

抓住医药板块的底部机会

——医药生物行业 2023 年中期策略报告

核心观点

- **医药板块一季度整体仍受影响，下半年有望实现估值修复。**从行情来看，2023 年初至 5 月 23 日，医药板块涨幅为 1.39%，行业涨幅排名第 13，同时期沪深 300 指数涨幅 1.07%，略跑赢大盘。分阶段来看，板块从年初至春节前涨幅为 7.83%，达到阶段性高点，随后板块回调，而 3 月下旬后，受终端复苏带动板块开始上涨，最高累计涨幅为 5.56%，4 月下旬开始进入财报密集发布期，板块收益波动显著。估值方面，截至 2023/5/23，医药生物板块的 PE（TTM）估值为 28.97X，近五年平均 PE 为 34.47X。估值处于历史较低水平，已经连续一年多低于行业近五年平均 PE。2021 年以来医药生物板块估值有所压制处于不断下降的过程，于 2022 年 9 月底达到历史阶段性低点为 20.3X，进入 2022 年四季度后估值有所修复，处于持续修复趋势中。持仓方面，截至 3 月 31 日，A 股医药板块 2023 年基金一季报的持仓比例为 6.22%，环比有所下降，仍处于近三年低位水平。医药板块目前整体为低配状态（标配 8.07%）。
- **集采进入后时代，“剩”者优势愈发明显。**过去 4-5 年，集采对医药整体行业产生了非常大的影响，一方面，产品的大幅降价使绝大多数上市公司的业绩受到影响；另一方面，市场对集采的担心逐步蔓延，对公司未来储备的产品也产生了集采大幅降价的预期，这使得很多医药行业的估值体系被打破，导致的结果是相关公司估值和业绩双杀。站在当下，我们分析发现集采规则已经发生边际变化，行业逐渐从集采早期的“相对不确定性”向“确定性”转变，医药估值有望逐步扩张。集采进入后半场，我们认为产业出现另外一个变化，即集采活下来的企业优势越发明显。简单来说，集采除了使落后的企业淘汰之外，相关细分领域的进入门槛也大大提高，不论是产品端、还是研发投入端，乃至销售渠道的覆盖上，龙头优势愈发明显。
- **创新领航，重点关注产品端的需求机会。**分板块来看，在医疗器械板块，常规诊疗的恢复将带动相关院端医疗器械需求恢复，且耗材集采出现边际放松，板块有望迎来戴维斯双击。在创新药板块，2023 年以来医保常态化下控费趋于平稳，但更为严厉的审批政策正推进研发向创新性和差异化发展，后续需重点关注前沿临床进展。在药店板块，2023 年经营环境回暖，行业增速有望维持常态增速。且统筹账户正加速向药店端支付，后续处方外流逻辑将进一步兑现。在医疗服务板块，我国老龄化进程不断加快，带来医疗服务需求的确性增长，且政策明确支持民营医疗，未来民营医疗的发展是大势所趋。在 CXO 板块，目前板块估值位于底部，但从新签订单等角度均可见 CXO 板块具备高成长性，具备底部投资价值。在原料药板块，企业利润端在 2022 年总体承压，目前行业研发投入持续加大，加速新品种或新业务布局，未来行业转型升级已成明确趋势。在疫苗板块，进入后疫情时代，下半年常规疫苗品种恢复有望持续，相关优质龙头企业值得关注。在科研服务板块，长期来看科研服务需求持续且稳定，国家持续加强对高端技术的政策支持，行业迎来发展机遇。

投资建议与投资标的

- **看好真正具有创新能力的企业。**长期来看，医保控费和常态化集采将会持续，企业需要选择新的品种、充分抓住临床需求，因此我们看好具有真正创新能力的企业。医疗器械方面建议关注迈瑞医疗、佰仁医疗、三友医疗、微电生理等；创新药方面建议关注恒瑞医药、京新药业、君实生物-U、键凯科技等；医疗服务方面建议关注爱尔眼科、通策医疗等；药店方面建议关注益丰药房、大参林、老百姓等；原料药方面建议关注仙琚制药、富士莱、华海药业等；CXO 方面建议关注阳光诺和、百诚医药、药明生物、药明康德等；疫苗方面建议关注智飞生物、康泰生物、康希诺等；科研服务方面建议关注莱伯泰科、聚光科技、阿拉丁等。

风险提示

- 集采政策实施力度超预期、疫情反复、企业研发不及预期、与投资相关的风险、产品销售不及预期等。

行业评级 **看好（维持）**

国家/地区 **中国**
行业 **医药生物行业**
报告发布日期 **2023 年 06 月 14 日**



证券分析师

证券分析师 **刘恩阳**
01066218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001
香港证监会牌照：BSW684

证券分析师 **田世豪**
021-63325888*6111
tianshihao@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521080001

证券分析师 **裴晓鹏**
peixiaopeng@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860522100002

联系人

联系人 **易丹阳**
yidanyang@orientsec.com.cn

联系人 **傅肖依**

相关报告

创新为行业长期发展主线，相关产业链机会值得关注：——医药生物行业双周报 2023-05-14

肾神经阻断疗法有望开启高血压治疗新纪元，建议关注相关布局的优质企业：——医药生物行业深度报告 2023-04-19

AACR 即将召开，关注创新药产业链相关机会：——医药生物行业双周报 2023-04-08

目 录

一、医药板块一季度整体仍受影响，下半年有望实现估值修复	6
1.1 行情回顾：板块整体涨幅一般，有望迎来估值修复	6
1.2 估值仍然处于低位，低估值板块逐步回归	7
1.3 医药基金持仓进一步下降	8
二、集采进入后时代，“剩”者优势愈发明显	11
2.1 集采后时代，“业绩底”已经出现	11
2.2 医药行业估值有望逐步扩张	15
2.3 “剩”者为王，细分领域龙头优势愈发明显	18
三、创新领航，重点关注产品端的需求机会	20
3.1 医疗器械：常规诊疗不断恢复叠加政策边际放松，板块有望迎来戴维斯双击	20
3.2 创新药：严格审评下研发持续推进，关注前沿临床进展	25
3.3 药店：经营环境恢复正常，统筹账户加速向药店端支付	29
3.4 医疗服务：老龄化背景下，医疗服务长期增长确定性高	31
3.5 CXO：行业景气度有望边际改善，具备底部投资价值	33
3.6 原料药：加速新品种布局，转型升级成为明确趋势	38
3.7 疫苗：后疫情时代品种为王，看好相关优质龙头企业	41
3.8 科研服务：推进高水平科技自立自强，行业迎来发展机遇	43
投资建议	46
风险提示	46

图表目录

图 1: 2023 年医药生物板块整体涨跌幅情况 (截至 2023/5/23)	6
图 2: 2023 年医药生物板块涨幅全行业排名 (截至 2023/5/23)	6
图 3: 2023 年申万 (2021) 分类下医药生物各子板块涨幅情况 (截至 2023/5/23)	6
图 4: 近两年医药生物板块的 PE (TTM) 及相对于沪深 300 溢价率的变动 (截至 2023/5/23) ..	7
图 5: 2023 年申万 (2021) 分类下医药生物各子板块的 PE (TTM) 情况 (截至 2023/5/23) ...	8
图 6: 2009 年至今主动型股票基金的医药股持仓情况 (主动型股票基金包括普通股票型、偏股混合型、灵活配置型)	8
图 7: 2023 年基金一季报重仓股持股基金数 top30 及变动	9
图 8: 2023 年基金一季报重仓股持股市值 top30 及变动	10
图 9: 仿制药历次集采价格降幅情况	11
图 10: 2017-2022 年创新药医保谈判价格降幅	11
图 11: 2020-2023 年 Q1 三友医疗估值及业绩增速情况	12
图 12: 2018-2023 年 Q1 京新药业估值及业绩增速情况	12
图 13: 2018-2023 年 Q1 仙琚制药估值及业绩增速情况	12
图 14: 2018-2023 年 Q1 恒瑞医药估值及业绩增速情况	12
图 15: 各企业胰岛素采购需求量、获得的基础量及占比、调出的分配量 (2021 年)	18
图 16: 重庆市医疗机构总诊疗人次单月数据	20
图 17: 申万 (2021) 三级子行业 SW 医疗耗材和 SW 医院单季度营业收入 (单位: 亿元)	20
图 18: 2021 年运动医学植入耗材市场份额	22
图 19: 2021 年关节镜设备市场格局	22
图 20: 医用耗材相关行业规模占比 (% , 2021)	23
图 21: 医保谈判总成功率	26
图 22: 国产 1 类新药数量 top10 的企业 (截至 2023 年 5 月)	27
图 23: 2010-2022 年零售药店销售规模 (亿元)	29
图 24: 2022 年行业内连锁药店与单体药店数量占比	29
图 25: 2020-2022 年医保统筹账户 & 个人账户结余情况	29
图 26: 2016-2022 年零售药店行业营收 (百万元)	30
图 27: 2016-2022 年零售药店行业归母净利润 (百万元)	30
图 28: 2016-2023 年 Q1 各零售药店 PE (TTM) 估值	30
图 29: 2003 & 2021 我国人口年龄结构图	31
图 30: 2010-2020 年我国卫生费用 (亿元) 及增速	31
图 31: 2010-2019 年公立、民营医院数量 (个)	32
图 32: 2010-2019 年公立、民营医院营收 (亿元)	32
图 33: 2016-2022 年爱尔眼科营收及归母净利润 (百万元)	33

图 34: 2016-2022 年通策医疗营收及归母净利润 (百万元)	33
图 35: 2017-2022 年海吉亚营收及净利润 (亿元)	33
图 36: 2018-2022 年固生堂营收及净利润 (亿元)	33
图 37: 近五年医药外包行业市盈率 (PE-TTM)	34
图 38: 2018Q1-2023Q1 医药外包行业归母净利润及增速	34
图 39: 20Q1-23Q1 全球医疗健康产业投融资情况	34
图 40: 20Q1-23Q1 我国医疗健康产业投融资情况	34
图 41: 2017-2022 年化药及生物药 IND 受理品种数量 (单位: 个)	34
图 42: 2017-2022 年化药及生物药 NDA 受理品种数量 (单位: 个)	34
图 43: 2019-2022 年主要 CXO 企业固定资产及增速	35
图 44: 2019-2022 年主要 CXO 企业资本支出及增速	35
图 45: FDA 获批药物中 FIC (First in Class) 药物占比	36
图 46: 生物药占全球医药市场比例有望持续提升	37
图 47: 小分子药物与大分子药物的数量及销售占比情况	37
图 48: 2022-2023 年 2 月国内各类药物融资情况对比	37
图 49: 2022-2023 年 2 月国内各类药物融资金额占比	37
图 50: 阳光诺和创新药在研管线图 (截至 2022 年年底)	38
图 51: 近五年原料药行业市盈率	38
图 52: 2018Q1-2023Q1 原料药行业归母净利润及增速	38
图 53: 2016-2026E 全球原料药市场规模	39
图 54: 2010-2024 年全球专利药到期促进原料药市场的扩大	39
图 55: 2015-2022 年中国原料药 (含中间体) 出口数量及增速	39
图 56: 2015-2022 年中国原料药出口规模及增速	39
图 57: 2018-2022 年主要原料药企业研发投入及增速	40
图 58: 2018-2022 年主要原料药企业在建工程投入及增速	40
图 59: 2018-2022 年华海药业营收结构 (单位: 亿元)	41
图 60: 2018-2022 年华海药业毛利率与净利率水平	41
图 61: 2017-2022 九洲药业 CDMO 业务收入占比及增速	41
图 62: 2020-2022 部分原料药企业 CDMO 业务占营收比例	41
图 63: 2020-2021 年全球前十大疫苗品种排行 (不含新冠疫苗)	42
图 64: 我国疫苗 (不含新冠疫苗) 市场规模预测趋势图 (单位: 亿元)	42
图 65: 康希诺在研管线一览 (截至 2022/12/31)	42
图 66: 科研服务行业相关上市公司估值 (PE-TTM)	43
图 67: 科研服务行业产业链一览表	44
图 68: 我国 R&D 研发经费保持快速增长	44
表 1: 历年药品集采情况	11

表 2: 恒瑞医药在研创新药主要临床研发管线 (截至 2023 年 3 月)	12
表 3: 恩华药业主要临床研发管线 (截至 2022 年 12 月)	14
表 4: 京新药业主要临床研发管线 (截至 2022 年 12 月)	14
表 5: 冠脉支架集采各中标产品及拟中选价格	15
表 6: 高值耗材国采规则横向对比 (截至 2022 年 12 月 31 日)	16
表 7: 2022 年 9 月脊柱国采规则整理	16
表 8: 地方联盟集采规则一览	17
表 9: 冠脉支架集采续标各中标产品及拟中选价格 (其中续标拟中选价格包含伴随服务费)	19
表 10: 北京 CHS-DRG 与带量采购联动降价产品报价和采购量规则	21
表 11: 医疗新基建相关政策一览表	23
表 12: 国家卫健委关于大型医用设备配置许可管理目录变更一览	24
表 13: 2022 医保费用调整情况	25
表 14: 今年以来 NMPA 批准国内药企上市新药 (截至 2023 年 5 月, 除新冠药)	26
表 15: 2023 AACR 相关 A+H 上市公司	27
表 16: 2023 ASCO 相关 A+H 上市公司	28
表 17: 医疗服务相关政策梳理	31
表 18: 药物筛选的技术手段的多角度对比	36
表 19: 部分科研仪器国产化指导采购比例 (%)	45

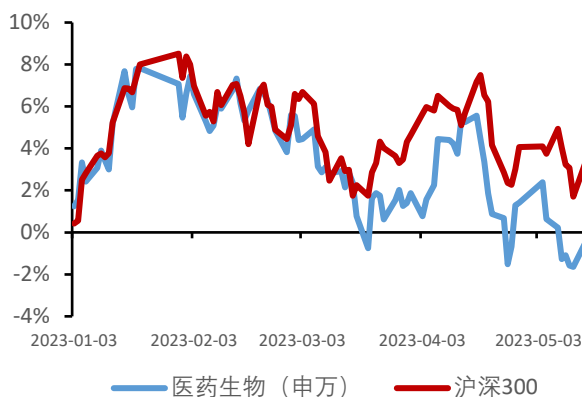
一、医药板块一季度整体仍受影响，下半年有望实现估值修复

1.1 行情回顾：板块整体涨幅一般，有望迎来估值修复

从行情来看，医药 2023 年年初至今涨幅整体波动较大。

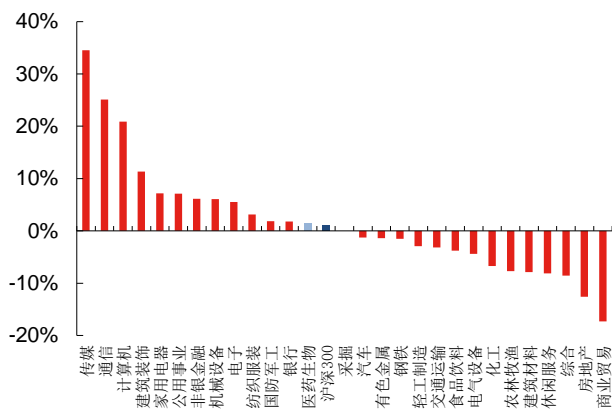
2023 年初至 5 月 23 日，医药板块涨幅为 1.39%，行业涨幅排名第 13，同时期沪深 300 指数涨幅 1.07%，略跑赢大盘。分阶段来看，板块从年初至春节前累计涨幅为 7.83%，达到阶段性高点，随后板块回调，而 3 月下旬起，受终端复苏带动板块开始上涨，最高累计涨幅为 5.56%，4 月下旬开始进入财报密集发布期，板块收益波动显著。

图 1：2023 年医药生物板块整体涨跌幅情况（截至 2023/5/23）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 2：2023 年医药生物板块涨幅全行业排名（截至 2023/5/23）

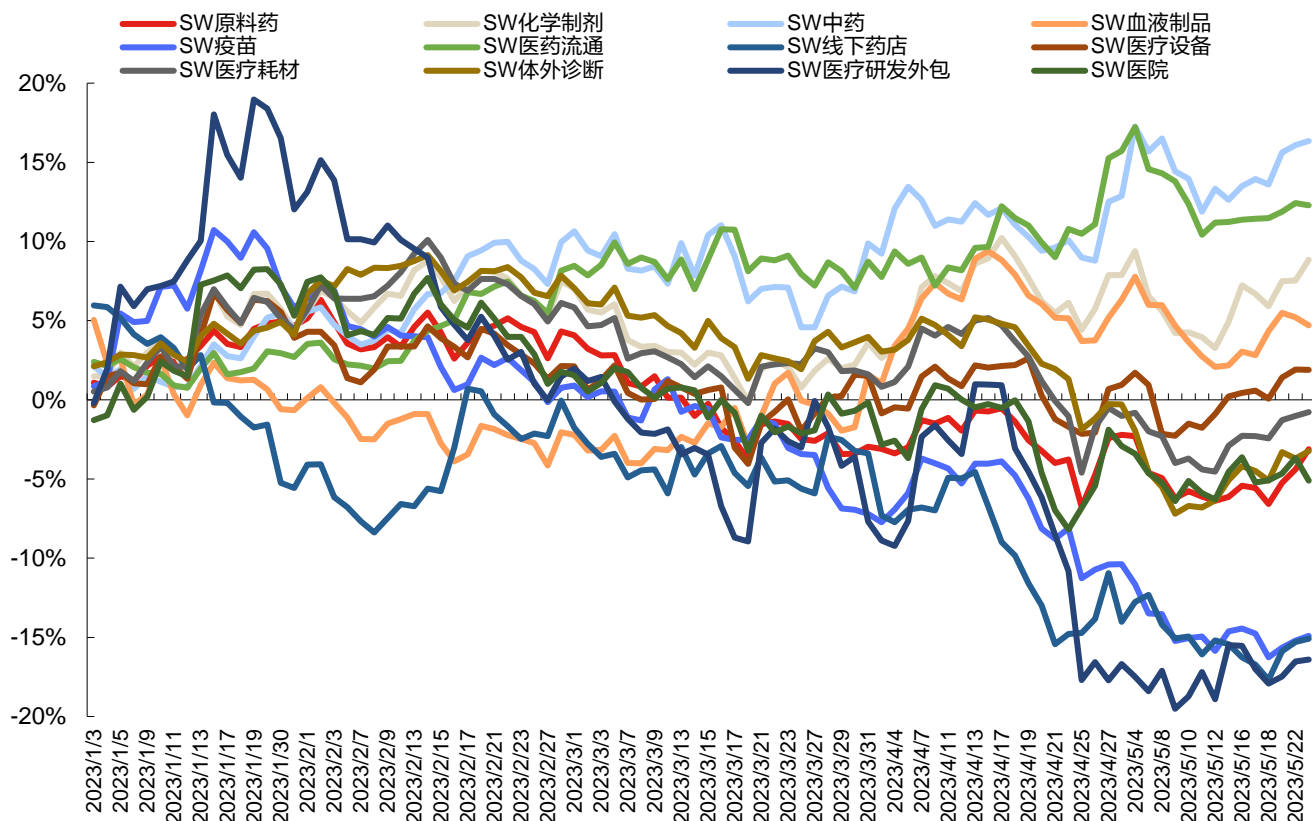


数据来源：wind，东方证券研究所

从申万子板块来看，各板块涨跌幅分化较大，多数板块与整体医药板块贝塔波动较为一致。从 2023 年初至 5 月 23 日，全部子行业涨幅分化较大，SW 中药（+16.34%）、SW 医药流通（+12.28%）、SW 化学制剂（+8.84%）、SW 血液制品（+4.71%）、SW 医疗设备（+1.89%）涨幅靠前，另外跌幅较小的板块主要有 SW 医疗耗材（-0.78%）、SW 原料药（-3.11%）、SW 体外诊断（-3.25%）；SW 医疗研发外包、SW 线下药店、SW 疫苗跌幅靠前，分别实现-16.40%、-15.09%、-14.90%。

分阶段来看，2022 年整体板块估值有所消化，进入 2023 年，估值较低、业绩较好、政策免疫或边际放松的子板块涨幅较大，受益于疫后诊疗复苏的板块表现坚挺。

图 3：2023 年申万（2021）分类下医药生物各子板块涨幅情况（截至 2023/5/23）



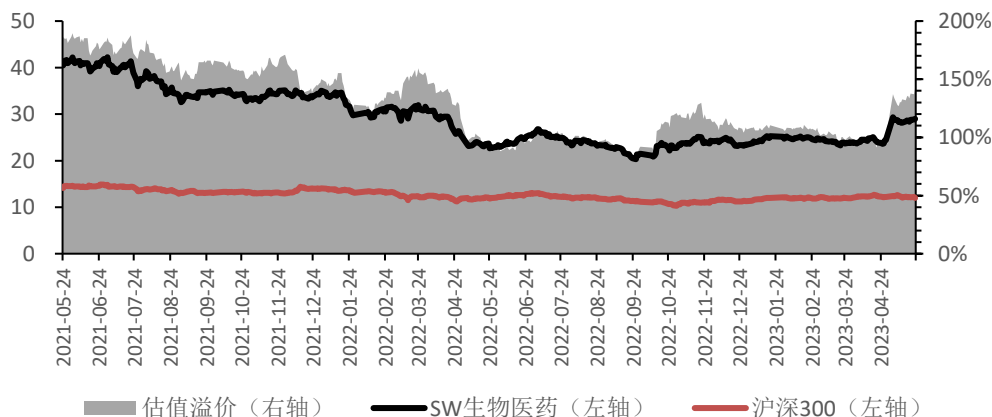
数据来源: wind, 东方证券研究所

1.2 估值仍然处于低位，低估值板块逐步回归

从板块估值来看，截至 2023/5/23，医药生物板块的 PE (TTM) 估值为 28.97X，近五年平均 PE 为 34.47X。行业估值处于历史较低水平，已经连续一年多低于行业近五年平均 PE。

