

医药生物

——精选方向，把握进攻机会

作者：

分析师 杨松 SAC执业证书编号：S1110521020001

分析师 张雪 SAC执业证书编号：S1110521020004

分析师 李慧瑶 SAC执业证书编号：S1110522080004

联系人 曹文清

联系人 李妞妞



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要：布局医院场景下的刚性需求

- 行业投资策略：尽管疫情仍有所反复，但是医院端的严肃医疗需求已在持续快速恢复中，我们建议重点关注医院场景下的刚性需求，尤其是有**正向政策鼓励或者已经实现出清见底**的产品和服务。在经过第一阶段的行业普涨之后，我们认为精选方向显得尤为重要，我们倾向于将医药行业公司的投资机会分为三个类别：
 - ✓ 1) **进攻型机会**：是指公司本身经营趋势稳健向好，外部或者自身变化可以形成正反馈的公司（有上调盈利预测的可能性）。例如①第一次是估值和政策驱动的2021年底的中药板块，②第二次是2022年初的新冠疫情驱动的主题性机会，③第三次是产业格局变化和政策驱动的医疗设备板块。我们认为进攻型机会将是未来一段时期具备较好持续性的方向。
 - ✓ 2) **修复型机会**：是指公司原有主业已经在经营或者政策层面出清，后续的业绩增长有望边际提升。随着带量采购的深化，采购规则更趋理性化，尤其是在耗材方向一品一策的落地，可以改善企业中标的确定性，有利于形成更加稳定的业绩预期。我们认为修复型机会将更多的以细分产品领域的形式呈现，在完成估值变化后，后续需重点关注业绩的兑现情况。相关行业包括：仿制药（已出清）、骨科耗材（正在出清）等。
 - ✓ 3) **交易型机会**：是指公司本身经营稳健，但受市场情绪等因素影响，股价已经历大幅调整，随着市场情绪的整体修复，预计也将迎来表现机会。
- 我们建议围绕以下细分方向个股，结合估值性价比及股价空间精选标的。
 - ✓ 1) **医疗设备**：开立医疗、诚益通、迈瑞医疗、迪瑞医疗、联影医疗、海泰新光、澳华内镜、健麾信息、华大智造、万东医疗、普门科技、海尔生物、新华医疗、华康医疗、鱼跃医疗、三诺生物、祥生医疗、福瑞股份；
 - ✓ 2) **传统制药**：信立泰、恒瑞医药、恩华药业、麻精龙头、海思科、京新药业、科伦药业、华东医药、长春高新；
 - ✓ 3) **中药**：济川药业、新天药业、华润三九、康缘药业、同仁堂、健民集团、羚锐制药、以岭药业；
 - ✓ 4) **创新药产业链**：百济神州、荣昌生物、贝达药业、康方生物（H）、信达生物（H）、科济药业（H）、药明康德、康龙化成、凯莱英、金斯瑞生物科技（H）、皓元医药；
 - ✓ 5) **连锁药店**：一心堂、大参林、益丰药房、老百姓、健之佳
 - ✓ 6) **医疗耗材**：乐普医疗、爱康医疗（H）、三友医疗、威高骨科、新产业、惠泰医疗、南微医学、采纳股份、振德医疗。
 - ✓ 7) **医疗服务**：国际医学、三星医疗、通策医疗、爱尔眼科、海吉亚医疗（H）、固生堂（H）；

风险提示：政策波动的风险，个别公司业绩不及预期，市场震荡风险，新冠疫情进展具有不确定性。

目 录

一、医药行业的宏观情况

..... 4页

二、核心关键问题分析

..... 11页

三、医药行业投资逻辑

..... 30页

医药行业整体：板块整体收入陆续恢复，Biotech企业研发持续发力

- 2022年上半年医药行业整体收入呈现加速恢复趋势，营业收入同比增长10.59%，相比于2021年收入增速略放缓，但随着新冠疫情得到有效控制，医药行业业绩逐步恢复。2022年H1医药行业归母净利润增速7.05%，慢于收入增速。
- 2022Q2医药行业持续恢复，一方面，疫情相关的疫苗、检测等领域呈现出更高的景气度，另一方面，常规业务Q2也在持续恢复。A股医药板块整体收入同比增长7.11%，归母净利润同比降低7.04%，主要是由于Biotech企业如百济神州费用支出加大导致的亏损扩大所致。
- 医药行业整体经营水平维稳。2022年上半年行业毛利率为35.50%，相比于2021年上半年小幅下降0.44pp；销售费用率2022年上半年相比于2021年上半年小幅下降0.98pp；管理费用率维持在4.76%左右，2022H1相比于2021H1基本持平。
- 研发投入持续提升，Biotech企业研发持续发力。医药行业整体研发费用率持续提升，由2021H1的3.60%提升至2022H1的3.88%。我们认为，随着制药企业产品的商业化以及医疗器械的国产化继续提速，创新或将仍是未来竞争主战场。

表：医药行业整体主要财务指标情况（百万元）

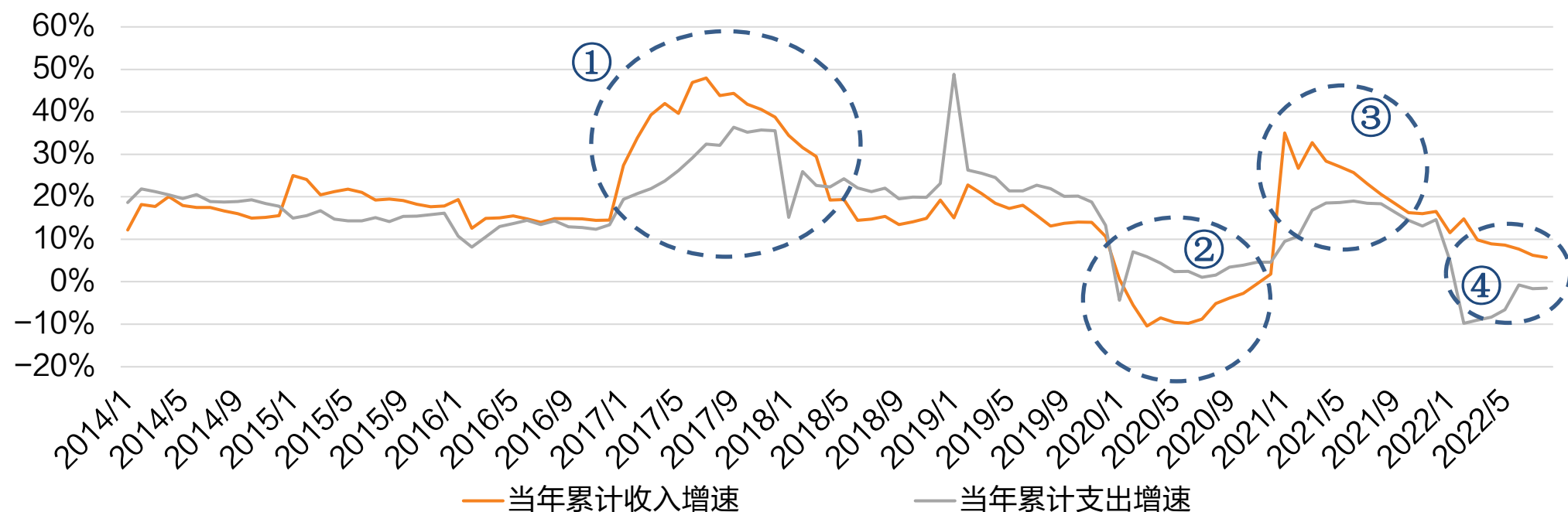
	2022H1	2022Q2	2022Q1	2021A	2021H1	2020A
营业收入	1244089	610188	633901	2301844	1124960	2020869
同比增速	10.59%	7.11%	14.16%	13.90%	23.48%	7.40%
毛利率	35.50%	34.26%	36.70%	35.15%	35.94%	35.37%
销售费用率	13.11%	13.31%	12.91%	14.38%	14.09%	14.95%
管理费用率	4.76%	4.95%	4.58%	5.09%	4.72%	5.21%
研发费用率	3.88%	4.17%	3.59%	4.08%	3.60%	3.82%
归母净利润	134710	60831	73880	209542	125843	133678
同比增速	7.05%	-7.04%	22.31%	56.75%	41.61%	33.53%
扣非净利润	124370	52330	72040	160730	109463	107078
同比增速	13.62%	-6.70%	34.97%	50.10%	41.52%	37.42%
应收账款	614382		598969	525009	534490	464173
经营性现金流	97601		19736	253908	100799	231496
经营性现金流/净利润	68.46%		25.29%	114.94%	75.72%	158.99%

注：基于可比性，剔除ST康美

2022年1-8月全国医保基金累计收入同比增长5.7%，累计支出同比降低1.5%

2022年1-8月，全国医保基金（含生育保险）累计收入1.91万亿元，**同比增长5.7%**，其中职工医保基金（含生育保险）收入1.30万亿元。居民医保基金收入6103.63亿元。全国医保基金（含生育保险）累计支出1.51万亿元，**同比下降1.5%**，主要是去年同期有支付新冠疫苗及接种费用，本期相关支出大幅减少，其中职工医保基金（含生育保险）支出9409.37亿元，同比下降0.4%，居民医保基金支出5686.68亿元，同比下降3.3%。

