

# 关注政策走向，聚焦优质赛道



——医药生物行业年度投资策略回顾与展望（20191215）

## 核心观点

❖ **医药行业盈利稳健，市场表现强于大盘。**截至2019年12月13日收盘，2019年医药生物指数上涨33.71%，跑赢万得全A指数5.11个百分点。纵观全年，今年医药生物板块的表现可分为3个阶段：（1）1至8月，生物医药指数行情主要受大盘走势影响，取得了不错的涨幅。截至8月6日，生物医药行业指数年内涨幅18.86%，与万得全A指数相比，超额收益仅为-0.26%，与大盘走势基本持平甚至略弱于大盘。（2）随着中报和季报业绩逐渐浮出水面，从8月开始，医药行业迎来了一波由业绩催化的板块行情。值得注意的是，在行业指数的快速上涨中，中药和医药商业板块由于盈利状况承压，与其它板块的股价出现了明显的分化。（3）行业指数的上涨持续到11月底，处在政策不明朗、业绩真空的混沌期，并且优质标的的估值抬升至历史较高水平的情况下，医药行业开始了较大幅度的调整。我们认为这是板块对于估值的良性调整。总体来说，今年多个细分领域的头部企业均实现了业绩和估值的戴维斯双击。医药行业市盈率（TTM）达到34.91，比年初提高了41.56%，医药行业相较于万得全A的估值溢价率达到108%。

❖ **政策端来看，2020年，医改持续推进，医保局加速推行新一轮带量采购、扩大医保谈判准入品种范围、药监部门的审评审批制度改革，将使得整个医药板块迎来前所未见的机遇和挑战。**尤其随着国内创新药政策的推进和我国医药市场的开放，越来越多的国际制药企业创新药将加速进入中国，我国创新药企业将迎来全球化的品种竞争；相反，一些具有高壁垒的仿制药，尤其是部分大疾病领域的品种，如果能率先突围并通过集采等政策完成国产替代，将有望迎来业绩与估值的双重提升。

❖ **我们看好的子行业：**（1）特色原料药。全国带量采购加速推行，进口替代和制剂价格大幅下降所驱动的需求端边际变化有望快速提升上市公司的估值与业绩；（2）医药外包及高端仿制药。我国医药行业已由过去缺医少药的仿制药阶段迈向创新阶段，创新药热潮将继续推动CRO、CDMO等领域一众“卖水人”的快速崛起；（3）医疗服务。行业资产证券化比例较低，未来长期仍会保持高速增长，民营专科医院扩张优势凸显；（4）医疗器械。高端体外诊断产品、高值耗材及国产医学影像有望迎来高速发展周期，进口替代加速。

❖ **推荐标的：**凯莱英（002821）、普洛药业（000739）、泰格医药（300347）、大博医疗（002901）、健康元（600380）、爱尔眼科（300015）、富祥股份（300479）。

❖ **风险提示：**医保控费力度持续加大；新药研发不及预期；仿制药一致性评价推进不及预期。

## 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部/医药团队  
行业评级 | 增持  
报告时间 | 2019/12/15

## 分析师

周豫  
证书编号：S1100518090001  
010-66495613  
zhouyu@cczq.com

## 联系人

张雪  
证书编号：S1100118080003  
010-66495936  
zhangxue@cczq.com

黄心如  
证书编号：S1100119110002  
021-68416608  
huangxinru@cczq.com

## 川财研究所

北京 | 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034  
上海 | 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120  
深圳 | 福田区福华一路6号免税商务大厦30层，518000  
成都 | 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

## 正文目录

一、2019年医药行业行情综述	7
1.1 2019年医药行业跑赢大盘	7
1.2 医药整体业绩持续向好，子板块分化明显	9
1.3 2019年医药行业政策回顾	11
1.3.1 医疗——社会办医标准细化，社会资本参与度提升	11
1.3.2 医药——加快境内外抗癌新药注册审批	12
1.3.3 医保——控费力度加强，带量采购如期扩面	13
二、2020年医药行业各子板块机会展望	15
2.1 医药外包及高端仿制药：受益于医药政策持续推进	15
2.1.1 医药外包行业维持高景气	15
2.1.2 鼓励药械创新持续推动医药创新浪潮	17
2.1.3 国内创新药面临挑战，高端仿制药或率先完成国产替代	20
2.2 特色原料药：中国特色“专利悬崖”到来催生需求大规模释放	22
2.2.1 特色原料药相比大宗原料药拥有独特的消费品属性	22
2.2.2 特色原料药市场从输入型“通胀”向需求拉动型“通胀”过渡	25
2.2.3 中国特色“专利悬崖”的到来大幅提升增量需求	29
2.3 医疗器械：行业景气提升，高端器械获益政策扶植	32
2.3.1 骨科植入物市场整体增长快，关节产品增长领跑细分赛道	32
2.3.2 一致性评价抬高准入门槛，集中度不断提升	35
2.3.3 带量采购助推产品进口替代，头部企业迎发展拐点	36
2.4 医疗服务：民营专科医院增长逻辑持续	38
2.4.1 医保政策避风港，头部企业估值溢价高	38
2.4.2 社会办医鼓励差异化发展，民营专科医院扩张优势凸显	40
三、重点推荐公司	46
3.1 泰格医药（300347）：新增订单充足，业绩确定性强	46
3.2 凯莱英（002821）：产能建设节奏加快，定增募投打开成长空间	47
3.3 普洛药业（000739）：管理红利不断释放，产品结构优化	48
3.4 富祥股份（300497）：周期向成长的转变	49
3.5 大博医疗（002901）：产品需求旺盛，产能大幅提升	50
3.6 健康元（600380）：吸入制剂产品步入收获期，布局价值凸显	51

3.7 爱尔眼科（300015）：眼科医院注入提速，业绩加速成长 .....	52
四、重点公司盈利预测与估值.....	54
风险提示 .....	55

## 图表目录

图 1:	2019 年医药生物板块整体涨幅高于大盘涨幅	7
图 2:	2019 年医药生物板块涨幅居各行业中第八位 (截至 2019 年 12 月 13 日)	8
图 3:	2019 年医药生物行业指数点位及其市盈率 (截至 2019 年 12 月 13 日)	8
图 4:	2019 年医药生物行业和万得全 A 的市盈率 (截至 2019 年 12 月 13 日)	9
图 5:	医药生物细分子行业营业收入同比增速 (%)	10
图 6:	医药生物细分子行业归属母公司净利润同比增速 (%)	10
图 7:	CRO 行业渗透率提升情况	15
图 8:	2010-2018 年新药回报率	16
图 9:	全球新药平均研发成本	16
图 10:	医药外包行业市盈率情况	16
图 11:	医药外包相较医药生物板块整体溢价情况	17
图 12:	2011-2018 年药审中心受理化药 IND 申请数量	18
图 13:	2011-2018 年新药临床试验申请占比情况	18
图 14:	部分国内创新型医药企业利用海外资本融资情况	19
图 15:	创新药产业链	19
图 16:	化学原料药分类及特点	23
图 17:	2016-2019 年 1-5 月舒巴坦原料药市场均价变化趋势 (单位: 元/公斤)	23
图 18:	2016-2019H1 缬沙坦原料药价格变化趋势 (单位: 元/公斤)	23
图 19:	2016-2019 年卡托普利市场价格 (单位: 元/公斤)	24
图 20:	2016-2019 年阿托伐他汀钙市场价格 (单位: 元/公斤)	24
图 21:	2016-2019 年 4-AA 市场价格 (单位: 元/公斤)	24
图 22:	2016-2019 年硫氰酸红霉素市场价格 (单位: 元/公斤)	24
图 23:	2016-2019 年泛酸钙市场价格 (单位: 元/公斤)	24
图 24:	2016-2019 年维生素 C 市场价格 (单位: 元/公斤)	24
图 25:	2016-2019 年 6-APA 市场价格 (单位: 元/公斤)	25
图 26:	2016-2019 年 7-ACA 市场价格 (单位: 元/公斤)	25
图 27:	特色原料药市场存量及增量驱动因素	28
图 28:	国内化学原料药市场规模测算	28
图 29:	仿制药商业模式变化对比	31
图 30:	高值耗材分类	32
图 31:	2018 年高值耗材主要细分行业市场规模及增速对比	33
图 32:	2015-2018 年我国骨科植入物市场规模 (单位: 亿元)	34
图 33:	2018 年国内骨科植入物市场销售额 (单位: 亿元)	34
图 34:	国内主要骨科植入物生产企业发明专利和注册证书数量比较	34
图 35:	国内主要骨科植入物生产企业研发投入占营业收入比例	34
图 36:	近五年以来三类医疗器械企业数量锐减	36
图 37:	医疗服务相对医药生物整体估值溢价率达 125%	39
图 38:	2018、2019Q3 医药各行业的收入同比增速	39
图 39:	2018、2019Q3 医药各行业的归母净利润同比增速	40
图 40:	2010-2019 年全国医疗卫生机构总数	40
图 41:	2010-2019 年公立医院与民营医院的发展情况	41
图 42:	2010-2019 年民营医院诊疗人次及其增速与渗透率	41

图 43:	2012-2018 年并购医院的占比变化 .....	43
图 44:	2018 年并购医院分类 (按经济类型) .....	44
图 45:	2018 年并购医院分类 (按卫生机构类别) .....	44
图 46:	2002 年以来人均卫生费用一直维持双位数增长 .....	44
图 47:	2006-2018 年综合医院和专科医院的收入增速 .....	45
图 48:	2013-2018 年各专科医院的收入 CAGR .....	45
图 49:	2013-2019Q3 泰格医药营业收入及增长情况 .....	46
图 50:	2013-2019Q3 泰格医药归属母公司股东的净利润及增长情况 .....	46
图 51:	2013-2019Q3 凯莱英营业收入及增长情况 .....	48
图 52:	2013-2019Q3 凯莱英归属母公司股东的净利润及增长情况 .....	48
图 53:	2013-2019Q3 普洛药业营业收入及增长情况 .....	48
图 54:	2013-2019Q3 普洛药业归属母公司股东的净利润及增长情况 .....	48
图 55:	2013-2019Q3 富祥股份营业收入及增长情况 .....	49
图 56:	2013-2019Q3 富祥股份归属母公司股东的净利润及增长情况 .....	49
图 57:	2013-2019Q3 大博医疗营业收入及增长情况 .....	50
图 58:	2013-2019Q3 大博医疗归属母公司股东的净利润及增长情况 .....	50
图 59:	2013-2019Q3 健康元营业收入及增长情况 .....	52
图 60:	2013-2019Q3 健康元归属母公司股东的净利润及增长情况 .....	52
图 61:	2013-2019Q3 爱尔眼科营业收入及增长情况 .....	53
图 62:	2013-2019Q3 爱尔眼科归属母公司股东的净利润及增长情况 .....	53

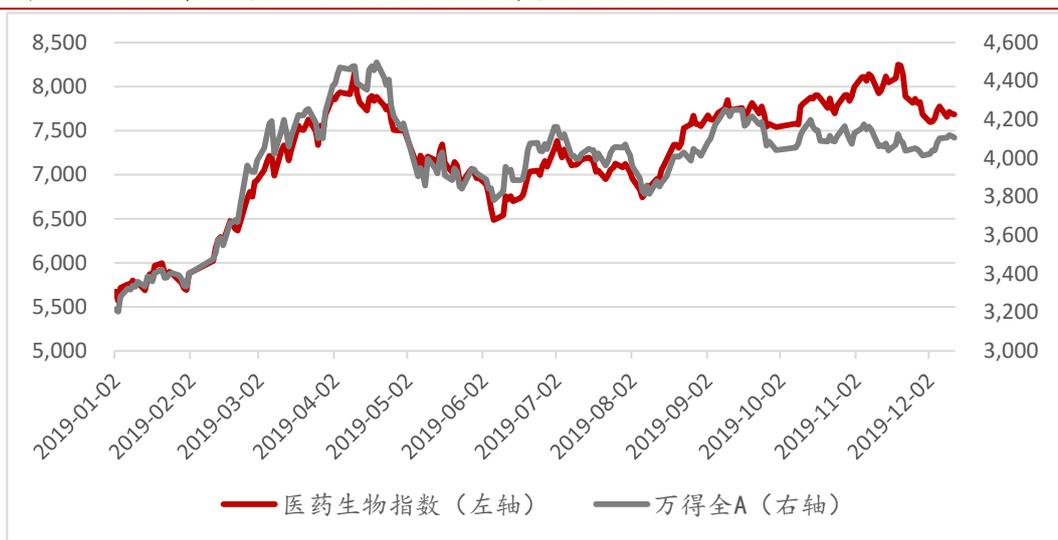
表格 1.	2019 年医药生物行业个股涨幅前 20 名（截至 12 月 13 日）	10
表格 2.	我国社会办医重要政策汇总	11
表格 3.	2019 版《药品管理法》要点	13
表格 4.	2019 年医保谈判目录部分药品	14
表格 5.	2018 年“4+7”带量采购中标情况	20
表格 6.	2019 年“4+7”带量采购扩围情况	21
表格 7.	仿制药一致性评价政策进程	26
表格 8.	关联审评审批政策及主要内容	26
表格 9.	医药原料药行业环保政策频出	27
表格 10.	11 城带量采购扩面中标情况及对比	29
表格 11.	2017-2018 年国内医疗机构骨科医院及诊疗情况	34
表格 12.	医疗器械分类依据	35
表格 13.	2019 年医用高值耗材行业事件梳理	36
表格 14.	2018-2019 年我国社会办医重要政策汇总	41
表格 15.	重点公司盈利预测与估值	54

## 一、2019 年医药行业行情综述

### 1.1 2019 年医药行业跑赢大盘

截至 2019 年 12 月 13 日收盘，2019 年医药生物指数上涨 33.71%，跑赢万得全 A 指数 5.11 个百分点。纵观全年，我们认为今年医药生物板块的表现可分为 3 个阶段：（1）1~8 月，生物医药指数行情主要受大盘走势影响，亦取得了不错的涨幅。截至 8 月 6 日，生物医药行业指数年内涨幅 18.86%，与万得全 A 指数相比，行业的超额收益仅为 -0.26%，与大盘走势基本持平甚至略弱于大盘。（2）随着中报和三季度业绩逐渐浮出水面，从 8 月开始，医药行业迎来了一波由业绩催化的板块行情。值得注意的是，在行业指数的快速上涨中，中药和医药商业板块由于盈利状况承压，与其它板块的股价表现出现了明显的分化。（3）行业指数的上涨持续到 11 月底，处在政策不明朗、业绩真空的混沌期，并且优质标的的估值抬升至历史较高水平的情况下，医药行业开始了较大幅度的调整。截至 12 月 13 日，医药生物行业指数相较于 11 月 19 日的收盘价，跌幅达 5.30%。我们认为这是板块对于估值的良性调整。总体来说，对于处在变革期的医药健康产业，今年多个细分领域的头部企业均实现了业绩和估值的戴维斯双击。

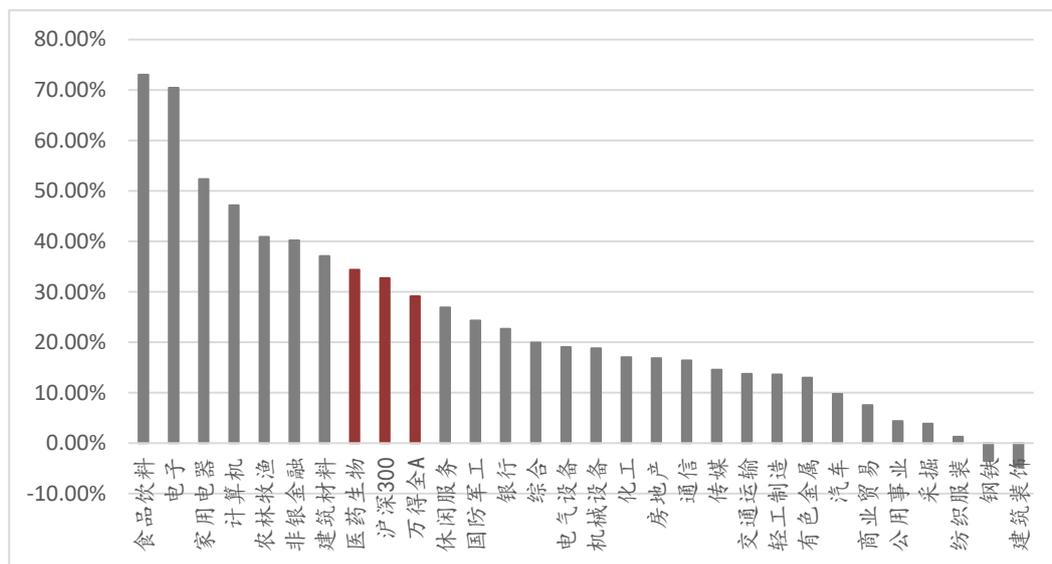
图 1：2019 年医药生物板块整体涨幅高于大盘涨幅



资料来源：Wind，川财证券研究所

从行业涨跌幅来看，2019 年以来医药行业涨幅 33.71%，在 28 个行业中位列第八，表现优于万得全 A 指数和沪深 300 指数。

图 2：2019 年医药生物板块涨幅居各行业中第八位（截至 2019 年 12 月 13 日）



资料来源：Wind，川财证券研究所

今年以来医药行业的估值有所抬升，截至 12 月 13 日，医药行业市盈率（TTM）为 34.91 倍，相比年初 24.66 倍提高了 41.56%，而指数涨幅为 33.71%。可见相较于 EPS 的增长，估值的提升对于今年医药行业的涨幅贡献更大。

图 3：2019 年医药生物行业指数点位及其市盈率（截至 2019 年 12 月 13 日）



资料来源：Wind，川财证券研究所

医药行业相较于万得全 A 的估值溢价率亦在今年有所提高。万得全 A 的市盈率（截至 12 月 13 日）为 16.78，医药行业的估值溢价率达到 108%，今年年初时这一数据为 88%。

