

# 国际视角下的中国医药行业发展——聚焦中国创新&中国消费 医药行业2019年度策略

## 【东吴医药】

证券分析师全铭：quanm@dwzq.com.cn

（执业证书S0600517010002）

证券分析师焦德智：

jiaodzh@dwzq.com.cn

（执业证书S0600516120001）

研究助理：许汪洋



- 他山之石——日本的全民医保政策如何影响药企的发展
- 国内现状——国内创新药审评审批变革及仿制药带量采购
- 中国出路——分级诊疗带动医药行业持续高成长
- 重点推荐——中国创新&中国消费

一、他山之石——日本的全民医保政策如何影响药企的发展

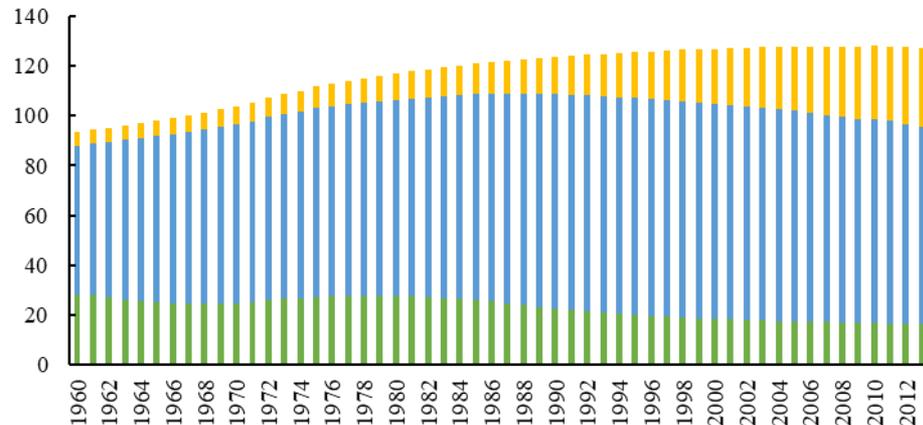
# 1.1 老龄化加速的红利去哪了？

●日本是最早出现老龄化的国家，而且一直是老龄化程度最高的国家。在1990-2010 的二十年间，日本65岁以上老年人口占比从不到9%上升至超过21%，老年人口从1400万上升到2700万。

●1995年，日本人均医药消费量是世界上最高的之一，近10年间，日本人均医药消费CAGR仅2.67%，而同期的美国、英国、加拿大CAGR约10%。

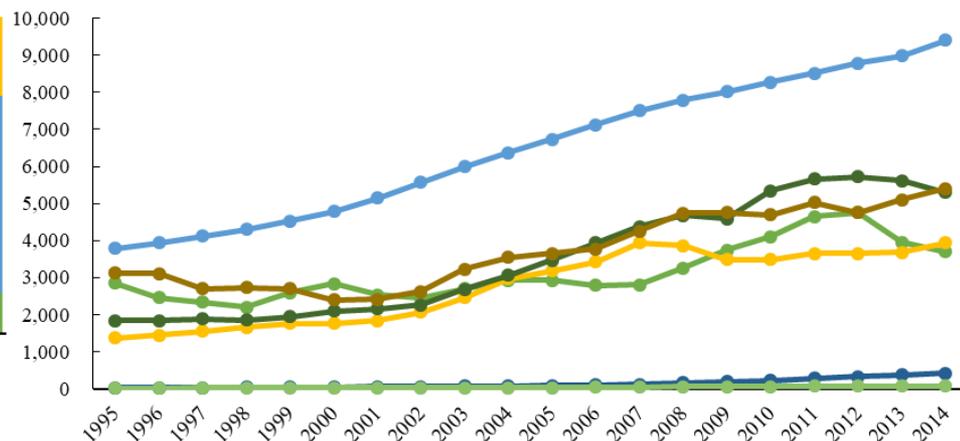
### 不同年龄段人口数量（百万人）

■ 0-14岁人口(百万人) ■ 15-64岁人口(百万人) ■ 65岁及以上人口(百万人)



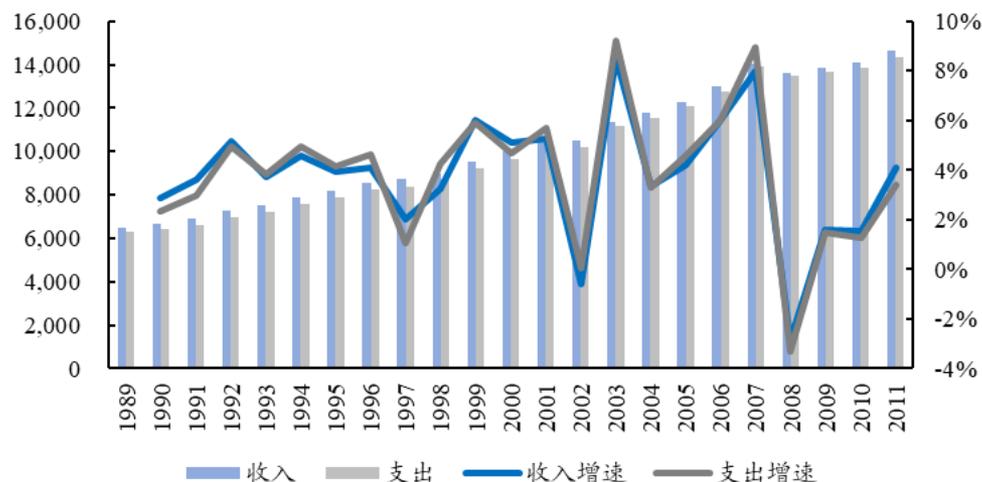
### 人均卫生费用（美元）

● 人均卫生费用:日本 ● 人均卫生费用:美国 ● 人均卫生费用:英国  
● 人均卫生费用:加拿大 ● 人均卫生费用:中国 ● 人均卫生费用:德国  
● 人均卫生费用:印度

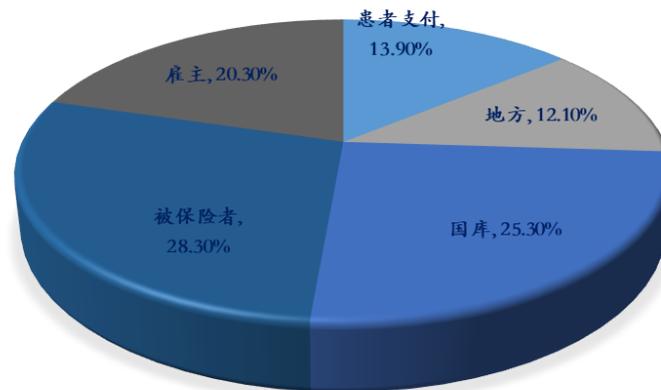


- 日本是亚洲最早实行医疗社会保险的国家，1961年日本确立“全民皆保险制度”，2009年，日本医疗费用中个人支出仅13.9%。因此，老龄化的加快直接加大了国家医保的压力。
- 这种情况下，日本政府不得不鼓励仿制药的替代和使用，通过压缩药价来保障医保的健康运行。

### 日本健康报销收入支出情况（百万日元）



### 2009年日本国民医疗费用构成



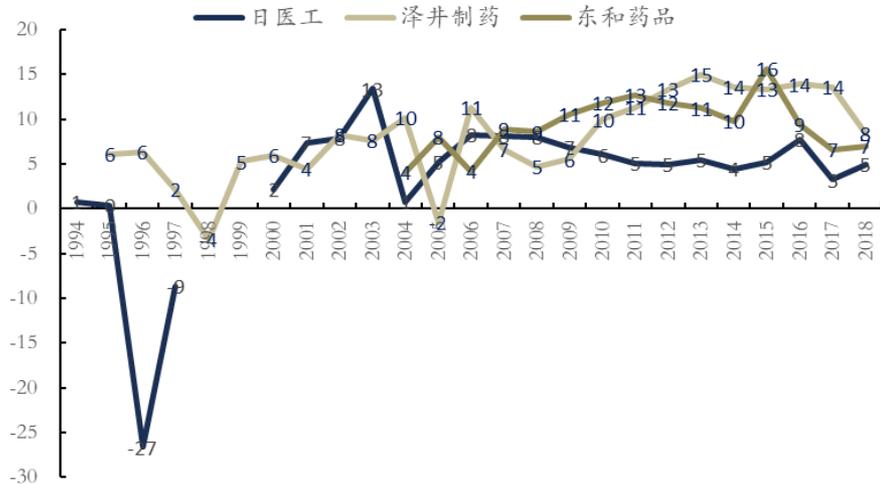
# 1.1 老龄化加速的红利去哪了？

- 日本政府从1988年开始每两年进行一次针对医保目录品种的价格调整，涉及13000多种药物。该降价政策具有范围广、频率高的特点。
- 价格调整的方式是政府确定药品零售价，医疗保险根据政府定价补偿药品费用。零售价确定程序如下：

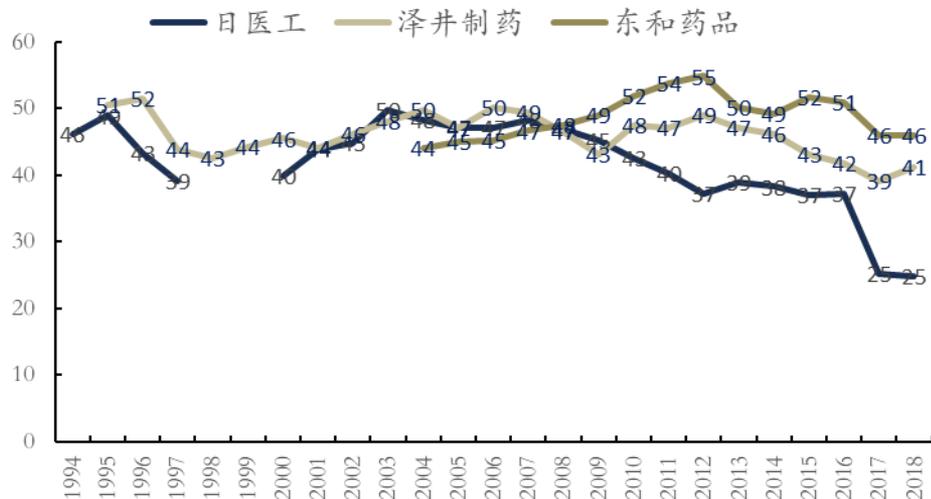
1. 政府每2年对所有医保药品的市场价格进行调查
2. 以最低价格累计加权平均作为药品基础价格
3. 通过税率和其他微调确定最终价格

- 两年一度的价格调整使得日本仿制药企业利润率都不断下滑，直到2000年才有所改善。

日本三大仿制药企利润率（%）

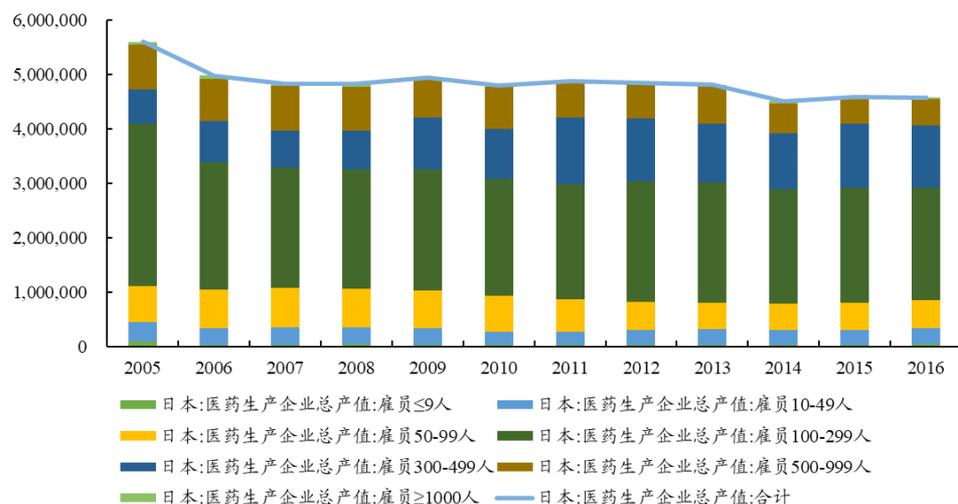


日本三大仿制药企毛利率（%）

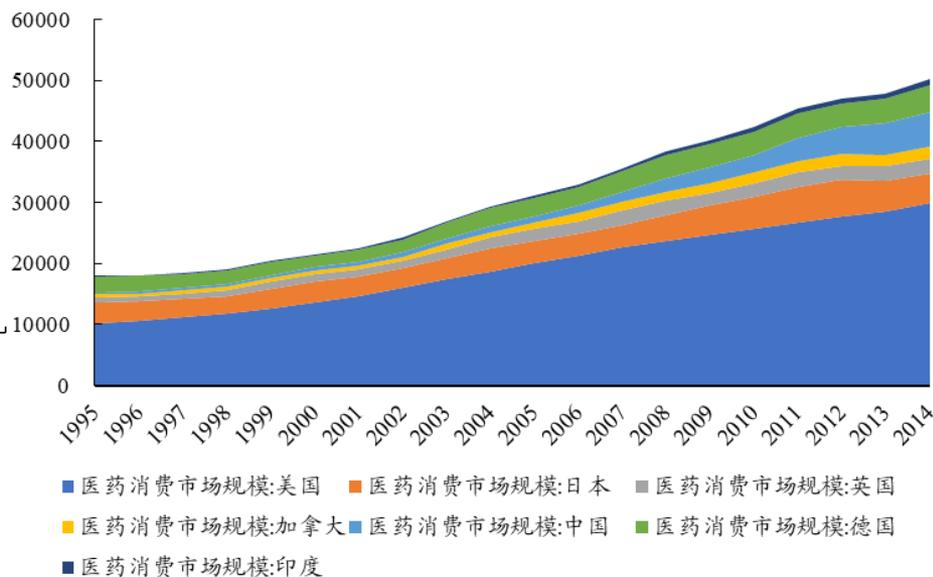


- 日本完善便利的全民医保几乎涵盖了100%的人口，因此公费负担占医疗总费用的比例在逐年上升，日本的医疗商业险也几乎没有发展。
- 为了降低政府负担，药品降价频繁且覆盖范围广泛。日本制药企业在90年代受到了很大程度的打击，收入水平停滞不前。

日本药企生产总值情况（百万日元）

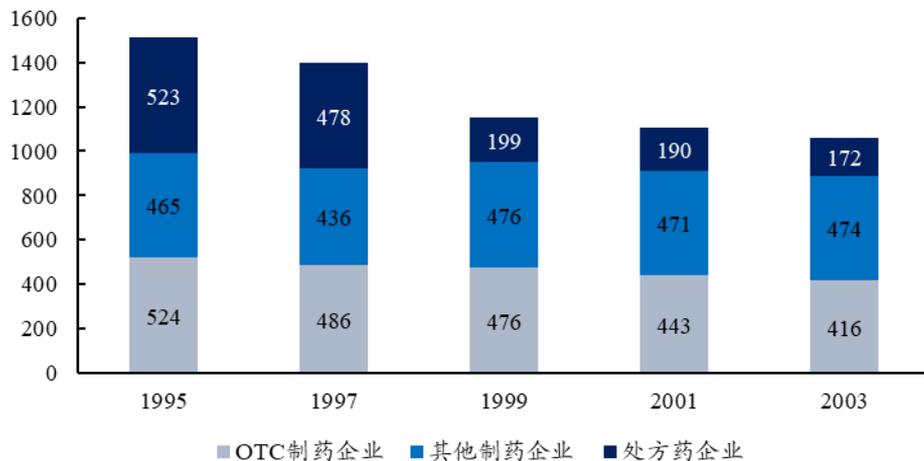


全球医药市场消费市场规模趋势对比（亿美元）



- 1995-2003年，日本制药企业从1512家下降到1062家，其中药品价格受到严格管制的处方药企业，从523家锐减到172家，淘汰幅度约70%。
- 日本药品支出占医疗支出的比重逐年走低，药费占比从1990年的22%一路下降到了2013年的19%并保持稳定。

日本制药企业数量(个)

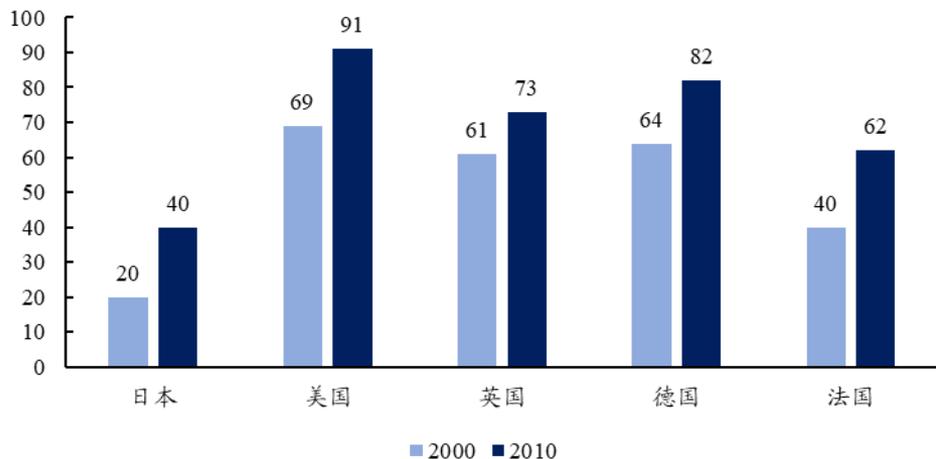


日本药品支出占医疗支出比重

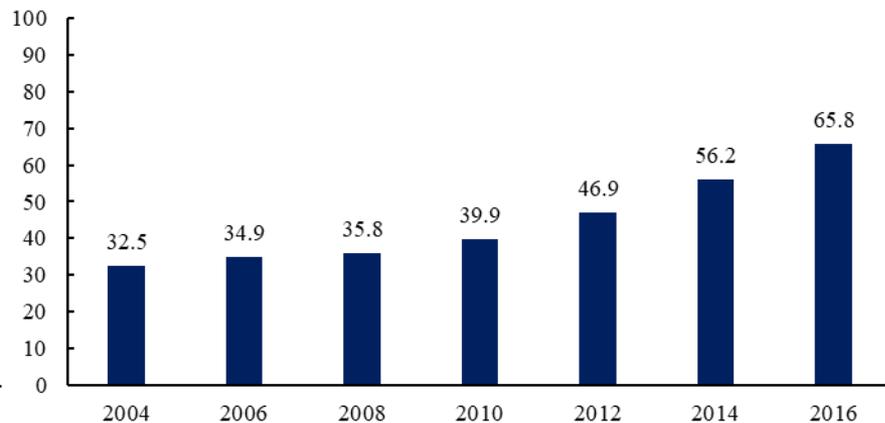


- 2007年，厚生劳动省在《促进仿制药用药安全行动计划》中要求将仿制药份额从07年9月的18.7%提高到2012年的30%。
- 在政策支持下，日本仿制药使用比例不断上升，2016年处方量达到65.8%，但销售额却逐年走低，2016销售额占比不到30%。
- 目前日本政府目标是在2020年9月使仿制药使用率达到80%以上。

各国仿制药使用比例（按数量）（%）



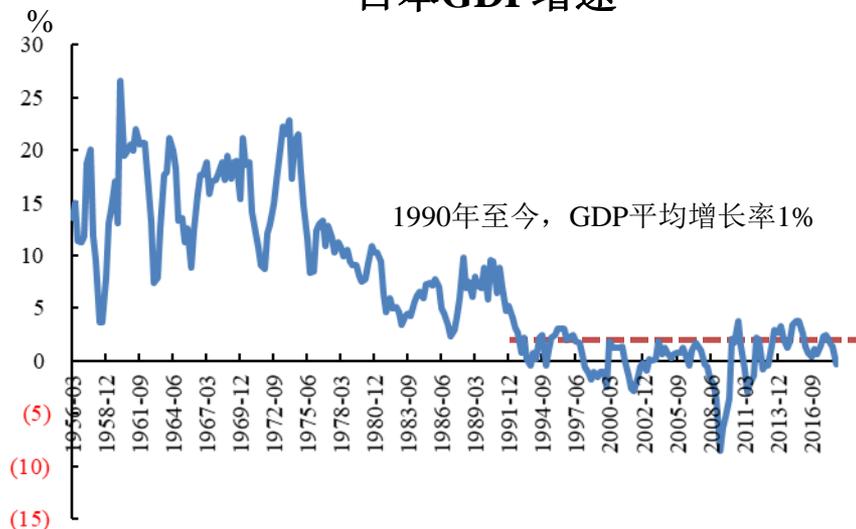
日本仿制药使用比例（按数量）（%）



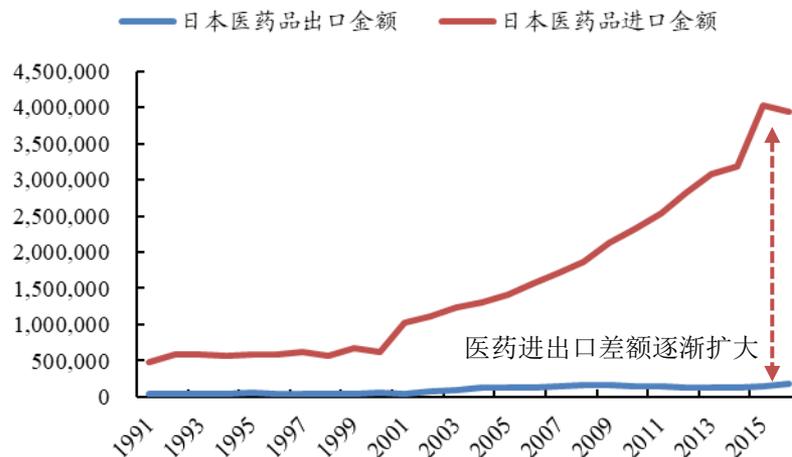
## 1.3 日美医药贸易战带来打击（1985-1990）

- 以史为镜，可知兴替。日本从1974年以来对美国一直呈现贸易顺差，促使美国政府从1984年开始对日本施加压力，日美医药贸易战就发生在1985-1990。
- 虽然日美医药贸易战最终以日本战败告终，但给我们的启发确是明晰的：必须直面医药科技创新及高端制造领域和美国的巨大差距，推动积极正确的转型。

### 日本GDP增速



### 日本药品进出口金额（百万日元）

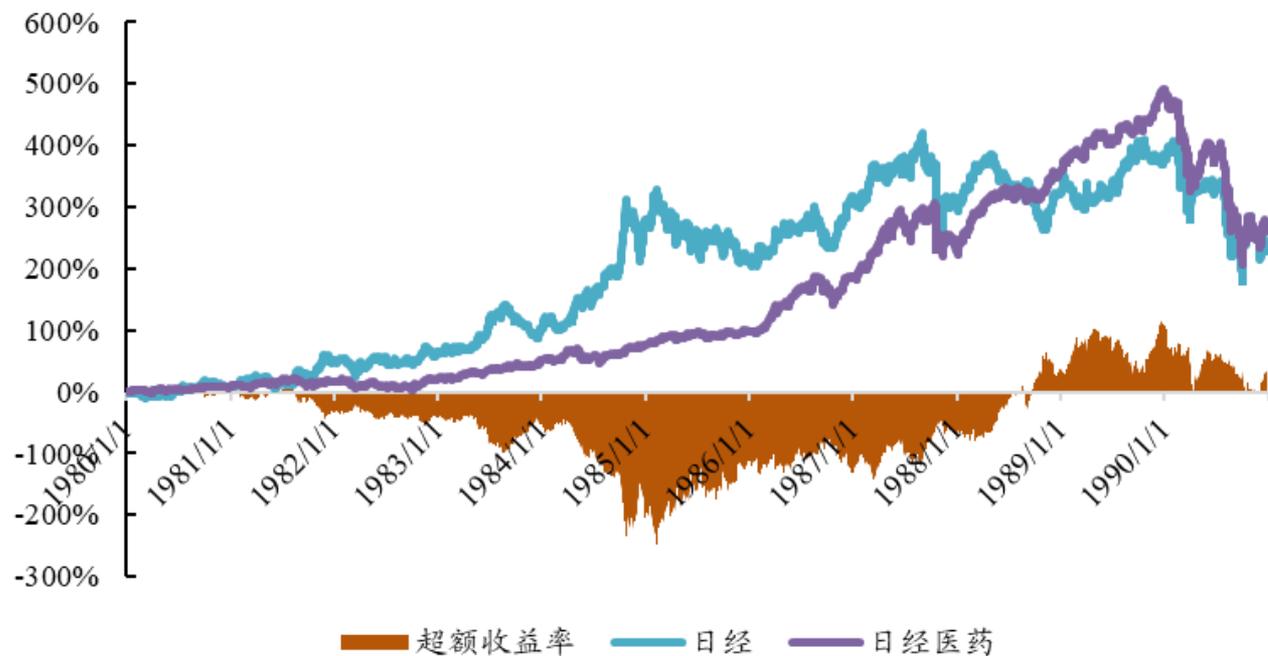


- 1985年初，美国和日本启动了“特定行业市场导向协议”谈判（Market-Oriented Sector-Selective，简称MOSS），旨在逐个降低那些美方出口潜力较大的行业的贸易壁垒。美国认为在医药和医疗设备行业，自身具有明显国际领先优势，因此医药是第一组被开放的领域。
- 根据美国药品制造商协会(PMA)的估计，1986年日本的药品市场总额约为190亿美元。其中美国出口产品的销售额为18亿美元，占日本市场总额的9.5%，占日本药品进口总额的近40%。
- 日美最终在1986年1月9日达成医药行业的一致协定，主要的议题包括：
  - 从1985年7月开始，日本接受全球药品的海外实验数据，承认数据有效；
  - 要求日本政府对药品审批实行“标准处理时间”程序（time clock）；
  - 要求日本政府大幅简化审批流程；
  - 日本政府同意将每年更新的药品/医疗设备价格表，改成每个季度更新。审批新药到核准价格的时间周期缩短到60天；
  - 日本政府公开全部药品审批规则和定价规则；
  - 日本将药品关税从25%下降到12.5%；
  - 美国企业要求美国药品进入日本医药报销系统，但遭到日本方面强烈抵制。1988年后十年，日美之间一直进行谈判。

## 1.3 日美医药贸易战带来打击（1985-1990）

- 日美贸易战下，日本医药企业股价遭遇挫折。美国药品在日本的市场份额快速上升。

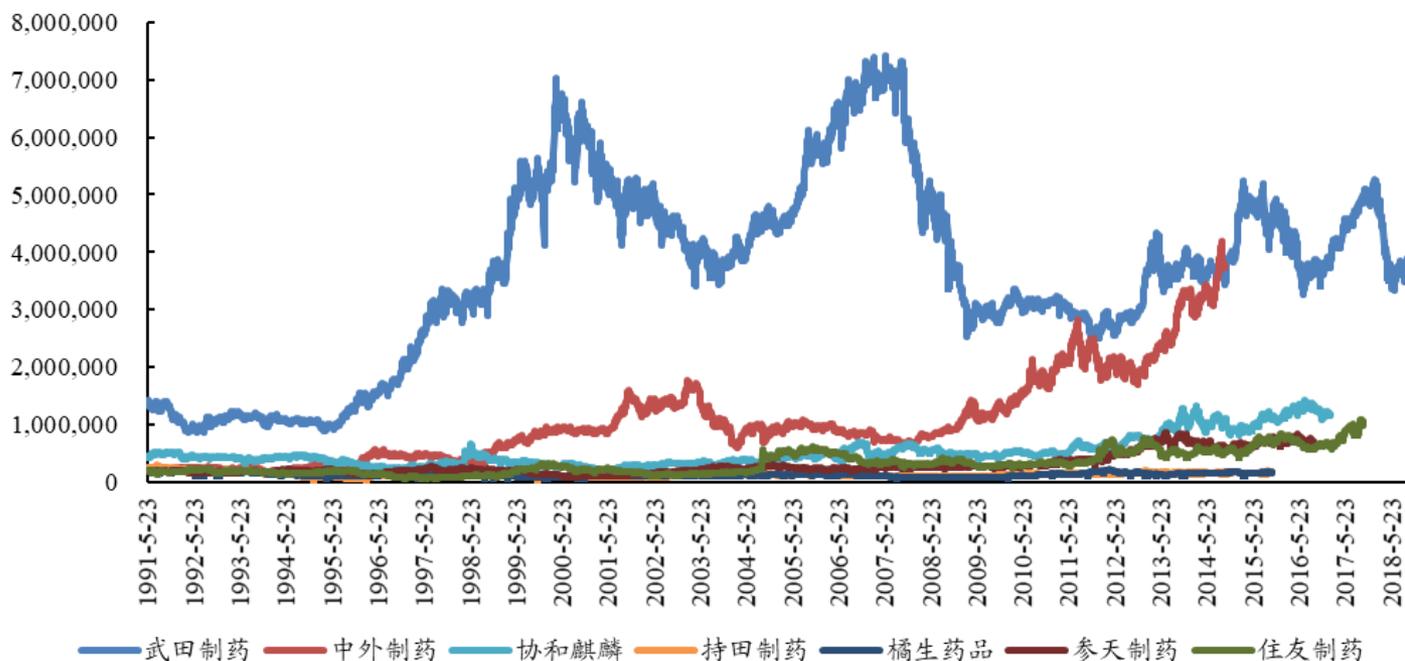
1981-1990 日经指数及日经医药指数变化情况



## 1.4 药企的国际化布局是唯一路径

- 走国际化路径的创新药企业依旧有较好的成长性：1991-2018年期间，武田28年收入复合增速6.12%，净利润复合增速6.16%，市值从90亿成长为449亿美金。

