

增持

——维持

日期：2019年11月25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/年度策略

产业发展螺旋式 投资抱紧确定性

——2020年医药行业年度投资策略

■ 主要观点

供给端：一致性评价调整存量，鼓励创新提供优质增量

仿制药一致性评价工作持续推进，注射剂一致性评价即将启动。对于仿制药而言，具有规模成本效应以及技术优势的龙头企业能够在市场快速集中的过程中生存下去，甚至获得更多份额。与仿制药分化、降价的局面相反，创新药正经历着春天。从《药品管理法》对创新的鼓励、优先审评审批到医保动态准入谈判，创新药正迎来最好的研发生态环境，这样的良性产业环境将会持续，创新药和优质仿制药并重的格局正在形成。

支付端：三管齐下，推动医保支出结构优化

医保是医药市场最大的买方力量，医保支出结构的变化，会直接影响产业竞争格局。在医保收支压力不断增加的情况下，医保局通过调整医保目录、完善医保支付方式以及带量采购等多种手段，来降低不合理支出，通过提高医疗服务性支付、提高对创新药和临床急需品种的支持等，实现支出结构的总体优化。医保目录调整中，调出品种或能腾挪出400亿空间，支付方式改革能够使药品、耗材等将转变为成本，促使医疗行为转变，医院、医生成为医保支出优化的同盟，医疗行为有望从数量扩张型转为质量效益型，以药/械养医时代走向终结，进而转变为以服务和效益养医。带量采购明年将扩大品种范围，实践已经验证带量采购对降低药品/耗材价格的有效性，三管齐下，腾挪出来的资金空间用于提高医疗服务性支付，最终实现医保支出的合理和优化。

医药行业仍有确定性增长，子板块还将分化

2019年1-9月医药制造业实现主营业务收入18,184.2亿元，同比增长8.40%；实现利润总额2,390.3亿元，同比增长10.0%，同期医药上市公司收入增速、利润增速分别为17.26%、11.06%。受带量采购、医保控费等多重因素影响，医药制造业增速下滑至个位数，伴随医保目录调整和带量采购扩品种的影响继续显现，我们认为收入增速和利润增速将长期维持在个位数水平。子板块方面，明年创新药/械及其产业链仍将有良好的产业生态环境，创新将持续繁荣；商业流通迎来“一票制”的挑战，在分级分类管理的大趋势下，零售药店将主动或被动地作出选择，明年将是业态分化的起点。医疗服务供需持续紧张，长期看好。医疗器械关注创新型公司和带量采购来临之后能够享受份额集中红利的龙头公司。

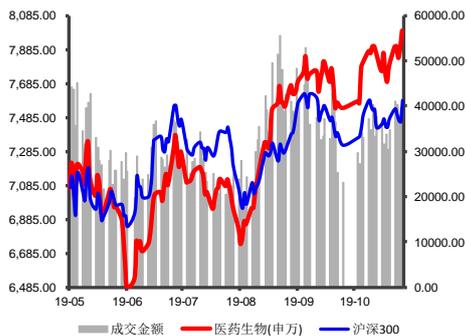
维持医药行业“增持”评级

我们对未来一段时期医药行业的增长仍然持乐观态度：1) 国内老龄化加速、医药消费具有刚需性质，医药行业的需求仍然旺盛，人们对优质医疗资源的追求并没有改变，且对高端产品和服务的需求持续增加；2) 医药上市公司2019年前三季度维持较快业绩增速，增速高于同期医药制造业整体。医药行业仍然是有确定性增长的行业；3) 审评审批制度改革、仿制药一致性评价、“两票制”和“一票制”、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，创新呈现繁荣景象，产业环境越来越好。我们继续维

行业数据 (Y19M9)

累计产品销售收入 (亿元)	18,184.2
累计产品销售收入同比增长	8.4%
累计利润总额 (亿元)	2,390.3
累计利润总额同比增长	10.0%

近6个月行业指数与沪深300比较



重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

持医药行业“增持”评级，建议重点关注药品、生物药及医疗器械领域创新及创新产业链、医疗服务和药品零售等子版块。

■ 风险提示

1) 政策风险：医保基金是医药市场最大的买方力量，医保局组建后新的医保政策、带量采购的执行情况将对行业及公司产生极大影响。

2) 一致性评价进度及后续走向：今年是 289 个口服制剂品种一致性评价的完成年，后续政策走向及执行力度需密切关注。

3) 降价风险：国家试点药品集中采购将对相应品种进行价格谈判、议价及招标，药品或再次走入降价趋势，将对企业利润产生压力。

4) 个股高估值风险：虽然医药行业整体估值目前处于历史中位水平，但部分个股估值较高，存在高估值风险。

■ 数据预测与估值：

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E		
康龙化成	300759	54.64	0.51	0.75	1.03	107.14	72.85	53.05	16.20	增持
爱尔眼科	300015	45.60	0.33	0.44	0.57	140.01	104.24	79.32	25.28	增持
健友股份	603707	41.95	0.59	0.82	1.08	70.99	51.07	38.79	12.98	谨慎增持
迈瑞医疗	300760	194.31	3.06	3.81	4.66	63.50	51.00	41.70	27.54	谨慎增持

资料来源：Wind 上海证券研究所股价数据为 2019 年 11 月 18 日收盘价

目 录

一、供给端：一致性评价调整存量 鼓励创新提供优质增量	8
1.1 新版《药品管理法》出台，法律层面支持创新.....	8
1.2 产业结构调整指导目录发布 鼓励创新发展、限制一般原料药、淘汰落后产品和工艺.....	9
1.3 注射剂一致性评价渐行渐近 存量结构性调整持续.....	10
1.4 小结：创新药开花与仿制药分化并存.....	12
二、支付端：三管齐下 推动医保支出结构优化	15
2.1 医保目录调整 谈判准入结果备受关注.....	16
2.1.1 调出品种有望腾挪 400 亿空间.....	16
2.1.2 谈判准入结果备受关注.....	22
2.2 DRGs 支付方式改革启动 以药/械养医走向终结.....	25
2.3 带量采购扩围再降 25% 明年将扩大品种范围.....	26
2.3.1 4+7 扩围 中选价平均再降 25%.....	26
2.3.2 明年带量采购品种将扩大.....	29
2.4 医保下一步：整治高值耗材+提高医疗服务性支付.....	30
2.4.1 《医疗器械唯一标识系统规则》公布.....	30
2.4.2 高值耗材改革方案推出，年底取消加成及完成第一批治理清单.....	30
2.4.3 安徽江苏率先试点高耗带量采购.....	31
2.4.4 提高医疗服务支付.....	35
三、重点子行业分析	36
3.1 医药工业：看创新药产业链及高壁垒仿制药.....	36
3.2 医疗器械：进口替代和创新两条主线.....	38
3.3 医药流通行业再迎一票制挑战.....	40
3.3.1 两票制全面执行负面影响基本消化.....	40
3.3.2 流通领域再迎一票制挑战.....	42
3.3.3 明年将是零售业态分化的起点.....	42
3.4 医疗服务：供需持续紧缺 长期看好.....	43
四、医药制造业保持稳健增长	44
五、近期医药板块表现综述	45
5.1 近六个月医药指数跑赢沪深 300 指数，医疗服务板块表现亮眼.....	45
5.2 医药板块整体估值处在历史中位水平.....	46
5.3 医药上市公司 2019 年三季度报数据分析.....	47
六、医药行业评级、策略及重点股票	49
6.1 维持医药行业“增持”评级.....	49
6.2 重点跟踪股票.....	50
6.2.1 康龙化成 (300759)：利润增速略超预期，产能扩张逐步推进.....	50
6.2.2 爱尔眼科 (300015)：营收保持快速增长，外延并购完善市场布局.....	50
6.2.3 健友股份 (603707)：业绩持续快速增长，推进海外制剂.....	50

业务布局.....	51
6.2.4 迈瑞医疗（300760）：三大板块发展平稳，升级创新增强实力.....	52
七、风险及不确定因素提示.....	53

图

图 1 已公布的注射剂参比制剂的数量.....	12
图 2 注射剂一致性评价 Top10 企业.....	12
图 3 近年我国新药审评速度提升显著.....	13
图 4 2015~2018 年各类药品注册申请受理情况错误!未定义书签。	
图 5 2015~2018 年化学创新药注册申请受理情况错误!未定义书签。	
图 6 2008~2018 年国产创新药临床试验申报受理情况错误!未定义书签。	
图 7 2008~2018 年国产创新药上市申报受理情况错误!未定义书签。	
图 8 2008~2018 年国产创新药批准上市情况.....	14
图 9 2015~2018 年各类药品注册申请审批完成情况.....	14
图 10 2019 年医保目录被调出且医院销售额超过 10 亿元的辅助药品种.....	22
图 11 药物经济学在决策中的应用.....	24
图 12 2019 年医保目录被调出且医院销售额超过 10 亿元的辅助药品种.....	24
图 13 美国平均住院时长变化情况 (天).....	25
图 14 全球研发投入力度持续加大.....	37
图 15 全球研发管线数量保持增长.....	37
图 16 《中国制造 2025》提升国产医疗器械市占率.....	38
图 17 医疗器械优先审评和特别审评批准情况.....	38
图 18 部分领域国产器械已基本实现进口替代.....	39
图 19 医学影像市场规模增长情况.....	39
图 20 医学影像的重点关注细分领域.....	39
图 21 体外诊断的重点关注细分领域.....	39
图 22 高值耗材市场规模增长情况.....	40
图 23 高值耗材的重点细分领域.....	40
图 24 部分医药流通上市公司 2016-2019Q2 营业收入同比增速.....	41
图 25 2016-2019H1 部分医药流通上市公司应收账款周转天数变化.....	41
图 26 2016-2019H1 部分医药流通上市公司净营运周期变化.....	41
图 27 部分医药批发上市公司 2015-2019Q2 经营性现金流量净额变化.....	41
图 28 我国医疗资源使用不均衡.....	43
图 29 临床医疗需求增速高于三级医院床位增长.....	43
图 30 2012-2019Q3 医药制造业业绩概况 (亿元).....	44
图 31 近年来医药制造行业主营业务毛利率变化.....	45
图 32 近年来医药制造行业期间费用率变化.....	45
图 33 近 6 个月医药指数走势图 (截至 11 月 18 日).....	45

图 34 最近 1 个月医药指数走势图（截至 11 月 18 日）	45
图 35 医药生物板块近年绝对估值（历史 TTM_整体法）	46
图 36 医药生物板块近年估值溢价率（历史 TTM_整体法）	46
图 37 2012-2019Q3 医药上市公司营业收入概况（亿元）	49
图 38 2012-2019Q3 医药上市公司归母净利润概况（亿元）	49
图 39 2012-2019Q1 医药上市公司扣非净利润（亿元）	49
图 40 2015-2019Q3 医药上市公司业绩增速（单季度）	49

表

表 1 《产业结构调整指导目录（2019 年本）》医药相关项目	9
表 2 注射剂一致性评价相关政策	11
表 3 注射剂一致性评价通过情况	11
表 4 2019 版国家医保目录西药调入品种梳理	16
表 5 2019 版国家医保目录中成药调入品种梳理	17
表 6 2019 版国家医保目录分类乙升甲（西药）梳理	18
表 7 2019 版国家医保目录分类乙升甲（中成药）梳理	18
表 8 2019 版国家医保目录西药调出品种梳理	19
表 9 2019 版国家医保目录中成药调出品种梳理	21
表 10 2019 年医保续谈判目录	23
表 11 简单药物经济学阈值分析	23
表 12 DRGs 相关政策	25
表 13 近期各省市带量采购相关政策梳理	26
表 14 联盟地区药品集中采购拟中选结果表	27
表 15 已有三家以上企业通过一致性评价的品种（剔除 25 个品种）	29
表 16 《治理高值医用耗材改革方案》具体措施及任务分工	30
表 17 安徽省具体政策	32
表 18 安徽省省属公立医院带量采购谈判成功产品目录	32
表 19 江苏省具体政策	33
表 20 人工晶体、冠脉球囊和人工髋关节的组团联盟集中采购谈判结果	34
表 21 港交所和科创板助力创新型医药企业获得资本支持	37
表 22 近 6 个月、近 1 个月医药各细分板块的市场表现（截至 11 月 18 日）	46
表 23 医药各细分板块的 PE 估值（TTM_整体法，剔除负值）	46
表 24 2013-2019Q3 化学原料药板块财务分析	47
表 25 2013-2019Q3 化学制剂板块财务分析	47
表 26 2013-2019Q3 生物制品板块财务分析	47
表 27 2013-2019Q3 医疗服务板块财务分析	48
表 28 2013-2019Q3 医疗器械板块财务分析	48
表 29 2013-2019Q3 医药商业板块财务分析	48
表 30 2013-2019Q3 中药板块财务分析	48
表 31 康龙化成预测简表	50
表 32 爱尔眼科预测简表	51
表 33 健友股份预测简表	52
表 34 迈瑞医疗预测简表	52

一、供给端：一致性评价调整存量 鼓励创新提供优质增量

1.1 新版《药品管理法》出台，法律层面支持创新

在旧版施行了 18 年之后，经过全面修改，新的药品管理法于 2019 年 8 月出台。新版管理法在研发、生产、经营、销售等多方面进行了调整，从法制层面支持创新，严格研发、生产、经营等多环节，加大对假劣药的处罚力度，对网络售药增加了规定。

其中，最核心的变化是激励创新。在优先审评审批、多中心临床试验数据认可、BE 和临床试验备案制、临床试验机构备案制、到期默示许可、MAH（药品上市许可持有人）制度等多方面、系统性地鼓励创新，形成法律条文。这将有利于建立创新的生态环境、有利于鼓励本土创新及引入国外的创新成果。鼓励创新的方向，主要集中于儿童药、短缺药品、重大传染病和罕见病新药等，特别强调有临床价值、有明确疗效药品的创新，专门增加儿童药方面的条款，鼓励对儿童药适合剂型、规格、新品种的开发。实施原辅包的关联审评制度。

专门增加一章关于 MAH 的内容，明确持有人依法对药品研制、生产、经营、使用全过程中药品的安全性、有效性和质量可控性负责。

其次是质量控制更加严格，对假劣药的处罚更为严厉。全文未提及 GMP/GSP 认证，但对生产过程及原辅料依然要求符合 GMP 要求，也就明确了药品监管从事前准入转变为事中、事后的过程管理，这反而是更高的要求。同样的对经营机构未提及 GSP 认证，但经营必须符合 GSP 要求，鼓励引导连锁经营。网络售药获得认可，但对网络售药的主体做出了规定，基本意味着必须有实体企业才能网上经营药品。

对于药品价格，新法明确国家将进行监测，并开展成本调查。

重新界定了假药和劣药的范围，药监部门对高风险药品进行重点监督检查，必要时可以对为药品研制、生产、经营、使用提供产品或者服务的单位和个人进行延伸检查。强化药品全过程信息管理。建立健全药品追溯制度，从药物警戒、监督检查、信用管理、应急处置等多方面强化了药品全生命周期管理理念的落实。

全面加大了对违法行为的处罚力度。

我们认为，《药品管理法》在药品的各个环节进行了全面的管理调整，是良性制度环境的法律落地，尤其为创新产业链提供法律保障。《药品管理法》对于未来药品供给端的结构调整产生深远的

影响。

1.2 产业结构调整指导目录发布 鼓励创新发展、限制一般原料药、淘汰落后产品和工艺

11月6日，国家发改委修订发布了《产业结构调整指导目录（2019年本）》。该目录主要用于引导投资方向、政府管理投资项目，制定实施财税、信贷、土地、进出口等政策的重要依据，由鼓励、限制和淘汰三类组成，自2020年1月1日起实施。

在医药领域，《目录(2019年本)》中共包括鼓励类目8项，限制类目6项，淘汰类目13项。其中，鼓励类项目主要包括创新药、创新疫苗、抗体药物、儿童用药等治疗药物，以及新型诊断和高端制剂设备，明确鼓励创新发展；限制类项目主要包括维生素、抗生素等中间体原料药，以及其他生产装置的产能新建、扩改建等；淘汰类项目则包括落后的生产工艺设备和落后产品。

表1 《产业结构调整指导目录（2019年本）》医药相关项目

类别	项目内容
鼓励类	拥有自主知识产权的新药开发和生产，天然药物开发和生产，满足我国重大、多发性疾病防治需求的通用名药物首次开发和生产，药物新剂型、新辅料、儿童药、短缺药的开发和生产，药物生产过程中的膜分离、超临界萃取、新型结晶、手性合成、酶促合成、连续反应、系统控制等技术开发与应用，基本药物质量和生产技术水平提升及降低成本，原料药生产节能降耗减排技术、新型药物制剂技术开发与应用
	重大疾病防治疫苗、抗体药物、基因治疗药物、细胞治疗药物、重组蛋白质药物、核酸药物，大规模细胞培养和纯化技术、大规模药用多肽和核酸合成、抗体偶联、无血清无蛋白培养基培养、发酵、纯化技术开发和应用，纤维素酶、碱性蛋白酶、诊断用酶等酶制剂，采用现代生物技术改造传统生产工艺
	新型药用包装材料与技术的开发和生产（中性硼硅药用玻璃，化学稳定性好、可降解、具有高阻隔性的功能性材料，气雾剂、粉雾剂、自我给药、预灌封、自动混药等新型包装给药系统及给药装置）
	濒危稀缺药用动植物人工繁育技术开发，实验动物标准化养殖及动物实验服务，先进农业技术在中药材规范化种植、养殖中的应用，中药质量控制新技术开发和运用，中药现代剂型的工艺技术，中药饮片炮制技术传承与创新，中药经典名方的开发与生产，中药创新药物的研发与生产，中成药二次开发和生产，民族药物开发和生产
	新型医用诊断设备和试剂、数字化医学影像设备，人工智能辅助医疗设备，高端放射治疗设备，电子内窥镜、手术机器人等高端外科设备，新型支架、假体等高端植入介入设备与材料及增材制造技术开发与应用，危重病用生命支持设备，移动与远程诊疗设备，新型基因、蛋白和细胞诊断设备
	高端制药设备开发与生产，透皮吸收、粉雾剂等新型制剂生产设备，大规模生物反应器及附属系统，蛋白质高效分离和纯化设备，中药高效提取设备，药品连续化生产技术及装备
限制类	新建、扩建古龙酸和维生素C原粉（包括药用、食品用、饲料用、化妆品用）生产装置，新建药品、食品、饲料、化妆品等用途的维生素B1、维生素B2、维生素B12、维生素E原料生产装置
	新建青霉素工业盐、6-氨基青霉烷酸（6-APA）、化学法生产7-氨基头孢烷酸（7-ACA）、化学法生产7-氨基-3-去乙酰氧基头孢烷酸（7-ADCA）、青霉素V、氨基苄青霉素、羟氨基青霉素、头孢菌素c发酵、土霉素、四环素、氯霉素、安乃近、扑热息痛、林可霉素、庆大霉素、双氢链霉素、丁胺卡那霉素、麦迪霉素、柱晶白霉素、环丙氟哌酸、氟哌酸、氟嗪酸、利福平、咖啡因、柯柯豆碱生产装置

