

深耕高景气赛道，关注绩优成长个股

——医药生物行业 2020 年度投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2019 年 12 月 17 日

行业核心观点：

尽管从未来一段时间来看，医药行业依旧面临集采降价（药品及耗材等）、部分用药受限（监控品种、医保目录调整）等一些行业政策的影响，但不改我们对行业未来整体持续向好的看多逻辑：**一. 行业未来市场前景依旧广阔：**在人口老龄化趋势不改、医疗技术进步不断带来革命性新产品和商业模式、刚性医疗需求和高端自主医疗需求不断增长的背景下，未来医药行业市场前景依旧广阔，行业整体仍将保持稳健增长。**二. 行业内部结构性变化显著：**近几年医药行业系统性改革不断促进行业规范和产业升级，在政策端改革和医保支付端引导下，行业未来结构性发展趋势将愈发显著：1. 创新药仍旧是未来医药行业发展最具确定性的行业主赛道（行业对待政策环境最为友好、满足未满足的临床医疗需求、医保支付“腾笼换鸟”提升市场空间和产品可及性），2. 国内创新药外包产业深度融合创新药产业链和生命周期，享受全球创新药外包行业离岸转移以及国内创新药发展红利；3. 带量采购模式下，原料药成本重要性凸显，具备原料药/制剂一体化生产能力、产品梯队丰富的仿制药企有望获得更多市场份额；4. 消费升级及国产替代背景下，高端医疗消费及高端医疗器械等部分领域未来也仍将保持较高行业景气度。

投资要点：

● 产业创新升级背景下，持续看好创新药&外包产业链

随着国内头部创新药企不断加大研发投入，未来几年内将有一批重磅国产创新药品种陆续上市，叠加医保价格谈判带来的支付端改革，国产重磅品种市场放量速度得到极大提升。此外与创新药产业紧密关联的创新药研发&生产外包产业链，未来一段时间仍将确定性受益于全球外包产业地区性离岸转移、国内新药研发投入快速增长及仿制药一致性评价业务开展带来的政策增量红利。重点推荐国内药物研发生产一体化外包龙头企业**康龙化成**、小分子药物砌块供应商**药石科技**以及国内 CDMO 业务龙头**凯莱英**。

● 挖掘政策免疫领域，关注高端自主医疗消费

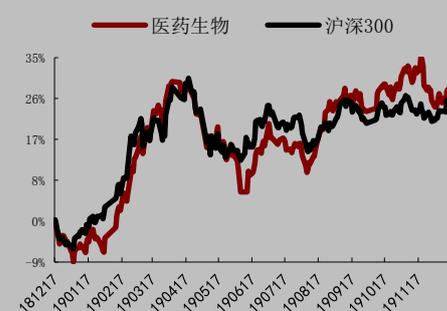
伴随居民整体收入增长以及医疗健康重视程度加深，高端医疗、健康管理及部分高端品牌消费品近几年增速强劲，未来随着品牌建设推广和基层市场逐步开拓，相关细分领域仍有较大发展潜力。建议关注持续受益于行业集中度提升和处方外流利好影响的零售药房板块，以及不受医保控费影响、市场潜力较大的儿童用药生长激素领域，重点推荐**安科生物**。

● 风险提示：未来政策执行不及预期的风险、药品降价超预期的风险、市场整体波动的风险

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
康龙化成	0.57	0.71	1.04	增持
药石科技	1.21	1.16	1.57	买入
凯莱英	1.86	2.44	3.15	买入
安科生物	0.26	0.37	0.48	买入

医药生物行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 12 月 16 日

相关研究

万联证券研究所 20190830_公司研究_AAA_康龙化成（300759）深度报告

万联证券研究所 20191128_行业专题报告_AAA_医药生物行业科创板专题报告之五

万联证券研究所 20191107_公司研究_AAA_药石科技（300725）深度报告

分析师：**姚文**

执业证书编号：S0270518090002

电话：02160883489

邮箱：yaowen@wlzq.com.cn

目录

1、2019 年医药板块行情回顾及 2020 年度投资策略	4
1.1 医药板块市场行情回顾	4
1.1.1 板块整体涨幅靠前，板块内部表现差异明显	4
1.1.2 细分子行业普遍上涨，个股之间分化明显	5
1.1.3 板块整体估值有所提升，个股估值分化明显	6
1.2 制造业整体增速相对稳健，医药板块增速有所回落	7
1.2.1 高基数效应使得 Q1 增速回落，全年业绩增速相对稳健	7
1.2.2 板块增速有所回落，整体费用率逐步降低	7
1.3 医药行业 2020 年度投资策略	8
2、“腾笼换鸟”持续推进，创新主线趋势不改	10
2.1 行业“腾笼换鸟”持续推进，行业结构性变化明显	10
2.1.1 行业迈入创新驱动新阶段，政策制度日趋完善	10
2.1.2 医保总量控费&调结构：整体用药费用受控、行业内部“腾笼换鸟”	11
2.2 2019 年国家医保药品谈判完成，97 个品种成功纳入	13
2.3 第二轮带量采购全面扩围，第三轮带量采购临近	19
2.4 创新药产业趋势不改，未来成长确定性高	21
2.4.1 创新药申报快速增长，国内企业贡献比重提升	21
2.4.2 国内药企研发投入加大，早期投融资领域延续高景气度	21
2.4.3 国产创新药成果不断涌现，PD-1/L1 市场将形成“4+4”格局	22
2.4.4 生物药市场成长前景广阔，国内多个生物类似药陆续获批	24
2.5 研发外包—创新药产业链上最受益细分赛道	25
2.5.1 全球 CRO 市场稳步成长，多因素支撑行业需求	25
2.5.2 国内 CRO 市场发展迅速，持续受益于产业转移及创新药产业爆发	26
2.6 政策免疫&消费升级—生长激素市场潜力广阔	29
图表 1：2019 年医药板块走势与沪深 300 指数比较（截止 19/11/29）	4
图表 2：申万医药指数与其他一级子行业涨跌幅（%、截止 19/11/29）	4
图表 3：2019 年医药不同子行业涨跌幅比较（%，截止 19/11/29）	5
图表 4：2019 年医药板块不同个股涨跌分布（截止 19/11/29）	5
图表 5：医药行业 2019 年涨跌幅前 20 个股（%、截止 19/11/29）	6
图表 6：申万医药板块 2010 年至今平均 PE 及相对估值溢价（截止 19/11/29）	6
图表 7：国内医药制造业累计收入及增速	7
图表 8：国内医药制造业累计利润总额及增速	7
图表 9：2017 到 2019Q3 医药板块营收及增速	8
图表 10：2017 到 2019Q3 医药板块相关费用率	8
图表 11：2017 到 2019Q3 板块归母净利润（亿）及增速	8
图表 12：2017 到 2019Q3 板块扣非归母净利润（亿）及增速	8
图表 13：国内医药企业及创新药发展阶段	10
图表 14：医药产业政策顶层设计思路	10
图表 15：近几年国家出台的医药行业重要法律法规文件	10
图表 16：08-18 年城镇基本医疗保险基金情况（亿）	11
图表 17：医院药品收入占比变化	11
图表 18：国内样本医院 2014-2018 年治疗类用药采购金额排名及复合增速（单位：亿）	11

元).....	11
图表 19: 2019Q3 医药用药十大领域.....	12
图表 20: 2019Q3 医药用药十大主要产品.....	12
图表 21: 第一批国家重点监控合理用药药品目录品种.....	12
图表 22: 部分重点监控用药品种 2018 年市场销售额 (亿).....	13
图表 23: 2019 年医药准入谈判成功品种目录.....	14
图表 24: 2017 年部分谈判品种降价幅度与后续商业化表现.....	18
图表 25: 首次集采和集采扩围产品平均降幅.....	19
图表 26: 本次集采扩围采购比例较高的省份采购量占比.....	19
图表 27: 有望纳入第三轮带量采购的部分品种.....	19
图表 28: 2012-2018 国产新药 IND 申报数.....	21
图表 29: 2013-2019.10 月国产新药 NDA 申报数.....	21
图表 30: 2019 年化药临床申请数较多企业 (2019.10).....	21
图表 31: 2019 生物药临床申请数较多企业 (2019.10).....	21
图表 32: 2016-2019H1 部分上市药企研发支出 (亿).....	22
图表 33: 2013-2018 年国内医疗健康行业融资情况.....	22
图表 34: 2018 年医疗健康细分领域融资规模占比.....	22
图表 35: 2018 年至今上市的国产 1 类新药 (截止到 2019.11).....	22
图表 36: 全球主要 PD-1/L1 品种销售额 (亿美元).....	23
图表 37: 国内 PD-1/L1 产品上市情况.....	23
图表 38: 2014-2018 全球生物药市场规模 (亿美元).....	24
图表 39: 2014-2018 国内生物药市场规模 (亿元).....	24
图表 40: 今年以来获批上市的国产生物药类似物.....	24
图表 41: 全球 CRO 市场容量及增速 (亿美元).....	25
图表 42: 全球 CRO 行业渗透率.....	25
图表 43: CRO 行业全球市场竞争格局 (2018).....	25
图表 44: CRO 行业市场地区分布 (2018).....	25
图表 45: 全球新药研发总支出 (亿美元) 及增速.....	26
图表 46: 全球在研新药研发管线规模 (2001-2018.01).....	26
图表 47: 全球药物因专利到期造成的销售损失 (\$, bn).....	26
图表 48: 小型制药公司占研发公司规模比重.....	26
图表 49: 我国 CRO 市场规模及增速 (市场规模包括本土企业的海外业务收入).....	27
图表 50: 不同项目阶段国内外研发生产成本比较.....	27
图表 51: 2018 年部分外资药企营业收入增速情况.....	27
图表 52: 全球药品研发支出 (bn 美元, 按地区划分).....	28
图表 53: 2012-2018 年国产新药 IND 申报数.....	28
图表 54: 2016-2019H1 公司研发外包支出占研发费用比重.....	28
图表 55: 国内生长激素市场规模 (亿) 及增速.....	29
图表 56: 2018 年样本医院不同剂型市场格局.....	29
图表 57: 2018 年国内生长激素市场厂家竞争格局.....	29

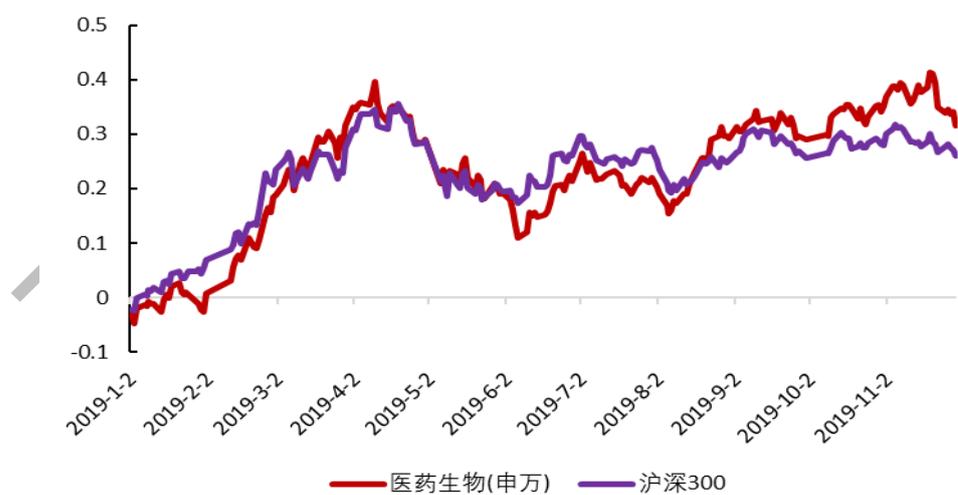
1、2019年医药板块行情回顾及2020年度投资策略

1.1 医药板块市场行情回顾

1.1.1 板块整体涨幅靠前，板块内部表现差异明显

年初至今（19/01/02-19/11/29）A股市场整体经历了一波“过山车”行情：在去年市场整体超跌、贸易战阶段性缓和、宽松政策超预期的影响下，一季度市场出现大幅上涨，市场上涨的主要逻辑由超跌反弹过渡到经济复苏预期，大部分行业的上涨更多来自估值端修复。二季度以后，在贸易战加剧升级影响下，市场进入调整阶段。三季度起市场行情主线聚焦科技板块，电子、通信等行业涨幅领先。其中医药板块在上半年整体行情表现一般，主要跟随市场波动，无明显独立行情。自8月起，医药板块受行业三季报业绩催化、政策端的悲观预期修正带来的板块估值修复需求及相对其它消费板块涨幅的行业比较优势，医药板块明显走强，直至11月中下旬开始出现调整。截止到11月29日，沪深300指数较年初上涨26.1%，申万医药指数较年初上涨31.5%。

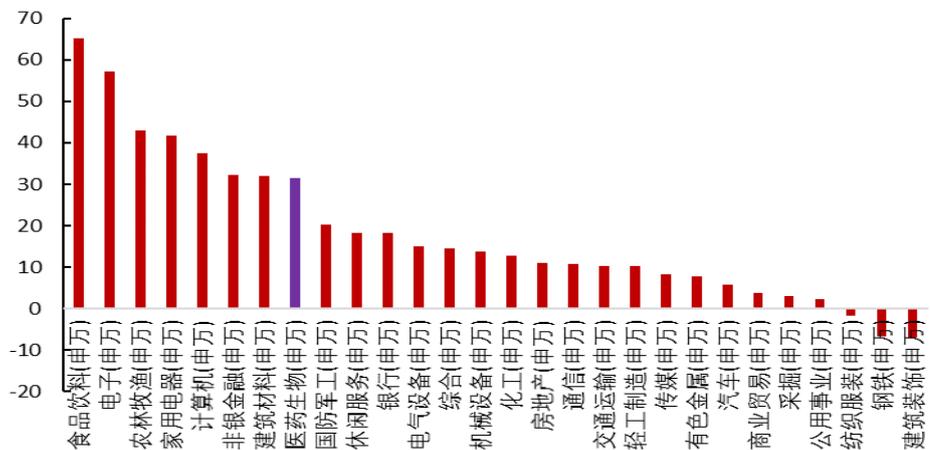
图表1：2019年医药板块走势与沪深300指数比较（截止19/11/29）



资料来源：wind、万联证券

一级子行业行情表现：今年受益于市场整体表现，绝大部分一级子行业均录得正收益，其中大消费和TMT部分子行业如食品饮料、电子、农林牧渔等行业涨幅靠前，建筑装饰、钢铁、纺织服装等板块跌幅居前；其中医药板块涨幅在所有子行业中排名第8。

