

证券研究报告

2024年02月18日

行业报告 行业投资策略

医药生物

# 2024年度投资策略——医疗器械及出海专题

作者：

分析师 杨松 SAC执业证书编号：S1110521020001

分析师 张雪 SAC执业证书编号：S1110521020004

分析师 李慧瑶 SAC执业证书编号：S1110522080004



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 摘要

## 医疗设备：国际化浪潮持续加速，国内采购有望逐渐恢复

国内市场：采购短期受行业整顿升级影响，国产化是发展主旋律。自8月份以来，设备采购受到了医疗行业整顿升级的影响，国内公立医院招投标活动显著推迟，因此对国内各项业务的开展造成了不同程度的挑战，其中对于医疗设备类业务的影响较大。随着招标采购逐渐恢复，国产设备有望凭借较高的产品性能和强大的医工结合优势，持续提升市场占有率。

海外市场：发展中国家高歌猛进，发达市场高端突破。医疗设备出海在发展中国家市场处于快速增长的阶段，国内企业在2023年加快了海外渠道建设和产品进院。

## 医用耗材：集采品类范围有序扩大，国产化率和集中度持续提升，建议关注销售和研发创新能力

继支架、关节、脊柱等品类集采后，耗材集采的品类范围逐渐扩大，2023年以来，运动医学品类首次纳入国采，消化介入类器械、止血夹、胆胰扩张球囊等品类首次纳入联盟集采。对于已在执行期的品类，例如关节等即将迎来续标，对于部分国产企业带来的是利润的改善和份额的进一步提升。

从集采有外生变量变为内生假设的角度，企业的财务报表出清节奏更为清晰。集采后企业的库存出清和价格体系的变化对短期利润有一定冲击，在集采出清后，企业的增长来自于销售量的提升和差异化产品的推出等。在关节领域如春立医疗、爱康医疗，在经历1-2年的集采执行期后，已经恢复了较快增长。

## 行业发展趋势：高端化、国际化、智能化。

### 投资逻辑：

1) 国际化：国内企业已建立较为成熟的销售体系，实现了海外销售的规模化，并持续拓展。2) 进口替代：中国目前是全球仅次于美国的第二大医疗器械市场，随着医疗人才和国内医疗产业器械的发展，进口代替将是重要的投资逻辑之一；3) 渗透率提升：中国医疗资源配置水平与发达国家相比仍较大差距，发展空间充足，随着分级诊疗、千县工程等政策助推基层医疗机构提升配置；

### 相关标的：

医疗设备：迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、福瑞股份、开立医疗、鱼跃医疗、新产业、迪瑞医疗、海泰新光、澳华内镜；医用耗材：1) 骨科：春立医疗、爱康医疗、大博医疗、威高骨科、三友医疗等；2) 眼科：爱博医疗、昊海生科等；3) 消化：南微医学、安杰思；4) 心脑血管：惠泰医疗、微电生理、乐普医疗、微创脑科学、先健科技、迈普医学、归创通桥等；5) 微创外科：戴维医疗、西山科技；

风险提示：政策波动的风险、个别公司业绩不及预期、市场震荡风险、海外市场准入不及预期风险

# 医疗设备：国际化浪潮持续加速，国内采购有望逐渐恢复

□ **国内市场：采购短期受行业整顿升级影响，国产化是发展主旋律。**自8月份以来，设备采购受到了医疗行业整顿升级的影响，国内公立医院招投标活动显著推迟，因此对国内各项业务的开展造成了不同程度的挑战，其中对于医疗设备类业务的影响较大。随着招标采购逐渐恢复，国产设备有望凭借较高的产品性能和强大的医工结合优势，持续提升市场占有率。

□ **海外市场：发展中国家高歌猛进，发达市场高端突破。**医疗设备出海在发展中国家市场处于快速增长的阶段，国内企业在2023年加快了海外渠道建设和产品进院。**迈瑞医疗**的设备产品在欧美和发展中国家全面进入了高端医院和大型医疗集团；**新产业**在近2年时间已陆续完成设立了9家海外子公司，持续发力海外本地化经营，助力海外业务迈向新阶段；**联影医疗**2023年在新加坡、印度尼西亚雅加达、哥伦比亚波哥大新建东南亚及拉丁美洲区域子公司，形成全球市场“本土化、多元化、立体化”的综合营销体系及平台能力建设，加速公司在全球的业务拓展。