	新建紫杉醇（配套红豆杉种植除外）、植物提取法黄连素（配套黄连种植除外）生产装置
	新建、改扩建药用丁基橡胶塞、二步法生产输液用塑料瓶生产装置
	新建及改扩建原料含有尚未规模化种植或养殖的濒危动植物药材的产品生产装置
	新建、改扩建充汞式玻璃体温计、血压计生产装置、银汞 齐齿科材料，新建 2 亿支/年以下一次性注射器、输血器、输液器生产装置
淘汰类 (落后工艺设备)	手工胶囊填充工艺
	软木塞烫腊包装药品工艺
	不符合 GMP 要求的安瓿拉丝灌封机
	塔式重蒸馏水器
	无净化设施的热风干燥箱
	环境、职业健康和安全不能达到国家标准的原料药生产装置
	铁粉还原法对乙酰氨基酚（扑热息痛）、咖啡因装置
淘汰类 (落后产品)	使用氟氯烃（CFCs）作为气雾剂、推进剂、抛射剂或分散剂的医药用品生产工艺
	铅锡软膏管、单层聚烯烃软膏管（肛肠、腔道给药除外）
	安瓿灌装注射用无菌粉末
	药用天然胶塞
	非易折安瓿
	输液用聚氯乙烯（PVC）软袋（不包括腹膜透析液、冲洗液用）

数据来源：发改委 上海证券研究所

产业结构调整一直被视为行业发展和企业决策的风向标，此次产业结构调整鼓励方面主要集中在：

1) 新的药品开发、生产技术和制剂技术等；2) 新的疫苗、抗体药物等；3) 新的包材；4) 新型医用影像设备、诊断设备和试剂等；5) 高端制药装备、新的制剂技术生产设备等；6) 中药新药开发等。此次目录中新增了新型技术开发和应用的有关内容。例如，在化学原料药领域增加了“连续反应”等技术，在生物技术药物领域增加了“基因治疗”和“抗体偶联”等新技术内容。新增内容体现了我国医药产业升级的方向，有助于引导企业紧跟国际前沿技术，加快开发具有国际竞争力的新产品，提高产业化水平。

限制类主要是产能过剩、临床使用逐步减少、污染大的一般中间体、原料药等，小型或对应工艺相对落后的制药设备等，淘汰类主要集中在落后产品和工艺设备。

1.3 注射剂一致性评价渐行渐近 存量结构性调整持续

口服制剂一致性评价稳步推进，注射剂一致性评价正渐行渐近。10月15日，国家药监局就《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》（以下简称《技术要求》）、《已上市化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价申报资料要求（征求意见稿）》（以下简称《申报要求》）公开征求意见（详

细文件请见附件)。这也意味着, 备受关注的化学药品注射剂一致性评价正越走越近。

表 2 注射剂一致性评价相关政策

时间	部门	政策名
2016.02	国务院	《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》
2017.12	药监局	《已上市化学仿制药(注射剂)一致性评价技术要求(征求意见稿)》
2018.03	药监局	《药物注射剂研发技术指导意见》
2019.10	药监局	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求(征求意见稿)》

数据来源: 各部门官网 上海证券研究所

本次征求意见的《技术要求》包括参比制剂、处方工艺技术要求等 11 个部分, 并明确氯化钠注射液、葡萄糖注射液、葡萄糖氯化钠注射液、注射用水、部分放射性药物等品种无需开展一致性评价, 需进行质量提升研究, 灭菌工艺、滤器与包材选择(含相容性研究)等应符合相关技术要求。此外, 《技术要求》要求申请人全面了解已上市注射剂的国内外上市背景、安全性和有效性数据、上市后不良反应监测情况, 评价和确认其临床价值。

截至 10 月末, 已有 16 个注射剂品规通过仿制药一致性评价, 其中注射用紫杉醇(白蛋白结合型)(100mg)已有三家企业通过。在已通过一致性评价的品种中, 除海南普利的注射用阿奇霉素已正式通过一致性评价外, 其余品种均为新注册分类获批后视同通过。

表 3 注射剂一致性评价通过情况

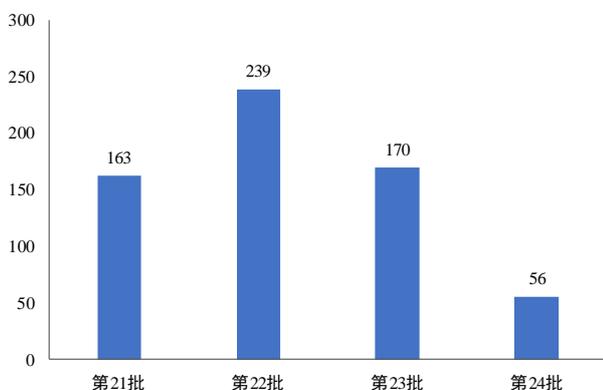
名称	规格	公司	进度
注射用紫杉醇 (白蛋白结合型)	100mg	石药集团欧意药业、石药集团中诺药业、恒瑞医药	视同通过
多西他赛注射液	1ml:20mg	四川汇宇	视同通过
氟比洛芬酯注射液	5ml:50mg	武汉大安	视同通过
注射用培美西塞二钠	0.1g、0.5 g	四川汇宇	视同通过
酮咯酸氨丁三醇注射液	1ml:30mg、1ml:15mg	成都倍特	视同通过
注射用阿奇霉素	0.1g、0.5 g	海南普利	已过评
注射用头孢唑林钠	粉体室: 按头孢唑林计 1.0g; 液体室: 氯化钠注射液 100ml:0.9g	大冢制药	视同通过
盐酸右美托咪定注射液	1mg:0.1mg、2mg:0.2mg	扬子江药	视同通过
布洛芬注射液	4ml:0.4g、8ml:0.8g	成都苑东生物	视同通过
注射用替莫唑胺	0.1g	恒瑞医药	视同通过
苯磺顺阿曲库铵注射液	5ml:10mg	恒瑞医药	视同通过

注射用更昔洛韦钠	按 C ₉ H ₁₃ N ₅ O ₄ 计 0.5g	海南普利	视同通过
左乙拉西坦注射液	5ml:500mg	河北仁合益康	视同通过

数据来源: GBI 数据库 上海证券研究所

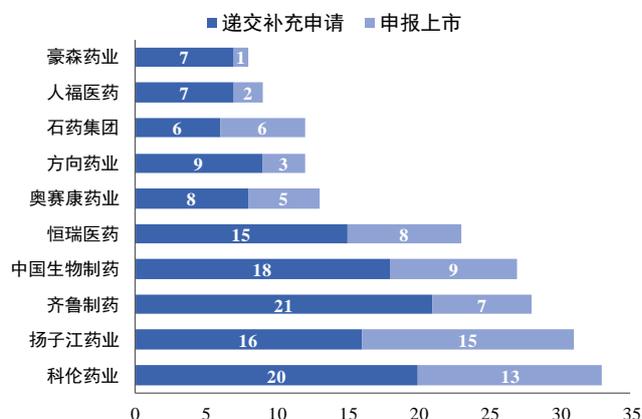
截至 9 月末, CDE 已经公布了 628 个注射剂参比制剂。在递交申请的企业方面, 数据显示, 科伦药业、齐鲁制药、中国生物制药、扬子江、豪森药业、恒瑞医药等行业内龙头企业的申报数量居前, 其中递交注射剂一致性评价补充申请最多的企业为齐鲁制药 (21 个品种), 在注射剂一致性评价中递交补充申请的数量已经超越科伦药业。

图 1 已公布的注射剂参比制剂的数量



数据来源: Insight 数据库 上海证券研究所

图 2 注射剂一致性评价 Top10 企业



数据来源: Insight 数据库 上海证券研究所

注射剂一致性评价是仿制药一致性评价工作的持续推进, 参考口服制剂一致性评价的结果可以发现, 规范企业、大型龙头企业会在这个过程及后续的招标采购中获得先发优势, 从而扩大市场份额。

1.4 小结: 创新药开花与仿制药分化并存

仿制药一致性评价工作自 2016 年正式启动, 迄今一直稳步推进。据药智网信息显示, 截至 2019 年 11 月 19 日通过和视同通过的受理号达到 405 个, 160 个品种。有 37 个品规通过企业数达 3 家以上外, 另还有 39 个品规有 2 家企业通过。

根据多地相关政策, 已有 3 家通过的品种, 将不再招采/挂网未通过的厂家品种。而在通过的品种中, 竞争格局良好的品种在 4+7 带量采购及扩面带量采购中能够维持较好的价格, 而 ≥ 3 家的价格降幅超预期。在一致性评价及对应的招采中, 仿制药正在分化, 技

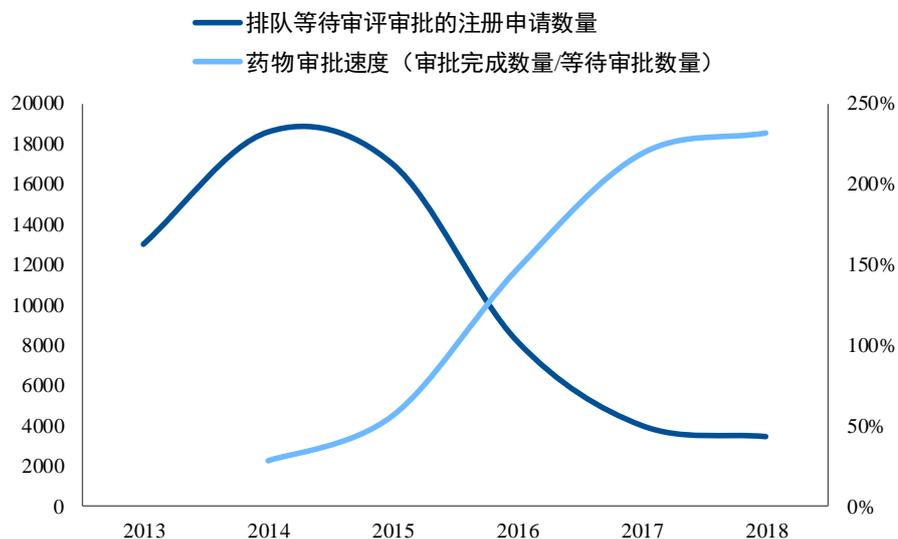
术壁垒高、竞争格局好以及有原料制剂一体化优势和规模成本优势的仿制药企业，能够享受到份额集中的红利。

与此同时，注射剂一致性评价工作也在推进。我们认为，注射剂开展一致性评价之后的市场格局，将大概率复制口服制剂一致性评价的路径，最终仍然是具有规模成本效应以及技术优势的龙头企业能够在市场快速集中的过程中生存下去，甚至获得更多份额。

与仿制药分化、降价的局面相反，创新药正经历着春天。根据《2018年度药品审评报告》，2018年，药审中心受理新注册申请共7336件（以受理号计），受理1类创新药注册申请共264个品种，较2017年增长了21%。其中，1类创新药的新药临床试验（IND）申请239个品种，较2017年增长了15%；受理1类创新药的新药上市申请（NDA）25个品种，较2017年增长了150%，包括1类化学药的NDA16个品种，同比增长100%，1类生物制品的NDA有9个，相比2017增加了4.5倍。

根据CDE公布的数据，近年来CDE受理的药品注册申请逐步恢复到临床试验核查前的一般水平，创新药的注册申请稳步增长，其中2018年国产创新药的IND\NDA数量均为近年最高。

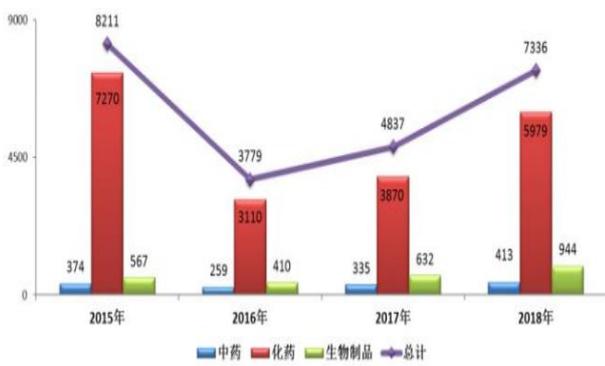
图3 近年我国新药审评速度提升显著



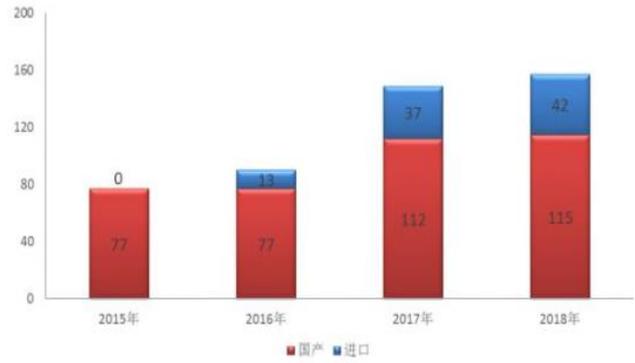
数据来源：CDE 上海证券研究所

图4 2015~2018年各类药品注册申请受理情况

图5 2015~2018年化学创新药注册申请受理情况



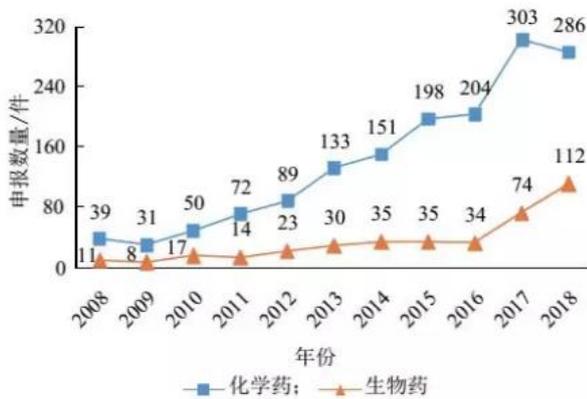
数据来源: CDE 上海证券研究所



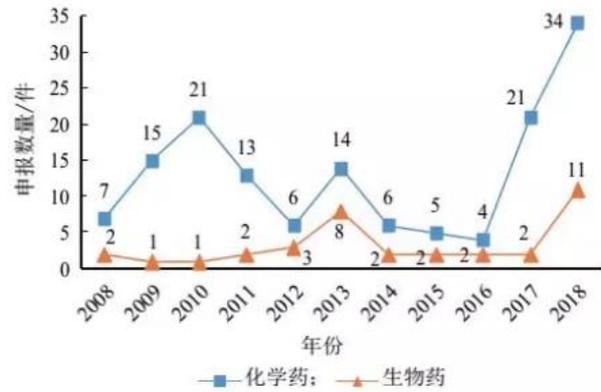
数据来源: CDE 上海证券研究所

图6 2008~2018年国产创新药临床试验申报受理情况

图7 2008~2018年国产创新药上市申报受理情况

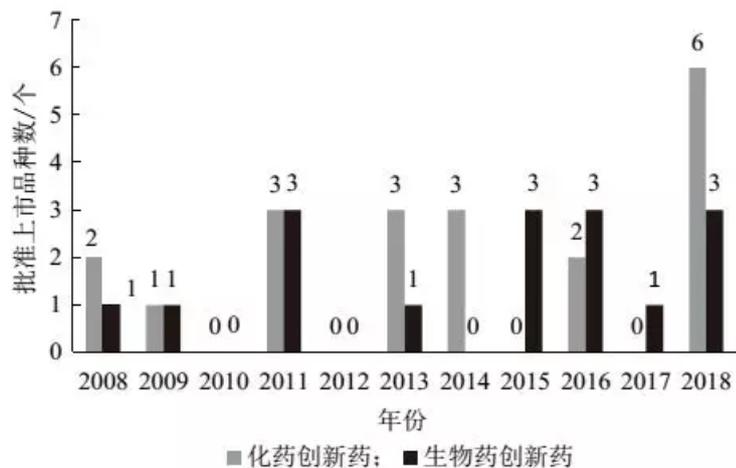


数据来源: CDE 中国医药工业杂志 上海证券研究所



数据来源: CDE 中国医药工业杂志 上海证券研究所

图8 2008~2018年国产创新药批准上市情况



数据来源: CDE 中国医药工业杂志 上海证券研究所

图9 2015~2018年各类药品注册申请审批完成情况



数据来源: CDE 上海证券研究所

从具体个例来看，2019年11月15日，百济神州泽布替尼（BRUKINSA™，百悦泽）获得FDA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（MCL）患者，这是中国本土研发的抗癌疗法首次获得FDA批准。在美国，该药为期30天治疗每月花费12935美元，中国上市申请正在审评审批中。

与此同时，备受关注的PD-1抗体药物自2018年6月百时美施贵宝的O药获批以来，短短1年多的时间即迎来第四家国产品种——百济神州的替雷丽珠单抗，PD-1抗体也成为医保谈判的最受关注的品种。销售数据显示，默沙东的K药上半年销售额达10亿元，百时美施贵宝的O药上半年业绩4.3亿元，君实的特瑞普利单抗和信达的信迪利单抗也均超3亿元大关。

