

行业研究

变中有机，紧抓医疗硬科技、中医药、创新药三大主线

——医药生物行业 2023 年投资策略

要点

板块估值、机构持仓均处历史低位，叠加政策边际缓和，医药板块长期配置价值凸显：近一年多以来，医药板块的估值大幅回落，截至 2022 年 11 月 15 日，申万医药生物 PE-TTM 为 23.6x（近十年均值为 38x），已经达到历史相对低位；从机构持仓情况来看，2022Q3 公募/非医药主题公募基金重仓医药行业的持股市值占比为 10.63%和 5.6%，环比均有所下降。今年四季度以来，骨科脊柱耗材国采，创新药新增适应症简易续约，创新型器械暂不纳入集采等，显示医药行业政策边际放松，我们认为当前医药板块具备较高投资性价比，有望成为长线投资配置的优选。

行业变革中蕴藏机遇，政策引领带来需求提振：近年来，生物医药行业蓬勃发展但部分细分领域仍高度依赖进口供应商，存在技术壁垒。国内产品高端创新、突破“卡脖子”问题势在必行，国产替代浪潮叠加政策端支持，将持续推动国内企业快速成长；此外，发展中医药已上升为国家战略，鼓励政策贯穿全产业链，从顶层设计到落地执行连贯性较强。医保端，我们认为 DRG/DIP 支付方式改革完成后，医药行业的发展与增长逻辑将真正由销售驱动转变为临床价值驱动。因此整体来看，政策引领之下，我们认为采购需求提升、国产替代速度加快的产品；产能出清、终端需求迎来上行周期、市场扩容的产品；受益于集采边际缓和、临床价值有明显获益的创新产品等细分方向有望得到提振。

投资建议：紧抓医疗硬科技、中医药、创新药械三大主线。我们建议顺应行业变革过程中的转型和挑战，基于政策引领的方向，积极寻找需求提振的投资主线，重点关注三大投资机会：涉及国产自主可控与进口替代逻辑的医疗硬科技板块，如高端设备器械、生命科学/制药产业上游等；政策支持的中医药板块；差异化/真正满足临床需求的创新药械。**推荐联影医疗、迈瑞医疗、新华医疗、药康生物、东诚药业、奕瑞科技、键凯科技、太极集团、云南白药、荣昌生物（A+H）、海创药业-U、康诺亚（H）等。**

风险分析：控费政策超预期、研发失败风险、政策支持不及预期、板块估值下挫风险。

医药生物
增持（维持）

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003
021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004
010-57378027

wangmingrui@ebscn.com

分析师：吴佳青

执业证书编号：S0930519120001
021-52523697

wujiaqing@ebscn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001
021-52523570

huangsuqing@ebscn.com

联系人：黎一江

liyijiang@ebscn.com

联系人：叶思奥

yesa@ebscn.com

联系人：张瀚予

zhanghanyu@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

优化疫情防控二十条出台，重申医药板块投资机会——医药生物行业跨市场周报（20221113）（2022-11-13）

科学精准防控之下，掘金医药板块机会——医药生物行业跨市场周报（20221105）（2022-11-06）

三季度分化趋势明显，持续推荐自主可控、中医药、创新药械——医药生物行业跨市场周报（20221030）（2022-10-31）

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			21A	22E	23E	21A	22E	23E	
688271.SH	联影医疗	195.36	1.96	2.20	2.82	100	89	69	买入
300760.SZ	迈瑞医疗	316.94	6.58	7.97	9.63	48	40	33	买入
600587.SH	新华医疗	27.95	1.37	1.41	1.72	20	20	16	买入
688046.SH	药康生物	34.39	0.35	0.45	0.65	99	76	53	增持
002675.SZ	东诚药业	18.00	0.19	0.47	0.61	95	38	30	买入
688301.SH	奕瑞科技	471.65	6.67	8.67	11.48	71	54	41	买入
688356.SH	键凯科技	181.36	2.93	3.30	4.33	62	55	42	买入
600129.SH	太极集团	36.70	-0.94	0.58	1.03	NA	64	36	买入
000538.SZ	云南白药	57.20	2.19	1.92	3.09	26	30	19	增持
688331.SH	荣昌生物	77.40	0.56	-1.97	-1.12	137	NA	NA	买入
9995.HK	荣昌生物-B	47.48	0.56	-1.97	-1.12	84	NA	NA	买入
688302.SH	海创药业-U	52.10	-4.12	-4.11	-4.67	NA	NA	NA	买入
2162.HK	康诺亚-B	48.24	-24.17	-1.87	-2.15	NA	NA	NA	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15；汇率按 1HKD=0.90CNY 换算