2021 年以来医药生物板块估值有所压制处于不断下降的过程，于 2022 年 9 月底达到历史阶段性低点为 20.3X，进入 2022 年四季度后估值有所修复，处于持续修复趋势中。同时，截至 2023/5/23，沪深 300 的 PE (TTM) 为 11.96X，整体溢价率为 142%，与 2021 年初 190%的溢价率相比，仍处于历史较低水平。

图 4：近两年医药生物板块的 PE (TTM) 及相对于沪深 300 溢价率的变动 (截至 2023/5/23)



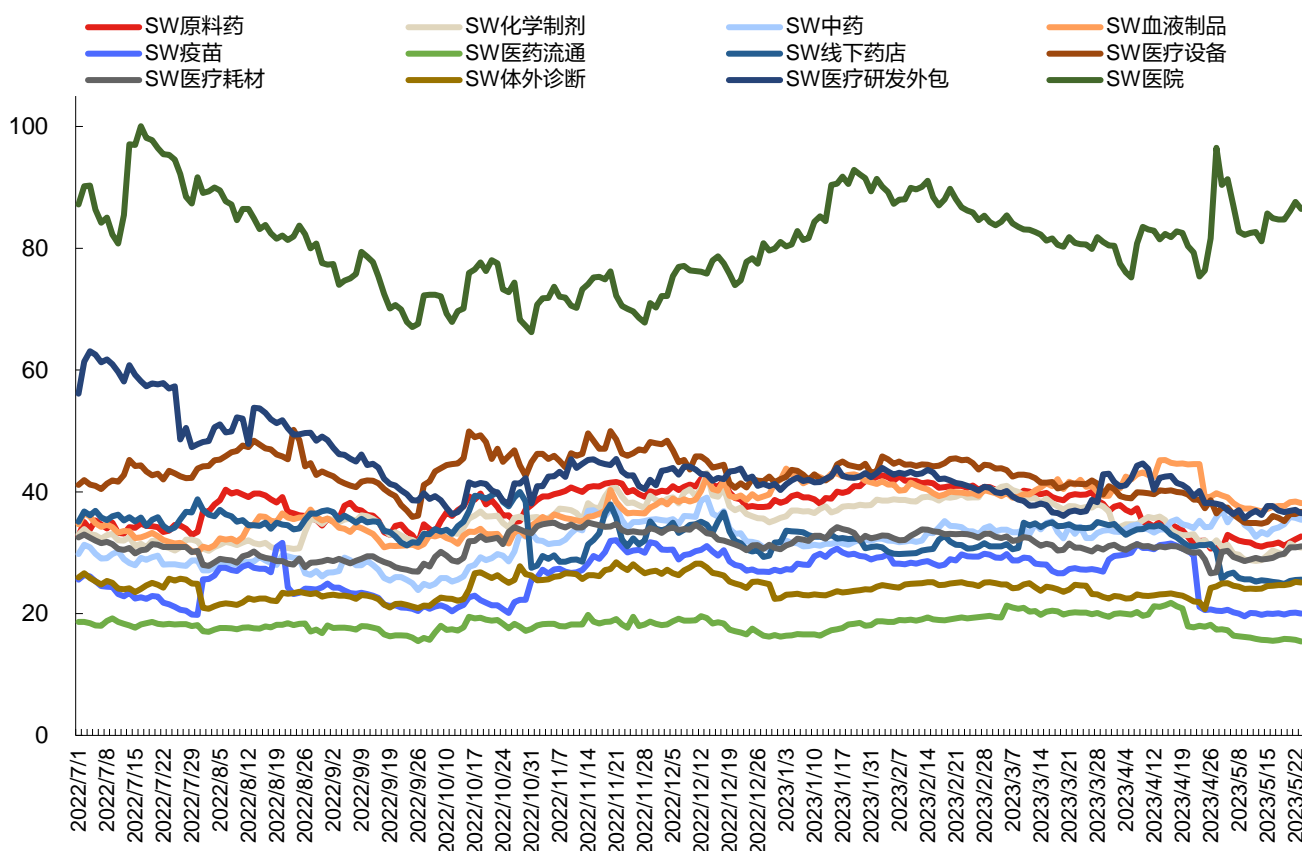
数据来源: wind, 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分子板块来看，今年不同板块的估值相对稳定，整体处于历史低位。截至 2023/5/23，SW 医院（86.46X）、SW 血液制品（38.15X）、SW 医疗设备（36.70X）估值靠前，SW 医药流通（15.43X）、SW 疫苗（19.98X）、SW 体外诊断（25.11X）估值靠后。

从近五年板块分位来看，除 SW 医药流通（88.91%分位）、SW 中药（77.39 分位）外，其余板块均处于历史较低水平，其中 SW 医疗研发外包（0.91%分位）、SW 线下药店（2.72%分位）、SW 血液制品（2.72%分位）、SW 疫苗（8.00%分位）、SW 体外诊断（15.87%分位）等估值分位数较低。

图 5：2023 年申万（2021）分类下医药生物各子板块的 PE（TTM）情况（截至 2023/5/23）

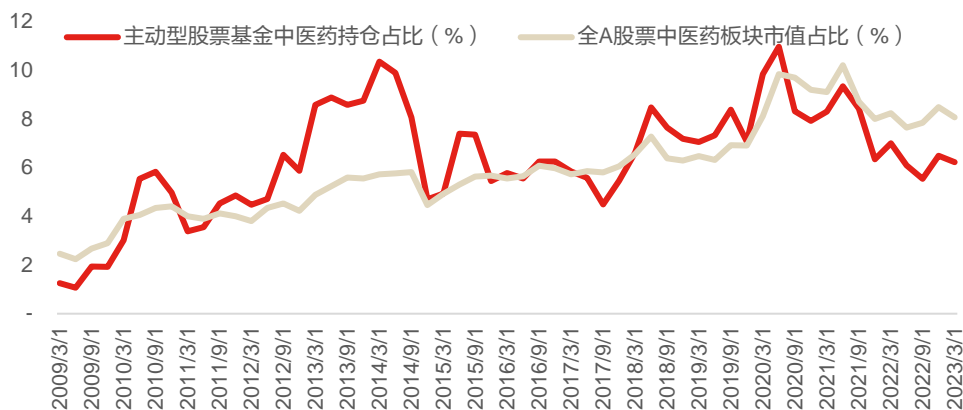


数据来源：wind，东方证券研究所

1.3 医药基金持仓进一步下降

根据 2023Q1 基金一季报持仓披露情况，从所有主动型股票基金的医药持仓（按重仓持股比例推算）情况来看，截至 3 月 31 日，A 股医药板块 2023 年基金一季报的持仓比例为 6.22%，环比有所下降，仍处于近三年低位水平。医药板块目前整体为低配状态（标配 8.07%）。

图 6：2009 年至今主动型股票基金的医药股持仓情况（主动型股票基金包括普通股型、偏股混合型、灵活配置型）



数据来源: wind, 东方证券研究所

具体个股中, 基金仍偏好各细分板块龙头及今年业绩优异的个股。重仓股中, 持股基金数前五的个股分别为迈瑞医疗 (486 个)、药明康德 (394 个)、恒瑞医药 (380 个)、爱尔眼科 (281 个)、人福医药 (217 个)。同 Q4 相比, 持股基金数增多的个股主要是恒瑞医药 (+73 个)、科源制药 (+69 个)、康缘药业 (+62 个)、太极集团 (+60 个) 等, 中药板块持仓有所上升。

图 7: 2023 年基金一季报重仓股持股基金数 top30 及变动

代码	名称	2022Q4-2023Q1 持股基金数变化	2023Q1 持股基金数	2022Q4 持股基金数	2023Q1公司总市值 (亿元)	2022Q4公司总市值 (亿元)
300760.SZ	迈瑞医疗	-95	486	581	3779.30	3830.95
603259.SH	药明康德	-54	394	448	2358.94	2398.02
600276.SH	恒瑞医药	73	380	307	2731.49	2457.83
300015.SZ	爱尔眼科	-40	281	321	2229.75	2229.75
600079.SH	人福医药	49	217	168	437.24	390.06
300122.SZ	智飞生物	-57	204	261	1310.88	1405.28
000661.SZ	长春高新	45	159	114	660.89	673.66
300347.SZ	泰格医药	-91	133	224	834.99	914.29
2269.HK	药明生物	-50	124	174	2055.13	2526.82
000999.SZ	华润三九	52	117	65	567.80	462.64
002422.SZ	科伦药业	9	116	107	417.36	377.05
000963.SZ	华东医药	-40	113	153	812.80	820.87
600129.SH	太极集团	60	105	45	238.85	167.40
600085.SH	同仁堂	39	100	61	756.23	612.77
300633.SZ	开立医疗	-4	96	100	236.86	234.60
600557.SH	康缘药业	62	84	22	187.25	109.61
000423.SZ	东阿阿胶	33	79	46	346.57	266.19
603882.SH	金域医学	14	78	64	411.69	365.30
600436.SH	片仔癀	-9	77	86	1715.71	1740.33
300142.SZ	沃森生物	-29	71	100	554.37	645.15
301281.SZ	科源制药	69	69	0	0.00	0.00
002727.SZ	一心堂	15	62	47	211.23	187.82
600763.SH	通策医疗	-55	62	117	414.52	490.55
002821.SZ	凯莱英	-24	60	84	493.21	547.58
301367.SZ	怡和嘉业	46	58	12	159.68	140.52
300003.SZ	乐普医疗	-7	57	64	435.93	431.98
688677.SH	海泰新光	6	56	50	87.57	98.29
688617.SH	惠泰医疗	23	55	32	235.79	204.63
002223.SZ	鱼跃医疗	3	48	45	319.19	319.39
300558.SZ	贝达药业	27	46	19	245.30	205.25

数据来源: wind, 东方证券研究所

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

重仓股中，持股市值前五的个股分别为药明康德（386 亿）、迈瑞医疗（384 亿）、爱尔眼科（296 亿）、恒瑞医药（212 亿）、泰格医药（139 亿）。同 Q4 相比，持股市值增加较多个股主要是恒瑞医药（+66 亿元）、太极集团（+28 亿元）、金域医学（+23 亿元）、同仁堂（+22 亿元）等，创新药及中药持仓有所增加。

图 8：2023 年基金一季报重仓股持股市值 top30 及变动

代码	名称	2022Q4-2023Q1 持股市值变化 (亿元)	2022Q4-2023Q1 持股占流通股比 例变化 (%)	2023Q1 持股总市值 (亿元)	2022Q4 持股总市值 (亿元)	2023Q1公司总市值 (亿元)	2022Q4公司总市值 (亿元)
603259.SH	药明康德	24	-0.31	386	400	2358.94	2398.02
300760.SZ	迈瑞医疗	20	-0.39	384	405	3779.30	3830.95
300015.SZ	爱尔眼科	6	-0.41	296	302	2229.75	2229.75
600276.SH	恒瑞医药	66	1.78	212	147	2731.49	2457.83
300347.SZ	泰格医药	27	-4.24	139	176	834.99	914.29
300122.SZ	智飞生物	14	-0.71	113	127	1310.88	1405.28
600085.SH	同仁堂	22	0.85	87	65	756.23	612.77
000661.SZ	长春高新	13	2.20	79	66	660.89	673.66
603882.SH	金域医学	23	4.09	71	48	411.69	365.30
000963.SZ	华东医药	21	2.67	68	47	812.80	820.87
600436.SH	片仔癀	16	-0.28	65	71	1715.71	1740.33
2269.HK	药明生物	67	-2.23	64	130	2055.13	2526.82
600079.SH	人福医药	13	1.80	58	46	437.24	390.06
002821.SZ	凯莱英	9	-0.50	57	65	493.21	547.58
300759.SZ	康龙化成	69	-7.70	51	120	583.34	809.93
300142.SZ	沃森生物	13	-0.18	44	53	554.37	645.15
600129.SH	太极集团	28	9.01	43	15	238.85	167.40
600763.SH	通策医疗	29	-8.29	43	91	414.52	490.55
603456.SH	九洲药业	23	-3.40	40	63	299.37	353.97
000999.SZ	华润三九	12	1.11	38	26	567.80	462.64
002727.SZ	一心堂	10	5.22	34	23	211.23	187.82
300633.SZ	开立医疗	10	3.98	31	22	236.86	234.60
000423.SZ	东阿阿胶	15	3.11	30	15	346.57	266.19
002223.SZ	鱼跃医疗	16	5.45	29	13	319.19	319.39
688301.SH	奕瑞科技	18	-5.84	26	44	263.02	332.84
6078.HK	海吉亚医疗	14	-1.22	25	28	352.39	345.37
002422.SZ	科伦药业	14	3.72	23	10	417.36	377.05
300298.SZ	三诺生物	3	2.44	23	20	181.57	190.31
002044.SZ	美年健康	16	5.15	21	5	294.35	239.94
603883.SH	老百姓	1	1.02	21	20	218.93	236.71

数据来源：wind，东方证券研究所

二、集采进入后时代，“剩”者优势愈发明显

2.1 集采后时代，“业绩底”已经出现

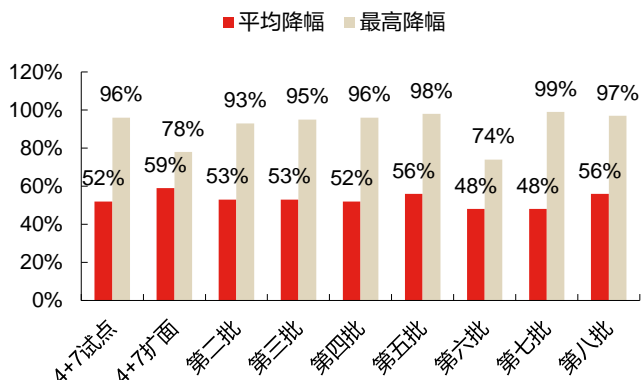
过去 4-5 年，集采对医药整体行业产生了非常大的影响，一方面，产品的大幅降价使绝大多数上市公司的业绩受到影响；另一方面，市场对集采的担心逐步蔓延，对公司未来储备的产品也产生了集采大幅降价的预期，这使得很多医药行业的估值体系被打破，导致的结果是相关公司估值和业绩双杀。

表 1：历年药品集采情况

项目	启动	报价	执行	协议期	第一期执行时间	备注
4+7	2018.11.15	2018.12.07	2019.04.15	1 年	2019.4-2020.5	4 直辖市单独时间，省级合并
4+7 扩围	2019.09.01	2019.09.30	2019.11.15	1 年&2-3 年	2019.11-2020.11	4 直辖市单独时间，湖北竞价，其他续标
第二批	2019.11.28	2020.01.16	2020.04.15	1-3 年	2020.4-2022.4	1 家中选时：1 年， 2 家或 3 家中选时：2 年， ≥ 4 家中选时：3 年
第三批	2020.06.22	2020.08.20	2020.11.15	1-3 年	2020.11-2021.11	
第四批	2020.12.09	2021.02.03	2021.04.15	1-3 年	2021.4-2022.4	
第五批	2021.5.8	2020.7.13	2021.09.15	1-3 年	2021.9-2022.9	
第六批	2021.11.5	2021.11.26	2022.5.31	2 年	2022.5.31-2023.5.30	胰岛素专项
第七批	2022.06.20	2022.07.12	2022.11	1 年	2022.11-2023.11	首创“替补机制”
第八批	2023.01.10	2023.03.29	2023.07	3 年	待进行	单品种多企业入选，供应多元化和稳定性增强

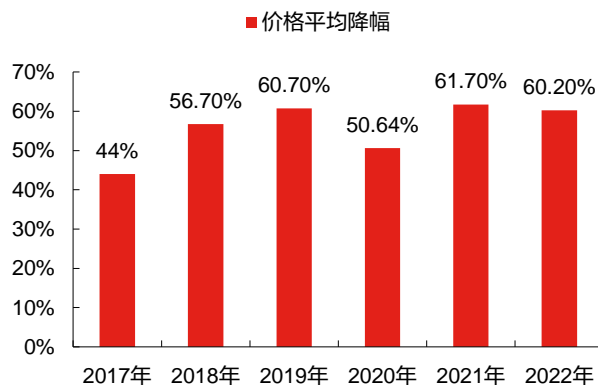
数据来源：国家组织药品集中采购公告，东方证券研究所

图 9：仿制药历次集采价格降幅情况



数据来源：上海阳光医药采购网，东方证券研究所

图 10：2017-2022 年创新药医保谈判价格降幅



数据来源：国家医疗保障局，东方证券研究所

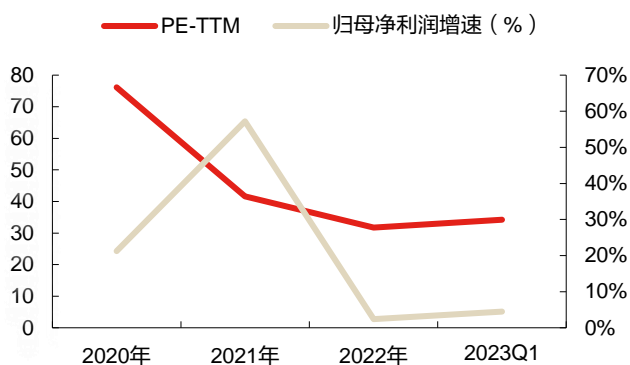
但到目前为止，我们发现行业正在发生一些变化，最为显著的是，经过了多轮集采后、绝大多数上市公司的核心产品已经集采完毕，甚至对一些领先的公司来说，由于公司积极转型，新产品、新增量不断推出，“业绩底”已经明显看到，如骨科行业、仿制药的一些行业，甚至对于国内制

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

药龙头企业恒瑞医药，2023 年一季度利润端也开始恢复正增长，且如果考虑到今年一季度仍然有疫情影响，那么在二季度利润端增速预计将在一季度的基础上有望进一步提升。

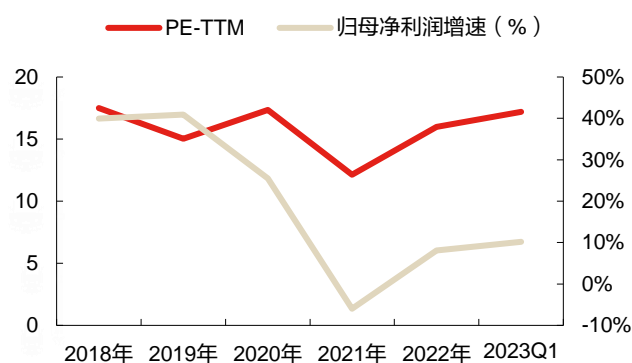
当然我们也观察到，这些公司的业绩已经出现拐点，但是估值并没有显著的提高，正如我们上文所述，医药行业整体的估值仍然处于非常低的位置。

图 11：2020-2023 年 Q1 三友医疗估值及业绩增速情况



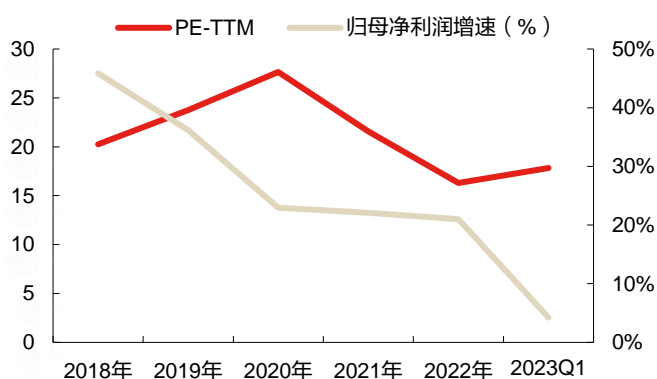
数据来源：wind，东方证券研究所 注：PE-TTM 为每个统计期间的期末值

图 12：2018-2023 年 Q1 京新药业估值及业绩增速情况



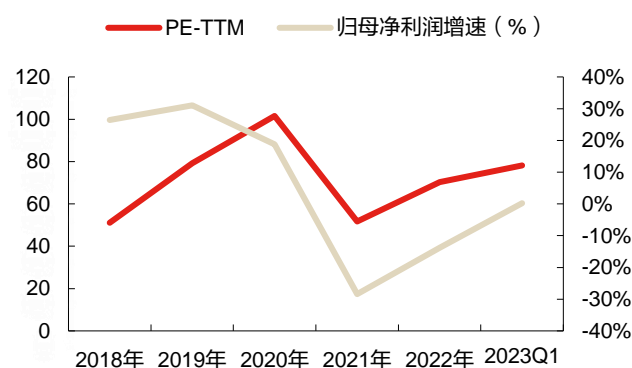
数据来源：wind，东方证券研究所 注：PE-TTM 为每个统计期间的期末值

图 13：2018-2023 年 Q1 仙琚制药估值及业绩增速情况



数据来源：wind，东方证券研究所 注：PE-TTM 为每个统计期间的期末值

图 14：2018-2023 年 Q1 恒瑞医药估值及业绩增速情况



数据来源：wind，东方证券研究所 注：PE-TTM 为每个统计期间的期末值

虽然估值还未提高，但产业的变化是确实实的。回溯过去几年来看，集采对医药行业整体是一次考验，迫使中国的制药企业加快转型，不断创新，虽然估值尚未修复到集采前的水平，但企业的转型已经进入到收获期。