从法律层面的鼓励、优先审评审批到医保动态准入谈判，创新药正迎来最好的研发生态环境，这样的良性产业环境将会持续，创新药和优质仿制药并重的格局正在形成。

二、支付端：三管齐下 推动医保支出结构优化

2018年，公立医院来自各类医保基金的收入为12339亿元，占公立医院收入的51.5%。医保是医药市场最大的买方力量，医保支出结构的变化，会直接影响产业竞争格局。在医保收支压力不断增加的情况下，医保局通过调整医保目录、完善医保支付方式以及带量采购等多种手段，来降低不合理支出，通过提高医疗服务性支付、提高对创新药和临床急需品种的支持等，实现支出结构的总体优化。

2.1 医保目录调整 谈判准入结果备受关注

2.1.1 调出品种有望腾挪 400 亿空间

8月20日，国家医保局、人社部发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，本次医保目录的调整是国家医保局成立以来的首次全面调整，常规准入部分共 2643 个药品，包括西药 1322 个，中成药 1321 个（含民族药 93 个），较 2017 版医保目录新增 148 个品种，新增药品覆盖了要优先考虑的国家基本药物、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病药品和儿童用药，包括阿比特龙（恒瑞医药、中国生物制药）、吡格列酮二甲双胍（华东医药）、来那度胺（双鹭药业、中国生物制药）、利妥昔单抗（复星医药）、瑞格列奈二甲双胍（翰森制药）、替格瑞洛（中国生物制药、信立泰、石药集团）、巯粟乙碘油（恒瑞医药）等。

表 4 2019 版国家医保目录西药调入品种梳理

药品名称	剂型	分类	药品名称	剂型	分类
西甲硅油	口服液体剂	乙	他扎罗汀倍他米松	软膏剂	乙
水飞蓟素	口服常释剂型	乙	硝咪太尔-制霉菌素	栓剂	乙
双歧杆菌四联活菌	口服常释剂型	乙	氟喹那多普罗雌烯	阴道片	乙
德谷胰岛素	注射剂	乙	阿托西班	注射剂	乙
吡格列酮二甲双胍	口服常释剂型	乙	地诺孕素	口服常释剂型	乙
二甲双胍格列吡嗪	口服常释剂型	乙	雌二醇/雌二醇地屈孕酮	口服常释剂型	乙
瑞格列奈二甲双胍	口服常释剂型	乙	戊酸雌二醇/雌二醇环丙孕酮	口服常释剂型	乙
二甲双胍维格列汀	口服常释剂型	乙	索利那新	口服常释剂型	乙
利格列汀二甲双胍	口服常释剂型	乙	洛匹那韦利托那韦	口服常释剂型	乙
西格列汀二甲双胍	口服常释剂型	乙	阿比多尔	口服常释剂型	乙
沙格列汀二甲双胍	缓释控释剂型	乙	米托蒽醌氯化钠	注射剂	乙
维生素 AD	口服液体剂	乙	利妥昔单抗	注射剂	乙
替格瑞洛	口服常释剂型	乙	硼替佐米	注射剂	乙
维生素 K4	口服常释剂型	乙	阿比特龙	口服常释剂型	乙
艾曲泊帕乙醇胺	口服常释剂型	乙	抗人 T 细胞猪免疫球蛋白	注射剂	乙
生理氯化钠	冲洗剂、溶液剂	乙	戈利木单抗	注射剂	乙
浓氯化钠	注射剂	甲	托珠单抗	注射剂	乙
复方罗布麻	口服常释剂型	乙	来那度胺	口服常释剂型	乙
多磺酸粘多糖	软膏剂	乙	拉考沙胺	口服常释剂型	乙
培哌普利吡达帕胺	口服常释剂型	乙	唑尼沙胺	口服常释剂型	乙
培哌普利氨氯地平	口服常释剂型	乙	恩他卡朋双多巴	口服常释剂型	乙
奥美沙坦酯氨氯地平	口服常释剂型	乙	呋罗匹隆	口服常释剂型	乙
替米沙坦氨氯地平	口服常释剂型	乙	利斯的明	贴剂	乙
坎地氢噻	口服常释剂型	乙	纳曲酮	口服常释剂型	乙
卡泊三醇倍他米松	软膏剂、凝胶剂	乙	色甘茶甲那敏	鼻用喷雾剂	乙

他扎罗汀	软膏剂、凝胶剂	乙	加替沙星	滴眼剂、眼用凝胶剂	乙
他卡西醇	软膏剂	乙	奥布卡因	滴眼剂	乙
薯蓣皂苷	口服常释剂型	乙	罂粟乙碘油	注射剂	乙

数据来源：国家医保局 医药云端工作室 上海证券研究所

表 5 2019 版国家医保目录中成药调入品种梳理

药品名称	分类	药品名称	分类	药品名称	分类
小儿感冒颗粒	乙	金水宝片(胶囊)	乙	黄莪胶囊	乙
小儿感冒退热糖浆	乙	参芪消渴颗粒	乙	龙金通淋胶囊	乙
小儿退热合剂(口服液)	乙	麦芪降糖丸	乙	双冬胶囊	乙
小儿保安丸	乙	生脉饮口服液	乙	双冬胶囊	乙
山蜡梅叶颗粒	乙	炙甘草合剂	乙	益肾化湿颗粒	乙
小儿双解止泻颗粒	乙	六味安神胶囊	乙	血脂康片	乙
三仁合剂	乙	榆梳止血颗粒	乙	脂必泰胶囊	甲
小儿暑感宁糖浆	乙	芪参通络胶囊	乙	消炎利胆分散片	乙
养阴通便胶囊	乙	补虚通瘀颗粒	乙	生肌八宝散	乙
益气通便颗粒	乙	灵宝护心丹	乙	提毒散	乙
黄桅花口服液	乙	龙加通络胶囊	乙	经前舒颗粒	乙
胆木浸膏糖浆	乙	芪丹通脉片	乙	香附调经止痛丸	乙
四季抗病毒合剂	乙	地奥心血康片(软胶囊)	乙	化痰散结灌肠液	乙
蛇伤解毒片	乙	通心舒胶囊	乙	加味生化颗粒	乙
重楼解毒酊	乙	灯盏花素注射液	乙	妇可靖胶囊	乙
儿童清肺口服液	乙	血塞通片	乙	椿乳凝胶	乙
健肝乐颗粒	乙	血塞通注射液	甲	妇必舒阴道泡腾片	乙
茵陈退黄胶囊	乙	血栓通注射液	甲	复方熊胆滴眼液	乙
虎地肠溶胶囊	乙	灯盏细辛注射液	乙	明目地黄胶囊	乙
连番止泻胶囊	乙	银杏酮酯片(颗粒、胶囊、滴丸、分散片)	乙	止血祛瘀明目片	乙
香连止泻片	乙	杏灵分散片	乙	冰连滴耳剂	乙
抱龙丸	乙	舒血宁注射液	乙	小儿鼻炎片	乙
清热定惊散	乙	复脉定胶囊	乙	苍耳子鼻炎滴丸	乙
纯阳正气丸	乙	复方龙血竭胶囊	乙	八味锡类散	乙
济生橘核丸	乙	脑栓康复胶囊	乙	甘桔清咽颗粒	乙
标准桃金娘油肠溶胶囊	乙	消癥丸	乙	正骨紫金丸	乙
小儿宣肺止咳颗粒	乙	心速宁胶囊	乙	狗皮膏(改进型)	甲
小儿咳嗽宁糖浆	乙	猴头健胃灵片	乙	关节镇痛巴布膏	乙
小儿清热宣肺贴膏	乙	舒肝消积丸	乙	恒古骨伤愈合剂	乙
麻杏宣肺颗粒	乙	健胃消食口服液	乙	全杜仲胶囊	乙
小儿麻甘颗粒	乙	胃痞消颗粒	乙	复方硫黄乳膏	乙
丹龙口服液	乙	复方小活络丸	乙	蛇脂参黄软膏	乙
肉蔻四神丸	乙	祛风骨痛巴布膏	乙	银屑胶囊(颗粒)	乙
小儿广朴止泻口服液	乙	威灵骨刺膏	乙	郁金银屑片	乙

潞党参口服液	乙	狼疮丸	乙	安神丸	乙
醒脾胶囊	乙	舒筋通络颗粒	乙	六味明目丸	乙
半夏和胃颗粒	乙	补肾通淋颗粒	乙	六味安消丸	乙
小儿腹泻宁	乙	舟车丸	乙	凉血十味散(片)	乙
小儿厌食颗粒	乙	分清五淋丸	乙	消白软膏	乙
青蒿鳖甲片	乙				

数据来源：国家医保局 医药云端工作室 上海证券研究所

新版医保目录中收录甲类药品 640 个，其中西药 398 个，中成药 242 个，甲类药品数量适当增加，保障水平进一步提升。绝大部分国家基本药物通过了常规准入或者是被纳入拟谈判药品的名单，并将 74 个基本药物由乙类调整为甲类，特别是癌症、罕见病用药列入了拟谈判的名单。

表 6 2019 版国家医保目录分类乙升甲（西药）梳理

药品名称	剂型	药品名称	剂型	药品名称	剂型
胶体果胶铋	口服常释剂型	地高辛	口服液体剂	吗啡	缓释控释剂型
匹维溴铵	口服常释剂型	莫雷西嗪	口服常释剂型	奥卡西平	口服常释剂型
莫沙必利	口服常释剂型	单硝酸异山梨酯	口服常释剂型	氯米帕明	口服常释剂型
洛哌丁胺	口服常释剂型	尼可地尔	口服常释剂型	艾司西酞普兰	口服常释剂型
格列喹酮	口服常释剂型	非洛地平	口服常释剂型	氟西汀	口服常释剂型
格列齐特	口服常释剂型	缬沙坦	口服常释剂型	米氮平	口服常释剂型
维生素 B6	口服常释剂型	甲泼尼龙	口服常释剂型	文拉法辛	口服常释剂、缓释控释剂
腺苷钴胺	口服常释剂型	两性霉素 B	注射剂	羧甲司坦	口服常释剂型

数据来源：国家医保局上海证券研究所

表 7 2019 版国家医保目录分类乙升甲（中成药）梳理

药品名称	药品名称	药品名称	药品名称
小儿宝泰康颗粒	生化丸	坤泰胶囊	香砂平胃丸(散、颗粒)
金胃泰胶囊	双石通淋胶囊	保妇康栓	强力枇杷露(胶囊、颗粒)
金叶败毒颗粒	银花泌炎灵片	少腹逐瘀丸(胶囊、颗粒)	滋心阴胶囊(颗粒、口服液)
新清宁片	盘龙七片	正清风痛宁片(胶囊)	消银片(胶囊、颗粒)
新癪片	乌灵胶囊	补血益母丸(颗粒)	麝香追风止痛膏
五灵胶囊	正清风痛宁缓释片	坤宁颗粒(口服液)	藿香正气片(胶囊、颗粒、口服液、软胶囊)
克痢痧胶囊	滑膜炎片	华蟾素片(胶囊)	养阴清肺膏(颗粒、口服液、糖浆)
海桂胶囊	四妙丸	参芪降糖片(胶囊、颗粒)	双黄连口服液
丹珍头痛胶囊	二妙丸	清开灵软胶囊	活血止痛软胶囊
强力枇杷膏(蜜炼)	小活络丸(片)	十友散(丸)	感冒清热片(胶囊)
颈复康颗粒	小儿化食丸(口服液)	芪苈强心胶囊	拔毒膏
砂肺宁片	平眩胶囊	活心丸	拔毒生肌散
小儿消积止咳口服液	天舒片(胶囊)	枳术宽中胶囊	保济口服液

复方南星止痛膏	养血清脑丸（颗粒）	肛泰栓（软膏）	三九胃泰胶囊
金蝉止痒胶囊	金刚藤糖浆	小儿清热感冒片	芎菊上清丸（片、颗粒）
润燥止痒胶囊	红金消结片（胶囊）	龙心素胶囊	

数据来源：国家医保局 上海证券研究所

在调出药品方面，主要是被国家药监局取消文号的药品，以及临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品，共调出 150 个品种。除了被国家药监部门撤销文号的药品外，总共调出了 79 个品种。其中第一批国家重点监控药品目录全部调出。根据 IQVIA 艾昆纬分析，西药调出品种有望节省医保资金 250 亿元左右，中药调出品种有望节省 150 亿左右，总共可腾挪出至少 400 亿的空间。

表 8 2019 版国家医保目录西药调出品种梳理

分类	药品名称	剂型	分类	药品名称	剂型
乙	克霉唑	贴剂	甲	替加氟	口服常释剂型
乙	克霉唑	滴耳剂	乙	长春碱	注射剂
甲	大黄碳酸氢钠	口服常释剂型	甲	丙卡巴胍	口服常释剂型
甲	小儿大黄碳酸氢钠	口服常释剂型	乙	戈舍瑞林	口服常释剂型
乙	硫糖铝	颗粒剂	甲	氨鲁米特	口服常释剂型
乙	曲匹布通	口服常释剂型	乙	乌苯美司	口服常释剂型
乙	溴丙胺太林	口服常释剂型	乙	吡罗昔康	缓释控释剂型
乙	东莨菪碱	眼膏剂	乙	舒林酸	缓释控释剂型
乙	多潘立酮	栓剂	乙	吡罗昔康	缓释控释剂型
乙	莫沙必利	颗粒剂	乙	精氨酸布洛芬	口服常释剂型口服、散剂
乙	苯丙醇	口服常释剂型	乙	氟芬那酸	口服常释剂型
乙	甲硫氨酸维 B1	注射剂	乙	茶丁美酮	缓释控释剂型
乙	双环醇	注射剂	乙	泮库溴铵	注射剂
甲	酚酞	口服常释剂型	乙	丙磺舒	口服常释剂型
甲	硫酸镁	口服液体剂	乙	雷奈酸锶	干混悬剂
乙	乳果糖	口服散剂	乙	动物骨多肽制剂	注射剂
乙	液状石蜡	口服液体剂	甲	异氟烷	液体剂、吸入剂、吸入麻醉剂、溶液剂
乙	蒙脱石	口服常释剂型	乙	七氟烷	液体剂
甲	药用炭	口服散剂	甲	硫喷妥钠	注射剂
甲	复方地芬诺酯	口服常释剂型	乙	丁卡因	口服液体剂溶液剂
乙	维生素 D3	口服常释剂型	甲	普鲁卡因	注射剂
乙	复合磷酸氢钾	注射剂	乙	双氢可待因	缓释控释剂型
甲	苯丙酸诺龙	注射剂	甲	布桂嗪	口服常释剂型
乙	茴三硫	口服常释剂型	乙	布桂嗪	注射剂
乙	双嘧达莫	注射剂	乙	曲马多	口服液体剂
乙	舒洛地特	口服常释剂型	乙	四氢帕马丁	口服常释剂型
甲	右旋糖酐（20、40、70）	注射剂	甲	麦角胺咖啡因	口服常释剂型

	氯化钠右旋糖酐 (20、40、70) 葡萄糖				
乙	复方氨基酸 (3AA)	注射剂	乙	双氢麦角胺	口服常释剂型
乙	利多卡因	外用液体剂	甲	苯妥英钠	注射剂
甲	普鲁卡因胺	注射剂	乙	乙琥胺	口服常释剂型、口服液体剂
乙	托西溴苄铵	注射剂	乙	多巴丝肼	缓释控释剂型
乙	果糖二磷酸钠	注射剂	乙	硫利达嗪	口服常释剂型
乙	前列地尔	注射剂	乙	氟哌噻吨	口服常释剂型
乙	利血平	口服常释剂型	乙	氟哌噻吨	注射剂
乙	乌拉地尔	口服常释剂型	乙	氟哌噻吨	注射剂
乙	胍屈嗪	注射剂	乙	舒托必利	注射剂
乙	米诺地尔	口服常释剂型	乙	马普替林	口服液体剂
乙	桂哌齐特	注射剂	乙	马普替林	注射剂
乙	尼麦角林	缓释控释剂型	乙	吡硫醇	注射剂
乙	妥拉唑啉	注射剂	乙	溴吡斯的明	注射剂
乙	草木犀流浸液	口服常释剂型	乙	依酚氯铵	注射剂
乙	曲克芦丁	口服液体剂	乙	美沙酮	注射剂
乙	西拉普利	口服常释剂型	乙	桂利嗪	口服常释剂型
乙	厄贝沙坦	缓释控释剂型	乙	鼠神经生长因子	注射剂
乙	咪康唑	注射剂	乙	依达拉奉	注射剂
乙	复方安息香酞	外用液体剂	乙	长春西汀	口服常释剂型
乙	甲紫	外用液体剂	乙	长春西汀	注射剂
乙	十一烯酸	外用液体剂、软膏剂	乙	依米丁	注射剂
乙	益康唑	栓剂	乙	乙胺嘧啶	贴剂
乙	重组人表皮生长因子	吸入剂	甲	喷他脒	口服常释剂型
乙	重组人碱性成纤维细胞生长因子	滴眼剂	乙	喷他脒	注射剂
乙	磺胺嘧啶银	外用散剂	甲	葡萄糖酸锑钠	口服常释剂型
乙	磺胺嘧啶锌	外用散剂	甲	硫氰酚	口服常释剂型
甲	氟轻松	软膏剂	甲	乙胺嗪	口服常释剂型
甲	四环素醋酸可的松	软膏剂	乙	双羟萘酸噻嘧啶	软膏剂
甲	倍氯米松	粉雾剂	乙	氯硝柳胺	口服常释剂型
乙	复方曲安缩松	软膏剂、贴膏剂	乙	升华硫	软膏剂
乙	苯甲酸	软膏剂	乙	复方羟甲唑啉	吸入剂
甲	维 A 酸	凝胶剂	乙	布地奈德	粉雾剂
甲	炉甘石	软膏剂	乙	氟替卡松	粉雾剂
乙	糠馏油	软膏剂	乙	复方诺氟沙星	滴鼻剂
乙	煤焦油	软膏剂	乙	沙丁胺醇	粉雾剂
乙	复方甲硝唑 (甲硝维参)	阴道泡腾片、栓剂	乙	特布他林	粉雾剂
甲	甲萘酮	口服常释剂型	乙	特布他林	口服液体剂
乙	己酸羟孕酮	注射剂	乙	噻托溴铵	粉雾剂

