

新旧交替，寻找增量

——2025年医药行业投资策略

行业深度

● 回顾：近四年是医药发展新旧动能转换的关键节点

从2021年2月医药生物(SW)指数见顶以来,本轮医药调整周期时间跨度超过3.5年,累计最大跌幅达到50.9%,时间跨度和累计跌幅均追平2015-2018年调整周期。底层原因在于近四年是医药行业发展新旧动能转换的关键节点,医保、医药和医疗“三医”联动,集采、国谈、DRG/DIP、公立医院改革等政策密集出台,伴随医药行业整体增速降档,细分行业持续分化。当前时点,医药行业几个边际变化:一是老龄化不断加深;二是医药业绩基本面逐渐走出新旧发展动能转换低谷;三是医药收缩性政策边际影响减弱,支持性政策效应开始释放;四是市场出清充分,包括估值出清和持股结构等方面。

● 策略：寻找增量——创新增量、替代增量与需求增量

我国医疗消费还有较大增量空间,这是医药投资的一切逻辑基础。医疗消费增量源泉来自老龄化大趋势下,人民群众日益增长的医疗保健需求。2023年,我国卫生总费用GDP占比为7.2%,低于全球平均水平3.0pct左右,远低于欧美发达国家12%左右的占比,整体层面增量空间依然较大。同时,发展新旧动能转换关键节点时分,分化成为医药行业显著特点,在细分行业和标的选择策略上,建议从增量的角度寻找投资机会,一是创新增量(创新产业链中的创新药和CXO),二是替代增量(眼科耗材&化学发光IVD),三是需求增量(血液制品、医疗设备)三个大方向。

● 创新产业链：政策全链条支持创新药，研发进入收获期

支持性政策《全链条支持创新药发展实施方案》顶层设计出台,政策从临床审评、医保/商保支付、入院配备、价格形成、投融资等全链条“真支持”药械创新。经过多年高强度研发投入,当前国产创新药逐渐进入收获期,一是上市品种逐渐丰富和销售规模的放大,部分创新药企逐渐实现盈亏平衡,实现研发-销售-研发经营闭环;二是国内创新药企和管线越来越多受到MNC药企的青睐,整体收购或管线海外授权(license-out)交易频出,总体交易和首付款金额明显提升,为创新药企带来宝贵现金流。CXO行业经历估值回调和大订单出清,地缘政治影响趋于缓和,在手订单恢复增长,行业边际改善。聚焦出海&研发销售闭环创新药企与CXO头部企业。

● 医疗耗材：集采降价出清下的加速国产替代

应采尽采是医疗耗材行业的发展趋势。国家带量采购落地后,耗材单价和覆盖地区对价格的影响基本出清;带量采购将国内外企业价格下拉至同一水平,进口产品渠道利润下降推动经销商向国产靠拢,加速国产替代进程,关注耗材集采降价出清后的国产替代机会。2025年主要聚焦:1.人工晶状体集采的降价影响有望于2025年H1出清,关注国产替代和高端产品占比提升推动的量价齐升机会。2.化学发光试剂第三次集采有望于2025年初落地,基本覆盖全国大部分地区和大部分试剂,集采对行业的降价影响结束,化学发光行业的存量替代空间广阔,关注国内龙头的国产替代机会。

● 血制品：打开浆量提升空间，业绩再入增长快车道

重视血制品的独特行业特性:高壁垒、寡头垄断及供需偏紧。近年来,国内血液制品企业的收购兼并事件迭起,行业内并购与国资、产业资本并购进入血制品行业行为日益增多,行业集中度大幅提升。从2023年开始,血制品行业采浆量快速增长,奠定血制品行业业绩再入增长快车道的物质基础;凝

推荐（维持评级）

李志新（分析师）

lizhixin@cctgsc.com.cn

证书编号: S0280523110001

庞雨东（研究助理）

pangyudong@cctgsc.com.cn

证书编号: S0280123100008

行业指数一年走势



相关报告

《首批 CHS-DRG 付费新药新技术名单在北京落地》2024-12-23

《医药开始反弹,有望结束近两个月的调整状态》2020-10-19

《收入端受疫情影响增速暂放缓,利润端多个子板块高景气》2020-09-21

《医药继续调整,子板块表现与中报业绩相关性较强》2020-09-08

《医保基金改革加强共济性和监管,龙头药店有望承接统筹基金》2020-09-03



血产品线的补齐，推动血制品企业吨浆产值提升。选股策略上，建议浆量优先，兼顾产线；标的推荐华兰生物、天坛生物。

● 医疗设备：延迟的采购需求恢复

受医疗反腐的影响我国医疗设备招标采购处于停滞状态，2024H1 全国医疗设备中标总金额约为 520 亿元，下降 35%；其中 24Q1 和 24Q2 分别同比下滑约 45%和 27%；我国医疗设备招标采购明显受到影响，设备更新需求被积压。2024 年 3 月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》为医疗设备行业招标采购带来了增量资金，各地政府积极响应；至 2024 年 11 月医疗设备招标采购出现了明显上扬；随着设备更新资金的陆续落地，医疗设备行业被积压的招标采购需求有望得到释放。

● **风险提示：**1、控费政策超出预期风险。仿制药集采与医保谈判均涉及药品价格，如果控费政策压力超出预期，将长期压制医药价格。2、国产替代不及预期风险。化学发光、高值耗材国产化率均较低，如果政策推动国产替代效果不及预期，将降低国产耗材类公司业绩预期。3、药品生产质量风险。医药是质量严控特殊产品，生产质量是第一生命线，如果发生药品质量问题或者生产存在合规风险，有可能药企将被吊销药品生产许可证或产生更严重的后果。4、投融资恢复不及预期风险。投融资关系创新药企现金流支持，如果投融资长期恢复不及预期，将不利于创新药研发。5、系统风险。

目 录

1、 复盘：医药新旧动能转换时分的起与伏.....	6
1.1、 本轮医药调整时间跨度和跌幅均追平 2015-2018 年周期.....	6
1.2、 近四年是医药发展新旧动能转换的关键节点.....	7
1.3、 医药新旧动能转换当下的几个确定性和边际变化.....	11
2、 寻找增量：创新增量、替代增量和需求增量.....	16
3、 创新药：政策全链条支持创新药，研发进入收获期.....	18
3.1、 政策“真支持”：全链条支持创新药发展.....	18
3.2、 国产创新药进入收获期：上市数量和销售规模快速放大.....	19
3.3、 国产创新药进入收获期：海外授权交易规模持续提升.....	20
3.4、 CXO：医药生物投资有望触底反弹，行业恢复增长.....	22
3.5、 相关受益标的：出海&研发销售闭环创新药企与 CXO 头部企业.....	24
4、 血液制品：打开浆量提升空间，业绩再入增长快车道.....	24
4.1、 重视血制品的独特行业特性：高壁垒、寡头垄断及供需偏紧.....	24
4.2、 血制品行业并购整合迭起，集中度趋向国际水平.....	27
4.3、 为什么血制品行业成长再出发？浆站审批红利，迎来采浆高速期.....	28
4.4、 选股方法论：浆量优先，兼顾产线.....	29
4.5、 重点推荐：华兰生物、天坛生物.....	31
5、 医疗设备：延迟的采购需求恢复.....	32
5.1、 医疗设备：政策资金双重刺激，有望进入上升周期.....	32
5.2、 政府采购支持国产政策，全面利好国内设备企业.....	35
5.3、 设备招标恢复受益标的：联影医疗、迈瑞医疗.....	36
6、 医疗耗材：集采降价出清下的加速国产替代.....	36
6.1、 眼科高值耗材：集采落地后降价影响有望出清.....	36
6.2、 化学发光 IVD：国采下的加速国产替代机会.....	40
7、 风险提示.....	44

图表目录

图 1： 2001-2024 年医药三次长时间跨度调整周期及跌幅比较.....	6
图 2： 2021 年以来医药各细分行业市场表现.....	7
图 3： 今年以来医药各细分行业市场表现.....	7
图 4： 2018-2023 年我国医保基金整体收支情况.....	8
图 5： 我国 DRG/DIP 付费模式全国落地情况.....	8
图 6： 2000-2024 年我国医药制造业经营业绩同比及 GDP 比较.....	9
图 7： 历次国家药品集采中标品种及平均价格降幅.....	9
图 8： 2020-2022 年恒瑞医药集采中标仿制药销售额.....	11
图 9： 恒瑞医药历年创新药上市数量及总营收占比.....	11
图 10： 2013-2023 年我国 60 岁以上年龄人群数量及占比.....	11
图 11： 60 岁以上老年人部分疾病患病率.....	12
图 12： 不同年龄人群年均医疗费用开支（元）.....	12
图 13： 2021 年以来医药各细分行业市场表现.....	12
图 14： 今年以来医药各细分行业市场表现.....	12
图 15： 2021 年-2024 前三季度医药细分行业营收和扣非归母净利润增速一览.....	13
图 16： 医药细分行业 PE（TTM）十年周期波动区间.....	14

图 17: 医药细分行业 PE (TTM) 十年周期估值分位数.....	14
图 18: 2018-2024Q2 全部公募基金医药持仓水平比较.....	14
图 19: 2018-2024Q2 公募基金持股医药细分行业比例%.....	15
图 20: 2023Q4-2024Q3 基金重仓持股医药细分行业变化.....	15
图 21: 2023Q1-2024Q3 医药行业基金重仓持股 CR20 变化.....	16
图 22: 2015-2023 年我国卫生总费用及 GDP 占比.....	17
图 23: 全球主要国家卫生费用 GDP 占比.....	17
图 24: 2016-2024 年国产创新药获批数量.....	19
图 25: 主要创新药企获批上市创新药品种数量.....	19
图 26: 2020-2024H1 国内创新药销售额快速放量.....	20
图 27: 2021-2024H1 国内主要创新药企创新药销售额.....	20
图 28: 2018-2024 年前三季度国产创新药 license-out 交易统计.....	21
图 29: 2019-2024 年中国 license-out 项目类型统计.....	22
图 30: 2023-2024 年 license-out 交易项目临床阶段统计.....	22
图 31: 全球医疗健康领域投融资/亿美元.....	22
图 32: 全球医药生物领域投融资/亿美元.....	22
图 33: 我国龙头医药公司研发支出/亿元.....	23
图 34: 我国医疗健康领域融资金额/亿元.....	23
图 35: 血制品行业拥有极高进入壁垒.....	25
图 36: 2023 年血制品行业采浆寡头垄断市场格局.....	26
图 37: 2019-2023 年主要血制公司应收款周转次数.....	26
图 38: 2019-2023 年主要血制公司库存商品可售月.....	26
图 39: “十二五”血液倍增计划完成情况.....	28
图 40: 2023-2024H1 主要血制品上市公司采浆同比增幅.....	29
图 41: 主要血制公司单位浆站年均采浆量/吨.....	30
图 42: 2020-2024 年主要血制公司新批/并购浆站数量.....	30
图 43: 我国各级医院数量/家.....	32
图 44: 我国卫生健康支出决算情况/亿元.....	33
图 45: 我国医疗设备招标采购金额 (周度数据) /亿元.....	35
图 46: 我国人工晶状体市场拆分 (按金额拆分) /%.....	38
图 47: 我国人工晶状体市场拆分 (按销量拆分) /%.....	38
图 48: 人工晶状体视程.....	38
图 49: 景深延长型人工晶状体设计.....	38
图 50: 人工晶状体置换手术价格拆分/元.....	39
图 51: 不同类型晶状体置换术集采前后降价幅度/%.....	39
图 52: 我国免疫诊断市场空间/亿元.....	40
图 53: 我国免疫诊断行业竞争格局/2021.....	41
图 54: 2024H1 我国化学发光仪器招标竞争格局 (按数量计算).....	41
图 55: 2024H1 化学发光竞争格局 (按仪器类型拆分).....	41
表 1: 历次高值医用耗材国家集采.....	10
表 2: 部分创新药高质量发展的支持政策.....	18
表 3: 我国医保对创新药支付倾向.....	19
表 4: 2024 年国产创新药 TOP10 license-out 交易.....	21
表 5: 2024 年《生物安全法案》相关事件走势.....	23
表 6: 我国 CR0 龙头公司订单恢复情况.....	24
表 7: 近十年来血制品行业重大并购事件.....	27

表 8: 我国各地方省“十四五”单采血浆站设置规划	29
表 9: 主要血制品上市公司产品线一览	30
表 10: 各地大型设备采购相关的以旧换新政策	33
表 11: 部分政府资金支持情况	35
表 12: 部分国家及省际联盟带量采购续标结果	36
表 13: 人工晶状体国采中标情况/元	37
表 14: 部分省份第四批国家医用耗材带量采购价格执行日期	37
表 15: 功能性晶状体集采竞争格局	39
表 16: 龙头公司体外诊断流水线产品性能	42
表 17: 我国化学发光集采	42
表 18: 二十八省体外诊断试剂联盟集采报量数据	42
表 19: 我国化学发光集采落地后国产企业获益	43

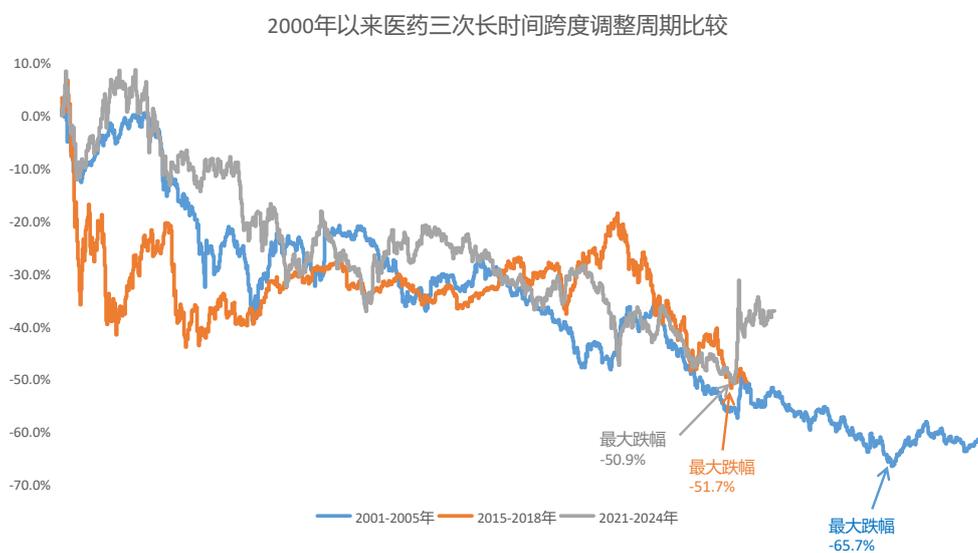
1、复盘：医药新旧动能转换时分的起与伏

1.1、本轮医药调整时间跨度和跌幅均追平 2015-2018 年周期

本轮医药生物调整时间跨度和整体跌幅均较大。从 2000 年新世纪以来，医药生物共经历了 5 次较为明显调整周期，其中 2008 年和 2011 年调整时间均 1 年左右，另外三次调整周期时间跨度较长，分别是 2001-2005 年，2015-2018 年和 2021-2024 年，时间跨度长达 3-4 年，累计最大跌幅高达 50% 以上。

从 2021 年 2 月医药生物（SW）指数见顶以来，本轮医药调整周期时间跨度超过 3.5 年，累计最大跌幅达到 50.9%，时间跨度和累计跌幅均追平 2015-2018 年调整周期，但下跌持续性强于上一轮调整周期。截至 12 月 24 日，2024 年初以来医药生物（SW）整体指数跌幅-11.6%，排 31 个 SW 行业指数倒数第一，市场表现不佳。

图1：2001-2024 年医药三次长时间跨度调整周期及跌幅比较



资料来源：Wind，诚通证券研究所

细分行业分化加剧。中药、原料药表现较好，器械、服务和生物制品大幅跑输行业整体指数。中药细分行业在这轮调整中表现相对较强，自 2021 年 2 月高点以来累计跌幅仅 6.1%（数据截至 2024 年 12 月 24 日，下同），大幅跑赢医药生物（SW）行业指数（累计跌幅 44.4%），尤其是品牌中药、OTC 中药部分优质公司甚至逆势上涨；而上轮领涨的细分板块如医疗服务（CXO 与医院服务）和生物制品板块调整较大，均较高点回调超过 60%，大幅跑输医药生物（SW）指数。今年以来，医药全部七个细分行业市场表现均不佳，其中，生物制品和医疗服务位列跌幅榜前两位，跌幅均超过 20%。

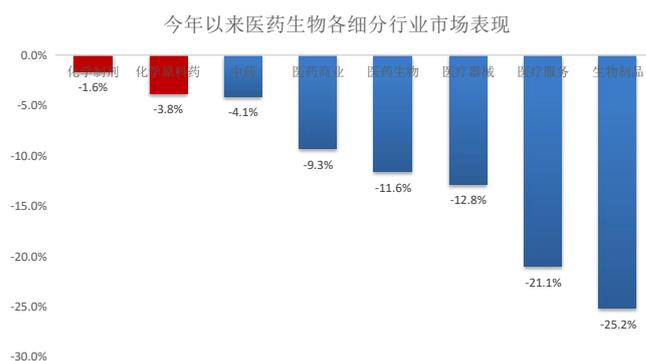
中药行业品牌中药和 OTC 品种消费属性明显，独家品种较多，政策相对友好，在本轮调整周期中市场表现最佳。原料药和化学制剂受集采影响边际减弱，医药商业、医疗器械经营平稳，市场表现跟随大势；医疗服务和生物制品跌幅较大，一是由于新冠红利消退，CXO 行业辉瑞小分子药物大订单和疫苗行业新冠疫苗红利出清，叠加估值消化；二是 CXO 行业受到外部地缘政治因素影响，导致细分行业市场表现不佳。

图2： 2021年以来医药各细分行业市场表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图3： 今年以来医药各细分行业市场表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

1.2、近四年是医药发展新旧动能转换的关键节点

近四年是医药行业发展新旧动能转换的关键节点。医保、医药和医疗“三医”联动：一是国家医保局成立后医保监管思维的新旧转换，看好用好关系老百姓的救命钱；二是医药企业的发展思维的新旧转换，从仿制药的旧到创新药械的新；三是医疗系统可持续发展思路的新旧转换，深化医疗体制改革，全面推行三明模式。

1、医保：2018 年国家医保基金成立后，看好、用好人民群众的保命钱是医保监管思维新旧转换的出发点。“看好”是保证医保基金的安全运行底线，严防医保收不抵支、资金耗尽的穿底风险，我国老龄化不断深化，参保覆盖率接近峰值的现实倒逼，**控费是必然出路**。“用好”是调和人民群众日益增长的医疗保健需求和医保基金不能无限满足的矛盾，动态调整医保目录吐旧纳新，支付模式从总额付费到 DRG/DIP 付费模式转换，是用好医保基金的主要手段。

医保收支增速剪刀差，控费是“看好”医保基金必然手段。据国家医保局披露数据，近年来我国基本医保覆盖人数达到 13.5 亿人，覆盖率稳定在 95% 以上，基本实现了全民参保的目标。2023 年，全国基本医疗保险基金（含生育保险）收入 3.35 万亿元，同比增 8.3%，支出 2.82 万亿元，同比增长 14.7%，**支出增速显著大于收入增速**。2023 年统筹基金（不含职工个人医保账户余额）当期结存 5039.6 亿元，累计结存 3.39 万亿元；2024 年 1-10 月，统筹基金总收入 2.12 万亿，支出 1.76 万亿，当期结余 3581 亿元，累计结余 3.75 万亿元。由于参保渗透率接近全民参保，未来基本医疗保险基金收入规模增长主要来自参保费率的提升，基金收入增长将从以前的参保率、费率两级推动，降为费率单级推动；而随着人口老龄化加深，我国年医疗服务量不断扩大，医保支出相对刚性。

