

增持

——维持

日期：2019年07月22日

行业：医药生物



分析师：魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC 证书编号：S0870513090001

研究助理：黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.com

SAC 证书编号：S0870119030007

证券研究报告/行业研究/行业动态

卡瑞利珠单抗定价及赠药方案确定

——医药生物行业动态

主要观点

本周与肿瘤免疫治疗相关的上市企业中，沪深涨幅最大的企业为药明康德（2.28%）；港股中涨幅最大的企业为石药集团（5.56%）；美股中涨幅最大的企业为 Novartis（6.09%）。

相关公司动态

国内公司：1) 恒瑞医药：卡瑞利珠定价为国产最贵，赠药方案从 2+2 起步；2) 康宁杰瑞：已向港交所递交上市申请

国外公司：1) SurgiMab：荧光肿瘤特异性抗体为癌症手术提供术中成像；2) 百时美施贵宝：将与拜耳共同开发 PD-1 的联合疗法；3) Neon Therapeutics：新抗原癌症疫苗提升 PD-1 药物疗效

学术动态：1) 英国癌症研究所：溶瘤病毒有望能够将“冷肿瘤”转化为“热肿瘤”，提升 PD-1 类药物疗效；2) 麻省理工：肿瘤疫苗有望增强 CAR-T 疗法对实体瘤的治疗效果

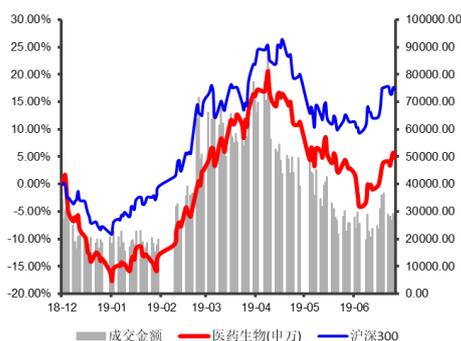
风险提示

政策推进不及预期风险；药品招标降价风险；药品质量风险；中美贸易摩擦加剧风险等

行业经济数据跟踪 (Y19M5)

累计产品销售收入 (亿元)	10,012.1
累计产品销售收入同比增长	9.5%
累计利润总额 (亿元)	1,278.9
累计利润总额同比增长	10.9%

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



报告编号：

一、近期公司动态摘要

国内公司动态：

恒瑞医药：卡瑞利珠定价为国产最贵，赠药方案从 2+2 起步

近日，公司正式确定其自主研发的抗 PD-1 单抗卡瑞利珠的定价，同时，该药的慈善赠药政策也将正式出台。

公司卡瑞利珠单抗的定价为 19800 元/200mg，是目前价格最高的国产 PD-1 单抗药物。而公司此次推出赠药方案能够显著提高患者对于药物的可及性：患者在自费 2 个周期的药物、且符合赠药条件之后，可以获得接下来 2 个周期的慈善赠药；患者再次购买 4 个周期后，在符合赠药条件下，后续可获得赠至一年疗程（从第一支使用计算起的一整年）的援助。该赠药方案使卡瑞利珠单抗的年治疗费用仅略高于君实生物，有望能使更多患者受益于 PD-1 疗法。（医药魔方）

表 1 已上市 PD-1 药物的价格情况对比

公司	产品	规格	价格(元/支)	给药剂量	年度费用(60kg)	援助	援助后年度费用(60kg)
君实生物	特瑞普利单抗	240mg	7200	3mg/kg/2 周	约 18.7 万元	4+4	约 10.0 万元
信达生物	信迪利单抗	100mg	7838	200mg/3 周	约 28.2 万元	3+2	约 18.8 万元
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	200mg	19800	200mg/2 周	约 51.5 万元	2+2, 4+18	约 11.9 万元
默沙东	帕博利珠单抗	100mg	17918	2mg/kg/3 周	约 60.9 万元	3+3	约 32.3 万元
百时美施贵宝	纳武利尤单抗	40mg	4591	3mg/kg/2 周	约 45 万元	6+7	约 22.1 万元
		100mg	9260				