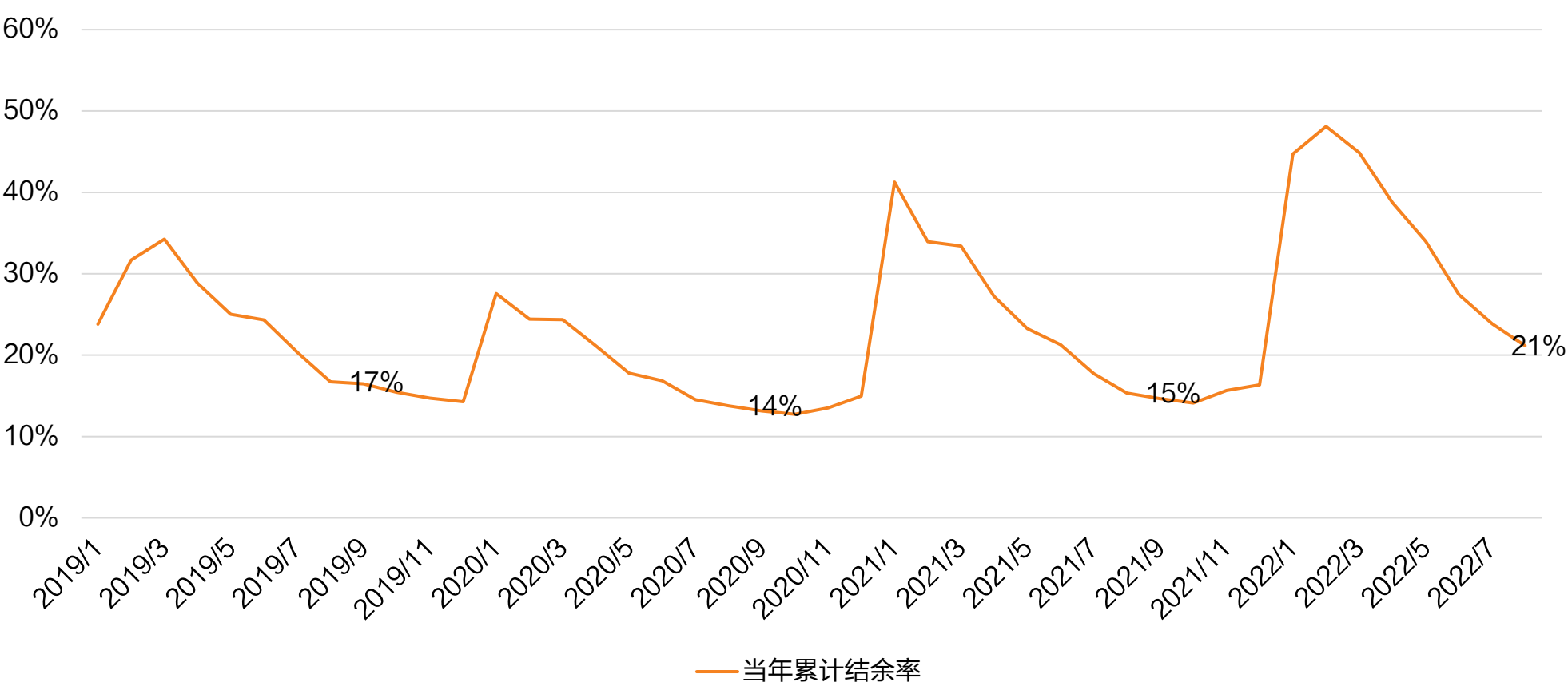
全国基本医保（含生育险）累计收入和累计支出增速（截止2022年8月）



资料来源：国家医保局，天风证券研究所；注：2020年开始收入和支出增速包含生育险；①2017-2018年城镇居民和新农合医保陆续合并；②受疫情影响，2020年2-7月全国多地实施阶段性减半征收职工医保单位缴费；③受2020年低基数影响；④部分区域受疫情影响，就诊量减少；2022年新冠疫苗相关支出显著少于2021年

