

医疗器械板块2021年报及2022年一季报总结：

2022Q1因抗原检测放量提速，
控费背景下关注医保免疫和两低赛道

西南证券研究发展中心
2022年5月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

联系人：周章庆
电话：：021-68416017
邮箱：zzq@swsc.com.cn

医疗器械：控费背景下，关注医保免疫赛道（“To-B+出海”）和两低赛道（“低渗透率+低国产化率”）

- **2021年和2022Q1板块总结**：器械板块（113家样本公司，含科创板）2021收入2713亿元（+20.1%），归母净利润702亿元（+20.1%），在2020年高基数下依旧稳健增长，毛利率57%，四费率26%，净利率26%，盈利能力维持高位。分季度看，2021Q2~Q4医疗器械板块单季度因高基数增速放缓，22Q1单季度收入1066.4亿元（+55.6%），单季度净利润385.5亿元（+74.3%），由于新冠抗原检测试剂放量而提速明显，22Q1单季度毛利率62.6%（+2.6pp），单季度四费率19.1%（-3.2pp），单季度净利率36.2%（+4.8pp），盈利能力再创新高。剔除新冠检测试剂（抗原+核酸）的干扰，22Q1单季度收入492.4亿元（-3.8%），单季度净利润100.2亿元（-35.9%），因2021Q1高基数以及2022Q1疫情导致常规业绩承压。
- **器械领域带量采购有望成为招采新常态，国采降幅预期边际回归**。带量采购正在医用耗材领域广泛开展，并有逐步蔓延至IVD、设备领域的趋势，未来“国家+地方”两个层面推进器械带量采购常态化，其中人工晶体、支架、骨科、补片等成为首当其冲的品种。国家组织高值耗材全国集采已经进行两批，从第二批关节集采结果看，平均降幅在82%，降幅总体比之前的冠脉支架小很多，国产部分产品甚至在原出厂价以上，通过减少流通商的加价，中选产品有望实现以价换量。关节集采相比冠脉支架有所缓和，也带动市场对器械集采降幅预期的边际回归。
- **控费背景下器械行业开启新的投资周期，关注抗控费属性&渗透率 & 国产化率**。过去10年，随着全国卫生投入增长、老龄化加剧、分级诊疗推进，中国器械市场规模突破8000亿元，需求端消费升级不断推进，同时大部分赛道国产化率不足40%（高端更低），技术突破+性价比+渠道优势促进国产化率持续提升。展望未来，在控费的总基调下，市场会更加追寻创新潜力大、竞争格局优良、渗透率低、国产率低、定价权高的赛道，而成熟产品、国产化率高、竞争激烈的赛道则将面临类仿制药集采的逻辑与业绩双杀的局面，器械板块结构性机会大于板块性机会，政策免疫/抗控费成为器械重要的投资方向。
- **投资建议**。从产业链视角关注器械医保免疫方向（To-B+出海）和“两低”赛道（低渗透率、低国产化率）方向。建议布局：
 - 1. 出海国际化**：迈瑞医疗、南微医学、振德医疗、新产业、普门科技等。
 - 2. To-B**：制药装备（东富龙、楚天科技）、生命科学服务（诺唯赞）、药房自动化（健麾信息）、耗材生产设备（迈得医疗）、供应链上游；
 - 3. 两低赛道（“低渗透率+低国产化率”）**：影像领域（联影医疗拟上市、迈瑞医疗）、内窥镜（澳华内镜、南微医学）、手术机器人（微创医疗机器人）、电生理（惠泰医疗）、眼科（爱博医疗、欧普康视）、TAVR（启明医疗、佰仁医疗）、外周血管介入（心脉医疗）。
- **风险提示**：政策控费风险、出海不及预期、国产替代不及预期。

2021年及2022Q1器械板块主要细分领域表现：

- ① **IVD：常规试剂需求逐步恢复，抗原检测试剂再贡献增量。化学发光**体量大、增速快，国产化率低，2021年8月安徽开展化学发光带量采购试点，从试点区域表现看，国产份额加速提升。此外，**国产龙头如迈瑞、新产业还加速海外市场布局**，有望在发展中国家复制国内进口替代的逻辑。7家**分子诊断**企业2021年收入268亿元（+112.3%，含国外和部分企业的服务收入），归母净利润95亿元（+8.8%），22Q1收入增速+139%，净利润增速32.3%，由于量增价跌，利润增速不及收入增速。**POCT**企业由于新冠抗原家用自测试剂贡献增量（从2021年的出口欧洲到2022年Q1在欧美、日本、中国各市场皆有增量），实现收入、利润实现大幅增长，9家上市POCT企业2022Q1收入421.2亿元（+657.5%），归母净利润237.2亿元（+731.9%），行业爆发式增长，九安、安旭、东方、万孚、明德、奥泰于22Q1业绩大幅增长放量。
- ② **影像设备：超声产业链恢复较好。**超声产业链标的如迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗的超声业务逐步恢复高增长。
- ③ **心血管器械：2021年心血管标的业绩相比2020年有所恢复，但21H1、22Q1部分区域手术量仍受疫情反复干扰。**除部分受冠脉支架集采降价影响的标的，其他心血管创新器械标的如心脉医疗、惠泰医疗、佰仁医疗、启明医疗、沛嘉医疗等收入端恢复较好。
- ④ **骨科：创伤（联盟）、关节（国采）带量采购结果落地，赛道短期承压暂未见拐点。**
- ⑤ **肾科：治疗刚需品种，业绩延续较快增长态势。**2021年和22Q1健帆生物和三鑫医疗业绩维持较高增长。
- ⑥ **眼科：需求旺盛，核心公司业绩高增长。**人工晶体国产化率有望不断提升，角膜塑形镜也有望为消费器械市场大单品，眼科龙头爱博医疗22Q1收入、业绩增速分别为+55.5%和63%，超出市场预期，预计后续前景广阔。
- ⑦ **内镜：行业稳健增长，国产替代正当时。**内镜产业链需求稳健增长，国产化率普遍较低（硬镜和软镜整机国产化率不足10%），未来国产龙头有望受益。22Q1开立医疗（软镜业务）、海泰新光收入延续高增长，澳华内镜和南微医学因疫情等因素暂时承压。
- ⑧ **生命科学试剂：6家上市标的2021年收入67.8亿元（+15.5%），归母净利润19.1亿元（-17.5%），**板块业绩增速有所下滑主要由于新冠病毒相关产品需求减弱以及市场价格降低，剔除新冠业务，各家公司维持正常增长趋势。行业处于快速发展期，国产企业进口替代机遇大。
- ⑨ **制药装备行业：4家制药装备领域的上市公司2021年收入108亿元（+44.1%），归母净利润15.3亿元（96.3%），**主要受益于新冠疫苗生产设备需求集中释放，以及生物药企业扩充产能所带来的旺盛设备需求。近年来行业景气度高企，高端设备及耗材国产替代有望驱动龙头高速增长。

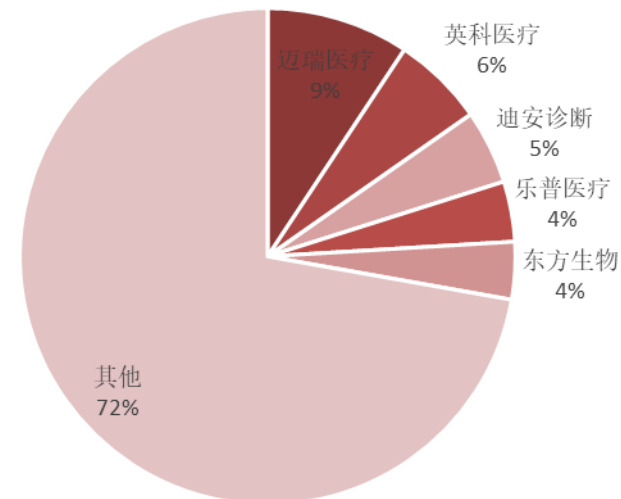
2021年：超7成器械公司净利润实现同比增长，前五净利润贡献近4成

- 2021年器械板块（113家样本，含科创板）收入实现正增长的有93家，占比82%，超过50%增长有21家，占比19%；
- 2021年器械板块（113家样本，含科创板）归母净利润实现正增长的有80家，占比71%，超过50%增长有31家，占比27%；
- 从收入贡献看，2021年前五名迈瑞医疗、英科医疗、迪安诊断、乐普医疗、东方生物贡献了28%的板块收入；
- 从归母净利润贡献看，2021年前五名迈瑞医疗、英科医疗、东方生物、达安基因、中红医疗贡献了47%的板块净利润。

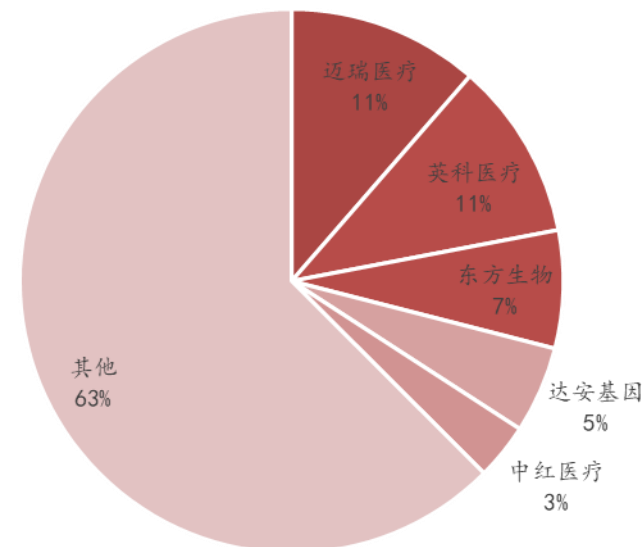
子板块2021年业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	20.09%	21	40	93	20
占比		19%	35%	82%	18%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	20.11%	31	51	80	33
占比		27%	45%	71%	29%

21年收入前五占比



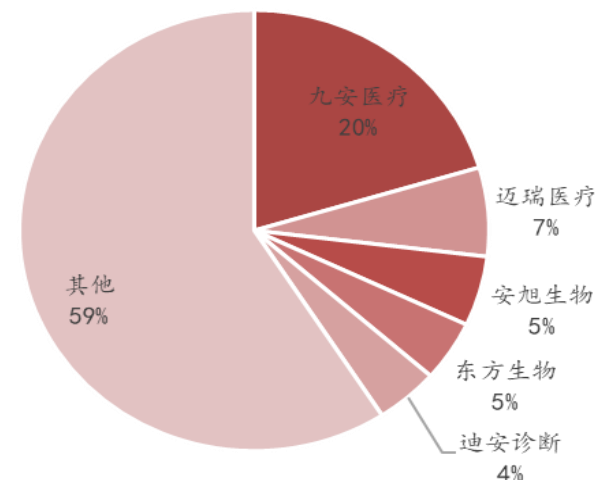
21年归母净利润前五占比



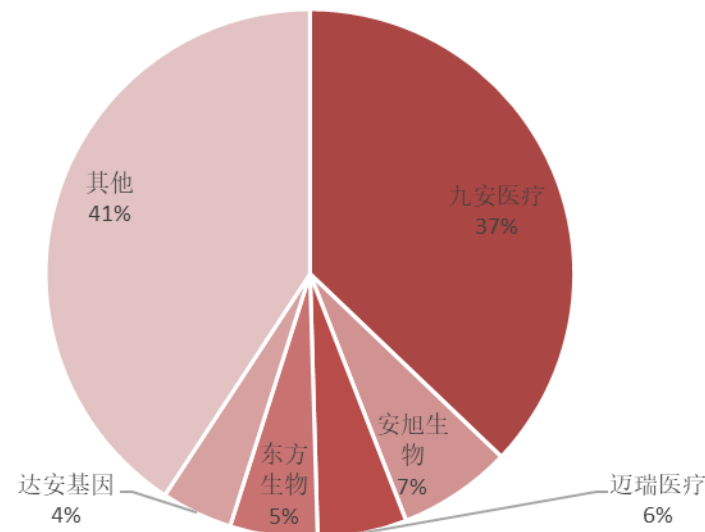
2022Q1：超5成器械公司净利润实现同比增长，前五净利润贡献近6成

- 2022Q1器械板块（113家样本，含科创板）收入实现正增长的有80家，占比71%，超过50%增长有21家，占比19%；
- 2022Q1器械板块（113家样本，含科创板）归母净利润实现正增长的有59家，占比52%，超过50%增长有23家，占比20%；
- 从收入贡献看，22Q1前五名九安医疗、迈瑞医疗、安旭生物、东方生物、迪安诊断贡献了41%的板块收入；
- 从归母净利润贡献看，22Q1前五名九安医疗（占比37%）、安旭生物、迈瑞医疗、东方生物、达安基因贡献了59%的板块净利润。

22Q1收入前五占比



22Q1归母净利润前五占比



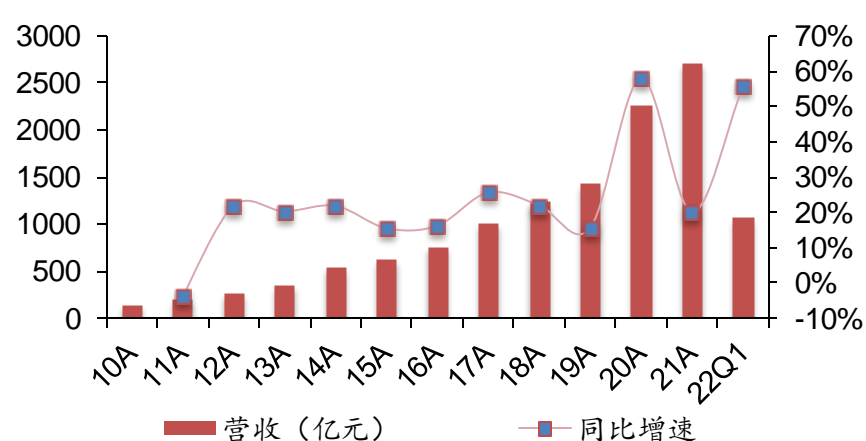
子板块2022Q1业绩速览

收入增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	55.56%	21	34	80	33
占比		19%	30%	71%	29%
归母净利润增速	子板块	超过50%	超过30%	为正数	下滑
家数	74.33%	23	35	59	54
占比		20%	31%	52%	48%