“用好”医保基金的主要手段：医保目录动态调整和支付模式改革。2024 年 11 月 28 日，2024 年新版医保目录调整落地。自 2018 年国家医保局成立以来，连续 7 年开展医保药品目录动态调整，累计 835 种药品新增进入目录范围，其中谈判新增 530 种，竞价新增 38 种，同时 438 种疗效不确切或易滥用、临床已被淘汰、长期未生产供应且可被其他品种替代的药品被调出目录。通过七轮动态调整，医保目录内药品质量和结构明显优化，费用水平更加合理，保障水平明显提升；截至 2024 年 10 月底，协议期内谈判药品累计受益 8.3 亿人次，累计为患者减负超 8800 亿元，满足人民群众用上更好的药。

医保支付思维的新旧转换：从总额付费到 DRG/DIP 付费。我国医保付费模式进行了较长时间探索，从总额预付到总额+项目复合式医保付费，再到目前的 DRGs/DIP 付

费。2019-2021年，国家医保局先后启动了30个城市的DRG和71个城市的DIP国家试点。2021年11月，国家医疗保障局印发《DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》，截至到2023年底，全国超九成统筹地区已经开展DRG/DIP支付方式改革，全国384个统筹地区开展了按病组和病种分值（DRG/DIP）付费，其中开展DRG付费的城市190个，开展DIP付费的城市192个，天津、上海两个直辖市DRG和DIP并行付费。2024年7月，国家医保局颁布DRG/DIP付费2.0版，医保基金使用更加精准合理。

图4：2018-2023年我国医保基金整体收支情况



资料来源：国家医保局，诚通证券研究所

图5：我国DRG/DIP付费模式全国落地情况



资料来源：国家医保局，诚通证券研究所

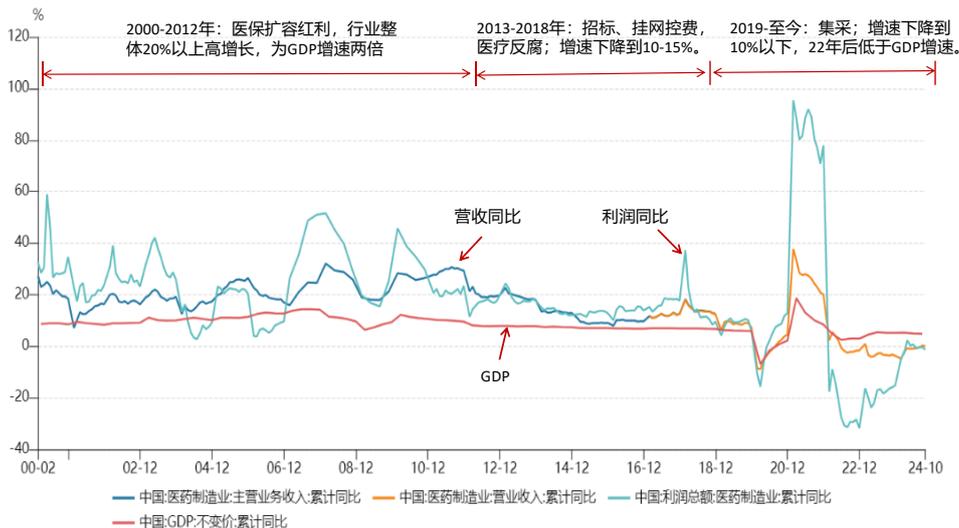
2、医药：集采后时代的新旧成长动能转换，从仿制药的旧到创新药械的新，影响医药企业增速降档。从医药制造业发展速度和驱动力分析，2000年新世纪以来，医药行业从过去医保扩容红利时代，行业整体性高速增长，逐渐回归到略高于GDP增速的相对低增速时期，且行业内分化不断加剧。

2000-2012年（高速发展期）：受益于医保扩容红利，行业整体保持20%以上高速增长，增速为同期GDP的两倍。从1998年我国正式实施城镇职工基本医保伊始，我国三项基本医疗保险制度（城镇职工、城镇居民和新农合）相继建立并完善，2012年底全民基本医保参保人数超13亿人，参保人口覆盖率提升到96%左右（按2012年末全国人口13.54亿计算）；医药行业受益于医保参保人数和缴费额度双提升，充分享受医保扩容的政策红利，行业整体保持年均20%的高速增长，为同期GDP增速两倍。

2013-2018年（平稳发展期）：医保控费和医疗反腐政策压制，医药制造业开展供给侧改革，行业增速降档到10%-15%间，为医药行业平稳发展期。医药制造业供给侧改革全面铺开，2015年开始新药临床数据核查，加快创新药临床审评；2016年国务院发文开展仿制药质量和疗效一致性评价。

2019年-至今（低速换挡期）：集采后时代，药企转型发展期，增速下降到10%以下。2018年3月，国家医保局成立，终结基本医保管理系统人社部（城镇职工和居民基本医保、生育保险）、卫健委（新农合）和民政部（大病医疗救助）和国家发改委（药品和服务价格监管）四龙治水的局面，极大显现国家医保局作为医疗最大支付方的身份。2019年后正式开始集采后时代，进一步压低医药行业的整体增速，下降到10%以下。2020-2021年疫情意外发生，给市场以医药重回高增长的幻觉；2022年，受2021年高基数影响，营收和利润增速双双大幅下降；2023-2024年，营收和利润增速低位逐渐回升，但仍持续低于同期GDP增速。

图6： 2000-2024 年我国医药制造业经营业绩同比及 GDP 比较



资料来源：Wind，诚通证券研究所

集采提质扩面将持续深化，仿制药高利润时代结束。药品国采已经经历十轮。我国自2018年底首次“4+7”城市试点集采以来，历时七年时间，我国共开展十轮全国范围药品集采，中标品种共涉及435种通用名品种，其中集采注射剂品种约172个，占比约40%，在历次集采中的占比不断提升；相对集采前各品种最高申报价格，前九轮整体中标价格平均降幅约为54%，最新第十轮降价幅度有所扩大，达到73%左右，创历史轮次新高。从2020年以来，省际联盟集团采购广泛化发展，大多数省份集采品种超过450个，接近提前完成“十四五”全民医保规划中提出的“2025年500个”集采目标。随着集采的开展，仿制药价格下降，市场份额重新划分，我们认为国内仿制药告别高利润率时代，逐渐向国际仿制药低利润率靠拢。

图7： 历次国家药品集采中标品种及平均价格降幅



资料来源：国家组织药品联合采购办公室，诚通证券研究所

在耗材方面，我国已经开展四批国家组织的高值医用耗材带量集采，集采品种分别为冠脉支架、人工关节、骨科脊柱、人工晶状体及骨科运动医学耗材，平均降价幅度为93%、82%、84%、60%和70%。第五轮国采医用耗材确定人工耳蜗为集采品种，

另外，叠加安徽、江西分别牵头的化学发光和生化试剂 IVD 集采，涉及全国广泛多数省份的省际联采。

表1： 历次高值医用耗材国家集采

	第一批	第二批	第三批	第四批
开标时间	2020年11月	2021年9月	2022年9月	2023年11月
采购品种	冠脉支架	人工关节	骨科脊柱耗材	人工晶体、骨科运动医学
集采数量（万套）	107	54	109	191、148
平均价格降幅	93%	82%	84%	60%、70%
预计节约资金（亿元）	109	164	260	106

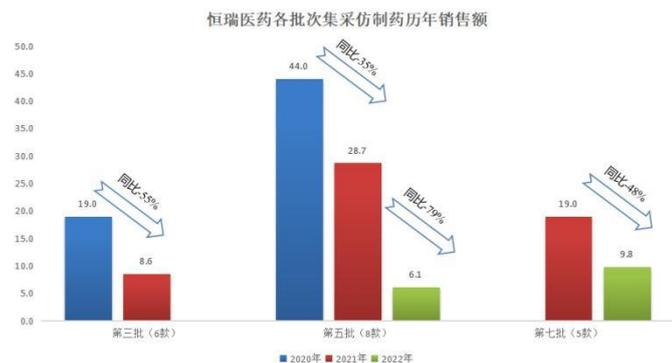
资料来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室，诚通证券研究所

从创新要发展，国产创新渐入收获期。我国传统制药企业和 Biotech 企业经过多年研发高投入，已经逐步进入商业收获期，创新药大单品国内外陆续上市并销售放量。**一是获批上市创新药管线快速丰富。**截止 2024Q3，恒瑞医药、百济神州、信达生物、康方生物、和黄医药等头部创新药企分别获批上市（含 license-in）17 款、17 款、11 款、4 款和 4 款。**二是自研创新药上市销售快速放量。**百济神州泽布替尼（商品名：百悦泽）分别在国内、美国、欧盟和日本等全球 70 个市场获批上市，2024 年前三季度全球销售额 18.2 亿美元左右，全年销售额突破 20 亿美元大关，成为国内首个全球年销售额破 20 亿美元大关的自主创新药品种；替雷利珠单抗（商品名：百泽安）已在中国、美国、欧盟、英国、巴西、新加坡等 42 个国家和地区获批上市，全球销售额从 2020 年上市首年的 1.63 亿美元，增长到 2023 年的 5.87 亿美元，年复合增长 53.3%。信达生物信利迪单抗继续保持快速增长，和黄医药的呋喹替尼在美国（2023 年 11 月）、欧洲（2024 年 6 月）上市后快速销售放量，2024 年前三季度实现海外销售额 2.03 亿美元。

以医药龙头恒瑞医药为例，仿制药集采带来的营收下滑和创新药连续获批上市带来发展新增量的碰撞，公司正在跨越发展新旧动能转换关键时点。

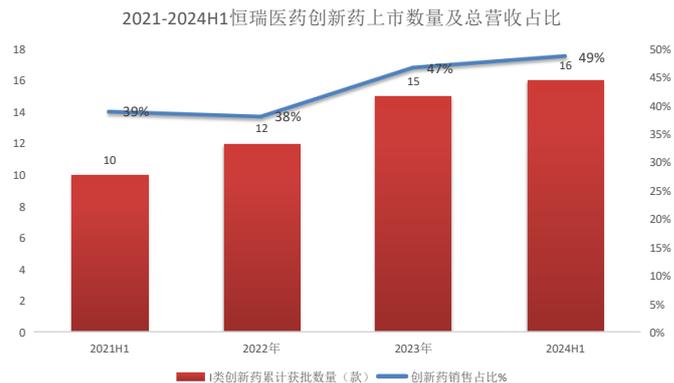
2021-2022 年，恒瑞医药连续两年营收和利润负增长，主要缘于公司仿制药品种集采和创新药投入产出滞后影响。自 2018 年以来，截至 2022 年末，公司进入国家集采的仿制药共有 35 个品种，中标 22 个，平均价格降幅 74.5%。集采各批所涉及的仿制药品种销售额逐年下降明显，如第五批集采所涉及的 8 款仿制药，2020 年销售额 44 亿元，2021 年下降到 28.7 亿元，同比下降 35%，2022 年进一步下降到 6.1 亿元，同比大降 79%。另外一方面，公司创新药研发投入强度不断提升，2020-2021 年连续两年研发投入增速超过 20%，研发营收比从 2019 年的 16.7% 快速上升到 2022 年的 29.8%，但创新药产出（上市&销售）相对缓慢，2021H1-2022 年，创新药在总营收中的占比维持在 38% 左右。2023 年恒瑞医药获批上市创新药上升到 15 款，创新药销售占比快速提升到 47%，2024H1 进一步提升到 49%。

图8： 2020-2022 年恒瑞医药集采中标仿制药销售额



资料来源：恒瑞医药 2020-2022 年报，诚通证券研究所

图9： 恒瑞医药历年创新药上市数量及总营收占比



资料来源：恒瑞医药 2021-2024H1 年报半年报，诚通证券研究所

3、医疗的新旧发展思路转换。三医联动中“医疗”领域改革主要集中在公立医院改革环节。一是分级诊疗制度建设，通过基层首诊、双向转诊、急慢分治、上下联动的方式，优化医疗资源配置，提高医疗服务效率；有助于缓解大医院就诊压力；在具体实施过程中，通过医保结算报销比例来推动患者主动分级就医。二是推动医药分家，通过改革公立医院补偿机制，逐步解决“以药补医”问题，降低药品在医疗支出中的比重。三是针对新冠疫情暴露出来的医疗服务地区分布不均的问题，着重增强市县级医院服务能力，推进区域医疗中心建设。

1.3、医药新旧动能转换当下的几个确定性和边际变化

首先，我国人口老龄化为持续加深，医疗需求增长的长逻辑稳固。

我国已经步入中度老龄化社会阶段。根据民政部发布《2023 年民政事业发展统计公报》显示，截至 2023 年底，我国 60 周岁及以上老年人口已达到 2.97 亿人，占总人口的 21.1%，已经进入中度老龄社会。预计到 2030 年，我国 60 岁以上人口将达到 3.6 亿人，占人口比重将达到 25%，进入重度老龄化社会阶段。

图10： 2013-2023 年我国 60 岁以上年龄人群数量及占比



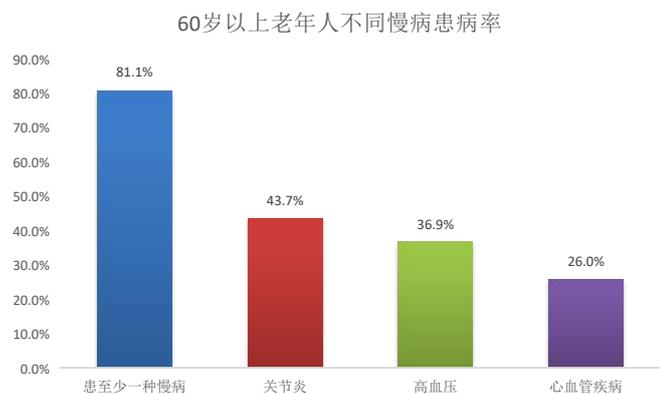
资料来源：民政部《2023 年度国家老龄事业发展公报》，诚通证券研究所

医疗需求与年龄正相关。一是老龄人群慢病患病率高，国际知名期刊 JAMA (IF 120.7) 关于我国老年慢病研究数据显示，我国 60 岁以上人群患有至少一种慢病比

例达到 81.1%，其中关节炎、高血压和心血管疾病患病率最高，分别为 43.7%、36.9% 和 26.0%。老年人患高血压、糖尿病、高血脂等三大慢病的比例大幅高于青壮年群体，如 65 岁以上人群高血压患病率超 55%，35 岁以下人群患病率则低于 6.0%。

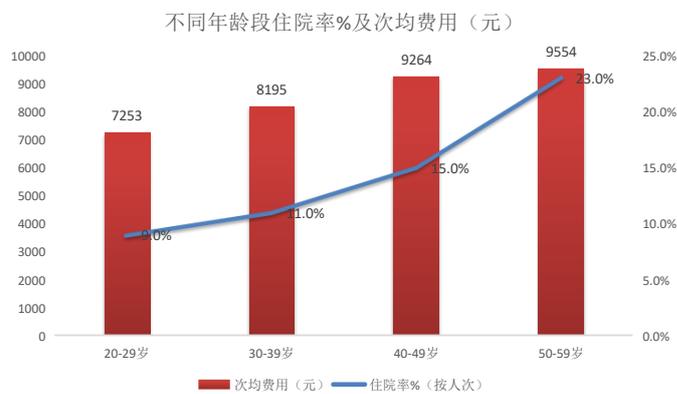
二是在不同年龄组住院率和次均费用方面，高年龄组明显高于低年龄组。据国家医保局统计数据，50-59 岁人群住院率（按人次）为 23.0%，次均费用 9554 元，分别高于 20-29 岁年龄组 155% 和 32% 左右。

图11： 60 岁以上老年人部分疾病患病率



资料来源：JAMA 《Chronic Disease in China: Geographic and Socioeconomic Determinants Among Persons Aged 60 and Older》，
诚通证券研究所

图12： 不同年龄人群年均医疗费用开支（元）



资料来源：国家医保局，诚通证券研究所

其次，医药发展新旧动能接续转换，业绩基本面逐渐走出低谷。

2024 年前三季度，医药行业整体营收同比微幅下降 0.5%，降幅相对上半年继续收窄(24H1 同比-1.1%)，利润负增长 7.4%，下降幅度大幅收窄(2023 年为-22.9%)。分季度中频来看，单季度营收同比降幅从 23Q3 以来逐渐收窄，**24Q3 单季度营收同比增长 0.7%**，营收再次回到正增长区间，医药行业单季度营收低点已过。

看好医药行业未来增速恢复到略高于 GDP 增速区间。据国家卫生健康委发布《2023 年我国卫生健康事业发展统计公报》显示，卫生总费用占 GDP 比重提升，从 2022 年的 7.1% 提升至 2023 年的 7.2%。当前，医药生物 (SW) 整体营收已经连续两年增速低于同期 GDP，医药上市公司代表我国最优质的医药企业集合，**我们看好医药行业未来增速恢复到略高于 GDP 增速区间。**

图13： 2021 年以来医药各细分行业市场表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

图14： 今年以来医药各细分行业市场表现



资料来源：Wind，诚通证券研究所

从细分行业看，化学制药（化学制剂&原料药）、血制品和耗材业绩增长稳定

性较好。化学制剂营收和扣非利润分别同比增 1.9%和 21.8%（2024H1 为 20.1%），行业经过 5 年集采洗礼，大品种基本应采尽采，行业逐渐趋于稳定；原料药行业利润恢复较好，去年业绩基数较低，今年前三季度利润同比增长 24.9%。血制品是亮点，前三季度营收和利润均维持双增，营收和利润分别同比增长 9.4%和 16.6%，从 2021 年以来，营收和净利润均维持年均 12%以上增速增长，利润受益采浆增量空间打开，未来增长确定性较高。

中药 2023 年创出历史最好业绩后，高基数影响下，今年前三季度营收和利润均个位数下滑（分别同比下降 3.2%和 9.7%）；医疗设备受医疗反腐和两新政策落地影响，医疗机构设备延期采购影响，前三季度营收净利润分别同比下降 2.0%和 14.5%，行业龙头迈瑞医疗、联影医疗 23Q3 单季度均同比负增长，但从 24Q4 季度开始，各地医疗设备采购进度明显加快，预计明年国内设备需求恢复明显。

CXO、IVD 虽有压力，但基本已处下行周期底部区间。CXO 行业同比增速下滑较大，主要归因于去年还有大订单因素影响，我们认为虽有压力，但基本处于下行周期底部，一是大订单出清业绩触底，二是投融资回升、新增订单保持增长；IVD 行业 2023 年新冠扰动出清，化学发光细分优异，行业龙头迈瑞（IVD 分部）、新产业、亚辉龙均维持较快增长。

图15： 2021 年-2024 前三季度医药细分行业营收和扣非归母净利润增速一览

细分行业	营收同比增速				扣非归母净利润同比增速			
	2021年	2022年	2023年	2024前三季度	2021年	2022年	2023年	2024前三季度
化学制剂	8.2%	3.3%	0.5%	1.9%	9.0%	14.8%	-13.0%	21.8%
中药	5.2%	4.1%	6.0%	-3.2%	14.3%	-0.4%	26.8%	-9.7%
CXO	42.7%	57.5%	-1.0%	-7.7%	66.3%	86.0%	-13.8%	-32.6%
原料药	14.6%	6.5%	-1.9%	9.3%	-2.4%	4.7%	-24.0%	24.9%
医药流通	11.0%	6.4%	7.5%	0.8%	-1.9%	-3.8%	-1.4%	-1.2%
线下药店	14.5%	30.4%	10.8%	7.2%	-3.8%	37.5%	-2.4%	-22.6%
医疗设备	16.8%	14.5%	10.8%	-2.0%	11.7%	12.4%	9.5%	-14.5%
医疗耗材（剔除新冠）	7.3%	-13.2%	-4.1%	8.4%	-10.5%	-55.2%	-26.7%	15.5%
IVD	35.8%	61.2%	-60.5%	-5.3%	47.8%	70.1%	-89.6%	-10.6%
医院	21.5%	-1.1%	27.5%	1.7%	78.3%	-45.1%	664.7%	-8.6%
疫苗（剔除新冠）	31.8%	56.3%	18.3%	-38.7%	28.7%	54.1%	-25.6%	-61.2%
血制品	24.6%	17.0%	14.2%	9.4%	8.1%	16.2%	7.3%	16.6%

