

行业深度

医疗器械

潮平岸阔帆正劲，创新驱动破浪行

2024年度医疗器械行业投资策略报告

2023年12月28日

评级 领先大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
医疗器械	-1.71	2.46	-9.29
沪深300	-4.68	-9.54	-13.90

龙靖宁

分析师

执业证书编号:S0530523120001
longjingning@hncshasing.com

重点股票	2022A		2023E		2024E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
迈瑞医疗	7.92	36.69	9.76	29.77	11.59	25.07	买入
心脉医疗	4.31	45.16	5.71	34.09	7.44	26.16	买入
福瑞股份	0.37	114.05	0.38	111.05	0.65	64.92	增持
维力医疗	0.57	24.40	0.62	22.44	0.82	16.96	增持
澳华内镜	0.16	387.69	0.65	95.43	1.04	59.64	增持

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **多重因素影响下，2023年板块走势疲弱。**年初，受到疫情放开、医疗需求逐步恢复预期影响，行业整体表现较为平稳，进入二季度后院内院外诊疗需求恢复不及预期，此外海外美联储持续加息，国内医疗反腐行动的开展，导致医疗设备面临招投标及新产品入院速度放缓。同时，耗材集采持续扩面，叠加反腐影响，非集采产品放量速度受到影响，上述两个因素共同导致了行业的疲弱表现；进入四季度，反腐预期逐步消化，生化、肝功能集采等落地，以及创新器械支持政策的颁发，行业情绪有所回暖，下跌趋势止住。
- **国产医疗器械需求增长趋势不减。**国内老龄化超预期加速，日益增长的老龄化将进一步增加各类疾病的患者数量，而增长的患者需求也将带动医疗器械各细分市场规模的进一步扩大；随着生活水平提高、医疗需求不断增加，我国医疗器械行业保持快速增长，国内市场快速扩容。而且由于相关基础学科和制造工艺的落后，我国医疗器械仍集中在中低端品种，高端医疗器械主要依赖进口，国产替代仍有广阔空间。
- **集采政策不断调整改善，对于行业估值压制也有望减弱。**此前，对集采的悲观预期一直是压制板块行情的核心因素，但降价已不可逆转，市场对器械集采已有充分预期，且脊柱集采、电生理集采、冠脉支架集采续约都再次表明，集采是在保证临床效果的前提下，压缩渠道费用，给予生产企业合理利润；总体而言，集采政策已有明显调整改善，集采规则不断优化完善、降幅温和理性，预计未来也将持续回暖，我们认为部分产品临床效果过硬、配套服务优秀、供应能力出众、竞争格局较好的国产企业更易获取合理价格，借助集采快速提升市占率，未来集采对于行业估值压制也有望减弱。
- **医保政策整体意在推动产业升级、国产替代。**从福建三明改革探索医疗模式，到成立国家医保局加强市场调节，医疗改革持续深入。实施“两票制”和药械集采挤出流通水分，医疗反腐大力打击利益关键岗位、遏制“带金销售”，多项措施意在刨除产业“黑金”环节，

促进“医药分离”，降低医疗体系运转成本。近年来，医保改革“减”的是黑色收入、不必要开支，“增”的是一揽子政策，鼓励药械创新、加快国产替代、助力产业升级。药品医疗器械审评审批制度不断推进，流程持续优化，药械上市效率不断提升；《创新医疗器械特别审查程序》《医疗器械优先审批程序》等文件优先创新产品和临床急需产品快速过审，资源向具有明确临床价值的创新医械产品倾斜；政府支持采购国产器械，出台多项政策鼓励医疗机构在质优价廉的前提下购买国产设备及耗材。政策明确对加强医疗人才培养、引导医疗企业发展、重视国产产品推广销售等全产业链的扶持，意在推动行业国产替代、产业创新升级。

- **扬帆出海是国内企业发展的必经之路。** 医保控费带来价格压力，为了降低医疗成本、减轻患者负担以及优化医疗资源配置，医保控费措施持续推进，医生倾向于选择性性价比更高的医疗器械，从而进一步压缩了医疗器械的采购价格空间；国际医疗市场空间广阔，对标跨国医疗器械巨头，国内企业海外业务仍有发展空间；近年来，中国政府大力实施“一带一路”等开放战略，鼓励企业“走出去”，参与全球竞争。在医疗器械领域，政府通过提供出口退税、贷款优惠等政策措施，为企业出海创造了良好的外部环境；近年来，中国已陆续涌现出数个成功的药械企业通过自有品牌成功扩张出海的案例，这些企业分别走出了各有特色的出海路径。
- **投资建议：** 集采规则趋于温和成熟，综合考虑产品质量、市场份额、供应与配套服务等，充分考虑医疗机构使用习惯、给予临床更大选择空间、稳定临床使用格局；创新激励机制不断完善，集采方案尊重创新，给予高临床价值产品一定溢价，医保支付向创新药械倾斜；整体来看，集采非绝对“唯低价论”，中选价格核心决定因素为产品竞争格局与内在临床价值。我们认为具备临床价值的创新产品可在集采下快速放量，国产品牌有望凭借供应链优势、性价比与本土临床创新在竞争中扩大市场份额，加速实现进口替代，并实现集中度提升，我们看好具备自主创新能力与出海能力的医疗器械研发平台化厂家，如迈瑞医疗、心脉医疗、维力医疗、福瑞股份、澳华内镜、海泰新光等；同时在全民健康意识增强、人均收入持续增多背景下，我们关注疫情后期消费产品的需求复苏，建议关注受益于集采和国产替代的眼科器械创新型企业爱博医疗、家用器械企业鱼跃医疗等。
- **风险提示：** 行业竞争加剧，集采政策变化，政策力度不及预期等。

内容目录

1 2023 年医疗器械行业回顾	5
2 投资逻辑：政策压制减弱，聚焦“创新”与“出海”	9
2.1 多因素作用下，医疗需求持续增长趋势不变.....	9
2.2 集采规则明确化，鼓励创新是核心.....	12
2.3 医疗器械：出海扬帆正当时.....	17
3 2024 年投资策略	21
4 风险提示	22

图表目录

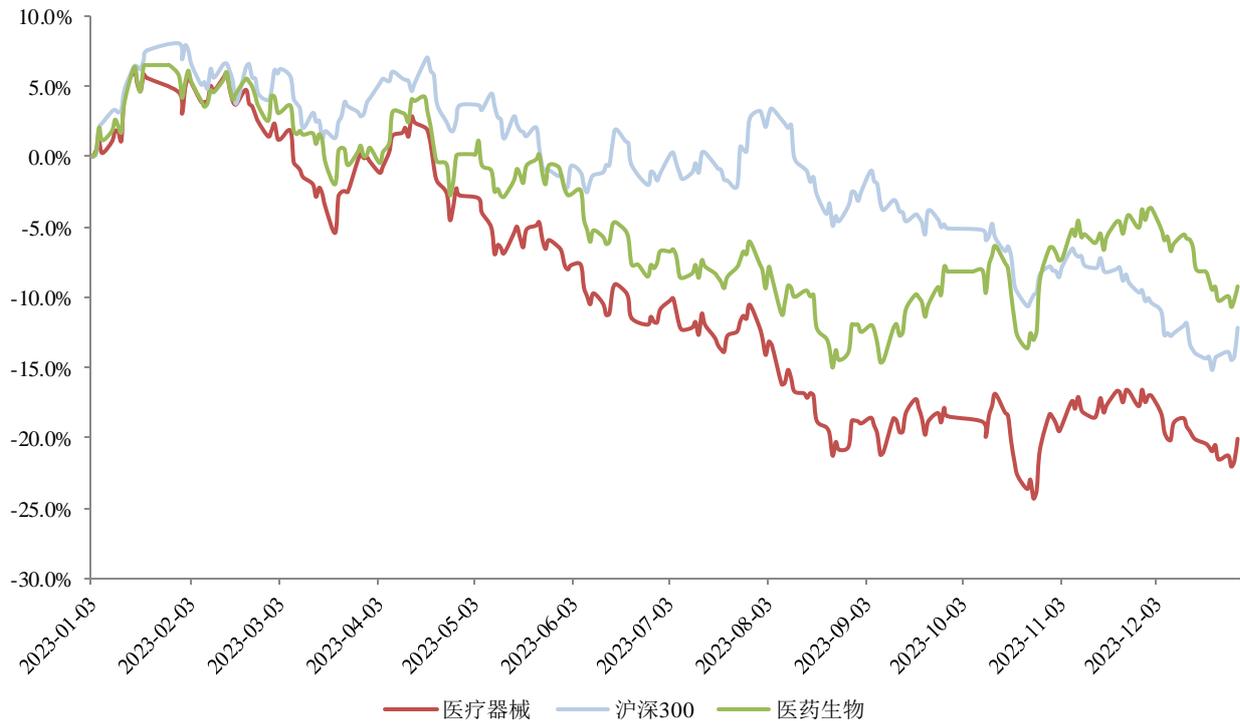
图 1：医疗器械板块 2023 年初至今走势（截至 2023 年 12 月 28 日）.....	5
图 2：申万一级行业 2023 年初至今涨跌幅.....	6
图 3：2023 年初至今医药生物（申万）各子板块涨跌幅.....	6
图 4：医药生物（申万）各子板块 PE（TTM，整体法，剔除负值）.....	7
图 5：近十年医疗器械、医药生物、沪深 300 估值.....	7
图 6：近十年医疗器械对沪深 300、医药生物的溢价率.....	7
图 7：2023 年初至今医疗器械各子版块涨跌幅及 PE（TTM，整体法，剔除负值）.....	7
图 8：2023 年初至今医疗器械板块不同收益率公司数量.....	8
图 9：2023 年初至今医疗器械板块涨跌幅靠前公司.....	8
图 10：2008-2022 年我国老龄人口数及比重.....	9
图 11：中国主要骨科疾病患病人群各年龄段占比.....	9
图 12：2015-2022E 中国及其他国家医疗器械市场规模（千亿元）.....	10
图 13：全球发达国家与中国药械比.....	10
图 14：2012-2022 年国内人均消费、医疗保健支出及占比.....	10
图 15：国内医疗器械部分细分行业国产化率情况.....	11
图 16：高端医疗设备国产化率.....	11
图 17：创新医疗器械支持相关文件.....	15
图 18：2014-2023 年国内获批创新特别审查产品数.....	16
图 19：2014-2022 年创新医疗器械产品上市时长.....	16
图 20：国内部分医疗器械企业海外业务占比.....	18
图 21：国内企业海外业务占比不同区间个股数量（个）.....	18
图 22：美敦力历年国际业务收入占比（%）.....	18
图 23：2021-2022 年国内医疗器械主要出口国家.....	19
图 24：1998-2023 年我国医疗器械出口情况.....	20
图 25：迈瑞医疗成功出海之路.....	21
表 1：公募基金重仓前十医疗器械股（截至 2023Q3）.....	8
表 2：医疗设备不同领域核心零部件国产与进口产品对比.....	11
表 3：器械集采范围不断扩大.....	12
表 4：甘肃省甲功集采经济技术标评分标准.....	13
表 5：国家政策全力支持采购国产设备.....	14
表 6：创新器械支付方式改革文件.....	16