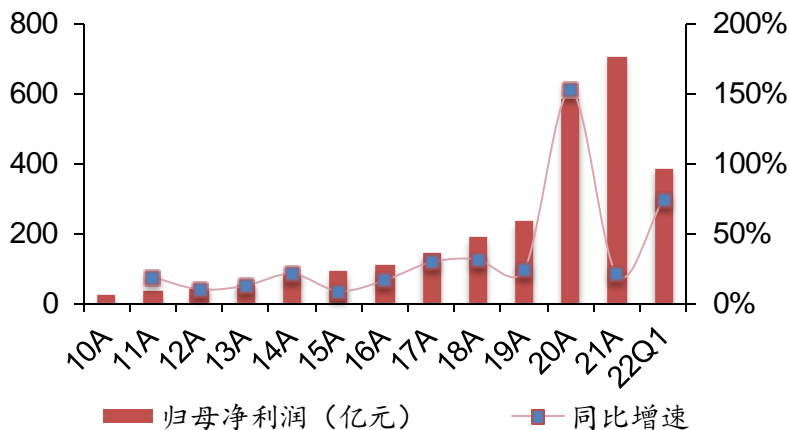
累计报表看：2021年器械板块收入在2020年高基数下依旧稳健增长，盈利能力维持高位

- 器械板块（113家样本公司，含科创板）2021收入2713亿元（+20.1%），归母净利润702亿元（+20.1%），在2020年高基数下依旧稳健增长，毛利率57%，四费率26%，净利率26%，盈利能力维持高位。

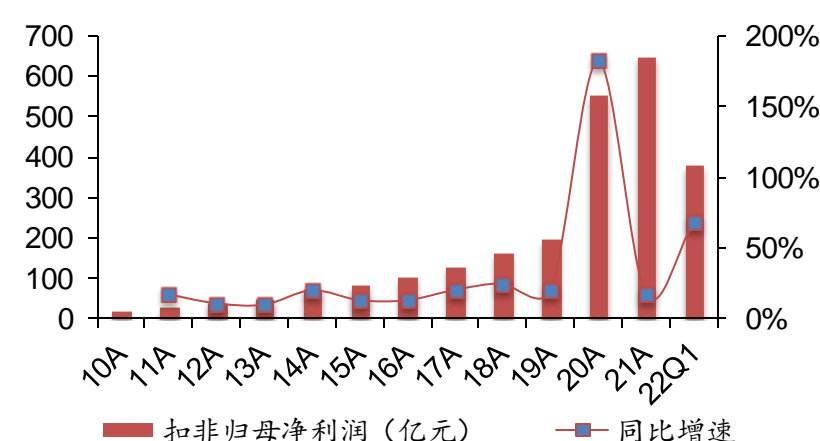
2010年~22Q1收入及增速



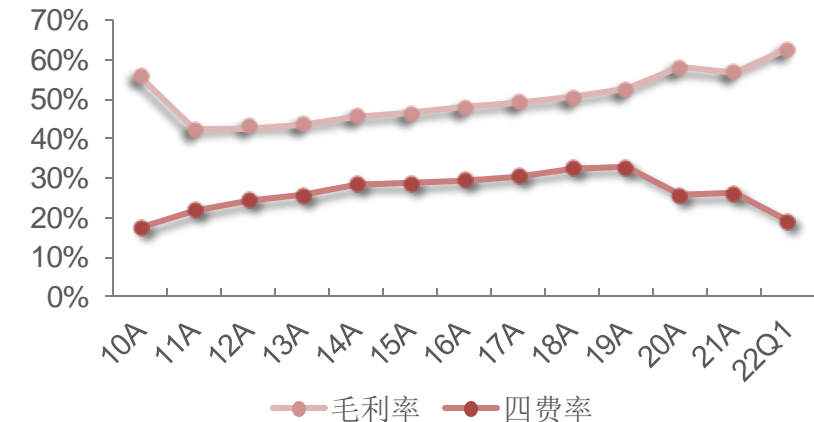
2010年~ 22Q1归母净利润及增速



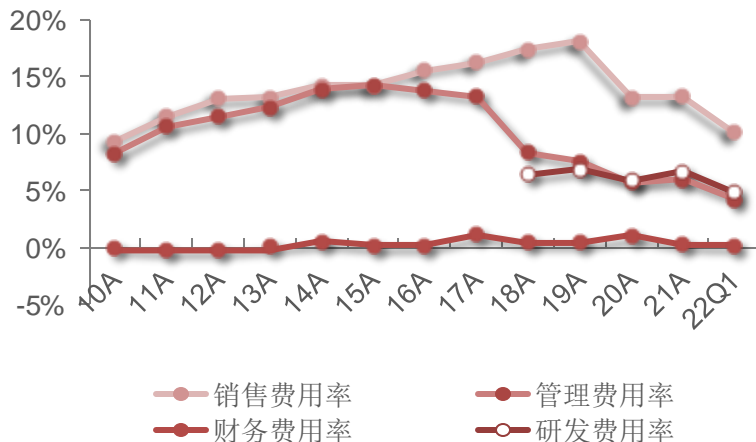
2010年~ 22Q1扣非归母净利润及增速



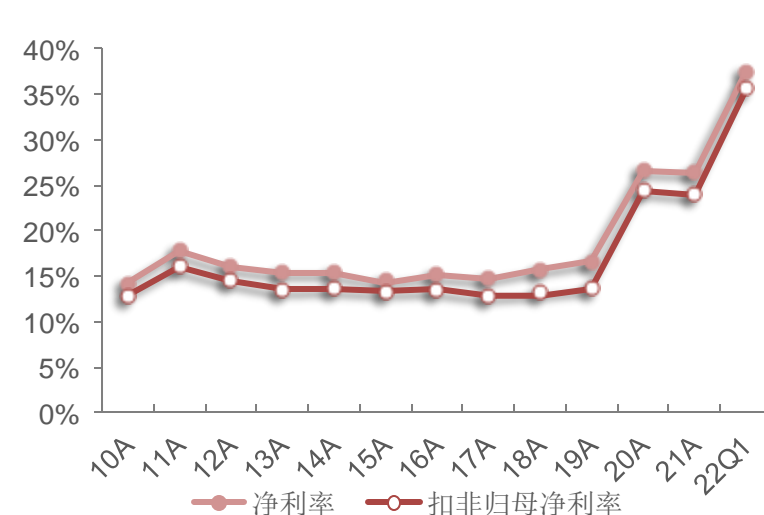
2010年~ 22Q1毛利率与四费率变化趋势



2010年~ 22Q1期间费用率变化趋势



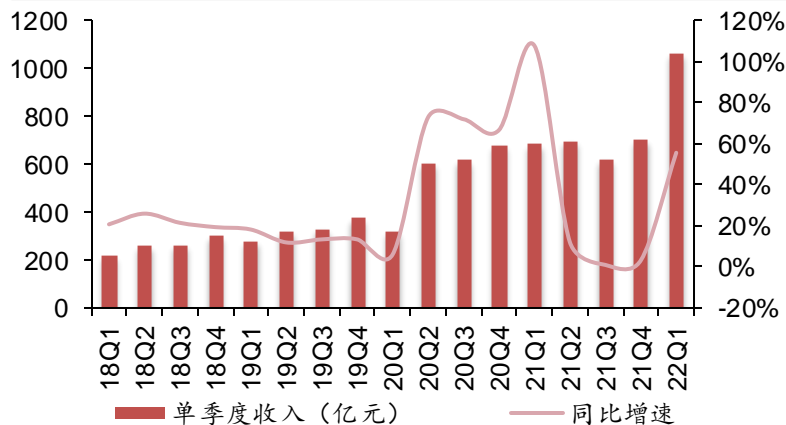
2010年~ 22Q1净利率变化趋势



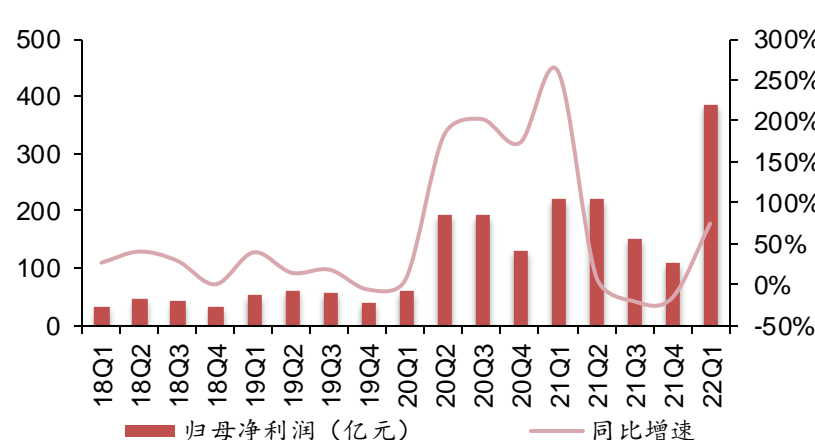
分季度看：2021Q2~Q4单季度因高基数增速放缓，2022Q1因新冠抗原检测试剂放量提速

- 分季度看，2021Q2~Q4医疗器械板块单季度因高基数增速放缓，22Q1单季度收入1066.4亿元（+55.6%），单季度净利润385.5亿元（+74.3%），由于新冠抗原检测试剂放量而提速明显。
- 22Q1单季度毛利率62.6%（+2.6pp），单季度四费率19.1%（-3.2pp），单季度净利率36.2%（+4.8pp），盈利能力再创新高。