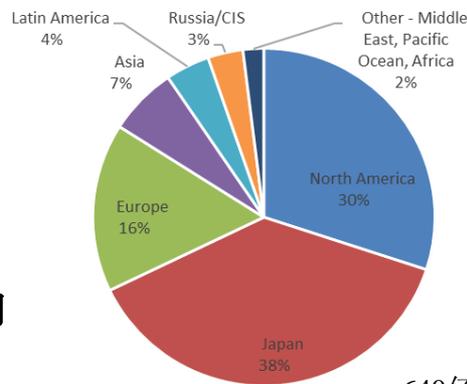
日本药企市值变化情况（百万日元）



# 1.4 药企的国际化布局是唯一路径

- 2017年，武田收入30%来自美国、16%来自欧洲。
- 从仿到创，武田走过很多弯路：1985-1999年，武田自主研发的产品大都为me-too以及505(b)(2)类药物。2000年后，FDA对me-too的审批越来越严格，新药进程不尽人意。2007年公司净利润出现下滑。2010年以后，公司重磅新药motesanib、fasiglifam (TAK-875)陆续宣告失败。叠加多个早期重磅药专利到期，股价走向低迷。
- 从me-too到全球first-in-class是中国药企的必经之路。

### 2017年武田各地区销售额占比



### 产品上市及日本政策变化对武田市值（日元）的影响



## 二、国内现状——国内创新药审评审批变革及仿制药带量采购

仿制药一致性评价及带量采购量价博弈分析

## 2.1. “4+7”城市带量采购——上海模式分析

### 1. “4+7”带量采购出台，仿制药以价换量，市占率提升

	4+7城市药品集中采购文件	4+7城市药品集中采购上海地区补充文件
时间	发布时间	2018.11.15
	递交材料	2018.12.6
	预计采购时间	2019.1
	采购周期	1年
价格	最低价， <b>单一中标</b> ；两轮压价，第一轮取单一最低价，但仅为预中标，第二轮视降幅再议价确标。	未中选品种中的最高价药品 <b>梯度降价</b> ；非最高价药品挂网价低于调整后的最高价药品挂网价。
	价格联动：如有全国其他副省级及以上地区采购价格低于中选价的，价格相应联动	
量	承诺 <b>年采购量</b> ，医疗机构优先使用，确保完成（略低于之前流传版本）	在保证中选品种用量的前提下继续采购并 <b>使用未中选药品</b> ； <b>未中选品种用量不得超过中选品种</b> ；
范围	北京、天津、上海、重庆、沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安 <b>11个城市试点</b>	
品种	<b>31个</b> ，包括阿托伐他汀、瑞舒伐他汀、氯吡格雷、氨氯地平、恩替卡韦等。	通过一致性评价的企业达 <b>3家及以上</b> 的品种，不再采购其他企业品种； <b>未<b>满3家</b></b> 的，可继续使用，但是挂网价应低于中选价。
配送		配送费为中选价的 <b>6%</b> ；
回款		<b>账期缩短</b> ：签订《药品集中采购中选品种购销三方协议》后 <b>5</b> 个工作日内，工作机构向指定配送企业支付全部货款的 <b>50%</b> ”；“采购周期执行半年或采购量达到协议约定采购量 <b>50%</b> 后，工作机构向指定配送企业支付全部货款的 <b>45%</b> ”

## 2.1. “4+7”城市带量采购——上海模式分析

### 1. 上海带量采购模式分析

批次	第一批	第二批	第三批
品种数	3	7	21
品种	阿莫西宁胶囊、头孢呋辛酯片、马来酸依那普利片	地红霉素片、伐昔洛韦片、茵拉西坦片、尼美舒利片、阿魏酸哌嗪片阿魏酸哌嗪胶囊、赖诺普利片	阿法骨化醇软胶囊、阿立哌唑片、氟康唑胶囊、氟康唑片、富马酸比索洛尔片、格列吡嗪控释片、格列吡嗪片、格列美脲片、聚乙二醇4000散、克拉霉素片、拉米夫定片、利培酮口崩片、氯雷他定胶囊、氯雷他定片、尼莫地平片、瑞舒伐他汀钙片、辛伐他汀片、盐酸氨溴索片、盐酸克林霉素棕榈酸酯颗粒、盐酸特拉唑嗪片、吡达帕胺缓释片、右佐匹克隆片、佐匹克隆片
定标准则	先评标：质量优先、价格合理 再定标：进入定标环节的投标药品不区分质量、价低者中标	质量优先、价格其次：全市分为A、B片区，中标企业优先选择片区其他企业按出价从低到高询价，愿意降至最低价的获得另一片区，否则中标企业获得全部片区采购量	质量优先、价格其次，投标价最低中标，全市50%处方量：A、B标按照主规格、副规格区分
未中标品种	其中低价药品自愿调价的（不高于此次中标价），可在医疗机构销售，不调价只能在药店销售		可继续采购，但数量不可超过中标品种
执行时间	2015年6月	2016年10月	2018年6月

## 2.2. 第一批结果：严格执行，以价换量显著

- ▶ 第一批带量采购对未中标企业进行了严格的限制，执行效果较好。
- ▶ 文件规定：中标药品本次带量采购中标药品除外，和带量采购招标入围但原本市未中标药品，如企业自愿调价到不高于带量采购中标价格的，可以在本市医保定点医疗机构与药店按同一价格销售。否则，不能在本市医保定点医疗机构销售，但可在药店销售。

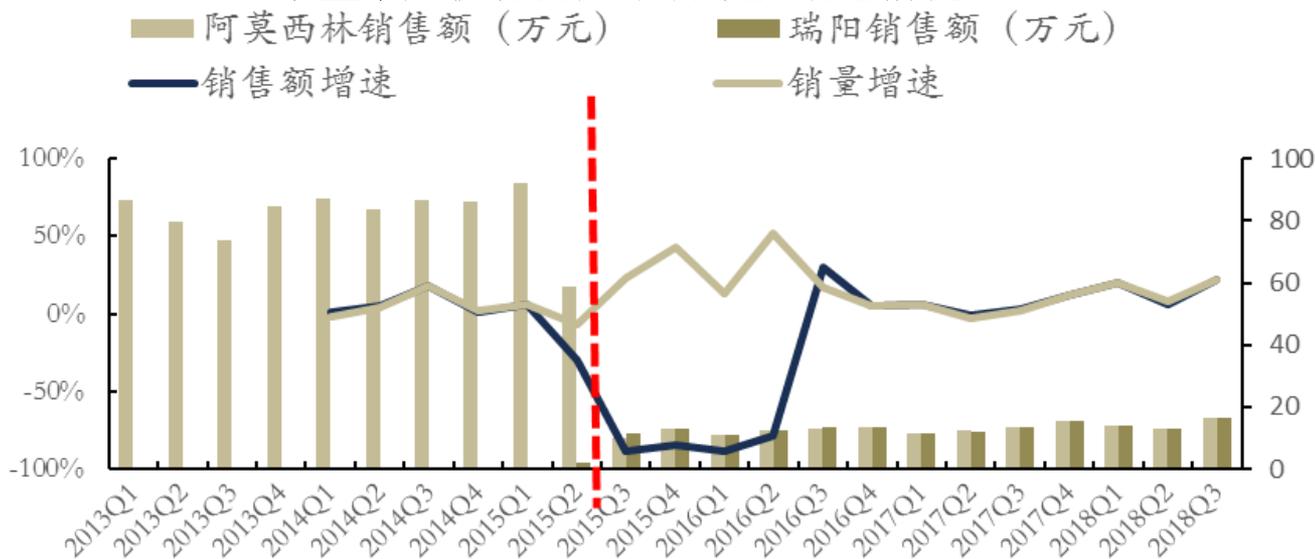
第一批带量采购品种及中标情况

品种	生产企业名称	中标价（元）	上一轮价格（元） （已转换成相同规格）	降价幅度 （%）	采购前市占率	采购后市占率
阿莫西林口服常释剂型（0.25g*24）	瑞阳制药有限公司	1.89	6.16	-69.30%	0	99%
头孢呋辛酯口服常释剂型（0.25*12）	广州白云山天心制药股份有限公司	7.18	15.8	-54.60%	0	37%
依那普利口服常释剂型（5mg*16）	石药集团欧意药业有限公司	2.5	8.5	-70.60%	0	100%

## 2.2. 第一批结果：严格执行，以价换量显著

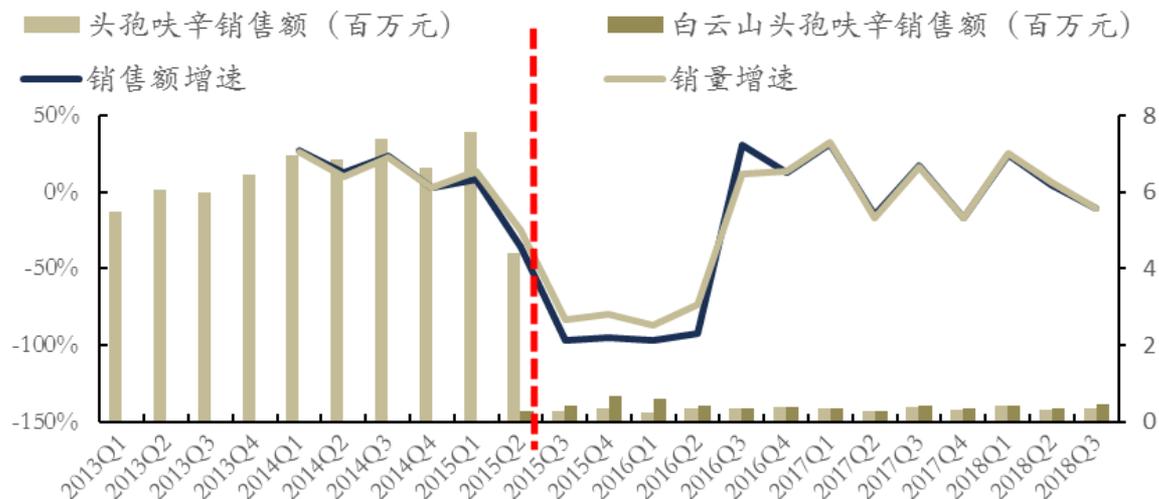
- 2015年6月第一批带量采购执行，马上产生效果。  
以阿莫西林为例：
- 带量采购前后阿莫西林总量变化不大。
- 带量采购之前主要销售主体为联邦制药，瑞阳制药并未进入上海市场。2015Q2，瑞阳制药迅速放量，一个季度就抢占了市场，之后市场几乎被瑞阳完全抢占。
- 实行带量采购后，从企业竞争格局看，仅留存一家企业，其余企业几乎不能存活。
- 控费效果显著，节省医保八成：第一批带量采购执行后，2015年阿莫西林的销售金额较2014年下降49.6%。2016年继续下降，较2014年下降84.7%。17年基本维持16年的水平。

带量采购执行前后销售额及增速情况

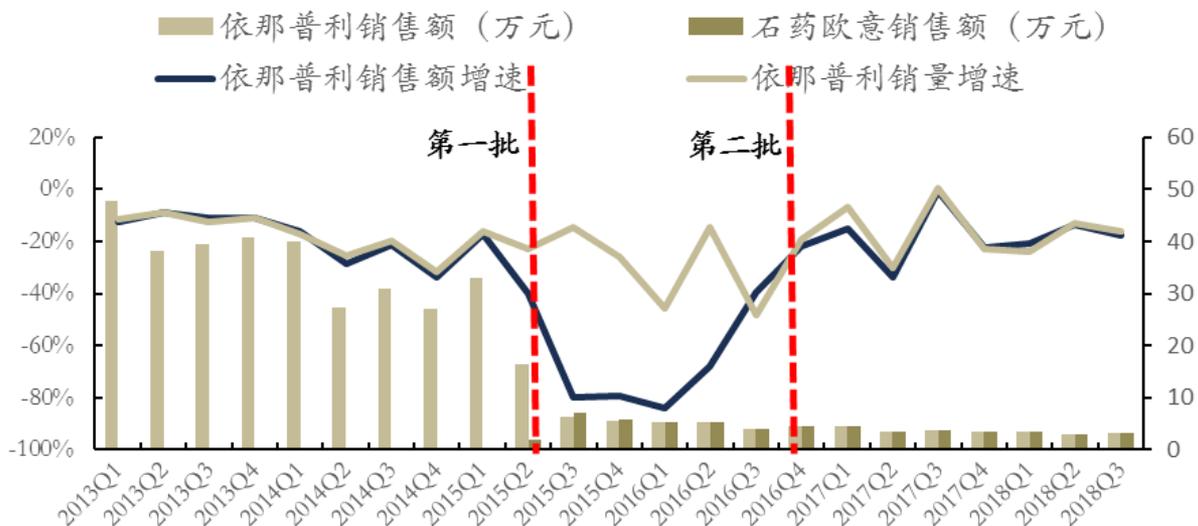


## 2.2. 第一批结果：严格执行，以价换量显著

### 带量采购执行前后销售额及增速情况



### 带量采购执行前后销售额及增速情况



## 2.3. 第二批结果：分AB片区，量价均缩减

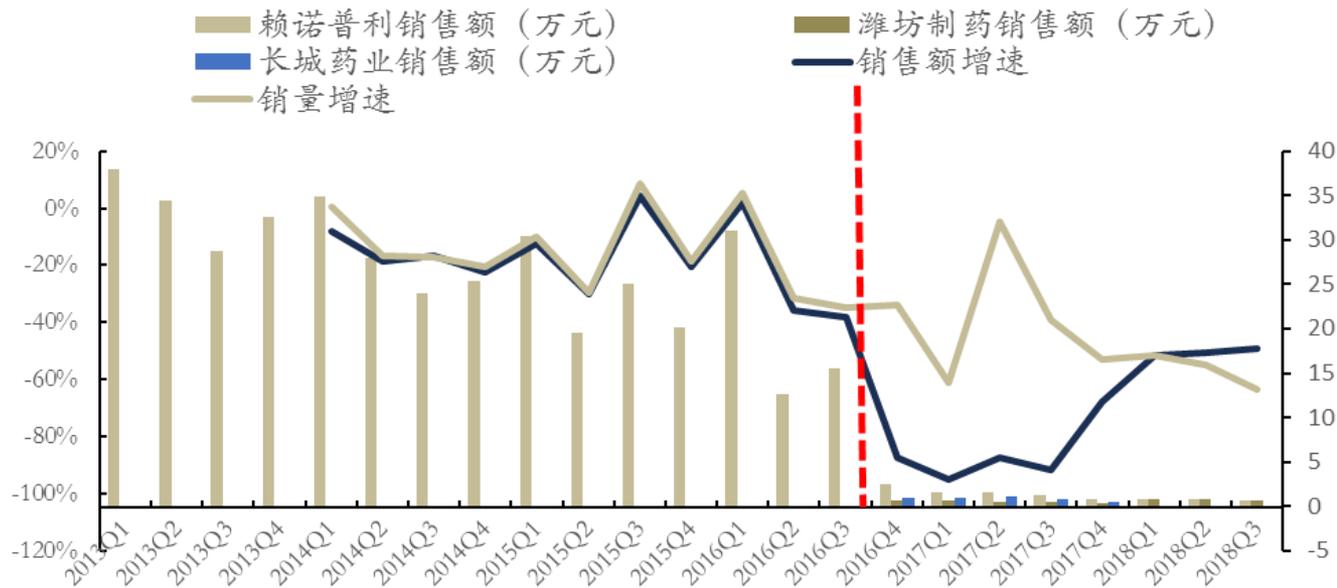
### 不同品种不同供应片区带量采购执行后价格变化情况

品种	生产企业名称	供应片区	中标价(元)	上一轮价格(元)	降价幅度%	采购前市占率%	采购后市占率%
赖诺普利、片剂、10mg*14	山东潍坊制药厂有限公司	B	2.62	31.39	-91.7	7	37
赖诺普利、片剂、10mg*14	上海长城药业有限公司	A	2.62	18.18	-85.6	10	63
地红霉素、片剂、125mg*16	赤峰蒙欣药业有限公司	全市	17.93	51.06	-64.9	6	100
盐酸伐昔洛韦、片剂、300mg*7	上海上药信谊药厂有限公司	A	9.9	80.5	-87.7	15	62
盐酸伐昔洛韦、片剂、150mg*6	成都倍特药业有限公司	B	5.01	18.4	-72.8	6	37
盐酸伐昔洛韦、片剂、300mg*12	成都倍特药业有限公司	B	16.6	/	/		
尼美舒利、分散片、50mg*20	湖北舒邦药业有限公司	全市	8.58	24.35	-64.8	13	88
尼美舒利、分散片、100mg*20	湖北舒邦药业有限公司	全市	7.48	41.74	-82.1		
尼美舒利、胶囊、100mg*20	湖北舒邦药业有限公司	全市	14.59	31.91	-54.3		
尼美舒利、胶囊、100mg*30	湖北舒邦药业有限公司	全市	21.56	/	/		
阿魏酸哌嗪、胶囊、50mg*50	成都亨达药业有限公司	全市	4.48	14.2	-68.5	83	100
阿魏酸哌嗪、胶囊、100mg*60	成都亨达药业有限公司	全市	9.08	34.78	-73.9		
茵拉西坦、片剂、50mg*60	亚宝药业集团股份有限公司	全市	2.68	19.3	-86.1	13	100
茵拉西坦、片剂、100mg*48	亚宝药业集团股份有限公司	全市	3.67	25.3	-85.5		

## 2.2. 第二批结果：分AB片区采购，未中标企业无限制

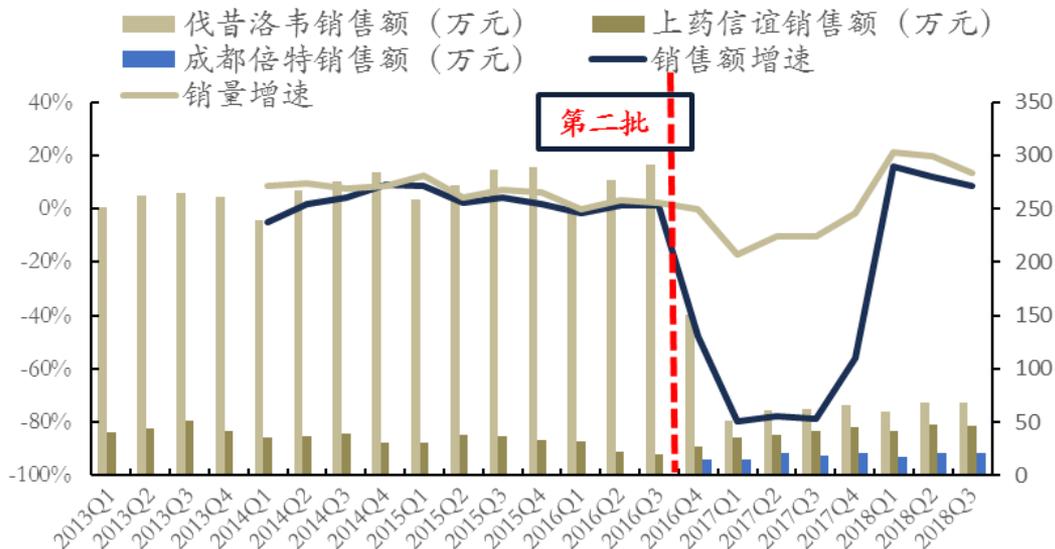
- 不同于第一批，第二批并未对未中标企业进行严格的价格限制和使用限制。  
以赖诺普利为例：
- 带量采购前后赖诺普利使用总量下降明显。
- 带量采购之前主要销售主体为信谊万象，长城制药和潍坊制药并未进入上海市场。2016Q4，两家均实现迅速放量，完成了对信谊万象的市场替代。
- 由于第二批分A、B两个片区，实行带量采购后，从企业竞争格局看，留存两家企业。
- 控费效果更显著，节省医保九成：第二批带量采购执行后，2017年赖诺普利的销售金额较2016年下降91.5%。

带量采购执行前后品种销售额及中标企业销售额情况

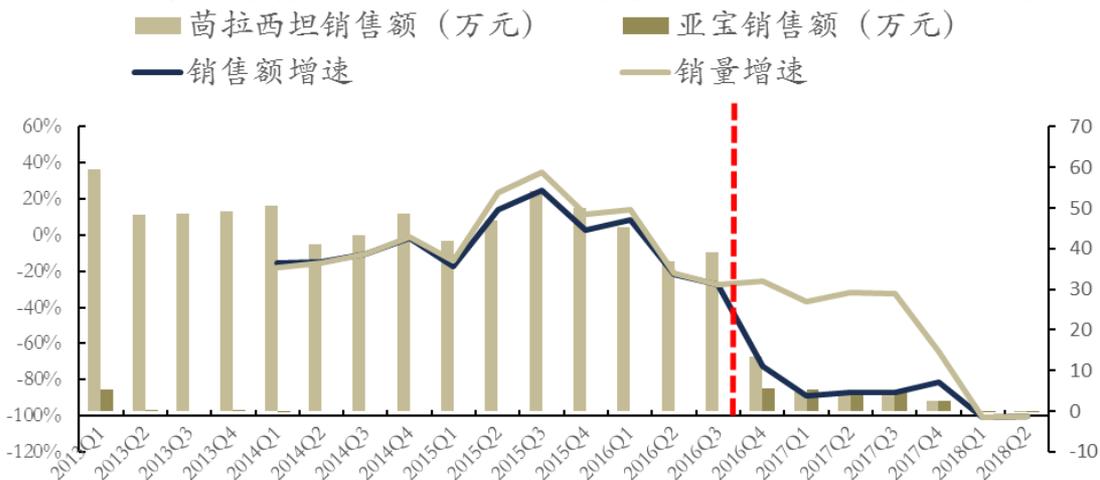


## 2.3. 第二批结果：双寡头格局，控费效果更显著

### 带量采购执行前后品种销售额及中标企业销售额情况



### 带量采购执行前后品种销售额及中标企业销售额情况



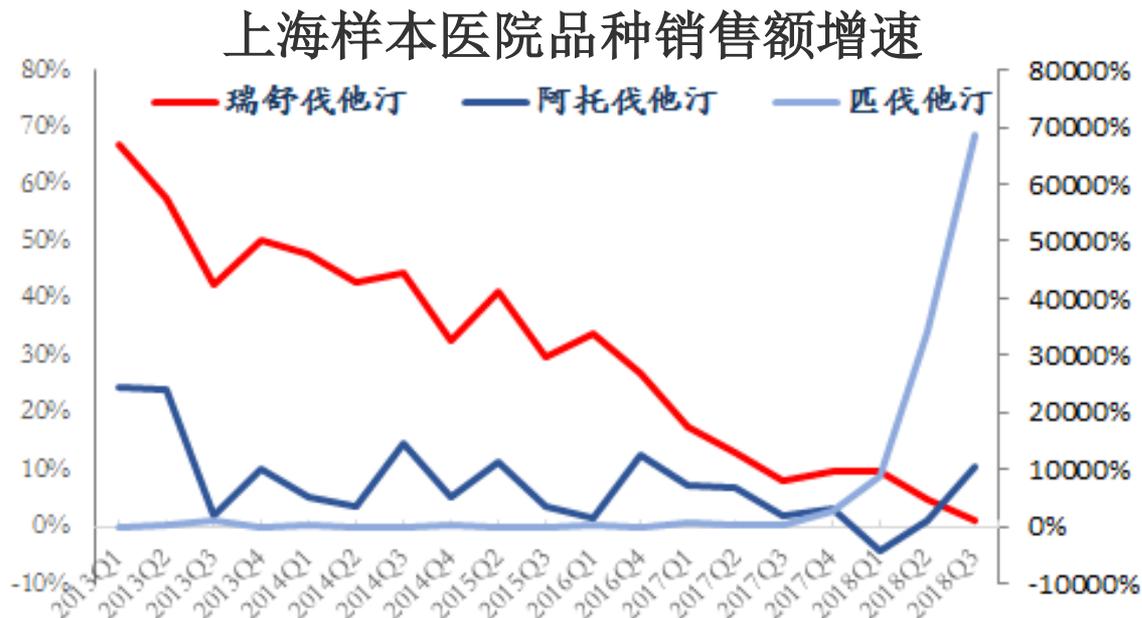
## 2.4. 第三批结果：范围更广，结果待跟踪

### 第三批带量采购品种列表

品种	中标企业	中标价格 (元)	上一轮价格 (元)	降价幅度 %	2017年市占率 %
阿法骨化醇、软胶囊、0.25ug*20	上海信谊延安药业有限公司	10.16	33.57	-69.70	0.70
阿立哌唑、片剂、10mg*24	江苏恩华药业股份有限公司	67.19	90.7	-25.90	0
阿立哌唑、片剂、5mg*14	上海上药中西制药有限公司	25.99	29.81	-12.80	26
氟康唑片、片剂、50mg*6	四川科伦药业股份有限公司	2	8.6	-76.70	0
富马酸比索洛尔片、片剂、5mg*10	ma GmbH (山德士中国制药有限公司)	6.6	16	-58.80	0
格列吡嗪控释片、控释片、5mg*28	北京红林制药有限公司	36.12	74.26	-51.40	0
格列吡嗪片、片剂、5mg*30	瑞阳制药有限公司	2.5	26.36	-90.50	0
格列美脲片、片剂、2mg*24	贵州天安药业股份有限公司	8.73	41.73	-79.10	0
聚乙二醇4000散、散剂、10g*10	重庆华森制药股份有限公司	21.19	22.38	-5.30	0
克拉霉素片、片剂、250mg*6	丽珠集团丽珠制药厂	2.6	4.2	-38.10	20
拉米夫定片、片剂、100mg*28	中孚药业股份有限公司	26.46	137.2	-80.70	0
氯雷他定片、片剂、10mg*6	万全万特制药(厦门)有限公司	1.02	15.65	-93.50	0
尼莫地平片、片剂、30mg*100	山东新华制药股份有限公司	26.5	27	-1.90	0
瑞舒伐他汀钙片、片剂、10mg*12	浙江京新药业股份有限公司	36.73	46.86	-21.60	20
瑞舒伐他汀钙片、片剂、5mg*12	浙江京新药业股份有限公司	21.41	27.31	-21.60	
辛伐他汀片、片剂、20mg*10	山德士(中国)制药有限公司	2.75	4.2	-34.50	0
盐酸氨溴索片、片剂、30mg*20	山东裕欣药业有限公司	1.8	11.59	-84.50	0
盐酸特拉唑嗪片、片剂、2mg*14	海南绿岛制药有限公司	8.3	10.5	-21.00	0
右佐匹克隆片、片剂、3mg*7	成都康弘药业集团股份有限公司	18.3	/	/	72
佐匹克隆片、片剂、7.5mg*12	齐鲁制药有限公司	22.8	24	-5.00	29
利培酮口崩片、片剂、1mg*20	常州四药制药有限公司	25.16	32.07	-21.50	0

## 2.4. 第三批结果：范围更广，结果待跟踪

2018Q1-Q2，第三批带量采购陆续筹备并执行，同类药品增速有所反弹。具体执行效果有待后续跟踪。



备注：图中匹伐他汀销售额增速对应右侧坐标轴，瑞舒伐他汀及阿托伐他汀对应左边坐标轴

- 以价换量，品种销售额显著下滑。
- 部分品种销量下滑，终端执行不力造成量的需求下降。上海已采取相应措施保证处方量：市医保部门将对不能正常完成采购量的医院，视情况扣减相应医保费用额度，对方用量下降明显的医生，加强医师约谈。
- 回款加快：医疗机构须以当月确认带量采购药品的发票金额为依据编制付款计划。医疗机构若对月度对账单数据、金额无异议，应于当月15日（节假日顺延）前付清货款。

## 2.5. 一致性评价进度：核心大品种竞争激烈

截至2018年12月20日，CDE共受理257家企业，241个品种共计693个受理文号。其中，已通过59家企业，65个品种共计129个批准文号。目前已经有11个品种通过一致性评价的厂家达到3家。

### 通过企业数前列品种

品种	通过企业（家）
苯磺酸氨氯地平	5
阿莫西林胶囊	4
瑞舒伐他汀钙片	4
恩替卡韦分散片	4
恩替卡韦胶囊	3
蒙脱石散	3
草酸艾司西酞普兰片	3
厄贝沙坦片	3
盐酸二甲双胍片	3
头孢呋辛酯片	3
富马酸替诺福韦二吡呋酯	3
卡托普利	2
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	2
阿托伐他汀钙片	2
盐酸克林霉素胶囊	2
硫酸氯吡格雷片	2

### 通过品种数前十厂家

公司	通过品种（个）
华海药业	11
石药欧意	5
恒瑞医药	4
京新药业	4
科伦药业	3
重庆药友	3
南京正大天晴	3
豪森药业	3
正大天晴	2
成都倍特	2
扬子江	2

### 申报品种数前十厂家

公司	申报品种	申报受理号
齐鲁制药	20	37
恒瑞医药	15	20
豪森药业	12	19
石药欧意	12	14
华海药业	11	17
科伦药业	11	14
正大天晴	11	15
扬子江药业	9	10
齐鲁制药（海南）	8	12
宜昌人福	7	7