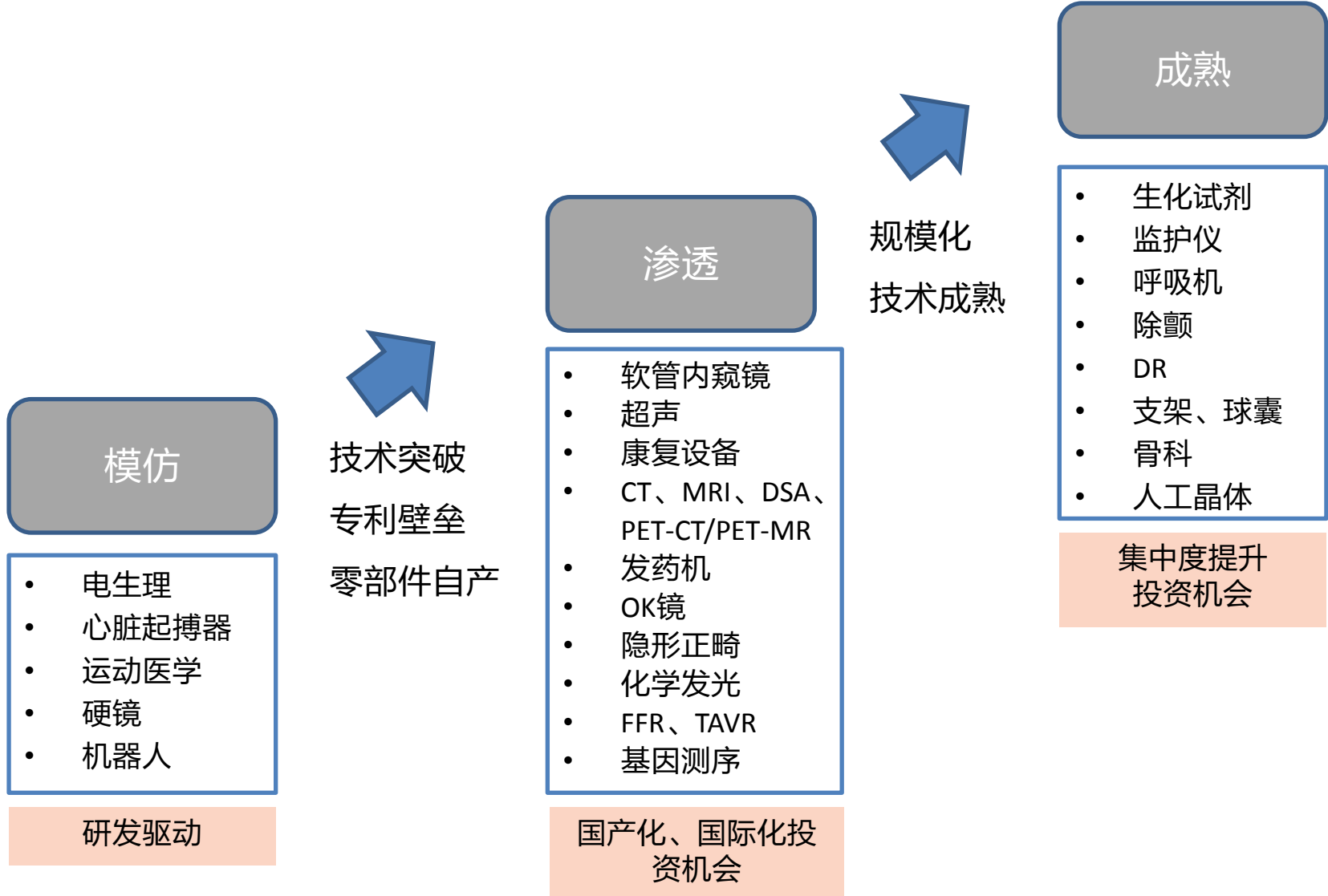
□ **行业发展趋势：高端化、国际化、智能化。**

1. 从**国内市场**角度，“国产化”趋势明朗，给了国内企业机会，例如软管内窥镜领域，国内企业在近两三年通过高端产品的上市，把握住了国产替代的机遇，在新基建、国产化政策助推的背景下，实现了快速渗透；
2. 从**全球市场**角度，欧美市场对高端产品、新兴市场对医疗设备的采购需求持续。重点关注自主可控、国际化等领域的优质标的。
3. 在**人工智能**领域，国内医疗设备技术领先，有望在这一领域实现超越。联影医疗在CT、MRI、PET/MR领域搭载了业界领先的深度学习人工智能技术，已经实现人工智能产品的创新，人工智能技术为产品高端化提供助推。

