

行业迎来发展新机遇，看好创新与出海

——医药行业 2024 年半年度策略报告

报告要点：

● 三季度医药板块业绩有望恢复，看好创新和出海

从业绩角度来看，2023 年三季度医药行业反腐力度达到最大，医药板块单季度业绩较差，目前反腐逐步常态化，2024 年三季度医保板块业绩有望迎来恢复。从估值角度来看，经过三年时间调整，目前医药板块估值水平（TTM）约为 35 倍。在医药行业集采、常态化反腐和鼓励创新等大的政策背景下，我们认为具备创新和出海能力的企业有望迎来长期成长。

● 创新药支持政策持续加码，国内新药商业化浪潮来袭

国家和地方政府多部门陆续发布了各项创新药产业发展支持政策，从药品开发阶段的创新和开发方向的引导、临床研究和上市申请阶段的加快审评审批的支持，到药品上市后商业化阶段的医保支付支持、DRG 控费除外支付支持、商业健康保险助力和国谈药品院外零售渠道的医保支付试点等等，全产业链式的全面支持创新医药产业的发展。药品集中带量采购也逐渐消化了很多传统药企的存量业务影响，建议关注传统药企存量业绩即将或已消化、创新品种即将迎来收获或待商业化放量的标的；Biotech 和 Biopharm 中建议关注其创新品种临床 II 期数据优秀、进入关键临床、即将迎来收益或待商业化放量的标的。

● 法规医药市场规模巨大，新兴市场人口多、卫生支出增长快

目前法规医药市场规模占比大，卫生支出多，而新兴市场经济增长高于世界平均水平且人口基数大，新兴国家药物使用量增长率及人均卫生支出增长率显著高于法规市场，市场成长性较强。目前国内市场竞争加剧，我国药企出海成为大的趋势，从原料药到化学制剂再到生物制品，我国药企出海产品实现逐步升级。建议重点关注产品具备较强创新性、海外渠道能力强的企业，未来有望抢占先机。

● 进口取代与出海持续加速，精选医疗器械细分领域

经过多年研发积累，我国医疗器械企业已经进入创新兑现阶段，进口取代有望持续加速，建议重点关注内窥镜和医疗影像设备板块。同时，部分细分赛道集采基本出清，产品端创新有望引领行业迎来新增长，建议重点关注体外诊断板块、血液净化板块和骨科板块等。此外，部分器械企业已经具备出海能力，海外市场的突破有望打开新的成长空间。

● 投资建议

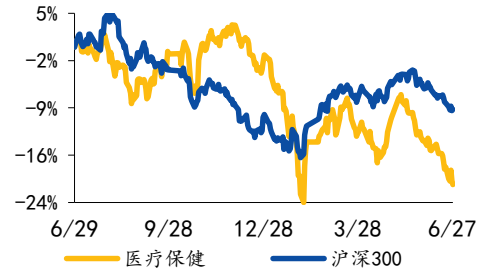
2024 年三季度医药板块业绩有望恢复，且估值水平较低，医药板块有望迎来结构性行业。在医药行业集采、常态化反腐和鼓励创新等大的政策背景下，我们认为具备创新和出海能力的企业有望迎来长期成长。建议重点关注兼具创新和出海的药品和器械板块。

风险提示

医药行业政策风险、产品降价风险、研发进度不及预期风险、海外商业化不可预测性等风险。

推荐|维持

过去一年市场行情



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-血液透析行业深度报告：血液透析持续高景气度，看好全产业链布局企业》2024.03.20

《国元证券行业研究-医药生物行业 2024 年策略报告：创新和出海是主旋律，拥抱医药行业新机遇》2024.01.02

《2023 年医药行业投资策略：否极泰来，关注医药板块结构性机会》2022.12.15

报告作者

分析师 马云涛
执业证书编号 S0020522080001
电话 021-51097188
邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

分析师 朱仕平
执业证书编号 S0020524010001
电话 021-51097188
邮箱 zhushiping@gyzq.com.cn

目 录

1. 三季度业绩有望迎来恢复，看好创新和出海	5
1.1 2023 年起至今医药行业行情回顾	5
1.2 三年时间调整，医药板块估值水平处于底部	5
1.3 2024 年三季度业绩有望迎来恢复	7
2. 创新药支持政策持续加码，国内新药商业化浪潮来袭	7
2.1 国内临床未满足需求缺口巨大，国家用药安全保障仍需提升	7
2.2 药品开发、审批、支付、渠道等全链条支持生物医药创新	9
2.3 传统药企集采影响渐见底，创新药品迎来兑现期	12
3. 法规医药市场规模巨大，新兴市场药物可及性需求提升	14
3.1 法规市场与新兴市场各有独特优势	14
3.2 寻求更优质“沃土”，海外药品价格水平更好	16
3.3 中国药企新药出海事件及 License out 数量逐年增加	17
3.4 医疗费用削减需求推动仿制药需求提升，利润率的下降使得先行的仿制药商主动释放出更多市场	18
3.5 新兴市场通过生物类似药，力求实现在其经济前景走强时所承诺的药物可及性扩张预期	18
4. 医疗器械：进口取代与出海持续加速，精选细分领域	19
4.1 体外诊断：集采常态化，国内企业装机加速，期待后续试剂放量	19
4.2 医用内窥镜：微创手术助力发展，荧光内窥镜替代是行业趋势	20
4.3 血液净化：血液透析持续高景气度，集采加速国产化进程	22
4.4 骨科：集采影响出清，创新引领新增长	23
5. 重点推荐公司	24
5.1 一品红：创新研发持续加速，长期发展值得期待	24
5.2 奥赛康：集采利空渐见底，创新转型即将迎来收获	25
5.3 科兴制药：以新兴国家为起点，引领海外商业化平台出海	26
5.4 迪瑞医疗：华润赋能强化协同，仪器放量布局市场	28
5.5 山外山：国产血液净化设备龙头，打造全产业链覆盖领先企业	28
5.6 海泰新光：聚焦荧光硬镜赛道，整机业务未来可期	29
6. 风险提示	30

图表目录

图 1：医药板块 2023 年年初至今行业回顾	5
图 2：医药板块细分子行业年初至今涨跌幅	5
图 3：SW 医药生物市盈率与沪深 300 市盈率比较	6
图 4：医药板块细分子行业估值情况	6
图 5：近十年 SW 医药生物市盈率	7
图 6：医药生物（申万）季度总营收及增速（亿元，%）	7
图 7：医药生物（申万）季度归母净利润及增速（亿元，%）	7

图 8: 2009-2015 年中国、美国癌症患者 5 年生存率 (%)	8
图 9: 2014-2023 年国产、进口药品 NDA 情况 (个, %)	8
图 10: 2014-2023 年上市国产、进口新药情况 (个, %)	8
图 11: 创新药品临床试验申请平均获批时间 (月)	10
图 12: 2014-2023 年国内上市药品审评时长 (天)	10
图 13: 2019-2022 年医保对创新药支出 (亿元, %)	11
图 14: 国内新药占比预计将快速提升 (%)	11
图 15: 代表创新药国内销售额 (亿元)	12
图 16: 代表创新药品国家医保情况	12
图 17: 代表传统药企近年研发支出 (百万元)	12
图 18: 代表 Biotech+BioPharm 近年研发支出 (百万元)	12
图 19: 部分传统药企近年营收增速 (%)	13
图 20: 部分传统药企近年扣非净利润增速 (%)	13
图 21: 全球医药市场按区域划分明细 (十亿美元)	15
图 22: 2020 年各国占全球卫生支出的份额 (%)	15
图 23: 全球分地区 GDP 增速 (%)	15
图 24: 2023 年新兴国家人口 (百万人)	15
图 25: 2022-2027 年不同地区药物用量年复合增长率 (%)	16
图 26: 中高收入国家占全球卫生支出的份额变化趋势 (%)	16
图 27: 100mg/10ml 规格 Opdivo 药不同国家的价格 (元)	17
图 28: 2021 全球 Top25 畅销药在各国相对价格水平 (%)	17
图 29: 2015-2023 年 7 月中国新药出海事件数量 (件)	17
图 30: 2016-2023 中国 License out 交易金额 (亿美元)	17
图 31: 2016-2019 年仿制药制造商的利润率 (%)	18
图 32: 已获批但推迟/取消的 ANDA 发布计划 (%)	18
图 33: 各公司 2023 年化学发光仪器国内医院新增装机量 (台)	20
图 34: 中国微创手术渗透率	21
图 35: 2020 年全球部分地区接受治疗的 ESRD 患者人数 (每万人)	22
图 36: 2023 年中国市场血透/血滤机销售额占比 (top10)	23
图 37: 2023 年中国市场 CRRT 销售额占比 (top10)	23
图 38: 2019-2023 年科兴制药外销收入及增速 (亿元, %)	26
表 1: 2019-2024 年部分支持创新药发展的重要政策	9
表 2: 2019-2023 年医保目录调整情况	11
表 3: 2024 年以来 CDE 承办的 1 类新药 NDA 情况一览 (截至 2024 年 6 月 21 日)	13
表 4: 中国体外诊断试剂大范围集采事件	19
表 5: 中国荧光硬镜整机市场竞争格局	21
表 6: 截至 2024 年 5 月血液透析行业集采汇总	23
表 7: 骨科集采文件汇总	24
表 8: 中国超声骨刀市场参与者	24

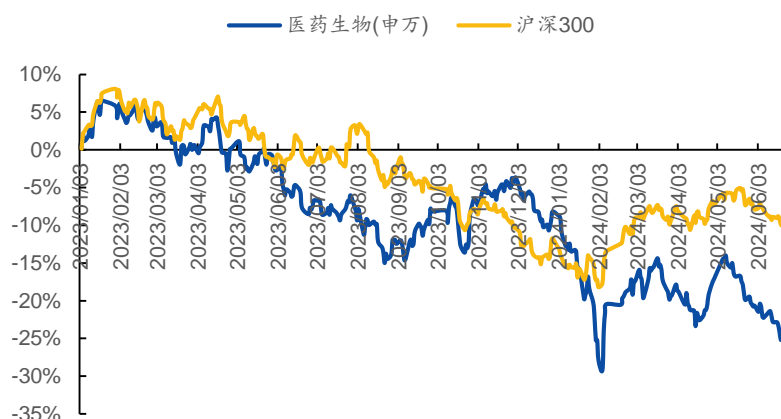
表 9：公司引进产品商业化授权区域及出海进展 27

1. 三季度业绩有望迎来恢复，看好创新和出海

1.1 2023 年起至今医药行业行情回顾

2023 年初，受益于对退烧药等需求较大，医药板块涨幅显著，随着疫情的逐步消退，医药板块持续回调。进入到三季度，医疗反腐进一步刺激板块下行，随着三季度业绩的持续发布，加之投资者对医疗反腐预期的改变，且有创新药等细分板块的带动，医药板块加速反弹；进入四季度，医药板块指数大幅跑赢沪深 300 指数；2024 年初至今，医药板块走势与沪深 300 相似，春节前呈继续下跌趋势，4 月中旬后受一季报影响而表现反弹。