资料来源：Wind，诚通证券研究所

再者，政策面的边际变化：收缩性政策影响边际减弱，支持性政策出台。

集采、反腐等收缩性政策影响边际减弱，全链条支持创新药等积极性政策开始显现推动力。

集采收缩影响已显著边际减弱。首先，药品大品种已经应采尽采。7 年十批集采 435 个品种，叠加省际联采品种，我国绝大部分省市提前完成《“十四五”全民医疗保障规划》中提出的“2025 年 500 个”集采目标。其次，市场预期趋于稳定，医保《谈判药品简易续约规则》和《非独家药品竞价规则》公布，历次国采价格平均降幅稳定在 54%左右，到期后原价续标成为主流，甚至出现涨价续标，如冠脉支架和胰岛素集采部分中标企业产品涨价续标；另外，集采合同周期拉长，第九批集采从落地之日算起，周期约 3.5 年，胰岛素续标有效期至 2027 年底，周期 3-4 年。

医疗反腐进入常态化，强调聚焦两个“关键”。2023 年 7 月卫健委会同公安部、医保局和审计署等 10 部委开展的全国医药领域腐败问题集中整治工作，历时一年多后进入常态化反腐阶段，强调反腐要“集中突破，纠建并举”，聚焦两个“关键”。

《全链条支持创新药发展实施方案》顶层设计支持性政策出台。2024 年 7 月，

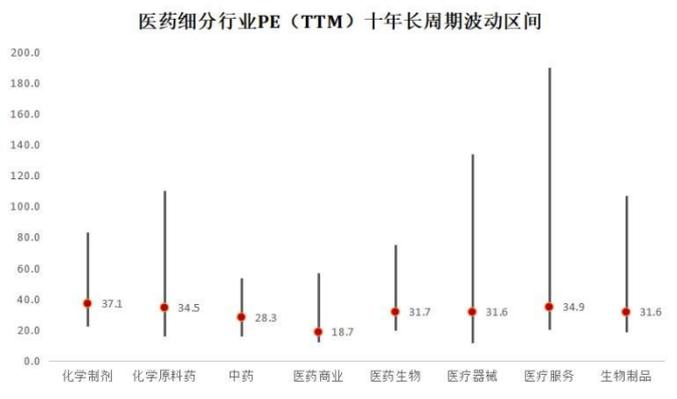
国务院审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》，为我国创新药发展大计的顶层设计文件。《方案》指出要全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。《方案》充分体现出国家对推动创新药全产业链开放创新的决心，创新药发展生态有望得到全方位完善。

最后，市场面出清，高估值消化充分，基金持股已达六年历史极低位。

截至2024年12月24日，医药生物行业PE（TTM）、PB（LF）分别为31.7倍和2.5倍，估值分位分别为33%和7%。2021年周期顶点，医药生物（SW）指数PE（TTM）约61.6倍，PB（LF）5.4倍。我们认为医药行业经历连续多年估值回归，当前估值已经处于十年波动周期相对底部区间，估值消化充分。

细分行业看，生物制品和医疗服务PE（TTM）估值分位低于全行业整体，低于30%分位，化学制剂、原料药、医药商业与中药分位在40%-50%间，医疗器械在35%左右，具体细分估值分位如下图所示。

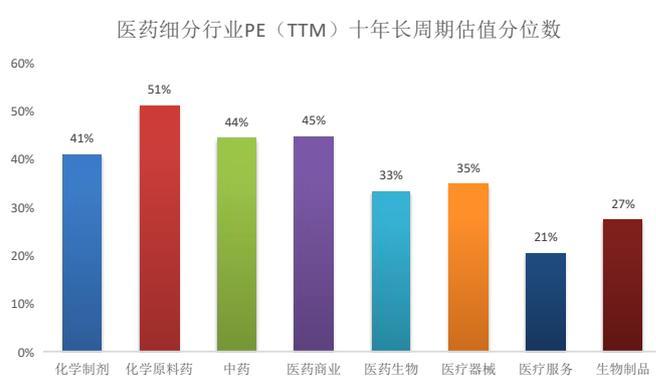
图16：医药细分行业PE（TTM）十年周期波动区间



资料来源：Wind，诚通证券研究所

备注：红点为当前PE（TTM），褐色线条为十年PE波动区间

图17：医药细分行业PE（TTM）十年周期估值分位数



资料来源：Wind，诚通证券研究所

持股宏观：全部公募基金持仓医药比例创出六年历史新低。截止2024Q2，内地公募基金全部医药持仓比例为9.99%，与2020Q2高位相比（16.28%），大幅下滑6.29pct，全部公募基金持仓医药比例已经创出六年新低水平，如果剔除医药主题基金和医药被动ETF基金，非医药主动管理基金持仓医药比例更低。

图18：2018-2024Q2全部公募基金医药持仓水平比较



资料来源：Wind，诚通证券研究所

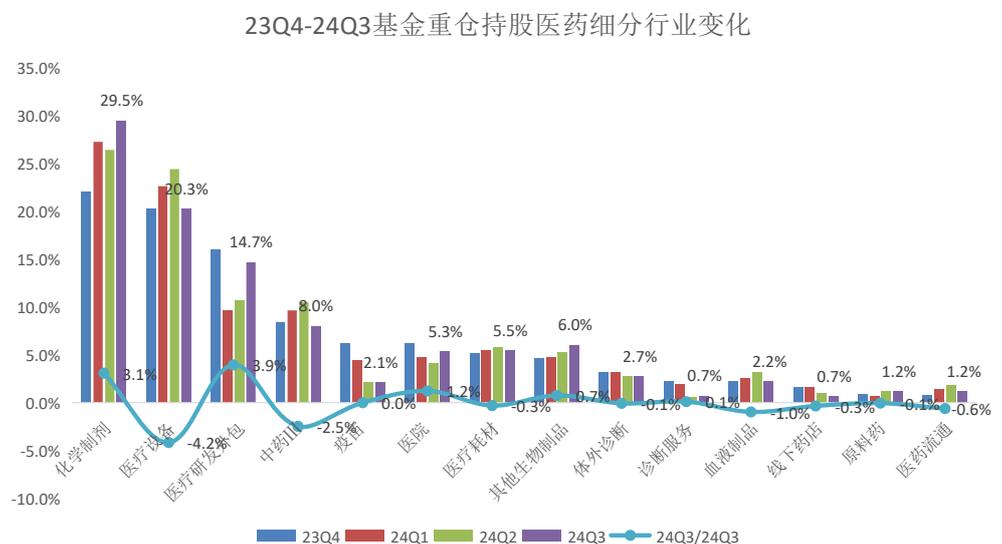
持股中观：从医药行业六年（2018-2024Q2）完整牛熊周期历史持仓比例看，血制品、疫苗在 20Q2 现五年历史最高持仓比例后持续回落，但血制品在 22Q2 率先持仓触底，持仓占比在 24Q2 已经创出历史新高，而疫苗则受新冠疫苗红利退潮和行业竞争加剧影响，24Q2 基金持股创出六年历史新低。从 20Q4 开始基金持仓中药比例不断走高，对应中药 SW 指数区间涨幅 9.9%（2021Q1-2023Q3），市场表现最优，但已经到 5 年相对历史高位。医疗服务持仓持续下跌，CXO 和医院已经回到疫情前水平。化学制药、医疗器械和医药商业持仓稳定性较好。

图19： 2018-2024Q2 公募基金持股医药细分行业比例%

所属细分行业	2018Q2	2018Q4	2019Q2	2019Q4	2020Q2	2020Q4	2021Q2	2021Q4	2022Q2	2022Q4	2023Q2	2023Q4	2024Q2
医药生物	12.64	10.45	10.85	10.71	16.28	12.44	12.98	10.54	10.29	11.46	11.40	13.06	9.99
化学制药	3.94	2.48	2.78	2.75	3.87	2.42	1.68	1.50	1.31	1.91	2.47	3.00	2.59
化学制剂	3.65	2.19	2.36	2.25	2.98	2.00	1.34	1.03	1.00	1.59	2.21	2.76	2.39
原料药	0.28	0.29	0.42	0.51	0.89	0.42	0.34	0.47	0.31	0.32	0.26	0.23	0.21
中药III	2.06	1.55	1.12	0.68	0.60	0.43	0.53	0.76	0.90	1.04	1.66	1.36	1.22
生物制品	2.36	2.08	2.35	2.11	3.50	2.40	2.09	1.76	1.80	1.89	1.62	2.26	1.44
疫苗	0.89	0.86	0.87	0.88	1.59	1.13	1.18	0.79	0.78	0.68	0.51	0.73	0.33
血液制品	0.08	0.14	0.19	0.14	0.27	0.16	0.12	0.09	0.08	0.12	0.20	0.33	0.36
其他生物制品	1.39	1.09	1.29	1.09	1.64	1.12	0.79	0.89	0.94	1.09	0.91	1.21	0.75
医药商业	1.29	0.97	0.79	0.59	0.65	0.37	0.25	0.21	0.21	0.42	0.53	0.46	0.37
线下药店	0.54	0.43	0.46	0.32	0.50	0.31	0.19	0.16	0.15	0.31	0.21	0.25	0.12
医药批发	0.74	0.54	0.33	0.27	0.15	0.06	0.06	0.05	0.06	0.11	0.32	0.21	0.25
医疗器械	1.37	1.63	1.64	2.02	3.78	2.57	2.89	2.31	1.98	2.52	2.57	3.29	2.87
医疗设备	0.24	0.71	0.62	0.69	1.28	1.30	1.45	1.33	1.12	1.56	1.46	1.91	1.74
医疗耗材	0.78	0.68	0.69	0.98	1.73	0.84	1.10	0.77	0.68	0.74	0.77	0.83	0.68
体外诊断	0.35	0.24	0.33	0.35	0.77	0.43	0.34	0.20	0.18	0.23	0.34	0.55	0.45
医疗服务	1.63	1.73	2.16	2.55	3.89	4.25	5.53	4.00	4.09	3.67	2.55	2.70	1.49
CXO	0.51	0.57	0.86	1.28	2.17	2.42	3.54	3.04	2.84	2.30	1.43	1.70	1.01
医院	1.05	1.07	1.13	1.04	1.23	1.48	1.62	0.75	1.07	1.19	0.88	0.75	0.40
诊断服务	0.07	0.10	0.17	0.23	0.49	0.34	0.37	0.21	0.19	0.18	0.25	0.24	0.08

资料来源：Wind，诚通证券研究所 备注：色阶为横向比较

基金重仓持股医药细分行业从近一年基金持股百分占比来看，截至 24Q3 数据，化学制剂、医疗设备和 CXO 为基金前三大持仓细分行业，分别占基金医药持仓的 29.5%、20.3% 和 14.7%。化学制剂持仓占比持续提升，其他生物制品（主要是创新药）持仓占比连续提升，24Q3 持仓占比上升到 6.0%，超过医疗耗材、医院服务，排基金总仓持股医药细分行业第 5 位。

图20： 2023Q4-2024Q3 基金重仓持股医药细分行业变化

资料来源：Wind，诚通证券研究所

持股微观：基金重仓持股 CR20 有明显变化。从近两年基金重仓持股 CR20 变化来看，基金机构对 CXO、连锁医院、疫苗和中药明显有调出趋势，除中药外，CXO、连锁医院和疫苗也是 2021 年本轮周期顶点配置最多的细分行业；另外，对创新药、医疗器械增持明显，创新药重仓持股 CR20 从无到有，2024Q3 已经占据 3-4 席，医疗器械从迈瑞医疗一家增加到现在 5 席，且持股排名不断提升。

图 21： 2023Q1-2024Q3 医药行业基金重仓持股 CR20 变化

重仓持股 CR20	所属行业	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	趋势
药明康德	CXO	1	3	1	3	3	3	3	→
泰格医药	CXO	5	12	8	13	9	7	5	→
药明生物	CXO	13	16	5	8				↓
凯莱英	CXO	15	17	7	19				↓
康龙化成	CXO	16		14	15			9	↑
九洲药业	CXO	20							↓
金域医学	IVD	10	10	13	10	13			↓
新产业	IVD				11	15	13	14	↑
百济神州	创新药					19	18	10	↑
百利天恒-U	创新药						19	15	↑
泽璟制药-U	创新药							17	↑
恒瑞医药	化学制剂	4	2	3	2	1	2	1	→
华东医药	化学制剂	11	15	20					↓
人福医药	化学制剂	14	13	15	12	18		19	↓
科伦药业	化学制剂		20		16	7	5	7	↑
诺泰生物	化学制剂						12	13	↑
爱尔眼科	连锁医院	3	4	4	5	4	6	4	→
通策医疗	连锁医院	19							↓
美年健康	连锁医院		18	19					↓
长春高新	生物制品	9	9	9	7	12			↓
上海莱士	生物制品						16	20	↑
天坛生物	生物制品						17		↑
爱美客	医疗美容	6	7	11	18	11			↓
迈瑞医疗	医疗器械	2	1	2	1	2	1	2	→
惠泰医疗	医疗器械		19	18	14	8	8	8	↑
联影医疗	医疗器械				6	5	4	6	↑
鱼跃医疗	医疗器械					16	10	13	↑
爱博医疗	医疗器械							18	↑
智飞生物	疫苗	7	6	6	4	6	15	16	↓
沃森生物	疫苗	17							↓
同仁堂	中药	8	5	10	9	20	20		↓
片仔癀	中药	12	8	12	17	14	14	15	↓
太极集团	中药	18	14	17	20				↓
华润三九	中药		11	16			11	12	→
东阿阿胶	中药					10	9	11	→

资料来源：Wind，诚通证券研究所

2、寻找增量：创新增量、替代增量和需求增量

老龄化不断加深人口环境下，我国医药行业坡长雪厚；政策面收缩性政策影响边际减弱，支持性政策效应逐渐显现；市场面充分出清，我们建议整体上提升对医药的关注程度。细分行业和标的选择策略上，建议从增量的角度寻找投资机会，一是创新增量（创新产业链中的创新药和 CXO），二是替代增量（眼科耗材&化学发光 IVD），三是需求增量（血液制品、医疗设备）三个大方向。

医药整体仍有较大增量空间。我国医疗消费还有较大增量空间，这是医药投资的一切逻辑基础。2023 年，国内卫生总费用 9.1 亿元，同比增长 6.2%；2015-2023 年 CAGR 为 10.4%。我国卫生总费用占名义 GDP 比例从 2015 年的 5.9% 持续提升到 2023 年的 7.2%，但同比世界发达国家比仍有较大差距，世界主要国家卫生费用 GDP 占比（2021 年）分别是：美国 17.4%，英国 12.4%、法国 12.3%、日本 10.5%、巴西 9.9%，全球平均水平 9.9%（2022 年），均显著高于我国水平，我国在卫生费用总量上仍有较大提升空间。

图22： 2015-2023 年我国卫生总费用及 GDP 占比



资料来源：国家卫健委历年《卫生健康事业发展统计公报》，国家统计局，诚通证券研究所

图23： 全球主要国家卫生费用 GDP 占比



资料来源：WHO，国家卫健委《2023 年卫生健康事业发展统计公报》，诚通证券研究所

细分行业和标的选择策略：创新增量、替代增量和需求增量

创新增量：创新药械是典型的增量市场，满足临床未被满足的医疗需求。创新药、创新疗法改善患者治疗效果，能够满足特定的医疗需求，具有较大的市场潜力和增长空间。此外，一些难以治愈的疾病如癌症、罕见病、慢性病等，对创新药的需求尤为迫切。如肿瘤药物开发，从最初的化疗放疗，到靶向药物治疗，各种单抗、双抗、多抗免疫治疗，以及正在兴起的融合治疗比如 ADC（抗体偶联药物）、RDC（放射性核素偶联药物），兼具免疫治疗和精准放疗的融合治疗。关注创新产业链中的创新药企及提供研发、生产外包服务的 CXO。

替代增量：并不是所有集采都带来减量效应，国产化率低的耗材，可以通过集采加速国产替代进程，同时产品迭代也弱化集采减量效应，最典型的细分领域如化学发光 IVD（国产替代）和眼科耗材（产品迭代）。

化学发光 IVD：集采下的加速国产替代逻辑。迈瑞医疗、新产业等借助集采快速进入三级以上医院渠道，扩大市场份额。截至目前，国内共进行三次较大范围 IVD 试剂集采，分别是 2021 年安徽省试点化学发光试剂集采，2023 年安徽牵头的首次 25 省联盟化学发光试剂集采（传染病 8 项、性激素 6 项、糖代谢和 HCG 项目）和江西牵头的 27 省联盟生化试剂集采（肝功试剂），对国产 IVD 试剂都是机会大于挑战。2022 年，迈瑞在安徽省的化学发光业务实现超过 85% 的增长，试剂收入增量超 1 亿元，成功突破空白三级医院 35 家。执行较快的江西生化肝功试剂联盟集采，迈瑞医疗新一代 BS-2800M 高速生化仪 2023 年在集采省份装机 330 多台，同比增长 72%，其中三级医院装机接近 200 台，肝功试剂收入增速显著快于生化业务平均增速。另外，国内生化市场的集中度在加速提升，2023 年底迈瑞医疗生化业务的占有率已提升至 15%，2024H1 市占率进一步提升至 17%。

眼科耗材：2023 年天津牵头的国采第四批高值耗材落地，人工晶状体产品降价温和，平均降价 31-44%。目前我国单焦点人工晶状体是主要的存量市场，约占 81% 的手术量。功能性晶状体是增量市场，包括散光矫正人工晶状体，多焦点人工晶状体和景深延长人工晶状体，总量约占 19% 的手术量。功能性晶状体对患者生活的改善明显强于单焦点晶体，有望实现对单焦点晶体的产品替代。

需求增量：由于血浆资源属性，血液制品是典型的供给受限行业，而血制品行业需求端不断扩张，一是我国老龄化程度加深，对血制品的整体需求也不断上升；二是新冠疫情使血制品在临床上的认知进一步提升，尤其是静丙的临床价值凸显。医疗设备两新政策落地，延迟的医疗设备招采在今年第四季度开始显著恢复，同时

政府采购支持国产设备政策出台，利好国产医疗设备企业。

3、创新药：政策全链条支持创新药，研发进入收获期

3.1、政策“真支持”：全链条支持创新药发展

全链条支持创新药的发展，各地政府给予创新药产业链资金支持。2024年7月5日国务院常务会议审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》；北京、上海、广州、珠海等地先后推出新一轮支持生物医药产业发展的措施，从研发至销售环节全链条支持创新药产业的发展。按临床试验阶段对创新药的研发给予奖金支持，缓解企业的短期资金压力；缩短临床试验启动时间，提高医学伦理的审查效率，加速创新药研发流程；支持CRO企业的发展，给予项目奖金，降低biotech企业的研发压力；加大创新药械入院和医保支付的支持力度，支持创新药企业的盈利。