□ **投资逻辑：1) 国际化：**国内企业已建立较为成熟的销售体系，实现了海外销售的规模化，并持续拓展。2) **进口替代：**中国目前是全球仅次于美国的第二大医疗器械市场，随着医疗人才和国内医疗产业器械的发展，进口代替将是重要的投资逻辑之一；3) **渗透率提升：**中国医疗资源配置水平与发达国家相比仍较大差距，发展空间充足，随着分级诊疗、千县工程等政策助推基层医疗机构提升配置。

□ **相关标的：**迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、福瑞股份、开立医疗、鱼跃医疗、新产业、迪瑞医疗、海泰新光、澳华内镜

# 医疗器械：快速发展阶段，国产化机遇需把握

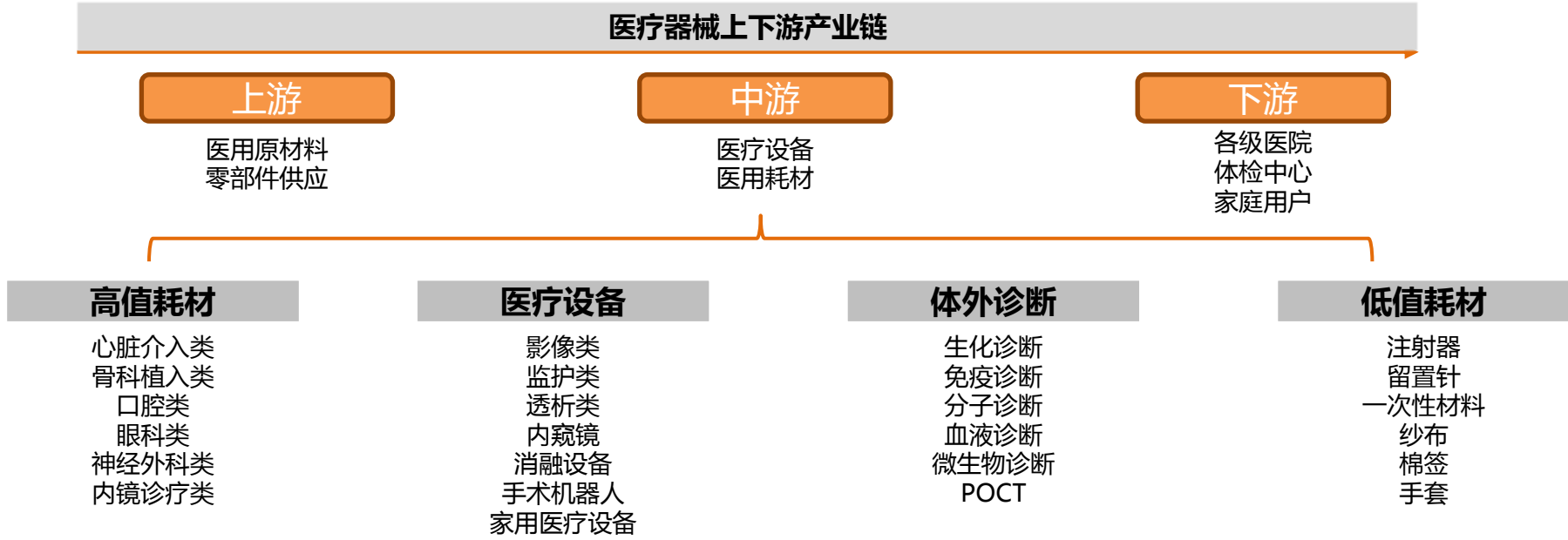


资料来源：开立医疗，伟思医疗，迈瑞医疗，爱博医疗，赛诺医疗，威高骨科，华大智造，和义广业创新平台公众号，医信通公众号，苏州市机器人产业协会公众号等，天风证券研究所；