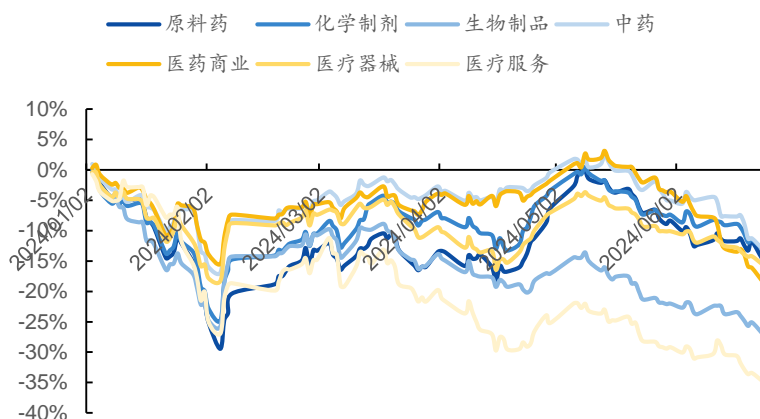
图 1：医药板块 2023 年年初至今行业回顾



资料来源：wind，国元证券研究所

从细分板块来看，2024 年初至今生物制品和医疗服务子板块下滑明显，明显跑输其他子板块。

图 2：医药板块细分子行业年初至今涨跌幅



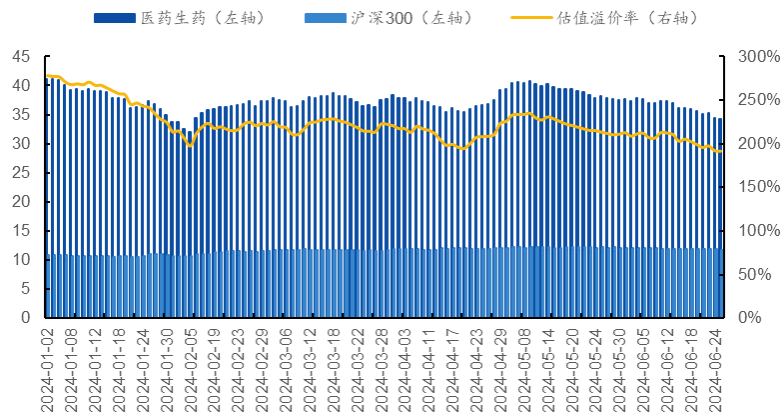
资料来源：wind，国元证券研究所

1.2 三年时间调整，医药板块估值水平处于底部

2024 年至今医药板块整体估值大多居于 35-40 倍之间，进入到 6 月份，随着大盘的

调整，医药板块同样跟随调整，估值水平有一定小幅下滑。

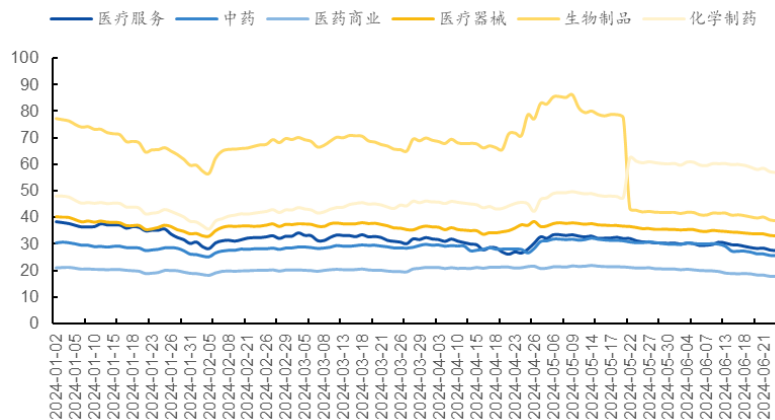
图 3: SW 医药生物市盈率与沪深 300 市盈率比较



资料来源: iFinD, 国元证券研究所

从细分板块来看，化学药剂板块估值年前调整后，年后整体上涨相对明显，目前接近 57 倍；中药板块和医药商业板块年初以来相对平稳，6 月中旬后开始有一定小幅下滑，目前估值分别约为 25 倍和不到 18 倍；医疗服务和生物制品板块年初至今，估值持续下降，尤其是生物制品板块 5 月下旬开始下滑明显，目前医疗服务板块估值在 27 倍左右，生物制品板块估值在 39 倍左右。

图 4: 医药板块细分子行业估值情况



资料来源: iFinD, 国元证券研究所

2010 年至今，医药板块估值水平分别在 2011 年底和 2018 年底达到最低位，最低位为 25 倍左右，目前医药板块估值为 35 倍左右。

图 5：近十年 SW 医药生物市盈率



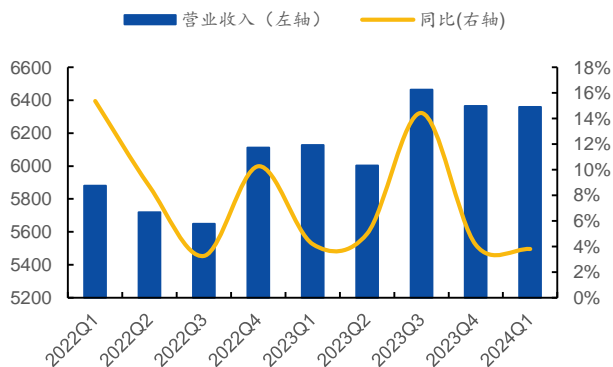
资料来源：iFinD，国元证券研究所

1.3 2024 年三季度业绩有望迎来恢复

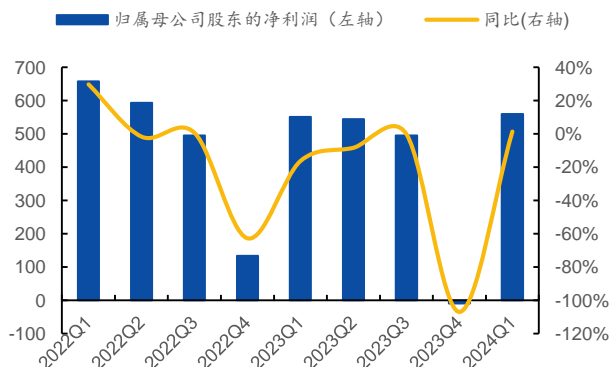
由于不可控的特定社会环境风险、宏观经济增长的压力，2022 年医药生物（申万）整体板块业绩表现不佳，盈利能力持续受到影响；进入 2023 年，板块营收、净利润增长开始回暖，但三季度开始的医疗反腐，导致医药生物（申万）板块 2023 年下半年业绩再次迎来大幅调整；随着各大外部环境干扰的逐步消除，2024Q1 医药生物（申万）板块归母净利润重回正增长。2023 年下半年医药板块整体业绩为相对低基数，叠加板块运营逐渐恢复常态化，2024Q3 业绩有望迎来恢复。

图 6：医药生物（申万）季度总营收及增速（亿元，%）

图 7：医药生物（申万）季度归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：wind，国元证券研究所



资料来源：wind，国元证券研究所

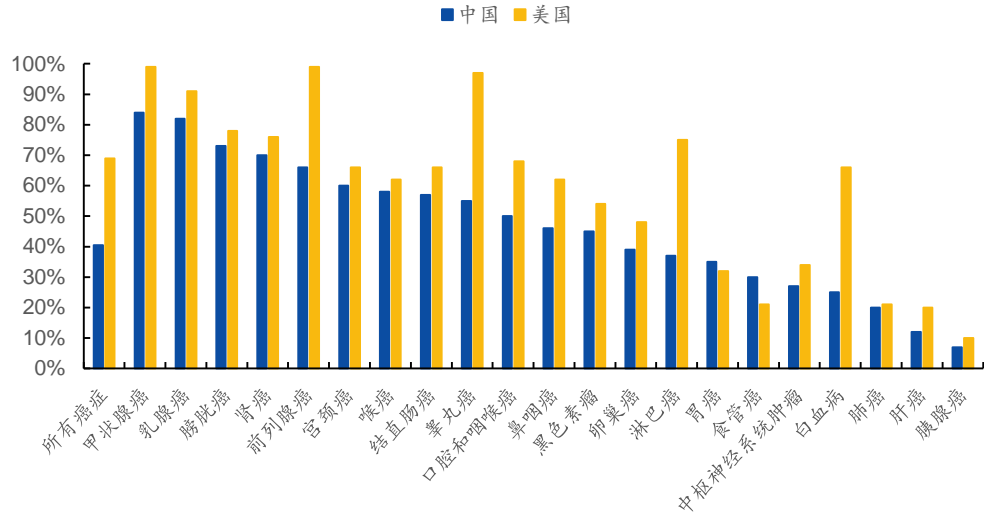
2. 创新药支持政策持续加码，国内新药商业化浪潮来袭

2.1 国内临床未满足需求缺口巨大，国家用药安全保障仍需提升

我国临床未满足需求巨大，亟待更多创新药品填补。以癌症为例，目前我国癌症的发病率和死亡率均为全球第一，治疗的有效性与发达国家存在较大差距。2009 年至 2015 年，美国癌症患者 5 年生存率为 69%，而我国同期仅为 40.5%。具体癌症方面，中国发病数前五的肿瘤——肺癌、结直肠癌、胃癌、乳腺癌和肝癌中，只有胃癌

患者的 5 年生存率高于美国，而结直肠癌、乳腺癌和肝癌患者的生存率均显著低于美国；我国睾丸癌、白血病和淋巴瘤患者的 5 年生存率也与美国差距较大。另外，由于人种、饮食和体重等差异，部分外国患者使用的药物也不适用于我国患者。中国亟待国产创新药以满足巨大的临床需求。

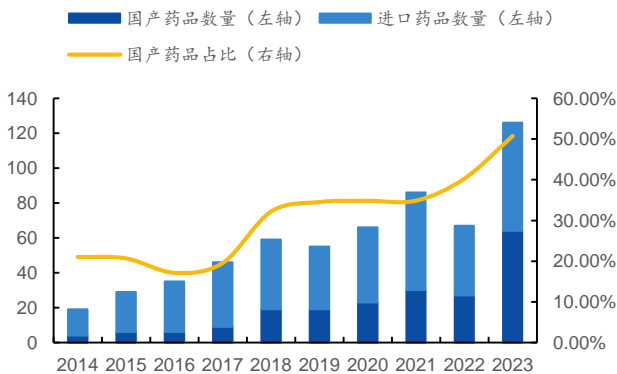
图 8：2009-2015 年中国、美国癌症患者 5 年生存率 (%)



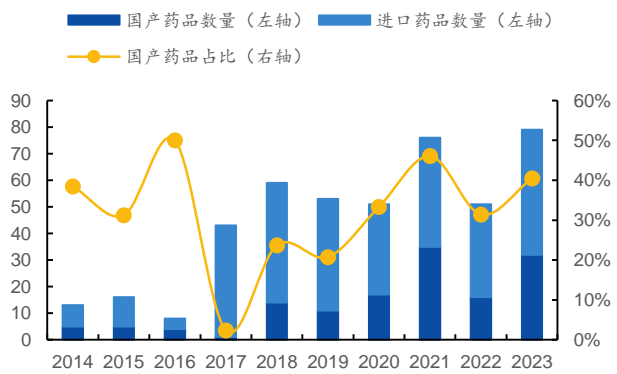
资料来源：美国癌症协会，The Lancet，国元证券研究所 注：中国数据是统计 2012-2015 年的数据

国内创新药市场进口药品比例较高，国家用药安全保障仍需努力。《“十四五”规划和 2035 远景目标纲要》将生命健康作为重点发展的前沿领域，强调了医药生物在国家安全和发展全局中的战略地位。目前国内创新药市场进口药品比例较高，国产药品替代空间巨大。从新药 NDA 角度看，近十年来，中国 NDA 产品累计 588 款，其中，进口产品共 381 款，占比高达 64.8%。自 2018 年开始，国产药品数量明显增加。2023 年国产药品 NDA 达 64 款，占有所有 NDA 产品数的 50.8%。从创新药上市角度看，近十年来，中国上市创新药共 449 款，其中，进口产品共 309 款，占 68.8%。2023 年上市创新药中国产数量为 32 款，占有所有上市创新药比例为 40.5%。

图 9：2014-2023 年国产、进口药品 NDA 情况 (个, %) 图 10：2014-2023 年上市国产、进口新药情况 (个, %)



资料来源：医药魔方，国元证券研究所



资料来源：医药魔方，国元证券研究所

2.2 药品开发、审批、支付、渠道等全链条支持生物医药创新

近年来，国家和地方政府多部门陆续发布了各项创新药产业发展支持政策，从药品开发阶段的创新和开发方向的引导、临床研究和上市申请阶段的加快审评审批的支持，到药品上市后商业化阶段的医保支付支持、DRG 控费除外支付支持、商业健康保险助力和国谈药品院外零售渠道的医保支付试点等等，多项政策贯穿了创新药品开发和商业化的整个生命周期且还在不断丰富和完善，**全产业链式的全面支持创新医药产业的发展。**

北京、济南、广州、珠海等政府同时发布支持创新医药高质量发展相关政策，措施详尽具体，鼓励创新力度极大。同时，各地政策也特色鲜明——北京版政策条款亮点在于加速临床研究与审批、拓展支付渠道，济南、广州、珠海重视资金投入与产业环境建设。

表 1：2019-2024 年部分支持创新药发展的重要政策

发布主体	政策文件	主要内容
全国人大	《中华人民共和国药品管理法》	将临床试验改为 60 天默示许可，鼓励药品创新，鼓励缩短药品的研制和生产，对临床急需的短缺药品及原料药予以优先审评审批
市场监管总局	《药品注册管理办法》	对药品注册分类持续进行改革，构建创新药、改良型新药及仿制药等药品类别；设立突破性治疗药物、附条件批准、优先审评审批、特别审批四个加快通道，推动创新药发展
CDE	《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》	新药研发应以为患者提供更优（更有效、更安全或更便利等）的治疗选择作为最高目标，对照药应该尽量为受试者提供临床实践中被广泛应用的最佳治疗方式/药物
北京医保局	《关于印发 CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》	允许三年内上市的创新药品、三年内因增加功能主治或适应症发生重大变化的药品、三年内新纳入国家医保的药品申请 DRG 除外支付
国家医保局	《谈判药品续约规则》、《非独家药品竞价规则》	规定对于新增适应症的药品，在次年计算续约降幅时扣减上次已经发生的降幅，并新增了达到或超过 4 年的品种降幅减半规则
上海市政府	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	多方合作加强商业健康险的开发、供给并优化理赔、建立基本医保与商业健康险行业监督合作机制、加大购买商业健康险政策支持力度、加大创新药械医保支付支持
北京医保局	《关于进一步做好国家医保谈判药品落地试点工作的通知》	在试点定点医疗机构周边认定 1 家定点零售药店供应国谈药，且国谈药在试点医疗机构和协议药店执行统一的支付标准和价格
国务院	《医药工业高质量发展行动计划（2023-2025 年）》	要着眼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
国务院	《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》	制定关于全链条支持创新药发展的指导性文件。加快创新药、罕见病治疗药品、临床急需药品等以及创新医疗器械、疫情防控器械审评审批。给予创新药和先进医疗技术应用在 DRG/DIP 付费除外支付政策，推动商保以扩大创新药支付范围
国家医保局	《关于建立新上市化学药品首发价格形成机制鼓励高质量创	分数越高表明药品创新价值越大，首发价格自由度越高，并可享受绿色通道挂网及稳定期保护等政策支持