表 2：恒瑞医药在研创新药主要临床研发管线（截至 2023 年 3 月）

治疗领域	药品名称/代号	靶点	单药/联合	IND	I期	II期	III期	NDA
抗肿瘤	SHR-1701	PD-L1/TGF- β	联合(化疗)	晚期或转移性胃癌或胃食管结合部癌				
			联合(替吉奥+奥沙利铂)	可切除胃癌或胃食管结合部癌围手术期治疗				
			联合(化疗+贝伐珠单抗)	EGFR 突变晚期或转移性非鳞状非小细胞肺癌				
			联合(化疗+贝伐珠单抗)	晚期胃癌一线治疗				
			联合(吉西他滨+白蛋白紫杉醇)	晚期/转移性胰腺癌				
			联合(贝伐珠单抗)	晚期实体瘤				
			联合(放化疗)	围手术期直肠癌				
			联合(阿美替尼)	EGFR 突变的复发或晚期非小细胞肺癌				
			联合(放化疗)	III期不能手术非小细胞肺癌				
			联合(SHR-A1811)	HER2 阳性晚期胃或胃食管结合部癌				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	复发或转移性鼻咽癌				
			联合(卡瑞利珠单抗+化疗)	一线晚期非鳞状非小细胞肺癌(NSCLC)				
			联合(卡瑞利珠单抗)	一线晚期胃癌				
抗肿瘤	苹果酸法米替尼	VEGFR, FGFR, c-kit 等多种激酶	联合(卡瑞利珠单抗)	一线 PD-L1 表达阳性非小细胞肺癌				
			联合(卡瑞利珠单抗+白蛋白紫杉醇)	晚期实体瘤				
			联合(卡瑞利珠单抗)	泌尿系统和妇科系统肿瘤				
			联合(卡瑞利珠单抗)	复发转移性宫颈癌				
			联合(卡瑞利珠单抗+SHR-1802)	晚期实体瘤				
			单药	HER2 阳性转移性乳腺癌				
			单药	HER2 低表达复发/转移性乳腺癌				
			联合(吡咯替尼/帕妥珠单抗/阿得贝利单抗/白蛋白紫杉醇)	HER2 阳性不可切除或转移性乳腺癌				
			联合(氟唑帕利)	HER2 表达的晚期实体瘤				
			联合(吡咯替尼/阿得贝利单抗)	HER2 突变、扩增或者过表达的晚期非小细胞肺癌				
			联合(SHR-1701)	HER2 阳性晚期胃或胃食管结合部癌				
			联合用药	HER2 低表达不可切除或转移性乳腺癌				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	胃癌或胃食管结合部癌和结直肠癌				
抗肿瘤	SHR-A1811	HER2 ADC	单药	晚期实体瘤				
			联合(吡咯替尼/阿得贝利单抗/白蛋白紫杉醇)	HER2 阳性不可切除或转移性乳腺癌				
			联合(氟唑帕利)	HER2 表达的晚期实体瘤				
			联合(吡咯替尼/阿得贝利单抗)	HER2 突变、扩增或者过表达的晚期非小细胞肺癌				
			联合(SHR-1701)	HER2 阳性晚期胃或胃食管结合部癌				
			联合用药	HER2 低表达不可切除或转移性乳腺癌				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	胃癌或胃食管结合部癌和结直肠癌				
			单药	晚期非小细胞肺癌				
			联合(林普利塞)	复发/难治 B 细胞非霍奇金淋巴瘤				
			单药	视神经脊髓炎谱系疾病				
			单药	原发性慢性肾病				
			单药	复发/难治成熟淋巴瘤				
			联合(卡介苗膀胱灌注)	非肌层浸润性膀胱癌				
抗肿瘤	SHR-1459	BTK	联合(阿得贝利单抗+含铂化疗)	晚期非小细胞肺癌				
			联合(阿得贝利单抗+贝伐珠单抗)	晚期肝癌				
			联合(卡瑞利珠单抗+法米替尼)	晚期实体瘤				
			联合(阿得贝利单抗)	晚期实体瘤				
			单药	晚期实体瘤				
			单药/联合(达尔西利)	晚期乳腺癌				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	晚期乳腺癌				
			单药	晚期乳腺癌				
			单药	B 细胞淋巴瘤				
			单药	多发性骨髓瘤和非霍奇金淋巴瘤(NHL)				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	晚期恶性肿瘤				
抗肿瘤	SHR-1901	二代 PD-1	单药	晚期恶性肿瘤				
			单药	晚期或转移性实体瘤				
			联合(阿得贝利单抗、或联合卡铂/顺铂、或联合阿得贝利单抗及卡铂/顺铂、或联合贝伐珠单抗)	晚期实体瘤				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	晚期乳腺癌				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	晚期实体瘤				
			单药	晚期实体瘤				
代谢性疾病	瑞格列汀	DPP-IV	联合(二甲双胍)	2 型糖尿病				
			联合(二甲双胍+恒格列净)	2 型糖尿病				
			单药(复方)	2 型糖尿病				
			单药(复方)	2 型糖尿病				
			单药(三方)	2 型糖尿病				
			单药	2 型糖尿病				
			单药	肥胖(非糖尿病)				
			单药(复方)	糖尿病				
			单药	2 型糖尿病				
			单药	2 型糖尿病				
			单药	糖尿病				
			单药	糖尿病				
			单药(复方)	糖尿病				
			单药	糖尿病				

心血管 疾病	SHR-1209	PCSK9	单 药	原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症		
			联合(降脂药)	血脂控制不佳的原发性高胆固醇血症和混合型高脂血症		
	SHR-2004	FX1a	单 药	杂合子家族性高胆固醇血症		
			单 药	预防或治疗动脉血栓		
抗感染	SHR-1918	ANGPTL3	单 药	高脂血症		
	SHR008	CYP51	单 药	急性外阴阴道假丝酵母菌病		
	HRS9950	TLR-8	单 药	复发性外阴阴道假丝酵母菌病		
	HRS9432	阿尼芬净衍生物	单 药	慢性乙肝		
	HRS-8427	头孢地尔衍生物	单 药	念珠菌血症或侵袭性念珠菌病		
	HRS-5635	HBV siRNA	单 药	尿路感染		
眼科	SHR058	NOV03	单 药	慢性乙肝		
	SHR028	环孢素 A	单 药	睑板腺功能障碍相关干眼病		
呼吸系统	SHR-1703	IL-5	单 药	干眼病(角结膜干燥症)		
	SHR-1906	CTGF	单 药	嗜酸性粒细胞型重症哮喘		
	SHR-1905	抗 TSLP	单 药	肺纤维化		
	HRS2101	吡非尼酮	单 药	哮喘		
	HRS-9821	PDE3/4	单 药	特发性肺纤维化		
疼痛管理	SHR0554	MOR	单 药	慢性阻塞性肺疾病 (COPD)		
			单 药	腹部手术后镇痛		
肾 病	SHR6508	拟钙剂	单 药	骨科手术后中至重度疼痛		
	HRS-1780	盐皮质激素	单 药	慢性肾脏病维持性血液透析患者的继发性甲状旁腺功能亢进		
	SHR-2010	MASP-2	单 药	慢性肾脏病		
	HRS-5965	Factor B	单 药	IgA 肾病		
其 他	SHR-1222	SOST	单 药	IgA 肾病、特发性膜性肾病、C3 肾病和狼疮性肾炎等		
			单 药	补体参与介导的溶血性贫血相关适应症		
	SHR7280	GnRH	单 药	骨质疏松症		
			单 药	骨月经过多的子宫肌瘤		
			单 药	控制性超排卵治疗		
	HR20013	NK-1RA 与 5-HT3RA 复合制剂	单 药	子宫内腺异位症		
			单 药	预防化疗后恶心呕吐		
	SHR-1707	A-beta	单 药	阿尔茨海默病		
	HRS3797	苯异唑啉类非去极化肌松药	单 药	全麻诱导期气管插管及维持术中骨骼肌松弛		
	HRS8179	格列本脲衍生物	单 药	大面积缺血性脑卒中后严重脑水肿		
	HRS-2261	P2X3	单 药	慢性咳嗽		

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：恩华药业主要临床研发管线（截至 2022 年 12 月）

项目	适应症	临床前	临床I期	临床II期	临床III期	NDA
NH600001乳状注射液	麻醉					
NH112	精神分裂症					
Protollin鼻喷剂	阿尔茨海默症					
NH130	帕金森病精神病					
NH102	抗抑郁					
YH1910-Z02	抗抑郁					
YH1910-Z01	抗抑郁					
YH1907-Z01	抗抑郁					
NHL35700	精神分裂症					

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：京新药业主要临床研发管线（截至 2022 年 12 月）

项目	适应症	临床前	临床I期	临床II期	临床III期	NDA
EVT201	失眠障碍治疗					
JX11502MA胶囊	治疗精神分裂					
JX002注射液	满足他汀不耐受高胆固醇血症高位患者需求					
康复新肠溶胶囊	治疗轻中度溃疡性结肠炎					

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 医药行业估值有望逐步扩张

当然回到估值，我们认为未来医药行业的估值有望会逐步扩张，除了业绩出现拐点外，集采的规则变化也是一个原因。

过去，集采给公司乃至整个行业的发展带来了很大的不确定性，这种不确定性主要体现在两方面：

1) 持续的集采，产品每年都会降价；2) 价格降幅出现极端情况，影响行业良性发展，这两种担忧导致行业持续杀估值。

以心脏支架国采为例，集采中选规则为 27 选 10。由于淘汰机制的存在，使得企业间陷入了囚徒困境的博弈，所以不得不报低价。最终，心脏支架的降价幅度较大，虽设定最高价为 2850 元，但所有中标产品均低于 800 元，平均中标价 675.6 元。

表 5：冠脉支架集采各中标产品及拟中选价格

	产品名称	商品名	公司	拟中选价格（元）	首年意向采购量（个）	首年意向采购量占比
1	药物涂层支架系统（雷帕霉素）	EXCROSSAL	吉威医疗	469	100690	9.37%
2	药物洗脱冠脉支架系统	Tivoli	易生科技	549	41865	3.90%
3	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	Firebird2	微创医疗	590	247940	23.07%
4	钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	GuReater	乐普医疗	645	120560	11.22%
5	药物洗脱冠脉支架系统	Resolute	美敦力	648	51667	4.81%
6	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	Firekingfisher	微创医疗	750	12176	1.13%
7	药物支架系统	Helios	金瑞凯利	755	53441	4.97%
8	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	Promus PREMIER	波士顿科学	776	59842	5.57%
9	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	Promus Element Plus	波士顿科学	776	32251	3.00%
10	冠状动脉钴铬合金可降解涂层雷	NOYA	万瑞飞鸿	798	9774	0.91%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	帕霉素药物洗脱 支架系统					
--	-----------------	--	--	--	--	--

数据来源：国家组织冠脉支架集中带量采购文件，东方证券研究所

从高值耗材的国家集采规则对比来看，规则正在不断优化，从冠脉支架简单的 27 家选 10 家，到关节集采规则中的分为 AB 两组，存在一定的复活机制，再到脊柱集采，国家设立最低中标价格（最高限价的 40%），再到近期冠脉支架的续标规则——低于之前最高价既可中标，规则均在不断优化，集采边际改善已经出现。

表 6：高值耗材国采规则横向对比（截至 2022 年 12 月 31 日）

	冠脉支架	关节	脊柱	冠脉支架续约
时间	2020 年 10 月	2021 年 8 月	2022 年 9 月	2022 年 9 月
采购周期	2 年	2 年	3 年	3 年
意向采购量	报送采购总需求的 80% 累加	全国医疗机构总需求量的 90%	按采购总需求的 80% 累加得出	填报总量不得低于 2021 年实际采购量的 95%
产品分组	无	分 A、B 组	分 A、B、C 组	无
入围规则				
入围企业数量	27 进 10，中选率 37%	48 进 44 家，中选率 92%；A 组产品中中选率更高	低于最高申报价 4 折即可入围，中选率无限制	未公布
中选规则一	申报价 ≤ 最低申报价 1.8 倍的，或者申报价 > 最低产品申报价 1.8 倍，但低于 2850 元	价格 ≤ 同竞价单元中最低价格 1.5 倍，或者价格 > 1.5 倍，但 ≤ 最高有效申报价 50%	价格 ≤ 同竞价单元中最低价的 1.3 倍；或者价格 > 1.3 倍，但 ≤ 最高有效申报价的 50%，同时满足情形二，不存在情形三	确定中标最高价 798 元，不高于最高限价均能中标
中选规则二	/	A 组企业，价格不高于 B 组最高拟中选比价价格，且 A 组价格不高于最高有效申报价的 50%；设置腕关节各产品系统的竞价规则	A 组企业，报价 ≤ B 类最高拟中选价格，无 50% 的限价要求	/
中选规则三	/	/	A/B 组企业，报价 ≤ 最高有效申报价 40%	/
采购量分配原则	无特别说明	按排名决定保底协议采购量，第一名 100%，最低 70%。 中选企业的未分配量和未中选企业意向采购量共同组成剩余量，剩余量由医疗机构按规则自主决定。	通过规则一的企业，按排名决定保底协议采购量，第一名 100%，最低 80%。复活企业保底分配量只有 50%。 中选企业的未分配量和未中选企业意向采购量共同组成剩余量，剩余量由医疗机构按规则自主决定。	量价挂钩：中选产品根据排名梯度分配基础量，对中选顺位靠前的企业予以倾斜，对中选顺位靠后的企业适当约束
降价幅度	平均降幅 93%	平均降幅 82%	平均降幅 84%	未公布
伴随服务费	否	是	是	是

数据来源：带量采购公告整理，东方证券研究所

以 2022 年 9 月最新出台的骨科脊柱国采规则为例，规则持续优化，设置兜底线，弱化淘汰率，强调保供应。具体来看，规则二、三保证最低限价，避免企业间恶性竞争的极端情况；分组竞价+采购分配原则保证了中选企业的分配量。

表 7：2022 年 9 月脊柱国采规则整理

	规则要点	规则解读及与省级集采规则对比
--	------	----------------

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

采购品种	根据手术类型、手术部位、入路方式等组建产品系统进行采购，共分为 14 个产品系列类别，29 个竞价单元，872 套系统	/
意向采购量	按采购总需求的 80% 累加得出。填报采购需求总量为 120.84 万套 (不含骨水泥 46 万包)	/
采购周期	3 年，2023 年起	采购周期更长
产品分组	分 A、B、C 竞价单元： A 组：主要部件齐全且医疗机构需求量大，企业能满足供应全国各地区的企业 B 组：主要部件齐全但医疗机构需求量相对较小或企业不能满足供应全国各地区的企业 C 组：脊柱内植物术的耗材中，除颈椎后路椎管扩大钉板固定系统外，主要部件仅有钉棒（板）的企业	按需求量划分分组规则
拟中选规则（对入围企业）	规则一：低价中标原则入围	竞价入围的规则不变
	情形一：报价 ≤ 同类最低报价的 1.3 倍，或高于 1.3 倍，但报价 ≤ 最高有效申报价的 50%。 情形二：报价不是同系统类别（含 ABC 类）的最高价，或是最高报价，但相较同类最低价的比值在各系统中降序排列非前三。 情形三：在同一竞价单元里，若企业间存在关联关系，且两家企业排名连续，则拟中选的企业也视为非拟中选	入围后需同时满足情形一、情形二，且不存在情形三
新增入选机制（对非入围企业）	规则二：适用于 A 组企业：报价 ≤ B 类最高拟中选价格的可复活 规则三：适用于 A/B 组企业：报价 ≤ 最高有效申报价 40% 的可复活。	满足规则一、二或三，都可中选 新增机制表明，只要报价符合规定就肯定中标，规避恶性降价
中标比例	A/B 组根据有效申报数量确定最多入围数量，C 组无入围数量限制，满足规则三可不受最低入围数量限制	按不同组别加以区分
采购量分配原则	1、通过规则一中选的企业，按排名决定保底协议采购量，第一名采购需求量 100%，最低采购需求量 80% 2、通过规则二、三中选的企业，保底分配量只能分到采购需求量的 50%。 3、中选企业的未分配量和未中选企业意向采购量的 90% 共同组成剩余量，剩余量由 1) 所有 AB 组中选企业里价格从低到高前 40%；2) 或医疗机构按规则自主决定。	1) 中选企业保证 80-100% 的分配量，复活企业保证 50% 分配量； 2) 报价低者在剩余量分配上有明显优势
伴随服务费	是	不变

数据来源：国家组织骨科脊柱类耗材集中带量采购文件，东方证券研究所

其中，我们认为脊柱集采的规则最具代表性，其最终使集采的“游戏规则”发生改变，即之前的“唯低价中标”规则，向“国家设立最低中标价”的方向转变。

我们认为，这一局面其实取得了多方的共赢：1、产品价格降低，医保费用得到节省；2、最高限价的 40% 价格，企业仍然可以接受；3、政府没有通过行政的手段使企业淘汰出局，仍然是市场化的结果；值得说明的是，价格降低后会加剧市场的竞争，没有壁垒、创新能力的产品反而会加速被淘汰。

所以我们认为脊柱的结果其实取得了多方的满意，类似的规则，有望持续。后续电生理、吻合器、肝功生化等联盟集采规则延续这一设置，整体降价较为温和，实现了多方共赢。

表 8：地方联盟集采规则一览

	福建 27 省电生理联盟集采	福建 15 省腔镜吻合器联盟集采	江西 22 省肝功能生化试剂联盟集采
分组	按产品分为分组组套采购模式、单件采购模式和配套采购模式	各竞价单元腔镜切割吻/缝合器与对应的钉仓（钉匣）按照 1:5 的配比关系进行组套。	不区分方法学，按品种分为 A、B 两组，按意向采购量排序，前 90% 的进入 A 组，其余 B 组
中选规则一	按照价格由低到高确定拟中选企业	腔镜切割吻/缝合器+钉仓（钉匣）降幅 ≥ 50%，电动类降幅 ≥ 40%，获得拟中选资格	按照价格由低到高确定拟中选企业，中选比例 60%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

中选规则二	申报企业未按拟中选规则一获得拟中选资格，但降幅 $\geq 30\%$ 的，获得拟中选资格。	/	未在前 60%的企业只要不高于最高有效申报价的 0.6 倍即可入围
采购量分配原则	降幅 $< 50\%$ 的中选套组，按照降幅获得一定比例的采购需求量，保底 40%； $\geq 50\%$ 的可额外获得剩余采购需求量； $\geq 50\%$ 且降幅前三的产品可再额外获得 10%采购需求总量。	降幅 $< 80\%$ 的中选套组，按照降幅获得一定比例的采购需求量，保底 50%； $\geq 80\%$ 的企业按照降幅排名累计需求量前 50%的产品获得剩余采购需求量。	按照排名确定实际采购量比例，入围最低保证 40%意向采购量。
	剩余采购需求量包括各分组中选套装调出分配量及未中选套装 80%的采购需求量，额外量均由医疗机构在中选套装中进行自主分配。	剩余采购需求量包括各分组中选套装调出分配量及未中选套装 80%的采购需求量，额外量均由医疗机构在中选套装中进行自主分配。	/

数据来源：福建省卫健委、江西省卫健委等，东方证券研究所

对于投资者来说，原本行业的不确定性（企业产品大幅降价甚至丢标）逐渐消除，这也带来了更确定的投资机会。

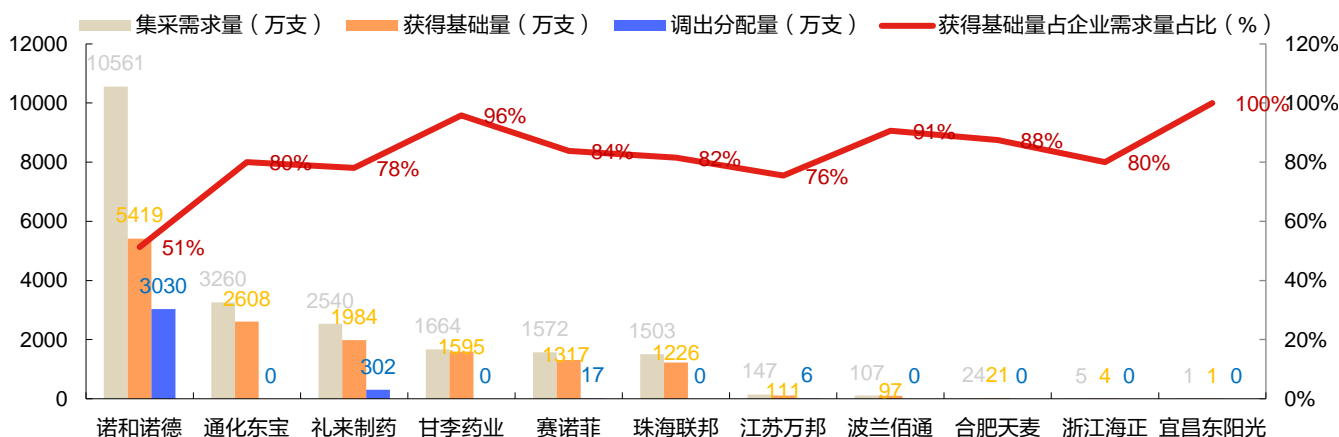
2.3 “剩”者为王，细分领域龙头优势愈发明显

集采进入后半场，我们认为产业出现另外一个变化，即集采活下来的企业优势越发明显。简单来说，集采除了使落后的企业淘汰之外，相关细分领域的进入门槛也大大提高，不论是产品端、还是研发投入端，乃至销售渠道的覆盖上，龙头优势愈发明显。