表2：部分创新药高质量发展的支持政策

时间	部门	政策	重点支持
2024年4月	北京市医保局	《北京市支持创新医药高质量发展若干措施（2024年）》	缩短临床试验启动时间，将临床试验启动整体用时压缩至28周以内，并持续加速。 支持重点企业实现全球同步开展临床试验。 加速创新药械的审评审批，药品补充申请审评时限从200日压缩至60日、药品临床试验审批时限从60日压缩至30日。 促进医药贸易便利化，努力拓展创新医药支付渠道，强化创新医药企业投融资支持。
2024年4月	广州开发区科技创新局	《广州开发区（黄埔区）促进生物医药产业高质量发展办法》	研发扶持：对完成临床实验的创新药或改良型新药给予资金扶持，最高补贴1亿元。 产业链扶持：为CRO企业给予办公用房租补贴和服务奖励。 推进创新药械入院：鼓励医疗机构在新版国家医保药品目录正式公布后一个月内召开药事会，对采购创新/医疗器械的医疗机构给予扶持。
2024年7月	上海市人民政府	《上海市人民政府办公厅关于支持生物医药产业全链条创新发展的若干意见》	推动合同研发机构（CRO）为高校科研院所提供新药临床前研究服务，按照规定给予每个项目年度贴息金额最高1000万元支持。 持续加大创新药械开发的支持力度：对I类新药的临床试验给予最高3000万元的资金支持；对创新医疗器械给予最高800万元的资金支持； 缩短临床试验启动时间，争取将临床试验启动前医疗机构内部整体用时压缩至25周以内。
2024年8月	珠海市企业服务平台	《珠海市促进生物医药与健康产业高质量发展若干措施（修订）》	对化学药品1-2类、生物制品（按药品管理的诊断试剂除外）、中药（中药创新药、中药改良型新药）根据研发各阶段成果给予奖励，最高给予1000万元的奖励。 对新取得医疗器械首次注册证书并销售的医疗器械产品，给予最高200万元奖励。 支持企业纳入国家药械产品集中带量采购，对中标品种按当年采购总金额的3%予以资助。

资料来源：各地政府公告，诚通证券研究所

我国医保支付政策向创新药倾斜，医保资金中创新产品占比有望提升。我国医保支付政策向创新产品倾斜，除了国家谈判的支持外，国家带量采购，DRG/DIP政策同样表现了对创新药械的支持。预计在医保支付总额稳定增长的情况下，医保目录内创新产品占比将逐渐提升。

表3： 我国医保对创新药支付倾向

政策	对创新药械的支持
医保谈判	<p>医保局成立之后，我国医保目录每年调整，将治疗价值低的品类挑出目录，为创新药腾出空间；</p> <p>医保谈判规则对创新药产业的支持同样明显，2023年的100个医保续约药品中，70%的药品以原价续约，其中31个品种因为销售额超出预期的品种需要降价，平均降幅也仅为6.7%；100个续约药品中有18个药品增加了新的适应症，仅有一个触发的降价机制，其他品种均原价增加适应症。</p>
国家带量采购	<p>带量采购压缩销售过程水分，净化行业生态，将依赖销售过程维持高毛利的产品降价后节省的医保资金向创新产品倾斜。</p>
DRG/DIP 支付政策	<p>DRG2.0 政策强调特例单议是 DRG/DIP 支付改革的重要组成部分，对因住院时间长、医疗费用高、新药耗新技术使用、复杂危重症或多学科联合诊疗等不适合按 DRG/DIP 标准支付的病例，医疗机构可自主申报特例单议，医保经办机构按季度或月组织专家审核评议，申报数量原则上为 DRG 出院总病例的 5% 或 DIP 出院总病例的 5% 以内。</p>
DRG 除外政策	<p>北京市医保局公布了《北京市医疗保障局关于第一批 CHS-DRG 付费新药新技术除外支付工作有关问题的通知》，我国 CHS-DRG 支付除外政策在北京开始试点实施；本文件明确了除外支付名单，包括 18 个药品、4 个耗材和 2 个诊疗项目，共计 24 项，为创新药械的提供了宽松的支付政策。</p>

资料来源：各地政府公告，诚通证券研究所

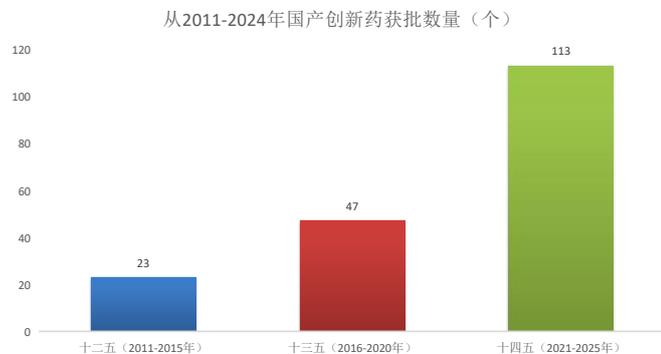
3.2、 国产创新药进入收获期：上市数量和规模快速放大

经过多年的巨额研发投入，国产创新药逐渐进入收获期，一是体现在上市品种逐渐丰富和销售规模的放大，部分头部创新药企逐渐实现盈亏平衡，实现研发-销售-研发经营闭环，身份也从 Biotech 向 Bigpharm 转型；二是国内创新药企和管线越来越多受到 MNC 药企的青睐，整体收购或管线海外授权 (license-out) 交易频出，总体交易和首付款金额明显提升，为创新药企带来丰厚利润。

创新药企通过自研+引进，快速丰富上市药品管线。2011年-2024年，自研国产创新药累计获批数量已经达到183个。国产创新药上市获批据《“十四五”医药工业发展规划》披露，“十三五”期间获批的创新药为47个，较“十二五”翻一番。2024年，工信部数据披露，“十四五”（2021-2025年）时期以来，我国共有113个国产创新药获批上市，是“十三五”同期的2.8倍。

另外，创新药企通过引进 (license-in) 扩充上市产品管线，截止2024H1，百济神州、恒瑞医药和信达生物等头部创新药企通过自研+引进方式，分别获批上市17款、16款和11款创新药，排行业前三位。

图24： 2016-2024年国产创新药获批数量



资料来源：《“十四五”医药工业发展规划》，工信部，诚通证券研究所

图25： 主要创新药企获批上市创新药品种数量

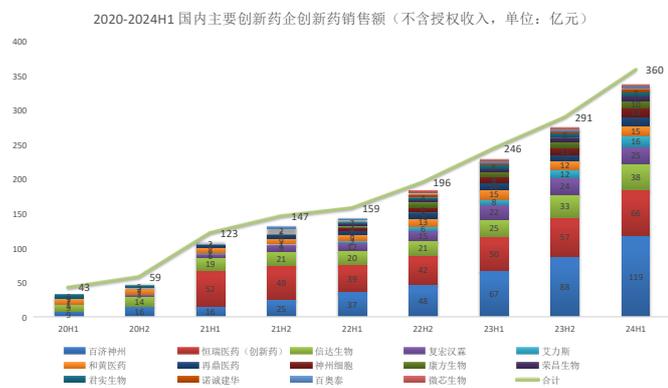


资料来源：各上市公司2024年半年报，诚通证券研究所

创新药销售额快速放量。国产创新药从2020年开始销售快速放量，国内主要

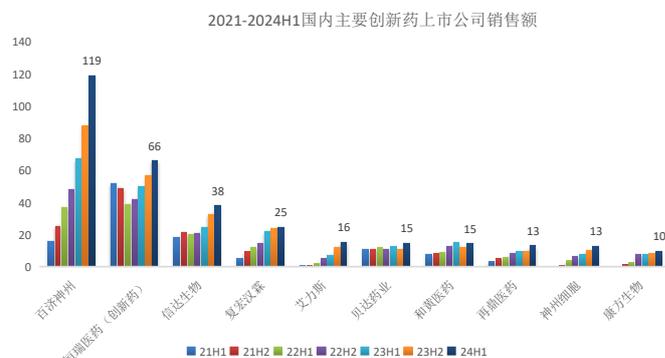
创新药企创新药销售额（不含授权收入，下同）保持高速增长，我们以国内主要创新药上市公司为样本统计创新药销售额，整体销售额从 2021H1 的 123 亿元快速上升到 2024H1 的 360 亿元左右，预计 2024 年全年有望突破 700 亿元大关。2024H1，百济神州创新药销售额 119 亿元，为国内创新药销售额最高的药企；头部创新药企业百济神州、恒瑞医药（仅创新药）和信达生物上半年销售额同比增长 78%、32% 和 55%。

图26： 2020-2024H1 国内创新药销售额快速放量



资料来源：各公司 2020 年-2024H1 定期报告，诚通证券研究所

图27： 2021-2024H1 国内主要创新药企创新药销售额



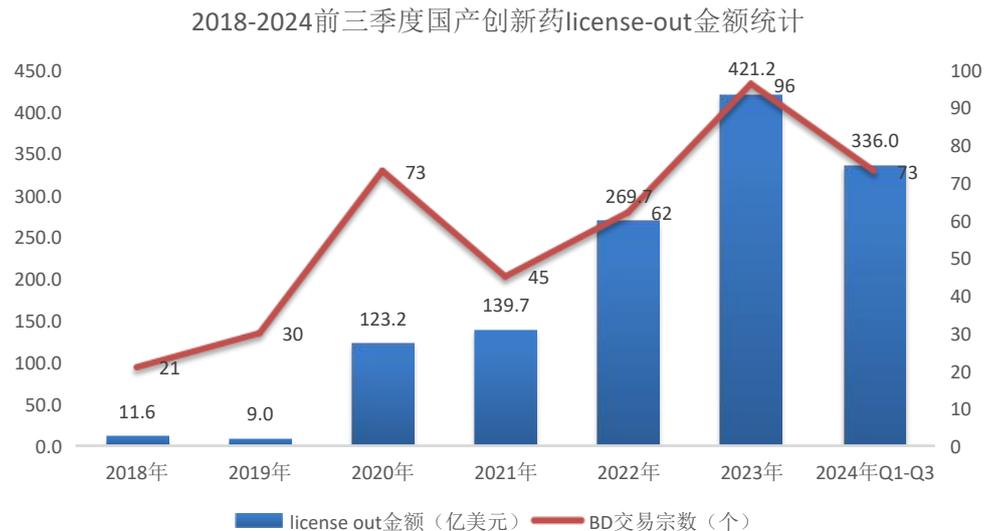
资料来源：各公司 2020 年-2024H1 定期报告，诚通证券研究所

3.3、国产创新药进入收获期：海外授权交易规模持续提升

海外授权（License out）交易规模持续提升，为国内创新药企提供出海通道，同时也体现国产创新质量得到全球龙头的认可。相对于国内市场，欧美等发达国家创新药市场空间广阔，支付能力更强；国内创新药企与外资企业的 License-out 合作既能够发挥国内研发端的优势，又能借助跨国药企丰富的海外临床经验和雄厚的资金实力，加速推进项目药品海外临床，实现申报上市和销售放量，有助于缺乏商业化能力的国内 Biotech 公司快速打入海外市场。

从 2020 年开始，国产创新药 license-out 宗数和总金额（首付款+里程碑付款）持续爆发式增长。2020 年国产创新药 license-out 总金额首次突破百亿美元大关，为 123.2 亿美元；2023 年交易总金额达到 421.2 亿美元，首付款总额为 267.6 亿人民币，为历史最高水平。2020-2023 年交易总金额年复合增速（CAGR）高达 50.6%。2024 年前三季度，国产创新药海外授权交易累计总金额已经达到 336.0 亿美元。

图28： 2018-2024 年前三季度国产创新药 license-out 交易统计



资料来源：医药魔方，诚通证券研究所

截至12月13日，2024年国产创新药TOP10海外授权（含整体并购）交易累计为187.9亿美元，其中首付款28.9亿美元，首付款比例15.4%。创新药企通过海外授权首付款获得资金，极大的缓解了近年来一二级市场融资不畅带来的资金饥渴问题。近年来交易额和首付款规模较大的几个案例，如2022年康方生物以5亿美元首付款的价格将AK112的海外权益授权给Summit公司，2023年百利天恒以8亿美元首付款的价格将BL-B01D1的海外权益授权给BMS公司，2024年礼新制药、同润生物将产品授权给默沙东分别获得5.88亿美元和7.0亿美元首付款，单笔海外授权交易带来的首付款资金均已超过5亿美元以上（折合35亿人民币以上）。另外，2023年阿斯利康以12亿美元整体收购亘喜生物，2024年BioNTech公司在2024年以9.5亿美元收购普米斯，也体现了MNC药企巨头们对国内biotech类创新药公司的青睐。

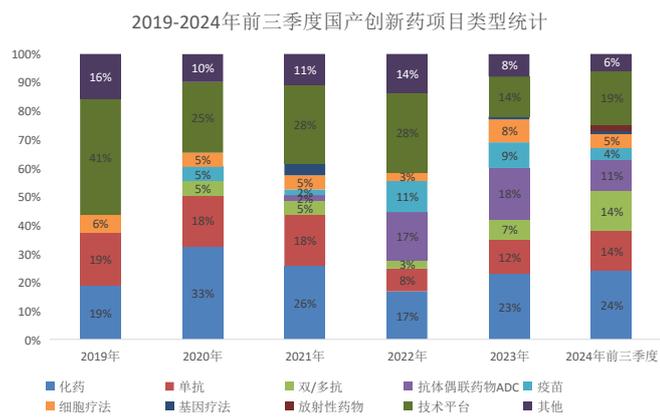
表4： 2024年国产创新药TOP10 license-out 交易

排序	买方	卖方	交易时间	交易项目	临床阶段	总交易额（首付款+里程碑付款）（亿美元）	首付款（亿美元）	首付款比例
1	诺华制药	船望制药	2024.01	两款RNAi疗法	I、I/II a期	41.65	1.85	4.4%
2	默沙东	礼新制药	2024.11	LM-299 (PD-1/VEGF 双抗)	I期	32.88	5.88	17.9%
3	阿斯利康	石药集团	2024.10	Lpa 小分子抑制剂	临床前	20.20	1.00	5.0%
4	百济神州	石药集团	2024.12	SYH2039	临床I期	18.35	1.50	8.2%
5	艾伯维	明济生物	2024.06	FG-M701	临床前	17.10	1.50	8.8%
6	武田制药	亚盛医药	2024.06	奥雷巴替尼	已上市	13.00	1.00	7.7%
7	默沙东	同润生物	2024.08	CN201(CD3xCD19 双抗)	II期(FDA)	13.00	7.00	53.8%
8	诺华制药	百裕制药	2024.10	小分子抗肿瘤药	临床前	11.70	0.70	6.0%
9	罗氏制药	宜联生物	2024.01	YL211 (c-MET 靶点 ADC 药物)	IND	10.50	0.50	4.8%
10	BioNTech	普米斯生物	2024.11	公司整体并购		9.50	8.00	84.2%
前十大合计						187.88	28.93	15.4%

资料来源：动脉网，各公司公告，诚通证券研究所 数据截止2024年12月13日

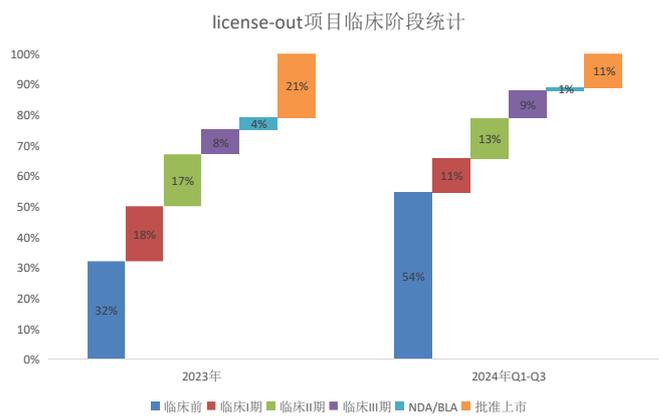
分 license-out 交易药品类型看，化学小分子药仍然是 license-out 交易中的第一大药物品种，近年来稳定在 24% 左右，但 ADC、单抗、双抗/多抗等生物大分子药物海外授权比例上升较快，三项大分子药物累计占比从 2020 年的 23% 提升到 2023 年的 37%，2024 年前三季度进一步上升到 39%。分项目药品所处临床期来看，不同于 license-in 交易主要以上市/临床 III 期的品种为主的结构，国产创新药 license-out 交易项目以临床早期产品为主，2023 年，临床前、临床 I 期-II 期累计占比 57%，2024 年前三季度临床前占比 54%，临床 I-II 期累计占比 24%，临床后期/上市阶段产品占比进一步下降。

图29： 2019-2024 年中国 license-out 项目类型统计



资料来源：医药魔方，诚通证券研究所

图30： 2023-2024 年 license-out 交易项目临床阶段统计

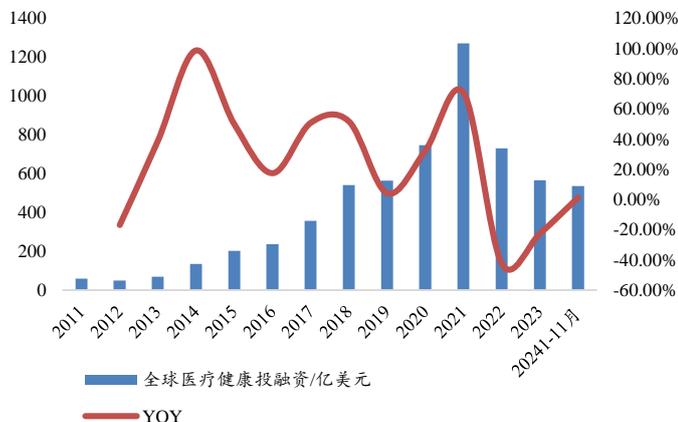


资料来源：医药魔方，诚通证券研究所

3.4、CXO：医药生物投资有望触底反弹，行业恢复增长

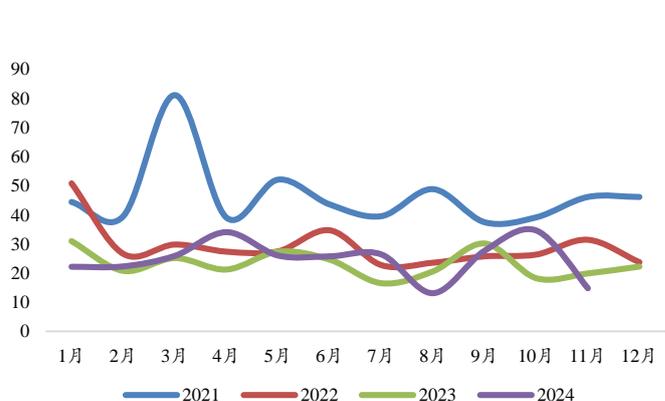
全球医药生物投融资触底，2025 年有望触底反弹。根据动脉网披露的数据，2024 年 1-11 月全球医疗健康领域投融资金额达 535.91 亿元，同比增长 1.23%，预计全年投融资与 2023 年持平，结束了自 2022 年开始的负增长；医药生物领域投融资金额达到 272.7 亿美元，同比增长 6.95%。预计随着美国进入降息周期，医药生物行业的投资风险偏好提升，预计全球医疗健康领域投资将于 2025 年触底反弹，恢复增长。

图31： 全球医疗健康领域投融资/亿美元



资料来源：动脉橙，诚通证券研究所

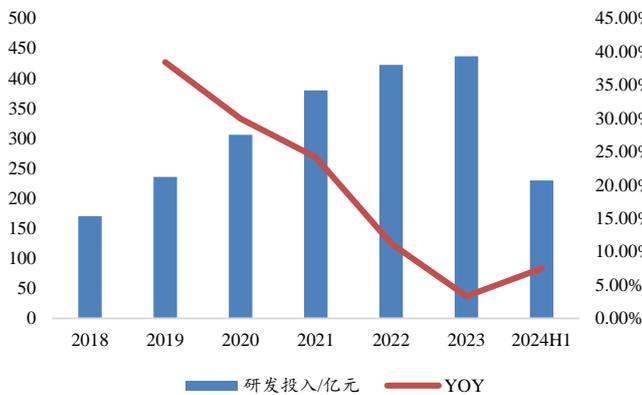
图32： 全球医药生物领域投融资/亿美元



资料来源：动脉橙，诚通证券研究所

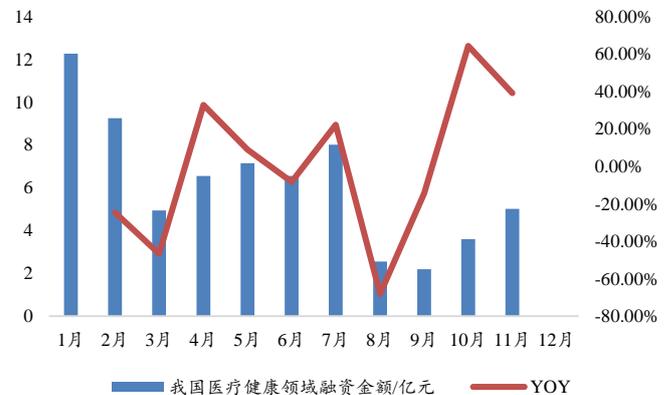
国内医疗健康领域投融资恢复慢于海外。目前国内医疗健康行业融资环境回暖慢于海外市场,2024年1-9月融资总额为60.8亿美元,相当于2023年全年55.8%;2024年全年融资总额可能仍将同比下降,尚未出现拐点。我国龙头医药公司的研发投入也较为谨慎,2023年研发投入同比增长3.34%,2024H1同比增长7.46%,较2023年有所提升。