目 录

1、行情回顾：板块估值回落，配置价值凸显	5
2、政策推动变革，国产替代与真创新加速	6
2.1、突破技术封锁，国产替代势在必行	6
2.2、传承创新并重，中医药迎振兴发展	8
2.3、支付方式改革，高临床价值产品决胜	11
3、变革中蕴藏机遇，积极关注细分行业需求提振	14
3.1、医疗硬科技：关注影像设备、科学仪器、生命科学上游等细分方向	14
3.1.1、影像设备：受益于配套支持政策持续落地，采购需求迎来新动能	14
3.1.2、科学仪器：政策利好加快国产替代步伐，临床应用加速医疗器械需求扩张	17
3.1.3、生命科学服务上游：产学研主推高增长，千亿市场拉开序幕	18
1) 科研服务：产学研助推高增长，千亿级空间渐打开	18
3.2、中医药：关注品牌 OTC、配方颗粒、中药新药等细分方向	20
3.2.1、品牌中成药 OTC：受益于行业产能出清和终端涨价，迎来上行周期	21
3.2.2、中药配方颗粒：全面拥抱新国标和市场扩容	23
3.2.3、中药创新药：加速推动中药新药注册审评和上市	25
3.3、创新药：关注临床价值决胜、产品提质的细分方向	27
4、投资建议：紧抓医疗硬科技、中医药、创新药三大主线	29
5、重点公司	30
5.1、联影医疗：医学影像设备国产龙头，撬动千亿进口主导市场	30
5.2、迈瑞医疗：国内业绩增长稳健，海外高端客户持续突破	31
5.3、新华医疗：调结构强主业，老牌国企发展入佳境	32
5.4、药康生物：积极研发丰富小鼠品类，打造高毛利商品型公司	33
5.5、东诚药业：受益于医疗新基建，把握核药大时代	34
5.6、奕瑞科技：国产平板探测器龙头，研发投入不断加强	35
5.7、键凯科技：以材料创新引领生物医药革新的 PEG 龙头企业	36
5.8、太极集团：国药入主深化改革，老牌国企蓄力新生	37
5.9、云南白药：新业务加速落地，数字化转型面向未来	38
5.10、荣昌生物：核心产品强劲放量，研发管线持续丰富	39
5.11、海创药业-U：以氘代、PROTAC 赋能研发的国际化 Biotech	40
5.12、康诺亚-B：提升人类生活品质的创新药明星	41
6、风险分析	42
7、附录	43

图目录

图 1: 医药生物估值变化情况 (PE-TTM, 整体法, 剔除负值, 2012.10.10~2022.11.15)	5
图 2: 医药各子行业估值变化情况 (PE-TTM, 整体法, 剔除负值, 2012.10.10~2022.11.15)	5
图 3: 股票型公募基金重仓医药市值情况 (亿元)	6
图 4: 股票型公募基金 (剔除医药基金) 重仓医药市值情况 (亿元)	6
图 5: 国产内镜产品进口替代进程的演变	7
图 6: 2014-2022 年上市创新医疗器械数量 (个)	8
图 7: 医疗器械主要领域国产化率对比	8
图 8: 国家出台多项中医药振兴发展政策, 从顶层设计到落地执行, 贯穿中药行业全产业链	9
图 9: 针对中医药产业下游的政策涉及面较广, 医保支持政策提振全局	9
图 10: 利拉鲁肽 2017 年谈判进入医保后在样本医院销售额快速增长 (亿元)	13
图 11: 信迪利单抗 2019 年谈判进入医保后在样本医院销售额快速增长 (亿元)	13
图 12: 2018-2020 年医学影像设备配置数上调 (单位: 台)	15
图 13: 2016-2022 年中央补助基本公共卫生服务资金稳定增长 (亿元)	16
图 14: 全球测序仪企业市场占有率 (2019 年, 按销售收入计)	17
图 15: 全球质谱仪企业市场占有率 (2016 年, 按销售收入计)	17
图 16: 中国基因测序下游应用市场规模变化 (2019-2026)	18
图 17: 规模以上中成药制造和中药饮片加工销售规模	21
图 18: 医保控费和药品质量安全管控加速中成药产能出清	21
图 19: 中药材价格指数 (综合 200) 平均 3-4 年一个运行周期	22
图 20: 头部中成药 OTC 企业毛利率稳步提升	22
图 21: 2018 年后规模以上中成药企业数量有所下降	22
图 22: 规模以上中药企业集中度在 2018 年后显著提升	22
图 23: 各批次国家化药集中带量采购平均降幅	23
图 24: 湖北 19 省联盟中成药集采整体结果	23
图 25: 2021 年中药配方颗粒市场规模已超 250 亿 (出厂口径)	24
图 26: 2021 年我国中药配方颗粒竞争格局 (出厂口径)	24
图 27: 《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》要点梳理	25
图 28: 2014-2021 年中药新药申报数量 (原 1-6 类和新 1 类)	26
图 29: 2014-2021 年批准上市的中药新药数量	26
图 30: 4 种新药通过国家谈判纳入医保后实现了院内销售的快速放量	27
图 31: 医药生物行业 ERP 在 2022 年 9 月底已达到 2011 年以来高位	28

表目录

表 1: A 股医药子行业单季度涨跌幅情况 (2022Q1-2022Q3)	5
表 2: 多项政策法规支持国产高端科学仪器发展 (2010-2021 年)	6
表 3: 2021 年 10 月以来国家鼓励中医药产业发展的相关政策梳理	10
表 4: 医保支付方式改革重要政策历史 (截至 2022.9.30)	11
表 5: 集采与价格治理重要政策历史 (截至 2022.9.30)	12
表 6: 创新药谈判重要政策历史 (截至 2022.9.30)	13
表 7: 八批“优秀国产医疗设备产品”中医疗影像设备公示名单	15
表 9: 质谱法检测类固醇激素优于传统免疫法	18
表 10: 生物医药上游和生命科学服务各细分领域国产化程度及技术难点	19
表 11: 多项鼓励中医药产业发展的重要政策文件陆续出台	21
表 12: 2025 年中药配方颗粒市场规模敏感性分析 (出厂口径)	24
表 13: 2020-2021 年通过国谈进入医保目录的中药新药有 8 个, 2022 年医保目录调整预计将纳入更多中药创新药	26
表 14: 联影医疗盈利预测与估值简表	30
表 16: 新华医疗盈利预测与估值简表	32
表 17: 药康生物盈利预测与估值简表	33
表 18: 东诚药业盈利预测与估值简表	34
表 19: 奕瑞科技盈利预测与估值简表	35
表 20: 键凯科技盈利预测与估值简表	36
表 21: 太极集团盈利预测与估值简表	37
表 22: 云南白药盈利预测与估值简表	38
表 24: 海创药业-U 盈利预测与估值简表	40
表 25: 康诺亚-B 盈利预测与估值简表	41
表 26: 重点公司盈利预测、估值与评级表	43

1、行情回顾：板块估值回落，配置价值凸显

2022Q1~Q3，医药生物（申万，下同）指数下跌 27.95%，跑输沪深 300 指数 4.96pp，跑赢创业板综 1.23pp，在 31 个行业中排名第 27，表现相对较弱。生物医药板块已调整近一年，已显现配置价值。

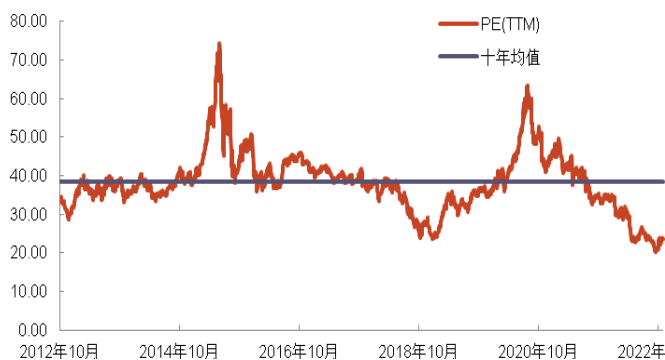
表 1：A 股医药子行业单季度涨跌幅情况（2022Q1-2022Q3）

板块名称	Q1 涨跌幅	板块名称	Q2 涨跌幅	板块名称	Q3 涨跌幅
医药生物	-10.79%	医药生物	-0.68%	医药生物	-15.98%
医药流通	15.24%	医院	26.30%	医疗设备	-2.40%
原料药	0.64%	线下药店	18.18%	线下药店	-3.76%
疫苗	0.14%	其他生物制品	13.28%	医药流通	-5.97%
体外诊断	-1.90%	血液制品	4.46%	医疗耗材	-8.36%
中药 III	-7.49%	医疗耗材	0.96%	血液制品	-10.68%
医疗研发外包	-9.34%	化学制剂	-3.57%	化学制剂	-11.41%
化学制剂	-12.01%	医疗设备	-4.20%	原料药	-12.83%
医疗设备	-14.72%	医疗研发外包	-4.51%	体外诊断	-14.59%
血液制品	-20.33%	中药 III	-6.64%	中药 III	-16.68%
医疗耗材	-20.72%	体外诊断	-10.82%	医院	-16.73%
医院	-24.52%	原料药	-13.70%	其他生物制品	-19.82%
其他生物制品	-25.49%	疫苗	-15.96%	疫苗	-23.52%
线下药店	-27.91%	医药流通	-20.36%	医疗研发外包	-31.16%

资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所（注：指数选取申万二级行业指数）

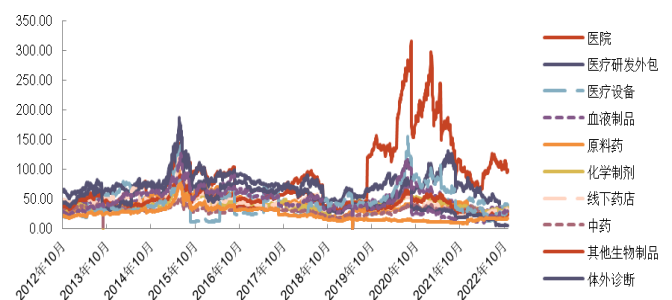
回首 2012 年以来（过去 10 年）生物医药指数走势，我们可以发现医药生物板块指数走势与 PE（TTM）呈现周期性变化且高度相关。从整个行业估值水平来看，过去 10 年生物医药板块 PE（TTM）基本介于 20-75 倍的区间。当估值触及底部后，生物医药指数会开始进行修复。当前医药生物板块 PE（TTM）已处于过去 10 年的历史低位（过去 10 年最低估值为 20x，均值为 38x），截至 2022 年 11 月 15 日为 23.6x。从子板块来看，大部分细分领域处于 2012 年以来（过去 10 年）历史估值中枢偏下位置，如医疗研发外包为 28x（历史均值 76x），医疗设备为 38x（历史均值 49x），血液制品为 31x（历史均值 49x），原料药为 26x（历史均值 41x）。

图 1：医药生物估值变化情况（PE-TTM，整体法，剔除负值，2012.10.10~2022.11.15）



资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所整理（注：采用申万医药生物指数）

图 2：医药各子行业估值变化情况（PE-TTM，整体法，剔除负值，2012.10.10~2022.11.15）

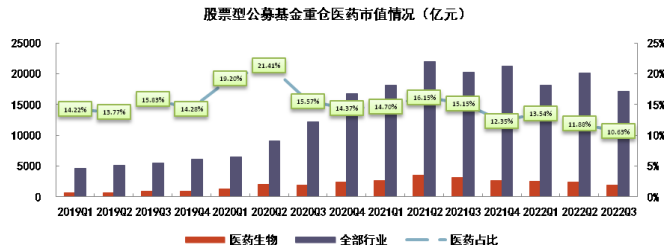


资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所（注：采用申万三级子行业分类）

2022Q3 基金对医药生物板块的持仓环比下降，股票型公募基金（选取普通股票型+偏股混合型，下同）重仓医药市值占比为 10.63%，环比下降 1.25pp；剔除医药基金的股票型公募基金重仓医药市值占比为 5.6%，环比下降 0.95pp。

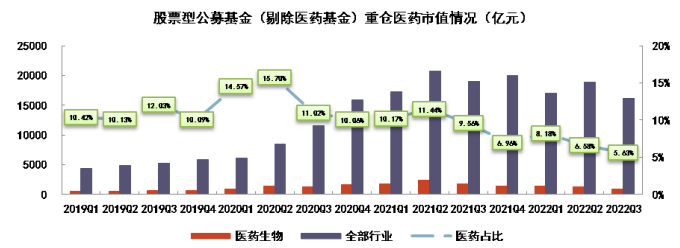
总体来看，我们认为医药生物行业成长性和确定性兼具，参考历史 PE (TTM) 估值，当前生物医药板块处于估值底部，估值下降空间有限，长线来看具有很高投资价值，具备潜在增配空间。