表 7: 浙江省创新医药技术评审客观分分值表	17
表 8: 部分已获批 FDA 突破性设备认证的国产医疗器械	19

1 2023 年医疗器械行业回顾

多重因素影响下，板块走势疲弱。年初，受到疫情放开、医疗需求逐步恢复预期影响，行业整体表现较为平稳，进入二季度后院内院外诊疗需求恢复不及预期，此外海外美联储持续加息，国内医疗反腐行动的开展，导致医疗设备面临招投标及新产品入院速度放缓。同时，耗材集采持续扩面，叠加反腐影响，非集采产品放量速度受到影响，上述两个因素共同导致了行业的疲弱表现；进入四季度，反腐预期逐步消化，生化、肝功能集采等落地，以及创新器械支持政策的颁发，行业情绪有所回暖，下跌趋势止住。

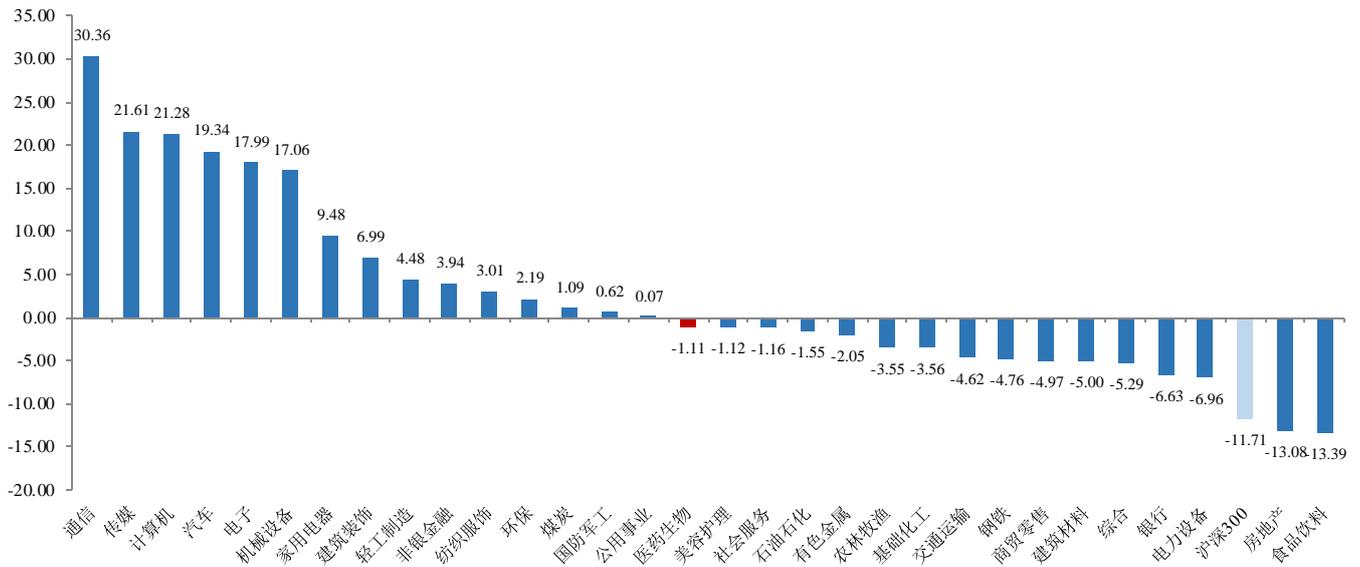
图 1：医疗器械板块 2023 年初至今走势（截至 2023 年 12 月 28 日）



资料来源：同花顺，财信证券

2023 年初至今（截至 12 月 28 日），医药生物（申万）板块跌幅为-1.11%，在申万 32 个一级行业中排名第 16 位，相对沪深 300 跑赢 10.60 百分点；医疗器械（申万）板块跌幅为-6.03%，在 6 个申万医药二级子行业中排名第 5 位，跑输医药生物（申万）4.92 百分点，跑赢沪深 300 指数 5.68 百分点；子版块方面，医疗设备、医疗耗材、体外诊断跌幅分别为-0.56%、-7.52%、-10.16%。

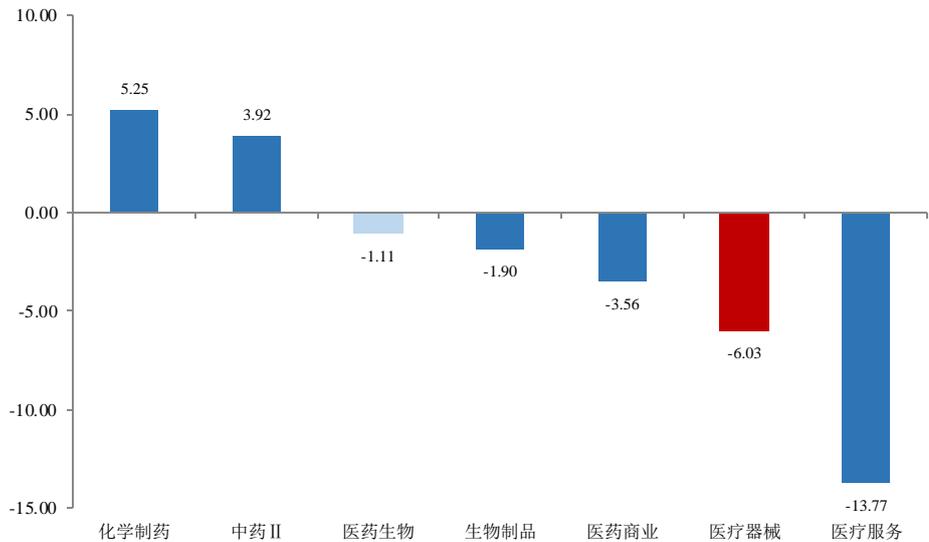
图 2：申万一级行业 2023 年初至今涨跌幅



资料来源：同花顺，财信证券

注：截至 2023 年 12 月 28 日

图 3：2023 年初至今医药生物（申万）各子板块涨跌幅

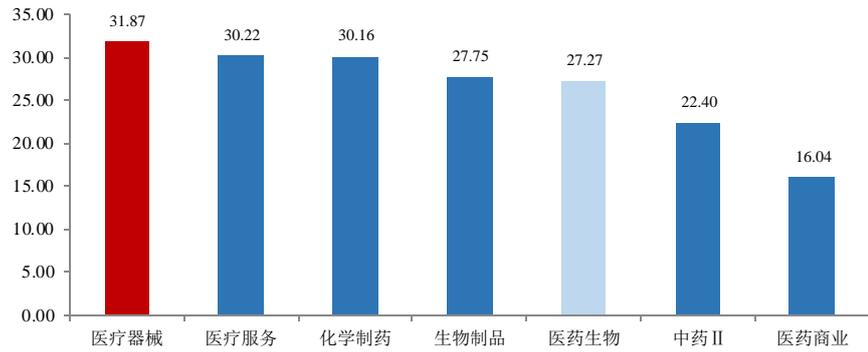


资料来源：同花顺，财信证券

注：截至 2023 年 12 月 28 日

2023 年医疗器械板块整体估值水平回升。截止 2023 年 12 月 28 日，医疗器械板块 PE (TTM, 整体法, 剔除负值, 下同) 均值为 31.87 倍, 在医药生物 6 个二级行业中排名第一; 医疗器械板块相对申万医药生物行业的平均估值溢价 16.86%, 相较于沪深 300 溢价 227.85%。分子行业来看, 医疗设备、医疗耗材、体外诊断板块 PE 分别为 32.32、35.35、27.36 倍, 相较 2022 年估值水平明显回升, 其中医疗设备处于历史分位点 39.87%, 体外诊断处于历史分位点 59.96%, 医疗耗材回升至较高历史水平, 为历史分位点 85.82%。