## 2.5. 带量采购品种博弈分析

4+7带量采购结果公示，6个产品流标，平均降幅**52.21%**。

4+7品种名称	4+7规格	预计投标产品	采购数量(万片)	采购金额(万元)	全国最低中标价(元)	市场份额(PDB)	单片报价(元)	降幅
阿托伐他汀口服常释剂型	20mg	北京嘉林	15762.18	14776.63	5.64	18.00%	0.94	-83.29%
瑞舒伐他汀口服常释剂型	10mg	浙江京新	8285.70	6451.01	3.06	5.52%	0.78	-74.56%
氯吡格雷口服常释剂型	75mg	深圳信立泰	5746.59	18274.16	7.61	29.15%	3.18	-58.21%
厄贝沙坦口服常释剂型	75mg	华海药业	4432.42	895.98	0.53	0.65%	0.20	-61.99%
氨氯地平口服常释剂型	5mg	京新药业	29382.02	4407.30	0.23	0.00%	0.15	-34.78%
恩替卡韦口服常释剂型	0.5mg	正大天晴	4133.51	2562.78	10.55	45.45%	0.62	-94.12%
艾司西酞普兰口服常释剂型	10mg	四川科伦	1003.44	4435.20	5.36	8.00%	4.42	-17.58%
帕罗西汀口服常释剂型	20mg	华海药业	1851.66	3092.27	3.50	45.78%	1.67	-52.29%
奥氮平口服常释剂型	10mg	豪森药业	1047.36	10096.55	13.23	60.43%	9.64	-27.14%
头孢唑辛酯(头孢唑辛)口服常释剂型	250mg	成都倍特	3351.59	1720.48	0.67	0.00%	0.51	-23.53%
利培酮口服常释剂型	1mg	华海药业	3401.05	578.18	0.36	5.61%	0.17	-53.05%
吉非替尼口服常释剂型	250mg	阿斯利康	49.15	2688.51	228.00	80.83%	54.70	-76.01%
福辛普利口服常释剂型	10mg	施贵宝	2304.47	1942.34	2.70	77.78%	0.84	-68.82%
厄贝沙坦氢氯噻嗪口服常释剂型	150mg+12.5mg	华海药业	9215.60	10045.00	2.39	4.29%	1.09	-54.36%
赖诺普利口服常释剂型	10mg	华海药业	208.71	48.00	1.16	42.80%	0.23	-80.17%
替诺福韦二吡啶酯口服常释剂型	300mg	成都倍特	621.82	367.29	6.50	16.45%	0.59	-90.91%
氯沙坦口服常释剂型	50mg	华海药业	6281.99	6596.09	2.14	7.46%	1.05	-50.93%
依那普利口服常释剂型	10mg	扬子江	1418.88	794.57	0.78	77.27%	0.56	-28.32%
左乙拉西坦口服常释剂型	250mg	浙江京新	647.76	1554.62	3.04	0.97%	2.40	-21.12%
伊马替尼口服常释剂型	100mg	江苏豪森	253.66	2638.06	14.05	11.95%	10.40	-25.98%
孟鲁司特口服常释剂型	10mg	民生滨江	2632.23	10213.05		0.00%	3.88	
蒙脱石口服散剂	3g	先声药业	1699.32	1155.54	0.80	3.34%	0.68	-15.00%
培美曲塞注射剂	100mg	四川汇宇	3.91	3167.10	2707.60	0.00%	810.00	-70.08%
	500mg	四川汇宇	2.29	6359.26	9283.20	0.00%	2776.97	-70.09%
氟比洛芬酯注射剂	50mg/5ml	泰德制药	516.41	11335.20	39.27	96.84%	21.95	-44.10%
右美托咪定注射剂	0.2mg/2ml	扬子江	134.23	17852.59	187.00	0.00%	133.00	-28.88%
平均								-52.21%

➤ **带量采购平均降幅52.21%超预期。**

仿制药行业生存环境急剧恶化。钝刀割肉VS断尾求生

➤ **价格联动可能在2019年推开。**

其他省份价格联动下对于整个仿制药影响很大，如果不能效仿4+7带量采购对于销量的保证以及后续处方端监督，效果难以保证。

➤ **执行是关键。**

带量采购品种增多有望进一步压缩规避带量采购品种处方缩量的情况。医保支付标准是划分市场的关键因素。（统一支付比例 or 统一支付价格）

➤ **创新研发是摆脱当下仿制药困局的重要途径。**

创新药的疗效及竞争壁垒是药企立足现有医疗环境的资本。

## 三、国内现状——国内创新药审评审批变革及仿制药带量采购

国内创新药审评审批变革

### 药审主要改革方向：

1. 鼓励创新药研发，加快审评审批。
2. 仿制药供给侧改革，重视药品质量一致性评价。

### CFDA药品审评审批大事件整理

时间	事件	意义
2015年11月13日	药品医疗器械审评审批制度实施	鼓励研究和创制新药、提高审评审批效率，加快创新药上市
2016年3月5日	仿制药一致性评价开展	加快仿制药供给侧改革，提升仿制药质量水平
2017年5月	CFDA顺利加入ICH	审评审批与国际接轨
2017年10月8日	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》（创新36条）	鼓励药品医疗器械创新
2017年12月22日	化学仿制药注射剂一致性评价意见稿出台	一致性评价工作由固体口服制剂延伸至注射剂
2018年6月6日	药品上市许可持有人（MAH）制度实行	鼓励企业重视创新研发
2018年7月10日	接受药品境外临床试验数据的技术指导原则	加快原研药及国产药品海外转报国内进程
2018年8月9日	关于征求境外已上市临床急需新药名单意见的通知	进一步加快有效药品进口国内

### 3.1. 创新药：药审改革持续推进



国家药品监督管理局发出公告，调整此前的药物临床试验审评审批程序。调整之后，自申请受理并缴费之日起60日内，药物临床试验的申请人未收到国家食品药品监督管理总局药品审评中心否定或质疑意见的，可按照提交的方案开展药物临床试验——无需再等待“同意”的批示。

为加快新药上市，国家药品监督管理局正准备加大大手，目标再2020年能达到1600人评审的队伍。

## 3.2. 创新药：药审改革进入收获期（审批加快）

### 1、优先审评的批准速度

2017年CDE承办到获得批件用时176天（较2016年快129天）

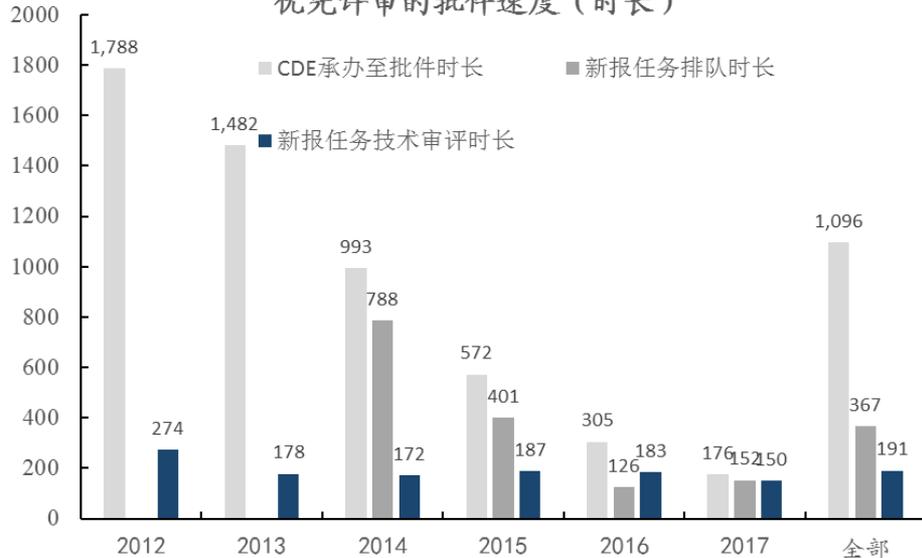
### 2、重大专项的批准速度

2017年CDE承办到获得批件用时161天（较2016年快182天）

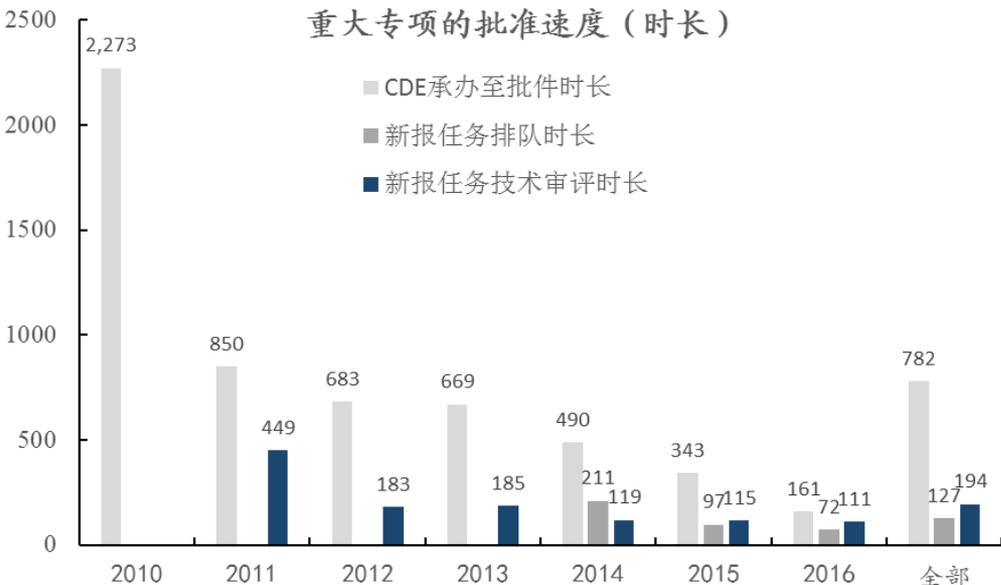
### 3、特殊审批的批准速度（已达美国水平）

2017年CDE承办到获得批件用时186天（较2016年快65天）

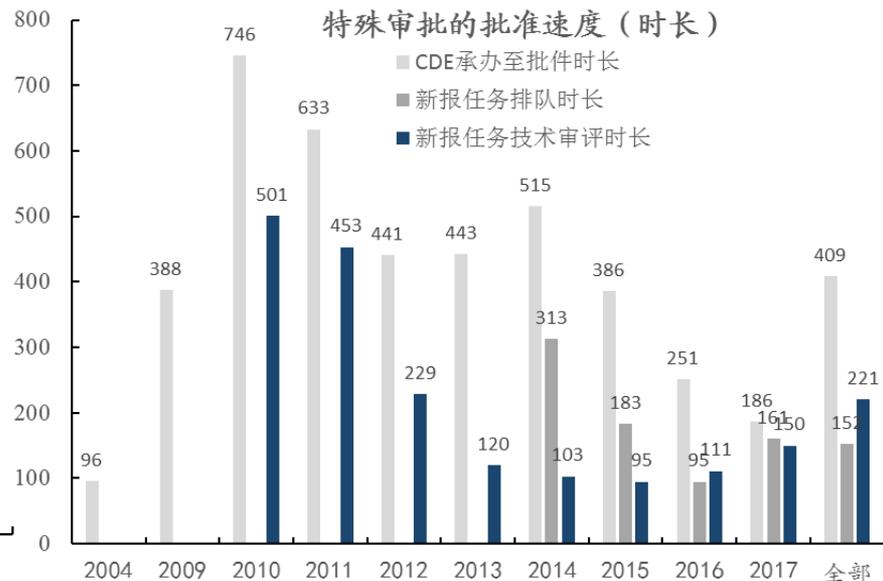
优先评审的批件速度（时长）



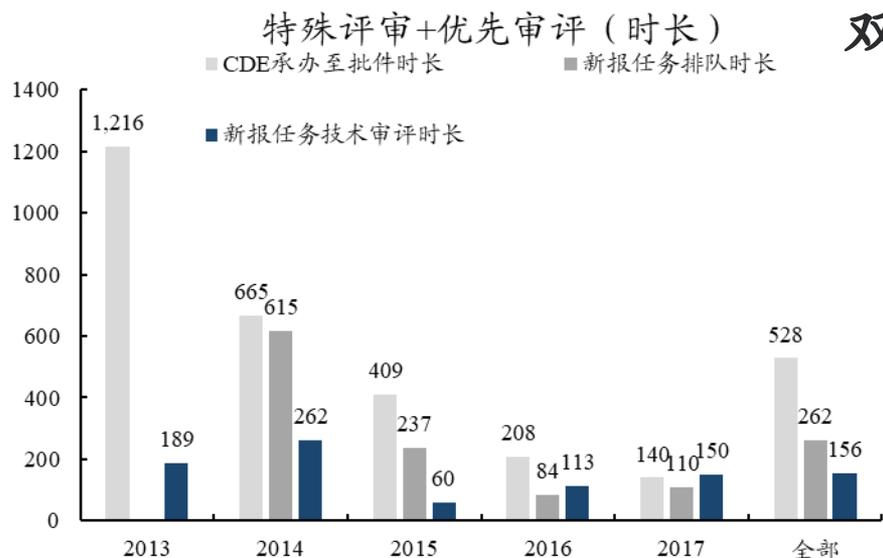
重大专项的批准速度（时长）



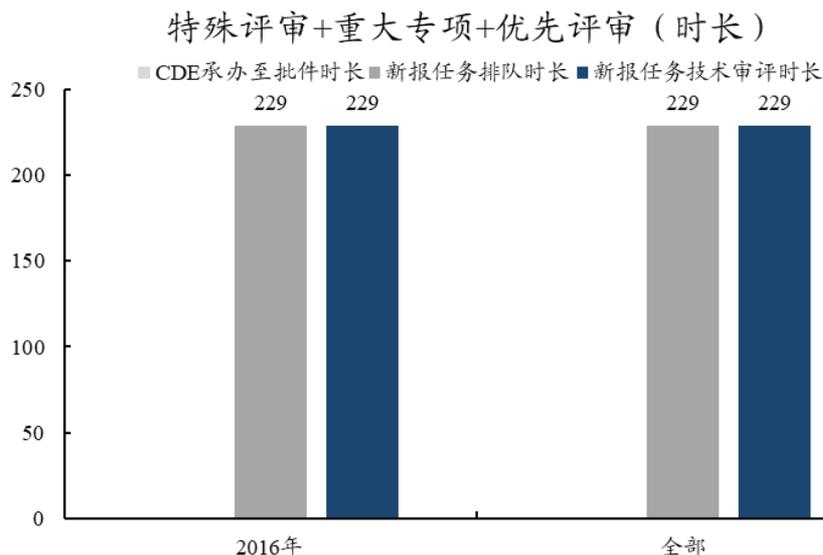
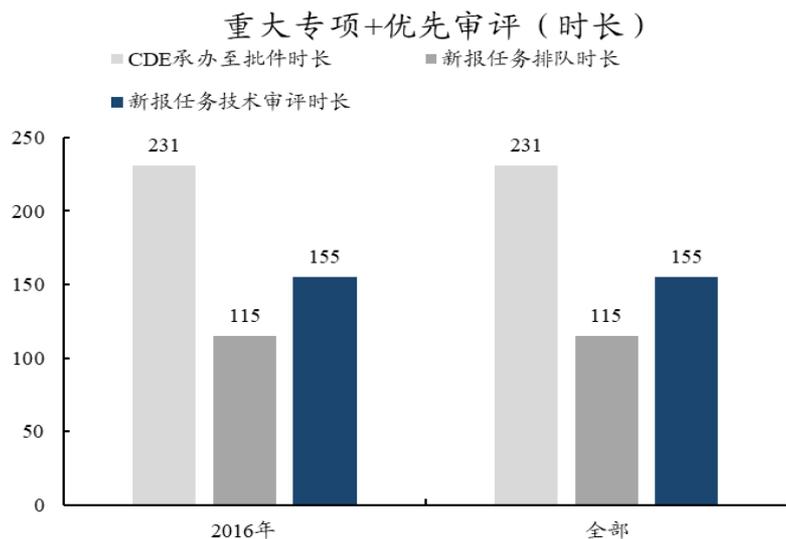
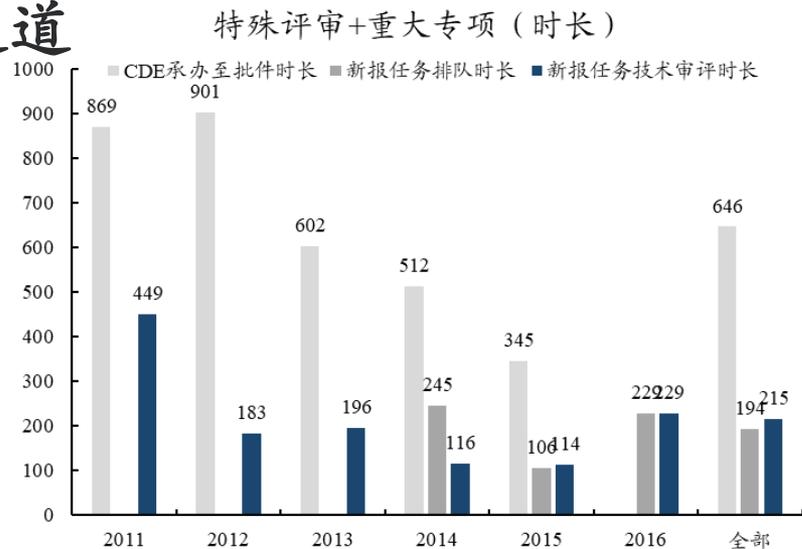
特殊审批的批准速度（时长）



## 3.2. 创新药：药审改革进入收获期（审批加快）



## 双通道



备注：1.上述图表单位均为天2.CDE 承办至批件时间（图中浅灰柱子）为药物被承办开始审评审批到发批件（临床/上市/进口）花费的时间，横坐标即为该药物 CDE 承办的年份3.一般情况下新报任务时长（图中深灰柱子）+新报任务技术审评时长（图中蓝色柱子）的时间要小于 CDE 承办至批件时间（图中浅灰柱子），但各个柱子样本量不一样导致出现细微差别

### 3.3. 创新药：药审改革进入收获期（数量增多）

鼓励创新药相关政策的出台，使新药申报数量、IND批件数量增长迅速。

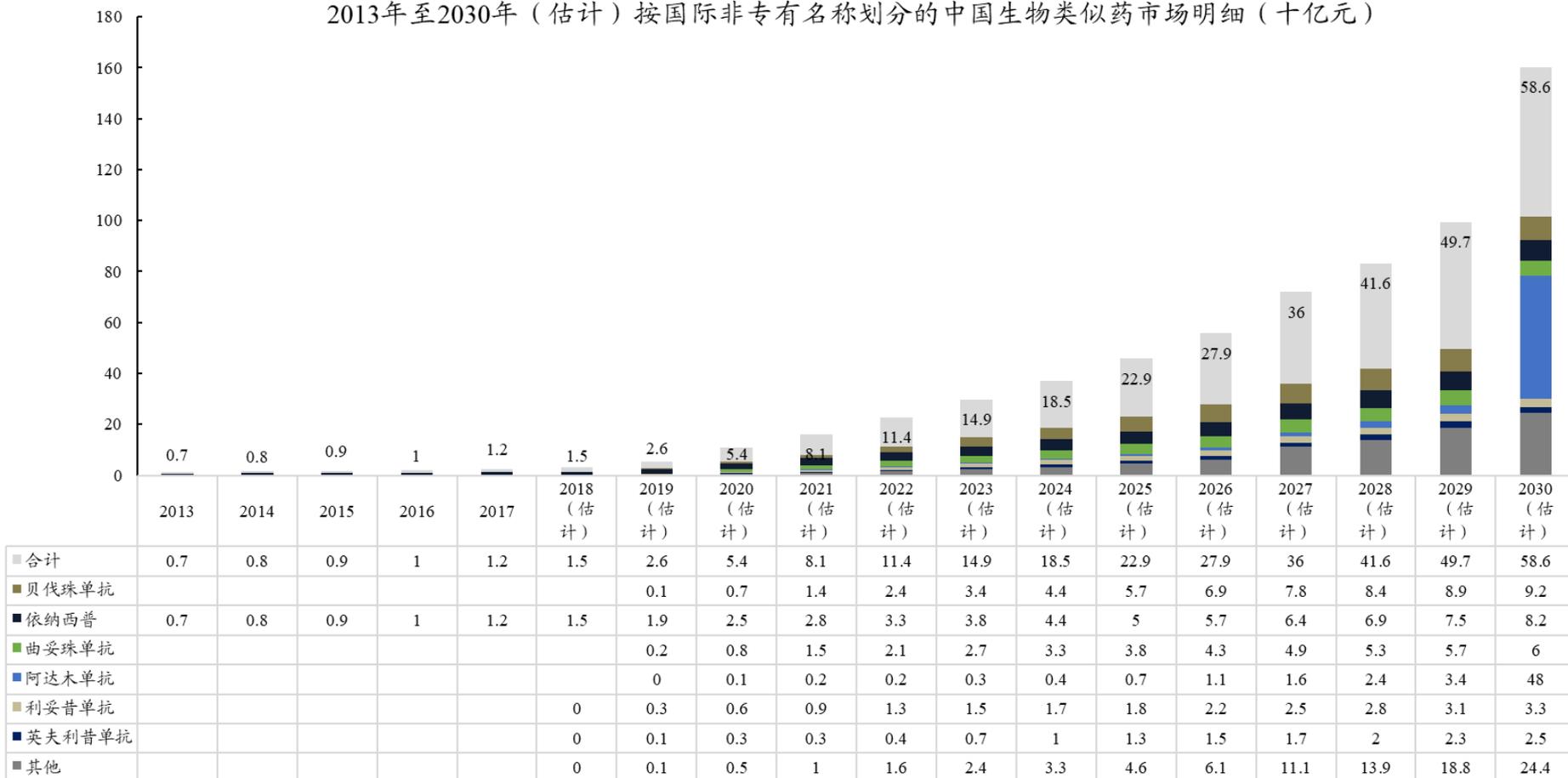


药品名称	年份	申报企业	办理状态
注射用鼠神经生长因子	2005	舒泰神(北京)药业有限公司; 北京昭衍新药研究中心	上市
ABO血型反定型检测试剂(磁性粒子法)	2005	长春博德生物技术有限责任公司	上市
注射用重组人白介素-2(125Ala)	2006	上海华新生物高新技术有限公司; 北京紫辰医药生物技术研究所	上市
注射用鼠神经生长因子	2006	丽珠集团丽珠制药厂	上市
口服重组幽门螺杆菌疫苗	2007	重庆康卫生物科技有限公司; 中国人民解放军第三军医大学	上市
冻干A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	2007	玉溪沃森生物技术有限公司; 云南沃森生物技术有限公司	上市
重组抗CD25人源化单抗注射液	2008	上海中信国健药业有限公司; 上海国健生物技术研究院	上市
注射用抗肾综合征出血热病毒单抗	2008	武汉生物制品研究所; 中国人民解放军第四军医大学	上市
重组(大肠杆菌)戊型肝炎疫苗	2010	厦门万泰沧海生物技术有限公司; 北京万泰生物药业股份有限公司; 厦门大学	上市
康柏西普眼用注射液	2012	成都康弘生物科技有限公司	上市
重组高效抗肿瘤抗病毒蛋白注射液	2013	杰华生物技术(青岛)有限公司	上市
肠道病毒71型灭活疫苗(人二倍体细胞)	2013	中国医学科学院医学生物学研究所	上市
Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗	2013	中国医学科学院医学生物学研究所	上市
肠道病毒71型灭活疫苗(Vero细胞)	2013	北京科兴生物制品有限公司	上市
肠道病毒71型灭活疫苗(Vero细胞)	2013	武汉生物制品研究所有限责任公司; 国药中生生物技术研究院有限公司	上市
聚乙二醇干扰素α-2b注射液	2014	厦门特宝生物工程股份有限公司; 厦门伯赛基因转录技术有限公司	上市
贝那鲁肽注射液	2015	上海仁会生物制药股份有限公司	上市
重组埃博拉病毒病疫苗	2017	康希诺生物股份有限公司; 中国人民解放军军事医学科学院生物工程研究所	上市
特瑞普利单抗注射液	2018	苏州众合生物医药科技有限公司; 上海君实生物医药科技股份有限公司	上市
流感病毒裂解疫苗(四价)	2016	江苏金迪克生物技术有限公司; 北京金迪克生物技术研究所	在审评审批中
利妥昔单抗注射液	2017	上海复宏汉霖生物制药有限公司; 上海复宏汉霖生物技术股份有限公司	在审评审批中

### 3.4. 创新药：国内环境孕育

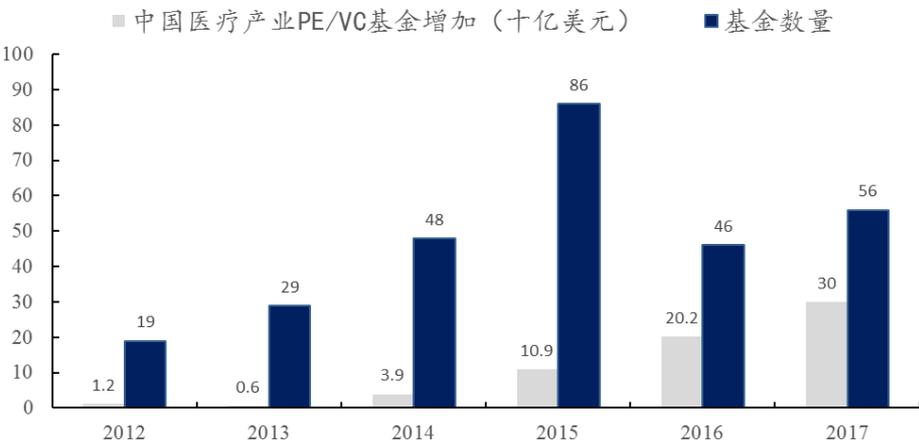
国内生物类似药市场空间广阔，药企pipeline储备丰富，有望成为未来国内创新领域迅速崛起的板块。

2013年至2030年（估计）按国际非专有名称划分的中国生物类似药市场明细（十亿元）

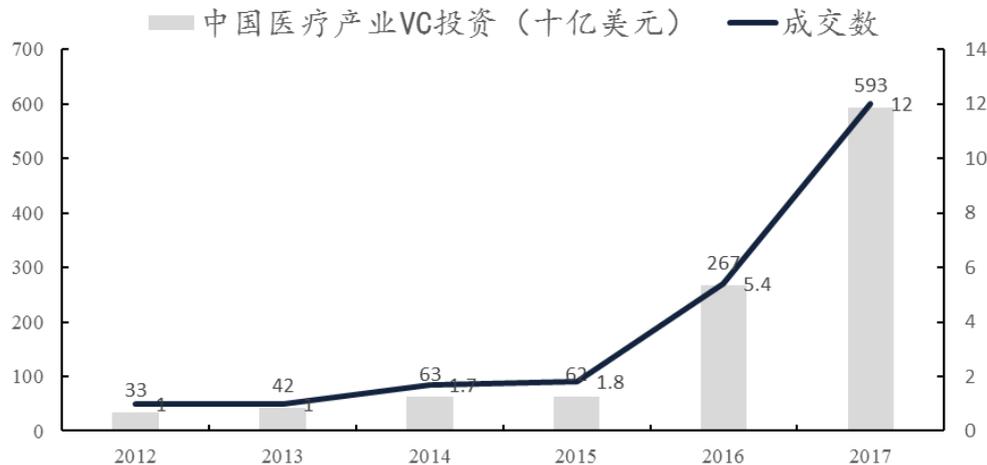


## 医疗健康产业VC/PE投资爆发性增长，港交所新规补齐了投融资生态系统

#### 中国医疗产业PE/VC基金增加情况



#### 中国医疗产业VC投资金额及成交数量情况



#### 4月30日，港交所上市新规生效

➢ 允许未能通过主板财务资格测试的生物科技公司上市；

➢ 允许“同股不同权”的公司上市；

➢ 为寻求在香港作第二上市的中资及国际公司设立新的第二上市渠道。

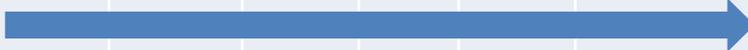
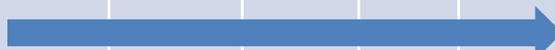
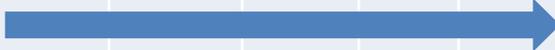
#### 三项通用标准门槛随之一同公布，分别为：