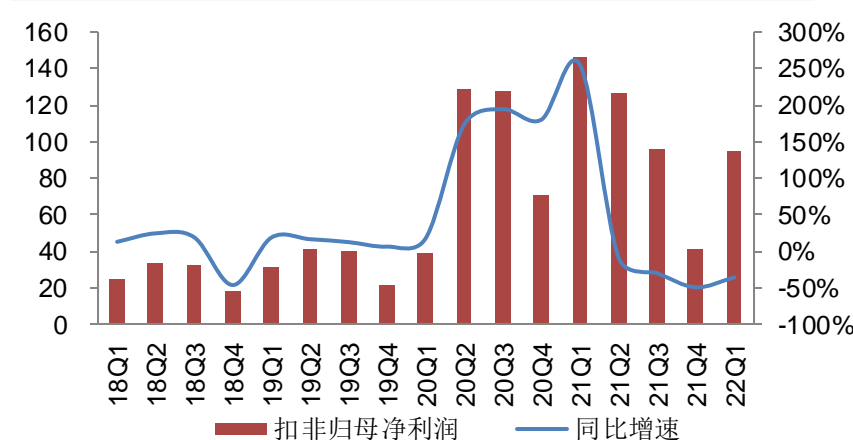
18Q1~22Q1收入及增速（单季度）



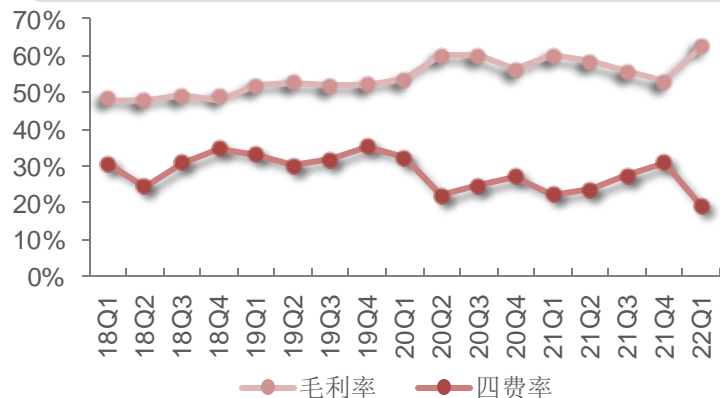
18Q1~22Q1归母净利润及增速（单季度）



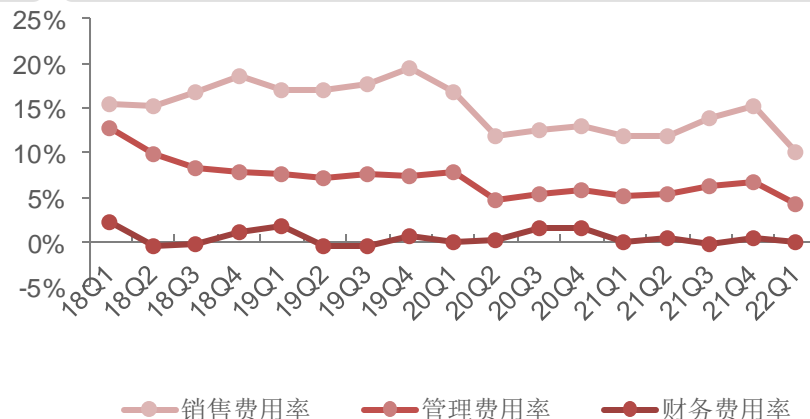
18Q1~22Q1扣非归母净利润及增速（单季度）



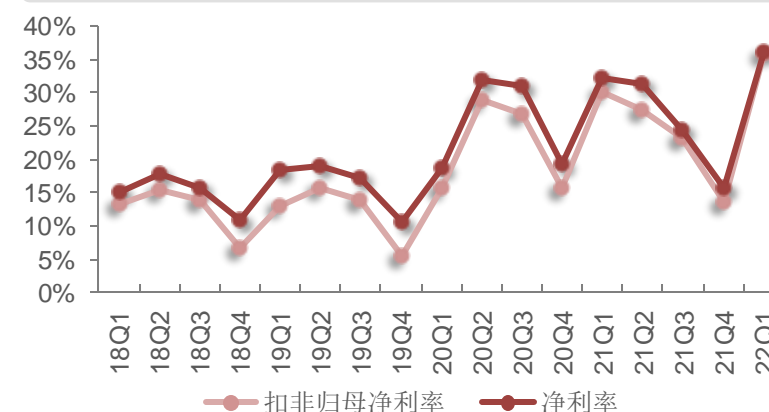
18Q1~22Q1毛利率与四费率变化趋势



18Q1~22Q1期间费用率变化趋势



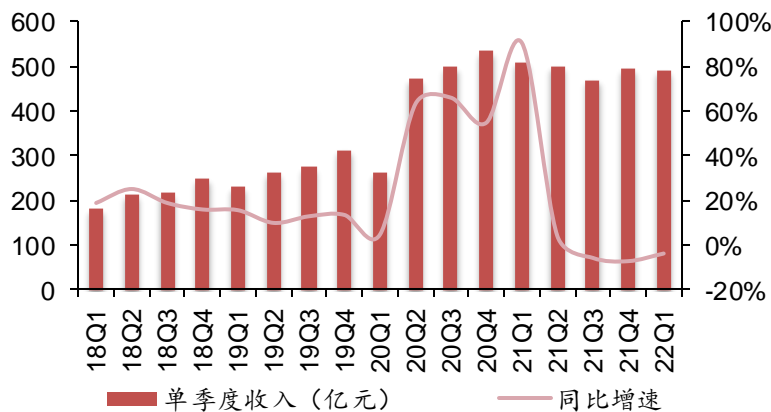
18Q1~22Q1净利率变化趋势



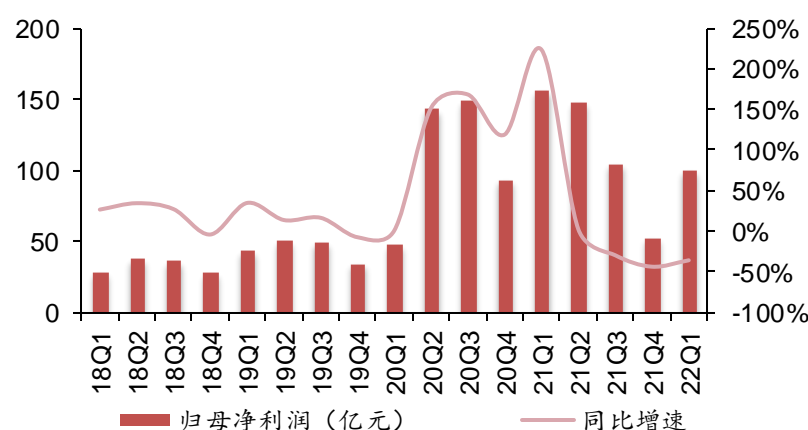
剔除新冠检测标的（抗原+核酸）的干扰，器械板块因高基数和疫情导致有所承压

- 剔除新冠检测试剂标的（九安、安旭、东方、万孚、明德、热景、奥泰、博拓、圣湘、达安、华大、圣湘、硕世、凯普、之江、迪安），22Q1单季度收入492.4亿元（-3.8%），单季度净利润100.2亿元（-35.9%），因2021Q1高基数以及2022Q1疫情导致常规业绩承压。
- 剔除新冠检测试剂标的，22Q1单季度毛利率52.4%（-5.9pp），单季度四费率28.4%（+5.3pp），单季度净利率20.3%（-10.2pp）。

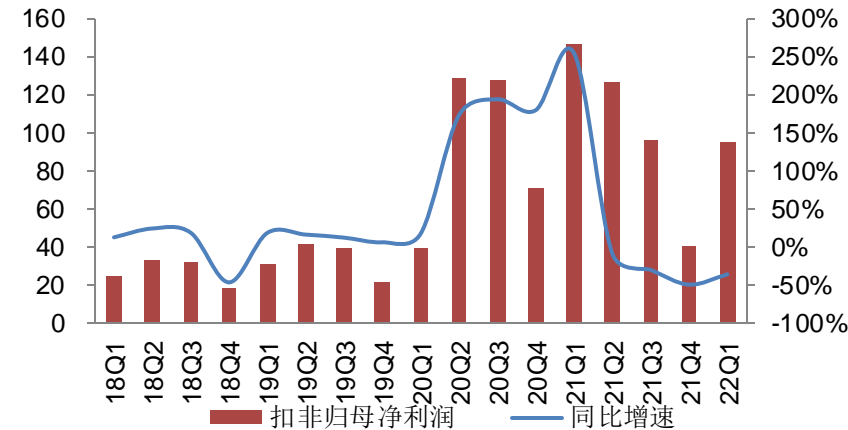
18Q1~22Q1收入及增速（单季度）



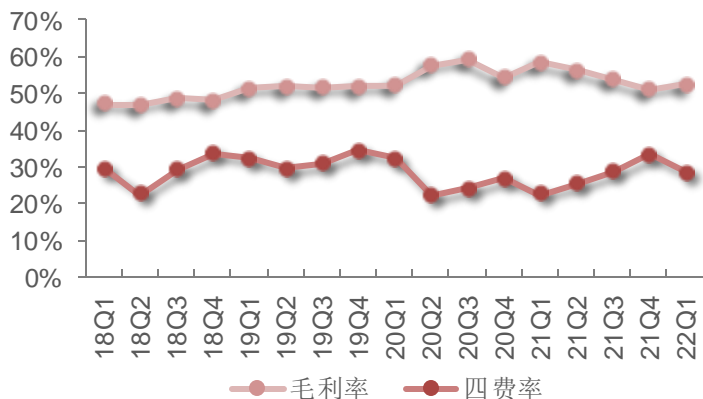
18Q1~22Q1归母净利润及增速（单季度）



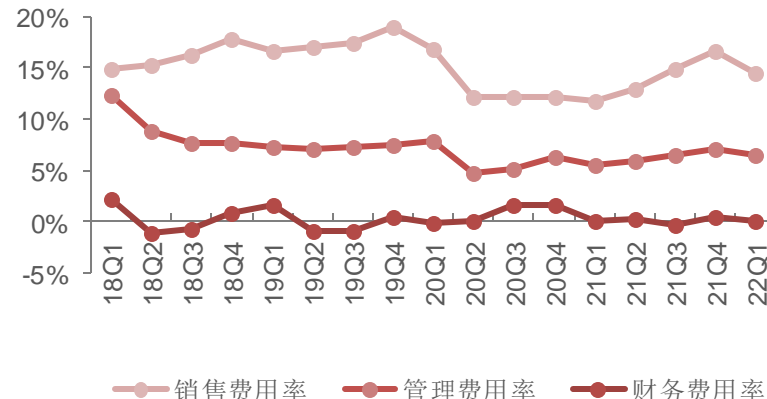
18Q1~22Q1扣非归母净利润及增速（单季度）



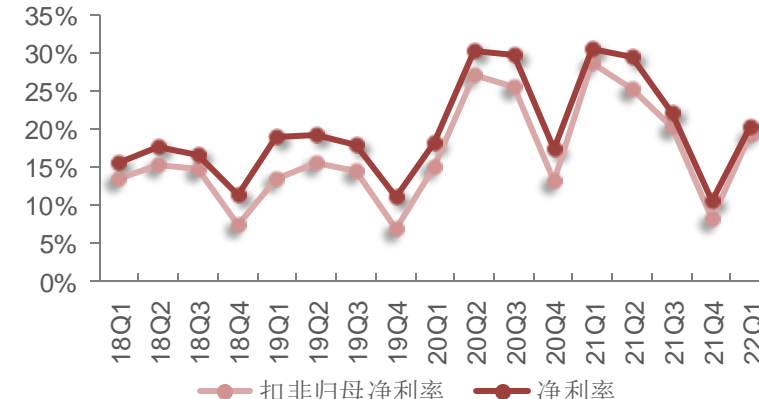
18Q1~22Q1毛利率与四费率变化趋势



18Q1~22Q1期间费用率变化趋势



18Q1~22Q1净利率变化趋势



医疗器械板块2021年报及2022年一季报总结

22Q1新冠抗原检测受益股贡献了主要的业绩增量（按2022Q1净利润增量排序）

成分股增速	2021		2022Q1		市值	收入同比增量				净利润同比增量				研发费用				销售费用				管理费用				财务费用			
	收入	归母净利润	收入	归母净利润		2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	占比	2022Q1	占比	2021	占比	2022Q1	占比	2021	占比	2022Q1	占比	2021	占比	2022Q1	占比	2021	占比	2022Q1	占比
九安医疗	19%	275%	6647%	37527%	388	389	21,415	666	14,274	67	3%	61	0%	243	10%	498	2%	253	11%	263	1%	3	0%	18	0%				
安旭生物	32%	14%	2763%	3148%	113	390	5,283	90	2,399	70	4%	555	10%	31	2%	509	9%	27	2%	27	0%	23	1%	4	0%				
明德生物	195%	201%	267%	307%	118	1,871	1,810	944	1,048	133	5%	29	1%	198	7%	49	2%	76	3%	19	1%	-6	0%	-2	0%				
万泰生物	144%	199%	285%	360%	1421	3,396	2,347	1,344	1,042	682	12%	106	3%	1,690	29%	976	31%	182	3%	49	2%	5	0%	6	0%				
奥泰生物	65%	13%	628%	598%	73	738	1,811	86	899	95	5%	47	2%	50	3%	43	2%	33	2%	20	1%	-13	-1%	2	0%				
东方生物	211%	193%	112%	74%	220	6,904	2,510	3,243	830	429	4%	105	2%	1,039	10%	306	5%	95	1%	36	1%	67	1%	14	0%				
万孚生物	20%	0%	277%	481%	194	550	1,929	0	748	391	12%	118	5%	644	19%	349	13%	266	8%	74	3%	49	1%	8	0%				
达安基因	43%	48%	44%	49%	252	2,323	1,022	1,169	551	509	7%	120	4%	790	10%	294	9%	362	5%	151	4%	-31	0%	-3	0%				
亚辉龙	18%	-3%	482%	1258%	134	179	1,134	-6	474	131	11%	55	4%	216	18%	175	13%	85	7%	43	3%	9	1%	2	0%				
迪安诊断	23%	45%	62%	123%	203	2,433	1,781	360	415	425	3%	115	2%	1,210	9%	390	8%	1,108	8%	302	6%	217	2%	59	1%				
迈瑞医疗	20%	20%	20%	23%	3789	4,244	1,162	1,344	390	2524	10%	704	10%	3,999	16%	1,073	15%	1,106	4%	358	5%	-85	0%	-8	0%				
凯普生物	97%	135%	148%	191%	97	1,319	901	489	328	115	4%	29	2%	383	14%	196	13%	199	7%	105	7%	4	0%	-2	0%				
博拓生物	110%	92%	107%	111%	71	953	525	398	259	62	3%	20	2%	23	1%	7	1%	47	3%	12	1%	2	0%	1	0%				
硕世生物	63%	46%	78%	63%	76	1,099	665	374	244	107	4%	27	2%	417	15%	161	11%	117	4%	34	2%	-21	-1%	-7	0%				
基蛋生物	25%	31%	107%	249%	65	278	295	94	156	163	12%	51	9%	234	17%	62	11%	91	6%	29	5%	-3	0%	1	0%				
新产业	16%	4%	40%	83%	315	350	210	35	140	215	8%	39	8%	370	15%	100	13%	167	7%	33	4%	29	1%	5	1%				
爱美客	104%	118%	66%	64%	1120	739	171	518	109	102	7%	29	7%	156	11%	54	13%	65	4%	22	5%	-52	-4%	-13	-3%				
东富龙	55%	79%	73%	91%	219	1,485	521	364	101	285	7%	34	7%	194	5%	50	4%	374	9%	105	8%	-8	0%	-1	0%				
安图生物	26%	30%	26%	40%	268	788	214	226	69	481	13%	121	12%	630	17%	189	18%	146	4%	38	4%	15	0%	2	0%				
健帆生物	37%	37%	20%	18%	333	725	118	322	52	174	6%	41	6%	598	22%	124	18%	131	5%	29	4%	-12	0%	1	0%				
奥美医疗	-24%	-63%	21%	36%	68	-909	172	-726	41	95	3%	17	2%	74	3%	19	2%	295	10%	103	10%	-14	0%	0	0%				
济民医疗	25%	2206%	13%	77%	50	221	32	141	31	30	3%	8	3%	171	16%	37	13%	98	9%	21	7%	39	4%	8	3%				
圣湘生物	-5%	-14%	24%	5%	166	-248	277	-374	30	188	4%	44	3%	392	9%	94	7%	99	2%	27	2%	12	0%	-6	0%				
易瑞生物	131%	261%	100%	30%	88	339	147	171	27	72	12%	16	5%	48	8%	19	6%	52	9%	23	8%	5	1%	0	0%				
奕瑞科技	51%	118%	46%	35%	252	403	103	262	26	146	12%	52	16%	58	5%	17	5%	56	5%	20	6%	-17	-1%	-1	0%				
康德莱	17%	44%	29%	56%	69	452	194	89	25	165	5%	37	4%	310	10%	78	9%	238	8%	63	7%	11	0%	4	1%				
楚天科技	47%	182%	20%	22%	89	1,684	229	366	23	466	9%	36	7%	665	18%	145	11%	351	7%	95	7%	14	0%	2	0%				
爱博医疗	59%	77%	56%	63%	195	160	47	75	23	52	12%	13	10%	90	21%	18	14%	52	12%	13	10%	-4	-1%	-1	-1%				
心脉医疗	46%	47%	31%	21%	115	214	60	101	22	102	15%	34	13%	76	11%	20	8%	29	4%	10	4%	-11	-2%	-2	-1%				
凯利泰	19%	228%	4%	38%	50	207	12	288	21	70	6%	16	5%	288	23%	64	20%	123	10%	29	9%	9	1%	2	1%				
三诺生物	17%	-42%	23%	45%	84	346	117	-79	20	182	8%	51	8%	125	31%	183	30%	178	8%	16	7%	34	1%	8	1%				
惠泰医疗	73%	88%	65%	42%	112	349	105	97	20	135	16%	44	17%	196	24%	55	11%	55	7%	17	7%	1	0%	0	0%				
维力医疗	-1%	-31%	37%	70%	35	-12	81	-47	16	55	5%	13	4%	143	13%	34	11%	113	10%	27	9%	10	1%	2	1%				
拱东医疗	44%	38%	33%	20%	119	365	86	85	16	58	5%	14	4%	57	5%	13	4%	63	5%	18	5%	-10	-1%	0	0%				
开立医疗	24%	634%	32%	41%	109	282	89	294	15	263	18%	26	20%	367	25%	73	20%	91	6%	17	5%	9	1%	2	1%				
三鑫医疗	24%	35%	31%	39%	37	224	75	40	13	42	4%	9	3%	87	7%	17	5%	72	6%	26	8%	2	0%	0	0%				
普门科技	40%	32%	28%	24%	58	224	46	46	13	156	10%	32	15%	119	15%	21	10%	36	5%	10	5%	-9	-1%	-1	-1%				
赛诺医疗	-41%	-681%	113%	29%	21	-133	31	-153	12	149	77%	41	69%	58	30%	12	20%	92	47%	28	47%	-2	-1%	-1	-2%				