图 4：医药生物（申万）各子板块 PE（TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：同花顺，财信证券

注：截至 2023 年 12 月 28 日

图 5：近十年医疗器械、医药生物、沪深 300 估值



资料来源：同花顺，财信证券

注：截至 2023 年 12 月 28 日

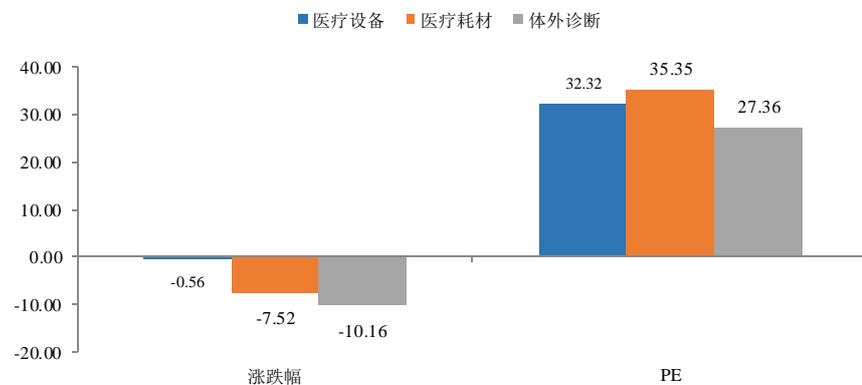
图 6：近十年医疗器械对沪深 300、医药生物的溢价率



资料来源：同花顺，财信证券

注：截至 2023 年 12 月 28 日

图 7：2023 年初至今医疗器械各子版块涨跌幅及 PE（TTM，整体法，剔除负值）



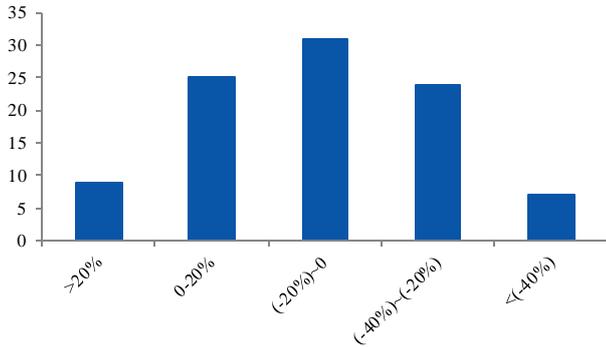
资料来源：同花顺，财信证券

注：截至 2023 年 12 月 28 日

2023年初至今，医疗器械行业个股整体涨少跌多，仅34只个股实现正收益，个股之间分化明显；涨幅排名靠前的个股有赛诺医疗（101.58%）、福瑞股份（72.74%）、翔宇医疗（63.14%）、新产业（54.21%）、鹿得医疗（52.11%）；跌幅排名靠前的个股有ST和佳（-81.19%）、明德生物（-60.12%）、海泰新光（-53.84%）、东方生物（-53.82%）、拱东医疗（-48.57%）。

公募重仓前十大公司分别为迈瑞医疗、惠泰医疗、鱼跃医疗、奕瑞科技、新产业、爱博医疗、开立医疗、乐普医疗、三诺生物和澳华内镜，其中医疗设备行业占比近半。

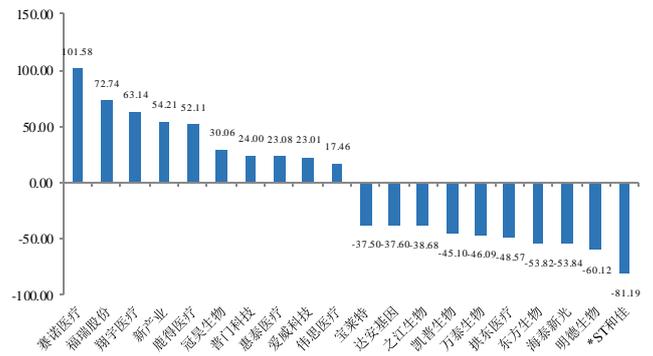
图 8：2023年初至今医疗器械板块不同收益率公司数量



资料来源：同花顺，财信证券

注：截至2023年12月28日

图 9：2023年初至今医疗器械板块涨跌幅靠前公司



资料来源：同花顺，财信证券

注：截至2023年12月28日

表 1：公募基金重仓前十医疗器械股（截至2023Q3）

证券代码	证券名称	公募基金持股市值（亿元）	基金持股数量（万股）	基金持股比例	持股基金数（家）
300760.SZ	迈瑞医疗	363.91	13,706.06	11.30%	444
688617.SH	惠泰医疗	54.80	1,431.35	31.69%	83
002223.SZ	鱼跃医疗	37.17	10,791.26	11.47%	76
688301.SH	奕瑞科技	29.93	1,221.51	12.00%	34
300832.SZ	新产业	29.06	4,574.74	6.55%	45
688050.SH	爱博医疗	27.29	1,517.32	15.96%	28
300633.SZ	开立医疗	26.38	5,409.93	12.56%	73
300003.SZ	乐普医疗	25.29	15,395.25	9.53%	28
300298.SZ	三诺生物	18.89	7,360.43	16.16%	15
688212.SH	澳华内镜	15.71	2,612.06	28.87%	39

资料来源：同花顺，财信证券

2 投资逻辑：政策压制减弱，聚焦“创新”与“出海”

2.1 多因素作用下，医疗需求持续增长趋势不变

国内老龄化超预期加速，新增医疗需求提升行业天花板。我国老年人口数量多，人口老龄化发展速度快。截至 2022 年底，全国 60 岁及以上老年人口达 2.67 亿，占总人口的 18.9%；65 岁及以上老年人口达 2 亿以上，占总人口的 14.2%。据卫健委数据，预计“十四五”时期，60 岁及以上老年人口总量将突破 3 亿，占比将超过 20%，进入中度老龄化阶段；2035 年左右，60 岁及以上老年人口将突破 4 亿，在总人口中的占比将超过 30%，进入重度老龄化阶段；到 2050 年前后，我国老年人口规模和比重、老年抚养比和社会抚养比将相继达到峰值。

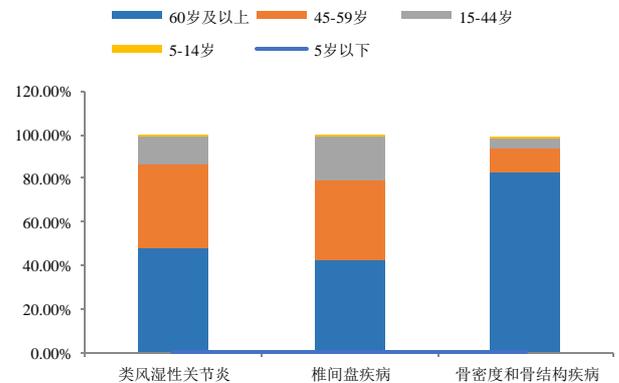
众多疾病发病率与年龄正相关，老龄化释放医疗器械市场需求。随着年纪增长，肿瘤、心血管、骨科疾病等发病率随之上升，例如骨科疾病中的类风湿性关节炎、椎间盘疾病和骨密度和骨结构疾病，45-59 岁人群患病比例分别为 37.5%、36.4%、11.0%，但 60 岁以上人群的患病比例则上升至 48.4%、42.7%、82.5%；60 岁及以上老年人中，中重度失能占比也随年纪增长而增加。我们认为日益增长的老龄化将进一步增加各类疾病的患者数量，而增长的患者需求也将带动医疗器械各细分市场规模的进一步扩大。