数据来源：各公司官网 上海证券研究所

康宁杰瑞：已向港交所递交上市申请

7 月 15 日，港交所在发行人资料中披露了康宁杰瑞的上市申请版本，遵循上市规则为第十八 A 章所定义的生物科技公司。根据招股书，公司本次赴港上市的主要是为关键在研项目的研发和商业化筹集资金，其中包括 PD-L1/CTLA-4 双特异性抗体新药 KN046、HER2 双特异性抗体 KN026 和重组人 CTLA-4 变体 Fc 融合蛋白注射液 KN019 的开发和商业化。从公司产品线来看，其在研产品共有 8 款，目前进展最快的产品是已处于临床 III 期的 PD-L1 单抗 KN035。此外，公司还有其他 3 款产品已进入临床阶段，且大多为双特异性抗体。（医药魔方）

图 1 公司现有产品线

候选药物	靶点	主要适应症 ⁽¹⁾	商业化权利	临床前	剂量递增 1a/1期	剂量扩展 1b/II期 ⁽²⁾	关键性 II/III期
KN046*	PD-L1/ CTLA4	實體瘤 ⁽³⁾ 、NSCLC、 TNBC、胰腺癌	全球	中國			
				澳大利亞			
KN026	HER2/ HER2	HER2過度表達mBC及 GC/GEJ	全球	中國			
				美國			
KN019	B7	RA、腎移植後 排斥反應	全球	中國			
KN035	PD-L1	BTC、MSI-H或dMMR 實體瘤、HCC、GC	合作開發 ⁽⁴⁾	中國			
				世界其他地區 ⁽⁵⁾			
KN052	尚未披露的雙特异性 ⁽⁶⁾		全球				
KN053			全球				
KN055			全球				
KN058			全球				

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

KN035（PD-L1 单抗）由公司和思路迪共同开发和商业化。由于 PD-(L)1 药物赛道目前已较为拥挤，为与头部梯队进行差异化竞争，公司在适应症布局上，选择开发与生物标志物相关的适应症，比如目前正在中国进行 DNA 错配修复/高危卫星不稳定性（dMMR/MSI-H）实体瘤的 II 期临床试验。此外，与已上市药物的给药方式不同，公司研发的 KN035 具有可皮下注射，常温下稳定等优点，可以适用于不适合输液的患者。截至目前，在美国、日本和中国，先后已有 300 多病人参与了 KN035 的临床试验。

除 KN035 外，公司还有另外 3 款产品进入临床阶段，分别为 KN046、KN026、KN019。目前，公司的双特异性抗体 KN046 已在中国和澳大利亚开展 I 期临床试验，近期正在针对多个肿瘤适应症启动 II 期临床试验，其适应症包括但不限于鼻咽癌、尿路上皮癌、肝癌、黑色素瘤、非小细胞肺癌、三阴乳腺癌及食管鳞细胞癌等。KN046 可以同时阻断 PD-L1 和 CTLA-4 两种途径，在肿瘤免疫部分具有协同作用，有望能够患者对于 PD-1 药物的响应程度。数据显示，该款药物已在临床前和临床研究中展现了良好的疗效和安全性。

公司自主研发的 HER2 双特异性抗体 KN026 的临床试验申请也已获得美国 FDA 批准，将在美国启动临床试验。同时该产品在获得中国国家药监局颁发的药物临床试验批件后，近日已经顺利完成了第一例病人的给药。KN026 是公司采用具有自主知识产权的 Fc 异二聚体平台技术开发出的 HER2 双特异性抗体，能够识别 HER2 上的两个不同表位。KN026 采用常规抗体生产工艺，产品得率和质量都达到全球领先水平。

KN019 是一款重组人 CTLA-4 变体 Fc 融合蛋白注射液，作用于 CD80/CD86 阻止 T 细胞的激活，用于预防接受肾移植的成年患

者器官排异反应，其优越疗效已在临床试验的长期跟踪研究中得到了充分的证实。目前，KN019的1期临床试验已经结束，阶段性临床试验数据表明KN019具有良好的安全性和药代动力学特性，2期临床试验将在20多家医院和机构展开。