医疗器械板块2021年报及2022年一季报总结

成分股增速	2021		2022Q1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用				销售费用				管理费用				财务费用			
	收入	归母净利润	收入	归母净利润		2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	占比	2022Q1	占比	2021	占比	2022Q1	占比	2021	占比	2022Q1	占比	2021	占比	2022Q1	占比
正海生物	36%	42%	15%	25%	66	107	16	50	11	35	9%	8	6%	122	31%	29	25%	30	8%	7	6%	-2	0%	0	0%
艾德生物	26%	33%	19%	23%	102	189	32	59	10	156	17%	9	19%	303	33%	62	30%	65	7%	15	7%	7	1%	1	1%
欧普康视	49%	28%	29%	7%	315	424	84	121	10	27	2%	9	2%	244	19%	67	18%	103	8%	34	9%	4	0%	0	0%
海泰新光	13%	22%	39%	37%	67	34	26	21	10	41	13%	11	11%	10	3%	3	3%	34	11%	8	9%	-1	0%	-1	-1%
迦南科技	5%	9%	25%	68%	33	52	42	6	7	67	6%	14	7%	79	8%	16	8%	74	7%	18	9%	5	0%	1	0%
利德曼	20%	144%	66%	93%	32	93	76	73	6	33	6%	9	5%	102	18%	24	13%	77	14%	17	9%	-7	-1%	-3	-2%
鱼跃医疗	3%	-16%	10%	1%	239	169	160	-27	5	26	6%	12	7%	945	14%	197	11%	389	6%	95	5%	-9	0%	5	0%
佰仁医疗	38%	-9%	26%	54%	139	70	14	-5	5	59	3%	15	2%	110	44%	24	37%	21	8%	6	9%	-1	-1%	0	-1%
热景生物	946%	1850%	11%	1%	83	4,856	137	2,074	5	132	2%	4	3%	234	4%	68	5%	170	3%	29	2%	3	0%	-8	-1%
泰林生物	41%	31%	49%	45%	37	83	23	15	4	55	19%	14	19%	39	14%	8	11%	25	9%	6	9%	-7	-2%	-3	-4%
康拓医疗	30%	56%	30%	29%	23	48	12	29	4	17	8%	2	5%	36	17%	8	14%	39	19%	10	18%	-2	-1%	0	0%
泰坦科技	56%	40%	42%	26%	100	780	172	41	4	84	4%	30	5%	127	6%	39	7%	74	3%	21	4%	6	0%	4	1%
冠昊生物	12%	58%	-4%	19%	35	52	-6	27	4	47	10%	10	8%	185	38%	42	34%	57	12%	12	10%	7	1%	1	1%
三友医疗	52%	57%	10%	11%	41	203	11	68	3	57	10%	12	10%	295	50%	64	49%	28	5%	6	5%	-7	-1%	-2	-2%
黄山胶囊	19%	26%	-3%	29%	19	60	-3	12	3	13	4%	4	4%	31	8%	7	7%	29	8%	5	5%	-7	-2%	-1	-1%
华康医疗	13%	55%	66%	22%	35	99	52	29	2	34	4%	10	8%	73	9%	24	18%	79	9%	24	18%	8	1%	1	1%
迪瑞医疗	-3%	-21%	14%	4%	40	-31	28	-57	2	95	10%	21	9%	136	15%	27	12%	52	6%	10	4%	0	0%	3	1%
祥生医疗	19%	13%	23%	9%	25	65	19	13	2	72	18%	19	19%	50	13%	9	9%	28	7%	5	5%	4	1%	1	1%
科美诊断	13%	22%	1%	3%	42	53	1	26	1	67	14%	19	15%	104	22%	23	19%	38	8%	9	7%	-5	-1%	-1	-1%
健麾信息	71%	23%	11%	11%	32	203	5	22	1	23	5%	6	12%	21	4%	4	9%	22	4%	5	12%	-5	-1%	-1	-2%
浩欧博	43%	52%	25%	2%	21	96	15	30	0	32	10%	7	9%	68	21%	17	22%	31	10%	7	10%	1	0%	0	0%
锦好医疗	-9%	-45%	-1%	-11%	8	-20	-1	-19	-1	12	6%	3	8%	25	13%	5	13%	9	5%	2	6%	2	1%	0	1%
爱威科技	17%	4%	-2%	-11%	14	30	-1	1	-1	31	15%	6	13%	54	26%	13	28%	15	7%	3	7%	-1	0%	0	0%
赛科希德	8%	41%	-3%	-6%	26	18	-1	28	-1	15	6%	4	8%	34	14%	7	15%	14	6%	3	6%	-27	-11%	-7	-13%
南卫股份	-51%	-123%	1%	-26%	15	-545	1	-121	-2	31	6%	7	5%	9	2%	1	1%	62	12%	9	7%	15	3%	4	3%
仁度生物	17%	5%	7%	-14%	20	42	6	3	-3	26	9%	7	8%	101	35%	30	33%	26	9%	7	7%	-1	-1%	0	0%
博晖创新	-3%	-4393%	10%	-26%	48	-24	16	-30	-3	81	11%	14	8%	134	19%	21	12%	175	24%	30	17%	46	6%	13	7%
山东药玻	13%	5%	13%	-2%	124	448	116	27	-3	136	3%	34	3%	92	2%	24	2%	173	4%	39	4%	-1	0%	-1	0%
迈普医学	25%	21%	15%	-31%	22	30	5	8	-3	26	17%	6	15%	49	32%	13	35%	24	16%	7	9%	1	0%	0	1%
福瑞股份	11%	54%	18%	-31%	50	91	32	34	-4	65	7%	21	10%	237	26%	62	29%	169	19%	46	22%	-19	-2%	-2	-1%
天智航-U	15%	-47%	-24%	-18%	53	20	-5	-25	-4	110	70%	21	123%	71	46%	16	94%	61	39%	17	97%	-1	-1%	1	3%
奥精医疗	28%	36%	25%	-27%	42	52	9	32	-5	33	14%	18	40%	23	10%	3	7%	30	13%	7	16%	-1	0%	-1	-3%
鹿得医疗	-3%	-30%	-14%	-38%	9	-13	-13	-16	-5	13	3%	3	4%	18	4%	3	4%	23	6%	4	5%	1	0%	0	0%
天臣医疗	31%	19%	10%	-44%	15	50	5	6	-6	29	14%	9	17%	37	17%	7	14%	26	12%	6	12%	-5	-2%	1	2%
美康生物	-2%	-40%	9%	-8%	43	-51	46	-120	-6	151	7%	35	6%	298	13%	58	10%	177	8%	49	9%	26	1%	5	1%
澳华内镜	32%	208%	14%	-64%	57	84	10	39	-6	49	14%	14	17%	73	21%	21	26%	70	20%	19	23%	2	1%	-2	-2%
艾隆科技	26%	33%	8%	-107%	19	79	3	24	-6	40	10%	6	14%	54	14%	13	29%	40	10%	7	16%	-3	-1%	0	-1%
洁特生物	70%	43%	9%	-15%	50	352	16	52	-7	44	5%	10	5%	24	3%	6	3%	35	4%	7	4%	6	1%	2	1%

医疗器械板块2021年报及2022年一季报总结

成分股增速	2021		2022Q1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用				销售费用				管理费用				财务费用			
	收入	归母净利润	收入	归母净利润		2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	占比	2022Q1	占比	2021	占比	2022Q1	占比	2021	占比	2022Q1	占比	2021	占比	2022Q1	占比
安必平	17%	-6%	21%	-26%	19	64	21	-5	-7	46	10%	15	12%	180	41%	35	30%	53	12%	14	12%	-12	-3%	-1	-1%
迈得医疗	20%	9%	11%	-75%	16	52	5	5	-7	38	12%	9	17%	17	5%	2	4%	48	15%	18	35%	-6	-2%	0	0%
中源协和	16%	222%	7%	-21%	87	216	27	282	-10	135	9%	29	7%	408	27%	95	24%	346	23%	79	20%	-8	0%	-1	0%
华兰股份	84%	166%	-22%	-24%	44	375	-37	135	-10	42	5%	9	7%	73	9%	11	9%	71	9%	17	13%	2	0%	-3	-3%
宝莱特	-22%	-82%	20%	-43%	24	-305	49	-282	-11	74	7%	19	6%	114	10%	35	12%	87	8%	26	9%	5	0%	-1	0%
乐心医疗	36%	-87%	-29%	-90%	19	484	-105	-61	-12	149	8%	33	13%	98	5%	21	8%	75	4%	16	6%	5	0%	1	0%
辰欣药业	3%	-24%	0%	-11%	51	108	-4	-105	-12	34	9%	65	7%	1,247	33%	239	27%	230	6%	63	7%	-9	0%	-7	-1%
戴维医疗	3%	-41%	3%	-56%	27	15	3	-56	-12	50	10%	8	8%	122	26%	19	19%	45	9%	12	12%	0	0%	0	0%
威高骨科	18%	24%	-19%	-12%	165	330	-81	132	-13	121	6%	19	6%	747	35%	134	39%	80	4%	15	4%	-19	-1%	-9	-3%
九强生物	89%	261%	0%	-13%	84	751	-1	293	-14	127	8%	31	8%	334	21%	72	19%	111	7%	30	8%	18	1%	13	3%
伟思医疗	14%	24%	-33%	-46%	34	52	-26	34	-14	64	15%	13	24%	78	18%	15	28%	38	9%	10	18%	-17	-4%	-3	-6%
透景生命	34%	34%	22%	-77%	33	165	26	41	-18	73	11%	17	11%	181	28%	41	28%	44	7%	11	8%	-4	-1%	0	0%
睿昂基因	2%	22%	-25%	-114%	22	6	-16	9	-19	69	24%	20	41%	75	26%	16	31%	40	14%	7	15%	0	0%	0	-1%
新华医疗	4%	138%	-16%	-13%	70	331	-404	322	-19	296	3%	34	3%	902	10%	183	9%	422	4%	95	4%	64	1%	10	0%
大博医疗	26%	11%	15%	-15%	143	407	56	68	-19	167	8%	47	11%	655	33%	155	36%	92	5%	28	6%	-8	0%	-5	-1%
南微医学	47%	25%	12%	-35%	130	620	49	64	-23	153	8%	41	9%	389	20%	89	20%	346	18%	86	19%	21	1%	6	1%
万东医疗	2%	-17%	-12%	-50%	141	24	-29	-37	-24	111	10%	25	12%	185	16%	39	19%	71	6%	19	9%	-22	-2%	-4	-2%
翔宇医疗	6%	3%	-16%	-72%	46	28	-16	6	-25	69	13%	18	22%	109	21%	30	33%	32	6%	8	10%	-24	-5%	-5	-6%
康众医疗	1%	13%	-57%	-132%	16	3	-51	10	-30	32	9%	11	28%	21	6%	6	15%	25	7%	8	21%	-2	-1%	0	0%
爱朋医疗	4%	-44%	-29%	-157%	16	18	-30	-43	-30	44	10%	10	14%	126	27%	26	38%	73	16%	18	25%	-2	-1%	0	0%
贝瑞基因	-8%	-153%	-6%	-156%	46	-118	-21	-321	-33	128	9%	26	8%	329	23%	68	22%	165	12%	41	13%	16	1%	4	1%
昊海生科	33%	53%	24%	-37%	120	435	91	122	-36	168	9%	46	10%	612	35%	148	31%	283	16%	75	16%	-85	-5%	-21	-4%
之江生物	-2%	-19%	23%	-13%	62	-33	154	-173	-41	109	5%	11	1%	211	10%	30	10%	51	3%	17	2%	-2	0%	-29	-4%
尚荣医疗	-21%	-63%	-12%	-80%	35	-477	-66	-103	-41	52	3%	7	2%	72	4%	16	3%	132	7%	38	8%	2	0%	1	0%
康泰医学	-35%	-43%	-30%	-36%	106	-493	-77	-261	-42	66	7%	19	11%	66	7%	10	5%	33	4%	8	4%	-124	-14%	-34	-19%
阳普医疗	-13%	-89%	-22%	-214%	20	-119	-51	-144	-71	42	5%	9	5%	113	14%	27	15%	106	13%	28	16%	25	3%	7	4%
理邦仪器	-29%	-65%	-24%	-60%	50	-682	-120	-422	-75	252	15%	33	16%	323	20%	94	24%	105	6%	24	6%	6	0%	2	1%
可孚医疗	-4%	1%	-7%	-61%	73	-100	-47	5	-80	71	3%	21	4%	414	18%	125	21%	57	2%	28	5%	-7	0%	-10	-2%
迈克生物	7%	20%	-14%	-36%	117	277	-145	163	-111	207	5%	46	5%	636	16%	135	15%	168	4%	36	4%	58	1%	7	1%
振德医疗	-51%	-77%	-37%	-56%	75	-5,307	-730	-1,954	-142	153	3%	33	3%	367	7%	100	8%	442	9%	122	10%	27	1%	10	1%
乐普医疗	33%	-5%	-7%	-25%	308	2,621	-200	-83	-181	908	9%	212	8%	2,109	20%	471	18%	748	7%	176	7%	172	2%	29	1%
华大基因	-19%	-30%	-9%	-37%	261	-1,631	-133	-629	-195	487	7%	131	9%	1,238	18%	227	16%	387	5%	77	5%	104	2%	6	0%
海尔生物	52%	122%	36%	-73%	206	724	150	464	-306	236	11%	68	12%	262	12%	79	14%	126	6%	34	6%	-12	-1%	-3	-1%
科华生物	3%	7%	-71%	-93%	46	113	-1,033	46	-320	107	3%	23	6%	502	12%	74	18%	262	6%	45	11%	38	1%	9	2%
中红医疗	3%	-12%	-75%	-96%	77	131	-1,701	-322	-1,341	22	0%	2	0%	43	1%	13	2%	82	2%	24	4%	9	0%	0	0%
蓝帆医疗	3%	-34%	-59%	-103%	90	239	-1,869	-603	-1,771	439	5%	74	6%	373	5%	30	6%	392	5%	69	5%	167	2%	14	1%
英科医疗	17%	6%	-66%	-98%	158	2,403	-4,447	423	-3,652	365	2%	70	3%	384	2%	98	4%	555	3%	114	5%	-19	0%	19	1%