图 10：2008-2022 年我国老龄人口数及比重



资料来源：同花顺，财信证券

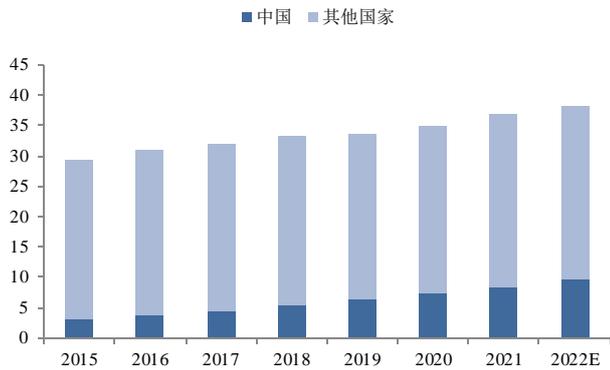
图 11：中国主要骨科疾病患病人群各年龄段占比



资料来源：华经产业研究院，财信证券

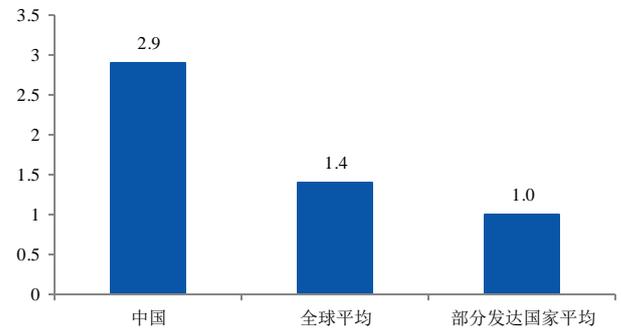
我国器械行业快速扩容，与国际市场相比仍有增长空间。随着生活水平提高、人口老龄化加剧、医疗需求不断增加，我国医疗器械行业保持快速增长，国内市场快速扩容。2022 年，我国医疗器械市场规模预计达 9582 亿元人民币，2015-2022 复合增速达 17.5%，已跃升成为除美国外的全球第二大市场。全球市场占比也逐步由 2015 年的 1/8 提升至 2022 年的 1/3。但从药械比角度看，我国目前药械比水平仅为 2.9，与全球平均药械比 1.4 的水平仍有一定差距，我国医疗器械市场未来仍存在较大的增长空间。

图 12：2015-2022E 中国及其他国家医疗器械市场规模（千亿元）



资料来源：罗兰贝格，弗若斯特沙利文，财信证券

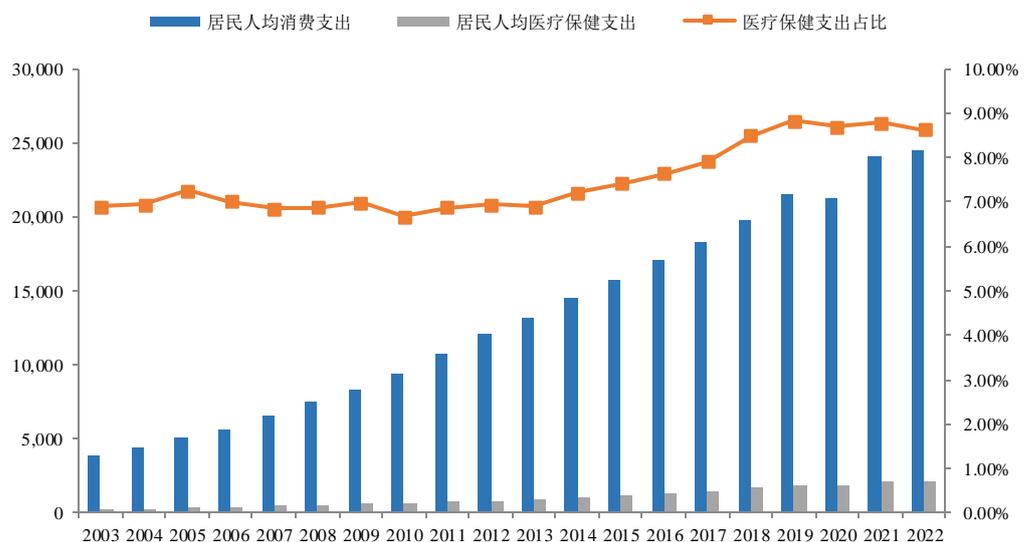
图 13：全球发达国家与中国药械比



资料来源：罗兰贝格，财信证券

良好的经济发展态势下，医疗支付能力提升。我国经济发展稳中向好，可用于医疗支出的资金随着水涨船高。近年来，我国经济保持较快增长，居民医疗支付能力不断提升，人均可支配收入及医疗开支逐年增加，人均收入的增长为医疗保健支出提供坚实的经济基础，2012-2022 年国内卫生总费用 GDP 占比提升近 2pct，城镇及农村居人均医疗支出均呈现大体上升态势，且相对城市居民，农村人均医疗支出仍有提升空间。当前，我国民众的医疗保健意识逐渐增强，同时我国居民收入水平提升，支付能力增强，为医疗器械的消费提供了物质基础，以上因素在未来均将极大的刺激我国医疗器械市场的快速成长。

图 14：2012-2022 年国内人均消费、医疗保健支出及占比



资料来源：同花顺，财信证券

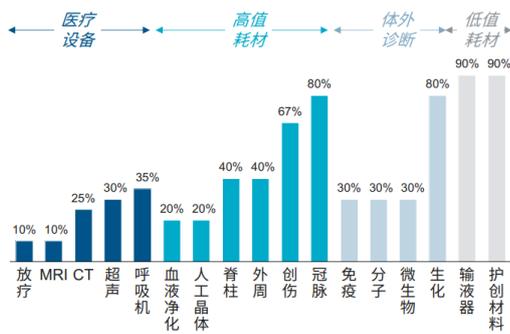
部分产品外资主导，国产替代仍有推进空间

由于相关基础学科和制造工艺的落后，我国医疗器械仍集中在中低端品种，高端医

疗器械主要依赖进口。国外企业凭借其技术优势、层层专利壁垒以及“设备+试剂”的封闭系统策略，占据着国内大部分医疗器械的中高端市场。除冠脉支架、人工瓣膜外，国内大部分高端器械领域仍由外资主导，如国内软性内窥镜 90% 以上市场份额，长期由日系三巨头奥林巴斯、富士胶片、宾得医疗占据，

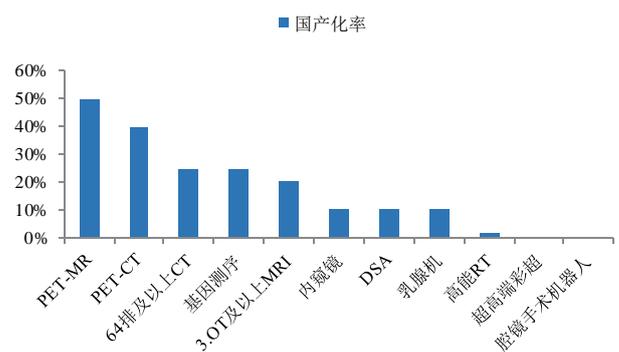
虽然部分核心零部件、关键原材料以及高端治疗设备等进口依赖度仍然较高，但是随着国内企业的研发力度不断加强，国产与进口产品的差距不断缩小，国产器械凭借较高的性价比、稳定的供应能力、良好的售后服务不断抢占进口产品份额。同时，国内政策向国内厂家倾斜，近年来，医疗器械国产化及国产替代是国家政策重点鼓励的方向，国产替代在医疗器械领域进一步加速，部分耗材品种技术较为成熟，进口替代也较为完全，如心血管的冠脉支架国产化率达到 75%，骨科创伤耗材国产化率达到 68%，监护仪国产化率达到 75%，低值耗材已基本实现国产替代，国产占比达到 95%。近年医疗设备国产化率也得到了大幅提升，如分子生物学分析设备国产化率提升 21.37 个百分点升至 75.98%。

图 15：国内医疗器械部分细分行业国产化率情况



资料来源：罗兰贝格，财信证券

图 16：高端医疗设备国产化率



资料来源：联影医疗招股书，弗若斯特沙利文，财信证券

表 2：医疗设备不同领域核心零部件国产与进口产品对比

细分品类	核心零部件	国产厂家差距
呼吸机	比例阀	整体与进口产品仍有差距
	电磁阀	
	压缩机	
	传感器	
	涡轮风机	
CT	芯片	中低端已掌握，高端仍有较大差距
	球管	
	探测器	
	高压发生器	
	静音轴承	
	滑环	

资料来源：众城数科，财信证券

2.2 集采规则明确化，鼓励创新是核心

集采向更大范围、更高频次、常态化的方向发展。适龄劳动人口减少趋势下，职工医疗保险缴纳人数不断减少，医保收入压力持续；但人口老龄化下医疗需求必然增长，且十八大后我国医疗卫生服务水平不断升高，二十大后人民健康保障水平要求进一步提升，医疗支出仍将保持增长态势。在此情景下，为保障人民医疗服务水平，降低医保压力，集采将成为未来一段时间内医疗器械行业的新常态。目前高值耗材集采范围从较成熟的骨科器械、冠脉支架拓展至快速导入期的电生理、药物球囊等，同时角膜塑形镜、种植牙、正畸等消费类器械也纷纷吹响集采号角；区域联盟集采与国家集采交相辉映，医疗器械与药品类似，已形成从国家到跨省联盟、省级与市级集中带量采购相互配合、协同推进的工作格局。