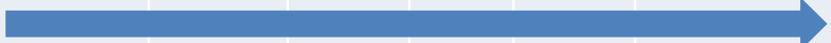
➢ 产品受主管当局监管；

➢ 已通过概念开发流程（已通过I期临床，且主管当局不反对开展第二阶段或其后阶段临床试验，产品须进行人体测试）；

➢ 最少一名资深投资者作出相对数额的投资。

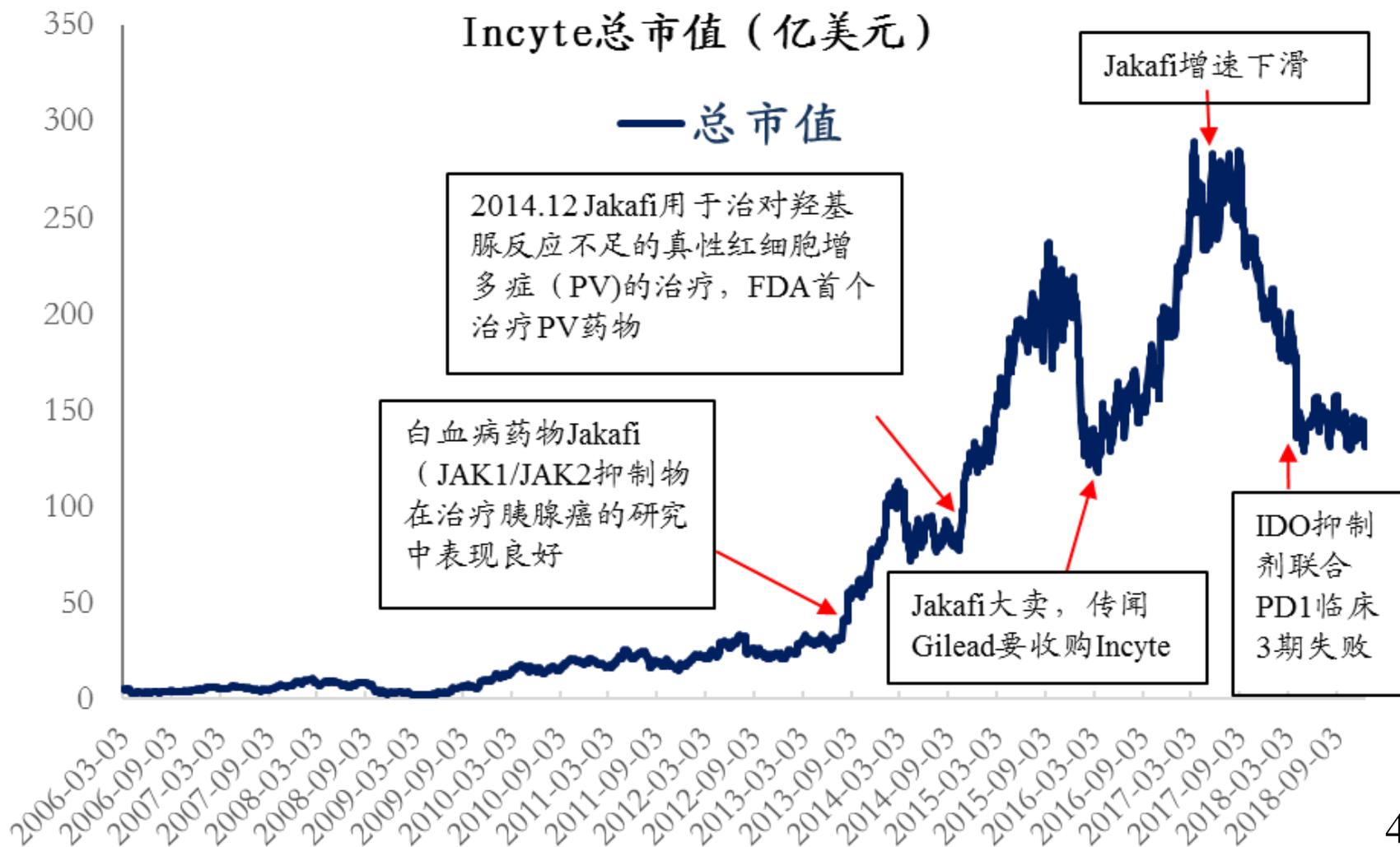
申办单位	药物名称	靶点	适应症	研发进展						
				临床前	IND	1期	2期	3期	申报上市	获批上市
君实生物	JS001	PD-1	黑色素瘤	→						
			复发性或转移性鼻咽癌	→						
信达生物	IBI308	PD-1	霍奇金淋巴瘤	→						
			非小细胞癌	→						
恒瑞医药	注射用SHR-1210	PD-1	晚期实体瘤	→						
			晚期非小细胞肺癌；晚期肝癌；鼻咽癌	→						
	SHR-1316注射液	PD-L1	胃癌或胃食管交界处癌	→						
百济神州	BGB-A317	PD-1	肺癌；食管癌、胃癌或胃食管结合部癌	→						
誉衡制药；药明康德	重组全人抗PD-1单克隆抗体注射液	PD-1	三阴性乳腺癌；肝癌为主；胃癌；食管癌	→						

申办单位	药物名称	适应症	研发进展						
			临床前	IND	1期	2期	3期	申报上市	获批上市
三生国健	注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体	乳腺癌							
嘉和生物	注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体	乳腺癌							
复宏汉霖	注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体	乳腺癌							
		胃癌							
安科生物	注射用重组人HER2单克隆抗体	乳腺癌							
海正药业	注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体	乳腺癌							
丽珠集团	注射用重组人HER2单克隆抗体	乳腺癌							
华兰生物	注射用重组抗人表皮生长因子受体2 (HER2) 单抗(曲妥珠单抗)	转移性乳腺癌、转移性胃癌							
正大天晴	注射用曲妥珠单抗	乳腺癌							

申办单位	药物名称	适应症	研发进展						
			临床前	IND	1期	2期	3期	申报上市	获批上市
复宏汉霖	利妥昔单抗	非霍奇金淋巴瘤							
	利妥昔单抗HLX01	类风湿性关节炎							
信达生物	嵌合抗CD20单克隆抗体注射液	弥漫性大B细胞淋巴瘤							
神州细胞	SCT400注射液	CD20阳性的弥漫性大B细胞淋巴瘤(DLBCL)患者							
浙江海正	嵌合抗CD20单克隆抗体注射液	弥漫性大B细胞淋巴瘤							
华兰生物	重组抗淋巴细胞瘤(CD20)单抗	非霍奇金淋巴瘤							
丽珠单抗	嵌合抗CD20单克隆抗体注射液	非霍奇金淋巴瘤							
成都金凯	嵌合抗CD20单克隆抗体注射液								

申办单位	药物名称	适应症	研发进展						
			临床前	IND	1期	2期	3期	申报上市	获批上市
恒瑞医药	贝伐珠单抗注射液	非鳞非小细胞肺癌	█	█	█	█	█		
复宏汉霖	贝伐珠单抗 (HLX04)	转移性结直肠癌	█	█	█	█	█		
嘉和生物	GB222	非小细胞肺癌	█	█	█	█	█		
信达生物	IBI305	晚期或复发性非鳞状细胞非小细胞肺癌	█	█	█	█	█		
百奥泰	BA1706注射液	非鳞非小细胞癌	█	█	█	█	█	█	
贝达药业 (天广实)	重组抗人血管内皮生长因子人源化单克隆抗体注射液 (MIL60)	非鳞非小细胞肺癌	█	█	█	█	█		
		转移性结直肠癌	█	█	█				
正大天晴	贝伐珠单抗注射液 (TQ-B2302)	非鳞非小细胞肺癌	█	█	█	█	█		
神州细胞	重组人源化抗VEGF单克隆抗体注射液 (SCT510)	NSCLC	█	█	█				
先声药物	注射用人源化抗VEGF单克隆抗体	上皮卵巢癌、输卵管癌和原发性腹膜癌	█	█	█				
华兰基因	重组抗血管内皮生长因子 (VEGF) 单抗注射液 (贝伐单抗)	转移性结直肠癌、非小细胞肺癌	█	█	█				

海外创新药企市值随着产品获批及产品销售火爆大幅提升。



#### 预计2019-2020有望美国获批的中国创新药

厂家	药品	适用症	进度
百济神州	BGB-3111	华氏巨球蛋白血症	FDA授予Zanubrutinib治疗华氏巨球蛋白血症患者的快速通道资格，计划2019年上半年提交美国新药上市申请
		复发/难治性慢性淋巴细胞白血病	已完成3期临床
贝达药业	爱沙替尼(X-396)	NSCLC、黑色素瘤	国外NSCLC适应症开展III期临床，黑色素瘤开展II期临床
康弘药业	康柏西普	湿性年龄相关性黄斑变性(wAMD)	被免除I期和II期临床试验，直接进入III期，2018年5月21日公布，将在全球多地展开临床试验，预算高达15亿人民币，预计康柏西普最快将于2020年在美国上市。
和记黄埔	沃利替尼	c-Met异常的实体瘤	针对乳头状肾细胞癌临床试验已经进行到三期
亿帆医药	F627	第三代长效G-CSF	目前处于美国第2个临床III期，预计能在2019年获得美国FDA批准上市。

## 四、中国出路——分级诊疗带动医药行业 持续高成长

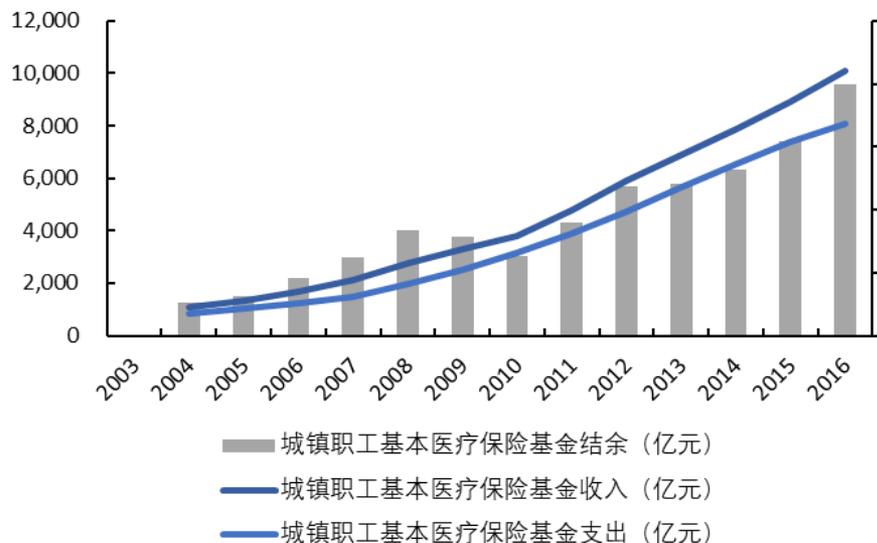
## 4.1 医保补助标准提升，医保收入、支出稳定增长，有利于医药行业健康持续发展

▶根据财政部发布的《2016年度人力资源和社会保障事业发展统计公报》显示，2016年城镇基本医疗保险收入支出分别达到13084亿元和10767亿元，同比增速为16.9%、15.6%，累计结余14965亿元，同比增长19.3%，连续两年实现收入增速高于支出增速，医保基金总体安全运行。

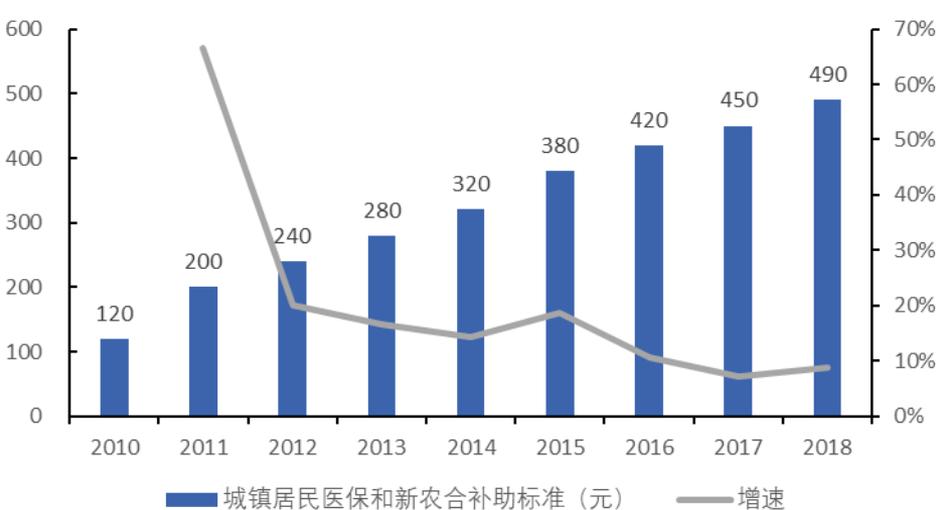
▶医保全民覆盖已经基本实现，具2012年财政部统计，城镇职工、城镇居民、新农合的参保率高达95%。另一方面医保补助标准持续提高，到2018年城镇居民医保和新农合的标准补助达到490元，目前仍处于上升空间。

▶医保作为我国医院收入的主要付费方，随着医保局的成立，新的控费采购体系的形成，医保支出压力将得到有效缓解，长期有利于我国医疗保障体系的健康持续发展。

### 城镇职工医保基金收入及支出情况



### 城镇居民医保和新农合补助情况



## 4.2 基层医疗机构成为财政支出的重要增长点

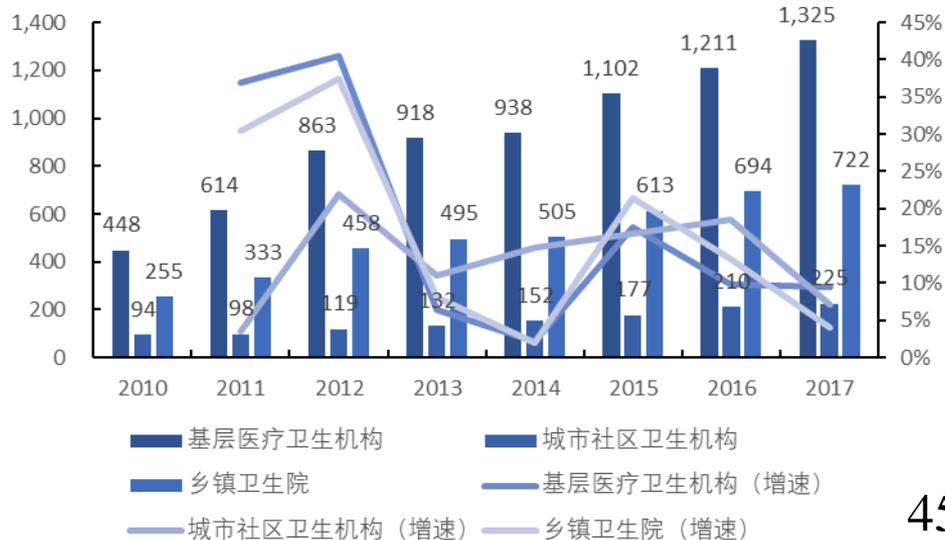
►全国的财政支出上来看，2017年医疗相关支出达到1.4万亿元，用于公立医院的支出为2193亿元，医疗卫生支出保持了10%以上的增长，而公立医院增速略有下降，为6%。公立医院仍为我国医疗服务机构的主体，从财政支出来看，公立医院仍处于伴随医疗服务需求而且增长的趋势中。

用于公立医院和医疗卫生与计划生育的全国公共财政支出



►基层医疗机构的支出持续增长，基本与医疗卫生指数的增速同步，体现了基层做好分级诊疗这一大政策的方向。2017年基层医疗机构支出1325亿元，仍低于公立医院整体支出，但增速为9.5%，有望成为医疗服务机构中新的增长点。

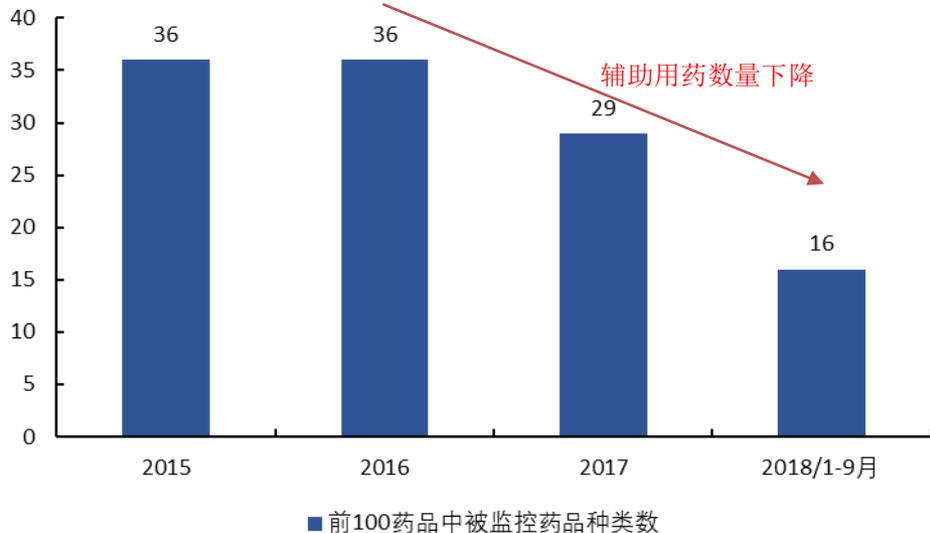
用于基层医疗机构，和其中社区卫生机构与乡镇卫生院的全国公共财政支出



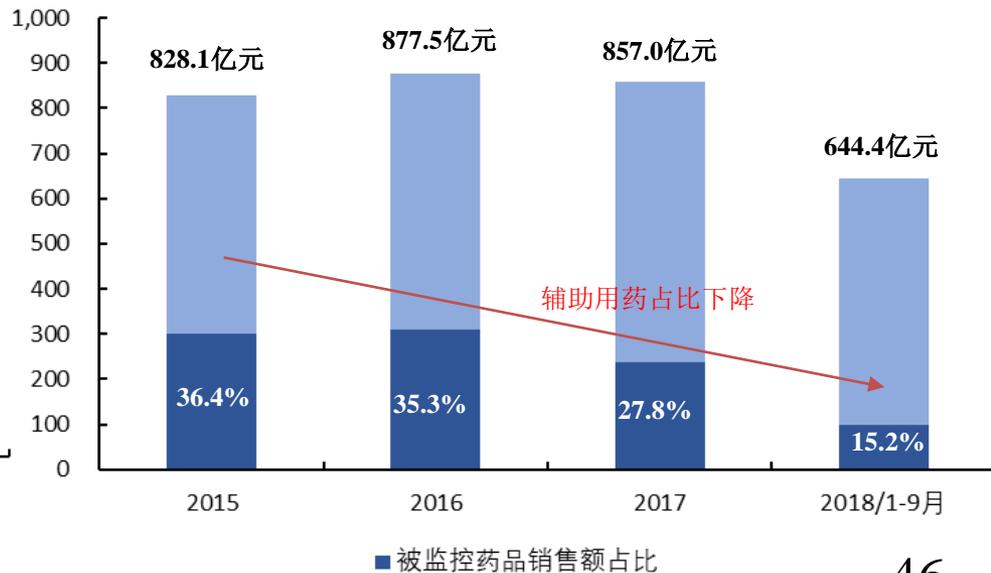
## 4.3 辅助性用药出局，医保腾笼换鸟逐步深化

- 此次医保局改革的核心点是“突出药品临床价值、实现医保合理有效使用”。医保支付的结构变化正在逐步深化，腾笼换鸟进度逐渐提速。
- 2015年前100大用药品种辅助用药高达36个，占比达36.4%。2018Q1-Q3前100大用药品种辅助用药减少到16个，占比降低至15.2%。
- 医保支付结构变化已经愈加清晰，腾笼换鸟后，更多高临床价值的创新药将获得医保青睐，纳入医保支付范围，实现快速放量。

前100大用药品种中辅助用药数量变化（个）



PDB销售前100药品的合计金额以及辅助用药销售占比



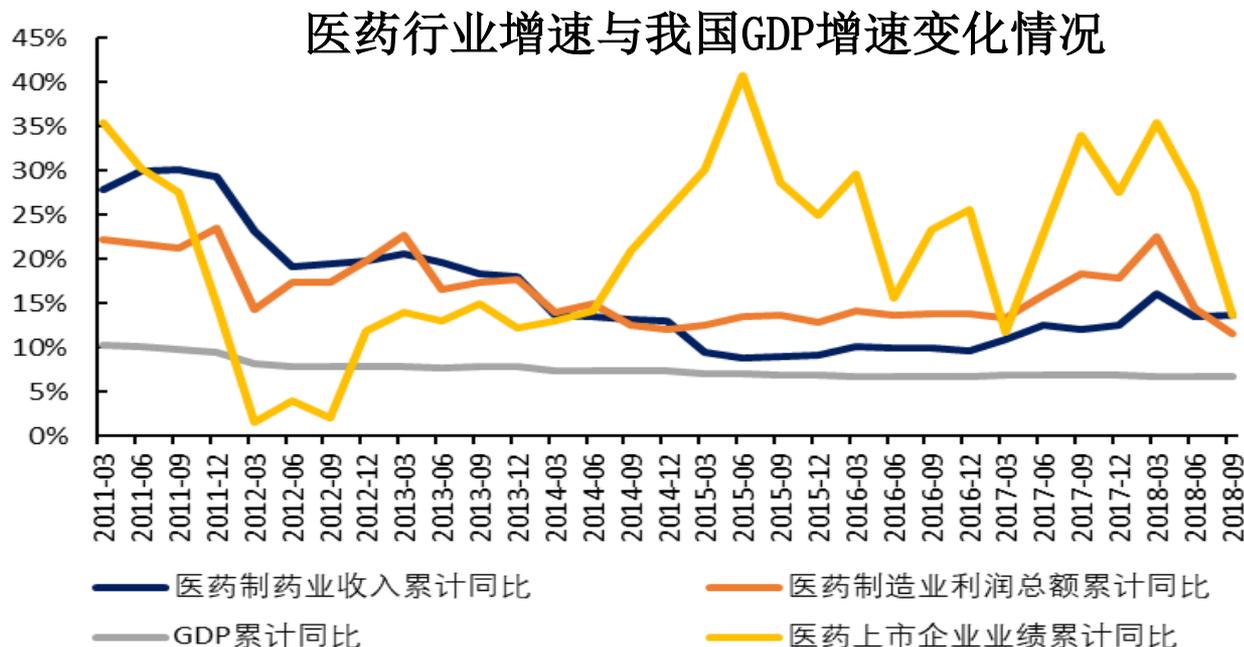
## 4.4 医药行业增速通常为GDP增速的2倍左右，目前处于合理区间

➤医药行业的增速远高于我国GDP增速：2011年至今医药行业收入增速平均值为16.01%，同期的利润总额增速平均值为16.38%，医药上市公司业绩增速均值为20.08%，远高于同期我国GDP平均7.56%的增速。

➤政策以及市场的变化导致上市公司业绩波动大于行业波动：

➤医药行业收入和利润增速长期维持在GDP增速的2倍以上，截止2018年Q3，医药工业收入和净利润增速为13.6%和11.5%，是GDP 6.7%增速的2.0倍和1.7倍，仍处于合理增长区间。

➤上市公司业绩波动较大：1) 2011年医药上市公司业绩增长快，为2012年带来了高基数。2012年卫生部发布“史上最严限抗令”——《抗菌药物临床应用管理办法》，两项叠加导致2012年医药上市公司增速出现大幅下滑；2) 2014年至2015年中医药上市公司实现业绩大爆发，主要原因为行业开始回暖，以及外延并购的大规模发展推动行业增速快速上升；2016年之后在医改和控药占比等因素下，行业出现单季度波动，但整体年度增速趋于稳定。



## 4.5 政策主导医药指数波动，但行业向上趋势好于沪深300指数

► 医药行业政策主导行业的发展趋势以及业绩增长，对医药指数的表现起到了决定性作用：

- 2011-2012年，医药指数显著弱于沪深300指数：2011年和2012年相继出台限抗政策，直接冲击了当时的主力化药公司，导致行业业绩增速下滑，以及指数的弱势。
- 2013-2015年，医药指数显著优于沪深300指数：政策友善，相继出台鼓励民营资本进入医药行业，其中医疗机构得到快速发展。医药行业整合并购驶入快车道，驱动行业业绩增速爆发。
- 2016-2018年，医改政策逐步清晰，相继出台了“零差率”、“两票制”、“一致性评价”、“带量采购”等多项重要政策，最终以医保局的成立和“4+7带量采购”的落地成为主导医药行业的主旋律。

### 医药指数变动与医药相关政策出台的情况

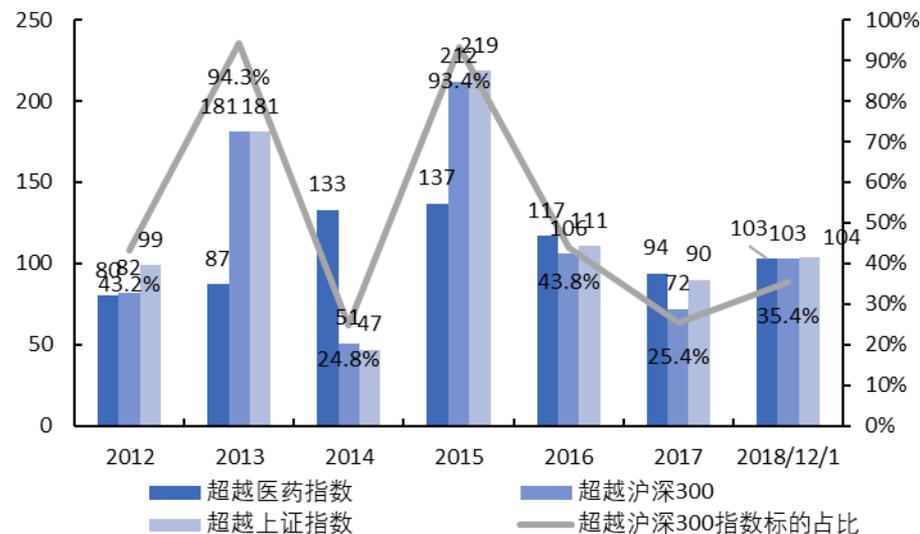


# 4.6 2016年为医药行业政策主导与投资风格切换的拐点

➤2012年至今医药股的超额收益显著，其中2013年和2015年医药股表现最为突出，分别有181个和212个标的表现超越沪深300指数，分别占当年医药上市公司的94.3%和93.4%；表现最差的为2014年，只有51个标的超越沪深300，占医药标的总数的24.8%。

➤2016年前后医药行业热点标的的分化显著：1) 2012-2015倾向于空间大、外延发展快、相对市值小的标的；2) 2016-至今倾向于行业龙头，业绩增长稳定、长期发展确定性好的标的受到青睐。

2012年至今2医药股（申万医药）超越指数情况



## 2012-2015年与2016-2018年12月，医药行业连续年度表现超预沪深300指数的标的情况

2012-2015	达安基因、北陆药业、宜华健康、贵州百灵、交大昂立、尔康制药、太安堂、太极集团、国药股份、西藏药业、景峰医药
	智飞生物 疫苗行业2016年之后进入快速的业绩爆发，同时大品种陆续上市，公司代理销售HPV疫苗需求旺盛，推动公司业绩爆发式增长
	爱尔眼科 医疗服务行业快速发展，长期逻辑清晰，公司为行业龙头，业绩持续高速增长，2014年之后均在30%+
	片仔癀 品牌中药龙头，迎来消费升级行业趋势，公司的核心产品片仔癀进入量价双升的上升期，业绩增长爆发
2016-2018	乐普医疗 医疗器械的龙头企业，公司通过外延的方式形成以心脑血管为核心的医疗器械与药品协同发展，2016年之后业绩保持加速增长
	恒瑞医药 医药行业迎来创新药时代，公司是化药、生物制药以及创新药的龙头标的，业绩增长稳健，创新药管线丰富，长期发展逻辑清晰
	长春高新 生长激素迎来消费升级的快速爆发，公司为该行业龙头，2016年开始公司业绩进入加速增长期，长期可持续性良好
	济川药业 中药行业迎来涨价以及集中度提升的趋势，公司为行业龙头之一，核心产品医院端销售稳定，OTC端迎来爆发增长，业绩持续稳定在30%+的增长水平
	华东医药 医药白马股，公司的核心产品阿卡波糖以及百令胶囊增长稳健，二线品种以及研发管线丰富，公司业绩长期稳定在20%以上的高速增长

## 4.7 医药细分行业的稳定高速增长是确保公司业绩连续增长的基石

►2012年至2018年Q1-3，医药行业共有12只标的连续保持年度收入和归母净利润增速均超越10%。医药细分行业具备长期发展空间，行业增速保持高速稳定，以及持续外延并购成为确保公司收入和业绩持续增长的核心动力：

►连锁药店：益丰药房和老百姓2012-2017年收入和利润的复合增长率均保持了20%+的水平。连锁药店长期逻辑清晰，市场空间广阔，市占率低，上市公司具备较强的内生和外延整合能力，同时处方外流、OTC药品涨价、药店评级等利好因素持续释放，驱动该板块上市公司业绩快速增长。

►IVD行业：IVD行业特点是企业多，进口产品占比高，行业增速快，连续多年年均增速在15%+，因此上市公司具备提高市占率、替代进口产品等较强的内生能力。同时，积极外延并购整合上游生产与中游渠道企业，推动了安图生物、美康生物、迈克生物以及迪安诊断等IVD标的收入和利润的快速增长。

►区域性医药商业公司通过提高市占率、持续的外延发展等方式保持收入和业绩的双增长；化药龙头恒瑞医药依靠强大的产品线，研发管线，以及销售能力保持了持续而强劲的增长；安科生物、常山药业、康美药业均保持了收入和利润的双增长。

### 2012年至2018年Q1-3，医药上市公司收入和归母净利润年度同比增速均超越10%的标的情况

标的名称	所属板块	2012-2017收入复合增速	2012-2017归母净利润复合增速
益丰药房	连锁药店	25.6%	35.5%
老百姓	连锁药店	21.4%	24.3%
安图生物	IVD	34.5%	36.0%
美康生物	IVD	40.7%	18.5%
迈克生物	IVD	26.6%	18.8%
迪安诊断	IVD	47.9%	42.2%
柳药股份	区域医药商业	21.6%	30.9%
瑞康医药	区域医药商业	38.2%	55.6%
恒瑞医药	化药、生物药制品、创新药	20.5%	24.5%
安科生物	化药、生物制品	26.5%	30.3%
常山药业	肝素原料药、肝素制剂	19.8%	14.7%
康美药业	中药	18.9%	23.3%

