的收费项目和费用所占比例，不超过全部医疗服务的 10%。新增项目试行期满后，按通用型或复杂型项目进行管理。
- 建立灵敏有度的价格动态调整机制。对不同的医疗服务进行动态调整有利于及时在影响医疗服务价格的内在或者外在因素发生变化时做出快速、灵活的反应。从而使得价格与实际情况更好的对应。
- 医疗服务价格体系改革的核心是挤出药品以及耗材的水分，降低药品和耗材的成本。提升医生的服务价值、技术价值部分的价格，使医生更好的服务于患者，从“以医院为核心”变为“以患者为核心”。**对于技术含量高、疗效确切、患者获益大的医疗活动，我们认为不仅不必过分忧虑未来生存空间，相反其价值和重要性仍有可能进一步上升。**
- 9 月 16 日盐城市医保局发布《关于拟调整部分医疗服务项目价格的公示》，部分眼科与康复医疗服务价格显著调增。本次调整医疗服务项目价格共 78 项，眼科医疗服务价格增幅 30% 以上。具体来看，眼部治疗类 24 项，三级医院增幅在 30-92%；眼部手术类 38 项，三级医院增幅在 18-59%，其中，白内障超声乳化摘除术+人工晶体植入术由 1095 元提升至 1500 元，增幅在 37%；康复类 16 项，三级医院增幅在 36-88%，如截瘫肢体综合训练由 39 元提升至 58 元，增幅近 50%。

#### 医疗服务机构紧跟行业变化，从多个层次满足患者的需求

- 自 8 月 24 号，宁波医保局发布了《关于征求<关于进一步明确医保历年账户支付种植牙项目的方案>意见的通知》，向各区县（市）医疗保障局及各地辖区内综合医疗的口腔科和口腔医疗机构（包括民营）征求意见。
- 宁波种植牙纳入医保历年账户的《方案》提出，国产每颗 3000 元，包含种植体、基台、牙冠、修复附件、配套工具等耗材费用，以后续半年内医疗服务全部费用。原则上材料费 1000 元，医疗服务费用 2000 元。材料费最高下调不超过 20%。进口品牌牙收费标准 3500 元，包含种植体、基台、牙冠、修复附件、配套工具等耗材费用，以后续半年内医疗服务全部费用。原则上材料费 1500 元，医疗服务费 2000 元。材料费最高下调不超过 20%。

图表 21: 宁波医保局关于国产品牌种植牙项目方案

(一) 目录内国产品牌种植牙收费标准为每颗3000元, 包含种植体、基台、牙冠、修复附件、配套工具等耗材费用, 口腔CT等相关辅助检查费用以及从首次种植至牙冠安装后半年内医疗服务全部费用, 其中种植术后复诊不少于2次。原则上材料费为1000元, 医疗服务费为2000元, 为确保产品质量和促进企业创新可持续发展, 材料费最高下调不得超过20%。

来源: 宁波医保局, 国金证券研究所

图表 22: 宁波医保局关于进口品牌种植牙项目方案

(二) 目录内进口品牌种植牙收费标准为每颗3500元, 包含种植体、基台、牙冠、修复附件、配套工具等耗材费用, 口腔CT等相关辅助检查费用以及从首次种植至牙冠安装后半年内医疗服务全部费用, 其中种植术后复诊不少于2次。原则上材料费为1500元, 医疗服务费为2000元, 为确保产品质量和促进企业创新可持续发展, 材料费最高下调不得超过20%。

来源: 宁波医保局, 国金证券研究所

- 2021年11月17日, 四川省药械招标采购服务中心公布《关于开展部分口腔类高值医用耗材产品信息采集工作的通知》, 本次采集工作包括了各种组成口腔种植体系统的医用耗材, 但不涉及医疗服务费用。
- 我们认为如上述政策可以顺利落地, 有望在支付方、种植耗材厂商、医生、医院的共同努力下, 降低种植牙终端价格, 惠及民生满足保障性需求。未来面向不同需求层级, 种植牙有望出现高端、中端、低端三个价格带协同发展的局面, 国产种植体品牌, 韩系种植体品牌有望逐步提升份额。
- 医疗服务领域有关医保控制和服务价格的政策陆续出台, 也反映了过去对消费医疗服务“医保风险免疫”的认知过于简单, 以往粗暴的趋势投资方法需要进一步增添精细的业务梳理和收入分析, 精选真正医疗服务质量高、连锁复制能力完善、能够从多个层次满足患者本质医疗需求的优质民营医疗服务企业。当前板块经过了一定回调, 上述企业中长期布局机会有望逐步到来, 建议重点关注爱尔眼科、通策医疗、海吉亚医疗、锦欣生殖等企业。

## 生物制品行业：景气度持续提升，政策风险可控

### 疫苗：关注新冠疫苗出海与常规疫苗大品种放量节奏

- **新冠疫苗放量，国内相关企业获得较大业绩增量。**2021年，新冠疫苗大规模集中接种为疫苗行业头部上市公司带来较大业绩贡献。根据国务院联防联控机制发布数据，截至11月5日，我国累计报告接种新冠病毒疫苗23.1亿剂次，完成全程接种的人数约为10.7亿人。根据第七次全国人口普查数据，2020年全国人口为14.12亿人，按此计算，我国完成全程接种的人口比率约占76%。