化学发光：国内进口替代加速，国产龙头布局海外贡献新增量逻辑

- 化学发光体量大、增速快，国产化率低，2021年8月安徽开展化学发光带量采购试点，从试点区域表现看，国产份额加速提升。此外，国产龙头还加速海外市场布局，有望在发展中国家复制国内进口替代的逻辑。
- **迈瑞医疗**：2021收入253亿元（+20.2%），归母净利润80亿元（+20.2%），其中IVD业务收入84.5亿元（+27.1%），相比2021年上半年30.8%的增速有所放缓，主要因海外新冠试剂出口贡献高基数所致。2021年化学发光试剂收入约21亿元，剔除新冠试剂后增速预计超过40%，公司在安徽、南京等地发光集采或谈判中均中选，后续有望份额大幅提升。
- **新产业**：2021年收入25.5亿元（+16%），归母净利润9.7亿元（+3.7%），主要因盈利能力较高的新冠试剂业务收入大幅降低。2021年化学发光试剂收入19亿元（+11.5%），剔除新冠检测试剂后常规试剂18.4亿元（+32.5%），随着国内常规业务恢复和海外占比不断提升，预计后续公司发光业务持续高增长。
- **安图生物**：2021年收入37.7亿元（+26.5%），归母净利润9.7亿元（+30.2%）。2021年化学发光收入约17.2亿元（+32%），2021下半年相比上半年增速有所放缓，主要因基数升高、河南水灾和疫情反复等因素影响。

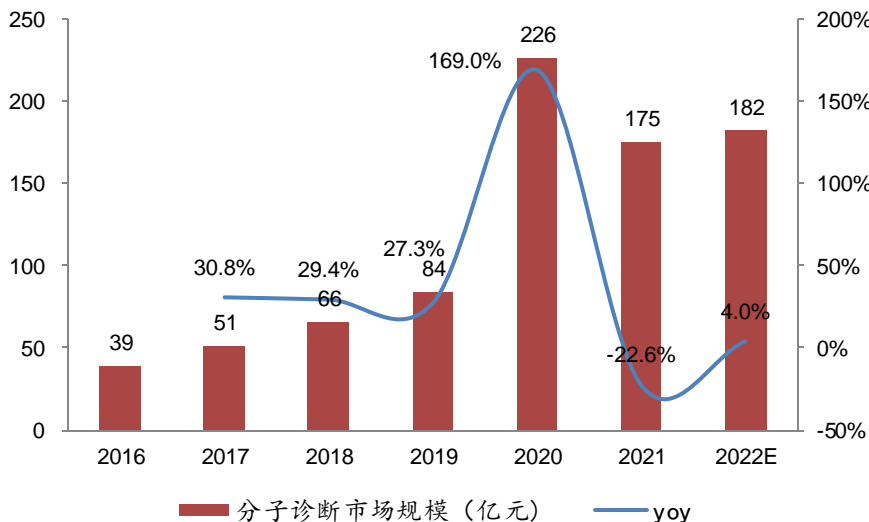
主要化学发光企业2021年及2022年一季度财务数据（百万元）

公司	新产业			安图生物			迈瑞医疗		
	2020	2021	2022Q1	2020	2021	2022Q1	2020	2021	2022Q1
年份									
总收入	2,195	2,545	743	2,978	3,766	1,031	21,026	25,270	6,943
yoy	30.5%	16.0%	39.5%	11.1%	26.5%	26.2%	27.0%	20.2%	20.1%
毛利率	77.2%	71.2%	72.1%	59.7%	59.5%	58.3%	65.0%	65.0%	65.1%
净利率	42.8%	38.3%	41.5%	25.1%	25.9%	23.3%	31.7%	31.7%	30.3%
归母净利润	939	974	308	748	974	240	6,658	8,002	2,105
yoy	21.6%	3.7%	83.5%	-3.4%	30.2%	40.1%	42.2%	20.2%	22.7%
2021化学发光试剂（含新冠）收入		1901			约1720			约2100	
yoy		11.5%			约32%			约0-10%	
2021化学发光常规试剂（剔除新冠）收入		1835			约1720			约1900	
yoy		32.5%			约32%			约40-45%	
2021化学发光常规试剂海外收入		402.1			很小			约200	
占比		21.9%			接近0%			约10%	
2021化学发光仪器海外新增装机（台）		2884			接近0			1100	

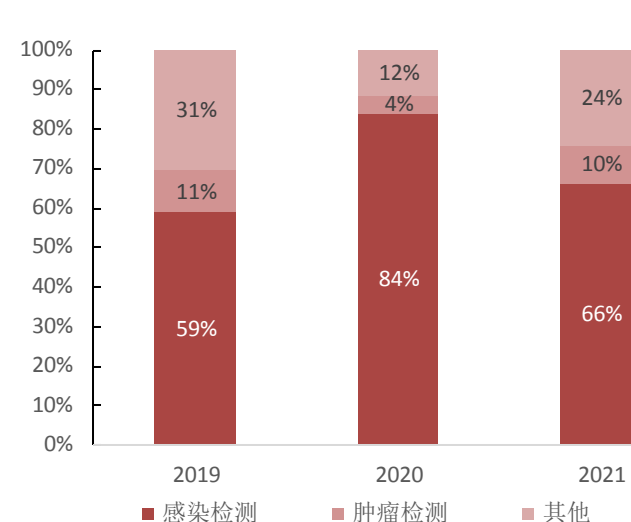
分子诊断：量增价跌，盈利能力下滑，高基数下有所分化

- 分子诊断近年来行业内生增速约25%，是IVD领域增速最快的赛道，2020年行业规模约226亿元，疫情下新冠检测贡献大增量。分子诊断凭借准确度高、灵敏度强、速度快等优点，**未来在传染病监测、肿瘤筛查等领域具有广阔空间**，本次疫情中核酸诊断为新冠筛查的“金标准”，其价值得到凸显，后续分子诊断发展有望加速。
- 板块**：我们选取分子诊断7家企业，2021年收入268亿元（+12.3%，含国外和部分企业的服务收入），归母净利润95亿元（+8.8%），22Q1收入增速+39%，净利润增速32.2%，由于量增价跌，利润增速不及收入增速。
- 华大基因**：2021年收入67.7亿元（-19.4%），归母净利润14.6亿元（-30.1%）。新冠检测试剂下滑，常规业务恢复稳健发展。
- 艾德生物**：2021年收入9.2亿元（+25.9%），归母净利润2.4亿元（+32.9%），低基数下重回高增长态势。伴随诊断行业成长突出，公司产品齐全，院内市占率领先，后续有望持续改善。
- 凯普生物**：2022Q1收入15.1亿元（+147.9%），归母净利润5亿元（+190.6%），主要因延伸业务核酸检测服务Q1因华南、香港等地疫情大幅放量。

2016~2022中国分子诊断市场规模



分子诊断主要运用领域



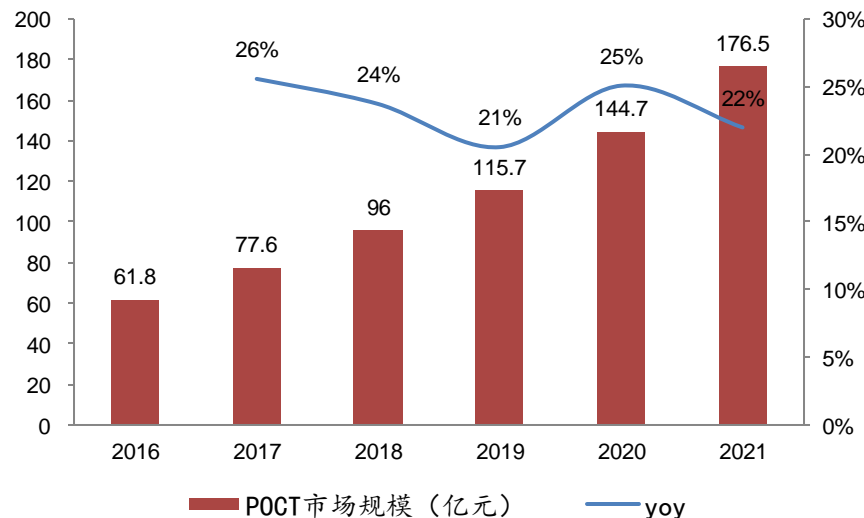
主要分子诊断企业2021年和2022年一季度财务数据 (百万元)

代码	公司	收入		收入增速		归母净利润		归母净利润增速	
		2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1
002030.SZ	达安基因	7,664	3,362	43.5%	43.7%	3,618	1,680	47.7%	48.8%
300676.SZ	华大基因	6,766	1,430	-19.4%	-8.5%	1,462	330	-30.1%	-37.1%
688289.SH	圣湘生物	4,515	1,440	-5.2%	23.8%	2,243	652	-14.3%	4.8%
688399.SH	硕世生物	2,839	1,522	63.2%	77.7%	1,193	631	45.6%	62.9%
300639.SZ	凯普生物	2,673	1,511	97.3%	147.9%	852	500	135.0%	190.6%
000710.SZ	贝瑞基因	1,422	313	-7.7%	-6.4%	-111	-12	-152.6%	-156.2%
300685.SZ	艾德生物	917	206	25.9%	18.6%	240	54	32.9%	23.5%
	合计	26,796	9,784	12.3%	39.0%	9,497	3,835	8.8%	32.2%

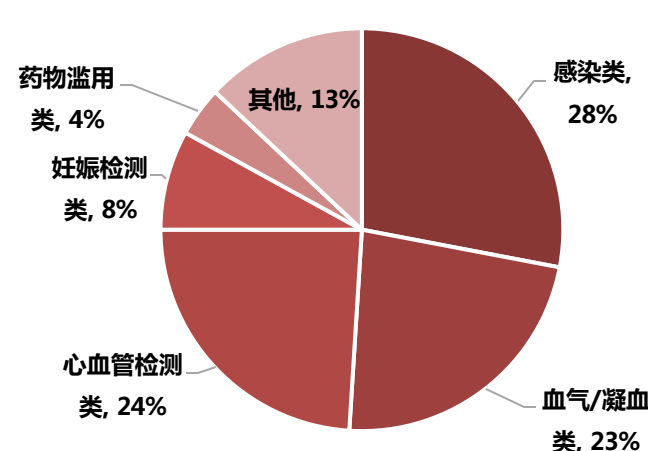
POCT：新冠抗原家用自测于2022Q1贡献大增量

- POCT凭借快速、简单、即时即地场景多元等优势在IVD赛道中占比逐渐提升。2021年国内POCT市场规模176.5亿元，预计叠加抗原检测需求，2022年POCT行业增速有望进一步提升。
- 当前POCT主要场景有感染类、血气/凝血类、心血管检测类、妊娠检测类、药物滥用类等。传染病类和心血管类导入期完成，将进入高速成长期。
- 2021年常规业务有所恢复，叠加新冠抗原检测试剂贡献增量（从2021年的出口欧洲到2022年初欧、美、日、中各市场皆有增量），总体POCT企业实现收入、利润实现大幅增长，9家上市POCT企业2022Q1收入421.2亿元（+557.5%），归母净利润237.2亿元（+731.9%），行业继续爆发式增长。
- 万孚生物**：国内传统POCT龙头，2022Q1收入26.3亿元（+276.9%），归母净利润9亿元（+481.3%），得益于新冠抗原自测产品国内首批拿证，业绩大幅放量。
- 此外，九安医疗、安旭生物、东方生物、明德生物、奥泰生物等POCT企业亦凭借新冠抗原家用自测快速兴起。

中国POCT市场规模（不含血糖）



2017年中国POCT主要运用场景



主要POCT企业2021年及2022年一季度财务数据（百万元）

代码	公司	收入		收入增速		归母净利润		归母净利润增速	
		2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1
002432.SZ	九安医疗	2,397	21,737	19.4%	6646.8%	909	14,312	275.0%	37527.3%
688075.SH	安旭生物	1,589	5,475	32.5%	2763.4%	739	2,682	13.8%	3147.9%
688298.SH	东方生物	10,169	4,746	211.4%	112.3%	4,920	2,067	193.3%	74.2%
300482.SZ	万孚生物	3,361	2,625	19.6%	276.9%	634	904	0.0%	481.3%
002932.SZ	明德生物	2,830	2,487	195.1%	267.4%	1,413	1,389	201.4%	307.0%
688606.SH	奥泰生物	1,873	2,099	65.0%	628.2%	766	1,049	12.7%	598.2%
688068.SH	热景生物	5,369	1,364	945.5%	11.1%	2,186	606	1850.4%	0.8%
688767.SH	博拓生物	1,818	1,017	110.1%	106.8%	834	493	91.6%	111.2%
603387.SH	基蛋生物	1,402	571	24.8%	106.8%	399	219	30.9%	249.1%
合计		30,809	42,121	121.9%	557.5%	12,799	23,719	146.0%	731.9%