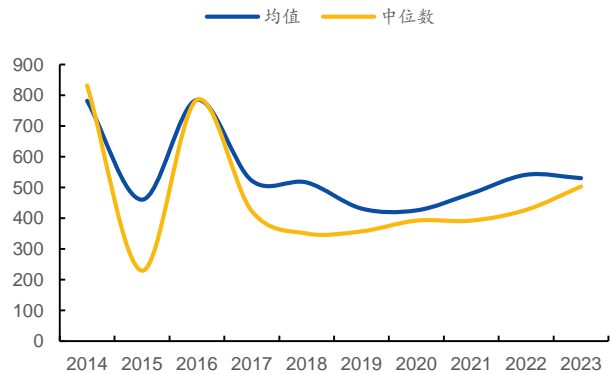
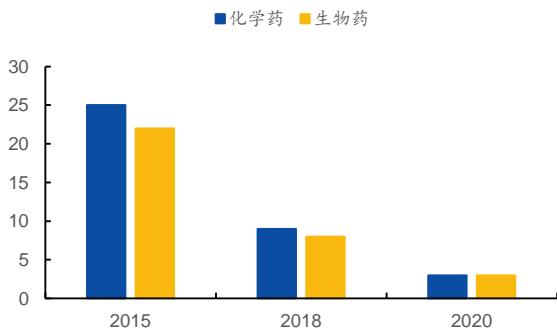
	新的通知》(征求意见稿)	
北京医保局	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施(2024年)》	推进创新链、产业链和政策链深度融合,加强创新药械研、产、审、用全链条政策支持,加速医药健康产业创新
济南医保局	《济南市支持创新医药高质量发展若干措施(2024年)》	取消医疗机构药品数量限制;全年药事会召开不少于4次;对符合条件的新药新技术费用,不计入DRG付费;对进入临床期的新药给予不同程度的资金奖励等
广州开发区	《广州开发区(黄埔区)促进生物医药产业高质量发展办法》	支持国家实验室、国家重大科技基础设施、国际大科学计划的前沿高端创新成果转化和产业化项目落地建设,单个项目支持金额不超过1亿元;对创新药、改良型新药和生物类似药,在国内临床试验研发费用投入1000万元以上的,根据其临床研发进度,分阶段最高按实际投入临床研发费用的40%给予资助;完成I、II、III期临床试验的,经认定,分别给予最高1000万元、2000万元、3000万元扶持,单个企业每年最高资助1亿元等
珠海市工业和信息化局	《珠海市促进生物医药产业发展若干措施(征求意见稿)》	对完成I、II、III期临床试验阶段,分别给予最高300万元、500万元和1000万元一次性奖励;对获得药品注册证书并实现销售的,按药品注册分类标准给予最高1000万元奖励;对创新型高端制剂单品种首个注册证书再给予100万元奖励;对创新药研发期间获得突破性疗法和附条件批准的,再给予100万元奖励

资料来源:中国政府官网, CDE, 国家医保局, 北京医保局, 上海政府官网, 龙南市政府, 广州市政府, 珠海市政府, 国元证券研究所

药品审评时长明显缩短, 创新药上市路径更加通畅。2020年创新化学药临床试验申请平均获批时间从2015年的25个月下降到3个月, 降幅为88%; 创新生物药临床试验申请平均获批时间也从2015年的22个月下降到3个月, 降幅为86%。2017年后NDA审评时长趋于平稳。2014-2023年NDA新药共588个, 其中411个获批上市, 占比70%; 未获批准且企业未提交新申请共4款。2023年8个NDA产品当年获批上市。2023年国内上市药品审评时长中位数从2014年的832天降至503天。

图 11: 创新药品临床试验申请平均获批时间(月)

图 12: 2014-2023 年国内上市药品审评时长(天)



资料来源: GBI, PhIRDA, RDPAC, 国元证券研究所

资料来源: 医药魔方, 国元证券研究所

医保目录结构优化, 腾笼换鸟支持创新药发展。2019年以来, 国家医保局每年开展药品目录调整工作, 已累计将648个药品新增进入目录范围, 同时将临床价值不高、滥用明显、且有更优替代的药品调出目录, 引领了药品供给端的深刻变化。这既有助于降低患者支付和医保资金的负担, 又为疗效更好的优质创新药腾出了空间。

2023年57个品种实现“当年获批当年纳入目录”, 5年内新上市药品在当年新增品

种中占比从 2019 年的 32%提高至 97.6%。新药从获批上市到纳入目录的时间从 5 年左右降至 1 年多，80%以上的创新药能在上市后 2 年内进入医保。25 个参加谈判的创新药中 23 个谈判成功，成功率高达 92%，与整体水平相比成功率提高 7.4%，平均降幅降低 4.4%。2022 年医保局首次公布“简易续约”规则，2023 年医保局明确对于新增适应症的药品，在次年计算续约降幅时将扣减上次已发生的降幅，并新增了达到或超过 4 年的品种降幅减半规则。据医保局，2023 年医保目录调整中，在 100 个续约药品中，70%的品种以原价续约，仅有 31 个品种因销售额超出预期等原因需要降价，平均降幅仅为 6.7%；有 18 个增加了新的适应症，仅 1 个触发了降价机制。

表 2：2019-2023 年医保目录调整情况

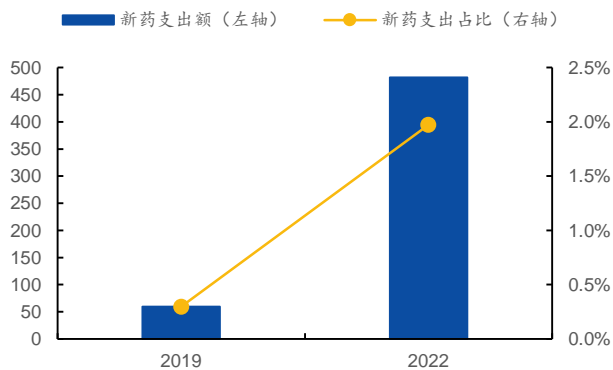
年份	调入个数	调出个数	更新方向
2019	218	154	扩容的同时结构明显优化，突出鼓励创新的导向，12 个国产重大创新药品中 8 个谈判成功，其中包括多个 2018 年新上市产品
2020	119	29	调入药品中 80%为独家药品，当年新上市的药品也纳入调整范围；继续调出临床价值不高且可替代，或者被药监部门撤销文号的品种
2021	74	11	新增药品涉及 21 个临床组别，精准补齐肿瘤、慢性病、抗感染、罕见病、儿童用药等类别，患者受益面进一步扩大
2022	111	3	关注罕见病药、儿童用药，鼓励创新
2023	126	1	关注罕见病用药，填补用药保障空白；纳入大量新机制肿瘤药；对创新药纳入医保目录给予政策倾斜

资料来源：国家医保局，国元证券研究所

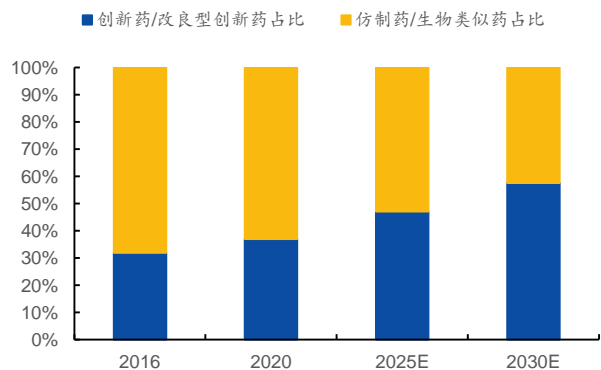
国家医保对新药的支出从 2019 年的 59.49 亿元增长到 2022 年的 481.89 亿元，CAGR 为 100.83%。同时，创新药支出占当年医保总支出的比重也由 2019 年的不到 0.30%提升至 2022 年的超 1.97%，未来医保创新药支出占比有望继续大幅提升。根据沙利文数据测算，我国创新药/改良型创新药占所有药品销售额的比重由 2016 年的 31.91%提升至 2020 年的 37.00%(+5.09pct)，预计到 2025 年将提升至 47.13%，较 2020 年增加 10.13pct；到 2030 年进一步提升至 57.55%，较 2020 年增加 20.55pct。

图 13：2019-2022 年医保对创新药支出（亿元，%）

图 14：国内新药占比预计将快速提升（%）



资料来源：北京市政府官网，国元证券研究所

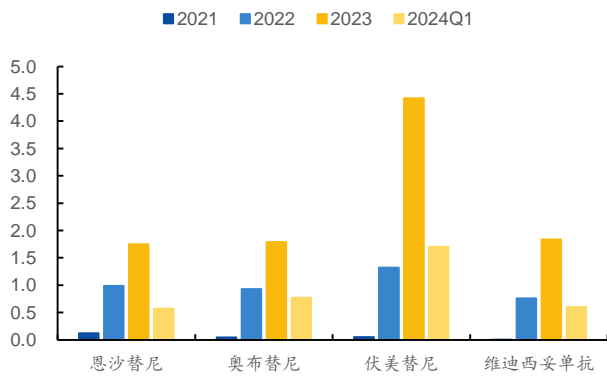


资料来源：Frost&Sullivan，国元证券研究所

2.3 传统药企集采影响渐见底，创新药品迎来兑现期

新上市的创新药品，进入国家医保目录后，销售额快速增长。我们随机选取了 4 例内资企业开发上市的创新药品，分别为贝达药业的恩沙替尼、诺诚健华的奥布替尼、艾力斯的伏美替尼和荣昌生物的维迪西妥单抗，这 4 款创新药均于 2021 年的医保谈判中获准进入国家医保目录，并从 2022 年 1 月 1 日起执行，医药魔方数据显示，4 款药品从 2022 年执行国家医保支付开始，均实现了销售额的倍数增长，医保支付为创新药的商业化提供了可靠支持。

图 15: 代表创新药国内销售额 (亿元)



资料来源: 医药魔方, 国元证券研究所

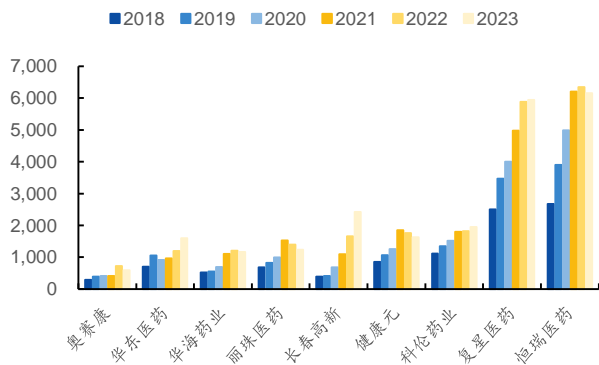
图 16: 代表创新药品国家医保情况

药品名称	首次上市时间	首次进入国家医保时间	医保类别
伏美替尼	2021 年 3 月	2021 版国家医保谈判	医保乙类
奥布替尼	2020 年 12 月	2021 版国家医保谈判	医保乙类
恩沙替尼	2020 年 11 月	2021 版国家医保谈判	医保乙类
维迪西妥	2021 年 6 月	2021 版国家医保谈判	医保乙类

资料来源: 药智数据, 各公司公告, 国元证券研究所

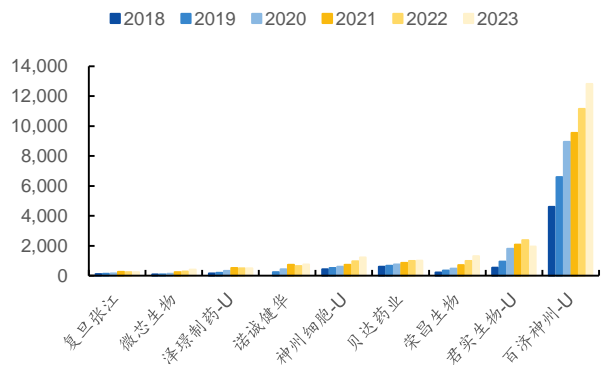
行业研发支出持续加大，竞相角逐创新未来。我们统计了近几年具有一定代表性的国内传统药企和初创的创新型药企的研发支出。从下表中可以看出，两类国内药企近几年的研发支出金额都是呈现不断加大创新研发投入的趋势，传统药企不再局限于仿制领域，积极向创新方向转型，奥赛康近 6 年研发总支出甚至超过其近 6 年总扣非净利润 9 亿多元，其余药企 2023 年研发支出基本在 12 亿元以上，其中恒瑞医药和复星医药更是高达 60 亿左右。初创型药企研发投入趋势同样显著，贝达药业、荣昌生物、神州细胞、君实生物和百济神州 2023 年研发支出均达 10 亿级，其中百济神州已连续两年研发支出超 100 亿，2023 年超 128 亿。