这种现象在器械和一些细分制药领域更为明显。

如胰岛素行业、2021 年胰岛素进行了集采，其中全国采购需求量约 2.14 亿支，最终中选企业共获得基础量约 1.44 亿支，占总采购需求量的 67%，共调出分配量 0.33 亿支，占总采购需求量的 16%。其中，诺和诺德的采购需求量最大，但仅保留了 51%，其余企业均保留自身 75%以上的采购需求量，从结果上来看，过去龙头企业的份额仍然较多，而中小企业的份额的增量非常少。

图 15：各企业胰岛素采购需求量、获得的基础量及占比、调出的分配量（2021 年）



数据来源：薛天祺《全国胰岛素专项集中带量采购规则和中选成效分析》、东方证券研究所

再如支架行业，从支架二次集采的规则和结果来看，之前市场份额高的企业，在第二次中标中有明显的优势，未来，预计很难再有新进入的企业。支架二次集采规则较为简单，确定最高有效申

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

报价为 848 元/个，包含了产品价格 798 元/个，以及伴随服务最高有效申报价为 50 元/个，也就是说，报价不超过 848 元/个（含伴随服务）就可拟中选，本次产品最高限价 798 元是首次中选品种中最高限价，因此首次集采报价低于这一价格的企业具有提价空间。此外，采购量与中标价格挂钩，报价越低的产品分到的采购量越多，这与之前政策基本一致。

表 9：冠脉支架集采续标各中标产品及拟中选价格（其中续标拟中选价格包含伴随服务费）

	产品名称	公司	产品原价格（元）	续标拟中选价格（元）	原意向采购量占比	续标意向采购量占比
1	冠脉雷帕霉素洗脱钴合金支架系统	微创医疗	590	730	23.07%	27.53%
2	药物洗脱支架系统	赛诺医疗	无	779	0%	1.54%
3	药物支架系统	金瑞凯利	755	795	4.97%	4.01%
4	药物洗脱支架系统	易生科技	549	796	3.90%	4.07%
5	冠脉雷帕霉素洗脱钴合金支架系统	微创医疗	750	800	1.13%	3.63%
6	药物洗脱支架系统	美敦力	648	806	4.81%	13.41%
7	药物洗脱支架系统（雷帕霉素）	吉威医疗	469	824	9.37%	14.69%
8	药物洗脱支架系统	赛诺医疗	无	839	0%	0.43%
9	钴铬合金生物可降解涂层雷帕霉素洗脱冠脉支架	吉威医疗	无	845	0%	0.23%
10	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	波士顿科学	776	846	8.57%	14.79%
11	钴合金雷帕霉素洗脱支架系统	乐普医疗	645	848	11.22%	11.55%
12	冠状动脉钴铬合金可降解涂层雷帕霉素药物洗脱支架系统	万瑞飞鸿	798	848	0.91%	2.19%
13	钴铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	雅培	无	848	0%	1.09%
14	冠脉雷帕霉素洗脱钴合金支架系统	微创医疗	无	848	0%	0.03%

数据来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室，东方证券研究所

三、创新领航，重点关注产品端的需求机会

3.1 医疗器械：常规诊疗不断恢复叠加政策边际放松，板块有望迎来戴维斯双击

展望医疗器械板块，我们认为常规诊疗不断恢复、集采政策常态化、医疗新基建将是 2023 年下半年主要演绎旋律。

1) 常规诊疗不断恢复，带动相关院端医疗器械需求恢复持续，业绩有望逐季改善

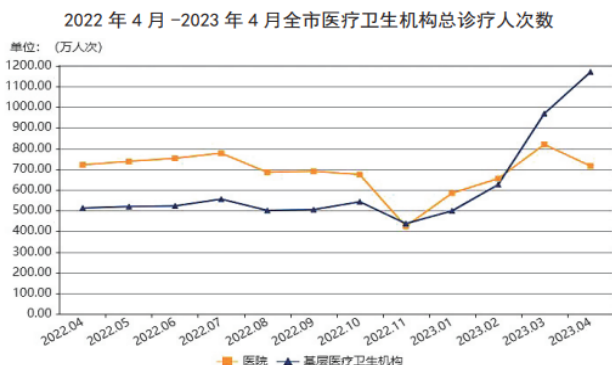
2022 年 12 月国内新冠疫情防控政策变化，全国阳性感染患者急剧增加，全国发热门诊就诊人数不断攀升，在 2022 年 12 月 23 日达到峰值，之后开始下降，持续至 2023 年春节乃至元宵节期间。医疗机构将大多数医疗资源倾斜至新冠救治中，对常规诊疗需求产生一定挤兑，部分择期手术需求延后，常规诊疗需求存在反弹和恢复空间。

随着疫情影响退去，进入 2023 年 2 月份后国内常规诊疗活动逐步恢复，且不同于消费品、院端就诊和手术等恢复需要一定时间，因此除了 3 月份择期手术挤压需求反弹外，4 月份持续至年底常规诊疗活动有望不断恢复，相关医疗设备及耗材需求有望逐季改善。

以重庆市卫健委公布数据为例，全市医疗卫生机构诊疗人数进入 2 月份以来呈逐步恢复态势。截至 2023 年 4 月，医疗机构总诊疗量已经基本恢复到 2022 年单月最高水平，有望逐步恢复至疫情前水平，同时疫情压制完全解除，随着老龄化加剧、治疗率提升等因素提振，诊疗需求有望不断恢复释放。

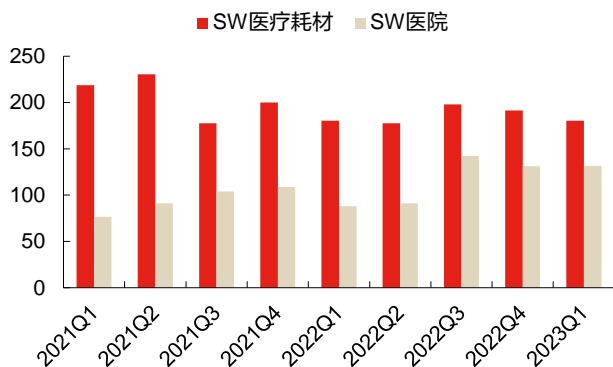
同时，相关上市公司一季报也反映出终端诊疗的良好恢复态势。其中，医疗耗材营收受集采影响但同比仍有增长，医疗服务端营收恢复更为直接显著。

图 16：重庆市医疗机构总诊疗人次单月数据



数据来源：重庆市卫健委，东方证券研究所

图 17：申万（2021）三级子行业 SW 医疗耗材和 SW 医院单季度营业收入（单位：亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

2) 耗材集采出现边际放松，政策支持创新力度不断增强

2019 年以来，高值耗材带量采购如火如荼进行，国内高值耗材开启持续性的集采降价。截至 2023 年 5 月，国内高值耗材已经历经超过 60 轮集采，其中包括 3 轮国采，采购产品涉及骨科植入、血管介入、眼科、神经外科、微创外科、电生理、体外诊断试剂等多种耗材。整体来看高值耗材集采模式已经逐渐成熟，未来将逐渐成为常态化行业趋势。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

集采逐步常态化，但集采的目的不仅为控费手段，如前所述，近期限限制的集采循环降价预期逐渐扭转，政策支持创新医疗器械发展的态度逐步明确，行业有望迎来复苏期。

①《创新医疗器械特别审批程序》和《关于简化医疗器械重新注册申报资料的规定》

2022 年 3 月，国家食品药品监管部门发布了《创新医疗器械特别审批程序》和《关于简化医疗器械重新注册申报资料的规定》，并表示未来将对创新医疗器械实行优先审批、开通绿色通道。

根据相关政策，创新医疗器械将获得优先办理。但是，所申报的产品须具有该产品核心技术的自主知识产权，产品主要作用机理为国内首创，产品性能或安全性与同类产品比较有根本性改进，技术上处于国际领先水平，且具有显著的临床应用价值等。

②北京医保局发布《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）》，国家医保局明确支持创新医疗器械豁免“DRG”

2022 年 7 月 13 日，北京医保局发布《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）》，部分符合文件要求的创新药品及医疗器械可独立于 DRG 付费之外单独支付。该文件指出，其目的在发挥 CHS-DRG 引导规范医疗行为作用的同时，激发新药新技术创新动力。

2023 年 3 月，国家医保局明确支持创新医疗器械豁免“DRG”。

③医保局表态：创新器械暂不纳入集中带量采购，标外市场鼓励创新产品发展。

2022 年 8 月 24 日，国家医保局在对十三届全国人大五次会议第 8013 号建议的答复中表示，在集中带量采购之外留出一定市场，为创新产品开拓市场提供空间。

2022 年 9 月 3 日，国家医保局在对十三届全国人大五次会议第 4955 号建议的答复中表示，由于创新医疗器械临床使用尚未成熟、使用量暂时难以预估，尚难以实施带量方式。

国家医保局与各地方医保局在集采以及 DRG/DIP 等政策中为创新医疗器械留有一定的市场空间，有利于医疗器械行业的创新发展。”

④集采规则不断市场化、合理化，产品降费提高产品可及性，助力国产替代，鼓励国产企业创新，实现多方共赢

2023 年 5 月 10 日，北京医保局发布了《关于我市第一批 DRG 付费和带量采购政策联动采购方案征求意见通知》，充分发挥 CHS-DRG 付费改革对医疗机构使用集采医用耗材的导向作用，完善对医疗机构的激励约束机制。DRG 作为后续医保局重点推进政策，也是落实药品及耗材集采降价作用的重要措施，DRG 政策顺利推进有望更大程度实现医保控费目标，反哺创新器械发展。因此 CHS-DRG 与带量采购联动降价，有望同时带动 DRG 和集采降价落地，让医疗机构在集采和 DRG 中同时受益，不仅是约束，更是激励。

表 10：北京 CHS-DRG 与带量采购联动降价产品报价和采购量规则

主要实施产品	报价上限规则	意向采购量
运动医学类、神经介入类(除弹簧圈外)、电生理类，量方式为带量谈判，其中颅内支架-覆膜	1.外省市带量采购中选产品：取其中选价为上限，如存在两个及以上外省市中选价，取低作为上限。	医疗机构从有意愿参加 DRG 联动采购的企业中选择产品，并填报每个产品未来年的采购需求量，取医疗机构采购需求量的 90%作为意向采购量。
	2.外省市带量采购非中选产品：取其他产品中选价中位值为上限。	
	同组内同一注册证包含的所有规格型号产品只允许有一个报价。各分组设置最高有效报价(分组及最高报价见文末附件全文)参考同一谈判分组中所有产品的历史采购价中位值制定。	报价降幅：①达到入门降幅及以上，则拟中选，若小于则谈判失败。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

支架只进行价格谈判不带量	各组分别制定谈判降幅(分为入门降幅和达标降幅), 其中入门降幅决定企业中选, 达标降幅决定中选企业分量情况。	②达到入门降幅但小于达标降幅获得自身采购需求量的 60%; 达到达标降幅及以上获得自身采购需求量的 90%。
	依据企业报价(对于企业报价仍有较大下降空间的产品, DRG 联动采购组启动价格谈判程序, 确认企业最终报价), 计算报价降幅(由最高有效报价和企业报价计算得出)。	谈判失败产品需求量的 90%和未到达达标降幅产品需求量的 30%作为待分配需求量, 由采购主体进行二次分配, 二次分配须选择同一谈判分组内降幅达到达标降幅的中选产品并全部分配完成。

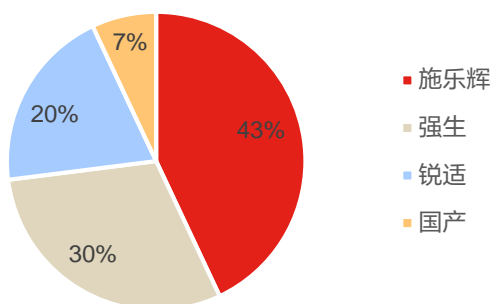
数据来源: 北京市卫健委, 东方证券研究所

前期种植牙集采、化学发光试剂集采、电生理、吻合器等产品集采, 加剧了市场“万物皆可集采”的悲观预期, 医保外产品、非医保直接支出项产品、行业发展初期产品、国产化率低产品并不能豁免“集采”。随着既往的相关集采规则逐步落地, 尤其是电生理及肝功能生化试剂联盟集采等相关规则较为温和且好于市场预期, 长期需求旺盛、具备创新特性、国产化率低的一些优质赛道有望迎来估值重塑。

2023 年 5 月 18 日, 国家医保局相关负责人表示今年将开展对眼科人工晶体和骨科运动医学类耗材的集采, 成为第四批全国高值耗材集采对象。此外, 地方联盟高值医用耗材集采也在稳步推进中, 聚焦心内科、吻合器、超声刀、体外诊断试剂、神经外科等领域。总体来看, 医药集中带量采购基本形成国家带头干、区域联盟协同干、各省积极主动干的上下联动、协同推进格局, 集采逐步常态化。

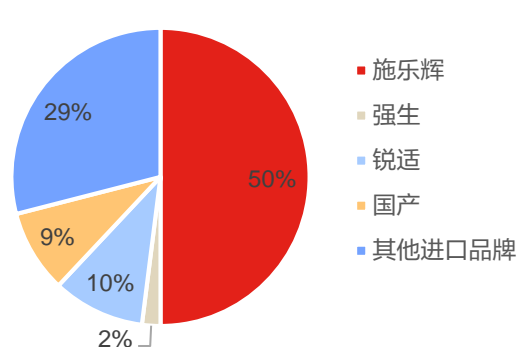
展望下半年, 预计国家集采和各省际联盟集采有望持续推进, 目前暂未有最新集采规则披露, 我们预计将延续脊柱国采后系列规则。充分考虑市场格局、创新发展空间等因素, 针对不同品种设置兜底线, 在实现产品降价基础上保障多方发展动能, 行业实现平稳过渡, 集采后赛道一定是具有创新和临床痛点解决能力的国产龙头企业不断占据更高份额。比如, 根据智研咨询统计, 运动医学行业市场规模目前大约在 40~50 亿量级, 国产化率仍处于较低水平, 集采有望加速行业创新和国产化率不断提升。

图 18: 2021 年运动医学植入耗材市场份额



数据来源: 医药投资部落, 东方证券研究所

图 19: 2021 年关节镜设备市场格局

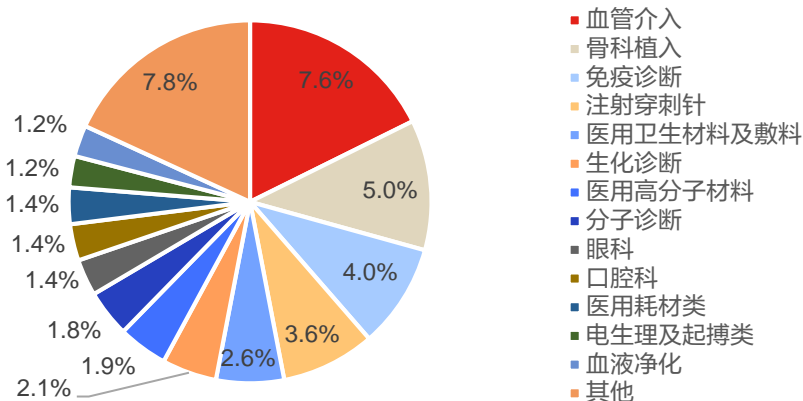


数据来源: 医药投资部落, 东方证券研究所

行业安全边际提升后, 建议重点关注前期受集采压制的高值耗材板块。创新高值耗材方面, 由于集采政策的边际变化, 相关细分领域有望迎来估值重塑, 建议关注市场空间较大、具备创新性的相关赛道, 如瓣膜、骨科、电生理、内镜耗材、全降解支架等产品。建议关注迈瑞医疗、佰仁医疗、三友医疗、微电生理等。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 20：医用耗材相关行业规模占比（%，2021）



数据来源：艾瑞咨询，东方证券研究所

3）医疗新基建助力健康中国建设，预计将是十四五期间主旋律

从整体宏观背景来看，医疗新基建迫在眉睫。新冠疫情揭示了我国公共医疗卫生体系存在较大短板，一方面总量配置不足，国内人均 ICU 床位数和人均医疗设备配置量远远达不到发达国家水平，整体医疗体系建设有待加强，另一方面结构不均衡问题显著，基层医疗设施配备不足，截至 2021 年底，全国医疗卫生机构总数超过 103 万家，其中基层医疗卫生机构近 98 万家，而三级医院只有 2996 家，占比仅为 0.3%，却提供了占全国 34.2% 的床位与 26.3% 的诊疗人次。

医疗新基建将是“十四五期间”的主旋律，政策不断加码演变。我们从时间顺序上复盘相关政策，相关文件表述逐步明确，医疗新基建将贯穿整个十四五期间，相关支持措施也陆续出台，国家补短板、新基建的决心明确。党的二十大报告也进一步指出，推进健康中国建设，把保障人民健康放在优先发展的战略位置，促进中医药传承创新发展，健全公共卫生体系，加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设。

表 11：医疗新基建相关政策一览表

文件	时间	相关表述
医疗“十四五规划”	2021 年 7 月 1 日	国家发展改革委员会、国家卫生健康委、国家中医药管理局和国家疾病预防控制局共同编制发布《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》，充分落实《“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要》，加快构建强大的公共卫生体系，推动优质医疗资源扩容和区域均衡布局，提高全方位全周期健康服务与保障能力。实施方案规划了 4 大类、15 小类工程建设，并给出了较为具体的建设目标和任务。
“千县工程”	2021 年 11 月 3 日	国家卫健委印发《“千县工程”县医院综合能力提升方案（2021-2025 年）》，明确推动省市优质医疗资源向县域下沉，逐步实现县域内医疗资源整合共享。方案提出，到 2025 年，全国至少 1000 家县医院达到三级医院医疗服务水平，发挥县域医疗中心作用，为实现“一般病在市县解决”打下基础。
方舱医院装备配置指南	2022 年 7 月 13 日	国家卫健委公布了《方舱医院装备配置指南》，明确装备配置主要包括：基本医疗装置、部分必要的非要装备，包括车载 CT、心电监护仪/多参数监护仪、中心监护系统、心电图机、无创呼吸机、除颤监护仪等 76 种医疗设备，并做好相关医用耗材的储备。此前按照国务院联防联控机制印发的《方舱医院设置管理规范》要求，每个省至少准备 2-3 家方舱医院，人口规模超过 800 万的城市至少设置 2000 张床位的方舱医院

基层卫生院能力标准	2022 年 7 月 20 日	国家卫健委和国家中医药局联合印发了基层医疗卫生机构服务能力标准（2022 版）等 3 项服务能力标准，即《乡镇卫生院服务能力标准（2022 版）》、《社区卫生服务中心服务能力标准（2022 版）》和《村卫生室服务能力标准（2022 版）》，对社区卫生服务中心、乡镇卫生院和村卫生室做了具体分工，明确考核内容和标准，服务能力标准不断升级，全面提升基层医疗服务能力。
专项再贷款与财政贴息支持部分领域设备更新改造	2022 年 9 月 13 日	国常会确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造。计划合计涉及 1.7 万亿贷款总额，相关财政贴息贷款原则上对所有公立和非公立医疗机构全面放开，每家医院贷款金额不低于 2000 万。贷款使用方向也包括了诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等各类医疗设备购置。
关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见	2023 年 3 月	未来十余年医疗卫生体系改革的关键路线图，文件一共 16 次提及“医联体”“医共体”，并强调“社会办医疗机构可牵头组建或参加医疗联合体”。以医联体建设为支点，推动优质医疗资源扩容下沉和区域均衡布局，让更多患者便捷地享有公平可及的医疗健康服务，已成为各地落实医改的工作重点。

数据来源：国家卫健委、国常会等，东方证券研究所

相关支持政策陆续发布，我们认为医疗新基建趋势明确，且医院建设和配置医疗设备非一日之功，整体景气度至少会持续到 2025 年，相关医疗设备公司有望显著受益。从新建医院和方舱医院、基层医疗机构设备配置需求来看，相关的床旁监护类设备、医学影像设备、体外诊断设备、内镜等设备均有望受益。

此外，2023 年 3 月 21 日国家卫生健康委员会发布大型医用设备配置许可管理目录（2023 年），与 2018 年版目录相比，管理目录由 10 个调整为 6 个，其中甲类由 4 个调减为 2 个、乙类由 6 个调减为 4 个，进一步放宽大型医疗设备审批许可，释放积极信号。CT、MR 等高端设备均不再需要配置证，相关设备龙头企业有望抓住机遇快速发展。