图33: 我国龙头医药公司研发支出/亿元



资料来源: wind, 诚通证券研究所

图34: 我国医疗健康领域融资金额/亿元



资料来源: 动脉橙, 诚通证券研究所

《生物安全法案》快速立法途径未能成功,再次进入流程可能较长时间。2024年全年CXO行业受《生物安全法案》影响,2024年12月8日美国国会公布的NDAA最终协议版本中,《生物安全法案》未被纳入其中。生物安全法案可通过单独立法和预算法案夹带两种途径立法。其中生物安全法案未纳入2025年NDAA,基本宣告推动方难以在年内通过该途径快速立法。单独立法途径仅剩余1个月时间推动,基本难以落地;2025年1月118届国会任期结束后,未通过的法案将自动失效,此后若议员或提案方希望继续推动生物安全法案,需要在119届国会开始后重新提交草案,并由新一届国会从头审议。

表5: 2024年《生物安全法案》相关事件走势

时间	事件
2024/1/25	美国众议院议员迈克尔·加拉格尔提出《生物安全法案》草案 H.R.7085,要求美国商务部、财政部和国防部对药明康德及子公司进行制裁。
2024/3/6	《生物安全法案》的修正案 S.3558 以赞成票 11:1 通过美国参议院国土安全委员会听证会。
2024/3/13	美国生物技术组织 BIO 官网公布,终止与药明康德合作并支持生物安全法案。
2024/5/15	美国众议院监督与问责委员会针对最新修订的“生物安全法”草案(H.R.8333)召开了听证会,以决定是否将该法案推进到下一个议程,最终该草案以 40 比 1 的赞成票获得通过。众议院新版草案与此前其他版本的最大变化就是新增了长达八年的缓冲期条款,明确要求美国公司在 2032 年 1 月之前结束与药明康德、药明生物、华大集团、华大智造等中国生物科技公司的合作。
2024/6/11	《2025 财政年度军人生活质量改善和国防授权法案》(H.R.8070)的委员会听证会举行完毕,该法案即 NDAA 法案;美国众议院下属规则委员会官网公布的 NDAA 法案听证会结果显示,《生物安全法案》(H.R.8333)处于已提交状态(Submitted),并未更新为拟讨论审议的修正案(即 Made in Order 状态),因此其确实是未被纳入 NDAA2025 的修订考量范畴。
2024/9/10	众议院投票通过了 HR8333 法案,其中 306 票支持,81 票反对,44 票弃权。
2024/9/20	参议院军事委员会(SASC)官网显示,SASC 主席和首席委员提交了一份“管理者一揽子计划”(“manager’s package”),其中包含对 SASC 通过的《2025 财年国防授权法案》(NDAA)的 93 项修正案。针对中国部分生物公司的《生物安全法案》未被纳入其中。

2024/12/8 美国国会参众两院军事委员会公布了 2025 财年国防授权法案 (NDAA) 最终协议文本, 该版本兼顾了众议院以及参议院双方的提案。NDAA 最新版本显示, 生物安全法案未被列入其中。

资料来源: 21 世纪经济网, 诚通证券研究所

国内 CXO 龙头公司在手订单恢复增长, 行业边际改善。根据龙头公司披露的在手订单数据, 我国 CXO 龙头企业新签订单开始恢复增长, 且环比呈改善趋势, 看好 CRO 行业于 2025 年恢复增长, 且随之全球医药生物融资金额的逐渐改善, 行业有望恢复持续增长趋势。

表6: 我国 CRO 龙头公司订单恢复情况

新签订单情况/2024Q3	
药明康德	截至 2024 年 6 月末, 公司在手订单人民币 431.0 亿元, 剔除特定商业化生产项目同比增长 33.2%。截至 2024 年 9 月底, 公司在手订单 438.2 亿元, 同比增长 35.2%, 公司在手订单环比持续改善。
康龙化成	公司全球客户询单量和访问量较 2023 年同期亦有所回暖, 2024H1 新签订单金额同比增长超过 15%。2024 年前三季度, 得益于海外客户需求的逐渐恢复, 以及更多的服务项目逐渐进入到中后期临床开发阶段, 公司新签订单同比增长超过 18%。其中, 实验室服务板块新签订单同比增长超过 12%、CMC (小分子 CDMO) 服务板块新签订单同比增长超过 30%。
凯莱英	2024H1, 公司新签订单同比增长超过 20%, 且二季度较一季度环比有较大幅度增长; 其中实验室服务新签订单同比增长超过 10%, CMC (小分子 CDMO) 服务新签订单同比增长超过 25%。
泰格医药	2024H1, 新签订单数量和金额均较去年同期实现了较好的增长, 在手临床项目环比增长 6.4%。
昭衍新药	公司新签项目数量同比保持增长, 二季度新签订单金额环比一季度有所改善, 环比增加超过 20%。2024 年前三季度, 公司累计新签订单金额约人民币 14 亿元, 公司整体在手订单金额约人民币 26.5 亿元。
益诺思	2024H1, 公司新签订单维持两位数增长。

资料来源: wind, 诚通证券研究所

3.5、相关受益标的：出海&研发销售闭环创新药企与 CXO 头部企业

1、创新药企：一是形成研发销售闭环的创新药企, 有较强的研发执行能力, 并且具备较好的销售能力, 形成了“研发-销售-研发”闭环, 内生成长; 另外, 出海对创新药商业化至关重要, 直接出海或者借船出海, 从国内走向全球市场。相关标的有: 百济神州 (自研泽布替尼和替雷利珠单抗全球上市, 创新药销售额国内领先, 直接出海模式)、信达生物 (管线丰富, 已经形成研发销售闭环)、和黄医药 (呋喹替尼在中国、美国、欧洲和日本相继上市, 借船出海) 和康方生物 (差异化研发, 双抗产品)。

2、CXO：随着全球医疗健康领域融资触底和美国进入降息周期, CXO 行业景气度有望随着全球医药创新研发投入的恢复提升; 《生物安全法案》的落地后行业估值压制因素基本出清, 国内 CXO 行业的高效产能仍具备稀缺性。从恢复的节奏来看海外融资恢复快于国内, 海外客户为主龙头公司有望率先恢复, 聚焦在手订单持续改善的国内龙头: 药明康德, 康龙化成, 凯莱英。

4、血液制品：打开浆量提升空间，业绩再入增长快车道

4.1、重视血制品的独特行业特性：高壁垒、寡头垄断及供需偏紧

1、血制品行业拥有政策形成的极高壁垒的进入门槛。

主要体现在: 一是严格限制新进入者, 从 2001 年开始, 我国就不再批准新设血液制品企业; 二是血浆资源向头部企业集中, 浆站审批向头部企业倾斜; 三是限制进口, 不允许原料血浆和除人血白蛋白以外的血液制品进口。

严格限制新进入者，血浆资源向头部企业集中。从2001年开始，我国就不再批准新设血液制品企业；2012年，卫生部《关于单采血浆站管理有关事项的通知》（卫医政发〔2012〕），要求血液制品生产企业申请设置新的单采血浆站，其注册的血液制品应当不少于6个品种（承担国家计划免疫任务的血液制品生产企业不少于5个品种），且同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和凝血因子类制品。2016年，卫计委发布《关于促进单采血浆站健康发展的意见》，严格新增单采血浆站设置审批，按照向研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血液制品生产企业倾斜原则，对于不符合设置条件的，坚决不予批准。血液制品生产企业在申请新设置单采血浆站时，需提交有效的药品生产注册批准证明性材料。浆站审批倾斜政策不仅提升了血浆的利用率，而且有利于促进血液制品行业的集中度提升，有利于天坛生物、华兰生物和上海莱士等头部血液制品企业的浆站拓展。

产品进口壁垒从紧：原料血浆和血制品进口严格限制，供应端只能依赖国内血制品企业：出于安全输血战略考虑，WHO倡导“血制品各国自给自足”精神，我国从1985年就开始禁止进口血源人血制品（白蛋白除外），同时2016年卫计委发布的《关于促进单采血浆站健康发展的意见》也明确规定：**严禁血液制品生产企业进口原料血浆**。我们认为，随着国内血浆采浆量上升，原料血浆和血制品进口政策不但不会放松，相反还会有进一步收紧的可能（如提高白蛋白进口质量标准或者逐渐限制进口量）。

图35： 血制品行业拥有极高进入壁垒

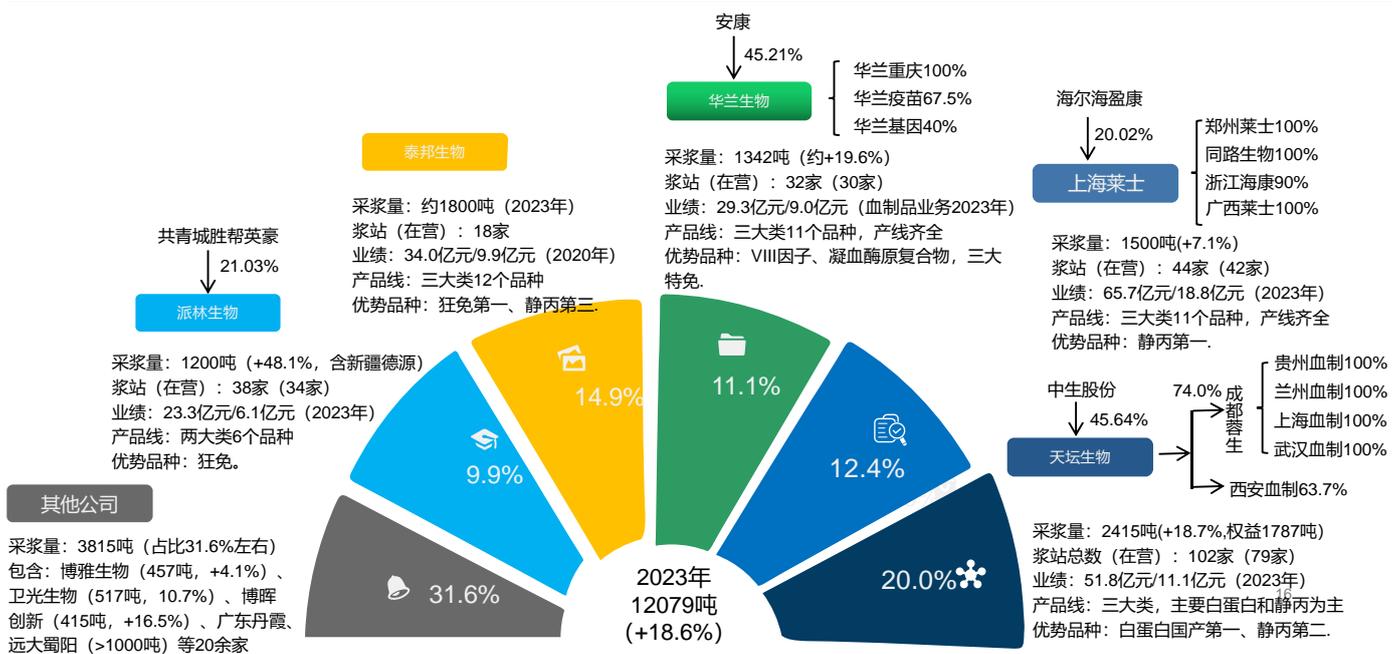


资料来源：华兰生物、天坛生物、派林生物 2023 年年报，诚通证券研究所

2、行业寡头垄断格局已经形成。

截止2023年底，国内存量血制品企业不足30家，按企业集团合并后约为17家。2023年，血制品全行业采浆约12079吨，其中天坛生物、上海莱士、华兰生物、泰邦生物、远大蜀阳和派林生物等大型血液制品企业年采浆量均已过千吨，六家头部企业合计采浆量占国内血浆采集量的70%~80%。分具体企业看，2023年，天坛生物采浆2415吨，占全行业采浆量的20.0%；上海莱士超采浆超1500吨，占比12.4%以上；华兰生物采浆1342吨，占比11.1%；派林生物采浆1200吨以上，占比9.9%。大型血液制品企业由于浆站资源多，采浆量大，血浆利用率高，相对中小型血液制品企业能攫取更多市场份额和利润，强者恒强。

图36： 2023 年血制品行业采浆寡头垄断市场格局



资料来源：各上市公司 2023 年年报，诚通证券研究所

3、供需持续偏紧运行：低库存、低应收。

从库存水平和应收款周转次数等角度来观察实际市场需求。

库存商品可售月数极低。2019-2023 年，天坛生物和华兰生物（血制分部）等血制头部公司库存商品可售月数长期维持不足 1 个月极低水平，2023 年分别为 15 天和 29 天左右。上海莱士有白蛋白代理业务，库存水平相对较高，但 2022 年-2023 年库存商品可售月数也相对改善明显。博雅生物披露 2023 年上半年，公司可售的静丙基本无库存，白蛋白、纤原库存量维持相对偏紧水平，20 天左右的库存周期。行业头部公司库存商品长期维持极低水平，说明医疗终端血制品需求旺盛。

应收款周转次数较高。2019-2023 年，生物制品（SW）行业应收款年均周转次数为 4.1 次，主要血制品上市公司应收款周转次数均高于行业水平；2023 年，上海莱士、华兰生物和天坛生物应收账款（票据）周转率分别为 12.3 次、7.9 次和 9.3 次，显著高于生物制品行业均值。应收款回收较快，与库存低水平下，血制企业在商业活动中较强的回款能力逻辑相符。

图37： 2019-2023 年主要血制公司应收账款周转次数



资料来源：各上市公司 2019-2023 年报，诚通证券研究所

图38： 2019-2023 年主要血制公司库存商品可售月数



资料来源：各上市公司 2019-2023 年报，诚通证券研究所

4.2、血制品行业并购整合迭起，集中度趋向国际水平

自 2008 年起，国内血液制品企业的收购兼并事件迭起。行业内并购与国资、产业资本并购进入血制品行业行为日益增多，行业集中度大幅提升。

一是行业内的收购兼并。上海莱士先后并购邦和药业、同路生物、浙江海康、广西冠峰等血制品企业；中生股份内部资产重组，天坛生物成为唯一血制品整合平台，完成整合旗下上海血制、武汉血制、兰州血制和贵州中泰（贵州血制）等血制资产，随后又先后收购西安回天和中原瑞德两家血制品企业；博晖创新并购河北大安、广东卫伦；双林生物完成与派斯菲科整合，形成新的血制上市公司派林生物；博雅生物并购绿十字中国。

二是国资或产业资本通过并购进入血制品领域。2020 年 9 月，华润医药收购并参与增发博雅生物，成为控股股东；2023 年 3 月，陕西国资共青城胜帮英豪收购派林生物股权，成为新的大股东；2023 年 12 月，海尔集团通过海盈康医疗完成上海莱士并购。

从采浆量市占率来看，我国血制品行业集中度趋向国际水平。2023 年，血制品全行业采浆约 12079 吨，其中天坛生物、上海莱士、华兰生物、泰邦生物、远大蜀阳和派林生物等大型血液制品企业年采浆量均已过千吨，六家头部企业合计采浆量占国内血浆采集量的 70%-80%。国际血制品四巨头分别是 CSL（杰特贝林）、基立福、武田制药和奥克特珐玛采浆量达到全球 70% 以上。

表7：近十年来血制品行业重大并购事件

行业内/外	并购年度	并购标的	并购主体	收购比例	收购对价：现金+ 发行股份（亿元）	最近一年采浆量 （吨）	吨浆评估值（万 元/吨浆）	
行业内血制 品企业间	2014 年 1 月	邦和药业	上海莱士	100%	18.00	132 吨（2014 年）	1363.6	
	2014 年 12 月	同路生物		89.77%	47.58	268 吨（2014 年）	1977.7	
	2016 年 11 月	同路生物		10.23%	5.50	NA	NA	
	2023 年 11 月	广西冠峰		95.0%	4.81	NA	NA	
	2014 年 12 月	河北大安	博晖创新	100%	13.86	103.7 吨（2015 年）	1336.5	
	2014 年 12 月	广东卫伦		100%	5.00	30.1 吨（2015 年）	1661.1	
	2020 年 7 月	派斯菲科	双林生物	100%	31.98	241 吨（2019 年）	1327.0	
	2017 年	上海血制、武汉血 制、兰州血制	天坛生物	100%	27.37	463（2016 年）	591.1	
	2022 年 7 月	西安回天		63.69%	2.12	NA	NA	
	2024 年 8 月	中原瑞德		100%	13.17	112.37（2023 年）	1172.0	
	2024 年 7 月	绿十字中国	博雅生物	100%	18.2	104 吨（2023 年）	1750.0	
	国资\产业 资本并购进 入	2020 年 9 月	博雅生物	华润医药	29.28%	50.9（含 2021 年定 向增发）		
		2023 年 3 月	派林生物	共青城胜帮英豪	20.99%	38.44		
2023 年 12 月		上海莱士	海尔海盈康医疗	20.0%	125.0			

资料来源：上海莱士《收购同路生物少数股东权益公告资产收购公告》（2016.11.24），《收购广西冠峰股权公告》（2023.11.11）；博晖创新《签署广东卫伦股权框架协议公告》（2014.12.06）、《拟收购河北大安股权评估报告》（2014.12.09）；天坛生物 2017 年资产收购公告，2022 年收购西安回天公告，2024 年收购中原瑞德公告；博雅生物收购绿十字股权公告（2024.7.17），2020.07《华润医药收购博雅生物报告书》；2023.03 派林生物《控股股东股份转让协议公告》；2024.01《公司股东协议转让公司股权公告》；诚通证券研究所

4.3、为什么血制品行业成长再出发？浆站审批红利，迎来采浆高速期

从2012年以来，国内单采血浆站审批红利期有两个：一是国家卫生部提出的“十二五血浆倍增计划”，二是疫情带来的以静丙为代表的血制品市场教育，各省市相继出台“十四五”浆站设置规划，均为血制品行业批量新设单采血浆站的红利期。

原国家卫生部“十二五血浆倍增计划”：2011年，受传统采浆大省贵州关停16家单采血浆站影响，全国采浆量仅3856吨，同比下降-7%左右，全国血制品供应尤其用于血友病的凝血VIII因子出现短缺。2012年初，原国家卫生部提出“血液制品倍增计划”，发布《关于单采血浆站管理有关事项的通知》，鼓励各地设置审批单采血浆站，国内开始加速新设浆站审批，并着力提升浆站血浆采集效率。2016年全国浆站数量达到218个，全行业采浆大约7100吨，同比2011年分别增长49.3%和84%左右，基本实现浆量翻倍。

在卫生部“十二五血浆倍增计划”期间，华兰生物累计获得11家新设单采血浆站批文，基本实现浆站数量翻倍（2012年前12家浆站，不含贵州关停浆站）。成都蓉生2015-2016年采浆量快速提升，分别采浆584吨和683吨，同比增长10.8%和16.9%。