表 3：器械集采范围不断扩大

颁布日期	颁发部门	文件名称	集采器械
2022年 10月14日	心脏介入电生理省际联盟集中带量采购工作领导小组办公室	心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购公告（第1号）	房间隔穿刺鞘、电生理导管鞘、房间隔穿刺针、体表定位参考电极、灌注管路、电定位诊断导管、磁定位诊断导管、心内超声导管、电定位治疗导管、磁定位治疗导管、冷冻治疗导管等心脏介入电生理类
2022年 10月19日	陕西省公共资源交易中心	省际联盟（区、兵团）口腔正畸托槽集中带量采购公告	普通金属托槽、普通陶瓷托槽、自锁金属托槽、自锁陶瓷托槽、无托槽矫治器、颊面管
2022年 10月26日	河北省医用药品器械集中采购中心	关于开展 20 种集采医用耗材产品信息填报工作的通知	人工骨填充材料、一次性使用输尿管导引鞘、一次性使用无菌外周血管内药物涂层球囊、一次性使用造影导管、Y 接头、缝合线、心脏稳定器、一次性温度传感器、一次性血氧饱和度传感器、医用干式胶片、血管鞘、一次性活检针、一次性使用压力延长管、一次性使用高压造影注射器及附件、一次性取石网篮、可吸收性血管结扎夹、角膜塑形用硬性透气接触镜、房间隔缺损封堵器、颅内支架、动脉瘤夹等 20 个品种
2022年 11月14日	江西省药品医用耗材集中采购联席会议办公室	肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购公告（第1号）	肝脏生化类单品种液体生化诊断试剂
2023年 5月20日	京津冀“3+N”医药联盟采购办公室	《京津冀“3+N”联盟关节骨水泥类医用耗材集中带量采购公告》	关节骨水泥类医用耗材
2023年 9月14日	国家组织高值医用耗材联合采购办公室	《国家组织人工晶体类及运动医学类医用耗材集中带量采购公告（第1号）》	人工晶体（含推注器）、粘弹剂；运动医学包括耗材品种带线锚钉、修复用缝线等7个耗材品种
2023年 11月21日	浙江省药械采购平台	省际联盟集中带量采购文件（征求意见稿）	冠脉血管内超声诊断导管，输注泵

日

资料来源：各医保局官网，财信证券

集采规则进一步优化，方案平衡性更强。当前集采重点是将部分临床用量大、临床使用成熟、采购金额高、市场竞争较充分的医用耗材纳入采购范围，通过公开透明带竞争规则，促使价格回归合理水平，随着器械集采的不断扩面、多轮集采结果落地，当前集采规则也日趋成熟、合理。相较第一次冠脉支架集采、关节集采，脊柱类耗材集采、电生理集采、药物球囊集采更为强调企业的供应、产能、配送等全方面的能力，引入兜底机制、对剩余量进行二次分配、科学化分组竞争，给予了中小企业更多机会，规则设置平衡性更强。此外，甘肃省甲功集采在价格因素的基础上，引入经济技术标评分，对产品市场份额、配套能力、产品质量进行综合考量，竞价与议价两种中选方式，给予企业多种选择，稳定企业中选预期，同时充分尊重临床意愿，医疗机构可自由选择剩余量分配，获得更大自主选择权，确保临床使用的稳定性。

表 4：甘肃省甲功集采经济技术标评分标准

名称	项目	分值	要求	评分标准	佐证材料	
价格得分 (40分)	价格得分 (40分)	40	申报价格低于最高有效申报价为有效申报价格，与最高有效申报价比较，产品综合降幅高于 XX%（单产品降幅不低于 XX%）。	40		
			$\text{降幅} = (\text{最高有效申报价} - \text{企业报价}) / \text{最高有效申报价} * 100\%$ $\text{综合降幅} = (\text{产品 1} * \text{降幅} + \text{产品 2} * \text{降幅} + \text{产品 3} * \text{降幅} + \dots) / \text{参与产品数量} * 100\%$ 以综合降幅最高为基准降幅，价格得分 = (申报企业综合降幅 / 基准降幅) * 40			
经济技术标 评分标准 (60分)	网采 情况 统计	15	网采金额	15	采购金额 ≥ 800 万元	15
			医疗机 构网采 数	500 万元 ≤ 采购金额 < 800 万元	13	以招采子系统 2022 年 12 月 1 日 - 2023 年 11 月 30 日带量采购品种的采购金额和医疗机构网采情况为依据。
				300 万元 ≤ 采购金额 < 500 万元	11	
				100 万元 ≤ 采购金额 < 300 万元	9	
	100 万元以下及新申报企业	7				
	保障供应	15	我省二甲以上公立综合性医院在用客户数量 ≥ 3 家得 1 分，每增加 1 家，加 1 分，最高得 10 分；新申报企业得 5 分。	10	8	
采购品种有 5 项得 8 分，每少一项减 1 分			8	5		
企业认证体系及 安全性评价	20	所有产品最短有效期 ≥ 12 个月的得 5 分，其余得 3 分。	5	2	本次甲状腺激素检测试剂（化学发光法）品种数	
		有完整且可行的配套服务	2	申报企业应在子系统中上传提供各种证书（复印件须加盖公章），如为外文材料，应附有中文翻译		
		通过 ISO13485 质量体系认证	2			
		通过 ISO9001 质量管理体系认证	2			
通过国家高新技术企业认定	2					
		参与国家卫健委临床检验中心室间质评计划	2	2		

名称	项目	分值	要求	评分标准	佐证材料
			具备医学参考实验室且获得 CNAS 认证	2	内容。
			具备对有证参考物质的赋值能力	3	
			能提供具备注册证的校准品并提供“靶值”和“不确定度”	3	
			提供产品溯源性文件等	4	

资料来源：甘肃省医保局，财信证券

政府支持采购国产器械，并给予大量政策倾斜。国内已出台多项政策支持自主创新，鼓励医疗机构在质优价廉的前提下购买国产医用耗材。2016 年，国务院办公厅发布的《关于促进医药产业健康发展的指导意见》中，就曾提到国产药品和医疗器械能够满足要求的，政府采购项目原则上须采购国产产品，逐步提高公立医疗机构国产设备配置水平；2021 年财政部及工信部联合发布的《政府采购进口产品审核指导标准》（2021 年版）明确规定了政府机构（事业单位）采购国产医疗器械及仪器的比例要求，其中 137 种医疗器械全部要求 100% 采购国产，12 种医疗器械要求 75% 采购国产，24 种医疗器械要求 50% 采购国产，5 种医疗器械要求 25% 采购国产；目前包括浙江、广东、四川在内的多省份发文表示限制公立医院进口医疗器械品种数量。

表 5：国家政策全力支持采购国产设备

颁布时间	部门	文件名	主要内容	
国家级	2018.08	国务院	《深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务》	推进医疗器械国产化，促进创新产品应用推广
	2021.05	财政部、工信部	《政府采购进口产品审核指导标准（2021 年版）》	137 种医疗器械全部要求 100% 采购国产；12 种医疗器械要求 75% 采购国产；24 种医疗器械要求 50% 采购国产；5 种医疗器械要求 25% 采购国产
	2021.06	国家税务总局	《研发机构采购国产设备增是退税管理办法》	符合条件的研发机构采购国产设备，全额退还增值税
地区级	2021.02	浙江财政厅	《2021-2022 年度全省政府采购进口产品统一论证清单（医疗设备类）》	准入共 195 种进口产品，相比于 2018-2019 年度清单减少 37 种
	2021.04	四川财政厅	《省级 2021-2022 年政府采购进口产品清单论证意见公示（医疗卫生设备类）》	仅批准 59 种医疗设备可直接采购进口产品
	2021.04	广东卫健委	《2021 年省级卫生健康机构进口产品目录清单》	共 46 种医疗设备纳入进口产品清单，主要由于为国产设备尚不能满足需求，相比 2019 年，清单种类数量减少了 86 种
	2021.05	昆明财政局	《关于规范政府采购进口产品核准工作有关事宜的通知》	采购进口产品需符合明确条件，并做市场调研报告及专家组论证活动
	2021.06	陕西卫健委	《预算单位政府采购进口产品管理办法》	采购进口产品实行单位申报、专家论证（5 人以上）、网上公示、部门集中论证、财政审批执行五个环节
	2022.04	安徽财政厅等	《关于规范公立医疗机构政府采购进口产品有关事项的通知》	所有公立医疗机构，自 2022 年 6 月 1 日起。未经批准，精致采购进口产品
	2022.07	深圳发改委等	《关于进一步规范政府采购进口产品审核管理的通知》	强调政府应该采购本国商品，采购进口产品实行审核管理，统一由行业主管部门进