图 17: 代表传统药企近年研发支出 (百万元)



资料来源: wind, 国元证券研究所

图 18: 代表 Biotech+BioPharm 近年研发支出 (百万元)



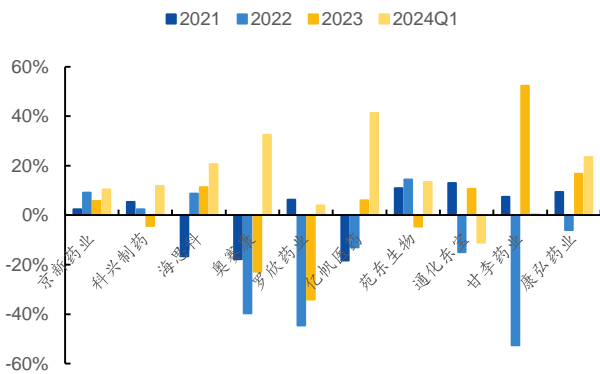
资料来源: wind, 国元证券研究所

2018 年以来,国家医保局已组织开展九批国家组织药品集采,已经覆盖 374 种药品,平均降价超 50%。国家将持续推进医药集中带量采购的扩面提质,同时在地方层面上,也将重点对国家组织集采以外的化学药、中成药、干扰素以及神经外科耗材、体外诊断试剂等开展省际联盟采购。《深化医药卫生体制改革 2023 年下半年重点工作任务》明确,将常态化开展药品和医用耗材集中带量采购,实现国家和省级集采药品数合计达到 450 个。

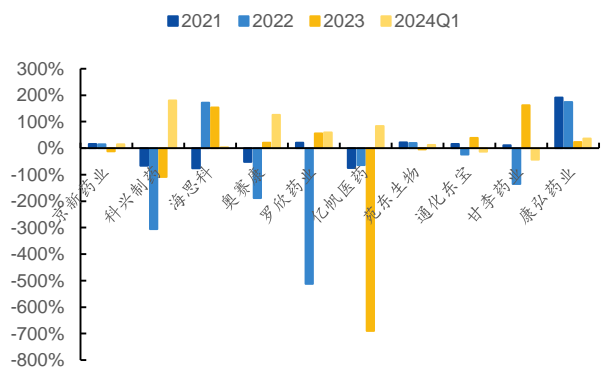
传统药企也依次逐步走出药品集采对业绩的干扰,存量业务触底影响并逐步稳定,仿创结合或创新转型的传统药企开始步入发展新阶段,如创新药研发推进至关键临床、创新药品 NDA 甚至获批上市待商业化放量。

图 19: 部分传统药企近年营收增速 (%)

图 20: 部分传统药企近年扣非净利润增速 (%)



资料来源: wind, 国元证券研究所



资料来源: wind, 国元证券研究所

NDA 进程中药品品种丰富,创新药商业化浪潮渐起。据医药魔方,2023 年国内首次 NDA 药品共有 126 个,其中 64 个由内资企业申报,占比 50.8%。申报企业中数量最多的是内资企业是恒瑞医药,共有 9 款,其余申请数量较多的有信立泰、正大天晴、海思科、康方生物、齐鲁药业等。根据药智数据,截至 2024 年 6 月中旬,CDE 承办的新药 NDA 按药品名称分类,共有 31 款,其中纯内资企业产品 25 款。内资企业创新药商业化终将迎接兑现浪潮。

表 3: 2024 年以来 CDE 承办的 1 类新药 NDA 情况一览 (截至 2024 年 6 月 21 日)

药品名称	最新状态日期	申报药企
怡培生长激素注射液	20240111	特宝生物
复迈替尼片	20240612	复星医药
昂戈瑞西单抗注射液	20240402	君实生物
夫那奇珠单抗注射液	20240208	盛迪亚生物
玛仕度肽注射液	20240218	信达生物
伊那利塞片	20240606	罗氏制药
司普奇拜单抗注射液	20240607	康诺行生物

注射用金纳单抗	20240411	金赛药业
焦谷氨酸荣格列净胶囊	20240115	东阳光长江药业
达希替尼片	20240429	先声药业、轩竹生物
迈华替尼片	20240513	中美华东制药
非妥西兰注射液	20240509	Vetter Pharma-Fertigung Gmbh & Co KG;健赞;赛诺菲
他雷替尼胶囊	20240306	葆元生物
枸橼酸格来雷塞片	20240524	加科思新药
注射用德达博妥单抗	20240316	百特、第一三共
注射用泽尼达妥单抗	20240608	百济神州
注射用苏维西塔单抗	20240316	先声生物
泰特利单抗注射液	20240512	科伦博泰
玛赛洛沙韦片	20240218	征祥医药、宣泰药业
瑞玛比嗪注射液	20240116	中美华东制药
甲磺酸瑞泽替尼胶囊	20240129	倍而达药业
盐酸去甲乌药碱注射液	20240306	润都制药
盐酸来罗西利片	20240314	Genor Biopharma(USA) Inc,Quotient Sciences Philadelphia LLC,嘉和生物
艾本那肽注射液	20240429	凯捷健生物、常山生化药业
苹果酸司妥吉仑片	20240507	上药信谊药厂
莫米司特片	20240429	赣州和美药业
菲诺利单抗注射液	20240117	神州细胞
贝莫苏拜单抗注射液	20240228	正大天晴
赛立奇单抗注射液	20240104	智翔金泰
酒石酸泰贝西利胶囊	20240508	贝达药业
醋酸索乐匹尼布片	20240115	和黄医药

资料来源：药智数据，国元证券研究所

3.法规医药市场规模巨大，新兴市场药物可及性需求提升

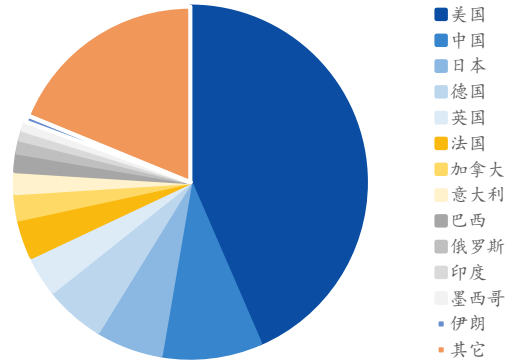
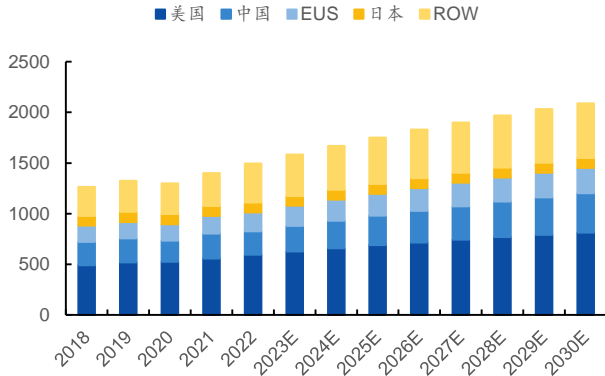
3.1 法规市场与新兴市场各有独特优势

法规医药市场规模占比大，卫生支出多。根据国家药品监督管理局高级研修学院，IQVIA 发布的《Global Medicine Spending and Usage Trends Outlook to 2026》显示，2021 年全球制药市场收入中，美国占 5,804 亿美元，欧洲（含德国、法国、英

国、意大利、西班牙)占 2,095 亿美元。根据 Frost&Sullivan, 2018-2030 年美国与 EUS 的医药市场之和超过全球市场的 50%。据 WHO, 2020 年低收入国家的人均卫生支出平均 39 美元;在中低收入国家,支出平均 125 美元;在中高收入国家,支出平均 515 美元;在高收入国家,支出平均 3,708 美元,并且高收入国家占全球卫生支出的 80%以上。

图 21: 全球医药市场按区域划分明细 (十亿美元)

图 22: 2020 年各国占全球卫生支出的份额 (%)



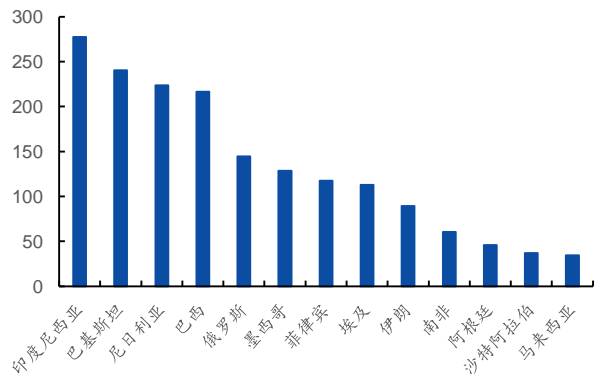
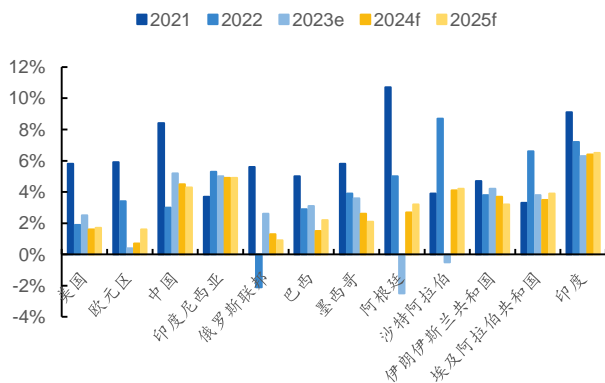
资料来源: Frost&Sullivan, 国元证券研究所

资料来源: WHO, 国元证券研究所

新兴市场经济增长高于世界平均水平,且人口基数大。据人民网,世界银行前副行长伊恩·戈尔丁表示,新兴市场的平均增长率超 4.5%,其增长一直是支撑全球经济的关键。据世界银行预计,2025 年全球 GDP 增速降至 2.7%,其中发达经济体 GDP 增速仅为 1.6%,而新兴市场和发展中经济体(EMDE)将实现 4.0%的增速。在 EMDE 中,预计东亚太平洋地区中的中国与印度尼西亚、中东北非地区中的沙特阿拉伯、南亚地区中的印度及孟加拉国、撒哈拉以南非洲地区 GDP 增速将高于 4.0%。据联合国人口基金统计,2023 年新兴国家人口众多,印度尼西亚、巴基斯坦、巴西、尼日利亚、俄罗斯、墨西哥均排名全球人口数量前 10。

图 23: 全球分地区 GDP 增速 (%)

图 24: 2023 年新兴国家人口 (百万人)

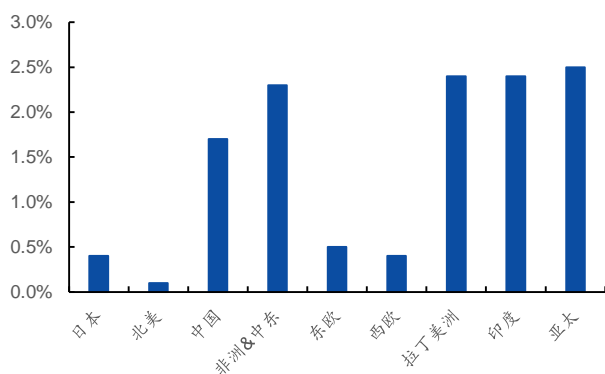


资料来源: 世界银行, 国元证券研究所

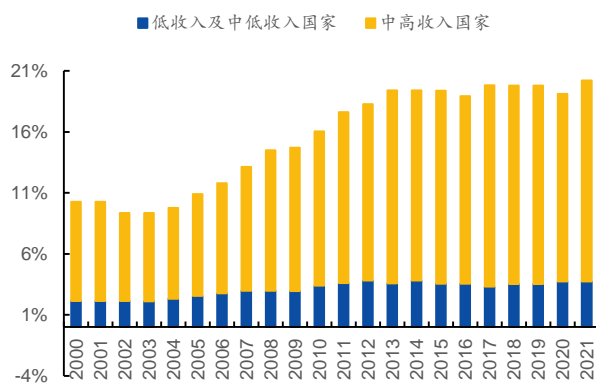
资料来源: 联合国人口基金, 国元证券研究所

新兴国家药物使用量增长率及人均卫生支出增长率显著高于法规市场。据 IQVIA 发布的《2023 年全球药品支出回顾和展望》，在过去十年中，全球药物的使用量一直在增长，2022 年全球每日剂量达到 315.8 百亿美元，预计 2027 年达 342.2 百亿美元，2022-2027 年 CAGR 达到 1.6%。受人口增长推动，预计亚太、拉丁美洲、印度和非洲/中东地区 2023-2027 年间使用量增长最快，2022-2027 年 CAGR 分别达到 2.5%、2.4%、2.4%和 2.3%。据 WHO，关于 2020 年至 2021 年人均卫生支出的变化，中低收入国家的增长率 7.6%与中高收入国家的 5.4%超过了高收入国家 4.7%，中高收入国家的人均卫生支出全球份额从 2002 的 7.2%增长至 2021 年的 16.5%。