乙	普拉睾酮	注射剂	乙	氯丙那林	口服常释剂型
乙	结合雌激素/甲羟孕酮	口服常释剂型	乙	复方茶碱	口服常释剂型
乙	坦洛新(坦索罗辛)	口服常释剂型	乙	扎鲁司特	口服常释剂型
乙	垂体后叶	吸入剂	乙	标准桃金娘油	口服常释剂型
乙	去氨加压素	吸入剂	乙	复方磷酸可待因	溶液剂
乙	鞣酸加压素	吸入剂	乙	复方樟脑	口服液体剂
乙	倍他米松	吸入剂	乙	咪唑斯汀	口服常释剂型
乙	曲安西龙	注射剂	乙	氟甲松龙	滴眼剂
甲	复方碘溶液	口服液体剂	乙	乙酰唑胺	注射剂
乙	碘塞罗宁	口服常释剂型	乙	后马托品	眼膏剂
乙	米诺环素	颗粒剂	乙	小牛血清去蛋白	眼用凝胶
乙	磺苄西林	注射剂	乙	小牛血去蛋白提取物	眼用凝胶
乙	阿莫西林舒巴坦	注射剂	乙	氯霉素甘油	滴耳剂
乙	美洛西林舒巴坦	注射剂	乙	氯霉素氯化可的松	滴耳剂
乙	头孢地尼	颗粒剂	乙	复方醋酸曲安奈德	滴耳剂
乙	帕尼培南倍他米隆	注射剂	甲	二乙基二硫代氨基甲酸钠	注射剂
甲	地红霉素	口服常释剂型	甲	喷替酸钙钠	注射剂
乙	乙酰螺旋霉素	口服常释剂型	甲	巯乙胺	注射剂
甲	氧氟沙星	口服常释剂型	甲	双复磷	注射剂
甲	氧氟沙星	注射剂	甲	鱼肝油酸钠	注射剂
乙	磷霉素	口服散剂	甲	胆影葡胺	注射剂
乙	利奈唑胺	注射剂	甲	碘苯酯	注射剂
甲	醋氨苯砒	注射剂	甲	碘番酸	口服常释剂型
甲	利巴韦林	颗粒剂	乙	碘曲仑	注射剂
甲	利巴韦林	注射剂	乙	碘他拉葡甲胺	注射剂
乙	泛昔洛韦	注射剂	乙	铁羧葡胺	注射剂
乙	司他夫定	口服散剂	甲	硫酸钡I型硫酸钡II型	干混悬剂
乙	替比夫定	口服液体剂	乙	胶体磷[32P]酸铬	注射剂
甲	抗蝮蛇毒血清	注射剂	乙	依那普利氢氯噻嗪(II)	口服常释剂型
乙	氮甲	口服常释剂型			

数据来源：国家医保局 医药云端工作室 上海证券研究所

表 9 2019 版国家医保目录中成药调出品种梳理

药品名称	分类	药品名称	分类	药品名称	分类
感咳双清胶囊	乙	保利尔胶囊	乙	复方梅笠草片	乙
牛黄清感胶囊	乙	三七皂苷注射制剂	甲	丹田降脂丸	乙
重感灵片(胶囊)	乙	灯盏注射制剂	乙	泰脂安胶囊	乙

清热解毒注射液	乙	三七皂苷口服制剂	乙	脂康颗粒	乙
雪胆素片	乙	豨红通络口服液	乙	九一散	乙
银黄注射液	乙	豨荑通栓丸(胶囊)	乙	生肌散	乙
溴泰乐片(胶囊、颗粒)	乙	消痰康片(胶囊)	乙	安多霖胶囊	乙
乙肝健胶囊	乙	滇白珠糖浆	乙	螺旋藻片(胶囊)	乙
虫草菌发酵制剂	乙	朝阳丸(胶囊)	乙	得生丸	乙
三七片(胶囊)	甲	胃疼宁片	乙	八宝眼药	乙
荷叶丸	乙	脉君安片	乙	鼻炎滴剂	乙
心灵丸	乙	山绿茶降压片(胶囊)	乙	青黛散	甲
盾叶冠心宁片	乙	石龙清血颗粒	乙	脱牙敏糊剂	乙
薯蓣皂苷口服制剂	乙	祖师麻注射液	乙	湿毒清片(胶囊)	乙

数据来源：国家医保局 医药云端工作室 上海证券研究所

图 10 2019 年医保目录被调出且医院销售额超过 10 亿元的辅助药品种



数据来源：IQVIA 艾昆纬 上海证券研究所

2.1.2 谈判准入结果备受关注

本次目录调整初步确定 128 个药品纳入拟谈判准入范围，包括 109 个西药和 19 个中成药，治疗领域主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等。此外，对于 2017 年谈判准入的、协议将于 2019 年底到期且目前尚无仿制药上市的 31 个药品的续约谈判，将与 128 个拟谈判药品的准入谈判同步进行。部分续约谈判的品种（如利妥昔单抗）已有仿制药品种进入常规目录，可能需要再次议价以“重新”进入谈判目录。

表 10 2019 年医保续谈判目录

品种	剂型	品种	剂型
利拉鲁肽	注射剂	西达本胺	口服常释剂型
重组人尿激酶原	注射剂	氟维司群	注射剂
重组人凝血因子 VIIa	注射剂	重组人干扰素 β -1b	注射剂
重组人脑利钠肽	注射剂	依维莫司	口服常释剂型
托伐普坦	口服常释剂型	喹硫平	缓释控释剂型
阿利沙坦酯	口服常释剂型	帕罗西汀	肠溶缓释片
吗啉硝唑氯化钠	注射剂	康柏西普	眼用注射液
泊沙康唑	口服液体剂	雷珠单抗	注射剂
曲妥珠单抗	注射剂	司维拉姆	口服常释剂型
贝伐珠单抗	注射剂	碳酸镧	咀嚼片
尼妥珠单抗	注射剂	银杏二萜内酯葡胺注射液	注射剂
厄洛替尼	口服常释剂型	银杏内酯注射液	注射剂
索拉非尼	口服常释剂型	复方黄黛片	片剂
拉帕替尼	口服常释剂型	注射黄芪多糖	注射剂
阿帕替尼	口服常释剂型	参一胶囊	胶囊剂
重组人血管内皮抑制素	注射剂		

数据来源：国家医疗保障局 上海证券研究所

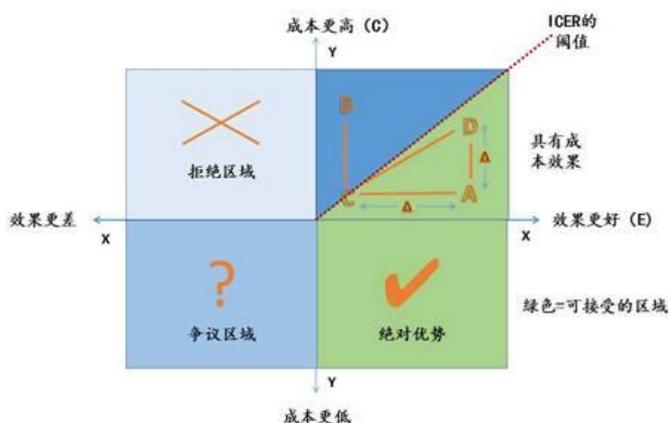
本次谈判准入的结果备受市场关注。根据药物经济学原理和 WHO 的推荐标准，增量成本效果比（ICER，即每增加一个单位的效果所增加的成本） <1 倍人均 GDP 时，增加的成本完全值得；ICER 为 1~3 倍人均 GDP，增加的成本可以接受；ICER >3 倍人均 GDP，增加的成本不值得。其中， $\leq 1.0\sim 1.5$ 倍人均 GDP 为优先重点。

表 11 简单药物经济学阈值分析

人均 GDP	2018 年价格（元）
≤ 1.0	64,600
1.5	96,900
2.0	129,200
2.5	161,500
≥ 3.0	193,800

数据来源：上海证券研究所

图 11 药物经济学在决策中的应用



数据来源:《药物市场准入——从理论到实践》上海证券研究所

根据药脉通的信息,部分谈判品种的价格和降幅情况如下:

图 12 部分谈判品种的价格和降幅

药品名称	剂型	医保支标准	生产企业	在执行均价 (集采价格)	降价率
阿扎胞苷	注射剂	1055元 (100mg/支)	Baxter	2625	-59.81%
西妥昔单抗	注射剂	1295元 (100mg (20ml) 瓶)	默克	4020.38	-67.79%
阿法替尼	口服常释剂型	160.5元 (30mg/片)	勃林格殷格翰	259.06	-38.04%
		200元 (40mg/片)		322.89	-38.06%
阿昔替尼	口服常释剂型	60.4元 (1mg/片)	辉瑞	241.14	-74.95%
		207元 (5mg/片)		691.19	-70.05%
克唑替尼	口服常释剂型	219.2元 (200mg/粒)	辉瑞	731.89	-70.05%
		260元 (250mg/粒)		869.71	-70.07%
舒尼替尼	口服常释剂型	155元 (12.5mg/粒)	辉瑞	437	-64.53%
		488元 (50mg/粒)		-	-
		359.4元 (37.5mg/粒) 263.5 (25mg/粒)		-	-
安罗替尼	口服常释剂型	487元 (12mg/粒)	正大天晴	-	-
		423.6元 (10mg/粒)		-	-
		263.5元 (25mg/粒)		-	-
奥希替尼	口服常释剂型	300元(40mg/粒)	阿斯利康	-	-
		510元 (80mg/粒)		1730.85	-70.53%
塞瑞替尼	口服常释剂型	198元 (150mg/粒)	诺华	-	-
尼洛替尼	口服常释剂型	76元 (150mg/粒)	诺华	239	-68.20%
		94.7元 (200mg/粒)		293	-67.68%
培唑帕尼	口服常释剂型	160元 (200mg/片)	葛兰素	408	-60.78%
		272元 (400mg/片)	葛兰素	-	-
瑞戈非尼	口服常释剂型	196元 (40mg/片)	拜耳	342	-42.69%
维莫非尼	口服常释剂型	112元 (240mg/片)	罗氏	185	-39.46%
伊布替尼	口服常释剂型	189元 (140mg/粒)	Catalent	511	-63.01%
伊沙佐米	口服常释剂型	4933元 (4mg/粒) ;	武田	-	-
		3957.9元 (3mg/粒) ;		-	-
		3229.4 (2.3mg/粒)		-	-
培门冬酶	注射剂	1477.7元 (2ml: 1500IU/支)	恒瑞	2623	-43.66%
		2980元 (5ml: 3750IU/支)	恒瑞	4030	-26.05%
奥曲肽	微球注射剂	5800元 (20mg/瓶)	山德士	9865	-41.21%
		7911元 (30mg/瓶)	山德士	11788	-32.89%

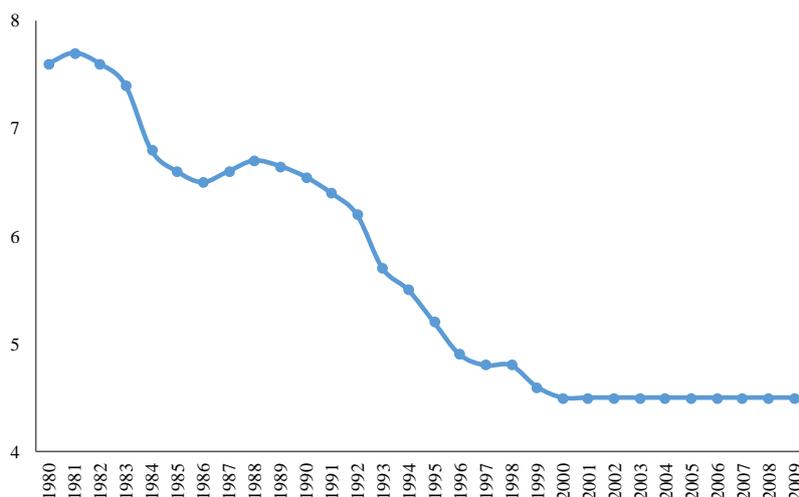
数据来源:药脉通 上海证券研究所

2.2 DRGs 支付方式改革启动 以药/械养医走向终结

按诊断相关分组（Diagnosis Related Groups, DRGs）支付是目前较为先进的一种预付费制医保支付方式。它根据病人的年龄、性别、住院天数、临床诊断、病症、手术、疾病严重程度，合并症与并发症及转归等因素，把上千个病种分为几百个诊断相关组，在分级上进行科学测算，给予打包预付款。按 DRGs 支付，就是医疗保险机构就病种付费标准与医院达成协议，医院在收治参加医疗保险的病人时，医疗保险机构就该病种的预付费标准向医院支付费用，超出部分由医院承担的一种风险共担的付费制度。

美国的实践显示，DRGs 支付有助于降低医疗费用增长速度。20 世纪 80 年代，美国将 DRGs 用于医疗保险定额支付之后，其医疗费用的增速从 1983 年前的 16%-18% 下降到 7%-8%，同时患者的平均住院时长也从 1980 年前的 6.8 天缩短到 4.6 天。

图 13 美国平均住院时长变化情况（天）



数据来源: fticonsulting 上海证券研究所

从本质上讲，DRG 既能用于支付管理，也能用于预算管理，还能用于质量管理，是一套“医疗管理的工具”。发展至今，已有多数发达国家都采用这一支付方法进行预算、资源配置管理或购买医疗服务。

伴随我国老龄化进程加速，我国医保基金收支平衡压力越来越大。引进 DRGs 这一支付工具，有望能够最大化医、保、患三方的利益，调动医疗机构的控费积极性，从而实现医保收支平衡，并且规范诊疗行为以及提高服务效率。

表 12 DRGs 相关政策

时间	部门	政策名	具体内容
2017.06	国务院	《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	要求推进按疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点，探索建立 DRG 付费体系
2018.12	医保局	《关于申报疾病诊断相关分组付费国家试点的通知》	决定组织开展 DRGs 国家试点申报工作，目标是制定并完善全国基本统一的 DRGs 付费政策、流程和技术标准规范，形成可借鉴、可复制、可推广的试点成果。从试点范围来看，原则上各省可推荐 1-2 个城市作为试点候选城市
2018.12	卫健委	《关于印发国际疾病分类第十一次修订本（ICD-11）中文版的通知》	自 2019 年 3 月 1 日起，各级各类医疗机构应当全面使用 ICD-11 中文版进行疾病分类和编码。卫生健康行政部门开展医疗机构绩效考核、质量控制与评价等工作时，均应当采用 ICD-11 中文版进行医疗数据统计分析
2019.06	医保局、财政部、卫健委、中医药局	《关于印发按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》	提出深化医保支付方式改革，加快推动疾病诊断相关分组（DRG）付费试点工作，国家 DRG 付费国家试点工作组根据前期各省（区、市）申报参加 DRG 付费国家试点的情况，确定了 30 个城市作为 DRG 付费国家试点城市

数据来源：各部门官网 上海证券研究所

借鉴国外经验，采取这种支付方式能够激励医院加强医疗质量管理，迫使医院为获得利润主动降低成本，缩短住院天数，减少诱导性医疗费用支付，有利于费用控制。药品、耗材等将转变为成本，促使医疗行为转变，医院、医生成为医保支出优化的同盟，同时能够将临床医疗行为“不可比”变为“可比”，促进医院提升管理效益、运行效率，医疗行为有望从数量扩张型转为质量效益型，以药/械养医时代走向终结。

2.3 带量采购扩围再降 25% 明年将扩大品种范围

2.3.1 4+7 扩围 中选价平均再降 25%

继去年 4+7 带量采购之后，25 个品种的扩围中选结果已经公布。共有 77 家企业参与，产生拟中选企业 45 家，拟中选产品 60 个。与扩围的 25 个城市 2018 年最低采购价相比，拟中选价平均降幅 59%，与“4+7”试点中选价格水平相比，平均再降 25%。

表 13 近期各省市带量采购相关政策梳理

项目	4+7	4+7 扩面
地区	11 个城市	25 个城市
品种	25	25
采购量	15.12 亿片/袋	70.67 亿片/袋
采购额（亿元）	18.7	61.3
节约资金（亿元）	56	608

数据来源：赛柏蓝 上海证券研究所

表 14 联盟地区药品集中采购拟中选结果表

药品通用名	规格	拟中选企业	拟中选价格 (元)
阿托伐他汀钙片	10mg*14 片	齐鲁制药（海南）有限公司	1.68
	10mg*28 片	兴安药业有限公司	3.6
	10mg*14 片	乐普制药科技有限公司	4.41
	20mg*7 片	乐普制药科技有限公司	3.84
瑞舒伐他汀钙片	10mg*28 片	瀚晖制药有限公司（海正药业委托生产）	5.6
	10mg*30 片	Lek Pharmaceuticals d.d	6.84
	10mg*14 片	南京正大天晴制药有限公司	4.18
硫酸氢氯吡格雷片	75mg*14 片	石药集团欧意药业有限公司	34.12
	75mg*7 片	赛诺菲	17.81
	75mg*7 片	乐普药业股份有限公司	20.85
厄贝沙坦片	150mg*12 片	瀚晖制药有限公司	3.91
	75mg*12 片	瀚晖制药有限公司	2.3
	75mg*28 片	浙江华海药业股份有限公司	5.46
	150mg*7 片	江苏恒瑞医药股份有限公司	2.48
苯磺酸氨氯地平片	5mg*21 片	苏州东瑞制药有限公司	1.19
	5mg*14 片	国药集团容生制药有限公司	0.84
	5mg*7 片	重庆药友制药有限责任公司	0.49
恩替卡韦分散片	0.5mg*21 片	苏州东瑞制药有限公司	3.83
恩替卡韦片	0.5mg*28 片	北京百奥药业有限责任公司	5.5
恩替卡韦胶囊	0.5mg*28 粒	福建广生堂药业股份有限公司	7.69
草酸艾司西酞普兰片	10mg*7 片	湖南洞庭药业股份有限公司	27.86
	10mg*7 片	山东京卫制药有限公司	28
	10mg*7 片	四川科伦药业股份有限公司	29.89
盐酸帕罗西汀片	20mg*20 片	浙江华海药业股份有限公司	31.18
	20mg*20 片	北京福元医药股份有限公司	32.35
奥氮平片	10mg*14 片	齐鲁制药有限公司	34.72
	10mg*7 片	江苏豪森药业集团有限公司	43.6
	10mg*20 片	Dr.Reddy's Laboratories Limited	123.8
头孢呋辛酯片	250mg*12 片	国药集团致君（深圳）制药有限公司	4.28
	250mg*8 片	广州白云山天心制药股份有限公司	3.87
	250mg*12 片	浙江京新药业股份有限公司	5.79
利培酮片	1mg*30 片	齐鲁制药有限公司	1.47
	1mg*30 片	常州四药制药有限公司	3.6
	1mg*60 片	浙江华海药业股份有限公司	7.2
吉非替尼片	250mg*10 片	齐鲁制药（海南）有限公司	257
	250mg*10 片	正大天晴药业集团股份有限公司	450
	250mg*10 片	阿斯利康	547
福辛普利钠片	10mg*21 片	浙江华海药业股份有限公司	17.4