2022年1~8月国家医保当年累计结余率21%，明显好于往年水平

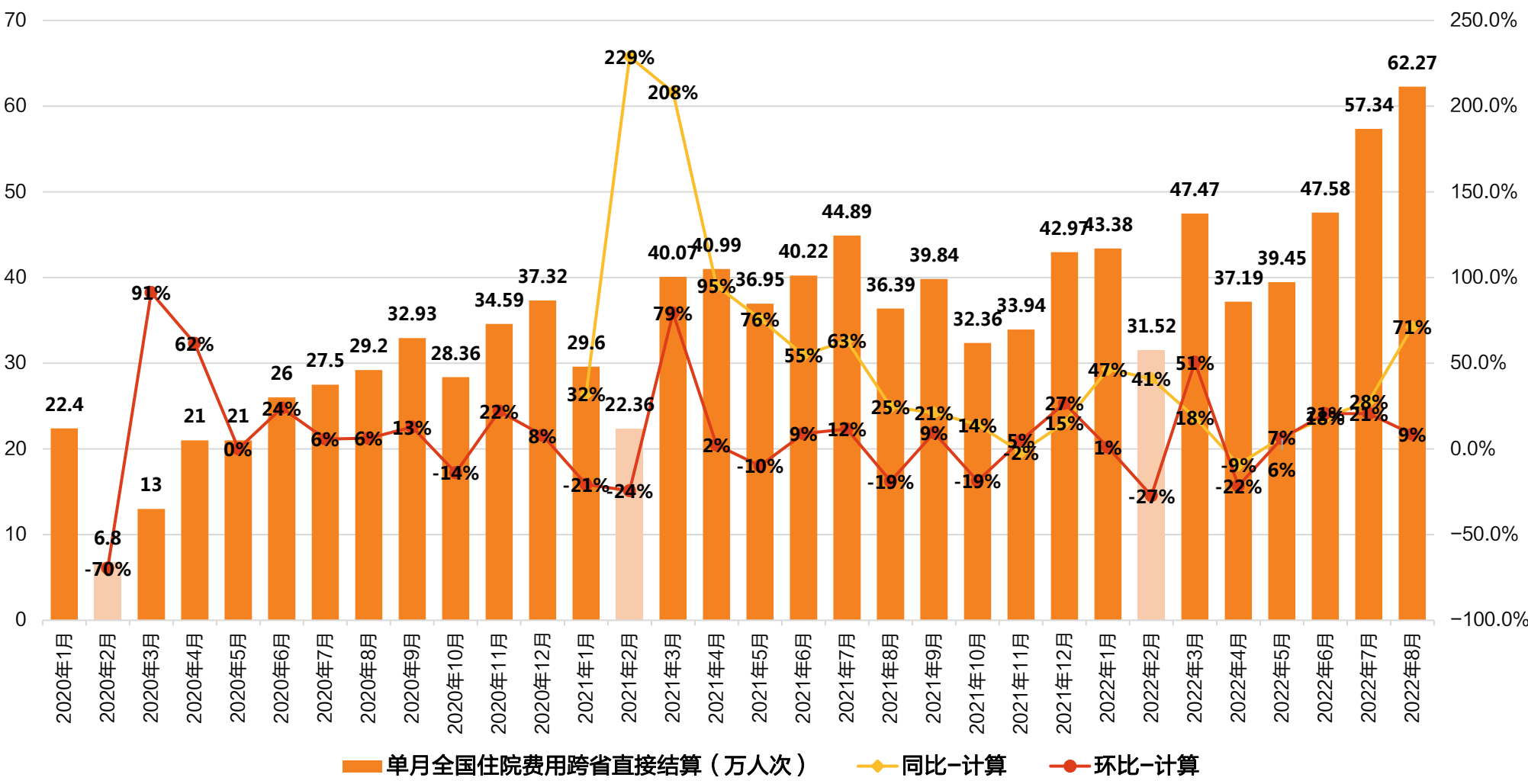
全国基本医保（含生育险）当年累计结余率（截止2022年8月）



资料来源：国家医保局，天风证券研究所

医院就诊持续恢复：8月跨省就医人数环比+8.6%/同比+71.1%

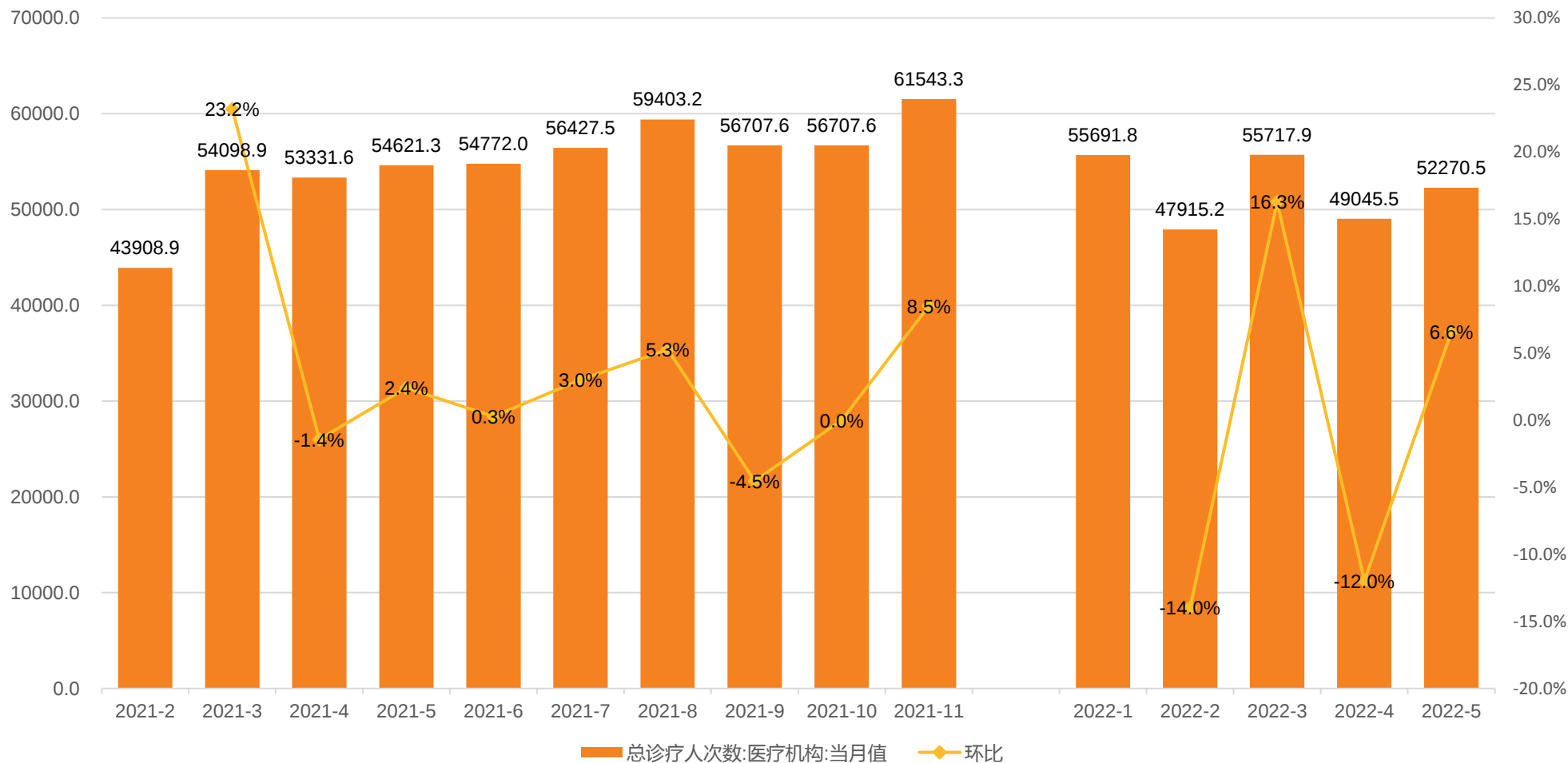
【天风医药杨松团队】异地就医住院人数变化情况（2022/9/27）



资料来源：国家医保局，天风证券研究所；注：异地就医住院人数是指全国医疗保障跨省异地就医住院费用直接结算人次

医院就诊有望进一步恢复

医疗机构诊疗人次（万人次）及其环比增速



目 录

一、医药行业的宏观情况

..... 4页

二、核心关键问题分析

..... 15页

三、医药行业投资逻辑

..... 30页

国家药品集采规则逐步完善，制度化、常态化开展

	第一批第一轮	第一批第二轮	第二批	第三批	第四批	第五批	第六批（胰岛素专项）	第七批
地区范围	4+7城市	25省份	全国	全国	全国	全国	全国	全国
平均降幅	52%	59%	53%	53%	52%	56%	48%	48%
采购品种数	31（6个流标）	25（4+7中标品种）	33（1个流标）	56（1个流标）	45	62（1个流标）	16	61（1个流标）
申报品种资格	原研、参比制剂、通过一致性评价的仿制药品、按化学药品新注册分类批准的仿制药品	原研、参比制剂、通过一致性评价的仿制药品、按化学药品新注册分类批准的仿制药品、纳入《中国上市药品目录集》的药品					获得国内有效注册批件的胰岛素产品	原研、参比制剂、通过一致性评价的仿制药品、按化学药品新注册分类批准的仿制药品
采购周期	12个月	中选≤2家，则1年 中选3家，则2年	中选1家，则1年 中选2/3家，则2年 中选≥4家，则3年	中选1/2家，则1年 中选3家，则2年 中选≥4家，则3年 注射剂品种无论中选家数采购周期均为1年		中选1/2家，则1年 中选3家，则2年 中选≥4家，则3年 不再区分注射剂品种	2年	中选1/2家，则1年 中选3家，则2年 中选≥4家，则3年
竞标时间	2018年12月6日	2019年9月24日	2020年1月17日	2020年8月20日	2021年2月3日	2021年6月23日	2021年11月26日	2022年7月12日
执行时间	2019年3月中-4月	2019年12月	2020年4月底-5月	2020年11月	2021年4月底-5月	2021年9月中-10月	2022年5月	预计2022年11月
时间间隔	4-5个月	约3个月	3-4个月	约3个月	约3个月	3-4个月	约6个月	预计约4个月
中选企业数	1家	不超过3家	不超过6家，大体N-1家入围	不超过8家，大体N-1家入围	不超过10家，大体N-2家入围		不超过7家	不超过10家
中选规则	预中选：报价最低企业进入议价谈判确认过程； 拟中选：申报企业数≥3家，则预中选=拟中选； 否则比较降幅	报价最低的≤3家企业拟中选	以同品种最小规格为代表规格，按药品差价规则折算单位可比价，单位可比价由低到高确认入围企业及顺位，同时拟中选企业需符合以下条件之一： 单位可比价≤同品种最低单位可比价的 1.8 倍； 单位申报价降幅≥50.00%（以最高有效申报价为基数）； 单位可比价≤0.1000 元			申报价≤同品种最低申报价的1.3倍，或单位申报价降幅≥50.00%（以最高有效申报价为基数）	第五批规则基础上，非最高报价拟中选，并计算同品种最高/最低报价单位可比价，所有品种比值结果降序排列非前6名（可并列）的最高报价拟中选	
首年约定采购量	各地区报量=约定采购量	以各地区报量为基数确定，中选1/2/3家比例分别为50/60/70%	以各地区报量为基数确定，中选1/2/3/4及以上家比例分别为50/60/70/80%	以各地区报量为基数确定，中选1/2/3/4及以上家比例分别为50/60/70/80%， 抗生素品种比例各相应减少10%		中选后价格由低到高分A/B/C三类，最低价企业约定采购量为医院报量100%，其余A类企业获得报量90%、85%，B类80%，C类50%， 然后分配剩余量	以各地区报量为基数确定，中选1/2/3/4及以上家比例分别为50/60/70/80%， 抗生素品种比例各相应减少10或20%	
区域供应	4+7城市	拟中选企业按报价由低到高依次交替确认供应地区，每个企业每次选择一个地区	报价最低企业优先选择一个区域，之后从报价最低企业开始按照报价由低到高依次交替确认剩余地区， 每个企业每次选择一个地区			无分区域供应		以第五批规则确认主供地区后，同一规则确认备供地区。主供企业无法满足需求时备供企业获得主供身份

药品集采展望：2022-2023年为化药集采高峰，非化药集采积极探索将是主要方向

□ 集采有加速趋势，预计2022-2023年为化药集采高峰，整体可能持续、常态开展。

□ 非化学药集采积极探索，预计将是后续的政策主要方向。

国家集采制度化、常态化

针对已过评化学药，尤其是符合申报条件企业数 ≥ 3 的品种

- 自4+7试点以来，国家带量采购已开展七批八次，整体规则依然完善，预计后续随着一致性评价的进展常规开展；
- 口服固体制剂品种的集采已相对充分，注射剂自2020年5月出台正式的技术要求后，预计后续将加速审评和通过，集采进程也有望相应加快。



地方探索方兴未艾

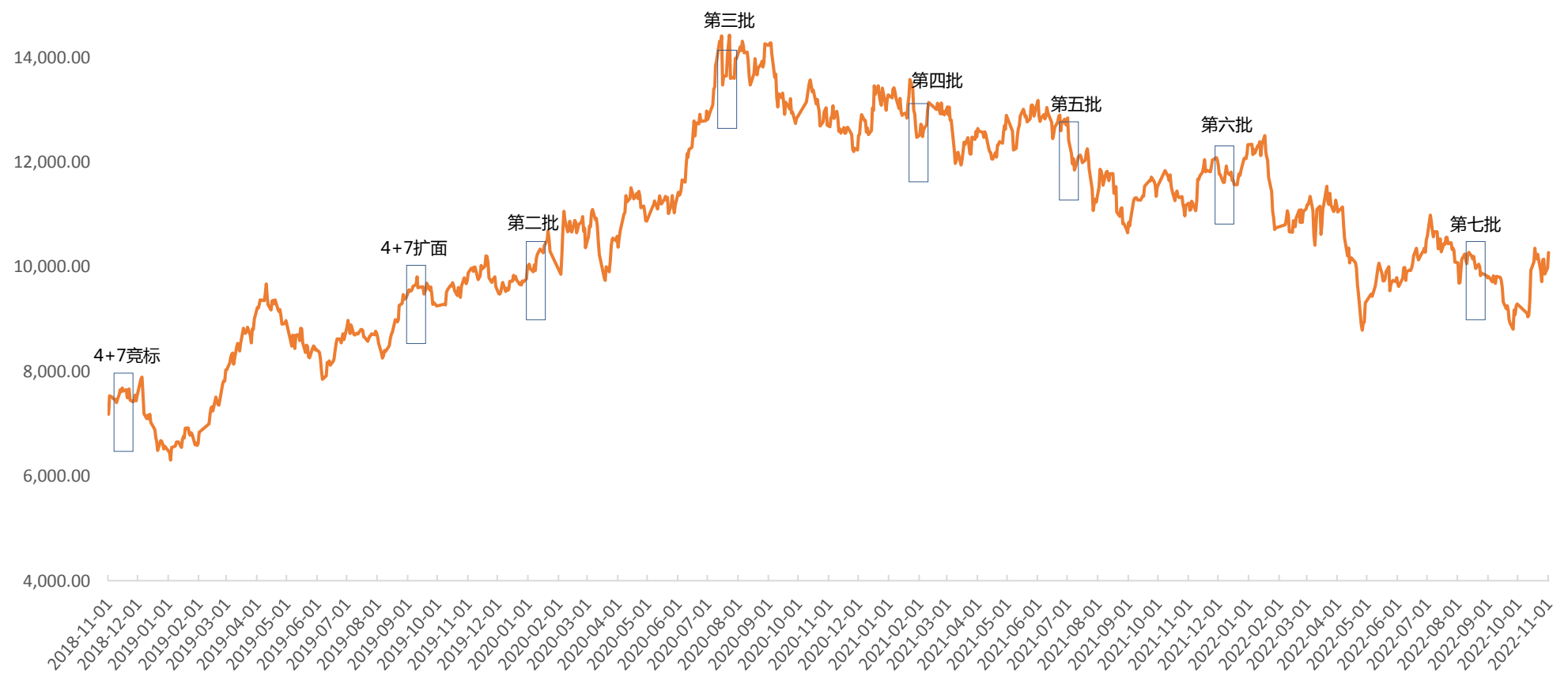
主要针对未过评品种，包括化药、中成药、生物类似物、胰岛素

- 河北、江西、山东等多个地区已经开展针对未过评品种的集采试点；

政策已由外部冲击转为内生假设

▣ 化学药国家集采制度化、常态化，对二级市场而言已从外部冲击演变为内生假设。

申万化学制药指数



资料来源：萝卜投研，天风证券研究所

国家集采常态化制度化稳步推进，探索按品类带量采购

- 2021年1月，国务院办公厅发布《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》（国办发〔2021〕2号），从覆盖范围、采购规则、保障措施、配套政策、运行机制、组织保障等多个方面提出指导意见，推动药品集采的常态化制度化开展。

品种：用量大、采购金额高

预计带量采购作为医药服务供给侧改革的重要举措、药品招采的新手段，逐步扩大品种覆盖或成必然趋势

02

规则：探索按品类带量采购

短期仍以通用名为竞争单元，弱化剂型、规格等条件上的区分；长期将以适应症和功能主治为竞争单元，弱化通用名上的区分；这一探索过程值得关注

03

主体：国家+省市全方位开展

预计短期内国家带量采购仍以化学仿制药为主、以通过一致性评价为前提；对区域内除国家带量采购外的药品独立或与其他省份组成联盟开展集中带量采购

04

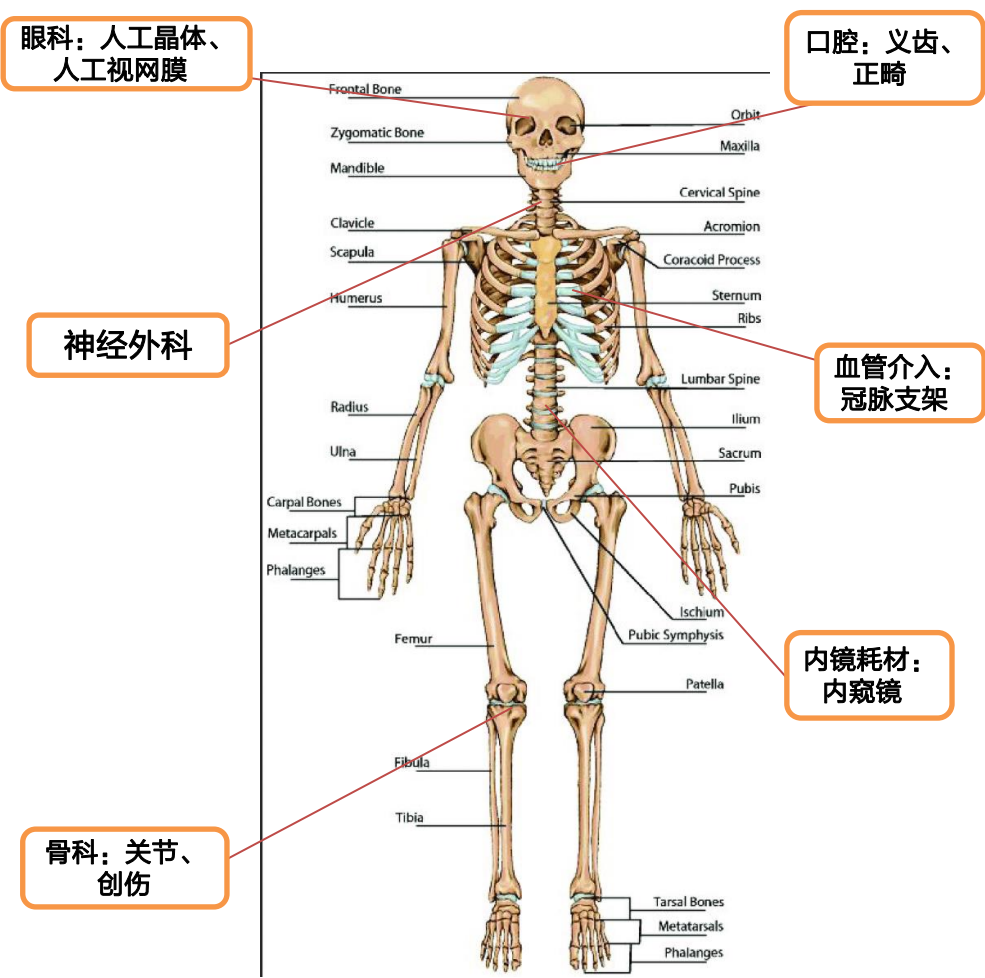
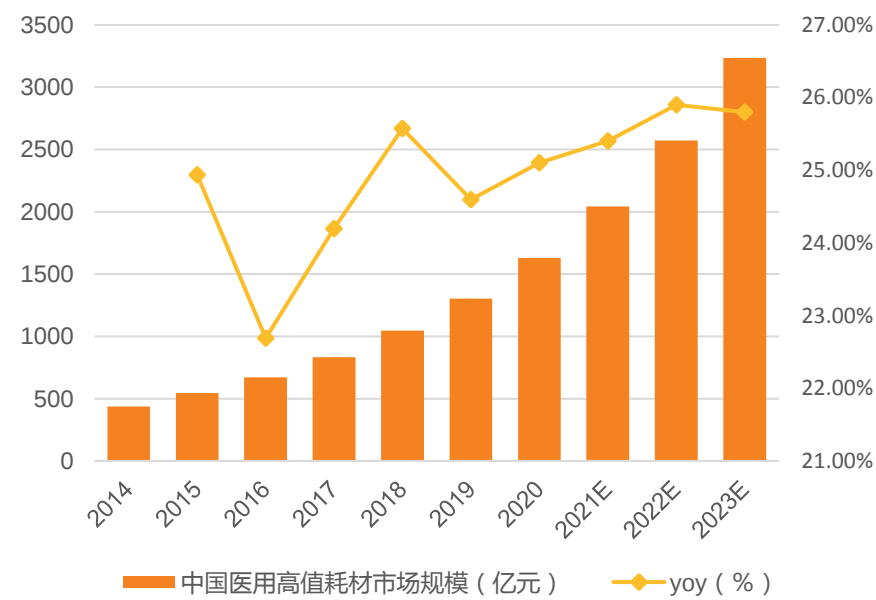
保障：纳入绩效考核+结余留用

保障带量采购竞标结果的顺利落地

高值耗材：应用遍及全身，血管介入和骨科占比居前

□ 医疗高值耗材应用遍及全身，按照人体结构顺序包括神经外科耗材、眼科耗材、口腔科耗材、血管介入类耗材、内镜耗材、骨科植入类耗材、非血管介入耗材、血液净化耗材、电生理耗材等。

图：2014-2023年中国医用高值耗材市场规模（亿元）



资料来源：河套创新联盟公众号，研究之门ResearchGate，天风证券研究所

耗材带量采购逐步制度化

- 国务院办公厅《关于治理高值医用耗材的改革方案》的发布拉开全国高值医用耗材带量采购序幕。
- 2020年7月3日，相关部门发布冠脉支架带量采购相关方案征求意见函，冠脉支架成为首个国家级集采品种。

时间	部门	政策法规	文件内容
2019年5月29日	中央发改委	《关于治理高值医用耗材的改革方案》	中央全面深化改革委员会第八次会议召开并通过《关于治理高值医用耗材的改革方案》。
2019年6月18日	国家卫生健康委、国家中医药局组织	《医疗机构医用耗材管理办法》	逐步统一全国医保高值医用耗材分类与编码。对单价和资源消耗占比相对较高的高值医用耗材开展重点治理。改革完善医用耗材采购政策。该办法自2019年9月1日起施行。
2019年7月31日	国务院	《治理高值医用耗材改革方案》	对于临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购，鼓励医疗机构联合开展带量谈判采购，积极探索跨省联盟采购，由国家医保局单独负责。
2019年8月12日	国家医保局	《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》	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。
2019年10月15日	国家药监局	《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》	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。
2019年12月2日	国家医保局	《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》	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。
2020年6月8日	国家医保局	《基本医疗保险医用耗材管理暂行办法（征求意见稿）》	首个国家层面的医用耗材医保管理办法，将发布医用耗材医保目录。
2020年10月16日	国家医保局	《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》	首批国家级带量采购品种为钴铬合金和铂铬合金、载药种类为雷帕霉素或衍生物、药物载体涂层性质为雷帕霉素的冠脉支架。

未来趋势——带量采购：根据品种特点探索采购方案

➤ 国家医疗保障局医药价格和招标采购司丁一磊发表在《旗帜》的文章指出



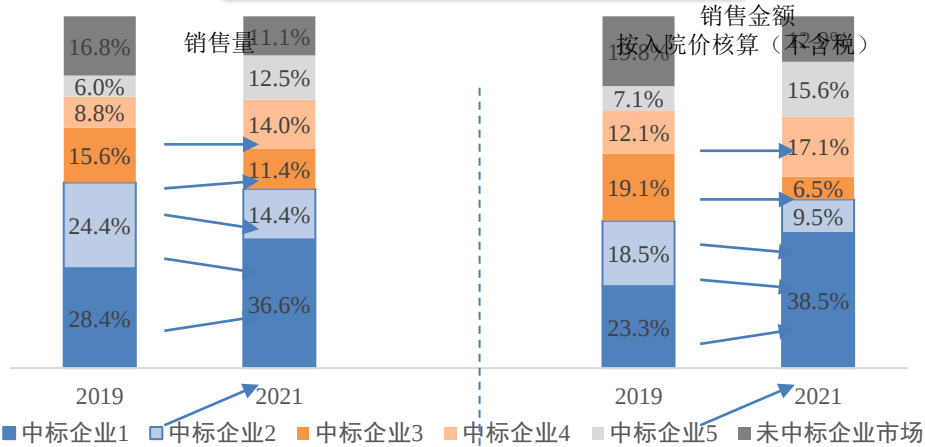
支架集采分析——选取钴铬合金品种，参与投标，平均降幅达到93%

- ◆ 2020年11月5日，冠脉支架全国集采在天津开标。**11家企业26款支架产品参与投标**，最终8家企业的10款产品中选，获得80%的市场份额，**支架价格从均价1.3万元左右降至700元左右**。
- ◆ **执行情况：**（一）医疗机构使用情况快于预期。2021年1-8月，医疗机构共使用中选产品110万个，相较集采前去年同期数量（71万个）**增长54%**，使用总量已超过全国全年协议采购量（107万个），患者切实用上了降价后的支架。（二）出厂供应情况总体较好。2021年1-8月，中选企业已出厂供应中选支架198万个，达全年协议采购量的1.8倍以上，为医院实际使用量的1.8倍。出厂供应量扣除医疗机构使用量后，流通和库存等环节达88万个，供应充足。（三）**最高有效申购价：冠脉支架798元，伴随服务50元**。
- ◆ **拟中选规则：**11家企业26款支架产品参与投标，按价格由低到高中选。

国家组织冠脉支架集中带量采购中选结果

序号	产品名称	注册证号	企业名称
1	药物涂层支架系统（雷帕霉素）	国械注准 20173461407	山东吉威医疗制品有限公司
2	药物洗脱冠脉支架系统	国械注准 20193131802	易生科技（北京）有限公司
3	冠脉雷帕霉素洗脱钴合金支架系统	国械注准 20163462305	上海微创医疗器械（集团）有限公司
4	钴合金雷帕霉素洗脱支架系统	国械注准 20173460564	乐普（北京）医疗器械股份有限公司
5	药物洗脱冠脉支架系统	国械注准 20163460682	Medtronic Inc.
6	冠脉雷帕霉素洗脱钴合金支架系统	国械注准 20203130662	上海微创医疗器械（集团）有限公司
7	药物支架系统	国械注准 20163461174	深圳市金瑞凯利生物科技有限公司
8	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20153130608	Boston Scientific Corporation
9	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20173466661	Boston Scientific Corporation
10	冠状动脉铂铬合金可降解涂层雷帕霉素药物洗脱支架系统	国械注准 20163460595	万瑞飞鸿（北京）医疗器材有限公司

国采前后冠脉支架竞争格局变化



资料来源：天津市医药采购中心微信公众号，IQVIA艾昆纬微信公众号，天风证券研究所

脊柱集采分析——中选难度显著降低，企业可选择降价保中选

- ◆ 2022年9月27日，脊柱耗材全国集采在天津开标。全国6426家医疗机构首年意向采购量109万套，有171家企业参与，最终152家中选，中选率达89%。本次集采平均降价84%，按约定采购量计算，预计每年可节约费用260亿元。
- ◆ **核心招采规则：**1.科学设计产品系统，区分单元竞价。2.规则设计更完善，降价更合理。3. 延长采购周期，稳定市场预期。4.各方参与度高，充分满足临床需求。
- ◆ **中选结果：**如占脊柱手术量1/3的胸腰椎后路固定融合术，其耗材平均每套价格从3.3万元下降至4500元左右，一些知名外资品牌每套平均价格从6万元降至4800元左右。
- ◆ **企业影响：**
 - 我们预计头部公司的市场集中度可能有较为明显的提升

表：国家组织骨科脊柱类耗材集中带量采购拟中选结果（部分）

序号	产品系统类别	竞价单元	申报企业	医疗器械注册人	拟中选价格（元）
140	胸腰椎后路开放钉棒固定融合系统	A	北京威高亚华人工关节开发有限公司	北京威高亚华人工关节开发有限公司	4343
141	胸腰椎后路开放钉棒固定融合系统	A	浙江科惠医疗器械股份有限公司	浙江科惠医疗器械股份有限公司	4515
142	胸腰椎后路开放钉棒固定融合系统	A	山东威高骨科材料股份有限公司	山东威高骨科材料股份有限公司	4544
143	胸腰椎后路开放钉棒固定融合系统	A	大博医疗科技股份有限公司	大博医疗科技股份有限公司	4642
144	胸腰椎后路开放钉棒固定融合系统	A	上海三友医疗器械股份有限公司	上海三友医疗器械股份有限公司	4667
145	胸腰椎后路开放钉棒固定融合系统	A	强生（上海）医疗器材有限公司	DePuy Spine, Inc等	4671
146	胸腰椎后路开放钉棒固定融合系统	A	北京市富乐科技开发有限公司	北京市富乐科技开发有限公司	4694
147	胸腰椎后路开放钉棒固定融合系统	A	河北瑞鹤医疗器械有限公司	河北瑞鹤医疗器械有限公司	4700
148	胸腰椎后路开放钉棒固定融合系统	A	天津正天医疗器械有限公司	天津正天医疗器械有限公司	4713
149	胸腰椎后路开放钉棒固定融合系统	A	重庆富沃思医疗器械有限公司	重庆富沃思医疗器械有限公司	4724

资料来源：天津市医药采购中心，中国医疗保险，国家组织医用耗材联合采购平台，天风证券研究所

肝功生化试剂集采——“增补中选”规则提升企业中选的确 定性，中选价格仍需观察

- ◆ 2022年7月27日，江西肝功生化试剂省际联盟集中带量采购领导工作小组成立。10月10日《肝功生化类检测试剂省际联盟集中带量采购文件（征求意见稿）》发布。

◆ 核心招采规则：

- “增补中选”规则提升了企业中选的确
 定性；
- 竞价单元分为A/B组，前90%使用量进
 入A组，对头部企业相对利好

◆ 企业影响：

- 对净利润的影响，有待最高有效申报
 价公布进一步测算
- 预计头部公司的市场集中度可能有非
 常明显的提升

中选排名	初次协议采购量占意向采购量的比例	中选产品未分配意向采购量	备注
1	100%	0%	1. 2019年1月1日以来相关品种取得国家卫健委室间质评成绩合格的，第一步分配比例增加5%（不超过100%），中选产品未分配意向采购量减少5%。
2	90%	0%	
3	85%	5%	
4	80%	10%	
5	75%	15%	
≥ 6	70%	20%	
增补中选（价格≤限价0.6倍）	60%	30%	2. 专机专用的试剂，第一步分配比例下调5%，中选产品未分配意向采购量增加5%。
增补中选（价格≤限价0.7倍）	50%	40%	
增补中选（价格≤限价0.8倍）	40%	50%	

电生理集采分析——最高有效申报价较为合理，中选条件更为多样化

- ◆ 2022年10月14日，福建省医保局发布《心脏介入电生理类医用耗材省际联盟集中带量采购公告》；**采购品种**为心脏介入电生理类医用耗材；
- ◆ **核心招采规则**：（一）**组套采购模式**，同分组中，降幅**≥30%**的组套获得拟中选资格。（二）**单件采购模式**，同分组中，降幅**≥50%**获得拟中选资格。（三）**配套采购模式**。
- ◆ **企业影响**：现阶段国内的电生理手术渗透率较低，集采能够降低医疗费用。中标企业减可以渠道费用，能够快速建立市场品牌优势，有利于企业的长期发展。

表：中选企业量价挂钩更为明确

降幅	基础量系数(X)	获得基础量(Y)	调出分配量(Z)
		获得基础量占相应产品首年采购需求量的比例	调出分配量占相应产品首年采购需求量的比例
30%	0	40%	40%
31%	1	42%	38%
32%	2	44%	36%
...			
48%	18	76%	4%
49%	19	78%	2%
50%	20	80%	0

表：组套采购模式最高有效申报价设定相对温和

组别	分组	组件名称	组件最高有效申报价(元)	分组最高有效申报价(元)
分组1	磁定位异/星形诊断导管+磁定位压力感应治疗导管	磁定位异/星形诊断导管	25000	53000
		磁定位压力感应治疗导管	28000	
分组2	磁定位环形诊断导管+磁定位压力感应治疗导管	磁定位环形诊断导管	18000	46000
		磁定位压力感应治疗导管	28000	
分组3	电定位环形诊断导管+电定位压力感应治疗导管(允许同企业的磁定位产品参与本分组的申报)	电定位环形诊断导管	11000	39000
		电定位压力感应治疗导管	28000	
分组4	冷冻环形诊断导管+冷冻治疗导管	冷冻环形诊断导管	23000	51000
		冷冻治疗导管	28000	

表：单件采购模式最高有效申报价设定相对温和

序号	品类名称	竞价单元	最高有效申报价(元)
1	房间隔穿刺针		3400
2	电生理导管鞘(房间隔穿刺鞘)	固定弯	1600
		可调弯	9500
		2极标测	固定弯 1100
3	线形诊断导管	4极标测(含5-9极)	固定弯 2400
		10极标测(含10-19极)	可调弯 4200
			固定弯 3500
4	环形诊断导管(不符合参与组套采购模式的产品,可参与本组申报)	电定位	5300
		磁定位	8300
5	非压力感应治疗导管	电定位	非冷盐水 9000
			冷盐水 18000
		磁定位	非冷盐水 15000
			冷盐水 20000
6	磁定位异/星形诊断导管(不符合参与组套采购模式的产品,可参与本组申报)		25000

资料来源：福建省医疗保障局，天风证券研究所

口腔正畸集采分析——多数降幅七折起步，涉及隐形正畸超出预期

- ◆ 2022年10月19日，陕西省公共资源交易中心发布《省际联盟(区、兵团)口腔正畸托槽集中带量采购公告》；**采购品种**为托槽、无托槽矫治器、颊面管；
- ◆ **核心招采规则**：竞价单元分为A/B组，每个产品类别累计采购需求量前70%进入A组，纳入A/B组的托槽、无托槽隐形牙套的最低有效降幅均为30%，否则视为无效报价。
- ◆ **企业影响**：一定程度上降低产品利润，但企业也可借助集采快速实现放量、提高市场占有率、进一步发挥规模优势，而且从企业经营管理角度来看可在一定程度上减少营销费用。

表：中选企业数量确定原则

同一分组内符合申报资格的企业数	拟中选企业数
1-2家（含2家）	议价。
3-5家（含5家）	淘汰1家。
5-9家（含9家）	淘汰2家。
10-12家（含12家）	淘汰3家。
13家及以上	最多中选10家。

表：各竞价单元最低有效降幅汇总表

序号	分组	最低有效降幅
1	普通金属托槽A组(省际联盟累计采购需求量前70%)	30%
2	普通金属托槽B组(省际联盟累计采购需求量后30%)	30%
3	普通陶瓷托槽A组(省际联盟累计采购需求量前70%)	30%
4	普通陶瓷托槽B组(省际联盟累计采购需求量后30%)	30%
5	自锁金属托槽A组(省际联盟累计采购需求量前70%)	30%
6	自锁金属托槽B组(省际联盟累计采购需求量后30%)	30%
7	自锁陶瓷托槽A组(省际联盟累计采购需求量前70%)	30%
8	自锁陶瓷托槽B组(省际联盟累计采购需求量后30%)	30%
9	无托槽矫治器A组(省际联盟累计采购需求量前70%)	30%
10	无托槽矫治器B组(省际联盟累计采购需求量后30%)	30%
11	颊面管（单颗价格10元以下，含10元）	10%
	颊面管（单颗价格10-50元，含50元）	15%
	颊面管（单颗价格50元以上）	30%

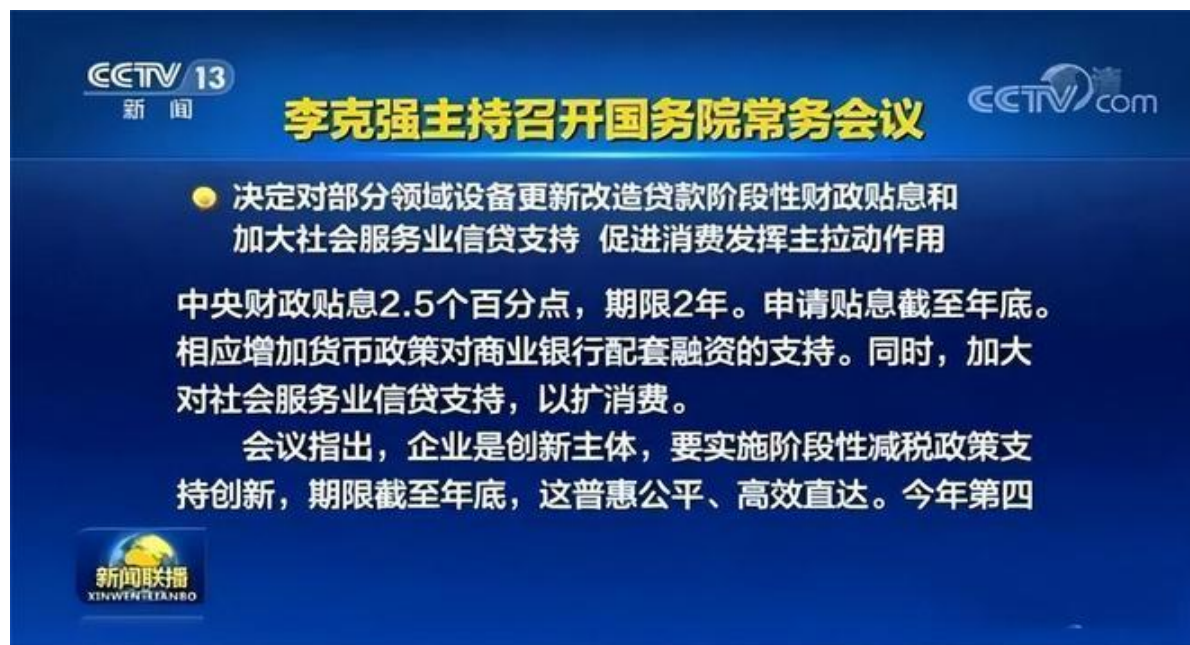
资料来源：陕西省公共资源交易中心，中国证券报公众号，连锁产业观察公众号，天风证券研究所，广州日报

弹簧圈集采——神经介入产品近两年逐步纳入集采，降价幅度有限

- ◆ 2021年11月，河北省就率先启动了“弹簧圈”带量采购，发布了《关于公布硬脑（脊）膜补片、疝补片、弹簧圈（颅内）三类河北省医用耗材集中带量采购文件的通知》。最终，弹簧圈类所有申报企业全部拟中选。据有关资料显示：河北省弹簧圈集采的平均价格从1.2万元下降至6400元左右，平均降幅46.82%，最高降幅66%。价格“腰斩”直接打破了国内企业期望的1-2年的溢价空间。
- ◆ 2022年3月，江苏省第七轮公立医疗机构医用耗材联盟带量采购中，神经专用弹簧圈同样被命中。在江苏第七轮带量采购前，神经专用弹簧圈每个价格在1万元左右。通过此次集中带量采购，神经专用弹簧圈平均降幅54%，最高降幅69%。
- ◆ 2022年10月27日，吉林省公共资源交易中心发布了关于公开征求《弹簧圈类医用耗材省际联盟集中带量采购文件(征求意见稿)》意见的通知，开展弹簧圈类医用耗材集中带量采购工作。本次省际联盟成员由吉林、山西、内蒙古、辽宁、黑龙江、江西、山东、河南、湖北、湖南、广西、海南、重庆、贵州、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、新疆兵团省(区)医疗保障局组成。
- ◆ 企业影响：神经介入产品开始纳入集采，但降价幅度依然有限，建议关注：微创医疗

医疗设备采购贴息贷款：贴息贷款落地进度显著超预期，设备国产化提速

- 近日，国家卫健委发布开展财政贴息贷款更新改造医疗设备的通知，对医疗机构设备购置和更新改造新增贷款实施阶段性鼓励政策。
- 该政策面向符合区域卫生规划的所有公立和非公立医疗机构，包括综合医院、专科医院、中医医院、民营医院及各类传染病医院，款项主要用于开展诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等医疗设备购置。
 1. 决定对部分领域设备重新改造贷款阶段性财政贴息和加大社会服务业信贷支持促进消费发挥主拉动作用中央财政贴息2.5个百分点，期限2年。申请贴息截至年底。相应增加货币政策对商业银行配套融资的支持。同时，加大对社会服务业信贷支持，以扩消费。
 2. 医疗设备更新采购需求或覆盖广泛，贷款资金用途覆盖多个科室。调查范围涵盖综合医院、专科医院、中医医院（含中西医结合医院、民族医院）、传染病医院及民营医院；贷款资金拟用于开展诊疗、临床检验、重症、康复、科研转化等医疗设备购置。
 3. “需求提振+国产化推进”双轮驱动国产医疗设备采购加速。我们认为，此次贷款鼓励政策有助于缓解医疗机构采购及更新换代设备的资金压力，有望同时助推性价比更高的国产医疗设备采购。



医疗设备采购贴息贷款：落地进度超预期

时间	省份	城市	项目	银行	金额（万元）
2022/9/29	广东	阳江	妇产医院采购超声诊断、母婴监护等医疗设备	农业银行	500
2022/9/30	湖北	武汉	某三甲医院投放贷款用于支持磁共振成像系统、骨科手术导航系统、医用血管造影X射线系统的购置	农业银行	1500
2022/10/2	云南	保山	保山市第三人民医院投放设备更新改造贷款	农业银行	500
2022/10/3	江西	南昌	南昌大学第一附属医院诊疗科研重点设备购置项目	农业银行	2030
2022/10/4	山东	济南	三甲医院采购医院影像设备、临床检验设备、手术麻醉设备等	工商银行	4700
2022/10/4	辽宁	大连	两家医院设备更新改造贷款	中国银行	10830
2022/10/4	湖南	衡阳	某三级医院设备更新改造	工商银行	1000
2022/10/5	安徽	淮南	淮南市中医院山南新院支持其手术室设备、检验科设备等医疗设备配置更新	工商银行	200
2022/10/5	湖北	武汉	某三甲医院设备更新改造项目贷款	招商银行	15000
2022/10/5	江西	新余	新余市中医院、新余市仙女湖区人民医院、新余市矿业医院、新余市长林医院等设备购置	农业银行	16720
2022/10/5	云南	勐海县	勐海民族医院有限责任公司投放设备更新改造贴息贷款支持医疗设备采购	邮储银行	200
2022/10/5	广西	玉林	某三级甲等医院发布设备购置和更新改造贷款	工商银行	未披露
2022/10/5	河南	南阳	南阳市第二人民医院授信并发放贷款	农业银行	495
2022/10/5	云南	普洱市	普洱市、大理州和临沧市，共计3笔卫生健康领域设备更新贷款	农业银行	未披露
2022/10/6	吉林	吉林	吉林大学、吉林大学第一医院、吉林大学中日联谊医院用于购置医学影像设备、临床检验设备、科研转化设备等	工商银行	105000
2022/10/6	福建	厦门	厦门某医院签订设备更新改造贷款协议	中国银行	3000
2022/10/6	江西	鹰潭	贵溪市人民医院重点医疗设备购置	建设银行	9501
2022/10/6	辽宁	葫芦岛	连山区医院投放设备更新改专造项再贷款，支持其采购磁共振、电子肠胃镜等医疗设备	中国银行	464
2022/10/6	江西	赣州市	信丰县中医院签订4000万元设备购置贷款合同	农业银行	1156
2022/10/6	江西	金溪县	金溪县人民医院设备更新改造购置项目，进一步提高诊疗、检验、救治能力	国家开发银行	25800
2022/10/6	新疆	乌鲁木齐	新疆医科大学第二附属医院发放一笔设备更新改造贷款	工商银行	未披露
				总计	198, 596

创新药政策体系逐步完善

研发准入

- 2015年7月，《关于临床试验数据核查公告》发布，药品研发准入体系的建立，创新药研发进入新时期；
 - 1) 核查临床实验数据，规范临床试验标准
 - 2) 1622个申报项目，撤回和不予批准1277个
- 2021年7月，《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》公开征求意见，药品研发体系进一步完善，肿瘤药科学有序开发
 - 1) 临床试验指导原则发布，规范临床研究
 - 2) 以临床价值为导向，以患者需求为核心

医保准入

- 2018年5月，国家医保局成立，医保准入体系建立，创新药医保谈判准入更为规范
 - 1) 统筹推进“医保、药品、医疗”三医联动改革
 - 2) 整合其他部委医保相关职能，统一组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准

销售准入

- 2019年3月，《2019年国家医保药品目录调整工作方案（征求意见稿）》印发，医院（零售）准入体系建立，医保谈判进入常态化
 - 1) 价格较高或对医保基金影响较大的专利独家药品应当通过谈判方式准入
 - 2) 同年8月，确定了128个拟谈判药品

2022年医保目录调整方案：首次对外公布谈判续约规则、新增非独家品种竞价规则

- 2022年6月13日，国家医疗保障局官网发布《2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案》及相关文件公开征求意见。
- 时间节奏：和2021年医保目录调整时间节奏基本一致，分为准备、申报、专家评审、谈判和公布结果五个阶段。相较去年提前1个月开始，5月开始，预计11月完成。
- 品种范围：时间范围长度基本一致（2017/1/1-2022/6/30），但2022年单独强调了儿童药和罕见病药。
- 工作方案（征求意见稿）还明确，按规定将符合条件的中药饮片纳入调整范围。独家药品的认定以2022年6月30日为准；拟纳入药品目录的非独家药品，采用竞价等方式同步确定医保支付标准。
- 续约规则和非独家品种竞价规则的对外公布利于形成行业价格调整的预期，有利于行业价格体系的进一步规范。

首次对外公布谈判续约规则，规范行业价格调整预期

- 本次品种分类为：专家审评后形成，拟直接调入、拟谈判/竞价调入、拟直接调出、拟按续约规则处理4个分类，今年**新增竞价调入**，并且明确了按**续约规则**处理，去除“拟可以调出”分类。
- 谈判续约规则为2018年国家医保局成立以来，首次对外公布谈判续约规则，核心的分类依据为产品销售额与医保基金实际支出/预算影响预估值的比值。

谈判续约规则

直接纳入常规目录

- ①非独家药品
- ②2018年谈判进入目录且连续两个协议周期均未调整支付标准和支付范围的独家药品

简易续约（主要针对在协议期内医保基金实际支出未超过预估值200%的独家药品，续约有效期2年）

新增非独家品种竞价规则，以医保支付意愿作为药品的准入门槛

第一次明确“拟纳入药品目录的非独家药品，采用竞价等方式同步确定医保支付标准”。

Step1: 医保方组织测算专家按程序进行测算，提出医保支付意愿作为该通用名药品的准入门槛

Step2: 参与申报的企业按程序提交报价

Step3: 药品通过竞价纳入医保目录的，取各企业报价中的最低者作为该通用名药品的支付标准

北京DRG除外支付，利好创新类药品/器械/服务项目

2022年7月13日，北京市医保局发布关于印发CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）

药品及医疗器械

由企业向医保中心申报

- **三年内**经药监部门批准上市的新通用名药品/医疗器械；三年内因增加功能主治或适应症发生重大变化的药品；三年内新纳入国家医保药品目录的药品；三年内由于价格调整新增的可另行收费的医疗器械。
- 取得国家医保局医保药品分类与代码/医保医用耗材分类与代码。
- **临床效果较传统药品/医疗器械有较大提升。**
- **对DRG病组支付标准有较大影响。**
- 全市累计基本医疗保险参保人员病例达到50例以上，罕见病不受例数限制。

诊疗项目

由定点医疗机构向市医保中心申报

- 公立定点医疗机构**三年内**批准设立的新增医疗服务价格项目；非公立定点医疗机构三年内新增医疗服务价格项目。
- 取得国家医疗保障局医疗服务项目分类与代码。
- 在操作途径、操作方法、解剖部位、适用范围等有技术创新。
- **临床效果较传统诊疗项目有较大提升。**
- **对DRG病组支付标准有较大影响。**
- 申报定点医疗机构累计本市基本医疗保险参保人员病例达到15例以上，罕见病不受病例数量限制。
- 非公立定点医疗机构还需提供新增医疗服务价格项目具体开展时间的说明及佐证材料。

组织论证

- **专家论证**：组织相关专业临床专家对申报的药品、医疗器械及诊疗项目的临床效果、创新性、应用合理性进行充分评估。
- **数据验证**：根据提交的病例及费用信息对申报的药品、医疗器械及诊疗项目对医保基金的影响进行统计分析。

费用结算

除外范围内的药品、医疗器械及诊疗项目在未来三年有效。市医保中心每年年终依据使用情况统一**据实结算**。

目 录

一、医药行业的宏观情况

..... 4页

二、核心关键问题分析

..... 15页

三、医药行业投资逻辑

..... 30页

申万生物医药指数回顾：指数已调整到2020年3月份低点附近（20221016）

图：申万医药指数变化趋势（2010.01.04-2022.10.16）



资料来源：wind，天风证券研究所

当前医药行情看法：乐观向上，精选方向，三类机会

进攻型机会

- 是指公司本身经营趋势稳健向好，外部或者自身变化可以形成正反馈的公司（有上调盈利预测的可能性）。在过去的一年中，医药细分行业具备进攻型机会的主要有两次半，①第一次是中药板块，②半次是2022年初的新冠疫情主题性机会，③第二次是医疗设备板块。我们认为进攻型机会将是未来一段时期具备较好持续性的方向，相关行业包括：医疗设备/零部件、部分创新药等。

修复型机会

- 是指公司原有主业已经在经营或者政策层面出清，后续的业绩确定性有边际提升。随着带量采购的深化，采购规则更趋理性化，尤其是在耗材方向一品一策的落地，改善企业中标的确定性，有利于形成更加稳定的业绩预期。我们认为修复型机会将更多的以细分产品领域的形式呈现，在完成估值变化后，后续需重点关注业绩的兑现情况。相关行业包括：仿制药（已出清）、骨科耗材（正在出清）等。

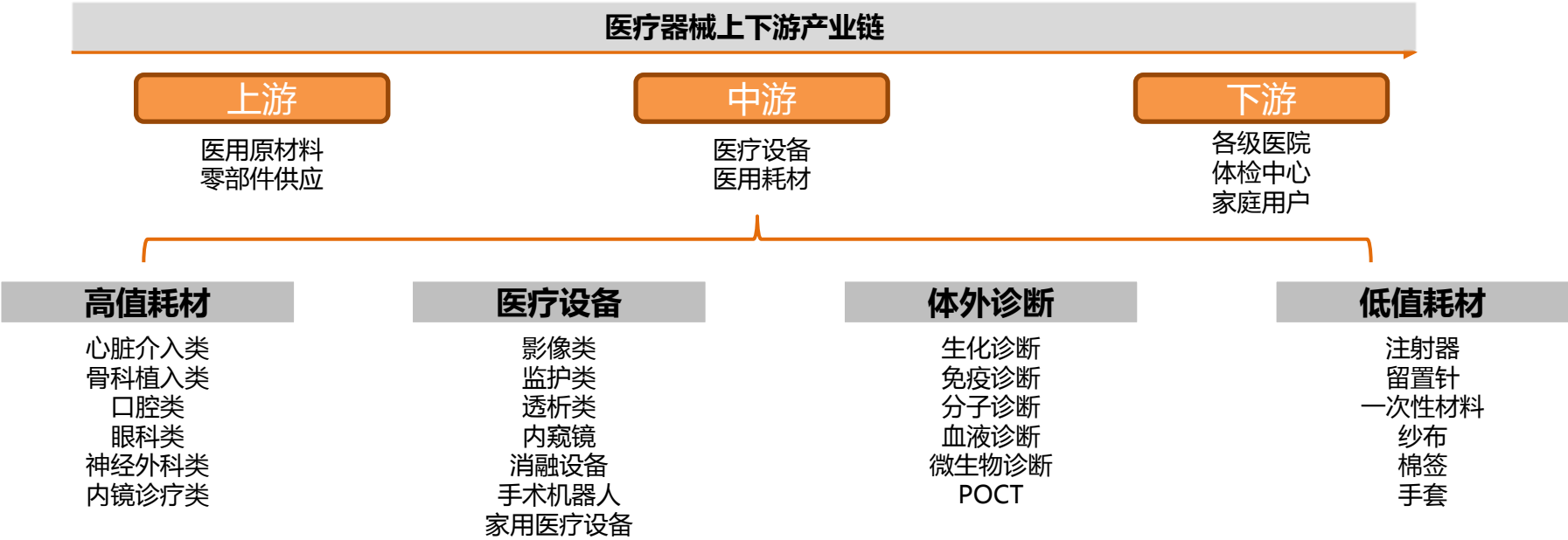
交易型机会

- 是指公司本身经营稳健，但受市场情绪等因素影响，股价已经历大幅调整，随着市场情绪的整体修复，预计也将迎来表现机会。

医疗器械：医疗新基建驱动新一轮需求景气周期，供给端国产化提速

- 上游：关键零部件存在自主可控发展趋势，政策支持、下游采购催化研发提速。
- 中游：供给端优化，联影医疗拉动国产医疗设备开启新一轮“研发+产业化”规模效应。
- 下游：需求旺盛，医疗机构鼓励国产设备采购，临床使用不断验证助推份额提升。

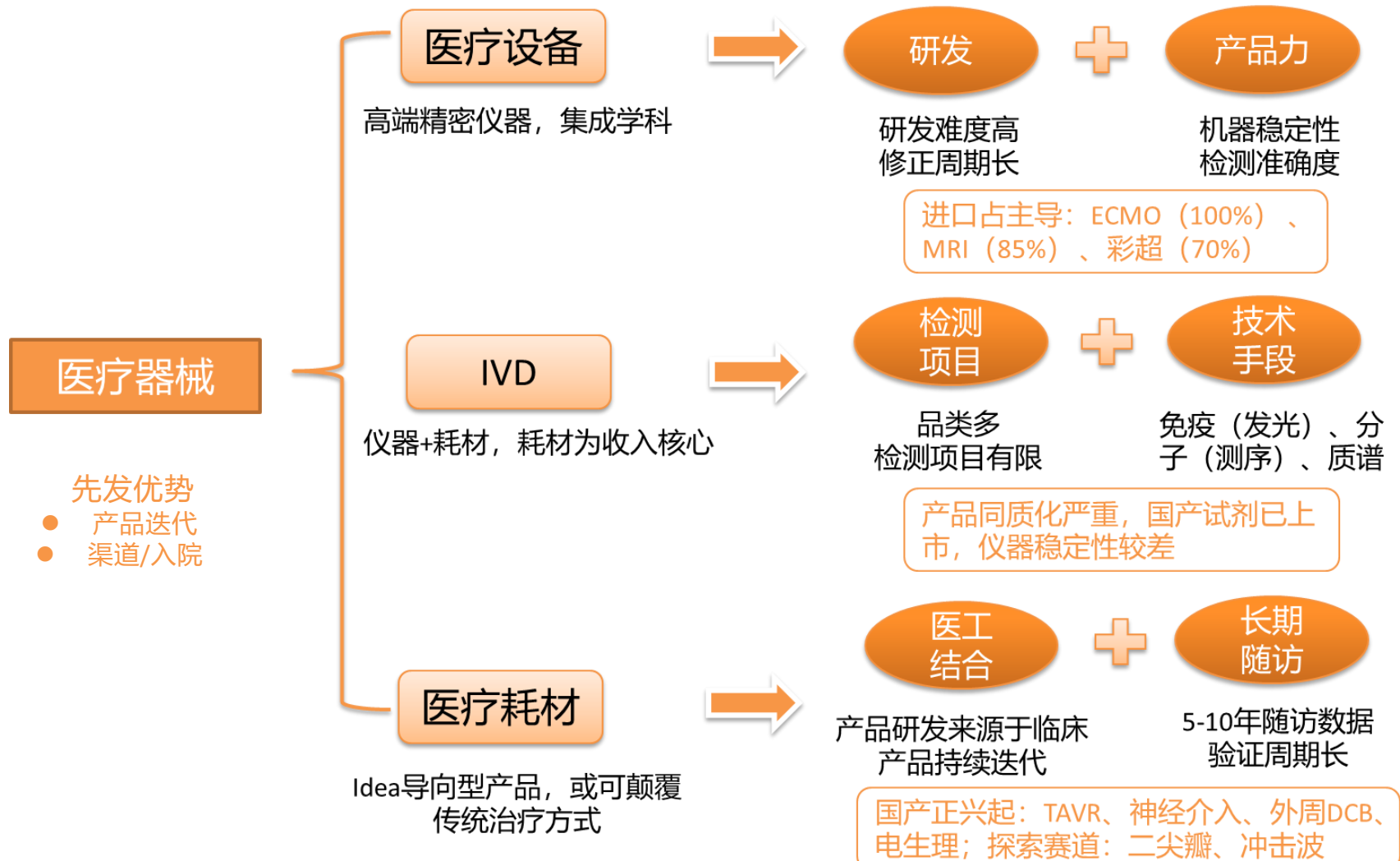
医疗器械产品分类		
医疗机构	医疗设备	• 监护类设备； • 影像类设备（X光机、CT、MRI、超声等）； • 诊断设备（血液细胞分析仪、生化分析仪等）； • 手术类设备（手术机器人等） • 消毒灭菌设备、手术室床吊塔等
	耗材	• 一次性输液设备、纱布、止血海绵等； • 骨科、心脏支架等高值耗材； • 诊断设备用试剂
家用医疗设备		血压仪、血糖仪、按摩椅、体重秤等



资料来源：《2020年中国医疗器械行业发展前景及投资机会研究报告》、迈瑞医疗招股书，天风证券研究所；

医疗器械行业正处于国产替代进口时期

图：医疗器械各板块分析图解



建议关注：迈瑞医疗、联影医疗、华大智造、微创机器人（H）、开立医疗、海泰新光、三诺生物、万东医疗、奕瑞科技、康众医疗、美亚光电等

制药企业创新转型进入收获期，多款创新药密集上市

- 主要制药公司均有一至多款创新药品已获批上市或处于上市审评审批中。恒瑞医药已上市艾瑞昔布等11款创新药，瑞格列汀等6款创新药待批准；信立泰已上市阿利沙坦酯片，恩那度司他片待批准；先声药业恩沃利单抗等6款创新药已上市；恩华药业盐酸阿芬太尼等5款创新药已上市，TRV130注射液待批准；中国生物制药TQ-B3101等5款创新药已上市或待批准；翰森制药艾米替诺福韦片等6款创新药已上市或待批准

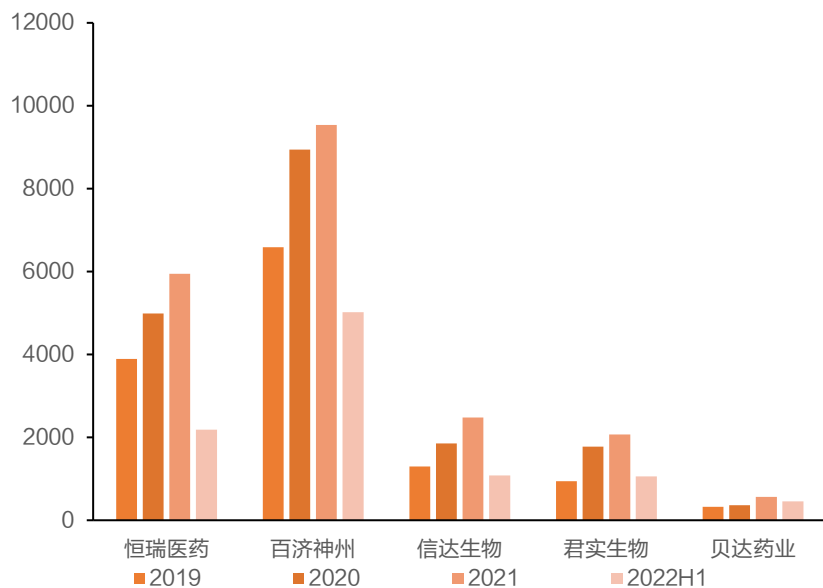
表：主要制药企业已上市或上市申请已受理的创新药

公司名称	药品名	公司名称	药品名
恒瑞医药	艾瑞昔布	先声药业	依达拉奉右莰醇
恒瑞医药	阿帕替尼	先声药业	艾拉莫德片
恒瑞医药	硫培非格司亭	先声药业	阿巴西普
恒瑞医药	吡咯替尼	先声药业	恩沃利单抗注射液
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	恩华药业	戊乙奎醚
恒瑞医药	甲苯磺酸瑞马唑仑	恩华药业	舒芬太尼
恒瑞医药	氟唑帕利	恩华药业	盐酸阿芬太尼
恒瑞医药	海曲泊帕乙醇胺	恩华药业	羟考酮注射液
恒瑞医药	达尔西利	恩华药业	度洛西汀肠溶胶囊
恒瑞医药	恒格列净	恩华药业	奥赛利定童马酸盐（TRV130）注射液
恒瑞医药	瑞维鲁胺	中国生物制药	TQ-B3101
恒瑞医药	瑞格列汀	中国生物制药	TQ-B3139
恒瑞医药	普那布林	中国生物制药	艾贝格司亭 α 注射液
恒瑞医药	SHR-1316	中国生物制药	派安普利单抗
恒瑞医药	SHR-8008	中国生物制药	盐酸安罗替尼
恒瑞医药	YY-20394	翰森制药	艾米替诺福韦片
恒瑞医药	SHR-8554	翰森制药	甲磺酸阿美替尼片
信立泰	阿利沙坦酯片	翰森制药	甲磺酸氟马替尼片
信立泰	恩那度司他片	翰森制药	聚乙二醇洛塞那肽注射液
海思科	HSK3486乳状注射液（环泊酚）	翰森制药	吗啉硝唑氯化钠注射液
先声药业	重组人血管内皮抑素	翰森制药	伊奈利珠单抗注射液
先声药业	注射用盐酸曲拉西利		

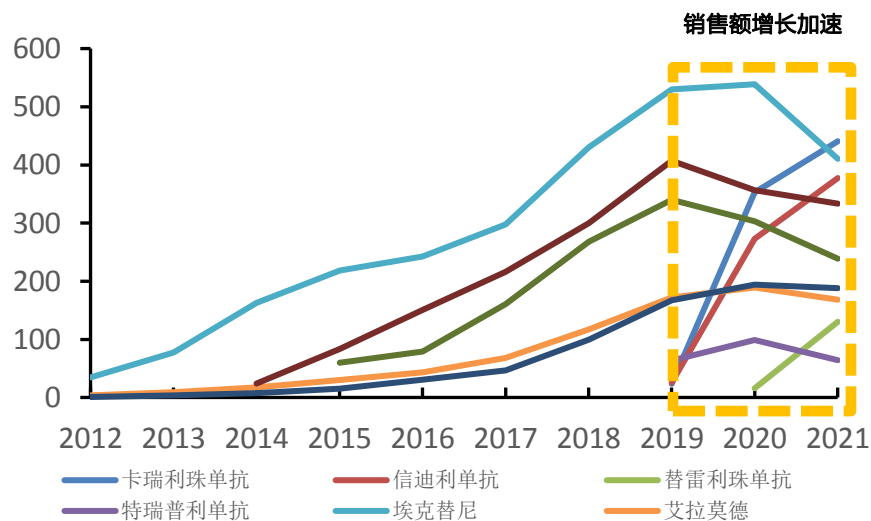
创新药：产品商业化为公司带来收入增长，创新研发为公司提供长远支撑

- ❑ **创新药公司营业收入增长加速。**近年来上市的创新药销售额爬坡增速加快，在更短的时间内获得更高的销售额。根据我们统计的已有创新品种产生收入贡献的重点创新药公司，营业收入大都处于快速增长趋势。
- ❑ **研发投入持续加大。**以恒瑞为代表的Big-Pharma公司持续加大研发投入。2021年恒瑞医药研发费用同比增加19%，研发费用率为23%。中国Biotech公司由于研发项目以及项目进入中后期的数量增加，研发费用快速增长。

图：2019-2022H1重点创新药公司研发费用（单位：百万元）



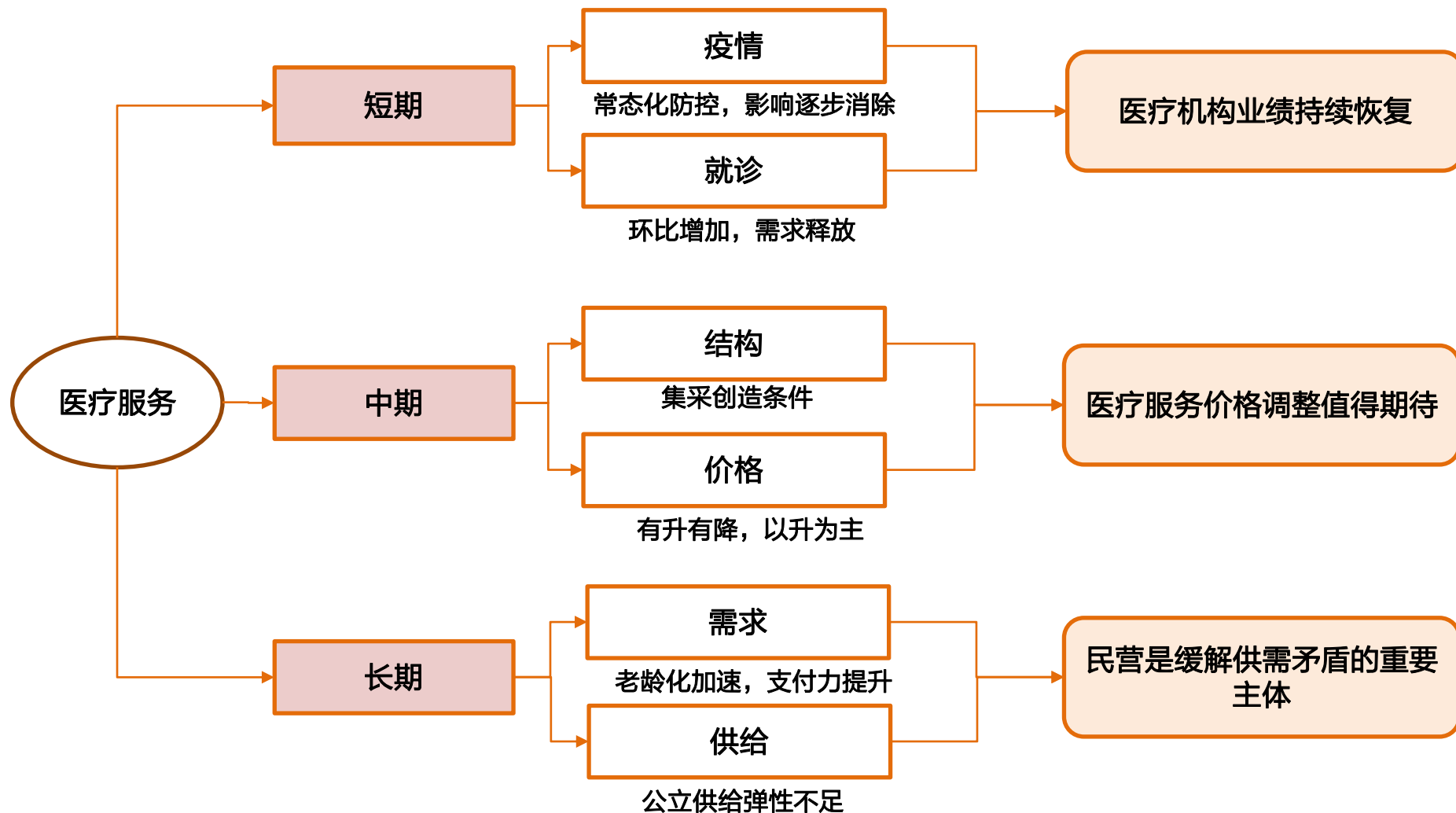
图：近十年上市的部分创新药产品销售额变化（单位：百万元）



创新药：商业化步入收获期，上市创新药品类增多

公司名称	药品通用名	作用类别	适应症	上市时间
恒瑞医药	海曲泊帕乙醇胺	TPO-R激动剂	血小板减少症、重型再生障碍性贫血	2021/6 NMPA批准上市
恒瑞医药	达尔西利	CDK4/6抑制剂	乳腺癌	2021/12 NMPA批准上市
恒瑞医药	恒格列净	SGLT2抑制剂	2型糖尿病	2021/12 NMPA批准上市
恒瑞医药	瑞维鲁胺	AR抑制剂	前列腺癌	2022/6 NMPA批准上市
坤诺基	淫羊藿素（阿可拉定）	免疫调节剂	肝细胞癌	2022/1 NMPA批准上市
百济神州	帕米帕利	PARP抑制剂	卵巢癌	2021/5 NMPA批准上市
康方生物	卡度尼利单抗	PD-1/CTLA-4双抗	宫颈癌	2022/6 NMPA批准上市
信达生物/亚盛医药	奥雷巴替尼	BCR/ABL抑制剂	慢性髓细胞白血病	2021/11 NMPA批准上市
信达生物	佩米替尼	FGFR抑制剂	胆管癌	2022/3 NMPA批准上市
先声药业	曲拉西利	CDK4/6抑制剂	化疗引起的骨髓抑制	2022/7 NMPA批准上市
华北制药	奥木替韦单抗	重组人源抗狂犬病毒单抗	狂犬病毒暴露患者的被动免疫	2022/1 NMPA批准上市
荣昌生物	泰它西普	BLyS/APRIL双靶点融合蛋白	系统性红斑狼疮	2021/3 NMPA批准上市
荣昌生物	纬迪西妥单抗	HER2 ADC	尿路上皮癌	2021/6 NMPA批准上市
罗欣药业	替戈拉生	钾离子竞争性酸阻滞剂	反流性食管炎	2022/4 NMPA批准上市
再鼎医药	瑞派替尼	KIT和PDGFR α 突变激酶抑制剂	胃肠道间质瘤	2021/3 NMPA批准上市
再鼎医药	奥马环素	四环素类抗菌	细菌感染	2021/12 NMPA批准上市
兆科药业	盐酸丙卡巴肼	烷化剂	霍奇金淋巴瘤	2022/4 NMPA批准上市
乐普生物	普利单抗	PD-1单抗	晚期实体瘤	2022/7 NMPA批准上市
石药集团	度维利塞	PI3K抑制剂	滤泡性淋巴瘤	2022/3 NMPA批准上市
复宏汉霖	斯鲁利单抗	抗PD-1单抗	实体瘤	2022/3 NMPA批准上市
基石药业	艾伏尼布	IDH1抑制剂	急性髓系白血病	2022/1 NMPA批准上市
基石药业	普拉替尼	RET抑制剂	非小细胞肺癌、甲状腺癌	2021/3 NMPA批准上市
基石药业	阿伐替尼	KIT和PDGFRA激酶抑制剂	胃肠道间质瘤、肥大细胞增多症	2021/3 NMPA批准上市
基石药业	舒格利单抗	PD-L1单抗	非小细胞肺癌	2021/12 NMPA批准上市

三个维度看医疗服务行业增长逻辑



资料来源：天风证券研究所

风险提示

□ 政策波动的风险

医保政策、服务价格调整等政策或对医药行业产生影响

□ 个别公司业绩不及预期

公司经营过程中由于业务、管理、疫情、政策等内外部因素影响或造成一定业绩波动

□ 市场震荡风险

若市场风险偏好改变或对公司成长性预期有所调整，或可能影响公司估值水平的稳定性

□ 新冠疫情进展具有不确定性

尽管疫情对国内影响趋缓，但尚未消除，仍存在零星反复的可能性

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下