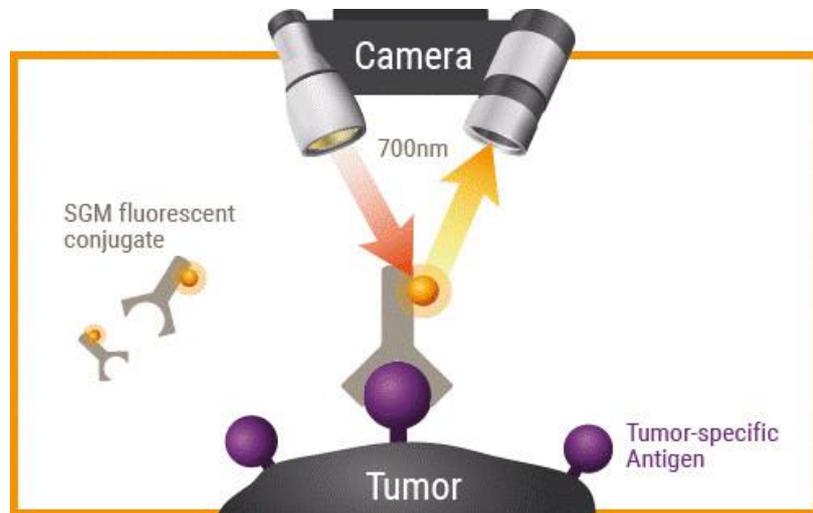
国外公司动态：

SurgiMab：荧光肿瘤特异性抗体为癌症手术提供术中成像

近日，公司宣布，其在研荧光肿瘤特异性抗体SGM-101已进入III期临床试验。该抗体已用于在外科手术中改善结直肠癌(CRC)患者的手术效果，并取得了积极的结果，有望成为第一个用于荧光引导手术的肿瘤靶向荧光探针。

SGM-101是一种与荧光染料偶联的肿瘤特异性抗体，在近红外光激发下可发出荧光。超过95%的结直肠癌细胞表面过度表达癌胚抗原(CEA)，而这种抗体可以选择性地靶向CEA，从而在手术过程中实时显现过度表达CEA的肿瘤组织。因此，在荧光的标记下，医生在操作手术时可以更清楚地看到肿瘤组织和健康组织的界限，准确完全地切除肿瘤组织，并防止过度切除健康组织。SGM-101为癌症手术提供了新颖的术中成像，目前尚无其他手段能够做到。

图 2 SGM-101 成像机制



数据来源：公司官网 上海证券研究所

根据临床试验表明，SGM-101作为术中成像剂可检测到其他手段无法检测到的残留肿瘤组织：35%复发或腹膜转移CRC患者在使用SGM-101后改进了手术过程，切除了更多肿瘤组织或更少健康组织，有望为医生和患者提供更安全的手术环境。(药明康德)

百时美施贵宝：将与拜耳共同开发 PD-1 的联合疗法

近日，公司宣布，与拜耳签订了临床合作协议，将共同评估拜耳的激酶抑制剂 Stivarga 和百时美施贵宝的抗 PD-1 单克隆抗体 Opdivo 联合用于治疗的微卫星稳定型转移性结直肠癌（MSS mCRC）患者的疗效。（药明康德）

结直肠癌（CRC）是一种从结肠或直肠开始的癌症，是在全球范围内均有重要影响力的恶性肿瘤。根据 CA 杂志发表的《Cancer Statistics, 2019》，全美 2019 年将有 14.5 万新发结直肠癌患者，同时，也死亡病例数将达到 5.1 万，新发和死亡病例均占据全美恶性肿瘤的第三位。虽然目前免疫疗法（例如 PD-1 单抗）在 CRC 治疗中已取得显著进展，但对于微卫星稳定型转移性结直肠癌患者，免疫疗法单药治疗方法的疗效有限。因此，对包括组合疗法在内的其他治疗方案的需求仍然很高。