	10mg*14 片	中美上海施贵宝制药有限公司	11.8
厄贝沙坦氢氯噻嗪片	(150mg+12.5mg) *14 片	南京正大天晴制药有限公司	14.28
	(150mg+12.5mg) *14 片	浙江华海药业股份有限公司	14.67
	(150mg+12.5mg) *7 片	赛诺菲	7.6
赖诺普利片	10mg*28 片	浙江华海药业股份有限公司	6.45
富马酸替诺福韦二吡 啶酯片	300mg*30 片	齐鲁制药有限公司	8.7
	300mg*30 片	杭州和泽医药科技有限公司	11.37
	300mg*30 片	成都倍特药业有限公司	13.98
氯沙坦钾片	50mg*14 片	浙江华海药业股份有限公司	14.7
马来酸依那普利片	10mg*16 片	扬子江药业集团江苏制药股份有限公司	8.93
左乙拉西坦片	250mg*30 片	浙江京新药业股份有限公司	71.79
	250mg*30 片	浙江普洛康裕制药有限公司	71.9
甲磺酸伊马替尼胶囊	100mg*60 粒	正大天晴药业集团股份有限公司	586.39
	100mg*60 片	江苏豪森药业集团有限公司	623
孟鲁司特钠片	10mg*5 片	上海安必生制药技术有限公司	18.96
	10mg*5 片	默沙东	19.38
蒙脱石散	3g*15 袋	湖南华纳大药厂股份有限公司	4.16
	3g*12 袋	哈药集团中药二厂	3.6
	3g*12 袋	浙江海力生制药有限公司	3.95
注射用培美曲塞二钠	100mg/支	四川汇宇制药有限公司	798
	500mg/支	四川汇宇制药有限公司	2735.83
	100mg/支	ELI LILLY AND COMPANY	809
	500mg/支	ELI LILLY AND COMPANY	2773.54
氟比洛芬酯注射液	5ml:50mg*5 支	北京泰德制药股份有限公司	109.4
	5ml:50mg*5 支	武汉大安制药有限公司	109.75
盐酸右美托咪定注射液	2ml:0.2mg*4 支	扬子江药业集团有限公司	532

数据来源：上海阳光采购网 上海证券研究所

竞争格局决定降幅。从具体品种来看，完成一致性评价企业数量仅为 1 个的品种降幅为 0%，包括盐酸右美托咪定注射液、马来酸依那普利片、氯沙坦钾片和赖诺普利片。而完成一致性评价企业数量超过 3 个的品种此次竞争较为惨烈，平均降幅达到 42%。从拟中选公司来看，此次带量采购中，华海药业的 6 个品种全部中标，齐鲁制药中标 5 个品种，具备成本优势的头部企业竞争优势显著。而在第一轮带量采购中中标的德展健康、京新药业、信立泰、先声药业等此次均未中标。

此外，此次带量采购扩面中，原研企业的参与积极度相较 4+7 带量采购更高，阿斯利康、BMS、默沙东、礼来均分别中选。伴随原研药企和印度企业加入带量采购战局，本土仿制药企业或将面临更严峻的竞争和挑战。

2.3.2 明年帶量採購品種將擴大

下一步帶量採購將擴大集採品種範圍，過評數超過3家的有可能進入到下一輪帶量採購目錄中。

表 15 已有三家以上企業通過一致性評價的品種（剔除 25 個品種）

品種	規格	通過企業數
富馬酸替諾福韋二吡啶酯片	300mg	9
鹽酸二甲雙胍緩釋片	0.5g	9
鹽酸二甲雙胍片	0.25g	7
鹽酸左西替利嗪片	5mg	6
瑞舒伐他汀鈣片	5mg	5
鹽酸克林霉素膠囊	0.15g	5
格列美脲片	2mg	5
阿莫西林膠囊	0.25	5
恩替卡韋膠囊	0.5mg	4
格列美脲片	1mg	4
替格瑞洛片	90mg	4
替格瑞洛片	90mg	4
異烟肼片	0.1g	4
阿莫西林膠囊	0.25g	4
阿托伐他汀鈣片	10mg	4
奧美沙坦酯片	20mg	4
聚乙二醇 4000 散	10mg	4
頭孢氨苄膠囊	0.25g	3
頭孢氨苄膠囊	0.125g	3
頭孢呋辛酯片	0.125g	3
奧氮平片	5mg	3
氟康唑片	50mg	3
福多司坦片	0.2g	3
恩替卡韋片	0.5mg	3
鹽酸曲美他嗪緩釋片	35mg	3
琥珀酸索利那新片	5mg	3
醋酸阿比特龍片	0.25g	3
甲硝唑	0.2g	3
碳酸氫銨片	0.5g	3
對乙酰氨基酚片	0.5g	3

數據來源：CDE 上海證券研究所 *含視同通過一致性評價的品種及企業

帶量採購使仿製藥原有營銷模式走向終結，其價格體系將被重塑，未來比拼的是成本控制、精细化管理、品種的臨床價值和技術

壁垒，仿制药行业向头部集中，强者恒强的格局将得到强化。同时，创新的价值更加显现。值得注意的是，外企参与积极性增加，使得仿制药也不得不面临发生在国内的、国际化竞争。

2.4 医保下一步：整治高值耗材+提高医疗服务性支付

2.4.1 《医疗器械唯一标识系统规则》公布

根据《医疗器械监督管理条例》以及《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》，国家药监局制定了《医疗器械唯一标识系统规则》，于10月1日施行。唯一器械标识（Unique Device Identification, UDI）是对医疗器械在其整个生命周期赋予的身份标识，是其在产品供应链中的唯一“身份证”，使用UDI最主要的意义在于产品的识别和追溯体系的建立，有助于加强产品全过程管理，提升监管效率。目前，美国、欧盟、日本等国家和地区已经逐步实施UDI。

2.4.2 高值耗材改革方案推出，年底取消加成及完成第一批治理清单

今年5月，深改委第八次会议审议通过了《治理高值医用耗材改革方案》，要求理顺高值医用耗材价格体系，完善全流程监督管理，推动形成高值医用耗材质量可靠、流通便捷、价格合理的治理格局，促进行业健康有序发展。

表 16 《治理高值医用耗材改革方案》具体措施及任务分工

重点任务	负责单位	完成时限
完善价格形成机制，降低高值医用耗材虚高价格		
加强高值医用耗材规范化管理，明确治理范围，将单价和资源消耗占比相对较高的高值耗材作为重点治理对象	国家卫健委、国家医保局	2019 年底前完成第一批重点治理清单
制定医疗器械唯一标识系统规则	国家药监局、国家卫健委、国家医保局	2020 年底前
逐步统一全国医保高值医用耗材分类与编码，探索实施高值耗材注册、采购、使用等环节规范编码衔接应用	国家医保局、国家药监局、国家卫生健康委	2020 年底前
建立高值耗材价格监测和集中采购管理平台，做好与医保支付审核平台的互联互通。建立部门间高值耗材价格信息共享和联动机制，强化购销价格信息监测	国家医保局、海关总署、国家药监局	2020 年底前启动，持续推进
建立高值医用耗材基本医保准入制度，实行高值医用耗材目录管理，健全目录动态调整机制	国家医保局、财政部	2020 年 6 月底前出台准入管理办法
完善分类集中采购办法。对于临床用量较大、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，鼓励医疗机构联合开展带量谈判	国家医保局	2019 年下半年启动，持续完善集中采购办法

采购, 积极探索跨省联盟采购		
取消医用耗材加成	国家医保局、国家卫健委、财政部	2019 年底前
制定医保支付政策	国家医保局、财政部、国家卫健委	持续推进
规范医疗服务行为, 严控高值医用耗材不合理使用		
严格医疗卫生行业管理责任落实。加强涉及高值耗材的手术管理, 规范临床技术指导行为。完善高值耗材临床应用管理, 并将其纳入公立医疗机构绩效考核评价体系	国家卫生健康委	2019 年底前
完善医疗机构自我管理。建立高值耗材院内准入遴选机制。完善高值耗材使用院内点评和异常使用预警机制	国家卫生健康委	2019 年底前
加强医保定点医疗机构服务行为管理	国家医保局	持续推进
健全监督管理机制, 严肃查处违法违规行为		
完善质量管理。严格规范高值医用耗材上市前注册审批流程, 加强新产品医保管理与注册审批的有效衔接。建立产品信息追溯体系和生产企业产品质量终身负责制。建立医疗机构医用耗材残次率报告系统, 开展医疗器械不良事件监测和再评价工作	国家药监局、国家卫生健康委、国家发展改革委、国家医保局	2019 年底前
鼓励各地结合实际通过“两票制”等方式减少高值耗材流通环节, 推动购销公开透明。将高值耗材相关企业及其从业人员诚信经营和执业情况纳入信用管理体系, 加强对失信行为的记录、公示和预警, 强化履约管理	国家卫健委、市场监管总局、国家发改委、工业和信息化部	2020 年底前
加强公立医疗机构党风廉政建设	国家卫生健康委	持续推进
部门联动加大违纪违法查处力度。建立多部门联合惩戒机制, 严厉打击商业贿赂、垄断和不正当竞争、伪造和虚开发票、企业变相捐赠等行为	国家卫健委、国家医保局、国家药监局、市场监管总局分别负责, 中央纪委委、最高人民法院、最高人民检察院	持续推进
完善配套政策, 促进行业健康发展		
加大财政投入力度	财政部、国家卫生健康委	持续推进
合理调整医疗服务价格	国家医保局、财政部、国家卫健委	持续推进
深化医保支付方式改革	国家医保局、国家卫生健康委、财政部	持续推进
加快建立符合行业特点的薪酬制度	社会保障部、国家卫健委、财政部	持续推进

数据来源: 国务院办公厅 上海证券研究所

2.4.3 安徽江苏率先试点高耗带量采购

安徽省、江苏省已经开展对部分高值耗材的集中带量采购, 平均降幅从 15% 到 55% 不等, 最高下降 95%。从品种来看, 两省带量采购的高值耗材均是采购金额较大、临床使用较多、竞争性较强的品种。随后, 山东、浙江和新疆省也陆续发布政策, 推动省内高值耗材带量采购。

此外, 南京等三地 86 家医院联合进行了普通耗材的带量采购, 平均降幅超过 70%。由此, 各类耗材陆续大幅降价的序幕已经拉开。

安徽首批品种集中于骨科植入和人工晶体, 最大降幅 95%: 安

徽省采取的手段是建立以临床需求为导向的“组套分组法”，将骨科植入（脊柱）类具体组套分为胸腰椎后路钉棒、胸腰椎间融合装置等6组，眼科（人工晶体）类具体按照球面、非球面、多焦分组，实现可竞争、可比价的价格形成体系。明确参加采购的耗材用量，分别占2018年度省属公立医疗机构骨科植入类和眼科类高值医用耗材采购量70%、90%的产品。

表 17 安徽省具体政策

政策名	发布部门	具体内容
《安徽省省属公立医疗机构高值医用耗材集中带量采购谈判议价（试点）实施方案》	安徽省医保局、安徽省卫健委、安徽省财政厅、安徽省药监局	1) 明确带量采购的耗材 ：分别占2018年度省属公立医疗机构骨科植入（脊柱）类和眼科（人工晶体）类高值医用耗材采购量70%、90%的产品；2) 明确谈判参考价格 ：参考2016年以来全国省级中标价或挂网限价的最低价，省属公立医疗机构2018年度实际采购价的中位数价、均价、最低价及“两票制”的第一票价格；3) 明确采购使用方案 ：按谈判议价的采购量，省属公立医疗机构与供货企业签订带量购销合同，确保1年内完成采购量。优先采购使用谈判成功产品，采购使用量不得低于2018年度该产品的80%；4) 明确货款结算期限 ：省属公立医疗机构作为货款结算第一责任人，应按合同约定在90天内支付货款
《关于执行安徽省省属公立医疗机构高值医用耗材集中带量采购谈判议价结果的通知》	安徽省医保局、安徽省卫健委	1) 宣布完成了高值医用耗材集中带量采购谈判议价工作，并于2019年8月16日起执行带量采购，原则上采购周期为一年；2) 公布安徽省省属公立医院带量采购谈判成功产品目录

数据来源：安徽省医药集中采购平台 上海证券研究所

8月14日，安徽完成高值医用耗材集中带量采购谈判议价工作。其中，骨科植入（脊柱）类共涉及11家企业，眼科（人工晶体）类共涉及4家企业。入选品种中，骨科脊柱类材料国产品类平均降价55.9%，进口品类平均降价40.5%，总体平均降价53.4%，单个组件最大降幅95%；人工晶体国产品类平均降价18.1%，进口品类平均降价20.9%，总体平均降价20.5%。按2019年上半年安徽省骨科脊柱类和人工晶体类产品网上采购额测算，预计谈判议价后，两类产品年节约资金分别为3.7亿元和0.29亿元。

表 18 安徽省省属公立医院带量采购谈判成功产品目录

组套名称	投标企业	产地
骨科植入（脊柱）类		
胸腰椎后路钉棒	北京市富乐科技开发有限公司、常州市康辉医疗器械有限公司、大博医疗科技股份有限公司、山东威高骨科材料股份有限公司、上海锐植医疗器械有限公司、北京理贝尔生物工程研究所有限公司	国产
	捷迈（上海）医疗国际贸易有限公司	进口
椎体成形装置（不含骨水泥）	苏州爱得科技发展股份有限公司、创生医疗器械（中国）有限公司	国产

颈椎前路固定融合装置	北京富乐科技开发有限公司、山东威高骨科材料股份有限公司	国产
颈椎后路固定融合装置	北京富乐科技开发有限公司、山东威高骨科材料股份有限公司	国产
胸腰椎间融合装置	美敦力(上海)管理有限公司、捷迈(上海)医疗国际贸易有限公司	进口
	山东威高骨科材料股份有限公司	国产
椎间孔镜射频刀头	山东冠龙医疗用品有限公司	国产
眼科(人工晶体)类		
一片式非球面人工晶体	爱博诺德(北京)医疗科技有限公司	国产
	博士伦(上海)贸易有限公司	进口
一片式球面人工晶体	博士伦(上海)贸易有限公司	进口
折叠式人工晶体	深圳市新产业眼科新科技有限公司	国产
微切口非球面人工晶体	深圳市新产业眼科新科技有限公司	国产
可调节人工晶体	深圳市新产业眼科新科技有限公司	国产
微切口非球面多焦人工晶体	深圳市新产业眼科新科技有限公司	国产
三片式球面折叠人工晶体	眼力健(上海)医疗器械贸易有限公司	进口

数据来源:安徽省医药集中采购服务中心 上海证券研究所

江苏眼科、骨科、血管介入类高值耗材集采平均降幅达到 27%、74%和 47%:江苏 55 家三级公立医疗机构组成联盟,以去年采购量的 70%,对 6 个心脏血管支架品种、25 个双腔起搏器品种开展带量采购,周期为 10 月 1 日起的一年。从结果看,中选厂家的雷帕霉素及其衍生物支架价格平均降幅为 51.01%,最高降幅 66.07%;起搏器平均降幅 15.86%,最高降幅 38.13%。

表 19 江苏省具体政策

政策名	发布部门	具体内容
《关于推进医用耗材阳光采购的实施意见(试行)》	江苏省医保局	1) 将医用耗材分为四类: 公立医疗机构使用的血管介入、非血管介入、神经外科、起搏器、电生理、眼科等六大类高值医用耗材(以下简称“六大类”),骨科、普外科、心胸外科、体外循环及血液净化、口腔科等五大类高值医用耗材(以下简称“五大类”),应用新技术医用耗材、低值医用耗材等四类;2) 针对不同类别耗材,确定三类采购方式: 对临床用量大、采购金额高、使用范围广且竞争性强的部分高值医用耗材,组成全省采购联盟,实施联盟带量或集体谈判采购,促进实质性降价;对采购金额高、临床必需且竞争不充分的高值医用耗材,建立公开透明、多方参与的医保准入谈判或价格谈判机制,促进医用耗材降价;对临床用量大、采购金额高、竞争性强的低值医用耗材和检验检测试剂中的部分品种,由省、市组成采购联盟,实施带量采购
《江苏省公立医疗机构部分高值医用耗材组团联盟集中采购方案》	江苏省医保局	1) 确定采购品种: 血管介入类等高值医用耗材品种;2) 确定参加企业: 涉及此次采购品种的、2014 年以来江苏省高值医用耗材集中采购(含备案采购)省级入围的生产企业均须参加;3) 确定采购数量: 按省阳光采购联盟部分成员单位年度(2018 年 7 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日)所选品种总采购量的 70%估算采购总量,进行联盟采购、量价挂钩、以量换价;4) 确定回款期限: 公立医疗机构作为货款结算第一责任人,应按合同约定与生产企业结算货款,时间不得超过 30 天
《江苏省公立医疗机构	阳光采购联盟	1) 确定具体种类: 本次组团联盟集中采购品种为雷帕霉素及其衍生物支架和双

医用耗材组团联盟集中采购谈判结果的公示》	办公室	腔起搏器；2) 确定具体数量 ：由省阳光采购联盟组织 55 家成员单位,以上年度(2018 年 7 月 1 日至 2019 年 6 月 30 日)总采购量的 70%估算本次组团联盟采购总量；3) 确定采购周期 ：采购周期为 1 年,2019 年 10 月执行采购结果
----------------------	-----	---