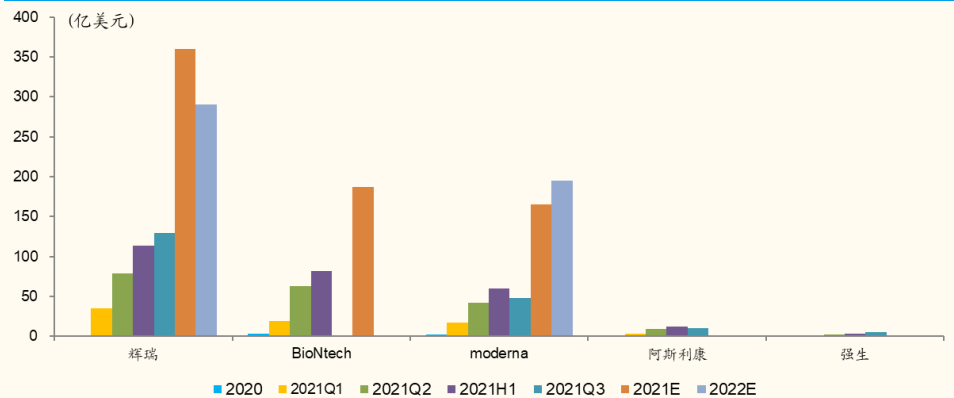
图表 23：国内已获批紧急使用或附条件上市的新冠疫苗厂商2021年前三季度业绩表现

公司	纳入国内紧急使用时间	营业收入 (亿元)		
		2021Q1	2021H1	2021Q3
智飞生物	2021.3.17	39.3	131.7	218.3
智飞龙科马		-	53.1	-
康泰生物	2021.5.14	-	10.5	23.8
康希诺	2021.2.25	-	20.6	30.9
中国生物制药 (参股科兴中维15.03%股权)	-	72.4	143.5	-
其中：联营公司及合营公司贡献	-	-	-	-

来源：公司公告，国金证券研究所

- **海外新冠疫苗市场同样迎来爆发：**基于海外药企已披露的三季度财报：
  - 辉瑞 mRNA 新冠疫苗 2021 年前三季度实现销售 242.8 亿美元，单三季度实现收入 129.8 亿美元，全年收入预期从此前的 335 亿美元上调至 360 亿美元，全年 mRNA 疫苗预计交付数量为 23 亿剂；预计明年实现收入约 290 亿美元。
  - BioNTech 也在三季报中上调 2021 年新冠疫苗营收至约 160~170 亿欧元。BioNTech 和辉瑞预计到 2021 年底将生产 27 亿至 30 亿剂新冠疫苗，预计到 2022 年产量将达到 40 亿剂。
  - Moderna 的 mRNA 新冠疫苗第三季度实现收入 48.1 亿美元，预计部分国际运输和出口交货可能转移到 2022 年初，因此下调今年此前的 8~10 亿剂的交付剂量至 7~8 亿剂；今年新冠疫苗销售额也由此前的 200 亿美元下调至 150~180 亿美元。明年公司预计实现销售额 170-220 亿美元，增长动力主要来自已签署的 170 亿美元订单及最多达 30 亿美元的订单期权，此外，公司预计 2022 年的加强针销售额也可能达 20 亿美元。

图表 24：海外主要新冠疫苗厂商的业绩贡献

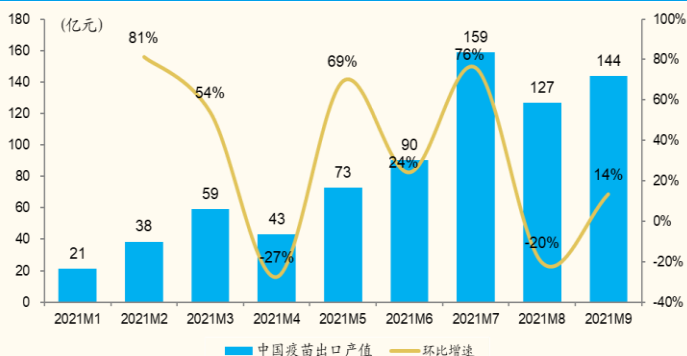


来源：公司公告，国金证券研究所

- **我国疫苗累计出口产值环比持续增长。**

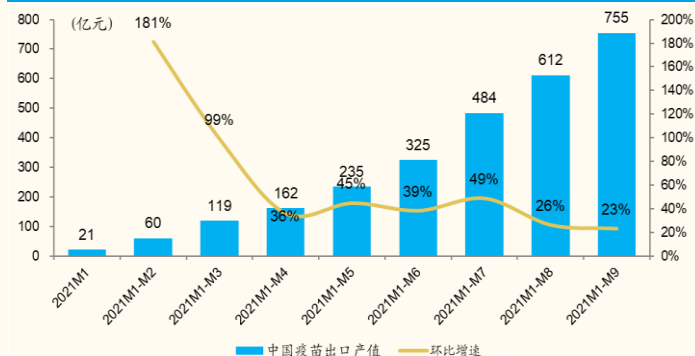
- 根据海关总署的统计数据，2021年1-9月，我国人用疫苗出口总额达到755亿元。根据新华社2021年12月2日报道，截至目前中国已向120多个国家和国际组织提供超过18亿剂疫苗。
- 2021年9月，我国人用疫苗出口总额达到144亿元，环比增长14%。从出口市场来看，印度尼西亚为第一大采购国，1-9月份疫苗出口货值为90亿元；巴西、巴基斯坦分别为第二、第三大采购国，出口货值分别为60亿元、58亿元。
- 中国向全球多个国家供应新冠疫苗，不仅为全球抗疫进程作出重大贡献，另一方面也带来中国创新疫苗快速走向国际机遇，中国疫苗产业在国际化市场有望取得重要突破。