拜耳的 Stivarga 是一款多激酶抑制剂，能抑制促进肿瘤生长的多种激酶，其中包括介导血管内皮生长因子（VEGF）信号通路的激酶。截至目前，Stivarga 已获批了多项适应症，其中包括肝细胞癌、转移性 CRC，不可切除或转移性胃肠道间质瘤。在一项称为 REGONIVO 的 1b 期临床试验中，Stivarga 和 Opdivo 联用已显示了良好的初步疗效，有望为患者带来治疗的新选项。

Neon Therapeutics：新抗原癌症疫苗提升 PD-1 药物疗效

近日，公司公布了其自主研发的个体化新抗原癌症疫苗 NEO-PV-01 的早期临床研究结果，数据显示，与使用 Opdivo 单药相比，该疫苗与 Opdivo 单抗的联合疗法在临床中延长了黑色素瘤、非小细胞肺癌（NSCLC）和膀胱癌患者的无进展生存期（PFS），展现了较为显著的临床疗效。（药明康德）

NEO-PV-01 是一种为患者量身定制的个体化新抗原疫苗，目的主要为帮助募集更多的 T 细胞。肿瘤细胞由于不断产生基因突变，在它们的表面会生成与健康细胞不同的抗原，这些抗原称之为新抗原。这些新抗原理论上可以刺激免疫系统生成更多靶向新抗原的 T 细胞，从而杀伤表达新抗原的肿瘤。然而，很多新抗原由于表达水平或免疫原性较低，不足以激发足够的免疫反应对肿瘤细胞进行清除。公司的疫苗生产技术平台首先会对患者的肿瘤细胞进行基因组测序，发现能够产生新抗原的基因突变，然后通过生物信息学技术平台选择多达 20 种新抗原多肽片段进行人工合成。生成的新抗原疫苗再被注射回患者体内，从而激发 T 细胞的免疫反应。而由于 PD-1 单抗的作用机制为解除肿瘤对 T 细胞的免疫抑制，因此其疗效与迁移到肿瘤附近的 T 细胞数量相关，因此，NEO-PV-01 对于 T

细胞的募集有望与 PD-1 药物产生协同作用，增强其临床疗效。

在一项名为 NT-001 的多中心 Ib 期临床试验中，晚期或转移性黑色素瘤、吸烟相关的 NSCLC、和膀胱癌患者，接受了 NEO-PV-01 和 Opdivo 的组合疗法的治疗。结果表明，与 Opdivo 单药治疗的历史数据相比，组合疗法在这三种癌症患者中都延长了患者的 PFS，初步展现显著疗效，并同时表现出良好的安全性和耐受性。

表 2 使用 PD-1 单药与联合疗法的患者的无进展生存期 (PFS)

疗法	非小细胞肺癌 (NSCLC)	黑色素瘤
Opdivo 单药	2-4 个月	3-7 个月
Opdivo+ NEO-PV-01	5.6 个月	≥13.4 个月

数据来源：公司官网 上海证券研究所

然而，由于生产个体化新抗原疫苗是一个复杂的过程，因此 NEO-PV-01 的生产过程目前需要 8 周的时间，对于癌症患者来说，治疗周期较长。为解决这一问题，公司计划在今年对疫苗的生产技术进行改良。

学术动态：

英国癌症研究所：溶瘤病毒有望能够将“冷肿瘤”转化为“热肿瘤”，提升 PD-1 类药物疗效

近日，英国癌症研究所和阿斯利康的科学家们在《Nature Reviews Drug Discovery》上发表综述探讨溶瘤病毒疗法的发展，旨在优化这类疗法创造“热肿瘤”的能力，以及指导未来的联合治疗。