图39：“十二五”血液倍增计划完成情况



资料来源：国家卫计委，北京协和医学院输血研究所，诚通证券研究所

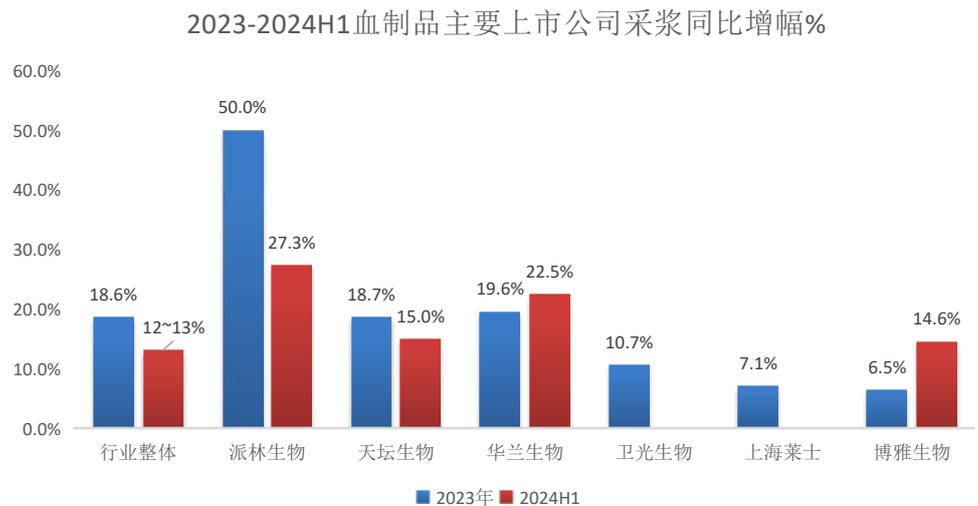
“十四五”浆站设置规划红利期：2020年以来，疫情带来以静丙为代表的血制品需求大增，地方省市为保障本省血制品供应保障，在浆站新设审批方面出现积极变化，相继出台“十四五”浆站建设规划文件，支持本省单采血浆站新设和血浆纯化处理基地建设。截至2023年底，云南、内蒙古、河南、重庆、江西、吉林、贵州和辽宁等省相继出台“十四五”浆站建设规划文件，预计分别新设17个、6个、7个、2个、4个、2个、3个和1个浆站，合计超40个浆站；尤其是传统采浆大省河南和贵州，2022年开始再次批量批准新设单采血浆站，两省浆站历史平均年采浆量均超60吨，远超目前行业34吨左右的平均水平，批量新设单采血浆站将明显提升血制行业采浆量水平。

表8：我国各地方省“十四五”单采血浆站设置规划

省份	规划文件	“十四五”浆站新设数量
云南省	《云南省单采血浆站设置规划（2020-2023）》	19个（含2个试点）
内蒙古	《内蒙古自治区单采血浆站设置规划（2022-2025）》	不超过6个
河南省	《河南省“十四五”公共卫生体系和全民健康规划》	7个（华兰生物7个）
重庆市（直辖市）	《重庆市采供血机构设置规划（2021-2025年）》	共12个，新增2个（华兰丰都、华兰巫山）
吉林省	《吉林省单采血浆站设置试点工作方案》	长春市辖区设置2家试点
江西省	《江西省采供血机构设置规划（2021~2025年）》	新增单采血浆站总数不超过4个
贵州省	《贵州省采供血机构设置规划（2021—2025年）》	已经落地凤冈中生、黎平中生和贵定泰邦3个
辽宁省	《辽宁省“十四五”期间单采血浆站设置规划》	原则上不超过1个
湖南、四川、黑龙江		不再增设单采血浆站

资料来源：各省卫健委，诚通证券研究所

从2023年开始，血制品行业整体采浆量快速增长。2023年全行业采浆量12079吨，同比大增18.6%，其中主要血制品上市公司天坛生物、华兰生物、派林生物、上海莱士、博雅生物和卫光生物分别同比增18.7%、19.6%、50%、7.1%、6.5%和10.7%。2024年上半年，华兰生物、天坛生物、派林生物和博雅生物继续保持15%左右采浆高增速。

图40：2023-2024H1主要血制品上市公司采浆同比增幅

资料来源：各上市公司2023年年报、2024年半年报，诚通证券研究所

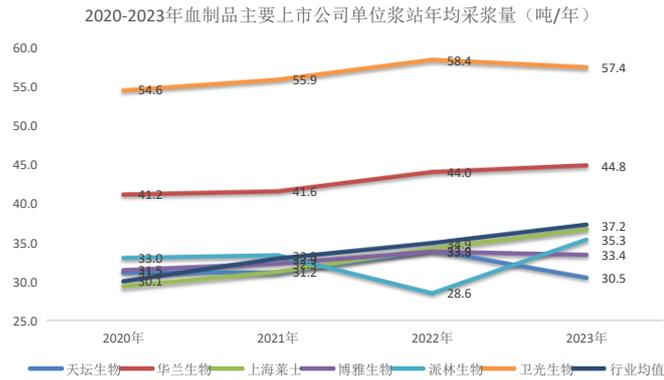
备注：上海莱士、卫光生物未公布2024H1采浆数据。

4.4、选股方法论：浆量优先，兼顾产线

1、浆量优先：采浆量决定血制品公司营收规模。提升原料血浆的采集量：一是依靠存量浆站的挖潜增效；二是并购或者获批新设单采血浆站。

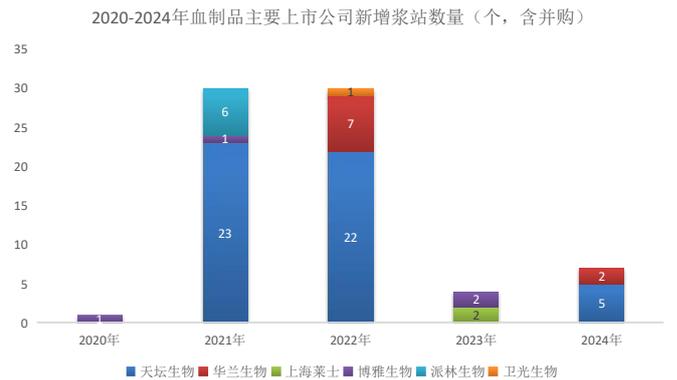
存量浆站挖潜仍有较大提升空间。2020年-2023年，血制品全行业在营单位浆站年均采浆量从30.1吨/年提升到37.2吨/年，在营浆站采浆持续挖潜。各公司浆站采浆效率不一，卫光生物单位浆站年采浆能力最强，2023年为57.4吨左右，远高于行业平均水平，其中平果浆站年采浆超120吨，排全行业前列；其次华兰生物单位浆站年采浆44.8吨，其余公司在30-37吨间；近年来上市血制公司存量浆站采浆挖潜增效成果显著。

图41: 主要血制公司单位浆站年均采浆量/吨



资料来源: 各上市公司年报, 诚通证券研究所

图42: 2020-2024年主要血制公司新批/并购浆站数量



资料来源: 各上市公司年报, 诚通证券研究所

新设与收购浆站并举，快速打开浆量提升空间。云南、内蒙古、河南、江西、吉林、贵州和辽宁等省、自治区相继出台“十四五”浆站建设规划文件，分别新设17个、6个、7个、4个、2个、3个和1个浆站，合计40个浆站。尤其是传统采浆大省河南和贵州，2022年开始再次批量批准新设单采血浆站，两省浆站历史平均年采浆量均超60吨，远超目前行业34吨左右的平均水平，批量新设单采血浆站将明显提升血制行业采浆量水平。2021-2022年，天坛生物等血制品上市公司通过新设和并购等方式均获得45家新增单采血浆站，这些浆站将陆续投产采浆，快速打开浆量提升空间。2022年，华兰生物在河南批量获得7家新设浆站批文，目前已经全部投产；2024年，华兰在重庆获得2家新设浆站批文（巫山站和丰都站），截至目前，巫山站已经投产采浆。另外，2024年，天坛生物收购中原瑞德（5家浆站，年采浆110吨）和博雅生物收购绿十字中国（4家浆站，年采浆量104吨），均将对上市公司年采浆量带来明显增量。

2、兼顾产线：产线品种的多寡决定利润率的高低。从原料血浆中提取的品种越多，吨浆产值和利润越大。国内主流血液制品企业大多能生产9-12种产品，品种中缺乏高附加值的因子类产品；国际血制巨头生产技术远超国内，能生产三大类共26个品种。国内血制行业头部公司天坛生物、上海莱士、华兰生物和泰邦生物等拥有产品批文行业领先，且涵盖白蛋白、免疫球蛋白和因子三大类产品，血浆利用率较高。

产品批文数量与公司血制主营业务毛利率具有较高相关性，产品线越丰富，从同一份血浆中提取的血制品种类越多，均摊成本越低，因此，通常批文越多，毛利率越高。国际血液制品巨头利润分布表明，人血白蛋白、静丙和凝血因子VIII一般构成血制企业的基础利润，而凝血因子IV、XIII、蛋白C等高附加值产品为超额利润。上海莱士、华兰生物和泰邦生物拥有批文产品和实际生产批签品类较为丰富，产品横跨三大类，血制品整体毛利率维持在65%左右；天坛生物拥有各类血制品批文12个，近年来因子类产品批文逐渐补齐，产品毛利率和净利润率提升明显。博雅生物三大品类营收均衡，其中人纤维蛋白原纯化得率全行业最高，是公司优势品种，也是全行业吨浆营收和吨浆利润最高的血制品企业。

表9: 主要血制品上市公司产品线一览

血制大类	细分品种	天坛生物	上海莱士	华兰生物	派林生物	泰邦生物	卫光生物	博雅生物	博晖创新
白蛋白类	人血白蛋白	√	√	√	√	√	√	√	√
	静丙 (pH4.0)	√	√	√	√	√	√	√	
	冻干静丙	√	√		√		√	√	

免疫球蛋白类	(pH4.0)								
	人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√	√
	乙型肝炎人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√	√
	静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4.0)	√			√				
	破伤风人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√		√
	狂犬病人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√	√	√
	组织胺人免疫球蛋白	√					√		
凝血因子类	人凝血因子 VIII	√	√	√ (双林生物) 优势品种	√ (双林生物)	√		√	
	人纤维蛋白原	√	√	√	√ (派斯菲科)	√	√	√	优势品种
	人凝血酶原复合物	√	√	√	√	√		√	√
	人凝血酶		√	√					
	人纤维蛋白粘合剂		√	√					
合计品种数量	12种	12种	11种	11种	9种	9种	9种	6种	

资料来源：各上市公司年报，诚通证券研究所 备注：天坛生物合并上海、兰州、武汉三大血制品和成都蓉生；上海莱士合并郑州莱士、同路生物和浙江海康；派林生物合并派斯菲科与双林生物，数据截止 2023 年年报；产品不含非血源重组血制品

4.5、重点推荐：华兰生物、天坛生物

天坛生物 (600161.SH)：高质量发展，血制品央企成长典范。

采浆方面，老站挖潜+外延并购+新站陆续投产。2021-2022 年共获批 45 个新设浆站，远超行业其他公司，在浆站获取方面已经展现强大优势，浆站总数 102 个。截止 2024 年前三季度，在营浆站 80 家，获批在建 22 家。**老站持续挖潜**，2022 年公司在营浆站年均采浆量上升到 34 吨左右，基本追平行业单位浆站年均采浆量水平（35 吨左右/年）；2023 年，我们测算原有老站年均采浆量达到 37 吨左右。**新站陆续投产**，2023 年全年有 20 家新浆站投产采浆，预计在建 22 家浆站将在未来 2 年内陆续投产采浆。**外延并购**，相继完成收购血制品企业西安回天 63.7% 股份（2022 年）和中原瑞德 100% 股份（2024 年），扩大浆源版图。2023 年，公司采浆量在 2415 吨，同比增长 18.67%。

管线方面，补齐凝血产品矩阵。2023 年实际批签发品种 8 个，2024 年 4 月成都蓉生获得人纤维蛋白原药品补充申请批文，生产端将补齐全部凝血产品线矩阵，实际生产批签发血制品数量有望上升到 9 种。另外，2023 年成都蓉生第四代 10% 浓度静注人免疫球蛋白（蓉生静丙 @10%）和注射用重组人凝血因子 VIII（非血源基因重组）在国内相继获批上市，其中第四代高纯静丙是国内首家获批上市品种，目前品种矩阵已经进一步丰富。

详见天坛生物深度报告：《天坛生物 (600161.SH)：高质量发展，血制品央

企成长典范》。（发布日期：2024年9月20日）

华兰生物（002007.SZ）：血制品业务成长再出发。

采浆方面：老站挖潜+新站投产，打开浆量提升空间。公司共有34个单采血浆站（含重庆6个分站），在营浆站33个。老浆站持续挖潜，尤其是2023年挖潜成果明显，单位浆站年均采浆量从2020年的40.8吨/年左右逐年上升到2023年52吨/年，年复合增长率达8.4%，远高于行业平均单位浆站35吨/年左右的采浆量。河南新浆站全部投产，2022年在传统采浆大省河南获批新设7个浆站，已经全部投产，河南7家新浆站覆盖常住人口605万人，平均单位浆站覆盖86.4万人，浆源资源禀赋较好。公司所有单采血浆站均100%控股，较好防范和规避采浆风险。2023年采浆量1342吨，同比增长19.6%（2022年采浆量1122吨）。

管线方面：华兰生物国内细分血制品产品线覆盖最全之一。常年生产批签约9种血制品品种，且产品大类均衡。2023年，按销售额计算，国产白蛋白市占率第三（4.2%左右），静丙第四位（9.8%），三大特免（狂免、乙免和破免）和凝血产品市占率领先；2023年，血制品吨浆营收和吨浆利润（按2022年采浆量1122吨计算）分别为260万元/吨和80万元/吨，位居行业前列。

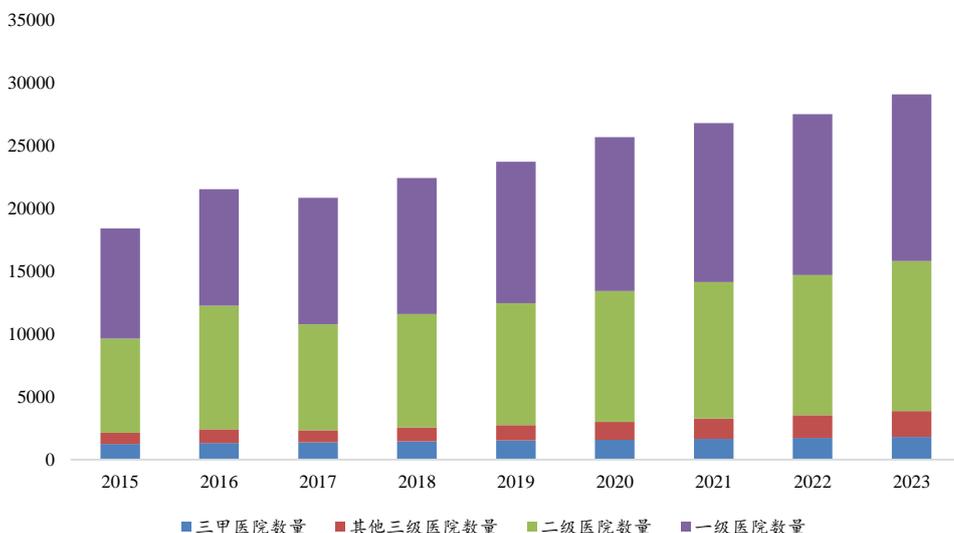
详见华兰生物深度报告：《华兰生物（002007.SZ）：一核两翼业务格局渐成型，血制品业务成长再出发》。（发表日期：2024年10月28日）

5、医疗设备：延迟的采购需求恢复

5.1、医疗设备：政策资金双重刺激，有望进入上升周期

医疗设备行业兼具成长性与周期性，政策及资金对于行业影响较大。医疗设备行业的需求来源为医院的招标采购，行业兼具成长性与周期性。成长性需求来自于新建和升级的医院对医疗设备的采购需求，受新建医院的数量影响，我国等级医院数量呈增长趋势，2015-2023年复合增长率为5.9%。周期性需求来自于医院对旧设备的更新换代，医疗设备的更换时间受到政策和资金支持的影响；在政策支持资金充裕的时期，医疗设备的更新频率更快，招标采购积极；在政策打压资金缺乏的时期，医疗设备的使用时间延长，招标采购停滞。

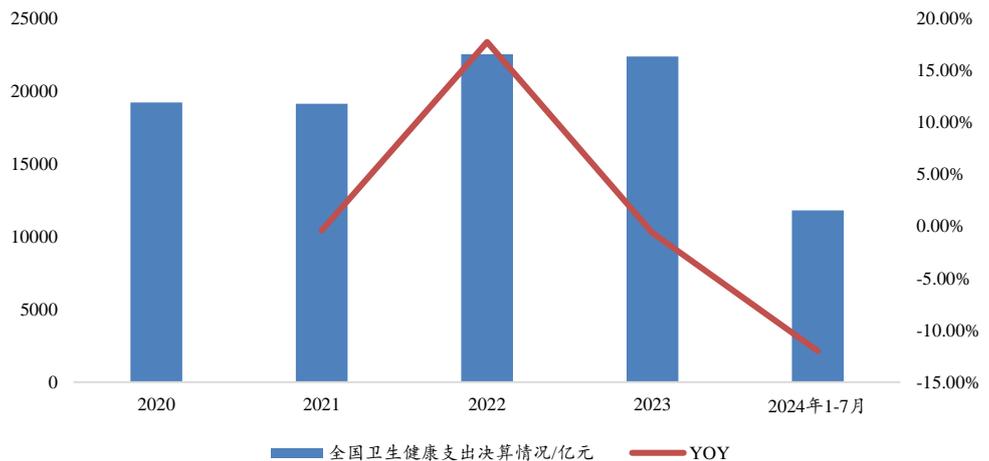
图43：我国各级医院数量/家



资料来源：我国卫生健康发展事业统计公告，诚通证券研究所

资金及政策的双重影响，医疗设备招标采购需求被积压。2023年7月，国家卫生健康委同9部门联合印发了有关文件，聚焦解决当前医药领域腐败的突出问题，受行业整顿的影响，医院对设备的招标采购态度谨慎。在资金支出方面，2024年上半年我国卫生支出为11804亿元，同比下降12%。政策和资金的双重影响下，2024H1全国医疗设备中标总金额约为520亿元，下降35%；其中24Q1和24Q2分别同比下滑约45%和27%；我国医疗设备招标采购明显受到影响，设备更新需求被积压。

图44：我国卫生健康支出决算情况/亿元



资料来源：财政部，诚通证券研究所

以旧换新政策为医疗设备招标采购提供增量资金，已经逐渐开始落地。2024年3月国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，至2027年对医疗设备的投资规模较2023年增长25%；各地政府积极发文响应，于2024年3-5月发布了医疗设备的招标采购计划。

表10：各地大型设备采购相关的以旧换新政策

时间	文件	发文机构	大型设备采购相关
2024.3	《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	国务院	至2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上；在医疗领域，文件指出加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。
2024.4	《浙江省人民政府关于印发浙江省推动大规模设备更新和消费品以旧换新若干举措的通知》	浙江省人民政府	开展以县级为重点的医疗装备更新。推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，到2027年县级以下医疗卫生机构装备配置达标率达到100%。支持具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造，到2027年力争医疗装备投资规模较2023年增长30%以上。
2024.4	《广东省推进卫生健康领域设备设施迭代升级工作方案》	广东省卫健委	到2027年，全省卫生健康领域设备投资规模较2023年增长25%以上。到2024年底，更新医疗卫生机构医学影像、放射治疗、远程诊疗以及手术机器人等设备0.6万台；到2027年底，更新以上设备超过2万台。
2024.4	《湖北省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	湖北省人民政府	鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像类、放射治疗类、远程医疗类、手术机器人等医疗设备更新，提升基层医疗设备水平。力争到2027年，每年更新CT、核磁共振、DR、彩超、直线加速器等设备300台套。
2024.4	《江西省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	江西省人民政府	推进医疗装备更新改造。加快医疗卫生机构医疗设备设施迭代升级，推动各级医院X线计算机断层扫描、磁共振成像系统等医学影像设备和医用直线加速器等放射治

时间	文件	发文机构	大型设备采购相关
	新实施方案》		疗设备的更新购置。
2024.4	《上海市推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动计划（2024-2027年）》	上海市人民政府	加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。
2024.4	《北京市积极推动设备更新和消费品以旧换新行动方案》	北京市人民政府	推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动病房改造提升，补齐病房环境与设施短板。
2024.4	《重庆市推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	重庆市人民政府	持有条件的医疗机构加快更新使用年限达8年及以上的医学影像、放射治疗、远程诊疗、检验检测等设备，推进基层医疗卫生机构设施设备升级换代，提升常见病、多发病诊治诊断能力。到2027年，全市累计更新各类医疗设备5.35万台。到2027年，全市更新信息化设施设备5.32万台，2—3人间病房占比不低于80%，通用设备数量较2023年增长25%以上。
2024.5	《江苏省推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》	江苏省人民政府	推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备和信息化设施更新，到2027年力争更新24万台（套）。
2024.5	《深圳市人民政府关于印发推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案的通知》	深圳市人民政府	支持医院采购窥镜系统、手术机器人、超声系统、心血管影像系统、监护仪、呼吸机、分析仪等优势产品。鼓励医院向国家、省主管部门争取高端医疗影像设备、放射治疗设备等甲、乙类大型医用设备配置许可。
2024.4	《陕西省推动大规模设备更新和消费品以旧换新若干措施》	陕西省人民政府	鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人、检验检查、重症急救等医疗装备更新改造。推进医院病房改造提升。加强基层医疗卫生机构基础设施建设。加快智能、新型医疗装备应用推广和信息化设施迭代升级。
2024.4	《河北省人民政府关于印发河北省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案的通知》	河北省人民政府	推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。推动医疗机构病房改造提升，补齐短板。
2024.4	《山东省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	山东省人民政府	到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长28%以上；加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。
2024.4	《河南省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	河南省人民政府	到2027年，全省工业、农业、建筑、交通运输、教育、文化和旅游、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上；加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进各级医疗卫生机构医用设备和信息化设施迭代升级，淘汰已达使用年限、功能不全、性能落后、影响安全的医用设备。鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人等医疗装备更新改造。
2024.4	《安徽省推动大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	安徽省人民政府	到2027年，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上；加强优质高效医疗卫生服务体系建设，推进医疗卫生机构装备和信息化设施迭代升级，鼓励具备条件的医疗机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人、智能养老康复辅具等医疗装备更新改造，拓展医疗健康数字化应用场景。
2024.4	《海南省大规模设备更新和消费品以旧换新实施方案》	河南省人民政府	到2024年底，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长6%以上；到2027年底，工业、农业、建筑、交通、教育、文旅、医疗等领域设备投资规模较2023年增长25%以上；鼓励具备条件的医疗卫生机构加快医学影像、放射治疗、远程诊疗、手术机器人及实验室检验检测等医疗装备更新改造。

资料来源：各地政府公告，诚通证券研究所

各地资金支持逐步落地，困于资金问题的老旧设备更换需求得到释放。2024年6月开始，各地政府规划了更新品类和投资金额，并采用中央投资和超长期国债的方式为医疗机构提供资金支持，为医疗设备招标采购提供了增量资金。

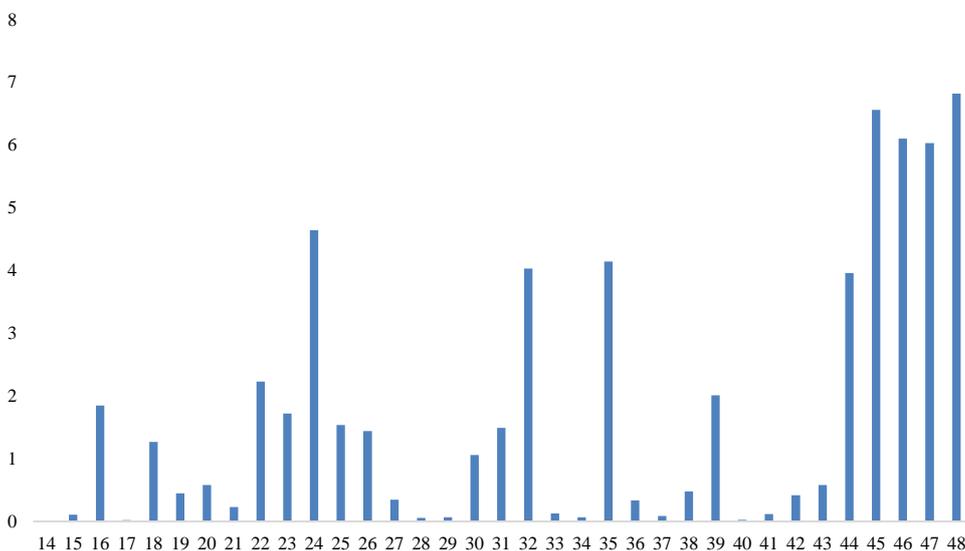
表11：部分政府资金支持情况

时间	文件	发文机构	采购金额/亿元	采购品类
2024. 6. 12	广东省医疗卫生领域设备更新有关项目可行性研究报告审批前公示	广东省发改委	53.93	医学影像设备，放射治疗，远程诊疗以及手术机器人等
2024. 6. 7	省发改委关于武汉大学中南医院高端医疗设备更新改造项目等7个项目的可行性研究报告的批复	湖北省发改委	9.9	CT, PET/CT, DR, DSA, MR, 彩超, 直线加速器, 手术机器人等
2024. 6. 18	福建省发展和改革委员会关于同意福建省省级高水平医院医疗设备更新项目可行性研究报告暨初步涉及的函	福建省发改委	7.5	CT, MR, DSA, 放射治疗系统, 彩超
2024. 6. 11	广西壮族自治区2024年县城医共体设备更新项目	广西壮族自治区卫健委	7	CT, DR, 彩超, 全自动生化分析仪

资料来源：各地政府公告，诚通证券研究所

医疗设备招标采购开始逐渐落地，政策进入兑现期。医疗设备的招标采购经历项目审批、采购意向等多个环节，开始进入招投标环节与各地资金支持的推出有一定的时间差。2024年10月最后一周起，随着招标采购项目的逐渐落地我国医疗设备的招标采购数据出现了明显的上扬，单周招标采购规模均在6亿元以上。随着设备更新资金的陆续落地，医疗设备行业被积压的招标采购需求有望得到释放。

图45：我国医疗设备招标采购金额（周度数据）/亿元



资料来源：众成医械，诚通证券研究所

5.2、政府采购支持国产政策，全面利好国内设备企业

国产支持政策全面利好国内设备企业，国产替代进程有望加速。2024年12月财政部发布《关于政府采购领域本国产品标准及实施政策有关事项的通知（征求意见稿）》，提出政府采购活动中既有本国产品又有非本国产品参与竞争的，对本国产品的报价给予20%的价格扣除，用扣除后的价格参与评审。征求意见稿中本国产品的定义为“产品在中国境内生产的组件成本应当达到规定比例要求”，包括原材

料加工和零配件组装，零配件和原材料在中国采购的值要达到总成本的规定比例。目前进口医疗设备企业多采用“海外配件+国内组装”的方式生产，例如 CT 球管，体外诊断仪器核心部件及原材料的国内生产比例不能达到规定要求比例。因此，政策落地后国产品牌医疗设备在招标采购中将在价格分项目上具备天然优势，全面利好医疗设备的国产替代。

5.3、设备招标恢复受益标的：联影医疗、迈瑞医疗

国产医疗设备龙头公司，2025 年有望实现行业及国产替代的双重增长。我们判断医疗设备行业有望于 2025 年释放被积压的招标采购需求，叠加政府采购新规推动国产替代进程，行业内公司有望实现行业及市占率提升的双重增长。聚焦国内医疗设备龙头公司，例如迈瑞医疗，联影医疗。

联影医疗是我国大型影像设备龙头公司，是我国唯一一个在高端市场的产品力和市场地位不输进口品牌的大型医学影像供应商；2020 年公司在 3.0T 及以上 MR 市场市占率 17.1%，64 排以上 CT 市场市占率 14%，均为国内龙头；2024H1，公司进一步巩固了在国内市场的领先地位，临床实用型产品的市场优势持续加强，高端及超高端产品的市场份额大幅增长。目前我国高端医学影像市场目前仍被海外龙头垄断，联影医疗有望获益。

6、医疗耗材：集采降价出清下的加速国产替代

6.1、眼科高值耗材：集采落地后降价影响有望出清

国家持续推进高值耗材带量采购，集采落地后降价影响有望出清。2019 年国务院发布《治理高值医用耗材改革方案》，明确提出对于临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购，标志着我国高值耗材行业进入集采时代。截至 2024 年，已有四次国家级高值耗材集采，多轮省际联盟，省市集采，覆盖品种超 20 种，已经逐渐从高值耗材市场规模最大的冠脉支架，骨科耗材扩展至 OK 镜，口腔种植体等消费医疗品类，应采尽采成为高值耗材行业发展的趋势。目前国采续标的冠脉，骨科关节产品未出现再降价的情况，国家带量采购基本平价续标，我们判断国采落地后标内产品单价下降的负面影响有望出清，行业恢复增长。

表12：部分国家及省际联盟带量采购续标结果

集采类型	集采时间	集采品种	意向量	平均降幅	拟中选均价
国家集采	2020 年 11 月	冠脉支架	107.5 万	93%	700 元
国家集采	2022 年 11 月	冠脉支架（续标）	186.5 万	/	770 元+50 元服务费
十二省联盟	2021 年 7 月	骨科创伤	97 万套	88.65%	普通接骨板格由 4683 元下降至 606 元 锁定加压接骨板系统由 9360 元左右下降至 987 元 髓内钉系统由 11687 元左右下降至 1271 元
二十八省联盟	2023 年 9 月	创伤（扩大范围）	141.1 万套	/	普通接骨板系统的价格在 1000 元上下波动 锁定加压接骨板系统的价格都超过 1000 元，大部分集中在 1300 元左右 髓内钉系统的价格集中在 1600 元左右
国家集采	2021 年 9 月	人工关节	髌关节 30.6 万套 膝关节 23.2 万套	82%	髌关节由 3.5 万元下降至均价 7000 元 合金-聚乙烯类髌关节产品系统价格为 5000-8000 元 陶瓷-聚乙烯类髌关节产品系统价格为 5000-8500 元 陶瓷-陶瓷类髌关节产品系统价格为 7000-8000 元

集采类型	集采时间	集采品种	意向量	平均降幅	拟中选均价
					膝关节由 3.2 万元下降至均价 5000 元，中标价格在 4400-7200 元之间
国家集采	2023 年	人工关节（续标）	髌关节 28.6 万套 膝关节 29.6 万套	6%	合金-聚乙烯类髌关节产品系统均价约为 5900 元 陶瓷-聚乙烯类髌关节产品系统均价约为 7000 元 陶瓷-陶瓷类髌关节产品系统均价约为 7900 元 膝关节产品系统均价约为 5300 元

资料来源：国家医保局，诚通证券研究所

人工晶状体集采落地，降价温和。2023 年 11 月 30 日，第四批国家耗材集采在天津开标，包括人工晶状体和运动医学两大类耗材，采购周期为两年。其中人工晶状体产品降价温和，终端价格平均降价 31-44%。

表13：人工晶状体国采中标情况/元

产品线	平均中选价格	最高中选价格	最低中选价格	最高有效申报价	平均降幅
非球-单焦点-非散光	809	834	628	1350	40%
非球-单焦点-非散光（预装）	992	1034	940	1550	36%
非球-单焦点-散光	1803	1897	1496	3180	43%
双焦点-非散光	2328	2563	1796	4290	44%
双焦点-非散光-视力改善	2880	2880	2880	5140	44%
双焦点-非散光（预装）	2644	2644	2644	4490	41%
双焦点-散光	2894	3103	2298	5190	44%
三焦点-非散光	11767	14537	8996	19120	38%
三焦点-散光	15592	18188	12996	22780	32%
景深延长-非散光	5293	6990	3596	9400	44%
景深延长-散光	7963	9090	6836	11500	31%

资料来源：医保局，诚通证券研究所

第四次国家带量采购于 2024 年 4 月末开始在全国落地，7 月末集采价格基本执行完毕。我国各省市于 2024 年 4 月底开始执行集采价格，各地执行集采价格时间集中于 5-7 月，民营医院同步执行中标价格。按落地时间推算，预计至 2025 年 H2 开始，各地集采落地对人工晶状体价格影响基本出清，行业整体利空出清，行业恢复增长。

表14：部分省份第四批国家医用耗材带量采购价格执行日期

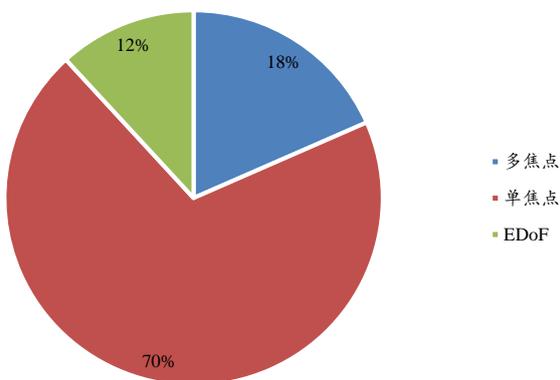
地区	执行集采价格日期
福建	4 月 26 日
西藏	5 月 1 日
黑龙江	5 月 1 日
河北	5 月 8 日
吉林	5 月 10 日
河南	5 月 10 日
青海	5 月 15 日
甘肃	5 月 20 日
山东	5 月 22 日
辽宁	5 月 25 日
广东	5 月 31 日
陕西	5 月 31 日
江西	6 月 1 日

地区	执行集采价格日期
北京	6月29日
湖南	7月1日
湖北	7月10日
山西	7月20日

资料来源：赛伯蓝器械，诚通证券研究所

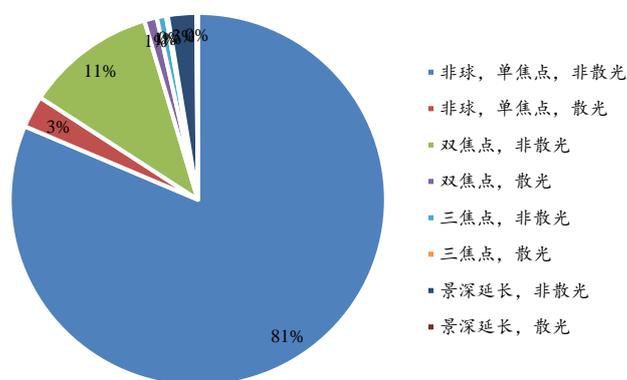
目前我国人工晶状体市场以单焦点晶体为主，功能性晶状体占比低于20%。按产品类型拆分，根据人工晶状体国采文件披露的数据，目前我国单焦点人工晶状体是主要的存量市场，约占81%的手术量。功能性晶状体是增量市场，包括散光矫正人工晶状体，多焦点人工晶状体和景深延长人工晶状体，总量约占19%的手术量。

图46：我国人工晶状体市场拆分（按金额拆分）/%



资料来源：wind，诚通证券研究所

图47：我国人工晶状体市场拆分（按销量拆分）/%



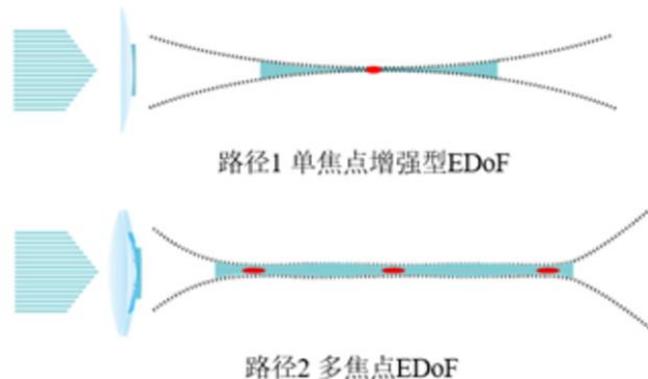
资料来源：国家医保局，诚通证券研究所

相比单焦点人工晶状体，功能性晶状体能够明显改善患者生活。单焦点产品只有一个焦点，不能解决白内障患者全视程的问题；双焦点产品通过光学设计提供两个或以上的焦点，同时解决了远端视力和近端视力的问题，三焦点产品进一步同时解决了远，中，近端视力；景深扩展型人工晶状体通过单一延申的焦点获取连续视程，优势在于降低异常光干扰，减少光晕和眩光。功能性晶状体对患者生活的改善明显强于单焦点晶体，有望实现对单焦点晶体的产品替代。

图48：人工晶状体视程



图49：景深延长型人工晶状体设计

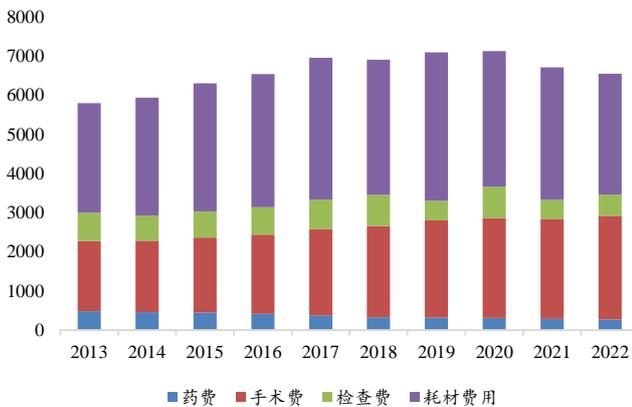


资料来源：北京英智爱尔眼科医院服务号，诚通证券研究所

资料来源：爱博医疗官网，诚通证券研究所

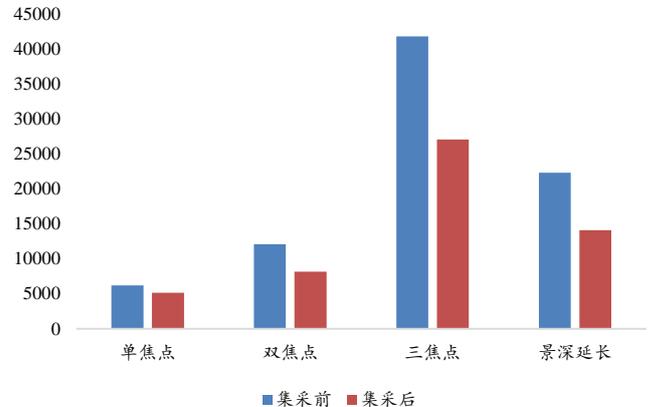
价格影响功能性晶状体产品的推广，降价后渗透率有望大幅提升。根据卫检委披露的数据，人工晶状体置换手术主要费用包括耗材，手术费，检查费用和药费。2022年耗材平均费用为3088.3元，人工晶状体是主要的耗材，人工晶状体耗材的价格差距是手术费用差距的主要因素。若仅考虑人工晶状体集采对手术费用的降价影响，预计普通单焦点晶状体置换术价格由6000元下降至5000元；双焦点晶状体置换术价格由12000元下降至8000元；三焦点人工晶状体置换术由41000元下降至27000元；景深延长人工晶状体置换术单价由22000元下降至14000元。以集采后价格和降价幅度分析，单焦点人工晶状体由于其较低的价格仍有望占据市场主体。功能性晶状体中，双焦点产品降价后的价格仅较降价前单焦点人工晶状体高1500元，有望成为获益最大的子品类，市场占比有望提升；其他功能性晶状体集采降价后手术价格仍在万元以上，价格较贵，市场占比提升空间有限。