图 25: 2022-2027 年不同地区药物用量年复合增长率(%) 图 26: 中高收入国家占全球卫生支出的份额变化趋势(%)



资料来源: IQVIA, 国元证券研究所



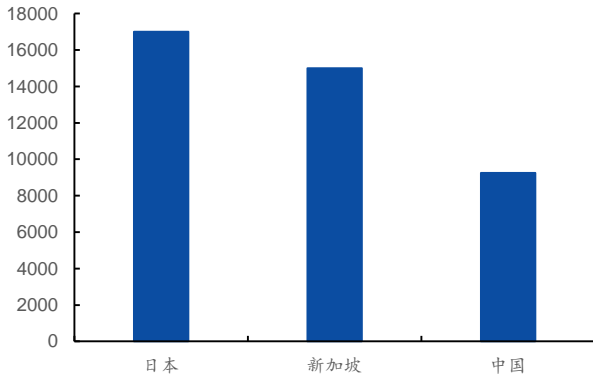
资料来源: WHO, 国元证券研究所

3.2 寻求更优质“沃土”，海外药品价格水平更好

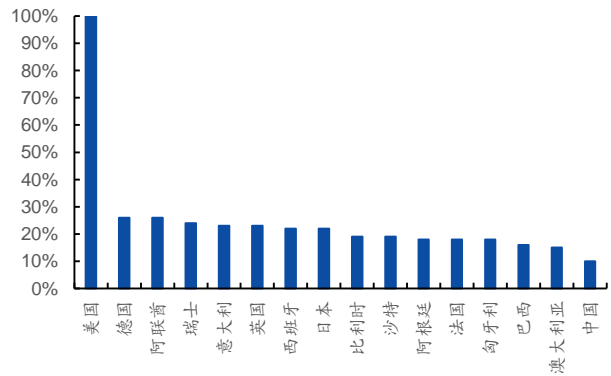
海外高的利润回报率吸引着中国药企，越来越多的中国药企看好海外广阔的市场。美国及其他发达国家的医疗保险福利相对更好、各方面政策体制成熟完善、市场(患者和医生)对创新药的接受度相对较高，这为创新药的萌芽提供了健康的沃土；另外，完善的数据保护、专利链接制度等给予药品更长的专利保护和市场独占期，为创新药的蓬勃发展修筑了坚固的市场竞争壁垒。

就药品销售价格来看，以美欧为代表的发达国家的价格水平显著高于全球其他国家和地区，与中国市场相比，有明显的价格溢价空间。根据头豹研究院，以 2021 年全球最畅销的 25 个药品为例，如果以美国药价为 100.0% 计算，中国的药价只约相当于美国的 10.0%、其他国家的 30.0%-60.0%。从结构上来看，中国创新药一旦有能力走向全球市场，销售额的天花板有望提高数倍的空间；而仿制药，“首仿”之后，仿制药企便可以拿下 180 天的独占期，进而采用合适的定价，通常是以原研药价格的 50%-80% 来争夺市场，获取最大的利润；从类型来看，生物类似药对比小分子仿制药更具价格优势，生物类似药比原研药通常降价 10.0% 到 30.0%。

图 27: 100mg/10ml 规格 Opdivo 药不同国家的价格(元) 图 28: 2021 全球 Top25 畅销药在各国相对价格水平(%)



资料来源: GPI, KPMG, 国元证券研究所



资料来源: 头豹, 国元证券研究所

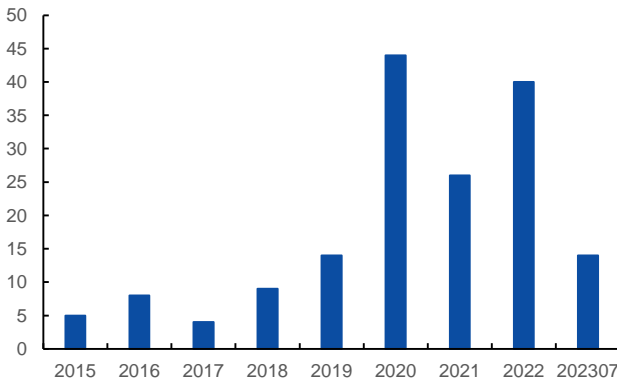
3.3 中国药企新药出海事件及 License out 数量逐年增加

2017 年中国加入国际人用药品注册技术协调会 (ICH), 为医药创新产业注入一剂强心针, 中国药物难以进入国际市场的问题也逐渐得到解决。根据医药魔方, 2015 年中国药企新药出海事件仅为 5 件, 随着中国创新药研发实力增强, 2020 年出海事件达到 44 件, 为近 8 年来的峰值, 2020-2022 年均出海事件为 37 件。

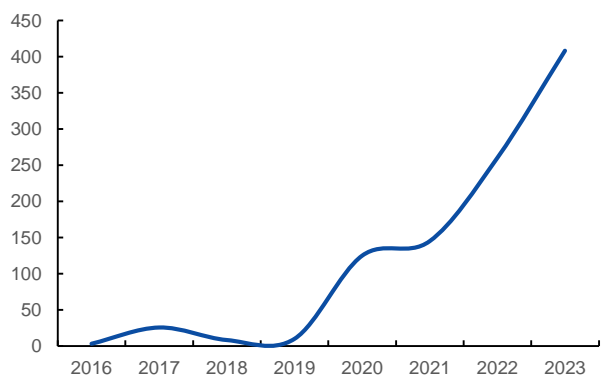
根据医药魔方、KPMG: 2016 年中国企业 License out 事件仅发生 10 件, 披露的交易金额仅 3.2 亿美元; 至 2023 年, 中国创新药国内转国外 License out 事件发生了 77 件, 首次超过了 license in, license out 交易总金额达 408 亿美元, 远超 2022 年的 260 亿美元。同时, 近些年大额交易也频繁发生: 2022 年科伦药业与默沙东达成协议, 合作开发七款临床前用于治疗癌症的抗体偶联物 (ADC) 药物, 科伦药业子公司科伦博泰将一次性收到 1.75 亿美元不可退还的首付款, 里程碑付款合计不超过 93 亿美元; 2023 年 12 月百利天恒子公司 SystImmune 与 BMS 达成合作, 双方将在美国联合开发并商业化 BL-B01D1, 潜在总交易额最高可达 84 亿美元, 首付款达 8 亿美元, 无论是总金额还是首付款, 国产 ADC 新药授权出海纪录都在不断刷新。越来越多的超十亿美元交易也从侧面证明了中国企业创新药项目正逐步被全球认可。

图 29: 2015-2023 年 7 月中国新药出海事件数量 (件)

图 30: 2016-2023 中国 License out 交易金额 (亿美元)



资料来源: 医药魔方, 国元证券研究所



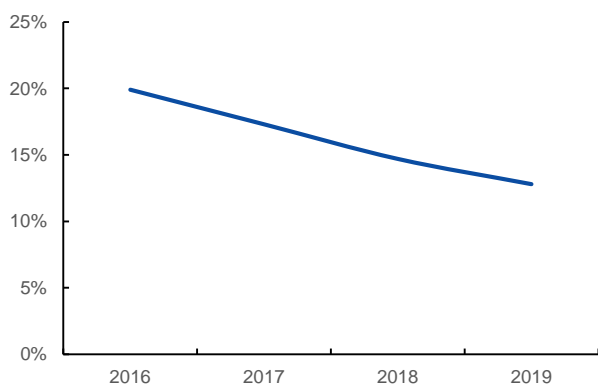
资料来源: 医药魔方, KPMG, 药智网, 国元证券研究所

3.4 医疗费用削减需求推动仿制药需求提升，利润率的下降使得先行的仿制药商主动释放出更多市场

仿制药有效降低了医疗支出，市场需求空间广阔，但制药商面临价格受压制以及由供应链问题导致并加重了药品短缺。根据毕马威，重量级买家如批量采购财团、药品福利管理机构(PBM)、美国集团采购组(GPO)的联合使得仿制药制造商的定价权遭受更多限制，仿制药的价格被迫由之前的同类品牌药的 30%至 90%降至 20%甚至更低；同时，来自中国和印度的竞争越来越强，在 2019 年的简略新药申请(ANDA)中，约有 52%来自印度和中国制药商，在获得批准的 ANDA 中，45%来自印度制药商，仿制药价格进一步受到侵蚀。为维护盈利能力，大多数仿制药企业已将制造业务外包至较低廉的市场，但低成本的境外市场暗藏风险，若出现违规事件，制药商忙于解决质量问题，欧美的产品供应将受影响。

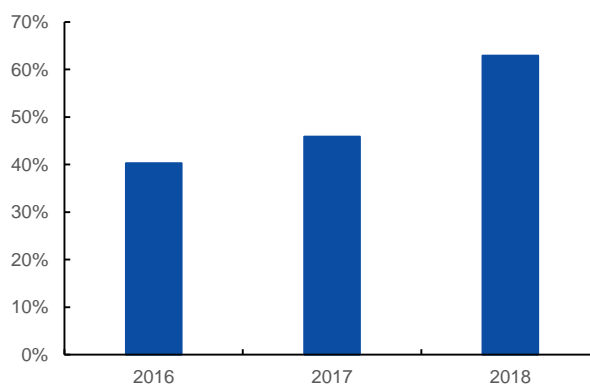
面对长期的价格下降，制药商们开始推迟甚至取消已获批仿制药品的上市计划，截至 2018 年 12 月，2016 年获批的药品中，仍有 40.3%的产品未上市；一些商家甚至决定停止生产某些仿制药，这会导致供应不足，无法满足部分患者的需求。例如，2019 年 7 月，由于利润不足，梯瓦制药不再生产用于治疗儿童肿瘤的药品长春新碱，导致该种药品在美国出现短缺。无独有偶，用于癌症免疫疗法的卡介苗虽然缺货但也被多家制药商放弃，使得默克成为欧美市场的唯一供应方。

图 31：2016-2019 年仿制药制造商的利润率 (%)



资料来源：KPMG，国元证券研究所

图 32：已获批但推迟/取消的 ANDA 发布计划 (%)



资料来源：KPMG，国元证券研究所 注：按获批年份统计

3.5 新兴市场通过生物类似药，力求实现在其经济前景走强时所允诺的药物可及性扩张预期

根据前瞻经济学人，东南亚和东亚、非洲、南亚等新兴市场年均复合增长率预计将超过 10%，成为全球医药行业的主要驱动力量。在新兴市场，生物药物仍是大多数患者可望不可及的。从患者支付能力及获取来讲，生物类似药是一个不错的选择，其对新兴市场许多国家的政府也具有吸引力。

新兴国家除中国以外，巴西是目前生物类似药市场最为成熟的国家之一，根据智慧芽新药科讯微信公众号，2022 年药品市场监管商会(CMED)的数据显示，巴西医药市场在 2019 年的收入为 859 亿雷亚尔，相当于 172 亿美元，早在 2010 年巴西药监机构就颁布了首个生物仿制药监管法规，并于在 2011 年批准首个生物类似药非格司

亭，2016年英夫利昔单抗生物类似药上市，2019年，利妥单抗生物类似药上市。迄今为止，巴西市场已经推出了**30多种生物类似药**，适应症以癌症为主。

中东北非地区生物类似药也保持了较快的增长。根据生物医药前沿微信公众号，2021年该地区生物类似药销售规模达到了**16.3亿美元**，过去5年复合增长率达到了**32%**。以沙特为例，2019年-2023年其人口预计增长率为**3%**，其中**65岁**以上的老龄人口增长率达到**7.7%**；迅速增长的慢性疾病导致了迅速增长的医疗花费和支出需求；2019年沙特医疗健康预算达**460亿美元**，比2018年**424亿美元**增加了**8%**，医疗健康预算已经成为沙特政府预算的**第3大支出**。在以上增长驱动因素影响下，**沙特生物类似药市场过去5年复合增长率达到了70%**。从**2014到2021年沙特药监局(KFDA)共批准了30个生物类似药**，其中仅**2020年一年就批准了14个生物类似药**，保持了迅猛的发展势头。

4. 医疗器械：进口取代与出海持续加速，精选细分领域

4.1 体外诊断：集采常态化，国内企业装机加速，期待后续试剂放量

体外诊断试剂以省级联盟牵头进行的集采已常态化，国产龙头企业市场占有率上升，进口取代进程加速。2024年5月20日，国家医保局发布关于加强区域协同做好2024年医药集中采购提质扩面的通知，明确2024年体外诊断试剂集采类别和方向，重点指导江西牵头开展生化类体外诊断试剂联盟采购和安徽牵头开展肿瘤标志物等体外诊断试剂联盟采购工作。