图表 25：中国疫苗出口产值总量（单月）



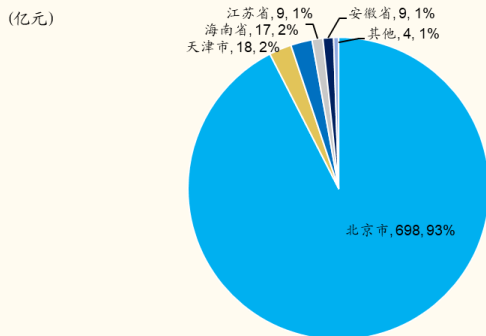
来源：海关总署，国金证券研究所

图表 26：中国疫苗出口产值总量（累计）



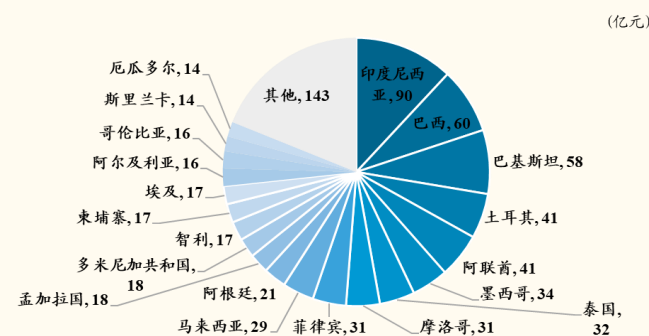
来源：海关总署，国金证券研究所

图表 27：中国疫苗出口产值结构（单月，按注册地分）



来源：海关总署，截止2021年9月，国金证券研究所

图表 28：中国疫苗出口产值结构（累计，按贸易伙伴分）



来源：海关总署，截止2021年9月，国金证券研究所

- **重磅二类苗品种批签发走势实现快速增长。**在新冠疫苗大规模接种的同时，2021年国内大部分重磅常规疫苗品种仍实现了较快速的增长。暂不考虑批次间规模差异，以下批签发批次数量比较仅供参考：
  - HPV疫苗：2021年第三季度，智飞生物代理的九价HPV疫苗和四价HPV疫苗分别实现批签发12和6批次，同比增长20%和100%，较第二季度批签发规模回暖明显；万泰生物自主研发的国产二价HPV疫苗今年4月预灌封注射器包装获批，7月西林瓶包装生产规模放大，截至10月31日，累计批签发数量已超过800万支。
  - 流感疫苗：流感疫苗放量具备显著的季节性特点，下半年以来，国家有关部委发布新版《中国流感疫苗预防接种技术指南(2021-2022)》，相较往年，今年流感疫苗接种重点人群有所扩张，新增大型活动参加人员和保障人员；10月份，卫健委发布《关于做好2021-2022年流行季流感防控工作的通知》，强调今冬明春新冠疫情与流感等呼吸道传



病出现叠加流行的风险依然存在，对流感疫苗防控工作体现出高度重视。从批签发看，行业主要流感疫苗上市公司批签发批次均有快速增长，华兰生物、金迪克生物四价流感疫苗分别实现批签发 52、42 批次，同比增长 37%和 83%，百克生物鼻喷流感疫苗实现批签发 17 批次，同比增长 70%。

- 13 价肺炎结合疫苗：2021 年前三季度，辉瑞的 13 价肺炎结合疫苗实现批签发 46 批次，同比增长 188%；沃森生物的 13 价肺炎结合疫苗实现批签发 33 批次，同比增长 6%；上半年，沃森生物 13 价肺炎结合疫苗获得批签发 267 万剂，同比增长 122%。
- 随着民众传染病防护意识与疫苗接种认知的持续提升，我们认为未来重要常规疫苗品种接种需求仍将保持高增长，为相关企业贡献可观业绩弹性。

图表 29：2021 年前三季度部分疫苗公司重点疫苗品种批签发情况

公司	品种	批签发批次				同比增速			
		2020	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2020	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3
智飞生物	九价HPV疫苗	24	8	3	12	-	300%	-70%	20%
	四价HPV疫苗	31	9	6	6	-	80%	-45%	100%
康泰生物	四联疫苗	51	13	4	16	-	-13%	-69%	0%
	乙肝疫苗	15	56	47	32	-	-	-	-
沃森生物	13价肺炎结合疫苗	42	16	9	8	-	1500%	-10%	-60%
万泰生物	双价HPV	46	23	28	54	-	-	300%	108%
华兰生物	四价流感疫苗	86	0	0	52	-	-	-	37%
金迪克生物	四价流感疫苗	51	10	0	42	-	-	-	83%
百克生物	鼻喷流感疫苗	10	0	0	17	-	-	-	70%
	水痘减毒活疫苗	140	44	44	31	-	26%	19%	-6%
康华生物	人二倍体狂犬疫苗	56	7	19	9	-	-53%	73%	-36%
成大生物	狂犬疫苗	399	103	129	126	-	41%	2%	14%
欧林生物	破伤风疫苗	48	19	8	15	-	90%	60%	36%
GSK	双价HPV	3	5	1	6	-	-	200%	500%
	重组带状疱疹疫苗	17	5	0	0	-	-100%	-100%	-55%
Sanofi	五联苗	79	10	12	23	-	-29%	-60%	15%
Pfizer	13价肺炎结合疫苗	27	18	15	13	-	260%	275%	86%

来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所，因批签发数据披露机构较多，不同统计口径可能存在一定误差，结果仅供参考

- 常规疫苗大品种接续获批上市，招投标准入有序推进，快速放量可期。2021 年 6 月，智飞生物自主研发的注射用母牛分枝杆菌获批增加适应症，新增预防结核分枝杆菌潜伏感染人群发生肺结核疾病。目前公司微卡产品已实现重庆、安徽、山东、四川、上海等 10 个省级单位的招标准入，快速放量可期。康泰生物重磅产品 13 价肺炎疫苗 9 月获得药品注册证书，10 月获得生物制品批签发证明，可正式上市销售，目前在广东、湖北、黑龙江等省份已实现准入及江西、陕西招标准入即将公示完毕，其余省市的招标准入工作也在积极推进中，将成为公司收入和利润的新增长点。

图表 30: 国内部分上市疫苗公司处于临床后期的产品管线进展 (不含新冠疫苗相关)