## 4.8 医药指数的持续调整推动基金持仓进一步下降

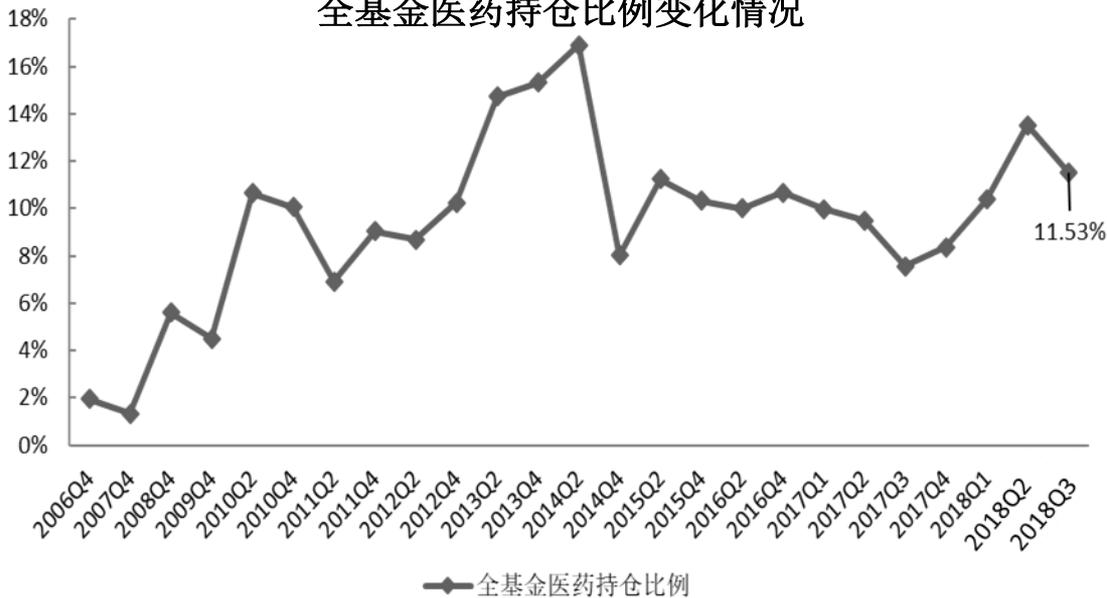
►根据我们测算，2018Q3全基金医药持仓比例为11.53%，较2018Q2基金持仓比例降低1.99个百分点。随着带量采购等政策的落地，医药股在2018年12月份进一步调整，我们预期基金持仓将持续下降到一个相对较低的水平。

►根据统计，持仓数量超过100支基金的医药股有6支，分别为长春高新（309）、恒瑞医药（304）、乐普医疗（131）、华东医药（129）、智飞生物（125）、爱尔眼科（108）。从增减数量看，持有基金数量集中提升最快的为汤臣倍健（+69）、长春高新（+57）、华兰生物（+41）。

机构重仓股持仓市值前20的医药标的

证券简称	持股总市值(亿元)	持有基金数
1 长春高新	107.9	309
2 恒瑞医药	90.1	304
3 爱尔眼科	62.3	108
4 乐普医疗	57.5	131
5 智飞生物	45.5	125
6 华东医药	45.1	129
7 美年健康	40.7	57
8 复星医药	39.3	84
9 华兰生物	34.1	81
10 通策医疗	31.8	73
11 济川药业	26.0	85
12 泰格医药	24.8	89
13 老百姓	24.6	48
14 片仔癀	20.6	60
15 益丰药房	19.3	55
16 同仁堂	17.5	43
17 通化东宝	17.1	65
18 云南白药	14.4	44
19 健帆生物	12.2	41
20 我武生物	11.6	41

全基金医药持仓比例变化情况



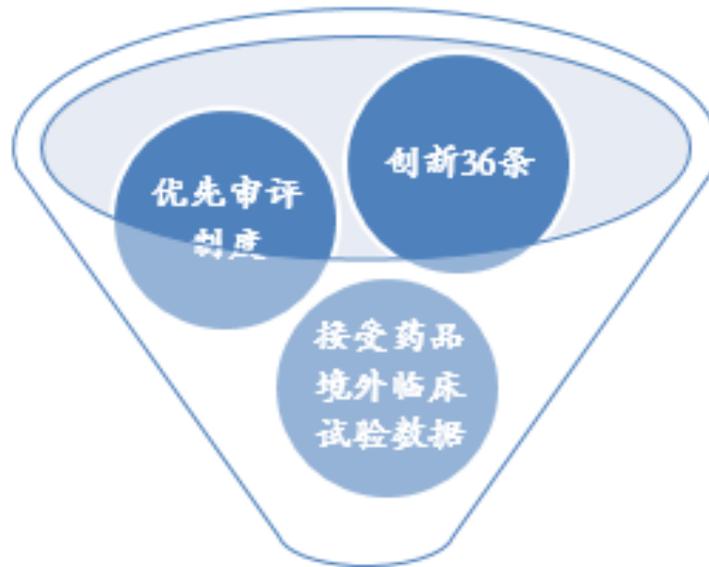
## 五、重点推荐——中国创新&中国消费

### 5.1. 创新药&CRO——受益于药审改革 及医保支付端扶持

关注标的：恒瑞医药  
药明康德

创新药：药政自上（药品审评审批）而下（医保支付）鼓励创新药研发。

创新药审评审批加快  
相关政策：



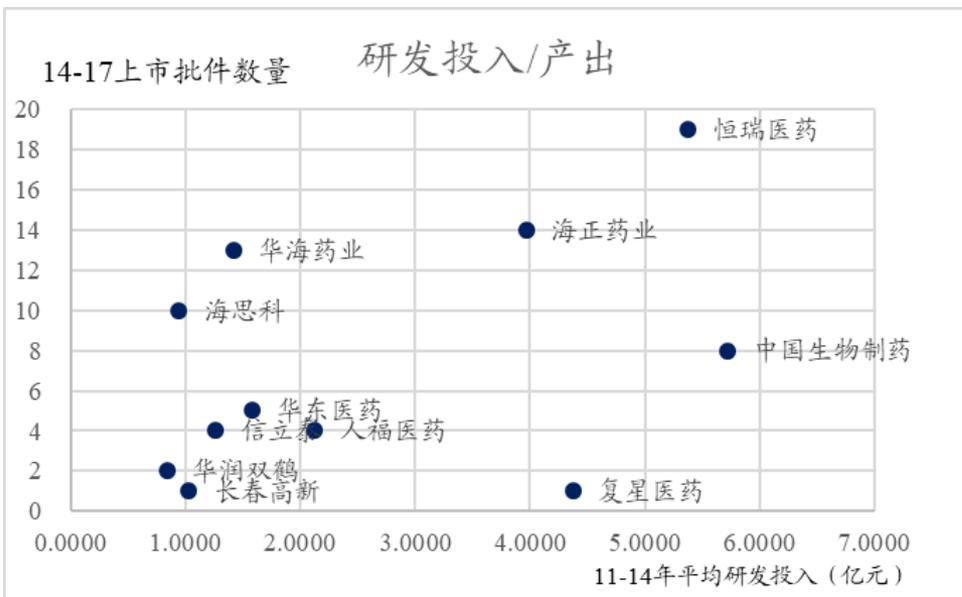
时间	项目	事件
2017.7.20	医保谈判目录	2017版医保目录首次将国产创新药康柏西普纳入，且价格得以最大限度地保护。
2018.10.10	肿瘤药谈判	17种谈判抗癌药纳入医保：2017年上市的品种有6个，包括奥希替尼、阿法替尼、培唑帕尼、瑞戈非尼、维莫非尼、伊布替尼，2018年上市的品种有4个，包括伊沙佐米、塞瑞替尼、安罗替尼（国产）、阿扎胞苷，充分体现了医保谈判对创新药支付的支持，提高创新药可及性。
2018.10.25	2018基药目录	新增的肿瘤药物中，有6种是抗肿瘤靶向药物，分别是吉非替尼、伊马替尼、埃克替尼、利妥昔单抗、曲妥珠单抗、培美曲塞。

## 恒瑞医药：“仿制药+创新药”推动转型，多年研发步入收获期

### 1.研发投入行业领先，分线销售推动新药快速放量。

公司研发效率高，五年来获新药上市批件19个。

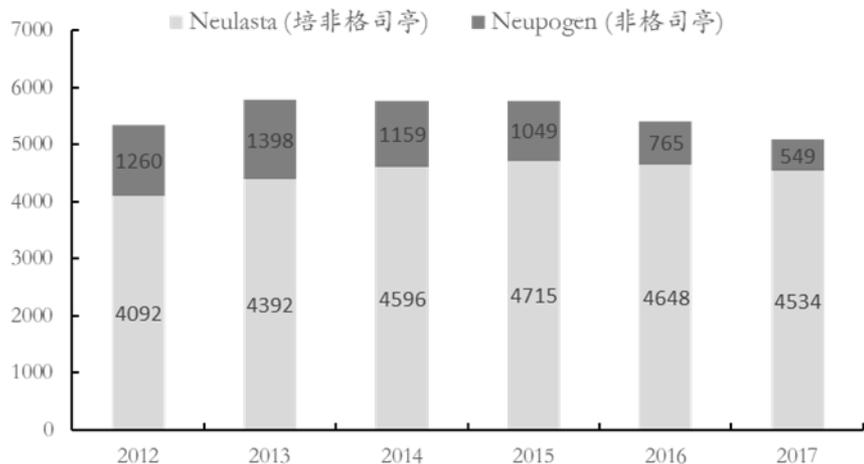
2017年恒瑞费用投入达17.59亿，同比增长48.53%，除数量上的优势之外，质量亦有保障：我国药企仅恒瑞获得两个创新药批件，而其他企业则均为仿制药。



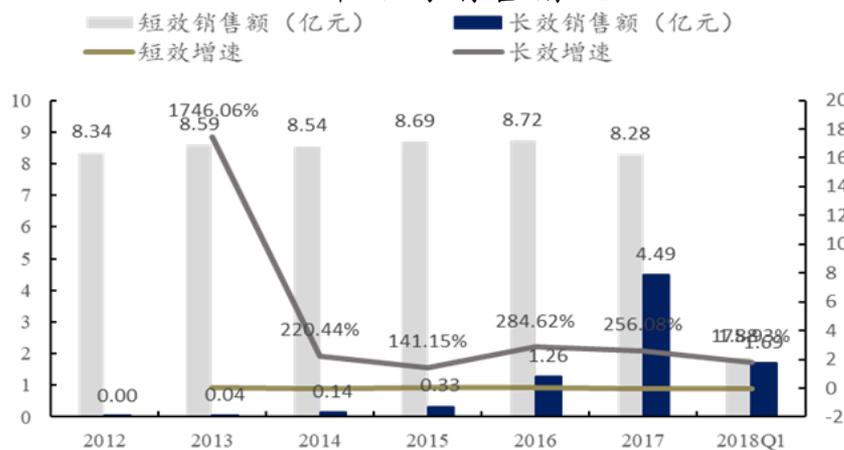
## 2. 创新研发逐步进入收获期，19k、吡咯替尼陆续获批，重磅品种PD-1有望近期上市

19k——长效升白药已成为国际主流，国内对短效替代效应明显。

培非格司亭及非格司亭全球销售额（百万美元）

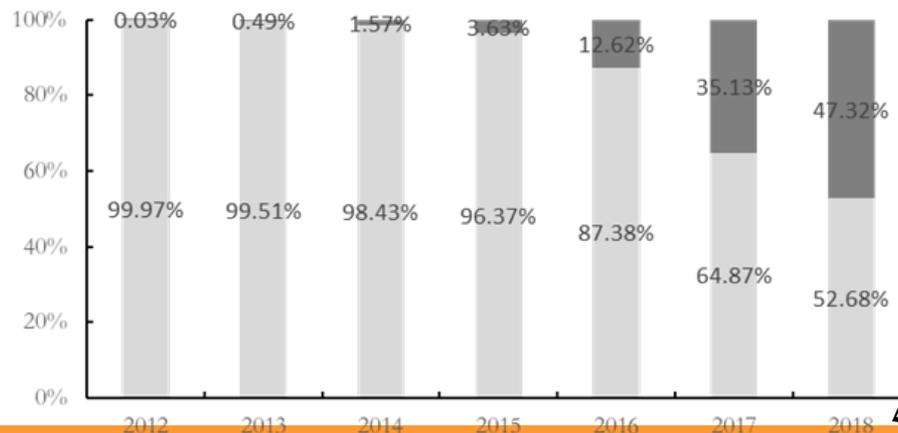


PDB升白药销售情况



升白药短效及长效销量占比

■ 短效升白药 ■ 长效升白药



纳入医保之后其市场增速加快，齐鲁2015年上市已超过石药市场份额，上市后可有望占据1/3市场，目前市场GCSF总规模约30亿，销售峰值有望突破十亿。

## 2. 创新研发逐步进入收获期，19k、吡咯替尼陆续获批，重磅品种PD-1有望近期上市

**吡咯替尼——临床数据优于拉帕替尼有望实现快速放量**

目前国内上市的针对HER2阳性乳腺癌靶向药仅赫赛汀与拉帕替尼。赫赛汀进入医保需求大幅增加，全国断货，市场空间大

临床效果优于拉帕替尼，上市后有望形成替代。

	吡咯替尼	拉帕替尼
Orr	78.50%	57.10%
PFS (月)	18.1	7.0

医保目录调整速度加快，吡咯替尼有望进入医保快速放量。安罗替尼5月上市，已进入医保谈判范围，创新药纳入医保速度加快，预计未来将复制阿帕替尼高速增长趋势

### 吡咯替尼市场空间测算

#### 吡咯替尼市场规模测算（针对每年新增患者计算）

拉帕替尼年治疗费用（万）	11.99
乳腺癌每年新增患者数量（万人）	26.68
HER2阳性比例	27.25%
胃癌每年新增患者数量（万人）	67.9
HER2阳性比例	12%
每年新增肺癌人数（万人）	73.33
非小细胞肺癌比例	80%
晚期比例	80%
晚期非小细胞癌人数（万人）	32.20
埃克替尼年治疗费用（万）	7.12
渗透率	25%
市场规模（亿）	108.99

数据来源：2015中国癌症统计，东吴证券研究所

## 2. 创新研发逐步进入收获期，19k、吡咯替尼陆续获批，重磅品种PD-1有望近期上市

### PD-1申报生产进度领先，公司产品协同效应优势明显

根据F&S报告，2022年国内PD-1和PD-L1的市场规模将增长至374亿元，2018年到2022年复合增长率534.4%，并于2030年进一步增长至984亿元，2022到2030年复合增长率为12.8%。

我国PD1及PD-L1市场增长情况

期间	總複合年增長率	跨國藥企複合年增長率	本地複合年增長率
2018年（預計）至2022年（預計）	534.4%	498.7%	455.2% (2019年（預計）至2020年（預計）)
2022年（預計）至2030年（預計）	12.8%	-0.1%	31.4%

药物联用临床效果优异，公司肿瘤产品形成协同效应。

- 临床试验结果证明PD-1与药物联用效果更好，Opdivo联合白蛋白紫杉醇治疗NSCLC患者客观缓解率达50%，中位无进展生存期为10.5个月。
- SHR-1201联合阿帕替尼治疗晚期非鳞非小细胞癌的Ib期临床试验结果，客观缓解率（ORR）达到41.3%，疾病控制率（DCR）为94.1%。
- PD-1上市后将与阿帕替尼、吡咯替尼等药物形成协同效应，进一步提升公司市场占有率。
- 风险提示：研发不达预期的风险

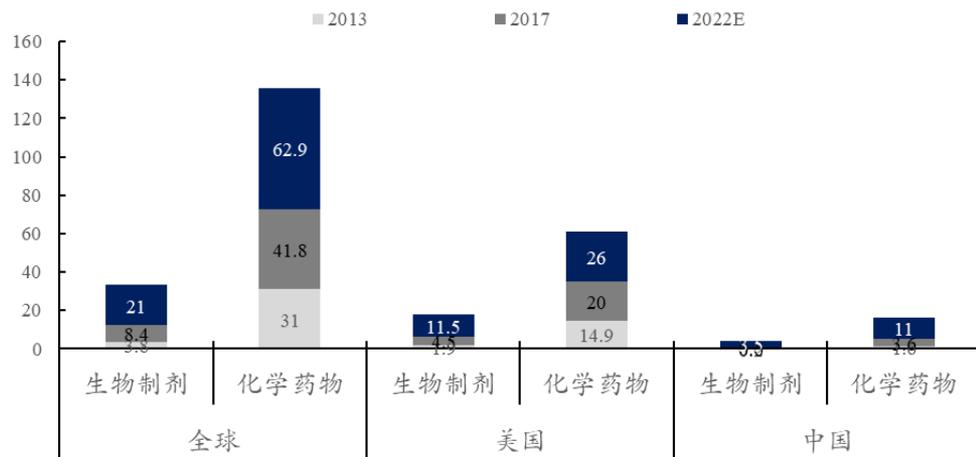
我国PD1及PD-L1市场广阔，未来将实现快速增长



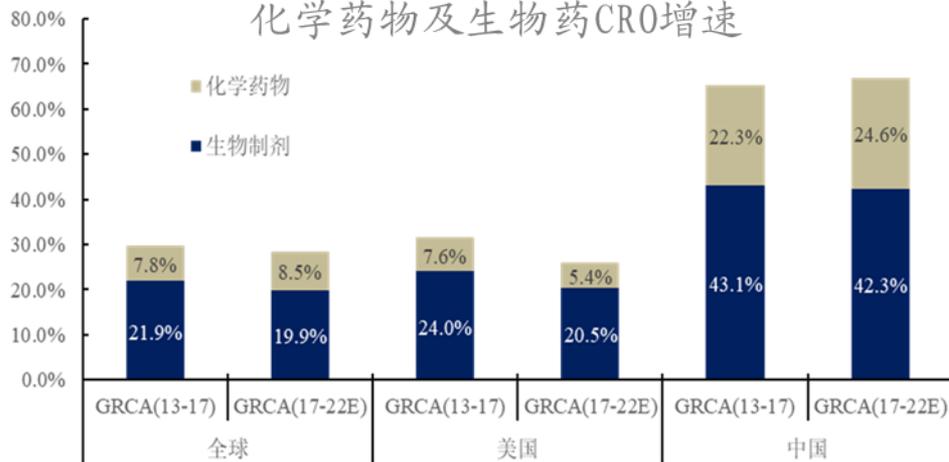
全球医药市场规模稳定增长，但随着监管趋严、临床复杂性及不确定性增加，将会不断拉升药企研发成本。以显著提高研发效率、缩短研发时间、降低研发成本为特点的CRO企业将会脱颖而出。

目前我国CRO行业起步晚，市场规模小，但市场需求度增长快，未来发展动力足。

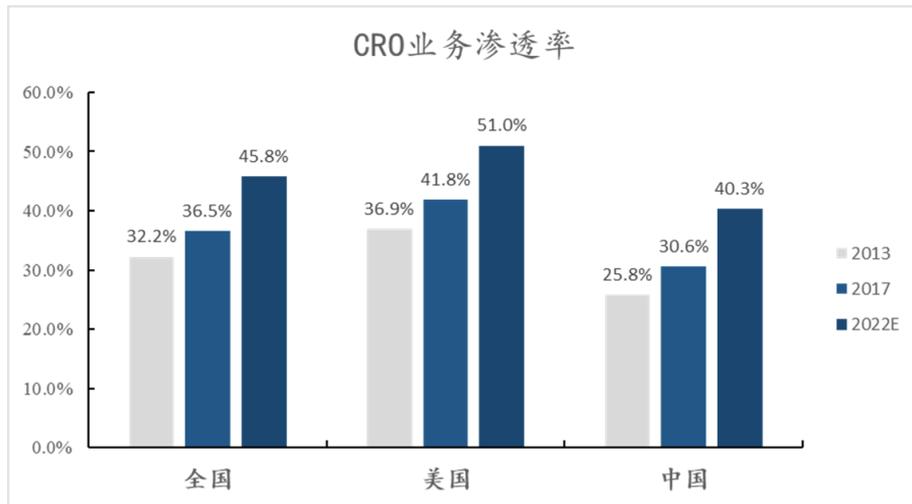
CRO市场规模（单位：十亿美元）



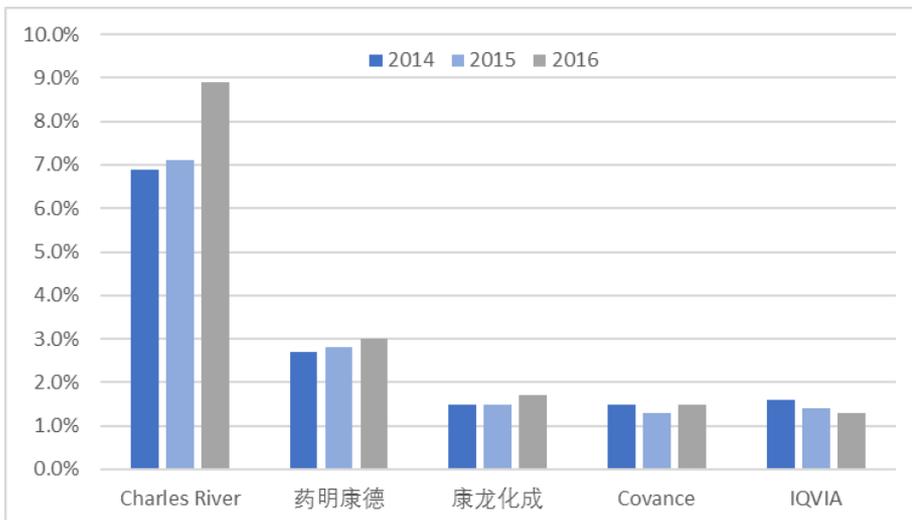
化学药物及生物药CRO增速



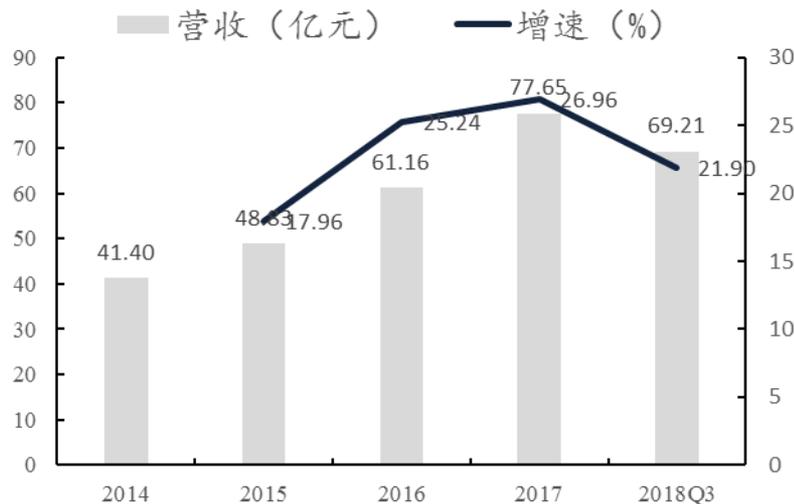
CRO业务渗透率



药明康德是全球药物发现CRO服务行业领先者。  
全球CRO市占率情况



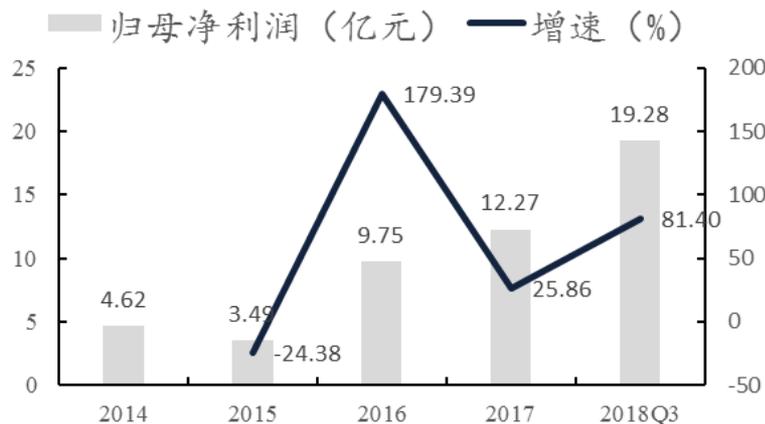
药明康德营收及增速



公司前十大客户销售情况

序号	客户	销售额 (百万元)	占当期收入比例
1	强生	5.79	7.50%
2	默沙东	3.95	5.12%
3	GSK	2.89	3.74%
4	罗氏	2.17	2.81%
5	辉瑞	2.10	2.72%
6	福泰制药	1.94	2.52%
7	特沙罗	1.66	2.15%
8	诺华	1.63	2.11%
9	礼来	1.57	2.03%
10	吉利德	1.36	1.77%
		25.06	32.46%

药明康德净利润及增速



## 公司建设全方位一体化研发平台

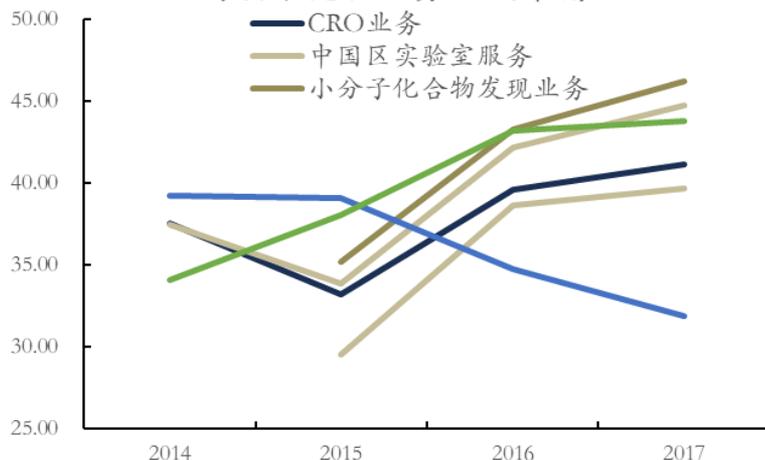
药明康德在2007年上市后即开始新药研发一体化建设布局，其中合全药业负责小分子CDMO，药明生物顾着大分子CRO业务。

风险提示：研发进度不达预期的风险、订单结算日期延后的风险

药明康德各业务占比 (%)

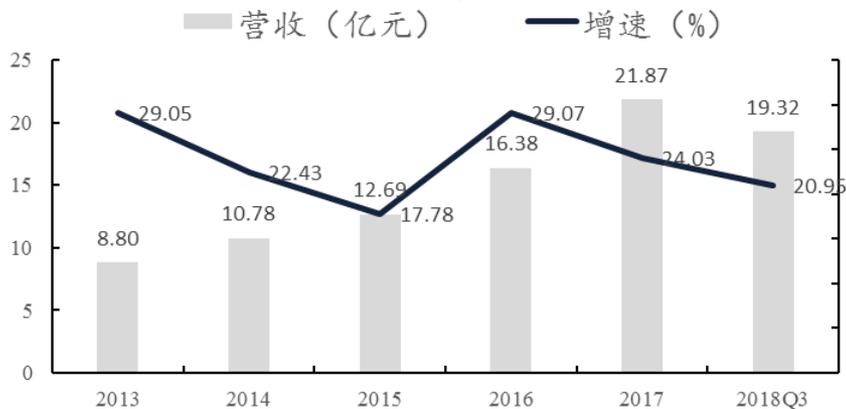
	2014	2015	2016	2017
CRO服务	74.06	73.88	72.13	72.27
中国区实验室服务	48.21	52.30	53.46	53.06
小分子化合物发现服务		40.20	40.56	41.24
药物分析及测试服务		12.09	12.90	11.82
美国区实验室服务	14.68	14.41	15.29	14.61
其他CRO服务	11.17	7.18	3.37	4.59
CMO/CDMO服务	25.69	25.94	26.77	27.15
生产		22.64	23.20	23.75
其中:工艺开发		3.30	3.56	3.40