资料来源：国务院，财政部，工信部，各地区政府官网等，财信证券

多项政策发力，鼓励创新医疗器械上市。2015年以来，我国多次颁布创新医疗器械相关文件，在监管和审批流程层面对创新医疗器械给予支持，《“十四五”国民健康规划》明确指出对符合要求、临床急需的医疗器械，加快审评审批。2023年7月，国家发改委发布《关于<产业结构调整指导目录（2023年本，征求意见稿）>公开征求意见的公告》，高端医疗器械列入鼓励类。随后，“权威部门话开局”系列主题新闻发布会上，国家药监局也明确鼓励创新医疗器械上市，推动产业高质量发展。近年来，国家药监局先后印发《创新医疗器械特别审查程序》、《医疗器械优先审批程序》，旨在创新产品和临床急需产品“单独排队，一路快跑”。

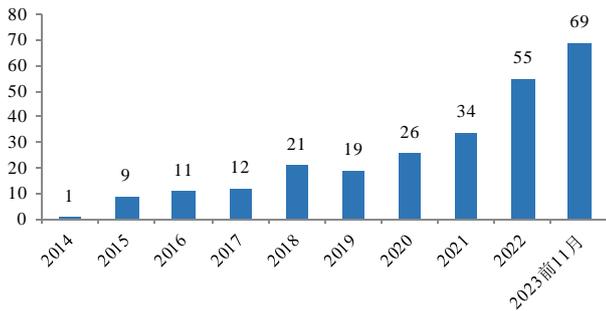
创新器械审批上市明显提速。从审批数量上看，据器审中心发布的创新公示，自2014年施行特别审批程序以来，通过创新医疗器械审批的产品数量不断增大，至2023年1-11月，进入国家创新医疗器械特别审批程序的产品数量共69款，为历年来之最；从审批时间上看，相较2014年，近年来创新器械上市时间稳定在2.5年左右，上市时长大幅缩短，侧面反映创新器械审批“绿色通道”常态化。整体而言，国家药监局通过对获批创新医疗器械的产品优先安排审查、加快审评审批效率，大幅度缩短产品上市时间，进而保证了创新产品能尽快应用于临床。

图 17：创新医疗器械支持相关文件



资料来源：弗若斯特沙利文，财信证券

图 18：2014-2023 年国内获批创新特别审查产品数



资料来源：NMPA，财信证券

图 19：2014-2022 年创新医疗器械产品上市时长

年份	0年	1年	2年	3年	4年	5年	6年	平均上市时长
2014	1							0
2015	2	7						0.78
2016		8	2					1.20
2017	2	4	4	2				1.50
2018	1	9	9	1	1			1.62
2019	1	6	5	4	3			2.11
2020		6	6	7	4	3		2.69
2021		12	7	6	7	3		2.49
2022	2	15	7	12	14	4	1	2.67

资料来源：中国医疗器械行业发展报告(2023)，财信证券

政策端接连发力，创新器械支付机制升级

伴随 DRG 实施，医疗机构的治疗路径发生了转变。在部分复杂病例中，高价新技术的使用有可能会受到约束。基于对临床质量和效率的考量，以及鼓励药械企业坚持创新，国家在政策层面进行了积极调整。

此前国家医保局在《对十三届全国人大五次会议第 8013 号建议的答复》中指出，指导各地及时将符合条件的创新医用耗材按程序纳入医保支付范围，在推进医保支付方式改革，确定 DRG/DIP 支付标准等环节，对创新器械等按相关规定和程序予以支持。2023 年 12 月浙江医保局发布关于公开征求《浙江省创新医药技术医保支付激励管理办法（试行）（征求意见稿）》意见建议的通知（简称《意见稿》），明确符合条件的创新药械经申报和认定后，可纳入 DRG 医保支付激励范围。创新药械申报审核通过后，医保部门将按本年度 DRG 清算总额的一定比例确定激励总额，主要对符合适应症要求的病例予以激励；正常或低倍入组病例，按原有规则支付；高倍入组病例或价格较高的创新药械可折算点数支付。激励期限原则上为 3 年，同时建立退坡激励机制，原则上第一年激励系数为 1，第二年激励系数为 0.8，第三年激励系数为 0.6。医疗机构在鼓励机制下，创新药械入院有望凭借强大的产品优势，及时进入临床使用并加速推广。

表 6：创新器械支付方式改革文件

时间	部门	文件	内容
2022 年	国家医保局	《对十三届全国人大五次会议第 8013 号建议的答复》	正研究完善相关政策，指导各地及时将符合条件的创新医用耗材按程序纳入医保支付范围；推进医保支付方式改革，确定按疾病诊断相关分组（CHS-DRG）、按病种分值付费（DIP）支付标准等环节，对创新医用耗材等按相关规定和程序予以支持。
2022 年	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）》	试行 CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理办法。
2023 年	北京医保局	《关于印发 2023 年北京市医疗保障重点工作的通知》	明确提出持续深化多元复合式医保支付方式改革。完善新药新技术和特殊病例除外处理机制，深化 DRG 付费和带量采购政策联动管理。

2023年	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》 上海医保局	在 DRG/DIP 支付方面对创新药械予以倾斜，提高新技术应用病例支付标准，新技术应用高倍率病例不设控制比例，成规模新技术应用可独立成组。稳步扩大本市医疗服务项目和医用耗材医保支付范围，优先覆盖创新药械。
-------	---------------------------------------	--

资料来源：各地医保局财信证券

表 7：浙江省创新医药技术评审客观分分值表

分类	指标满分值	赋分详情
有效性	20	适应症明确，治疗效果明显提升。
安全性	20	根据新技术国内外专家共识和纳入临床诊疗指南情况进行赋分
创新性	30	根据该技术解决临床未解决的重大问题并创造更高社会效益等情况进行赋分。
费用高	15	根据该技术所在病组病例费用是否超过该病组前三个自然年度 DRG 病组平均费用的 50% 及以上的情况进行赋分。
应用面	15	根据该技术在本省或本统筹地区的临床应用情况进行赋分，其中药品应用基准例数为 50 例，医疗服务项目应用基准例数为 15 例。

资料来源：浙江省医保局，财信证券

从福建三明改革探索医疗模式，到成立国家医保局加强市场调节，医疗改革持续深入。实施“两票制”和药械集采挤出流通水分，医疗反腐大力打击利益关键岗位、遏制“带金销售”，多项措施意在刨除产业“黑金”环节，促进“医药分离”，降低医疗体系运转成本。近年来，医保改革“减”的是黑色收入、不必要开支，“增”的是一揽子政策，**鼓励药械创新、加快国产替代、助力产业升级**。药品医疗器械审评审批制度不断推进，流程持续优化，药械上市效率不断提升；《创新医疗器械特别审查程序》《医疗器械优先审批程序》等文件优先创新产品和临床急需产品快速过审，资源向具有明确临床价值的创新医械产品倾斜；政府支持采购国产器械，出台多项政策鼓励医疗机构在质优价廉的前提下购买国产设备及耗材。政策明确对加强医疗人才培养、引导医疗企业发展、重视国产产品推广销售等全产业链的扶持，意在推动行业国产替代、产业创新升级。我们认为真正具备创新能力、产品具备强临床价值的医疗器械公司有望长期受益。

2.3 医疗器械：出海扬帆正当时

医保控费带来价格压力。为了降低医疗成本、减轻患者负担以及优化医疗资源配置，医保控费措施持续推进。集中采购、议价和确定采购量等举措，有效地降低了医疗器械采购价格，促进了市场竞争。同时，DRG/DIP 模式的推广也在进一步加剧医疗器械价格下行的压力，这种付费方式方式下，医保局更加注重医疗服务的效率和效果，医院和医生对医疗器械的选择和使用也提出了更高的要求，医生倾向于选择性价比更高的医疗器械，从而进一步压缩了医疗器械的采购价格空间。