# 医疗器械：严肃医疗+消费医疗，应用场景持续拓宽

- 上游：关键零部件自主可控趋势明显，政策支持、下游采购催化研发提速。
- 中游：供给端优化，联影医疗拉动国产医疗设备开启新一轮“研发+产业化”规模效应。
- 下游：需求旺盛，医疗机构鼓励国产设备采购，临床使用不断验证助推份额提升。

医疗器械产品分类		
医疗机构	医疗设备	<ul style="list-style-type: none"> <li>监护类设备；</li> <li>影像类设备（X光机、CT、MRI、超声等）</li> <li>诊断设备（血液细胞分析仪、生化分析仪等）；</li> <li>手术类设备（手术机器人等）</li> <li>消毒灭菌设备、手术室床床吊塔等</li> </ul>
	耗材	<ul style="list-style-type: none"> <li>一次性输液设备、纱布、止血海绵等；</li> <li>骨科、心脏支架等高值耗材；</li> <li>诊断设备用试剂</li> </ul>
家用医疗设备		血压仪、血糖仪、按摩椅、体重秤等



资料来源：《2020年中国医疗器械行业发展前景及投资机会研究报告》、迈瑞医疗招股书，天风证券研究所；

## 医疗耗材：刚需耗材增长有望持续，看好集采出清品种业绩改善

□ 集采品类范围有序扩大，国产化率和集中度持续提升，建议关注销售和研发创新能力。

继支架、关节、脊柱等品类集采后，耗材集采的品类范围逐渐扩大，2023年以来，运动医学品类首次纳入国采，心肌停跳液、吹雾管、胸骨结扎带、一次性输液接头消毒帽等品类首次纳入联盟集采。对于已在执行期的品类，例如关节等即将迎来续标，对于部分国产企业带来的是利润的改善和份额的进一步提升。

从集采由外生变量变为内生假设的角度，企业的财务报表出清节奏更为清晰。集采后企业的库存出清和价格体系的变化对短期利润有一定冲击，在集采出清后，企业的增长来自于销售量的提升和差异化产品的推出等。在关节领域如春立医疗、爱康医疗，在经历1-2年的集采执行期后，已经恢复了较快增长。

□ 高值耗材出海蓄势待发。高值耗材企业正在发力海外市场，爱康医疗海外业务上半年增长78%，收入占比达17%，海外渠道持续开拓；春立医疗已取得了十九个国家的注册证，同时髌、膝、脊柱三个系列产品获CE认证，加大国际化投入；三诺生物已建立较为成熟的海外销售渠道，积极通过多种方式开拓国际市场；三友医疗收购法国骨科公司Implanet股权，助力构建海外营销网络。高值耗材出海在发展中国家的探索取得一定成绩，在发达市场还需特色的、创新的、高端的产品进行突破，国内企业正在加速发力。

□ 我们认为高值耗材板块的布局价值在提升，建议关注：

- 1) 骨科：春立医疗、爱康医疗、大博医疗、威高骨科、三友医疗等
- 2) 眼科：爱博医疗、昊海生科等
- 3) 消化：南微医学、安杰思；
- 4) 心脑血管：惠泰医疗、微电生理、乐普医疗、微创脑科学、先健科技、迈普医学、归创通桥等
- 5) 微创外科：戴维医疗、西山科技；

# 高值耗材集采：中选价格波动性降低，提升预期的稳定性

- 中选的的概率得到保证，国产化率和集中度持续提升。
- 近几次集采思路在规则设定上，主要给出了几个维度：1) 分组；2) 最高有效申报价；3) 中选率；4) 复活机制；5) 量价分配关系；
- 带量采购对于头部企业的机会更大，国产企业可通过进口替代和抢占空白市场实现份额提升；
- 对于小企业通过超低价中选去抢份额的几率不大，也就使得企业的行为大多是降价保份额，企业选中的概率大幅度提升。

表：2023年高值耗材集采政策梳理

省份	时间	高耗品类
京津冀3+N	2023/5/22	关节骨水泥类
辽宁省、山西省等十一省	2023/5/26	补片类
山西省等八省二区	2023/6/6	止血类耗材
河南省等二十三个省	2023/8/10	通用介入类、神经外科类
京津冀/河南等十二省	2023/9/6	电生理类、腔镜切割吻合器类
北京、天津等十一省	2023/9/18	超声刀头类
河南等十二省	2023/9/26	骨科创伤类
国家	2023/11/10	人工晶体、运动医学
河北省等	2023/11/10	消化介入类等



表：2022年前高值耗材集采政策梳理

区域	时间	项目	政策文本/机制上的变化	简要点评	实际中选价
国家	2020/11/5	支架	低价中选，中选率10/27	利空，价格低于预期	469-798元
国家	2021/9/14	关节骨水泥类	增加最高有效申报价，中选率70%	利好，中标价格好于预期	5000-7000元
国家	2022/9/06	种植体	4500元最低价+可上浮20%	利好，价格好于预期	4500元且可以适当上浮
国家	2022/9/27	脊柱	增加复活（保中选机制）	利好，更加合理	
福建联盟	2022/10/14	电生理类、腔镜切割吻合器类	保留复活（保中选机制）	利好，价格好于预期	
江西联盟	2022/10/31	肝功生化类检测试剂	删除保底中标	利好，中选率提高	

# 人工晶体及运动医学国采：需求量120多万个，涉及133家申报企业，促进放量

- **人工晶体集采：**企业报价小于等于最高有效申报价的60%即可获得中选资格。与以往的药品集采、国家医保谈判不同，本次参与人工晶体类集采的企业求稳大于竞价，不少企业都是卡着最高有效申报价的60%中选。
- **运动医学集采：**外资企业参与国采程度越来越高，国产运动医学品牌体量较小，随着国采进行，国产产品的市占率和份额具有提升潜力。报价小于等于最高有效申报价的40%即可获得中选资格。

表：国家组织运动医学集中带量采购拟中选结果（部分）

产品类别序号	申报产品类别	申报企业	拟中选价格（元）
12	钛合金带线锚钉（1根缝线）	春立	886
		威高骨科	1223
		大博	1226
13	PEEK带线锚钉（1根缝线）	春立	1428
		大博	1425
		威高骨科	1425
		威高海星	1424
14	可吸收带线锚钉（1根缝线）	威高骨科	1633
15	全缝线带线锚钉（1根缝线）	威高骨科	1983
		大博	1977
16	钛合金免打结锚钉（含缝线）	春立	1614
		春立	1751
17	PEEK免打结锚钉（含缝线）	大博	1744
		威高骨科	1585
		威高海星	1584
18	可吸收免打结锚钉（不含缝线）	威高骨科	1633
20	钛合金界面固定钉（不带鞘）	威高骨科	800
21	PEEK界面固定钉（不带鞘）	春立	1328
		大博	1325
		威高骨科	1325
22	可吸收界面固定钉（不带鞘）	威高海星	1324
		威高骨科	1343
23	软组织固定钉	春立	908
24	可调式固定板	春立	2103
		大博	2096
		威高骨科	2097
		威高海星	2096
25	不可调式固定板	春立	1713
		大博	1706
		威高骨科	1716
		威高海星	1716
26	修复用缝线（超高分子量聚乙烯）	春立	303
		大博	298
		威高骨科	299
		威高海星	304
28	半月板修复缝合耗材（一体式）	大博	1539
		威高骨科	1548
		春立	1555
29	半月板修复双针耗材	春立	1055
		大博	1046

表：国家组织人工晶体集中带量采购拟中选结果（部分）

产品类别序号	品牌	申报产品类别	报量（个）	拟中选价格（元）	最高有效申报价（元）	降幅
1	豪雅医疗	非球面-单焦点-非散光（预装）	129065	950	1590	-40%
1	Lenstec（新产业）	非球面-单焦点-非散光（非预装）	87127	784	1390	-44%
1	爱博医疗	非球面-单焦点-非散光（非预装）	282854	797	1390	-43%
1	河南宇宙（昊海生科）	非球面-单焦点-非散光（非预装）	86651	811	1390	-42%
1	AAREN（昊海生科）	非球面-单焦点-非散光（非预装）	12843	822	1390	-41%
1	河南赛美视（昊海生科）	非球面-单焦点-非散光（非预装）	7115	831	1390	-40%
1	HexaVision（昊海生科）	非球面-单焦点-非散光（非预装）	2986	834	1390	-40%
2	爱尔康	非球面-单焦点-散光（非预装）	11256	1496	3180	-53%
2	爱博医疗	非球面-单焦点-散光（非预装）	8150	1886	3180	-41%
2	卡尔蔡司	非球面-单焦点-散光（非预装）	19036	1897	3180	-40%
3	爱尔康	双焦点-非散光（非预装）	12583	1796	4290	-58%
3	爱博医疗	双焦点-非散光（非预装，视力改善）	25790	2880	5140	-44%
3	卡尔蔡司	双焦点-非散光（非预装）	64878	2517	4290	-41%
3	Lenstec（新产业）	双焦点-非散光（非预装）	24253	2524	4290	-41%



# 腔镜切割吻/缝合器类福建联盟集采落地，促进渗透率提升

- 腔镜切割吻/缝合器类医用耗材省际联盟集采覆盖全国15个省区市，共有139家生产企业、2145家医疗机构参与，所涉及的医用耗材产品上年度采购总金额达68亿元，覆盖近50%的全国市场。
- 本次集采共136家企业中选，中选产品平均降幅55.52%。
- 腔镜吻合器中选价格大约在1000-2000元之间。电动腔镜吻合器中选价格大约在2000-5000元之间。
- 国产龙头产商有望进一步提高市占率，进口替代进程加快。

表：腔镜切割吻/缝合器类医用耗材中选产品清单

产品属性	注册证名称	生产企业 (部分)	中选价(元)	产品属性	注册证名称	生产企业 (部分)	中选价(元)
电动腔镜切割吻/缝合器	一次性腔镜用直线型电动转弯切割吻合器	维尔凯迪医疗	4000	腔镜切割吻/缝合器	一次性使用腔镜用直线型切割吻合器	维尔凯迪医疗	1100-1650
	一次性腔镜用电动切割吻合器；一次性使用电动腔镜直线型切割吻合器	维尔凯迪医疗	2700-3950		一次性腔镜用阶梯型直线切割吻合器及组件	天臣医疗	1480-2218
	一次性使用电动腔镜切割吻合器和钉仓组件	天臣医疗	3250-4870		一次性腔镜用直线型切割吻合器及组件	威克医疗	920-1360
	一次性腔镜用直线型电动切割吻合器及钉仓组件	威克医疗	2200-3000				
电动腔镜切割吻/缝合器钉仓(钉匣)	一次性腔镜用直线型电动转弯切割吻合器	维尔凯迪医疗	2600-2850	腔镜切割吻/缝合器钉仓(钉匣)	一次性使用腔镜用直线型切割吻合器组件	维尔凯迪医疗	860-1290
	一次性腔镜用电动切割吻合器；一次性使用电动腔镜直线型切割吻合器	维尔凯迪医疗	1900-2800		一次性腔镜用阶梯型直线切割吻合器及组件；一次性使用腔镜用切割吻合器和钉仓组件	天臣医疗	1110-1663
	一次性使用电动腔镜切割吻合器和钉仓组件	天臣医疗	2080-3118		一次性腔镜用直线型切割吻合器及组件	威克医疗	830-1230
	一次性腔镜用直线型电动切割吻合器及钉仓组件	威克医疗	1700-2500				