药明康德各业务毛利率情况

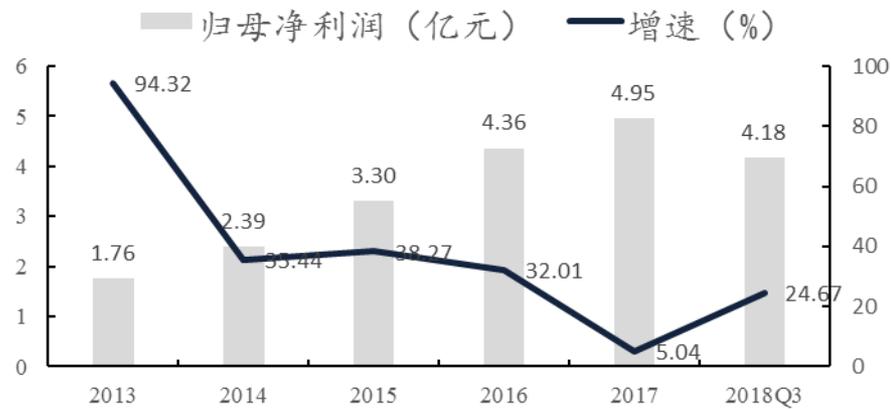


把握前端入口临床前CRO和生产壁垒高、价值量大的CMO（合全药业），增强业务协同竞争力合全药业是国内最大的CMO企业，业务覆盖面全。

合全药业营收及增速



合全药业净利润及增速



### 5.2. 非医保品种——消费升级+规避医保政策风险

关注标的：长春高新、安科生物  
我武生物、欧普康视

## 消费升级：

随着人口老龄化的不断加剧与居民收入水平的不断上升，居民更愿意自费选择良好的产品与服务，拥有创新产品与自主定价权的医药企业将更具优势。

## 医保政策影响小：

医保外品种，政策调整小。

**生长激素：**受益于消费升级与二胎政策，我们认为生长激素产品将延续较快增长的趋势，推荐长春高新、安科生物。

**粉尘螨滴剂：**我武生物的粉尘螨滴剂为市面上独家剂型，具有良好竞争优势。

**角膜塑形镜：**建议关注角膜塑形镜生产厂家欧普康视。

## 重点城市样本医药我武生物、安科生物及长春高新销售情况

企业名称	药品通用名	PDB2017 销售额 (百万元)	同比增 速 (%)	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2017	2016
我武生物	粉尘螨	139.94	销售额	16.64	15.17	23.18	10.69	4.49	10.71	8.68	16.94	19.22
			销售量	16.05	17.15	24.51	13.37	6.90	13.05	12.40	18.38	20.17
安科生物	重组人生长激素	70.76	销售额	25.86	18.42	22.83	21.24	27.67	17.64	10.87	22.00	37.43
			销售量	23.86	20.16	22.31	19.46	24.84	16.14	9.74	21.38	30.86
长春高新	重组人生长激素	287.28	销售额	34.32	51.67	41.91	31.76	16.32	22.79	16.59	39.69	23.51
			销售量	18.25	57.27	85.65	70.07	48.06	25.41	4.15	62.61	-7.17

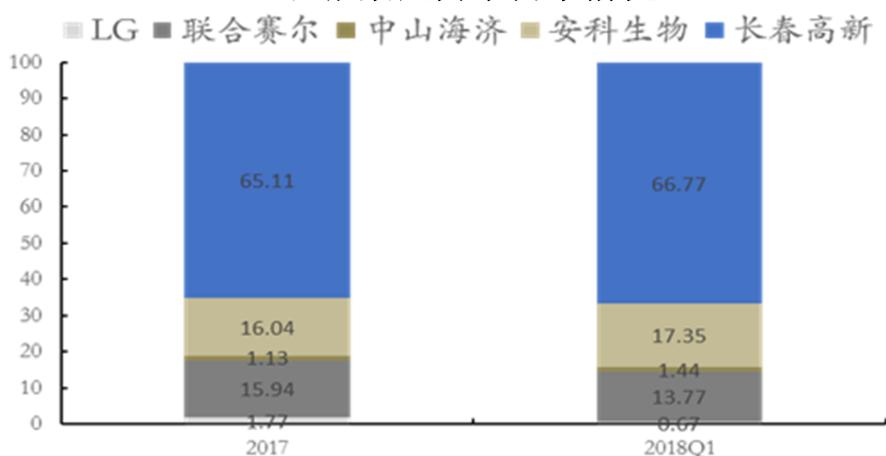
## 生长激素：国内市场空间广阔，行业发展迅速

未来生长激素的疗程有望延续到国际通用的18个月，年均治疗费提升到3万/年，对应的总体市场空间约为2200亿元。即渗透率每提高1%，空间将提升22亿元。此外，每年新增的40万适用生长激素的适龄儿也将带来每年180亿的市场空间。现在的市场远远未达到饱和。预计2018年行业将继续维持约30%高速增长，市场规模到达40亿元。

### 生长激素海外市场规模



### 生长激素国内市占率情况



公司	剂型	规格	剂量	平均中标价 (IU/元)	患儿重量	年治疗费用
长春高新	粉针	2.5/4/4.5/10IU/瓶	0.1-0.15IU/kg/日	16.68	30KG	1.83万元
	水针	2.5/4/4.5/10/15/30IU/瓶	0.1-0.15IU/kg/日	38.35		4.20万元
	长效	54IU/9mg/瓶	0.2mg/kg/周	104.80		19.62万元
安科生物	粉针	2/4/4.5/6/10/16IU/瓶	0.1IU/kg/日	16.56		1.81万元
联合赛尔	粉针	3/4/5/10IU/瓶	0.1IU/kg/日	18.24		2.00万元

备注：粉（水）剂每日用量按0.1IU/kg/日计算

## 长春高新：生长激素放量，疫苗板块向好，公司进入高速增长期

### 1. 生长激素产品齐全，差异化优势明显，营销体系健全



金赛增



赛增水针剂



赛增电子注射笔

金赛药业主要有三种剂型（低中高搭配）：赛增粉针剂、赛增水针剂、以及长效剂型金赛增。金赛药业市占率2/3，为生长激素的绝对龙头。

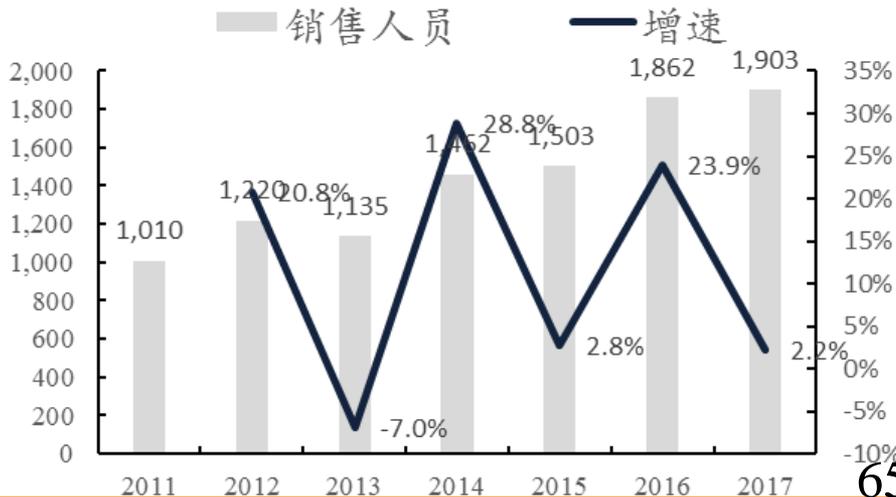
### 2. 加强市场教育力度，提升渗透率

公司强调加强推广力度：销售人员持续增长，2011-2017年复合增速为11%。

营销团队精细化：分工详细明确，包括科普教育、教育专员、医学信息传递专员、患者售后服务、健康顾问和身高管理专员等。

风险提示：销售不达预期的风险、销售人员增长不达预期的风险

公司销售人员（人）及增速

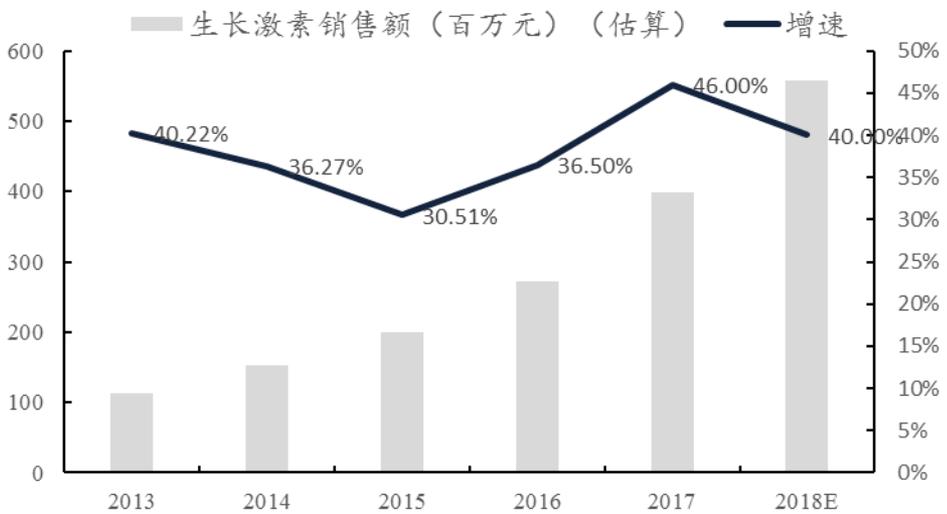


## 安科生物：水针临近上市有望增强产品竞争力，创新研发管线提升公司潜力

公司生长激素的粉针产品逐渐占据粉针市场第一份额，新获批5项适应症均进入临床阶段。生长激素水针上市申请于去年12月纳入优先审评，预计明年年初获批生产，有望大幅提升公司生长激素产品线竞争力。公司长效生长激素有望于明年获批生产，随着生长激素剂型不断完善，形成多元化竞争。预计未来三年生长激素保持40%以上增速。

风险提示：销售不达预期的风险、销售人员增长不达预期的风险

### 安科生物生长激素销售额及增速



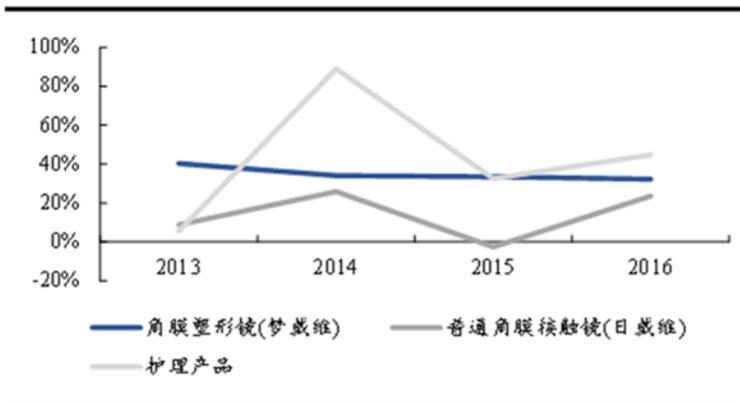
### 安科生物水针、长效剂型研发进度

受理号	药品名称	任务类型	状态开始	办理状态
CXSS1700018	重组人生长激素注射液	国内生物制品上市	2017/10/24	优先审评，现场核查，明年获批
CXSS1700019	重组人生长激素注射液	国内生物制品上市	2017/10/24	优先审评，现场核查，明年获批
CXSL1300101	聚乙二醇化重组人生长激素注射液	国内生物制品临床	2016/9/26	已发批件
CXSL1300102	聚乙二醇化重组人生长激素注射液	国内生物制品临床	2016/9/26	已发批件

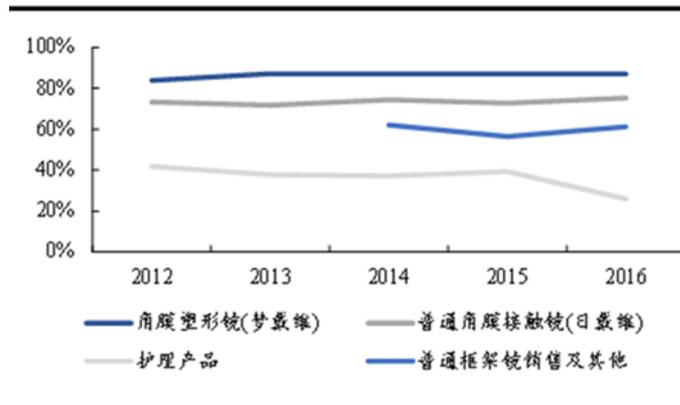
## 欧普康视：国产角膜塑形镜寡头，“量价齐升”趋势有望延续

1. 公司为国内非手术视力矫正领域的优质稀缺标的，核心产品——角膜塑形镜呈“量价齐升”发展势头。核心产品为梦戴维角膜塑形镜，收入占比75%左右。为角膜塑形镜大陆唯一获批生产的企业。

2013年-2016年各产品收入增速



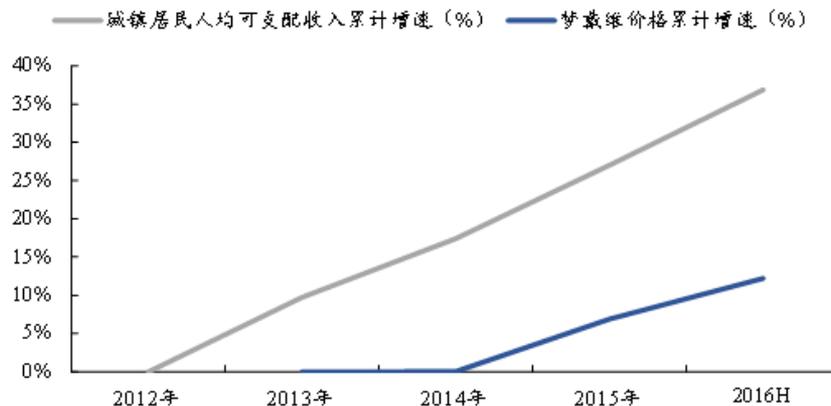
2012年-2016年各产品毛利率变化



2. 角膜塑形行业市场空间大、壁垒高，渠道下沉是产品渗透率提升的重要途径。若公司角膜塑形镜的渗透率由2016年的0.1%提高到2020年的0.5%，则梦戴维的销售收入有望突破10亿规模。

风险提示：销售不达预期的风险、销售人员增长不达预期的风险

2012年-2016年梦戴维价格与城镇居民人均可支配收入累计增长率的比较



## 我武生物：渠道布局显效，长期创新可期

公司核心产品粉尘螨滴剂为目前国内唯一获批的舌下含服粉尘螨脱敏药物。公司产品安全性高，疗效优异，且使用和携带方便，儿童患者尤为适用。

### 公司上市产品概览

通用名	商品名	类型	规格	适应症	批准文号	收入规模	毛利率	产品展示
粉尘螨滴剂	畅迪	舌下含服滴剂	依蛋白浓度分为5个规格，2ml/瓶	用于粉尘螨引起的过敏性鼻炎、过敏性哮喘的脱敏治疗	S20060012	3.78亿元	97.1%	
粉尘螨皮肤点刺试剂盒	畅点	配套体内诊断产品	2ml/瓶	用于辅助诊断因粉尘螨致引起的I型变态反应性疾病	S20080010	0.04亿元	95.4%	

数据来源：公司公告，药智数据，东吴证券研究所

## 我武生物：渠道布局显效，长期创新可期

我国拥有庞大的过敏性鼻炎患者群，且尘螨致敏来源占比高，保守估算粉尘螨滴剂面对的国内市场空间至少为233亿。对应我武17年3.86亿收入，现阶段公司产品渗透率仅为1.66%

不同地区过敏原变化情况

序号	北方地区		东部地区		西南地区		南部沿海地区	
	变应原	阳性率	变应原	阳性率	变应原	阳性率	变应原	阳性率
1	粉尘螨	41.30%	粉螨	60.40%	粉螨	78.20%	屋尘螨	68.80%
2	屋尘螨	38.30%	屋尘螨	59.40%	屋尘螨	77.20%	粉尘螨	67.90%
3	热带螨	28.50%	热带螨	35.30%	热带螨	54.90%	热带螨	52.20%
4	艾蒿	24.10%	美国大蠊	17.30%	美国大蠊	17.40%	美国大蠊	22.50%
5	狗毛	15.00%	狗毛	11.80%	德国小蠊	13.00%	狗毛	17.20%
6	大豚草	13.10%	德国小蠊	9.90%	狗毛	8.40%	猫毛	11.70%

数据来源：《过敏性鼻炎皮下免疫治疗专家共识2015》，东吴证券研究所

假设最终接受脱敏治疗的比例为50%，则粉尘螨滴剂国内市场空间为233亿，现阶段公司产品渗透率仅为1.66%



风险提示：研发进度低于预期的风险、新增医院放量低于预期的风险

数据来源：《变应性鼻炎诊断和治疗指南（天津）》，产业调研，东吴证券研究所

## 脱敏疗法VS药物治疗

	脱敏治疗	药物治疗
作用机理	通过致敏原与患者的反复接触，从而提高患者对该致敏原的耐受性，达到治愈/减少复发的目的；属对症治疗	一定程度上控制机体对过敏原的免疫应答；属对症治疗
代表药物	舌下含服：粉尘螨滴剂，皮下注射：屋尘螨变应原制剂、螨变应原注射液	抗组胺药、糖皮质激素、白三烯抑制剂、 $\beta$ 受体激动剂等
治疗周期	分治疗/脱敏阶段和维持阶段，一个完整的疗程约需2-3年	不提倡长期连续使用，6-8周为一个治疗周期
费用	单疗程5000-8000元	严重患者需终身使用者，费用较高
优缺点	一定程度上能够控制过敏疾病的复发，需要患者坚持连续脱敏	能够较快控制临床症状，但无法改变疾病的自然进程，长期用药后存在明显的副反应

我武生物在国内脱敏市场市占率领先

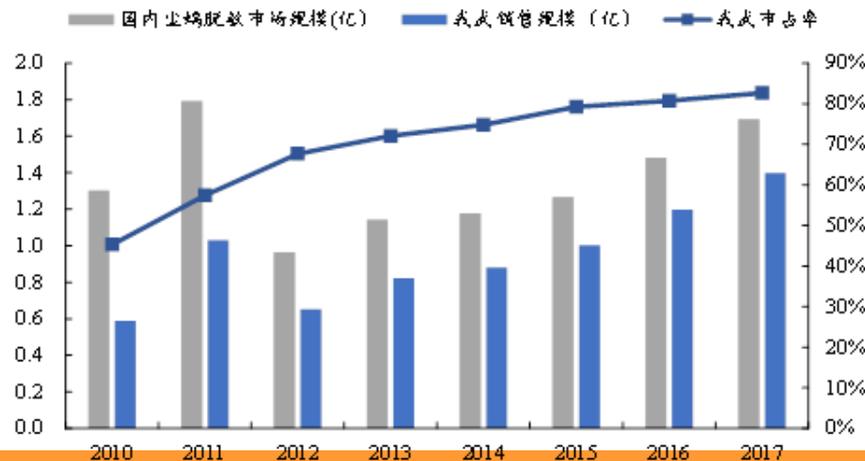
随着免疫治疗技术的进步、学术推广的加强，近年来脱敏疗法取得了自学术研究至临床使用的极大认可。

目前在国内过敏性鼻炎脱敏治疗市场，公司产品市占率已达到80%以上。

数据来源：CNKI，产业调研，东吴证券研究所

### 我武生物我国脱敏领域市占率情况

公司市占率由2010年**45.3%**迅速增至2017年**82.6%**。

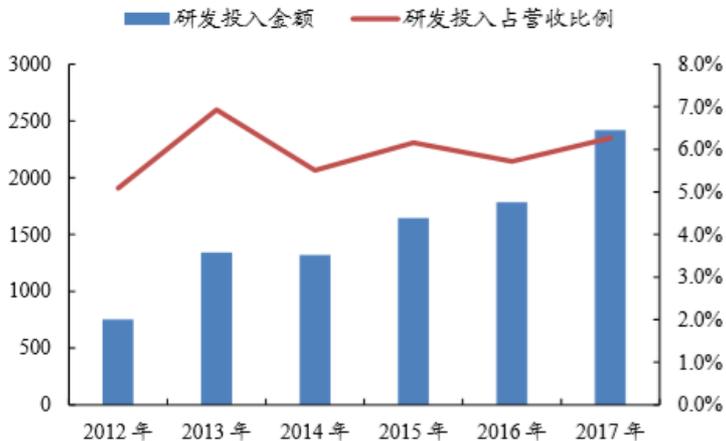


数据来源：PDB，东吴证券研究所，  
注：2010、2011年数据来自公司公告

## 积极打造过敏诊疗产品创新孵化平台，持续构筑优势产品集群

目前另一款重磅的变应原治疗产品**黄花蒿粉滴剂**已进入三期临床，**尘螨合剂**处于二期临床阶段，**粉尘螨滴剂**扩大适应症（用于特应性皮炎的脱敏治疗）项目已进入三期临床试验，未来公司内部有望形成过敏疾病诊疗多品种协同发展的格局。

公司历年研发投入情况（万元）



## 公司在研产品管线

产品名称	类型	用途	进展	对公司未来的影响
黄花蒿粉滴剂	变应原治疗产品	用于蒿属花粉过敏引起的过敏性鼻炎与过敏性哮喘等过敏性疾病的脱敏治疗	III期临床试验阶段	丰富产品线
尘螨合剂	变应原治疗产品	用于尘螨过敏引起的过敏性鼻炎与过敏性哮喘的脱敏治疗	II期临床试验阶段	丰富产品线
粉尘螨滴剂	变应原治疗产品	用于粉尘螨过敏引起的特应性皮炎的脱敏治疗	特应性皮炎III期临床试验阶段	扩大用药人群
户尘螨皮肤点刺诊断试剂盒	变应原体内诊断产品	用于点刺试验，辅助诊断因户尘螨致敏引起的I型变态反应性疾病	已获药品注册申请受理（申报生产）	丰富产品线
黄花蒿花粉点刺液等9项点刺相关产品	变应原体内诊断产品	用于点刺试验，辅助诊断I型变态反应性疾病	已获得药物临床试验批件（筹备I期临床试验阶段）	丰富产品线
丝素蛋白保湿止痒敷料	膏状辅料（医疗器械）	用于辅助治疗干燥性皮肤病瘙痒症	临床前研究阶段	丰富产品线

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 5.3. 医疗器械——需求扩张快速，进口替代空间大

关注标的：迈瑞医疗  
正海生物  
艾德生物

➤ 医疗器械行业特点：“高度碎片化”——产品品类多，每个品类的品种多，每个品种的规格多，导致每个品类的天花板不高，同时行业的万家众多，形成了纷杂多样的医疗器械市场。由于医疗器械碎片化的特点，产品类别的多元化成为医疗器械公司发展的必然选择。

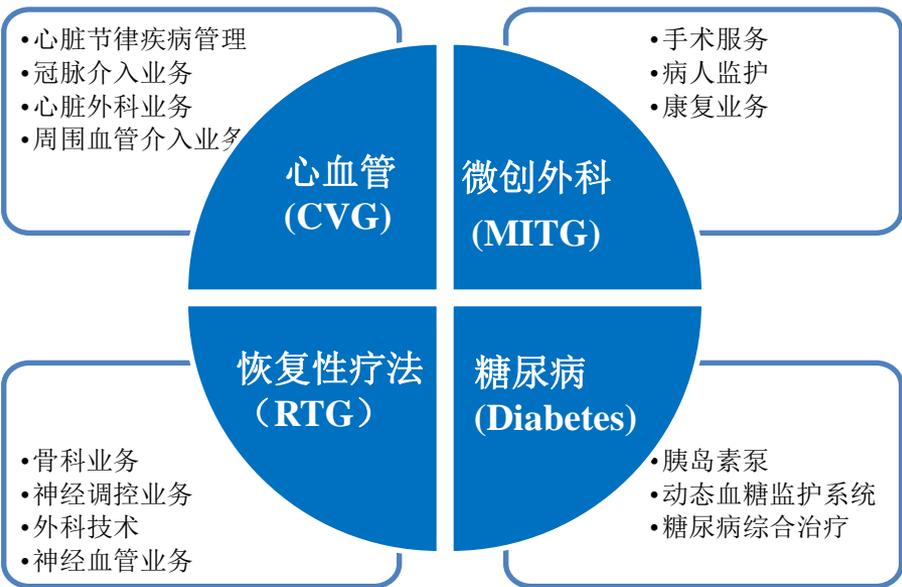
➤ 从国际医疗器械巨头的成长路径来看，外延发展获取丰富的产品线是发展最快的捷径，案例：美敦力

➤ 美敦力：先做深度，再做广度。

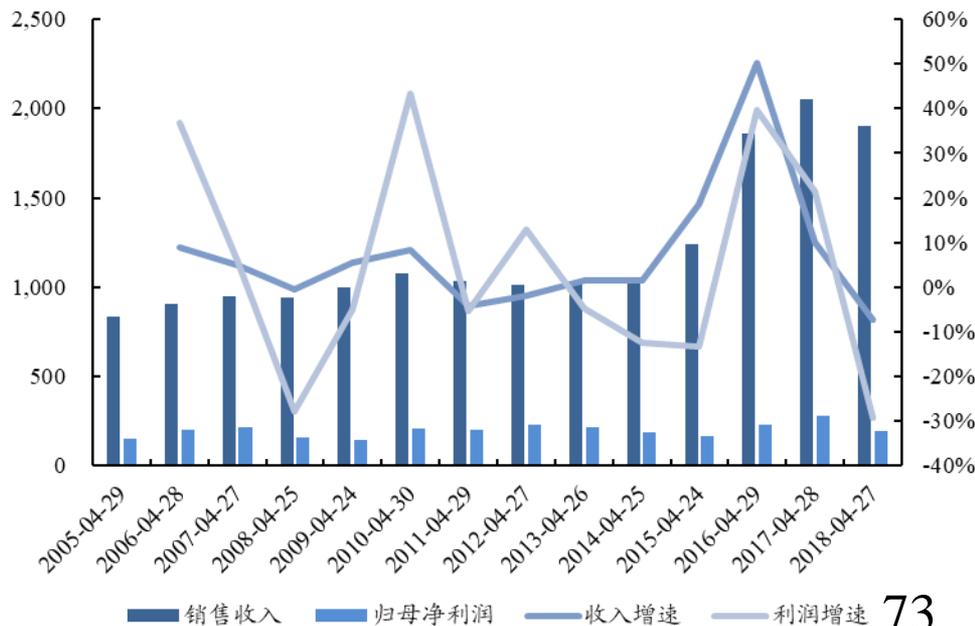
➤ 深度：从1949年成立至1990年，美敦力专注于心脏起搏治疗的产品研发、生产和销售。通过外延的方式获得领域内的领先技术和优秀产品，从而成为心脏起搏治疗的全球龙头，为公司未来的多元化发展奠定基石。

➤ 广度：1990年之后，美敦力走上了多元发展道路，不断丰富产品线，走出心脏起搏领域，通过外延结合自身的发展方式，到目前为止已经形成了1) 心脏及血管产品领域、2) 微创治疗领域、3) 恢复性疗法领域4) 糖尿病领域，成为全球最大的医疗器械集团。

美敦力四大核心业务



美敦力2005年至今的收入和归母净利润变化情况（亿元）



➤产品线广度：美敦力1990年以来并购项目超过100个，披露金额超过750亿美金，同期内，美敦力股价上涨6052%，同期标普500上涨572%，成为目前医疗器械第一帝国。

➤销售区域广度：产品线的扩张是提高广度的一个维度，另一个维度是销售区域的扩张。美敦力作为全球化的医疗器械企业，其北美地区销售额占比53%，其他区域销售额占比为47%。

美敦力公司股价走势和外延并购事件

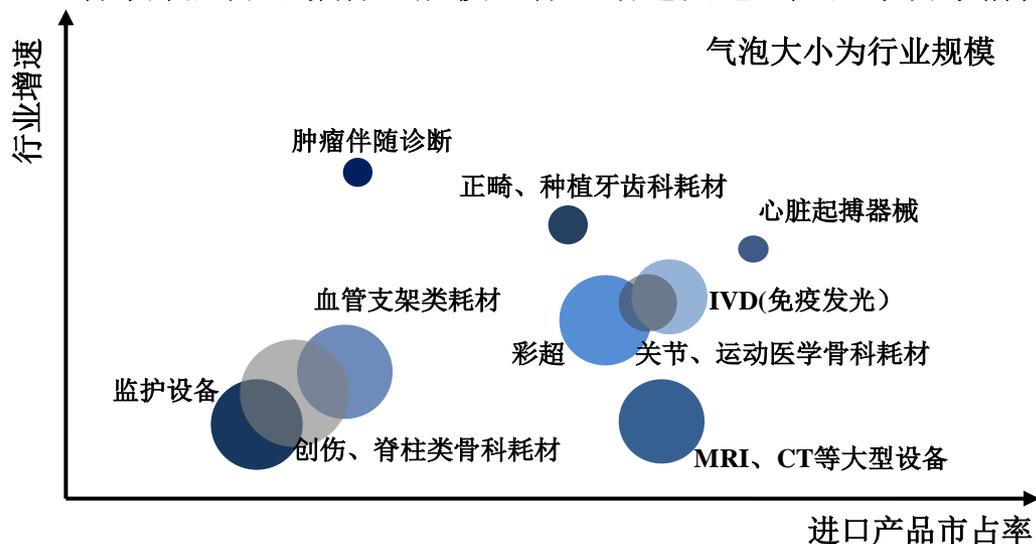


▶我国医疗器械行业特点除了“高度碎片化”之外，还处于追赶国际先进技术的快速发展时期，因此我国众多医疗器械企业仍处于做“深度”的阶段，少数龙头企业已经开始走向“广度”的扩张，包括了产品线与地域的双重发展。

▶“深度”发展：首先要在一个细分领域做大做强，其核心成长逻辑是技术的迭代升级、细分领域现阶段的快速增长（需求扩张）、进口市占率高已经进入快速替代的时期。基于我国医疗器械行业的发展现状，做细分领域隐形的冠军，享受行业增长与树立技术壁垒成为医疗器械企业发展的第一步，因此推荐关注：

- ▶行业需求爆发的细分行业：肿瘤伴随诊断、正畸和种植牙齿科耗材、心脏起搏器等小市场高增长的领域。
- ▶市场空间大、进口替代快速发展的细分行业：IVD（化学发光）、彩超、关节类骨科器械等细分领域。
- ▶2017年我国进口医疗仪器和装备达到97亿美金，2018年前三季度同比增长19%。

各领域医疗器械行业规模、行业增速及进口产品市占率情况



医疗器械进口额及增速情况



► “广度”发展：在完成一个细分领域深度发展之后，只有广度的扩张可以打开医疗器械单品类的天花板，进入更大的市场空间。“广度”扩张有2种方式，1) 产品线扩张和2) 销售区域扩张。