表 12：国家卫健委关于大型医用设备配置许可管理目录变更一览

	2005 年	2018 年	2023 年
甲类	质子治疗系统	重离子放射治疗系统	重离子质子放射治疗系统
	X 线立体定向放射治疗系统（Cyber Knife）	质子放射治疗系统	
	断层放射治疗系统（Tomo Therapy）	高端放射治疗设备，目前包括 X 线立体定向放射治疗系统（Cyber Knife）、螺旋断层放射治疗系统（Tomo）HD 和 HDA 两个型号、Edge 和 Versa HD 等型号直线加速器	高端放疗治疗类设备，包括磁共振引导放射治疗系统（MR-Linac）、X 射线立体定向放射外科治疗系统（含 Cyber Knife）
	伽马射线立体定位治疗系统（ γ 刀）		
	TrueBeam、TrueBeam STX 型医用直线加速器		
	Axesse 型医用直线加速器		
	医用电子回旋加速治疗系统（MM50）		
	正电子发射型磁共振成像系统（PET/MR）	PET/MR	
	X 线正电子发射断层扫描仪（PET/CT，含 PET）		
	内窥镜手术器械控制系统（da Vinci S）		
	306 通道脑磁图	首次配置的单台（套）价格 3000 万人民币/400 万美金及以上的大型医疗器械	首次配置的单台（套）价格在 5000 万元人民币及以上的大型医疗器械
	其他未列入管理品目、区域内首次配置单价超 500 万以上的医用设备		

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

乙类	X线计算机断层扫描装置（CT）	64排及以上 CT	
	医用磁共振成像设备（MR）	1.5T 及以上 MR	PET/MR
	800 毫安以上数字减影血管造影 X 线机（DSA）	PET/CT（含 PET）	PET/CT
	单光子发射型电子计算机断层扫描仪（SPECT）	内窥镜手术器械控制系统（手术机器人）	腹腔内窥镜手术系统
	医用直线加速器（LA）	直线加速器（含 X 刀，不包括列入甲类的放疗设备）	常规放射治疗类设备（包括直线加速器（LA）、螺旋断层放射治疗系统（Tomo）、伽马射线立体定位治疗系统（γ 刀））
		γ 刀（包括用于头部、体部和全身）	
		首次配置单台（套）价格 1000-3000 万元人民币的大型医疗器械	首次配置单台（套）价格 1000-3000 万元人民币的大型医疗器械

数据来源：国家卫健委、医工研习社整理，东方证券研究所

3.2 创新药：严格审评下研发持续推进，关注前沿临床进展

23 年以来，创新药和制剂板块的相关控费政策常态化，市场信心有望稳步提振。从上半年公布的最新医保谈判结果及第八批集采结果来看，续约控费幅度有限，降价幅度处于预期之内，边际影响趋弱。

医保推出简易续约，控费幅度有限。药物新增适应症不用重新谈判，而是通过“简易续约”规则直接纳入医保，这意味着药品在医保中适应症的增加不会导致过大的价格降幅。对于新增适应症的创新药，控费的影响趋缓，政策呈现利好。

表 13：2022 医保费用调整情况

	比值	调整程度
不调整支付范围的药品 基金实际支出/基金支出预算=比值 A	A<110%	支付标准不作调整
	110%<A<140%	支付标准下调 5 个百分点
	140%<A<170%	支付标准下调 10 个百分点
	170%<A<200%	支付标准下调 15 个百分点
调整支付范围的药品 因调整支付范围所致的基金支出预算增加值/max(原支付范围的基金支出预算，本协议期内基金实际支出)=比值 B	B<10%	支付标准不作调整
	10%<B<40%	支付标准下调 5 个百分点
	40%<B<70%	支付标准下调 10 个百分点
	70%<B<100%	支付标准下调 15 个百分点

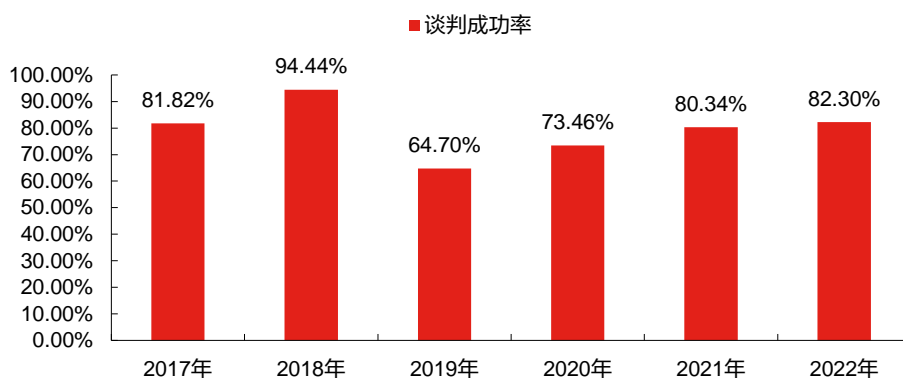
数据来源：国家医疗保障局，东方证券研究所

从结果来看，医保谈判成功率不断提高，平均降幅基本持平。今年 1 月 18 日，国家医保局正式公布 2022 年国家医保药品目录调整结果：共有 111 种药品新进入名录，3 个药品被调出目录；147 个目录外药品参与谈判和竞价，121 个药品谈判竞价成功，总体成功率达到 82.3%，近三年不断提升。

新药入医保持续加速，药企谈判意愿积极。近年来，新药进入医保周期正缩短，以上一轮医保目录为例，当年首次上市便进入医保目录的产品达到 26 个。从此次谈判成功的结果来看，药企对于谈判的积极性仍在提升，97%的谈判竞价药品为近 5 年上市，其中有 23 个药品为 22 年首次上市便进入名录。

创新药进入医保积极，成功率高于平均水平。2020 年获批上市的创新药 20 款，其中 8 个进入 20 版医保目录，9 个进入 21 版医保目录，绝大多数已进入医保。而此次谈判中创新药进医保保持较高成功率，有 24 个国产重大创新药品被纳入，最终有 20 个药品谈判成功，成功率达到 83.3%，高于此次谈判的平均总成功率。按种类来看，此次医保重点包括了新冠治疗药、肿瘤药、慢性病用药、罕见病用药、儿童用药等领域。

图 21：医保谈判总成功率



数据来源：国家医疗保障局，东方证券研究所

医保常态化下控费趋于平稳，但也在促进创新药提质，新药研发持续推进。除了支付端相关政策，在创新药物开发的供给端，对于同质化明显、竞争格局较差的在研管线已出现更为严厉的审批政策（如《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》），旨在鼓励切实、差异化的创新。从 23 年上半年来看，多款自主研发新药获批，包括恒瑞医药的阿德贝利单抗，为国内自主研发的获批 ES-SCLC 适应症的 PD-L1 抑制剂。同时，恒瑞的 1 类新药数量目前保持国内领先。

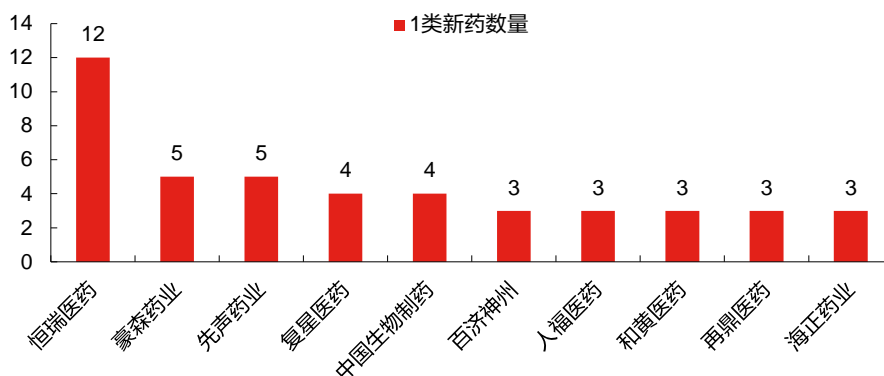
表 14：今年以来 NMPA 批准国内药企上市新药（截至 2023 年 5 月，除新冠药）

药品	获批上市时间	公司	适应症
艾诺米替	20230104	艾迪药业	成人 HIV-1 感染初始患者
盐酸凯普 拉升	20230215	复星医药/柯 菲平	十二指肠溃疡和反流性食管炎
阿德贝利 单抗	20230303	恒瑞医药	广泛期小细胞肺癌
尼替西农	20230220	苏庇医药	遗传性酪氨酸血症
利马前列 素	20230220	中国生物制 药	腰椎管狭窄症

谷美替尼	20230307	上海海和	METex14 跳变的 NSCLC
艾贝格司亭	20230509	亿一生物/正大天晴	预防及治疗肿瘤患者在化疗过程中引起的嗜中性粒细胞减少

数据来源：NMPA，东方证券研究所

图 22：国产 1 类新药数量 top10 的企业（截至 2023 年 5 月）



数据来源：NMPA，东方证券研究所

AACR 多家药企披露重磅品种临床数据，研发进展不断。美国癌症研究协会年会（American Association for Cancer Research, AACR）是全球最具影响力的肿瘤领域学术会议，目前在 129 个国家拥有超过 50000 名会员，其任务是通过研究教育、交流、协作，预防和治疗癌症，影响力巨大。2023 年 AACR 于 4 月在美国奥兰多召开，国内有超过 20 家上市的创新药企业披露临床数据，充分展示国内创新药制药实力，成为股价催化重要因素。

表 15：2023 AACR 相关 A+H 上市公司

公司	证券代码	靶点（药物名）
康宁杰瑞	9966.HK	PD1/0X40(KN052)
开拓药业	9939.HK	hedgehog(GT1708)
再鼎医药	9688.HK、ZLAB.O	PD-1/LAG-3(Tebotelimab)、CLDN18.2(ZL-1211)
德琪医药	6996.HK	TORC1/TORC2(ATG-008)、CD73(ATG-037)、LILRB4(ATG-034)、CD24(ATG-031)
汇宇制药	688553.SH	KRAS G12C(HYP-2A)
百利天恒	688506.SH	EGFRXHER3 ADC(BL-B01D1)、HER2 ADC(BL-M07D1)、Trop2 ADC(BL-M02D1)、ROR1(GNC-035)、EGFRVIII(GNC-039)、CD19(GNC-038)、EGFRXHER3(S1-B001)
诺诚健华	688428.SH、9969.HK	IKZF1/3(ICP-490)、SHP2(ICP-189)
百奥泰	688177.SH、H01419.HK	HER2(BAT1006)
亚盛医药	6855.HK	Bcr-Abl + BCL-2(1351+APG2575)、MDM2(APG-115)、Bcr-Abl(HQP1351)
创胜集团	6628.HK	gremlin-1(TST003)、CD25(TST010)、FGFR(Tinengotinib)
百济神州	6160.HK、688235.SH	BRAF(BGB-3245)、PD-1(tislelizumab)、IAP(BGB-24714)、
恒瑞医药	600276.SH	TROP2 ADC(SHR-A1921)、HER2 ADC(SHR-A1811)
翰森制药	3692.HK	RET(HS-10365)
贝达药业	300558.SZ、H01484.HK	EGFR/C-MET(MCLA-129)、HIF-2a(BP1-452080)、IDH1/2(BP1-221351)、TEAD(BPI-460372)、CD73(BP1-472372)、TGF-B/PDL1(BPB-101)

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

百奥赛图	2315.HK	B7-H3(685)、IL2RA(D02)、HER2/TROP2(YH012)、EGFR X MET(YH013)、HER3/MET(BCG022)、5T4/MET ADC(DM004)、HER3/MUC1 ADC(DM002)、TROP2/EGFR ADC(DM001)、PTK7 XTROP2 ADC(BCG033)、EGFR X MUC1 ADC(BSA01)、AMHR1I(7E1)、Siglec-15(BCG008)、TNFR2(1C3)
和誉	2256.HK	KRAS G12C(ABSK071)、FGFR、EGFR Exon20(ABSK112)、FGFR4、CSF-1R(ABSK021)
和铂医药	2142.HK	CTLA-4(porustobart)
先声药业	2096.HK	Pol θ (SS008871)、SOS1/KRAS(SCR-8388)、MUC17/CD3(SCR-9171)、GPC5D/BCMA/CD3(SCR-8572)、CAR-NK、CAR-T、USP1(SP-002)、CD47(SCR9168)
信达生物	1801.HK	PD-1(sintilimab)
加科思	1167.HK	Aurora kinase A(JAB-2485)、KRASMulti(JAB-23425)、CD73 iADC(JAB-X1800)
石药集团	1093.HK	Claudin18.2 ADC(E0-3021)
海思科	002653.SZ	BTK PROTAC(HSK29116)、AR-V7 degrader(HSK38008)
和黄医药	0013.HK、HCM.O、HCM.L	MET(赛沃替尼)、TKI(Surufatinib)、IDH1/2(HMPL-306)、FGFR1;CSF-1R;VEGFR(Surufatinib)、BTK(HMPL-760)、FGFR1/2/3

数据来源：AACR，东方证券研究所

ASCO 年会举办，国产创新药多项成果入围。ASCO 年会（American Society of Clinical Oncology, ASCO）为重要临床肿瘤学术会议，每年将公布国际最前沿的临床肿瘤学科研究成果和肿瘤治疗技术。2023 年美国临床肿瘤学会(ASCO)年会于 2023 年 6 月 2 日至 6 日在美国伊利诺伊州芝加哥举行。超过 30 家 A+H 创新药企业将在本次 ASCO 上披露创新品种的数据，包括恒瑞医药、百济神州、君实生物、信达生物、百利天恒等公司均有重点临床数据公布，值得关注。

表 16：2023 ASCO 相关 A+H 上市公司

公司	证券代码	靶点（药物名）
恒瑞医药	600276.SH	PD-L1/TGF-β + EZH2（SHR-1701+SHR2554）、PD-1+VEGFR（卡瑞利珠单抗+阿帕替尼）
亚盛医药	6855.HK	MDM2/P53（APG-115）、BCL-2（APG-2575）、FAK/ALK（APG-2449）、BCR-ABL（奥雷巴替尼）、
复宏汉霖	02696.HK	EGFR（HLX07）、PD-1（斯鲁利单抗）
百济神州	688235.SH	HER2（泽尼达妥单抗）、BCL-2（BGB-1147）、BTK（Bruton 酪氨酸激酶抑制剂）
和黄医药	00013.HK	VEGFR1/2/3（呋喹替尼）、FGFR1/CSF1R/VEGFR（索凡替尼）
百利天恒	688506.SH	EGFRxHER3 ADC（BL-B01D1）、EGFRxHER3（SI-B001）、CD3，4-1BB，PD-L1，CD19（GNC-0138）
迪哲医药	688192.SH	EGFR exon20（舒沃替尼）、JAK1（戈利昔替尼）
科伦药业	002422.SZ	RET（KL590586）
君实生物	688180.SH	PD-1（特瑞普利单抗）
信达生物	01801.HK	PD-1（信迪利单抗）
泽璟制药	688266.SH	多激酶抑制剂（多纳非尼）、JAK（杰克替尼）
康方生物	09926.HK	PD-1/CTLA-4（AK104+化疗）、PD-1/VEGF（AK112+化疗）、PD-1/CTLA-4+CD47（AK117+卡度尼利单抗+化疗）
海创生物	688302.SH	AR 抑制剂（HC-1119）、
贝达药业	300558.SZ	CDK4/6（BPI-16350）
康宁杰瑞	09966.HK	HER2，PD-1，CTLA-4
荣昌生物	688331.SH	HER2（维迪西妥单抗）
艾力斯	688578.SH	EGFR（伏美替尼）
科济药业	02171.HK	GPC3 CAR-T（CT0180）
基石药业	02616.HK	KIT 和 PDGFRA 激酶抑制剂（阿伐替尼）
益方生物	688382.SH	KRAS G12C（D-1553）
瀚森制药	03692.HK	BCR-ABL（HS-10382）、B7-H3（HS-20093）、c-MET（HS-10241）
康辰医药	603590.SH	Flt3/Axl/VEGFR2（KC1036）
德琪医药	6996.HK	TORC1/2（onatasertib）

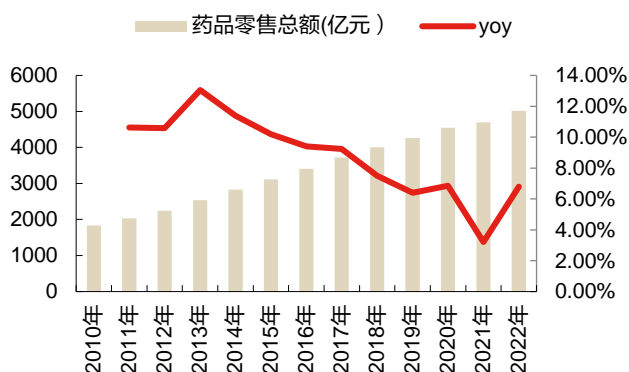
数据来源：ASCO，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3.3 药店：经营环境恢复正常，统筹账户加速向药店端支付

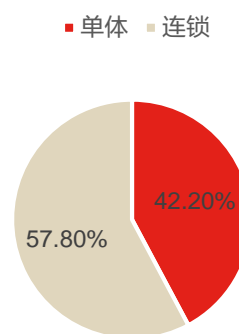
根据中国药店数据，2022 年我国零售药店行业规模达到 5015 亿元，同比增长 6.8%，增速接近 2019 年行业增长水平，主要因为 22Q4 疫情管控政策放开后迎来集中购药需求所致，我们认为在 2023 年经营环境回暖、政策管控解除的背景下，行业有望维持常态增速。根据《药品监督管理统计年度数据（2022 年）》，2022 年我国零售连锁门店连锁率达到 57.80%，较 21 年提高 0.6 个百分点，连锁率提升的大趋势仍旧确定，且预计真实连锁率比此数据更高，头部集中度逻辑仍旧坚挺。

图 23：2010-2022 年零售药店销售规模（亿元）



数据来源：中国药店，东方证券研究所

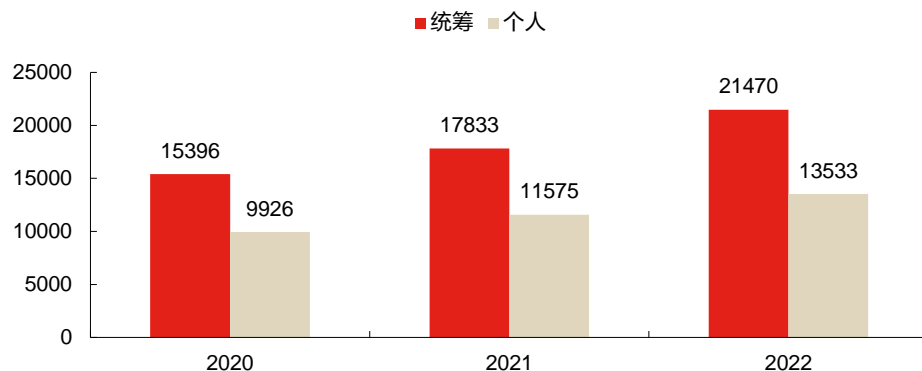
图 24：2022 年行业内连锁药店与单体药店数量占比



数据来源：《药品监督管理统计年度数据（2022 年）》，东方证券研究所

统筹加大力度对药店支付覆盖，处方外流逻辑将进一步兑现。2 月 15 日，国家医保局发布关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹的通知，政策涉及放开统筹药房资质标准与明确相关报销政策，以及起付标准、支付比例和最高支付限额等指导建议。4 月 9 日，武汉市发布《关于优化武汉市职工医保门诊统筹的通知》，并规定 1）取消起付线限制。2）提高报销比例及报销上限，纳入门诊统筹的药店报销比例提升至在职 85%、退休人员 90%，退休人员年度报销限额由 4000 元提高到 4500 元。从国家医保局下发政策到武汉等地区的积极反应，不难看出我国处方外流政策出现实质性进展，2022 年我国统筹账户结余 21470 亿元，个人账户结余 13533 亿元，我们认为在处方外流的大背景下，头部药房凭借品种获取能力、供应链能力、品牌能力以及更专业的药事服务能力将更加受益，从而进一步促进集中度提升。

图 25：2020-2022 年医保统筹账户&个人账户结余情况

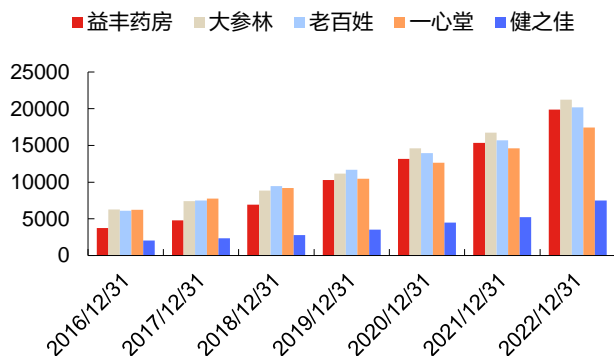


数据来源：国家医疗保障局，东方证券研究所

2022 年各药店在疫情压力下维持稳定增长，彰显商业模式韧性。2022 年，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳分别实现归母净利润 12.66 亿元（+42.52%）、10.36 亿元（+30.90%）、7.85 亿元（+17.29%）、10.10 亿元（+9.59%）、3.63 亿元（+20.90%），在一定程度上，各家药店业绩的高增与 Q4 购药需求的集中释放相关性较大，但不可否认的是前三季度疫情以及相关管控对行业也带来了压制，最后全年完成业绩指引已属不易。