影像：超声产业链恢复较好

■ 2021年国内影像设备市场出厂端超过500亿元，以X线类、CT、超声、MRI设备为主；供给端看，影像的技术壁垒较高，国产和海外厂商差距较大，当前市场主要由GPS占据绝对大份额，国产化率低；需求端看，受采购政策和采购周期影响较大，从人均保有量看离发达国家有5-10倍的差距，未来市场有望持续增长。

■ 目前X射线、超声领域国产有望凭技术积累率先突围，后续CT、MRI也有望逐步突破。主要上市公司有迈瑞、开立、万东、祥生，以及即将上市的联影医疗、东软医疗等。

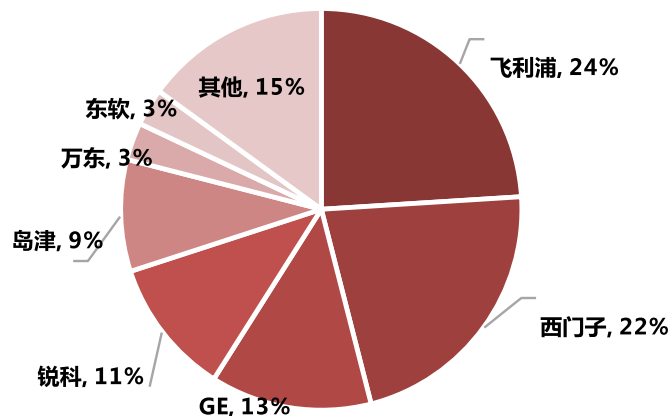
■ **迈瑞医疗**：2021年公司影像业务54.3亿元（+29.3%），22Q1收入增速超过35%，主要因国内外台式彩超需求恢复，叠加新基建的增量和公司高端产品图片，公司影像业务增速逐季提升。

■ **开立医疗**：2021年超声收入9.5亿元（+20.6%），预计2022Q1超声收入增速约25%，采购逐步恢复。

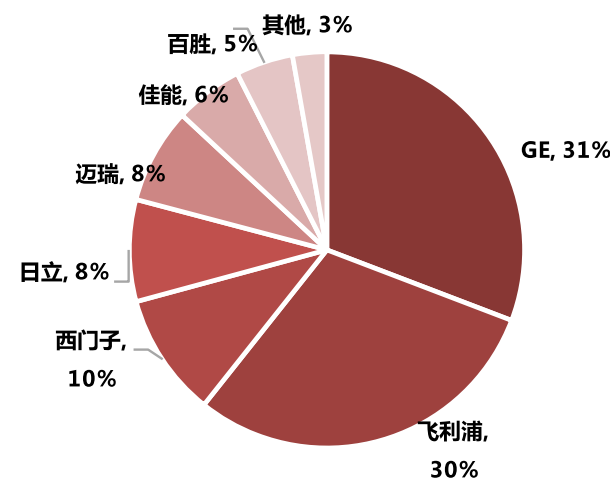
主要影像上市公司2021年及2022Q1财务数据（百万元）

公司	万东医疗		祥生医疗		迈瑞医疗		开立医疗	
	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1
总收入	1,156	211	398	100	5,429	~3500	1,445	371
yoy	2.1%	-12.3%	19.4%	23.0%	29.3%	~35%	24.2%	31.5%
毛利率	45.8%	47.7%	56.3%	56.7%	66.3%		67.4%	60.1%
净利率	15.8%	11.7%	28.3%	24.8%	-	-	17.1%	13.8%
归母净利润	183	25	112	25	-	-	247	51
yoy	-17.0%	-49.7%	12.9%	9.1%	-	-	634.4%	41.4%
2021年及2022Q1分析	2021年因2020年移动DR销售高基数承压，2022Q1继续受疫情、DR采购需求较弱等因素影响		下游移动超声采购逐步恢复常态，掌上超声逐渐贡献增量		国内外台式彩超采购恢复，影像增速逐季提升（有新基建增量）		2021年超声收入9.5亿元（+20.6%），采购逐步恢复，预计2022Q1增速约25%	

2017年X射线设备竞争格局



2017年超声设备竞争格局



心血管：2021年相比2020年有所恢复，但21H1、22Q1部分区域仍受疫情反复干扰，创新器械标的收入端恢复较快

- **心血管治疗需求旺盛。**我国心血管病现患人数高达2.9亿人，近年来心血管病患病率及死亡率处于上升阶段，其中农村地区更为显著。2019年中国心血管器械市场规模为465亿元，占器械比重7.3%，离全球11.8%还有距离，未来外周、电生理和心脏节律、TAVR增速领跑。
- **2021年心血管标的业绩相比2020年有所恢复，但21H1、22Q1部分区域仍受疫情反复干扰。**除部分受冠脉支架集采降价影响的标的，其他心血管创新器械标的如心脉医疗、惠泰医疗、佰仁医疗、启明医疗、沛嘉医疗等收入端恢复较好。
- **乐普医疗：**心血管药械平台型企业，2021年收入106.6亿元（+32.6%），归母净利润17.2亿元（-4.6%）。2021年器械板块收入61.7亿元（+81.4%），剔除新冠检测试剂收入贡献，常规器械收入增长20.7%，其中传统支架业务因集采落地收入大幅下降，但介入无植入创新产品组合增长827.4%，实现显著放量，**22Q1介入无植入创新产品组合增速118.1%，持续高增长。**
- **心脉医疗：**2021年收入+45.6%，归母净利润+47.2%，22Q1收入延续高增长，公司作为主动脉及外周血管介入龙头，创新产品不断上市并放量。
- **惠泰医疗：**2021年收入+72.8%，归母净利润+87.7%，22Q1收入+65.1%，业绩+41.6%，电生理和通路类产品持续高增长。
- **佰仁医疗：**2021年收入+38.4%，归母净利润-9.4%，剔除此影响，内生归母净利润1.17亿元（+33.6%）。公司动物源性植介入龙头，当前产品以外科软组织修复、先心病植介入为主和心脏瓣膜置换与修复为主，正布局介入瓣膜的研发，长期内生增长清晰。
- **微创医疗：**心血管器械平台型企业，产品布局齐全，2021年收入49.8亿元（+20.5%），支架业务受集采负面影响。
- **启明医疗：**2021年收入4.2亿元（+51.2%），下半年增速放缓主要因国内疫情反复影响终端手术量，长期受益TAVR渗透率提升的确定性较强。

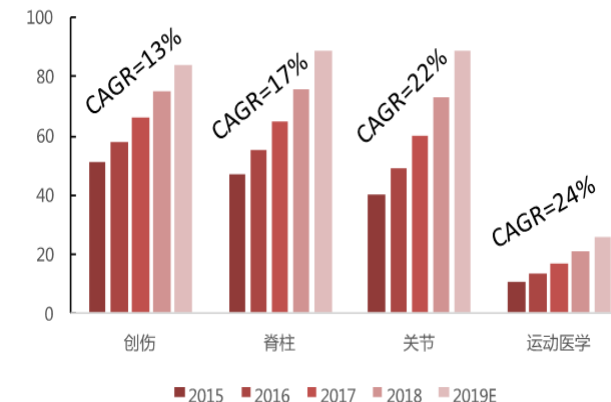
主要心血管器械上市公司2021年及2022Q1财报数据（港股更新2020年和2021年）

公司	乐普医疗		赛诺医疗		心脉医疗		惠泰医疗		佰仁医疗		微创医疗		启明医疗-B		沛嘉医疗-B	
	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2020	2021	2020	2021	2020	2021
总收入（百万）	10,660	2,549	194	59	685	258	829	266	252	66	4,233	4,982	276	418	39	137
yoy	32.6%	-7.3%	-40.6%	113.3%	45.6%	30.6%	72.8%	65.1%	38.4%	26.3%	-18.2%	20.5%	18.4%	51.2%	93.1%	248.3%
毛利率	61.0%	63.7%	73.8%	71.5%	78.0%	77.8%	69.5%	69.8%	88.2%	88.7%	67.2%	63.2%	82.3%	78.0%	65.3%	70.1%
净利率	16.1%	21.4%	-67.3%	-49.7%	46.1%	47.9%	25.1%	25.2%	20.3%	20.6%	-29.5%	-35.4%	-65.9%	-89.4%	-5248.1%	-418.3%
归母净利润（百万）	1,719	545	-131	-29	316	123	208	67	51	14	-1,248	-1,763	-182	-374	-2,069	-574
yoy	-4.6%	-24.9%	-681.4%	28.8%	47.2%	21.4%	87.7%	41.6%	-9.4%	53.5%	-513.2%	-44.6%	52.2%	-105.3%	-288.9%	72.2%

骨科：创收（联盟）、关节（国采）带量采购结果落地，赛道短期承压暂未见拐点

- **从量看，老龄化助推骨科需求释放+骨科医师等资源配置提升带动骨科手术量渗透率提升。**2018年中国骨科耗材市场规模为262亿元，同比增长16.4%。细分领域看，2018年创伤、脊柱和关节类分别占据29%、29%和28%的市场份额，运动医学和其他领域占据15%左右的市场。从国产化角度看，创伤类国产已占据68%左右的市场，脊柱占据近39%市场，关节市场份额不到30%。
- **从价看，创伤、关节带量采购分别在联盟和全国落地，预计2022年下半年脊柱集采有序推进关节集采赛道短期承压暂未见拐点。**从2021年9月14日公布的关节集采中标价格来看，平均降幅在82%，国产部分产品甚至在原出厂价以上，降幅相比冠脉支架有所缓和，但考虑到脊柱集采未落地，赛道依然承压。
- **大博医疗：**2021年收入19.9亿元（+25.7%），归母净利润6.7亿元（+11.2%），22Q1收入、业绩增速分别为14.9%和-14.6%。公司作为骨科创伤类龙头，短期业绩有所承压，但在积极拓展其他增长点。
- **三友医疗：**2021收入5.9亿元（+52%），归母净利润1.9亿元（+52.7%），22Q1收入、业绩增速分别为9.6%、10.8%。脊柱植入龙头，2021年业绩回归高增长，22Q1受疫情、集采预期影响有所承压。
- **威高骨科：**2021年收入21.5亿元（+18.1%），归母净利润6.9亿元（+23.6%）。22Q1业绩承压。

中国骨科细分领域市场规模（亿元）



主要骨科上市公司2021年及22Q1财务数据（百万元，港股更新至2021年报）

公司	大博医疗		凯利泰		三友医疗		威高骨科		春立医疗		爱康医疗	
年份	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2020	2021
总收入	1,994	431	1,269	318	593	130	2,154	340	1,108	257	1,036	763
yoy	25.7%	14.9%	19.5%	3.9%	52.0%	9.6%	18.1%	-19.3%	18.2%	13.5%	11.6%	-26.4%
毛利率	84.4%	80.5%	61.9%	63.7%	90.5%	90.7%	81.2%	79.6%	77.1%	80.5%	69.0%	65.6%
净利率	33.8%	25.9%	12.8%	23.8%	31.4%	25.6%	32.1%	28.8%	29.1%	28.8%	30.3%	12.1%
归母净利润	673	112	162	75	186	33	690	98	322	74	314	93
yoy	11.2%	-14.6%	227.8%	38.1%	57.2%	10.8%	23.6%	-12.0%	13.8%	8.1%	17.6%	-70.5%

肾科：治疗刚需品种，疫情对业绩增长的影响较小

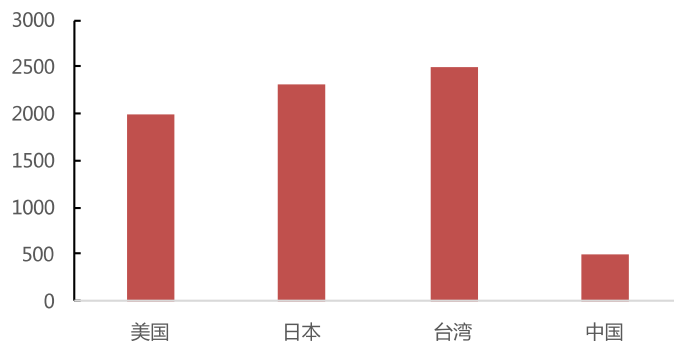
■ 血液净化耗材市场空间大：2020年我国ESRD患者在透析数量为69.3万，治疗率26%不到，假设2030年透析率80%，透析患者中使用灌流（HP）的比例为50%，灌流平均每月2次，那么预计2030年血液净化耗材市场规模达到463亿，复合增速18%。

■ 血液净化为治疗刚需，疫情期间和疫情后基本维持较高的增长态势。

■ 健帆生物：2021年收入26.8亿元（+37.1%），归母净利润12亿元（+36.7%）。22Q1收入、业绩增速为20.5%和18.3%。

■ 三鑫医疗：2021年收入11.6亿元（+23.8%），归母净利润1.6亿元（+34.8%），2022Q1收入、业绩增速分别为+30.6%、+39.4%，其中2021、22Q1血液净化收入增速分别为26%和18%。

每百万人口透析患者数量



主要肾科器械上市公司2021Q1-3财务数据（百万元）

公司	健帆生物		三鑫医疗	
	2021	2022Q1	2021	2022Q1
总收入	2,675	697	1,164	321
yoy	37.1%	20.5%	23.8%	30.6%
毛利率	85.0%	84.5%	34.4%	35.8%
净利率	44.7%	48.1%	13.4%	14.8%
归母净利润	1,197	335	156	47
yoy	36.7%	18.3%	34.8%	39.4%