目前，伴随免疫检查点抑制剂（包括 PD-1）研发的逐步推进，其显著的临床疗效使大家对免疫疗法的关注度不断提升。然而，不可忽视的是，大部分患者仍然不响应免疫检查点抑制剂。虽然控制该疗法成功与否的关键因素尚不清楚，但有研究数据显示，拥有较高肿瘤浸润淋巴细胞(TILs)水平的患者，能够更为显著的受益于 PD-1 单抗。这类响应性肿瘤被称为免疫学上的“热肿瘤”；与之相对的是缺乏响应的“冷肿瘤”。基于这一理论，寻找将“冷肿瘤”转化为“热肿瘤”的方法目前已成为热点研究领域之一，其中，溶瘤病毒凭借其作用机制引起了广泛的关注。

溶瘤病毒的作用机制包括直接裂解肿瘤、调节肿瘤微环境、募集 TIL、启动 CD8+T 细胞和先天免疫细胞介导的免疫反应，以及调节血管等。此外，溶瘤病毒还能促进免疫原性细胞死亡，进一步导致相关分子的释放，从而募集先天免疫细胞到肿瘤中，并导致肿瘤微环境中肿瘤特异性 T 细胞的招募和成熟。从而有望提高肿瘤患者的 TILs 水平，增强免疫检查点抑制剂的作用效果。临床上进展最快

的是溶瘤病毒联合 PD-1/PD-L1 抗体疗法，初步数据显示前景可观。

图 3 已进入临床试验的溶瘤病毒与 PD-1/PD-L1 抗体联合疗法项目

OV	Checkpoint inhibitor	Indication	N	Response data	ClinicalTrials.gov identifier
T-VEC	Ipilimumab	Melanoma ¹⁵⁴	198	ORR 39% (T-VEC + ipi) versus 18% (ipi); P = 0.002	NCT01740297
T-VEC	Pembrolizumab	Stage IIIb-IV melanoma ¹⁵⁵	21	48% ORR	NCT02263508
T-VEC	Pembrolizumab	Stage III-IV melanoma	64*	N/A	NCT02965716
T-VEC	Pembrolizumab	HNSCC ¹⁵⁷	36	ORR 16.7% and disease control rate 38.9%	NCT02626000
T-VEC	Pembrolizumab	Sarcoma	26*	N/A	NCT03069378
T-VEC	Pembrolizumab	HCC, liver metastases	244*	N/A	NCT02509507
T-VEC	Nivolumab	Lymphoma and non-melanoma skin cancers	68*	N/A	NCT02978625
T-VEC	Atezolizumab	TNBC, CRC	36*	N/A	NCT03256344
HF10	Ipilimumab	Melanoma	28	N/A	NCT03153085
HF10	Ipilimumab	Melanoma ¹⁷	46	BORR at 24 weeks 41%; median PFS 19 months; median OS 21.8 months	NCT02272855
HF10	Nivolumab	Stage IIIb, IIIc and IV M1a melanoma	20*	N/A	NCT03259425
Pexa-Vec	IT ipilimumab	Advanced-stage solid tumours	60*	N/A	NCT02977156
Pexa-Vec (IV)	Durvalumab/tremelimumab	CRC	35*	N/A	NCT03206073
Pexa-Vec (IV/IT)	REGN2810	RCC	89*	N/A	NCT03294083
Pexa-Vec	Nivolumab	First-line HCC	30*	N/A	NCT03071094
Enadenotucirev	Nivolumab	Metastatic or advanced-stage epithelial tumours (CRC, bladder, HNSCC, salivary gland cancer)	30*	N/A	NCT02636036
DNX-2401	Pembrolizumab	Glioblastoma, gliosarcoma	48*	N/A	NCT02798406
ADV/HSV-tk	Pembrolizumab	TNBC, NSCLC	57*	N/A	NCT03004183
CAVATAK	Ipilimumab	Uveal melanoma with liver metastases	10*	N/A	NCT03408587
CAVATAK	Pembrolizumab	Melanoma	50*	N/A	NCT02565992
CAVATAK	Pembrolizumab	NSCLC and bladder cancer	90	N/A	NCT02043665
MG1-MAGEA3 + Ad MAGEA3	Pembrolizumab	NSCLC	61	N/A	NCT02879760
Reolysin	Pembrolizumab	Pancreatic cancer adenocarcinoma	11	N/A	NCT02620423
VSV-IFNβ-NIS	Pembrolizumab	NSCLC and HCC	23*	N/A	NCT03647163
ONCOS-102	Pembrolizumab	Advanced or unresectable melanoma	12*	N/A	NCT03003676