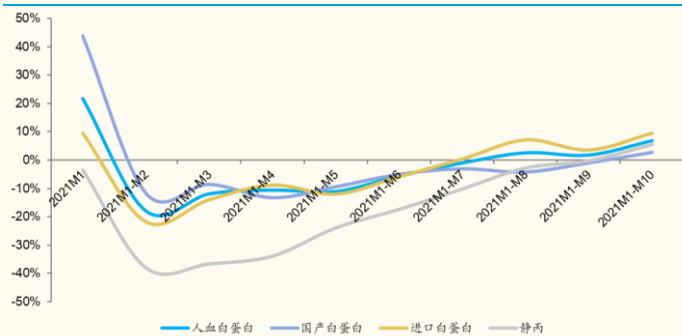
公司	产品名称	临床申请	获批临床	临床I期	临床II期	临床III期	报产	获批上市
智飞生物	注射用母牛分枝杆菌疫苗							2021.6
	15价肺炎球菌结合疫苗							
	冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5 细胞)							
	冻干人用狂犬病疫苗(Vero 细胞)							
	四价流感病毒裂解疫苗							
康泰生物	13价肺炎球菌结合疫苗							2021.9
	冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)							
	冻干水痘减毒活疫苗							
	ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗							
	甲型肝炎灭活疫苗							
沃森生物	Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗(vero细胞)							
	二价HPV疫苗							
万泰生物	二价宫颈癌疫苗							2019.12
	九价宫颈癌疫苗							
	冻干水痘减毒活疫苗							
康希诺	PCV13i							
华兰生物	四价流感病毒裂解疫苗(儿童)							
	冻干A群C群脑膜炎球菌结合疫苗							
百克生物	带状疱疹减毒活性疫苗							
	冻干人用狂犬病疫苗(vero细胞)							
成大生物	四价鸡胚流感病毒裂解疫苗							
金迪克	冻干人用狂犬病疫苗(Vero 细胞)							
欧林生物	AC-Hib 联合疫苗							

来源: 公司公告, 国金证券研究所

血制品: 行业景气度持续回暖, 浆站审批未来有望提速

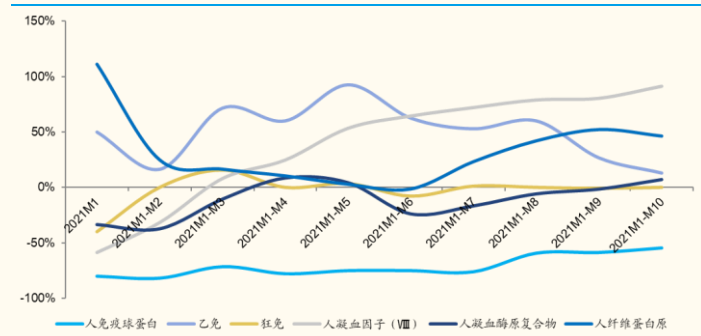
- **主要血制品品种批签发持续回暖。**根据中检院及各地方检验所公布的批签发数据看, 2021 年以来, 我国主要血制品品种人血白蛋白和静丙批签发回暖明显, 2021 年的月度累计批签发批次同比去年呈现逐月提升的良好态势。上半年, 白蛋白特别是进口血制品批次同比增速较低, 我们估计终端白蛋白供应较为紧俏, 下半年以来白蛋白及静丙增速逐步回正, 叠加院内诊疗流量的改善, 行业景气度有望不断提升。

图表 31: 2021 年 1-10 月白蛋白及静丙批次同比增速



来源: 中检院及各地方检验所, 国金证券研究所, 因批签发数据披露机构较多, 不同统计口径可能存在一定误差, 结果仅供参考

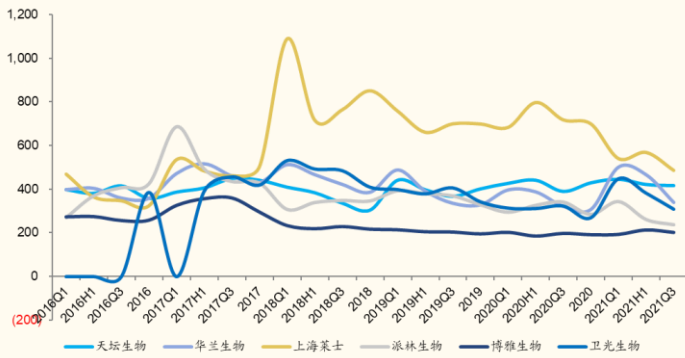
图表 32: 2021 年 1-10 月部分其他血制品批次同比增速



来源: 中检院及各地方检验所, 国金证券研究所, 因批签发数据披露机构较多, 不同统计口径可能存在一定误差, 结果仅供参考

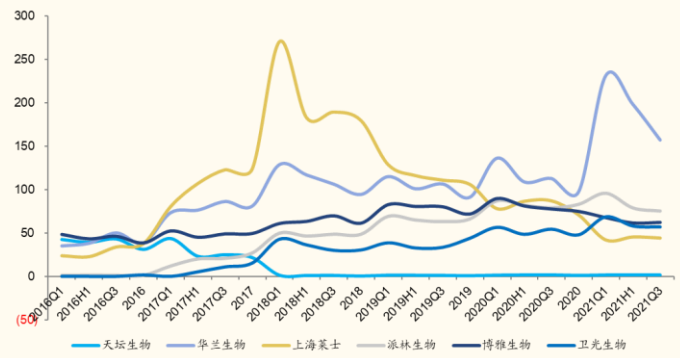
- **主要血制品公司资产周转改善明显。**随着疫情影响逐步消除, 2021 年前三季度主要血制品公司业绩回暖明显, 应收账款周转天数和存货周转天数呈下降趋势, 也反映出当前行业渠道及终端销售的较高景气度。

图表 33: 部分血制品企业存货周转天数变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 34: 部分血制品企业应收账款周转天数变化



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 国际血制品巨头采浆恢复进度不一。2021 年, 国际血制品巨头采浆仍一定程度上受到新冠疫情影响, 当前处于积极恢复中。CSL 预计 2021 年采浆量较去年同期下降约 20%; Grifols 2020 年全年采浆量下降约 15%, 预计 2021 年, 随着疫情恢复, 欧美浆站的并购, 新浆站的设立以及采浆效率的提升, 采浆量将逐步恢复, 其中欧美地区的血浆采集预计同比增长 10-20%。