2021年到2023年国内共开展多涉及化学发光、生化、凝血类的省级联盟试剂集采，试剂价格大幅降低，采购名单以国产商为主。2023年，安徽医保局牵头的体外诊断领域涉及范围最大的省际联盟集采正式开启，采购品种及检测项目涉及人乳头瘤病毒、人绒毛膜促性腺激素、性激素六项、传染病八项、糖代谢两项检测等五大类，采购周期为2年；2023年6月，江西省牵头的23省肝功生化类检测集采结果正式公示，项目逐步落地中，为目前体外诊断领域最大规模集采，包括总蛋白、白蛋白、血氧等26类肝功生化检测试剂。

表 4：中国体外诊断试剂大范围集采事件

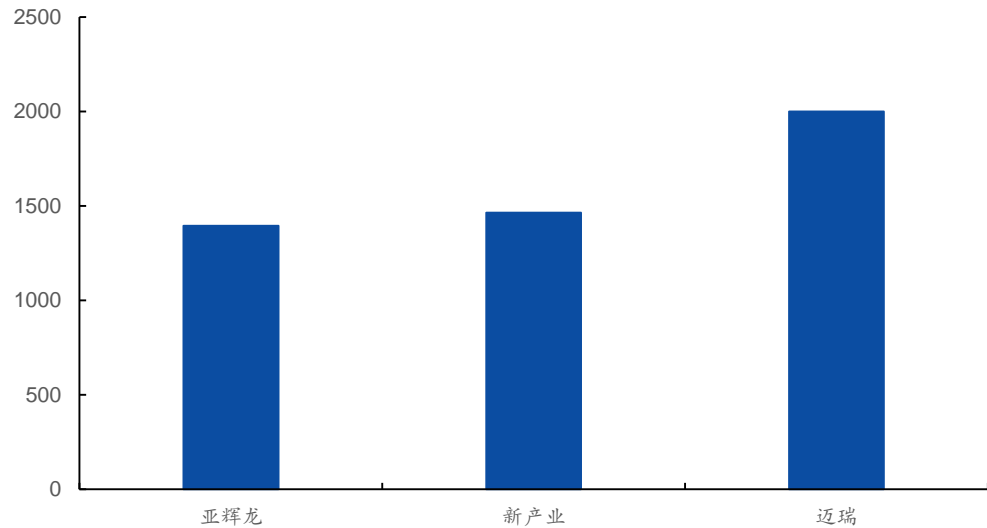
体外诊断领域	参与省份	政策时间线	涉及项目
生化类、肿瘤标志物等体外诊断试剂	江西省、安徽省分别牵头	2024年5月20日国家医保局明确年内体外诊断集采类别和方向	基于原有的安徽省、江西省分别牵头的集采联盟设定项目，深入进行生化类、肿瘤标志物等体外诊断试剂集采。
化学发光试剂	安徽省	2021年8月发布议价公告，2021年11月开始执行，采购周期为2年。	肿瘤标志物、甲状腺、感染性疾病、心肌标记物和降钙素原合计23个试剂项目。
凝血试剂、PocT检测	安徽省	2022年11月开始项目申报，2023年1月公示中选结果。	凝血六项产品，心梗（POCT）三项产品。
化学发光免疫分析、即时	安徽省牵头，包括二十五	2023年11月发布省际联盟集中带	基于PCR方法学的人乳头瘤病毒（HPV-DNA）分型检

检验 POCT、PCR	省（区、兵团）	量采购公告，采购周期为 2 年	测、人绒毛膜促性腺激素（HCG）（化学发光法）、性激素六项（化学发光法）、传染病八项（酶联免疫法和化学发光法）及糖代谢两项（化学发光法）
生化试剂	江西省牵头、全国 23 省组成的集采联盟	2022 年 7 月启动，2023 年 7 月执行，采购周期为两年。	总蛋白、白蛋白、血氧等 26 类肝功生化检测试剂。

资料来源：各地医保局，国元证券研究所

国内企业加速推进入院装机，市场放量未来可期。新增装机量是近年来衡量体外诊断公司市场竞争力的核心指标之一，一方面公司可通过仪器入院快速占领市场，促进品牌试剂后续放量；另一方面，在当前政策强监管下，医院仪器、试剂购入更透明化，仪器销售逐渐回归产品属性，利好产品力强的创新型企业。2023 年迈瑞医疗化学发光仪器国内新增装机超过 2000 台，领跑国内品牌，新产业和亚辉龙分别实现新增装机 1465 和 1396 台，在当前国产化学发光领域取得阶段性领先。

图 33：各公司 2023 年化学发光仪器国内医院新增装机量（台）

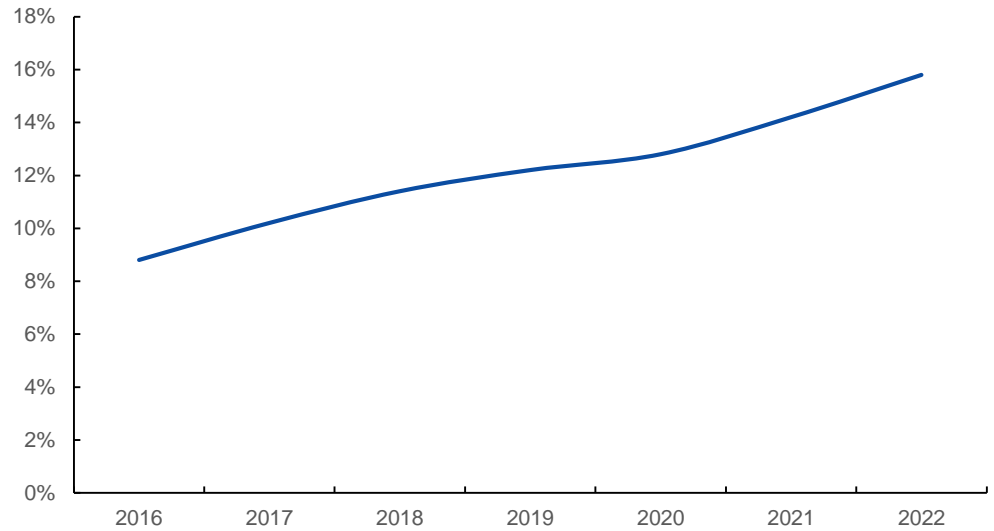


资料来源：公司公告，国元证券研究所

注：迈瑞医疗新增装机超 2000 台

4.2 医用内窥镜：微创手术助力发展，荧光内窥镜替代是行业趋势

微创手术在中国日渐普及，渗透率从 2016 年的 8.8% 增长到 2022 年的 15.8%，相较于美国 2019 年 80.1% 的渗透率具备广阔增长空间。

图 34：中国微创手术渗透率


资料来源：中商情报网，国元证券研究所

随荧光硬镜在市场认可度的提升，三级医院等大型医疗机构也更有意愿提升对于荧光硬镜设备的采购。国产硬镜起步较晚，进口厂家具有先发优势，史赛克、奥林巴斯、卡尔史托斯等占据了我国主要市场。当前荧光硬镜有望替代白光硬镜成为主流，且新产品更新较快，主流产品都为近两年上市的最新硬镜平台，也为国内企业快速切入市场提供机会。主要海外头部企业和国内厂商如迈瑞医疗、欧谱曼迪、开立医疗、海泰新光等荧光硬镜产品均处于加速放量阶段。

表 5：中国荧光硬镜整机市场竞争格局

	公司	产品型号	上市时间	成像技术	产品特点及主要功能
进口	史赛克	1788	2023.9	SPY 对比度、叠加 ENV 模式，使荧光信号清晰化，改善灌注和结构可视化	L12 光源，4K OLED 显示器，1788 相机提供更高图像传感器灵敏度，提供更清晰手术图像
	卡尔史托斯	IMAGE1 S RUBINA	2023	4K\3D 成像技术与近红外荧光 (NIR/ICG) 成像技术	LED 光源，S 成像技术，可显示白光、叠加图像以及荧光信号强度图像
	奥林巴斯	VISERA ELITE III	2022.9	NBI 窄带成像、黄色增强 (YE)	连续自动对焦和扩展景深 (EDOF)，可获得持续清晰图像
	德国狼牌	ENDOCAM LOGIC 4K	2022	SIM 集成特殊成像模式，提高组织对比	4K 分辨率，可对于可视化图像进行鉴别，兼容 CORE NOVA 集成式手术室
国产	迈瑞医疗	HIPEXEL UX5	2023.7	4K 荧光内镜，硬件+算法 AF 自动对焦	全新双光路设计，大幅提升通光量、分辨率和景深；EFLUO 算法，保持荧光边界稳定；ELMAGE 算法，增加真实性
	欧谱曼迪	STELLAR	2023.10	3 种荧光切换模式针对不同荧光探	强兼容、易升级、配置多变

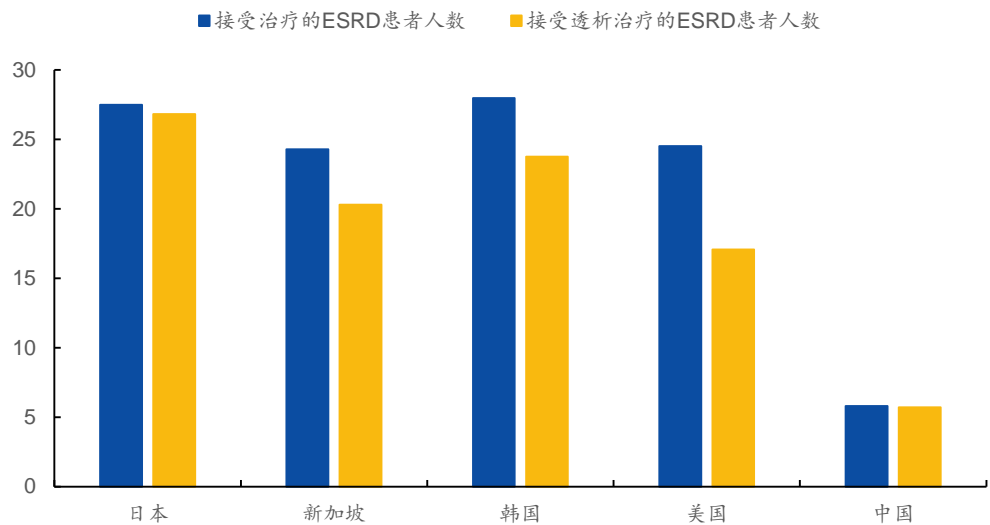
			查敏感度、3种影像增强提高手术血管、组织辨识度	
开立医疗	SV-M4K40	2023	智能测光、调光，搭配图像增强技术	三路LED与激光光源结合；采用787NM激光光源，降低杂光信号减少伪影；成像模式切换不移焦
海泰新光	/	2023年底注册，已开始销售	4K荧光成像系统	/

资料来源：各公司官网，国元证券研究所

4.3 血液净化：血液透析持续高景气度，集采加速国产化进程

中国 ESRD 患者数量庞大，治疗率与发达国家仍存在较大差距。根据弗若斯特沙利文数据，2020 年，中国接受透析治疗的 ESRD 患者数量为 5.71 每万人口，远低于日本、新加坡、韩国、美国接受透析治疗的患者数量；以当年度中国 ESRD 总患者数 330.52 万人为基数计算，2020 年中国 ESRD 患者透析治疗率仅为 24.40%，处于较低水平。

图 35：2020 年全球部分地区接受治疗的 ESRD 患者人数（每万人）



资料来源：威高血液净化招股书，国元证券研究所

当前血液透析耗材集采已常态化，部分透析类产品已完成多轮、大幅降价，预计未来集采价格下降空间不大，价格有望趋于稳定。2024 年由河南省牵头启动的 23 省联合集中带量采购为血透行业迄今为止最大规模和范围的集中带量采购。其中，高通量透析器报价区间在 54.5 元-77.8 元，降幅区间为 40.15%-58.08%；非高通量报价区间在 36 元-56.99 元，降幅区间为 40.01%-62.11%，多数产品的代表品降幅集中在 40%-60%之间，最高降幅 74%。

表 6：截至 2024 年 5 月血液透析行业集采汇总

时间	参与省市	集采内容概要
2019 年 10 月	江苏南京、淮安、泰州	血液透析器类产品最高降幅 66.86%，平均降幅 41.54%
2020 年 11 月	山东七市，淄博牵头	产品平均降幅 35.2%，最高降幅 66%，带量采购覆盖 7 市 600 余家医疗机构。
2021 年 8 月	安徽省	中选价格与全省公立医院 2020 年实际采购平均价相比，最高降幅 76.7%，平均降幅 53.9%，血液透析器均价从 110 元降至 50 元左右，预计全年可节省用药费用 1.65 亿元。
2022 年 1 月	山西太原、晋中、忻州、吕梁四市	集采 5 类 11 个品种 130 余个血透产品，平均降幅比例为 28.48%，最高降幅比例为 75%。
2022 年 5 月	黑龙江、辽宁联合集采	涉及透析器、透析粉、透析液、透析管等 11 种医用耗材，平均降幅为 26.46%，最高降幅 35.63%。
2024 年 1 月	河南省牵头 23 省联合集采	血透行业最大规模、范围集采，多数产品的代表品降幅集中在 40%-60%之间，最高降幅 74%。