Ad MAGEA3, adenovirus vaccine expressing melanoma-associated antigen A3; ADV/HSV-tk, adenovirus-mediated expression of herpes simplex virus by thymidine kinase; BORR, best objective response rate; CRC, colorectal cancer; HCC, hepatocellular carcinoma; HNSCC, head and neck squamous cell carcinoma; ICB, immune checkpoint blocker; ipi, ipilimumab; IT, intratumoural; IV, intravenous; MG1-MAGEA3, Maraba virus expressing melanoma-associated antigen A3; N/A, not available; NSCLC, non-small cell lung cancer; ORR, objective response rate; OS, overall survival; OV, oncolytic virus; PFS, progression-free survival; RCC, renal cell carcinoma; TNBC, triple-negative breast cancer; T-VEC, talimogene laherparepvec; VSV-IFNβ-NIS, vesicular stomatitis virus encoding the interferon-β transgene and sodium-iodide symporter. *Estimated enrolment.

数据来源:《Nature Reviews Drug Discovery》上海证券研究所

麻省理工 (MIT): 肿瘤疫苗有望增强 CAR-T 疗法对实体瘤的治疗效果

近日, 来自 MIT 的研究团队在《Science》上发表了一项研究, 结果显示, 研究者们设计了一种疫苗, 能够显著增加抗肿瘤 T 细胞的数量, 并使这些细胞能够有力地侵入实体瘤。在该疫苗地帮助下, CAR-T 疗法可用于对抗几乎任何类型的癌症。

CAR-T 疗法是指从患者体内分离出 T 细胞, 然后在体外对 T 细胞进行改造, 使其表达能够识别癌细胞的嵌合抗原受体 (CAR), 接着再将这类 CAR-T 细胞进行扩增, 最后回输到患者体内, 发挥消灭癌细胞的作用。目前, 已有两款 CAR-T 产品获批上市, 分别为 Kymriah (诺华) 和 Yescarta (吉利德), 用于治疗急性淋巴细胞白血病和非霍奇金淋巴瘤。然而, 目前 CAR-T 疗法对于实体瘤的治疗效果仍然有限, 主要是因为肿瘤通常会形成一种免疫抑制环境, 在 T 细胞到达目标位置前就使其失去攻击力。

为解决这一痛点，在该研究中，MIT 研究者们选择通过使用疫苗来刺激 CAR-T 细胞。他们认为，如果能在淋巴结通过 CAR 受体刺激 CAR-T 细胞，这些 T 细胞就会接收到正确的启动信号，从而避免被免疫抑制环境“关闭”，最终在进入肿瘤时仍能正常工作。

为达到这一效果，团队将疫苗与一种叫做脂尾的脂肪分子连接，使疫苗能够更有效地进入淋巴结。同时，还将一个 CAR-T 细胞的刺激抗原绑定到疫苗上，一旦 CAR-T 细胞到达淋巴结，抗原就会刺激它们。在小鼠实验中，结果显示，CAR-T 疗法联合疫苗可完全清除 60% 动物体内的实体肿瘤，CAR-T 细胞数量的巨增导致许多小鼠的胶质母细胞瘤、乳腺肿瘤和黑色素瘤完全消失，而单独使用 CAR-T 疗法几乎没有任何抗癌效果。此外，研究显示，CAR-T 细胞和疫苗的联合疗法还有望防止肿瘤复发。在最初的治疗后 75 天左右，研究人员又向小鼠注射了与最初形成肿瘤所使用的相同肿瘤细胞，但第二次注射的这些肿瘤细胞被免疫系统清除了。这表明，一旦 CAR-T 细胞开始破坏肿瘤，免疫系统就能够检测到更多的肿瘤抗原，并产生靶向这些抗原的“记忆”T 细胞群。然而，由于小鼠与人类的肿瘤发病机制和基因源仍存在较大差异，因此，该研究是否能协助 CAR-T 疗法实现技术突破仍然有待进一步验证。