数据来源：江苏省医疗保障局官网 上海证券研究所

10 月 15 日，江苏省医保局发布《关于江苏省第二轮公立医疗机构医用耗材组团联盟集中采购谈判结果的公示》。此次集采涉及 107 家成员单位，医疗机构数量上较第一轮集采明显增加；集采的品种为眼科人工晶体类、血管介入球囊类、骨科人工髋关节类高值医用耗材，以上年度成员单位总采购量的 70%估算本次组团联盟采购总量，采购周期为 1 年，2020 年 1 月正式执行。

表 20 人工晶体、冠脉球囊和人工髋关节的组团联盟集中采购谈判结果

产品名称	投标企业	产地
人工晶体-1 组		
折叠式丙烯酸人工晶状体	眼力健(上海)医疗器械贸易有限公司	进口
预装式非球面后房人工晶状体	宁波健美士医疗器械有限公司	进口
人工晶状体	卡尔蔡司(上海)管理有限公司	进口
预装式非球面后房人工晶状体	宁波健美士医疗器械有限公司	进口
非球面蓝光滤过型疏水性丙烯酸酯折叠晶体	爱尔康(中国)眼科产品有限公司	进口
折叠式后房丙烯酸人工晶状体 (商品名: Tecnis)	眼力健(上海)医疗器械贸易有限公司	进口
人工晶体-2 组		
单件式多焦人工晶状体 (商品名 TECNIS)	眼力健(上海)医疗器械贸易有限公司	进口
人工晶状体	卡尔蔡司(上海)管理有限公司	进口
非球面阶梯渐进衍射型蓝光滤过多焦丙烯酸酯折叠晶体	爱尔康(中国)眼科产品有限公司	进口
人工晶体-3 组		
人工晶状体	珠海市祥乐医疗器械有限公司	进口
人工晶状体	卡尔蔡司(上海)管理有限公司	进口
人工晶状体	卡尔蔡司(上海)管理有限公司	进口
预装式人工晶体	宁波健美士医疗器械有限公司	进口
预装式人工晶状体	宁波健美士医疗器械有限公司	进口
人工晶状体	博士伦(上海)贸易有限公司	进口
肝素表面处理亲水性丙烯酸人工晶状体 (商品名: HexaVision)	珠海市祥乐医疗器械有限公司	进口
血管介入球囊-1 组		
快速交换 PTCA 球囊扩张导管	贝朗医疗(上海)国际贸易有限公司	进口
冠状动脉球囊扩张导管(商品名:MINI TREK)	雅培医疗器械贸易(上海)有限公司	进口
PTCA 扩张导管商品名: Maverick2)	波科国际医疗贸易(上海)有限公司	进口
血管介入球囊-2 组		
PTCA 球囊扩张导管	上海微创医疗器械(集团)有限公司	国产
球囊扩张导管	辽宁垠艺生物科技股份有限公司	国产
血管介入球囊-3 组		

冠状动脉球囊扩张导管(商品名:NC TREK RX)	雅培医疗器械贸易(上海)有限公司	进口
PTCA 扩张导管(商品名:Quantum Marverick Monorail)	波科国际医疗贸易(上海)有限公司	进口
快速交换球囊扩张导管(商品名: NC Sprinter)	美敦力(上海)管理有限公司	进口
初次置换人工髋关节-1 组		
涉及江苏省平台各地市中标初次置换全髋关节:股骨柄、髌臼杯、股骨头、内衬相关品种	施乐辉外科植入物(北京)有限公司	国产
	北京爱康宜诚医疗器材有限公司	国产
初次置换人工髋关节-2 组		
涉及江苏省平台各地市中标初次置换全髋关节:股骨柄、髌臼杯、股骨头、内衬相关品种	联贸医疗用品技术(上海)有限公司	进口
	贝朗医疗(上海)国际贸易有限公司	进口
初次置换人工髋关节-3 组		
涉及江苏省平台各地市中标初次置换全髋关节:股骨柄、髌臼杯、股骨头、内衬相关品种	北京威联德骨科技术有限公司	进口
	施乐辉医用产品国际贸易(上海)有限公司	进口
	强生(上海)医疗器材有限公司	进口

数据来源: 江苏省医保局 上海证券研究所

从谈判结果来看, 眼科人工晶体类、血管介入球囊类、骨科人工髋关节类价格平均降幅分别为 26.89%、74.37%和 47.20%。从中标企业类型来看, 本次拟参与谈判的耗材企业共 33 家, 最终 18 家中标, 其中眼科人工晶体类 3 组中标产品均为进口品牌; 血管介入球囊类仅第 2 组 2 个产品为国产品牌, 第 1、3 组 6 个中标产品均为进口品牌; 骨科人工髋关节类仅第 1 组 2 个产品为国产品牌, 第 2、3 组 5 个中标产品均为进口品牌。

尽管医用耗材非标化程度较高, 但目前情况来看, 带量采购依然能够换来较大的降幅, 尤其是国产化程度较高的品种。在全国层面, 根据《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》(以下简称《推广三明经验的通知》), **2020 年 9 月底前, 综合医改试点省份要率先进行探索高值耗材的带量采购。**未来随着医用耗材全国带量采购的推进, 耗材及医疗器械行业集中度进一步提升。降价对企业业绩短期构成压制, 但从长远来看, 最终仍然是行业规范化、集中化趋势加强, 头部企业受益。

2.4.4 提高医疗服务支付

根据医保局的公开信息, 在医疗服务价格改革管理工作中, 重点提高诊疗、手术、康复、护理、中医等体现技术劳务价值的医疗服务价格, 降低偏高的检查检验和大型设备治疗价格, 支持短板学科发展, 支持公立医疗机构在医疗费用增长率不上升的前提下, 提高服务性收入占比。“十三五”期间, 各省份上调价格的技术价值类医疗服务项目数量已经超过半数。与“十二五”末

相比，各省份诊疗类医疗服务涨幅 20%-100% 不等；手术类医疗服务涨幅 40%-150% 不等；护理类医疗服务涨幅 50%-200% 不等；中医医疗服务涨幅 20%-60% 不等。

根据国务院《推广三明经验的通知》，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）占医疗收入的比例达到 42%。根据《2018 年中国卫生健康统计年鉴》数据，2017 年公立医院医疗服务收入占医疗收入的比例为 20.19%，其中三级医院为 19.46%，二级医院为 21.69%。

《通知》显示，未来将分三个阶段调整医疗服务价格：

第一阶段：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。

第二阶段：2020 年，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。

第三阶段：2020~2022 年，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。

腾笼换鸟是医保支出优化的重要目的之一，医保并非要压缩支出，而是优化支出，引导就医行为合理分布，医疗服务理性供给，以及引导医疗资源合理分配、合理利用，提高使用效益。

三、重点子行业分析

3.1 医药工业：看创新药产业链及高壁垒仿制药

近年伴随政策的不断推进，我国医药行业目前处于从仿制药向创新研发的转型阶段：1) 受带量采购、医保控费等影响，一般仿制药企业面临较大的价格压力，利润空间被严重压缩，因此行业集中度将进一步提高，洗牌仍将持续，倒逼企业做出转型选择；2) 随着医保目录调整的动态化以及新药审评速度的加快，我国正在逐步建设适合创新药研发的生态环境，为本土医药企业的转型和发展奠定基础。

创新药方面，除审批速度加快上市以及医保谈判助力放量外，资本方面，港交所和科创板的发展也对创新药企业的发展有重大利好。允许未盈利医药公司上市规则的推出，有望为优质创新企业提供较便捷的融资渠道，加速药械企业的创新发展，从而驱动我国医

药产业快速成长。同时，这也将使一级市场资本的退出途径更为便捷和丰富，从而激发资本市场对于优质创新药械企业的投资热情，进一步推动我国医药产业的升级发展。

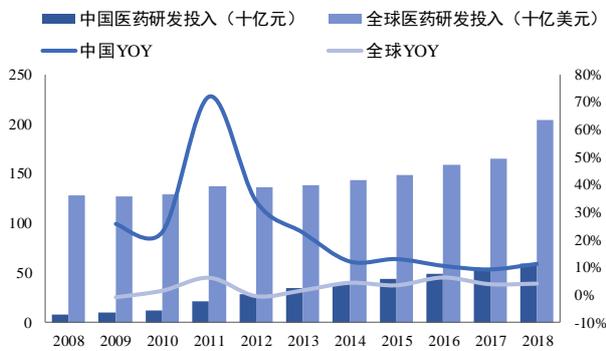
表 21 港交所和科创板助力创新型医药企业获得资本支持

	具体内容	已上市的医药企业
港交所	香港交易及结算有限公司发布了《新兴及创新产业公司上市制度》，意味着港交所正式接受尚未盈利的生物科技公司、双重股权结构公司、在海外上市的创新产业企业赴港上市申请，对符合条件的、产品尚处在研发阶段的生物科技公司给予资本支持，助力企业发展创新产品研发，并实现产业化生产	君实生物、百济神州、信达生物、基石药业、歌礼制药、华领医药、康希诺生物、迈博药业
科创板	科创板允许未盈利公司申请，并借鉴了纳斯达克和港交所等成熟市场的经验，推出多层次的上市标准，强调以市值、财务指标和科技研发为核心的上市条件，其重研发轻盈利的标准将对优质创新医药企业的上市构成重大利好，为该类科技创新企业提供较为便捷的融资平台，支持医药产业的升级发展	南微医学、微芯生物、美迪西、心脉医疗、华熙生物、昊海生科、博瑞医药、赛诺医疗

数据来源：上海证券研究所

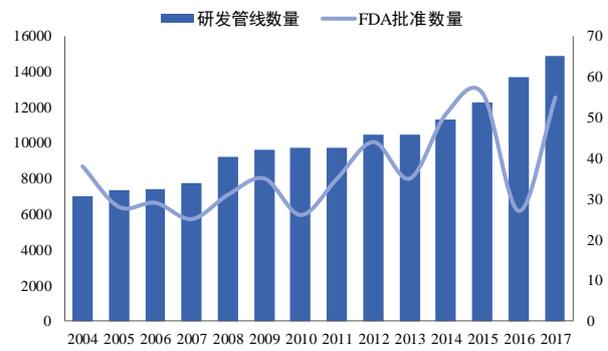
医药外包服务方面，全球和国内创新药繁荣的现状将带动研发服务外包产业链的发展。医药外包服务公司的人员成本比大型药企低 20-30%，能够节省约 1/3-1/4 的研发时间。此外，全球研发费用的增长也有助于带动外包市场规模快速提升。

图 14 全球研发投入力度持续加大



数据来源：统计局 EvaluatePharma 上海证券研究所

图 15 全球研发管线数量保持增长



数据来源：Pharmprojects 上海证券研究所

根据 Frost & Sullivan 预测，到 2023 年全球医药外包市场规模将达到 952 亿美元，年复合增速约为 10.5%。而我国医药外包行业预计到 2023 年行业规模将达到 214 亿美元，年复合增长率约为 29.6%。

除研发投入快速提升外，我国医药外包行业发展较快的原因还包括国外临床研发逐步向国内转移以及国内药品、注射剂一致性评价的持续推进等。在该领域中，建议关注布局全产业链具备较强业

务协同性的龙头企业，以及在单个领域中具备较强技术实力的细分龙头企业。

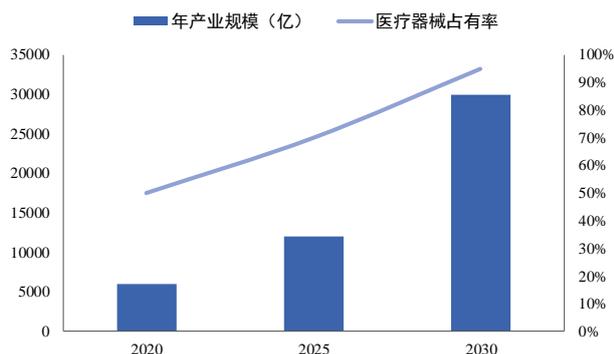
仿制药方面，需寻找具备成本优势以及技术壁垒的多品种龙头企业。面对仿制药市场新形势，虽然转型创新是最优解，但研发创新药也意味着高投入和高风险，且需要相应的时间积累，并非适用于所有药企。借鉴海外市场经验，转型创新是一条主流的途径，但并不是唯一，仿制药市场中仍存在机会。高品质仿制药（市场需求未被有效满足、具有临床价值、有明确疗效）及对应具有规模优势的生产企业的市场价值未来将逐渐被认知，这应该成为另一个长期关注的方向。

3.2 医疗器械：进口替代和创新两条主线

对于医疗器械领域，降价和规范是未来一个阶段的主旋律。两票制甚至一票制、带量采购降价、零加成这些在药品领域已经行之有效的政策措施正在往器械领域复制，市场份额快速集中、龙头强者恒强的局面同样会重演。

伴随分级诊疗的逐步落地以及社会办医的持续推进，我国基层医疗市场的医疗器械需求快速释放，未来一段时间内将成为国产医疗器械的重要增量市场。根据《中国制造 2025》提出的目标来看，到 2030 年，我国县级医院的国产中高端器械市占率将达到 95%，大幅提高国产器械比例。

图 16 《中国制造 2025》提升国产医疗器械市占率



数据来源：国务院 上海证券研究所

图 17 医疗器械优先审评和特别审评批准情况

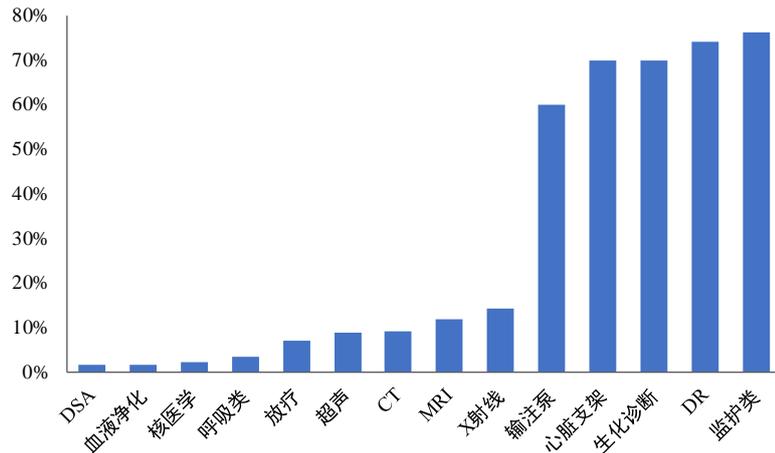


数据来源：动脉网 CMDE 上海证券研究所

为打破进口企业的垄断地位，提升我国中高端医疗器械的创新研发能力，近年我国密集出台政策支持医疗器械的优先审评、特别审批，提出将符合国家重点专项、临床急需等的产品纳入优先审批的通道，并为具有显著临床应用价值的医疗器械设置特别审批通道，国产替代将有望进一步推进。

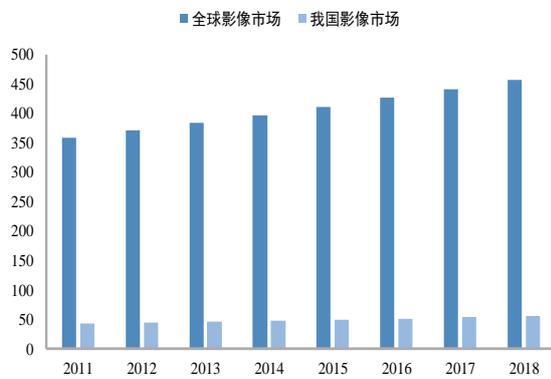
从已经试点了高值耗材带量采购的区域情况看，仍然是龙头企业的份额得到强化以及进口替代。而对于大型设备、具有技术壁垒的细分赛道，例如影像、分子诊断等，具备创新研发能力和较高市场地位的细分龙头企业将有望同时受益于行业整合以及市场扩张，业绩具备较高成长性。

图 18 部分领域国产器械已基本实现进口替代



数据来源：健康界 上海证券研究所

图 19 医学影像市场规模增长情况



数据来源：EvaluateMedTech 上海证券研究所

图 20 医学影像的重点关注细分领域

高端 路线	<ul style="list-style-type: none"> 少数有竞争实力的企业，可以参与到高端产品的竞争中，如MRI、CT和高端彩超等 在技术上不断追赶海外企业，进口替代前景好
中低端 路线	<ul style="list-style-type: none"> 绝大多数企业仍主攻中低端产品，如中低端的CT、彩超、DR设备等，布局中低端市场 仍可受益于基层医院扩张及社会办医的兴起 便携式产品受益于在非影像专科的普通临床科室越来越广泛的使用

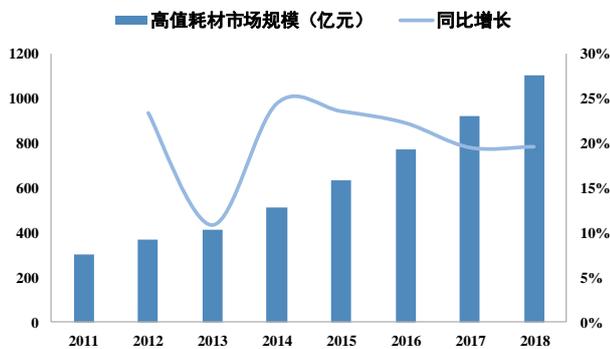
数据来源：上海证券研究所

图 21 体外诊断的重点关注细分领域

化学发光	<ul style="list-style-type: none"> • 是未来免疫诊断的主流技术，具有灵敏度高、准确率高等特点，近年来份额上升快，行业增速快 • 进口替代前景好 • 国内厂家将以中低端市场为突破口
分子诊断	<ul style="list-style-type: none"> • 目前市场规模小，不到100亿，未来随新技术突破、应用领域扩大，市场规模可达千亿以上，缺口巨大 • 可重点关注肿瘤检测、伴随诊断等领域，受益于个体化治疗、靶向创新药物的发展
POCT	<ul style="list-style-type: none"> • 起步阶段，目前市场规模小，50亿左右 • 技术上从定性向定量发展，应用场景广泛，市场空间大 • 可重点关注心肌标记物、凝血、血气等急诊检测项目以及慢病领域

