

变革中求生存，搏新守旧

——2020 年度医药行业策略报告

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **医药工业增速持续下行，子行业加速分化。**据国家统计局数据，19 年前三季度医药工业收入和净利润同比增速分别为 8.4%和 10.0%，其中收入端较去年下滑约 4 个点，净利润增速企稳。从子行业来看，生物制品和医疗服务延续了 2018 年的高成长态势；商业增速与去年相仿；医疗器械开始承压；中药和化药是控费重灾区，收入和利润增速均大幅下行。
- **创新扑面而来，存量市场几多忧愁。**2018 年下半年伊始，以 PD-1 单抗和若干生物类似物为代表的国产第一批创新药集中上市；同时，“4+7”带量采购试点也已经落实到终端，并在 2019 年开启了新一轮扩面，对仿制药市场已经并将持续产生深刻的影响。过去一年间，创新药和仿制药境遇的反差尤其强烈。从政策端来说：一方面，过去 3 年的药政改革措施给予了创新药全方位的扶持，覆盖“注册-审评-临床-上市-支付”全生命周期；另一方面，通过国家医保目录调整和医保基金支出引导终端合理用药并提高治疗可及性，对存量仿制药市场进行“强干预”，开启了“存量博弈+以价换量”的新时代。
- **2020 年：搏新守旧，高景气 and 确定性至关重要。**展望新的一年，政策压力并未消除，行业增速依然不容乐观，但是行业整体规模在相当长一段时间内仍然稳步增长（国家医保基金支出维持高速增长）；同时，终端用药结构的改变也给国产创新药和治疗性仿制药带来了新的机遇。在整个行业都在回归“刚性治疗需求”本质过程中，创新将成为唯一不变的主旋律。所谓“搏新”，是指在行业转型升级的过程中寻找创新药产业链成长机会，Pipeline 储备深厚的龙头企业和从事创新药研发外包服务的 CRO 都将受益于这种变化趋势；目前来看，创新药产业链仍然处于景气周期；而“守旧”则是指在存量市场中，仍然有不少细分领域存在较强确定性，比如政策免疫的医疗服务和生物制品。

投资建议与投资标的

- 由于行业整体增速较低、各细分领域分化较为严重，结合 2019 年医药行业各细分领域及相关标的的表现，在行业整体估值偏高的背景下，我们认为高景气度和高确定性是 2020 年医药行业投资最重要的关键词。目前来看，创新药产业链和生物制品部分领域兼具以上 2 个特征。
- 其中，创新药产业链包含了医药工业龙头恒瑞医药(600276, 买入)和 CRO(康龙化成(300759, 增持)、药明康德(603259, 增持)、昭衍新药(603127, 增持)；生物制品中以疫苗(康泰生物(300601, 未评级))和生长激素(长春高新(000661, 未评级))最为确定。

风险提示

- 如果带量采购品种扩围和注射剂集采推进过快，将对行业成长有不利影响；
- 如果第一批国产创新药上市销售放量不及预期，将对相关标的业绩产生冲击。

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区	中国
行业	医药生物行业
报告发布日期	2019 年 12 月 01 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	伍云飞
	021-63325888*1818
	wuyunfei@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860518090002
证券分析师	刘恩阳
	010-66218100*828
	liuenyang@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860519040001

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

一、行业运行及市场表现：整体承压，分化中蕴藏机会	5
1.1 医药工业整体增速持续下行，子行业加速分化	5
1.1.1 上市公司：收入端增速快于行业，盈利愈加艰难	6
1.2 股价：医药呈现“小牛市”行情，关键词是确定性	7
二、2019 年—新旧更迭：创新扑面而来，存量市场几多忧愁	9
2.1 改革红利开始兑现，首批创新药值得期待	9
2.1.1 全生命周期支持创新，国际化竞争导向突出	9
2.1.2 第一批创新药上市，PD-1 开启新时代	11
2.2 存量市场优化：带量采购“落地+扩面”，大时代拉开序幕	15
2.2.1 提高治疗可及性，引导终端合理用药	15
2.2.2 仿制药进入“存量博弈+以价换量”时代	17
三、搏新守旧，高景气 and 确定性至关重要	20
3.1 医药市场规模仍将稳定增长，结构性机会明显	20
3.1.1 支付端平稳增长，国家医保基金保障力度增强	20
3.1.2 基层市场增速更快，终端用药结构发生变化	21
3.2 创新是不变的主旋律，政策免疫品种可期待	23
3.2.1 国内创新药产业链仍处于景气周期内	23
3.2.2 生物制品政策免疫性强，赢在高确定性	26
四、2020 年行业投资策略及重点标的	29
4.1 行业关键词：景气度+确定性	29
4.2 主线一：创新药产业链相关标的	29
4.3 主线二：政策免疫的高成长标的	31
五、风险提示	31

图表目录

图 1：医药制造业主营业务收入及同比增速（2012–2019Q3）	5
图 2：医药制造业利润总额及同比增速（2012–2019Q3）	5
图 3：医药制造业增加值同比情况也反映出行业增速自 2017 年底开始下行	6
图 4：医药生物板块 2014 年以来市场表现（截至 2019 年 11 月 26 日收盘）	7
图 5：2019 年以来各子行业股价表现（截至 11 月 26 日收盘）	8
图 6：优先审评大大缩短了排队时间	10
图 7：审批速度加快（完成数量/在审数量比值）	10
图 8：国家医保基金历年收支情况（2008–2019 年前三季度）	20
图 9：国内商业保险占比越来越高	20
图 10：2013–2019 年我国公共财政及医疗卫生支出（万亿元）	21
图 11：中国医疗卫生领域费用支出情况	21
图 12：基层终端市场规模增速显著快于城市公立医院	22
图 13：基层终端占比到 2021 年有望接近 30%	22
图 14：国内医药市场份额（销售金额）变化情况	23
图 15：国内医药市场份额（销售金额）分布情况（单位：十亿元）	23
图 16：国内 1 类新药 IND 批件申报情况	24
图 17：国内临床试验登记情况统计（2015–2018 年）	24
图 18：医药上市公司 TOP100 研发投入情况（2015–2019H1）	24
图 19：生物制药领域一级市场投融资情况	25
图 20：国内市场 MNC TOP10 和国内企业 TOP10 市占率情况	25
图 21：国内研发型药企申报数量对比（2014–2019Q3）	25
图 22：全球研发管线规模在持续提升（在研分子数量）	26
图 24：主流 CRO 标的国内外收入占比情况（2018 年）	26
图 24：2008–2018 年我国疫苗市场规模（亿元）	27
图 25：2012–2018 年我国生长激素市场规模（亿元）	28
图 26：2012–2018 年我国生长激素市场份额变化	28
图 27：恒瑞医药 Pipeline（截止 2019 年 11 月 8 日）	30

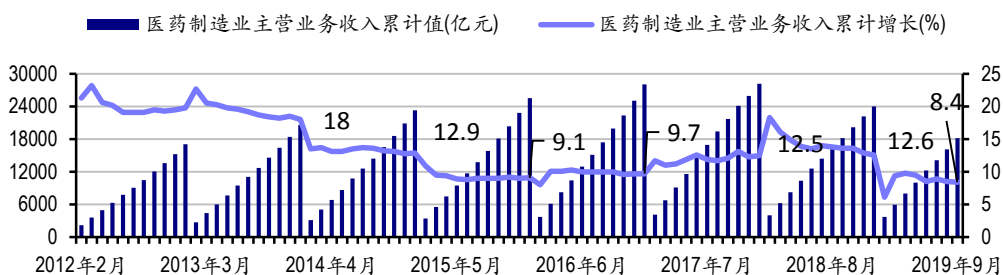
表 1: 医药上市公司 2017–2019Q3 增速情况	6
表 2: 医药子行业上市公司 2017–2019Q3 收入增速	6
表 3: 医药子行业上市公司 2017–2019Q3 扣非净利润增速	7
表 4: 2019 年以来股价表现优势个股 (截至 19 年 11 月 26 日)	8
表 5: 2018 年通过优先审评获批上市的品种	10
表 6: 国家医保谈判纳入品种 2019 年大幅增加	11
表 7: 2018 年以来上市的 13 个国产创新药	11
表 8: 国内已上市的 PD-1 品种相关情况 (未包含百济替雷利珠单抗)	12
表 9: 国内 PD-1/PD-L1 企业研发进展 (仅列示 2/3 期临床和 NDA)	13
表 10: 国内生物类似物进入上市高峰期 (仅统计 NDA 及以后品种)	14
表 11: 国家医保目录品种数量对比 (2017 年 vs2019 年)	15
表 12: 第一批国家重点监控合理用药药品目录及相关情况	15
表 13: 第一批鼓励仿制药品目录	16
表 14: 带量采购扩面降幅及相关信息整理	17
表 15: 2018 年大品种疫苗批签发与销售情况梳理	27

一、行业运行及市场表现：整体承压，分化中蕴藏机会

1.1 医药工业整体增速持续下行，子行业加速分化

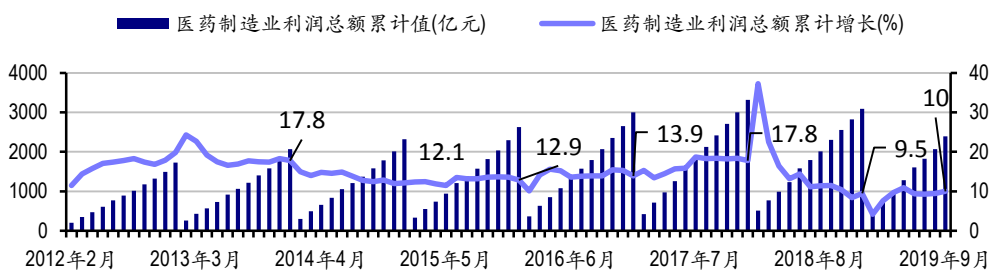
根据国家统计局数据，2019 年前三季度医药工业实现累计收入 1.8 万亿元，净利润 2390 亿元，同比增速分别为 8.4%和 10.0%。其中，收入端与 2018 全年增速相比下滑约 4 个百分点，但利润端同比增速已经企稳，虽然低于去年前三季度同比增速(+11.5%)，但高于去年全年 9.5%的增速。

图 1：医药制造业主营业务收入及同比增速（2012-2019Q3）



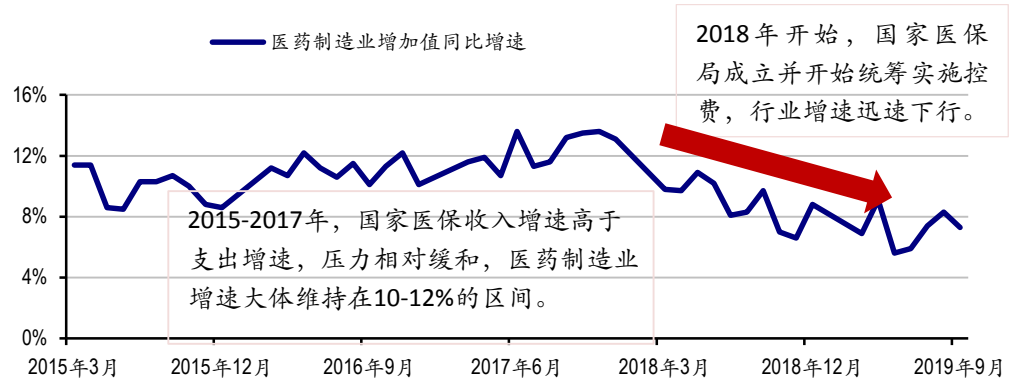
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

图 2：医药制造业利润总额及同比增速（2012-2019Q3）



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

医药工业增加值运行情况同样反映出行业增速在持续下行。2015-2017 年间，国家医保收入增速高于支出增速，医药工业整体增速都在 10%以上。随着 2017 年医保高支出增速的结束，整个行业增速开始下行，而 2018 年国家医保局的成立以及一系列控费措施最终将行业增速压制在 7%一线。