资料来源：各地医保局，国元证券研究所

山外山、健帆生物等国产品牌正加速打破外资血透净化设备的垄断格局。根据医招采数据显示，2023 年度血透血滤各品牌销售额占有率排名中，山外山排名第四名，占国内血透血滤各品牌数量占比 10.61%，居于国产自研品牌首位。在 CRRT 设备市场中，山外山在销售额和数量占比均排名第一，占国内 CRRT 销售额 22.92%，健帆生物占比 19.88%。中国自研品牌研发成果开始兑现，借政策东风，有望持续扩大国内市场份额。

图 36：2023 年中国市场血透/血滤机销售额占比 (top10)

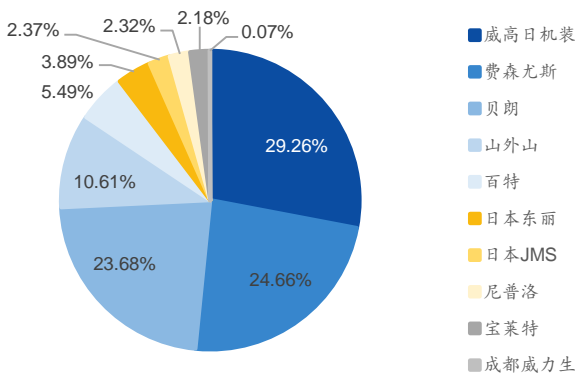
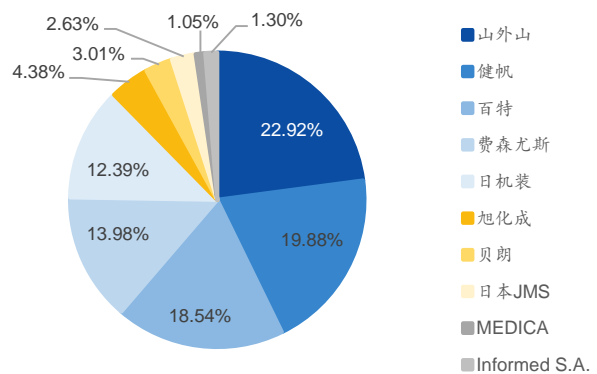


图 37：2023 年中国市场 CRRT 销售额占比 (top10)



资料来源：山外山公告，医招采，国元证券研究所

资料来源：山外山公告，医招采，国元证券研究所

4.4 骨科：集采影响出清，创新引领新增长

经过近 3 年时间的集采，目前关节类、脊柱类国家集采和覆盖 28 个省市的创伤大范围联盟集采已经开展，骨科的三大核心领域耗材集采均已落地，目前终端价格已经较低，我们预期未来出现更大幅度降价的可能性较低，整体来看，骨科行业集采风险基本出清。预计脊柱和关节领域仍将持续进口取代，同时，龙头骨科企业市占率有望进一步提升。

表 7：骨科集采文件汇总

类别	项目	执行周期	集采报量	入选企业	平均降幅
关节	全国首次集采	2022-2024	53.8 万	44	82%
	全国集采续期	2024-2027	58.16 万	54	首次集采再降 6%
	河南牵头 12 省集采	2021-2022	97 万	71	88.65%
创伤	京津冀“3+N”17 省联盟	2022-2023	108.67 万	89	83.48%
	28 省集采	即将落地, 执行周期 2 年	141.1 万	91	/
脊柱	全国集采	2023-2026	约 120 万套	152	84%
运动医学	全国集采	2024-2027	/	126	74%

资料来源：Eshare 医械汇，中国政府网，国元证券研究所

超声骨刀迎来高速放量，新产品带动骨科市场发展。超声骨刀适用于全身骨组织的切割、磨削和钻孔操作，是脊柱外科、神经外科、整形外科等众多科室广泛应用的安全高效切骨利器，在精确切割骨组织的同时，能有效避免损伤临近的硬膜、血管和神经等软组织。超声骨刀进入中国临床的时间较短，市场规模相较于传统设备的市场规模较小。其中，美国 Misonix、美国史赛克（Stryker）、德国索林的超声骨刀设备分别于 2013 年、2015 年、2016 年进入取得注册证进入中国市场。三友医疗控股子公司水木天蓬 2023 年实现超声骨刀业务耗材收入 0.57 亿元，同比增长 136.54%，是目前国内超声骨刀的行业引领者。目前骨科三大领域耗材集采基本出清，其中脊柱类耗材创新产品持续加速推出，另外超声骨刀等创新产品不断问世，有望共同推动骨科行业迎来增长。

表 8：中国超声骨刀市场参与者

公司	注册进入中国市场年份
美国 Misonix	2013
美国史赛克	2015
德国索林	2016
水木天蓬	2014

资料来源：三友医疗公告，国元证券研究所

5.重点推荐公司

5.1 一品红：创新研发持续加速，长期发展值得期待

收入稳健增长，新产品受益集采快速放量。2024 年公司儿童药产品收入 15.36 亿元，同比增长 17.01%，其中芬香清解口服液、奥司他韦胶囊、益气健脾口服液、盐酸左西替利嗪口服滴剂、孟鲁司特钠颗粒、盐酸氨溴索滴剂等品种实现收入快速增长。2024 年公司慢病药产品收入 7.70 亿元，同比减少 2.40%，收入端同比下降主要受

行业政策影响所致，但公司新品种盐酸溴己新注射液、硝苯地平控释片等通过集采实现快速增长。预计未来公司儿童药有望继续快速增长，慢病用药新品种有望通过集采实现放量。

在研品种多，业绩增长动力充足。2024Q1 公司自主研发投入 6252.92 万元，2023Q1 为 4812.17 万元，同比增长 29.94%。公司在研的高尿酸血症&痛风创新药物 AR882 胶囊治疗原发性痛风伴高尿酸血症患者的有效性和安全性的多中心、随机、双盲、平行对照、II/III 期临床试验在国内正式启动，II/III 期同步进行，目前已经完成首例患者入组，预计 II 期试验将在 2024 年底前完成。公司研发投入力度持续加大，公司仿制药在研品种丰富，业绩增长动力充足。

盈利预测与投资建议。公司儿童药板块快速增长，慢病用药板块产品通过集采实现放量，同时公司研发力度持续加大，在研品种丰富，业绩有望长期稳健增长。预计 2024-2026 年，公司归属母公司股东净利润分别为 2.48 亿元、3.03 亿元和 3.88 亿元，对应每股收益分别为 0.55 元/股、0.67 元/股和 0.85 元/股，对应 PE 分别为 35.88 倍、29.42 倍和 22.99 倍，维持“买入”的投资评级。

风险提示：公司研发进度不及预期风险，产品放量不及预期风险，行业竞争加剧风险。

5.2 奥赛康：集采利空渐见底，创新转型即将迎来收获

存量仿制大品种集采影响逐渐平滑，公司业绩有望迎来拐点。奥赛康是产品覆盖消化、抗肿瘤、慢性病、抗感染等治疗领域的百强药企。截至第七批国家药品集采，公司共 13 款药品参与集采，均为公司主要产品目录中的药品，其中公司重点产品奥西康未中选，其余 12 款产品价格平均降幅超过 90%；同时公司有部分产品中选地方药品集中采购（含各种类型联盟集中采购），价格和销量均有一定程度下降。从收入结构上看，2019 年抗肿瘤和消化类产品收入合计占比达 97.05%，其中消化类贡献收入从 33.66 亿降至 2023 年末的 2.99 亿，抗肿瘤类收入从 10.19 亿降至 6.17 亿。

新药转型即将进入收获期。第三代 EGFR 抑制剂 ASK120067 可强效抑制 EGFR 耐药突变（T790M）、EGFR 敏感突变（如 L858R, exon19del）以及 EGFR 双突变的激酶活性且对中枢神经系统病变患者有较好的疗效，目前正在上市申请审评中。

据 WHO 数据，胃癌是我国发病率第 5、死亡率第 3 的癌症，5 年患病率为 4.8/10 万人。弗若斯特沙利文预测，2028 年中国胃癌发病数将超 58 万人，2023-2028 年 CAGR 近 3%。由于我国缺乏针对早期胃癌筛查的流程和体系，90% 胃癌患者确诊时已处于进展期，多数患者已失去手术根治的机会，药物治疗成为主要的治疗方案，巨大的临床需求将推动治疗药物市场不断发展。据沙利文预测，2028 年中国胃癌药物市场将达 1486 亿元，2023-2028 年 CAGR 超 13%。Claudin18.2 是一种表达严格限于分化胃粘膜上皮细胞的紧密连接蛋白，其在胃癌中具有高达 96% 的表达率，相比用于胃癌治疗的其他靶向抑制剂，Claudin18.2 抑制剂 Zolbetuximab 在延长晚期胃癌患者无进展生存期方面表现出很大的潜力。ASKB589 是全球进度前三的 Claudin18.2 单抗靶向药，客观缓解率（ORR）为 79.2%、疾病控制率（DCR）达 95.8%，临床数据优异，目前已进入中国临床 III 期研究，**根据我们测算有望成 30 亿级大品种。**

盈利预测与投资建议。随着公司传统的优势板块——抗肿瘤和消化类仿制品种的存量品种的集采快速出清，抗感染类和慢性病类仿制药品种的快速崛起，及公司创新转

型的收获期的即将到来，预计 2024-2026 年营收增速分别为 13.03%、20.90%、18.98%；归母净利润 2024 年扭亏为盈，2024-2026 年归母净利润增速分别为 122.85%、120.45%、122.48%；EPS 分别为 0.04 元/股、0.08 元/股和 0.18 元/股，对应 PE 为 263.91 倍、119.72 倍和 53.81 倍。维持“买入”评级。

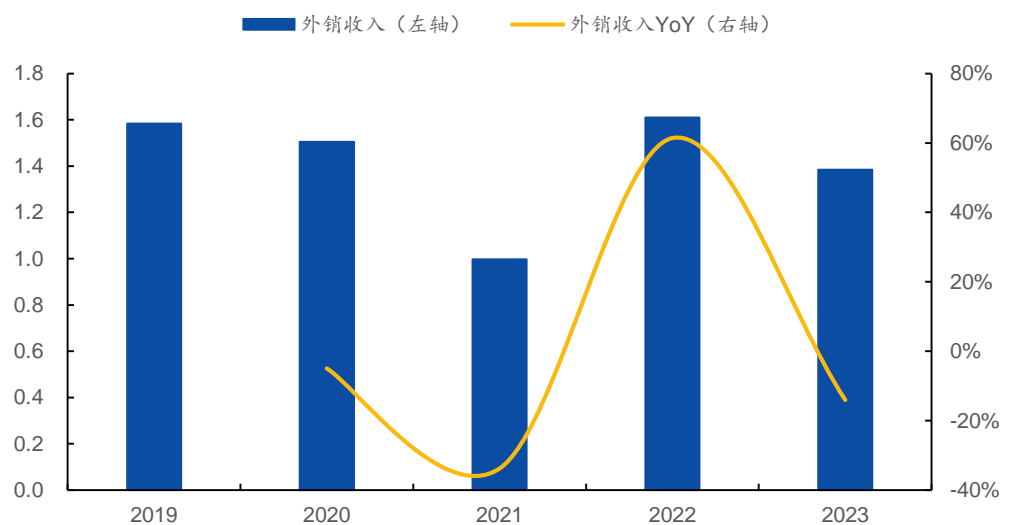
风险提示：新药研发失败或进展不及预期风险、带量采购大幅降价风险、药品上市申请获批或商业化不确定性等风险。

5.3 科兴制药：以新兴国家为起点，引领海外商业化平台出海

科兴制药是一家主要从事重组蛋白药物和微生态制剂的研发、生产、销售一体化的创新型国际化生物制药企业。科兴制药进军全球 20 年，建立了较为完善的海外业务体系，积累了丰富的资源和商业化能力。在海外产品注册及临床试验方面，公司熟悉各国生物制剂注册法规，具有丰富的与国外药品监管注册部门沟通协调经验，从而能加快市场准入。公司优先选择海外监管影响力较强的国家开展申报工作，已有丰富的材料准备经验。截至 2024 年 2 月，公司已在欧洲、中美洲和南美洲、非洲、东盟、南亚、中东北非、独联体地区的注册法规方面积累了丰富的丰富经验，包括欧洲药品管理局生物制品注册条例、巴西国家卫生监督局、埃及卫生部、印尼食品与药物管理局、印度药品监督总局、阿联酋卫生和疾病预防部、俄罗斯卫生部等。

科兴制药销售网络已 100%覆盖人口过亿的新兴国家市场以及 GDP 排名前 30 的新兴市场，已建立稳固且长期合作的客户超过 100 个。公司产品 EPO 在巴西、菲律宾等国家已成为当地 EPO 领先品牌产品。公司海外经销商伙伴实力雄厚，其中 UPC 从事医药销售二十多年，是为埃及最大、市占率排名第一的肾科产品进口商；BF 是巴西生物技术和制药领域的先驱，其 EPO 产品在巴西市场占有率超过 60%。2022 年科兴制药全力贯彻海外商业化战略，实现海外销售收入 1.61 亿，较上年同期增长 61%，创历史最高水平；2023 年公司外销收入达到 1.38 亿元。

图 38：2019-2023 年科兴制药外销收入及增速（亿元，%）



资料来源：科兴制药公告，国元证券研究所

过去，国产药出海只能与海外企业合作，科兴制药正在打破这一固有印象，希望发挥公司深耕海外市场的优势，**成为一家平台型商业化企业，帮助国产药出海**。2021年起，公司陆续获得白蛋白紫杉醇、英夫利西单抗、贝伐珠单抗等药物在全球范围内的独家商业化许可。截至2024年3月，科兴制药已通过自身商业化平台吸引并**引进12款高品质药物**。目前针对乳腺癌治疗领域，公司已引进白蛋白紫杉醇、艾立布林等6款治疗药物；靶向药上，则有曲妥珠单抗、奈拉替尼（酪氨酸激酶抑制剂）；内分泌方向上，拥有哌柏西利（CDK4/6抑制剂）。

表 9：公司引进产品商业化授权区域及出海进展

引进产品	合作伙伴	商业化授权区域	截至 2024 年 3 月出海进展
白蛋白紫杉醇	海昶生物	除美国市场外的商业化权益	已完成欧洲和南美洲等多个国家的意向客户签约，完成欧盟药监局批准前现场检查
贝伐珠单抗	东曜药业	除中国、欧盟（以 2021 年欧盟成员国为准）、英国、美国、日本以外全球所有国家和地区	已签约 23 个国家合作伙伴并启动提交药品准入注册申请文件，完成巴西和埃及的 GMP 现场审计
英夫利西单抗	泰州迈博太科药业	中国大陆地区及除日本、欧洲、北美洲外的其他 33 个国家和地区	已签约 24 个国家合作伙伴并启动提交药品准入注册申请文件，完成埃及、巴西、印尼药监机构的现场 GMP 审计
阿达木单抗	海正生物	巴西、阿根廷、泰国、菲律宾、沙特、马来西亚、南非、埃及等 14 个国家	已签约 6 个国家合作伙伴并启动提交药品准入注册申请文件，完成埃及药监机构的现场 GMP 审计
利拉鲁肽注射液	通化东宝	拉丁美洲等新兴市场共 17 个国家	海外市场的客户筛选工作，初步达成意向的客户 10 余家
曲妥珠单抗	正大天晴	泰国、越南、菲律宾、埃及、南非等 12 个国家的独占性商业化权益	海外市场的客户筛选工作
哌柏西利		11 个国家的商业化权益	推进中
马来酸奈拉替尼	莆康药业	印尼、泰国、越南、菲律宾、马来西亚和埃及 6 个国家的商业化权益	海外市场的客户筛选工作
来那度胺	常州制药厂	巴西	推进中
碳酸司维拉姆片	新华制药	巴西、印尼、哈萨克斯坦等 15 个国家的海外商业化授权	推进中
艾立布林	西岭源药业	36 个国家的独家商业化授权	推进中
甲苯磺酸索拉非尼片	亚宝生物	秘鲁、新加坡、马来西亚等 10 个国家的独家代理资格	推进中

资料来源：公司公告，公司微信公众号，《2024-01-26：科兴制药：科兴制药 2024 年 1 月投资者关系活动记录表》，国元证券研究所

盈利预测与投资建议。随着公司海外商业化进程的推进，预计公司 2024-2026 年营收增速分别为 12.17%、38.84%、36.15%；归母净利润分别为 0.22 亿、1.16 亿和 1.95 亿元；EPS 为 0.11 元/股、0.58 元/股和 0.98 元/股，对应 PE 为 149.65 倍、28.83 倍和 17.15 倍。维持“买入”评级。

风险提示：海外商业化风险、国家带量采购降价风险、汇率波动等风险。

5.4 迪瑞医疗：华润赋能强化协同，仪器放量布局市场

深耕 IVD 多年，华润入主开启新篇章。迪瑞医疗 1992 年成立，深耕体外诊断行业 30 余年，以尿液分析起步涉足诊断设备行业，近年各产品线不断推陈出新，七大业务板块已成为公司长期可持续发展的动力。公司产品辐射全球市场，已销售到全球 120 多个国家和地区，并持续推动在全球建设销售和服务网络。2020 年华润产业基金入主公司，全面拓展、优化公司研发和销售体系，资本赋能驱动下，带动公司业绩显著增长，2023 年前三季度继续保持高增速，营业收入 10.49 亿元，归母净利润 2.34 亿元，分别同比增长 30.69%和 20.35%。

公司 IVD 领域广泛布局，高端仪器快速放量。据中商产业研究院预测，我国体外诊断市场规模由 2023 年的 1698 亿元增长到 2027 年的 2428 亿元，年均复合增长率 7.4%。迪瑞医疗全面布局 IVD 七大板块，并持续加大装机力度，2023 上半年仪器收入达 4.34 亿元，同比增长 64.21%，随仪器占有率的提升，试剂营收有望迎来快速增长。从细分领域来看，公司具备尿液分析领域头部竞争力，业务有望稳健增长；高速生化分析仪竞争力强劲，产品进军顶端市场，市占率有望持续提升；化学发光基数较低，加速进口取代，已经成为新的增长点；LA-60 系统带动整体化实验室业务，配合国产化政策支持，持续贡献业绩增量。

海外销售体系持续优化，业务高速扩张。随着公司的物联网平台业务布局的日益完善，公司深耕海外市场已超过 20 年，拥有稳定的销售渠道和品牌影响力，并不断加强市场推广和商务拓展。近年来公司海外收入增长迅速，2023 年上半年 2.41 亿元，同比增长率 29.87%。目前，公司产品已销售到全球 120 多个国家和地区，并在全球范围内建立了完善的销售和服务网络，有望持续扩张海外市场。

投资建议与盈利预测。公司在体外诊断领域竞争力强劲，自研产品技术领先，预计明年试剂放量，仪器业务则有望继续保持快速增长，加速进口替代。预计 2024-2026 年，公司归属母公司股东净利润分别为 4.00、4.92 和 6.08 亿元，EPS 为 1.45、1.79 和 2.21 元/股，对应 PE 分别为 13.96、11.35 和 9.17 倍，维持“买入”评级。

风险提示：研发不及预期风险，产品降价风险，竞争格局恶化风险，协同效应不及预期风险等。

5.5 山外山：国产血液净化设备龙头，打造全产业链覆盖领先企业

全球血液净化行业稳定增长，我国增量空间广阔。2022 年全球血液透析市场规模达到 944.3 亿美元，保持平稳增长。中国血液透析市场规模在 2022 年突破 687 亿元，但透析治疗渗透率较低，2020 年中国接受透析治疗的 ESRD 患者数量为 5.71 每万人口，远低于日本 26.82 每万人口和韩国 23.76 每万人口等发达国家。以 2020 年中国 ESRD 总患者数 330.52 万人为基数计算，透析治疗率仅为 24.40%，处于较低水平，潜在发展空间广阔。

血液净化设备快速放量，山外山市占率领先。以山外山为首的国产品牌正加速打破外资血液净化设备的垄断格局。根据医招采数据显示，2023 年度血透血滤各品牌销售额和数量占有率排名中，山外山排名第四名，占国内血透血滤各品牌数量占比 12.01%（2022 年占比：9.32%）；在 CRRT 设备市场中，山外山在销售额和数量占比均排名第一，占国内 CRRT 销售额 22.92%，市场占有率增幅大幅领先外资品牌。国产医

疗器械取代趋势下，山外山有望进一步提升其血透设备市场地位。

打造血液净化全产业链领先企业。公司拓展血液透析耗材产品线，协同血透服务中心，建设设备+医护+患者+透析中心的“互联网+”服务模式。公司已陆续获得血液透析浓缩液、血液透析干粉、血液透析器（低通）、血液透析器（高通）、透析液过滤器、连续性血液净化管路、一次性使用血液灌流器，共计 7 项三类医疗器械注册证，基本完成了自产血液净化耗材的全线布局，协同已有 7 家血液透析连锁服务中心，为公司长期战略发展奠定基础。

投资建议与盈利预测。公司在血液净化领域竞争力强劲，血液净化设备市占率在国产企业中居领先地位，透析耗材业务有望随集采深入推进保持稳定增长，加速进口替代。预计 2024-2026 年，公司营业收入分别为 7.85、10.15 和 12.93 亿元，公司归属母公司股东净利润分别为 1.96、2.62 和 3.39 亿元，EPS 为 0.61、0.82 和 1.05 元/股，对应 PE 分别为 34.94、26.09 和 20.21 倍，维持“买入”评级。

风险提示：研发不及预期风险，产品降价风险，竞争格局恶化风险。

5.6 海泰新光：聚焦荧光硬镜赛道，整机业务未来可期

全球荧光硬镜巨头核心供应商，新机上市推动上游需求。海泰新光荧光内窥镜器械当前主要为美国器械巨头史赛克供应其硬性内窥镜整机平台的光源模组、荧光内窥镜、适配镜头等核心零部件，公司自 2008 年与史赛克开始合作，成为该公司新设备中核心部件的设计及生产供应商。史赛克是当前全球荧光内窥镜龙头企业，近三年内窥镜营收增长均超过 25%。史赛克于 2023 年下半年发布 1788 超高清荧光硬镜产品，进一步扩大其全球市场份额，核心零部件需求显著增加。海泰新光与史赛克多年来业务深度绑定，凭借史赛克荧光硬镜全球良好的销售表现，新签订单有望逐步落地，加快公司核心产品持续放量。

荧光硬镜替代空间广阔，自主品牌进军国内市场。硬性内窥镜可区分为白光内窥镜和荧光内窥镜，由于荧光整机系统在腹腔等手术治疗方案中的学术价值和治疗价值优势显著，荧光产品的市场规模及占比逐年提高。2015 年至 2019 年，全球白光硬镜市场规模从 46.4 亿美元略微降低至 43.8 亿美元，年复合增长率为-1.4%；荧光硬镜市场预计未来将呈现高速增长，以 24.3%的年复合增长率增长至 2024 年的 38.7 亿美元，占比逐步从 2019 的 22.9%提高至 53.5%。公司多年来深耕光学产业，占据先入优势，积极开发整机系统并于 2023 年底成功注册自有整机品牌，当前通过中国史赛克、与国药集团创立的合资公司国药新光及公司自有渠道三大渠道同步营销，有望引领国内荧光硬镜市场。

核心技术加持，光学产品线丰富。公司以光学技术能力为基础，为生物医学、工业激光和生物识别等多个领域提供光学产品和光学元器件。根据用途，公司的光学产品可以分为医用光学产品、工业及激光光学产品和生物识别产品三类，分别应用于诊断设备/仪器、美容机设备、工业激光设备、指纹及掌纹识别系统等终端产品中。光学产品产品线丰富，应用场景广阔，有望持续推动公司业绩。

投资建议与盈利预测。随着荧光硬镜在全球市场的高速发展和公司整机系统的推出，公司将显著受益，进入快速发展期。预计 2024-2026 年，公司营业收入分别为 6.07、7.19 和 8.81 亿元，同比增长 28.91%、18.57%和 22.41%；公司归属母公司股东净

利润分别为 1.96、2.39 和 2.95 亿元，同比增长 34.72%、21.62%和 23.56%；对应基本每股收益分别为 1.61、1.96 和 2.43 元/股，按照最新股价测算，对应 PE 估值分别为 24.31、19.99 和 16.18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：公司研发不及预期风险，产品放量不及预期风险，对于单一海外客户依赖过高风险。

6. 风险提示

6.1 医药行业政策风险：近几年医药行业政策发布密集，不确定性较大，对行业影响深远；

6.2 产品降价风险：近几年集采政策持续推进，产品如果进入集采目录，则面临降价，降价可能会导致相应公司销售额增长不及预期；

6.3 研发进度不及预期风险：医药行业以创新为驱动，目前行业内在研的药品和器械等较多，且市场关注度较高，如果研发进度不及预期，则会对行业和公司长期发展造成一定影响。

6.4 海外商业化不可预测性等风险：全国各国医药政策、营商环境、经济发展程度、地缘政治等存在诸多不可控、不可预测的风险，医药企业出海的进程及商业成果存在较大不确定性。

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者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、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。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。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
 邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
 邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
 邮编：100027