图 4：2019 年医药生物行业和万得全 A 的市盈率（截至 2019 年 12 月 13 日）



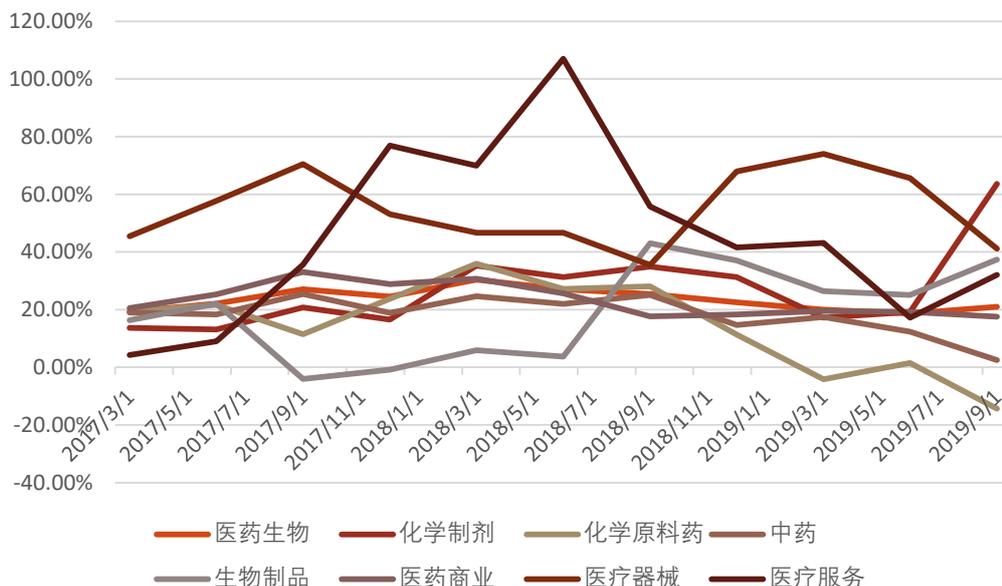
资料来源：Wind，川财证券研究所

## 1.2 医药整体业绩持续向好，子板块分化明显

2019 年前三季度医药行业营业收入同比增长 21.01%，业绩同比增长 12.51%，整体增长稳健，业绩增速略低于营业收入的增长。从子行业来看，今年以来各板块的市场表现分化明显。截至 12 月 13 日，受医保控费政策影响较小的医疗服务、医疗器械和生物制品，分别实现了 60.66%、39.32%和 36.64%的涨幅；化学制剂由于 2018 年受“4+7”带量采购的影响边际效应减弱，年内反弹明显，涨幅也达到了 46.39%；原料药板块景气度兑现，涨幅 44.51%；而中药和医药商业板块在基本面和政策面都比较低迷，表现平淡。

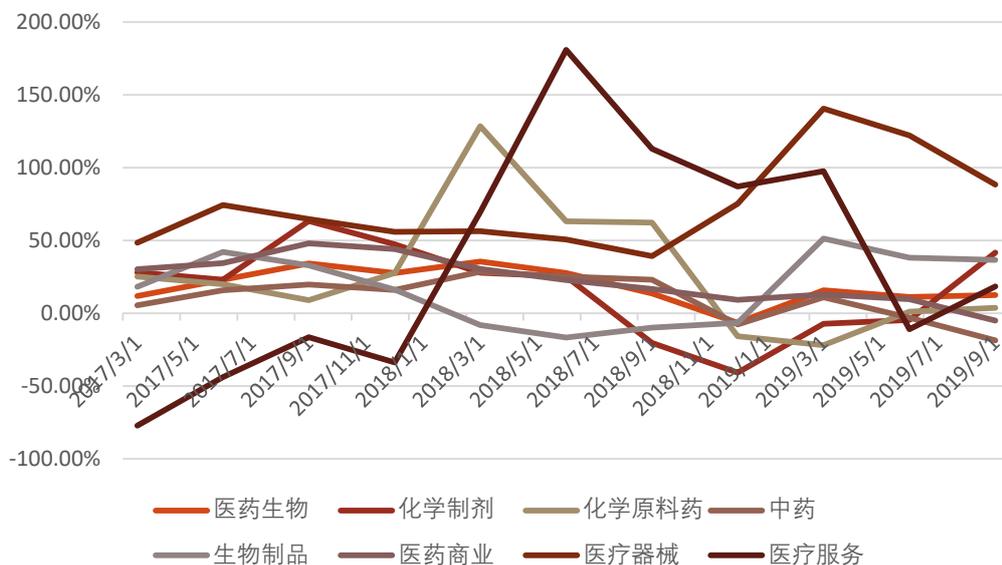
收入方面，化学制剂、医疗器械、生物制品板块营业收入同比增幅较高；业绩方面，扣非归母净利润同比增速最快的依次是生物制品、医疗服务、医疗器械。具体到个股行情，2019 年涨幅前 20 的个股中数量最多的是化学制剂板块，包括：兴齐眼药（300573）、济民制药（603222）、天宇股份（300702）、贝达药业（300558）、华北制药（600812）；其次是医疗服务板块（含医药外包），包括：康龙化成（300759）、金城医学（603882）、通策医疗（600763）、泰格医药（300347），其中康龙化成是 2019 年上市新股。

图 5：医药生物细分子行业营业收入同比增速 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：医药生物细分子行业归属母公司净利润同比增速 (%)



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 1. 2019 年医药生物行业个股涨幅前 20 名 (截至 12 月 13 日)

序号	证券代码	证券简称	涨幅 (%)	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	所属行业
----	------	------	--------	----------	-----------	------

序号	证券代码	证券简称	涨幅 (%)	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	所属行业
1	300573.SZ	兴齐眼药	384.21%	67.79	233.66	化学制剂
2	300759.SZ	康龙化成	354.40%	374.75	88.84	医疗服务
3	603222.SH	济民制药	266.89%	159.36	437.45	化学制剂
4	603707.SH	健友股份	190.86%	303.20	56.29	化学原料药
5	300702.SZ	天宇股份	160.66%	99.52	18.81	化学制剂
6	000661.SZ	长春高新	153.69%	889.89	63.18	生物制品
7	300595.SZ	欧普康视	150.79%	211.99	75.68	医疗器械
8	300601.SZ	康泰生物	149.83%	577.80	117.84	生物制品
9	603882.SH	金域医学	141.42%	242.72	62.55	医疗服务
10	300357.SZ	我武生物	140.47%	246.14	84.84	生物制品
11	603079.SH	圣达生物	136.42%	42.57	113.57	化学原料药
12	603520.SH	司太立	130.40%	71.71	49.01	化学原料药
13	300558.SZ	贝达药业	130.10%	287.32	132.04	化学制剂
14	600812.SH	华北制药	127.92%	147.26	89.12	化学制剂
15	600763.SH	通策医疗	123.94%	337.47	73.95	医疗服务
16	300347.SZ	泰格医药	123.49%	481.14	70.51	医药外包
17	002750.SZ	龙津药业	121.35%	49.82	4,323.84	中药
18	603456.SH	九洲药业	119.88%	109.09	55.07	化学原料药
19	603658.SH	安图生物	111.82%	428.40	62.14	医疗器械
20	300639.SZ	凯普生物	111.36%	53.74	38.23	医疗器械

资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 1.3 2019 年医药行业政策回顾

### 1.3.1 医疗——社会办医标准细化，社会资本参与度提升

国务院总理李克强 5 月 22 日主持召开国务院常务会议，部署了进一步推动社会办医持续健康规范发展，增加医疗服务供给、促进民生改善等相关工作。社会办医再获政策力挺。今年 6 月份，社会办医“重磅”文件——由国家卫健委牵头十部委联合印发的《关于促进社会办医持续健康规范发展意见》出台，文件从加大政府支持力度、简化审批服务等 6 个方面入手，提出了 22 项政策措施。文件进一步细化了社会办医的标准，使得民营医疗机构的标准化与规范化扩张更加有据可依。

表格 2. 我国社会办医重要政策汇总

时间	部门	政策名称	主要内容
2010年11月	国务院	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》	放宽社会资本举办医疗机构的准入范围，进一步改善社会资本举办医疗机构的执业环境，促进非公立医疗机构持续健康发展。
2013年12月	卫计委、中医药管理局	《关于加快发展社会办医的若干意见》	加强规划引导，加大发展社会办医的支持力度，支持非公立医疗机构提升服务能力，加强对非公立医疗机构监管。
2015年6月	国务院	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	放宽医疗领域准入门槛，拓宽投融资渠道，促进资源流动和共享，优化发展环境。
2017年5月	国务院	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	对社会力量办医给予更多支持，简化优化审批服务，积极推进一站受理、推广网上审批。
2018年6月	卫健委、中医药管理局	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	完善二级及以下医疗机构设置审批与执业登记“两证合一”，逐步实现营利性医疗机构床位数由投资主体自主决定。
2018年11月	卫健委、中医药管理局	《关于优化医疗机构和医护人员准入服务的通知》	简化医疗机构审批申请材料；二级及以下医疗机构设置审批与执业登记“两证合一”。
2019年1月	发改委等9部门	《关于优化社会办医医疗机构跨部门审批工作的通知》	明确了医疗机构准入跨部门审批基本流程框架，要求进一步简化优化项目建设相关审批条件，加强跨部门审批过程的工作衔接，提高审批服务水平。
2019年2月	发改委等18部门	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	将支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域。在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科；以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。
2019年5月	卫健委等5部门	《关于开展促进诊所发展试点的意见》	2019~2020年，在北京、上海、沈阳、南京、杭州、武汉、广州、深圳、成都、西安等10个城市开展促进诊所发展试点工作。
2019年6月	卫健委等10部门	《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》	从加大政府支持力度、简化审批服务等6个方面入手，提出了22项政策措施。

资料来源：国务院，卫健委，川财证券研究所

### 1.3.2 医药——加快境内外抗癌新药注册审批

2019年8月，新修订的《药品管理法》经十三届全国人大常委会第十二次会议表决通过，将于12月1日起施行。2019版《药品管理法》修订后，将重点支持以临床价值为导向，对人体疾病具有明确疗效的药物创新。鼓励具有新的治疗机理，治疗严重危及生命的疾病、罕见病的新药和儿童用药的研制；对临床急需的短缺药、防治重大传染病和罕见病等疾病的新药、儿童用药开设绿色通道，优先审评审批。

此外，2019版《药品管理法》引入药品上市许可持有人制度，重大好处之一是鼓励创新，令生产企业和有能力研制出新药品的科研机构，在产品上市后获得巨大收益。药品上市许可持有人制度，是拥有药品技术的药品研发机构和生产企业，通过提出药品上市许可的申请，获得药品注册证书，以其自身名义将产品投向市场，对药品全生命周期承担责任的一项制度。

表格 3. 2019 版《药品管理法》要点

时间	2019 版修订要点
调整假药劣药范围	对药品研制和注册、药品上市许可持有人、药品生产、药品经营、医疗机构药事管理、药品上市后管理、药品价格和广告、药品储备和供应、监督管理和法律责任进行了全面规定。
鼓励研究和创制新药	国家鼓励研究和创制新药，保护公民、法人和其他组织研究、开发新药的合法权益。
新增药品上市许可人制度	国家对药品管理实行药品上市许可持有人制度。药品上市许可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。
允许网络销售处方药	药品上市许可持有人、药品经营企业通过网络销售药品，应当遵守本法药品经营的有关规定。具体管理办法由国务院药品监督管理部门会同国务院卫生健康主管部门等部门制定。
加重违法行为惩处力度	未取得药品生产许可证、药品经营许可证或者医疗机构制剂许可证生产、销售药品的，责令关闭，没收违法生产、销售的药品和违法所得，并处违法生产、销售的药品（包括已售出和未售出的药品，下同）货值金额十五倍以上三十倍以下的罚款；货值金额不足十万元的，按十万元计算。

资料来源：《药品管理法》，川财证券研究所

### 1.3.3 医保——控费力度加强，带量采购如期扩面

2019年9月24日，25个“4+7”试点药品扩围采购正式开标，此次联盟采购为了避免供应不足的情况，采取三家中标的原则。经过竞标共产生拟中选企业45家，拟中选产品60个。与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅25%。此次集采有六个外资企业的品种中选，数量虽比去年“4+7”集采有所

提升，但仅为总中选品种的 1/10。另外，整体来看，外资企业在这些品种上仍旧具有较高市场份额，可以预见的是，未来进口替代将显著加速。

2019 年 8 月 20 日和 11 月 28 日，国家医保局先后印发了 2019 版国家医保目录以及谈判药品准入结果。共收录准入药品 2643 个，其中西药 1322 个，中成药 1321 个，分别较 2017 版增加 25 个、83 个。其中新增重大疾病治疗用药 5 个，糖尿病等慢性病用药 36 个，儿童用药 38 个。谈判涉及的 150 个药品分为 119 个新增谈判药品和 31 个续约谈判药品，119 个新增谈判药品谈成 70 个，价格平均下降 60.7%。31 个续约药品谈成 27 个，价格平均下降 26.4%。从重点领域看，5 个基本药物全部谈判成功，22 个抗癌药、7 个罕见病用药、14 个慢性病（含糖尿病、乙肝、风湿性关节炎等）用药、4 个儿童用药谈判成功，目录结构得到进一步优化。倍受关注的 PD-1 类肿瘤免疫治疗药、能治愈丙肝的口服药等首次进入目录。12 个国产重大创新药品谈成了 8 个。这次谈判成功的药品绝大多数都是近年来上市的新药，被迅速纳入目录，这表现出政府大力支持创新的明确态度。本次医保目录将属于第一批国家重点监控药品目录的品种全部调出，同时取消各地增补，此举将释放大量医保资金，延续了腾笼换鸟的政策思路。

表格 4. 2019 年医保谈判目录部分药品

药品名称	公司名称	单位中标价格	医保支付标准(元)	降幅
艾普拉唑	丽珠医药	258	156	39.53%
阿卡波糖	华东医药	2.69	*	
重组人尿激酶原	天士力	1020	508	50.20%
阿利沙坦酯	信立泰	"3.07	*	
雷替曲塞	南京正大天晴	1644.87	669	59.33%
信迪利单抗	信达生物	7838.00	2843	63.73%
		131.60	115	12.61%
阿帕替尼	恒瑞医药	179.51	156.86	12.61%
		197.49	172.63	12.59%
吡咯替尼	恒瑞医药	254.29	*	
		355.71		
西达本胺	微芯生物	385	343	10.91%
硫培非格司亭	恒瑞	6800	*	
利多卡因	北京泰德	91	19	79.12%
康柏西普	康弘生物	5550	4160	25.05%

资料来源：医保局，川财证券研究所

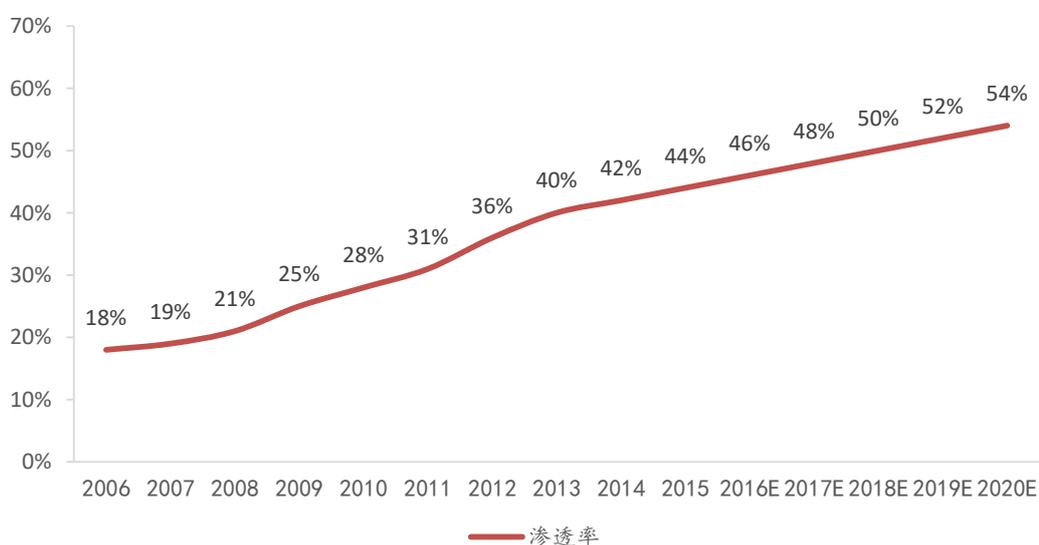
## 二、2020 年医药行业各子板块机会展望

### 2.1 医药外包及高端仿制药：受益于医药政策持续推进

#### 2.1.1 医药外包行业维持高景气

按照新药研发及生产的不同阶段，医药外包行业可以分为 CRO、CMO(CDMO)、CSO 三类，近年来国内医药外包行业快速发展，首先新药研发企业处于研发成本及时间的考虑，业务外包需求上升。

图 7：CRO 行业渗透率提升情况



资料来源：Frost & Sullivan，川财证券研究所

根据 IMS 和德勤的研究数据，一种新药的研发成本已经从 2010 年的 11.88 亿美元提升到 2018 年的 21.8 亿美元，研发成本巨大，特别是临床试验的程度大幅提高；另一方面，制药企业面临专利悬崖，药企渴望缩短研发周期，CRO 企业可以帮助制药企业实现在有限专利期内的进度加速，使新药尽快上市销售实现回报。CDMO 企业主要承接过期专利药的工艺改进及生产订单，目前国内 CDMO 企业订单仍以国外订单为主，随着国内 MAH 制度的试点及推进，国内生产外包需求有望进一步提升。

图 8： 2010-2018 年新药回报率



资料来源：IMS，德勤，川财证券研究所

图 9： 全球新药平均研发成本



资料来源：IMS，德勤，川财证券研究所

截至 2019 年 12 月 13 日,从医药外包行业估值上看,医药外包行业 PE(TTM, 整体法)为 61 倍, 相较医药生物板块整体溢价 76.52%。我们认为, 医药外包行业作为医药研发及生产过程中的卖水人, 成熟的 CRO 或 CDMO 企业形成自己的规模优势与进入壁垒, 订单驱动的盈利模式受单个企业经营变动的影 响较小, 拥有更为确定的增长属性。

图 10： 医药外包行业市盈率情况



资料来源：wind，川财证券研究所

随着我国鼓励药械创新政策的不断推进, 医药外包行业的景气度也逐渐从 2015-2016 年低谷快速提升, 从行业市盈率角度看, 2018 年上半年因 2017 年业绩相对较差、行业上市公司相对较少和医药板块整体风险偏好较高等原因处于较高水平, 但最后随着整体医药外包企业的盈利能力快速提升和医药板块

的调整，市盈率快速下降。

今年医药外包行业的平均市盈率则呈现震荡上行的特征，但整体上看仍旧处于估值中枢偏下水平。

图 11：医药外包相较医药生物板块整体溢价情况



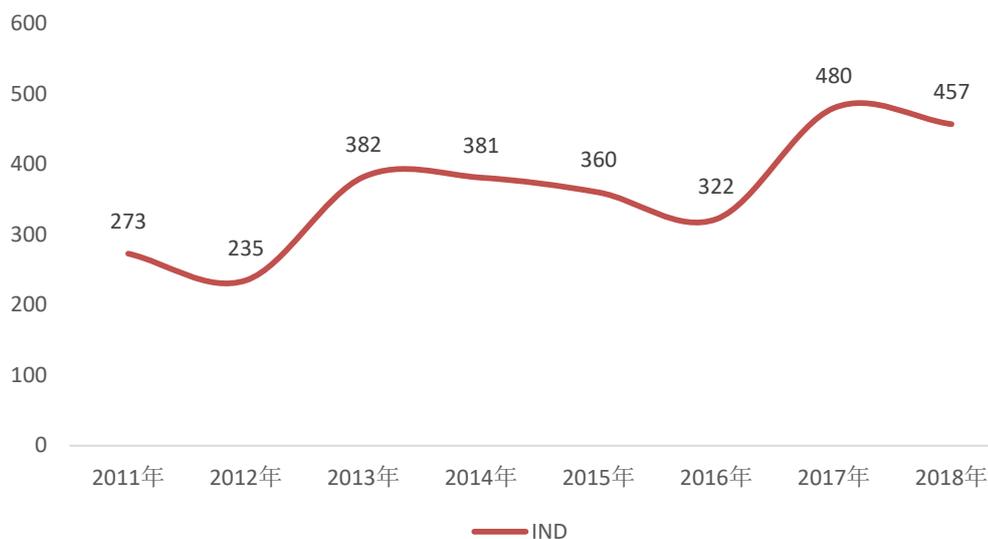
资料来源：wind, 川财证券研究所

而对于医药外包行业相对于医药生物板块市盈率的溢价来说，则整体处于震荡下行的趋势中，性价比正在不断提升。

### 2.1.2 鼓励药械创新持续推动医药创新浪潮

2017年10月8日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实，《意见》以促进药品医疗器械产业结构调整和技术创新，提高产业竞争力，满足公众临床需要为目的，对改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力和加强组织实施，六个方面提出了具体指导意见。自2017年以来，随着鼓励药械创新政策的持续推进，我国创新药及相关创新药产业链景气度持续提升。

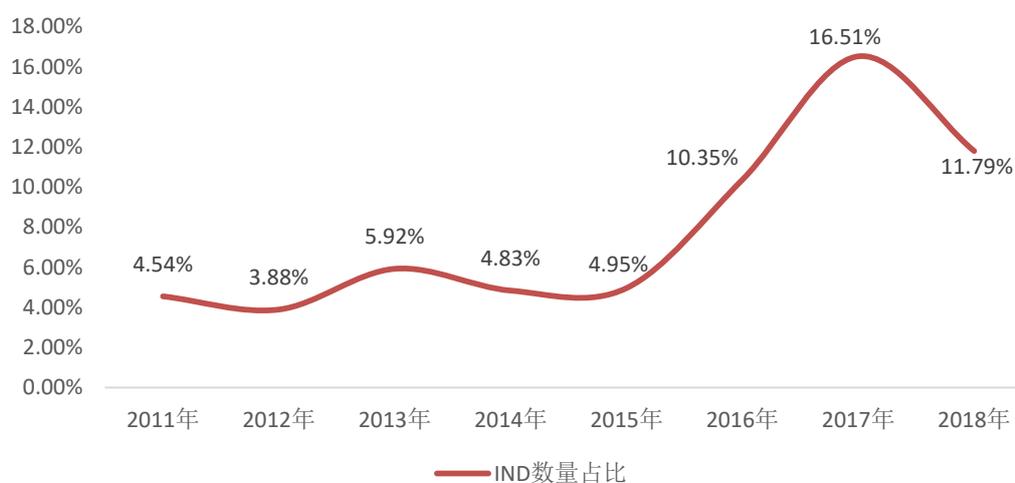
图 12：2011-2018 年药审中心受理化药 IND 申请数量



资料来源：CDE 历年审批报告，川财证券研究所

受鼓励药械创新政策的推动，2017-2018 年国家药审中心受理化药 IND 申请数量大幅提升，其中受理国产化药 IND 申请 325 件，受理进口 IND 申请 132 件，同时，2016 年以后国家药审中心受理仿制药验证性临床和仿制药 ANDA 数量则显著减少，新药临床试验申请占总药品评审数量的比例也大幅提升，从 2011 年的 4.54% 提升至 2018 年的 11.79%，药物研发端结构出现明显调整。

图 13：2011-2018 年新药临床试验申请占比情况



资料来源：CDE 历年审批报告，川财证券研究所

新药临床试验申请数量和占比大幅提升，也从另一面说明了我国医药市场正在

从过去仿制药阶段向创新阶段转变，同时，来自海外人才和资本的助力，使得我国创新药景气度大幅提升。

图 14：部分国内创新型医药企业利用海外资本融资情况

融资企业	融资轮次及披露日期	PE/VC投资机构	投资金额(万美元)	融资企业	融资轮次及披露日期	PE/VC投资机构	投资金额(万美元)
信达生物	E轮, 2018-04-27	淡马锡	1875.00	基石药业	2018-07-18, C轮	新加坡直投	2166.67
		君联资本	1875.00			红杉资本中国	2166.67
		高瓴投资	1875.00			博裕资本	2166.67
		礼来亚洲基金	1875.00			元禾原点	2166.67
	D轮, 2016-11-29	--	7500.00		2016-12-26, B轮	3W Partners	2166.67
		国投投资	4333.33			高瓴资本	2166.67
		泰康资产	4333.33			Arch Venture Partners	2166.67
		淡马锡	4333.33			泰康集团	2166.67
		高瓴资本	4333.33			中信产业基金	2166.66
		--	4333.33			通和毓承	2166.66
C轮, 2015-01-22	君联资本	2000.00	2015-08-12, A轮	云锋基金	2166.66		
	君联资本	2000.00		--	2166.66		
	礼来风投	2000.00		元禾原点	5000.00		
	富达生物	2000.00		博裕资本	5000.00		
B, 2012/6/16	--	833.33	康希诺	2017-4-19, C轮	毓承投资	5000.00	
	斯道资本	833.33			歌斐资产	11250.00	
礼来亚洲基金	833.33	启明创投	11250.00				
A+ 轮, 2012/1/1	深圳同创伟业投资	--			礼来亚洲基金	11250.00	
A 轮, 2011/10/12	斯道资本	1000			达晨创投	11250.00	

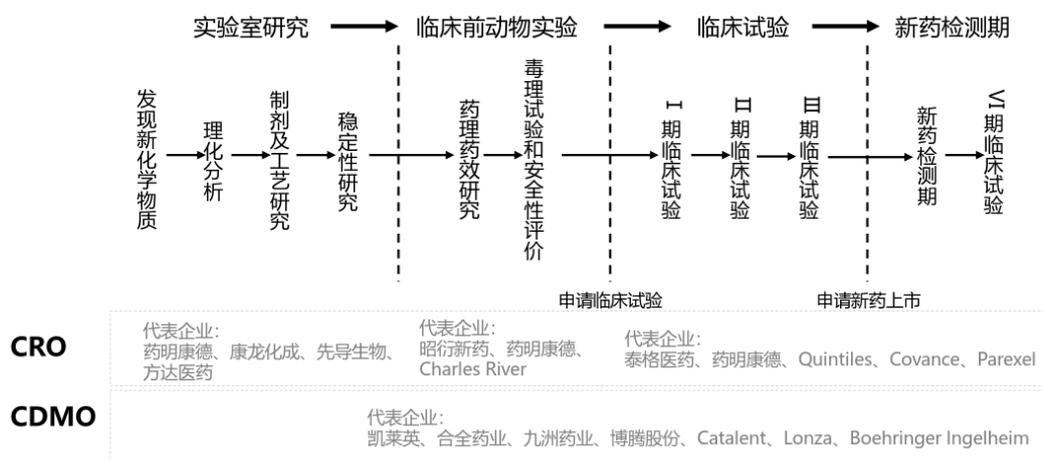
  

融资企业	融资轮次及披露日期	PE/VC投资机构	投资金额(万人民币)	融资企业	融资轮次及披露日期	PE/VC投资机构	投资金额(万人民币)	
百济神州	2018-01-23, Strategy	高盛集团 (GOLDMAN SACHS)	20000.00	歌礼	2017-01-03, B轮	--	1666.67	
		科恩 (CONNS INC)	20000.00			高盛集团 (GOLDMAN SACHS)	1666.67	
		--	20000.00			康桥资本	1666.67	
		摩根士丹利	20000.00			分众传媒	1666.67	
	2015-05-12, B轮	高瓴资本	3233.33		2015-09-02, A轮	天士力创投	1666.67	
		中信产业基金	3233.33			前海股权投资基金	1666.67	
		集成富达基金	3233.34			高盛集团 (GOLDMAN SACHS)	2750.00	
	2014-11-01, A轮	高瓴资本	3750.00					
		中信产业基金	3750.00					

资料来源：私募通，川财证券研究所

一方面，药械创新政策、海外人才回流与资本三方助力的背景下，创新热潮持续，除此之外，我们认为作为创新药“卖水人”的部分龙头企业也将显著受益我国创新药大潮，而且相对于研发风险较大的创新药企业来说，创新药“卖水人”企业的规模及品牌优势、业绩确定性将使得整个板块的估值溢价得以维持。推荐标的：泰格医药（300347）、凯莱英（002821）。

图 15：创新药产业链



资料来源：Wind，川财证券研究所

### 2.1.3 国内创新药面临挑战，高端仿制药或率先完成国产替代

2018年11月15日，经中央全面深化改革委员会同意，国家组织药品集中采购试点，试点地区范围为北京、天津、上海、重庆和沈阳、大连、厦门、广州、深圳、成都、西安11个城市（以下简称4+7城市）。试点地区委派代表组成联合采购办公室作为工作机构，代表试点地区公立医疗机构实施集中采购，日常工作和具体实施由上海市医药集中招标采购事务管理所承担。并发布文件《4+7城市药品集中采购文件》。

表格 5. 2018 年“4+7”带量采购中标情况

序号	产品及中标企业	中标价（元）	剂型（mg）	竞争厂家数
1	阿托伐他汀口服：北京嘉林	0.94	20	3
2	瑞舒伐他汀口服：浙江京新	0.78	10	5
3	氯吡格雷口服：深圳信立泰	3.18	75	3
4	氨氯地平口服：浙江京新	0.15	5	7
5	艾司西酞普兰口服：四川科伦	4.42	10	4
6	帕罗西汀口服：浙江华海	1.67	20	2
7	奥氮平口服：江苏豪森	9.64	10	2
8	赖诺普利口服：浙江华海	0.23	10	2
9	右美托咪定注射剂：扬子江药业集团	133.00	0.2	1
10	孟鲁司特口服：杭州民生	3.88	10	2
11	氟比洛芬酯注射剂：北京泰德	21.95	50	2
12	依那普利口服：扬子江集团江苏制药	0.56	10	2
13	左乙拉西坦口服：浙江京新	2.40	250	2
14	福辛普利口服：中美上海施贵宝	0.84	10	2

序号	产品及中标企业	中标价(元)	剂型(mg)	竞争厂家数
15	氯沙坦口服:浙江华海	1.05	50	2
16	厄贝沙坦口服:浙江华海	0.20	75	3
17	替诺福韦二吡呋酯口服:成都倍特	0.59	300	5
18	恩替卡韦口服:正大天晴	0.62	0.5	6
19	头孢呋辛酯口服:成都倍特	0.51	250	4
20	利培酮口服:浙江华海	0.17	1	2
21	吉非替尼口服:阿斯利康	54.70	250	2
22	厄贝沙坦氢氯噻嗪口服:浙江华海	1.09	150	3
23	伊马替尼口服:江苏豪森	10.40	100	2
24	蒙脱石口服:海南先声	0.68	3000	5
25	培美曲塞注射剂:四川汇宇	810.00	100	2
26	培美曲塞注射剂:四川汇宇	2776.97	500	2

资料来源:上海阳光采购网,川财证券研究所

2018年12月6日,“4+7”城市带量采购中标品种及价格公布,此次共有25个品种完成带量采购的招标工作,另有6个品种流标。总体品种价格降幅达54.46%。对于中标企业来讲,25个中标品种中仅有两家外资企业中标,其余均是内资企业。

2019年9月24日,25个“4+7”试点药品扩围采购正式开标,此次联盟采购为了避免供应不足的情况,采取三家中标的原则。经过竞标共产生拟中选企业45家,拟中选产品60个。与“4+7”试点中选价格水平相比,平均降幅25%。

表格6. 2019年“4+7”带量采购扩围情况

序号	产品	厂家1及中标价	厂家2及中标价	厂家3及中标价
1	阿托伐他汀口服	齐鲁制药:0.12	兴安药业:0.13	乐普:0.32
2	瑞舒伐他汀口服	海正药业:0.2	山德士:0.228	正大天晴:0.3
3	氯吡格雷口服	石药集团:2.44	赛诺菲:2.55	乐普:2.98
4	氨氯地平口服	苏州东瑞:0.06	国药荣生:0.06	重庆药友:0.07
5	艾司西酞普兰口服	洞庭药业:3.98	山东京卫:4	科伦药业:4.27
6	帕罗西汀口服	华海药业:1.52	北京福元:1.62	
7	奥氮平口服	齐鲁制药:2.48	印度瑞迪:6.19	豪森药业:6.23
8	赖诺普利口服	华海药业:0.23		
9	右美托咪定注射剂	扬子江:133		

序号	产品	厂家1及中标价	厂家2及中标价	厂家3及中标价
10	孟鲁司特口服	安必生: 3.792	默沙东: 3.876	
11	氟比洛芬酯注射剂	北京泰德: 21.88	武汉大安: 21.95	
12	依那普利口服	扬子江: 0.558		
13	左乙拉西坦口服	京新药业: 2.39	普洛康裕: 2.4	
14	福辛普利口服	华海药业: 0.829	BMS: 0.843	
15	氯沙坦口服	华海药业: 1.05		
16	厄贝沙坦口服	海正药业: 0.33	恒瑞医药: 0.35	华海药业: 0.39
17	替诺福韦二吡呋酯	齐鲁制药: 0.299	浙江南洋: 0.379	成都倍特: 0.466
18	恩替卡韦口服	苏州东瑞: 0.182	北京百奥: 0.196	广生堂: 0.275
19	头孢呋辛酯口服	国药致君: 0.36	成都倍特: 0.48	京新药业: 0.483
20	利培酮口服	齐鲁制药: 0.049	常州四药: 0.12	华海药业: 0.12
21	吉非替尼口服	齐鲁制药: 25.7	正大天晴: 45	阿斯利康: 54.7
22	厄贝沙坦氢氯噻嗪	正大天晴: 1.02	华海药业: 1.05	
23	伊马替尼口服	正大天晴: 8.93	豪森药业: 10.38	
24	蒙脱石口服	湖南华纳: 0.28	海力生: 0.33	绿叶: 0.35
25	培美曲塞注射剂	汇宇: 798	礼来: 809	

资料来源: 上海阳光采购网, 川财证券研究所

这次有六个外资企业的品种中选, 数量虽比去年“4+7”集采有所提升, 但仅为总中选品种的 1/10。另外, 整体来看, 外资企业在这些品种上仍旧具有较高市场份额, 可以预见的是, 未来进口替代将显著加速。

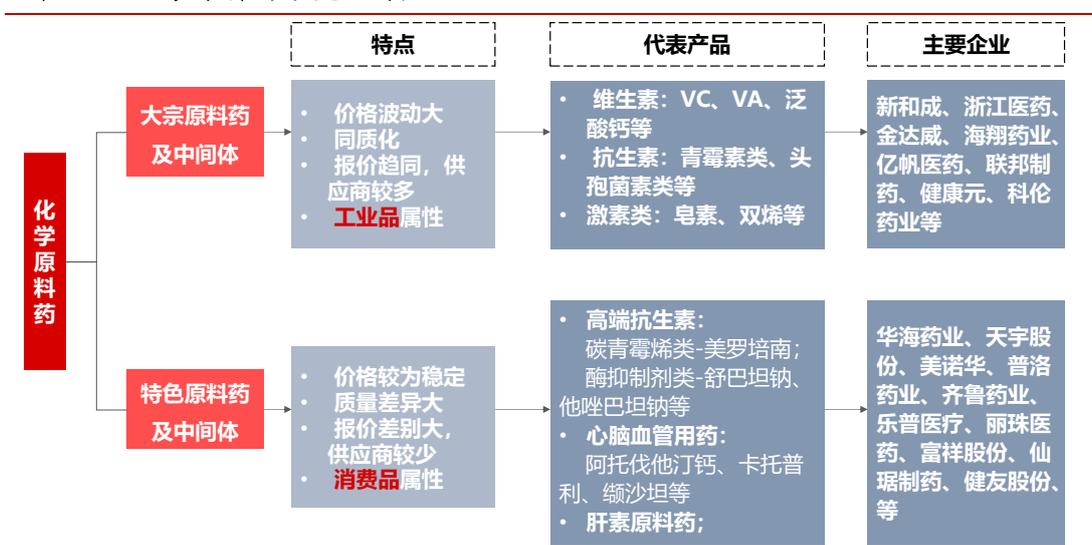
从价格角度来看, 本次集采扩面价格出现较大变化的品种, 无一例外皆是竞争格局较差, 通过一致性评价较多的品种。所以, 一方面随着国内创新药政策的推进和我国医药市场的开放, 越来越多的国际制药企业的新药将加速进入中国, 我国创新药企业将迎来全球化的品种竞争; 另一方面, 一些具有高壁垒的仿制药, 尤其是部分大疾病领域的品种, 如果能率先突围并通过集采等政策快速完成国产替代, 将有望迎来业绩与估值的双重提升。推荐标的: 健康元(600380)。

## 2.2 特色原料药: 中国特色“专利悬崖”到来催生需求大规模释放

### 2.2.1 特色原料药相比大宗原料药拥有独特的消费品属性

对化学原料药的不同类别“扣帽子”，可以看出大宗和特色原料药在产品价格变化和估值水平上都是不同的。大宗原料药价格波动大、产品同质化较强、报价趋同为特点的工业品属性，代表产品有维生素、抗生素及激素类的产品；特色原料药价格变化大多较为稳定且不乏价格持续上涨的品种，同时产品供应商较少，不同企业产品质量及报价差异大，代表产品有一些细分领域的抗生素原料药、新脑血管用药中的他汀类、普利类及沙坦类产品，此外还有肝素等原料药产品。

图 16：化学原料药分类及特点



资料来源：《药物化学》，川财证券研究所

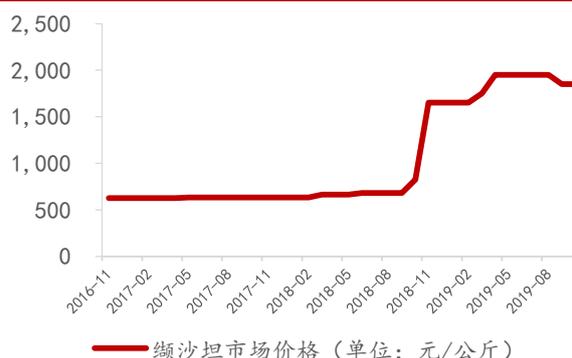
从近年原料药价格走势来看，特色原料药如舒巴坦、缬沙坦、卡托普利、阿托伐他汀钙、4-AA 等产品价格相对平稳，总体呈现明显上涨趋势，但不同厂家同品种的报价具有较为明显的差异，尤其在规范市场与非规范市场同品种的价格方面，消费品属性凸显；而大宗原料药如硫氰酸红霉素、泛酸钙、VC、6-APA、7-ACA 等产品价格波动剧烈，相比之下无明显涨价趋势，更似工业品表现。我们认为特色原料药和大宗原料药的估值水平也必定因其消费品和工业品属性的异同而不同。

图 17：2016-2019 年 1-5 月舒巴坦原料药市场价格变化趋势（单位：元/公斤）

图 18：2016-2019H1 缬沙坦原料药价格变化趋势（单位：元/公斤）

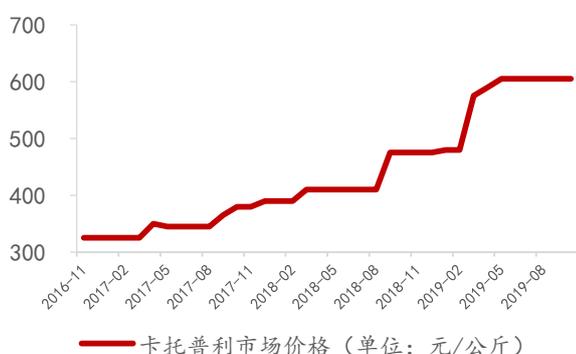


资料来源: 东普股份公司公告, 川财证券研究所



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 19: 2016-2019 年卡托普利市场价格 (单位: 元/公斤)



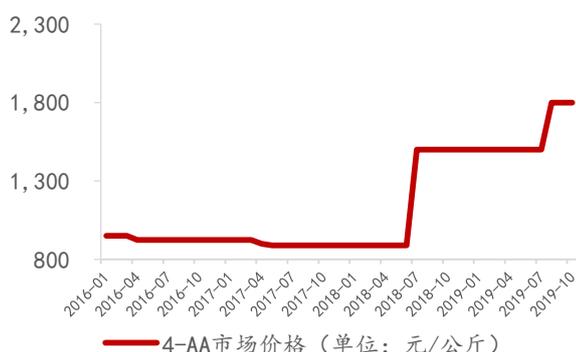
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 20: 2016-2019 年阿托伐他汀钙市场价格 (单位: 元/公斤)



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 21: 2016-2019 年 4-AA 市场价格 (单位: 元/公斤)



资料来源: wind, 川财证券研究所

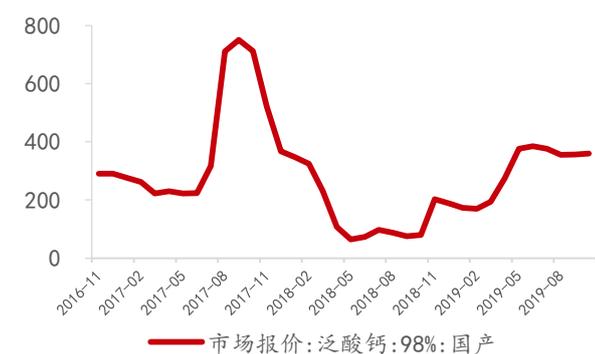
图 22: 2016-2019 年 硫氰酸红霉素 市场价格 (单位: 元/公斤)



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 23: 2016-2019 年 泛酸钙 市场价格 (单位: 元/公斤)

图 24: 2016-2019 年 维生素 C 市场价格 (单位: 元/公斤)

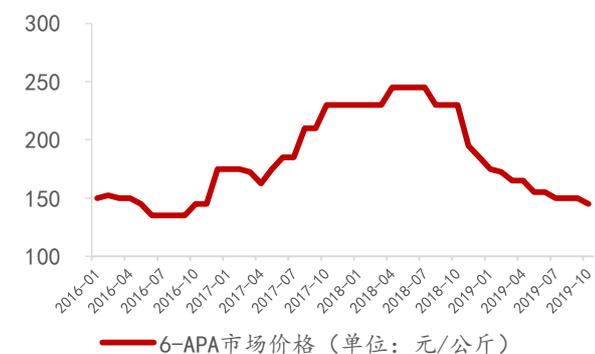


资料来源: wind, 川财证券研究所



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 25: 2016-2019 年 6-APA 市场价格 (单位: 元/公斤)



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 26: 2016-2019 年 7-ACA 市场价格 (单位: 元/公斤)



资料来源: wind, 川财证券研究所

### 2.2.2 特色原料药市场从输入型“通胀”向需求拉动型“通胀”过渡

**特色原料药品种过往涨价分析——输入型“通胀”。**过往特色原料药整体价格上涨主要归为以下几方面：第一，仿制药一致性评价政策提升对原料药质量要求。2012 年国家食药监总局提出仿制药一致性评价政策，要求仿制药与原研药品在质量和药效上一致，导致下游制剂厂商对原料药品质的要求也相应提升，从而大多符合制剂一致性评价标准要求的厂商处于供货紧张状态，不合格原料药产品面临市场需求的萎缩，原料药行业步入结构性调整阶段。截至 2019 年 11 月，已经有 169 个品种通过一致性评价，此外，注射剂一致性评价征求意见稿已于今年 10 月发布，预计未来也将提速推进。

表格 7. 仿制药一致性评价政策进程

时间	政策及主要内容
2012 年	CFDA 启动 15 个试点品种的质量一致性评价工作
2013 年	发布《仿制药质量一致性评价工作方案》
2015 年	国务院印发《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》
2016 年	国务院印发《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》
2017 年	14 个品种首批通过一致性评价
2019 年 10 月	《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）》、《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）》发布
2019 年 11 月	截至 11 月初，共 169 个品种通过一致性评价

资料来源：中国政府网，NMPA，川财证券研究所

第二，原料药+制剂关联审批收缩原料药行业供给。2018 年 7 月 24 日，为落实中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》（厅字〔2017〕42 号），CFDA 公布《关于药品制剂所用原料药、药用辅料和药包材登记和关联审评审批有关事宜的公告（征求意见稿）》，提出原料药与制剂关联审评。

表格 8. 关联审评审批政策及主要内容

文件名称	出台时间	主要内容
总局关于药包材药用辅料与药品关联审评审批有关事项的公告（2016 年第 134 号）	2016 年 8 月	国家食品药品监督管理总局制定公布实行关联审评审批的药包材、药用辅料范围，并根据工作需要进行调整和完善。药包材、药用辅料应按程序与药品注册申请关联申报和审评审批。
《关于药品制剂所用原料药、药用辅料和药包材登记和关联审评审批有关事宜的公告（征求意见稿）》	2018 年 7 月	提出原料药与制剂关联审评，强调原料药质量，规范原料药行业产品质量

资料来源：中国政府网，川财证券研究所

第三，环保趋严，生产企业被限产或关停，特色原料药供给趋紧。国内环保监管趋严，原料药企业面临的环保标准不断提升，导致不断有原料药制造企业因为环保不达标导致被动限产或被要求关停。同时部分原料药生产中的操作不当易引发安全事故，严重者将导致企业永久关停，而新增产能需要通过多重验证及现场检查，耗时较长，多为 2-3 年才能完成。

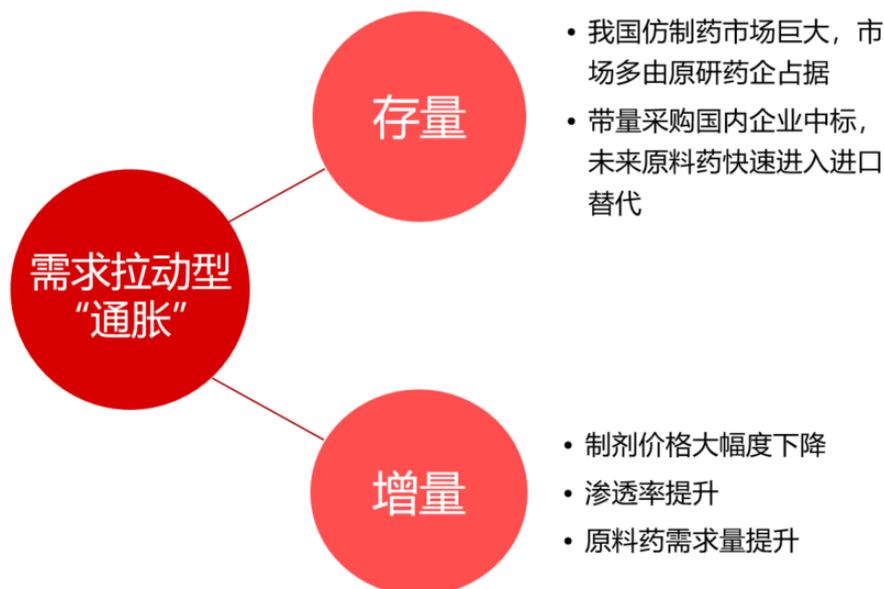
表格 9. 医药原料药行业环保政策频出

时间	政策	主要内容
2016 年 7 月	第一批中央环境保护督察工作启动	对内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏等 8 个省（自治区）开展环保督察工作
2016 年 12 月	中华人民共和国环境保护税法	将环保费改为环保税，开始对原料药生产企业等排污企业征税
2016 年 12 月	“十三五”生态环境保护规划	健全清洁生产评价体系，实施医药化工园区挥发性有机物综合整治，原料药制造业推进行业达标排放改造
2017 年 6 月	水污染防治法	严格控制工业污染
2017 年 6 月	土壤污染防治法	确立土壤污染责任人、土地使用权人和政府顺序承担仿制责任的制度框架
2017 年 12 月	2017 年防治大气污染工作方案	医药企业实施错峰生产、限产停产
2018 年 5 月	第一批中央环境保护督察“回头看”以及启动第二轮督察	督察整改方案总体落实情况，进一步加强污染治理，提升环境保护效率

资料来源：中国政府网，环保部，川财证券研究所

**市场未来发展趋势——需求拉动型“通胀”——存量替代及增量市场双轮驱动特色原料药行业高景气度延续。**从当前仿制药市场现状及发展来看，目前我国化药市场巨大，且市场多由原研药企占据，而国外原研药企所选用的原料药多通过自产或从国外其他市场进口。带量采购带来的国内通过一致性评价的国内企业中标，推动化学原料药快速实现进口替代。增量角度，带量采购导致的制剂价格大幅度下降，势必催生出中国独有的“专利悬崖”，药品需求或大幅提升，产品渗透率也会大幅提升，原料药价格则受其为制剂企业的生产成本项而影响较小，未来原料药其产业链地位或持续提升。

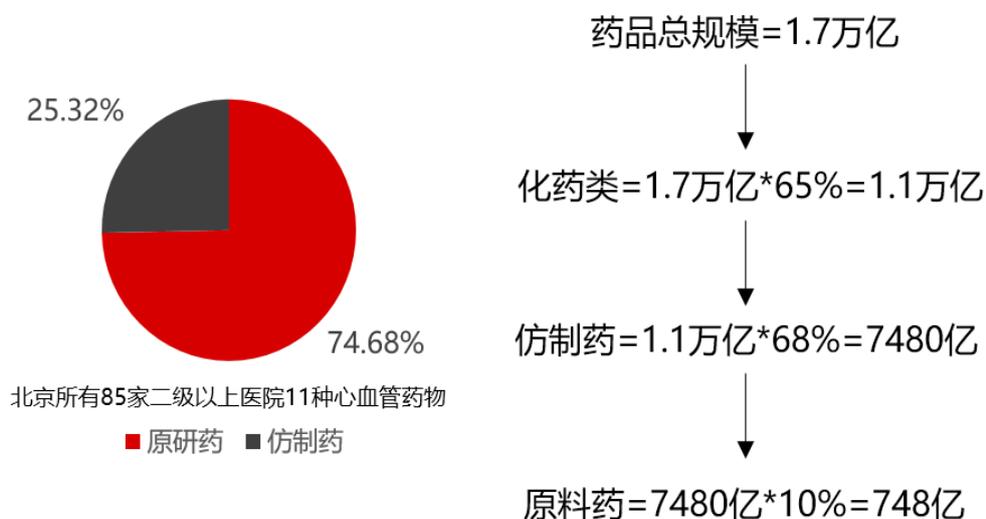
图 27：特色原料药市场存量及增量驱动因素



资料来源：川财证券研究所

国内化学仿制药市场空间巨大，原料药进口替代空间广阔。以国内药品市场的总规模测算，国内原料药市场空间达 748 亿元。带量采购前国内化药制剂市场以原研产品为主，对应的原料药多为全球化采购，政策推行后预计国内原料药将实现大幅度进口替代。

图 28：国内化学原料药市场规模测算



资料来源：《药物流行病学杂志》，川财证券研究所

### 2.2.3 中国特色“专利悬崖”的到来大幅提升增量需求

2018年12月6日，第一轮11城带量采购中标品种及价格公布，此次共有25个品种完成带量采购的招标工作，总体品种价格降幅达54.46%，超市场预期。今年9月，“4+7”城市带量采购产品扩面工作完成，此次中标与第一轮中选价格水平相比，平均降幅25%，其中最高降幅高达78%。随着扩面工作推行以及第三批药品带量采购扩围工作的开展，相应原料药需求有望快速提升，同时国内仿制药制剂企业的进口替代效应也将催生对国内原料药的需求。

表格 10. 11城带量采购扩面中标情况及对比

序号	产品	第一轮中标企业	第一轮中标价	剂型 (mg)	价格降幅 (%)	本轮中标企业	本轮中标价格	剂型 (mg)	价格降幅
1	阿托伐他汀口服常释剂型	北京嘉林	0.94	20mg	83.33%	乐普制药	0.55	20mg	41.49%
						乐普制药	0.32	10mg	
						兴安药业	0.13	10mg	
						齐鲁制药	0.12	10mg	
2	瑞舒伐他汀口服常释剂型	浙江京新	0.78	10mg	78.63%	海正药业	0.2	10mg	74.36%
						山德士	0.228	10mg	70.77%
						正大天晴	0.3	10mg	61.54%
								5mg	
3	氯吡格雷口服常释剂型	信立泰	3.18	75mg	63.02%			25mg	
						石药欧意	2.44	75mg	23.27%
						赛诺菲	2.55	75mg	19.81%
						乐普医疗	2.98	75mg	6.29%
4	氨氯地平口服常释剂型	浙江京新	0.15	5mg	37.50%	苏州东瑞	0.06	5mg	60.00%
						国药容生	0.06	5mg	60.00%
						重庆药友	0.07	5mg	53.33%
5	艾司西酞普兰口服常释剂型	四川科伦	4.42	10mg	27.18%			5mg	
						洞庭药业	3.98	10mg	9.95%
						山东京卫	4	10mg	9.50%
						科伦药业	4.27	10mg	3.39%
6	帕罗西汀口服常释剂型	浙江华海	1.67	20mg	52.29%	华海药业	1.56	20mg	6.59%
						北京福元	1.62	20mg	2.99%
		江苏豪森	9.64	10mg	29.48%	齐鲁制药	2.48	10mg	74.27%
7	奥氮平口服常释剂型					印度瑞迪博士实验室	6.19	10mg	35.79%
						江苏豪森	6.23	10mg	35.37%
								5mg	
8	赖诺普利口服常释剂型	浙江华海	0.23	10mg	79.82%	华海药业	0.23	10mg	0.00%
								5mg	

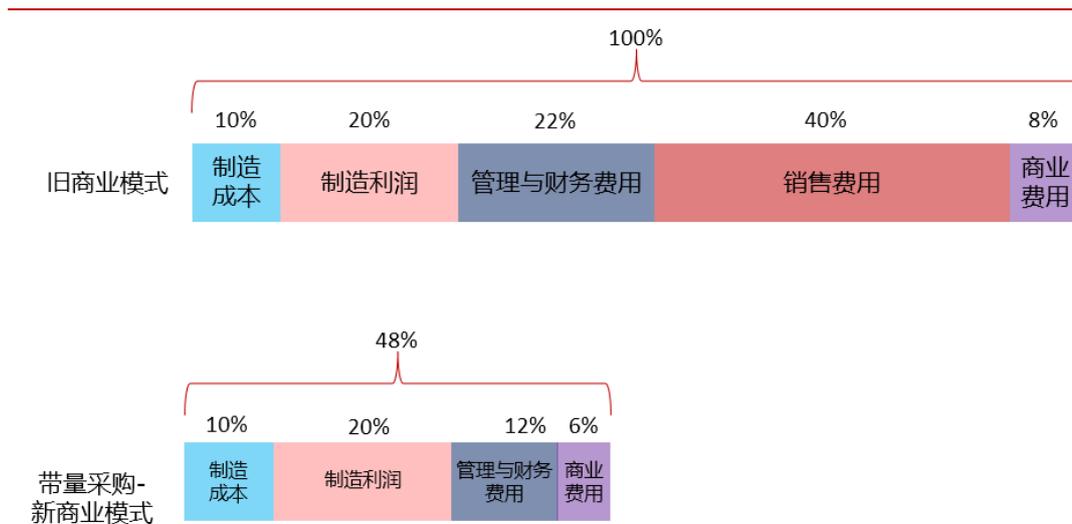
序号	产品	第一轮中标企业	第一轮中标价	剂型 (mg)	价格降幅 (%)	本轮中标企业	本轮中标价格	剂型 (mg)	价格降幅
9	右美托咪定注射液	扬子江	133	0.2mg /2ml	-41.49%	扬子江	133	0.2mg /2ml	0.00%
10	孟鲁司特口服常释剂型	杭州民生	3.88	10mg	39.02%	上海安必生制药	3.792	10mg	2.17%
						默沙东	3.876	10mg	0.00%
11	氟比洛芬酯注射液	北京泰德	21.95	50mg	64.69%	北京泰德	21.88	50mg/5ml	0.32%
						武大大安	21.95	50mg/5ml	0.00%
12	依那普利口服常释剂型	扬子江	0.56	10mg	54.97%	扬子江	0.558	10mg	0.00%
								5mg	
13	左乙拉西坦口服常释剂型	浙江京新	2.4	250mg	20.00%	京新药业	2.39	250mg	0.42%
						普洛康裕	2.4	250mg	0.00%
14	福辛普利口服常释剂型	中美上海施贵宝	0.84	10mg	68.92%	华海药业	0.829	10mg	1.66%
						中美施贵宝	0.843	10mg	0.00%
15	氯沙坦口服常释剂型	浙江华海	1.05	50mg	50.93%			100mg	
						华海药业	1.05	50mg	0.00%
16	厄贝沙坦口服常释剂型					浙江华海	0.192	75mg	4.95%
						海正药业	0.195	75mg	3.47%
						海正药业	0.33	150mg	
17	替诺福韦二吡呋酯口服常释剂型	成都倍特	0.59	300mg	96.05%	恒瑞医药	0.35	150mg	
						齐鲁制药	0.29	300mg	50.85%
						浙江南洋	0.379	300mg	35.76%
18	恩替卡韦口服常释剂型					成都倍特	0.466	300mg	21.02%
						正大天晴	0.62	0.5mg	93.80%
						东瑞制药	0.182	0.5mg	70.65%
19	头孢呋辛酯(头孢呋辛)口服常释剂型	成都倍特	0.51	250mg	40.64%	北京百奥	0.196	0.5mg	68.39%
						广生堂	0.275	0.5mg	55.65%
						1mg			
20	利培酮口服常释剂型					国药致君	0.36	250mg	29.41%
						京新药业	0.483	250mg	5.29%
						白云山	0.484	250mg	5.10%
21	吉非替尼口服常释剂型	浙江华海	0.17	1mg	64.47%	齐鲁制药	0.049	1mg	70.66%
						华海药业	0.12	1mg	28.14%
						常州四药	0.12	1mg	28.14%
22	厄贝沙坦氢氯噻嗪口服常释剂型	阿斯利康	54.7	250mg	76.01%			2mg	
						齐鲁制药	25.7	250mg	53.02%
						正大天晴	45	250mg	17.73%
		阿斯利康	54.7	250mg	0.00%				

序号	产品	第一轮中标企业	第一轮中标价	剂型 (mg)	价格降幅 (%)	本轮中标企业	本轮中标价格	剂型 (mg)	价格降幅
	剂型							mg	
						华海药业	1.05	150mg	4.28%
						赛诺菲	1.09	150mg	0.64%
23	伊马替尼口服常释剂型	江苏豪森	10.4	100mg	44.39%	正大天晴	9.77	100mg	6.06%
						江苏豪森	10.38	100mg	0.19%
		海南先声	0.68	3g	26.33%	湖南华纳大	0.28	3g	58.82%
24	蒙脱石口服散剂					浙江海力生	0.33	3g	51.47%
						哈药集团中药二厂	0.3	3g	55.88%
25	培美曲塞注射剂	四川汇宇	810	100mg		四川汇宇	798	100mg	1.48%
						礼来	809	100mg	0.12%
		四川汇宇	2776.97	500mg		四川汇宇	2735.83	500mg	1.48%
						礼来	2773.54	500mg	0.12%

资料来源：上海医药阳光采购网，医药魔方，健康界，川财证券研究所

带量采购以国内公立医疗机构的药品采购份额为筹码，在一致性评价的质量基础上，通过低价中标的方式大幅降低药品价格，可谓具有中国特色的“专利悬崖”。对比仿制药集采中标前后的成本构成，我们发现，带量采购对于制剂价格影响比较大，如果按 52% 降价幅度来计算，带量采购后的新商业模式下原有的销售费用环节将被去除，有利于加快医疗机构回款，有效降低企业商业与财务费用，制剂企业的制造利润与制造成本将得以维持。原料药企收入属于制剂企业制造成本项，影响相对较小。在竞争格局较好的特色原料药放量逻辑催化下，特色原料药行业的盈利有望实现较大幅度的上涨，产业链地位相应提升。推荐标的：普洛药业（000739）、富祥股份（300497）。

图 29：仿制药商业模式变化对比



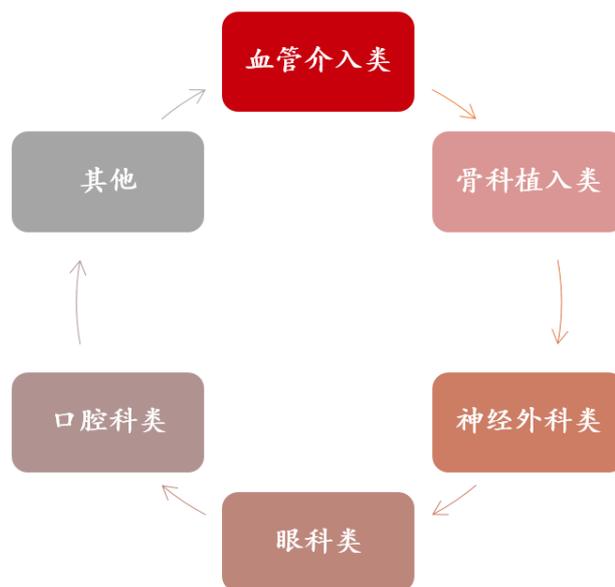
资料来源：川财证券研究所

## 2.3 医疗器械：行业景气提升，高端器械获益政策扶植

### 2.3.1 骨科植入物市场整体增长快，关节产品增长领跑细分赛道

自上而下对医疗器械领域各个板块成长前景进行梳理，高值耗材具有技术壁垒高、产品需求量大、市场准入严格等特点，相较采购周期长的大型医疗设备可以提供相对稳定的现金流，相比低值耗材竞争格局更好。高值耗材包括器械耗材以及植入性医疗器械，植入性医疗器械按照应用部位的不同，可用于心血管、骨科、神经外科、口腔科以及眼科等领域。由于人口老龄化进程加速等因素，我国高值耗材市场近年保持高速扩张。过去我国使用的高值耗材市场基本由外资垄断占领，因此整体价格高企，行业渗透率低，市场需求大。近年来为提升产品的可及性以及实现医保控费，政府开始探索带量采购的方式推动国产替代，为我国国产耗材打开市场缺口。

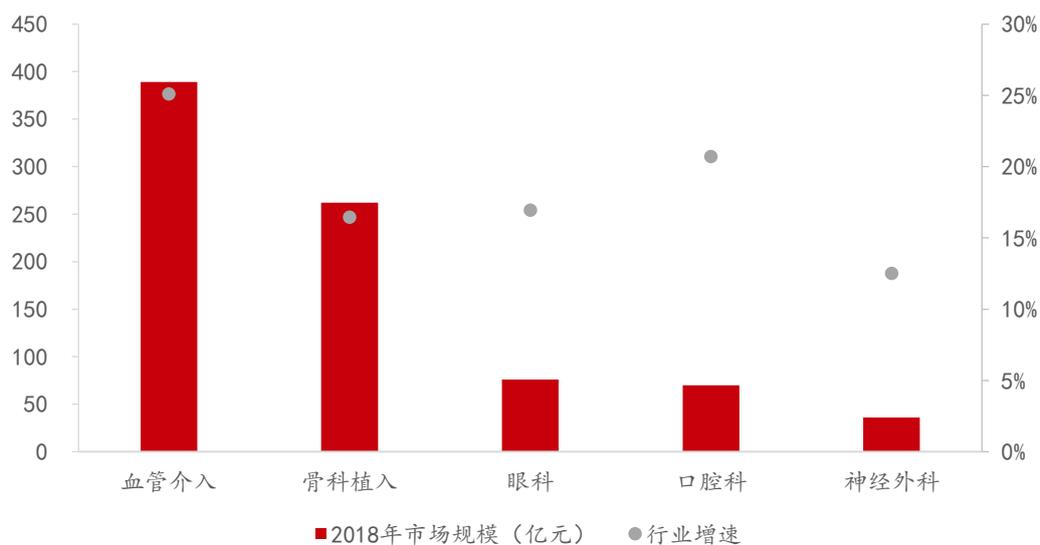
图 30：高值耗材分类



资料来源：器械汇，川财证券研究所

骨科植入物作为高值耗材中仅次于心血管类产品的第二大市场，进口替代的尚未完成成为国内优质企业的高速成长提供可能。相比血管介入类产品，骨科植入物市场仍以进口品牌为主，除创伤市场为国内产品主导外，脊柱和关节产品国产化率不高。

图 31：2018 年高值耗材主要细分行业市场规模及增速对比

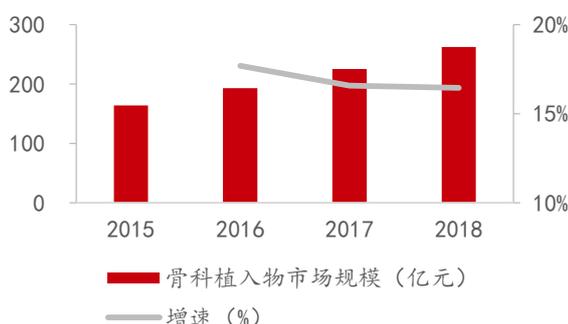


资料来源：器械研究院，川财证券研究所

人工关节作为骨科植入物领域国产化最低的细分行业，受益于国产企业产品质

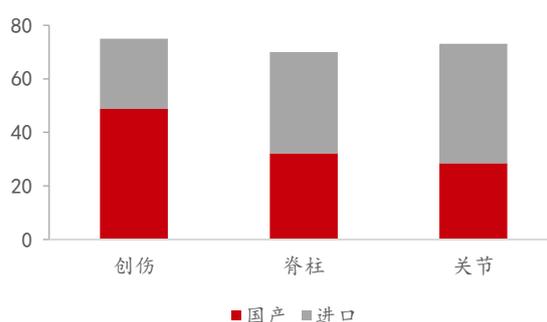
量不断提升，保持快速增长。2018年骨科植入物市场销售规模达262亿元，行业增速约16%。从细分行业增长情况看，创伤市场2018年增速约12%，行业发展较为成熟，渗透率相对较高；人工关节产品由于研发门槛高、医疗费用较高、医生资源不足等因素渗透率还比较低，随着增速达20%，同时国内企业占有率由2017年的36%提升至2018年的39%。

图 32：2015-2018 年我国骨科植入物市场规模（单位：亿元）



资料来源：南方所，川财证券研究所

图 33：2018 年国内骨科植入物市场销售额（单位：亿元）



资料来源：《2018年我国骨科植入物行业现状与发展趋势》，川财证券研究所

医疗服务机构数量及诊疗量同步提升，行业整体需求旺盛。根据《卫生统计年鉴》数据，2018年骨科医院诊疗人次共计1569万，同比增长9.06%；骨科医院共计654家，同比增长6.96%。

表格 11. 2017-2018 年国内医疗机构骨科医院及诊疗情况

	2018	2017	同比增速 (%)
骨科医院 (家)	654	617	6.00%
年诊疗人次 (万人次)	1569	1439	9.06%
开放总床日数 (万日)	2152	1913	12.50%

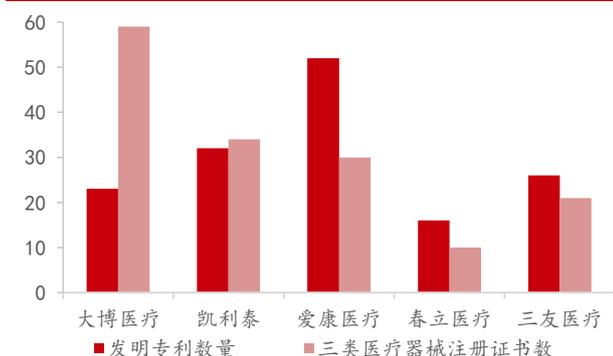
资料来源：《中国卫生统计年鉴》，川财证券研究所

国内优质高值耗材提供商研发提速为骨科渗透率提升提供有力支撑。国内主要的骨科植入物供应商有大博医疗、威高骨科、凯利泰、三友医疗、爱康医疗、春立医疗等公司。行业头部企业的研发投入、专利及注册证等形成企业竞争优势，促进产品升级加速及质量提升，不断缩小与进口产品的差距，促进国产化率的提升。

图 34：国内主要骨科植入物生产企业发明专利

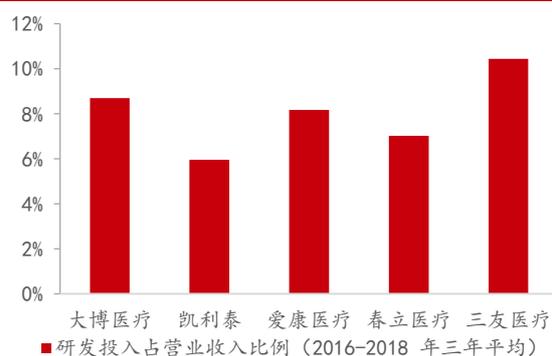
图 35：国内主要骨科植入物生产企业研发投入

和注册证书数量比较



资料来源：三友医疗招股书，川财证券研究所

占营业收入比例



资料来源：三友医疗招股书，川财证券研究所

### 2.3.2 一致性评价抬高准入门槛，集中度不断提升

高值耗材属于三类医疗器械的产品居多，第三类医疗器械为具有较高风险、需要采取特别措施严格控制管理以保证其安全、有效的医疗器械，如植入式心脏起搏器、角膜接触镜、人工晶体、植入器材、血管支架等，相比一二类医疗器械，具有技术壁垒高、资金需求量大等特点。

表格 12. 医疗器械分类依据

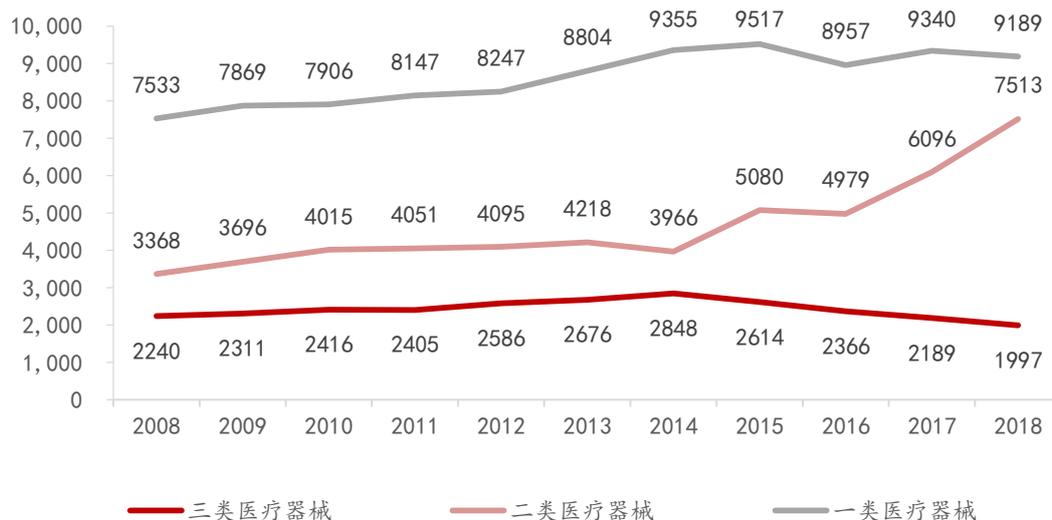
医疗器械分类	划分原则	管理/审批方式	临床验证
I	风险程度低，实行常规管理可以保证其安全、有效的医疗器械	向设区的市级食品药品监督管理局提交备案资料	不需要
II	具有中度风险，需要严格控制管理以保证其安全、有效的医疗器械	向设区的市级食品药品监督管理局备案资料。	需要
III	具有较高风险，需要采取特别措施严格控制管理以保证其安全、有效的医疗器械	由国务院药品监督管理部门审查批准，并发给产品生产注册证书。	需要

资料来源：《医疗器械监督管理条例》，川财证券研究所

在高值耗材行业中，产品的“非标”特点普遍存在，同时各级医疗机构中医生对产品的使用习惯和接受也存在差异，导致不同厂家产品质量标准不一，高值耗材国内企业整体呈现小而散的局面。2014年以来三类医疗器械行业监管日趋规范，标准不断提升，部分企业逐渐退出市场，三类医疗器械企业数量从2848家锐减至2018年的1997家。

2019年8月12日，国家医保局发布《国家医疗保障局对十三届全国人大二次会议第6395号建议的答复》，称将由国家卫生健康委将配合相关管理部门建立耗材一致性评价机构。一致性评价的建立有望利好高值耗材领域集中度的提升，对品质标准高、生产具有一定规模的优质高值耗材企业将受益。

图 36：近五年以来三类医疗器械企业数量锐减



资料来源：NMPA，川财证券研究所

### 2.3.3 带量采购助推产品进口替代，头部企业迎发展拐点

在医保控费收紧的大环境下，《关于治理高值医用耗材的改革方案》今年5月审议通过，高值耗材领域改革提速。安徽、江苏等省份率先试点部分品种和医疗机构的带量采购工作。以安徽省高值医用耗材带量谈判中标结果为例，如果考虑到权重，可以显著看到国产产品对进口的替代加速。

整体来看，我们认为医疗器械方面市场预期差仍存。行业看，骨科植入市场有望维持较高增速，同时国家严控耗占比等控费政策持续推动进口替代，另一方面，省级或更大范围和量级的采购有望利好国产产品进入三级医院使用。在行业进口替代的浪潮中，拥有较高产品质量的细分赛道头部企业产品市占率或将大幅提升，逐渐成为市场的主导品牌。推荐标的：大博医疗（002901）。

表格 13.2019 年医用高值耗材行业事件梳理

时间	事件
5月29日	中央深改委第八次会议审议通过《关于治理高值医用耗材的改革方案》等文件。

时间	事件
	会议指出，高值医用耗材治理关系减轻人民群众医疗负担。要坚持问题导向，通过优化制度、完善政策、创新方式，理顺高值医用耗材价格体系，完善全流程监督管理，净化市场环境和医疗服务执业环境，推动形成高值医用耗材质量可靠、流通快捷、价格合理、使用规范的治理格局，促进行业健康有序发展。
6月18日	国家卫健委印发《医疗机构医用耗材管理办法》，《办法》不仅对医用耗材进行了明确定义，还指出该办法适用于二级以上医院医用耗材管理，其他医疗机构可参照执行，自2019年9月1日起施行。
6月21日	《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》发布，确定了骨科植入(脊柱)类、眼科(人工晶体)类高值耗材带量采购，采购量不低于2018年度该产品使用量的80%，且必须零差价销售。
7月24日	江苏省医保局下发了《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》，明确对血管介入类等高值医用耗材品种年度总采购量的70%，采取“联盟采购，以量换价”的形式，且可以预付30%货款。
7月30日	安徽省带量谈判议价工作成功完成，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年上半年全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。
7月31日	国务院办公厅印发《治理高值医用耗材改革方案》，明确2019年年底前要取消高值医用耗材在医院的销售加成，并从下半年起鼓励医疗机构联合开展带量谈判采购，从完善价格形成机制、规范医疗服务行为和健全监督管理机制等方面进行部署。
8月9日	陕西省药械集中采购平台公布《关于对骨科植入类医用耗材动态调整部分调整结果公示的通知》，此次采购共2306个品种中标，产品中标价格平均降幅在8.4%，大博医疗等骨科植入物上市公司平均降价幅度不高，除威高股份外，其他公司产品降幅均在10%左右。
8月12日	国家医保局发布《国家医疗保障局对十三届全国人大二次会议第6395号建议的答复》，称国家卫健委将积极配合相关管理部门建立耗材一致性评价机构，加强相关方面研究，完善评价机制，间接促进对一次性非植入高值耗材等费用增长的合理控制。
8月21日	南通市医疗保障局发布《关于落实南通市医用耗材集中带量采购价格谈判结果的通知》，全市止血材料、髓内钉类别医用耗材集中带量采购价格谈判工作已顺利完成，谈判结果于2019年9月1日起执行。约定采购量分别按各公立医疗机构申报的上一年度髓内钉总采购量的60%、止血材料总采购量的70%计算得出。
9月17日	国家药监局发布《关于做好第一批实施医疗器械唯一标识工作有关事项的通告(征求意见稿)》，并发布了第一批实施医疗器械唯一标识的产品目录。按照风险程度和监管需要，确定部分有源植入类、无源植入类等高风险第三类医疗器械作为第一批医疗器械唯一标识实施品种，对列入第一批实施产品目录的医疗器械，注册人应当按照时限要求有序开展唯一标识赋码、唯一标识注册系统提交、唯一标识数据库提交工作。
9月20日	江苏省公立医疗机构药品(医用耗材)阳光采购联盟办公室发布《江苏省第二

时间	事件
	轮公立医疗机构医用耗材组团联盟集中采购公告》，此次参加集中采购的品种为眼科人工晶体类、血管介入球囊类、骨科人工髌关节类高值医用耗材品种，由省阳光采购联盟组织 107 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，采购周期为 1 年，2020 年 1 月执行采购结果。
11 月 22 日	苏盐宿联盟部分高值医用耗材首轮带量采购价格谈判开启，联盟 93 家二级及以上公立医疗机构，采购产品为骨科人工合成骨、骨科带线锚钉、普外科腔镜下单发不可吸收夹三类，参与企业共 19 家，平均降幅分别为 41.10%，31.98%，43.27%，最高降幅分别为 63.4%，42.55%，55.29%。预计节约 3029.47 万元。
12 月 2 日	国家医疗保障局发布《关于公示医保医用耗材分类与代码数据库第一批医用耗材信息的通知》，经公示无异议后，第一批医用耗材信息将纳入国家医保医用耗材分类与代码数据库，供各地医疗保障部门使用，此次耗材编码公示超过 3 万种医用耗材，涉及范围广泛。

资料来源：中国政府网，各省招采平台，江苏医械圈，川财证券研究所

## 2.4 医疗服务：民营专科医院增长逻辑持续

### 2.4.1 医保政策避风港，头部企业估值溢价高

在整个医药产业面临腾笼换鸟的改革期，作为对医保控费的政策压力相对免疫的子行业，医疗服务板块在 2019 年实现了业绩和估值的双升，取得了较好的市场表现。截至 2019 年 12 月 13 日，医疗服务板块今年以来的涨幅达到 60.66%，位列医药三级子行业的第一。我们认为当前市场给予医疗服务板块中的核心资产较高的估值溢价，由于头部企业具有较高的资金壁垒和品牌壁垒，在市场不断扩容的前提下享受超越行业的增速，长期来看，连锁医疗扩张逻辑不变，渗透率仍有较大提升空间，具有较高的成长性和确定性。

截至 2019 年 12 月 13 日，医疗服务板块（除医药外包）的市盈率（TTM，整体法）为 80.16 倍，相对医药生物行业整体估值溢价率达 125%。

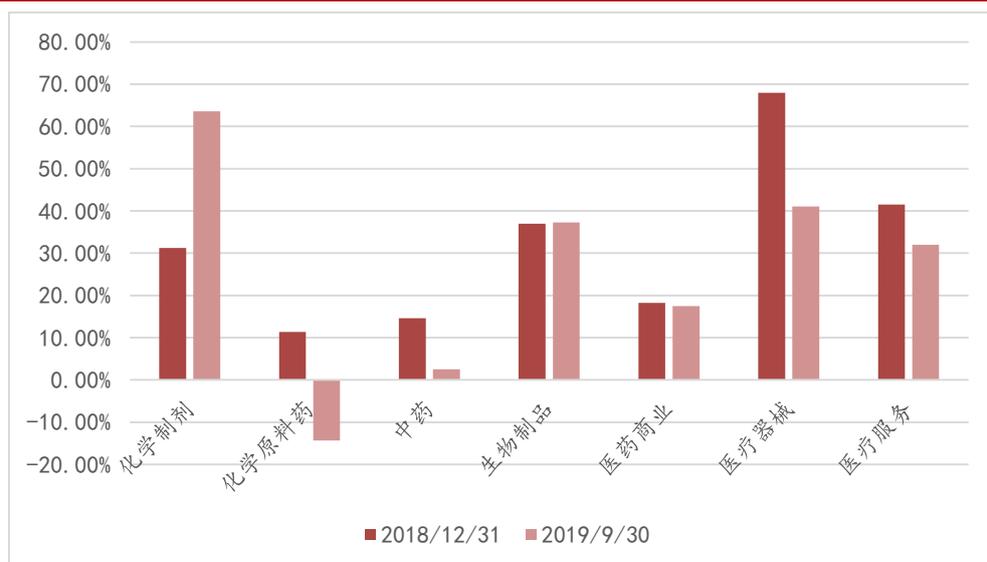
图 37：医疗服务相对医药生物整体估值溢价率达 125%



资料来源：Wind，川财证券研究所

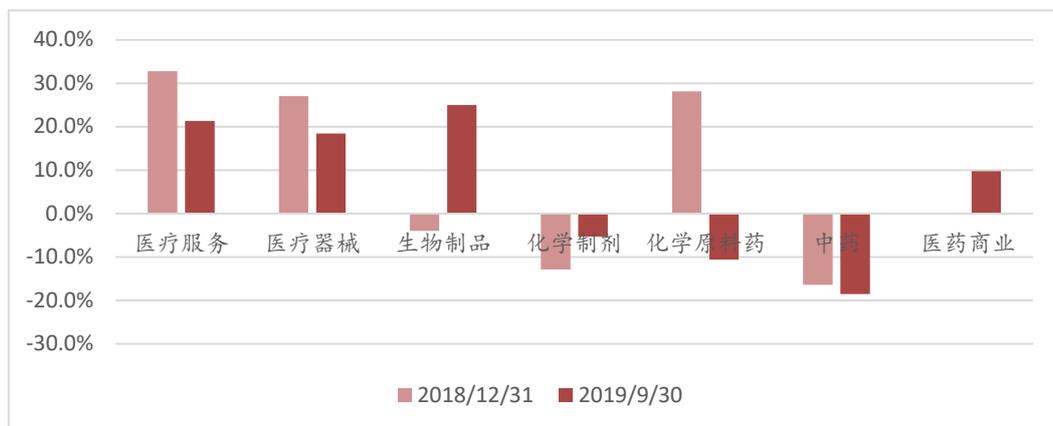
从业绩来看，医疗服务行业在 2018 年高基数的基础上，今年前三季度的收入、净利润端均实现了双位数增长，其中更不乏以眼科、口腔、独立实验室为代表的头部企业实现了 35% 以上的净利润增长。我们认为，随着连锁医疗企业的规模不断扩大，资金优势和品牌优势将愈发凸显，在内生和外延式成长的双轮驱动下，市占率有望持续提升。

图 38：2018、2019Q3 医药各行业的收入同比增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 39：2018、2019Q3 医药各行业的归母净利润同比增速

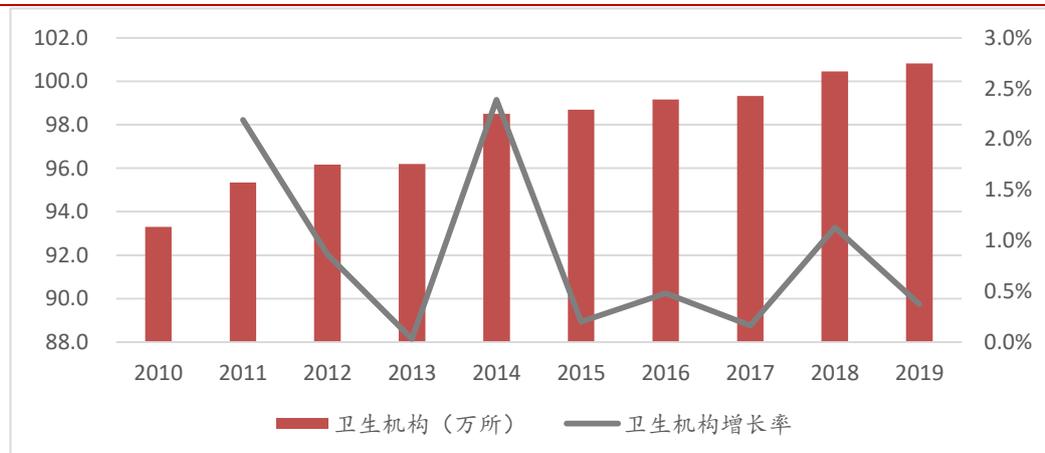


资料来源：Wind, 川财证券研究所

#### 2.4.2 社会办医鼓励差异化发展，民营专科医院扩张优势凸显

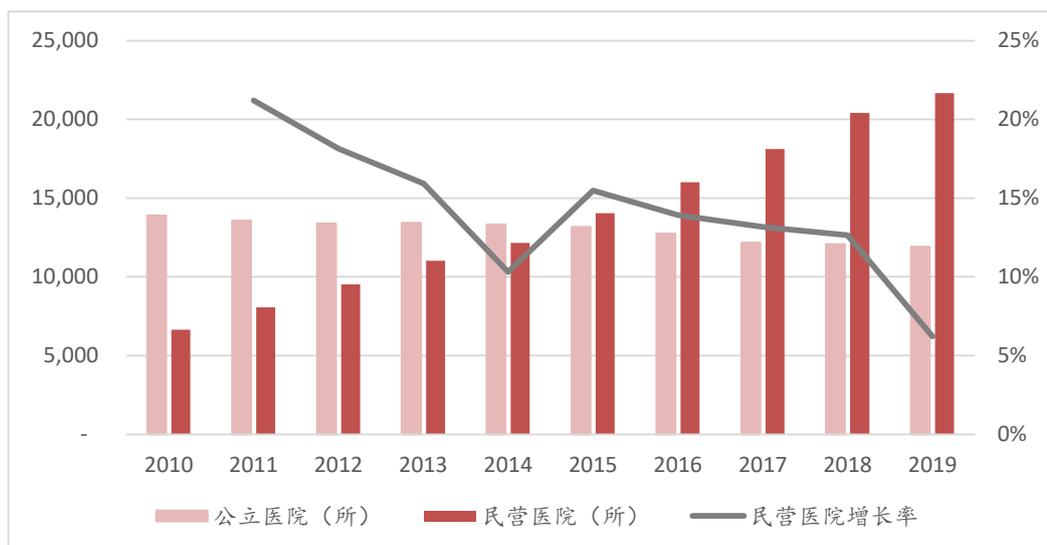
自 2010 年卫生部、发改委等多个部门共同发文《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》(58 号文)，大力倡导社会资本进入医疗领域，并陆续出台了鼓励社会办医的各项政策，民间资本进入医疗服务领域开始提速，我国民营医院数量由 2018 年 9 月底的 20,011 家增至 2019 年 9 月底的 21,671 家，增加 1,660 家，同比增长 8.30%，大幅高于全国医疗卫生机构 0.4% 的增长率。而公立医院则从 2018 年 9 月底的 12,109 家降至 11,918 家，同比减少 1.58%，为自 2014 年以来连续第 6 年下降。而尽管 2015 年开始民营医院的数量就超过公立医院，但民营医院的诊疗人次仍然占比偏低。2018 年，全国 35.8 人次的诊疗量中，民营医院诊疗人次仅占比 14.7%，渗透率与发达国家相比仍有较大提升空间。

图 40：2010-2019 年全国医疗卫生机构总数



资料来源：卫计委, 川财证券研究所

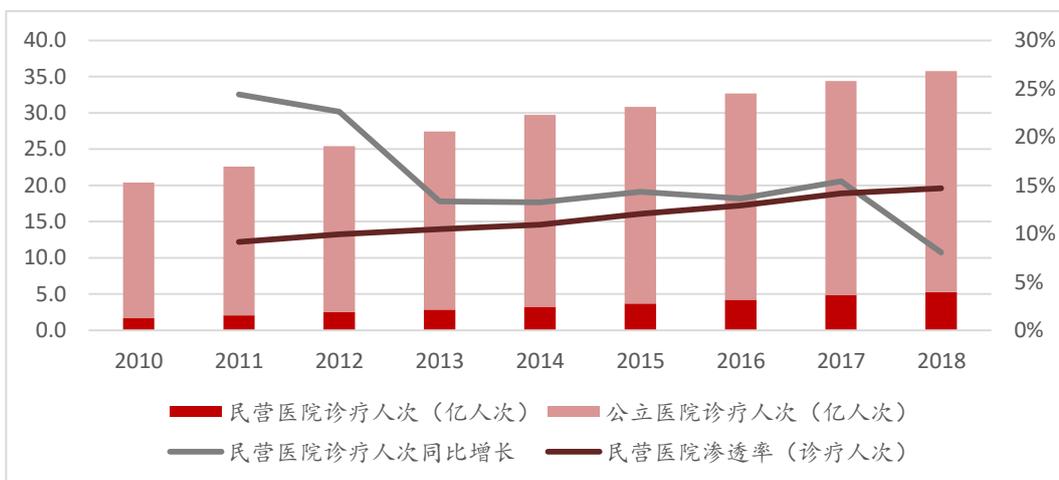
图 41：2010-2019 年公立医院与民营医院的发展情况



资料来源：卫计委，川财证券研究所

备注：各年数据均截至于当年 11 月底，2019 年数据截至于 2019 年 9 月底。

图 42：2010-2019 年民营医院诊疗人次及其增速与渗透率



资料来源：卫计委，川财证券研究所

今年 6 月份，社会办医“重磅”文件——由国家卫健委牵头十部委联合印发的《关于促进社会办医持续健康规范发展意见》出台，进一步细化了社会办医的标准，使得民营医疗机构的标准化与规范化扩张更加有据可依。

表格 14.2018-2019 年我国社会办医重要政策汇总

时间	部门	政策名称	主要内容
2018年6月	卫健委、中医药管理局	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	完善二级及以下医疗机构设置审批与执业登记“两证合一”，逐步实现营利性医疗机构床位数由投资主体自主决定。 合理规划配置数量，为社会办医配置预留合理空间。支持非公立机构发展，不以医疗机构等级、床位规模等业务量因素作为非公立医疗机构的主要配置标准。
2018年10月	卫健委	《关于发布2018-2020年大型医用设备配置规划的通知》	简化医疗机构审批申请材料；二级及以下医疗机构设置审批与执业登记“两证合一”。
2018年11月	卫健委、中医药管理局	《关于优化医疗机构和医护人员准入服务的通知》	明确了医疗机构准入跨部门审批基本流程框架，要求进一步简化优化项目建设相关审批条件，加强跨部门审批过程的工作衔接，提高审批服务水平。
2019年1月	发改委等9部门	《关于优化社会办医医疗机构跨部门审批工作的通知》	4项具体行动：1) 口腔健康行为普及行动；2) 口腔健康管理优化行动；3) 口腔健康能力提升行动；4) 口腔健康产业行动；5)
2019年2月	卫健委	《国家卫生健康委员会办公厅关于印发健康口腔行动方案（2019—2025年）的通知》	将支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域。在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科；以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。
2019年2月	发改委等18部门	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量促进形成强大国内市场的行动方案》	2019~2020年，在北京、上海、沈阳、南京、杭州、武汉、广州、深圳、成都、西安等10个城市开展促进诊所发展试点工作。
2019年5月	卫健委等5部门	《关于开展促进诊所发展试点的意见》	从加大政府支持力度、简化审批服务等6个方面入手，提出了22项政策措施。
2019年6月	卫健委等10部门	《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》	在加强依法执业、完善医院管理制度、规范诊疗行为等方面提出工作要求和措施，提高社会办医的医疗质量安全水平。
2019年10月	卫健委	《关于提升社会办医疗机构管理能力和医疗质量安全水平的通知》	

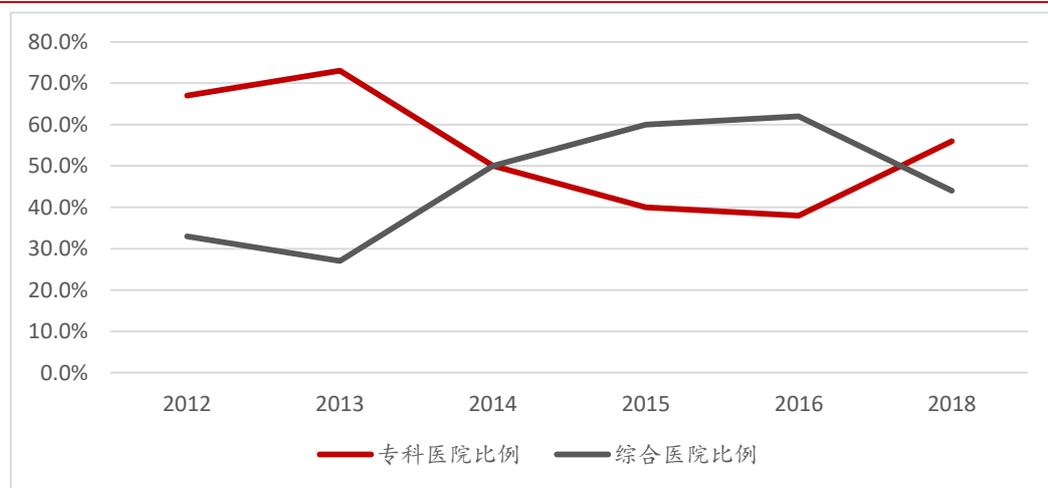
资料来源：国务院，卫健委，川财证券研究所

随着利好政策不断出台，民营医院迎来了蓬勃发展期。2018年在全国的并购

医院中，仅有 9 家公立医院，占比 18.75%，而按照卫生机构类别分，并购医院中有 56% 为专科医院，44% 为综合医院。据卫计委《中国健康统计年鉴》预测，到 2020 年，专科医院无论是床位数还是门诊量都将比 2012 年翻倍，而这些增量部分主要来源于社会资本的投入。

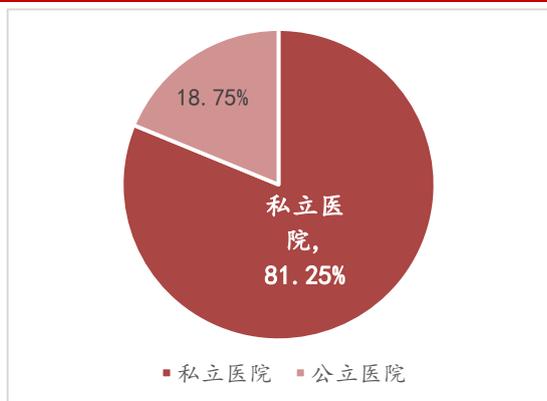
相较于综合医院，连锁专科模式具有轻资产运营的特点，特点是初始投资小，技术壁垒低，盈亏平衡时间短，多采用标准化的设备和治疗流程，可复制性高，易于市场扩张，并且通常针对医保依赖度低的科室。因此在连锁专科医院领域，社会资本能够充分利用优势，通过提供优质化、差异化的医疗服务与公立医院竞争。目前国内的民营专科市场有着明显的“偏重消费”的特点：以眼科、牙科、妇产科、骨科、医美、体检为代表的专科连锁医院整合力度最强，业务版图遍布全国各大城市。

图 43：2012-2018 年并购医院的占比变化



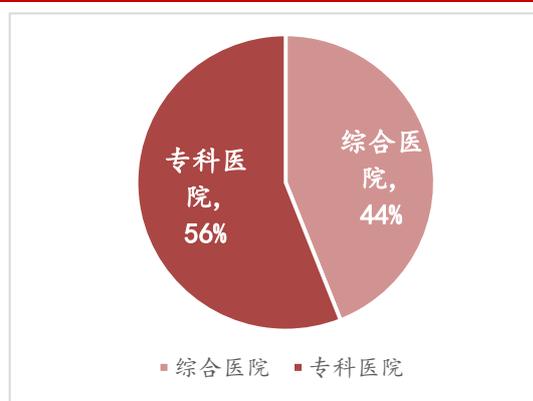
资料来源：卫计委，川财证券研究所

图 44：2018 年并购医院分类（按经济类型）



资料来源：普华永道报告，川财证券研究所

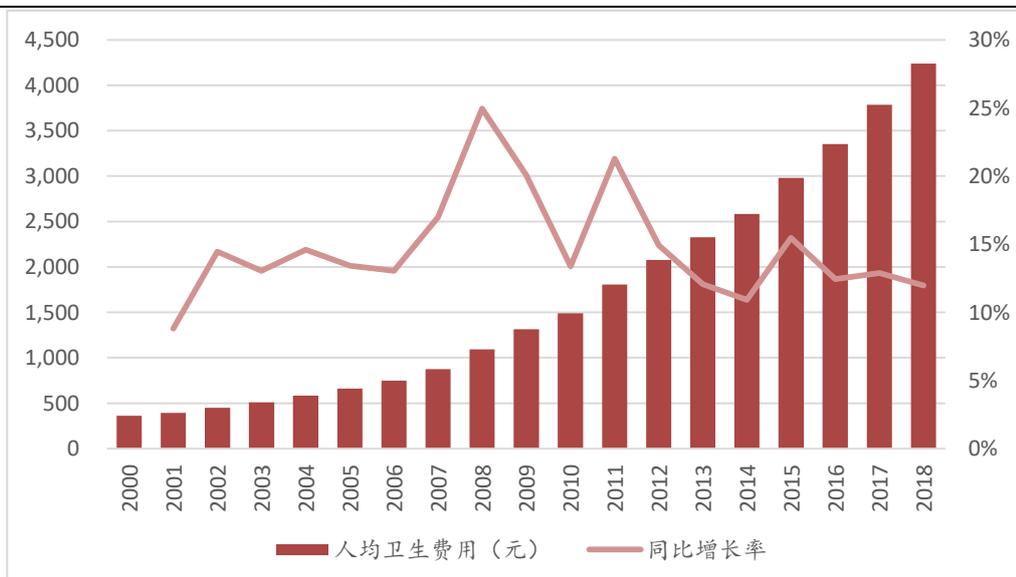
图 45：2018 年并购医院分类（按卫生机构类别）



资料来源：普华永道报告，川财证券研究所

从需求端来看，消费升级和人口老龄化共同助推行业需求释放。我国医疗消费水平尚处于初级阶段。随着人均可支配收入和群众健康意识的不断提升，我国医疗卫生消费将迎来长期稳步发展阶段。2002 年以来，人均卫生费用始终维持双位数增长。2018 年，人均卫生费用同比增长 12%，达到 4,237 元。

图 46：2002 年以来人均卫生费用一直维持双位数增长

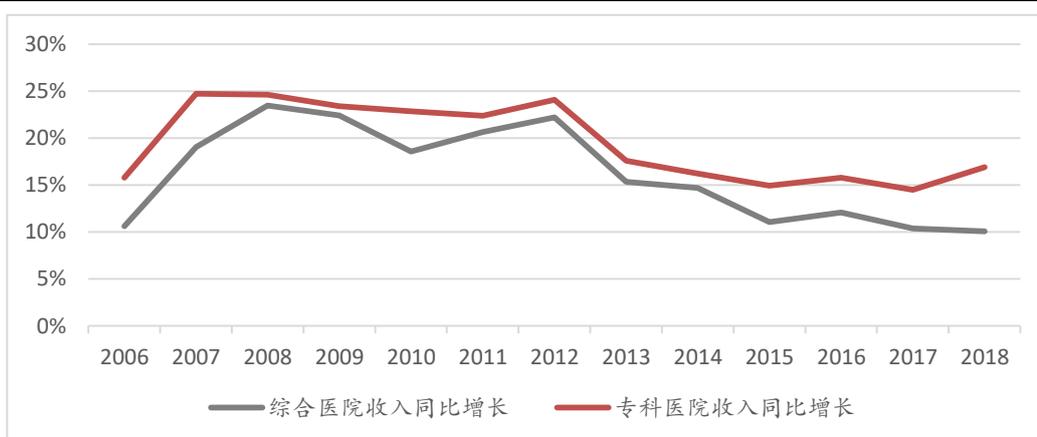


资料来源：卫计委，川财证券研究所

从医院收入来看，专科医院的收入增速高于综合医院，并且收入增速的剪刀差

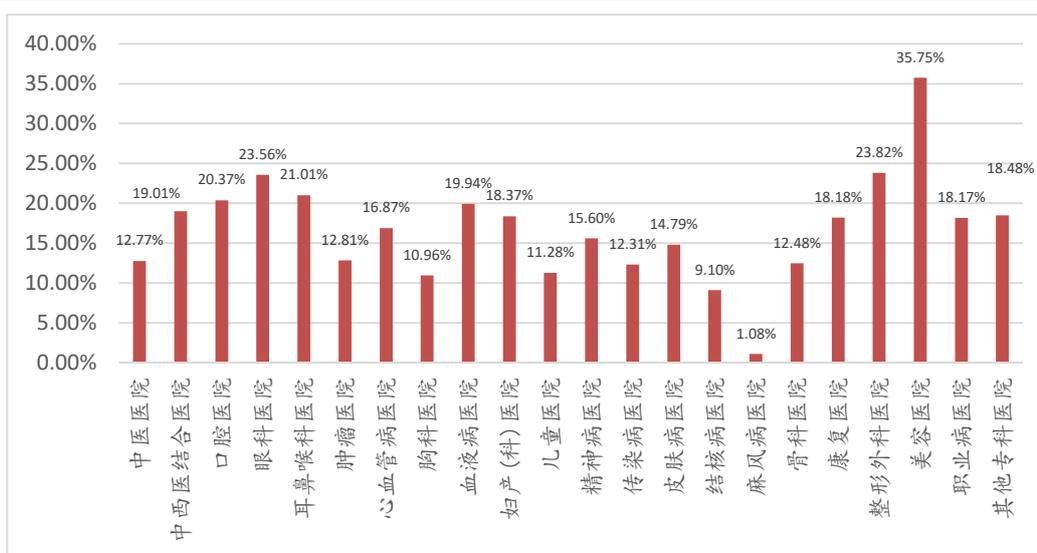
有持续扩大的趋势。社会办医的定位表明，其旨在满足群众多层次、多样化、差异化的健康服务需求。包括日益增多的康复、护理、医养结合等方面的服务需求；儿科、精神科、妇产科、眼科、医疗美容等社会紧缺的医疗卫生服务专业领域的需求；以及对独立的第三方机构在医学检验、血液透析、医学影像等方面的需求。在满足这些需求方面，社会办医已经在一些领域形成了学科优势，建立了品牌影响力。

图 47：2006-2018 年综合医院和专科医院的收入增速



资料来源：卫计委，川财证券研究所

图 48：2013-2018 年各专科医院的收入 CAGR



资料来源：卫计委，川财证券研究所

我国消费者日益个性化、高层次的就医需求随着健康意识的逐渐加强正在逐步

释放，助推医疗服务的行业需求持续高增长。因此在民营资本涌入医疗服务行业的大背景下，同时具有资金优势与品牌技术壁垒的专科连锁医院复制扩张的确定性强，市占率有望持续提升。

### 三、重点推荐公司

#### 3.1 泰格医药 (300347)：新增订单充足，业绩确定性强

大临床业务盈利能力提升，高毛利率订单进入兑现期。中国创新药黄金十年，公司做为优质卖水人业绩确定性强，随着国内监管审批加速医药研发外包渗透率有望进一步提升。同时，我国创新药领域一级市场投融资环境持续改善，公司大临床订单增速及毛利率水平皆出现明显提升。随着新药品管理法执行，临床试验机构继续拓展，以及国际多中心临床的深耕布局，公司营收天花板将大幅提升。

数统业务持续高增长，利润占比较大。公司与 AZ 年中签订了战略合作协议，将给数统业务带来新增量；礼来今年内部调整，订单明年或恢复常态化；国内数统外包渗透率快速提升，数据管理订单增速较快。同时，公司不断在南京、武汉等低人力成本地区扩充数统业务团队。

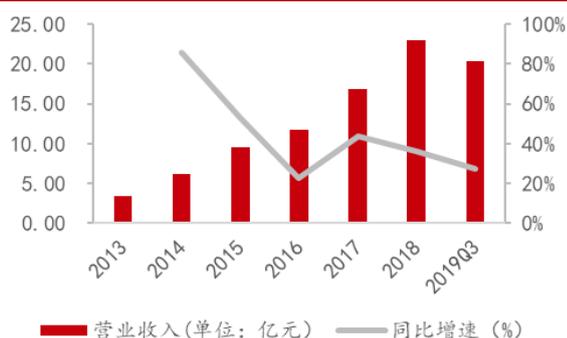
分享中国创新药外溢红利。今年公司控股子公司方达医药在香港上市，国内及海外产能或持续释放，业绩有望出现持续改善。同时，公司国际化进程加快，北美临床业务已初具承接能力，这将有助于公司业务持续扩展，提升天花板，另一方面，也更好的服务于走出去的国际多中心临床，将分享中国创新药外溢红利。

业绩预测：给予公司“增持”评级。我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 29.58/40.68/55.11 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 7.00/9.78/13.45 亿元，2019-2021 年业绩增速分别为 48%、40%、37%，对应 EPS 分别为 0.93/1.30/1.79 元/股，对应 PE 分别为 67/48/35 倍，给予“增持”评级。

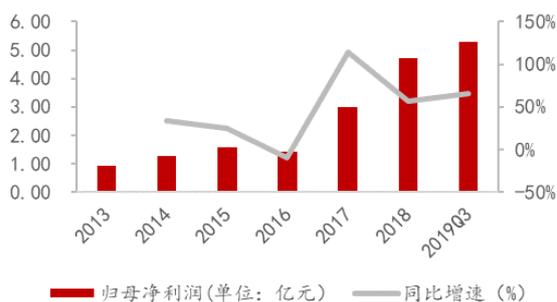
风险提示：创新药企融资不及预期；医药政策推进不及预期；并购不及预期。

图 49：2013-2019Q3 泰格医药营业收入及增长情况

图 50：2013-2019Q3 泰格医药归属母公司股东的净利润及增长情况



资料来源: wind, 川财证券研究所



资料来源: wind, 川财证券研究所

### 3.2 凯莱英 (002821): 产能建设节奏加快, 定增募投打开成长空间

**CDMO 产业不断向新兴市场转移, 国内企业迎来黄金发展时期。** 新药研发成本与回报率背离, 促使国际制药巨头将更多资源集中在新药研发投入上, 同时将成熟药品的生产逐渐向低成本的新兴市场转移。小分子化药从研发和销售方面都占主导地位, 支撑 CDMO 行业需求。国内 CDMO 企业近年来快速发展, 对比来看, 商业化项目、PB-ROE 水平、研发投入、对大客户的依赖程度等指标反映企业经营管理质量。

**在建工程转固提速。** 天津三产能利用率受益海外产能快速转移有望大幅提升, 以及新增订单签订加快, 明年产能释放有保障。2019 年上半年吉林工程转固提速, 有望在下半年带来相应收入增量。

**毛利率出现拐点。** 公司毛利率由于原材料成本上升及临床业务国内市场开拓给予一部分价格优惠原因有所下降, 当前国内市场临床业务占比显著提升, 跑马圈地告一段落, 报价恢复, 毛利率或迎拐点。

**定增募投项目或将产能扩充一倍以上。** 2019 年 6 月公司计划募投资金 23 亿元用于生物药 CDMO、制剂厂房、现有产能的扩充建设, 短期看, 23 亿元的定增计划确实会摊薄公司每股收益, 但长期看, 提前布局 CDMO 大分子领域, 快速切入医药领域最优质赛道是公司未来快速发展的重要保证, 预计未来生物药 CDMO 业务以及制剂业务的新扩建将有望在现有产能基础上翻一倍。

**业绩预测: 给予公司“增持”评级。** 我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 24.47/32.87/44.38 亿元, 归属于上市公司股东的净利润分别为 5.72/7.85/10.85 亿元, 2019-2021 年业绩增速分别为 34%、37%、38%, 对应 EPS 分别为 2.48/3.40/4.70 元/股, 对应 PE 分别为 50/36/26 倍, 给予“增持”

评级。

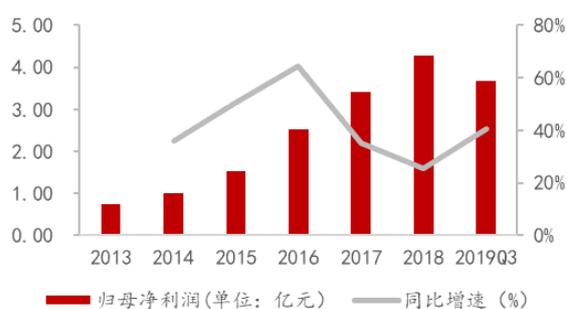
**风险提示：**新签订单增速不及预期；环保事件；原材料大幅上涨。

图 51：2013-2019Q3 凯莱英营业收入及增长情况



资料来源：wind, 川财证券研究所

图 52：2013-2019Q3 凯莱英归属母公司股东的净利润及增长情况



资料来源：wind, 川财证券研究所

### 3.3 普洛药业 (000739)：管理红利不断释放，产品结构优化

**特色原料药逻辑改变。**带量采购需求拉动下，特色原料药有望进入量价齐升阶段，“消费”属性将替代价格波动的“周期”属性。

期间费用率持续改善。公司管理费用率从 2015 年的 15.06% 降至 2019 年 Q3 的 10.40%，内部整合增效，销售费用率从 2015 年的 5.59% 提升至 2019 年 Q3 的 11.56%，业务拓展加速。

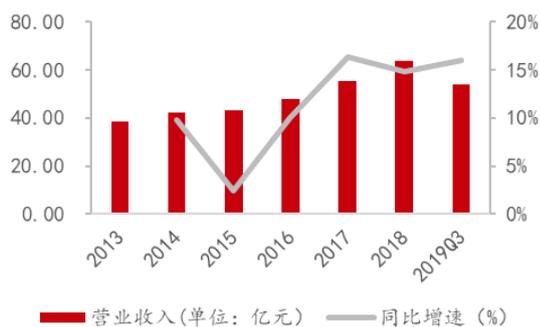
**产品结构优化。**公司是中国医药行业 40 强，原料药出口位列全国第二，其中在销原料药品种共 73 个，过亿品种达 11 个，下游需求放量将使得公司产品结构优化，原料药毛利率快速提升，业绩持续放量。

**业绩预测：**给予公司“增持”评级。我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 74.97/91.05/113.79 亿元，归母净利润分别为 5.66/7.60/10.31 亿元，2019-2021 年业绩增速分别为 53%、34%、36%，对应 EPS 分别为 0.48/0.64/0.87 元/股，对应 PE 分别为 27/20/15 倍，给予“增持”评级。

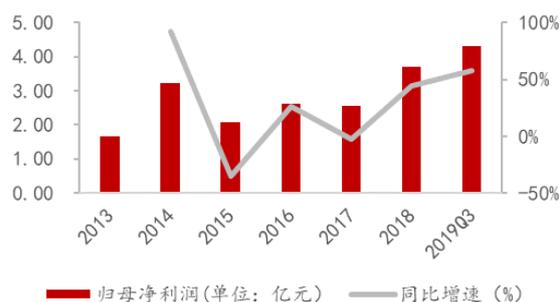
**风险提示：**原料药价格下降；环保事件；制剂销售不及预期；汇率风险。

图 53：2013-2019Q3 普洛药业营业收入及增长情况

图 54：2013-2019Q3 普洛药业归属母公司股东的净利润及增长情况



资料来源: wind, 川财证券研究所



资料来源: wind, 川财证券研究所

### 3.4 富祥股份 (300497): 周期向成长的转变

**产品价格维持高位，市场及产能持续扩容。**二季度以来舒巴坦、他唑巴坦价格维持高位，舒巴坦价格同比去年提升40%。他唑巴坦规范市场销售规模扩大，并获批韩国MFDS注册证，进一步助推销售。2020年450吨新建哌拉西林他唑巴坦(8:1)产能将投产，营收有望持续提升。

**业绩上行拐点明确。**受今年中期检修提前及去年四季度海外审计因素影响，下半年产能将持续释放，产量预计同比提升30%以上，再叠加部分产品价格同比显著提升，产销两旺业绩红利兑现，三季度拐点明显，全年净利润有望实现50%增速(其中四季度和三季度均有望实现1亿净利润，全年3.2亿元净利润)。

**注射剂一致性评价政策驱动行业供给侧改革。**注射剂一致性评价对原料药质量和供应量要求提高，类似上轮口服固体制剂一致性评价，利好上游高品质注射剂原料药供应商，公司作为舒巴坦、他唑巴坦和培南类注射剂企业上游原材料供应商，产品通过美欧、日韩等规范市场认证，产品质量和供应有保证，有望受益注射剂原料药行业规范性提高带来的价格与集中度双升。

**业绩预测：给予公司“增持”评级。**我们预计2019-2021年公司营业收入分别为14.21/18.91/24.92亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为3.14/4.20/5.47亿元，2020-2021年业绩增速分别为34%、30%，对应EPS分别为1.16/1.56/2.03元/股，对应PE分别为14/11/8倍，给予“增持”评级。

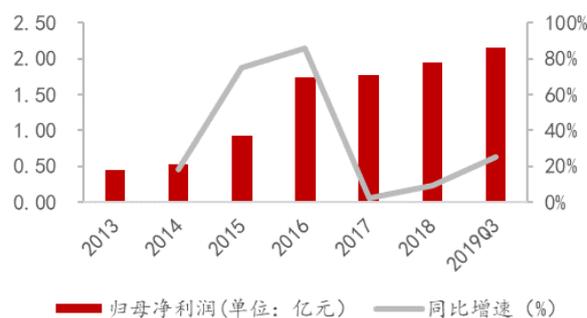
**风险提示：**二股东永太科技持有公司减持；环保事件；停产审计。

图 55: 2013-2019Q3 富祥股份营业收入及增长情况

图 56: 2013-2019Q3 富祥股份归属母公司股东的净利润及增长情况



资料来源: wind, 川财证券研究所



资料来源: wind, 川财证券研究所

### 3.5 大博医疗 (002901): 产品需求旺盛, 产能大幅提升

**产品需求旺盛, 产能大幅提升。**行业看, 骨科植入市场未来复合增速有望维持15%。国家严控耗占比等控费政策持续推动进口替代, 脊柱和关节进口替代率约30%, 替代空间大, 公司是国内骨科耗材领先企业, 将显著受益。自去年年底起, 公司产能已经历大幅释放过程, 现有自有厂房+租用三九军大两块产能; 2020年8-9月在建产能将释放, 明年底有望达产, 产能扩大一倍。

**产品终端大幅降价对公司整体影响不大。**国家未来对于高值耗材领域的集采降价, 价格方面, 产品终端肯定有压力, 但对于市占率较高的龙头企业而言主要压力肯定在经销商层面, 销售利润并不在上市公司层面。同时, 部分降幅较大的产品是老产品, 新产品迭代周期快, 价格维护好。比如: 陕西今年公布的耗材终端中标价公司产品只降了5%, 近三年公司产品平均ASP价格还是提升的。国家骨科植入物渗透率很低, 远比去年4+7药品要低, 终端价格下降有利于渗透率大幅提升, 最终降价可能带来集中度和规模双升。

**股权激励彰显发展信心。**2018年9月推出股权激励计划, 业绩考核条件为2019-2021年净利润同比增长分别不低于24%/25%/26%。

**业绩预测: 给予公司“增持”评级。**我们预计2019-2021年公司营业收入分别为10.94/13.89/17.45亿元, 归属于上市公司股东的净利润分别为4.67/5.89/7.34亿元, 2019-2021年业绩增速分别为26%、26%、25%, 对应EPS分别为1.16/1.47/1.83元/股, 对应PE分别为51/40/32倍, 给予“增持”评级。

**风险提示:** 需求不及预期; 耗材集采超预期; 新产品研发不及预期。

图 57: 2013-2019Q3 大博医疗营业收入及增长情况

图 58: 2013-2019Q3 大博医疗归属母公司股东的净利润及增长情况



资料来源: wind, 川财证券研究所



资料来源: wind, 川财证券研究所

### 3.6 健康元 (600380): 吸入制剂产品步入收获期, 布局价值凸显

中间体及原料药业务提效, 业绩红利持续兑现超出市场预期, 支撑估值。市场认为公司中间体业务受价格因素影响较大, 事实上上半年公司通过降低生产成本, 净利润保持 14% 增速, 超出市场预期, 下半年仍有提效空间, 全年业绩确定性强。3 月份新乡海滨美罗培南中间体通过验收, 产能 100 吨, 达产后有望贡献价值 1.7 亿元的中间体, 保障上游原材料供应。

吸入制剂首仿上市领跑细分赛道, 产品研发规划合理, 布局丰富, 估值尚未兑现。呼吸吸入市场: 空间大、难度高、寡头垄断我国呼吸系统疾病患者众多且诊疗率低下, 潜藏巨大的临床未满足需求。吸入制剂作为呼吸疾病的治疗首选, 2029 年国内市场规模有望达到 500 亿元以上。呼吸吸入制剂由于制剂技术难度大、药械合一, 专利等壁垒, 国内市场外资占比高达 93%, 国产仿制药有巨大替代空间。我们对公司研发管线进度进行梳理并采用 DCF 折现估值, 给予当前亿元对应权益市值 53 亿元, 长期看, 公司有望成为吸入制剂细分赛道第一梯队的优质企业, 进一步提升整体估值。我们预计: 1) 复方异丙托溴铵吸入溶液 2019.4 获批上市 (4 亿销售峰值); 2) 左旋沙丁胺醇吸入溶液 2019.9 获批上市 (6 亿销售峰值); 3) 布地奈德混悬液 (25 亿销售峰值) 2020 年上半年上市。

**业绩预测:** 给予公司“增持”评级。我们预计 2019-2021 年公司营业收入分别为 125.87/143.89/166.91 亿元, 归属于上市公司股东的净利润分别为 8.52/10.32/12.55 亿元, 2019-2021 年业绩增速分别为 26%、26%、25%, 对应 EPS 分别为 0.44/0.53/0.65 元/股, 对应 PE 为 21/17/14 倍, 给予“增持”评级。

**风险提示:** 原料药及中间体价格下降的风险, 制剂销售不及预期等。

图 59：2013-2019Q3 健康元营业收入及增长情况



资料来源：wind，川财证券研究所

图 60：2013-2019Q3 健康元归属母公司股东的净利润及增长情况



资料来源：wind，川财证券研究所

### 3.7 爱尔眼科 (300015)：眼科医院注入提速，业绩加速成长

**全球规模领先眼科医疗连锁机构。**公司是一家全国连锁的专业眼科医疗机构，主要从事各类眼科疾病诊疗、手术服务与医学验光配镜。截至2019年公司在全球范围内的眼科医院/中心数量达到近300家，其中中国内地超200家，覆盖全国医保人口超过70%，年门诊量超过400万人，并成功探索出一套适应中国国情和市场环境的眼科医院连锁经营管理模式——“分级连锁”。

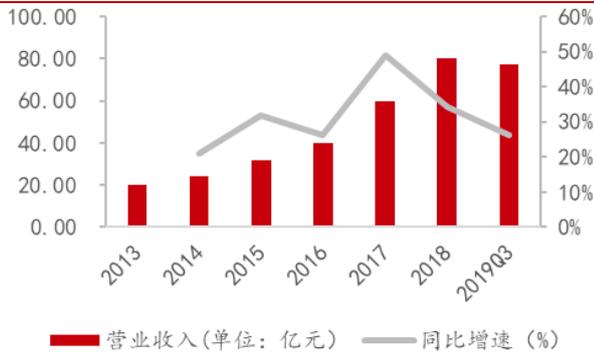
**眼科医疗市场维持高增速，私立医院占比持续提升。**受需求增加和消费升级的双重作用，眼科诊疗市场容量或不断扩大。预计至2021年市场规模或达到1594亿元，CAGR为13.90%。

**定增拟收购30家优质眼科医院，进一步提升未来增长空间。**2019年10月，公司拟通过发行股份购买天津中视信100%股权、发行股份及支付现金购买奥理德视光100%股权和宣城眼科医院80%股权、发行股份购买万州爱瑞、开州爱瑞90%股权的方式收购30家优质眼科医院，有助于完善眼科医院网点布局，加强与巩固眼科医疗市场的领先地位，充分发挥协同效应与规模效应，持续提升盈利能力与增强综合竞争力。

**业绩预测：给予公司“增持”评级。**我们预计2019-2021年公司营业收入分别为102.95/131.47/167.79亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为13.84/18.31/23.94亿元，2019-2021年业绩增速分别为37%、32%、30%，对应EPS分别为0.45/0.59/0.77元/股，对应PE为90/68/52倍，给予“增持”评级。

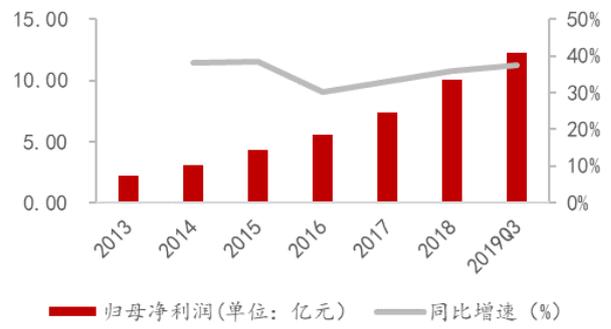
**风险提示：**眼科诊疗行业医疗事故；并购基金旗下资产注入进度不及预期。

图 61：2013-2019Q3 爱尔眼科营业收入及增长情况



资料来源: wind, 川财证券研究所

图 62：2013-2019Q3 爱尔眼科归属母公司股东的净利润及增长情况



资料来源: wind, 川财证券研究所

## 四、重点公司盈利预测与估值

表格 15. 重点公司盈利预测与估值

代码	公司	现价	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				市盈率 (倍)				行业分类
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
000739.SZ	普洛药业	13.74	154.50	3.71	5.44	7.35	9.44	41.69	28.40	21.02	16.38	化学原料药
300497.SZ	富祥股份	18.17	48.15	1.95	3.14	4.13	4.86	24.73	15.34	11.66	9.90	化学原料药
300558.SZ	贝达药业	71.65	268.71	1.67	2.22	2.74	3.52	161.08	121.07	98.20	76.38	化学制剂
600276.SH	恒瑞医药	86.85	3,698.36	40.66	52.71	67.89	85.49	90.97	70.16	54.48	43.26	化学制剂
300436.SZ	广生堂	33.37	46.59	0.16				282.64				化学制剂
002422.SZ	科伦药业	22.35	317.76	12.13	12.59	15.71	19.37	26.20	25.25	20.23	16.40	化学制剂
600196.SH	复星医药	25.39	643.80	27.08	30.76	35.80	44.06	23.77	20.93	17.98	14.61	化学制剂
000661.SZ	长春高新	445.00	729.75	10.06	14.04	18.72	24.07	72.50	51.99	38.98	30.32	化学制剂
300298.SZ	三诺生物	14.80	78.30	3.10	3.22	4.00	4.59	25.22	24.30	19.55	17.07	生物制品
002901.SZ	大博医疗	60.19	232.03	3.71	4.66	5.86	7.34	62.46	49.79	39.59	31.61	生物制品
300003.SZ	乐普医疗	31.90	551.42	12.19	17.06	22.03	29.33	45.25	32.33	25.04	18.80	医疗器械
300760.SZ	迈瑞医疗	185.30	2,211.34	37.19	46.47	56.62	68.56	59.46	47.59	39.06	32.26	医疗器械
002589.SZ	瑞康医药	7.28	108.19	7.79	9.04	10.23	12.12	13.89	11.97	10.58	8.93	医疗器械
600511.SH	国药股份	24.19	180.48	14.04	15.21	17.08	18.99	12.85	11.87	10.57	9.50	医疗器械
600998.SH	九州通	13.37	253.67	13.41	16.90	20.63	24.57	18.92	15.01	12.30	10.33	医药商业
601607.SH	上海医药	17.67	502.20	38.81	43.72	49.08	54.36	12.94	11.49	10.23	9.24	医药商业
300015.SZ	爱尔眼科	40.83	1,238.81	10.09	13.65	18.12	23.80	122.78	90.79	68.39	52.06	医药商业
603259.SH	药明康德	94.58	1,482.56	22.61	22.36	28.54	35.60	65.58	66.30	51.95	41.65	医药商业
300347.SZ	泰格医药	64.19	470.72	4.72	6.97	9.32	12.45	99.69	67.54	50.51	37.82	医疗服务
603127.SH	昭衍新药	62.13	93.44	1.08	1.53	2.17	2.94	86.25	61.10	43.16	31.82	医疗服务
002821.SZ	凯莱英	131.60	284.88	4.28	5.70	7.50	9.70	66.51	49.96	37.99	29.36	医疗服务
600380.SH	健康元	9.74	182.56	6.99	8.63	9.98	11.76	26.10	21.17	18.30	15.53	化学制剂
300759.SZ	康龙化成	49.97	376.18	3.39	4.63	6.49	8.54	110.89	81.25	57.96	44.06	医疗服务

资料来源: Wind, 股价为2019/12/13收盘价, 上市公司数据来自万得一致预期, 川财证券研究所

## 风险提示

### 医保控费力度持续加大

随着医保基金压力增大，医保局可能继续出台各种控医保费政策，并且通过集采等方式对药品价格、器械价格进行较大的限制。

### 新药研发不及预期

新药研发工作不及预期将有可能使新药推迟上市，失去市场的先发优势，或者研发效果不及预期的话，新药研发也有夭折的可能，进而对相关公司未来的营收和利润产生较大影响。

### 仿制药一致性评价政策推进不及预期

仿制药政策推进进度受到多方面因素影响，在落实层面或有变动。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004