图 3：医药制造业增加值同比情况也反映出行业增速自 2017 年底开始下行


备注：工业增加值是指工业企业在报告期内以货币形式表现的工业生产活动的最终成果。

数据来源：国家统计局，东方证券研究所

1.1.1 上市公司：收入端增速快于行业，盈利愈加艰难

按照我们的统计口径分析，2019 年前三季度医药生物行业上市公司整体收入和扣非净利润同比增速分别为 16.2% 和 6.4%。可以看到，上市公司收入端同比增速仍然快于行业增速（+8.5%），但整体盈利能力在快速下降。

表 1：医药上市公司 2017-2019Q3 增速情况

项目	2017A	2018A	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
收入增速	18.4%	20.5%	22.2%	16.2%
净利润增速	22.9%	5.1%	16.6%	9.2%
扣非后净利润增速	14.6%	7.3%	22.9%	6.4%

数据来源：Wind，东方证券研究所

子行业分化明显，政策免疫板块表现较好。从下表来看，生物制品和医疗服务 2 个子行业延续了 2018 年的高增速（20% 以上），商业增速与去年同期相仿，医疗器械、中药和化学药承压增速下行。利润端分化更加明显，生物制品、医疗器械和医疗服务 3 个子行业明显强于其他。

表 2：医药子行业上市公司 2017-2019Q3 收入增速

项目	2017A	2018A	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
医药行业	18.4%	20.5%	22.2%	16.2%
化学制剂	11.7%	22.4%	25.1%	11.9%
中药	13.8%	20.2%	24.6%	15.7%
生物制品	21.9%	35.2%	41.3%	20.6%
医疗器械	24.9%	20.7%	21.8%	12.5%

医疗服务	48.3%	30.2%	39.1%	23.0%
医药商业	19.9%	18.4%	17.7%	18.3%
化学原料药	18.0%	17.8%	21.5%	9.3%

数据来源：Wind，东方证券研究所

表 3：医药子行业上市公司 2017-2019Q3 扣非净利润增速

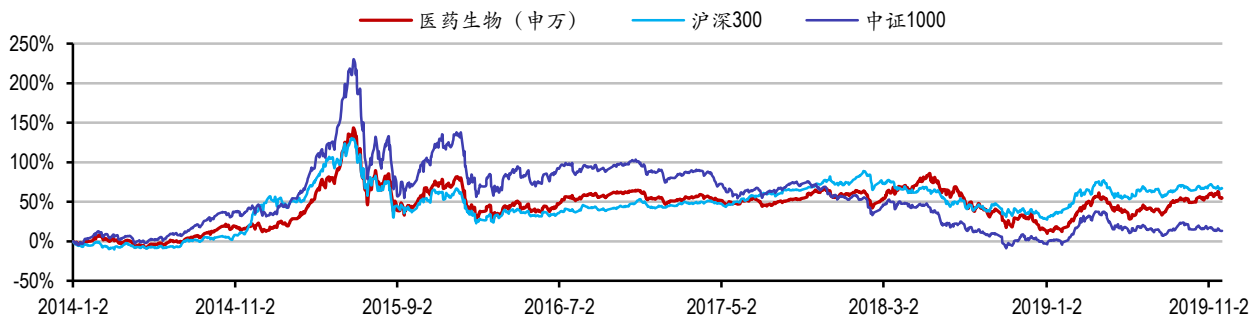
项目	2017A	2018A	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
医药行业	14.6%	7.3%	22.9%	6.4%
化学制剂	1.7%	-2.9%	17.6%	1.3%
中药	14.5%	3.3%	15.6%	0.3%
生物制品	27.9%	8.3%	22.3%	20.2%
医疗器械	9.3%	19.3%	23.5%	14.8%
医疗服务	35.0%	53.1%	53.4%	34.2%
医药商业	22.3%	-0.2%	15.0%	10.0%
化学原料药	12.5%	20.6%	60.1%	-6.6%

数据来源：Wind，东方证券研究所

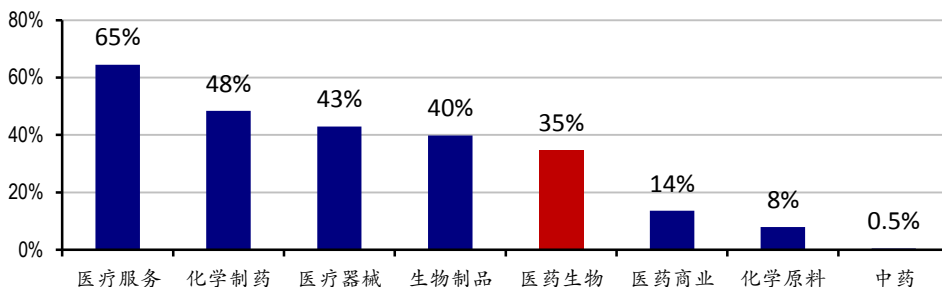
1.2 股价：医药呈现“小牛市”行情，关键词是确定性

截止 2019 年 11 月 27 日，医药行业指数自年初上涨 34.3%，大幅跑赢沪深 300 指数和中证 1000 指数，在 28 个一级行业中排名第 7 位。

医药子行业虽普涨但分化较为严重。国家医保相关性较弱的医疗服务、医疗器械和生物制品表现出色，分别实现了 65%、43%和 40%的涨幅；化学制药涨幅也达到了 48%，主要原因在于受 2018 年“4+7”带量采购的影响出现超跌，年内反弹明显；中药和化学原料药不论是从基本面和政策面都缺乏利好消息，表现一般。

图 4：医药生物板块 2014 年以来市场表现（截至 2019 年 11 月 26 日收盘）


数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：2019 年以来各子行业股价表现（截至 11 月 26 日收盘）


备注：指数取自申万行业分类。

数据来源：Wind，东方证券研究所

从优势个股来看，“确定性”显得尤为重要。一方面，业绩快速增长。排名前 30 企业中有 21 个 19 年前三季度净利润增速超过 30%，包含了景气度较高的细分领域，比如 CXO（泰格医药、凯莱英等）；另一方面，对龙头标的的青睐。比如恒瑞医药（创新药）、安图生物（IVD）、万孚生物（POCT）、爱尔眼科（医疗服务）；最后，还有一些超跌和边际改善较大的公司。综合来看，市场对于个股的成长确定性表现出了较高的溢价。

表 4：2019 年以来股价表现优势个股（截至 19 年 11 月 26 日）

证券代码	证券简称	年初以来涨幅	总市值 (亿元)	市盈率 PE(TTM)	2019 前三季度营收同比	2019 前三季度净利润同比	上涨逻辑
300573.SZ	兴齐眼药	427%	73	250	22%	132%	低浓度阿托品独家进入临床 II / III 期
603222.SH	济民制药	256%	155	424	7%	1%	医疗服务板块业绩增速较快
603707.SH	健友股份	172%	280	52	40%	34%	受益于制剂出口和肝素原料药价格上涨
000661.SZ	长春高新	165%	787	56	32%	44%	治理改善，业绩超预期
300595.SZ	欧普康视	144%	211	75	47%	35%	OK 镜行业快速发展
002524.SZ	光正集团	142%	57	101	39%	3751%	新视界眼科医院将成为全资子公司
603882.SH	金域医学	133%	237	61	18%	81%	底部向上，业绩快速增长
300357.SZ	我武生物	130%	246	85	30%	28%	过敏治疗标的，成长确定性高
600763.SH	通策医疗	130%	349	77	22%	48%	净利润高速增长，避险品种
300558.SZ	贝达药业	129%	293	135	34%	35%	业绩改善，创新药上市
300601.SZ	康泰生物	127%	522	107	-7%	15%	疫苗事件回调，新产品上市预期
603520.SH	司太立	123%	70	48	55%	70%	新产能投放
300347.SZ	泰格医药	123%	475	70	27%	69%	行业高景气，业绩高增长
300639.SZ	凯普生物	115%	57	40	28%	32%	业绩超预期，HPV 检测龙头
603658.SH	安图生物	115%	436	63	39%	31%	IVD 龙头，业绩增速快
603079.SH	圣达生物	115%	39	103	5%	-20%	生物素和叶酸价格预期上涨

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

002901.SZ	大博医疗	110%	246	57	60%	22%	业绩高增长叠合股权激励
603456.SH	九洲药业	109%	105	53	7%	44%	并购新标的，创新药研发
300630.SZ	普利制药	109%	168	63	51%	70%	业绩持续高增长，制剂出口
300015.SZ	爱尔眼科	108%	1,299	97	26%	37%	业绩稳健，避险品种
002675.SZ	东诚药业	107%	130	36	33%	33%	核药业务高速增长
300702.SZ	天宇股份	105%	81	15	58%	463%	业绩高增长
600276.SH	恒瑞医药	103%	3,932	80	36%	26%	创新药龙头，新产品放量
300529.SZ	健帆生物	95%	335	65	39%	36%	政策免疫品种，业绩快速成长
603939.SH	益丰药房	91%	300	57	58%	46%	高增长逻辑叠合股权激励
300463.SZ	迈克生物	90%	154	31	20%	16%	化学发光业务放量预期
300482.SZ	万孚生物	89%	163	44	24%	28%	POCT 龙头
002821.SZ	凯莱英	88%	294	55	45%	49%	行业景气度高，业绩稳健
002332.SZ	仙琚制药	86%	103	27	4%	42%	业绩改善，估值修复
300238.SZ	冠昊生物	86%	47	136	4%	-71%	创新药上市，经营改善预期

备注：1、剔除 2019 年以来上市新股，康龙化成、新诺威、奥美医疗、威尔药业、微芯生物、热景生物、心脉医疗、南微医学等；2、剔除大工业麻相关股，龙津药业、昆药集团等。

数据来源：Wind，东方证券研究所

二、2019 年一新旧更迭：创新扑面而来，存量市场几多忧愁

2018 年下半年伊始，以 PD-1 单抗和若干生物类似物为代表的国产第一批创新药集中上市；同时，“4+7”带量采购试点也已经落实到终端，并在 2019 年开启了新一轮扩面，对仿制药市场已经并将持续产生深刻的影响。过去一年间，创新药和仿制药境遇的反差尤其强烈。

2.1 改革红利开始兑现，首批创新药值得期待

药政改革实施 3 年多以来，一致性评价、优先审评和药品上市许可持有人等等制度的落地迅速推动了国内创新药的研发。

2.1.1 全生命周期支持创新，国际化竞争导向突出

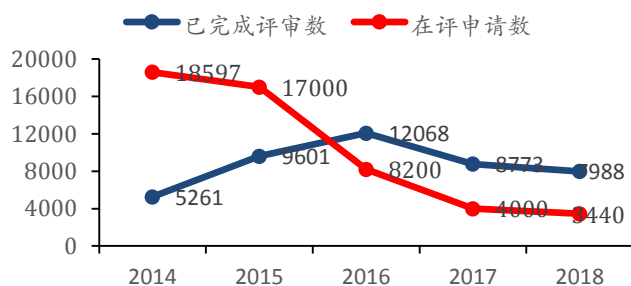
众所周知，2016 年以来国内创新药研发上市环境发生了显著的变化，从申报 IND 到临床试验实施，再到上市优先审评和快速谈判进入国家医保目录，政策端给予了创新药全生命周期的扶持。具体来看：

- 1) 注册 (IND)：**2016 年 3 月实施化药新注册改革，明确 1.1 类全球新的要求；
- 2) 审评：**2017-2018 年，CDE 完成数量远远高于在审数量（2018 年底在审数量为 3440 件，远远低于 2015 年 9 月 22000 件的峰值）；
- 3) 临床：**落实临床试验默示许可制，推进临床试验管理改革；加入 ICH（人用药品注册技术要求国际协调会）；

4) 上市 (NDA)：2016 年以来，共有 736 个注册申请被纳入优先审评。16-18 年通过优先审评加快批准上市的品种数量分别为 7 个、50 个和 83 个；

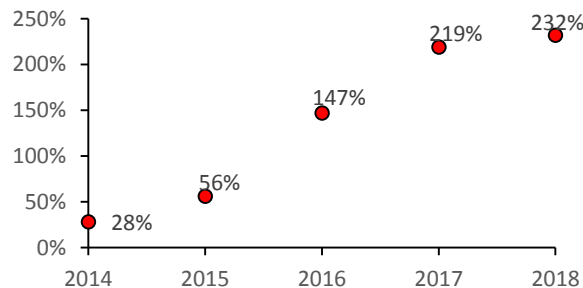
5) 支付：国家医保基本实现了每年一次的谈判将创新药快速纳入覆盖范围。2019 年谈判新增品种多达 70 个（不包括续约成功的 27 个品种），超过了往年总和。

图 6：优先审评大大缩短了排队时间



数据来源：Citi Research, 东方证券研究所

图 7：审批速度加快（完成数量/在审数量比值）



数据来源：Citi Research, 东方证券研究所

表 5：2018 年通过优先审评获批上市的品种

优先审评分类	药品名称	数量
具有明显临床价值的新药	阿柏西普眼内注射溶液、艾尔巴韦拉格瑞韦片、奥达特罗吸入喷雾剂、奥拉帕利片、醋酸阿比特龙片、达芦那韦考比司他片、达诺韦钠片、德拉马尼片、丁丙诺啡纳洛酮舌下片、咪喹替尼胶囊、富马酸丙酚替诺福韦片、枸橼酸伊沙佐米胶囊、甲磺酸仑伐替尼胶囊、九价人乳头瘤病毒疫苗、拉考沙胺片、来迪派韦索磷布韦片、来那度胺胶囊、雷珠单抗注射液、罗沙司他胶囊、马来酸吡咯替尼片、纳武利尤单抗、帕博利珠单抗、哌柏西利胶囊、培集成干扰素 α -2 注射液、赛瑞替尼胶囊、噻托溴铵奥达特罗吸入喷雾剂、索磷布韦维帕他韦片、特瑞普利单抗注射液、乌美溴铵维兰特罗吸入粉雾剂、信迪利单抗注射液、盐酸阿来替尼胶囊、盐酸安罗替尼胶囊、盐酸莫西沙星滴眼液、依达赛珠单抗注射液、依洛尤单抗注射液、注射用艾博韦泰、注射用全氟丁烷微球、注射液盐酸苯达莫司汀、注射用盐酸美法仑	39
儿童用药	艾美赛珠单抗注射液、口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（vero 细胞）、孟鲁司特钠颗粒、小儿多种维生素注射液（13）、小儿法罗培南钠颗粒、盐酸托莫西汀口服溶液、依库珠单抗注射液、注射液拉布立海、注射用小儿多种维生素（13）	9
罕见病	司来帕格片、特立氟胺片、注射用重组人凝血因子 VIII	3
临床急需	I 型 III 型脊髓灰质炎减毒活疫苗糖丸（人二倍体细胞）、口服 I 型+III 型脊髓灰质炎减毒活疫苗（人二倍体细胞）、注射液紫杉醇（白蛋白结合型）	3
按与原研药质量和疗效一致的标准完善后重新申报	布洛芬注射液、氟比洛芬酯注射液、富马酸替诺福韦二吡啶酯片、拉米夫定片、注射液替莫唑胺	5
首仿	利多卡因凝胶贴膏、黄达肝葵钠注射液、帕立骨化醇注射液、替格瑞洛片、盐酸普拉克索片、注射用醋酸西曲瑞克	6
同步申报	奥氮平片、伏立康唑片、富马酸喹硫平缓释片、克拉霉素缓释片、克拉霉素片、孟鲁司特钠咀嚼片、孟鲁司特钠片、吸入用地氟烷、缬沙坦片、盐酸多哌奈齐片、盐酸二甲双胍片、盐酸莫西沙星片、注射用更昔洛韦钠、左氧氟沙星片	14

专利到期	安立生坦片、琥珀酸普芦卡必利片、琥珀酸索利那新片、注射用米卡芬净钠	4
------	-----------------------------------	---

数据来源：CDE，东方证券研究所

表 6：国家医保谈判纳入品种 2019 年大幅增加

年份	药品名称	数量
2016 年	吉非替尼、埃克替尼	2
2017 年	曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、尼妥珠单抗、利妥昔单抗、厄洛替尼、索拉非尼、拉帕替尼、阿帕替尼、硼替佐米、重组人血管内皮抑制素、西达本胺、阿比特龙、氟维司群、重组人干扰素 β -1b、依维莫司、来那度胺	16
2018 年	阿扎胞苷、西妥昔单抗、阿法替尼、阿昔替尼、安罗替尼、奥希替尼、克唑替尼、尼洛替尼、培唑帕尼、瑞戈非尼、塞瑞替尼、舒尼替尼、维莫非尼、伊布替尼、伊沙佐米、培门冬酶、奥曲肽微球	17
2019 年	利拉鲁肽、重组人尿激酶原、重组人凝血因子 VIIa、重组人脑利钠肽、阿利沙坦酯、奥曲肽、吗啉硝唑氯化钠、泊沙康唑、阿扎胞苷、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗、尼妥珠单抗、西妥昔单抗、厄洛替尼、阿法替尼、奥希替尼、克唑替尼、塞瑞替尼、安罗替尼、阿帕替尼、阿昔替尼、索拉非尼、舒尼替尼、培唑帕尼、瑞戈非尼、维莫非尼、尼洛替尼、伊布替尼、重组人血管内皮抑制素、西达本胺、伊沙佐米、培门冬酶、依维莫司、唑疏平、帕罗西汀、康柏西普、雷珠单抗、司维拉姆、碳酸镧、银杏二萜内酯葡胺注射液、银杏内酯注射液、复方黄黛片、注射用黄芪多糖、参一胶囊等	97

数据来源：国家医保局，东方证券研究所

与此同时，国内医药市场国际化导向趋势明显，转型升级迫在眉睫。2018 年，CDE 共批准了 67 个进口原研药进入国内市场（国内首次上市）。另外，国家药监部门对临床急需的境外新药建立了专门的审评机制，去年 10 月和今年 3 月各公布了一批《临床急需境外新药名单》，共计 78 个品种，目前第一批已有超过 10 个品种获批上市。

2.1.2 第一批创新药上市，PD-1 开启新时代

虽然国内创新药研发基础相对薄弱，但在政策疏导、人才汇聚（海归回流+全球顶级 CRO）和产业资本的共同催化下，首批创新药已经进入收获期。2018 年以来，共有 13 个国产创新药获批，其中包含了 3 个 PD-1 单抗和 3 个替尼类药物。

表 7：2018 年以来上市的 13 个国产创新药

药物名称	适应症	企业名称
盐酸安罗替尼	肺癌等	正大天晴
艾博卫泰	艾滋病	前沿生物
丹诺瑞韦钠	丙肝	歌礼药业（浙江）
马来酸吡咯替尼	乳腺癌	恒瑞医药
味隆替尼	结直肠癌	和记黄埔（苏州）
重组细胞因子基因衍生蛋白	乙肝	杰华生物（青岛）
特瑞普利单抗	黑色素瘤	君实生物
信迪利单抗	霍奇性淋巴瘤	信达生物
罗沙司他胶囊	慢性肾病引起的贫血	珐博进（中国）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

可利霉素片	上呼吸道感染	沈阳同联
聚乙二醇洛塞那肽注射液	糖尿病	江苏豪森
卡瑞利珠单抗	食管癌等	江苏恒瑞医药
苯烯莫德乳膏	自身免疫性疾病	广东中昊药业

备注：标红为 2019 年获批产品。

数据来源：CDE，东方证券研究所

我们认为,这其中以 PD-(L)1 单抗的市场潜力和竞争地位最值得关注。PD-1 单抗凭借抗癌广谱性、持久性和较低的副作用,上市后迅速放量。原研产品 (Opdivo 和 Keytruda) 于 2014 年上市,2018 年二者全球销售额合计已经达到 139 亿美元。如果按照国内每年 400 万新发癌症人数,最终 10% 的渗透率,PD-1 单抗最终平均价格 10 万元/年来粗略估算,则该品种国内市场规模有望达到 400 亿元。

国内 PD-1 单抗市场将形成 2+4+X 的竞争格局,恒瑞更具竞争优势。除了 2 款原研产品,国内已经上市 4 款 PD-1 单抗;另外,还有数十家正在进行临床试验。目前来看,恒瑞医药有望凭借销售渠道强势地位、更广的适应症拓展以及更多的联合用药选择,有望最终脱颖而出。

表 8: 国内已上市的 PD-1 品种相关情况 (未包含百济替雷利珠单抗)

药物名称	欧迪沃 (O 药)	可瑞达 (K 药)		拓益	达伯舒	艾瑞卡
获批适应症	非小细胞肺癌	黑色素瘤		黑色素瘤	经典霍奇金淋巴瘤	经典霍奇金淋巴瘤
用法用量	3mg/kg; 两周一次	2mg/kg; 三周一次		3mg/kg; 两周一次	200mg; 三周一次	200mg; 两周一次
患者体重	60kg	50kg	60kg	60kg	60kg	60kg
注射剂量	180mg	100mg	120mg	180mg	200mg	200mg
规格和定价	40mg: 4591 元; 100mg: 9260 元	100mg: 17918 元		240mg: 7200 元	100mg: 7838 元	19800 元: 200mg
一次价格	18442 元 (1 支 100mg + 2 支 40mg)	17918 元 (1 支 100mg)		7200 元 (1 支 240mg)	15676 元 (2 支 100mg)	19800 元 (1 支 200mg)
一年次数	26	17		26	17	26
一年费用	47.95 万	30.46 万	36.55 万 (按比例)	18.72 万	26.6 万	51.48 万
赠药	6+7	3+3		4+4	3+2	(2+2) + (4+18)
赠药后年费用	22.13 万	19.35 万		10.08 万	17.24 万	11.88 万

数据来源: 各公司官网, 东方证券研究所

表 9：国内 PD-1/PD-L1 企业研发进展（仅列示 2/3 期临床和 NDA）

公司名称	药品名	药品类型	适应症
恒瑞医药	SHR-1210	PD-1 单抗	非小细胞肺癌（NDA） 晚期食管癌（NDA） 晚期肝细胞癌（3 期） 胃癌或胃食管交界处癌（3 期） 复发或转移性鼻咽癌（3 期） 小细胞肺癌（2 期） 软组织肉瘤（2 期） 复发或难治性结外 NK/T 细胞淋巴瘤（鼻型）（2 期）
君实生物	JS001	PD-1 单抗	三阴性乳腺癌（3 期） 复发性或转移性鼻咽癌（3 期） 晚期或复发伴 EGFR 突变、T790M 阴性非小细胞肺癌（3 期） 既往未接受过系统性化疗的晚期或者转移性食管鳞癌（3 期） 肝细胞癌（3 期） 膀胱尿路上皮癌（2 期） 黏膜黑色素瘤（2 期）
信达生物	IBI308	PD-1 单抗	经典型霍奇金淋巴瘤（3 期） 胃及胃食管交界处腺癌（3 期） 非鳞状细胞非小细胞肺癌（3 期） 食管癌（3 期） 复发或难治性结外 NK/T 细胞淋巴瘤（鼻型）（2 期） 治疗晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌（3 期）
百济神州	BGB-A317	PD-1 单抗	复发/难治性经典型霍奇金淋巴瘤（2 期，NDA） 尿路上皮癌（3 期） 广泛期小细胞肺癌（3 期） 胃或胃食管结合部腺癌（3 期） 食管鳞状细胞癌（3 期） 鳞状非小细胞肺癌（3 期） 非鳞状非小细胞肺癌（3 期） 肝细胞癌（3 期） T 细胞和 NK 细胞肿瘤（2 期） MSI-H 或 dMMR 实体瘤（2 期）
复宏汉霖	HLX10	PD-1 单抗	胃癌（3 期） 转移性非鳞状非小细胞肺癌（3 期） 晚期肝细胞癌（3 期） 局部晚期/转移性食管鳞癌（3 期） 局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌（3 期） 广泛期小细胞肺癌（3 期） 转移性高度微卫星不稳定型或错配修复缺陷型实体瘤（2 期）
基石药业	CS1001	PD-L1 单抗	胃腺癌或胃食管结合部腺癌（3 期） 非小细胞肺癌（3 期） 复发或难治性结外自然杀伤细胞/T 细胞淋巴瘤（2 期） 复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤（2 期）
中国生物制药	TQB2450	PD-L1 单抗	复发/转移性头颈部鳞状细胞癌（3 期）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

			原发纵膈大 B 细胞淋巴瘤 (2 期) 复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤 (2 期)
思路迪/康宁杰瑞	KN035	PD-L1 单抗	不能手术切除或转移性的胆道癌 (3 期) 晚期结直肠癌和其他晚期实体瘤 (2 期) 未治疗的不能切除或转移性胃或胃食管结合部腺癌 (2 期)
誉衡药业	GLS-010	PD-1 单抗	治疗复发或转移性宫颈癌 (2 期) 复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤 (2 期)
嘉和生物	杰诺单抗	PD-1 单抗	含铂方案化疗失败的 PD-L1 阳性的复发或转移性宫颈癌 (2 期) 复发和难治外周 T 细胞淋巴瘤 (PTCL) (2 期) B 细胞非霍奇金淋巴瘤 (2 期) 含铂方案化疗失败的复发或转移性胸腺癌 (2 期) 腺泡状软组织肉瘤 (2 期)
百奥泰生物	BAT-1306	PD-1 单抗	EBV 相关性胃癌 (2 期)
科伦药业	KL-A167	PD-L1 单抗	复发或难治性鼻咽癌 (2 期) 复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤 (2 期)

备注：1、MSI-H：不可切除或转移性高度微卫星不稳定型；dMMR：错配修复缺陷型；2、上表更新至 2019 年 11 月 7 日。

数据来源：药智网，CDE，公司公告，东方证券研究所

此外，国内重磅品种生物类似物也到了集中上市的前夜。截至 19 年 11 月，利妥昔单抗（复宏汉霖）和阿达木单抗（百奥泰）已经获批上市。四大单抗药物共有 8 个相关产品已经提交上市申请，即将上市；另外，还有超过 15 个 III 期临床正在推进当中。从厂家来说，复宏汉霖和信达生物处于领先地位，各有 3 个品种进入到 NDA 或者已经上市。

表 10：国内生物类似物进入上市高峰期（仅统计 NDA 及以后品种）

通用名	企业名称	NDA 时间	适应症	进度
利妥昔单抗	复宏汉霖	2017 年 12 月	类风湿性关节炎	获批上市 (2019 年 2 月)
	信达生物	2019 年 7 月	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤	进入优先审评审批
贝伐珠单抗	齐鲁制药	2018 年 8 月	非鳞状非小细胞肺癌	补充资料任务第二轮
	信达生物	2019 年 1 月	非鳞 NSCLC	补充任务资料第二轮
阿达木单抗	百奥泰	2018 年 8 月	强直性脊柱炎	获批上市 (2019 年 11 月)
	海正药业	2018 年 9 月	活动性强直性脊柱炎	临床试验现场核查结束
	信达生物	2018 年 11 月	强直性脊柱炎	补充资料任务第一轮
	复宏汉霖	2019 年 1 月	中重度斑块状银屑病	正式纳入优先审评审批
曲妥珠单抗	三生国健	2018 年 9 月	乳腺癌	补充资料任务第二轮
	复宏汉霖	2019 年 4 月	乳腺癌	进入优先审评审批

备注：标红是已经上市品种。

数据来源：丁香园，CDE，东方证券研究所

在政策鼓励创新的时代背景下，最近一年以来上市的创新药品种有望成为重新塑造终端用药结构的新生力量，进而形成“研发-上市-销售-再研发”的良性循环。

2.2 存量市场优化：带量采购“落地+扩面”，大时代拉开序幕

不论是国家医保目录的动态调整还是“4+7”带量采购的扩面，都大大提高了终端对于治疗性药物的可及性。但从供给侧来说，存量仿制药市场将陆续进入全面价格竞争阶段，如何取舍是难以回避的拷问。

2.2.1 提高治疗可及性，引导终端合理用药

新一轮国家医保目录调整新增多个品种，治疗可及性得到提高。时隔2年，2019年国家医保目录进行了新一轮调整，共新增了148个品种（西药47个+中成药101个），主要覆盖了国家基本药物、慢性病用药、儿童用药和癌症等重大疾病用药，其中糖尿病用药共增加了18个品种、儿童用药新增38个品种，进一步提高了终端用药保障。

表 11：国家医保目录品种数量对比（2017 年 vs2019 年）

	2017 版	2019 版	新增
西药	1297	1322	47
中成药	1238（民族药 88 个）	1321（民族药 93 个）	101
总数	2535	2643	148

备注：2019 年品种数量未包含谈判品种。

数据来源：国家医保局，东方证券研究所

本次国家医保目录调整还调出了150个品种，其中约有一半是临床价值不高的辅助类用药。值得注意的是，卫健委此前的发布的《第一批国家重点监控合理用药药品目录》中的国家医保品种在此次调整中被悉数调出（7/20）（省医保品种也必须在3年内调出）。很显然，国家医保局将会持续优化终端用药，为创新药和优质仿制药留下足够的支付空间。

表 12：第一批国家重点监控合理用药药品目录及相关情况

品种	2017 年全国医保情况	18 年 PDB 样本医院销售额（亿元）	相关公司
神经节苷脂	非全国医保	12.7	赛升药业
脑苷肌肽	非全国医保	7.6	四环医药
奥拉西坦	非全国医保	14.9	石药集团
磷酸肌酸钠	非全国医保	11.9	誉衡药业
小牛血清去蛋白	全国医保乙类	5.8	复星医药
前列地尔	全国医保乙类	12.9	中国生物制药、四环医药、复星医药
曲克芦丁脑蛋白水解物	非全国医保	5.5	四环医药
复合辅酶	非全国医保	6.6	双鹭药业
丹参川穹嗪	非全国医保	7.1	康恩贝
转化糖电解质	非全国医保	4.6	海思科等
鼠神经生长因子	全国医保乙类	8.4	丽珠集团、舒泰神、海特生物、未名医药
胸腺五肽	非全国医保	6.6	翰宇药业、赛升药业

核糖核酸 II	非全国医保	8	吉林敖东
依达拉奉	全国医保乙类	9.6	四环医药
骨肽	非全国医保	2.2	新百药业等
脑蛋白水解物	非全国医保	1.9	四环医药
核糖核酸 II	非全国医保	8	吉林敖东
长春西汀	全国医保乙类	6.2	东北制药、哈三联药业等
小牛血去蛋白提取物	全国医保乙类	1.9	奥鸿药业
马来酸柱哌齐特	全国医保乙类	3.9	四环医药

数据来源：卫健委，PDB，东方证券研究所

我们注意到，19 年 10 月卫健委等部门联合发布了《第一批鼓励仿制药品目录》，共 33 种药品，涉及国内专利到期（即将到期）但无注册申请、临床供应短缺等药品。一方面，能够引导企业研发、注册和生产；另外一方面，也提高了终端药物供应保障能力。

表 13：第一批鼓励仿制药品目录

编号	药品通用名	剂型	规格
1	尼替西农	胶囊	20mg
2	富马酸福莫特罗	吸入溶液剂	0.02mg/2ml
3	泊沙康唑	注射液	300mg/16.7ml (18mg/ml)
		肠溶片	100mg
4	氨苯砞	片剂	50mg、100mg
5	缬更昔洛韦	口服溶液剂	50mg/ml
		片剂	450mg
6	阿巴卡韦	口服溶液剂	20mg/ml
		片剂	300mg
7	厄他培南	注射用无菌粉末	1.0g
8	阿托伐醌	混悬液	750mg/5ml
9	伊沙匹隆	注射用无菌粉末	15mg、45mg
10	氟维司群	注射液	5ml: 0.25g
11	巯嘌呤	片剂	25mg、50mg
12	甲氨蝶呤	片剂	2.5mg
13	环磷酰胺	片剂	50mg
14	维 A 酸	片剂	10mg
15	非索罗定	缓释片	4mg、8mg
16	格拉替雷	注射液	20mg/ml、40mg/ml
17	硫唑嘌呤	片剂	50mg、100mg
18	雷洛昔芬	片剂	60mg
19	左甲状腺素钠	片剂	50μg
20	依来曲普坦	片剂	20mg、40mg
21	溴吡斯的明	片剂	60mg
		缓释片	180mg
22	多巴丝肼	片剂	0.25g
			(0.2g:0.05g) (左旋多巴: 苄丝肼)

23	布瓦西坦/布立西坦	片剂	10mg、25mg、50mg、75mg、100mg
24	福沙吡坦二甲葡胺	注射用无菌粉末	150mg
25	曲前列尼尔	注射液	1mg/ml、2.5mg/ml、5mg/ml、10mg/ml
26	波生坦	片剂	62.5mg、125mg
27	盐酸考来维仑	片剂	625mg
28	多非利特	胶囊	0.125mg、0.25mg、0.5mg
29	艾替班特	注射液	30mg/3ml (10mg/ml)
30	地拉罗司	分散片	0.125g、0.25g、0.5g
31	阿卡他定	滴眼剂	0.25%
32	他氟前列素	滴眼剂	0.00%
33	氨己烯酸	片剂	500mg

数据来源：卫健委，东方证券研究所

DRGs 开启全国试点，医保支付方式改革快速推进。2019 年 5 月，国家医保局启动了疾病诊断相关分组 (Diagnosis Related Groups, DRGs) 30 个城市试点 (4 个直辖市+26 个地级市)，覆盖了全国所有省份 (除西藏外)。简单来说，DRGs 就是按照疾病诊断分组来支付医疗费用，对医院和患者进行精准管理，提高医保基金使用效率，是医保支付方式改革中最重要的一环。随着 DRGs 的推进，终端诊疗用药将更趋于合理有效。

2.2.2 仿制药进入“存量博弈+以价换量”时代

“4+7”试点迅速扩面，仿制药价格销售体系重构。2018 年 12 月，“4+7”试点城市药品集中采购中标结果公布，中标的 25 个产品平均降价幅度为 52% (试点地区占全国用量大约在 30% 左右)。在此基础上，国家医保局在试点 5 个月后又开启了试点扩围工作 (全国 25 个省，河北和福建已跟进 4+7)，完成了全国覆盖 (除港澳台)，在“4+7”试点中标平均价格的基础上再次下降 25%。很显然，国家医保局招采合一、带量采购的方式将大幅压缩仿制药销售流通费用，重塑价格体系和终端格局。

带量采购竞争虽然残酷，但仍然有部分企业在存量博弈中受益。首先，从中标价格来分析，竞争格局决定价格降幅。已过一致性评价超过 3 家的品种基本都是大幅降价，比如本次扩面的恩替卡韦 (50%+) 和阿托伐他汀 (40%+)；但是，过评厂家少于 3 家的品种本次扩面平均降幅仅仅只有 4.5%，独家中标品种基本都没有降价 (扬子江右美托咪定等 5 个品种)；其次，中标企业以价换量，兑现情况相对较好。从 19 年 3 月底“4+7”试点地区的采购情况来看，中标品种确实出现了快速放量的情况。

表 14：带量采购扩面降幅及相关信息整理

实际带量采购品种剂型	带量采购品种规格	本轮中标企业	中标价格 (元)	4+7 中标企业	4+7 中标价 (元)	本轮中标价相较于 4+7 降幅
阿托伐他汀口服常释剂型	10mg	齐鲁制药	0.12			
		兴安药业	0.13			
		乐普医疗	0.32			
	20mg	乐普医疗	0.55	德展健康	0.94	41%

氟吡格雷口服常释剂型	25mg					
	75mg	石药欧意	2.44	信立泰	3.18	23%
		赛诺菲	2.55			20%
培美曲塞注射剂	100mg	乐普医疗	2.98			6%
		四川汇宇	798	四川汇宇	810	1%
	500mg	礼来	809			0.1%
		四川汇宇	2735.83	四川汇宇	2776.97	1%
氨氯地平口服常释剂型	5mg	礼来	2773.54			0.1%
		苏州东瑞	0.06	京新药业	0.15	60%
		国药容生	0.06			60%
氟比洛芬酯注射剂	50mg/5ml	重庆药友	0.07			53%
		北京泰德	21.88	北京泰德	21.95	0.3%
		武大大安	21.95			0%
瑞舒伐他汀口服常释剂型	10mg	海正药业	0.2	京新药业	0.78	74%
		山德士	0.228			71%
		正大天晴	0.3			62%
	5mg					
奥氮平口服常释剂型	10mg	齐鲁制药	2.48	江苏豪森	9.64	74%
		印度瑞迪博士实验室	6.19			36%
		江苏豪森	6.23			35%
	5mg					
厄贝沙坦氢氯噻嗪口服常释剂型	150mg+12.5mg	正大天晴	1.02	华海药业	1.097	7%
		华海药业	1.05			4%
		赛诺菲	1.09			0.6%
恩替卡韦口服常释剂型	0.5mg	东瑞制药	0.182	正大天晴	0.62	71%
		北京百奥	0.196			68%
		广生堂	0.275			56%
	1mg					
氯沙坦口服常释剂型	100mg					
	50mg	华海药业	1.05	华海药业	1.05	0%
右美托咪啶	0.2mg/2ml	扬子江	133	扬子江	133	0%
厄贝沙坦口服常释剂型	75mg	海正药业	0.192	华海药业	0.202	5%
		华海药业	0.195			3%
	150mg	海正药业	0.33			
		恒瑞医药	0.35			
替诺福韦二吡呋酯口服常释剂型	300mg	齐鲁制药	0.29	成都倍特	0.59	51%
		浙江南洋	0.379			36%
		成都倍特	0.466			21%
吉非替尼口服常释剂型	250mg	齐鲁制药	25.7	阿斯利康	54.7	53%
		正大天晴	45			18%
		阿斯利康	54.7			0%
帕罗西汀口服常释剂型	20mg	华海药业	1.56	华海药业	1.67	7%
		北京福元	1.62			3%
艾司西酞普兰口	5mg					

服常释剂型	10mg	洞庭药业	3.98	科伦药业	4.42	10%
		山东京卫	4			10%
		科伦药业	4.27			3%
	20mg					
福新普利口服常释剂型	10mg	华海药业	0.829	中美施贵宝	0.843	2%
		中美施贵宝	0.843			0%
伊马替尼口服常释剂型	100mg	正大天晴	9.77	江苏豪森	10.4	6%
		江苏豪森	10.38			0.2%
孟鲁司特口服常释剂型	10mg	上海安必生制药	3.792	杭州民生	3.876	2%
		默沙东	3.876			0%
头孢呋辛酯（头孢呋辛）口服常释剂型	250mg	国药致君	0.36	成都倍特	0.51	29%
		京新药业	0.483			5%
		白云山	0.484			5%
左乙拉西坦口服常释剂型	250mg	京新药业	2.39	京新药业	2.4	0.4%
		普洛康裕	2.4			0%
依那普利口服常释剂型	10mg	扬子江	0.558	扬子江	0.558	0%
	5mg					
利培酮口服常释剂型	1mg	齐鲁制药	0.05	华海药业	0.17	71%
		华海药业	0.12			28%
		常州四药	0.12			28%
	2mg					
蒙脱石散口服散剂	3g	湖南华纳大	0.28	海南先声	0.68	59%
		浙江海力生	0.33			54%
		哈药集团中药二厂	0.3			56%
赖诺普利口服常释剂型	10mg	华海药业	0.23	华海药业	0.23	0%
	5mg					

数据来源：国家医保局，东方证券研究所

集采地区扩围后，下一轮带量采购的焦点是集采品种的扩容。由于“4+7”带量采购时过评品种数量有限，最后确定了31个品种进行试点。截至19年11月中旬，已经有173个品种通过一致性评价。所以，第3轮带量采购覆盖品种数量将有可能增加。

注射剂一致性评价正式启动，带量采购预期将覆盖所有存量仿制药市场。2019年10月15日，国家药品监督管理局（NMPA）陆续发布了化学药品注射剂和注射剂特殊剂型仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿），明确了参比制剂、处方工艺和质量研究与控制等技术要求，这意味着注射剂一致性评价标准将会很快确定。注射剂市场规模大约是口服固体制剂的2倍左右，随着注射剂一致性评价的推进，预期整个仿制药市场都将被纳入带量采购范畴。

综合来看，国家医保局一方面通过国家医保目录的动态调整、规范支付引导终端合理用药，另外一方面通过带量采购政策有效解决了终端药品价格虚高的问题。对于企业来说，仿制药红利时代已经过去，以价换量和存量博弈是唯一的选择。

三、搏新守旧，高景气 and 确定性至关重要

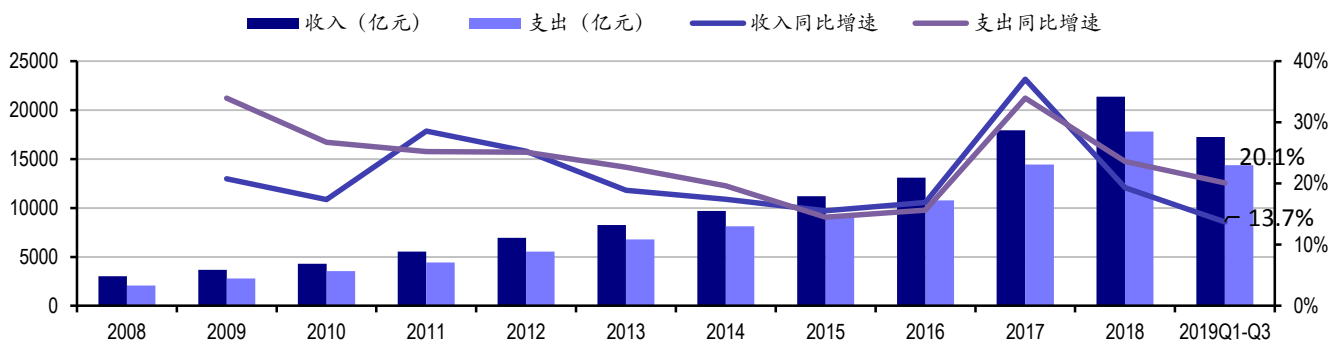
3.1 医药市场规模仍将稳定增长，结构性机会明显

如上文所述，行业增速整体下行，政策压力并未消除，似乎一片惨淡。但必须要注意到的是，行业规模在可见的时间周期内都是稳步增长的，对创新药的支持力度也是前所未有的，即使是仿制药也还有不小的博弈空间。

3.1.1 支付端平稳增长，国家医保基金保障力度增强

作为医药行业主要支付方，国家医保基金保障力度在持续加强。2019 年前三季度，国家医保基金收入和支出增速分别为 13.7% 和 20.1%，支出增速依然维持在历史高位，一方面是“三保合一”后整体保障水平的提升，另外一方面则是由于谈判目录纳入了较多创新药。截至 19Q3，国家医保基金共结余 2.63 万亿元，年内新增 2892 亿元。

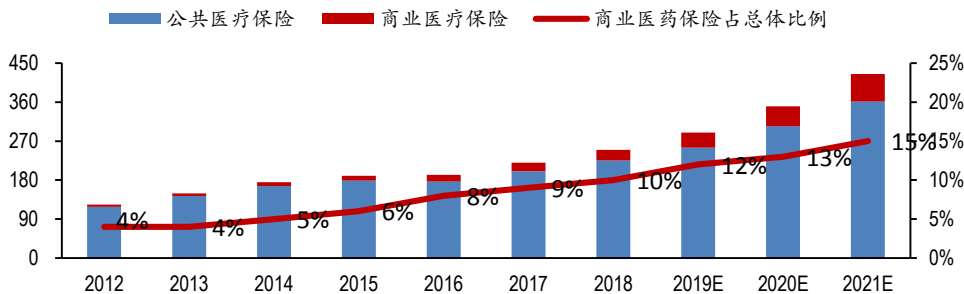
图 8：国家医保基金历年收支情况（2008–2019 年前三季度）



数据来源：国家医保局，东方证券研究所

国家医保和商业保险共同确保了支付端平稳增长。从人口结构、经济发展以及加强保障力度（19 年谈判目录纳入 97 个品种）来判断，国家医保支出端增速难以大幅回调；同时，近年来国内商业保险发展速度较快，目前占比已经超过 10%，未来会进一步提升，可以在一定程度上加强终端支付能力。

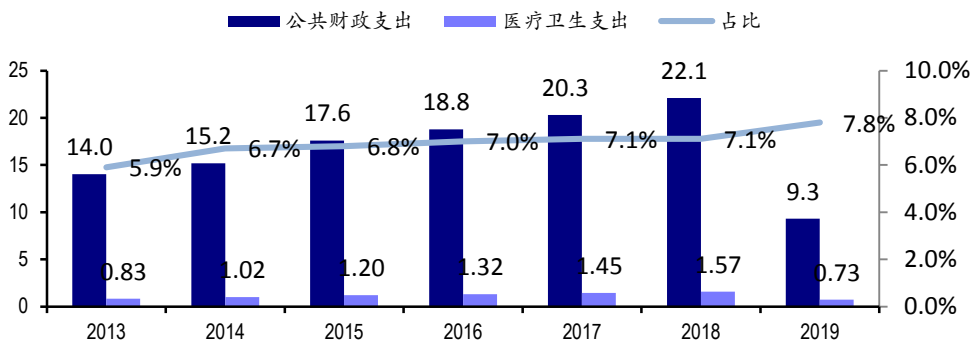
图 9：国内商业保险占比越来越高



数据来源：Citi Research，东方证券研究所

从国家层面来看，医疗卫生领域费用支出和占比也都在稳步提升。根据国家统计局数据，2013-2018年，我国医疗卫生支出占整个公共财政的支出比例从 5.9% 提升到了 7.1% (+1.2pp)。另外，国内整个医疗卫生领域费用支出在 2008-2017 年的十年间也保持了 CAGR 15.3% 的增速，整体规模也超过了 5 万亿元。

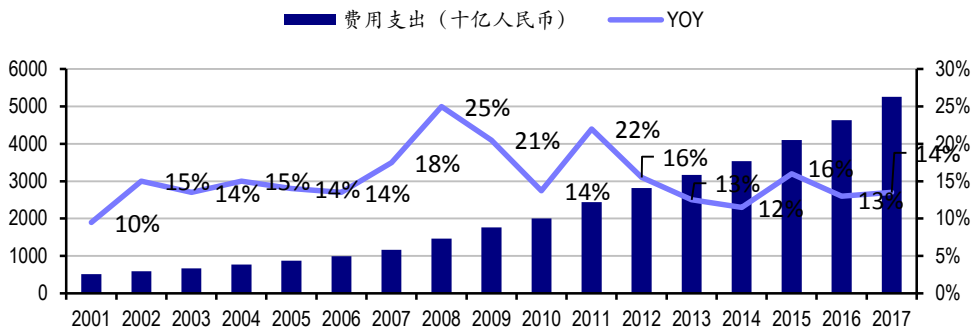
图 10：2013-2019 年我国公共财政及医疗卫生支出（万亿元）



备注：2019 年数据为 1-5 月。

数据来源：国家统计局，东方证券研究所

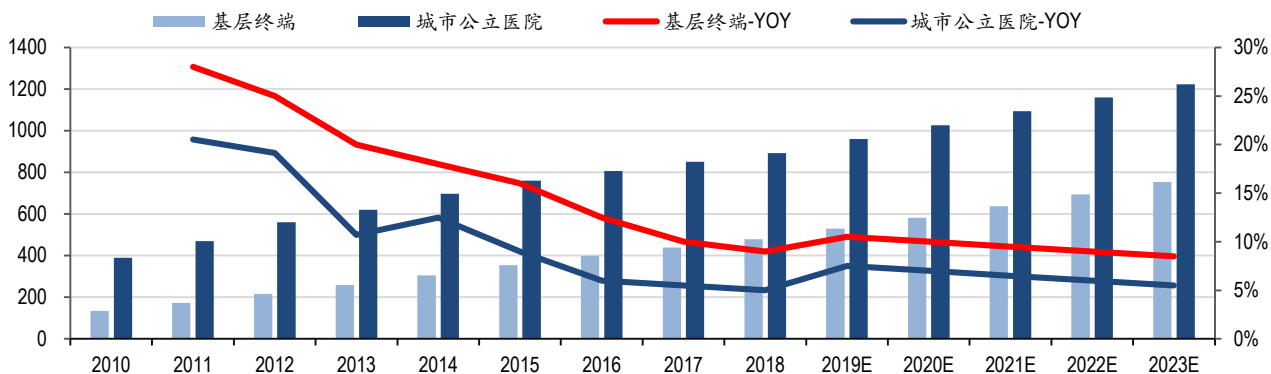
图 11：中国医疗卫生领域费用支出情况



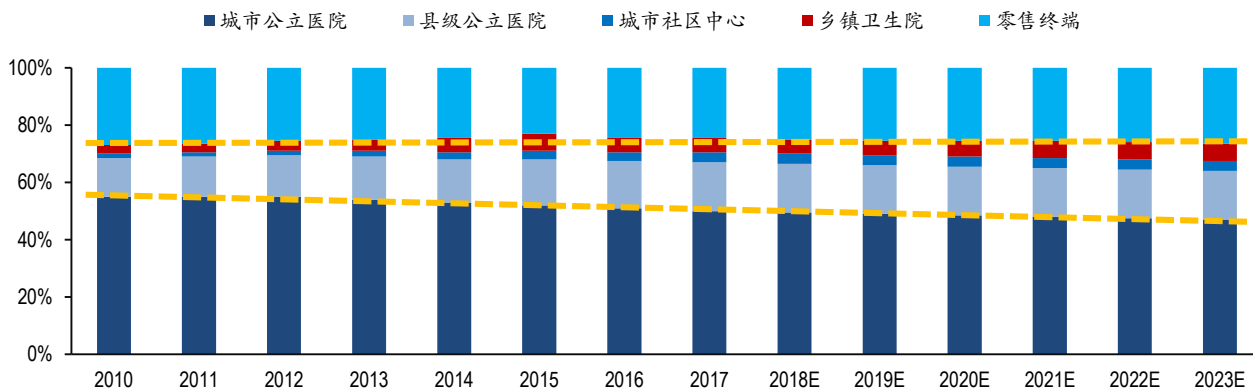
数据来源：Citi Research，东方证券研究所

3.1.2 基层市场增速更快，终端用药结构发生变化

基层终端增速快于城市公立医院，份额占比将会显著提升。可以看到，2014-2018 年终端整体同比增速逐年下降到 5-10% 的区间内，但基层终端（县级公立医院、城市社区中心和乡镇卫生院）市场规模增速一直快于城市公立医院，下沉趋势明显。据第三方预测，基层终端到 2021 年整体市场规模占比有可能接近 30%，占比明显提升。

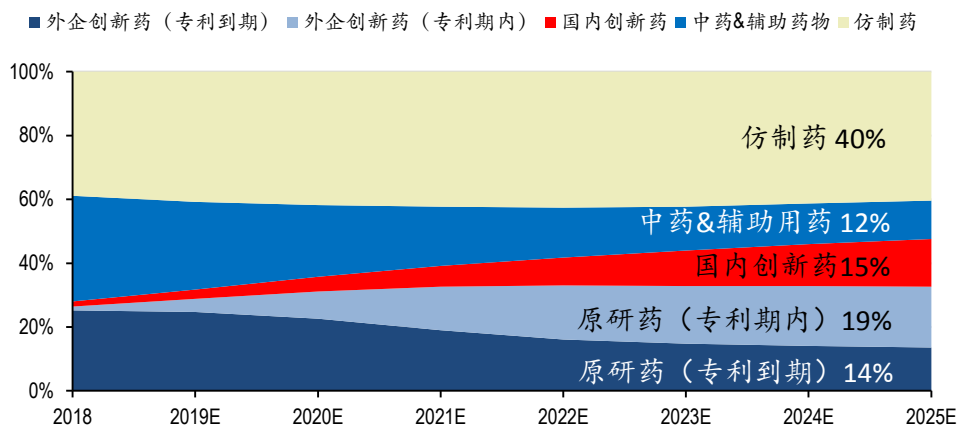
图 12：基层终端市场规模增速显著快于城市公立医院


数据来源：Citi Research, 米内网, 东方证券研究所

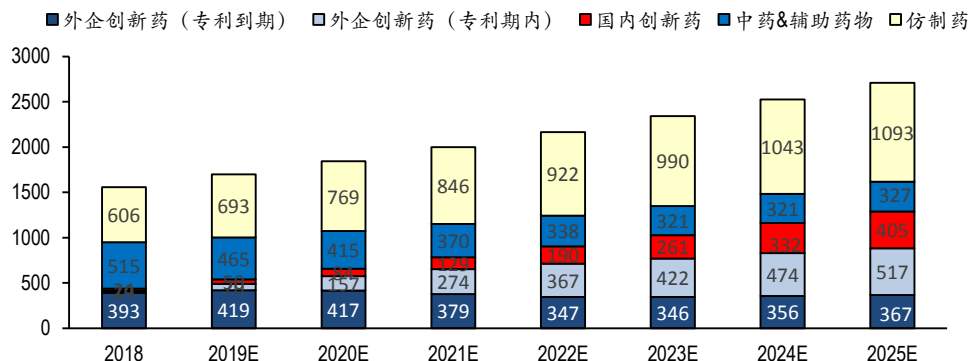
图 13：基层终端占比到 2021 年有望接近 30%


数据来源：Citi Research, 米内网, 东方证券研究所

在整体控费和基层市场占比提升的背景下，终端用药结构将发生明显变化。由于国家医保对于非治疗性品种（辅助用药、中药注射剂等）和过期原研药的压制，这些种类市场份额将会迅速降低。相对应地，国内外创新药产品由于治疗刚性需求将会放量。另外，随着基层市场用药规范化，治疗性仿制药将成为市场主体，预期市占率维持在 40% 左右。

图 14：国内医药市场份额（销售金额）变化情况


数据来源：Citi Research, IQVIA, 东方证券研究所

图 15：国内医药市场份额（销售金额）分布情况（单位：十亿元）


数据来源：Citi Research, IQVIA, 东方证券研究所

3.2 创新是不变的主旋律，政策免疫品种可期待

不论是政策端全生命周期的扶持，还是终端用药结构的改变，整个行业都在回归“满足刚性治疗需求”的本质，创新是行业发展的唯一解。从现状来看，国内创新药产业链（工业企业+CRO）都还处于快速成长期。同时，在全行业低速增长的大背景下，依然有不少政策免疫细分领域保持了快速发展，比如疫苗、生长激素等生物制品。

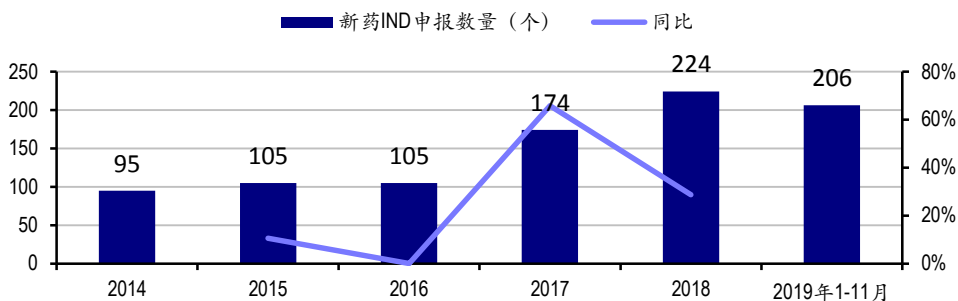
3.2.1 国内创新药产业链仍处于景气周期内

国内创新药产业链包含医药工业企业和从事研发外包服务的 CRO，这其中医药工业研发主体大体可划分为上市公司和中小型 Biotech。从行业内各项指标来看，创新药产业链仍然处于景气周期，具体如下：

1) 创新药 IND 申报和临床数量保持在较高水平。2016-2018 年，创新药（仅 1 类）IND 数量从 105 个提高到 224 个，整体数量翻倍；从目前统计数据来看，2019 年创新药 IND 数量大概率会超过 2018 年，维持在 225 个左右。虽然 19 年创新药分子数没有大幅增加，但考虑到若干创新药品种在进行多个适应症扩展（比如 PD-1 单抗），对临床服务需求会持续提升。16-18 年，创新药临床 I-III 期试验数量从 615 个提高到 925 个，两年增长 50%。

2) 上市公司和 Biotech 研发支出形势乐观。据我们统计，医药生物上市公司研发支出前 100 家企业 2018 年研发费用达到 356 亿元，同比增速达到历史峰值（+40%）；15-18 年研发支出 CAGR 达到了 29%，19H1 同比增速仍然保持在 15% 以上；一级市场 Biotech 投融资情况也比较乐观，2019 年前十个月整体规模在 575 亿元，大体可判断与去年历史高峰持平。

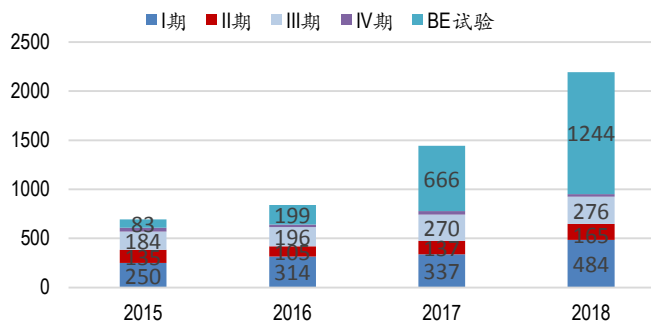
图 16：国内 1 类新药 IND 批件申报情况



备注：仅统计 1 类创新药批件，单品种多次申报（不同适应症）只计算一次。

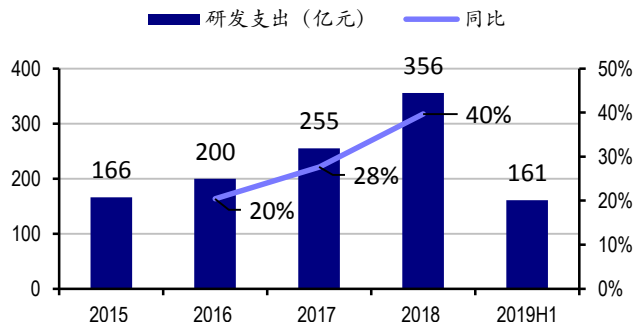
数据来源：CDE，东方证券研究所

图 17：国内临床试验登记情况统计（2015-2018 年）



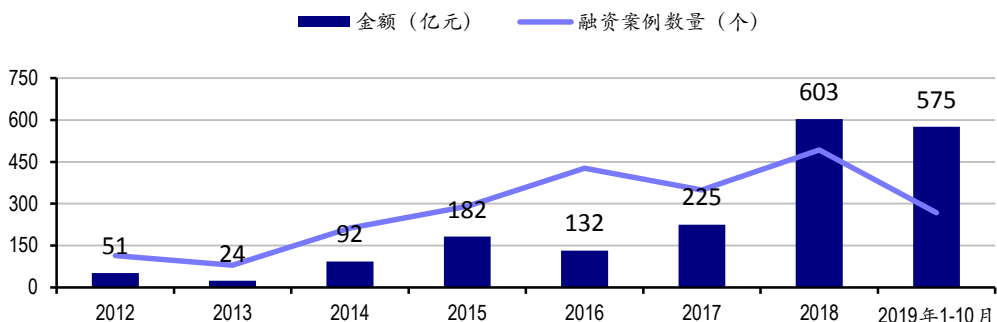
数据来源：CDE，东方证券研究所

图 18：医药上市公司 TOP100 研发投入情况（2015-2019H1）



数据来源：Wind，东方证券研究所

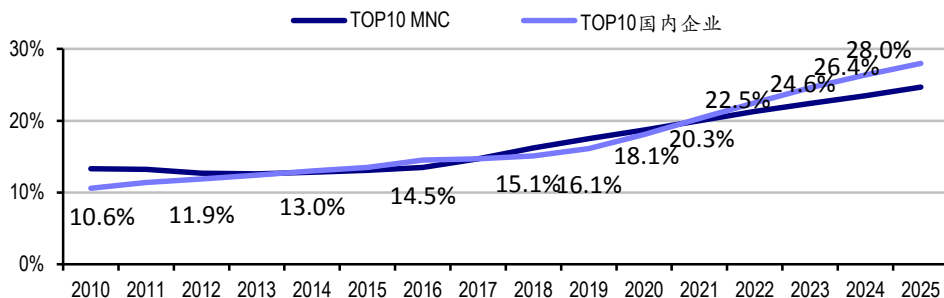
图 19：生物制药领域一级市场投融资情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

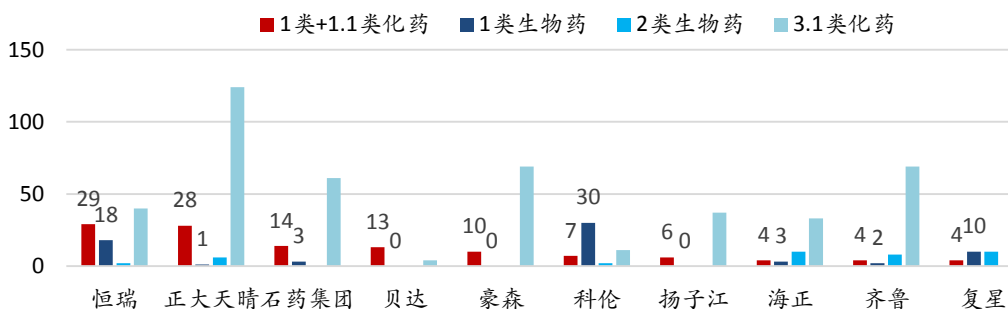
所以，我们认为创新药产业链相关标的成长逻辑较为确定：一方面，以恒瑞医药为代表的龙头企业将直接受益于研发管线兑现和行业集中度提升；另一方面，从事创新药研发服务的 CRO 将肩负工业企业转型升级的历史使命。

图 20：国内市场 MNC TOP10 和国内企业 TOP10 市占率情况



数据来源：IQVIA，东方证券研究所

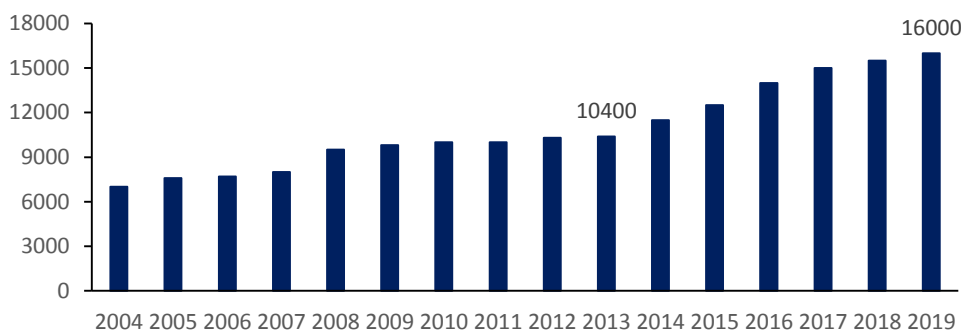
图 21：国内研发型药企申报数量对比（2014-2019Q3）



数据来源：CDE，东方证券研究所

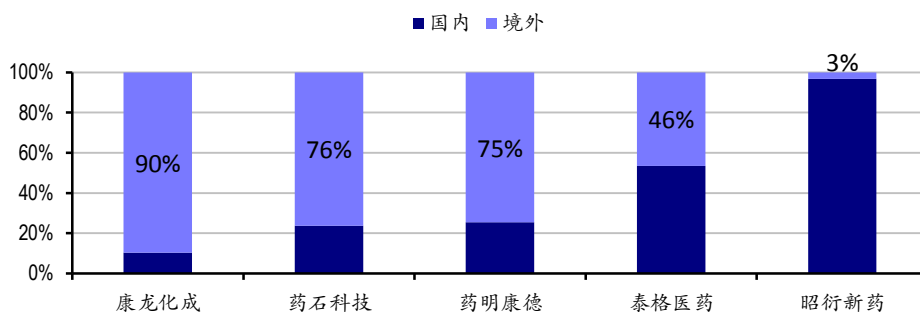
CRO 大概率是业绩增速最快的细分板块。国内主流 CRO 大体可分为 3 类：综合型 CRO（药明康德、康龙化成）、临床 CRO（泰格医药）、特色细分 CRO（昭衍新药、药石科技等）。其中，泰格医药处于产业链下游，将持续受益于 2017 年 IND 批件大幅增加后开展临床 II/III 期试验的需求；昭衍新药和药石科技都是各自领域的龙头企业，竞争能力强，订单饱和；药明康德和康龙化成主要收入来自于境外，考虑到全球 CRO 行业各指标（研发管线规模、TOP CRO 订单、处方药销售收入、Biotech IPO 情况）都处于健康状态，加之国内临床前 R&D 需求的提升，业绩同样较为乐观。

图 22：全球研发管线规模在持续提升（在研分子数量）



数据来源：Pharmaprojects, Bloomberg, 东方证券研究所

图 23：主流 CRO 标的国内外收入占比情况（2018 年）



数据来源：Wind, 各公司年报, 东方证券研究所

3.2.2 生物制品政策免疫性强，赢在高确定性

国内医疗保障行业制度建立 20 余年，标准化监管工作仍在进一步推进，加之医保基金提高使用效率的诉求较强，因此近年针对各子行业的监管政策频出不迭，节奏上大体为：2017-2018 年针对医药商业、2019-2020 年针对化学制药、2020 年往后大概率会针对器械与高值耗材。

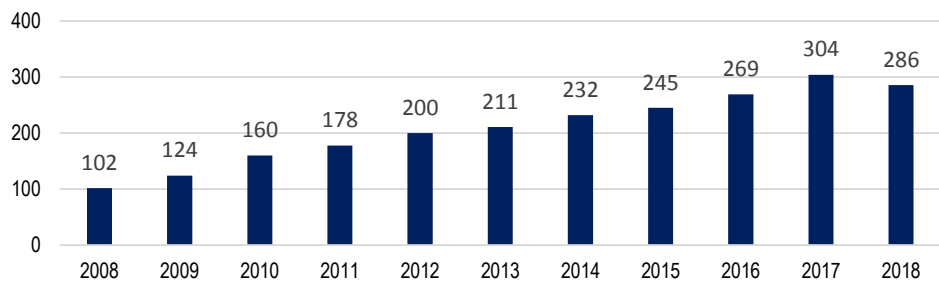
生物制品由于高技术含量与资源稀缺性导致其成为为数不多的政策免疫行业，且具备长期成长性，未来发展确定性高。这里我们重点分析疫苗和生长激素两个细分市场，具体来看：

1) 疫苗：供给端增长推动市场扩容

整体市场规模不断扩容。据统计，我国疫苗行业市场规模从 2008 年 102 亿元增长至 2018 年 286 亿元，CAGR 为 10.86%，2018 年由于长生物事件市场规模略有萎缩，2019 年行业内部正本清源，重新恢复高增长。生产企业中，一类疫苗以国企为主，二类疫苗以民企为主，其中二类疫苗仍保持较高速度增长，消费者接受与认可程度逐步上升，HPV 等高端疫苗品种的爆发带来疫苗市场扩容，需求端保持强劲。

监管趋严助推集中度提升。据我们测算，国内疫苗市场 2018 年康泰生物、智飞生物、沃森生物市占率分别为 5%、4%和 3%，集中度较低。伴随《疫苗管理法》的推行，疫苗行业有望强化头部集中效应。一方面，新进入者的壁垒将大幅提高，未来伴随中国疫苗市场的快速扩容，强者恒强的局面更加突出；另一方面，国内一些重磅疫苗品种如 13 价肺炎、HPV、微卡等也即将上市，有望为企业成长带来新的增量，头部企业迎来新发展拐点。

图 24：2008—2018 年我国疫苗市场规模（亿元）



数据来源：前瞻经济学人，东方证券研究所

大品种疫苗处于放量阶段。2018 年我国二类苗市场增长明显，大品种疫苗贡献了大部分市场增量，如 EV71 疫苗销售规模约 53 亿元、HPV 四价疫苗销售规模约 30 亿元。随着新的大品种二类苗研发上市，二类苗市场将继续扩容。目前，我国多种新型疫苗和多联多价疫苗仍处于快速放量期（HPV 疫苗、13 价肺炎结合疫苗、5 价轮状疫苗等），在未来一段时间疫苗市场仍将保持高速增长，且确定性明显。

表 15：2018 年大品种疫苗批签发与销售情况梳理

产品	企业	批签发数量（万支）	规模（亿元）
EV71 疫苗	北京科兴、武汉所	3005	53
HPV 四价疫苗	默沙东（智飞）	380	30
13 价肺炎结合疫苗	辉瑞	385	27
9 价 HPV 疫苗	默沙东（智飞）	122	16
DtaP-Hib 四联苗	康泰生物	515	14
AC-Hib 三联苗	智飞生物	644	14

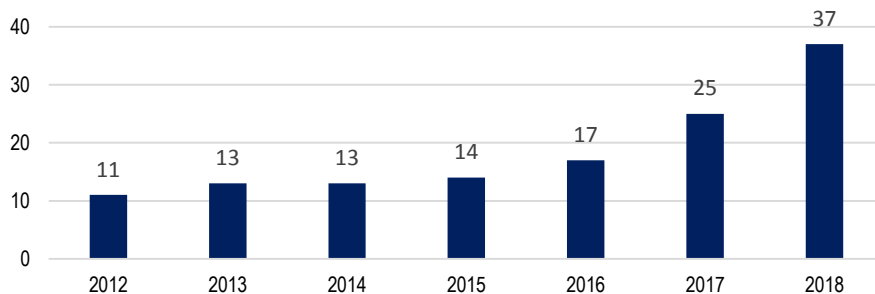
数据来源：中检所，东方证券研究所

2) 生长激素维持高景气度，潜在市场空间巨大

近年来，生长激素市场维持高景气度。我国生长激素市场规模由 2012 年的 11 亿增长至 2018 年 37 亿，增长迅速；尤其 2015-2018 年间，由于供给端推陈出新以及需求端强劲推动，三年内 CAGR 达到 38.26%。目前，生长激素共有三种类型：粉针、水针与长效剂型，分别定位不同消费能力的客户群体，产品的高端化与多元化持续为市场扩容，长效剂型潜力巨大。从地域角度看，生长激素的消费多集中在一二线等经济发达的城市，经济发展相对落后的区域潜在市场空间有待挖掘。

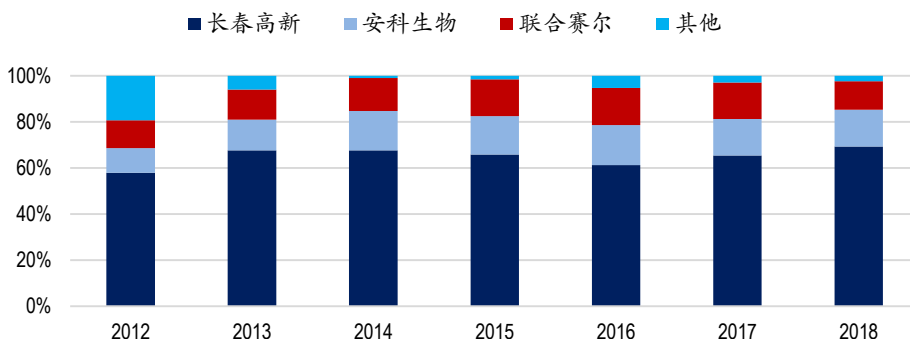
市场呈现寡头垄断格局。根据 PDB 样本医院数据，2018 年长春高新(金赛药业)市占率为 69.4%，安科生物市占率 15.9%，联合赛尔市占率 12.3%，三家共占市场份额的 97.6%，相较 2012 年提高 16.9 个百分点，寡头垄断格局稳定。长春高新龙头地位稳定，是国内唯一一家拥有生长激素全剂型的生产企业，其推出的长效剂型未来潜力巨大，有望成为支柱产品为公司与行业带来增量。安科生物主打产品为粉针，水针处于上市前阶段，随着研发投入的加大与新产品的迭代，公司生长激素份额有望进一步扩大。

图 25：2012-2018 年我国生长激素市场规模（亿元）



数据来源：前瞻经济学人，东方证券研究所

图 26：2012-2018 年我国生长激素市场份额变化



数据来源：PDB，东方证券研究所

四、2020 年行业投资策略及重点标的

如上文所述，在国家医保基金控费的大背景下，行业整体增速将维持低速增长态势，各细分领域分化将继续加剧。具体来看：

- 1) 化药制剂：**传统仿制药作为控费重灾区，相当长的时间内成长前景都不容乐观；随着带量采购品种扩围和推进至注射剂，药品价格将不断下探，相关企业都将面临转型升级的考验；相比之下，创新药则较为乐观：一方面受到政策全生命周期的呵护，另一方面首批国产创新药品种已经集中上市，为行业增长注入了新的活力；
- 2) 中药：**在终端用药回归有效性和合理性的过程中，疗效不确切的中药品种（尤其是注射剂）将会受到较大冲击。但是，其中偏消费属性的资源稀缺型的品牌中成药，如云南白药和片仔癀等，有可能实现较快成长；
- 3) 生物制品：**传统生物药（鼠神经生长因子、胸腺五肽等）是控费重点对象；血制品和疫苗则是行业内少数景气度较高的细分领域，并且具有壁垒高、竞争格局好的特点，具有长期成长空间；生长激素偏消费属性，同样是国家医保绝缘品种，仍然处于高增长周期内；
- 4) 医疗服务及器械：**服务板块基本不受政策干扰，相关标的（爱尔眼科、美年健康和通策医疗）在细分领域都具有良好的发展前景，但是高估值需要一定时间消化；医疗器械方面，国内厂家在众多领域（化学发光、心脏支架、超声设备等）都有技术突破，叠加政策红利，有望在高端医院逐步进口替代；
- 5) 医药商业：**估值处于历史底部，是整个行业的估值洼地，具有较强的安全边际。两票制调整完成后，全国性商业龙头业绩有望出现改善，行业集中度存在提升空间。伴随整体业绩改善，流通板块有可能出现估值修复行情。

4.1 行业关键词：景气度+确定性

从各细分领域来看，化学制剂（仿制药）和中药仍将面对医保的强力控费，医药商业基本面没有发生特别显著的变化，医疗服务处于高估值平台，医疗器械有可能是政策下一轮重点调控方向，只有化学制剂（创新药）和生物制品在行业整体增速下行的背景下仍然保持高增长，前景明朗。

结合 2019 年医药行业各细分领域及相关标的的表现，在行业整体估值偏高的背景下，我们认为高景气度和高确定性仍然是 2020 年医药行业最重要的关键词。

目前来看，创新药产业链和生物制品部分领域兼具以上 2 个特征。其中，创新药产业链包含了医药工业龙头（恒瑞医药）和 CRO（药明康德、康龙化成、昭衍新药）；生物制品主要是指疫苗（康泰生物）和生长激素（长春高新）。

4.2 主线一：创新药产业链相关标的

1) 恒瑞医药：业绩加速增长，Pipeline 兑现预期较好

公司创新药产品放量带来业绩高成长（19-21 年净利润 CAGR 有望超过 30%，远高于行业平均水平），同时叠加 2018-2023 年公司创新药产品集中上市周期。

图 27：恒瑞医药 Pipeline (截止 2019 年 11 月 8 日)

临床前	1期/获批临床	2期/3期	报产 (NDA)	
抗肿瘤	<ul style="list-style-type: none"> OBP-301 BTK抑制剂 (SHR-1266) 	<ul style="list-style-type: none"> T-DM1抗体偶联药物 (SHR-A1201) IDO抑制剂 (SHR9146片) c-Met抗体偶联药物 (SHR-A1403) 帕安珠单抗 (SHR-1309) MEK抑制剂 (SHR7390) PD-L1/TGFβ双抗 (SHR-1701注射液) EZH2抑制剂 (SHR2554片) IL-15单抗 (SHR-1501) CD47单抗 (SHR-1603) SERD抑制剂 (SHR9549片) BTK抑制剂 (SHR1459片) Hedgehog通路抑制剂 (SHR1539片) TLR-7抑制剂 (SHR2150胶囊) CD40单抗 (SHR1704) SHR-1702注射液 	<ul style="list-style-type: none"> 法米替尼 (SHR1020) BP102 (贝伐珠单抗) AR拮抗剂 (SHR-3680) CDK4/6抑制剂 (SHR6390片) PD-L1抑制剂 (SHR-1316) 	<ul style="list-style-type: none"> 吡咯替尼 (SHR-1258) * PD-1单抗 (SHR-1210) * PARP抑制剂 (SHR3162)
麻醉镇痛		<ul style="list-style-type: none"> M6G (吗啡-6-葡萄糖苷酸) KOR激动剂 (SHR0410) 美洛昔康混悬注射液 MOR受体激活剂 (SHR8554) 	<ul style="list-style-type: none"> 瑞马唑仑 	
糖尿病	<ul style="list-style-type: none"> INS061 (基础胰岛素) 	<ul style="list-style-type: none"> 吡格列汀 (GPR40) 口服GLP-1 (SHR-2042) INS068注射液 (长效胰岛素) 	<ul style="list-style-type: none"> 恒格列净 (SGLT-2) 	<ul style="list-style-type: none"> 瑞格列汀 (DPP-4)
风湿免疫		<ul style="list-style-type: none"> IL-17抗体 (SHR-1314注射液) 	<ul style="list-style-type: none"> JAK抑制剂 (SHR0302) URAT1抑制剂 (SHR4640) 	
其他	<ul style="list-style-type: none"> SHR-0814 	<ul style="list-style-type: none"> 格隆溴铵吸入粉雾剂&注射液 PCSK9单抗 (SHR-1209) GnRH受体拮抗剂 (SHR7280片) ROMK抑制剂 (SHR0532片) SOST单抗 (SHR-1222) HIF-PHI (DDO-3055片) SHR2285片 	<ul style="list-style-type: none"> TPOR激动剂 (海曲泊帕) 	<ul style="list-style-type: none"> 沙美特罗替卡松

备注：1、加粗：为中美双报品种或者在海外开设临床；2、“*”标注的是有新的重要适应症在拓展；3、标红：相对重要的在研品种。

数据来源：Wind，东方证券研究所

我们维持对公司 2019-2021 年每股收益 1.21 元、1.58 元和 2.05 元的盈利预测，给予公司“买入”评级。

2) 康龙化成：CRO 一体化持续推进，业绩高成长

公司是全球领先的小分子临床前开发外包服务提供商，前端药物发现与研究业务保持平稳增长，后端 CMC/CMO 和临床业务快速推进。随着后端业务不断成熟，整体盈利能力将会显著提升，从而带来业绩高成长（19-21 年 CAGR 在 40%左右）；

我们维持对公司 2019-2021 年每股收益 0.71 元、0.94 元和 1.24 元的盈利预测，给予公司“增持”评级。

3) 药明康德：打造创新药研发生态，内生增长强劲

在小分子药物前后端一体化的基础上，公司还进行了细胞和免疫疗法外包服务、创新药投资、新药研发合作 (DDSU) 和大健康数据等等创新药相关领域的布局，生态体系建设趋于完善。业务方面，内生增长强劲，后端 CMO 和临床业务都将维持快速增长态势，前端业务竞争优势明显、将受益于集中度提升。

我们维持对公司 2019-2021 年每股收益 1.45 元、1.72 元和 2.10 元的盈利预测，给予公司“增持”评级。

4) 昭衍新药：新产能进入结算周期，业绩有望加速

公司作为国内安评领域的龙头企业，年内新增订单仍然保持较高增速，随着 19 年 5 月投入的新产能的释放，未来 2-3 年业绩有望加速增长；同时，早期临床和药物警戒业务也在迅速推进，将有力支撑公司成长天花板。

我们维持对公司 2019-2021 年每股收益 0.99 元、1.46 元和 1.94 元的盈利预测，给予公司“增持”评级。

4.3 主线二：政策免疫的高成长标的

1) 长春高新：生长激素快速放量，疫苗业务出现回暖

国内生长激素行业整体增速超过 35%，公司作为龙头企业增速更快。目前来看，公司仍将受益于该行业的快速发展：一方面，消费升级带来需求增长，随着下沉基层市场，渗透率还将继续提升；另一方面，公司在营销端加大学术推广力度，拓展渠道，提升市占率。此外，公司疫苗业务出现回暖迹象，在行业景气度向上的前提下有望取得长足发展。

公司 19 前三季度实现营收 54.44 亿元、同比增长 31.50%，实现归母净利润 12.41 亿元、同比增长 47.93%；截止 2018 年，研发支出 3.96 亿元、同比增长 13.56%。随着重磅品种的上市，我们认为生长激素行业仍有巨大潜力，公司业绩有望改善。

2) 康泰生物：管线储备丰富，大品种上市驱动业绩高增长

公司疫苗产品线种类较多，短中长期都有较强增长动力。短期来看，四联苗批签发已经恢复正常，肺炎 23 价多糖疫苗开售在即；中期来看，肺炎 13 价疫苗、狂犬疫苗、IPV 疫苗和 EV71 疫苗都处于上市前期或临床后期，其中肺炎 13 价疫苗和狂犬疫苗国内市场规模较大，都具有数十亿元营收的潜力；长期来看，多联疫苗是行业发展的方向，而公司联苗研发和生产能力较强，除在售的四联苗，公司百白破 -IPV-Hib（新型五联苗）、麻腮风水痘四联苗都已经处于临床前研发阶段。

2019 年前三季度，公司实现营收 13.94 亿元、同比下降 7.05%，归母净利润 4.31 亿元、同比增长 14.53%；2018 年研发支出 1.77 亿元，同比增长 48.21%。我们认为，随着公司研发支出力度的加大以及未来 2-3 年重磅品种的陆续上市，业绩表现值得期待。

五、风险提示

1、如果带量采购品种扩围和注射剂集采推进过快，将对行业成长有不利影响。继去年底“4+7”带量采购试点后，2019 年国家医保局继续推进试点品种扩围至全国。目前来看，带量采购后续将会继续推进，扩围至其他存量品种，同时会扩展到注射剂品种。如果推进速度太快，将对整个行业的成长产生较大的影响。

2、如果第一批国产创新药上市销售放量不及预期，将对相关标的业绩产生冲击。2018 年底至今，国内共上市了 13 个创新药；同时，也有若干生物类似物品种将集中上市。如果相关品种上市后放量不及预期，将会对相关标的的业绩产生一定不利影响。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人： 王骏飞

电话： 021-63325888*1131

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn

Email: wangjunfei@orientsec.com.cn