血液净化耗材市场空间测算（预计2030年市场为463亿元）

测算指标	2016	2017	2018	2019	2020	2030E
估算ESRD患者人数（万人）	221	233	245	258	271	315
HD治疗率	20.21%	22.52%	23.65%	24.55%	25.55%	80.00%
HD治疗人数（万人）	44.7	52.4	57.9	63.3	69.3	252
yoy	19%	17%	10%	9%	9%	CAGR 12%
HD耗材市场空间（亿）	35.28	43.00	52.27	58.79	66.30	324.14
yoy		22%	22%	12%	13%	CAGR 15%
HD人均年使用耗材对应出厂金额（元）	7885	8198	9022	9292	9571	12863
yoy		4.0%	10.0%	3.0%	3.0%	3.0%
HP（灌流）渗透率	18%	20%	22%	24%	26%	50%
HP人数（万人）	8.1	10.5	12.7	15.2	18.0	126.0
HP人均年使用量（支）	12	13	14	15	16	24
平均出厂价（元/支）	600	530	500	480	460	400
HP耗材市场空间（亿）	5.80	7.23	8.92	10.93	13.26	120.96
yoy		25%	23%	23%	21%	CAGR 23%
其他血液净化方式市场空间（亿）	3.92	4.78	5.81	6.39	7.03	18.23
血液净化耗材市场（亿）	45	55	67	76	87	463
yoy		22%	22%	14%	14%	CAGR 18%

眼科：需求旺盛，核心公司业绩高增长

- 眼科器械**：根据中国医疗器械行业发展报告，2014-2019年，我国眼科器械市场规模自111亿元增长至约267亿元，行业复合增长率达到19.2%。其中眼科高值耗材占比约1/3，2018年市场规模为76亿元。
- 人工晶体**：2018年全国人工晶体销量370万片，CSR（每百万人口白内障手术量）为2662例，相比美欧日10000例以上的水平还有很大提升空间。从份额看，进口品牌占据国内市场绝大多数份额，国产品牌销量占比约为20%。软性人工晶体为主要战场，多焦点和叠加附加技术的高端产品仍以进口企业为主。随着带量采购推行和国产技术突破，未来国产率有望不断提升。
- 角膜塑形镜**：青少年近视防控需求旺盛，驱动角膜塑形镜市场持续扩容，预计2019年渗透率提升至1.1%，覆盖人群108万人，行业出厂总规模约为16亿元。
- 爱博医疗**：2021收入4.3亿元（+58.6%），归母净利润1.7亿元（+77.5%），2021年人工晶体收入3.04亿元（+36.4%），OK镜收入1.07亿元（+159.5%）。22Q1收入、业绩增速分别为+55.5%和63%，超出市场预期。
- 欧普康视**：2021年收入13亿元（+48.7%），归母净利润5.6亿元（+28%），延续高增长态势，其中人工晶体收入6.9亿元（+26.9%）。22Q1收入、业绩增速分别为29.3%和7.2%。

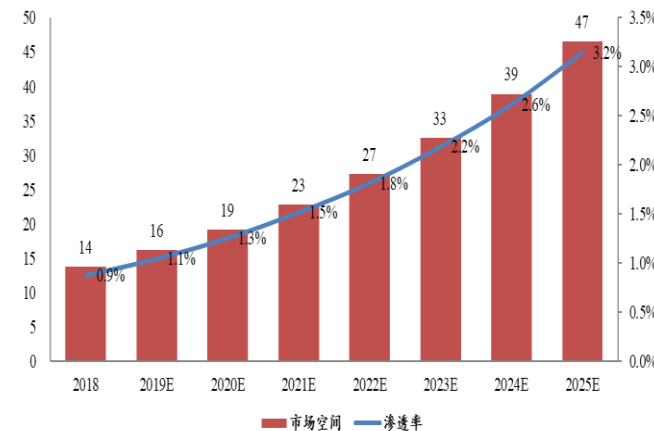
主要眼科器械上市公司2021年及2022Q1财务数据（百万元）

公司 年份	爱博医疗			欧普康视			昊海生科		
	2020	2021	2022Q1	2020	2021	2022Q1	2020	2021	2022Q1
总收入	273	433	131	871	1,295	371	1,332	1,767	474
yoy	39.9%	58.6%	55.5%	34.6%	48.7%	29.3%	-16.9%	32.6%	23.8%
毛利率	83.9%	84.3%	85.1%	78.5%	76.7%	77.6%	74.9%	72.1%	67.0%
净利率	35.4%	39.6%	44.7%	49.8%	42.8%	39.9%	17.3%	19.9%	12.9%
归母净利润	97	171	59	433	555	148	230	352	61
yoy	44.8%	77.5%	63.0%	41.2%	28.0%	7.2%	-37.9%	53.1%	-37.2%

中国人工晶体市场规模（出厂，亿元）



中国角膜塑形镜市场规模（出厂，亿元）



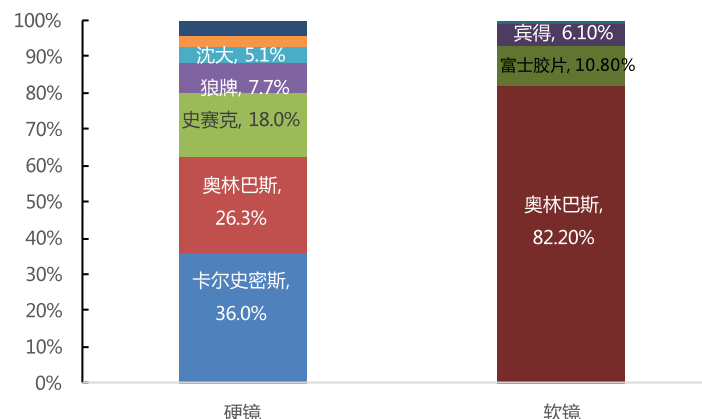
内镜产业链：行业稳健增长，国产替代正当时

- 内镜市场概况**：2019年全球内窥镜器械约400亿美元，其中软镜110元，占比28%，硬镜90亿，占比22%，其余为设备和附件。国内预计2019年内窥镜240亿，其中硬镜117亿，占比49%，软镜60亿，占比25%。
- 硬镜和软镜格局**：由于成像稳定性和清晰度离国际巨头差距过大，硬镜和软镜基本由进口厂商主导。硬镜领域关注国产龙头**迈瑞医疗、海泰新光、沈阳沈大、浙江天松**。软镜受益于胃镜、肠镜检查渗透率的提升，历年维持15%以上增长，奥林巴斯、富士胶片、宾得占据中国90%以上，国产龙头**开立医疗、澳华医疗**有望突围。
- 南微医学**：2021年收入19.5亿元（+46.8%），归母净利润3.3（+24.5%），剔除股权激励因素，归母净利润为3.9亿元（+46.3%）。22Q1收入4.4亿元（+12.5%），归母净利润4337万元（-35.1%），因国内疫情、海外地缘冲突和渠道模式调整等因素暂时承压，22Q1可视化类收入4558万元，占应收比重10.3%，未来可视化产品有望贡献新增长点。
- 澳华内镜**：2021年收入3.47亿元（+31.8%），归母净利润5704万元（+208.2%）。22Q1收入8161万元（+13.8%），归母净利润341万元（-63.8%），受上海疫情影响较大。
- 开立医疗**：2021年内镜收入4.3亿元（+39%），预计22Q1内镜收入增速超过50%，继续维持高增长。

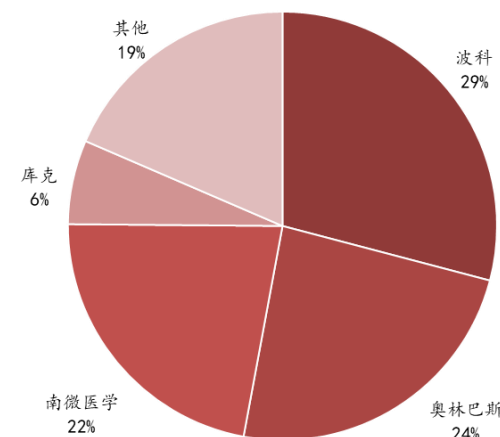
主要内窥镜产业链上市公司2021年及21Q1财务数据（百万元）

公司	开立医疗		澳华内镜		南微医学		海泰新光	
	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1
总收入	1,445	371	347	82	1,947	443	310	93
yoy	24.2%	31.5%	31.8%	13.8%	46.8%	12.5%	12.5%	39.2%
毛利率	67.4%	60.1%	69.3%	69.4%	64.2%	61.7%	63.5%	65.5%
净利率	17.1%	13.8%	16.4%	4.2%	16.7%	9.8%	38.0%	38.3%
归母净利润	247	51	57	3	325	43	118	36
yoy	634.4%	41.4%	208.2%	-63.8%	24.5%	-35.1%	22.2%	37.0%

中国硬镜和软件市场竞争格局



2018年中国内镜耗材市场竞争格局



生命科学试剂：行业处于快速发展期，国产企业机遇丰富。

- 板块总结：**我们选取生命科学试剂6家企业，2021年收入67.8亿元（+15.5%），归母净利润19.1亿元（-17.5%），板块业绩增速有所下滑主要由于新冠病毒相关产品需求减弱以及市场价格降低，叠加2020年高基数所致。非新冠业务方面，各家公司维持正常增长趋势。2022年一季度，板块实现营业收入21.8亿元（+21.4%），归母净利润6.7亿元（-12.4%），整体板块业绩环比有所改善，非新冠业务占比持续提升受疫情影响增速略有放缓，展望全年，生命科学试剂国产化进程仍将持续进行，品类数持续扩增，继续看好相应企业。
- 诺唯赞：**2021年实现营业收入18.7亿元（+19.4%），归母净利润6.8亿元（-17.5%）。21年公司非新冠业务收入7.2亿元（+91%），新冠业务收入11.5亿元（-3.3%），利润端有所下滑主要系核酸原料集采导致成本上升。2022Q1实现营业收入9.8亿元（+80%），归母净利润4.3亿元（+28.2%）22Q1主要系公司国内抗原试剂盒获批带来较大业绩增量。
- 义翘神州：**2021年实现营业收入9.7亿元（-39.5%），归母净利润7.2亿元（-36.2%），主要2020年新冠产品销售高基数所致，其中非新冠业务收入3.6亿元（+41%）保持持续增长。2022Q1实现营业收入1.8亿元（-61.5%），归母净利润1.1亿元（-65.6%），主要新冠业务收入下滑所致。
- 百普赛斯：**2021年实现营业收入3.9亿元（+56.3%），归母净利润1.7亿元（+50%），其中21年常规业务收入2.97亿元（+71%），国内外重组蛋白试剂需求持续增长。2022Q1实现营业收入1.1亿元（+28%），归母净利润0.5亿元（+31.7%），增速有所放缓主要系非新冠产品国内业务受疫情影响，但国外业务仍保持快速增长。新冠产品方面，22Q1收入同比下滑12%，主要系相应产品需求有所下滑所致。

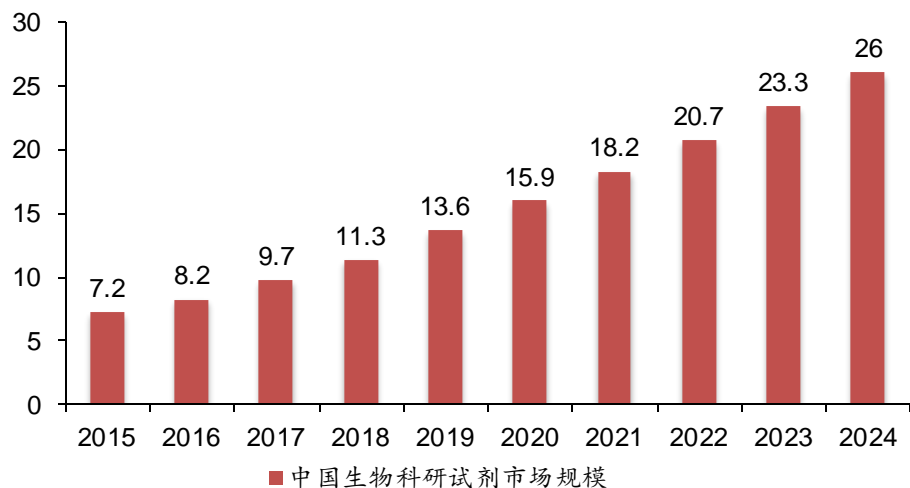
主要生命科学试剂企业2021及2022Q1财务数据（百万元）

代码	公司	收入		收入增速		剔除新冠业务收入增速		归母净利润		归母净利润增速		毛利率		净利率		品类数	
		2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021总体	2021新增
688105.SH	诺唯赞	18.69	9.75	19.44%	80.07%	91%	54%~58%	6.78	4.31	-17.46%	28.18%	81.20%	74.80%	36.30%	44.20%	800+	-
301080.SZ	百普赛斯	3.85	1.14	56.30%	27.73%	70.9%	45.3%	1.74	0.54	50.34%	31.66%	92.6%	95.5%	45.1%	46.8%	2500	~800
301047.SZ	义翘神州	9.65	1.76	-39.53%	-61.49%	41.40%	-	7.2	1.14	-36.15%	-65.61%	94%	90%	75%	65%	52000	1500
688133.SH	泰坦科技	21.64	5.82	56.32%	41.87%	-	-	1.44	0.19	40.09%	25.55%	21.3%	20.1%	6.6%	3.5%	自主40000+	-
301166.SZ	优宁维	11.10	2.42	30.69%	2.43%	-	-	1.09	0.22	42.15%	1.81%	23.2%	22.5%	9.8%	9.0%	自主350000+	-
688179.SH	阿拉丁	2.88	0.92	22.82%	46.69%	-	-	0.89	0.31	20.06%	54.82%	62.3%	62.1%	31.1%	33.7%	-	-
	合计	67.81	21.81	15.46%	21.37%	-	-	19.14	6.71	-17.46%	-12.40%	-	-	-	-	-	-