图50：人工晶状体置换手术价格拆分/元



资料来源：wind，诚通证券研究所

图51：不同类型晶状体置换术集采前后降价幅度/%



资料来源：国家医保局，诚通证券研究所

国内龙头爱博医疗，双焦点人工晶状体产品受益于国采落地。爱博医疗是我国人工晶状体行业龙头公司，2023年以销量计算约占我国人工晶状体23.6%的市场份额。爱博医疗是唯一中标的国产双焦点人工晶状体品牌，独占国产市场。公司双焦点人工晶状体兼具景深延长功能，产品力行业领先，是目前市面上性价比较高的功能性人工晶状体产品。爱博医疗于2022年10月推出人工晶状体产品，2023年销售推广受国采带量采购影响，预计2024年开始双焦点人工晶状体有望在国采落地的影响下在各医院加速推广，对于公司来说是纯增量市场，受益于国家带量采购。

表15：功能性晶状体集采竞争格局

产品类型	供应商	约定量/片	市场份额
双焦点，非散光	卡尔蔡司	64878	30.20%
	强生	41722	19.42%
	泰靓	32701	15.22%
	爱博诺德	25790	12.00%
	朗斯泰克	24253	11.29%
	人类光学	12933	6.02%
	爱尔康	12583	5.86%
双焦点，散光	卡尔蔡司	9119	44.08%
	强生	7234	34.97%
	泰靓	2179	10.53%

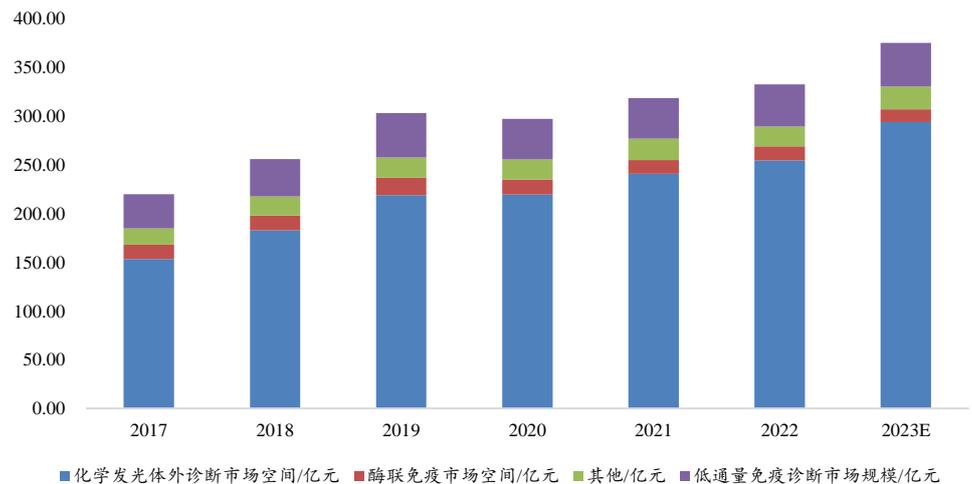
产品类型	供应商	约定量/片	市场份额
三焦点, 非散光	爱尔康	2154	10.41%
	卡尔蔡司	11097	72.16%
	爱尔康	4281	17.84%
三焦点, 散光	卡尔蔡司	1648	59.52%
	爱尔康	1121	40.48%
景深延长, 非散光	强生	34257	73.31%
	爱尔康	12473	26.69%
景深延长, 散光	爱尔康	2348	100.00%
	强生	0	0.00%

资料来源：医保局，诚通证券研究所

6.2、化学发光 IVD：国采下的加速国产替代机会

目前我国化学发光行业市场空间约为 290 亿元，市场容量最大的 IVD 赛道。根据沙利文披露的数据,2023 年我国化学发光国产化率约为 30%,较 2021 年的 16% 相比大幅提升。2023 年我国免疫诊断市场空间约为 370 亿元，其中化学发光体外诊断市场空间约为 290 亿元，国产替代空间约为 200 亿元。

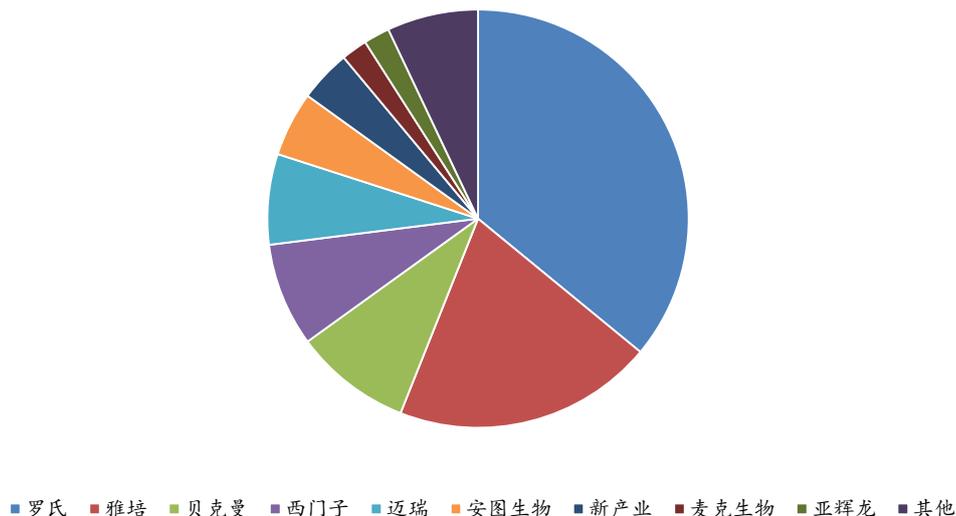
图52：我国免疫诊断市场空间/亿元



资料来源：中国免疫诊断市场现状与未来展望 2023，诚通证券研究所

我国化学发光试剂国产替代率约为 30%，国产替代空间广阔。根据沙利文披露的数据，2023 年我国化学发光国产化率约为 30%，较 2021 年的 16% 相比大幅提升。

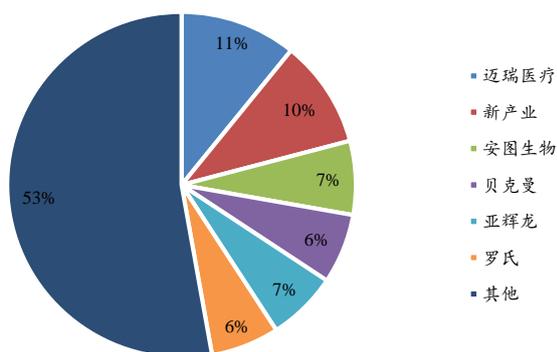
图53： 我国免疫诊断行业竞争格局/2021



资料来源：中国免疫诊断市场现状与未来展望 2023，诚通证券研究所

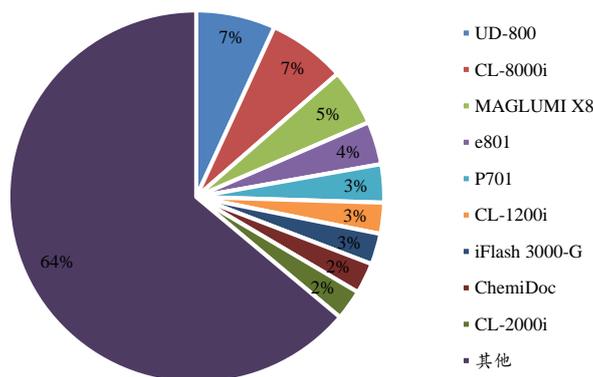
三级医院是下一步国产替代的主要市场，龙头企业仪器性能不输进口品牌。按等级医院拆分，目前我国三级医院存量化学发光市场仍以进口品牌为主；尤其是大三甲医院几乎均为进口品牌的仪器和流水线产品，若按试剂金额估算，目前我国三级医院化学发光体外诊断市场约为 90% 的份额仍被进口品牌占据，是下一步国产替代的主要市场。目前我国龙头公司化学发光仪器产品力已经不输进口品牌，按新装机数量计算 2024H1 我国化学发光龙头公司市场占比明显提升，市占率 TOP5 中有 4 家为国内品牌；按金额计算，迈瑞医疗和新产业分列市占率第二和第四，装机质量和在高端市场的竞争力持续提升。其中迈瑞医疗 CL-8000i，新产业 MAGLUMI X8 分列市占率第二和第三，高速机的装机占比提升为完成三级医院的国产替代奠定了基础。

图54： 2024H1 我国化学发光仪器招标竞争格局（按数量计算）



资料来源：IVD 体外诊断网，诚通证券研究所

图55： 2024H1 化学发光竞争格局（按仪器类型拆分）



资料来源：IVD 体外诊断网，诚通证券研究所

国内品牌的流水线产品陆续推出，有望实现三甲医院的国产替代。体外诊断流水线自动化程度和检测效率高，尤其适合三甲医院的大规模检测；目前我国存量流水线数量约为 3000 条，进口品牌约占 80% 的市场份额。2018 年安图生物推出了我国首个体外诊断流水线，2023-2024 年国内龙头公司体外诊断流水线陆续上市，免

疫模块和生化模块测速已经超越进口品牌，整体处理速度与进口品牌有一定差距。截止 2024H1，国内龙头公司流水线产品取得较大突破，其中迈瑞医疗自品牌主 MT8000 流水线上市一周年装机量超过 100 台，存量流水线数量达到 195 台；新产业全自主知识产权的流水线产品 SATLARS T8 于 2024H1 上市，截止 2024 年前三季度，已完成装机/销售共 30 条。

表16: 龙头公司体外诊断流水线产品性能

厂家	流水线	整体处理速度	免疫模块/测速	生化模块/测速	后处理速度	国内装机时间
罗氏	CCM	1400 管/h	cobas e801:300T/h	cobas C702:2000T/h	800 管/h	2013
雅培	GLP	900 管/h	Architect i2000:200T/h	Alinity c:1600T/h	1200 管/h	2012
贝克曼	DxA 500	1200 管/h	Dxl 800: 400T/h	UniCel DxC: 1440T/h	1200 管/h	2007
西门子	Apito	750 管/h	Atellica IM 1600: 440T/h	Atellica CH930: 1800T/h	800 管/h	2010
新产业	SATLARS T8	1000 管/h	MAGLUMI X8: 600T/h	Biossays C8: 3200T/h	/	2024
迈瑞医疗	MT8000	850 管/h	CL-8000i: 500T/h	BS2800: 3200T/h	/	2023
安图生物	Autolas X-1	600 管/h	Auto 6000: 600T/h	TBA-FX8: 3200T/h	600 管/h	2018
亚辉龙	iTLA Max	600 管/h	iFlash 3000-G: 600T/h	LABOSPECT 008 AS: 3200T/h	600 管/h	2024

资料来源: 各公司官网, 诚通证券研究所

带量采购对化学发光试剂价格的影响有望于 2024 年集采落地后出清。我国化学发光体外诊断试剂集采于 2021 年开始，集采地区限制在安徽省内。2023 年安徽牵头的省际联盟集采覆盖范围拓展至 25 省，2024 年进一步拓展至 27 省，集采范围基本覆盖体外诊断的主要市场。2024 年联盟集采落地后，传染病，肿瘤标志物和甲状腺功能三大项目在的超 70% 主流项目被均纳入集采范围内。预计 2024 年 27 省联盟集采落地后，化学发光试剂的主流项目和主要市场均被覆盖，集采对试剂价格的消极影响有望出清。

表17: 我国化学发光集采

时间	集采文件	覆盖项目范围	覆盖地区	降价幅度
2021	安徽省探索开展临床检验试剂集中带量采购	肿瘤标志物，传染病（乙肝五项），心肌标志物，激素（甲功五项），降钙素原	安徽省	47.02%
2023	2023 年体外诊断试剂省联盟集中带量采购文件	人绒毛膜促性腺激素，性激素六项，传染病八项，糖代谢两项	二十五省联盟	53.9%
2024	二十七省（区、兵团）2024 年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购文件（征求意见稿）	肿瘤标志物 16 项，甲状腺功能 9 项	二十七省联盟	报量阶段

资料来源: 安徽省医保局, 诚通证券研究所

二十八省体外诊断试剂联盟集采报量落地，市场规模达 117 亿元，中选规则温和。2024 年 12 月 23 日，安徽省医保局公布二十八省（区、兵团）2024 年体外诊断试剂省际联盟集中带量采购公告（第 2 号），报量范围覆盖肿瘤标志物和甲状腺功能两大项目，标内总约定量市场规模达 117.5 亿元（入院价）；集采规则延续了 2023 年联盟集采的温和中标规则，中标规则二规定企业降价 50% 即可增补为拟中选企业，预计本次集采降价幅度约为 50%，估算出厂价降价约为 10%。

表18: 二十八省体外诊断试剂联盟集采报量数据

项目	需求量/份	采购量/份	单价/元	市场规模（按需求量计算）/万元
肿瘤标志物				
癌胚抗原（CEA）检测试剂盒	50722416	45650174	17	86228.10
甲胎蛋白（AFP）检测试剂盒	45833009	41249708	17	77916.10
鳞状细胞癌抗原（SCC 或 SCCA）检测试剂盒	11821986	10639787	27	31919.36

总前列腺特异性抗原 (TPSA) 检测试剂盒	14684678	13216210	27	39648.63
游离前列腺特异性抗原 (FPSA) 检测试剂盒	11237203	10113482	27	30340.44
复合前列腺特异性抗原 (CPSA) 检测试剂盒	116599	104939	12	139.91
糖类抗原 50 (CA50) 检测试剂盒	5747215	5172493	27	15517.48
糖类抗原 125 (CA125) 检测试剂盒	27950576	25155518	27	75466.55
糖类抗原 153 (CA153) 检测试剂盒	19441744	17497569	27	52492.70
糖类抗原 199 (CA199) 检测试剂盒	34031184	30628065	27	91884.19
糖类抗原 242 (CA242) 检测试剂盒	5134210	4620789	27	13862.36
糖类抗原 724 (CA724) 检测试剂盒	13134542	11821087	27	35463.26
人附睾蛋白 4 (HE4) 检测试剂盒	3433123	3089810	40	13732.49
胃泌素释放肽前体 (proGRP) 检测试剂盒	4870928	4383835	27	13151.50
细胞角蛋白 19 片段 (CYFRA21-1) 检测试剂盒	12326815	11094133	27	33282.40
神经元特异性烯醇化酶 (NSE) 检测试剂盒	12053085	10847776	27	32543.32
肿标总量	272539313	245285381		643588.88
甲功				
三碘甲状腺原氨酸 (T3) 检测试剂盒	33039975	29735977	14	46255.96
甲状腺素 (T4) 检测试剂盒	33163261	29846934	14	46428.56
促甲状腺激素 (TSH) 检测试剂盒	73920830	66528747	14	103489.16
游离三碘甲状腺原氨酸 (FT3) 检测试剂盒	66176657	59558991	14	92647.31
游离甲状腺素 (FT4) 检测试剂盒	67903498	61113148	14	95064.89
甲状腺球蛋白 (Tg) 检测试剂盒	8217993	7396193	20	16435.98
甲状腺球蛋白抗体 (Anti-Tg) 检测试剂盒	22898477	20608629	23	52666.49
抗甲状腺过氧化物酶抗体 (Anti-TPO) 检测试剂盒	25646867	23082180	23	58987.79
促甲状腺激素受体抗体 (Trab) 检测试剂盒	7846786	7062107	25	19616.96
甲功总量	338814344	304932909		531593.15
总市场空间/万元				1175182.03

资料来源：安徽省医保局，诚通证券研究所

安徽省集中带量采购落地后国产替代明显加速，2024 年集采落地有望复制该进程。进口品牌试剂的出厂价和挂网价高于国内品牌，带量采购的定价标准将进口和国产品牌拉至同一标准，因此集采落地后进口品牌实际入院价格降价幅度要高于国产品牌，经销渠道利润空间压缩幅度更大，渠道商对国内品牌的选择有望增加，加速国产替代进程。2021 年安徽省体外诊断试剂带量采购落地后，国内化学发光体外诊断龙头的市占率显著提升。预计在集采和国内公司产品力提升的推动下，三级医院的国产替代成为国内化学发光企业的主要增长驱动力，聚焦：1.高速机和流水线装机高速增长国内龙头。2.肿瘤标志物和甲状腺功能为强项的国内龙头，**迈瑞医疗，新产业。**

表19：我国化学发光集采落地后国产企业获益

公司	获益情况
迈瑞医疗	2021 年安徽省诊断试剂集采落地后，迈瑞医疗在安徽省的化学发光业务实现了超过 85% 的增长，试剂收入增量超 1 亿元，并成功突破空白三级医院 35 家，市占率提升至 20% 以上，实现了安徽市场第一的目标。
新产业	2021 年安徽省集采落地后，公司在安徽省实现了短期内大型客户数量翻番的成绩。 2024H1，安徽省际联盟集采覆盖的传染病、性激素已明显体现出加速替代的趋势，其销售收入显著快于国内整体试剂增速。

资料来源：wind，诚通证券研究所

新产业（300832.SZ）是我国化学发光体外诊断龙头公司，也是我国稀缺的成功出海的化学发光体外诊断企业，在海内外市场均具备较强竞争力。2019年公司推出 MAGLUMI X 系列仪器后公司发展进入新阶段，高速机 X8 和全自主知识产权流水线 T8 的接连上市为公司在高端市场的国产替代奠定了基础。2024 年前三季度公司 X8 装机量已达到 2023 年全年水平，海外市场大中型仪器装机量已经超过 2023 年全年，存量中高速机数量稳定增长，试剂消耗量和利润增长确定性强。肿瘤标志物化学发光试剂是公司的传统强项，预计 2024 年体外诊断试剂带量采购落地后公司有望受益于国产替代加速进程。

7、风险提示

1、控费政策超出预期风险。仿制药集采与医保谈判均涉及药品价格，如果控费政策压力超出预期，将长期压制医药价格。

2、国产替代不及预期风险。化学发光、高值耗材国产化率均较低，如果政策推动国产替代效果不及预期，将降低国产耗材类公司业绩预期。

3、药品生产质量风险。医药是质量严控特殊产品，生产质量是第一生命线，如果发生药品质量问题或者生产存在合规风险，有可能药企将被吊销药品生产许可证或产生更严重的后果。

4、投融资恢复不及预期风险。投融资关系创新药企现金流支持，如果投融资长期恢复不及预期，将不利于创新药研发。

5、系统风险。

特别声明

根据《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》规定，诚通证券评定此研报的风险等级为 R3（中风险），适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为 C3、C4、C5 的普通投资者。若您为非专业投资者及风险承受能力低于 C3 的普通投资者，请勿阅读、收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

若因适当性不匹配，给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本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登记为注册分析师，认真审慎、专业严谨、独立客观的出具本报告并对报告内容和观点负责。

分析师的薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资评级说明

诚通证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来 6—12 个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

诚通证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在 20% 以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于 5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于 -5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来 6—12 个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在 5% 以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由诚通证券股份有限公司（以下简称诚通证券）供其机构或个人客户（以下简称客户）使用，诚通证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给诚通证券客户的，属于机密材料，只有诚通证券客户才能参考或使用，如接收人并非诚通证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。诚通证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。诚通证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。诚通证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是诚通证券在发表本报告当日的判断，诚通证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但诚通证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。诚通证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

对于浏览过程中可能涉及的诚通证券网站以外的地址或超级链接，诚通证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

除非另有说明，所有本报告的版权属于诚通证券。未经诚通证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为诚通证券的商标、服务标识及标记。诚通证券版权所有并保留一切权利。

联系我们

诚通证券股份有限公司 研究所

地址：北京市朝阳区东三环路 27 号楼 12 层

邮编：100020

公司网址：<http://www.cctgsc.com.cn/>