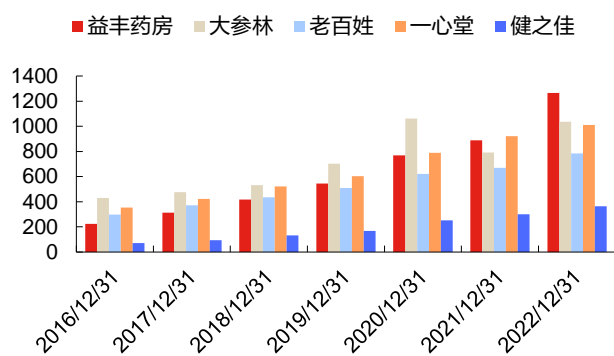
2022 年各药店保持稳定扩张。截至 2022 年底，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳门店总数分别为 10268、10045、10783、9206、5456 家，四家头部药店已经基本进入万店时代，并且各自均保证了较为稳定门店扩张。

图 26：2016-2022 年零售药店行业营收（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

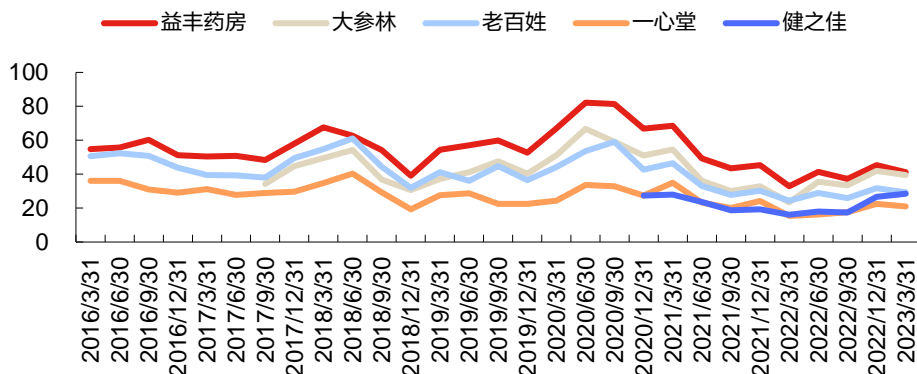
图 27：2016-2022 年零售药店行业归母净利润（百万元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

估值水平已经进入到历史底部区域。2016-2020 年，零售药房估值中枢相对稳定，在 2020 疫情后由于疫情对药店板块的冲击，业绩出现了一定的不确定性，呈现在季度间、上下半年间的业绩不均衡以及由此带来的对当期业绩增速预期的难度增加，估值的滑坡很大程度上是由于业绩确定性下降所导致。我们认为在后疫情时代，整体药店的经营状态将恢复到 2020 年之前，各药房将按各自的店龄结构与门店增速维持合理的利润增长，尤其考虑到 23 年下半年的业绩有望快速提升，当下估值水平已经进入到底部范围。

图 28：2016-2023 年 Q1 各零售药店 PE（TTM）估值

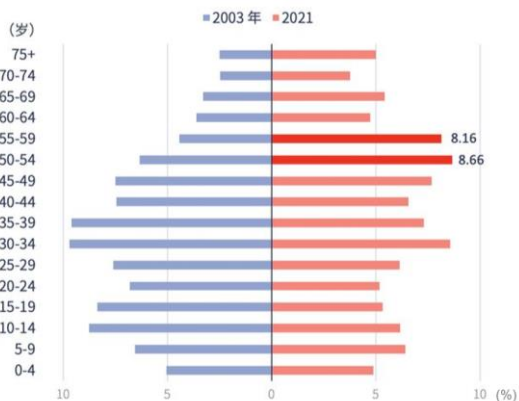


数据来源: wind, 东方证券研究所

3.4 医疗服务：老龄化背景下，医疗服务长期增长确定性高

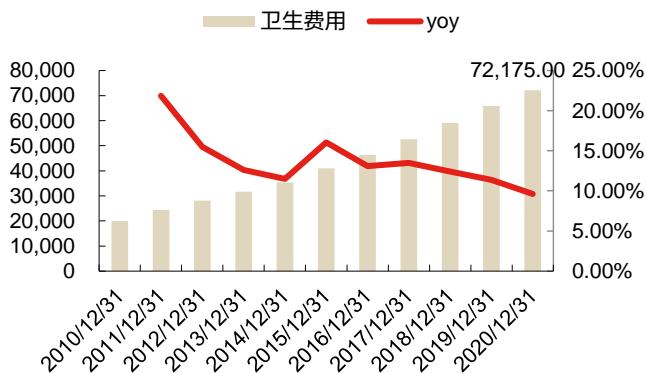
老龄化背景下卫生费用增速难减。根据国家统计局数据，我国老年人口规模庞大，第七次人口普查显示，我国 60 岁及以上人口有 2.6 亿人，且老龄化进程明显加快，从 2010 到 2020 年，60 岁及以上人口比重上升了 5.44 个百分点，65 岁及以上人口上升了 4.63 个百分点。换言之，受新增老年人的需求驱动，未来十年我国医疗服务的总量需求将仍旧保持旺盛。从卫生费用角度看能得到相同的结论，2010-2020 年我国卫生费用总计支出由 19980 亿元上升至 72175 亿元，增速长期维持在两位数以上，而过去十年的人口代际迁移高峰仅在 50-60 岁，因此我们认为未来十年医疗服务需求均有望保持稳定增长。

图 29：2003&2021 我国人口年龄结构图



数据来源: 国家统计局, 晚点, 东方证券研究所

图 30：2010-2020 年我国卫生费用（亿元）及增速



数据来源: wind, 东方证券研究所

政策对民营医疗支持态度明确。疫情期间，民营医疗在防疫中发挥了巨大的作用，进一步的向政府和人民证明了在我国经济发展道路中民营医疗的必要性，从 2021 年开始质疑民营医疗声音也在今年逐步消失。我们认为，虽然国家在大力发展公立医疗事业，但民营医疗作为补充的地位仍旧不可动摇，如卫健委开展的贴息贷款等扶持政策民营医院也可享受红利，相关对社会办医政策支持也逐步落地，需要认识到我国医疗服务市场足够大、市场分层足够多，在容量不断扩容的背景下，民营医疗将凭借资本能力、服务能力在各自的领域深耕成长。

表 17：医疗服务相关政策梳理

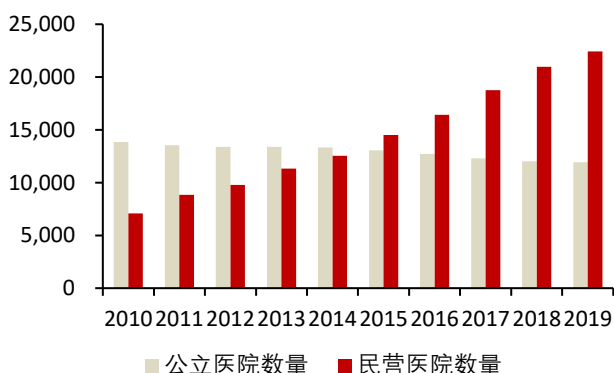
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

时间	文件名称	文件主要内容
2019.03	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的服务机构。
2019.06	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	社会办医疗是我国医疗卫生服务体系的重要组成部分，是满足不同人群医疗卫生服务需求并为全社会提供更多医疗服务供给的重要力量。党中央、国务院高度重视发展社会办医，进一步促进社会办医持续健康规范发展。提出：加大政府支持社会办医力度；推进“放管服”，简化准入审批服务。
2020.01	《中华人民共和国基本医疗卫生与健康促进法》	社会力量举办的医疗卫生机构在基本医疗保险定点、重点专科建设、科研教学、等级评审、特定医疗技术准入、医疗卫生人员职称评定等方面享有与政府举办的医疗卫生机构同等的权利。
2021.03	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	积极支持社会办医发展；社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。推进专科联盟和远程医疗协作网发展。
2021.06	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	推动优质医疗资源扩容和均衡布局，积极支持社会办医发展。推进医疗联合体建设，社会办医机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。
2021.08	《深化医疗服务价格改革试点方案》	非公立医疗机构提供的医疗服务，落实市场调节价政策，按照公平合理、诚实信用、质价相符的原则合理定价，纳入医保基金支付的按医保协议管理。
2022.09	《国家卫健委开展财政贴息贷款更新改造医疗设备的通知》	对医疗机构设备购置和更新改造新增贷款实施阶段性鼓励政策，中央财政贴息 2.5%，期限 2 年

数据来源：国家卫健委等政府官网，东方证券研究所

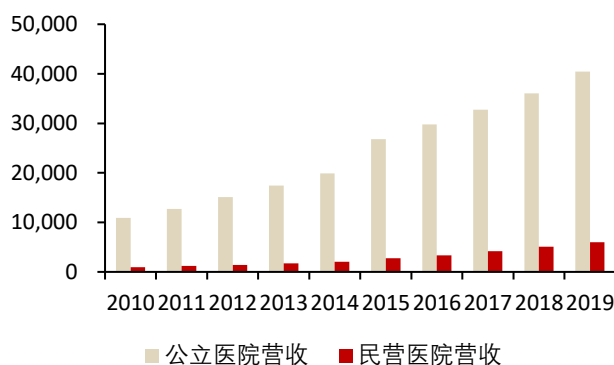
社会办医比例稳中有升，民营医疗的成长大势所趋。2010-2019年，我国民营医院数量由7086个上升至22424个，CAGR达到13.65%，民营医院营收规模由931亿元上升至6015亿元，CAGR达到23.03%。我国社会办医比例长期上升的趋势，其背后的底层逻辑一方面在于医疗服务供给的缺口仍旧巨大，尤其在老龄化大背景下，公立医疗虽然大而强但仍有涉及不到的地方需要资本的力量加以补充，另一方面，民营医院创收的复合增速要远高于数量的复合增速，证明民营医疗行业长期内生增长也有所保障，其背后是医疗质量的提升和医疗需求的释放。因此，我们认为2023年疫情扰动消除后，民营医疗服务仍旧有望维持较快增长，长期来看行业成长的确定性高。

图 31：2010-2019 年公立、民营医院数量（个）



数据来源：卫生统计年鉴，前瞻产业研究院，东方证券研究所

图 32：2010-2019 年公立、民营医院营收（亿元）



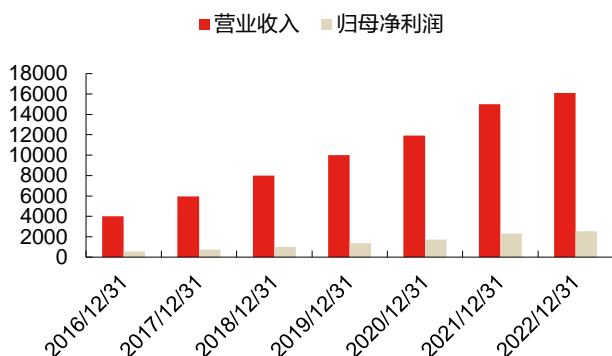
数据来源：卫生统计年鉴，前瞻产业研究院，东方证券研究所

疫情期间，医疗服务龙头业绩韧性明显，长期投资价值凸显。2022 年，爱尔眼科/通策医疗/海吉亚医疗/固生堂分别实现营业收入 161.09/27.18/32.06/16.27 亿元，爱尔眼科/通策医疗分别实现归母净利润 25.24/5.48 亿元，归母净利润对应同比增长分别为 8.64%/-22.03%，海吉亚医疗/固生堂分别实现净利润 4.77/1.83 亿元，对应同比增长分别为 8.0%/136.2%。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

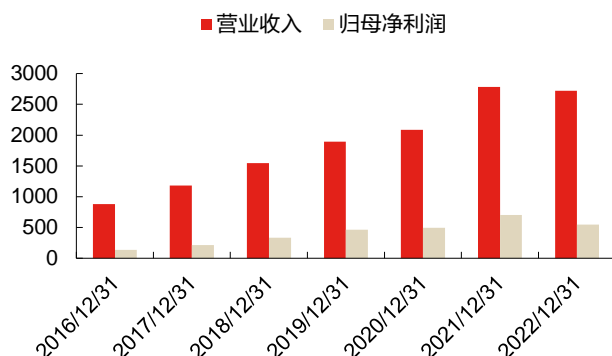
除通策医疗以外，各家公司基本保证稳定增长且基本符合市场预期，通策医疗一方面由于疫情对口腔行业影响尤为明显，且为紫金港医院等大型医院的开业筹备医生导致费用率上升所致。从各医疗服务子赛道的行业龙头业绩表现看，各家或多或少受到了疫情的影响，但仍旧表现出业绩的韧性以及长期成长潜力，我们认为2023年在经济生活恢复正常的背景下，也是老龄化加速的初期，医疗服务赛道长期投资价值十分显著。

图 33：2016-2022 年爱尔眼科营收及归母净利润（百万元）



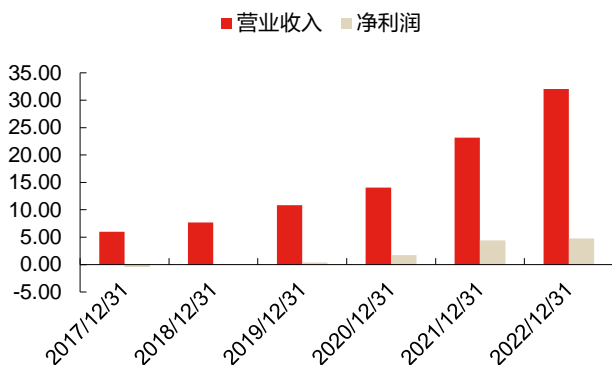
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 34：2016-2022 年通策医疗营收及归母净利润（百万元）



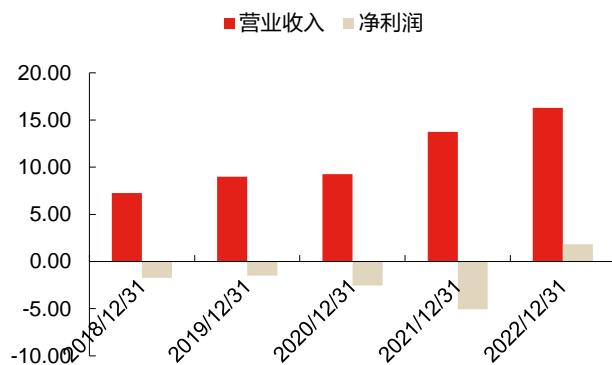
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 35：2017-2022 年海吉亚营收及净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 36：2018-2022 年固生堂营收及净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

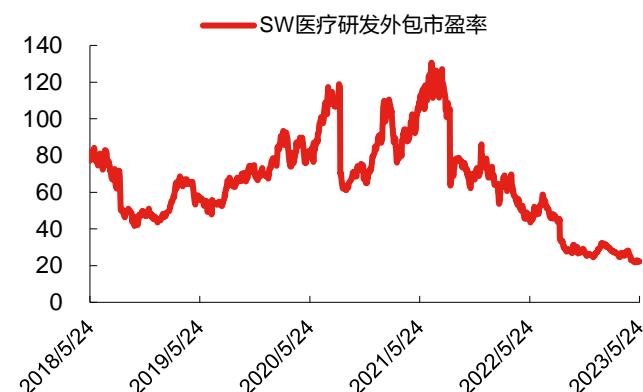
3.5 CXO：行业景气度有望边际改善，具备底部投资价值

CXO 板块的估值处于底部位置，投资性价比凸显。复盘过去，行业整体受到业绩的快速成长的催化，估值整体向上。2022 年年初以来，CXO 板块受制于投融资环境遇冷、国际地缘政治因素、疫情反复对临床业务开展的影响、以及新冠大订单的高基数扰动等因素，板块（SW 医疗研发外包）估值调整幅度较大。截至 23 年 5 月 24 日，板块市盈率为 22.32 倍，处于过去五年的历史低点。

估值虽然受挫，业绩高速增长的不确定性不变。回顾 2022 年，疫情不利背景下业绩依然保持高速增长。中短期来看，新签订单及在手订单增速维持历史高位水平、管线数量稳定提升，未来业绩增长确定性强。长期来看，CGT 等新兴领域高速发展，具有较大的市场潜力。多重因素共振下，CXO 板块兼具高确定性、高成长性，行业景气度仍将维持高位。23 年有望迎来估值修复。

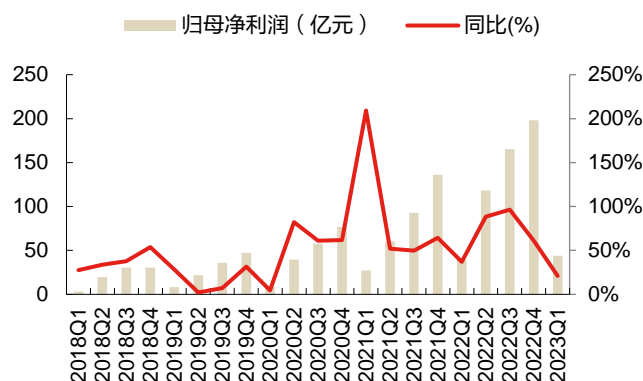
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 37：近五年医药外包行业市盈率（PE-TTM）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 38：2018Q1-2023Q1 医药外包行业归母净利润及增速

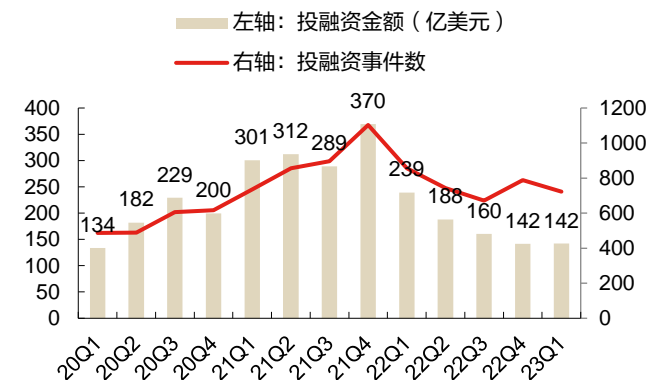


数据来源：wind，东方证券研究所

从需求端看，投融资数据逐渐回暖。

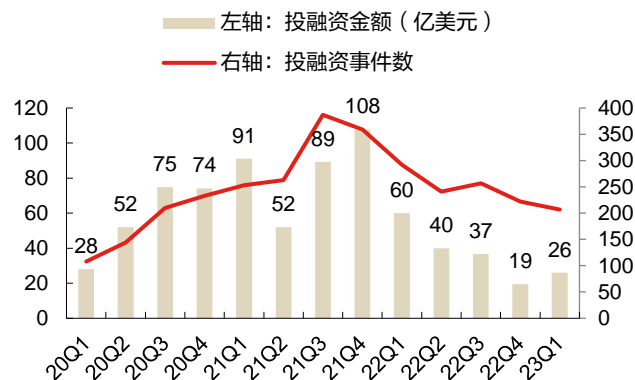
从上游投融资角度看，资本市场呈回暖趋势。根据动脉网数据，2022 年全球医疗健康行业投融资情况整体遇冷，表现为投融资金额、投融资事件环比双降。Q1 至 Q4 各季度金额环比分别为-35.34%/-21.34%/-14.71%/-11.65%。国内情况与全球类似，投资方与成长期企业整体趋于冷静和谨慎态度，下半年受到疫情扰动及首轮新冠变异毒株冲击较大等因素，投融资数据表现得更为低迷。2023 年以来，根据动脉网数据，全球及国内投融资情况正在逐渐回暖，23Q1 环比出现改善。我们认为，随着疫情扰动因素的消除以及上游创新药需求的持续释放，投融资情况将逐步转好，资本市场的复苏与活跃将传导至 CXO 端，有望为带来新的机遇。

图 39：20Q1-23Q1 全球医疗健康产业投融资情况



数据来源：动脉网，东方证券研究所

图 40：20Q1-23Q1 我国医疗健康产业投融资情况

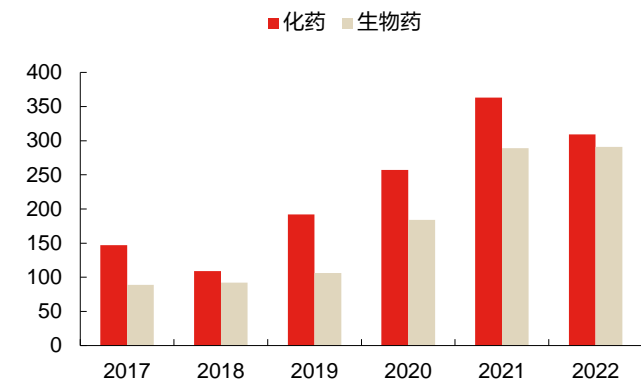


数据来源：动脉网，东方证券研究所

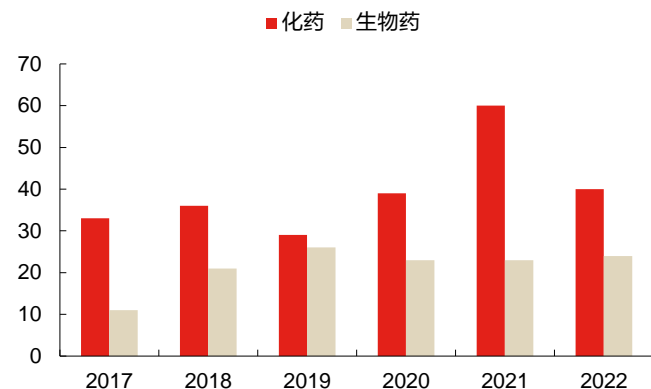
国内药物 IND 及 NDA 速度稳步增长，未来将迎大批新药上市。从药品审批及上市进程来看，2022 年国内 IND 和 NDA 总数较 21 年均有所下滑，其主要原因系小分子化药数量小幅下降，而生物药仍保持稳定增长。根据新药的研发进程，未来将有一批新药从 IND 阶段进入 NDA 阶段，因此，需要临床试验和商业化生产的需求依然很大，有望成为 CXO 企业的增量订单主要来源之一。