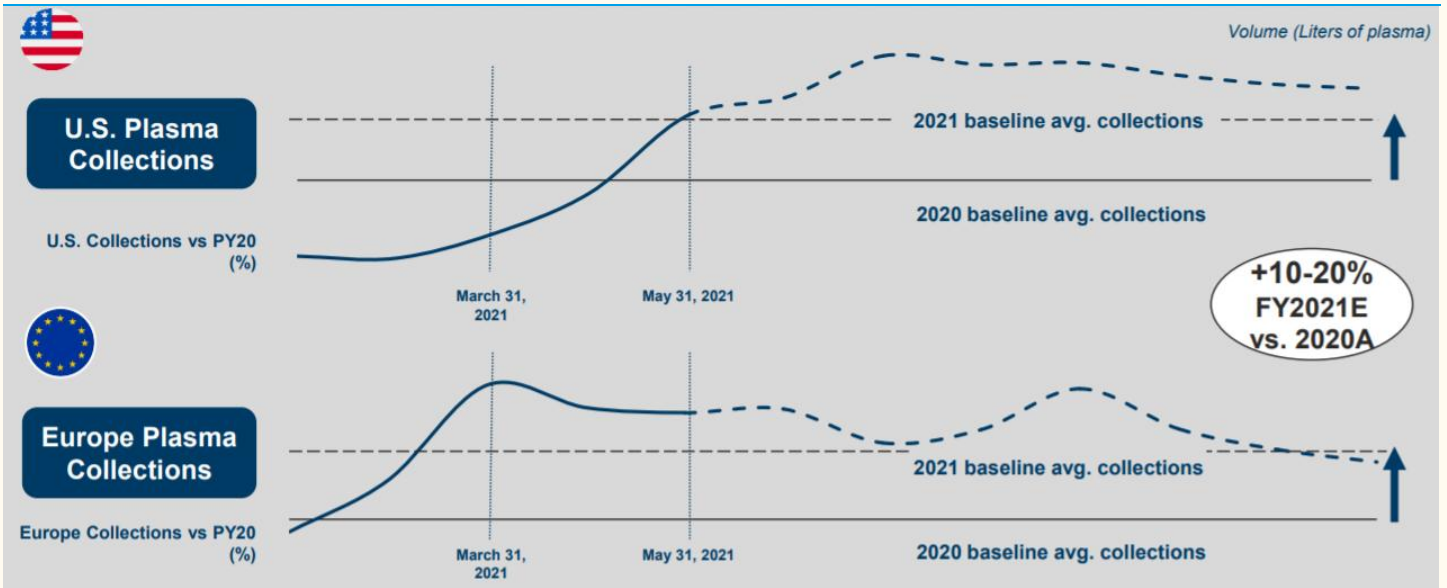
图表 35: CSL 预计 2021 年采浆量下降约 20%

## Plasma Collections

<p><b>Challenges</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Plasma collections adversely impacted by:                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- US stimulus, stay-at-home orders, extended lockdowns</li> </ul> </li> <li>• FY21 plasma collection volume down ~20% v FY20</li> <li>• Increased collection costs</li> </ul>	<p><b>Initiatives</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Enhanced operating &amp; marketing initiatives to attract lapsed and new donors</li> <li>• Strong adoption of new technology (donor app, kiosks, online)</li> <li>• Industry leadership in new collection centres</li> <li>• Plasma hold period reduced from 60 to 45 days</li> <li>• Use of available finished goods inventory</li> <li>• Collaboration with Terumo to deliver a new plasmapheresis platform</li> </ul>
--	---

来源: CSL 公告, 国金证券研究所

图表 36: Grifol 预计 2021 年欧美血浆采集增长 10-20%



来源: Grifols 公告, 国金证券研究所

- 新设浆站有望不断突破, 行业中长期成长空间将进一步打开。2021 年作为“十四五”开局之年, 血液制品行业浆站拓展有望不断推进。头部公司天坛生物在浆站拓展方面已取得重要突破。根据不完全统计, 2021 年 8 月底, 公司董事会已审议通过新设 12 家浆站, 其中睢宁、临城、环县、民乐、宁县、镇原 6 家浆站工商注册工作已完成, 永登、榆中、皋兰、甘谷 4 家浆站正在工商核名阶段, 白茆浆站改造和靖远浆站、镇原浆站、民乐浆站购地项目正在有序推进中。截止 11 月, 天坛生物公司已在湖北、甘肃、河北、江苏等地, 计划新设 15 家浆站。

图表 37: 2021 年以来天坛生物新设浆站情况 (截止 11 月 15 日)

序号	新设浆站	所在省	所属子公司	进展	公告时间
1	睢宁上生生物技术有限公司	江苏	上海血制	工商注册工作已完成	2021.6
2	临城上生单采血浆有限公司	河北	上海血制	工商注册工作已完成	2021.6
3	环县兰生单采血浆有限责任公司	甘肃	兰州血制	工商注册工作已完成	2021.6
4	民乐兰生单采血浆有限责任公司	甘肃	兰州血制	工商注册工作已完成	2021.6
5	宁县兰生单采血浆有限责任公司	甘肃	兰州血制	工商注册工作已完成	2021.6
6	镇原兰生单采血浆有限责任公司	甘肃	兰州血制	工商注册工作已完成	2021.6
7	永登兰生单采血浆有限责任公司	甘肃	兰州血制	工商核名阶段	2021.8
8	榆中兰生单采血浆有限责任公司	甘肃	兰州血制	工商核名阶段	2021.8
9	皋兰兰生单采血浆有限责任公司	甘肃	兰州血制	工商核名阶段	2021.8
10	甘谷兰生单采血浆有限责任公司	甘肃	兰州血制	工商核名阶段	2021.8
11	康县兰生单采血浆有限责任公司	甘肃	兰州血制	-	2021.8
12	景泰兰生单采血浆有限责任公司	甘肃	兰州血制	-	2021.8
13	竹山武生单采血浆站有限公司	湖北	武汉血制	-	2021.10
14	巴东武生单采血浆站有限公司	湖北	武汉血制	-	2021.10
15	张家川兰生单采血浆有限责任公司	甘肃	兰州血制	-	2021.10