图表2：申万医药指数与其他一级子行业涨跌幅（%、截止19/11/29）

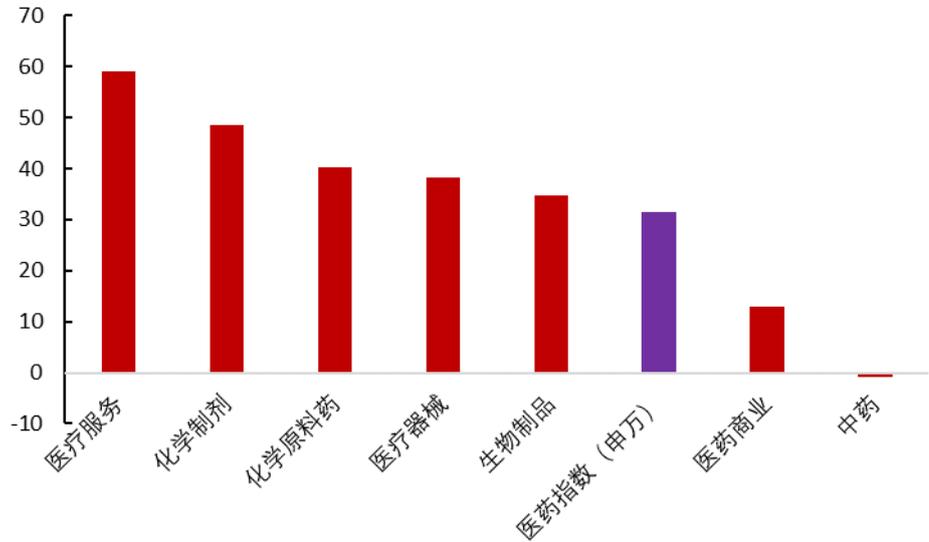


资料来源：wind、万联证券

1.1.2 细分子行业普遍上涨，个股之间分化明显

二级子行业表现方面：截止11月底，受市场及医药板块整体影响，除中药板块出现一定下跌外，板块内部其它子行业均出现不同程度上涨，其中具备高景气度的医疗服务、去年受带量采购影响而超跌的化学制剂等板块整体涨幅靠前；此外，医药商业、中药等板块主要受政策影响、个别白马股“暴雷”、无明显估值弹性等因素影响整体涨幅排名靠后。

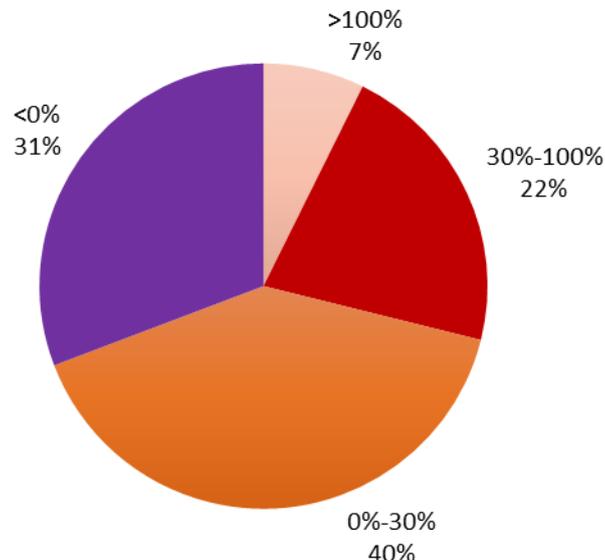
图表3：2019年医药不同子行业涨跌幅比较（%，截止19/11/29）



资料来源：wind、万联证券

具体到个股层面，医药板块中个股的股价表现差异较为明显：其中涨幅在100%以上的个股占医药板块比重的7%，涨幅在30%-100%之间的个股比重为22%；涨幅在0%-30%之间的个股占比40%，同比下跌的个股占比为31%，医药板块全年有约70%个股涨幅跑输医药板块指数。医药板块中个股的分化表现也在一定程度上反映了行业内部发展趋势分化：在医药行业未来增量看创新、原有存量看整合（仿制药一致性评价、带量采购）背景下，未来将有一批优质龙头企业逐步做大做强，细分市场的集中度将不断提升，同时相当一部分中小型企业将随着产能出清而被迫转型或整合。

图表4：2019年医药板块不同个股涨跌分布（截止19/11/29）



资料来源：wind、万联证券

个股表现方面：19年受市场行情及行业内部结构性行情影响，部分高景气度细分领域相关个股涨幅居前，主要集中在眼科领域、研发外包产业链（CRO&CDMO等）、医疗服务及原料药板块等；与此同时，部分“踩雷”及基本面存在明显瑕疵的个股则出现了较大程度下跌。未来伴随着行业结构性发展趋势，预计板块内部分化行情仍将延续。

图表5：医药行业2019年涨跌幅前20个股（%、截止19/11/29）

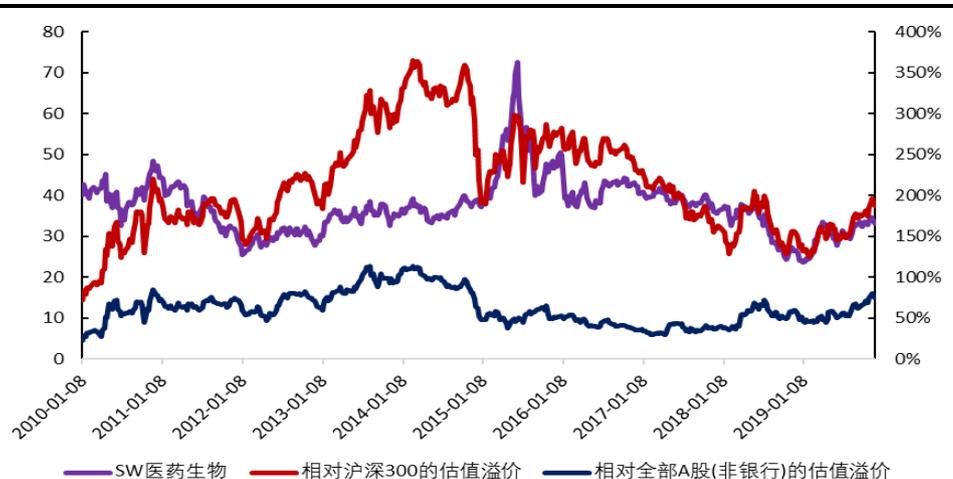
涨幅前二十个股		跌幅前二十个股	
兴齐眼药	407.01	亚太药业	-62.06
康龙化成	335.58	ST康美	-60.48
济民制药	259.30	ST辅仁	-58.03
健友股份	161.85	宜华健康	-51.52
长春高新	151.53	*ST天圣	-43.69
光正集团	141.18	翰宇药业	-39.40
司太立	140.06	开开B股	-38.27
天宇股份	130.91	热景生物	-37.71
龙津药业	128.57	微芯生物	-37.11
欧普康视	126.39	昊海生科	-34.48
我武生物	124.60	德展健康	-33.88
泰格医药	121.21	*ST生物	-33.12
金域医学	118.76	恒康医疗	-32.85
圣达生物	118.46	广誉远	-30.39
通策医疗	118.16	济川药业	-30.32
康泰生物	114.54	福瑞股份	-28.70
安图生物	112.21	赛诺医疗	-28.37
普利制药	110.91	同济堂	-26.65
贝达药业	109.59	创新医疗	-25.90
凯普生物	108.37	天目药业	-25.25

资料来源：wind、万联证券

1.1.3 板块整体估值有所提升，个股估值分化明显

截止11月底，由于三季度医药板块表现相对较好，目前申万医药板块整体估值为33倍左右，较年初整体24倍的估值有所提升；但这一估值水平仍低于近10年来医药板块平

图表6：申万医药板块2010年至今平均PE及相对估值溢价（截止19/11/29）



资料来源：wind、万联证券

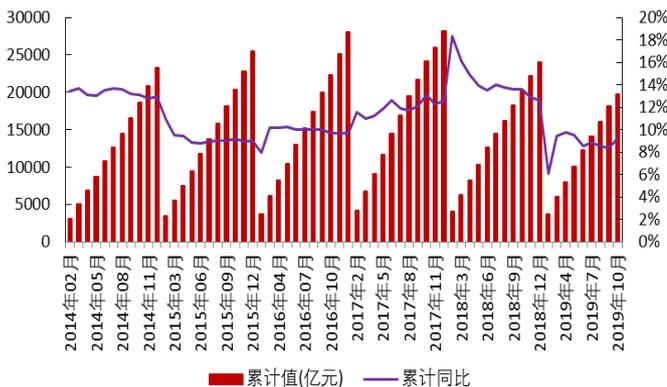
均估值，且接近医药板块的估值底部，与此同时相对A股整体（剔除银行）及沪深300的估值溢价率已经分别从年初的46.5%、132%提升至11月底的74%、187%。同时板块内部个股的估值差异化明显，部分行业白马和细分领域龙头个股拥有一定的估值溢价，尽管短期来看部分高估值个股性价比不明显，但考虑到未来稳定增长的医疗需求以及行业变革带来的显著的结构性的机会，部分优质个股仍然可以中长线逢低布局。

1.2 制造业整体增速相对稳健，医药板块增速有所回落

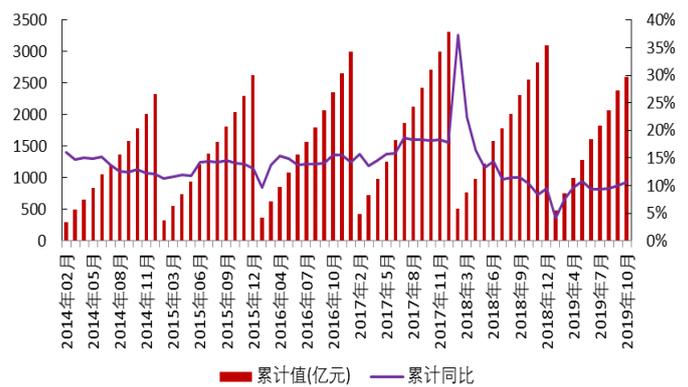
1.2.1 高基数效应使得Q1增速回落，全年业绩增速相对稳健

2018年全年，国内医药行业制造业累计收入增速和累计利润总额增速分别为12.6%、9.5%，整体增速较为稳健；2019年前十月医药行业制造业累计收入增速和累计利润总额增速分别为9.2%、10.6%，除了19年Q1业绩增速同比下滑外，前十月医药制造业整体依旧保持了较快平稳增长。19Q1增速下滑主要原因是：1. 2018年两票制执行，“低开转高开”使得同期营收增速大幅提升，从而使得今年Q1增速相对下滑明显；2. 2017年底和2018年初流感疫情爆发对部分细分行业和企业业绩推动作用明显，使得19年Q1增速相对变缓。考虑到今年及未来带量采购政策实施带来的药品价格变化影响，未来行业增速有可能长期在中低增速区间稳健运行，但医药行业下游需求端依旧旺盛，同时行业内部结构性分化将较为明显，创新药及部分高景气度细分领域有望获得更快业绩增速。

图表7：国内医药制造业累计收入及增速



图表8：国内医药制造业累计利润总额及增速



资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

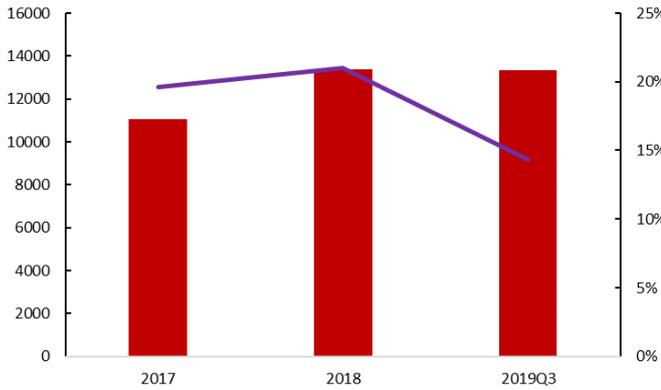
1.2.2 板块增速有所回落，整体费用率逐步降低

营业收入方面：2019年Q3医药板块上市公司营收增速为14.31%，板块整体仍旧保持了稳健增速，板块整体增速较18全年有所下滑，主要是由于去年两票制“低开转高开”、流感疫情爆发以及原料药涨价等因素使得18年业绩增速相对较高。同时，行业增速内部结构性分化较为明显，部分高景气度细分领域如创新药、生物制品、创新药外包产业链及零售药店板块继续保持了相对较快增速。

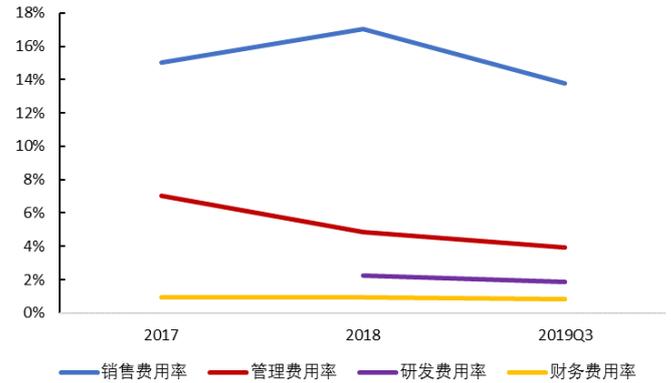
费用端方面：2018A及2019Q3板块整体销售费用率分别为17.02%、13.79%，2018全年销售费用率同比提升较多主要由于行业内企业主营产品市场放量（招标、新进医保等）特别是新品市场推广带来的销售费用增加，与此同时由于两票制的实施也使得行业整体销售费用率有一定提升，后续随着带量采购等政策不断推进实施及行业营销合规的加强，行业销售费用率有望逐步降低。此外，2018A、2019Q3的整体管理费用率（包含研发费用）、财务费用率与去年同期大体保持持平，单看研发费用占比：2018A、2019Q3医药板块研发费用占比分别为2.24%、1.87%，同时行业内部企业研发投入分化明显，创新型医药企业未来仍将保持高强度研发投入，部分龙头公司研发支出占比已

达15%以上，强者恒强效应显著。

图表9：2017到2019Q3医药板块营收及增速



图表10：2017到2019Q3医药板块相关费用率

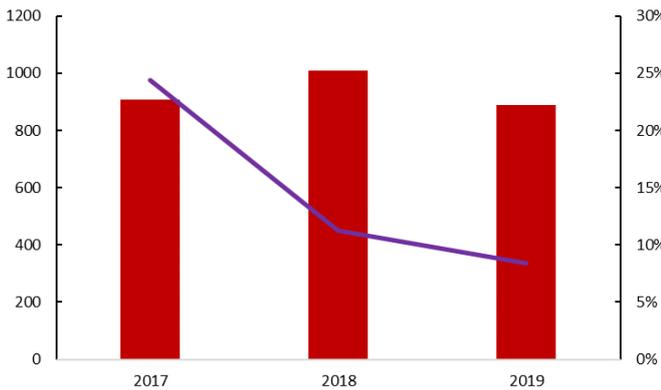


资料来源：wind、万联证券

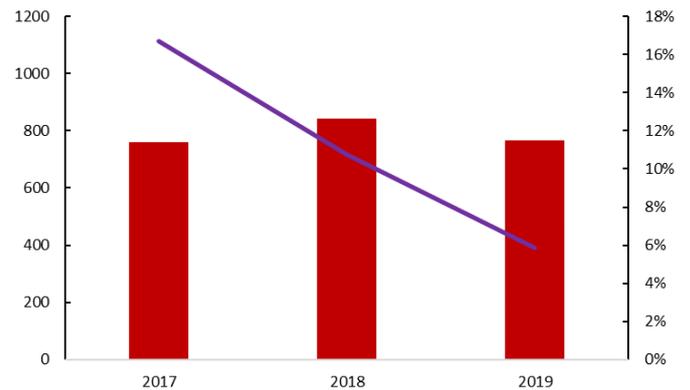
资料来源：wind、万联证券

盈利方面：2019Q3医药板块归母净利及扣非归母净利增速分别为8.42%、5.86%；较去年同期和全年增速均有一定程度下滑；今年前三季度利润增速下滑的原因主要是由于去年流感疫情爆发以及原料药涨价等因素使得18年同期及全年业绩增速较高，高基数效应使得今年同期业绩增速相对变缓。

图表11：2017到2019Q3板块归母净利（亿）及增速



图表12：2017到2019Q3板块扣非归母净利（亿）及增速



资料来源：wind、万联证券

资料来源：wind、万联证券

1.3 医药行业2020年度投资策略

行业方面：尽管从未来一段时间来看，医药行业依旧面临集采降价（药品及耗材等）、部分用药受限（监控品种、医保目录调整）等一些行业政策的影响，但依旧不改我们对行业未来整体持续向好的看多逻辑：

一. 行业未来市场前景依旧广阔：在人口老龄化趋势不改、医疗技术进步不断带来革命性新产品和商业模式、刚性医疗需求和高端自主医疗需求不断增长的背景下，未来医药行业市场前景依旧广阔，行业整体仍将保持稳健增长。

二. 行业内部结构性变化显著：近几年医药行业系统性改革不断促进行业规范和产业升级，在政策端改革和医保支付端引导下，行业未来结构性发展趋势将愈发显著：1. 创新药仍旧是未来医药行业发展最具确定性的行业主赛道（行业对待政策环境最为友好、满足未满足的临床医疗需求、医保支付“腾笼换鸟”提升市场空间和产品可及性），2. 国内创新药外包产业深入融合创新药产业链和生命周期，享受全球创新药外包行业离岸转移以及国内创新药发展红利；3. 带量采购模式下，原料药成本重要性凸

显，具备原料药/制剂一体化生产能力、产品梯队丰富的仿制药企有望获得更多市场份额；4. 消费升级及国产替代背景下，高端医疗消费及高端医疗器械等部分领域未来也仍将保持较高行业景气度。

市场方面：展望2020年，随着中美第一阶段贸易协议的达成，影响A股的最大外围不确定因素暂时消除，有望在一定程度上提升市场风险偏好水平；国内方面依旧面临宏观经济增速压力、短期通胀压力上行带来的宽松政策制约。但长期看好A股长期持续向好的内在逻辑未发生明显改变：经济结构向创新转型、资本市场制度化建设以及海外中长线资金对A股不断加大配置等，A股市场结构性行情依旧有望延续。

具体到医药板块：截止到11月底，申万医药指数上涨31.5%，整体涨幅位居全行业第8，部分优质次新个股、行业白马龙头和细分领域龙头个股整体涨幅靠前。估值端方面：申万医药板块整体估值为33倍左右，较年初整体24倍的估值有所提升，其中部分龙头个股估值相对较高，行业内个股之间估值分化明显。**我们认为明年医药板块市场风格会更加平衡，部分质地优异的成长型个股将拥有更多机会。**因此从行业发展趋势格局、相关细分赛道选择及公司估值性价比角度出发，除聚焦行业白马龙头以外，建议覆盖视角进一步扩大至高景气度细分赛道中估值相对合理、业绩成长较快的中小市值绩优成长股以及基本面改善、业绩迎来拐点的部分个股。2020年度建议关注以下几条投资主线：

1. 创新药&外包产业链 随着国内头部创新药企不断加大研发投入，未来几年内将有一批重磅国产创新药品种陆续上市，叠加医保价格谈判带来的支付端改革，国产重磅品种市场放量速度得到极大提升。此外与创新药产业紧密关联的创新药研发&生产外包产业链，未来一段时间仍将确定性受益于全球外包产业地区性离岸转移、国内新药研发投入快速增长及仿制药一致性评价业务开展带来的政策增量红利。重点推荐国内药物研发生产一体化外包龙头企业**康龙化成**、小分子药物砌块供应商**药石科技**以及国内CDMO业务龙头**凯莱英**。

2. 自主消费升级 伴随居民整体收入增长以及医疗健康重视程度加深，高端医疗、健康管理及部分高端品牌消费品种近几年增速强劲，未来随着品牌建设推广和基层市场逐步开拓，相关细分领域仍有较大发展潜力。建议关注持续受益于行业集中度提升和处方外流利好影响的零售药房板块，以及不受医保控费影响、市场潜力较大的儿童用药生长激素领域，重点推荐**安科生物**。

2、“腾笼换鸟”持续推进，创新主线趋势不改

2.1 行业“腾笼换鸟”持续推进，行业结构性变化明显

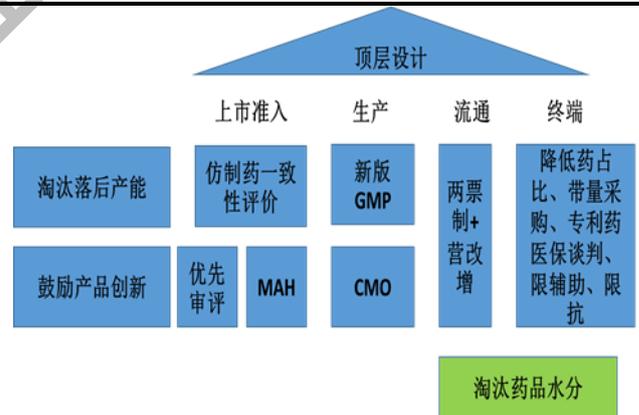
2.1.1 行业迈入创新驱动新阶段，政策制度日趋完善

近40年来，我国医药行业依次经历了原始积累、创新起步和创新药快速成长等阶段，尤其在2010年以后，国内部分创新型企业紧跟国际趋势，不断加快本土创新和国际业务合作，诞生了阿帕替尼、康柏西普、西达本胺、安罗替尼等一批优秀的国内创新药成果。立足当前，在国内药审制度和医保制度的不断完善、行业研发投入不断加大、新型医药商业模式不断涌现等利好因素下，国内创新药将迎来全面快速发展期。与此同时，以“结构调整、产业升级”为核心目标的医改政策正在行业内部系统性展开。供给端：一方面通过仿制药一致性评价和新版GMP认证实现仿制药行业供给侧改革，淘汰落后产能，同时通过优先审评以及MAH的实施，加快国内优质临床治疗品种的审评和上市进度。流通端：通过两票制改革，净化商业流通环节，规范行业流通秩序。消费端：通过限制药占比、限辅助用药、医保支付改革等措施，进一步优化终端药品消费格局，提升医保支付质量及效率。

图表13：国内医药企业及创新药发展阶段



图表14：医药产业政策顶层设计思路

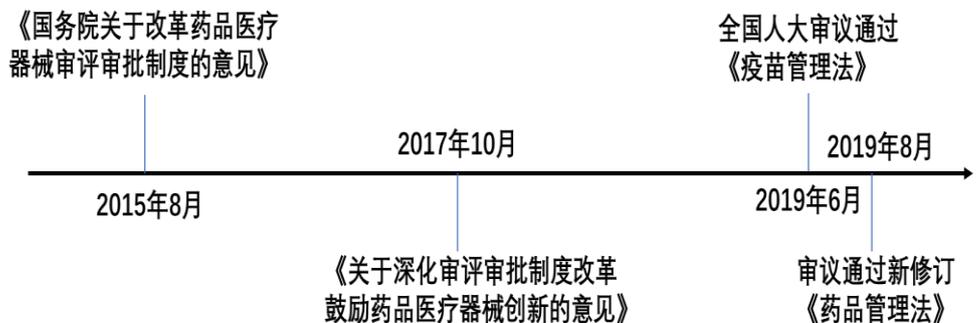


资料来源：北极光创投、万联证券

资料来源：《医药行业洗牌与药企创新》、万联证券

为了进一步保障落实行业改革成果，促进行业规范有序发展，2015年以来，国家先后发布《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》（44号文件）、《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》（42号文件）等重要文件，要求深入推进药品上市许可持有人制度试点、药物临床试验默示许可、关联审评审批、优

图表15：近几年国家出台的医药行业重要法律法规文件



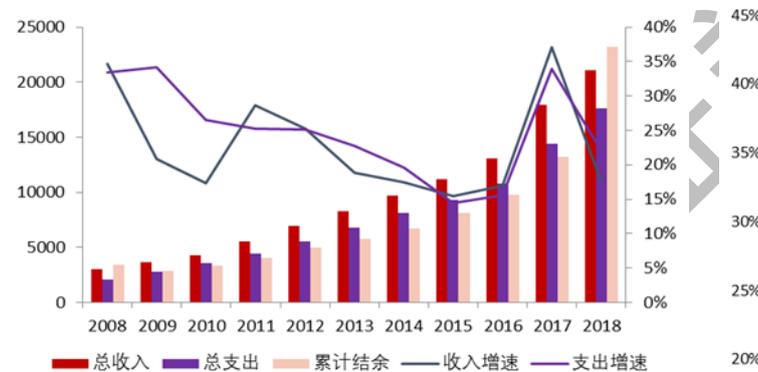
资料来源：国家市场监督管理总局、万联证券

先审评审批等一系列新的改革举措。在今年6月和8月，全国人大又先后审议通过《疫苗管理法》、新修订《药品管理法》，对我国药品注册管理工作提出新要求：如药品生产过程中的变更分类管理、附条件批准、年度报告、药品上市后管理等。同时，新的《药品注册管理办法（征求意见稿）》正在征求意见中，有望不久后正式推出。随着相关行业法律法规文件的陆续完善出台，为行业良性发展提供良好的政策制度环境。

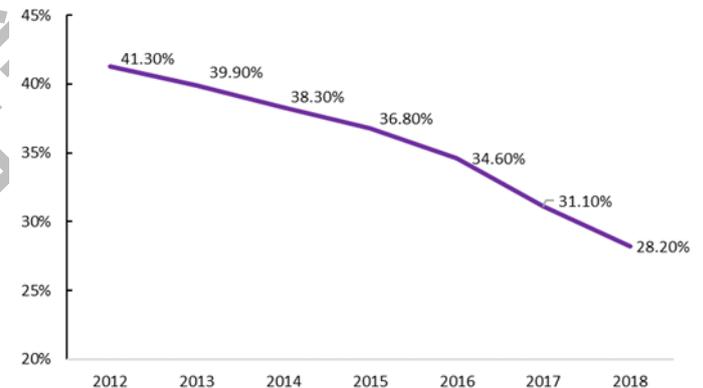
2.1.2 医保总量控费&调结构：整体用药费用受控、行业内部“腾笼换鸟”

在经历了之前全民医保覆盖带来的医保红利期之后，医保基金未来在人口老龄化加剧、医保收入逐步放缓趋势下将长期承压。在“以收定支”管理原则下，有限的医保基金必将更加倾向于满足群众基本保障用药以及有明显临床价值的创新药，以确保支付效率。以医保目录为指引，行业内部“腾笼换鸟”趋势明显。

图表16：08-18年城镇基本医疗保险基金情况（亿）



图表17：医院药品收入占比变化



资料来源：人社部、万联证券

资料来源：卫生统计年鉴、万联证券

具体到医院用药品种层面，受控费、零差率和处方考核等因素影响，不同品种的医院终端采购金额及市场增速出现明显分化：抗肿瘤用药、呼吸系统及感觉器官用药等刚性治疗领域近几年保持了较快市场增速；而心血管系统用药消化道用药及中药类品种由于受相关政策限制，终端增长乏力，院内采购份额占比不断萎缩。如之前院内销售额较高的神经节苷脂、前列地尔、磷酸肌酸及复方氨基酸等品种目前处方量已大幅下降，预计后续不同治疗领域药物市场的表现仍将继续分化。

图表18：国内样本医院2014-2018年治疗类用药采购金额排名及复合增速(单位：亿元)

No.	治疗大类	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	年复合增速
1	抗肿瘤药及免疫调节剂	295.6	315.3	338.8	358.9	391.3	7.3%
2	全身用抗感染药	306.7	321.8	346.6	351.4	361.5	4.2%
3	消化道和新陈代谢用药	264.9	282.2	299.7	300.5	303.6	3.5%
4	血液和造血系统用药	212.0	224.9	245.1	251.7	258.9	5.1%
5	神经系统用药	218.0	237.3	258.8	257.8	257.5	4.3%
6	心血管系统用药	217.5	227.8	238.6	233.1	228.1	1.2%
7	呼吸系统用药	61.4	68.1	76.6	80.9	85.5	8.7%
8	骨骼肌肉系统用药	61.1	64.0	68.4	70.8	74.3	5.0%
9	泌尿生殖系统用药及性激素类	30.6	32.1	37.0	37.9	41.3	7.8%
10	激素制剂（不包括性激素及胰岛素）	25.4	27.8	31.2	32.5	34.1	7.6%
11	感觉器官药物	15.2	17.3	18.9	20.6	22.9	10.8%

12	皮肤科用药	13.1	14.0	15.5	16.7	18.3	8.8%
13	抗寄生虫药、杀虫剂和驱虫剂	2.3	2.7	2.9	3.0	3.3	8.8%
14	中药	116.9	123.1	125.9	116.8	101.9	-3.4%
15	杂类	71.9	77.6	84.5	90.4	101.4	9.0%
	合计	1912.5	2035.9	2188.5	2223.0	2284.0	4.5%

资料来源：PDB，万联证券

此外，从其它第三方机构市场统计数据也可发现：不用治疗领域的药物市场增速出现明显分化，抗肿瘤、呼吸系统及感觉器官用药等领域增长较为迅速；中成药等领域增速相对承压。与此同时受到行业带量采购及医保目录调整及谈判等行业政策事件影响，相关品种的市场增速受到较大影响：受行业带量采购及仿制药品种竞争加剧影响，立普妥、波立维等心血管原研大品种市场增速放缓明显；另外一些重磅品种则因谈判入医保因素，市场放量明显，如曲妥珠单抗等品种。

图表19：2019Q3医药用药十大领域

排名	治疗领域	MAT同比增长率%
1	其他类（主要为中成药）	2.2%
2	全身性抗感染药	6.8%
3	消化道和新陈代谢药	9.7%
4	抗肿瘤和免疫调节剂	22.2%
5	心血管系统用药	7.2%
6	神经系统用药	9.2%
7	医用溶液	7.6%
8	血液和血液形成器官用药	14.5%
9	呼吸系统用药	14.5%
10	骨骼系统用药	10.9%

资料来源：IQVIA，万联证券

图表20：2019Q3医药用药十大主要产品

排名	治疗领域	生产企业	MAT同比增长率%
1	加罗宁	扬子江	18.1%
2	立普妥	辉瑞	8.9%
3	舒普深	辉瑞	19.6%
4	恩必普	石药恩必普	35.0%
5	赫赛汀	罗氏	97.9%
6	波立维	赛诺菲	0.8%
7	普米克令舒	阿斯利康	16.6%
8	注射用血栓通	广西梧州制药	0.6%
9	安维汀	罗氏	77.5%
10	力朴素	南京绿叶	13.4%

资料来源：IQVIA，万联证券

2019年7月，卫健委公布了第一批国家重点监控合理用药药品目录，明确要求各医疗机构要建立重点监控合理用药药品管理制度，加强目录内药品临床应用的全程管理。进一步规范医师处方行为，对纳入目录中的药品制订用药指南或技术规范，明确规定临床应用的条件和原则。对纳入目录中的全部药品开展处方审核和处方点评，加强处方点评结果的公示、反馈及利用。首批重点监控用药品种大多数是神经系统类药品及营养类用药。与此同时，在今年8月份正式公布的国家医保常规准入药品目录中，首批重点监控合理用药目录品种被全部调出。

图表21：第一批国家重点监控合理用药药品目录品种

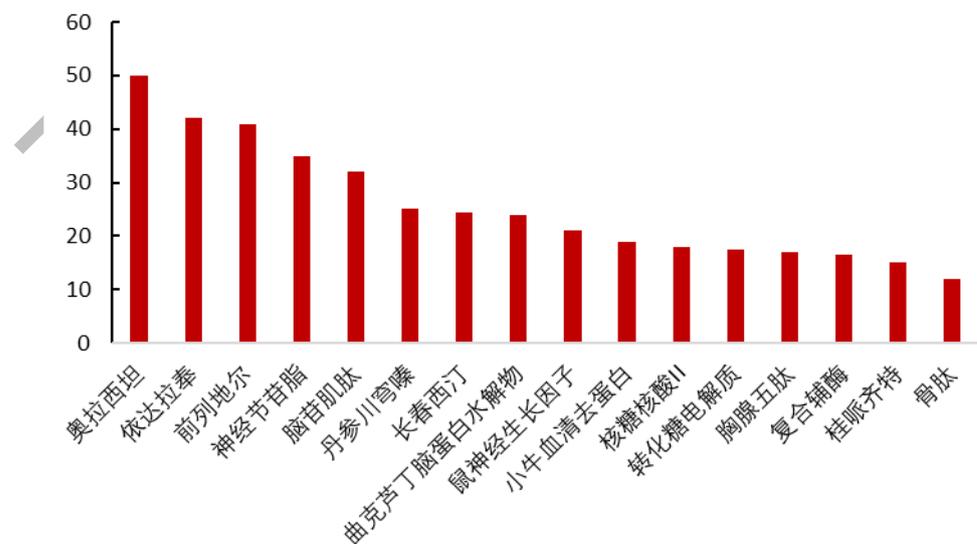
序号	药品通用名	类别
1	神经节苷脂	神经系统药物
2	脑苷肌肽	神经系统药物
3	奥拉西坦	神经系统药物
4	磷酸肌酸钠	心血管系统药物
5	小牛血清去蛋白	神经系统药物
6	前列地尔	心血管系统药物
7	曲克芦丁脑蛋白水解物	神经系统药物
8	复合辅酶	营养类药物及电解质平衡药
9	丹参川穹嗪	神经系统药物

10	转化糖电解质	营养类药物及电解质平衡药
11	鼠神经生长因子	神经系统药物
12	胸腺五肽	免疫调节剂
13	核糖核酸II	消化系统药物
14	依达拉奉	神经系统药物
15	骨肽	肌肉-骨骼系统药物
16	脑蛋白水解物	神经系统药物
17	核糖核酸	消化系统药物
18	长春西汀	神经系统药物
19	小牛血去蛋白提取物	神经系统药物
20	马来酸桂哌齐特	神经系统药物

资料来源：卫健委、万联证券

本次被调出19版医保目录的品种中，许多是目前市场年销售额超20亿的大品种，加上其他一部分被调出的品种，保守估计调出品种将为医保基金腾挪出至少400亿-500亿的支付空间，真正具备确切疗效的刚性治疗品种及创新药品种有望获得更大的市场空间，医保目录“腾笼换鸟”趋势仍将持续，行业未来结构性分化更加明显。

图表22：部分重点监控用药品种2018年市场销售额（亿）



资料来源：米内、IQVIA、万联证券

2.2 2019年国家医保药品谈判完成，97个品种成功纳入

2019年11月，根据2019年国家医保药品目录调整工作安排，国家医保局会同人力资源社会保障部组织专家按程序开展了2019年国家医保药品目录准入谈判，共97个药品（其中新增70个、续约成功27个）谈判成功并确定了支付标准，纳入医保目录乙类范围。一批认可度高、新上市且临床价值高的药品调入目录，恶性肿瘤、罕见病、慢性病和儿童用药领域均有药品成功谈判准入，其中相当一部分为2018年以后新上市的药物品种。

与往届医保目录谈判类似，本次医保目录准入谈判新纳入品种均经历了大幅降价：其中新增的70个药品降幅为60.7%，三种丙肝治疗用药降幅平均在85%以上，肿瘤、糖尿病等治疗用药的降幅平均在65%左右。此外27个续约品种价格平均降幅为26.4%。

图表 23: 2019 年医药准入谈判成功品种目录

序号	药品名称	剂型	公司	规格	单位中标价格	支付标准	降幅
2019 医保谈判成功品种-西药部分							
1	艾普拉唑	注射剂	丽珠医药	10mg	258	156	39.53%
2	甘草酸单铵半胱氨酸氯化钠	注射剂	弘和制药	100ml、250ml	164.89 340.00	40 81.16	75.74% 76.13%
3	精氨酸谷氨酸	注射剂	海思科	200ml:20g	354.06	54	84.75%
4	阿卡波糖	咀嚼片	华东医药	50mg	2.69	*	
5	艾塞那肽	注射剂	阿斯利康	5ug、 10ug 2mg (冻干)	1420.00 1715.70 1488.00	*	
6	利拉鲁肽	注射剂	诺和诺德	3ml:18mg/支, 预填充注射笔	410	*	
7	利司那肽	注射剂	赛诺菲	10ug (0.2ml) 20ug (0.2ml)	357.96 376.00	*	
8	达格列净	口服常释剂型	阿斯利康	5mg、10mg	16.29 (10mg)	2.56 4.36	73.23%
9	恩格列净	口服常释剂型	勃林格殷格翰	10mg	17.81	*	
10	卡格列净	口服常释剂型	西安杨森	100mg	15.96	*	
11	麦格司他	口服常释剂型	西安杨森	100mg	142.86	*	
12	司来帕格	口服常释剂型	爱可泰隆			*	
13	重组人组织型纤溶酶原激酶衍生物	注射剂	华润昂德	18mg/10ml	2120	1399	34.01%
14	重组人尿激酶原	注射剂	天士力	5mg	1020	508	50.20%
15	重组人凝血因子 VIIa	注射剂	诺和诺德	1mg 1.2mg 2mg 5mg	5780.00 6540.07 6611.10 4221.55	*	
16	罗沙司他	口服常释剂型	阿斯利康/ 法博进	50mg 20mg	166 82.67	*	
17	羟乙基淀粉电解质	注射剂				*	
18	多种油脂肪乳 (O6~24)	注射剂	费森尤斯卡比	100ml 250ml	198.00 346.00	*	
19	复方氨基酸(18AA V-SF)	注射剂	湖北一半天	100ml/瓶 250ml/瓶 500ml/瓶		30 70.08 133.16	

20	重组人脑利钠肽	注射剂	成都诺迪康	0.5mg	1013	445	56.07%
21	波生坦	口服常释剂型	爱可泰隆	125mg	70.02	*	
22	利奥西呱	口服常释剂型	拜耳	1mg 2mg 2.5mg	61.43 36.19 95.00	*	
23	马昔腾坦	口服常释剂型	爱可泰隆	10mg	33.31	*	
24	阿利沙坦酯	口服常释剂型	信立泰	80mg 240mg	3.07 7.00	2.62 6.08	14.65% 13.14%
25	沙库巴曲缬沙坦	口服常释剂型	诺华	100mg (49mg+51mg)	17.33	*	
26	奈诺沙星	口服常释剂型	浙江医药	250mg	31.62	16.2	48.77%
27	吗啉硝唑氯化钠	注射剂	豪森	0.5g: 100ml	106	97	8.49%
28	泊沙康唑	口服液体剂	默沙东	40mg/ml	2800	*	
29	贝达喹啉	口服常释剂型	强生	100mg		*	
30	德拉马尼	口服常释剂型	Otsuka	50mg		*	
31	丙酚替诺福韦	口服常释剂型	吉利德	25mg	39.33	17.98	54.28%
32	艾尔巴韦格拉瑞韦	口服常释剂型	默沙东	50mg 100mg	712.86	*	
33	来迪派韦索磷布韦	口服常释剂型	吉利德	90mg/400mg	773.57	*	
34	索磷布韦维帕他韦	口服常释剂型	吉利德	400mg/100mg	828.57	*	
35	艾考恩丙替	口服常释剂型	吉利德	150mg/150mg/ 200mg/10mg	99.33	43	56.71%
36	重组细胞因子基因衍生蛋白	注射剂	杰华生物	10 μg/1.0ml/瓶	575	325	43.48%
37	雷替曲塞	注射剂	南京正大天晴	2mg	1644.87	669	59.33%
38	贝伐珠单抗	注射剂	罗氏	100mg	1998	*	
39	尼妥珠单抗	注射剂	百泰生物		1700	*	
40	曲妥珠单抗	注射剂	罗氏		7600	*	
41	帕妥珠单抗	注射剂	罗氏	420mg (14ml)	18800	*	
42	信迪利单抗	注射剂	信达生物	10ml:100mg	7838.00	2843	63.73%

43	厄洛替尼	口服常释剂型	罗氏		142.97	*	
44	阿来替尼	口服常释剂型	罗氏	150mg	223.12	*	
45	索拉非尼	口服常释剂型	拜耳		203	*	
46	阿帕替尼	口服常释剂型	恒瑞医药	0.25g 0.375g 0.425g	131.60 179.51 197.49	115 156.86 172.63	12.61% 12.61% 12.59%
47	呋喹替尼	口服常释剂型	和黄	1mg 5mg	293.02 1045.71	94.5 378	67.74% 63.85%
48	吡咯替尼	口服常释剂型	恒瑞医药	80mg 160mg	254.29 355.71	*	
49	芦可替尼	口服常释剂型	诺华	5mg	131.13	*	
50	奥拉帕利	口服常释剂型	阿斯利康	100mg 150mg	442.68	*	
51	重组人血管内皮抑制素	注射剂	先声麦得津	15mg/3ml	630	490	22.22%
52	西达本胺	口服常释剂型	微芯生物	5mg	385	343	10.91%
53	硫培非格司亭	注射剂	恒瑞	0.6ml:6mg	6800	*	
54	托法替布	口服常释剂型	辉瑞	5mg	68.79	*	
55	特立氟胺	口服常释剂型	赛诺菲	14mg	420.98	*	
56	依维莫司	口服常释剂型	诺华	2.5mg 5mg	87.05 148.00	*	
57	阿达木单抗	注射剂	艾伯维	40mg/0.4ml 40mg/0.8ml (预填充式注射器、 预填充式注射笔)	7820	1290	83.50%
58	英夫利西单抗	注射剂	杨森	100mg	6047.05	*	
59	利多卡因	凝胶贴膏	北京泰德	700mg	91	19	79.12%
60	喹硫平	缓释控释剂型				*	
61	帕罗西汀	肠溶缓释片	GSK	12.5mg 25mg	4.59 7.8	2.07 3.52	54.9% 54.87%
62	尤瑞克林	注射剂	天普生	0.15PNAIU	401.44	*	
63	乌美溴铵维兰特罗	吸入粉雾剂	GSK	(62.5 μg/25 μg)*30 吸	645	219	66.05%

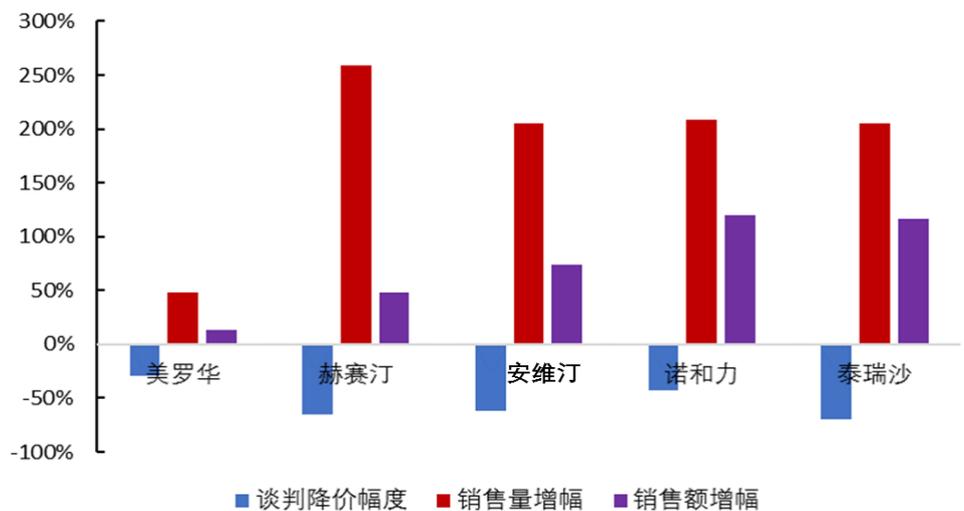
64	茚达特罗格隆溴铵	吸入粉	诺华	110 μg, 50 μg	20.67	*	
65	奥马珠单抗	注射剂	诺华	150mg	3599.5	*	
66	他氟前列素	滴眼剂	参天制药	2.5ml:37.5 μg	270	74.8	72.30%
67	地塞米松	玻璃体内植入剂	艾尔建	0.7mg	15120	4000	73.54%
68	康柏西普	眼用注射液	康弘生物	0.2ml	5550	4160	25.05%
69	阿柏西普	眼内注射溶液	拜耳	40mg/ml	5850	*	
70	雷珠单抗	注射剂	诺华	10mg/ml, 量0.20ml 10mg/ml, 量0.165ml	5700	*	
71	地拉罗司	口服常释剂型	诺华	125mg	72.02	*	
72	司维拉姆	口服常释剂型	健赞	800mg	8.1	*	
73	碳酸铜	咀嚼片	Shire	500mg	14.65	*	
74	钆特醇	注射剂	Bracco Imaging Italia S. R. L.	10ml:2.793g 15ml:4.1895g 20ml:5.586g	426.00 580.00 723.00	106.89 145.8 181.72	74.91% 74.86% 74.87%
2019 医保谈判成功品种-中药部分							
1	芪黄通秘软胶囊		神威药业	0.5g	6.15	2.1	65.85%
2	冬凌草滴丸		河南百年康鑫药业	40mg	0.41	0.19	53.66%
3	痰热清胶囊		上海凯宝	0.4g	22	4.3	80.45%
4	金花清感颗粒		聚协昌(北京)药业	5g	13.3	9.26	30.38%
5	麻苈消咳颗粒		亿帆医药	8g	2.9	4.79	- 65.17%
6	射麻口服液		海南中盛合美		12.46	*	
7	参乌益肾片		康缘药业	0.4g	4.43	1.44	67.49%
8	芪黄颗粒		药都制药	5g	13.29	7.5	43.57%
9	注射用益气复脉(冻干)		天士力	0.65g	40.7	16.5	59.46%
10	八味芪龙颗粒		重庆华森制药	6g	6.82	2.93	57.04%
11	杜蛭丸		吉林敖东延边药业	5g/25粒	24.5	6.49	73.51%

12	脑心安胶囊		吉林意达药业	0.3g	2.23	1.38	38.12%
13	芪丹通络颗粒		河北中唐医药	8g	10.4	4.16	60.00%
14	芪芎通络胶囊		吉林万通药业	0.5g	3.69	0.69	81.30%
15	西红花总苷片		瑞阳制药	12mg	82.5	16.5	80.00%
16	注射用丹参多酚酸		天士力	0.13g	296.5	58.5	80.27%
17	血必净注射液		天津红日药业	10ml	42.28	22.08	47.78%
18	银杏内酯注射液		成都百裕制药	2ml	130.08	19.68	84.87%
19	银杏二萜内酯葡胺注射液		江苏康缘药业	5ml	316	93.7	70.35%
20	复方黄黛片		亿帆医药	0.27g	10.5	10.19	2.95%
21	食道平散		陕西欧珂药业	10g	316.16	163	48.44%
22	参一胶囊		吉林亚泰	每粒含人参皂苷 Rg3 10mg	6.65	6.18	7.07%
23	注射用黄芪多糖		天津赛诺制药	250mg	517.19	200	61.30%

资料来源：国家医保局、医药魔方、万联证券

目前加上16年卫计委主导的医保谈判，医药目录准入谈判总共进行了4轮，相当多的创新药品种通过这种方式进入到医保目录中。考虑到医保基金的实际承受能力，谈判品种医保支付标准较纳入医保前价格都大幅下降，但实际上“以价换量”效果明显：以17年部分谈判品种为例：在降价进入医保后，相关品种的销售量及销售额均出现快速增长。

图表 24：2017 年部分谈判品种降价幅度与后续商业化表现



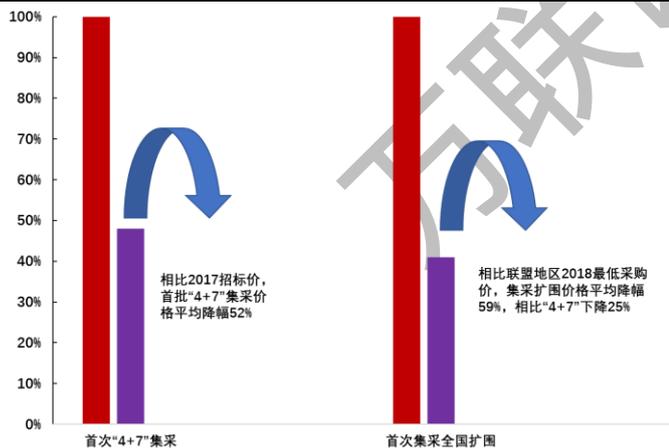
资料来源：国家医保局、IQVIA、万联证券

2.3 第二轮带量采购全面扩围，第三轮带量采购临近

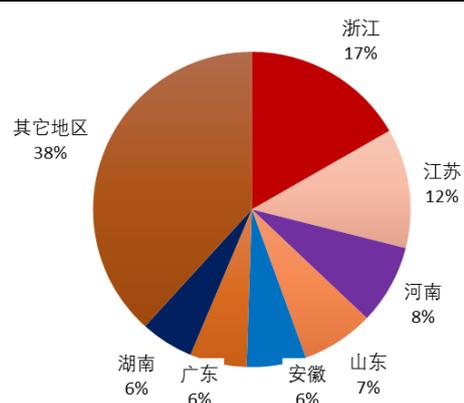
继18年11月4+7带量采购试点结果落地后，19年9月在国家医保局等部门指导下，25个省份和新疆生产建设兵团参与扩围（除4个直辖市、福建、河北），带量采购试点正式向全国扩围。本次全国扩围采购共有77家企业参与，产生中选企业45家，中选产品60个。与联盟地区2018年最低采购价相比，拟中选价平均降幅59%；与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅25%。除了采购地区范围扩大外，本次集采扩围相比首批“4+7”地区带量采购在一些具体规则上出现明显变化：

1. 按现行药品差比价规则对不同企业主品规的申报价格进行比价，确定报价最低的3家企业获得拟中选资格，与先前的唯最低价独家中标规则有了较大改进，独家、两家、三家中标可分别获得50%、60%、70%的市场份额，竞标规则相对温和。
2. 与首批“4+7”试点时候采购周期为1年有所不同：本次集采扩围中选企业不超过2家（含）的品种，本轮采购周期原则上为1年；中选企业为3家的品种，本轮采购周期原则上为2年。采购周期视实际情况可延长一年。
3. 采购量及采购品种规则均有所增加：由于本次集采范围扩围至全国地区，相应中标采购量均有所放大；同时，一部分品种的采购规格较首次“4+7”时候有所增加，如恩替卡韦、利培酮等。

图表25：首次集采和集采扩围产品平均降幅



图表26：本次集采扩围采购比例较高的省份采购量占比



资料来源：上海阳光医药采购网、万联证券

资料来源：上海阳光医药采购网、万联证券

截止今年12月上旬，通过或视同通过一致性评价的受理号438个，涉及相关品种165个，其中289目录受理号194个，67个品种。其中包括一批市场重磅品种，第二批带量采购工作启动的前提环境已经成熟。目前综合各方信息看，下一轮集采的地方报量工作已经开始。在已通过一致性评价的品种中，部分用药金额较大、外企品种市场占比较高的部分药物如抗肿瘤药物、慢性病大类用药（糖尿病、高血压等）及抗感染类用药等有望纳入集采谈判。

图表27：有望纳入第三轮带量采购的部分品种

品种名称	2018销售 额(亿)	TOP1企业	市场份 额	过评品 种	过评企业
缬沙坦口服剂型	43.09	诺华	53.68%	缬沙坦片	华海药业
左氧氟沙星口服剂型	12.21	第一三共	48.81%	左氧氟沙星片	东阳光药业
阿卡波糖口服剂型	74.20	拜耳	59.43%	阿卡波糖片	中美华东

二甲双胍口服剂型	26.97	施贵宝	60.49%	盐酸二甲双胍	贵州天安、华南药业、四环制药、石药欧意,以岭制药
替吉奥口服剂型	45.20	山东新时代	55.29%	替吉奥胶囊	齐鲁制药、恒瑞制药
瑞格列奈口服剂型	22.25	诺和诺德	58.28%	瑞格列奈片	豪森医药
氨基酸葡萄糖口服剂型	25.17	浙江海正	24.33%	硫酸氨基葡萄糖胶囊	海正药业
伏立康唑口服剂型	16.52	辉瑞	49.61%	伏立康唑片	华海药业
多西他赛注射液	47.69	恒瑞医药	44.04%	多西他赛注射液	四川汇宇
格列美脲口服剂型	20.00	赛诺菲	58.69%	格列美脲片	江苏万邦、扬子江、广州海瑞,圣济堂
阿德福韦酯口服剂型	15	正大天晴	29%	阿德福韦酯片	齐鲁制药、广生堂
阿莫西林口服剂型	24	联邦制药	45%	阿莫西林胶囊	珠海联邦、石药集团、湖南科伦、安科恒益、复星医药、康恩贝等
阿奇霉素口服剂型/注射液	19	东北制药	35%	阿奇霉素片/胶囊/注射液	石药、华润三九、复星医药、普利制药
盐酸多奈哌齐口服剂型	7	卫材	80%	盐酸多奈哌齐片	植恩药业、华海药业
坎地沙坦酯口服剂型	10	迪沙药业	27%	坎地沙坦酯片	浙江永宁
奥美沙坦酯口服剂型	6	第一三共	71%	奥美沙坦酯片	正大天晴、东阳药业、信立泰
注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	2.63	—	—	紫杉醇注射剂型	石药欧意、恒瑞、齐鲁

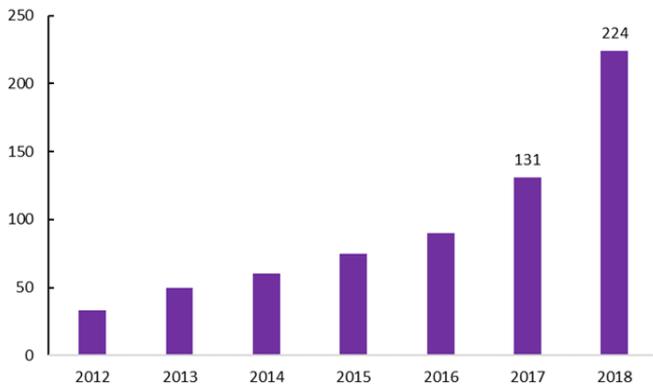
资料来源: wind、米内网、PDB、万联证券

2.4 创新药产业趋势不改，未来成长确定性高

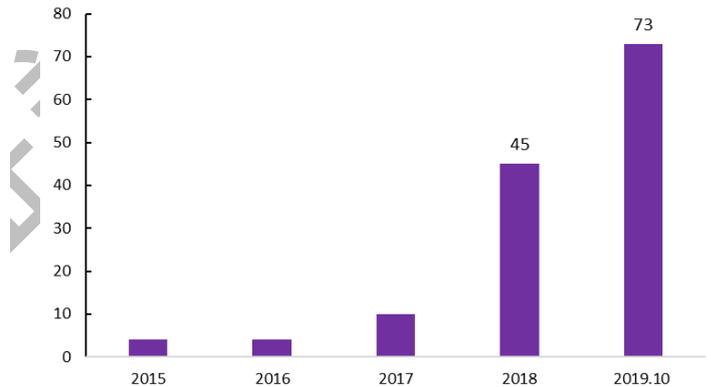
2.4.1 创新药申报快速增长，国内企业贡献比重提升

近几年，受益于行业政策端的不断完善支持、研发主体的资源投入、产业创新氛围的日益浓厚及配套产业链（CRO&CDMO）的不断完善成型，国内创新药研发一改过去由体制内科研机构主导的现象，医药企业渐成创为新药研发的主体，自2017年起国内创新药项目申报迎来快速增长期，2018年国产新药临床申请再度大幅攀升，达到224个，同比大幅增长71%，随着优先审评及医保目录谈判等行业制度性安排不断完善推进，预计未来将有更多创新项目进入不同申报阶段。与此同时，近几年国产新药申报NDA数量也是快速增长：已由2015年的4个快速增长至2018年的45个，截止到今年10月底，CDE已承办受理了共计73个国产新药NDA。

图表28：2012-2018国产新药IND申报数



图表29：2013-2019.10月国产新药NDA申报数

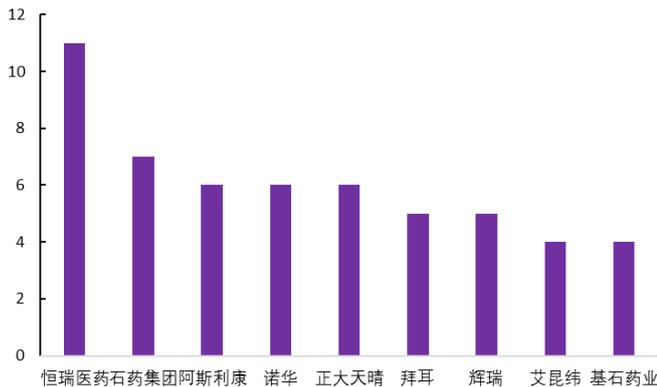


资料来源：CDE、智研咨询、万联证券

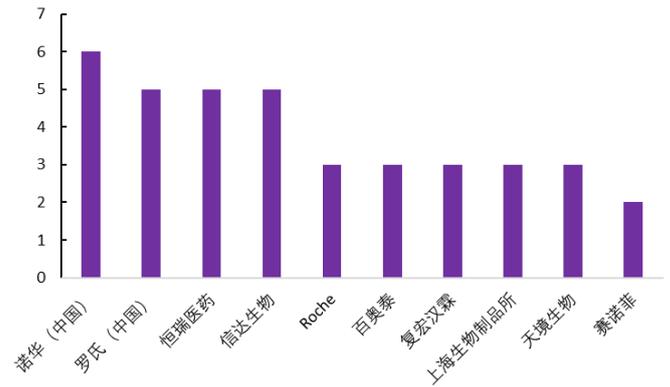
资料来源：CDE、万联证券

横向对比上，从今年以来国内药物临床申请IND数来看，无论是在化药还是生物制品领域，国内创新药龙头企业均表现突出，国产系列创新药已成为国内创新药市场中重要来源，预计未来时间内国产创新药申报数占比仍将持续提升。

图表30：2019年化药临床申请数较多企业（2019.10）



图表31：2019生物药临床申请数较多企业（2019.10）



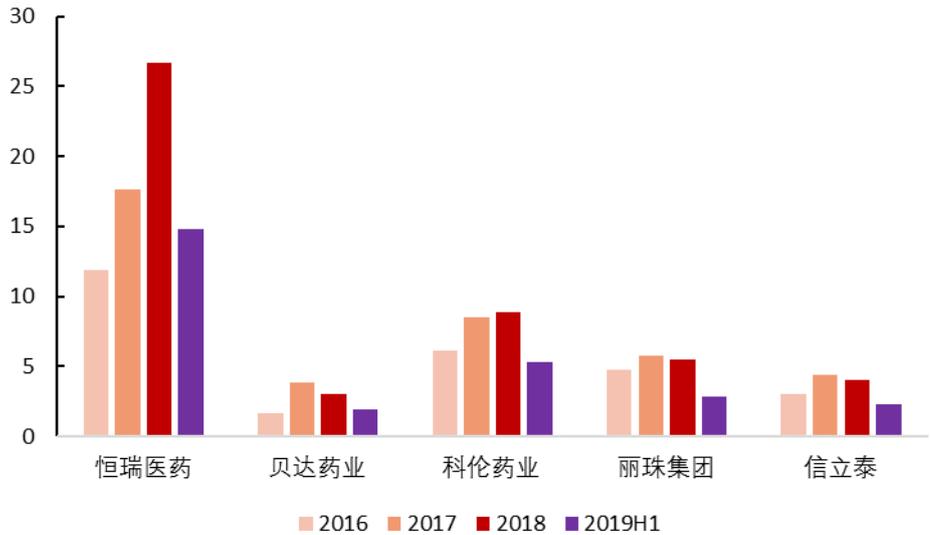
资料来源：CDE、PDB、万联证券

资料来源：CDE、PDB、万联证券

2.4.2 国内药企研发投入加大，早期投融资领域延续高景气度

为适应行业创新引导的发展趋势，近几年国内药企纷纷加大了研发投入力度。国内上市医药公司群体在整体市场竞争力、研发投入方面均高于行业一般水平，研发支出比重普遍在5%以上，部分优秀研发型药企研发支出占比达到10%甚至15%以上。预计部分龙头企业在未来时间内仍会持续加大研发投入，不断丰富自身产品研发管线，努力提升市场竞争力。

图表32：2016-2019H1部分上市药企研发支出（亿）



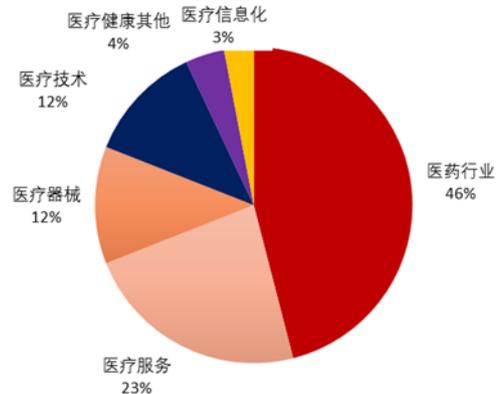
资料来源：wind、万联证券

早期投融资方面：随着近年来医疗体系和药审制度的不断完善，监管层对创新药及创新医疗器械的重视程度不断加深，身处高景气度的医疗健康行业持续获得早期资本的青睐关注，依旧是全市场最受关注的投资方向之一。即便在2018年的相对“资本寒冬”冲击影响下，国内医疗健康行业一级市场融资规模仍创出近新高，总融资规模超过100亿美元；融资项目超700个。具体融资投向领域分布上：制药行业以46%的融资规模占据近半数市场，预计未来在新型药物、新治疗技术不断涌现背景下，医疗健康领域的早期项目投资融仍将保持较可观的规模。

图表33：2013-2018年国内医疗健康行业融资情况



图表34：2018年医疗健康细分领域融资规模占比



资料来源：CVsource、万联证券

资料来源：CVsource、万联证券

2.4.3 国产创新药成果不断涌现，PD-1/L1市场将形成“4+4”格局

近两年来，国内批准上市的国产创新药数量总计达15个。新上市药物品种适应症主要集中在抗肿瘤、抗病毒、慢性病等治疗领域，部分上市品种属于国际前沿研究热门领域（PD-1单抗等）。国产创新药在近两年取得较好成绩一方面在于国内部分创新型药企研发实力不断提升，同时相关行业制度性改革（优先审评等）也为刚性治疗品种快速上市提供了制度保障。

图表35：2018年至今上市的国产1类新药（截止到2019.11）

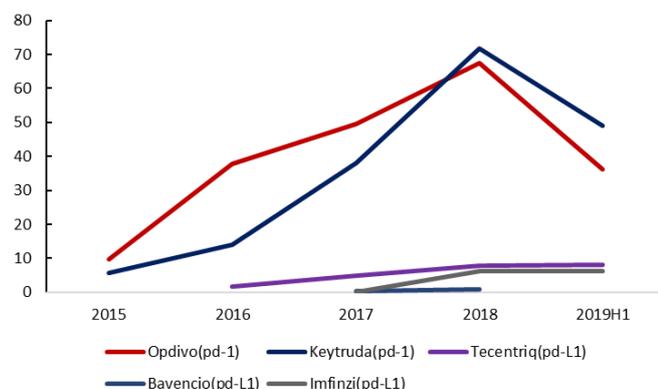
药品品种	适应症	靶点	公司	获批时间	审批周期/天	审批加速
------	-----	----	----	------	--------	------

重组细胞因子基因衍生蛋白	乙肝	IFNAR	杰华生物	2018.04	1788	重大专项
艾博卫泰	HIV	Gp41	前沿生物	2018.05	674	优先审评、重大专项
安罗替尼	肺癌	VEGFR、PDGFR等	正大天晴	2018.05	427	优先审评、特殊审评
丹诺瑞韦钠	丙肝	NS3/4A	歌礼生物	2018.06	524	优先审评、特殊审评
吡咯替尼	乳腺癌	EGFR/HER1、HER2、HER4	恒瑞	2018.08	358	优先审评、特殊审评、重大专项
呋喹替尼	结直肠癌	VEGFR	和记黄埔	2018.09	440	优先审评
特瑞普利单抗	黑色素瘤	PD-1	君实	2018.12	272	优先审评
罗沙司他	慢性肾脏病	HIF-PH	珐博进	2018.12	411	优先审评、特殊审评
信迪利单抗	霍奇金淋巴瘤	PD-1	信达	2018.12	252	优先审评
卡瑞利珠单抗	霍奇金淋巴瘤	PD-1	恒瑞	2019.05	376	
聚乙二醇洛塞那肽	2型糖尿病	GLP-1	豪森	2019.05	540	优先审评
本维莫德	银屑病	—	冠昊生物	2019.05	910	优先审评
甘露寡糖二酸	阿尔茨海默症	多靶点	绿谷制药	2019.11	—	优先审评
替雷丽珠单抗	霍奇金淋巴瘤	PD-1	百济神州	2019.11	435	优先审评
甲磺酸氟马替尼	慢性髓性白血病	酪氨酸酶抑制剂	豪森	2019.11	496	优先审评

资料来源：CDE、药渡、万联证券

PD-1/PD-L1免疫疗法是当前癌症治疗领域最热门方向之一，与传统的化疗和靶向治疗不同，主要是通过克服患者体内的免疫抑制，重新激活患者自身的免疫细胞来杀伤肿瘤，是一种全新的抗肿瘤治疗理念。2014年，施贵宝的Opdivo及默沙东的Keytruda先后问世，凭借良好治疗效果以及适应症的不断拓展，目前O药及K药的2018年销售额分别达到67亿、72亿美元。此外，海外市场还有7款PD-1/L1产品上市，预计到2030年，PD-1/L1全球总销售额将攀升至800亿美元。

图表36：全球主要PD-1/L1品种销售额（亿美元）



资料来源：公司财报，万联证券

图表37：国内PD-1/L1产品上市情况

药品（厂家）	适应症	批准时间
Opdivo(BMS)	非小细胞肺癌（NSCLC）	2018/06
Keytruda(MSD)	局部晚期或转移性黑色素瘤、非鳞状非小细胞肺癌、转移性非小细胞肺癌、肺鳞癌	2018/07 2019/03 2019/09 2019/11
拓益（君实）	黑色素瘤	2018/12
达伯舒（信达）	霍奇金淋巴瘤	2018/12
艾利妥（恒瑞）	霍奇金淋巴瘤	2019/05
Imfinzi（AZN）	非小细胞肺癌	2019/12

资料来源：CDE、万联证券

国内市场方面：受益于新药审政策，目前Opdivo及Keytruda已于2018年获批上市，国内企业已有包括君实、信达、恒瑞在内的三款产品上市，近期阿斯利康的Imfinzi (PD-L1) 在国内获批上市，目前国内PD-1/PD-L1市场已形成“3+3”竞争格局。同时考虑到百济的替雷利珠单抗即将获批、罗氏的T药 (PD-L1) 已提交国内上市申请，预计不久后国内PD-1/PD-L1市场将形成“4+4”格局。与此同时，信达生物的达伯舒品种通过医保价格谈判顺利进入医保目录，未来有望快速放量。

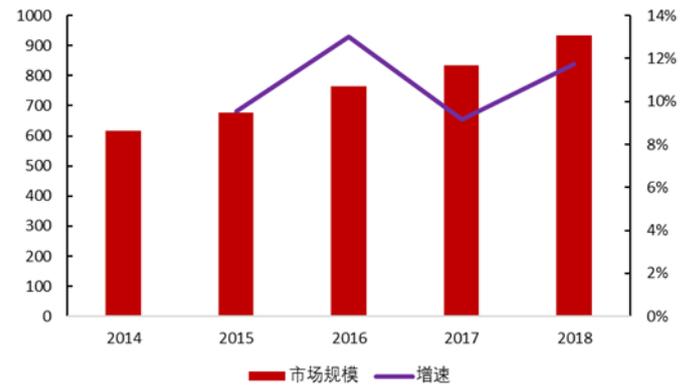
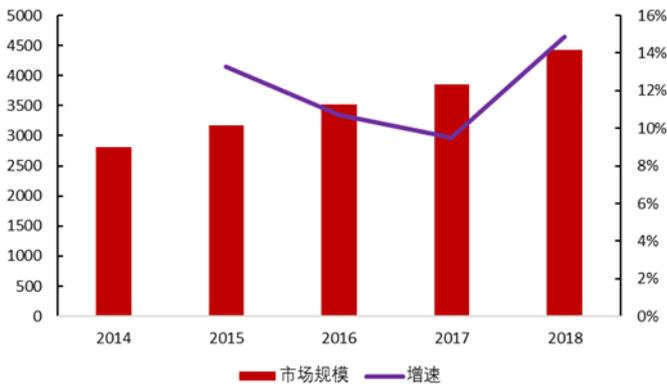
整体而言，国内企业在此领域布局与海外品种时间差较短，已经上市的相关品种在市场份额开拓上具备一定先发优势。长期看，未来相关产品的市场商业化表现将综合上市时间节点、治疗适应症拓展、核心适应症的医保纳入情况、产品定价及专业学术推广能力经验等几方面关键因素。

2.4.4 生物药市场成长前景广阔，国内多个生物类似药陆续获批

近几年，生物药在药物市场中地位持续提升，全球生物药规模已从14年的2800亿美元增长到2018年的4400亿美元，年均复合增速高达12%；同时生物药市场规模占药品整体市场规模的比重也已由14年的21%增长至18年的27%。目前全球前十大重磅药物中有8个是生物药。国内市场方面，目前国内生物药市场规模已由14年的618亿增长至18年的930亿，年均复合增速达11%。与全球市场相比，目前生物药在国内药品市场中占比仍偏低，未来成长潜力巨大。

图表38：2014-2018全球生物药市场规模（亿美元）

图表39：2014-2018国内生物药市场规模（亿元）



资料来源：IQVIA、万联证券

资料来源：IQVIA、万联证券

目前我国已成为全球生物类似药在研数量最多的国家，先后有近200余个生物类似药临床试验申请获得批准，自2019年2月国产首个生物类似药汉利康(利妥昔单抗注射液)正式获批上市以来，目前国内已有三个生物类似物产品陆续获批(利妥昔单抗、阿达木单抗及贝伐珠单抗)，随着高性价比的国产生物类似物品种陆续上市，将极大提高国内生物药市场渗透率和患者可及性。

图表40：今年以来获批上市的国产生物药类似物

原研品种	申报企业	获批适应症	国内市场规模 (2018)	获批时间
利妥昔单抗	复宏汉霖	非霍奇金淋巴瘤	20.8亿	2019/02
阿达木单抗	百奥泰	强直性脊柱炎、类风湿性关节炎、银屑病	0.7亿	2019/11
贝伐珠单抗	齐鲁制药	非小细胞肺癌、结直肠癌	27.3亿	2019/12

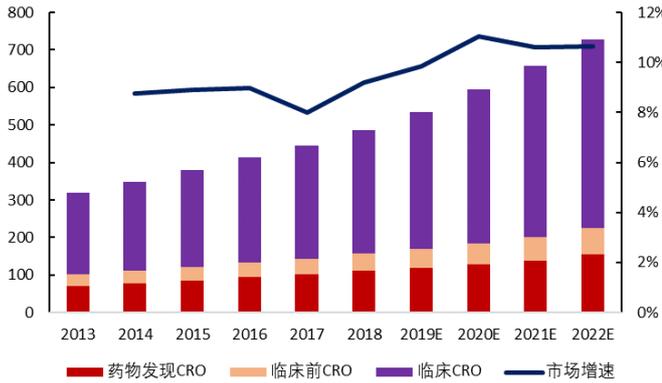
资料来源：CDE、insight、万联证券

2.5 研发外包—创新药产业链上最受益细分赛道

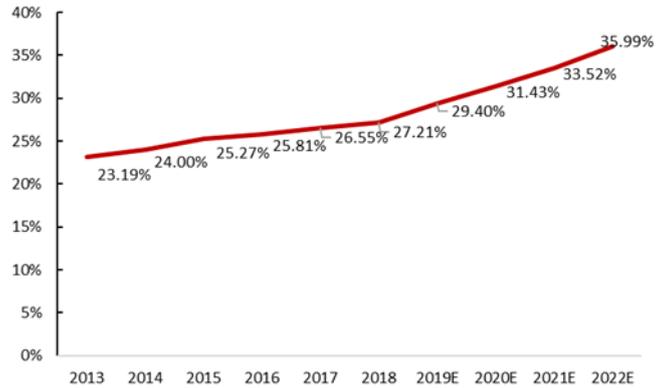
2.5.1 全球CRO市场稳步成长，多因素支撑行业需求

近十年来，受益于全球医药研发支出的不断增长以及外包比例不断加大，全球CRO市场容量已由13年的320亿美元快速增长至2018年的480亿美元，复合增速达8.8%，远超同期全球研发费用增速，预计未来几年仍将保持8%-10%左右的增速，到2022年市场规模约为720亿美元。与此同时，CRO的行业整体渗透率也由13年的23%提升至2018年的27%，预计到2022年，CRO的行业渗透率有望达到36%，CRO与制药行业的紧密合作程度将进一步深化。

图表41：全球CRO市场容量及增速（亿美元）



图表42：全球CRO行业渗透率

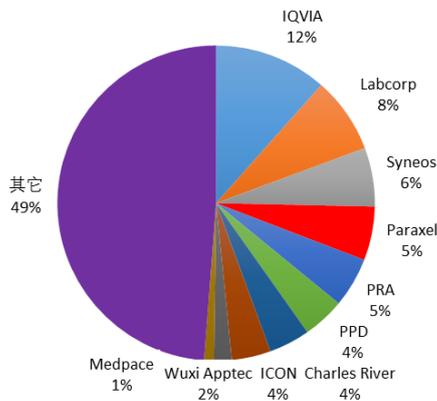


资料来源：Frost & Sullivan, 万联证券

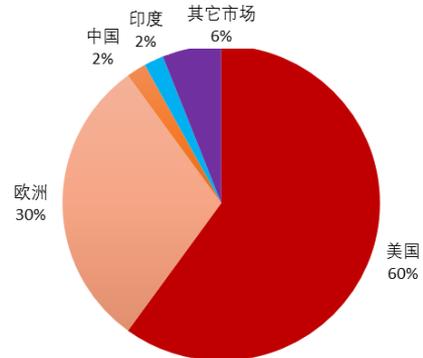
资料来源：沙利文、Evaluate Pharma, 万联证券整理

全球CRO行业是一个充分竞争的市场，据Business Insights、Igeahub等机构统计及相关公开信息显示：截至2018年全球共有存续CRO公司达1100多家，其中大型的CRO公司主要集中在欧美地区，主要的市场参与者包括IQVIA (R&D业务)、LabCorp (CDD业务)、Syneos、Paraxel (精鼎)、Charles River (查尔斯河实验室)、PPD以及国内CRO龙头企业药明康德等，这些企业大多成立时间较长，凭借多年业务累积经验、自身规模和资源优势，一方面通过不断并购整合进行业务链延伸，同时也逐渐将研发业务范围拓展至人才充足、成本较低、资源丰富的新兴市场地区，行业集中度不断提升。截至2018年底，全球前十大CRO公司合计拥有超50%的市场份额。地域分布上：作为传统的新药研发集中地，欧美地区贡献了绝大部分CRO市场份额，合计拥有90%左右，此外，以中印为代表的亚太新兴地区由于拥有较大的人口基数、快速成长的医药消费市场和研发市场，逐渐在CRO市场中占据一定份额。

图表43：CRO行业全球市场竞争格局（2018）



图表44：CRO行业市场地区分布（2018）

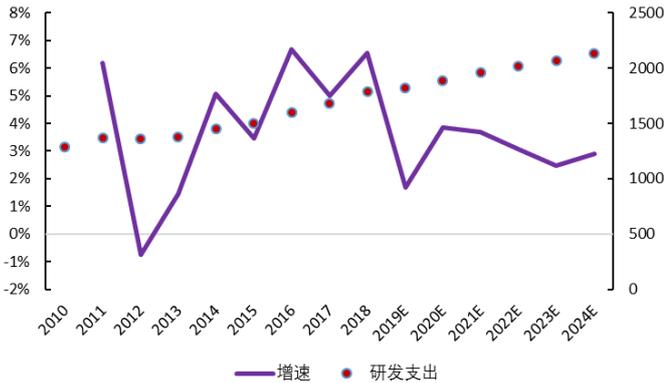


资料来源：公司年报、Igeahub、万联证券整理

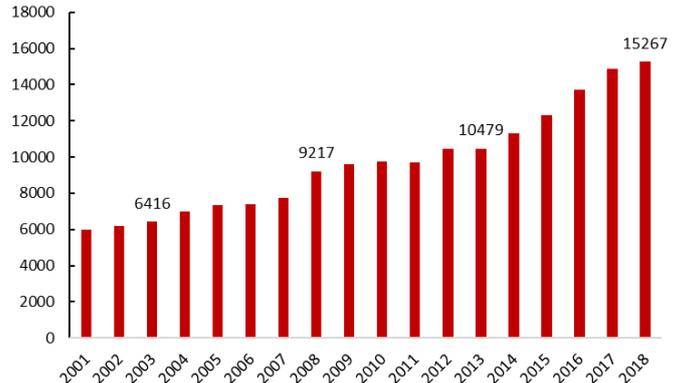
资料来源：ISR, 万联证券

未来一段时期，全球新药研发支出和在研新药项目预计仍将保持增长态势：经过了08年金融危机带来的短期波动，全球新药研发支出整体呈现稳步增长势头，特别近几年随着基础前沿学科不断取得进展、针对新型药物(ADC、PD-1等)及新型治疗技术(CAR-T等)各大制药公司纷纷加大研发投入，预计从2018年至2024年，全球新药研发投入将从当前1800亿增至2100多亿美元，年复合增速约为3%。与此相对应的是全球在研新药管线数不断丰富：研发项目数已由2013年约1.05万个增至2018年的近1.53万个(截止18.01)。

图表45：全球新药研发总支出(亿美元)及增速



图表46：全球在研新药研发管线规模(2001-2018.01)

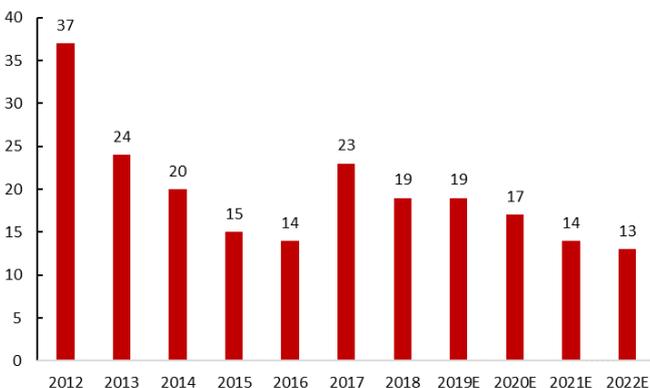


资料来源：Evaluate pharma, 万联证券

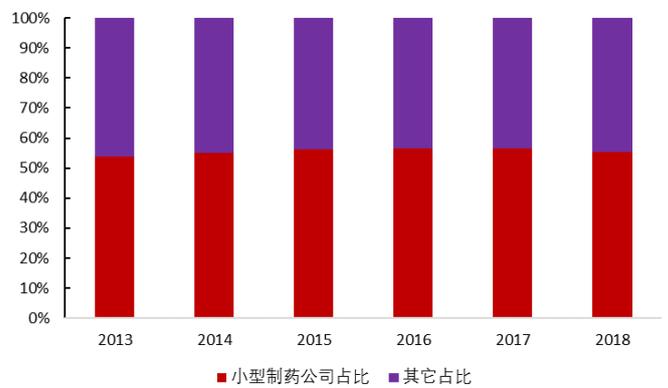
资料来源：Pharma projects, 万联证券

此外，专利悬崖带来的销售压力和研发主体结构的变化也有利于CRO市场渗透率的提升：据Evaluate pharma调查统计，2012-2017年间，共有1420亿美元专利药市场份额被侵蚀，其中包括一批重磅品种。同时预计在2019-2022年里，仍将有高达630亿美元专利药市场被侵蚀，为了应对专利悬崖压力，制药企业更加倾向于加大与研发外包公司合作范围及程度，以提升研发效率。在新药研发主体上，中小型制药公司占据越来越高的比重：从2013年-2018年，小型生物科技公司(研发管线数不超2个)数量已由1475家增加至2200多家，占所在群体比重也稳定在50%以上，小型科技企业受自身综合实力及可支配资源等因素制约，相比大型企业倾向于更加灵活开放的研发策略，外包业务比重相对更高。因此未来一段时间，全球新药研发支出的增长及CRO行业渗透率的不断提升将共同促进全球CRO行业稳步发展。

图表47：全球药物因专利到期造成的销售损失(\$,bn)



图表48：小型制药公司占研发公司规模比重



资料来源：Evaluate pharma, 万联证券

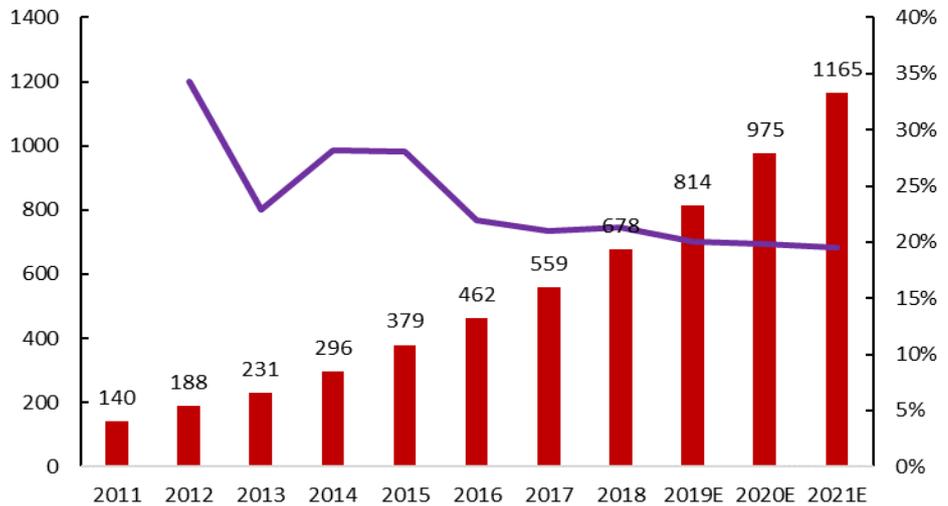
资料来源：Pharma projects, 万联证券

2.5.2 国内CRO市场发展迅速，持续受益于产业转移及创新药产业爆发

近一段时间以来，在全球CRO业务逐渐向新兴地区转移、我国医药市场需求持续增长、

创新药迎来黄金机遇期及药物研发支出快速增加等因素影响下，国内CRO行业保持了快速发展态势，市场规模已由2011年的140亿元增长至2018年约680亿元，复合增速达25%。未来几年，在国内CRO企业承接全球业务能力不断提升、国内创新药研发渐入佳境以及仿制药一致性评价工作持续展开等背景下，国内CRO行业仍旧可以保持20%左右增速，到2021年行业规模有望达到近1200亿。

图表49：我国CRO市场规模及增速（市场规模包括本土企业的海外业务收入）



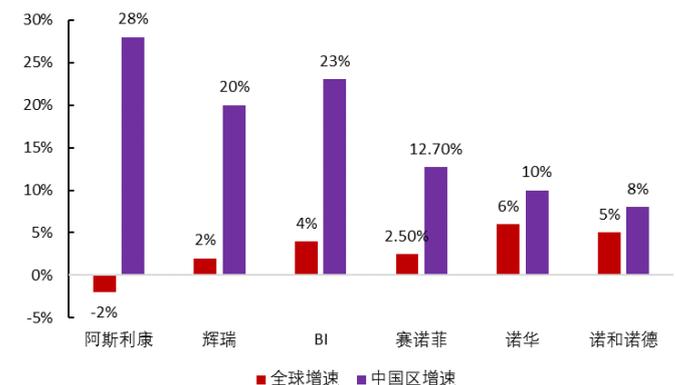
资料来源：南方所、万联证券

成本比较优势叠加庞大消费市场，CRO行业向新兴地区持续转移：目前，以中国为代表的新兴地区由于拥有庞大的人口基数、丰富的疾病谱以及快速成长的医药消费市场，逐渐成为大型制药公司的布局重点。在当前跨国药企整体业绩增长较乏力背景下，中国区市场表现则较强劲靓丽，从而使跨国企业越来越重视在中国市场的国际多中心临床研究布局和产品上市推广工作。此外，由于新兴地区相比较欧美地区有着显著的研发成本优势，同时伴随国内CRO企业在技术研发及管理经验水平上不断提高，也吸引着根植于新药产业链的全球CRO行业向新兴地区持续转移。

图表50：不同项目阶段国内外研发生产成本比较

试验阶段	试验项目	中国区成本与西方国家地区比较
临床前阶段	化合物筛选	30%-60%
	毒理实验	30%
	动物实验	30%
临床阶段	1期临床	30%-60%
	2-3期临床	30%-60%
商业化阶段	商业化生产	40%-60%

图表51：2018年部分外资药企营业收入增速情况



资料来源：火石创造、万联证券

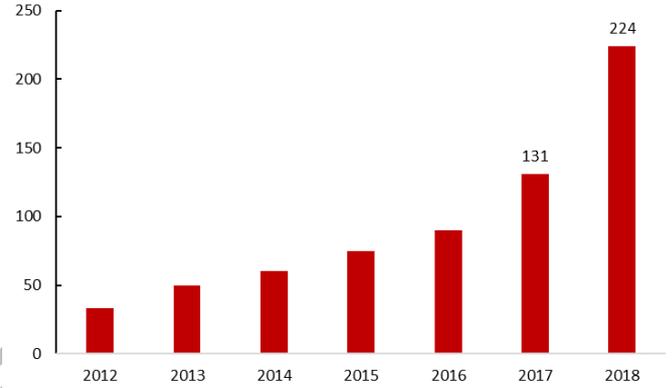
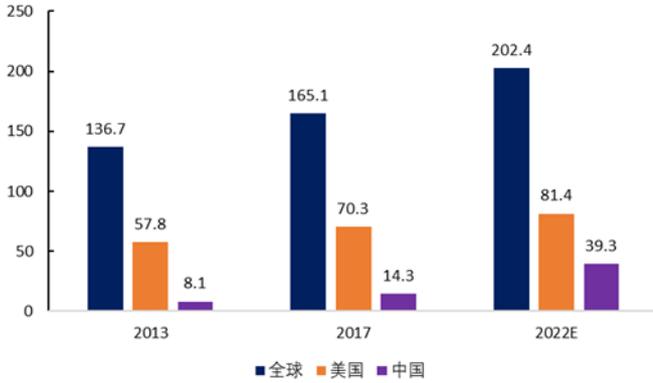
资料来源：公司财报、万联证券

国内医药研发投入保持较快增速，创新药IND申报迭创新高：2015年以来，随着创新药产业配套不断成熟、药审制度的不断改革完善、配合医保目录准入等政策扶持，国内创新药产业迎来黄金发展期。在创新药研发投入方面，预计2017-2022年，中国区医药企业研发支出复合增速高达22.4%，远高于同期全球4.2%以及美国地区的3.0%复合增速，与此同时国内医药企业取代高校等科研机构渐成创新药研发的主体。以

IND 申请为例：自 2017 年起国内创新药项目申报迎来快速增长期，2018 年国产新药临床申请再度大幅攀升，达到 224 个，同比大幅增长 71%，随着优先审评及医保目录谈判等行业制度性安排不断完善推进，预计未来将有更多创新项目进入不同申报阶段。

图表52：全球药品研发支出（bn美元，按地区划分）

图表53：2012-2018年国产新药IND申报数



资料来源：方达医药招股书、万联证券

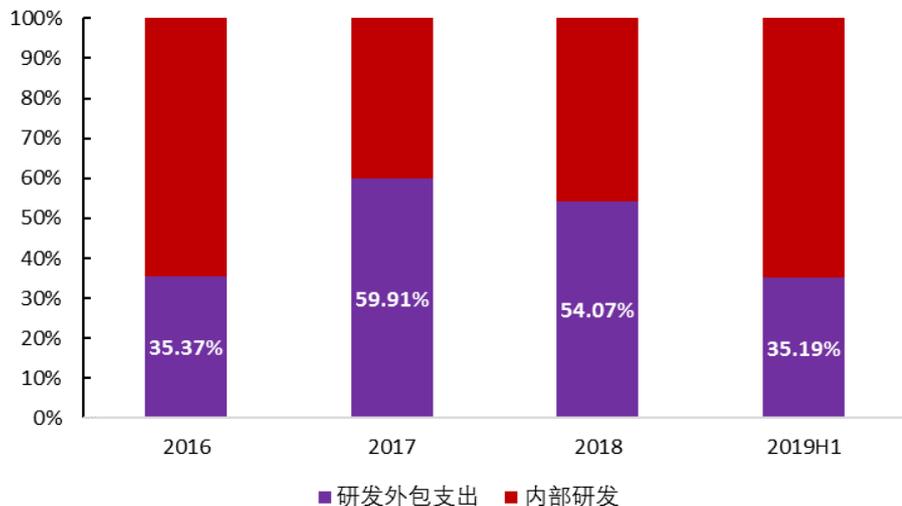
资料来源：CDE、智研咨询、万联证券

研发&生产外包模式助力创新药企新药开发案例：

苏州泽璟生物制药股份有限公司成立于2009年，是一家由中美医药界管理和技术团队创办的中外合资企业，拥有美国Gensun生物制药公司、上海泽璟医药技术有限公司和苏州泽璟生物技术有限公司三个子公司。凭借多年的新药研发经验，公司成功建立了两大核心技术平台，即精准小分子药物研发及产业化平台和复杂重组蛋白新药研发及产业化平台。依托这两个技术平台，公司开发了丰富的小分子新药与重组蛋白新药的产品管线，覆盖肝癌、非小细胞肺癌、结直肠癌、甲状腺癌、鼻咽癌、骨髓增殖性疾病等多种癌症和血液肿瘤以及出血、肝胆疾病等多个治疗领域。

公司作为典型创新药研发企业，采取了内部研发与外包服务相结合的模式：研究外包业务范围包括临床前评价、生物分析以及临床试验研究服务；与此同时，对于化学原料药的生产，公司目前采取了MAH模式，与拥有GMP生产资质的原料药生产商合作完成原料药的上市前研究及未来的商业化生产。从2016年-2019H1，公司每年研发（生产）外包支出占研发总费用比重平均达46%以上。

图表54：2016-2019H1公司研发外包支出占研发费用比重



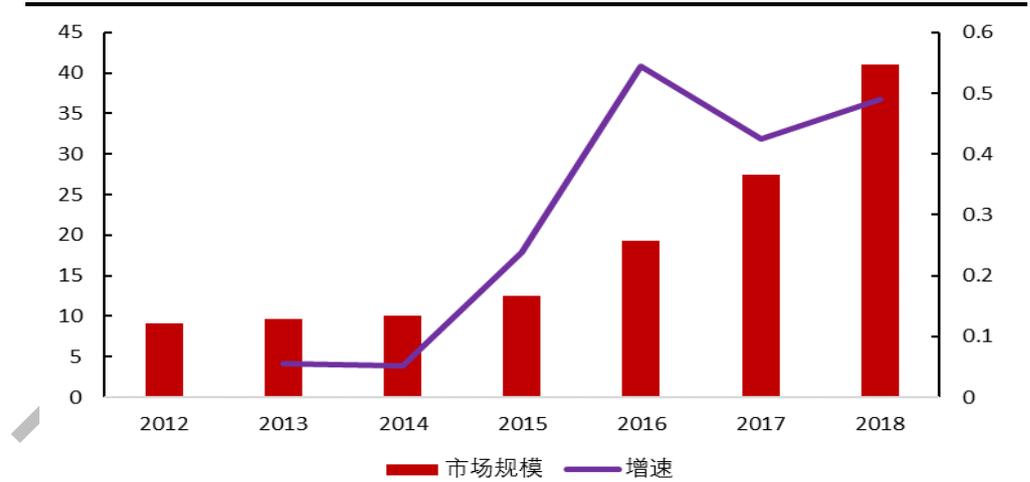
资料来源：泽璟制药招股书、万联证券

2.6 政策免疫&消费升级—生长激素市场潜力广阔

生长激素是一种肽类激素，由垂体中的生长激素细胞合成、存储和分泌。通过重组DNA技术制造的生长激素简称rhGH，可以促进动物和人的发育以及细胞的增殖。临床上生长激素被用于治疗儿童生长迟缓和成人的生长激素不足。

近几年，随着生长激素临床一线的学术推广不断深入以及社会对儿童矮小症的认识不断提高，国内生长激素市场迎来快速成长期，市场规模已由2012年的9亿元增长至2018年的40亿元，复合增速达28.5%。国内市场空间方面：目前国内4-15周岁人口数为1.7亿，按照3%的矮小症理论发病率测算，国内矮小症理论患者规模约为510万人，而18年实际接受治疗患者数约8万人，结合存量病人，目前国内治疗渗透率不足5%，生长激素市场仍有较大的渗透率提升及市场扩容空间。

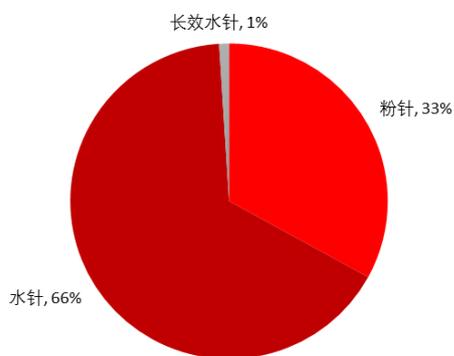
图表55：国内生长激素市场规模（亿）及增速



资料来源：PharmCafe、万联证券

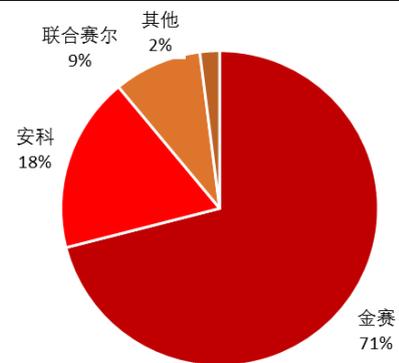
目前国内市场上生长激素主流使用剂型为水针制剂，水针、粉针的市场销售份额分别约为66%、33%；水针相较粉针品种具有使用方便、产品利润高等特点，近几年刚上市的长效水针品种的使用周期为1周1针，相较而言具有更好的使用依从性，预计未来市场上水针及长效品种的市场份额有望进一步扩大。主要参与厂家方面：金赛药业作为国内生长激素龙头，目前占据约70%的市场份额，同时拥有最全面的产品线；安科目前市占率约18%，随着水针品种的获批以及未来长效品种的上市，公司未来市场份额有望逐步加大。整体来看，生长激素仍属高景气度领域，市场竞争格局相对良好。

图表56：2018年样本医院不同剂型市场格局



资料来源：PDB、万联证券

图表57：2018年国内生长激素市场厂家竞争格局



资料来源：PharmCafe、万联证券

医药行业2020年度重点个股推荐

1. 康龙化成 (300759)

推荐理由：1. 国内综合竞争实力优秀的“CRO+CMO”一体化研发外包服务商，以实验室化学为核心业务基础，同时积极开拓下游业务，充分发挥不同业务板块间协同引流效应；2. 中短期内，实验室化学业务和生物科学业务保持较快增速、成为公司整体业绩增长基础，安评业务毛利率有望逐步提升；CMC业务和临床CRO业务仍处快速成长期，后期伴随规模效应拉动，毛利率有望逐步提升，未来业绩贡献占比将提高；3. 长期来看，随着募投项目的逐步落地，公司整体产能和业务承接能力将迈上新台阶，同时伴随新业务领域的不断拓展，公司将成为涵盖药物研发外包全产业链的一流研发平台服务商。4. 顺利登陆港交所，形成“A+H”双资本平台，有利于公司未来海外市场项目收购以及国际化业务的进一步拓展。

预计2019-2020年，公司分别实现归母净利润4.63亿、6.82亿，对应EPS分别为0.71元、1.04元；对应当前股价PE分别为84倍、57倍；继续推荐，维持“增持”评级。

风险提示：市场竞争加剧、新业务拓展不及预期的风险。

2. 药石科技 (300725)

推荐理由：1. 专注小分子药物砌块核心领域，目前公司系列产品已包括芳香杂环类、常见饱和脂环类、四元环类、特殊饱和环类及其他杂环类产品，受益于近几年的行业高景气度及经验丰富管理团队的领导管理，公司整体保持了较快业绩增速，2014年到2019年H1公司平均营收及净利增速达到50%以上。随着新药整体研发难度加大及外包合作模式趋势加强，公司未来将显著受益于全球新药研发支出增长及研发合作模式的转变。2. 公司起步于分子砌块研发及工艺研究，近些年逐步加大产业链下游CDMO业务布局，目前已拥有平原和上虞两处中试及生产基地，未来可满足客户从早期研究到商业化生产的全流程业务需求，未来发展潜力巨大。

预计2019-2020年，公司实现归母净利分别为1.68亿、2.28亿；对应EPS分别为1.16元、1.57元；对应当前股价PE分别为59倍、44倍；继续推荐，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险、下游客户研发进度及市场销售不及预期的风险、产能扩张整合不达预期的风险

3. 凯莱英 (002821)

推荐理由：推荐理由：1. 公司订单充足，2019年H1公司营收和归母净利增速分别达44%、46%，公司作为国内小分子化药CDMO龙头，核心技术优势突出，涵盖创新药CMC服务、MAH业务、制剂研发生产等方面，未来公司将持续受益于全球CDMO业务发展及区域性转移。2. 国内业务逐步发力：随着仿制药一致性评价工作开展、国内创新药产业蓬勃发展和MAH的施行，公司积极拓展国内业务，2018年大陆业务收入达1.75亿，占公司整体收入9.5%，逐步形成国内外业务协同发展新格局。3. 公司不断通过自行设立或合作方式扩展业务领域，公司业务范围已拓展至上游CRO、生物药领域研发及创新药早期投资，公司在创新药研发服务链实施全方位布局，积极构建创新药“VC+IP+CRO/CDMO”模式下的药物一体化服务生态圈。

预计2019-2020年公司实现归母净利分别为5.64亿、7.29亿，对应EPS分别为2.44、3.15；对应当前股价的PE分别为55倍、42倍，继续推荐，维持“买入”评级。

风险提示：汇率波动的风险、业务拓展整合不及预期的风险

4. 安科生物 (300009)

推荐理由：1. 看好现有主力品种生长激素未来几年内继续快速放量，2018年因GMP核查影响第四季度营收，目前产能于2019Q2起逐步恢复，公司业绩低点已过，2019年下半年起业绩重回高增长区间；2. 生长激素后续产品梯队逐渐完善，有望带来增量效益：生长激素水针已于6月正式获批，今年三季度正式销售，未来随着市场推广力度加大以及对粉针品种逐步替代，水针品种将迎来快速放量期；长效品种处于三期临床资料总结阶段，有望不久后正式报产，同时生长激素还在开展其他适应症研究，未来治疗领域将进一步拓展；3. 全力打造覆盖基因测序、靶向药物到细胞免疫技术的精准医疗全产业链：DNA检测业务助推中德美联业绩高速增长、重磅生物药品种HER-2单抗进入三期临床、贝伐珠单抗类似物进入1期临床；博生吉安科CAR-T项目（CD19）于近期正式获批临床，此外博生吉安科还在积极开展针对T细胞急性淋巴细胞白血病（T-ALL）及肺癌、胰腺癌等实体瘤的CAR-T产品开发研究；PD-1项目上半年正式获批临床。除CAR-T、PD-1项目外，公司还大力布局溶瘤病毒等一大批在研项目，未来发展空间潜力巨大。

预计19-20年公司归母净利润分别为3.7亿、4.81亿，对应EPS分别为0.37元、0.48元，对应当前股价PE分别为43倍、33倍。继续推荐，维持“买入”评级。

风险提示：生长激素销售放量不及预期、CAR-T研发进度低于预期的风险。

相关风险提示：未来政策执行不及预期的风险、药品降价超预期的风险、市场整体波动的风险

医药生物行业重点上市公司估值情况一览表

(数据截止日期：2019年12月16日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
300759	康龙化成	0.57	0.71	1.04	4.56	50.01	-	83.85	56.97	12.65	增持
300725	药石科技	1.21	1.16	1.57	4.86	68.58	48.43	59.12	43.68	14.30	买入
002821	凯莱英	1.86	2.44	3.15	12.34	133.10	37.85	54.55	42.25	10.79	买入
300009	安科生物	0.26	0.37	0.48	2.63	15.05	58.04	42.76	32.84	5.55	买入

资料来源：wind、万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场