图 41：2017-2022 年化药及生物药 IND 受理品种数量（单位：个）

图 42：2017-2022 年化药及生物药 NDA 受理品种数量（单位：个）



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

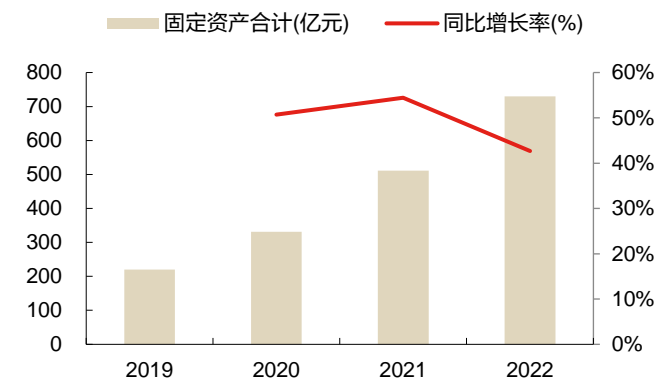


数据来源：医药魔方，东方证券研究所

从供给端看，产能稳步扩张，技术创新驱动新药发现。

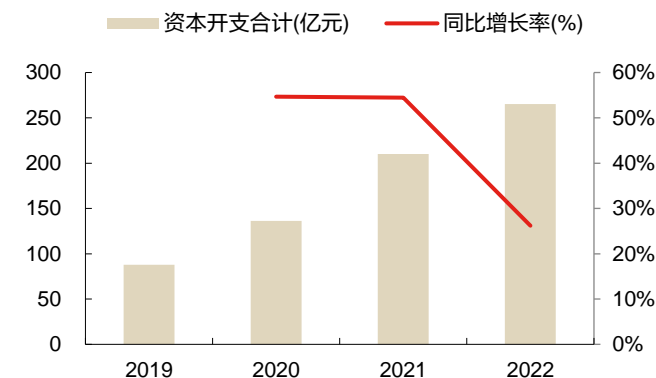
从先行指标来看，过去一年 CXO 企业的产能处于稳定扩张阶段，彰显长期向好信心足。固定资产方面，主要企业依然保持强劲增长，2020-2022 年同比增速分别为 50.7%/54.4%/42.7%，表明各个企业对于未来长期发展依然保持信心。资本开支方面，2020-2022 年同比增速分别为 54.7%/54.4%/26.2%，2022 年同比增速呈现一定幅度的下滑，其原因一方面系疫情扰动导致部分项目支出受到影响，同时过去两年企业已经积极投入了所需的产能建设，后续稳定的支出将主要围绕配套产能以及新兴业务的扩展进行。

图 43：2019-2022 年主要 CXO 企业固定资产及增速



数据来源：wind，东方证券研究所

图 44：2019-2022 年主要 CXO 企业资本支出及增速

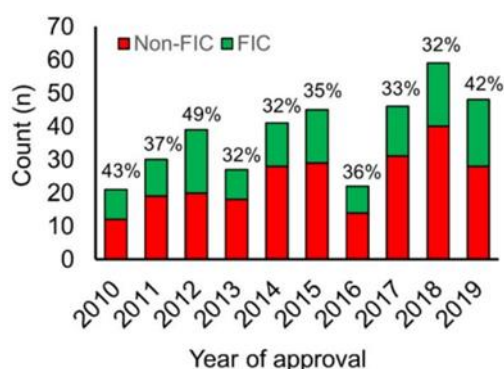


数据来源：wind，东方证券研究所

另一方面，药筛及优化技术创新为 First in Class 药物发现赋能。新药研发，尤其是 First in Class 药物的研发的核心在于新靶点的发现。而新靶点的发现必须借助于高通量筛选技术、创新的药物发现技术。根据文献数据表明，近年来 FDA 获批的药物中，FIC 药物占比逐渐提升，依赖创新性的新药发现的技术提供了更多可能的成药靶点与活性分子。药物发现阶段的关键在于高效的药物筛选与优化技术。例如，借助 DNA 编码化合物库技术（DELTA）可以更大规模的化合物库，高通量筛选（HTS）技术可以更高效率地筛选苗头化合物。此外，近年来结构生物学的进步推动了早期药物发现方法的改革，例如基于结构的物理设计（SBDD）和基于片段的药物发现（FBDD）可以显著提高药物发现命中率等等，这些新兴技术的涌现大大加快了潜在药物发现的速度。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 45: FDA 获批药物中 FIC (First in Class) 药物占比



数据来源: Brown and Wobst J Med Chem 2021, 64, 2312-2338, 东方证券研究所

表 18: 药物筛选的技术手段的多角度对比

技术手段	分子结构	成本	筛选用时	优势	不足	技术认可度及使用频率
已知活性化合物 (Known compounds)	在已知的结构上进行修饰	较低	/	成本低, 技术要求低	较难做出原创性的东西, 容易陷入专利陷阱	普遍应用于目前的制药工业, 有较多成功案例
高通量筛选 (HTS)	百万级化合物库	高	1 年以上	主流筛选方式、高度标准化、通用性好, 不受合成方法限制	成本高、耗时长、分子结构少, 不适合处理一些复杂靶点的筛选	由于高成本和依赖技术积累时间, 主要由大型药企使用, 中小型药企使用较少
基于分子片段的药物设计 (Fragment screens)	几千个可以自由组合的分子片段库	较低	/	不需要实现构建完整的化合物, 相对成本低廉; 可以实现对复杂靶点的筛选	需要有更灵敏的检测手段; 需要进一步组合片段已达到预期的活性	药物研发工业上应用较多, 已有药物成功上市案例
基于结构的物理设计 (SBDD)	大小从几十万到几百万不等的虚拟数据库	较低	/	可从少量化合物筛选获得候选药物, 可显著提高药物发现命中率, 可直接预测药物-受体结合能	需要受体完整清晰的三维立体结构, 速度慢, 仅考虑药物-受体的结合强度, 不能预测药物的药效	通常与基于分子片段的药物设计搭配使用
DNA 编码化合物库技术 (DELTA)	千亿以上级化合物库	低	3-6 个月	成本低、时间短、分子多样高、可以实现对复杂靶点的筛选 (蛋白-蛋白相互作用靶点)	合成方法有一定局限性、目前筛选后需要再次合成验证化合物活性, 对合成技术及化合物库的规模要求较高	已初步得到制药工业认可, 正在逐渐普及, 目前已产生多个临床药物但尚无成功上市案例
定向筛选 (Focused Screens)	/	较低	/	技术成熟, 是长期使用的传统方法之一, 并在药学研究中有成功案例, 如筛选抗生素、抗肿瘤药物等	仅对发现某一类型的药物行之有效, 普适性不强, 对于被筛选的物质不能全面反映出内在的作用关系	药物研发工业上应用较多, 已有药物成功上市案例
AI 人工智能/虚拟筛选	十几亿的虚拟化合物库	低廉	数周时间	可以节省 40%-50% 的化合物合成和筛选时间	分子多样性不够, 处于初期引用阶段, 对靶点结构信息要求较高, 成功率低	学术界有大量的前沿研究成果发表, 工业上主要由 AI 药物研发公司或制药企业与 AI 公司合作使用

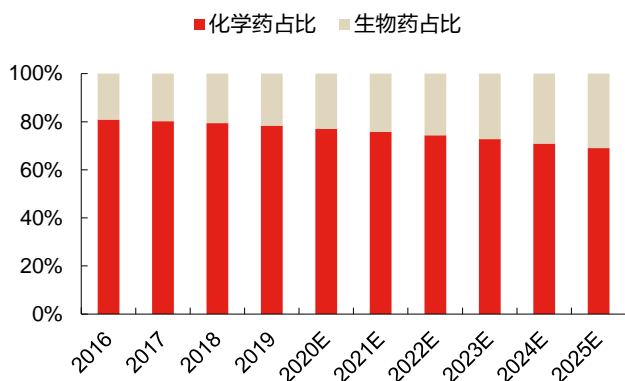
数据来源: 成都先导招股书, 东方证券研究所

从各细分赛道来看, 看好新分子、新兴疗法带来的长期成长机会。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

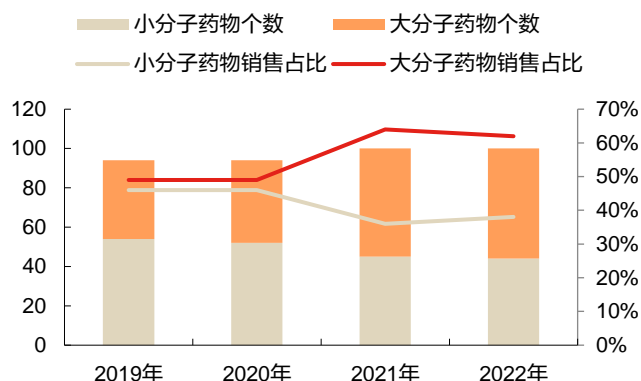
生物药 CXO 方面，受益于生物药大放光彩，带来行业高速发展。从总体市场规模分布来看，根据 Frost & Sullivan 数据，2019 年生物药占全球医药市场规模 21.62%，至 2024 年预计提升至 29.09%，有望成为医药市场的新主角。从药品销售额来看，销量耀眼的重磅药物更多从生物药中诞生。2019-2021 年，全球药品销售 TOP100 中大分子药物数量从 40 个提升至 55 个，占比从 49% 上升至 64%，可以预见未来大分子药物将大有可为，市场规模将快速扩容。其中，核酸类、偶联类、寡核苷酸类等新分子药物需求旺盛，biopharma 及 biotech 都在加大对新分子药物的研发力度。未来，单抗及 ADC 产品的商业化数量预计快速上升，以及新分子研发持续升温，将推动新分子药物医药外包市场的规模快速增长。

图 46：生物药占全球医药市场比例有望持续提升



数据来源：Frost & Sullivan，东方证券研究所

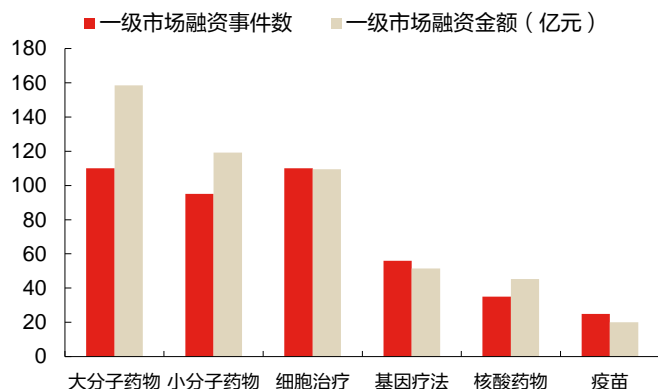
图 47：小分子药物与大分子药物的数量及销售占比情况



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

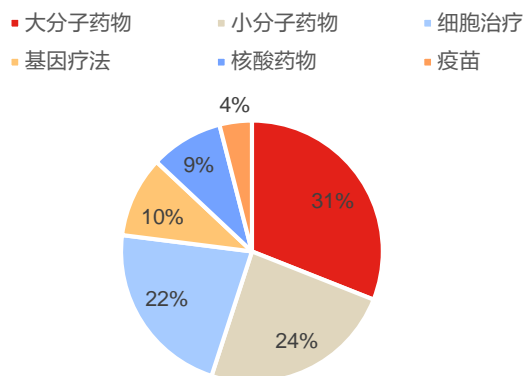
细胞及基因 CXO 方面，CGT 疗法持续受到资本的密切关注，助力企业长远期的快速发展。相较于传统化药而言，细胞疗法、基因疗法正在成为投融资的热门赛道，过去一年融资热度持续上升，并未受到整体大环境的影响。分析其原因，主要系 1) CGT 产品瞄准遗传性疾病或罕见病，尚无有效治疗方式，未被满足的临床需求巨大；2) CGT 产品研发难度大，壁垒极高，制药企业更依赖于医药外包。截至 23 年 2 月，细胞治疗和基因治疗的投融资金额占比分别为 22%/10%。未来随着真正满足临床需求、解决临床问题的 CGT 药物进入收获期并快速放量，CGT CXO 企业将直接受益，为企业带来可观的增量空间。

图 48：2022-2023 年 2 月国内各类药物融资情况对比



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

图 49：2022-2023 年 2 月国内各类药物融资金额占比



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

CXO 在未来中可能会逐渐分化，我们更建议关注具备特色、以及完成一体化的公司，建议关注阳光诺和、百诚医药、药明康德、药明生物等。以阳光诺和为例，CRO 业务与自研品种双轮驱动。CRO 业务方面，具备“临床前+临床”综合 CRO 服务能力，竞争力凸显。同时，公司将加大自研创新品种的储备力度，从研发投入来看，研发力度进一步加大，22 年研发费用 8969 万元（+88.51%），研发费用率 13.26%，持续保持行业内较高水平。研发费用主要用于：1）自研创新药、改良型新药、特色仿制药物；2）储备优质人才和加强技术平台，目前研发人员占比高达 84.46%，实验室总面积预计达 3.60 万平方米。从研发成果来看，22 年共有 3 项原料药通过审评获批、8 项新药项目已通过 NMPA 批准进入临床试验、60 项药品申报上市注册受理。未来，丰富的产品储备可通过转让获得转让费，且公司保留一定的长期收益份额，预计业绩增量可观。

图 50：阳光诺和创新药在研管线图（截至 2022 年年底）

项目信息		研发进度						
治疗领域	项目名称	先导化合物发现	先导化合物优化	PCC 化合物确定	药理学工艺研究	GLP 研究	IND 申报	临床研究
原发性高血压	NHCC-1							
放疗辅助	BTS1115							
	BTS0327							
内分泌系统	BTP0717							
心脑血管	BTP0209							
	BTP0611							
镇痛（尿毒症疼痛、术后镇痛、慢性关节炎疼痛）	STC007							
改善癌症患者体重减轻和厌食的疗效	STC008							
	STS004							
抑制细菌感染	STS003							
抑制 PTH 的合成和分泌，降低 PTH 水平，改善血清钙、磷水平	STS005							

数据来源：公司年报，东方证券研究所

3.6 原料药：加速新品种布局，转型升级成为明确趋势

原料药板块的估值处于相对低位，有望迎来估值修复。复盘过去，2022 年以来，板块（SW 原料药）估值出现一定程度的调整，截至 23 年 5 月 25 日，原料药板块市盈率（PE-TTM）为 28.11 倍，低于近五年历史估值均值 30.32 倍及中位数 30.25 倍。

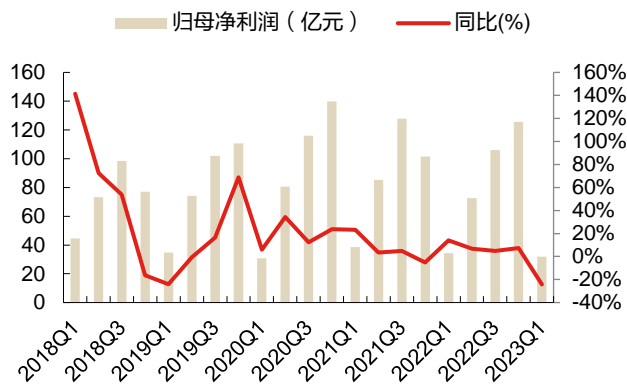
原料药企业利润端 2022 年总体承压，盈利能力有望在逐渐改善。从盈利能力看，近年来由于疫情扰动因素、上游大宗、化工、石化等原材料价格维持高位、原料药和中间体生产企业成本上涨等多重因素影响，导致原料药企业利润短期承压。未来，预计随着疫情的影响削弱，上游原料的价格将逐渐企稳，企业成本端的压力有望得到缓解，预计盈利能力将重回上行周期。

图 51：近五年原料药行业市盈率

图 52：2018Q1-2023Q1 原料药行业归母净利润及增速



数据来源: wind, 东方证券研究所

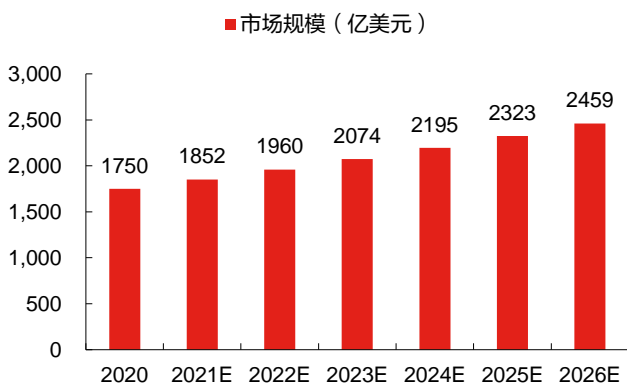


数据来源: wind, 东方证券研究所

全球原料药市场规模不断增长。根据 Mordor Intelligence 的数据，2020 年全球化学原料药的市场规模为 1750 亿美元，预计至 2026 年市场规模将达到 2459 亿美元，2021-2026 年 CAGR 为 5.84%。

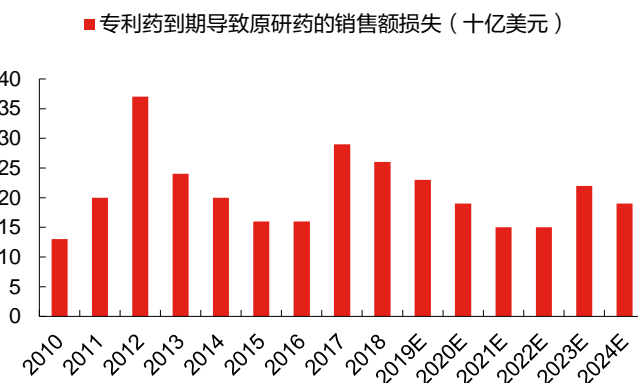
从需求端来看，受到全球性的传染病、心血管疾病以及老龄化下慢性疾病的流行，生物制剂和生物仿制药需求旺盛，原料药市场规模增速预计将高于全球药品市场规模增速，长期稳定增长。从供给端来看，由于全球新药专利不断到期，促进原料药市场规模的快速增长，其中尤其是特色原料药需求持续增加。特色原料药是指原研药厂的创新药品在药品临床研究、注册审批及商业化销售等各个阶段所需的原料药以及仿制药厂商仿制生产专利过期或即将过期药品所需的原料药。

图 53: 2016-2026E 全球原料药市场规模



数据来源: Mordor Intelligence, 东方证券研究所

图 54: 2010-2024 年全球专利药到期促进原料药市场的扩大



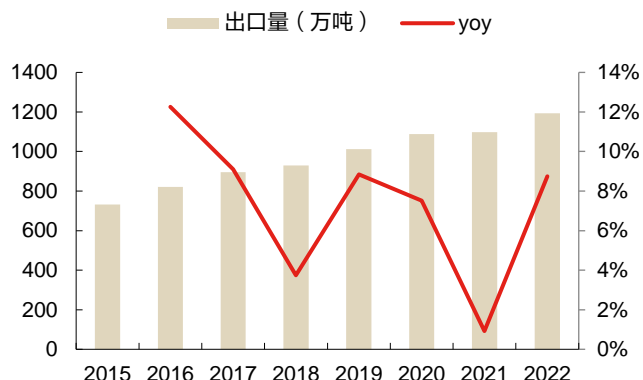
数据来源: Evaluate Pharma, 东方证券研究所

从出口情况看，中国依然是最主要的原料药供应国家之一。据前瞻产业研究院数据，2021-2022 年我国原料药产量回升，2022 年中国原料药产量为 362.6 万吨，全球产量预测值为约 1209 万吨，中国在全球占比为 30% 左右。多年来，中国为全球最大的原料药生产和出口国之一，主要出口地区为印度、美国等地区。具体来看，2022 年我国原料药出口保持稳定增长趋势：出口量（含中间体）达到 1194 万吨，同比增长 8.74%，出口金额达到 518 亿美元，同比增长 24.04%，近年来中国凭借其成本优势、人力优势，承接大量来自欧美的原料药订单，产业链逐渐向我国转移。