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 献浆员年龄结构明确可拓宽至 60 周岁, 血源供给有所保障。2021 年 9 月, 国家卫健委组织专家修订形成《献血浆者须知 (2021 年版)》, 对献浆员的年龄范围进一步明确, 确定了献浆员的年龄可在 18~55 周岁间, 固定献浆者年龄可延长至 60 周岁, 有望为血液制品企业浆源保障工作带来正面影响。

图表 38: 国家卫生健康委办公厅关于印发献血浆者须知(2021年版)的通知

## 献血浆者须知 (2021年版)

为保障献血浆者的身体健康和原料血浆质量,在献血浆时须遵守以下规定:

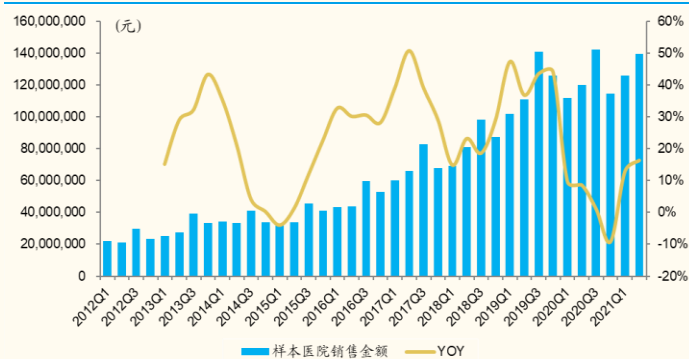
一、凡年龄在 18-55 周岁,身体健康的划定采浆区域内户籍居民均可申请参加原料血浆捐献活动;既往无献浆不良反应、符合健康检查要求的固定献血浆者主动要求再次献血浆的,年龄可延长至 60 周岁。申请献血浆时,请携带本人有效身份证,到户籍地是其划定采浆区域的单采血浆站办理献血浆登记,经体格检查和血液检测合格后,领取《供血浆证》。

来源:国家卫健委,国金证券研究所

### 生长激素:新患入组恢复优秀增长,政策影响预计温和

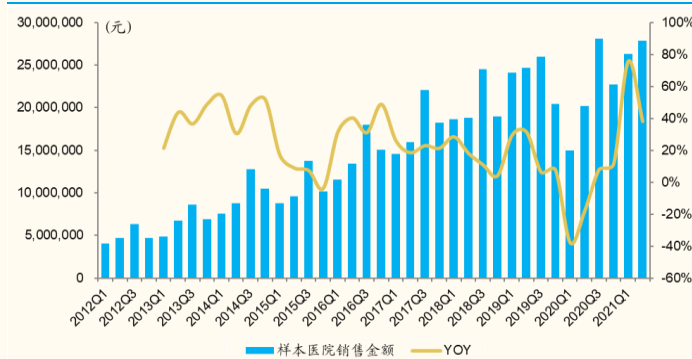
- 2021 年以来,疫情对生长激素相关适应症诊疗和处方的影响逐步消除,国内主要生长激素企业持续加大患者开发和产品覆盖,新患入组人数及患者用药时长不断提升。尽管三季度以来局部地区的疫情反弹为生长激素的患者入组带来一定扰动,但我们认为生长激素行业诊疗秩序的恢复和整体成长性的提升是大势所趋,2022 年有关企业业绩有望再创新高:
  - 长春高新:根据公司投资者交流公告,上半年公司生长激素产品新患者人数增长 60%左右,平均用药时长为 16 个月,同时成人生长激素缺乏相应适应症相比上年同期有较大增幅。2021 年第三季度,因新冠疫情影响导致公司新患增幅有所降低,但整体来看,2021 年前三季度公司生长激素产品新患者人数增长仍近 60%。
  - 根据金赛药业官微,金赛药业国际医药产业园项目主要建设生长激素生产基地、抗体生产基地等,目前进展顺利,项目建设已进入冲刺阶段,预计今年年底可实现暖封闭,明年完成内部装修,2024 年实现投产。达产之后,公司产能可以在现在 2300 万支的基础上增加 2.5-3 倍左右,新增产能 300 亿元,公司长期业绩增长的基础扎实。
  - 安科生物:三季度以来,公司注射用重组人生长激素新增申报的治疗特发性矮小(ISS)适应症的上市许可申请获得批准,成为国内首个获批该适应症上市的产品,总适应症达到 8 个,用药人群基数进一步拓宽;在剂型与规格的丰富度上,公司水针新增规格获得国家药监局批准,批准上市的规格达到 4 种,水针的医生处方连续性和患儿依从性将有较大改善,销售放量进入高速通道;聚乙二醇化重组人生长激素注射液也已完成临床研究,处于准备申报生产的阶段。产能方面,公司 2000 万支新产能也已申报至国家药审中心,目前正在审评审批中。

图表 39: 2015Q3-2021Q2 金赛水针样本医院销售情况



来源: PDB, 国金证券研究所

图表 40: 2015Q3-2021Q2 安科粉针样本医院销售情况



来源: PDB, 国金证券研究所

■ **报价规则较为温和, 板块估值有望逐步迎来修复。**9月30日, 广东省药品交易中心发布关于征求《广东联盟双氯芬酸等153个药品集团带量采购文件(征求意见稿)》意见的通知, 联盟地区主要包含广东等十省。

从征求意见稿的报价规则看, 目前生长激素粉针和水针均属于非独家药品, 根据已披露的集采规则, 公立医疗机构填报每一家企业首年预采购总量, 按照同品种同组别分别计算每一家企业占联盟地区首年预采购总量的比例, 按每一家企业的比例从高到低依次顺位排序, 累计80%的企业列入A采购单, 其余的列入B采购单。A组中须同时按照P1、P2两个梯级分别进行报价, B组中选择一个品规作为价格申报代表品规, 仅报一个价格。A组拟中选企业P1报价对应本企业联盟地区首年预采购量的70%份额, P2报价对应本企业联盟地区首年预采购量的100%份额。