# 医疗器械出海：设备+耗材多维发力，头部企业海外收入占比持续提升

□ **医疗器械：**国内企业在医疗设备、IVD等领域已建立较为成熟的销售体系，实现了海外销售的规模化。

①常规医疗设备领域，以迈瑞医疗为代表的监护系列设备以及超声系列设备海外销售持续增长；

②在医学影像领域，超声、CT、MRI、高端PET/CT等产品已进入海外市场，有望替代GPS等进口品牌市场份额，国内企业在工程师红利的加持下，产品拥有较为明显的性价比优势和创新技术，渠道体系建设持续完善；

③在IVD出海方面，新冠疫情助力海外试剂出口渠道打开，企业在欧美、新兴国家市场的进院显著增加。后疫情时代，常规试剂产品在海外市场的销售也在持续增长。

□ **内镜领域，国内企业在内镜供应链体系崭露头角。**

我们认为，从内窥镜硬件和耗材的代工到自主品牌，国内企业出海+进口替代空间广阔。截至2022年，内镜相关企业海外业务收入已成为重要来源，如内窥镜硬件生产企业海泰新光（76%，2022年海外收入占比，下同）、开立医疗（45%）、澳华内镜（23%），内镜耗材企业南微医学（42%）、安杰思（48%）。

□ **相关标的：**迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、福瑞股份、开立医疗、鱼跃医疗、新产业、迪瑞医疗、万孚生物、海泰新光、澳华内镜，南微医学、安杰思、海尔生物、森松国际。

# 创新药公司与制药公司出海情况一览，产品市场化潜力逐步兑现

- **行业积累多年进入商业化兑现阶段，拥有重磅品种的公司具有领先优势。**中国创新药行业经过20余年快速发展，已有多家创新药公司取得了长足的发展。随着多家创新药公司拥有商业化品种，创新药行业进入业绩兑现阶段。拥有更高临床价值创新药品种以及商业化能力的创新药公司有望取得持续高速增长。
- **制药公司BD合作项目授出研发成果，加速商业化价值兑现。**2023年目前已达成多项授权出海交易，最高交易总额达80亿美元。2023年2月，恒瑞医药将SHR2554相关权益授予Treeline，石药集团将SYS6002相关权益授予Corbus Pharmaceuticals；7月，中国生物制药子公司F-star与武田制药达成新型Fcab结构域合作研究协议；8月，恒瑞医药将SHR-1905相关权益授予One Bio。进入10月恒瑞医药海外授权取得重大进展，相继与印度、美国、德国地区的公司达成协议，交易总额超22亿美元。其中与德国默克公司的交易总额超15亿美元，首付款超1.7亿美元。

**表：2023年中国企业授权出海项目**

日期	转让方	受让方	交易项目	交易总额（亿美元）	首付款（亿美元）
2022/12/21（2023/2/14生效）	科伦博泰	MSD	至多7个ADC项目	/	1.75
2023/2/13	恒瑞医药	Treeline	SHR2554	7.06	0.11
2023/2/13	石药集团	Corbus	SYS6002	6.85	0.075
2023/6/1	英派药业	Eikon	IMP1734等PARP1抑制剂	/	/
2023/6/15	睿跃生物	阿斯泰来	细胞周期蛋白降解剂	19	0.35
2023/6/26	百奥泰	Mega	BAT1706	/	/
2023/7/5	中国生物制药	武田制药	新型Fcab结构域	10	/
2023/8/14	恒瑞医药	One Bio	SHR-1905	10.25	0.215
2023/10/8	恒瑞医药	瑞迪博士实验室	吡咯替尼	1.525	0.03
2023/10/12	岸迈生物	Almirall	FIT-Ig	2.1	/
2023/10/12	宜联生物	BioNTech	ADC	10	0.7
2023/10/17	恒瑞医药	Eleva Therapeutics	卡瑞利珠单抗	6	/
2023/10/20	翰森制药	GSK	HS-20089	14.85	0.85
2023/10/24	联拓生物	BMS	mavacamten	3.5	/
2023/10/27	复宏汉霖	Intas	斯鲁利单抗	2.01	0.46
2023/10/30	恒瑞医药	默克公司	HRS-1167	15.34	1.73
2023/10/30	恒瑞医药	默克公司	HRA-1904	15.34（同上合并）	1.73（同上合并）
2023/11/1	基石药业	三生制药	PD-(L)1单抗CS1003	0.22	0.08
2023/11/13	传奇生物	诺华制药	CAR-T	11.1	1
2023/12/12	百利天恒	百时美施贵宝	EGFRXHER3 ADC	84	8