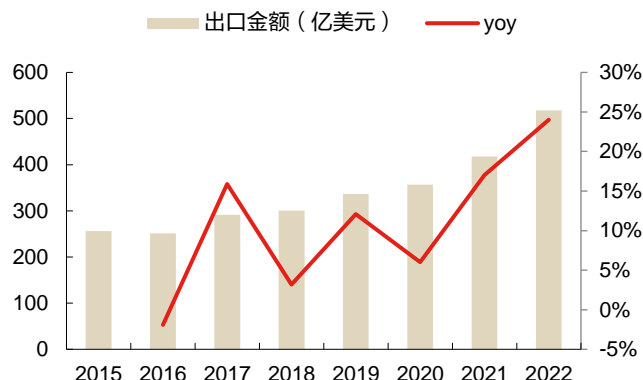
图 55: 2015-2022 年中国原料药（含中间体）出口数量及增速

图 56: 2015-2022 年中国原料药出口规模及增速

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



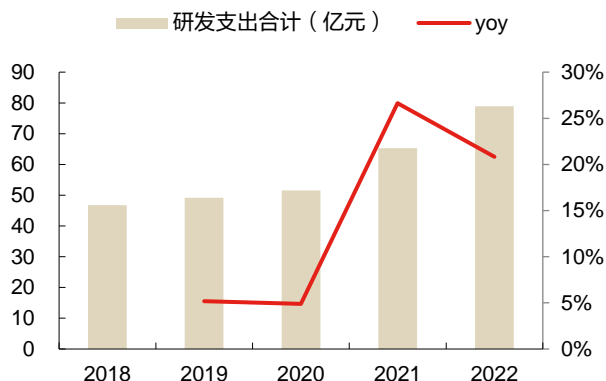
数据来源：中国医药保健品进出口商会，东方证券研究所



数据来源：中国医药保健品进出口商会，东方证券研究所

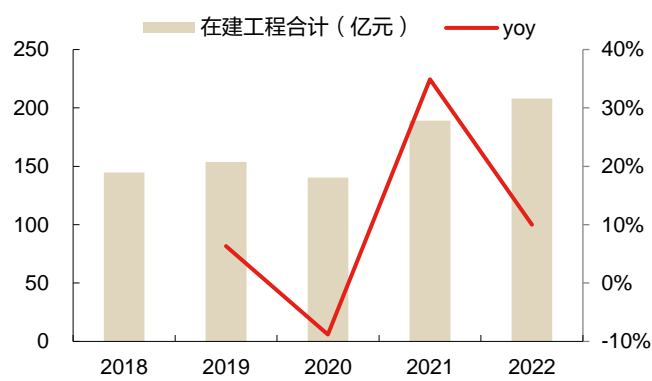
研发投入持续加大，加速新品种（专利抢仿、从仿到研）或新业务（CDMO）布局。近年来原料药企业重视研发投入，研发费用主要用于：1）拓展原料药新品种，包括特色原料药、专利抢仿品种，通过高研发能力来获得增量市场；2）新业务布局，包括积极储备品种，完成从仿到研的转型升级，或战略布局 CDMO 领域，通过大力研发带来“D”（Development）端发展，有望实现从周期性行业向成长性行业的转型。2022 年主要原料药企业研发费用合计同比增长 20.84%。以富士莱为例，公司 22 年投入研发费用 0.41 亿元（同比+45.08%），研发投入强度创公司历史新高，占营收比重 7.28%。截至 22 年底，公司已经立项 5-10 个特色原料药品种，同时，已有艾瑞昔布、阿帕替尼等品种与恒瑞医药合作，提升公司的 CDMO 的基础实力。

图 57：2018-2022 年主要原料药企业研发投入及增速



数据来源：wind，东方证券研究所

图 58：2018-2022 年主要原料药企业在建工程投入及增速



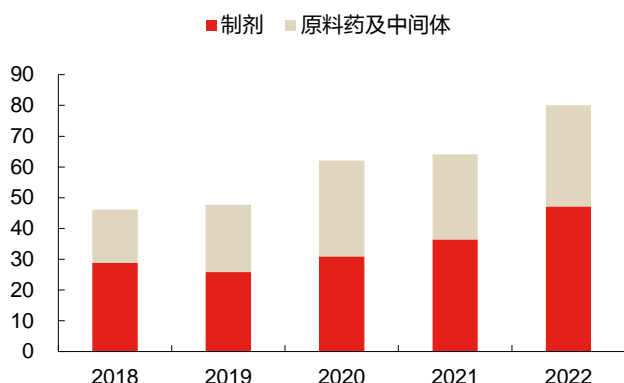
数据来源：wind，东方证券研究所

展望未来，看好企业向原料药制剂一体化以及 CDMO 转型。

首先，纵向拓展，具备中间体-原料药-制剂垂直一体化优势的企业将更有竞争力。一方面，由于原料药行业受到一致性评价和集采影响，企业向下纵向拓展，通过集采中标快速放量抢占市场。另一方面，“原料药+制剂”一体化的在缩减成本上有更大优势，同时高附加值的制剂产品提升企业盈利能力。以华海药业为例，公司原料药/中间体+制剂的产品结构不断升级，具备中间体-原料药-制剂垂直一体化优势，盈利能力持续提高。制剂方面，主要品种包括缬沙坦片、氯沙坦钾片、盐酸帕罗西汀片等；原料药方面，公司是全球主要的普利类和沙坦类原料药供应商，占据细分市场主要份额。

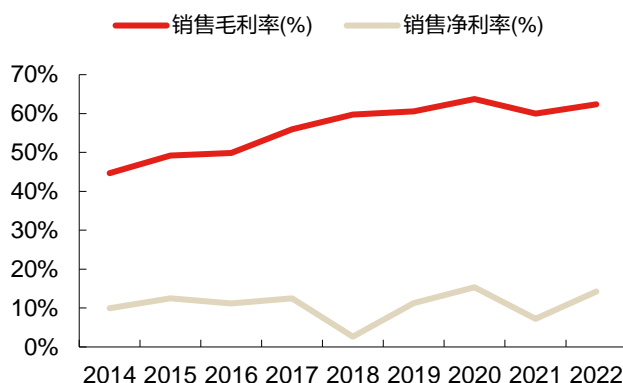
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 59：2018-2022 年华海药业营收结构（单位：亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 60：2018-2022 年华海药业毛利率与净利率水平

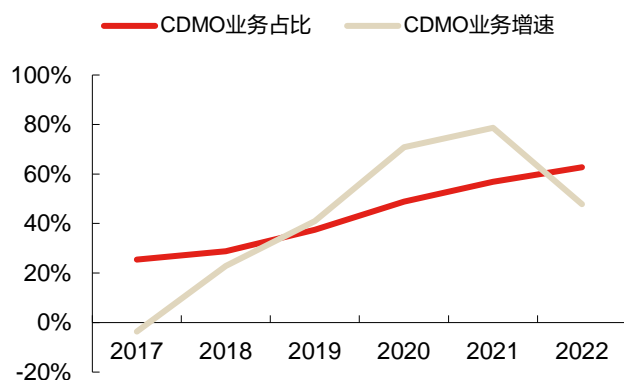


数据来源：wind，东方证券研究所

其次，横向拓展，转型 CDMO 驱动业绩快速增长。近年，随着全球医药产能的转移，以及原研或初创型药企为集中资源提高研发效率等因素影响，制药产业链不断向复杂化及精细化发展，行业内分工日趋显著，CDMO 业务发展迅速。原料药企业，特别是特色原料药和专利原料药企业通过长期供应原料药，和客户形成了很强的粘性。同时在长期合作的基础上，也展现了成本控制、生产过程控制能力，因此在转型 CDMO 上具有较大优势。

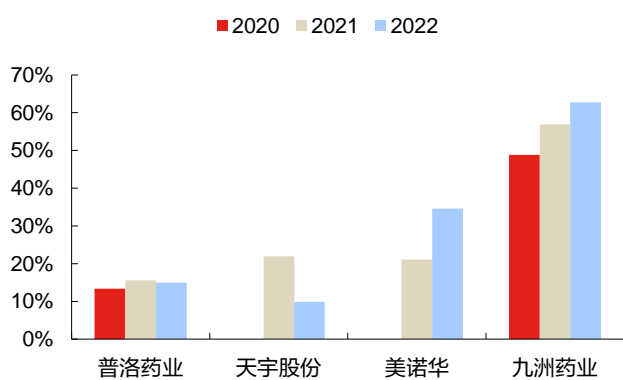
以九洲药业为例，其率先完成了从原料药企业向 CDMO 的成功转型。公司 CDMO 业务占比从 2017 年的 25% 快速提升至 2022 年的 63%，2022 年营收同比增速达 48%。此外，普洛药业、天宇股份、美诺华、奥翔药业等多家原料药龙头也开始布局 CDMO 业务，且 CDMO 业务占营收比例有明显上升趋势。

图 61：2017-2022 九洲药业 CDMO 业务收入占比及增速



数据来源：wind，东方证券研究所

图 62：2020-2022 部分原料药企业 CDMO 业务占营收比例



数据来源：wind，东方证券研究所

3.7 疫苗：后疫情时代品种为王，看好相关优质龙头企业

疫苗行业，受益于居民生活水平和预防意识提升具备长期发展潜力，并呈现出总量增长、核心品种占比愈大的趋势。随着基础科学和技术的进步推动疫苗品种不断推陈出新，除了近三年的新冠肺炎疫苗外，全球年销售额超十亿美金的 13 价肺炎疫苗、HPV 疫苗、重组带状疱疹疫苗等多个

重磅品种均为 2006 年以来获批的创新品种。此外，“多价多联”疫苗由于接种次数少、防疫效果好等优势成为未来创新研发的重要方向。

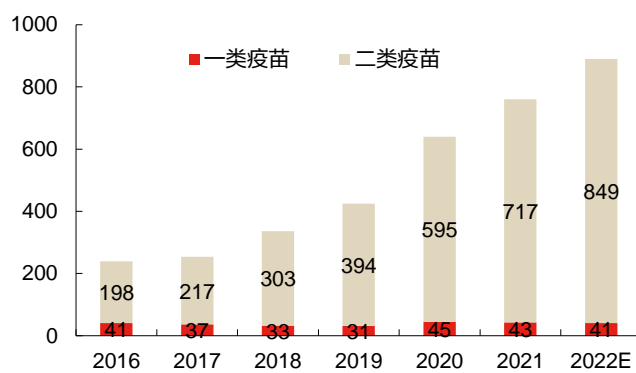
近年来随着重磅品种陆续在国内获批，国内疫苗市场规模尤其是二类疫苗市场规模呈加速增长趋势。另外，新冠疫苗在抗疫中发挥了重大作用，促进了整体疫苗行业的研制和创新进度，尤其是 mRNA 等创新疫苗疗法推出为后续重大疾病疫苗研制提供了新的思路，也促使国家政策端加强对疫苗行业支持，将预防、控制重大疾病的疫苗研制、生产和储备纳入当前应对疫情的保障措施。《健康中国行动 2023 年工作要点》发布，提到继续开展疫情防控和疫苗接种等健康科普，将进一步促进疫苗行业的发展。

图 63：2020-2021 年全球前十大疫苗品种排行（不含新冠疫苗）

排名	疫苗品种	2021 销售额 (亿美元)	2020 销售额 (亿美元)
1	4 价/9 价 HPV 疫苗-MSD	56.7	39.4
2	13 价肺炎结合-辉瑞	52.7	58.5
3	流感疫苗-赛诺菲	31.1	28.2
4	多联苗-赛诺菲	25.5	24.1
5	重组带状疱疹-GSK	23.7	25.5
6	麻腮风水痘系列-MSD	21.4	18.8
7	23 价肺炎多糖-MSD	8.9	10.9
8	流感疫苗-GSK	9.3	9.5
9	B 群流脑疫苗-GSK	8.9	8.4
10	多联苗-GSK	7.5	8.1

数据来源：康希诺年报，东方证券研究所

图 64：我国疫苗（不含新冠疫苗）市场规模预测趋势图（单位：亿元）



数据来源：中商情报网，东方证券研究所

2022 年以来受疫情封控等原因，常规疫苗接种仍有影响，展望后续，随着新冠常态化防控，新冠疫情影响逐渐退去，常规疫苗品种批签发有望迎来恢复性增长，从 2023 年 1 月份批签发可以看出多个重点品种批次呈大幅增长趋势。2023 年 1 月共批签发 22 个疫苗品种、489 个批次，与 2022 年 1 月同比增加 87.36%，与 2019 年 1 月相比增加 60.32%。

展望下半年，常规疫苗品种恢复有望持续，尤其是创新大单品疫苗有望迎来快速增长阶段。建议关注产品矩阵齐全并拥有核心单品、渠道完善的智飞生物、康泰生物、康希诺等，同时建议关注特色优势产品、竞争格局良好的万泰生物、百克生物等。

图 65：康希诺在研管线一览（截至 2022/12/31）



数据来源：康希诺年报，东方证券研究所

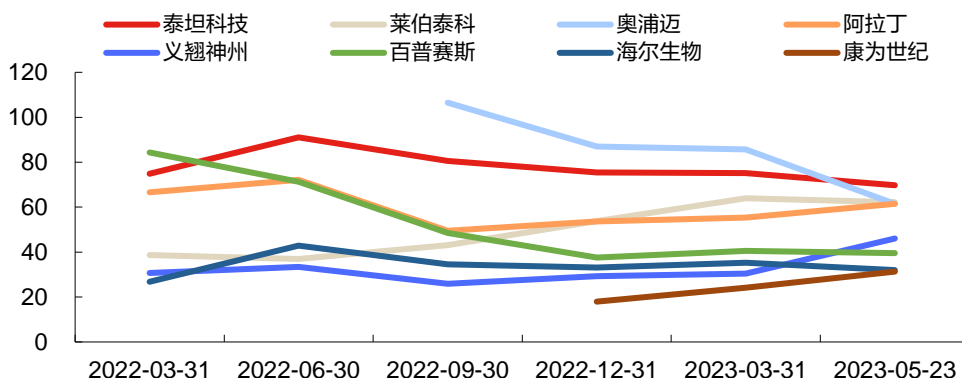
3.8 科研服务：推进高水平科技自立自强，行业迎来发展机遇

科研服务行业是各行各业研发的关键，空间足够大。科研能力的提升是现代科学与工业研发的基石，实验仪器的高端化水平往往代表了整个国家的创新能力和科学技术发展水平。根据美国商务部 90 年代的数据显示，仪器仪表行业产值只占工业总产值的 4%，但对国民经济影响达 66%，其重要性不言而喻。

科研服务行业作为科技创新的核心，受益于政府、企业和科研机构研发费用稳定增长而增长。相比于海外发达国家研发强度和技术能力，国内研发支出增速更快且有进一步提升空间，未来支撑相关科研仪器设备、实验室试剂及耗材进一步稳定增长。

科研服务下游行业分散，涉及生命科学、环境科学、生物医药、食品卫生、临床医学、新材料、新能源、分析检测等各领域企业及广大高校和科研院所。近几年受宏观环境波动等影响，生命科学相关投融资需求有所波动，高校和科研院所相关实验进度受到明显影响，科研服务相关公司利润增长和估值承压。

图 66：科研服务行业相关上市公司估值（PE-TTM）



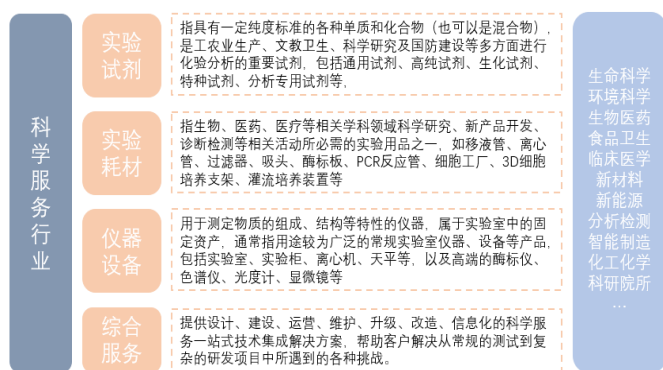
数据来源: wind, 东方证券研究所

长期来看，科研服务相关需求可持续且稳定，行业有望迎来恢复性增长。

从研发投入来看，2022 年我国 R&D 经费投入达 30870 亿元，首次突破 3 万亿大关，同比增长 10.8%，自“十三五”以来已连续 7 年保持两位数增长。按不变价计算，R&D 经费增长 8.0%，高于“十四五”规划“全社会研发经费投入年均增长 7%以上”的目标。生命科学相关领域投入增速有望更高。从相关企业和高校端投入来看，生产及学习活动正逐步恢复。

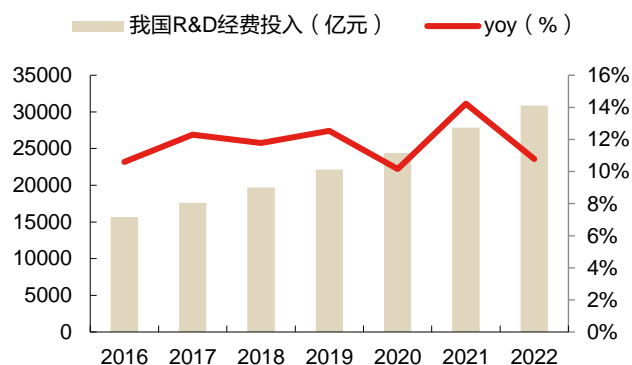
同时，特定领域财政贴息贷款政策持续释放需求。2022 年 9 月 7 日国务院常务会议提出的政策贴息、专项再贷款等支持设备更新改造，其中也有一部分覆盖高校、科研院所的设备购置和更新改造。由于疫情影响，相关专项贷款合同采购和资金投放没有如期完成，2023 年 2 月 9 日，人行财政部联合下发《关于继续做好部分领域设备更新改造专项再贷款和财政贴息工作的通知》，决定延长对十个领域的设备更新改造贷款的再贷款和贴息，相关公司订单有望在今年释放。

图 67: 科研服务行业产业链一览表



数据来源: 华经情报网, 东方证券研究所

图 68: 我国 R&D 研发经费保持快速增长



数据来源: 国家统计局, 东方证券研究所

国产替代趋势不改。科研服务行业仍呈现海外巨头垄断的竞争格局，国产厂商较多，但企业规模普遍较小，处于低端产品竞争中，高端产品进口依赖度尤其高，国产替代空间广阔。

科研服务行业是高端技术发展的基石，同时又具备极高的技术壁垒，国家持续加强对核心高端技术的自主可控，相继出台了一系列鼓励政策，促进行业快速发展，加快国产替代进程。

2021 年 12 月 24 日，全国人大常委会修订通过了《中华人民共和国科学技术进步法》，法案明确提出在功能、质量等指标满足采购需求的条件下，政府采购应当购买国产仪器，且对于首次投放市场的国产仪器，政府采购应当率先购买，不得以商业业绩为由予以限制。2021 年，财政部联合工信部发布《政府采购进口产品审核指导的标准》（2021 年版）的通知，明确对部分光学仪器、分析仪器、试验仪器、测量仪器等的国产比例做出了指导，促进科研仪器国产替代转型。

表 19：部分科研仪器国产化指导采购比例（%）

产品品类	主要性能指标	功能或应用场景	审核建议比例			
			全部采购 本国产品	按比例采购本国产品		
				75%	50%	25%
扫描电镜-显微镜	分辨率：二次电子像 $\leq 3.0\text{nm}$ (30kv), 8nm (3kv), 15nm (1kv)；放大倍数：X15~X800000	纺织类材料及深加工产品等表现形貌观测特征	√			
原子吸收分光光度计	检出限：(火焰法)铜 $\leq 0.007\text{ug/mL}$ 等；重复率 RSD $\leq 0.9\%$ ；波长分辨率 $\leq 0.15\text{nm}$	用于地质、医学、食品等领域微量和痕量元素分析	√			
电感耦合等离子体质谱仪	检出限：Be(9) $<0.5\text{ng/L}$ (ppt), In(115) $<0.1\text{ppt}$; Bi(209) $<0.1\text{ppt}$ ；信噪比 $>220\text{M}$	用于各类样品中主量、微量及痕量元素的定性、半定量和定量分析		√		
气相色谱质谱联用仪	全扫描灵敏度：S/N $\geq 1500:1$ ；最大扫描速度 $\geq 12500\text{nmu/s}$ ；质量准确度 $\leq \pm 0.2\text{u}$	用于环境、油气等样品中挥发性有机物、多环芳烃等物质测定			√	
苯系物检测仪	程序升温 ≥ 20 阶；扫描速度 $\geq 20000\text{u/s}$ ；仪器灵敏度：S/N $\geq 2800:1$	用于固体废物对环境空气、水质、土壤污染程度检测评估				√

数据来源：财政部，东方证券研究所

投资建议

展望未来，医保控费和常态化集采将会持续，企业需要选择新的品种、充分抓住临床需求，因此我们看好具有真正创新能力的企业，建议重点关注产品端的需求机会。医疗器械方面建议关注迈瑞医疗(300760，买入)、佰仁医疗(688198，买入)、三友医疗(688085，买入)、微电生理-U(688351，增持)等；创新药方面建议关注恒瑞医药(600276，买入)、京新药业(002020，买入)、君实生物-U(688180，未评级)、键凯科技(688356，买入)等；医疗服务方面建议关注爱尔眼科(300015，未评级)、通策医疗(600763，未评级)等；药店方面建议关注益丰药房(603939，买入)、大参林(603233，买入)、老百姓(603883，买入)等；原料药方面建议关注仙琚制药(002332，买入)、富士莱(301258，买入)、华海药业(600521，未评级)等；CXO 方面建议关注阳光诺和(688621，买入)、百诚医药(301096，未评级)、药明康德(603259，买入)、药明生物(02269，未评级)、等；疫苗方面建议关注智飞生物(300122，买入)、康泰生物(300601，未评级)、康希诺(688185，未评级)等；科研服务方面建议关注莱伯泰科(688056，买入)、聚光科技(300203，未评级)、阿拉丁(688179，未评级)等。

风险提示

集采政策实施力度超预期的风险。若后续带量集中采购政策持续加码，企业端产品降价过多，可能对企业利润有较大负面影响；

疫情反复导致的风险。若后续疫情有所反弹，可能会对下游需求和生产生活都会产生不利影响；

企业研发不及预期的风险。创新药品与创新器械的研发存在一定的不确定性，报告中提及企业的研发投入、产品推广等方面，存在一定的研发不及预期风险；

与投资相关的风险。医疗服务、零售药店，乃至创新药与创新器械均存在资产并购或者管线并购等，因此存在一定的投资风险；

产品销售不及预期。若相关创新产品在临床端推广阻力较大，产品销售不及预期，将会对长期经营产生不利影响；

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，资产管理、私募业务合计持有智飞生物(300122)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。