二、一周重点公司行情回顾

随肿瘤免疫疗法的研究推进，由于其相比传统疗法具有广谱抗癌、治疗精准度高、有效时间持久、提高长期生存率等优点，目前已成为肿瘤治疗领域极具潜力的药物，未来有可能成为创新药领域的重要投资主题。从目前趋势来看，全球各大企业通过自主研发或相互达成战略合作的方式逐步对免疫疗法进行布局，争取提前抢占市场份额。此外，科创板的推出将有望助力未盈利的医药创新型企业上市，而由于目前多数免疫疗法研发公司基本处于未盈利的状态，因此，此次科创板将有望利好具有优质产品线的前沿疗法开发企业。在这一领域，我们建议关注临床效果显著、研发速度领先、联合治疗组合丰富、与国外成熟企业达成战略合作的上市公司，包括恒瑞医药、复星医药、信达生物、百济神州、金斯瑞等。

附表 1 个股涨跌幅情况

涨幅 (A 股)	5 日涨跌幅 (%)	涨幅 (港股)	5 日涨跌幅 (%)	涨幅 (美股)	5 日涨跌幅 (%)
药明康德	2.28	石药集团	5.56	Novartis	6.09
安科生物	1.48	百济神州	1.35	BlueBird	4.12

恒瑞医药	-0.65	君实生物	-1.90	西比曼	3.01
佐力药业	-1.58	信达生物	-3.26	Pfizer	0.87
复星医药	-3.61	金斯瑞	-3.79	Collectis	-5.87

数据来源: Wind 上海证券研究所

三、行业观点与投资建议

我们对未来一段时期医药行业的增长仍然持乐观态度：1) 医药消费具有刚需性质，国内老龄化加速，带动医药行业的需求持续旺盛。医保局成立之后对医保资金的统筹安排、4+7 带量采购带来医保资金的腾笼换鸟，都必然提高优质医疗资源、优质医疗服务的可及性；2) 创新带来了更多优质的药品、医疗器械，不断满足人们未被满足的各种医疗、康复和保健需求，同时经济的发展、可支付能力的提高使人们对高端产品和服务的需求持续增加；3) 审评审批制度改革、仿制药一致性评价、带量采购等医药政策调控下的供给侧改革，使医药行业在存量市场的结构调整和创新驱动的行业的增量发展中稳步前行，行业集中度不断提升，龙头企业强者恒强，创新药上市和仿制药进口替代的速度有望加快。未来几年，制药、器械、疫苗等各个领域的自主研发创新产品将进入密集的上市期，研发型药企以及优质制造型企业有望持续享受政策红利，医药板块仍然能够寻得良好的结构机会。因此，我们继续维持医药行业“增持”评级。

从细分板块来看，我们认为，2019 年下半年，医药板块的投资将集中于结构性行情中的行业龙头和细分领域龙头，主要原因为：1) 强者恒强的格局已经在医药行业形成，这是医药产业发展阶段决定的。因此我们需要关注龙头企业，包括行业龙头（例如创新药研发龙头恒瑞医药、医疗器械龙头万东医疗、迈瑞医疗、CRO 龙头药明康德等）和细分领域龙头（例如伴随诊断细分龙头艾德生物、肝素原料制剂一体化龙头健友股份、零售行业龙头一心堂、益丰药房等）；2) 医药板块总体以结构性机会为主。这需要分析政策动态、市场重大变化来判断投资方向。当前我们认为结构性机会仍然集中于非药板块（例如医疗器械、医疗服务、商业零售等）和药板块中的创新药产业链（例如 CRO/CMO/CDMO 和研发型企业）。

分析师承诺

魏贇 黄施齐

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。