资料来源：科伦博泰官网公告，恒瑞医药官网，石药集团官网，英派药业公告等，天风证券研究所，注：项目截止至2023年12月12日

# 创新药产业趋势：出海兑现加强，美国获批上市产品逐渐增多

- 近年来，国产创新药在美国FDA获批情况呈现积极态势，多家企业成功获得FDA批准上市，并有部分企业NDA申报正在审查过程中。2023年下半年多家企业创新药成功获批，和黄医药与武田制药合作的咪喹替尼于11月在美上市，君实生物与海外合作方Coherus宣布，PD-1特瑞普利单抗已获FDA批准，百奥泰与Biogen合作的托珠单抗于10月获FDA批准上市。

表：截至2023中国创新药FDA获批情况

品种	公司	靶点	类型	上市适应症	上市时间	合作方	药物类别
贝伐珠单抗	百奥泰	VEGF	单抗	结直肠癌、非小细胞肺癌等	2023.12.07	/	生物类似药
F-627	亿帆医药	G-CSFR	大分子	化疗致中性粒细胞减少症	2023.11.17	/	创新药
咪喹替尼	和黄医药	VEGF1/2/3	小分子	结直肠癌	2023.11.09	武田	创新药
特瑞普利单抗	君实生物	PD-1	单抗	鼻咽癌	2023.10.29	Coherus	创新药
托珠单抗	百奥泰	IL-6R	单抗	中到重度类风湿性关节炎等	2023.10.08	Biogen International GmbH	生物类似药
利培酮缓释微球	绿叶制药	5-HT <sub>2</sub> 受体、多巴胺D <sub>2</sub> 受体、α肾上腺素受体	小分子	精神分裂症、双向情感障碍	2023.01.15	/	改良新药
本维莫德	天济医药	AHR	小分子	银屑病	2022.05.24	Dermavant Sciences	创新药
西达基奥仑赛	金斯瑞生物	BCMA	CAR-T	多发性骨髓瘤	2022.02.28	扬森	创新药
马来酸左旋氨氯地平片	石药集团	钙通道	小分子	高血压	2019.12.20	/	仿制药
泽布替尼	百济神州	BTK	小分子	套细胞淋巴瘤	2019.11.14	/	创新药
帕利哌酮缓释混悬注射液	绿叶制药	DRD <sub>2</sub> 、5-HT <sub>2A</sub>	新型制剂	精神分裂症等	2023.10.09 (NDA)	/	改良新药
替雷利珠单抗	百济神州	PD-1	单抗	经治的晚期或转移性食管鳞状细胞癌	2021.09.13 (NDA)	/	创新药
卡瑞利珠单抗+阿帕替尼	恒瑞医药	PD-1+VEGFR2	小分子	晚期肝细胞癌	2023.05.17 (NDA)	Elevar Therapeutics	创新药
曲妥珠单抗	复宏汉霖	HER2	单抗	乳腺癌	2023.02.15 (NDA)	Accord BioPharma Inc	生物类似药

## 风险提示

### □ 政策波动的风险

医保政策、服务价格调整等政策或对医药行业产生影响

### □ 个别公司业绩不及预期

公司经营过程中由于业务、管理、疫情、政策等内外部因素影响或对业绩造成一定波动

### □ 市场震荡风险

若市场风险偏好改变或对公司成长性预期有所调整，或可能影响公司估值水平的稳定性

### □ 海外市场准入不及预期风险

海外审批流程、市场环境、文化及人种与国内存在较大的差异。缺乏海外本地化管理和服务的经验、与海外客户沟通的经验可能对在地化销售产生负面影响

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下