► 国内医疗器械企业已经开始逐步进入“广度”扩张的发展阶段，例如迈瑞医疗、乐普医疗、鱼跃医疗、新华医疗等A股公司，通过内生的研发结合大量的外延并购，横向扩张医疗器械产品、相关领域专科用药以及医疗服务机构等进行发展。由于跨领域发展，跳出原有的舒适区域，导致外延并购在整合和发展上遇到不同程度的困难，因此国内A股公司目前只有迈瑞医疗做到横向多科室产品发展和产品的国际化销售，成功打开公司发展的天花板，成为医疗器械领域的绝对龙头企业。

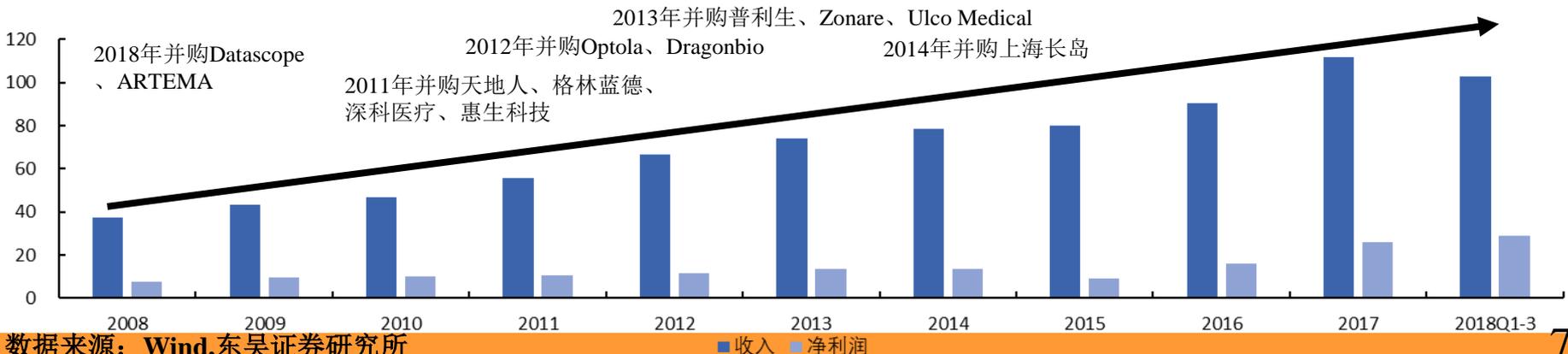
► 案例，迈瑞医疗：国内唯一具备全球销售能力的医疗器械企业，产品销往190多个国家地区，通过全球化外延获取世界级的领先技术和产品，形成国内独一无二的“广度”发展医疗器械企业。

## 医疗器械公司成长路径



<ul style="list-style-type: none"> <li>• 监护仪</li> <li>• 除颤仪</li> <li>• 麻醉剂</li> <li>• ...等产品</li> </ul> <p>生命信息与支持</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 雪球分析仪</li> <li>• 生化分析仪</li> <li>• 化学发光分析仪</li> <li>• ...等产品</li> </ul> <p>IVD</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 超声设备</li> <li>• ...等产品</li> </ul> <p>医学影像</p>	<p>迈瑞医疗通过自己的研发与全球并购策略，不断丰富自己的产品线，并深耕每一扩张的细分领域成为该领域绝对领导者。目前形成了生命信息与支持、IVD、医学影像三大领域并进，全球化发展的路径。</p>
--	--	--	---

迈瑞医疗收入与净利润变化情况（2008-2013数据为在美国上市时数据）



►彩超：受益于分级诊疗、完善基层医院功能等相关政策，叠加国内企业逐步具备竞争市场的技术和产品，彩超行业形成了高速增长与进口替代同时发展的行业变化。彩超年进口额在10亿美金以上，年增速~8%，进口产品市占率接近80%；国内需求旺盛，市场规模在90亿元+，年增速10%左右。

►IVD化学发光：受益于国内基层医院、体检中心的快速发展带动的需求上升，以及检验技术由生化向免疫发光技术的过度，行业需求快速上升，与此同时一批国内企业技术不断提高，我国化学发光的技术已经具备和进口产品竞争三级医院客户的能力，IVD流水线等产品进一步缩小与国际品牌的技术差距。化学发光市场规模超过200亿元，年均增速超过20%，进口产品占比超过80%。

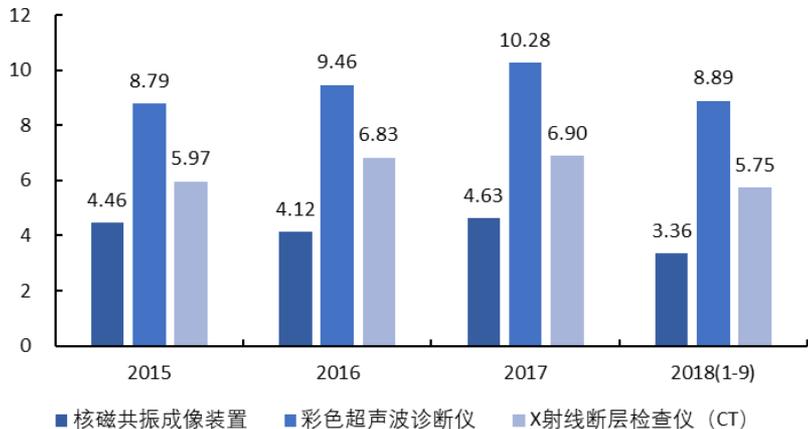
►快速爆发的小众医疗器械市场：隐形的冠军

►肿瘤靶向药物伴随诊断：随着肿瘤靶向药物种类的增多，以及价格谈判后靶向药物进入医保，推动肿瘤治疗靶向用药快速增长，其伴随诊断进入快速爆发期，目前市场规模在10亿元左右，行业增速在30%以上。

►正畸、种植牙用耗材：受益于消费升级，牙齿健康护理与牙齿美容领域快速爆发。目前我国年均种植牙数量在200万颗左右，和韩国与德国种植牙数量相当，但我国人口基数是韩国和德国15-20倍，巨大的需求释放推动行业维持在30%以上的高增速。

►近视眼矫正：受益于超过5亿的近视人口（其中65%为青少年）及其较高的进入政策壁垒，近视矫正行业格局稳定，形成了市场空间大、增速快的特点。目前市场潜在空间超过100亿元，行业增速超过30%。

影像检测设备进口金额（亿美金）



我国体外诊断市场分布情况



# 自上而下关注“广度”扩张的行业龙头和：深度“发展”的细分领域的隐形冠军

➤ 医疗器械行业迎来政策不确定的潜在影响期，因此自上而下选择需求扩张快速，潜在政策影响小，进口替代空间大的领域进行布局。

因此，我们根据对细分行业发展的判断建议关注：

- 彩超领域：迈瑞医疗、开立医疗
- IVD领域：安图生物、迈瑞医疗
- 近视矫正：欧普康视
- 肿瘤靶向药物治疗伴随诊断：艾德生物
- 正畸、种植牙耗材：正海生物

证券简称	核心逻辑	净利润 (亿元) (2018E)	净利润 (亿元) (2019E)	净利润增速 (2019E)	PE(2018E)	PE(2019E)	2019年PEG
迈瑞医疗 (盈利预测来自Wind一致性预期)	医疗器械龙头标的，在监护仪、超声、IVD等多个领域处于国内领先地位，在产品多元化的同时，率先国际化进军全球市场，推动公司业绩长期稳健增长。	36.51	44.75	22.6%	34.4	28.1	1.24
安图生物	IVD化学发光领域的龙头企业，受益于行业的快速增长以及进口产品替代带来的市占率提升，同时公司多元化开发流水线、质谱仪等多种检测设备，IVD全领域布局推动业绩长期稳健增长。	5.84	7.45	27.6%	36.2	28.4	1.03
欧普康视	近视矫正行业的隐形冠军，受益于庞大的市场、稳定的竞争格局以及消费升级驱动需求的快速扩张，公司业绩进入快速增长期。	2.00	2.63	31.5%	40.8	31.0	0.98
艾德生物 (盈利预测来自Wind一致性预期)	国内肿瘤靶向药物伴随诊断的绝对龙头，医院端市占率超过60%，在医保纳入更多肿瘤靶向药物的大趋势下，公司迎来业绩的爆发增长。	1.27	1.72	35.3%	46.9	34.7	0.98
正海生物 (盈利预测来自Wind一致性预期)	受益于种植牙行业的快速成长，公司口腔修复膜迎来黄金发展期，同时公司研发管线丰富，有活性骨、子宫修复膜等多个重磅产品处于审批和临床阶段，推动公司长期发展。	0.89	1.15	29.5%	44.4	34.3	1.16

## 4.品牌OTC——量价双升逻辑清晰

推荐标的：片仔癀  
葵花药业

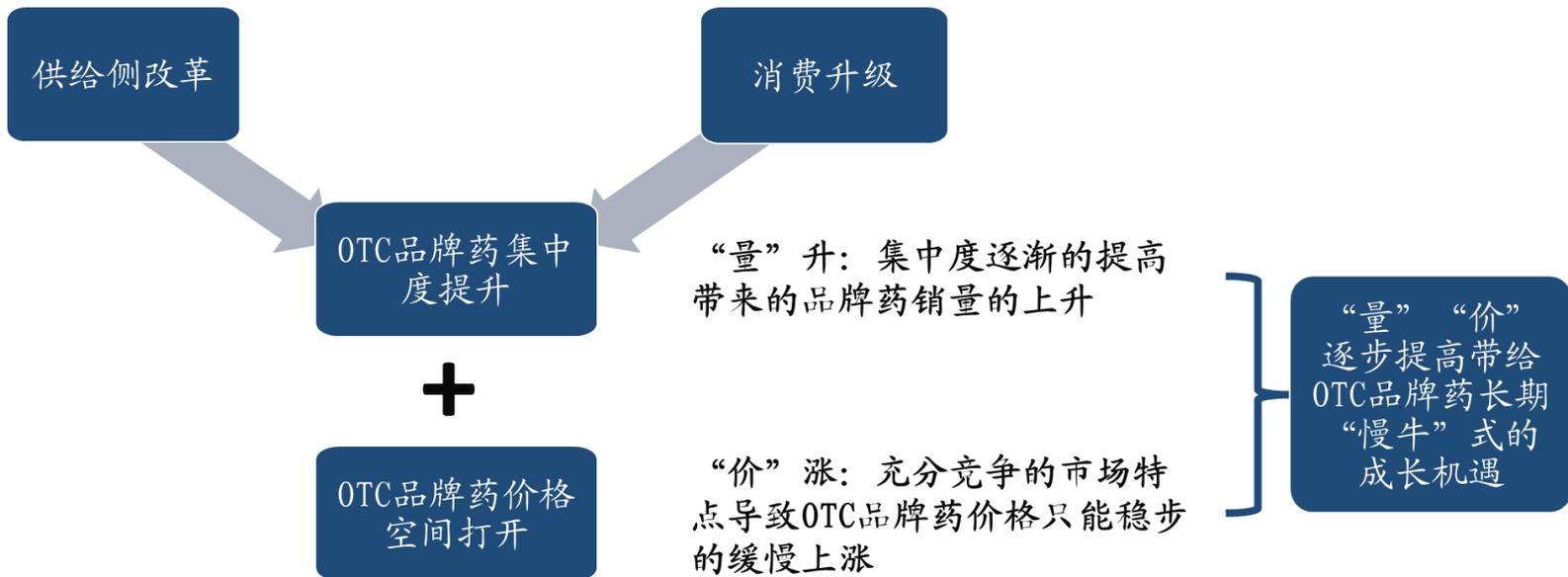
➤OTC行业特点：OTC药品具备消费属性与刚需属性，药品使用涉及到个人的健康安全，使其消费升级逻辑更加清晰明确，且不受近年来国家医保控费等因素影响，主要由市场的竞争格局影响。

➤OTC行业迎来价+量双升局面：

➤价格：上涨源自2015年OTC药品价格放开的政策，OTC药企经过2015年的观望和2016年的试探之后，顺应消费升级浪潮进入涨价周期。

➤销量：首先需求端药店连锁化率提高和品牌价值的体现，消费者对OTC药品的品牌认知显著提升，自主选择药品显著提高，推动需求端向品牌OTC药企集中；此次供给端的小药厂面临的环保和GMP检查压力显著提升，驱动成本上升，同时2016年营改增、两票制、94号文等政策导致小渠道商成本大幅上升，导致小药厂生存困难退出市场，推动生产端规模化和集中度向OTC龙头企业集中。

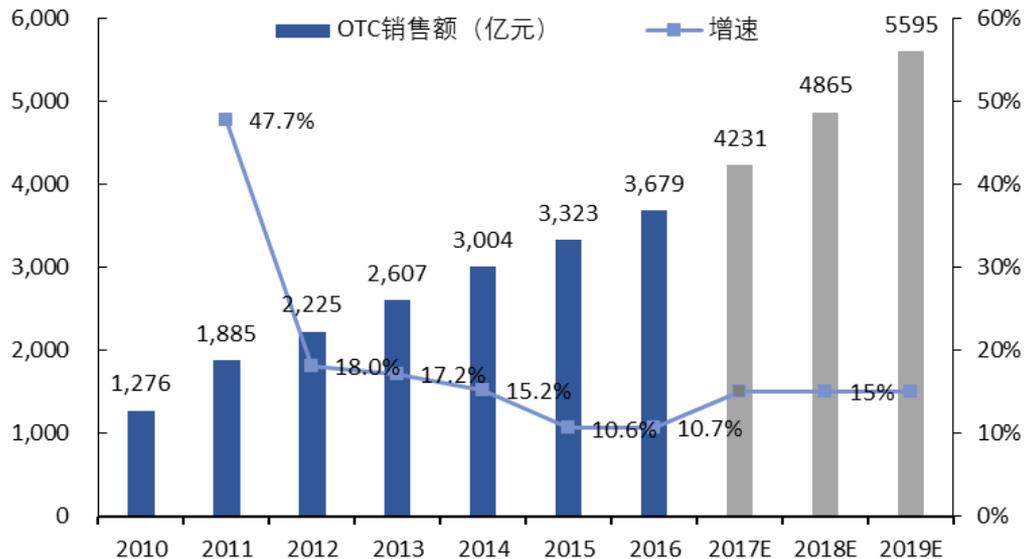
## OTC行业进入量价齐生的成长期



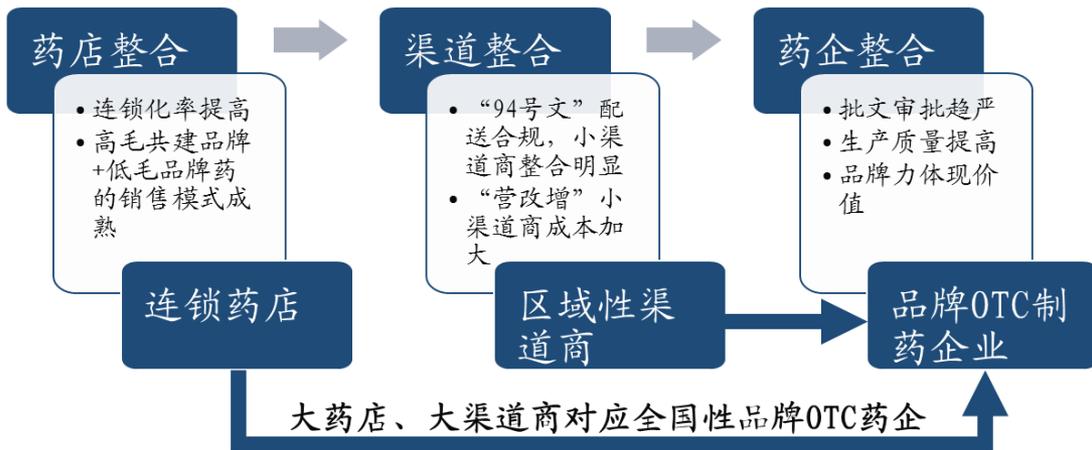
➤OTC药品销售额在2016年约为3679亿元，当年同比增速为10.7%。OTC行业在2010年至2014年经历了广告拉动的快速增长之后在2015-2016年迎来一个调整期，主要为销售方式和销售渠道的整合。2017年成为OTC行业再度起航的始点，行业整体渠道调整完毕，随着价格上涨的开始，我们判断行业年均价格上涨在5%左右，因此OTC行业将再次迎来年均15%以上的增速。

➤OTC行业整合明显利好行业龙头企业：1) 药店连锁化率快速提升，连锁药店的销售占比大幅提升，连锁药店的发展明显有助于OTC药品龙头企业的终端覆盖能力；2) OTC行业的中游渠道商在2017年也迎来了整合的大年。2016年先后出台了“两票制”、“94号文”、“营改增”等政策组合拳，大幅提高药品配送流通企业的“配送”和“票据”等要求，直接过滤掉不合规的“小”渠道商，行业集中度明显提升。

### OTC行业销售额变化情况



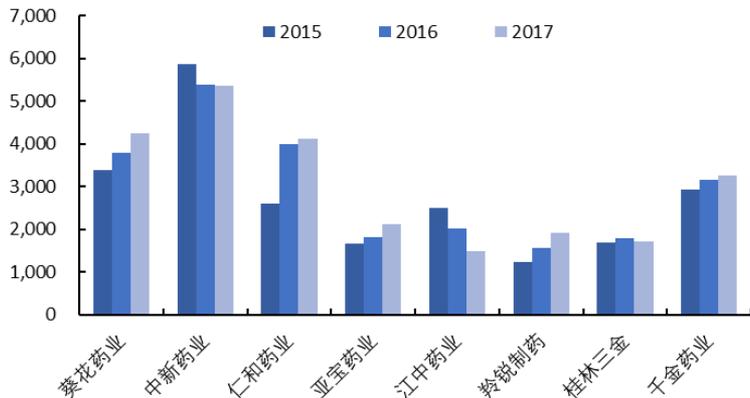
### OTC行业整合利好行业龙头



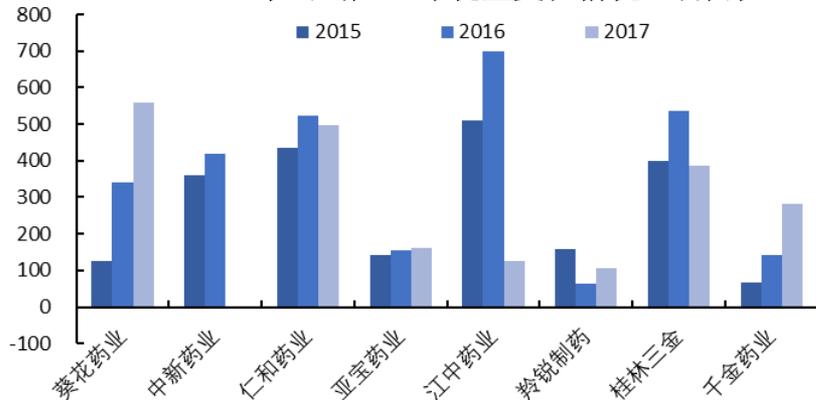
在现金流的变化情况上，OTC行业上市公司2015年至今出现了显著的提高。分析的样本标中，葵花药业、亚宝药业、千金药业销售产品产生的现金流和净现金流均表现出逐年提高的态势；仁和药业和羚锐制药在销售产品产生的现金流也为逐渐上升。现金流的逐年提升，表现出OTC行业通过内生发展产生现金的能力提高，亦证明行业成长性。

多数OTC上市公司的应收周转率保持了相对稳定，只有江中药业和羚锐制药变化较大；库存周转方面由于OTC企业大多以中药品种为主，中药材库存的增多导致周转率略有下降。稳定的周转率，结合现金流的逐步提高，我们判断OTC行业处于健康的成长过程。

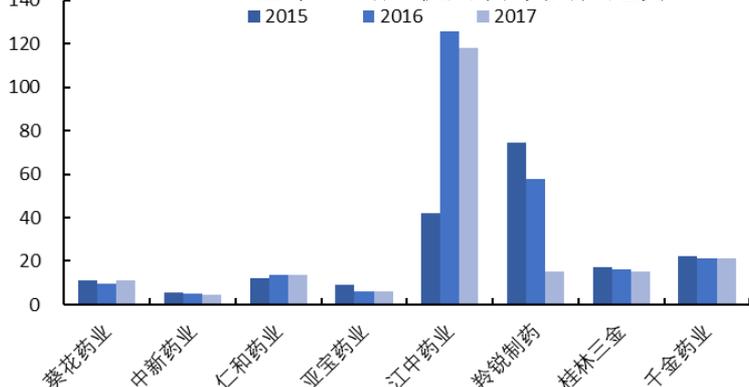
### OTC上市公司销售商品、提供劳务收到现金变化情况（百万元）



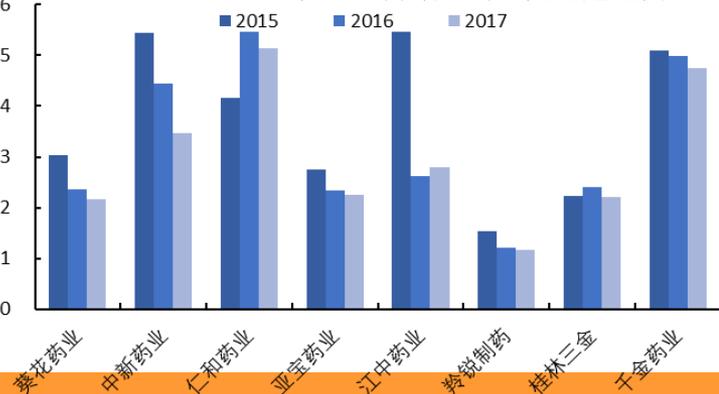
### OTC上市公司产生净现金变化情况（百万元）



### OTC上市公司应收周转率变化趋势



### OTC上市公司库存周转率变化趋势

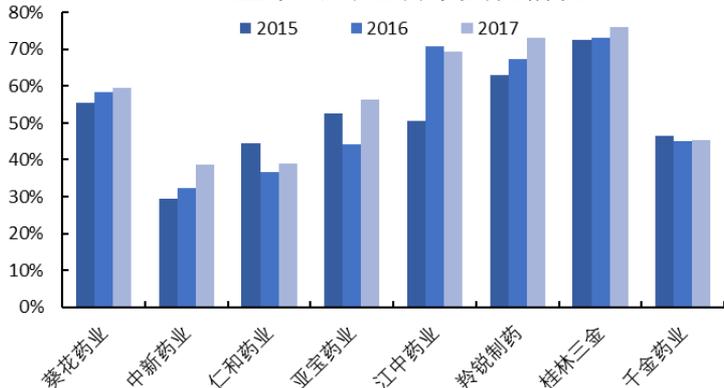


# OTC企业毛利率和净利率持续上升，内生性提高ROE水平

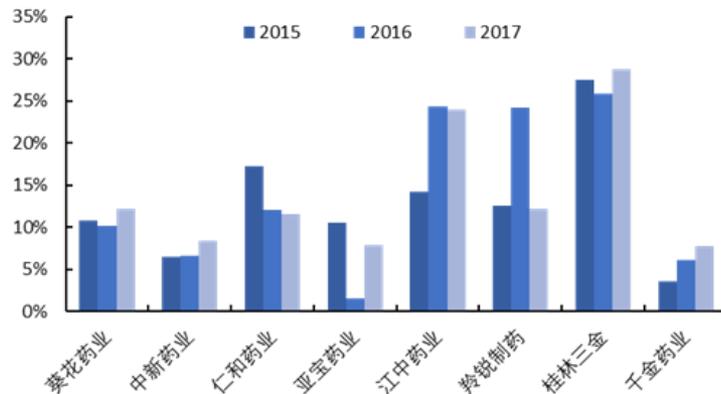
随着OTC行业进入涨价周期，OTC行业迎来了毛利率和净利率提升的机遇。价格的提升直接推动OTC行业的毛利率提高，多数公司均出现了连续三年向上的趋势。净利率方面，多数企业在2016年行业渠道变革之后迎来了净利率上升。我们认为净利润率的提高是行业拐点向上的重要方向标，其既体现了涨价带来的收益加成，同时亦有规模效应带来的销售费用率和管理费用率的降低。

在现金流变好的同时，OTC行业的上市公司净利率上升和收入的提高，驱动了样本标的资产负债率的下降和ROE的提高。我们认为OTC行业仍处于价格上涨和集中度提升的消费升级大趋势下，净利润率处于上升通道，因此，样本公司的ROE是可持续的有质量的上升。

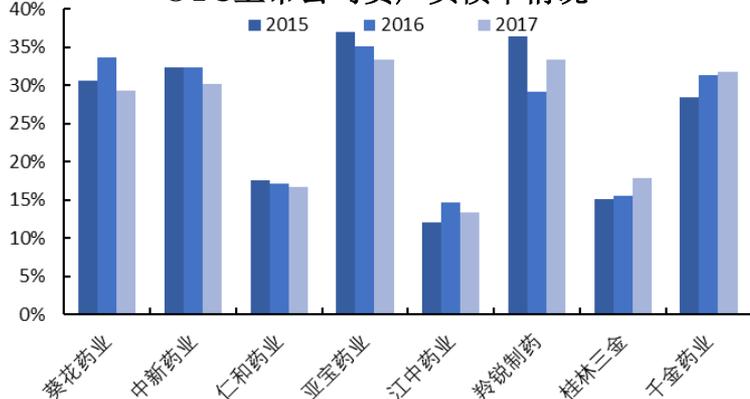
### OTC上市公司毛利率变化情况



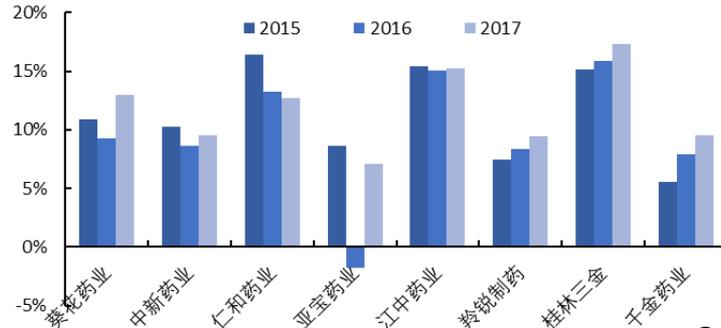
### OTC公司净利率变化情况



### OTC上市公司资产负债率情况



### OTC上市公司ROE变化情况



➤OTC行业在多年调整之后迎来了黄金爆发期，其核心逻辑消费升级+行业变革，引领了OTC药品消费向品牌药集中的过程，在此过程中价格和销量的上升主导了OTC行业收入和利润端的持续高速增长。于此同时，分级诊疗的逐步实施成为OTC行业新的增量市场。因此，我们对OTC行业变化的理解为：1) OTC药品存量市场随药品价格上涨而扩大；2) 存量市场的蛋糕随品牌优势化而从新切分；3) 分级诊疗带来了巨大的增量市场。

➤基于以上判断，我们认为OTC行业的龙头企业在此次OTC行业变革机遇中更具优势，从而在充分竞争环境中脱颖而出。因此，我们关注品牌OTC龙头片仔癀、儿童药龙头企业葵花药业、济川药业、以及贴膏剂龙头企业羚锐制药等标的。

证券简称	核心逻辑	净利润 (亿元) (2018E)	净利润 (亿元) (2019E)	净利润增速 (2019E)	PE (2018E)	PE (2019E)	2019年PEG
片仔癀	鉴于片仔癀国家保密级品种的中药行业地位、明确的疗效、以及“量价”齐升趋势的确立，未来提价和提高客户群数量的空间都很广阔，公司业绩具备长期高速增长潜力。	10.90	14.76	35.4%	46.3	34.2	0.97
葵花药业	儿童药龙头企业，大品种在OTC端销售持续放量，在消费升级驱动的价格上涨以及小儿肺热咳喘系列药物进入医保目录的带动下，公司业绩稳步高速增长。	5.73	7.36	28.4%	15.7	12.2	0.43
羚锐制药	公司为贴膏细分领域的龙头企业，顺应行业趋势重点扩张OTC与基层医疗机构，基于公司销售队伍建设基本完成、OTC及基层医院扩张快速推进，以及公司产品价格逐步提升，公司业绩有望持续快速增长。	2.76	3.54	28.3%	15.8	12.3	0.43
济川药业	大品种策略带动下，三大品种蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊、小儿豉翘清热颗粒在OTC端具备快速放量的能力，同时蛋白琥珀酸铁口服溶和东科药业为公司业绩爆发提供新的动力。	16.60	21.02	26.6%	16.5	13.1	0.49