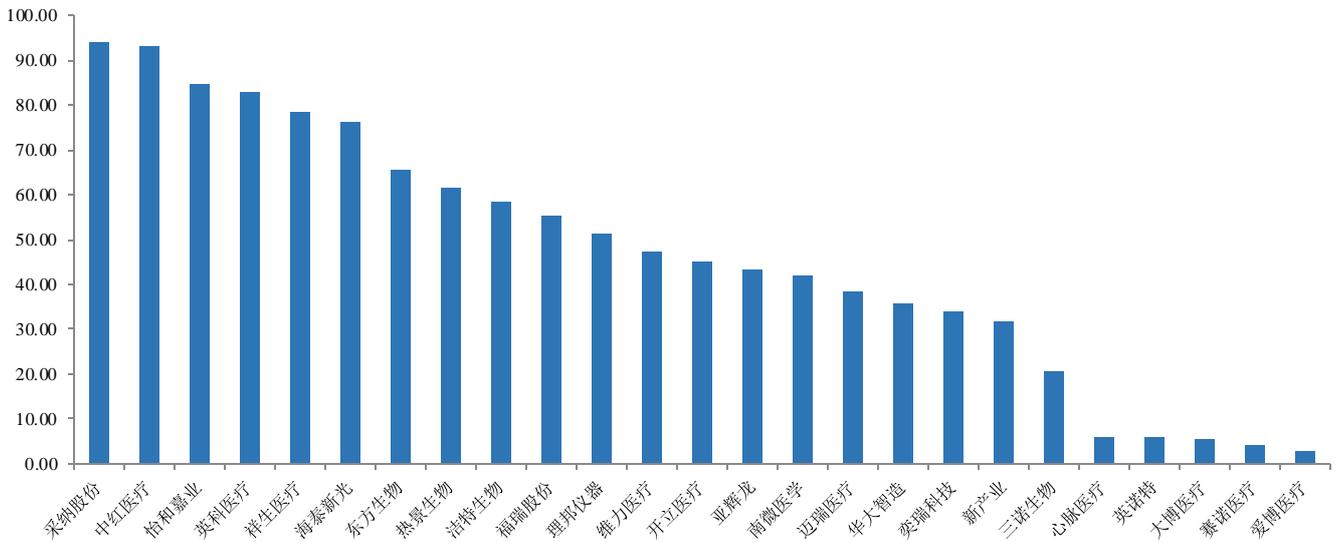
国际医疗市场空间广阔，国内企业海外业务仍有发展空间。

随着全球经济发展和人口老龄化加剧，海外医疗市场呈现出巨大的增长潜力。从市场规模来看，发达国家由于其先进的医疗体系和较高的健康意识，人均医疗器械费用远

超过 100 美元，形成了庞大的消费市场，全球医疗器械市场规模已超过 5000 亿美元；同时，新兴市场国家随着经济的增长和医疗水平的提高，对医疗器械的需求也在不断增加，为全球医疗器械市场提供了持续增长的动力。

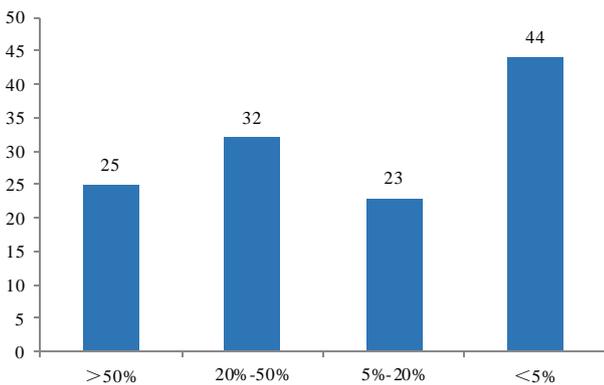
国际化是海外医疗器械巨头普遍的成长路径，如医疗器械巨头美敦力的海外市场收入由 2005 年的 33% 提升到 2021 年 49%。对标全球医疗器械代表企业，其国际市场平均收入占比过半，中国企业的国际化水平仍有待提高。从量上看，全球医疗器械代表企业的国际市场收入占比普遍高于 40%，而中国领先医疗器械厂商的海外收入比例则相对较低，行业内国际收入占比超过 20% 的企业不足半数，仍有较大的提升空间和潜力。

图 20：国内部分医疗器械企业海外业务占比



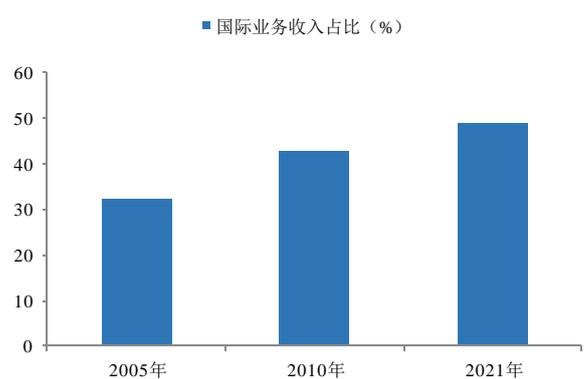
资料来源：同花顺，财信证券

图 21：国内企业海外业务占比不同区间个股数量（个）



资料来源：同花顺，财信证券

图 22：美敦力历年国际业务收入占比 (%)



资料来源：同花顺，财信证券

政策支持，推动企业出海。国家政策支持也是中国医疗器械企业出海的重要推动力。工业和信息化部、国家卫生健康委在北京联合召开推进医疗装备发展应用领导小组

工作会议，会议强调，要持续加强顶层设计，完善医疗器械法规标准，推动产品全链条突破，推动产品迭代升级，共同推动优秀医疗装备“走出去”。近年来，中国政府大力实施“一带一路”等开放战略，鼓励企业“走出去”，参与全球竞争。在医疗器械领域，政府通过提供出口退税、贷款优惠等政策措施，为企业出海创造了良好的外部环境。

图 23：2021-2022 年国内医疗器械主要出口国家

国家	2021 年进口额 (亿元)	2021 年占比 (%)	2022 年进口额 (亿元)	2022 年占比 (%)
美国	780.73	24.07	784.76	23.95
德国	599.26	18.47	601.19	18.35
日本	329.46	10.16	293.74	8.97
爱尔兰	193.64	5.97	271.74	8.29
瑞士	184.92	5.70	186.96	5.71
墨西哥	144.71	4.46	155.53	4.75
新加坡	89.93	2.77	83.34	2.54
法国	74.18	2.29	85.42	2.61
韩国	84.6	2.61	84.86	2.59
英国	75.01	2.31	69.95	2.13

资料来源：中国医疗器械行业发展报告(2023)，财信证券

国内企业技术持续进步，产品力比肩全球一线。随着医疗技术的飞速发展，中国医疗器械企业在影像诊断、体外诊断、微创手术器械等方面，国内企业已经具备了与国际巨头竞争的實力：高值耗材方面，心脉医疗自主研发出的 Castor 支架为全球首款获批上市的分支型主动脉支架，也是全球首款将 TEVAR 适应症拓展到 LSA 区的支架；低值耗材方面，国内产品门类齐全，且与进口产品的差距不断缩小，性价比优势凸显，以维力医疗为代表的国内企业已成为 Cardinal、Medline 等全球知名医疗器械品牌运营商主要供应商，在国际市场占据了一定的市场份额；医疗设备方面，国内已有 x/γ 射线一体化放射治疗系统、介入式人工心脏 NyokAssist 等多个产品获批 FDA 突破性设备认证。

通过出海，这些企业可以将先进的技术和产品推广到全球市场，进一步提升品牌影响力和市场占有率。近年，随着国产医疗器械性能不断提升，追赶国际品牌，国产医疗器械行业海外业务持续增长，且产品呈现从低端到中高端的变化趋势，此前以低值耗材出口为主，近年来逐渐向更高附加值的影像设备、高值耗材、设备平台转变。

表 8：部分已获批 FDA 突破性设备认证的国产医疗器械

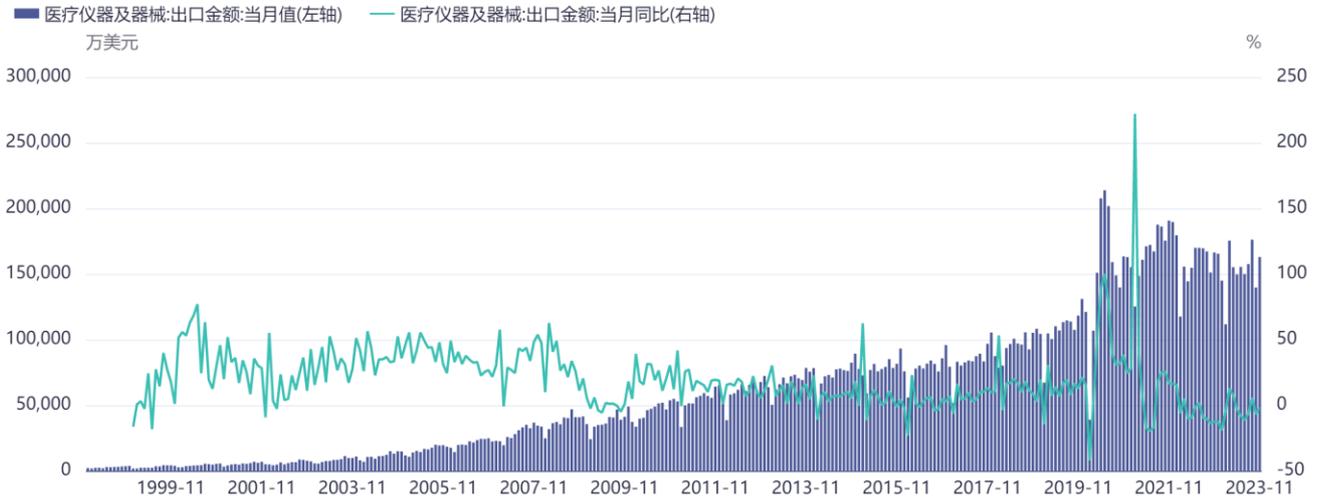
公司	产品名
西安大医集团股份有限公司	x/γ 射线一体化放射治疗系统
上海鹞远生物科技股份有限公司	PDACatch 胰腺癌液体活检技术
上海奕谱生物科技有限公司	尿路上皮癌检测 TAGMe DNA Methylation Detection Kit (qPCR) for Urothelial Cancer
上海博动医疗科技股份有限公司	第四代 QFR® 系统
中精普康(北京)医药科技有限公司	PrecogColo Dx 早期 CRC 血检(国内产品名“早长静”)
心擎医疗(苏州)股份有限公司	介入式人工心脏 NyokAssist
苏州思柏凯德科技有限公司	自延伸 3D 矫形生长导向系统-CurvRITE Growth Guidance System
苏州杰成医疗科技有限公司	经血管介入生物主动脉瓣膜