图表 41: 2021年广东联盟集采政策时间轴梳理

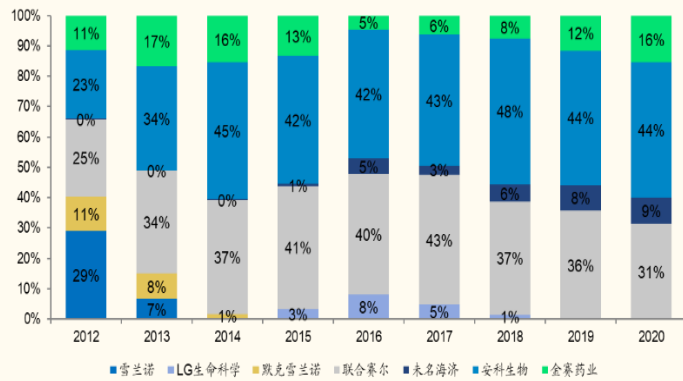
时间	政策	覆盖范围	联盟地区省份
2021.9.30	关于征求《广东联盟双氯芬酸等153个药品集团带量采购文件(征求意见稿)》意见的通知	153个化药和治疗用生物制品	广东、山西、江西、河南、广西、海南、贵州、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团等10个省份
2021.9.14	关于征求《广东联盟清开灵等58个药品集团带量采购文件(征求意见稿)》意见的通知	部分中成药品种, 含36个独家品种	广东、山西、河南、海南、宁夏、青海、新疆等7个省份
2021.7.17	关于征求《阿莫西林等45个药品联盟地区集团带量采购文件(征求意见稿)》意见的通知	部分过评化药	广东、山西、江西、河南、湖南、广西、海南、贵州、甘肃、青海、宁夏、新疆、新疆生产建设兵团等12个省份

来源: 广东省药品交易中心, 国金证券研究所

**生长激素格局优异, 预计价格竞争较为良性。**根据PDB样本医院的销售数据, 2020年我国生长激素粉针剂型用量较多的企业主要有安科生物、联合赛尔、金赛药业和未名海济, 水针剂型用量较多的主要是金赛药业。考虑生长激素竞争格局相对良好且对企业销售推广和服务能力有较高要求, 我们预计此次采购价格竞争较为良性, 头部企业有望在确保市场份额的同时维持供应价格的相对稳定。

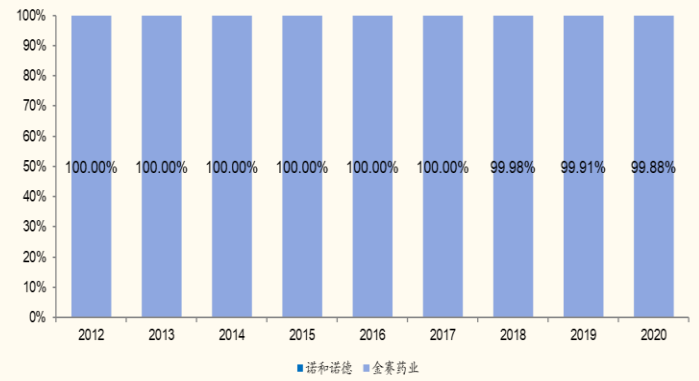
我们认为生长激素疗效明确、成长能力出色、市场格局优异, 前期政策不确定性导致板块估值承压, 如未来联盟地区集采方案逐步落地且降价幅度可控, 板块有望迎来系统性估值修复机遇, 生长激素也仍将是生物制品板块壁垒较深、长期空间较大、持续成长能力优异的细分赛道之一。

图表 42: 2012-2020 年我国生长激素粉针剂型竞争格局



来源: PDB, 国金证券研究所

图表 43: 2012-2020 年我国生长激素水针剂型竞争格局



来源: PDB, 国金证券研究所

- 剂型升级也将是板块重要的成长驱动力之一: 2021 年 3 月, 金赛药业启动“金护成长”项目, “金护成长—金赛增患者救助项目”是一项面向矮小症患儿的公益项目, 截止 6 月, 该项目已累计援助超 1 万名患儿。参考样本医院销售数据, 21 年以来金赛药业长效生长激素同比增长迅速。
- 天境生物和济川药业达成重磅战略合作, 长效生长激素市场价值进一步凸显。11 月, 天境生物与济川药业举行战略合作签约仪式, 就伊坦生长激素达成产品开发、生产及商业化战略合作, 支付的首付款及里程碑付款将不超过人民币 20.16 亿元, 交易金额创近年中国生物医药及儿科医药领域同类新高。
- 根据 Frost&Sullivan 的市场研究报告, 目前预计只有 5.7% 的中国 PGHD (生长激素缺乏症) 患者接受生长激素注射治疗, 临床需求很大程度上尚未得到满足; 中国 PGHD 市场预计到 2030 年将增长至 358 亿元人民币, 2018 年至 2030 年的预计复合年增长率为 19.8%。

## 医美行业：监管趋严利好龙头稳健发展，新型再生填充剂快速推广

### 行业监管政策相继落地，合规龙头企业份额有望提升

- 2021 年前三季度医美行业克服局部地区疫情反弹压力，保持增长势头。
- **医美行业监管政策及各项规划促进行业规范性管理，促进长期健康发展：**自八部委于 2021 年 6 月推出《打击非法医疗美容服务专项整治工作方案》以来，医疗美容市场管理及行业宣传监管不断升级。11 月 2 日，《医疗美容广告执法指南》正式落地，进一步规范行业，打造健康合规市场，为消费者提供安全规范的医美消费环境。
- 我们认为随着监管升级，去芜存良后的合法合规机构是未来医美市场扩张的主要受益者。消费者医美需求并不会因为市场监管规范提升而消失，相反，安全规范的医美市场环境和医美宣传教育有利于进一步提升医疗美容渗透率，促进行业发展。
- 我们认为，具有强大品牌实力和规范经营优势的产品/服务龙头企业有望在未来提升市场占有率，进一步塑造品牌价值。

