

医药生物行业

业绩披露期临近，聚焦业绩持续增长带来的机会

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-10-14

核心观点:

● 9月申万医药指数下跌0.13%，整体表现不及TMT板块

2019年9月份wind全A指数上涨0.77%，申万医药指数下跌0.13%，申万医药生物指数TTM估值为32.40倍，在28个申万一级子行业中处于中上水平。申万医药指数的估值溢价率为124%，处于7年来的较低位置附近。随着药品带量采购、高值耗材集采等政策的逐步落地，行业分化加剧，根据统计，行业内50亿以下市值公司占比从2018年9月份的30%提高到2019年9月份的39%。

● 新版药品管理法发布，药品带量采购扩容落地

1) 8月26日，全国人大发布新版药品管理法，与修订前的药品管理法相比，新版药品管理法有条件允许网售处方药，重视药物创新满足用药需要，有利于国内药品行业创新能力的不断提升，提高行业整体竞争力；2) 9月30日，医保局等九部委发布《国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》，与4+7试点带量采购的最大不同是此次集中采购允许多家企业中选。我们认为一致性评价导致仿制药供给端变革，集中度加速提升是必然趋势；带量采购降价难以避免，支付端变革推动招采方式的变化。

● 创新药申报活跃，关注生物制品领域结构性变化

2019三季度国内外企业共申报IND项目68个，按照临床申请默认许可制度，上述新报IND将很快获批进入临床研究，同期NDA申报12个，创新药申报活跃。疫苗批签发制度执行趋严，新型重磅疫苗DTaP-IPV-Hib五联苗、九价HPV疫苗和五价口服轮状病毒疫苗放量节奏较快。血制品方面，人血白蛋白批签发量同比下降5.2%，其中国产人血白蛋白占比小幅提高，其余产品狂犬病人免疫球蛋白和破伤风人免疫球蛋白批签发量增长。

● 民营医疗服务继续扩张，CXO行业仍处于高景气周期

医疗服务龙头延续上半年的持续扩张趋势，主要通过将自身品牌体系范围内的并购基金项目装入上市公司，以及外部收购两方面实现扩张。CXO领域仍持续处于高景气周期中，多个公司相继发布员工激励方案，体现行业扩张期对于人才的重视。

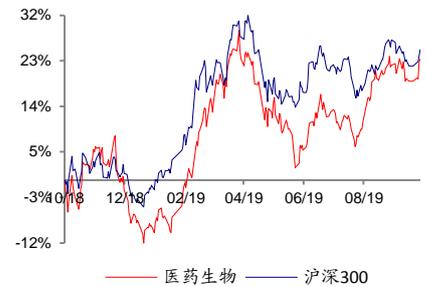
● 投资策略：业绩披露期临近，聚焦业绩持续增长带来的机会

医药产业在政策引导下进入转型阶段，创新药、拥有技术难度的高壁垒产品将成为大势所趋，产业去泡沫回归本质。创新疫苗处于快速放量期，展现旺盛的临床需求。专科医疗服务业绩快速成长，CXO领域持续处于高景气状态，两个细分领域政策相对免疫。10月关注：恒瑞医药，药明康德，长春高新，智飞生物，康泰生物，金域医学，益丰药房，华兰生物，通策医疗，爱尔眼科。

● 风险提示

控费政策推进速度高于预期；药品审评进度低于预期；中美贸易战影响大于预期

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

孙辰阳



SAC 执证号: S0260518010001

021-60750628



sunchenyang@gf.com.cn

分析师:

孔令岩



SAC 执证号: S0260519080001

021-60750612



konglingyan@gf.com.cn

请注意，孙辰阳、孔令岩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

医药生物行业:国产白蛋白批 2019-10-05

签发逐季环比提升，关注产
品结构动态变化

医药生物行业:流感季即将来 2019-10-05

临，重点关注流感疫苗批签
发动态

医药生物行业:首批带量采购 2019-09-26

扩面报价出炉，行业分化加
剧

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
恒瑞医药	600276	CNY	83.39	2019/06/18	买入	77.35	1.22	1.60	68.35	52.12	59.31	45.34	20.8	21.5
长春高新	000661	CNY	401.08	2019/08/22	买入	363.60	8.08	10.48	49.64	38.27	29.49	22.91	21.4	22.7
康泰生物	300601	CNY	83.9	2019/10/10	买入	91.00	0.91	1.29	92.20	65.04	80.08	55.35	24.9	26.0
泰格医药	300347	CNY	67	2019/08/25	买入	66.00	0.88	1.14	76.14	58.77	58.13	44.45	19.9	20.4
通策医疗	600763	CNY	106.05	2019/05/11	买入	79.65	1.35	1.74	78.56	60.95	50.90	39.91	24.8	24.1
爱尔眼科	300015	CNY	36.58	2019/08/26	买入	37.80	0.45	0.57	81.29	64.18	48.82	37.92	19.4	20.1
华兰生物	002007	CNY	36.34	2019/08/30	买入	40.40	1.01	1.16	35.98	31.33	28.92	26.16	21.7	21.1
智飞生物	300122	CNY	50	2019/10/09	买入	57.40	1.54	2.30	32.47	21.74	26.64	17.60	41.0	43.7
益丰药房	603939	CNY	84.2	2019/08/20	买入	75.11	1.48	1.95	56.89	43.18	35.65	26.02	12.2	13.8
金域医学	603882	CNY	61.91	2019/04/27	买入	37.56	0.65	0.83	95.25	74.59	42.37	34.61	13.5	14.8
科伦药业	002422	CNY	26.24	2019/04/16	买入	36.20	1.11	1.33	23.64	19.73	13.78	12.31	11.2	11.8
安图生物	603658	CNY	95.74	2019/03/28	买入	79.33	1.77	2.33	54.09	41.09	35.09	26.49	27.9	26.8
药明康德	603259	CNY	88.63	2019/08/20	买入	85.84	1.48	1.85	59.89	47.91	59.03	46.05	12.0	13.0
药明康德	02359.HK	HKD	87.25	2019/08/19	买入	77.42	1.48	1.85	53.17	42.54	53.24	41.53	12.0	13.0
石药集团	01093.HK	HKD	16.02	2019/10/13	买入	19.64	0.71	0.88	22.59	18.27	14.68	11.72	23.7	24.7
中国生物制药	01177.HK	HKD	10.82	2019/08/30	买入	13.94	0.23	0.29	42.55	34.74	23.34	19.71	9.1	10.1
三生制药	01530.HK	HKD	13.46	2019/08/25	买入	17.05	0.47	0.70	25.96	17.43	16.07	12.09	12.9	16.5
中国中药	00570.HK	HKD	3.75	2019/09/03	买入	6.20	0.33	0.39	10.46	8.86	5.47	4.76	10.4	11.4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算 石药集团 EPS 为港元/股, 其他港股均为人民币元/股

目录索引

行情回顾：9月医药板块表现弱势，估值溢价率仍处于较底部位置.....	5
1.1 申万医药指数下跌0.13%，市场表现显著弱于TMT板块.....	5
1.2 医药股估值溢价率仍处于较底部位置.....	5
1.3 个股表现分化明显，小市值公司占比明显增加.....	6
政策趋势：新药品管理法发布，带量采购扩容落地.....	6
2.1 新版药品管理法：有条件允许网售处方药，重视药物创新满足用药需要.....	6
2.2 带量采购跟踪：“4+7”带量采购全国扩面结果出炉，制药行业分化加剧.....	7
细分领域：创新药申报活跃，医保控费免疫子领域持续高景气.....	11
3.1 创新药：三季度CDE承办68个IND新药，12个NDA新药.....	11
3.2 生物制品：RSV疫苗研发曙光初现，临床存在较大未满足需求.....	14
3.3 医疗服务：医疗服务继续扩张，CXO行业仍处于高景气周期.....	18
3.4 医药商业：执业药师监管政策趋严，行业集中度持续提升.....	20
3.5 医疗器械：高值耗材集采政策渐近，骨科耗材国产替代加速，微创治疗崛起.....	21
行业重要数据跟踪.....	23
生物制品批签发数据动态跟踪.....	23
2019年10月股东大会信息.....	25
5.1 35家上市公司召开股东大会一览.....	25
风险提示.....	26

图表索引

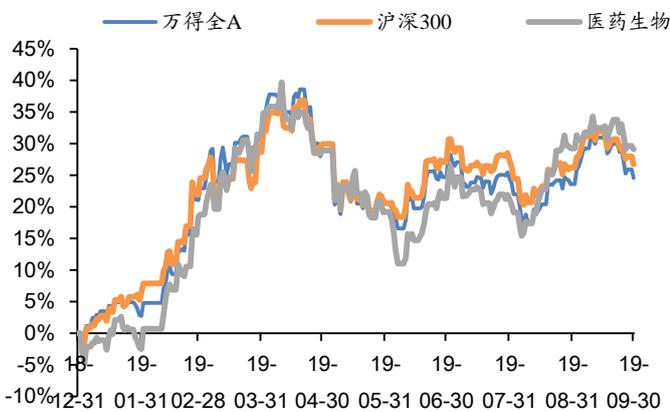
图 1: 2019 年初至今医药板块与大盘走势比较 (%)	5
图 2: 2019 年 9 月各板块涨跌幅比较 (%)	5
图 3: 9 月底各板块动态市盈率比较 (申万指数, TTM)	5
图 4: 申万医药板块相对 A 股整体估值溢价率 (TTM)	5
图 5: 9 月中万医药板块跌涨幅前十个股 (%)	6
图 6: 9 月中万医药板块上市公司市值分布情况	6
图 7: 2018 年 1 月以来 CDE 承办国内外新药 IND(按品种计)	11
图 8: 2017 年全球 RSV 流行病学情况	15
图 9: 全球呼吸合胞病毒疫苗及相关单抗研发进展概览	18
表 1: “4+7” 集采仿制药品种全国扩面中选(拟)结果	8
表 2: 2019 年三季度 CDE 承办的国产和进口新药 IND	11
表 3: 2019 年三季度 CDE 受理的国内外新药上市申请	13
表 4: 爱尔眼科、美年健康、通策医疗上半年重大股权投资情况	19
表 5: 各省份高值耗材集中采购模式	22
表 6: 重庆药交所与广东药交所模式比较	22
表 7: 不同 GPO 模式比较	22
表 8: 国产骨科耗材企业收入及利润快速增长	23
表 9: 2019 年 1-8 月重点疫苗批签发情况 (万支)	24
表 10: 2019 年 1-8 月血制品批签发情况 (万瓶)	24
表 11: SW 医药板块 2019 年 10 月股东大会召开信息	25

行情回顾：9月医药板块表现弱势，估值溢价率仍处于较底部位置

1.1 申万医药指数下跌0.13%，市场表现显著弱于TMT板块

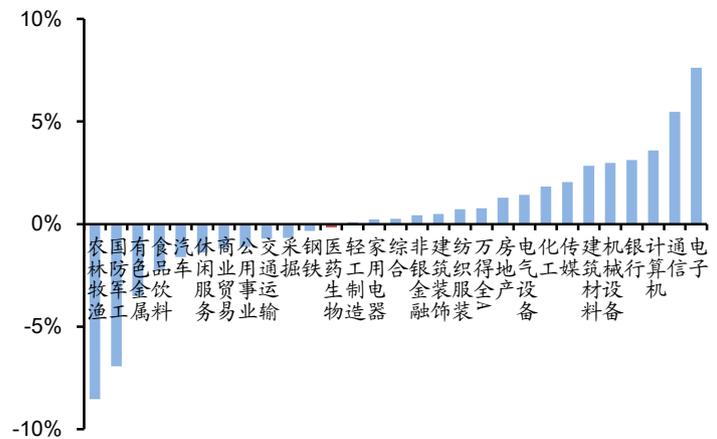
2019年9月份wind全A指数上涨0.77%、沪深300指数上涨0.39%；申万医药指数下跌0.13%，在所有申万一级子行业中涨幅排名第17位，表现较弱，跌幅超过沪深300指数和wind全A指数。电子、通信、计算机涨幅排名靠前（截至19年9月30日）。

图1：2019年初至今医药板块与大盘走势比较（%）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：2019年9月各板块涨跌幅比较（%）

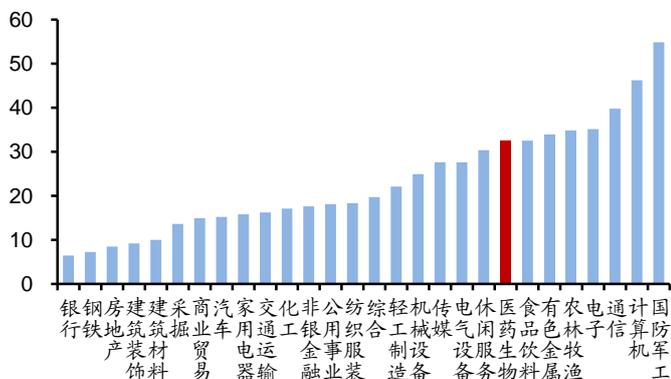


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1.2 医药股估值溢价率仍处于较底部位置

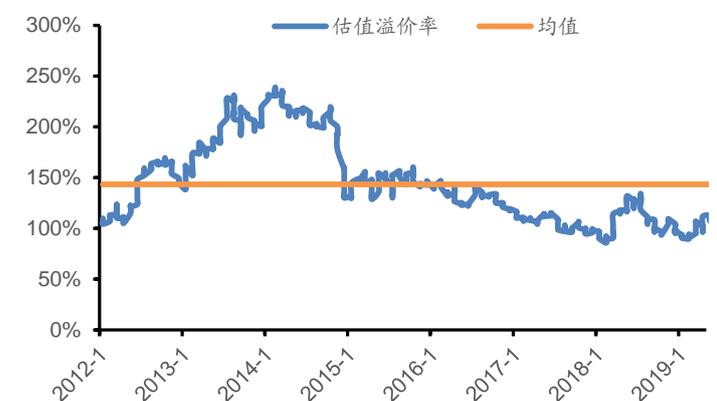
9月30日，申万医药生物指数TTM估值为32.40倍，在28个申万一级子行业中处于中上水平。从2012年以来7年历史数据来看，行业估值溢价率平均为143%，而目前申万医药指数的估值溢价率为124%，处于7年来的较低估值附近。

图3：9月底各板块动态市盈率比较（申万指数，TTM）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图4：申万医药板块相对A股整体估值溢价率（TTM）

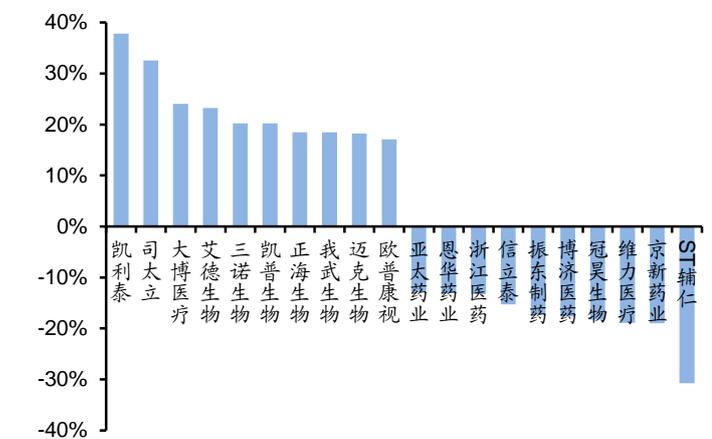


数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

1.3 个股表现分化明显，小市值公司占比明显增加

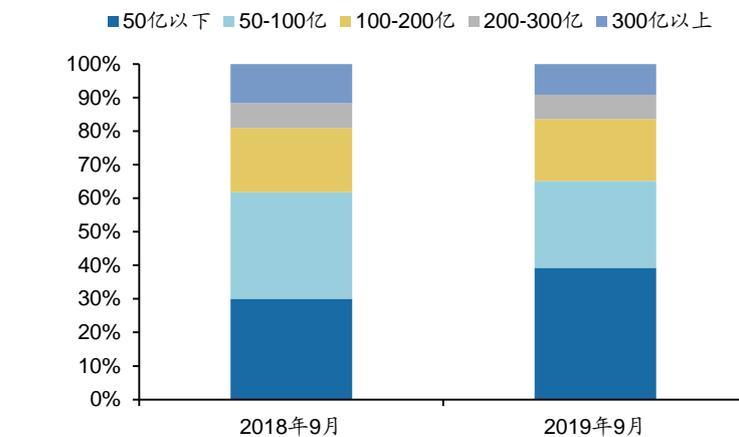
申万医药板块涨幅前十的个股包括凯利泰、司太立、大博医疗、艾德生物等，下跌居前的有ST辅仁、京新药业、维力医疗、冠昊生物等，多数因为中报业绩大幅下降。根据19年9月底医药上市公司市值分布来看，300亿以上市值公司占比有所下降，其它50-300亿的几个层级的公司市值占比都明显缩小，50亿以下市值公司明显增加，比例从2018年9月份的30%提高到2019年9月份的39%（截止于19年9月30日）。

图5：9月中万医药板块涨跌幅前十个股(%)



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图6：9月中万医药板块上市公司市值分布情况



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

政策趋势：新药品管理法发布，带量采购扩容落地

2.1 新版药品管理法：有条件允许网售处方药，重视药物创新满足用药需要

8月26日，全国人大发布新版《中华人民共和国药品管理法》，与修订前的药品管理法相比，新版药品管理法主要对是否允许购买少量境外药品、是否允许网络销售处方药、如何建立健全药品追溯制度等社会问题都作出了回应。

代购海外新药不按假药论处。从境外进口药品，必须要经过批准，这是本法作出的规定，是一个原则。没有经过批准的，即使是在国外已经合法上市的药品，也不能进口。同时，新修订的药品管理法对于假药、劣药的范围进行了修改，没有再把未经批准进口的药品列为假药。新修订的药品管理法规定，未经批准进口少量境外已合法上市的药品，情节较轻的，可以依法减轻或者免于处罚。

有条件允许网络销售处方药。新修订的药品管理法并未将处方药列入禁止网络销售的名单中。

重视药物创新满足用药需要。新修订的药品管理法明确规定了国家鼓励研究和创制新药,增加了多项制度举措,为鼓励创新,加快新药上市,满足公众更好地用上好药、用得起好药释放了一系列制度红利。在鼓励研发创新,保障药品的可及性方面,新修订的药品管理法作出了一系列制度安排,包括明确鼓励方向,重点支持以临床价值为导向,对人体疾病具有明确疗效的药物创新;创新审评机制;优化了临床试验管理;建立关联审评审批等。对于社会各界高度关注的常用药、急用药短缺的问题,新修订的药品管理法也专章规定了药品储备和供应,提出了标本兼治、多部门协同的要求。除了在临床急需的用药方面优先审评审批,还规定了药品储备制度,建立药品供求监测体系,完善短缺药品管理,明确了企业药品生产保障供应的主体责任,加强药品保障。

建立健全药品追溯制度。新修订的药品管理法规定国家建立健全药品追溯制度。国务院药品监督管理部门应当制定统一的药品追溯标准和规范,推进药品追溯信息互通互享,实现药品可追溯。

我们认为,新的药品管理法为国内药品健康、有序发展提供了制度支撑,进一步促进国内药品创新研发力度,增强国内医药行业整体竞争力。

2.2 带量采购跟踪: “4+7”带量采购全国扩面结果出炉, 制药行业分化加剧

2018年12月6日“4+7”城市带量采购品种和中标结果发布,价格降幅较大(25个品种平均降幅超过50%,最高降幅超过90%),这是医保局成立以来主导的首次药品市场行为,开启了国家医保统一采购仿制药的序幕。2019年9月24日,首批“4+7”采购中选品种全国推广采购报价结果出炉,在前期指导文件下,本次扩面报价以“4+7”中标价格为天花板,各品种因竞争格局等因素降价幅度不一,范围在0%-80%之间;拟中选企业不超过三家。扩面投标企业在3家以上的,本次扩面拟中选价格相对“4+7”中标价降幅在40%以上,如阿托伐他汀降幅前三企业报价降幅在40%-80%;本次扩面投标企业小于三家的,价格降幅较小,右美托咪定报价与“4+7”中标价相同。

根据扩面拟中选结果,部分“4+7”中选企业品种在本轮扩面中丢标,如信立泰的氯吡格雷等;同时部分品种的外资生产企业以及原研企业也参与本次扩面投标并中选(拟),如Lek Pharmaceuticals的瑞舒伐他汀、赛诺菲的硫酸氢氯吡格雷片等。

仿制药业态已经变化,高质量研发创新是制药行业核心竞争力。一致性评价导致供给端变革,集中度加速提升是必然趋势;带量采购降价难以避免,支付端变革推动招采方式的变化。我们预计,未来仿制品种达峰时间快、竞争环境恶化快。企业需要加大仿制药的研发效率,加厚仿制药的研发管线。另一方面,具有较高“差异性”的仿制药、高难度仿制药在一段较长时期内仍具有一定竞争力。传统企业仿创结合是必然趋势;国内部分龙头企业和创新型企业已经提早布局创新药研发,未来创新药将逐渐成为药品行业的重要利润来源。

表 1: “4+7” 集采仿制药品种全国扩面中选(拟)结果

序号	药品通用名	剂型	规格包装	计价单位	拟中选企业	拟中选价格	供应省(区)
						(元)	
1	阿托伐他汀钙片	片剂	10mg*14片	盒	齐鲁制药(海南)有限公司	1.68	浙江、山东、湖北、山西、江西、陕西、吉林、海南、西藏
	阿托伐他汀钙片	片剂	10mg*28片	盒	兴安药业有限公司	3.6	河南、安徽、湖南、四川、辽宁、云南、黑龙江、宁夏
	阿托伐他汀钙片	片剂	10mg*14片	盒	乐普制药科技有限公司	4.41	江苏、广东、广西、新疆(含兵团)、贵州、甘肃、内蒙古、青海
	阿托伐他汀钙片	片剂	20mg*7片	盒	乐普制药科技有限公司	3.84	江苏、广东、广西、新疆(含兵团)、贵州、甘肃、内蒙古、青海
2	瑞舒伐他汀钙片	片剂	10mg*28片	盒	瀚晖制药有限公司(浙江海正药业股份有限公司受委托生产)	5.6	山东、河南、湖北、广西、内蒙古、湖南、吉林、海南、西藏
	瑞舒伐他汀钙片	片剂	10mg*30片	盒	Lek Pharmaceuticals d.d.(山德士(中国)制药有限公司分包)	6.84	浙江、广东、江西、辽宁、新疆(含兵团)、甘肃、宁夏、青海
	瑞舒伐他汀钙片	片剂	10mg*14片	盒	南京正大天晴制药有限公司	4.18	江苏、安徽、四川、山西、陕西、黑龙江、云南、贵州
3	硫酸氢氯吡格雷片	片剂	75mg*14片	盒	石药集团欧意药业有限公司	34.12	海南、西藏、浙江、河南、安徽、四川、辽宁、吉林、黑龙江
	硫酸氢氯吡格雷片	片剂	75mg*7片	盒	Sanofi Clir SNC(Sanofi Winthrop Industrie)(赛诺菲(杭州)制药有限公司分包)	17.81	宁夏、山东、广东、湖南、江西、山西、内蒙古、贵州
	硫酸氢氯吡格雷片	片剂	75mg*7片	盒	乐普药业股份有限公司	20.85	青海、江苏、湖北、广西、云南、新疆(含兵团)、陕西、甘肃
4	厄贝沙坦片	片剂	150mg*12片	盒	瀚晖制药有限公司	3.91	湖北、云南、新疆(含兵团)、辽宁、山西、海南、西藏、浙江、四川
	厄贝沙坦片	片剂	75mg*12片	盒	瀚晖制药有限公司	2.3	湖北、云南、新疆(含兵团)、辽宁、山西、海南、西藏、浙江、四川
	厄贝沙坦片	片剂	75mg*28片	盒	浙江华海药业股份有限公司	5.46	江西、安徽、山东、陕西、内蒙古、吉林、青海、江苏
	厄贝沙坦片	片剂	150mg*7片	盒	江苏恒瑞医药股份有限公司	2.48	广西、河南、湖南、贵州、甘肃、黑龙江、宁夏、广东
5	苯磺酸氨氯地平片	片剂	5mg*21片	盒	苏州东瑞制药有限公司	1.19	浙江、安徽、湖南、广西、新疆(含兵团)、黑龙江、陕西、甘肃、西藏
	苯磺酸氨氯地平片	片剂	5mg*14片	盒	国药集团容生制药有限公司	0.84	江苏、河南、云南、江西、辽宁、吉林、内蒙古、宁夏
	苯磺酸氨氯地平片	片剂	5mg*7片	盒	重庆药友制药有限责任公司	0.49	广东、山东、湖北、四川、山西、贵州、海南、青海
6	恩替卡韦分散片	片剂(分散片)	0.5mg*21片	盒	苏州东瑞制药有限公司	3.83	新疆(含兵团)、云南、西藏、浙江、广东、湖北、四川、辽宁、黑龙江
	恩替卡韦片	片剂	0.5mg*28片	盒	北京百奥药业有限责任公司	5.5	内蒙古、宁夏、海南、江苏、河南、安徽、山西、吉林
	恩替卡韦胶囊	胶囊	0.5mg*28粒	盒	福建广生堂药业股份有限公司	7.69	甘肃、贵州、青海、山东、湖南、江西、广西、陕西
7	草酸艾司西酞普兰片	片剂	10mg*7片	盒	湖南洞庭药业股份有限公司	27.86	江苏、湖南、陕西、安徽、广西、山西、海南、宁夏、西藏
	草酸艾司西酞普兰片	片剂	10mg*7片	盒	山东京卫制药有限公司	28	浙江、山东、湖北、吉林、新疆(含兵团)、黑龙江、甘肃、青海
	草酸艾司西酞普兰片	片剂	10mg*7片	盒	四川科伦药业股份有限公司	29.89	河南、广东、四川、江西、内蒙古、辽宁、云南、贵州
8		片剂		盒		31.18	

	盐酸帕罗西汀片		20mg*20片		浙江华海药业股份有限公司		江苏、山东、四川、广东、湖北、江西、陕西、甘肃、云南、吉林、黑龙江、宁夏、西藏
	盐酸帕罗西汀片	片剂	20mg*20片	盒	北京福元医药股份有限公司	32.35	浙江、安徽、河南、湖南、内蒙古、辽宁、山西、新疆(含兵团)、广西、海南、贵州、青海
9	奥氮平片	片剂	10mg*14片	盒	齐鲁制药有限公司	34.72	甘肃、西藏、山东、广东、湖北、四川、吉林、辽宁、陕西
	奥氮平片	片剂	10mg*7片	盒	江苏豪森药业集团有限公司	43.6	宁夏、江苏、河南、江西、安徽、黑龙江、云南、贵州
	奥氮平片	片剂	10mg*20片	盒	Dr.Reddy's Laboratories Limited. (印度瑞迪博士实验室有限公司)	123.8	海南、青海、浙江、湖南、广西、内蒙古、新疆(含兵团)、山西
10	头孢呋辛酯片	片剂	250mg*12片	盒	国药集团致君(深圳)制药有限公司	4.28	浙江、广东、河南、贵州、宁夏、西藏、湖北、辽宁、山西
	头孢呋辛酯片	片剂	250mg*8片	盒	广州白云山天心制药股份有限公司	3.87	四川、山东、湖南、海南、内蒙古、江西、陕西、云南
	头孢呋辛酯片	片剂	250mg*12片	盒	浙江京新药业股份有限公司	5.79	江苏、广西、吉林、青海、安徽、新疆(含兵团)、甘肃、黑龙江
11	利培酮片	片剂	1mg*30片	盒	齐鲁制药有限公司	1.47	山东、河南、安徽、广西、内蒙古、陕西、贵州、海南、西藏
	利培酮片	片剂	1mg*30片	盒	常州四药制药有限公司	3.6	江苏、浙江、广东、湖北、山西、云南、甘肃、青海
	利培酮片	片剂	1mg*60片	盒	浙江华海药业股份有限公司	7.2	四川、湖南、江西、吉林、辽宁、新疆(含兵团)、黑龙江、宁夏
12	吉非替尼片	片剂	250mg*10片	盒	齐鲁制药(海南)有限公司	257	河南、江苏、湖南、湖北、新疆(含兵团)、云南、山西、青海、西藏
	吉非替尼片	片剂	250mg*10片	盒	正大天晴药业集团股份有限公司	450	山东、安徽、四川、黑龙江、吉林、内蒙古、广西、甘肃
	吉非替尼片	片剂	250mg*10片	盒	AstraZeneca AB (Kagamiishi Plant, Nipro Pharma Corporation) (阿斯利康制药有限公司分包装)	547	浙江、广东、辽宁、江西、陕西、贵州、宁夏、海南
13	福辛普利钠片	片剂	10mg*21片	盒	浙江华海药业股份有限公司	17.4	甘肃、黑龙江、西藏、新疆(含兵团)、浙江、广西、湖南、河南、江西、安徽、山东、陕西、四川
	福辛普利钠片	片剂	10mg*14片	盒	中美上海施贵宝制药有限公司	11.8	山西、云南、青海、广东、湖北、辽宁、江苏、海南、宁夏、吉林、内蒙古、贵州
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	片剂	(150mg+12.5mg)*14片	盒	南京正大天晴制药有限公司	14.28	甘肃、青海、西藏、浙江、安徽、河南、江西、陕西、辽宁
	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	片剂	(150mg+12.5mg)*14片	盒	浙江华海药业股份有限公司	14.67	吉林、宁夏、江苏、广东、广西、云南、湖南、内蒙古
	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	片剂	(150mg+12.5mg)*7片	盒	Sanofi Clir SNC(Sanofi Winthrop Industrie)(赛诺菲(杭州)制药有限公司分包装)	7.6	贵州、海南、山东、湖北、新疆(含兵团)、四川、山西、黑龙江
15	赖诺普利片	片剂	10mg*28片	盒	浙江华海药业股份有限公司	6.45	山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆(含兵团)
16	富马酸替诺福韦二吡啶酯片	片剂	300mg*30片	盒	齐鲁制药有限公司	8.7	云南、陕西、吉林、内蒙古、西藏、广东、山东、四川、辽宁
	富马酸替诺福韦二吡啶酯片	片剂	300mg*30片	盒	杭州和泽医药科技有限公司(杭州苏泊尔南洋药业有限公司受委托生产)	11.37	山西、黑龙江、海南、青海、浙江、河南、湖北、江西

	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	片剂	300mg*30片	盒	成都倍特药业有限公司	13.98	甘肃、广西、贵州、宁夏、江苏、安徽、湖南、新疆(含兵团)
17	氯沙坦钾片	片剂	50mg*14片	盒	浙江华海药业股份有限公司	14.7	山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆(含兵团)
18	马来酸依那普利片	片剂	10mg*16片	盒	扬子江药业集团江苏制药股份有限公司	8.93	山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆(含兵团)
19	左乙拉西坦片	片剂	250mg*30片	盒	浙江京新药业股份有限公司	71.79	浙江、江苏、湖南、广东、云南、甘肃、江西、宁夏、新疆(含兵团)、吉林、辽宁、青海、西藏
	左乙拉西坦片	片剂	250mg*30片	盒	浙江普洛康裕制药有限公司	71.9	山东、湖北、河南、四川、广西、山西、安徽、贵州、海南、黑龙江、陕西、内蒙古
20	甲磺酸伊马替尼胶囊	胶囊	100mg*60粒	盒	正大天晴药业集团股份有限公司	586.39	浙江、广西、广东、云南、甘肃、贵州、吉林、陕西、海南、西藏、山东、湖南、安徽
	甲磺酸伊马替尼片	片剂	100mg*60片	盒	江苏豪森药业集团有限公司	623	四川、江西、黑龙江、内蒙古、新疆(含兵团)、山西、辽宁、宁夏、青海、河南、江苏、湖北
21	孟鲁司特钠片	片剂	10mg*5片	盒	上海安必生制药技术有限公司(杭州民生滨江制药有限公司受委托生产)	18.96	浙江、广东、江苏、安徽、广西、新疆(含兵团)、陕西、湖南、山西、吉林、辽宁、宁夏、西藏
	孟鲁司特钠片	片剂	10mg*5片	盒	Merck Sharp & Dohme B.V.(Merck Sharp & Dohme Ltd.)(杭州默沙东制药有限公司分包装)	19.38	四川、山东、河南、云南、湖北、内蒙古、江西、黑龙江、甘肃、海南、贵州、青海
22	蒙脱石散	散剂	3g*15袋	盒	湖南华纳大药厂股份有限公司	4.16	江苏、云南、新疆(含兵团)、辽宁、西藏、山东、四川、贵州、广西
	蒙脱石散	散剂	3g*12袋	盒	哈药集团中药二厂	3.6	湖南、宁夏、黑龙江、青海、河南、陕西、吉林、内蒙古
	蒙脱石散	散剂	3g*12袋	盒	浙江海力生制药有限公司	3.95	浙江、甘肃、山西、海南、安徽、广东、湖北、江西
23	注射用培美曲塞二钠	注射剂	100mg/支	盒	四川汇宇制药有限公司	798	广西、江西、四川、云南、内蒙古、吉林、贵州、海南、西藏、河南、江苏、湖北、安徽
	注射用培美曲塞二钠	注射剂	500mg/支	盒	四川汇宇制药有限公司	2735.83	广西、江西、四川、云南、内蒙古、吉林、贵州、海南、西藏、河南、江苏、湖北、安徽
	注射用培美曲塞二钠	注射剂	100mg/支	盒	ELI LILLY AND COMPANY	809	辽宁、山西、黑龙江、甘肃、新疆(含兵团)、陕西、青海、宁夏、山东、浙江、广东、湖南
	注射用培美曲塞二钠	注射剂	500mg/支	盒	ELI LILLY AND COMPANY	2773.54	辽宁、山西、黑龙江、甘肃、新疆(含兵团)、陕西、青海、宁夏、山东、浙江、广东、湖南
24	氟比洛芬酯注射液	注射剂	5ml:50mg*5支	盒	北京泰德制药股份有限公司	109.4	浙江、广东、湖北、河南、黑龙江、辽宁、山西、四川、新疆(含兵团)、内蒙古、甘肃、宁夏、西藏
	氟比洛芬酯注射液	注射剂	5ml:50mg*5支	盒	武汉大安制药有限公司	109.75	江苏、山东、湖南、安徽、江西、陕西、吉林、广西、贵州、云南、海南、青海
25	盐酸右美托咪定注射液	注射剂	2ml:0.2mg*4支	盒	扬子江药业集团有限公司	532	山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆(含兵团)

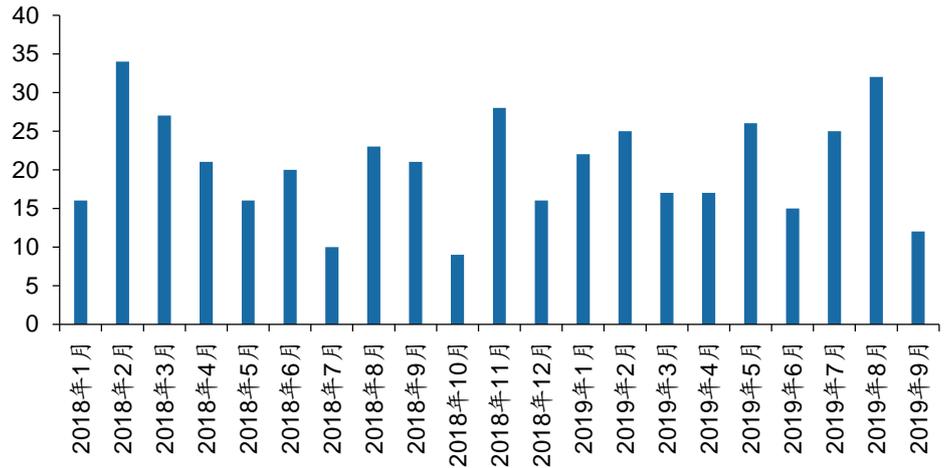
数据来源: 上海市医药阳光采购网, 广发证券发展研究中心

细分领域：创新药申报活跃，医保控费免疫子领域持续高景气

3.1 创新药：三季度 CDE 承办 68 个 IND 新药，12 个 NDA 新药

2019年三季度CDE承办了68个国内外企业新药IND(按品种计)，7-9月承办品种数分别为25-32-12；从2018年1月至今，IND承办品种数基本保持稳定。

图7：2018年1月以来CDE承办国内外新药IND(按品种计)



数据来源：NMPA，广发证券发展研究中心

68个IND新药中，28个品种来自境外企业，40个品种为本土企业研发。28个来自境外企业的新药，大部分品种尚未上市，处于不同的临床研究阶段；少部分已在海外上市，如芦曲泊帕片、Tisagenlecleucel(Kymriah)、Vibegron等。40个本土企业研发的品种，在立项上重复度较高，差异性不明显，仅少部分品种如BGC0222等具有一定特色。我们认为，当前国产创新药“产品思维”尚不够，导致主观认识上的进入门槛偏低；但是创新药的定位是引领治疗方式突破，除了自身的临床价值外，还具有“时间轴上的”属性；在国产新药差异性不大的情况下，新药研究-临床开发-商业化(不考虑被大型企业收购)每个环节的能力在新药的“价值”变现过程中均占有举足轻重的作用；在当前环境下，以恒瑞医药、中国生物制药为代表的“一体化”企业更具竞争优势。

表 2：2019 年三季度 CDE 承办的国产和进口新药 IND

药品名称	药品类型	靶点/机制	企业名称	国外进展
Capivasertib	化药	AKT	阿斯利康	Phase III
Idasanutlin	化药	Hdm2	罗氏	
重组抗人内皮素受体 A 人源化单克隆抗体注射液	治疗用生物制品	ET-A	鸿运华宁	--
注射用 BGC0222	化药	Vitronectin, DNA Topoisomerase I	高瑞耀业	--
JAB-3312 胶囊	化药	SHP-2	北京加科思	--
重组抗 EGFR 人鼠嵌合单克隆抗体注射液	治疗用生物制品	EGFR	浙江新维盛科	--
重组抗 HER3 人源化单克隆抗体注射液	治疗用生物制品	ErbB3(HER3)	上海生物制品研究所	--

注射用重组人 PD-1 抗体单纯疱疹病毒	治疗用生物制品	PD-1	养生堂生物科技	--
JNJ-73763989 注射剂	化药	RNAi	杨森制药	Phase II
Brazikumab 无防腐剂溶液	治疗用生物制品	IL-23A	艾尔建	Phase III
芦曲泊帕片	化药	TpoR	盐野义	Launched(2015)
verinurad	化药	URAT1	阿斯利康	Phase II
CX1440 胶囊	化药	--	杭州三因泰医药科技	--
QF-036 片	化药	--	青峰药业	--
Poziotinib 薄膜衣片	化药	EGFR,HER2,HER4, PTP	韩国韩纳制药	Phase II
富马酸奥比特嗪肠溶微丸胶囊	化药	--	深圳市真兴医药	--
自体人源脂肪间充质祖细胞注射液	治疗用生物制品	--	西比曼生物科技	--
KL-A293 注射液	治疗用生物制品	--	科伦博泰	--
sbk002 片	化药	--	成都施贝康生物	--
509 胶囊	化药	--	武汉恒信源药业	--
AK111 注射液	治疗用生物制品	IL17 gene	中山康方生物	--
TJ004309 注射液	治疗用生物制品	CD73	天境生物	--
注射用重组溶瘤病毒 M1	治疗用生物制品	--	广州威溶特医药	--
RO7234292 注射液	化药	huntingtin (HTT) expression inhibitor	罗氏	Phase III
注射用 Rezagungin	化药	棘白菌素类抗真菌药	意大利培森药厂	Phase III
HTD1801 片	化药	小檗碱衍生物	深圳君圣泰	Phase II
注射用 DN1508052-01	化药	--	上海迪诺医药	--
TY-9591 片	化药	--	浙江同源康医药	--
DAS181	治疗用生物制品	Exo-alpha sialidase,Muscarinic receptor	Ansun Biopharma	Phase III
HEC96719 片	化药	--	广东东阳光	--
培重组人成纤维细胞生长因子 21 注射液	治疗用生物制品	FGFR,FGF,FGF2	天士力生物	--
TJ003234 注射液	治疗用生物制品	CSF	天境生物	Phase I
表没食子儿茶素没食子酸酯	化药	--	江苏天晟药业	--
CN1 注射液	治疗用生物制品	--	同润生物	--
UTTR1147A 注射液	治疗用生物制品	IL-22	罗氏	Phase II
注射用 TransCon hGH (ACP-011)	治疗用生物制品	GH prodrug	维昇药业	Phase III
注射用葡磷酸胺	化药	Alkylating Drugs	兆科药业	Phase III
BAN2401	治疗用生物制品	Beta-Amyloid	卫材	Phase III
注射用 IMM0306	治疗用生物制品	CD20,CD47	宜明昂科	--
HX009 注射液	治疗用生物制品	PD-1	杭州翰思生物	--
注射用 SHR-1802	治疗用生物制品	--	上海恒瑞	--
Pemigatinib 片	化药	FGFR	信达生物	Phase III
BPI-1178 胶囊	化药	--	上海倍而达	--
艾姆地芬片	化药	--	红日药业	--
注射用 AS1501	治疗用生物制品	--	深圳市中科艾深医药	--
HIF-117 胶囊	化药	--	三生制药	--

HPP737 胶囊	化药	PDE4	恒翼生物医药	Phase I(vTv Therapeutics)
Parsaclisib 片	化药	PI3Kdelta	信达生物	Phase II
Itacitinib 片	化药	JAK1	信达生物	Phase III
SI-B001 双特异性抗体注射液	治疗用生物制品	--	四川百利药业	--
GST-HG141 片	化药	--	广生堂	--
Selonsertib 片	化药	ASK1	吉利德	Phase III
ZHB202 溶液	化药	--	江苏众红生物	--
Tisagenlecleucel 注射用 BB-1701	治疗用生物制品	CD19	诺华	Launched(2017)
HEC83518	化药	--	广东东阳光	--
ABBV-105 胶囊	化药	JAK1、BTK	艾伯维	Phase II
LOXO-292	化药	RET	礼来	Phase I/II
PF-06700841 片	化药	JAK1, JAK2, TYK2	辉瑞	Phase II
Vibegron 片	化药	beta3-Adrenoceptor	意大利培森药厂	Launched (2018)
重组人源化抗 Claudin 18.2 单克隆抗体注射液	治疗用生物制品	Claudin 18.2	恺兴生命科技	--
TQB3303 片	化药	--	正大天晴	--
GSK3196165 注射液	治疗用生物制品	GM-CSFR	葛兰素史克	Phase III
DCC-2618	化药	PDGFR α 、KIT	Deciphera Pharmaceuticals	Phase III
Tenapanor 片	化药	NHE-3	复星医药	Registered(2019 ,AZ)
BI655130 注射液	治疗用生物制品	IL-36R	勃林格殷格翰	Phase II/III
重组全人源抗 PCSK9 单克隆抗体注射液	治疗用生物制品	PCSK9	信立泰	--
重组人 VEGF 受体-Fc 融合蛋白注射液	治疗用生物制品	VEGFR	天台银康生物	--

资料来源：NMPA，广发证券发展研究中心

2019年三季度CDE承办了12个新药上市申请，其中8个为境外企业研发/生产，且8个进口新药均已在国外上市；国内企业研发/生产的4个新药分别是扬子江的注射用磷酸左奥硝唑酯二钠、海思科的HSK3486乳状注射液、微芯生物的西格列他钠片以及东阳光的磷酸依米他韦胶囊。

表 3: 2019 年三季度 CDE 受理的国内外新药上市申请

药品名称	药品类型	靶点/机制	企业	国外进展	适应症
环硅酸锆钠散	化药	Potassium Binders	阿斯利康	Launched (2019)	高钾血症
氯苯唑酸葡甲胺软胶囊	化药	Amyloid protein deposition, Transthyretin	辉瑞	Launched (2011)	家族性淀粉样多神经病，家族性淀粉样心肌病，野生型转甲状腺素淀粉样变性
布罗舒单抗注射液	治疗用生物制品	IL-17AR	协和发酵麒麟	Launched (2016)	类风关、斑块型银屑病、脓疱型银屑病
注射用磷酸左奥硝唑酯二钠	化药	硝唑类抗菌	扬子江	--	抗菌药

艾度硫酸酯酶 β 注射液	治疗用生物制品	Iduronate 2-sulfatase	诺爱药业	Launched (2012)	亨特氏综合征
HSK3486 乳状注射液	化药	GABAAR,GABAR	辽宁海思科	Phase III	胃肠镜操作麻醉
奥妥珠单抗注射液	治疗用生物制品	CD20	罗氏	Launched (2013)	CLL、FL
氢溴酸替格列汀片	化药	DPP4	田边三菱	Launched (2012)	T2MD
多拉韦林拉米夫定替诺福韦片	化药	HIV-1 reverse transcriptase,Non-nucleoside reverse transcriptase	默沙东	Launched (2018)	HIV
多拉韦林片	化药	Insulin sensitizer,PPARα,PPARγ,PPARδ	默沙东	Launched (2018)	HIV
西格列他钠片	化药	Hepatitis C virus protein NS5A	微芯生物	--	T2MD
磷酸依米他韦胶囊	化药		广东东阳光	--	HCV

资料来源：NMPA，广发证券发展研究中心

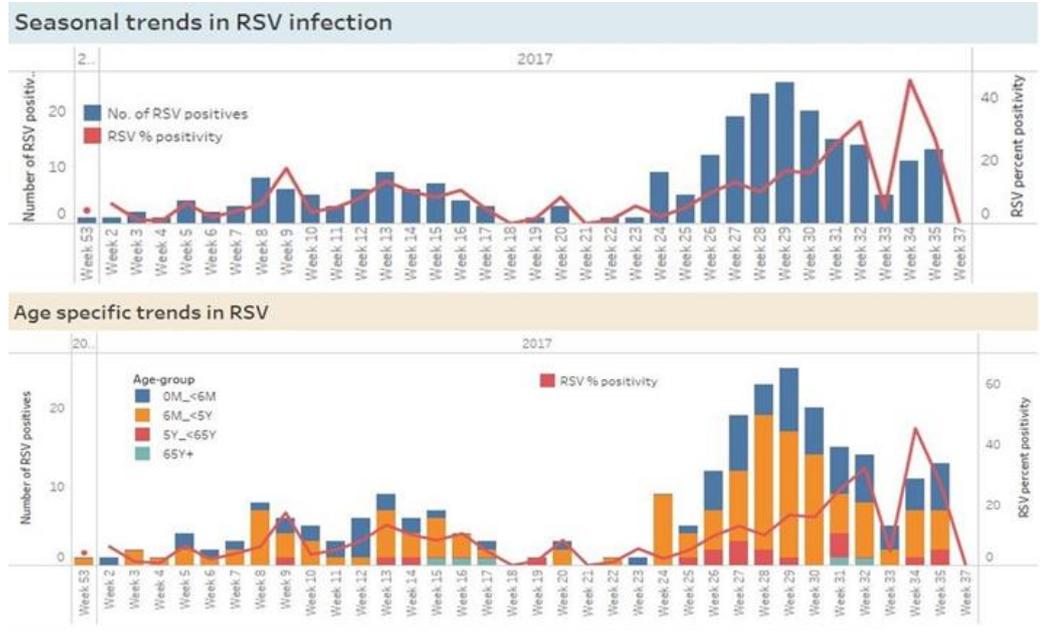
3.2 生物制品：RSV 疫苗研发曙光初现，临床存在较大未满足需求

呼吸道合胞病毒(respiratory syncytial virus, RSV) 是一种非常普遍且具有传染性的呼吸道感染，是导致支气管炎和肺炎的主要原因，每年在全世界范围内影响超过6400万人。根据WHO披露，RSV感染引起1岁以下患儿病死率高达6.7%，仅次于疟疾，在全球范围内造成严重的疾病负担。RSV通过飞沫和直接接触传播，每年约有3400万儿童（5岁以下）感染RSV，且2岁以下儿童的感染率高达97%。RSV感染也是免疫功能低下的成年及老年人群重要的疾病问题，感染后会导致心脏衰竭和继发性细菌性肺炎，每年约有3%~10%的成人感冒由RSV引起，老年人群中RSV感染引起的疾病负担与非流行季的流感引起的疾病负担相当。同时，RSV也是一种重要的医源性感染病原，特别对早产儿、先天性心脏病、支气管肺发育不良的婴儿及所有免疫功能抑制的病人具有很大的危害。因此，研发有效预防RSV感染的疫苗是当前迫切需求，被WHO列为全球最优先发展的疫苗之一，基于全球较大的为满足需求，若未来有相关疫苗成功上市，我们预计其商业化价值较大，有望跻身于全球销售额前五大的疫苗品种。

虽然疫苗是最具成本效益的传染病卫生干预措施之一，但目前还尚未有针对RSV的商业化疫苗。临床上治疗主要包括支持性护理（补充氧气和机械通气）、支气管扩张剂、皮质类固醇和利巴韦林，但研究表明在随机对照试验中没有显示出明显的益处，目前也没有被推荐在许多国家使用。在美国和其他一些中、高收入国家，使用中和单克隆抗体Palivizumab进行免疫预防在一定程度上用于预防极端早

产儿或先天性心脏病患者的RSV疾病，然而每月用药频次的高成本使其很难在低收入国家使用。

图8：2017年全球RSV流行病学情况



数据来源：WHO，广发证券发展研究中心

RSV是一种反式单链RNA病毒，共编码11种蛋白，其中G和F表面蛋白分别在RSV吸附和融合过程中发挥重要作用，是产生中和抗体最重要的抗原位点，也是诱导机体产生免疫原性和抗病毒的最主要靶点。其中，F蛋白和G蛋白均可刺激机体产生抗体，但F蛋白引起产生的抗体较G蛋白的抗体中和作用更强，且后者变异性更强。因此，目前全球研发的RSV疫苗主要围绕着F蛋白抗原进行的。

然而，RSV疫苗研发自20世纪60年代以来，仍尚未有商业化的产品上市，起初福尔马林灭活疫苗(F-RSV)的失败不仅严重打击了RSV疫苗研究人员的研发热情，而且增加了RSV疫苗研发的商业风险，使RSV疫苗研发举步维艰。临床上，开发RSV疫苗过程中主要有以下难点：

■ F蛋白融合前后的构象变化对疫苗的开发造成困境

RSV的F蛋白在融合前构象是亚稳态的，当介导膜融合或自发触发时，融合前构象经历了不可逆的重排至非功能融合后构象。在感染人体细胞之前，它处于第一个构象，在感染过程中，它会转变成第二个构象，虽然约50%的表面在融合前和融合后共享，但对中和最敏感的抗原位点仅位于融合前构象上。如果免疫系统能够遇到处于第一种构象的F蛋白，它能够产生强力抗体，但是如果F蛋白处于第二种构象，它几乎不会激发抗体的生成，激发的抗体也不是很有效。传统方法开发RSV疫苗通常导致F蛋白处于第二种构象，因此激发的抗体反应不强。

■ 临床试验中，缺乏较好的动物试验模型以及血清学标志物

一方面，目前常用的RSV感染动物模型包括啮齿类（小鼠和棉鼠）、大动物（绵羊和牛）和非人灵长类（黑猩猩），均不能完全模拟RSV人体内的免疫反应和致病情况，对评判疫苗的有效性存在一定的难度。另一方面，当前临床试验中缺乏对RSV感染起保护作用的血清学标志物，在建立对RSV感染起保护作用的标志物

之后，才能反复进行进一步的试验。

■ 针对不同人群，需不同的疫苗开发策略

RSV疫苗的免疫对象包括新生儿（小于6个月）、婴幼儿（大于6个月至2岁）、孕妇和老人，不同人群的感染风险、免疫水平和并发症等差异明显，对不同的免疫对象需采取不同的疫苗设计策略。例如，严重RSV疾病的发生率在小于6个月的婴儿中最高，主动免疫的时间窗口窄，减毒疫苗产生抗体的效率较高适用于更小年龄段的婴儿，然而安全性问题应更为重视；正是由于小年龄段的婴儿的主动免疫的时间窗口窄的痛点，通过针对孕妇开发的疫苗进而对新生儿进行被动免疫也是一个可行的策略，然而在安全性方面需要提供大量临床数据。

■ 其他面临的问题

RSV亚型之间抗原易变，不同流行季节存在多种病毒亚型；RSV的非结构蛋白可通过抑制I型干扰素分泌、影响树突细胞成熟和T细胞反应、下调STAT2表达等方式抑制天然免疫和适应性免疫，干扰疫苗效果；在安全性和免疫原性以及遗传稳定性之间实现适当的平衡一直是困难的，且RSV疫苗难以获得长时间的保护，持续时间短。

近年来，随着RSV分子生物学研究的深入和新型疫苗设计策略的应用，RSV疫苗研究进展迅速。2019年9月4日，强生旗下的杨森（Janssen）公司宣布，美国FDA授予其在研RSV疫苗突破性疗法认定，基于其临床数据“与临床可用护理标准相比，该疫苗显示出实质性改善”，该突破性疗法认定代表着在预防RSV感染方面的一个重要突破。Janssen公司采用新病毒载体平台的独特特性，将表达RSV病毒融合蛋白的独特特性，将表达RSV病毒融合蛋白的转基因包装在腺病毒载体中，目前正处于IIb期概念证明研究中，用于在60岁及以上老年人中造成的严重呼吸道疾病。

目前，全球正在研制多种针对不同免疫对象的候选疫苗，包括减毒活疫苗、亚单位疫苗、载体疫苗和纳米颗粒疫苗等，其中亚单位疫苗和纳米颗粒疫苗适用于孕妇和老人，减毒活疫苗、载体疫苗和部分亚单位疫苗有望用于婴幼儿突破方向。

■ 减毒活疫苗

减毒活疫苗通过滴鼻免疫，RSV疫苗毒株在上呼吸道中进行复制，不受母体抗体影响，并能激活黏膜免疫，阻断感染，适用于新生儿免疫。安全性是减毒活疫苗的先决条件，减毒活疫苗要保证对新生儿的绝对安全，但在病毒减毒时，也不能过度减毒而使其丧失免疫原性，必需兼顾安全性、病毒毒力、免疫原性和有效性。另外，减毒活疫苗存在与自然感染病毒之间重组而重新恢复致病性的风险，通常通过密码子优化和氨基酸突变降低回复突变的产生。减毒活疫苗制备主要通过两种途径，一是通过改变或删除与病毒毒力相关基因而获得，二是构建减毒活疫苗的策略是缺失与病毒毒力不相关的基因而得到的减毒活疫苗。

根据PATH披露，赛诺菲、Itravacc、Pontificia Universidad Catolica de Chile等多家公司及研究机构正在推进相关疫苗的研发，目前大多处于临床一期。

■ 载体疫苗

载体疫苗的优势在于可以高效地激活宿主天然免疫和适应性免疫。目前常用的载体包括病毒载体如甲病毒属、腺病毒（AAV）、修饰的痘苗安卡拉病毒

(MVA)、新城疫病毒、仙台病毒和副流感病毒等；细菌载体如重组卡介苗、沙门氏菌和格氏链球菌等。

根据PATH披露，Janssen、GSK、Bavarian Nordic公司的载体RSV疫苗已经步入临床二期，前两者基于AAV、后者采用MVA，其中Janssen的在研产品已于19年9月4日获得美国FDA授予的突破性疗法认定。

■ 亚单位疫苗

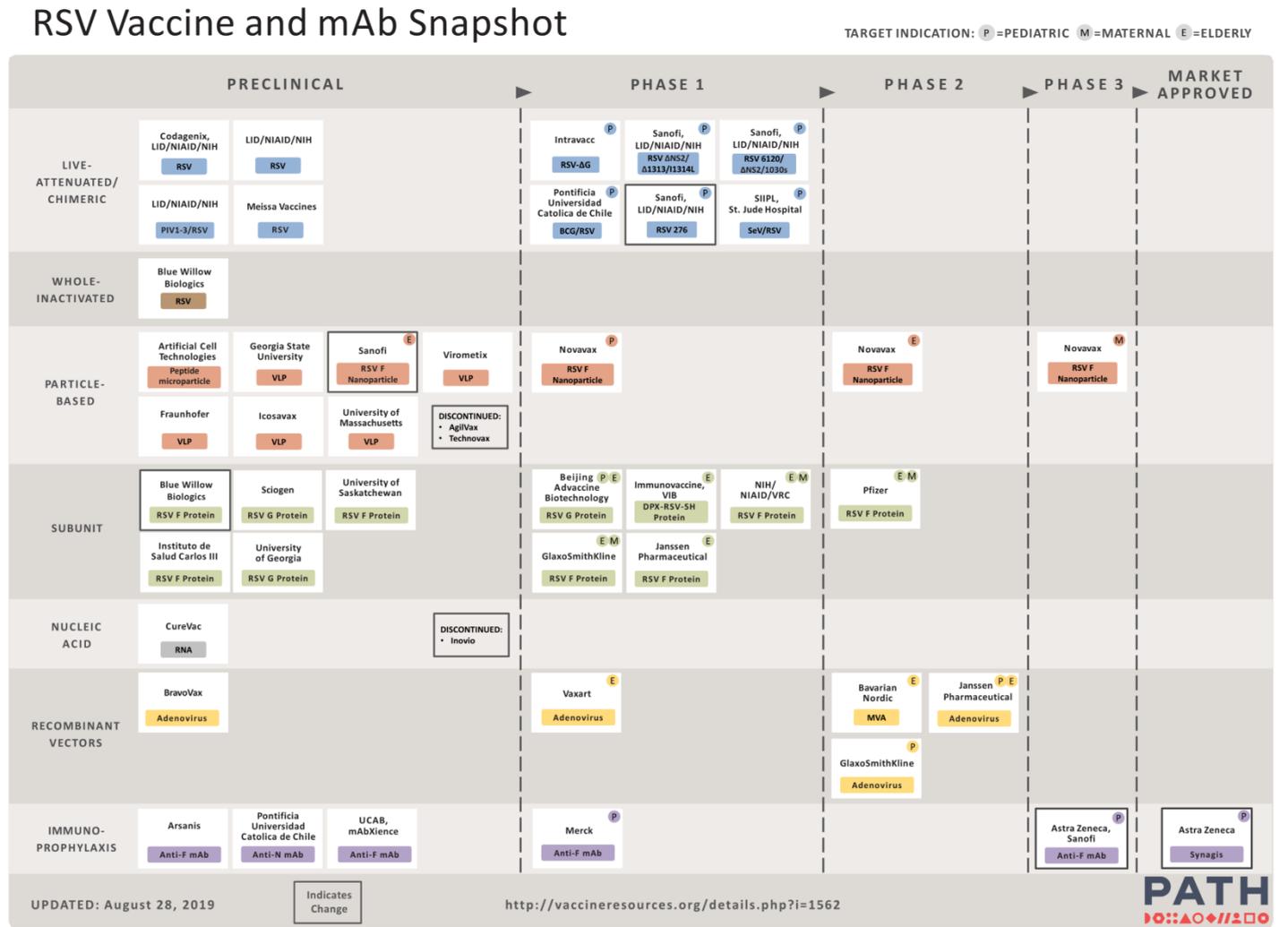
亚单位疫苗适合用于老年人、高感染风险的儿童和孕妇。由于安全性高，制备相对简单，亚单位疫苗是目前研究最多的RSV疫苗类型，多种亚单位疫苗已进入临床试验阶段。其中，GSK开发出Pre-F亚单位疫，并已完成在健康人群中的I期临床试验和非妊娠妇女中的II期临床试验，被认为是目前最有希望成功的pre-F亚单位疫苗。MEDI-7510是Immune公司研制由Post-F和化学合成的TLR-4受体激动剂组成的新型乳浊剂亚单位疫苗，动物实验显示可以诱导中和抗体并激活针对RSV的T细胞免疫，有效防止病毒感染，目前正在进行II期临床试验，评估MEDI-7510在老年人群急性呼吸道患者中的安全性和免疫原性，以及在RSV流行季节的免疫反应特点和预防效果。

■ 纳米颗粒疫苗

颗粒疫苗包括病毒样颗粒(VLP)疫苗、类病毒颗粒疫苗和纳米颗粒疫苗。VLP是非复制型的、非感染性的、由病毒蛋白自包装组成的颗粒，其优点是在没有佐剂的情况下依然可以高效激活适应性免疫和天然免疫。类病毒样颗粒疫苗是仅有病毒囊膜蛋白组成的、不含遗传物质的纳米颗粒，与佐剂或受体配体共同使用以加强其免疫效果。

纳米颗粒疫苗利用纳米技术在纳米微球表面展示数量确定的、并具备相应空间构象的亚单位抗原，模拟宿主-病毒表面的相互作用，激活免疫系统，预防病毒感染。目前，处于领先地位的是由Novavax公司研制的RSV-F蛋白重组纳米颗粒疫苗已步入临床3期（用于老人）、临床2期（用于儿童）。虽然该疫苗在孕妇中应用存在一定问题（在妊娠晚期的健康孕妇中进行的III期临床试验，未能达到将免疫力通过母体传递至婴儿的预期效果），但在老年人和儿童中仍有较大的应用潜力。

图9: 全球呼吸合胞病毒疫苗及相关单抗研发进展概览



数据来源: PATH, 广发证券发展研究中心

3.3 医疗服务: 医疗服务继续扩张, CXO 行业仍处于高景气周期

暑期是连锁医疗服务的旺季, 贡献全年的重要业绩增长。综合看医疗服务行业呈现一定分化, 龙头各自的品牌影响力和扩张继续, 整体仍然保持较快的人员和分院扩张速度。我们预计爱尔眼科和通策医疗仍能维持上半年的高速增长, 暑期消费类医疗需求旺盛, 高端项目的销售增长较快, 预计客单价保持提升趋势, 继续作为收入增长的主要驱动力。

爱尔眼科: 捐赠股份、引入战投, 品牌影响力继续提升。公司近期公告控股股东爱尔投资拟捐赠1亿股(占总股本的3.23%)给湖南省湘江公益基金会, 主要用于持续、大力培训眼科医疗人才, 特别是基层眼科医生; 开展前沿性、原创性的眼科学及视光科学的学术研究; 立足于全球视野创设高水平眼科教育科研机构, 不断地输出高素质的眼科人才。同时引入战略投资者, 爱尔投资和董事长合计转让2%

股份给高瓴资本和淡马锡的全资子公司 Temasek Fullerton Alpha。同时进一步扩大全球布局，要约收购新加坡眼科上市公司 ISEC Healthcare，旗下拥有 11 家眼科和全科诊所，考虑到上半年公司还收购或新建了 13 家医院及 9 个门诊部或诊所，公司外延扩张保持较快速度。从业务结构看新一代 ICL 晶体植入正在成为下一个驱动力：全飞秒的下一代技术是 ICL 晶体植入，最新的 V4c 晶体 2014-2015 年进入中国市场，价格比全飞秒贵 30% 以上，该技术可以额外覆盖大量原来不满足全飞秒手术的人群，同时具有可逆性，虽然目前占比不高（2017 年约 12%），但参考收入水平高和观念前卫的深圳地区的业务结构，有望在后续几年成为推动手术单价提升的核心驱动力。上半年青少年近视防控在国家政策层面的推广，在三季度保持持续推广，公司在中小学生视力筛查建档的过程中作出重要贡献，也扩大了品牌影响力。

通策医疗：蒲公英计划稳步推进，扩建杭州口腔医院和睦门诊部。公司下属城西分院与城西分院院长李小凤、赵敏等共同设立杭州口腔医院和睦门诊部有限公司，延伸公司在城西分院北部的布局，有望继续提升杭州市的市占率。预计未来三大医院和周边分院仍是最大利润增量，利润率有望继续提升；回顾上半年的细分业务增速是儿科>种植>正畸，说明新的消费习惯正在形成，公司的业务也在向潜力更大的细分行业变化，还有一个是综合科增速提升了，也保证了整体发展的相对均衡。综合看公司整体仍在前期杭口总院和城西分院扩建后的业绩红利期，其他中小型分院的盈利能力也在持续提升。年初签订的 10 家蒲公英计划医院也在有序推进，预计 2019 年内可以全面营业，通策医疗再浙江省内的影响力仍在快速提升。可见口腔行业的规模效益正在提升，通策区域总院+分院的模式正在得到浙江省和全国范围内的广泛认可，也可以看到通策模式具备更高的盈利能力。

表 4：爱尔眼科、美年健康、通策医疗上半年重大股权投资情况

爱尔眼科			美年健康		
被投资公司	并购类型	数目	被投资公司	并购类型	数目
晋中爱尔眼科医院有限公司	内部收购	13	安徽诺一健康管理有限公司	外部收购	1
上海爱尔睛亮眼科医院有限公司			西宁美年	内部收购	19
南京爱尔古柏医院有限公司			安阳美年		
无锡爱尔眼科医院有限公司			驻马店美年		
蚌埠爱尔和平眼科医院有限公司			泸州美年		
宜春爱尔眼科医院有限公司			聊城美年		
淄博康明爱尔眼科医院有限公司			宿州美年		
湘潭市爱尔仁和医院有限公司			庆阳美年		
桂林爱尔眼科有限公司			自贡美年		
贵港爱尔眼科有限公司			眉山美年		
重庆爱尔儿科眼科有限公司			内江美年		
达州爱尔眼科有限公司			唐山美年		
普洱爱尔眼科有限公司			随州美年		
远翔天祐部分股权			外部收购		
ISEC Healthcare 100% 股权			阜新美年		
沈阳爱尔卓越眼科医院有限公司	新设	2	临沧美年		
湖南迈欧医疗科技有限公司			桂林美年		
蚌埠爱尔和平眼科医院有限公司	增资	2	太原美年		

达州爱尔眼科有限公司			平顶山美年		
通策医疗			兰州金茂		
被投资公司	并购类型	数目	美年大健康产业(集团)有限公司	增资	2
郑州安和	外部收购	1	上海美爱投资管理有限公司		

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

综合看医疗服务龙头延续了上半年的持续扩张趋势。一方面是来自自身品牌体系范围内的并购基金项目装入上市公司,一方面是对外部的收购都有布局,尤其是外部收购方面,爱尔眼科和通策医疗均有对竞争对手的直接收购。爱尔眼科内部收购公司13家,外部收购公司2家,新设公司2家,增资2家;美年健康上半年内部收购公司19家,外部收购公司1家,增资2家;通策医疗外部收购公司1家(公司过去几年几乎没有外部收购)。

创新药服务产业链(CRO&CDMO):三大龙头药明康德、泰格医药、康龙化成内部客户的跨部门成果转化效率都在持续提升,各家普遍越来越重视客户的延续性以及订单的延续性。从员工激励角度看,药明康德10月1日刚刚公告了授予234名激励对象290万份股票增值权,行权价格:72.00港元/份,内部激励进一步完善,也是上市CRO中员工激励覆盖非常广泛的龙头企业,行权业绩考核目标是2019-2021年的收入较2018年增长额不低于15亿元、30亿元、45亿元,保证了收入增长的确切性。康龙化成向港交所递交了H股上市申请材料,融资渠道进一步丰富;泰格医药境外控股子公司DreamCIS预计将分拆到境外公开发行股份并在韩国证券期货交易所市场上市,也是公司在经过一系列内部整合后该前期收购标的业绩改善后的重大变化,有望进一步扩大韩国市场的影响力。

行业发展趋势预测:整体看CXO行业的不同龙头具备不同的增长驱动因素,泰格医药主要受益于国内政策改革的影响:国内随着进口药品审批的加速和海外已上市药品快速通过审批进入国内,跨国企业在国内的CRO业务需求尤其是临床CRO业务需求增长显著增加;其他CXO龙头如药明康德、康龙化成、凯莱英等同时受益于国内外创新药研发外包需求的快速增长,一方面国内有创新药需求的独角兽企业和亟待转型的传统企业仍有持续的创新药研发外包需求,研发投入比例的提升也将进一步驱动CRO行业价格和订单量的高景气增长;另一方面国际大客户的成本控制需求推动外包需求增长,小的Biotech企业需要大型CXO为产品数据真实性背书,药明康德、康龙化成、凯莱英都是显著受益的。此外还有一些前期相对弱势业务的补充和快速增长如药明康德在临床CRO领域的布局(上半年增长104%)、昭衍在临床一期和药物警戒领域的布局等。

3.4 医药商业: 执业药师监管政策趋严, 行业集中度继续提升

商业领域“两票制+营改增”规范流通环节基本推行完毕,产业集中度正在提升,但受制于行业本身的资金依赖性以及资金面偏紧的影响,去年行业增速仍然不理想,今年以来行业整体现金流情况有所改善,结合整体信用分层后大型龙头的融资成本方面受益更多,又考虑到上市龙头的上半年较好的业绩表现,三季度行业景气度有望进一步提升。预计未来龙头仍将持续加快渠道整合,市场集中度加速提升。

预计近期医药商业龙头仍在业绩改善中,有以下几个方面的原因:1、前两年两票制带来的负面影响的逐步消除以及两票制推动的集中度提升效果的显现;2、带量采购短期内对价格和毛利的影响有限反而带动了一些非带量采购品种的集中配

送；3、增值税减税对医药商业这种低毛利行业有收入和利润的正面影响（但因为商业公司产业链地位不高，不能享受全部的红利）；4、资金成本下降不仅提升了盈利能力还通过信用分层间接加速了中小商业公司的淘汰和龙头商业公司的加速崛起。此外鹭燕医药和柳药股份都是省份龙头，市占率较高，且开始尝试传统配送以外的新兴业务如DTP药房、器械、中药饮片等，省级龙头的综合竞争力和成长空间可能被低估。

三季度远程审方逐步得到更多省份乃至全国范围的认可，上市公司显著受益。我们预计一级市场估值在目前监管条件下有望进一步下降，给上市公司带来整合空间，同时由于非上市药店多数有不同程度的不规范，收购标的严格尽调更加重要。对上市公司，二季度执业药师挂靠监管带来了一定的负面影响，三季度有望改善。预计未来上市药店仍将以一定的进度持续推动行业整合，集中度有望加速提升，建议持续关注益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、国药一致。

3.5 医疗器械：高值耗材集采政策渐近，骨科耗材国产替代加速，微创治疗崛起

随着药品集采政策的落地，“买单方”医保局杠杆作用显现，高值耗材集采逐步提上日程。2019年7月31日，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于印发治理高值医用耗材改革方案的通知》（国办发〔2019〕37号），提出取消医用耗材加成，按照带量采购、量价挂钩、促进市场竞争等原则探索高值医用耗材分类集中采购。

器械和耗材集采模式分析

目前全国31个省、自治区、直辖市中，有29个省份对高值耗材进行了省级集中采购。从目前集中采购情况看，原卫生部十大类高值耗材（包括血管介入类、非血管介入类、骨科植入、神经外科、电生理类、起搏器类、体外循环及血液净化、眼科材料、口腔科、其他），各类别均有半数以上的省份对其进行集中采购。其中血管介入类29个省份都对其进行了招标。另外，对起搏器类、电生理类启动招标的省份也基本覆盖了全国。

国内现阶段医用耗材和器械集中采购模式主要分为以下几类：**1、直接挂网模式**：是目前大多数省份采用的采购模式，产品进入医院需要进行二次议价，实际成交价格一般低于挂网价格；**2、“双信封”模式**：技术标加商务标，商务标的评审中一般有两种方法，一种是最低价中标，另一种是综合审评得分高者中标；**3、“省级入围+地市带量采购”**：省级平台的价格仅是入围价格，后以地区、医联体、医共体等单位与供应商进行带量的议价，决定最终的成交价格。**4、药交所模式**：目前有广东，重庆和湖北三个地区成立药交所，药交所属于第三方交易平台，实现挂网、竞价、议价、订单、采购、网上结算、会员管理的采购全过程管理；**5、分类采购模式**：按照不同产品类别，如集中招标采购目录内产品、挂网采购目录内产品、临床用量小、降价难度大的高值耗材等不同类别采用不同方式采购；**6、跨区域联合采购**：目前有多个采购联盟形成，三明联盟目前已经有48个地市县签订联合限价采购协议，所有采购成员实行价格动态调整、“两票制”、最低价联动。京津冀耗材招标2017年2月份启动，共建采购平台，信息共享、结果共用。西部七省耗材联盟，主要是分开招标，建立统一数据库，省际间耗材集采数据互联互通，资质审核结果互认，资源共享。四省一市联盟，由沪苏浙皖闽组成，均

为试点省市，实行价格共享和谈判采购；**7、GPO模式**：由药品拓展至高值耗材，通过商务谈判或竞价、议价方式降价。

表 5: 各省份高值耗材集中采购模式

序号	模式	省份
1	直接挂网	海南、黑龙江、湖北、山西、吉林、河南、四川、陕西、内蒙古、江西、云南、上海、甘肃、湖南、浙江、山东、福建、河北、广西、新疆（20 省）
2	双信封	湖南、浙江、山东、福建、河北、广西、新疆（7 省）
3	省级入围+地市带量议价	辽宁、宁夏、安徽、江苏（4 省）
4	药交所	广东、重庆、湖北（3 省）
5	GPO采购	深圳、佛山（2 地市）
6	跨地区联合采购	三明联盟、京津冀、西部七省、沪苏浙皖闽（4 个）
7	分类采购	青海、海南（2 省）

数据来源：各省招标采购网站，广发证券发展研究中心

表 6: 重庆药交所与广东药交所模式比较

类别	重庆药交所模式	广东药交所模式
价格调整	不定期	每季度一次
交易模式	类似于挂网模式	类似于双信封最低价入围模式
入围模式	议价入围	议价入围、最低价（次低价）入围
企业遴选	可以直接选择企业	不能直接选择企业
管理制度	会员制，收费	会员制，不收费
量价挂钩	是，鼓励联合带量议价	
采购周期	没有统一的采购周期	
参考价	各省/本省现行价	
结算方式	由交易机构统一结算，并起到监管作用	

数据来源：各省招标采购网站，广发证券发展研究中心

表 7: 不同 GPO 模式比较

内容	上海 GPO	深圳 GPO	美国 GPO
组织单位	上海医健卫生服务中心	全药网（每年遴选一次）	第三方组织，目前数量超过600家，竞争较为激烈
交易平台	上海市阳光采购平台	深圳市公立医院药品管理平台	GPO平台
实施范围	医院自愿选择参加	全市公立医院	覆盖超过95% 的医院
采购范围	原上海集中招标采购中标药品（医保带量采购、	《集团采购目录》（覆盖全市公立医院	全部品种

	谈判采购以及定点生产的除外)	采购额排名前80%的药品)	
评审方式	专家评审	议价谈判+综合评审	方式不一, 可采取价格谈判、竞价招标等
采购数量	未承诺实际采购量, 但要求会员采购和使用GPO清单内药品金额不低于90%	公立医院应承诺购足预期采购量的80%以上药品	有采购数量要求
控费方法	结算价+预计供应链服务成本分担比例(结算价要求低于原中标/挂网价)	承诺降幅(药品总费用比15年省平台采购同等数量总费用下降30%以上)	根据需求要求
组织收益	上海医药卫生发展基金会	GPO	GPO收取医院会员费和企业管理费
其他特点	实际采购价作为市集中招标采购、中标价格动态调整或医院议价的重要参考	深圳市公立医院药品管理平台要与广东药交所平台数据对接	完全市场化, 政府只起到监督作用

数据来源: 各省招标采购网站, 广发证券发展研究中心

结合此前江苏地区55家医院进行的血管内介入器械带量采购情况, 我们认为, 与药品集采不同, 耗材集采存在标准化程度较低, 医生使用习惯不同, 产品迭代技术更新速度更快的实际情况, 预计与药品集采相比, 整体降价幅度相对温和。

骨科耗材国产替代加速, 微创治疗崛起

从上市公司大博医疗、凯利泰、爱康医疗和春立医疗中报情况分析, 国产骨科耗材处于较快增长状态, 我们判断主要与国产骨科耗材经过多年在基层地区的推广, 基层地区进口替代开始加速有关。

表 8: 国产骨科耗材企业收入及利润快速增长

证券代码	证券简称	2018A 收入增速	2018A 净利润增速	2019Q1 收入增速	2019Q1 净利润增速	2019H1 收入增速	2019H1 净利润增速
002901.SZ	大博医疗	30.04%	24.08%	40.31%	20.63%	54.27%	24.90%
300326.SZ	凯利泰	16.03%	-20.03%	24.49%	61.68%	24.49%	50.32%
01789.HK	爱康医疗	60.68%	34.39%			64.57%	81.47%
01858.HK	春立医疗	66.04%	55.52%			76.06%	117.24%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从医疗器械行业龙头迈瑞医疗年报披露信息看, 除了在生命信息与支持、体外诊断和医学影像领域继续重点布局发展外, 其还将重点关注微创外科等新兴领域。与外科开放手术相比, 微创外科具有创伤小, 恢复快等明显临床优势, 随着技术的发展、循证医学的不断丰富以及支付能力的提升, 国内微创治疗领域(比如经导管人工心脏瓣膜、脊柱微创、微创内镜等)有望进入快速发展阶段。

行业重要数据跟踪

生物制品批签发数据动态跟踪

1、2019年1-9月疫苗批签发情况

根据中检院披露，2019年1-9月份13价肺炎球菌结合疫苗实现批签发量288.43万支、AC-Hib三联苗428.06万支、DTaP-Hib四联苗252.35万支、DTaP-IPV-Hib五联苗397.26万支、冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）96.59万支、二价HPV疫苗169.65万支、四价HPV疫苗351.59万支、九价HPV疫苗187.65万支、五价口服轮状病毒疫苗299.21万支、四价流感疫苗462.06万支。

表 9：2019 年 1-8 月重点疫苗批签发情况（万支）

产品	生产企业	2015	2016	2017	2018	2019M1-9
13 价肺炎球菌结合疫苗	辉瑞	0	0	71.54	384.75	288.43
AC-Hib 三联苗	智飞绿竹	488.6	22.2	470.4	643.68	428.06
DTaP-Hib 四联苗	康泰生物	97.77	132.12	142.63	549.91	252.35
DTaP-IPV-Hib 五联苗	赛诺菲	113.64	279.44	212.1	202.98	397.26
冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	成都康华	120.03	29.51	99.51	223.21	96.59
双价人乳头瘤病毒吸附疫苗	葛兰素史克	0	0	110.72	211.2	169.65
四价人乳头瘤病毒疫苗（酿酒酵母）	默沙东	0	0	34.8	380.03	351.59
九价人乳头瘤病毒疫苗（酿酒酵母）	默沙东	0	0	0	121.61	187.65
四价流感裂解疫苗（成人型，0.5ml）	华兰生物	0	0	0	512.25	462.06
五价口服轮状病毒疫苗	默沙东	0	0	0	79.18	299.21

数据来源：中检院，广发证券发展研究中心

2、2019年1-9月血制品批签发情况

根据中检院及各地药检所披露，2019年1-9月份人血白蛋白（折算10g/瓶）共获得批签发3307.89万瓶，同比下降5.2%，其中国产人血白蛋白批签发量为1405.88万瓶（+1.3%）、进口人血白蛋白1902.01万瓶（-9.5%），进口占比较18年末下降2pp至57.5%；静注人免疫球蛋白（折算2.5g/瓶）获得批签发836.52万瓶；人凝血酶原复合物（折算200IU/瓶）获得批签发71.34万瓶，人凝血因子VIII（折算200IU/瓶）112.49万瓶，人纤维蛋白原（0.5g/瓶）58.41万瓶，狂犬病人免疫球蛋白（200IU/瓶）817.81万瓶，人免疫球蛋白（折算300mg/瓶）56.46万瓶，破伤风人免疫球蛋白（250IU/瓶）402.65万瓶。

表 10：2019 年 1-8 月血制品批签发情况（万瓶）

产品名称		2015	2016	2017	2018	2019M1-9
人血白蛋白 (折算 10g/ 瓶)	国产	1422.82	1707.14	1773.64	1905.20	1405.88
	进口	1887.04	2231.61	2427.16	2798.73	1902.01
	合计	3309.86	3938.75	4200.80	4703.93	3307.89
静注人免疫球蛋白 (折算 2.5g/瓶)		851.79	1075.80	1085.63	1083.04	836.52
人凝血酶原复合物 (折算 200IU/瓶)		65.00	77.50	98.94	98.68	71.34
人凝血因子VIII (折算 200IU/瓶)		85.45	108.69	133.30	159.17	112.49
人纤维蛋白原 (0.5g/瓶)		50.40	96.63	93.84	88.95	58.41

狂犬病人免疫球蛋白 (200IU/瓶)	420.60	342.10	495.26	793.75	817.81
人免疫球蛋白 (折算 300mg/瓶)	60.73	156.10	99.60	63.99	56.46
破伤风人免疫球蛋白 (250IU/瓶)	278.83	400.37	424.79	337.25	402.65

数据来源：中检院及各地药检所，广发证券发展研究中心

2019 年 10 月股东大会信息

5.1 35 家上市公司召开股东大会一览

2019年10月，总计有35家上市公司召开股东大会，均为临时股东大会。

表11：SW医药板块2019年10月股东大会召开信息

证券代码	证券简称	会议日期	会议类型
000518.SZ	四环生物	2019-10-25	临时股东大会
002294.SZ	信立泰	2019-10-25	临时股东大会
600252.SH	中恒集团	2019-10-24	临时股东大会
600763.SH	通策医疗	2019-10-24	临时股东大会
002932.SZ	明德生物	2019-10-23	临时股东大会
600750.SH	江中药业	2019-10-23	临时股东大会
600196.SH	复星医药	2019-10-21	临时股东大会
603567.SH	珍宝岛	2019-10-18	临时股东大会
002940.SZ	昂利康	2019-10-17	临时股东大会
603896.SH	寿仙谷	2019-10-17	临时股东大会
000411.SZ	英特集团	2019-10-16	临时股东大会
000503.SZ	国新健康	2019-10-16	临时股东大会
002727.SZ	一心堂	2019-10-16	临时股东大会
002901.SZ	大博医疗	2019-10-16	临时股东大会
300003.SZ	乐普医疗	2019-10-16	临时股东大会
603222.SH	济民制药	2019-10-16	临时股东大会
000513.SZ	丽珠集团	2019-10-15	临时股东大会
002020.SZ	京新药业	2019-10-15	临时股东大会
300314.SZ	戴维医疗	2019-10-15	临时股东大会
603976.SH	正川股份	2019-10-15	临时股东大会
000078.SZ	海王生物	2019-10-14	临时股东大会
002551.SZ	尚荣医疗	2019-10-14	临时股东大会
300108.SZ	吉药控股	2019-10-14	临时股东大会
002349.SZ	精华制药	2019-10-11	临时股东大会

002758.SZ	华通医药	2019-10-11	临时股东大会
300683.SZ	海特生物	2019-10-11	临时股东大会
002382.SZ	蓝帆医疗	2019-10-10	临时股东大会
300016.SZ	北陆药业	2019-10-10	临时股东大会
300273.SZ	和佳股份	2019-10-10	临时股东大会
000597.SZ	东北制药	2019-10-09	临时股东大会
002788.SZ	鹭燕医药	2019-10-09	临时股东大会
300255.SZ	常山药业	2019-10-09	临时股东大会
300630.SZ	普利制药	2019-10-09	临时股东大会
002166.SZ	莱茵生物	2019-10-08	临时股东大会
002589.SZ	瑞康医药	2019-10-08	临时股东大会

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

风险提示

控费政策推进速度高于预期; 药品审评进度低于预期; 中美贸易战影响大于预期

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。