武汉唯柯医疗科技有限公司
广州燃石医学检测所有限公司
觅瑞生物

心房分流器
多癌种早检产品“OverC™ Multi-Cancer Detection Blood Test”
GASTRO Clear

资料来源：FDA，财信证券

图 24：1998-2023 年我国医疗器械出口情况

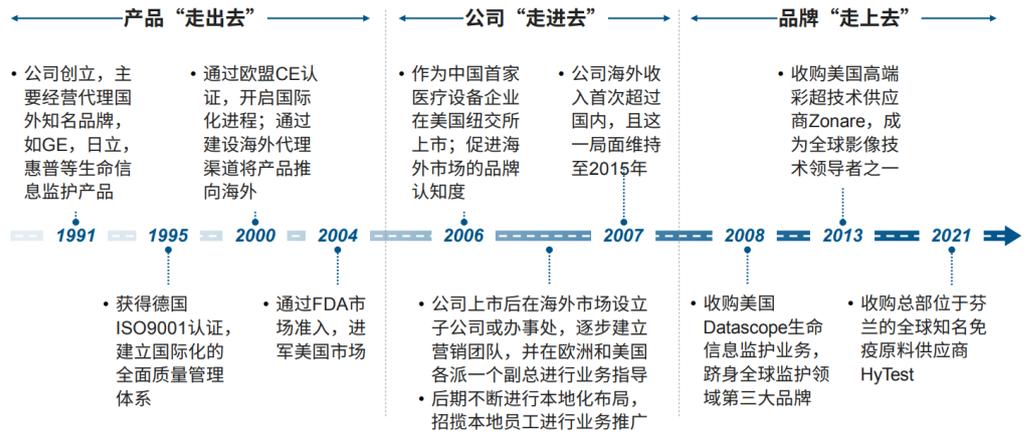


资料来源：同花顺，财信证券

器械出海已有数个成功案例。近年来，中国已陆续涌现出数个成功的药械企业通过自有品牌成功扩张出海的案例，这些企业分别走出了各有特色的出海路径。

迈瑞医疗通过“走出去”、“走进去”、“走上去”三步走策略，实现企业的成功出海。在海外拓展初期，公司主要通过建设海外代理渠道、将国内十年时间迭代优化的高性价比产品推向海外发展中国家基层及发达国家基础临床市场，从而迅速打开海外成长空间，实现产品“走出去”。拓展中期，公司开始海外市场设立子公司或办事处，并逐步建立营销团队，同时成功实现公司纽交所上市，让海外主流市场对公司及其产品的接受度进一步提高，实现公司“走进去”。拓展后期，公司在欧美国家开展了一系列高端市场标的的并购整合，以获取技术资源为主要目标，成功实现了公司监护仪、超声等重要产品的高端化，在壁垒较高、研发周期较长的中高端器械行业提升自身竞争力，并以此为契机成功突破国际高端市场，实现品牌“走上去”。

图 25：迈瑞医疗成功出海之路



资料来源：罗兰贝格，公司官网，财信证券

3 2024 年投资策略

(1) 多重因素影响下，板块走势疲弱。年初，受到疫情放开、医疗需求逐步恢复预期影响，行业整体表现较为平稳，进入二季度后院内院外诊疗需求恢复不及预期，此外海外美联储持续加息，国内医疗反腐行动的开展，导致医疗设备面临招投标及新产品入院速度放缓。同时，耗材集采持续扩面，叠加反腐影响，非集采产品放量速度受到影响，上述两个因素共同导致了行业的疲弱表现；进入四季度，反腐预期逐步消化，生化、肝功能集采等落地，以及创新器械支持政策的颁发，行业情绪有所回暖，下跌趋势止住。

(2) 国产医疗器械需求增长趋势不减。国内老龄化超预期加速，日益增长的老龄化将进一步增加各类疾病的患者数量，而增长的患者需求也将带动医疗器械各细分市场规模的进一步扩大；随着生活水平提高、医疗需求不断增加，我国医疗器械行业保持快速增长，国内市场快速扩容。而且由于相关基础学科和制造工艺的落后，我国医疗器械仍集中在中低端品种，高端医疗器械主要依赖进口，国产替代仍有广阔空间。

(3) 集采政策不断调整改善，对于行业估值压制也有望减弱。此前，对集采的悲观预期一直是压制板块行情的核心因素，但降价已不可逆转，市场对器械集采已有充分预期，且脊柱集采、电生理集采、冠脉支架集采续约都再次表明，集采是在保证临床效果的前提下，压缩渠道费用，给予生产企业合理利润；总体而言，集采政策已有明显调整改善，集采规则不断优化完善、降幅温和理性，预计未来也将持续回暖，我们认为部分产品临床效果过硬、配套服务优秀、供应能力出众、竞争格局较好的国产企业更易获取合理价格，借助集采快速提升市占率，未来集采对于行业估值压制也有望减弱。

(4) 创新和出海将是未来的发展核心。

医保政策整体意在推动产业创新升级、国产替代。从福建三明改革探索医疗模式，到成立国家医保局加强市场调节，医疗改革持续深入。实施“两票制”和药械集采挤出

流通水分，医疗反腐大力打击利益关键岗位、遏制“带金销售”，多项措施意在创除产业“黑金”环节，促进“医药分离”，降低医疗体系运转成本。近年来，**医保改革“减”的是黑色收入、不必要开支，“增”的是一揽子政策，鼓励药械创新、加快国产替代、助力产业升级。**药品医疗器械审评审批制度不断推进，流程持续优化，药械上市效率不断提升；《创新医疗器械特别审查程序》《医疗器械优先审批程序》等文件优先创新产品和临床急需产品快速过审，资源向具有明确临床价值的创新医械产品倾斜；政府支持采购国产器械，出台多项政策鼓励医疗机构在质优价廉的前提下购买国产设备及耗材。政策明确对加强医疗人才培养、引导医疗企业发展、重视国产产品销售等全产业链的扶持，意在推动行业国产替代、产业创新升级。

扬帆出海是国内企业发展的必经之路。医保控费带来价格压力，为了降低医疗成本、减轻患者负担以及优化医疗资源配置，医保控费措施持续推进，医生倾向于选择性价比更高的医疗器械，从而进一步压缩了医疗器械的采购价格空间；国际医疗市场空间广阔，对跨国医疗器械巨头，国内企业海外业务仍有发展空间；近年来，中国政府大力实施“一带一路”等开放战略，鼓励企业“走出去”，参与全球竞争。在医疗器械领域，政府通过提供出口退税、贷款优惠等政策措施，为企业出海创造了良好的外部环境；近年来，中国已陆续涌现出数个成功的药械企业通过自有品牌成功扩张出海的案例，这些企业分别走出了各有特色的出海路径。

我们认为真正具备创新能力、产品具备强临床价值、海外业务发展强劲的医疗器械公司有望长期受益。

投资建议：集采规则趋于温和成熟，综合考虑产品质量、市场份额、供应与配套服务等，充分考虑医疗机构使用习惯、给予临床更大选择空间、稳定临床使用格局；创新激励机制不断完善，集采方案尊重创新，给予高临床价值产品一定溢价，医保支付向创新药械倾斜；整体来看，集采非绝对“唯低价论”，中选价格核心决定因素为产品竞争格局与内在临床价值。我们认为具备临床价值的创新产品可在集采下快速放量，国产品牌有望凭借供应链优势、性价比与本土临床创新在竞争中扩大市场份额，加速实现进口替代，并实现集中度提升，我们看好具备自主创新能力与出海能力的医疗器械研发平台化厂家，如迈瑞医疗、心脉医疗、维力医疗、福瑞股份、澳华内镜、海泰新光等；同时在全民健康意识增强、人均收入持续增多背景下，我们关注疫情后期消费产品的需求复苏，建议关注受益于集采和国产替代的眼科器械创新型企业爱博医疗、家用器械企业鱼跃医疗等。

4 风险提示

- (1) 政策执行力度低于预期：相关政策支持可能存在进度不及预期风险；
- (2) 集采降价幅度超预期；
- (3) 供应链风险：中美摩擦等国际贸易受阻，进而导致相关零部件供应不足等。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438