图表 44：部分医美企业 2021 年前三季度营业收入情况

证券代码	证券简称	2020Q1-3收入 (百万元)	2021Q1-3收入 (百万元)	YoY	2020Q3收入 (百万元)	2021Q3收入 (百万元)	YoY
688366.SH	昊海生科	892	1275	43%	396	424	7%
300896.SZ	爱美客	464	1023	120%	223	390	75%
300957.SZ	贝泰妮	1417	2113	49%	476	701	47%
688363.SH	华熙生物	1596	3012	89%	649	1076	66%
	合计	4370	7423	70%	1744	2590	49%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 45：部分医美企业 2021 年前三季度营业收入情况

证券代码	证券简称	2020Q1-3归母 净利润(百万)	2021Q1-3归母 净利润(百万)	YoY	2020Q3归母净 利润(百万)	2021Q3归母净 利润(百万)	YoY
688366.SH	昊海生科	113	310	176%	85	79	-7%
300896.SZ	爱美客	290	709	144%	143	283	98%
300957.SZ	贝泰妮	215	355	65%	55	90	64%
688363.SH	华熙生物	438	555	27%	171	195	14%
	合计	1056	1930	83%	454	648	43%

来源：Wind，国金证券研究所

### 新型再生填充剂登陆市场，医美行业将迎来新风向

- **医美产品市场 2021 年迎来新品浪潮，新型再生填充剂市场规模有望快速提升。**以爱美客上市的濡白天使针和华东医药的 Ellans é 伊妍仕少女针为代表的新型再生填充剂相较于传统玻尿酸等填充剂避免了移位、透光等现象，同时相较于市场其他再生注射剂又具有即刻填充效果，满足了消费者塑形需求。
- 根据爱美客官网信息，爱美客新型注射剂“濡白天使”于 2021 年下半在国内市场实现商业化销售，公司通过设立医生注射牌照申领制度，将优质的医生服务与领先的产品深度结合，以“多效合一，自然安全”的特点为求美者提供更佳的效果体验。濡白天使上市后，获得医疗机构、医生群体与消费者的广泛欢迎与良好的反馈，报告期内已产生一定收入，有望后续不断贡献业绩。
- “少女针”落地加快医美发展步伐，产品集群渐入收获期。华东医药三季报显示，华东医药新品 Ellans é “少女针”也已实现商业化销售，该品种通过 CMC（羧甲基纤维素）进行填充，并通过 PCL（聚己内酯微球）刺激胶原再生，具备“填充+修复”的双重功效。目前签约合作医院数量已超过 120 家，培训认证医生数量超过 200 人，销售推广已全面铺开。Ellans é 伊妍仕自上市后受到市场广泛关注及欢迎，医美机构订单踊跃，客户使用反馈良好，该新品有望进一步提升公司医美业务的核心竞争力。



- 我们看好医美赛道长期发展，考虑未来医美渗透率提高且行业监管进一步加强，业绩增速确定性高、表观增速快的医美产品龙头企业值得重点关注，如：爱美客、华东医药、华熙生物、贝泰妮等。

## 投资建议

- 我们认为 2022 年医疗板块投资机会很可能是自下而上、强调表观增长、强调增速与估值匹配的，重点看好具有良好的表观增速、估值与增长匹配度良好的相关标的。
- 我们重点看好医疗板块两大布局方向：价值成长和创新出海
  - **价值成长**：我们认为当前板块内有大量仍然具有良好行业模式和较好成长性的标的已经处于历史估值低位，原因在于市场对其未来成长过于悲观。如果医保/控费压力阶段性出清，或者疫情对院内诊疗流量和药品耗材使用的压制解除，或者行业政策景气度出现拐点，那么估值修复所带来的重新定价弹性将十分可观。代表性领域：**生长激素、血液制品、优质家用医疗器械、体外诊断龙头、连锁医疗服务等**。
  - **创新和出海**：展望未来医疗板块产业发展，我们认为，创新依旧是医药行业的灵魂，在存量会被不断优化的医保定价格局下，新产品享受的定价优势对企业长期成长至关重要；而企业如果能在海外市场占据可观份额，也将提升未来潜在成长空间。鉴于创新/出海能力对于未来医疗板块企业长期持续成长能力的重要性提升，市场有望给予这些领域优势企业以估值溢价。同时正如我们所分析，当前市场注重估值与增速的匹配，因此这类标的中具有合理估值的标的更加值得重点关注。代表性领域：**器械行业龙头和细分领域优秀企业、创新疫苗、头部医美产品、生命科学服务等**。

## 重点公司

- **价值成长**：长春高新、博雅生物、鱼跃医疗、新产业、安图生物、健帆生物、华东医药、安科生物、天坛生物、华兰生物、海吉亚医疗、片仔癀、爱尔眼科、通策医疗、时代天使、欧普康视、锦欣生殖、云南白药、金域医学、迈克生物、稳健医疗、万孚生物等。
- **创新和出海**：迈瑞医疗、南微医学、万泰生物、爱美客、心脉医疗、华熙生物、艾德生物、贝泰妮、泰坦科技、诺唯赞、三诺生物、智飞生物、康泰生物、爱博医疗、惠泰医疗等。

## 风险提示

- 疫情反弹超预期，影响常规诊疗流量；
- 抗疫物资量价回落风险；
- 医保控费和集采力度超出预期风险；
- 新品放量不及预期风险；
- 行业监管调整或收紧超出预期；
- 医疗事故风险；
- 新品研发和上市审批进度不及预期；
- 外延并购整合风险；
- 汇率变化风险。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；  
中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；  
减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场T3-2402