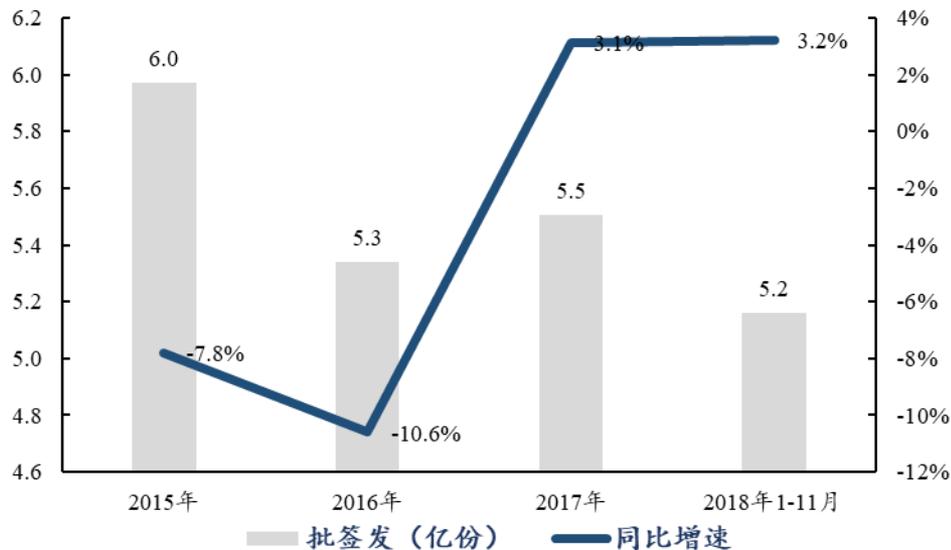
## 5.5. 疫苗——新型疫苗实现快速放量

推荐标的：智飞生物

# 受事件因素影响今年疫苗行业增速低于预期，明年下半年有望实现快速增长

- 2018年上半年，受益于新产品上市及“山东疫苗事件”造成的不利影响逐渐消除，疫苗行业快速增长。上半年实现批签发约3亿，同比增速在34.5%。下半年随着疫苗事件的爆发，接种二类疫苗的意愿有所下降。6-11月，共实现批签发2亿，同比下滑22.3%。1-11月共实现批签发约5亿，同比增速在3.2%。
- 我们认为随着疫苗事件不利影响的消除，叠加今年下半年的低基数，明年全年疫苗行业将实现快速增长，增速有望达到15%-20%。
- 截至12月16日，重点疫苗今年批签发统计如下：9价HPV疫苗共50万支、4价HPV疫苗共380万支、4价流感疫苗512万支。

图:2015-2018年1-11疫苗批签发情况



# 新型疫苗有望实现快速放量，新品种上市未来将成为拉动我国疫苗行业增长的主要动力

- 2009年，辉瑞的7价肺炎球菌-沛儿7上市，次年沛儿13上市。公司产品上市后，第二年销售增速达到顶峰，之后除15年增速达到35%外，基本维持在15%的增速。
- 默沙东的4价HPV疫苗于2006年上市，9价于2015年上市。4价HPV疫苗上市后，次年增速达到530%，之后除12年增速达到35%以外，增速基本为负值。9价HPV疫苗上市叠加我国可销售HPV疫苗，15年以后带来增长，但增速基本维持在6%-15%。
- 新疫苗产品上市后，若产品产量不成为限制因素，在国际市场第二年可实现快速增长，之后增速趋缓，整体销量维持稳定。因此我们认为，新产品的逐步上市，将成为疫苗行业长期增长的最主要驱动因素。

图:7/13价肺炎球菌疫苗全球销售情况

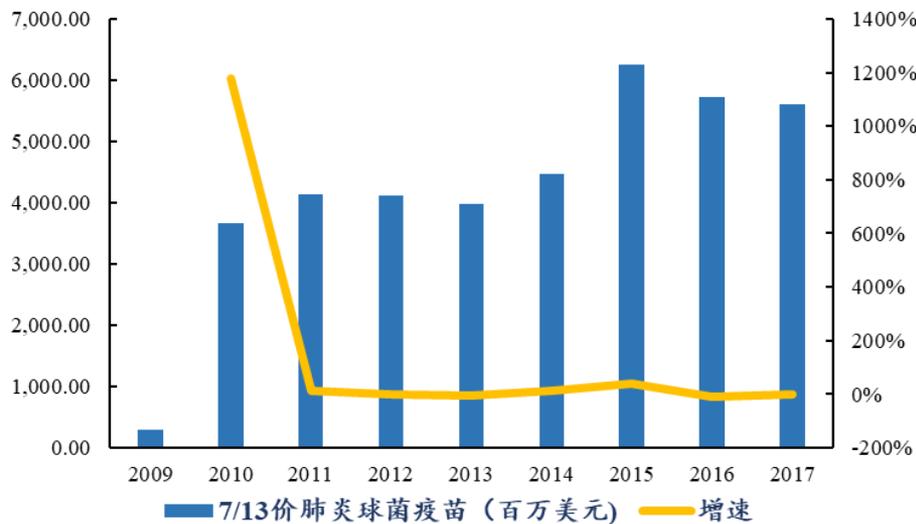
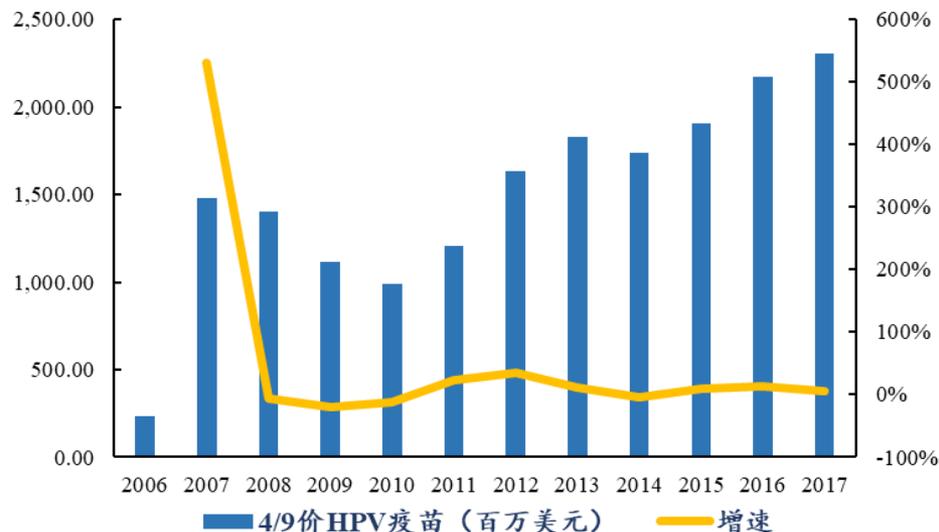


图:4/9价HPV疫苗全球销售情况



# 新型疫苗有望实现快速放量，新品种上市未来将成为拉动我国疫苗行业增长的主要动力

- 目前看我国新型疫苗产品储备相对丰富，这些产品未来将为我国疫苗行业带来增量。
- 我们认为，我国疫苗市场由于“疫苗事件”带来的不良影响，今年下半年将为负增长。明年随着事件不良影响的过去，明年下半年年将实现恢复性快速增长。同时，9价HPV在我国的成功上市及4价HPV疫苗的快速放量将为我国疫苗行业贡献增量。
- 长期看，我国未上市的新型疫苗相继获批上市，随着这些产品的相继放量，将推动我国疫苗行业实现增长。

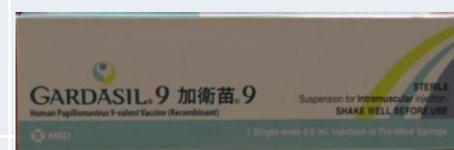
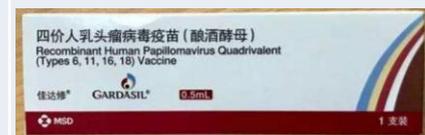
我国在研新型疫苗品种及研发进度

名称	进度最快企业	研发进展
埃博拉疫苗	康希诺生物	国内获批作应急使用及国家储备
肺结核加强疫苗	智飞生物	III期临床
13价肺炎球菌疫苗	沃森生物	完成III期临床
MCV4	康希诺生物	III期临床
	民海生物	III期临床
	民海生物	III期临床
sIPV	武汉所	III期临床
	北京科兴	III期临床
二倍体狂犬疫苗	民海生物	I/III期临床
尖锐湿疣疫苗	万泰生物	I期临床

- 智飞生物取得默沙东4/9价HPV疫苗的独家代理权。随着公司成功代理销售上述产品，公司抢占了全球销售额排名第二的重要疫苗品种在我国的市场。
- 4价HPV疫苗于2017年11月开始销售，由于产能等原因，2018年销量约为400万支，为明年的高速增长提供空间。
- 9价HPV疫苗明年将是销售的大年，随着采购协议的签订，我们认为HPV疫苗将逐渐在我国放量。
- 我们预计公司2018年到2020年，归属母公司净利润为15.88亿元、33.84亿元和44.54亿元，同比增长267.5%、113.0%和31.6%；对应EPS为0.99元、2.12元和2.78元。

智飞生物主要产品销售情况预测

名称	2018年预期销量	2019年预期销量	2018年预期销售额	2019年预期销售额
4价HPV疫苗	400万	650万	31.9亿	51.87亿
9价HPV疫苗	40万	370万	5.2亿	48亿
三联苗	600万	800万	13.2亿	17.6亿
5价轮状病毒疫苗	45万	100万	1.3亿	2.8亿



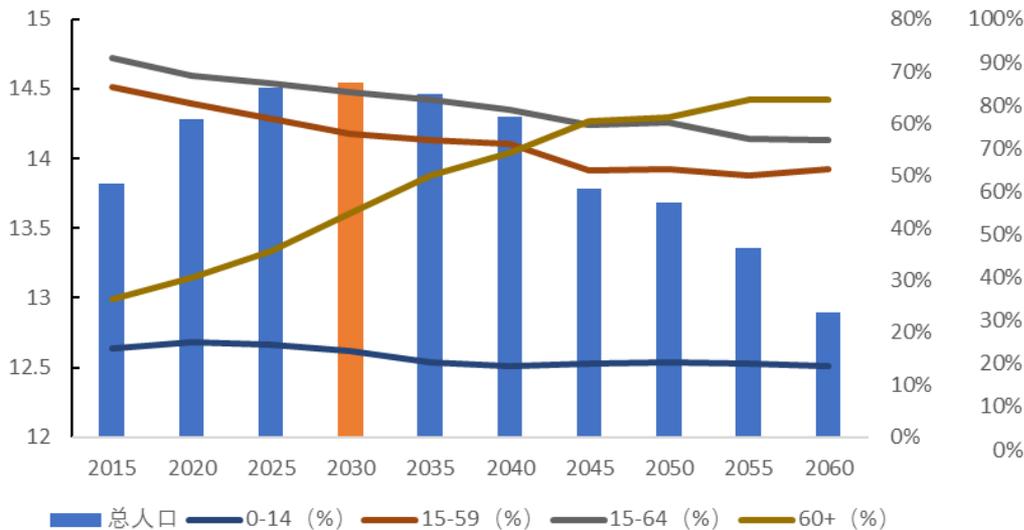
风险提示：行业事件带来不良影响的风险、销售低于预期的风险

## 5.6. 医疗服务——拥抱健康消费升级的历史机遇

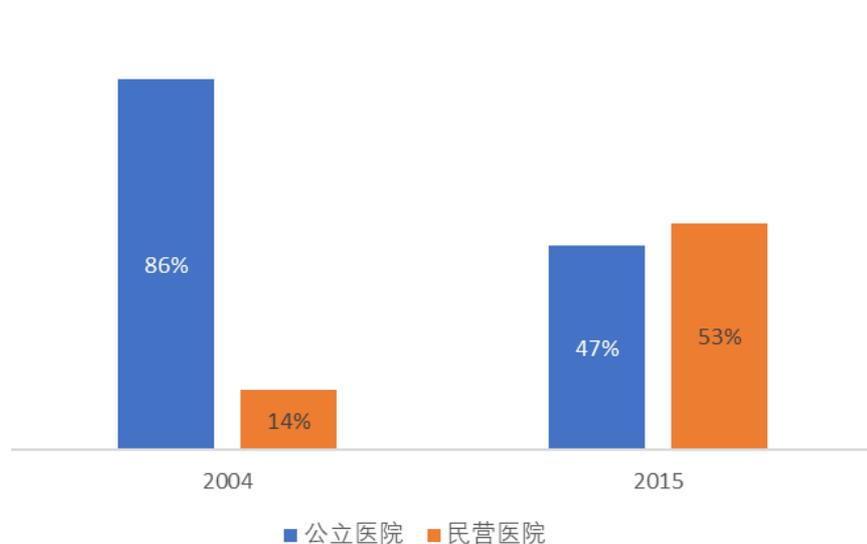
关注标的：美年健康  
爱尔眼科  
通策医疗

- 政策鼓励：《“十三五”规划纲要》、“健康中国2030”、“十三五”卫生与健康规划与限制公立医院扩张的政策相继出台，“抓预防、治未病”的健康管理方式成为政策主导的大方向，非公立医疗机构迎来政策红利带动快速发展的机遇。
- 老龄化社会加速到来，对健康的需求群体不断扩大。2030年中国人口将达到峰值，60+人口比例将达到43%。公立医院很难满足需求。

### 我国总人口数量（亿人）及不同年龄人群占比情况



### 我国公立医院及民营医院占比情况



## 各级医疗机构特点明显，分级诊疗势在必行

顶级医院

价格高昂，设备先进，服务优质

中型医院

分级诊疗

基层医院

价格便宜，满足基本医疗需求

市场： 需求大 增速快	医疗 ← [ ] → 消费	：偏向医疗服务，需要专业性，可靠性
	刚需 ← [ ] → 可选择	：偏向可选择，消费属性强，需要支付能力提升
模式： 品牌好 内容优	低频 ← [ ] → 高频	：偏向低频，需要强大的客户粘合度
	高价值 ← [ ] → 低价值	：偏向高价值，需要产品力、品牌力
扩张： 易连锁 高资本	个性化 ← [ ] → 标准化	：偏向标准化，检验设备、流程可复制性高
	重资产 ← [ ] → 轻资产	：偏向重资产，医疗设备的资本需求大

- 目前A股投资标的分布于体检、眼科、口腔领域，行业增速均超过20%，景气度较高。
- 对医生、设备以及资金的依赖程度决定了全国可复制性。体检、眼科对设备依赖程度高。
- 未来的成长来自于基层布局&客单价提升两个方面。

## 2017年民营医疗服务机构对比

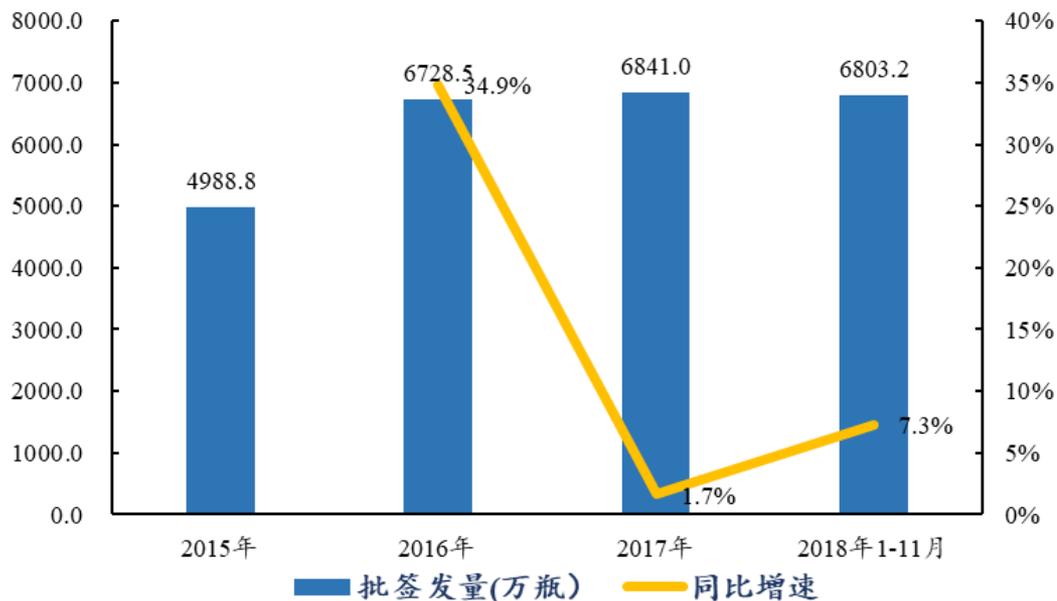
	美年健康	爱尔眼科	通策医疗
所属领域	体检	眼科	口腔
医师依赖程度	低	低	高
设备、资金依赖程度	高	高	低
行业增速	20%	25%	20%
民营占比	25%	20%	50%
布局	全国布局	全国布局	浙江
并表医院数量	206	75	30
体外医院数量	200+	200+	\
市值（亿元）	449	638	149
收入（亿元）	62.33	59.63	11.80
增速	44.48%	49.06%	34.25%
净利润（亿元）	6.14	7.43	2.17
增速	35.89%	33.31%	59.05%

## 5.7. 血液制品——库存出清完毕

关注标的：天坛生物  
华兰生物

- 截至2018年11月，我国血液制品共实现批签发6803万瓶，同比增速达7.3%，相较于前三季度0.5%的同比增速，上升明显。我们认为血液制品出现增长除去去年下半年低基数的原因外，完成库存出清为主要原因。我们认为，未来血液制品产品结构将进一步优化，重拾两位数行业增速。

### 2015-2018年1-11血液制品批签发情况

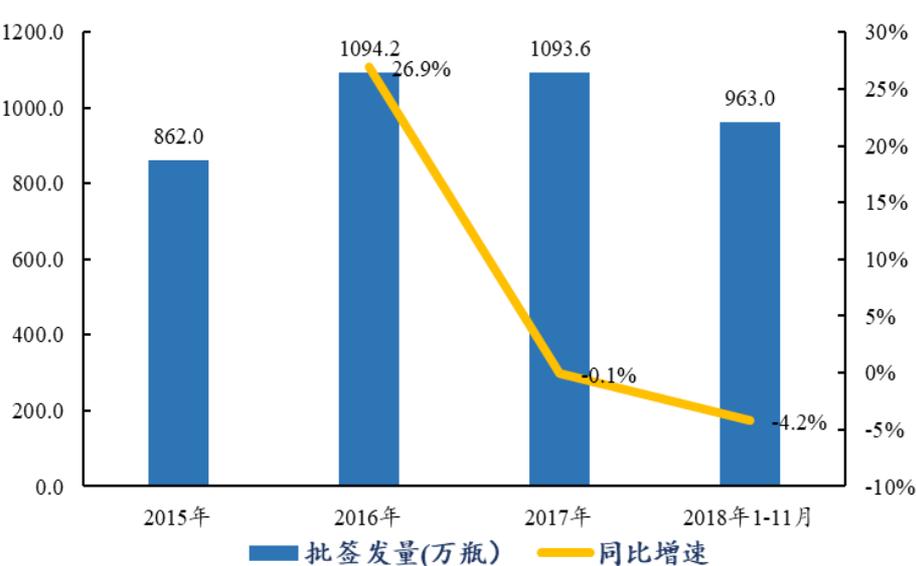


- 分品种来看：截至11月，今年白蛋白实现批签发4131万瓶，同比增长4.0%。考虑6-11月25%的同比增速，我们认为，人血白蛋白基本完成去库存，新一轮增长已经开始。从企业分布可以看出，进口产品前三季度占比相较于2017年全年有所下滑，约为57.7%，而2017年为59%。2018年第三季度，进口白蛋白占比下滑明显，仅为51%。我们认为进口产品占比出现下滑，我国产品占比上升，国产企业销量企稳，行业竞争格局相对优化。
- 截至11月，静丙实现批签发963万瓶，同比下滑4.2%，相较于前三季度-4.9%的增速下滑有所收窄，但仍然维持了下滑态势。我们认为，随着各公司的大力推广，静丙未来适应症有望增加，从而推动其增长。
- 其它小品种如八因子、纤维蛋白原和PPC，通过PDB来看，需求端均实现快速增长。批签发来看，八因子仍然维持了30%以上的增速，纤维蛋白原和PPC由于各别公司供量大下降，批签发同比出现下滑。我们认为小品种供不应求仍然显著，未来随着学术推广需求端有望进一步加大。小产品虽然占比较低，但价格高，我们认为未来血液制品行业的重要增长点。

### 人血白蛋白批签发情况



### 静丙批签发情况



# 市场集中度提升叠加产品结构调整将推动我国血液制品企业进一步增长

- 我国认为，我国的血液制品行业与国外血液制品行业的发展路径相似。国外血液制品行业经历过集中度集中的30年后，从100多家企业减少至不到20家公司。而前五家血液制品公司市占率合计超过80%。而2004-2011年间三次大型并购，奠定了如今几家血液制品巨头的市场地位和竞争格局。
- 我国目前亦进入血液制品公司加速并购的时期。近年来的几次大型并购，为国内几家血液制品公司超千吨的采浆量奠定基础。
- 我们认为，血液制品资源属性强，采浆数量决定产量，而产量又决定了生产成本。我国单采浆站标准较高，获批速度相对较慢，若想短时间内获得较多的血浆资源，并购为最主要的方式。而随着并购的进行，大企业将占据更多的浆站资源，市场将进一步向头部集中。

## 国内血液制品公司近年并购频繁

时间	并购公司	事件	金额
2008	泰邦生物	泰邦生物收购大林生物和西安回天分别90%和35%股权	1.94亿美元和640万美元
2009	天坛生物	天坛生物收购成都蓉生90%股权	5.52亿元
2013	上海莱士	上海莱士收购邦和药业	18亿元
2014	上海莱士	上海莱士收购同路生物89%股权	47.58亿元
2017	天坛生物	天坛生物分别收购上海血制、武汉血制及兰州血制	分别支付4918万、5517万和2892万元
2017	博雅生物	总公司高特佳收购丹霞血液制品公司	出资25亿元
2018	天坛生物	天坛生物购买贵州中泰股权80%	3.6亿元

## 我国主要血液制品公司采浆投浆情况（吨）

公司	2015	2016	2017	2018E
山东泰邦	982	1100	1200	1230
华兰生物	723	1020	1100	1200
天坛生物	584	683	1400	1450
博雅生物	177	256	300	350（丹霞调浆成功为750）
上海莱士	810	900	900	900
ST生化	269	302	348	400

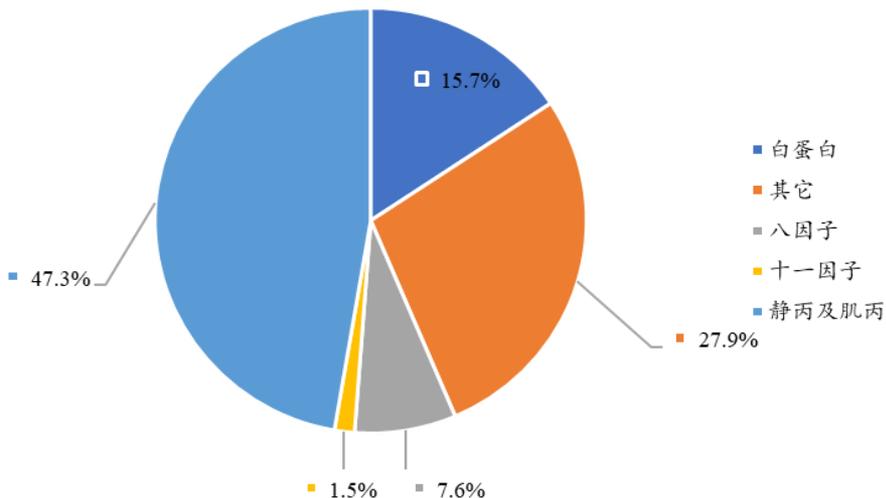
## 国外血液制品公司重要并购事件

时间	并购公司	事件	金额
2002	Grifols	并购Biomat，获得其拥有的43个浆站	-
2004	CSL	CSL并购AventisBehring	9.25亿美元
2004	Taleris	Taleris收购Bayer血液制品板块	5.9亿美元
2006	Grifols	并购PlasmaCare，采浆量跻身全球前三	-
2011	Grifols	Grifols收购Taleris	40亿美元
2018	Grifols	并购Hologics的血液筛查业务板块	18.5亿美元

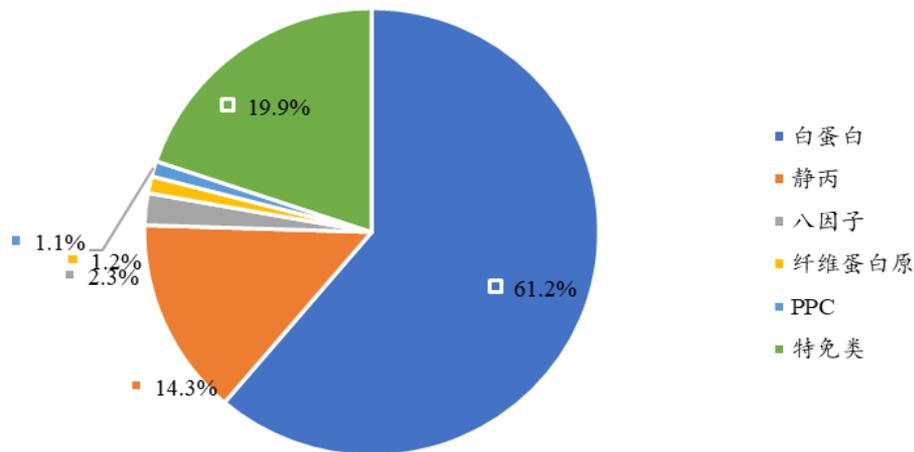
# 市场集中度提升叠加产品结构调整将推动我国血液制品企业进一步增长

- 我国血液制品产品结构与国外市场相差较多。我国的血液制品占比最多的仍为人血白蛋白，占比达到61%。而国际市场白蛋白占比仅为15.7%。
- 国际市场近年来血液制品行业的增长主要又静丙需求的增长带来。国际市场可以看出，静丙及肌丙的占比高达47.3%。我国目前静丙的占比仅为14.3%。
- 国内外市场静丙占比差距巨大的主要原因为获批适应症数量的差距较大。从国际市场来看，FDA获批的适应症共有9种，而目前报道的超适应症应用的品种则超过了30种。我国血液制品常用的适应症仅为4种。由于我国血液制品学术推广力度小，静丙应用的普及度较低，因此超适应症应用仍然较差。
- 我们认为，随着静丙学术推广的加强，适应症有望实现拓展，从而带动我国血液制品行业加速增长。

### 2016年国际血液制品各产品占比



### 2018年我国血液制品各产品占比



# 主要血液制品出厂价格变化情况（PDB销售额/销量）

年份	进口白蛋白 (元/瓶)	国产白蛋白 (元/瓶)	静丙 (元/瓶)	八因子 (元/瓶)	纤维蛋白原 (元/瓶)
2012Q1	384.32	202.83	572.20	372.35	325.66
2012Q2	375.52	204.78	588.50	380.51	337.03
2012Q3	380.52	206.73	573.30	390.91	327.54
2012Q4	390.03	205.44	546.09	397.98	327.98
2013Q1	390.62	206.90	547.73	383.95	331.43
2013Q2	390.21	212.04	539.01	383.97	332.27
2013Q3	393.41	211.26	540.23	377.90	332.82
2013Q4	408.58	212.09	543.10	381.06	336.24
2014Q1	407.04	210.75	527.91	393.17	337.11
2014Q2	404.63	210.45	546.54	399.67	337.50
2014Q3	391.35	210.55	545.67	393.38	336.31
2014Q4	390.46	211.66	541.42	395.80	337.27
2015Q1	391.02	208.61	544.55	396.17	337.73
2015Q2	395.03	210.05	543.24	383.52	340.98
2015Q3	399.20	222.00	547.73	384.26	397.67
2015Q4	402.41	211.09	554.14	394.62	521.84
2016Q1	406.92	221.77	564.08	390.41	747.50
2016Q2	417.23	221.57	575.42	393.12	790.41
2016Q3	429.04	219.91	579.05	399.41	823.83
2016Q4	421.29	226.25	580.48	396.07	893.92
2017Q1	415.15	254.61	582.98	402.08	908.81
2017Q2	411.93	243.54	583.76	394.61	909.22
2017Q3	407.80	226.30	586.89	399.58	906.07
2017Q4	402.95	227.81	588.13	393.58	897.46
2018Q1	400.11	226.33	590.46	390.16	892.60
2018Q2	400.03	225.55	594.33	394.37	897.66
2018Q3	401.57	228.57	596.77	394.85	893.50

➤ 血液制品行业未来将进一步向头部靠拢，同时公司产品批文丰富为又一关键考虑指标。我们认为，采浆量大、产品生产批件全的产品未来有望最先迎来快速增长，因此我们建议关注：

- 采浆量排名第一的企业：天坛生物
- 可生产品种全，采浆量排名前三：华兰生物

证券简称	核心逻辑	净利润 (亿元) (2018E)	净利润 (亿元) (2019E)	净利润增速 (2019E)	PE(2018E)	PE(2019E)	2019年PEG
天坛生物	并购带来公司采浆量大幅度提升。公司为静丙产品（盈利预测来的龙头，产能高，市占率大。近年来公司专注于静丙的学术推广，并着力推进适应症的拓宽。未来随着静丙适应症的增加，公司收益最明显。）	5.39	6.64	22.6%	34.3	27.8	1.19
华兰生物	公司主要业务涵盖血液制品及疫苗。公司为白蛋白的龙头企业，同时八因子市占率最高。随着产品结构的调整，八因子销量的增加，未来将实现快速增长。	10.61	12.21	15.1%	29.0	25.3	1.67

- 1) 医保局控费政策超预期，药品价格持续下降。
- 2) 宏观经济发展低于预期，国内消费数据进一步下滑。
- 3) 新生儿出生低于预期，人口老龄化进一步恶化。
- 4) 股票质押风险；限售股解禁的流动性风险。

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

# 东吴证券 财富家园