数据来源：上海证券研究所

图 22 高值耗材市场规模增长情况



数据来源：《中国医疗器械行业发展报告》 上海证券研究所

图 23 高值耗材的重点细分领域

心血管 高值耗材	<ul style="list-style-type: none"> • 心血管支架已经完成进口替代，技术水平不低於国际水平，几大龙头的市场份额基本保持稳定。未来的突破口在于新技术，如可降解支架，寻找更好的可降解材料 • 左心耳封堵器开启房颤治疗全新领域，研发进度与国外接近，各大厂商角逐 • 多腔起搏器、电生理器械，目前仍以进口为主，有望重复心血管支架的进口替代之路
骨科 高值耗材	<ul style="list-style-type: none"> • 脊柱类产品：国产比例高于50%，由于技术壁垒不算太高，越来越多的市场份额会被国产公司占领，脊柱类将是进口替代的主战场。 • 关节类产品：进口替代率最低的子行业，国产比例小于50%，膝关节国产比例小于30%，关节类产品进口替代的潜力巨大。 • 3D打印

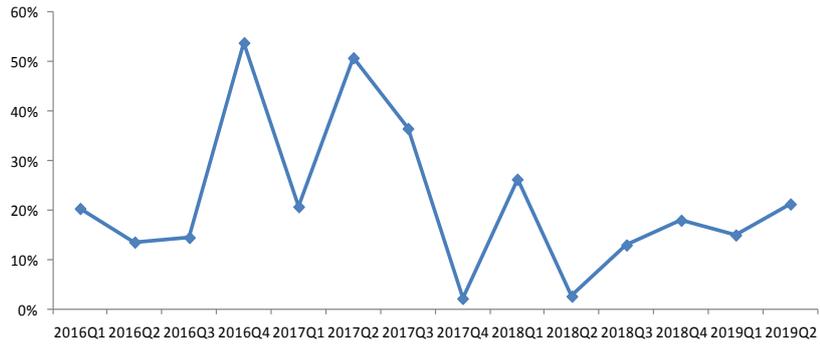
数据来源：上海证券研究所

3.3 医药流通行业再迎一票制挑战

3.3.1 两票制全面执行负面影响基本消化

“两票制”全面实施的时间节点集中在 2017 年下半年至 2018 年上半年，我们对代表性的、医药批发业务收入占比较高的上市公司统计单季度营业收入后发现，收入同比增速自 2018Q3 起逐步复苏。随着医药批发龙头企业逐步消化“两票制”全面执行带来的负面影响，有望享受行业集中度水平提升带来的政策红利，收入端保持较快增速。

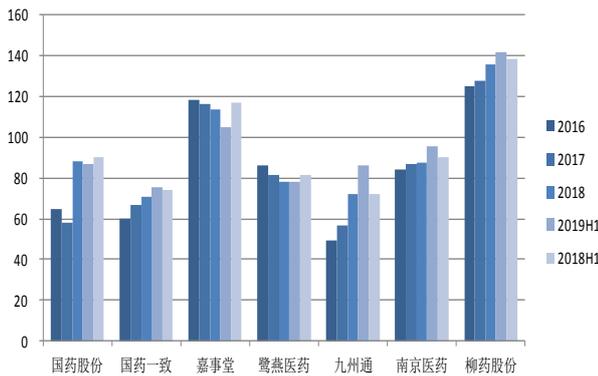
图 24 部分医药流通上市公司 2016-2019Q2 营业收入同比增速



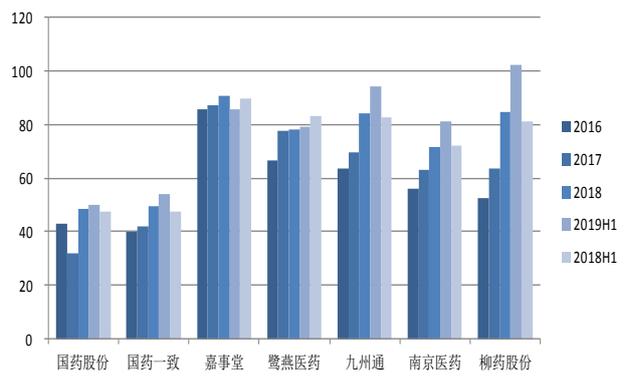
数据来源: Wind 上市公司定期公告 上海证券研究所

随着两票制政策影响逐步消化, 商业公司纯销业务占比将趋于平稳, 净营运周期也将趋于稳定。

图 25 2016-2019H1 部分医药流通上市公司应收账款周转天数变化 图 26 2016-2019H1 部分医药流通上市公司净营运周期变化

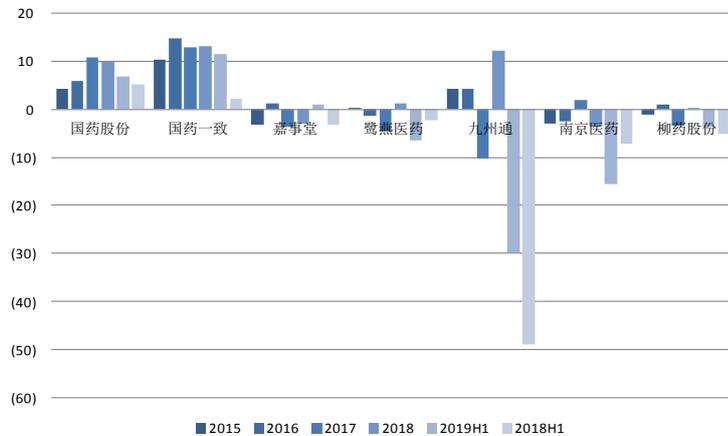


数据来源: Wind 上市公司定期公告 上海证券研究所



数据来源: Wind 上市公司定期公告 上海证券研究所

图 27 部分医药批发上市公司 2015-2019Q2 经营性现金流量净额变化



数据来源: Wind 上市公司定期公告 上海证券研究所

3.3.2 流通领域再迎一票制挑战

根据国务院《推广三明经验的通知》，2020年综合医改试点省份要率先推进由医保直接与药品生产或流通企业结算货款。两票制尚未走远，一票制接踵而来。

一票制模式下，生产企业变成了“整体服务提供商”。随着医保资金结算的加快，商业公司资金垫付的功能逐渐减弱，更多地提供物流的功能。另一方面，集采品种大幅降价之后，留给中间环节的利润也极度压缩，商业公司的生存空间也真正地减少。随着集采品种的扩围和全国实施，商业公司在两票制下暂时寻觅到的转圜余地，可能难保，将再次面临新一轮冲击。

3.3.3 明年将是零售业态分化的起点

零售业务板块在资本助力、连锁扩张及集中度提升的产业大环境下，加上龙头自身在品类开发、精细化管理等方面的优势，业绩近年保持快速增长。

受带量采购的影响，未中选品种未来在医院市场的销售面临极大的挑战，降价不可避免。流向院外市场，通过终端拦截实现销售或是一个突破方式。这对连锁药店来讲，一方面将极大丰富药品品类结构，带来关联销售机会，也有助于提升坪效、带来促销费用等其他收入的提升，这或许能为零售连锁提供新的业务增量。

此外，根据《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，到2020年，全国大部分省市零售药店将被分类分级管理，明年单体和小连锁退出的速度会加快，连锁龙头的优势将更加强化。

但药店也面临挑战。医保有把零售药店纳入集采范围的趋势，山东、浙江、上海都相继出台药店医保药品集采相关政策，广东有关政策正在征求意见。在医保药店，集采品种的价格、加价空间都会被严格限制，因此对于需要以药品差价获利而生存的药店，集采产品无法达成盈利目的，仅仅是一个配货流量的角色。同时部分地区严格规定医保门店不允许销售非药品，医保资格的含金量正在降低。还有一个关键点是，零售与医院渠道价格拉平之后，有利于药店人流回升的同时，这些流量能否转换成效益以及能转换成多大的效益，可能结果难以令人满意。

因此，我们认为，2020年对药品零售业而言，将是业态分化的起点。在分级分类管理的大趋势下，零售药店将主动或被动地作出选择，是突出专业化，提供真正意义上的药事服务，并进而进行

会员大数据的挖掘和围绕专业化进行服务的衍伸，还是多元化，变成大健康产品店。

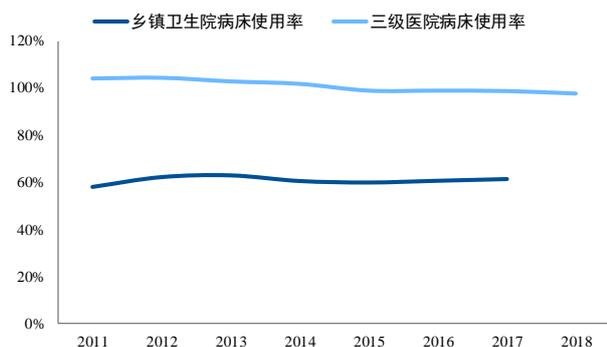
总之，在商业迎来一票制、带量采购扩围降价、零售分级分类管理和纳入集采等政策组合影响下，商业流通在 2020 年整体会面临更多的挑战，零售，尤其是批零一体化、DTP 有一定业务积累的公司会相对好过一些。

3.4 医疗服务：供需持续紧缺 长期看好

由于政策对多点执业和社会资本办医的松绑，以医生集团为代表的民营医疗的发展在最近几年格外繁荣。但这并不代表医疗资源紧缺的现状有所缓解，实际上绝大部分医生集团的医生来源于公立医院中高端人才，优质的医疗资源在未来很长一段时间都将是持续紧缺、供需失衡、分布不均的状态。

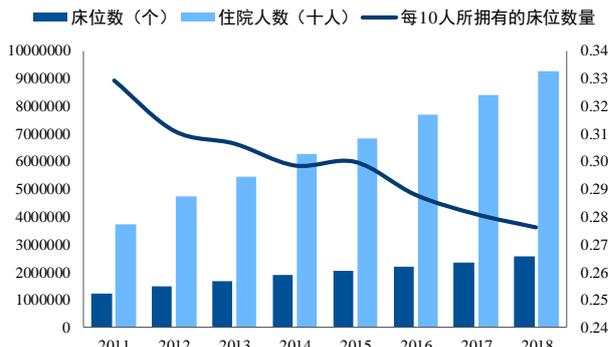
根据卫健委数据，我国三级医院的病床使用率已基本饱和，在推进分级诊疗之前甚至达到了 104%，然而我国乡镇卫生院的病床使用率仅保持在 60% 左右，医疗资源分布仍然处于不均衡的状态。此外，我国三级医院每 10 人拥有的床位数近年一直呈现下降的态势，主要是由于住院人数增速显著高于床位数量增速，反映出我国三级医院资源的供给将逐渐难以满足医疗需求的快速提升，优质医疗资源较为稀缺。

图 28 我国医疗资源使用不均衡



数据来源：卫计委 统计局 上海证券研究所

图 29 临床医疗需求增速高于三级医院床位增长



数据来源：卫计委 上海证券研究所

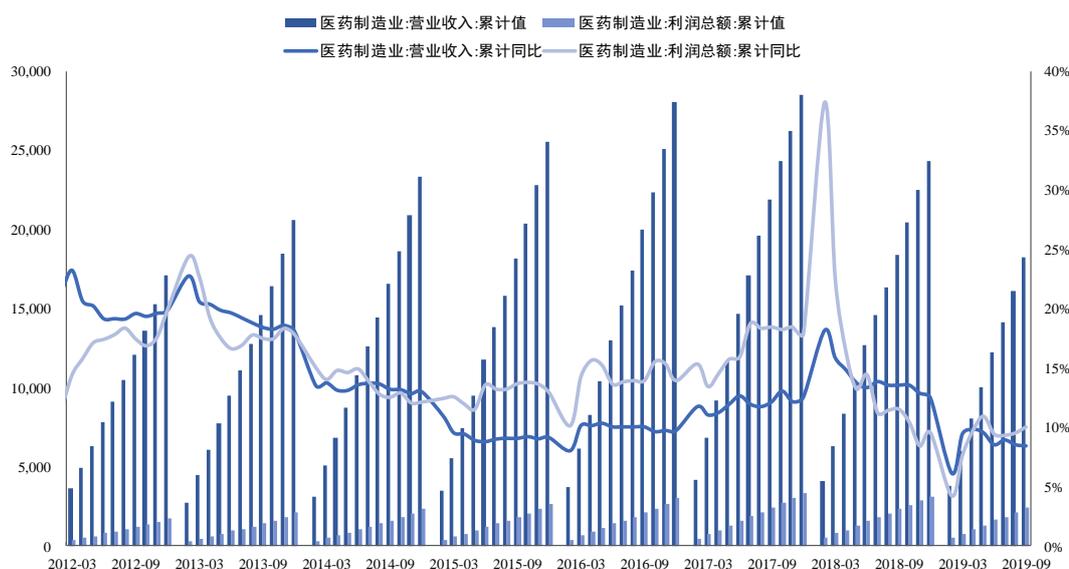
医保正在提高医生服务性支付标准，公立医院服务的提价将削弱其相对民营医疗机构的价格优势，事实上部分公立医院特需挂号费与医生集团的挂号费基本相当，然而就医体验并没有跟上。因此在刚需及价格敏感度低的领域（眼科、口腔、儿科、生殖等），民营医疗有充分的发展空间。重点关注已经有较长时间积累、逐步进入回报期、绑定优质医生资源丰富的公司。

四、医药制造业保持稳健增长

根据国家统计局数据,医药制造业2019年1-9月实现主营业务收入18,184.2亿元,同比增长8.40%;实现利润总额2,390.3亿元,同比增长10.0%,同期医药上市公司收入增速、利润增速分别为17.26%、11.06%。分季度来看,医药制造业2018年7-9月实现主营业务收入4,071.4亿元,同比增长5.7%;实现利润总额568.1亿元,同比增长10.0%,Q3单季度利润增速较上半年有所放缓。同期(2019Q3)医药上市公司收入增速、利润增速分别为13.45%、14.76%,高于医药制造业整体。

从费用率情况来看,2019年1-9月,医药制造业主营业务毛利率为43.2%,保持提升态势;销售费用率为20.83%;管理费用率为6.08%;财务费用率为0.94%。

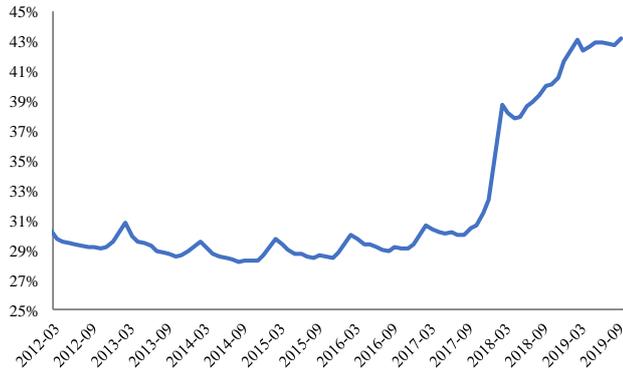
图 30 2012-2019Q3 医药制造业业绩概况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

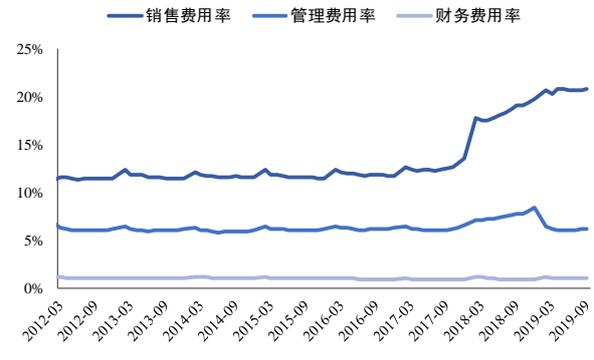
受带量采购、医保控费等多重因素的影响,医药制造业增速下滑至个位数,而未来伴随医保目录调整和带量采购扩品种的影响继续显现,我们认为医药制造业的收入增速和利润增速将长期维持在个位数水平。

图 31 近年来医药制造行业主营业务毛利率变化



数据来源: Wind 国家统计局 上海证券研究所

图 32 近年来医药制造行业期间费用率变化



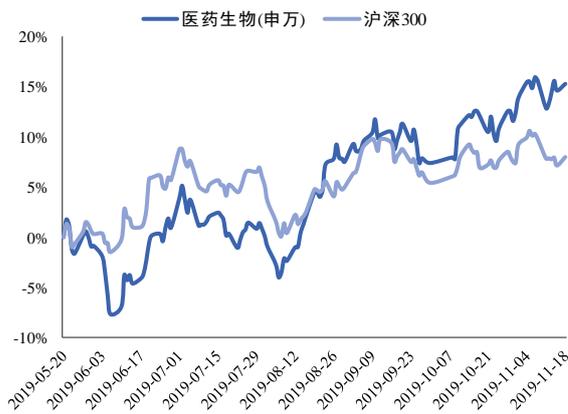
数据来源: Wind 国家统计局 上海证券研究所

五、近期医药板块表现综述

5.1 近六个月医药指数跑赢沪深 300 指数，医疗服务板块表现亮眼

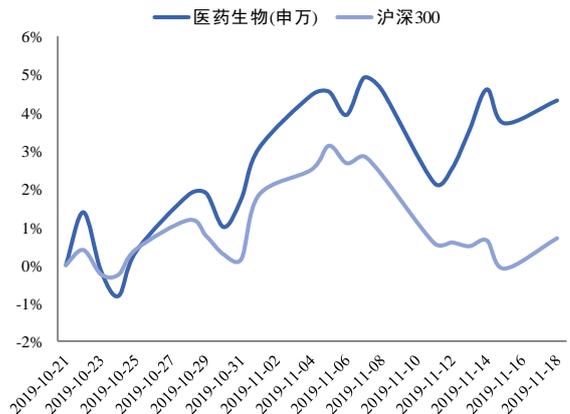
截至 11 月 18 日，以六个月区间统计，医药指数上涨 15.22%，跑赢沪深 300 指数 7.20 个百分点，子板块中，医疗服务板块涨幅最大，上涨 38.64%，中药跌幅最大，下跌 9.06%；以一个月区间统计，医药指数上涨 4.33%，跑赢沪深 300 指数 3.63 个百分点，子板块中涨幅最大的是医疗服务板块，上涨 10.33%，跌幅最大的是医药商业板块，下跌 3.51%。

图 33 近 6 个月医药指数走势图（截至 11 月 18 日）



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 34 最近 1 个月医药指数走势图（截至 11 月 18 日）



数据来源: Wind 上海证券研究所

表 22 近 6 个月、近 1 个月医药各细分板块的市场表现 (截至 11 月 18 日)

子行业	近 6 个月			近 1 个月		
	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300
医药商业	-1.44%	-16.66%	-9.46%	-3.51%	-7.84%	-4.21%
化学制剂	20.63%	5.41%	12.61%	6.47%	2.14%	5.77%
中药	-9.06%	-24.28%	-17.08%	-2.02%	-6.35%	-2.72%
生物制品	21.16%	5.94%	13.14%	3.49%	-0.84%	2.79%
化学原料药	16.66%	1.44%	8.64%	4.01%	-0.32%	3.31%
医疗器械	21.46%	6.24%	13.44%	6.27%	1.94%	5.57%
医疗服务	38.64%	23.42%	30.62%	10.33%	6.00%	9.63%
医药生物	15.22%	N/A	7.20%	4.33%	N/A	3.63%
沪深 300	8.02%	N/A	N/A	0.70%	N/A	N/A

数据来源: Wind 上海证券研究所

5.2 医药板块整体估值处在历史中位水平

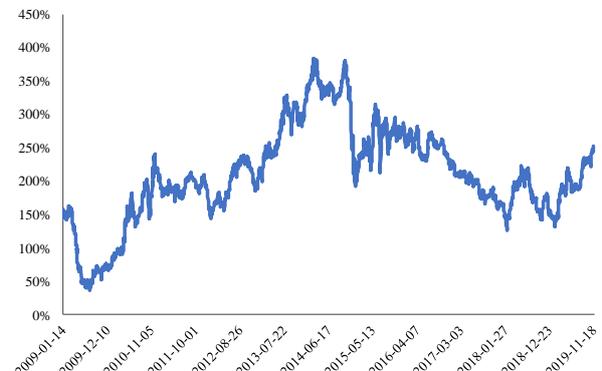
医药板块估值水平近期有所上涨。目前医药板块绝对估值为 41.60 (历史 TTM_整体法), 处于近十年的中位水平, 相对于沪深 300 的估值溢价率为 251.67%, 处于近十年的中位水平。

图 35 医药生物板块近年绝对估值 (历史 TTM_整体法)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 36 医药生物板块近年估值溢价率 (历史 TTM_整体法)



数据来源: Wind 上海证券研究所

各子板块估值分化明显, 医疗服务子板块估值较高, PE 为 137.38。医药商业板块估值较低, PE 为 18.11。

表 23 医药各细分板块的 PE 估值 (TTM_整体法, 剔除负值)

板块名称	PE	溢价率
化学原料药	37.95	220.79%
化学制剂	51.44	334.80%
生物制品	45.84	287.45%
医疗器械	43.22	265.31%
医药商业	18.11	53.06%

中药	28.91	144.39%
医疗服务	137.38	1061.29%
医药生物	41.60	251.67%
沪深 300	11.83	N/A

数据来源: Wind 上海证券研究所 数据截至 11 月 18 日

5.3 医药上市公司 2019 年三季度报数据分析

我们对医药生物板块上市公司 2019 年三季度报进行统计,剔除部分次新股、数据异常个股后,我们对 273 家医药上市公司进行统计,2019 年前三季度收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 17.26%、11.06%、10.04%。一方面,医药行业整体利润增速较上年同期明显放缓,但高景气度的细分行业保持高速增长,如部分特色原料药、医疗服务、CRO、疫苗等;另一方面,恒瑞医药、九州通、迈瑞医疗等龙头企业业绩增长稳健且增速高于行业整体,行业集中度水平持续提升。

分季度来看,医药上市公司 2019Q3 实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别同比增长 13.45%、14.76%、10.45%,同比和环比均有所放缓。

表 24 2013-2019Q3 化学原料药板块财务分析

板块	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3
毛利率	29.47%	31.11%	31.11%	35.41%	38.28%	41.58%	40.90%	41.80%
销售费用率	6.40%	6.89%	6.99%	6.87%	8.16%	11.41%	11.82%	10.81%
管理费用率	10.92%	11.66%	12.89%	12.15%	11.61%	7.22%	6.87%	6.68%
财务费用率	1.49%	1.45%	0.78%	0.51%	2.20%	0.81%	1.16%	0.52%
净利率	8.76%	8.64%	9.25%	11.97%	12.85%	13.32%	16.60%	16.34%

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 25 2013-2019Q3 化学制剂板块财务分析

板块	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3
毛利率	39.58%	42.79%	46.03%	47.35%	51.49%	56.01%	56.87%	55.29%
销售费用率	17.98%	19.69%	20.96%	21.16%	25.33%	31.36%	31.34%	30.50%
管理费用率	9.10%	9.72%	10.66%	10.61%	10.89%	6.36%	6.18%	5.91%
财务费用率	1.05%	1.27%	1.42%	1.12%	1.39%	1.06%	1.11%	1.05%
净利率	10.10%	10.60%	12.34%	12.45%	16.01%	8.71%	11.50%	11.75%

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 26 2013-2019Q3 生物制品板块财务分析

板块	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3
毛利率	46.33%	48.48%	51.79%	55.22%	54.99%	53.44%	54.35%	53.54%
销售费用率	17.47%	18.13%	19.62%	21.13%	24.35%	25.79%	24.62%	24.43%

管理费用率	12.23%	13.04%	13.83%	14.24%	11.97%	6.97%	6.40%	6.71%
财务费用率	1.56%	1.83%	2.03%	2.41%	2.13%	1.72%	1.48%	1.77%
净利率	19.01%	19.41%	19.17%	22.11%	20.93%	13.37%	17.85%	14.81%

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 27 2013-2019Q3 医疗服务板块财务分析

板块	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3
毛利率	40.77%	38.31%	38.33%	38.26%	38.28%	36.81%	38.24%	38.35%
销售费用率	10.64%	7.46%	8.06%	7.43%	7.08%	6.46%	6.63%	6.49%
管理费用率	9.15%	6.86%	6.06%	6.32%	6.50%	5.47%	4.90%	5.66%
财务费用率	0.45%	0.49%	0.46%	0.42%	1.02%	1.79%	1.25%	1.14%
净利率	9.23%	10.82%	12.50%	15.62%	11.90%	9.54%	13.68%	13.73%

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 28 2013-2019Q3 医疗器械板块财务分析

板块	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3
毛利率	44.74%	47.37%	48.08%	49.78%	51.24%	51.88%	52.88%	51.85%
销售费用率	13.96%	15.47%	15.85%	16.34%	16.87%	17.75%	17.29%	16.93%
管理费用率	12.22%	14.37%	14.92%	14.60%	13.68%	7.43%	7.09%	7.32%
财务费用率	0.06%	0.52%	-0.01%	0.09%	1.28%	0.56%	0.45%	0.35%
净利率	15.82%	16.00%	14.88%	16.26%	16.89%	17.24%	18.88%	18.54%

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 29 2013-2019Q3 医药商业板块财务分析

板块	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3
毛利率	12.22%	11.81%	11.74%	11.95%	12.62%	13.74%	13.39%	13.61%
销售费用率	5.29%	5.05%	4.86%	5.10%	5.45%	6.36%	6.14%	6.19%
管理费用率	2.91%	2.75%	2.76%	2.57%	2.50%	2.40%	2.28%	2.31%
财务费用率	0.72%	0.74%	0.70%	0.58%	0.66%	0.89%	0.97%	0.88%
净利率	2.79%	2.61%	2.73%	2.89%	3.34%	3.00%	2.98%	3.24%

数据来源: Wind 上海证券研究所

表 30 2013-2019Q3 中药板块财务分析

板块	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1-Q3	2018Q1-Q3
毛利率	50.29%	51.06%	51.60%	51.86%	54.38%	51.36%	47.79%	52.01%
销售费用率	27.79%	27.63%	27.73%	27.89%	29.74%	28.88%	26.82%	28.79%
管理费用率	8.02%	7.97%	8.61%	8.77%	8.56%	5.81%	5.33%	5.76%
财务费用率	0.89%	1.05%	0.93%	0.71%	0.66%	0.73%	0.76%	0.74%
净利率	11.77%	12.81%	13.68%	12.86%	12.57%	10.28%	10.37%	13.04%

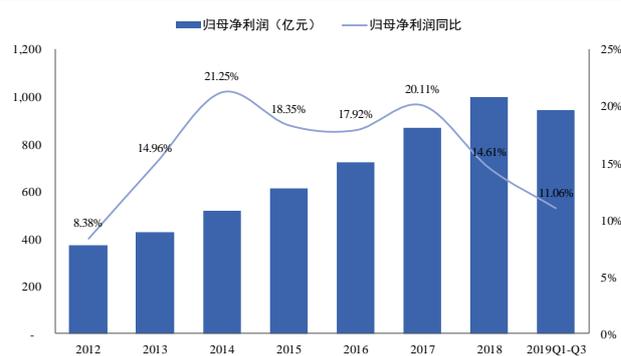
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 37 2012-2019Q3 医药上市公司营业收入概况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 38 2012-2019Q3 医药上市公司归母净利润概况 (亿元)



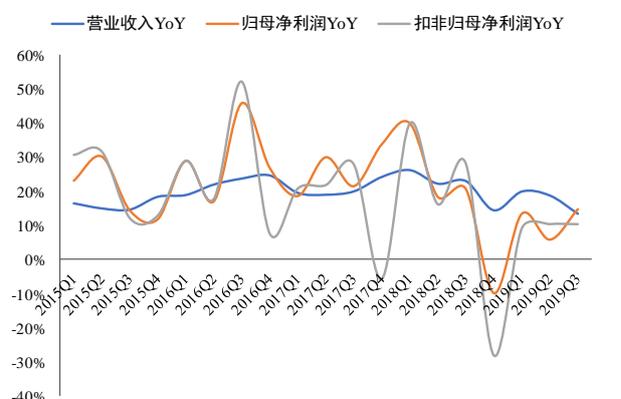
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 39 2012-2019Q1 医药上市公司扣非净利润 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 40 2015-2019Q3 医药上市公司业绩增速 (单季度)



数据来源: Wind 上海证券研究所

六、医药行业评级、策略及重点股票

6.1 维持医药行业“增持”评级

我们对未来一段时期医药行业的增长仍然持乐观态度：1) 国内老龄化加速、医药消费具有刚需性质，医药行业的需求仍然旺盛，人们对优质医疗资源的追求并没有改变，且对高端产品和服务的需求持续增加；2) 医药上市公司 2019 年前三季度维持较快业绩增速，增速高于同期医药制造业整体。医药行业仍然是有确定性增长的行业；3) 审评审批制度改革、仿制药一致性评价、“两票制”和“一票制”、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，创新呈现繁荣景象，产业环境越来越好。

我们继续维持医药行业“增持”评级，建议重点关注药品、生物药及医疗器械领域创新及创新产业链、医疗服务和药品零售等子

板块。

6.2 重点跟踪股票

6.2.1 康龙化成 (300759): 利润增速略超预期, 产能扩张逐步推进

公司作为具备较全面产业链的 CRO 龙头企业之一, 近年受益于全球创新药研发热潮, 业绩增长迅速。2019 年前三季度营业收入、归母净利润分别同比增长 29.0%、46.2%。伴随公司逐步完成一体化研发平台的建设, 业务间的协同作用愈发明显。2019 上半年, 公司药物发现阶段的体内外生物科学 76% 的收入来源于与实验室化学的协同效应, 78% 的 CMC 收入来源于与药物发现服务的协同效应, 未来伴随各学科业务能力的不断加强, 业务之间的引流效应将更加明显, 保障公司业绩成长。此外, 业务拓展方面, 公司于上半年分别完成了对南京思睿和联斯达的合并及持股, 进一步完善公司在国内临床研究服务市场的布局。由于临床业务的复制难度相对较低, 未来随临床业务的整合完成, 有望带动业绩的迅速成长。产能扩建方面, 报告期内公司在建工程达到 1.33 亿元, 同比增长 281.54%, 主要是杭州湾生命科技园二期及天津园区三期工程持续投入所致, 产能的持续扩张提升公司未来的业务承接能力。

风险提示: 行业监管政策变化风险; 医药研发服务行业竞争加剧风险; 科研技术人才流失的风险; 知识产权保护风险等。

表 31 康龙化成预测简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,908.12	3,718.50	4,721.77	5,945.08
年增长率	26.76%	27.87%	26.98%	25.91%
归属于母公司的净利润	339.22	493.41	678.70	892.33
年增长率	46.94%	45.45%	37.55%	31.48%
每股收益 (元)	0.51	0.75	1.03	1.35
PER (X)	107.14	72.85	53.05	40.44

数据来源: Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 11 月 18 日收盘价计算

6.2.2 爱尔眼科 (300015): 营收保持快速增长, 外延并购完善市场布局

公司是国内医疗服务领域的龙头企业, 通过产业并购基金继续以新建或并购方式加快以地级、县级医院为重点的网点布局, 纵向推进省域内分级连锁体系建设, 加大医院网络的辐射区域。目前, 公司体内外医院数已接近 200 家。2019 年 10 月, 公司发布公告,

宣布将以发行股份的方式引入中信产业投资基金，并收购 26 家眼科医院，此次收购将进一步扩大公司的国内眼科市场布局，有利于培养大产业生态。高瓴资本和淡马锡此前已通过股权受让的形式成为爱尔眼科的战略投资人，伴随中信产业投资基金的加入，有望进一步推动公司的全球化发展。此外，公司宣布拟收购东南亚的知名连锁眼科服务机构 ISEC Healthcare Ltd。东南亚是全世界人口最稠密的地区，总人口超过 6.5 亿，市场需求巨大，此次收购将有望助力公司快速布局东南亚市场，完善公司的全球化业务布局。公司作为民营眼科医院的龙头企业，伴随公立医院价格优势的逐渐消除，民营医院的服务优势显现，未来受市场需求提升的驱动以及全球化布局的日益完善，公司业绩将有望持续提升。

风险提示：行业监管政策变化风险；市场拓展不及预期风险；技术人才流失的风险；并购整合不及预期风险等。

表 32 爱尔眼科预测简表

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	8,008.57	10,193.84	12,866.19	16,101.62
年增长率	34.31%	27.29%	26.22%	25.15%
归属于母公司的净利润	1,008.94	1,363.24	1,794.77	2,348.86
年增长率	35.88%	35.12%	31.66%	30.87%
每股收益(元)	0.33	0.44	0.58	0.76
PER (X)	140.01	103.62	78.71	60.14

数据来源：Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 11 月 18 日收盘价计算

6.2.3 健友股份 (603707)：业绩持续快速增长，推进海外制剂业务布局

公司是国内少数同时通过美国 FDA 和欧盟 EDQM 认证的肝素原料药生产企业之一，也是国内唯一同时拥有依诺肝素钠、达肝素钠、那屈肝素钙三种低分子肝素制剂批件的生产企业，2019 年上半年标准肝素原料药业务、低分子肝素制剂业务分别同比增长 31%、59%，业绩保持高速增长的态势。此外，公司申报产品持续获得美国 FDA 上市许可，进而布局高端制剂出口业务，未来 2-3 年国际制剂业务方面将为公司贡献新的利润增量。

风险提示：汇率波动、市场竞争加剧、原料药订单量低于预期、海外市场销售推进缓慢、新产品获批进度不及预期、财务投资者减持风险、国际贸易环境变化等。

表 33 健友股份预测简表

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,700.33	2,440.55	3,274.71	4,185.37
年增长率	52.81%	43.53%	34.18%	27.81%
归属于母公司的净利润	424.55	590.15	777.08	982.62
年增长率	35.11%	39.01%	31.68%	26.45%
每股收益(元)	0.59	0.82	1.08	1.37
PER (X)	70.99	51.07	38.79	30.67

数据来源: Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 11 月 18 日收盘价计算

6.2.4 迈瑞医疗 (300760): 三大板块发展平稳, 升级创新增强实力

公司作为国内医疗器械的龙头企业, 目前已具备良好的市场基础和销售网络。伴随我国医疗器械市场近年的快速成长, 以及行业集中度的进一步提升, 公司将有望突显龙头优势, 迅速抢占市场份额, 提升市占率, 业绩具备明确成长性。此外, 由于公司长期注重创新投入, 每年不断推出创新产品, 满足各层级客户的更新换代及产品普及需求, 2019年上半年, 公司共新增31项医疗器械注册证, 新申请专利259件, 推出了HYPERVISOR X亚重症中央站、腹腔镜气腹机、中高端台式彩超DC-80 X-Insight版、BS-2000M全自动生化分析仪(M2)、CL-6000i M2全自动化学发光免疫分析仪、生化免疫试剂产品等具备成本优势的产品和升级版本, 并于9月发布中国首条全自主检测模块的流水线M6000, 预计明年开始安装。未来伴随产品覆盖面的拓展延伸, 公司业绩将持续增厚。

风险提示: 行业监管政策变化风险; 产品研发风险; 产品价格下降风险; 境外经营及国际政策变动风险; 汇率波动风险; 募集资金投资项目风险等。

表 34 迈瑞医疗预测简表

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13,753.36	16,696.73	20,2030.48	24,363.72
年增长率	23.09%	21.40%	21.00%	20.59%
归属于母公司的净利润	3,719.24	4,629.53	5,670.04	6,911.32
年增长率	43.65%	24.48%	22.48%	21.89%
每股收益(元)	3.06	3.81	4.66	5.68
PER (X)	63.50	51.00	41.70	34.30

数据来源: Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 11 月 18 日收盘价计算

七、风险及不确定因素提示

风险因素包括但不限于：

1) 政策风险：医保基金是医药市场最大的买方力量，医保局组建后新的医保政策、带量采购的执行情况将对行业及公司产生极大影响。

2) 一致性评价进度及后续走向：今年是 289 个口服制剂品种一致性评价的完成年，后续政策走向及执行力度需密切关注。

3) 降价风险：国家试点药品集中采购将对相应品种进行价格谈判、议价及招标，药品或再次走入降价趋势，将对企业利润产生压力。

4) 个股高估值风险：虽然医药行业整体估值目前处于历史中位水平，但部分个股估值较高，存在高估值风险。

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。