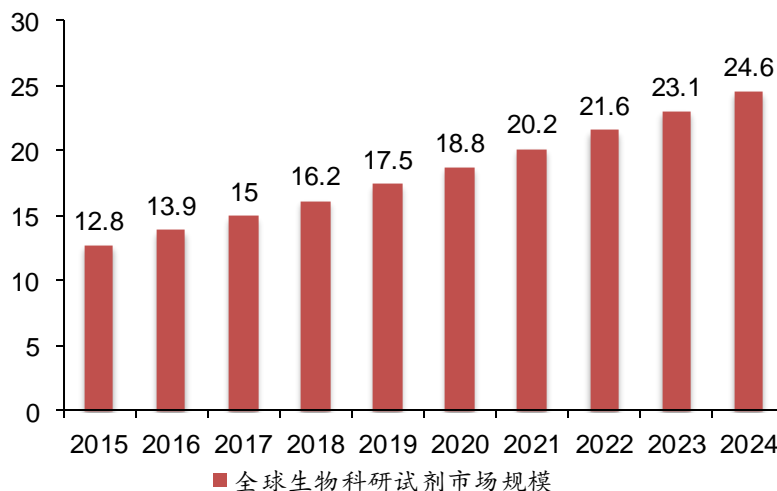
生命科学试剂：行业处于快速发展期，国产企业机遇丰富。

- **生命科学试剂行业受益于生物药市场快速扩容、政策支持，市场规模达百亿级别。** 1) 国内生命科学领域资金投入增速迅猛，预计CAGR为18.8%，将从2019年的866亿元增长到2025年的2434亿元。由此将会带动研发端、生产端生命科学试剂行业快速扩容。2) 政策导向下，创新是药企发展壮大的必要条件。生命科学试剂行业的卖水人属性突显，有望在行业发展路径中持续受益。3) 市场规模全球千亿，国内百亿。根据Frost&Sullivan数据，全球生物科研试剂市场2019年达到175亿美元，预计2024年将达到246亿美元，CAGR为7.1%。中国市场增速较快，预计2024年将达到260亿元。
- **国产替代如何实现：品类扩充+产业链整合**
- ✓ **一体化龙头的打造：**1) 不同试剂种类扩充，覆盖多品类产品，提升客户数量及范围；2) 加强产业链体系建设，逐步拓展产业链上游、中游制造能力、下游服务能力建设，提升品牌影响力及客户认可度。
- ✓ **海外龙头成长路径，给国产企业的提示：**1) 拥有前瞻性视野很重要，企业的MA能力对于公司产品品类、上下游产业链等全流程产品服务体系打通至关重要。2) 发掘终端客户需求，以客户为导向，发现企业新增长点。3) 短期内可以牺牲盈利水平，长期看品类扩增带来规模效应迎来业绩放量。**成熟之后需要做的事：**1) 新兴市场的拓展——规模效应下带来份额快速提升；2) 持续进行研发投入，大企业更有资金和资源去做BIC。
- **投资建议。** 诺唯赞、义翘神州、百普赛斯、阿拉丁、金斯瑞、泰坦科技、优宁维、奥浦迈、菲鹏生物等。

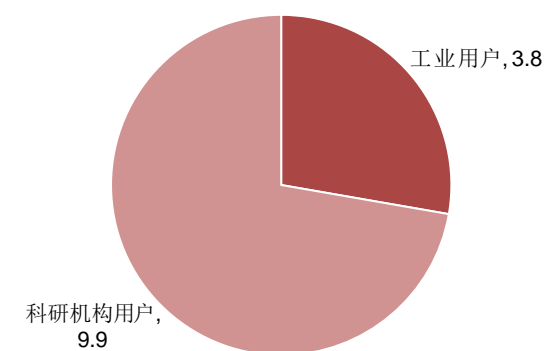
中国生命科学试剂市场规模（十亿元）



全球生命科学试剂市场规模（十亿美元）



中国生命科学试剂下游客户类型占比



制药装备行业：近年来行业景气度高企，高端设备及耗材国产替代有望加速

- 板块总结**：我们选取4家制药装备领域的上市公司，2021年收入总额108亿元（+44.1%），归母净利润15.3亿元（96.3%）。整体收入及利润实现强劲增长，主要受益于新冠疫苗生产设备需求集中释放，以及生物药企业扩充产能所带来的旺盛设备需求。
- 楚天科技**：2021年实现收入52.6亿元，同比+47.1%，实现归母净利润5.7亿元，同比+182.5%，扣非归母净利润5.1亿元，同比+290%。其中检测包装设备收入超过16亿元，同比增速超过80%；无菌制剂设备收入超过12亿元，同比增速接近20%；生物工程设备收入超过2亿元，同比增速超过80%，预计新冠相关设备收入贡献超过10亿元。受益于新冠相关设备单价较高、非新冠设备产品升级提价，2021年公司盈利能力提升显著。全年销售毛利率为39.7%，同比提升5.8pp，销售净利率10.9%，同比提升5.3pp，预计未来公司国内业务毛利率有望维持在行业较高水平。2022年一季度实现收入13.7亿元，同比+20.1%，实现归母净利润1.3亿元，同比+22.1%，扣非归母净利润1.4亿元，同比+27.2%。子公司楚天SUT从事生物制药一次性反应器相关设备及耗材业务，其产能有望于2022年内投运，相关产品有望实现销售。公司于2022年重点发力海外市场，组建海外销售团队，并在重点地区建立销售公司，预计未来内生海外业务收入有望实现快速增长。
- 东富龙**：2021年实现营业收入41.9亿元，同比+54.8%；实现归母净利润8.3亿元，同比+78.6%。注射剂单机及系统实现收入13.8亿元，同比增速超过13%；生物工程单机及系统实现收入9.1亿元，同比增速超过300%，医疗装备及耗材实现收入5亿元，同比增速超过100%。分地区看，国内收入31.5亿元，海外收入10.4亿元，海外收入占比约25%。受益于高毛利的生物工程业务及海外业务占比的持续提升，公司盈利能力进一步增强。2021年销售毛利率46.1%，同比提升4.3pp；销售净利率为21.1%，同比提升3.3pp。2022年一季度，公司实现收入12.4亿元，同比+72.7%，归母净利润2.1亿元，同比+91.4%。

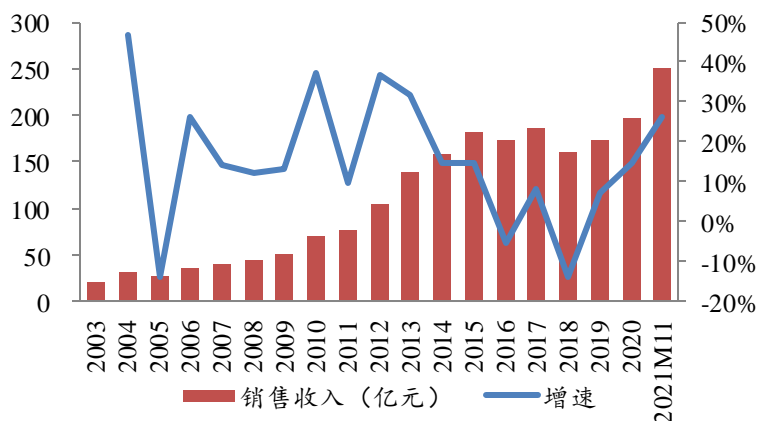
主要制药装备企业2021及2022Q1财务数据（百万元）

成分股增速	2021		2022Q1		市值	收入同比增量		净利润同比增量		研发费用				销售费用				管理费用			
	收入	归母净利润	收入	归母净利润		2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	占比	2022Q1	占比	2021	占比	2022Q1	占比	2021	占比	2022Q1	占比
东富龙	55%	79%	73%	91%	219	1,485	521	364	101	285	7%	84	7%	194	5%	50	4%	374	9%	105	8%
楚天科技	47%	182%	20%	22%	89	1,684	229	366	23	466	9%	96	7%	665	13%	145	11%	351	7%	95	7%
泰林生物	41%	31%	49%	45%	37	83	23	15	4	55	19%	14	19%	39	14%	8	11%	25	9%	6	9%
迦南科技	5%	9%	25%	68%	33	52	42	6	7	67	6%	14	7%	79	8%	16	8%	74	7%	18	9%

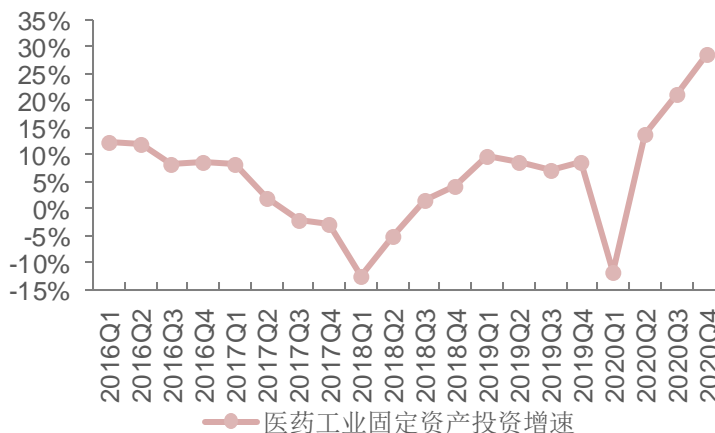
制药装备行业：近年来行业景气度高企，高端设备及耗材国产替代有望加速

- 近年来我国医药制造业资产增速开始上行。**2018年以来，制药装备行业进入上行周期。规模以上制药设备企业销售额自2019年开始逐步提升，销售额开始逐步提升，2020年销售额达到197亿元，同比增长14.6%。随着产品逐渐进入商业化阶段，近年来头部生物药企业纷纷扩建产能，为制药装备行业贡献新的增长动能。
- 新冠疫情及国际关系事件推动国产生物药生产设备耗材加速替代。**生物药研发生产流程较长，使用设备种类较多。目前国产不锈钢生物反应器、配液系统以及分离纯化系统已获得头部客户认可，配液液袋等产品处于放量增长阶段。一次性反应器、色谱层析填料、过滤膜包等高壁垒产品仍需进口。新冠疫情导致海外供应链货期延长，国内企业有望借机切入下游客户供应体系。药明生物被纳入UVL名单，促进国内生物科技企业重视供应链自主可控，利好国内制药装备行业。
- 投资建议：**推荐布局我国药机行业龙头楚天科技、东富龙，填料行业龙头纳微科技，建议关注新华医疗、迦南科技、泰林生物等。

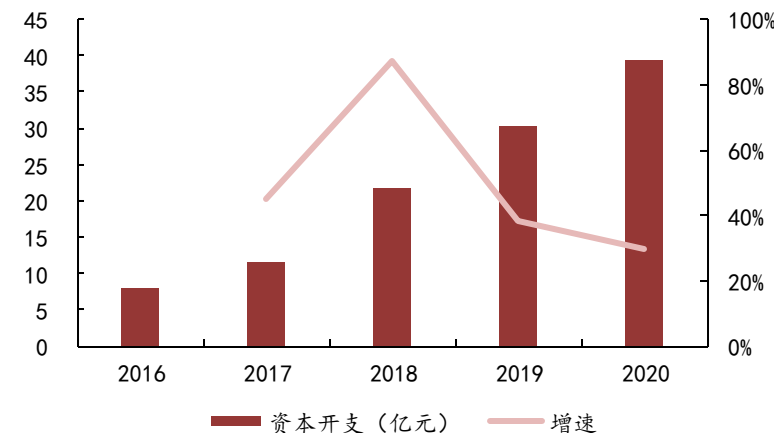
规模以上制药装备行业销售收入



我国近年医药工业固定资产投资增速



我国部分biotech近几年固定资产投资快速增加



医药大市值公司：剔除新冠抗原增量标的，收入增速约19%，利润增速11%，

- **大市值公司增长稳健。**剔除九安、东方生物、诺唯赞、万孚生物，剩余大市值标的的收入增速19%，利润增速11%，延续2021年的水平，好于器械板块剔除新冠后的整体水平。
- **迈瑞医疗：**2021年收入252.7亿元（+20.2%），归母净利润80亿元（+20.2%），2022Q1收入69.4亿元（+20.1%），归母净利润21.1亿元（+22.7%）。按产线看，2021年生命信息与支持产线收入111.5亿元（+11.5%，剔除抗疫产品增速超过55%），IVD产线收入84.5亿元（+27.1%，剔除抗疫产品增速超过40%），影像产线收入54.3亿元（+29.3%）。

器械板块大市值公司2021年年报和2022年一季报财务数据（200亿市值以上）

代码	公司	市值	收入		收入增速		归母净利润		归母净利润增速	
		20220508	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1
300760	迈瑞医疗	3,710	25,270	6,943	20.2%	20.1%	8,002	2,105	20.2%	22.7%
002432	九安医疗	384	2,397	21,737	19.4%	6646.8%	909	14,312	275.0%	37527.3%
300529	健帆生物	335	2,675	697	37.1%	20.5%	1,197	335	36.7%	18.3%
300832	新产业	324	2,545	743	16.0%	39.5%	974	308	3.7%	83.5%
300003	乐普医疗	320	10,660	2,549	32.6%	-7.3%	1,719	545	-4.6%	-24.9%
300595	欧普康视	310	1,295	371	48.7%	29.3%	555	148	28.0%	7.2%
688105	诺唯赞	301	1,869	975	19.4%	80.1%	678	431	-17.5%	28.2%
300676	华大基因	275	6,766	1,430	-19.4%	-8.5%	1,462	330	-30.1%	-37.1%
603658	安图生物	275	3,766	1,031	26.5%	26.2%	974	240	30.2%	40.1%
002030	达安基因	273	7,664	3,362	43.5%	43.7%	3,618	1,680	47.7%	48.8%
688301	奕瑞科技	250	1,187	327	51.4%	46.3%	484	101	117.8%	35.5%
002223	鱼跃医疗	235	6,894	1,821	2.5%	9.6%	1,482	464	-15.7%	1.1%
688139	海尔生物	228	2,126	563	51.6%	36.2%	845	114	121.8%	-73.0%
300171	东富龙	225	4,192	1,237	54.8%	72.7%	828	211	78.6%	91.4%
688298	东方生物	222	10,169	4,746	211.4%	112.3%	4,920	2,067	193.3%	74.2%
300482	万孚生物	202	3,361	2,625	19.6%	276.9%	634	904	0.0%	481.3%

代码	公司	市值	收入		收入增速		归母净利润		归母净利润增速	
		20220508	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1	2021	2022Q1
剔除新冠抗原后大市值合计			75,041	21,076	20.2%	19.3%	22,139	6,583	17.6%	11.2%

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上 持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间 中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间 回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间 卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上 跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间 弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	黄滢	高级销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人、销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn