

静待医保谈判结果及 3 种对国内 PD-1 药物谈判结果推演

—医药周报 20191118

医药周报

2019 年 11 月 18 日

报告摘要:

● 二级市场：医保谈判结果即将揭晓，仍然建议加仓“泛创新”板块

上周医药板块下跌 0.95%，跑赢沪深 300 指数 1.46 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名第 3 位。2019 年以来，医药板块上涨 39.35%，沪深 300 指数上涨 28.78%，医药板块跑赢沪深 300 指数 10.57pct。我们建议关注景气度高的细分领域表现的持续性，特别是在产业升级深化的阶段，我们在 2020 年策略报告中提到的“泛创新”板块、特色原料药板块的估值重塑及非药领域的商业模式创新性个股。

● 行业基本面：医保谈判结束，泽布替尼获 FDA 批准上市及三明医改模式推广至全国文件发布

2019 年 11 月 15 日，为期 5 天的新一轮医保谈判上周完成，国内 PD-1 药物谈判结果备受关注，我们正文中对 3 种不同的谈判结果做了详细推演；百济神州 BTK 新药泽布替尼获 FDA 批准上市，成为国产创新药走出国门的里程碑式事件；国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》。

● 短期继续关注高景气度板块和公司，中期看好产业升级过程中龙头企业

- 1) 创新升级的服务方（CRO、CMO）及有弹性的创新药企业，推荐泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英，建议关注恒瑞医药、海思科等；
- 2) 政策相对免疫、具备高壁垒和强消费属性板块和个股。推荐济川药业，推荐血制品华兰生物和天坛生物及疫苗板块的康泰生物；推荐关注其他消费属性的个股片仔癀、我武生物等。
- 3) 产业向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业将持续塑造国际竞争力，建议关注天宇股份、九洲药业、普洛药业等；仿制药关注有增量品种以及有原料药优势的企业，推荐京新药业，关注科伦药业和华东医药。
- 4) 商业模式持续创新的医疗服务及其他非药企业，推荐迈瑞医疗、金域医学，建议关注爱尔眼科、通策医疗等；

● 风险提示

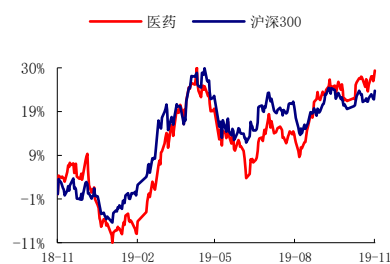
行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

盈利预测与财务指标

重点公司	现价	EPS			PE			评级
	2019/11/15	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
泰格医药	68.0	0.94	0.92	1.26	72	74	54	推荐
凯莱英	131.5	1.86	2.46	3.24	71	53	41	推荐
药明康德	97.1	1.94	1.38	1.76	50	70	55	推荐
华兰生物	36.7	1.23	1.02	1.21	30	36	30	推荐
康泰生物	88.0	0.68	0.87	1.21	129	101	73	谨慎推荐
天宇股份	39.2	0.90	3.16	3.18	44	12	12	推荐
康缘药业	15.3	0.70	0.88	1.09	22	17	14	推荐
迈瑞医疗	194.0	3.06	3.80	4.66	63	51	42	谨慎推荐
金域医学	54.3	0.51	0.87	1.12	107	62	49	谨慎推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

相关研究

1. 医药周报 20191111：非药、低估值本周上涨，稳妥加仓“泛创新”板块
2. 【民生医药】2020 年医药投资策略：新医药，追本溯源

目录

一、投资建议：静待医保谈判结果，仍然建议加仓“泛创新”板块.....	3
二、行业热点新闻解读	4
1、医保谈判上周完成，3种国内 PD-1 药物谈判结果推演.....	4
2、百济神州 BTK 新药泽布替尼获 FDA 批准上市，成为国产创新药走出国门的里程碑式事件.....	8
3、国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》（见附录）	9
三、上周行情回顾	10
（一）医药行业行情：医药防御性突显，建议稳妥布局“泛创新”板块.....	10
（二）医药子行业行情：康弘药业受医保谈判预期影响、贝达药业受恩莎替尼上市预期影响涨幅较大，静待医保谈判结果.....	13
四、风险提示	14
附录	15
插图目录	18
表格目录	18

一、投资建议：静待医保谈判结果，仍然建议加仓“泛创新”板块

二级市场层面：医保谈判结果即将揭晓，仍然建议加仓“泛创新”板块。上周医药板块下跌 0.95%，跑赢沪深 300 指数 1.46 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名第 3 位。2019 年以来，医药板块上涨 39.35%，沪深 300 指数上涨 28.78%，医药板块跑赢沪深 300 指数 10.57pct。我们建议关注景气度高的细分领域表现的持续性，特别是在产业升级深化的阶段，我们在 2020 年策略报告中提到的“泛创新”板块、特色原料药板块的估值重塑及非药领域的商业模式创新性个股。

根据民生医药分类情况来看，上周（2019.11.11-11.15）研发创新型企业、医疗服务涨幅最好，分别为 6.96% 和 2.47%，医疗器械和生物药均有所上涨，另外中药板块下跌最多为 5.25%。创新药板块主要是康弘药业（13% 涨幅，医保谈判消息刺激）和贝达药业（13% 涨幅，恩莎替尼上市预期刺激）涨幅明显，医疗服务板块爱尔眼科和通策医疗表现较好；中药板块全线下跌，跌幅最大为康缘药业下跌 15% 表现垫底。我们认为在三季报披露后，景气度板块估值明显高企的背景下，非药板块、低估值成为资金选择的新方向，而即将公布的医保谈判结果也将对国内创新药及相关产业链带来影响，积极关注医保谈判结果带来的不同预期。

行业基本面：2019 年 11 月 11 日-15 日新一轮医保药品准入谈判结束，我们对市场最关心的 PD-1 谈判中可能出现的医保谈判结果进行了推演，我们认为主要存在 3 种情形：1) 4 个 PD-1 均进入医保，这种情况下帕博利珠、纳武利尤、特瑞普利和信迪利预期降幅分别为 54%-61%、60%-66%、52%-57%、47%-55%；2) 1-2 个国产品种+1 个进口品种：特瑞普利（信迪利）+帕博利珠；3) 仅一种 PD-1 药物进入医保：信迪利单抗大幅降价进医保意愿更强烈，主要是考虑到卡瑞利珠价格更低，即将上市的替雷利珠单抗疗效更好，我们认为信迪利单抗需要通过抢先进入医保提高对患者覆盖率以应对卡瑞利珠单抗和替雷利珠单抗上市销售。

2019 年 11 月 15 日，FDA 授予百济神州 BRUKINSA™（泽布替尼）加速批准用于治疗既往接受过至少一项疗法的成年套细胞淋巴瘤患者，泽布替尼是百济神州自主研发上市的首款药物。泽布替尼获批上市意味着我国自主研发创新药出口实现从 0 到 1 的历史性突破。泽布替尼先后获得 FDA 授予突破性疗法和优先审评资格，第一个出口的创新药就受到 FDA 如此大的认可可以称得上是国产创新药里的佼佼者。

2019 年 11 月 15 日，国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》。1) 文件明确了 2020 年带量采购全国扩面开始实施，同时第二轮带量采购也将于 2020 年开始进行；2) 医保办与药企或流通企业直接结算，这将有效提高药企和流通企业回款效率，加快医药制造业周转率；3) 分地区或区域进行未纳入国家带量采购药品的单独采购，未中标全国带量采购企业迎来转机；4) 高值耗材带量采购先在试点地区探索，全国带量采购进度有望放缓。

投资建议：中期看好国内医药产业升级趋势下走出来的企业和全球化竞争力较强的细分领域更重要。中期来看，带量采购在各地逐步落实执行，医保局官宣将 4+7 中选价定为医保

支付上限略超预期，医药行业供给侧改革或将加速，因此板块估值仍具有不确定性。因此，在医改进入实质性供给侧改革的时期，我们认为应当寻找在中长期发展中符合新趋势的产业，即业已验证、具备全球竞争力的细分领域，关注其中具有长期可持续发展潜力、有望在改革中实现产业升级过渡的企业：

——创新升级的服务方（CRO、CMO），推荐泰格医药、药明康德、康龙化成、昭衍新药、凯莱英；从中长期景气度的角度，我们看好业已建立比较好的全球影响力、并处于新能力持续突破的药明康德、康龙化成；从短中期业绩弹性角度，我们看好受益于中国市场红利、并处产能持续拓展阶段的泰格医药、昭衍新药；同时特别提示关注产业转移处于初期、自身能力持续验证的 CDMO 产业，推荐凯莱英。

——政策相对免疫、具备高壁垒、强消费属性板块和个股，推荐济川药业、康泰生物、华兰生物、片仔癀、我武生物等。血制品行业渠道存货出清完毕处于历史正常偏低库存，批签发数据决定供给情况，1-9 月份白蛋白批签发同比下降，供需存在缺口，出厂价有望上升或销售费用减少，景气度持续改善，关注华兰生物和天坛生物。康泰生物有望继续受益于三联苗供给短缺。

——商业模式持续创新的医疗服务及其他非药企业，推荐金域医学和迈瑞医疗，建议关注爱尔眼科、通策医疗等；

——创新药企业，建议关注恒瑞医药、复星医药、海思科等；

——产业向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业将持续塑造国际竞争力，建议关注天宇股份、九洲药业和普洛药业等；

——有持续增量品种获批及原料药优势的仿制药企业，推荐京新药业，建议关注科伦药业、华东医药等；

长期对医药持续乐观，看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。长期来看，根据我们对综合性医院利润构成的测算，“以药养医”已经结束。在此背景下，政府财政支持的医保完成全民覆盖，顶层设计下的三医联动将自支付端发起医药、医疗两个领域的供给侧改革，以达成医保的良性、可持续管理，继而实现医保的战略性购买并满足人民对价值医疗的需求。在此过程中，国内医药产业的核心竞争力自药品审评到营销都开始向全球接轨，医疗亦开始逐步向价值医疗转变，行业分析逻辑行将转变，医药和医疗企业从产品立项到竞争策略的制定也将发生重大变化。

二、行业热点新闻解读

1、医保谈判上周完成，3 种国内 PD-1 药物谈判结果推演

事件

2019 年 11 月 11 日国家医保局组织的新一轮医保药品准入谈判启动，一直延期至 11 月 15 日完成。

点评

原定于2019年11月11日-13日完成的医保谈判推迟至15日才全部完成，体现了医保局对纳入医保品种的慎重，我们重申医保局并没有支持创新药（尤其是国产创新）纳入医保的义务。虽然说对通过一致性评价药物进行带量采购以及将重点监控目录药品调出常规目录确实是为医保腾出了很大的支付空间，医保局仍然是基于对创新药物的临床需求及药物经济学考虑最终决定是否将创新药物纳入医保支付，这是有别于市场上其他投资者的地方。

2017年有36个品种通过谈判纳入医保，这些医保支付标准与2016年平均零售价相比，平均降幅达到44%，最高的达到70%。2018年通过医保谈判纳入17种抗癌药，与原价相比，谈判药品平均降幅达到57%。

我们推测此次医保谈判目录新谈判品种（排除续约品种）平均降幅有可能会维持在50-60%区间，比2017和2018年谈判降幅区间稍有放大是因为考虑到PD-1药品帕博利珠、纳武利尤和特瑞普利单抗三者获赠药方案后的价格均低于初始价格的50%以上，纳入医保谈判的年治疗费用应该会比赠药方案更有诚意才对，因此可能会对整体平均降幅产生影响。超出50-60%范围或者小于此降幅范围我们都认为是超预期事件。

接下来我们希望通过市场上关注度最高PD-1药物谈判的不同情形进行推演，为投资者在医保谈判结果公示前提供参考，以便对谈判结果快速响应。按照前面医保局公布的医保谈判文件《2019年国家医保药品目录调整工作方案》，目前能够有资格参加此次谈判的PD-1药物包括纳武利尤单抗、帕博利珠单抗、特瑞普利单抗和信迪利单抗。具体获批适应症以及年治疗费用列于下表中。

表1: 国内已上市销售PD-1单抗年治疗费用对比

PD-1 产品	帕博利珠单抗		纳武利尤单抗		特瑞普利单抗	信迪利单抗	卡瑞利珠单抗
中文商品名	可瑞达		欧狄沃		拓益	达伯舒	艾瑞卡
生产企业	默沙东		BMS		君实生物	信达生物	恒瑞医药
包装剂量	100mg/4mL		100mg/10mL	40mg/10mL	240mg/6mL	100mg/10mL	200mg/4mL
零售价(元)	17918 (2600美元)		9260 (1350美元)	4591	7200	7838	19800
年费用(元)	365527.20 (按比例)	609212.00	442608.00		187200.00	266492	427680
赠药方案	3+3	3+3	6+7		4+4	3+2	买2赠2, 再买4赠至一年
赠药方案后 年治疗费用 (万元)	182763.60	304606.00	204280.62		93600.00	159895.2	106920
用法用量	2mg/kg, 每三周 用一次, 一年共 17个周期	固定200mg/次, 每 三周用一次, 一年 共17个周期	3mg/kg, 每两周静脉注射一次		3mg/kg, 两周 一次	200mg/次, 3 周一	3mg/kg, 两周一次
适应症	2L 黑色素瘤、 1L ns NSCLC、 1L PD-L1+NSCLC		2L NSCLC、 2L PD-L1+头颈鳞癌		2L 黑色素瘤	3L cHL	3L cHL

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院 注: 以上费用为通过1mg药物单价计算年治疗费用, 以60kg体重为标准

关于四个品种谈判价格的猜想: 从以上PD-1单抗的年治疗费用来看, 最贵的为帕博利珠

单抗，优惠后年治疗费用高达 30.46 亿元，最便宜的为特瑞普利单抗，优惠后年治疗费用仅为 9.36 亿元，两者相差 3.25 倍。但是考虑到进口药成本差异、在 NSCLC 大适应症上较大话语权（一线 sq NSCLC 也即将获批上市）、同为进口药的纳武利尤单抗并无一线 NSCLC 竞争、国产 PD-1 单抗 NSCLC 适应症报产较慢（仅卡瑞利珠单抗 1L ns NSCLC 报产），我们猜测帕博利珠单抗最终谈判价格报价区间为 24-28 万元每年，对应降幅在 54%-61%（中值 58%，24-28 万每年价格相对赠药后治疗费用 30 万元有所下调）。纳武利尤单抗获批适应症中并无一线 NSCLC，相对于帕博利珠单抗较为弱势，预计谈判价格区间为 15-18 万元每年，对应降幅为 60%-66%（中值 63%，相对于赠药方案年治疗费用 20 万元有所下调）。由于国产 PD-1 单抗年治疗费用相比进口药已经较低，预计不会出现更为激进的降价幅度，整体上可能在慈善方案年治疗费用基础上稍有所下调，预计信迪利单抗谈判价格 12-14w（降幅 47%-55%，中值 51%，相对于赠药方案后年治疗费用 16 万有所下调），特瑞普利单抗 8-9w（降幅 52%-57%，中值 55%，相对于赠药方案后年治疗费用 9 万有所下调，但是因为之前定价已经较低，我们预计下调空间有限）。

值得注意的是我们预计的以上报价区间是药企对医保谈判的第一次报价，若医保局对第一次报价不满意可能会面临药企继续下调报价以赢得进入医保的情况，详细猜想请见下文。

我们推演以下四种较有可能出现的医保谈判结果：

1) 若 4 种 PD-1 单抗均进入医保，这种情况的出现是以医保局对 PD-1 单抗纳入医保较为宽松为前提的，我们预计四种药品的最终谈判价格也可能在我们前述价格区间内这种情况利好创新药研发企业和创新药相关产业链。从目前的四个品种销量数据来看，我们预计未来一年四种药品的总市场空间可达到今年规模的 2 倍（降幅为 50%与赠药方案治疗费用接近，治疗人群至少翻倍，因此收入至少翻倍，下同），假设 2019 年帕博利珠单抗、纳武利尤单抗、信迪利单抗和特瑞普利单抗年销售额分别为 20 亿、10 亿、7 亿和 7 亿，再假设进入医保后第一年分别放量 1-2 倍，那么 2020 年四种药品的销售总额将达到 88-176 亿元，如果按照 70% 医保乙类支付标准计算的话，医保多支出金额为 61.6-123.2 亿元，仅相当于 2018 年重点监控目录中奥拉西坦样本医院年销售额（67 亿元，PDB）或者奥拉西坦与神经节苷脂（56 亿元，PDB）加和，在下次谈判之前 PD-1 药物的支出金额应该在医保基金可承受范围以内。

2) 一到两种国产+一种进口进医保，这种情况以医保局对纳入 PD-1 药物进医保较为中性为前提：在此情形下，有较大概率会出现帕博利珠单抗和特瑞普利单抗进入医保的情况发生，这会以以下假设为前提：帕博利珠单抗已经获批 ns NSCLC 和 PD-L1 阳性 NSCLC 两个一线疗法适应症，从临床需求角度看是我国临床急需品种，但是相应的帕博利珠单抗的降幅预计在 65%-75% 区间（对应 15-21w 年治疗费用），超出以上预期。需要说明的是由于帕博利珠单抗的 1L NSCLC 适应症患者需求更大，因此即使出现如此降幅下，接受帕博利珠单抗治疗的患者数量有可能出现 2-3 倍增长，这将极大对冲帕博利珠大幅降价带来的冲击。在这种假设情况下，我们预计信迪利单抗降价幅度可能会略超我们前述预期，特瑞普利单抗本身赠药后费用已经为最低，我们预计降价幅度在我们以上预期区间，利好谈判后进入医保企业。

3) 仅一种 PD-1 产品进入医保，这种情形的出现是以医保局对纳入高价 PD-1 单抗药物较

为谨慎为前提：这种情况下国产 PD-1 进入医保概率更大，我们之所以预计这种情况下进口药无法进入医保是因为相对国产 PD-1 药品进口药并没有成本和价格优势，也很难想象第一次医保谈判（伴随着后续新适应症陆续国内上市，其降价意愿会更为强烈，第一次不大杀价也为后续医保谈判续约提供降幅空间）帕博利珠单抗承担近 70% 降幅（对比特瑞普利单抗赠药后 9.36w 年治疗费用）。而从药物经济学角度考虑，我们认为目前年治疗费用最低的特瑞普利单抗进入的概率相对更大，但是特瑞普利单抗目前的适应症 2L 黑色素瘤有帕博利珠单抗竞争，且预计市场空间提升与大幅降价不一定成正比，大幅降价后对销售额影响也有限，因此我们并不认为特瑞普利单抗有更大的降价意愿。我们认为信迪利单抗会有较大的降价意愿，主要基于以下考虑：①cHL 适应症竞争激烈，有众多丰富的肿瘤管线验证过销售能力的恒瑞医药还有即将上市的百济神州产品替雷利珠单抗，信迪利单抗面临较大的销售压力，通过进入医保可以先发的覆盖更多患者；②在临床结果相差不大的情况下，赠药方案后信迪利单抗年治疗费用比卡瑞利珠单抗还有高出近 50%（16 万 vs 11 万），价格和销售实力上均有压力；③即将上市的替雷利珠单抗在 cHL 适应症上的 ORR 和 CR 数据都要比信迪利单抗好（虽然不具有直接可比性），预计替雷利珠单抗上市后也会对信迪利单抗造成较大的销售压力。综合以上三点我们认为信迪利单抗有可能会以大幅降价的姿态抢占进入医保的名额，谈判年治疗费用预计为 8-10 万（对应降幅 62%-70%），利好信达生物。

表 2: 国内已报产 PD-1 单抗受理信息及最新状态

公司	PD-1 产品	商品名	获批或报产适应症	受理号	获批上市\受理时间
BMS	纳武利尤单抗	欧狄沃	2L NSCLC	JXSS1700015/16	20180615 获批
			2L PD-L1+头颈鳞癌	JXSS1900001/02	20190203 获批
			-	JXSS1900037/38	20190702 审评中
默沙东	帕博利珠单抗	可瑞达	2L 黑色素瘤	JXSS1800002	20180726 获批
			1L sq NSCLC	JXSS1800025	20181022 审批中
			1L ns NSCLC	JXSS1800018	20190402 获批
			1L PD-L1+NSCLC (单药)	JXSS1800029	20190930 获批
			-	JXSS1900044	20190730 审评中
君实生物	特瑞普利单抗	拓益	2L 黑色素瘤	CXSS1800006	20181217 获批
信达生物	信迪利单抗	达伯舒	3L cHL	CXSS1800008	20191227 获批
			3L cHL	CXSS1800009	20190531 获批
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	艾瑞卡	2L 肝癌	CXSS1900023	20190516 审评中
			2L 食管鳞癌 (单药)	CXSS1900034	20190912 审评中
			1L ns NSCLC	CXSS1900035	20190912 审评中
			3L cHL	CXSS1800019	20180906 完成审评
百济神州	替雷利珠单抗	-	2L UC	CXSS1900025	20190603 审评中
			NSCLC	JXSS1800040/41	2018/12/26 审评中
阿斯利康	德瓦鲁单抗	Imfinzi	NSCLC	JXSS1800040/41	2018/12/26 审评中
罗氏	阿特珠单抗	Tecentriq	-	JXSS1900004	2019/2/25 审评中

资料来源：CDE，各公司公告，民生证券研究院

对于此次医保谈判对于医药行业投资的影响，我们的观点如下：

1) 关于 PD-1 谈判降幅：我们认为降幅核心取决于疗效和竞争格局，同时考虑是政府主

导,结合目前适应症竞争情况,我们分情景分析了可能的中标情况。在参考了上一轮的降幅情况以及 PD-1 药物赠药方案后年治疗费用情况下,我们猜测帕博利珠单抗、纳武利尤单抗、信迪利单抗和特瑞普利单抗最终谈判价格合理降幅在 54%-61%、60%-66%、47%-55%和 52%-57%。针对不同推演结果,四类产品可能会有不同的略超预期的降幅,相关猜想列于下表。

表 3: 医保谈判 PD-1 药物降幅猜想

	帕博利珠单抗	纳武利尤单抗	信迪利单抗	特瑞普利单抗
年治疗费用(万元)	60.92	44.26	26.65	18.72
赠药后年治疗费用(万元)	30.46	20.43	15.99	9.36
赠药后年治疗费用降幅	50%	54%	40%	50%
医保谈判乐观降幅(推演 1)	54%-61%	60%-66%	47%-55%	52%-57%
乐观降幅下年治疗费用(万元)	24-28	15-18	12-14	8-9
医保谈判略超预期降幅	65%-75%(推演 2)	59%-66%	62%-70%(推演 3)	57%-63%(推演 2)
略超预期降幅下年治疗费用(万元)	15-21(推演 2)	11-13	8-10(推演 3)	7-8(推演 2)

资料来源:各公司公告,民生证券研究院

2)关于此次医保谈判结果对恒瑞医药的影响:此次恒瑞医药有 3 个创新药品种参与谈判,分别是吡咯替尼、阿帕替尼(续约)和 19-K,按照 2017-2018 年创新药进入医保谈判的降幅来看,我们预计阿帕替尼作为续约品种不会有太大降幅(10-20%),吡咯替尼和 19-K 降幅可能会在 2017 和 2018 年两次医保谈判的平均降幅区间 44%-57%内,甚至有可能在 44%降幅以内。

关于 PD-1 医保谈判结果对恒瑞医药的影响,分别参考以上 3 种推演结果来看,我们认为:①前两种情景(即:医保纳入 PD-1 品种越多,大于或等于 2 种)可能会对卡瑞利珠单抗的推广造成较大的影响。②相反的,若第三种情景(即:纳入 PD-1 品种少于或等于 1 种)只有一种 PD-1 产品进入医保目录的情况发生,则基本上所有 PD-1 入局者仍然处于同一起跑线,但是阻碍卡瑞利珠单抗市场开拓的最大干扰因素-多种竞品进医保消除,这将为卡瑞利珠单抗提供较好的继续抢占市场的机遇,利好恒瑞医药。

3)对于医药投资的影响:我们总体的观点如下:①若 PD-1 单抗进入医保的降幅超出我们以上预期,可能会引起投资者对创新药尤其是赛道极其拥挤的 PD-1 产品未来盈利能力的怀疑,从而不利于已入局者以及研发投入较大的 PD-1 厂商的未来发展;②若降幅低于我们预期甚至进入医保数量仅有一个,对 PD-1 厂商影响不大,因为从目前的四个已上市产品销量数据及 PD-1 领域未得到满足的临床需求状况来看,药企盈利能力是可以保证的。

投资建议

建议关注持续创新能力的头部公司 Biotech 及受益创新环境改善下的“卖水人”CXO,推荐关注恒瑞医药、康弘药业、复星医药、信达生物、君实生物、泰格医药、药明康德等。

风险提示

创新药研发进程的不确定性风险、药品后续定价及医保政策不确定性的风险、竞争风险。

2、百济神州 BTK 新药泽布替尼获 FDA 批准上市,成为国产创新药走出国门的里程碑式事件

事件

2019年11月15日，FDA授予百济神州 BRUKINSA™（泽布替尼）加速批准用于治疗既往接受过至少一项疗法的成年套细胞淋巴瘤患者，泽布替尼是百济神州自主研发上市的首款药物。

点评

泽布替尼获批上市意味着我国自主研发创新药出口实现从0到1的历史性突破。泽布替尼先后获得FDA授予突破性疗法和优先审评资格，第一个出口的创新药就受到FDA如此大的认可可以称得上是国产创新药里的佼佼者。从临床数据来看，泽布替尼获得FDA批准主要是基于两项临床试验的有效性数据，数据显示泽布替尼在参与两项临床试验的患者中均产生高达84%的总缓解率。其中，用于治疗复发/难治性（R/R）MCL患者的多中心的II期临床试验BGB-3111-206结果显示，ORR为84%（59%CR+24%PR）。

目前上市的BTK抑制剂仅有伊布替尼（强生/艾伯维）和阿卡替尼（阿斯利康）两个，泽布替尼竞争格局较好，而且泽布替尼设计上比伊布替尼更有优势，临床结果上看ORR和CR数据占优，这为泽布替尼成为best-in-class品种奠定基础。据公司公告，目前泽布替尼仍有多项治疗WM、CLL/SLL、FL等疾病的III期和II期关键性临床试验正在开展，未来伴随着这些适应症先后获批将为泽布替尼创造更大的市场空间。

国内方面，泽布替尼用于治疗复发/难治性（R/R）MCL患者（受理号CXHS1800023/24，2018年8月29日获CDE受理）和R/R慢性淋巴细胞白血病（CLL）或小淋巴细胞淋巴瘤（SLL）患者（受理号CXHS1800030，2018年10月24日获CDE受理）的两项新药上市申请（NDA）已被中国国家药品监督管理局（NMPA）纳入优先审评，正在审批过程中，预计最快将于今年年底获批在国内上市。

风险提示

临床试验失败风险，竞争风险。

3、国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》（见附录）

事件

2019年11月15日，国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》。文件中主要分为三大部分，第一部分总结了福建省和三明市深化医改的主要经验，第二部分安排了进一步推广福建省和三明市医改经验的重点任务，第三部分强调加强组织实施。

点评

从实施重点药品监控目录到公立医院取消药品加成，再到率先实行两票制，福建省三明市一直走在我国医改的前列，而这次国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发的推广文件也正是宣告三明医改模式推向全国。我们主要针对文件中一些重点内容进行了梳理和解读。

- 1) 文件明确了2020年带量采购全国扩面开始实施，同时第二轮带量采购也将于2020年开始进行。2019年12月底前，各省份要全面执行国家组织药品集中采购和使用改

革试点 25 种药品的采购和使用政策。2020 年，按照国家统一部署，扩大国家组织集中采购和使用药品品种范围。

- 2) **医保办与药企或流通企业直接结算，这将有效提高药企和流通企业回款效率，加快医药制造业周转率。**文件还提出医改试点省份率先推进由医保经办机构直接与药品生产或流通企业结算货款，其他省份也要积极探索，。
- 3) **分地区或区域进行未纳入国家带量采购药品的单独采购，未中标全国带量采购企业迎来转机。**对未纳入国家组织集中采购和使用的药品开展带量、带预算采购。2020 年 9 月底前，综合医改试点省份要率先进行探索，其他省份也要积极探索。
- 4) **高值耗材带量采购先在试点地区探索，全国带量采购进度有望放缓。**各地要针对临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购。2020 年 9 月底前，综合医改试点省份要率先进行探索。
- 5) **省级重点药品监控目录强制出台，继续强调合理用药，控制支出。**2019 年 12 月底前，各省份要制定出台省级重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）并公布，2020 年 12 月底前全面建立重点药品监控机制。
- 6) **及时动态调整医疗服务价格以及加大薪酬制度改革创新力度，推进医院收入及职工薪酬合理化。**各地要抓住开展药品耗材集中采购、取消医用耗材加成等改革窗口期，通过腾笼换鸟的方式，及时相应调整医疗服务价格，支持公立医院运行机制和薪酬制度改革。
- 7) **允许各地医改在三明医改基础上差异化改革。**各地在学习推广医改经验时，要考虑不同地方经济社会发展水平以及不同医疗机构的特点，不能简单照搬照抄，不搞“一刀切”。

风险提示

政策推广不及预期。

三、上周行情回顾

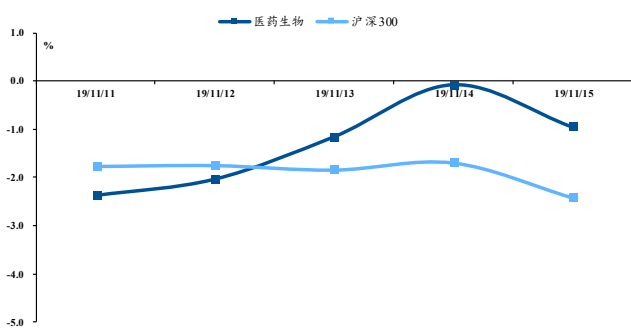
（一）医药行业行情：医药防御性突显，建议稳妥布局“泛创新”板块

上周医药板块下跌 0.95%，跑赢沪深 300 指数 1.46 个百分点，在所有行业中涨跌幅排名第 3 位。2019 年以来，医药板块上涨 39.35%，沪深 300 指数上涨 28.78%，医药板块跑赢沪深 300 指数 10.57pct。

从年初以来的板块表现看，医药板块整体涨幅在食品饮料、电子、农林牧渔、家电、计算机等板块之后。结合板块内公司分化表现，我们认为这也显示了在医药制造业收入、利润增速放缓的背景下，医药板块的防御性属性降低，但自费属性、非药板块成为资金追逐的细分领域。我们认为对于受政策影响比较大的板块估值基本压制在低位、但是景气度较高的细分领域以及

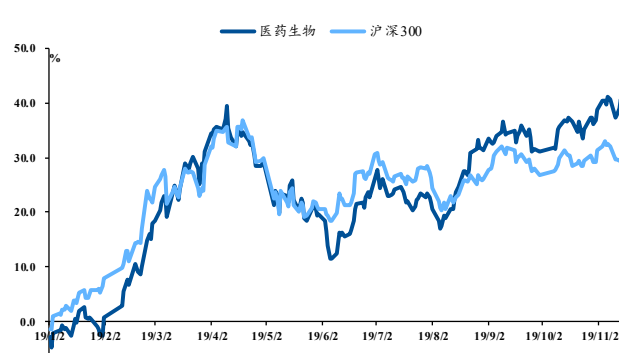
小市值公司的短期因素（比如医保目录调整、带量采购扩面以及医保谈判可能受益企业等）成为短期板块表现最主要的驱动因素，我们建议关注景气度高的细分领域表现的持续性，特别是在产业升级深化的阶段，我们在2020年策略报告中提到的“泛创新”板块、特色原料药板块的估值重塑及非药领域的商业模式创新性个股。

图1：上周医药板块（中信分类）和沪深300走势



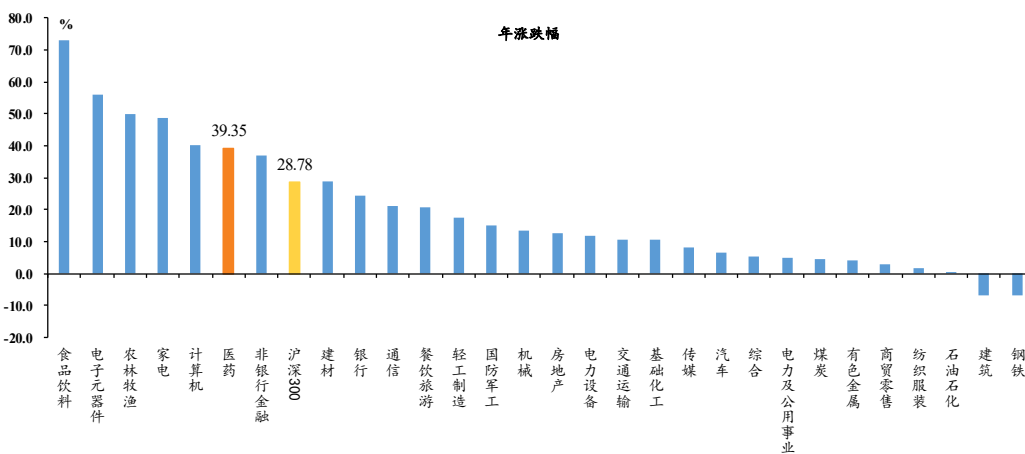
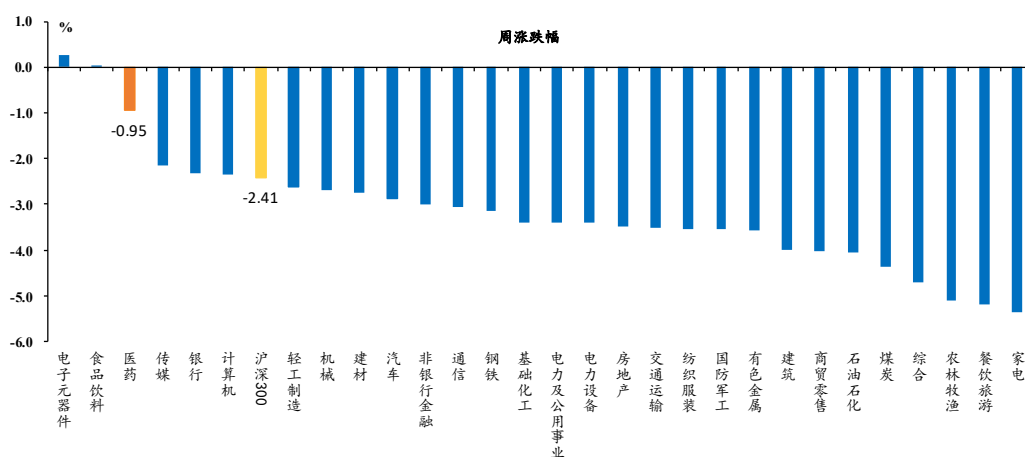
资料来源：Wind，民生证券研究院

图2：2019年以来医药板块（中信分类）和沪深300走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

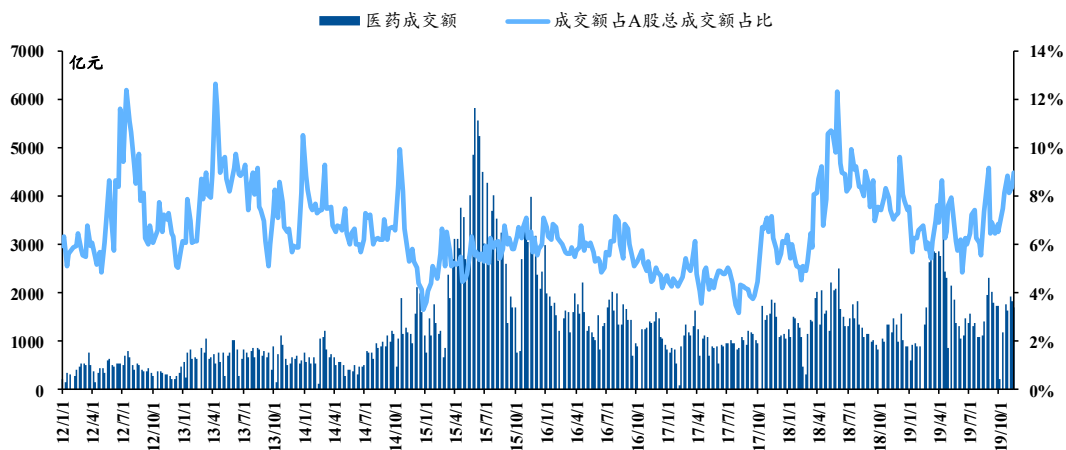
图3：上周各大行业涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

上周医药行业成交额为 1688 亿元，成交额占市场总成交额的 8.96%，比上周略微提升。从医药板块成交额占市场总成交额的比例看，医药板块的关注度处于历史关注度的中枢偏上的位置，我们认为目前医药板块依然是市场非常关注的板块，医药行业的长期成长性属性依然被资金所认可。

图 4：2012 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例

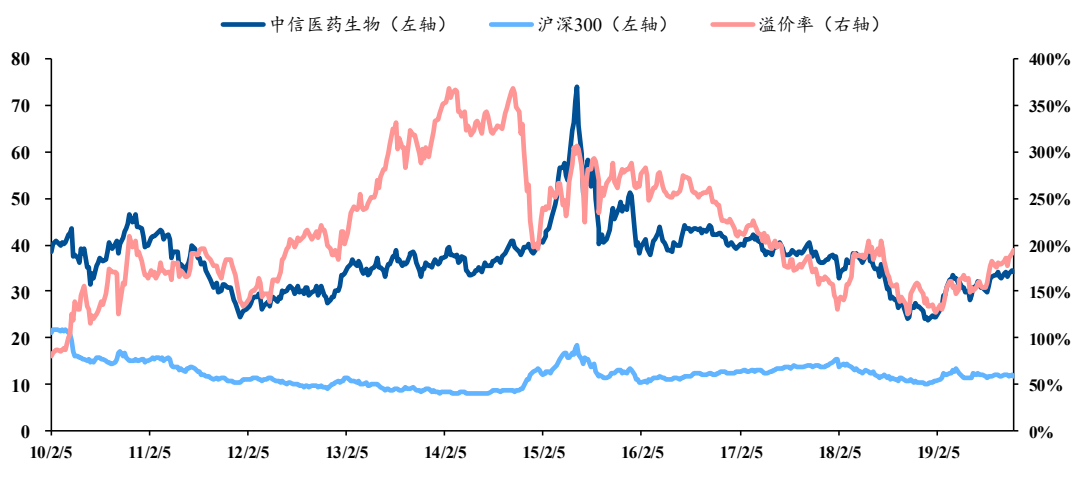


资料来源：Wind，民生证券研究院

医药板块相对沪深 300 溢价率再创年内新高。截止 2019.11.15，医药板块整体估值（历史 TTM，整体法，剔除负值）为 34 倍，比上周略有下降，基本处于 2010 年以来的历史估值的中枢区间。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 195%，比上周提 5 个百分点，创年内新高，接近 2018 年 5 月份的水平，显示医药板块的关注度仍较高，从历史情况看，处于 2011 年以来估值溢价率的较低位置。

我们认为，基于过去 3-4 年医药板块政策导向产业的结构化升级，产业分化加速，从时间维度上，医改已经进入明显的深水区，政策的影响分析不适合用历史的价格、审批、医保等方面的政策去类比，医药行业明显处于新旧动能更替的历史阶段，短期估值溢价率处于相对较低的位置，是可以理解的，我们更关注这个阶段新动能在左侧的配置价值。再次强调我们之前深度报告中提到的市场化、全球化的选股思路，建议关注创新药产业链（医药外包、创新药械）、特色原料药及非药领域商业模式的创新。

图 5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）医药子行业行情：康弘药业受医保谈判预期影响、贝达药业受恩莎替尼上市预期影响涨幅较大，静待医保谈判结果

根据 wind 中信医药分类看，上周医疗服务板块涨幅最大为 1.96%，其次是化学制剂板块，涨幅 0.31%，其他子版块均出现不同程度下跌，其中中药饮片跌幅最大为 4.86%。根据民生医药分类情况来看，上周（2019.11.11-11.15）研发创新型企业、医疗服务涨幅最好，分别为 6.96% 和 2.47%，医疗器械和生物药均有所上涨，另外中药板块下跌最多为 5.25%。创新药板块主要是康弘药业（13%涨幅，医保谈判消息刺激）和贝达药业（13%涨幅，恩莎替尼上市预期刺激）涨幅明显，医疗服务板块爱尔眼科和通策医疗表现较好；中药板块全线下跌，跌幅最大为康缘药业下跌 15%表现垫底。我们认为在三季报披露后，景气度板块估值明显高企的背景下，非药板块、低估值成为资金选择的新方向，而即将公布的医保谈判结果也将对国内创新药及相关产业链带来影响，积极关注医保谈判结果带来的不同预期。

我们持续推荐具有长期成长性的创新药产业链（医药外包、创新药械）、特色原料药及非药领域具有商业模式创新的企业。

图 6：上周医药子板块涨跌幅（中信）

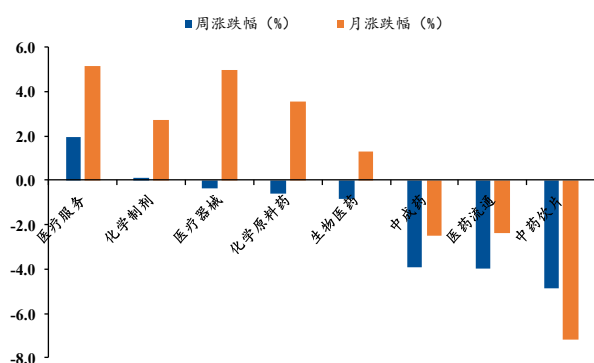
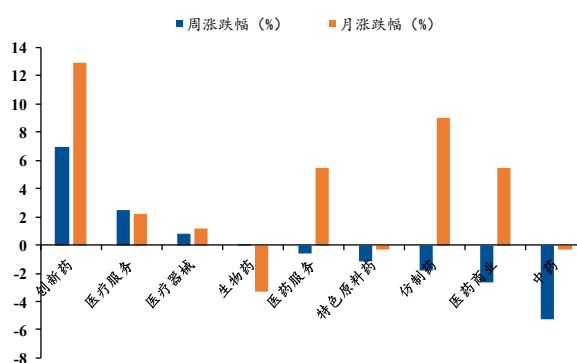


图 7：上周医药子板块涨跌幅（民生医药）

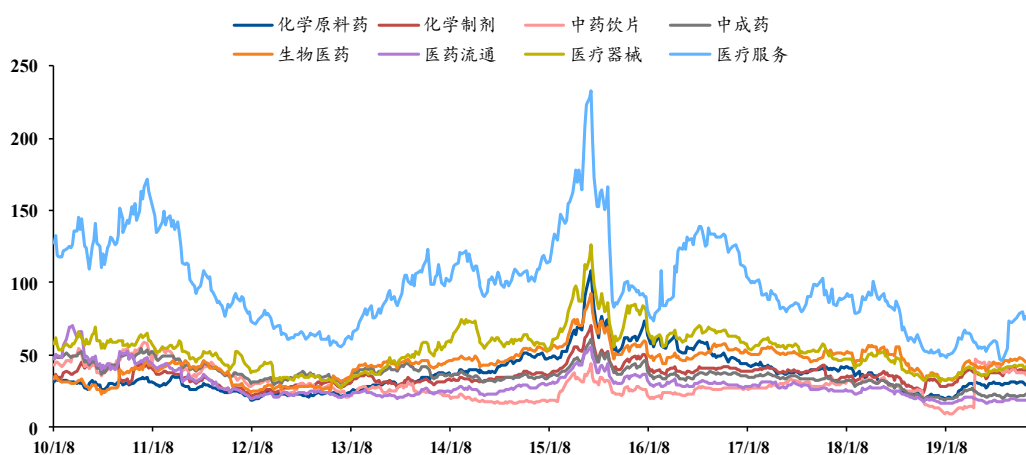


资料来源：Wind，民生证券研究院

资料来源：Wind，民生证券研究院 备注：以上民生医药重点公司汇总

市盈率方面，**医疗服务、生物医药和医药器械**板块居于前三位，分别为 79 倍、46 倍、42 倍，化学制剂 42 倍，中药饮片 34 倍，化学原料药 29 倍，中成药 22 倍，医药流通 18 倍。我们认为这也显示了当下集采逐步扩面背景下，投资者风险规避的配置思路，导致非药板块较高的估值溢价，在目前资金驱动的行市下，估值波动的风险成为潜在最大的风险，也建议投资者提高自下而上的配置低估值、有增量产品（变化）支撑的标的，做仓位平衡配置，顺延产业趋势优选标的，长期持有。

图 8：2010 年以来医药子行业估值变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

附录

国务院深化医药卫生体制改革领导小组

关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知

国医改发〔2019〕2号

各省、自治区、直辖市及新疆生产建设兵团深化医药卫生体制改革领导小组，国务院深化医药卫生体制改革领导小组各成员单位：

近年来，福建省和三明市认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，不折不扣完成深化医药卫生体制改革任务，并结合实际大胆探索突破，取得了积极成效。当前，深化医改的重点更多集中到抓落实、见实效上，要进一步坚持改革方向，发扬斗争精神，巩固深化体制机制改革成果。为充分发挥典型经验对全局改革的示范、突破、带动作用，推动医改向纵深发展，现就进一步推广福建省和三明市医改经验有关工作通知如下：

一、福建省和三明市深化医改的主要经验

（一）建立高效有力的医改领导体制和组织推进机制。福建省委主要负责同志担任医改领导小组组长，省政府主要负责同志担任第一副组长，由一位政府负责同志统一分管医疗、医保、医药工作，将医改工作纳入政府目标管理绩效考核，带动各市县形成了强有力的推进机制。三明市全部落实公立医院政府投入责任，化解符合规定的公立医院长期债务。2018年，三明市二级及以上公立医院财政直接补助收入占总支出的比例为17.1%。

（二）深化医疗、医保、医药“三医”联动改革。三明市按照腾笼换鸟的思路和腾空间、调结构、保衔接的路径，深化“三医”联动改革，实行药品耗材联合限价采购，按照总量控制、结构调整、有升有降、逐步到位的原则，将腾出的空间在确保群众受益的基础上，重点用于及时相应调整医疗服务价格，建立动态调整机制，优化医院收入结构，建立公益性运行新机制。2018年，三明市二级及以上公立医院医疗服务收入（不含药品、耗材、检查、化验收入，下同）占医疗收入的比例达到42%。福建省全面跟进国家组织药品集中采购和使用试点，实行医用耗材阳光采购，并及时相应调整医疗服务价格。福建省医药电子结算中心实现医保基金对医药企业的直接支付和结算。

（三）创新薪酬分配激励机制。三明市以医疗服务收入为基数核定公立医院薪酬总量，实行院长年薪制和全员目标年薪制、年薪计算工分制，医务人员薪酬水平不与药品、耗材、检查、化验等收入挂钩。2018年，三明市二级及以上公立医院人员支出占业务支出的比例为46.5%。福建省全面推行院长目标年薪制，院长年薪由财政承担，根据绩效考核结果发放。综合考虑医疗服务收入增长、院长年度绩效考核等因素，每年适当增加公立医院薪酬总量。

（四）强化医疗机构监督管理。三明市切实加强医疗服务监管，严格医疗机构用药管理，规范公立医院集中采购药品目录。对医院运行、门诊和住院次均费用增长、抗菌药物和辅助用药使用等进行监控，对不合理用药等行为加大通报和公开力度。福建省加强三级公立医院绩效考核、院长目标年薪制考核、公立医院综合改革效果评价等有效衔接，加大考核结果统筹应用力度。

（五）改革完善医保基金管理。三明市在所有二级及以上公立医院实施按疾病诊断相关分组收付费改革，建立医保经办机构与医疗机构的集体谈判协商机制，合理确定医保支付标准。探索中医和西医治疗同病同支付标准。福建省探索建立职工医保基金省级统筹调剂机制，合理均衡地区负担。推行按病种收付费改革，全省各统筹区病种数均超过230个。

（六）上下联动促进优质医疗资源下沉。三明市在每个县（市）组建紧密型县域医疗共同体，医保基金和基本公共卫生服务经费按人头对医共体总额付费，实行总额包干、结余留用。采取有效措施激励基层做实家庭医生签约服务、强化慢性病管理，引导上级医院主动帮扶家庭医生和乡村医生等提高服务水平。福建省以医保总额付费为纽带，在全省半数以上县（市）组建紧密型县域医疗共同体。

二、进一步推广福建省和三明市医改经验的重点任务

各地要按照党中央、国务院决策部署和“一个转变、两个重点”（推动卫生健康工作从以治病为中心转向以人民健康为中心，着力解决看病难、看病贵问题）的工作要求，认真学习福建省和三明市的担当精神和改革勇气，因地制宜积极借鉴其改革路径和做法，敢于亮剑、勇于创新，实打实、硬碰硬推进医改，雷厉风行、见底见效解决群众看病就医痛点堵点问题，以钉钉子精神抓好任务落实。重点做好以下工作：

(一) 切实加强医改组织领导。

1. 各地要认真落实中共中央办公厅、国务院办公厅转发《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》要求，由党委和政府主要负责同志或一位主要负责同志担任医改领导小组组长，将医改任务完成情况作为全面深化改革和政府目标管理绩效考核的重要内容。

2. 2019年12月底前，各省份要制定实施健康中国行动的具体落实措施，统筹推进实施健康中国行动和深化医改工作，确保健康中国行动目标任务落到实处。

3. 各级财政要积极支持深化医改工作，确保政府对公立医院的投入责任得到有效落实，并对中医医院给予适当倾斜。鼓励各地结合医改重点任务推进、区域卫生规划落实等情况和本地实际，积极创新完善财政投入方式。

(二) 加大药品耗材集中采购改革力度。

4. 2019年12月底前，各省份要全面执行国家组织药品集中采购和使用改革试点25种药品的采购和使用政策。2020年，按照国家统一部署，扩大国家组织集中采购和使用药品品种范围。综合医改试点省份要率先推进由医保经办机构直接与药品生产或流通企业结算货款，其他省份也要积极探索。

5. 各地要积极采取单独或跨区域联盟等方式，按照带量采购、招采合一、质量优先、确保用量、保证回款等要求，对未纳入国家组织集中采购和使用的药品开展带量、带预算采购。2020年9月底前，综合医改试点省份要率先进行探索，其他省份也要积极探索。

6. 各地要针对临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购。2020年9月底前，综合医改试点省份要率先进行探索。

(三) 严格医疗机构绩效考核和药品耗材使用监管。

7. 2019年11月底前，各省份要完成对辖区内三级公立医院绩效考核工作。2020年，开展二级及以下公立医疗机构绩效考核。深入落实进一步改善医疗服务行动计划，提升患者就医满意度。加快建立健全现代医院管理制度，强化公立医院内部运营管理，积极发挥总会计师作用。

8. 2020年，各地要按照国家制定的高值医用耗材重点治理清单和有关工作要求，加大耗材使用治理力度。综合医改试点省份要确保取得阶段性成效。国家卫生健康委要及时总结推广好的经验做法。

9. 2019年12月底前，各省份要制定出台省级重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）并公布，2020年12月底前全面建立重点药品监控机制。

10. 各地要加强医疗机构用药目录管理和规范，指导推动各级各类医疗机构及时调整优化用药目录，促进合理用药。2020年，综合医改试点省份要率先启动改革并取得实质性进展。

11. 通过开展药品耗材集中带量采购、调整医疗服务价格、深化医保支付方式改革、严格药品耗材使用监管等多种方式，优化公立医院收入结构，合理提高医疗服务收入占医疗收入的比例。各省份要密切监测公立医院医疗服务收入占比及变化情况，每年3月底前将上年度监测结果报国务院医改领导小组办公室，国务院医改领导小组办公室会同相关部门做好监测结果的分析和运用。

(四) 及时动态调整医疗服务价格。

12. 各地要抓住开展药品耗材集中采购、取消医用耗材加成等改革窗口期，通过腾笼换鸟的方式，及时相应调整医疗服务价格，支持公立医院运行机制和薪酬制度改革。

13. 2020年，各地要按照设置启动条件、评估触发实施、确定调价空间、遴选调价项目、合理调整价格、医保支付衔接、跟踪监测考核的原则要求，建立医疗服务价格动态调整机制并组织实施，持续优化医疗服务比价关系，体现技术劳务价值。

14. 2020—2022年，各地要每年进行调价评估，达到启动条件的要及时调整医疗服务价格，加大动态调整力度，与“三医”联动改革紧密衔接。加强对各地医疗服务价格动态调整工作的指导，加大对工作滞后地区的督促力度。

(五) 加大薪酬制度改革创新力度。

15. 2020年2月底前，全面推进公立医院薪酬制度改革，注重改革质量，综合医改试点省份要率先取得实质性进展。各地要积极改革完善公立医院薪酬总量核定以及内部绩效考核和薪酬分配办法，薪酬总量、医务人员薪酬不与药品、耗材、检查、化验等收入挂钩，严禁向科室和医务人员下达创收指标。

16. 落实“两个允许”要求，及时利用好降低药品耗材费用、调整医疗服务价格等增加的医院可支配收入，积极推进公立医院薪酬制度改革。各地要密切监测公立医院人员支出占业务支出的比例及变化情况，每年3月底前将上年度监测结果报国务院医改领导小组办公室，国务院医改领导小组办公室会同相关部门做好监测结果的分析和运用。

(六) 大力推进医保精细化管理。

17. 推进以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式改革。积极探索医保精细化管理的有效方式,按照全国统一的技术规范、分组方案,实施按疾病诊断相关分组付费国家试点。鼓励各地结合实际积极探索更好发挥中医药特色优势的医保支付方式。

18. 合理确定、动态调整医保基金总额预算指标和按病种付费等的支付标准。2020年,综合医改试点省份各统筹地区要建立医保经办机构与医疗机构之间的集体协商机制。

19. 在做实医保基金市级统筹的基础上,综合考虑区域人口规模、省级管理能力、市县基金收支差异、管理体制等因素,支持有条件的地方积极稳妥探索推进省级统筹。改革职工医保个人账户政策,提高基本医保基金使用效益。鼓励综合医改试点省份等地区结合实际率先探索,积累经验。

(七) 构建优质高效的整合型医疗卫生服务体系。

20. 2020年,综合医改试点省份要选择有条件的地方开展紧密型医疗集团和县域医疗共同体试点,鼓励有条件的中医医院和民营医院牵头组建,在总结评估的基础上,积极稳妥推进。各地在推进医疗联合体建设中,要有效确保公立医疗机构、非公立医疗机构平等参与,并坚决避免上级医院跑马圈地、虹吸基层患者和人才的问题。

21. 鼓励探索对紧密型医疗联合体等纵向合作服务模式实行医保基金总额付费,加强监督考核,结余留用、合理超支分担,有条件的地区可按协议约定向医疗机构预付部分医保资金。2020年,综合医改试点省份要选择2个以上地市率先探索。

22. 以高血压、糖尿病等慢性病管理为突破口,强化基层医防融合,积极采取“互联网+医疗健康”等有效方式,做细做实家庭医生签约服务。2020年,综合医改试点省份要率先完善慢性病等重点疾病分级分类管理制度并组织实施。

23. 加强乡村医生队伍建设。2020年,国家卫生健康委和各省份要加大督促检查和通报力度,推动各地落实乡村医生各项补助政策,不得截留、挪用、挤占乡村医生相关经费。鼓励地方采取有效方式妥善解决乡村医生养老问题。

24. 各省份要落实中西医并重,加大改革创新力度,促进中医药传承创新发展,坚决破除阻碍中医药传承创新的体制机制障碍。加强中医医疗服务体系建设,到2022年,基本实现县办中医医疗机构全覆盖,力争实现全部社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆、配备中医医师。

三、加强组织实施

2019年12月底前,各省份要结合实际制定推广福建省和三明市医改经验、深化医改的工作方案,明确本地区各地市和相关部门具体任务并组织实施。各省级医改领导小组要充分发挥统筹协调作用,及时研究解决重点问题,督促协调各成员单位落实责任,协调指导市县解放思想、大胆创新。综合医改试点省份要先行先试,发挥好排头兵作用。各地在学习推广医改经验时,要考虑不同地方经济社会发展水平以及不同医疗机构的特点,不能简单照搬照抄,不搞“一刀切”。

国务院医改领导小组办公室要加大对福建省和三明市医改经验的宣传培训力度,会同相关部门对各地学习推广经验进行指导和评估,对推进滞后或工作不力的,要督促整改。国务院医改领导小组各成员单位要对照本通知要求,及时细化政策措施,加大对地方的指导力度,鼓励引导支持基层探索更多原创性、差异化改革。2020年,建立综合医改试点省份评估和调整机制,评价排名靠后的省份取消其试点省份资格。

国务院深化医药卫生体制改革领导小组

2019年11月6日

插图目录

图 1: 上周医药板块 (中信分类) 和沪深 300 走势	11
图 2: 2019 年以来医药板块 (中信分类) 和沪深 300 走势	11
图 3: 上周各大行业涨跌幅	11
图 4: 2012 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	12
图 5: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	13
图 6: 上周医药子板块涨跌幅 (中信)	13
图 7: 上周医药子板块涨跌幅 (民生医药)	13
图 8: 2010 年以来医药子行业估值变化情况	14

表格目录

表 1: 国内已上市销售 PD-1 单抗年治疗费用对比	5
表 2: 国内已报产 PD-1 单抗受理信息及最新状态	7
表 3: 医保谈判 PD-1 药物降幅猜想	8

分析师简介

孙建，博士，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学，6年医药行研从业经验，2019年1月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。