图 3：股票型公募基金重仓医药市值情况（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所整理

图 4：股票型公募基金（剔除医药基金）重仓医药市值情况（亿元）



资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所

考虑到生物医药相关政策进一步缓和，我们认为生物医药板块在 22 年四季度有望进一步修复估值。今年 10 月，骨科脊柱耗材国采价格降幅好于预期，创新药品新增适应症可简易续约，创新医疗器械如 3D 打印骨科耗材等暂不纳入集采范围，多个政策表明医药行业的政策出现边际放松，对医药公司的盈利能力压制可能放缓，支持板块后续上涨。

2、政策推动变革，国产替代与真创新加速

2.1、突破技术封锁，国产替代势在必行

国内产品高端创新、突破“卡脖子”问题势在必行。当前国际形势风云变幻，生物医药行业由于集成多种复杂高端科技，极有可能受到不利影响，除了国内设备购入受阻外，还存在海外供应链“卡脖子”风险。

以高端科学仪器为例，近年来国家颁布多项政策法规支持包括医疗设备在内的高端科学仪器发展，大力支持该领域的国产替代进程。

表 2：多项政策法规支持国产高端科学仪器发展（2010-2021 年）

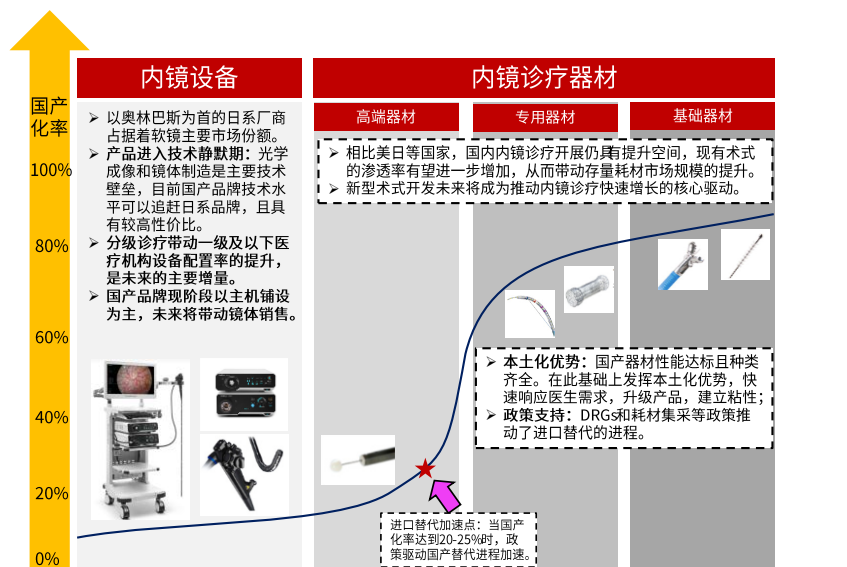
法规政策	发布时间	发布单位	相关主要内容
《国家火炬计划优先发展技术领域（2010 年）》	2010 年	科技部	重点支持在精度、量程、环境适应性或功能上有突破性发展的新型仪器仪表，以及采用新原理、新结构、新材料的新型仪器仪表。
《产业关键共性技术发展指南》（2013 年）	2013 年	工信部	将医疗器械国产化核心部件及关键技术明确列为具有应用基础性、关联性、系统性、开放性等特点的产业关键共性技术，优先发展。
《国家创新驱动发展战略纲要》	2016 年	国务院	适应大科学时代创新活动的特点，针对国家重大战略需求，建设一批具有国际水平，突出学科交叉和协同创新的国家实验室，研发高端科研仪器设备，提高科研装备自给水平。
《“十三五”国家科技创新规划》	2016 年	国务院	突破微流控芯片、单分子检测、自动化核酸检测等关键技术，开发全自动核酸检测系统、医用生物质谱仪、高通量液相悬浮芯片、快速病理诊断系统等重大产品，研发一批重大疾病早期诊断和精确治疗诊断试剂以及适合基层医疗机构的高精度诊断产品，提升我国体外诊断产业竞争力。
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2016 年	国务院	加强先进适用环保装备在冶金、化工、建材、食品等重点领域应用，加速发展体外诊断仪器、设备、试剂等新产品。
《仪器仪表行业“十三五”发展规划》	2016 年	中国仪器仪表行业协会	以国家重点产业安全、自主、可控为契机，推进重点产品核心技术自主化进程，力争基本形成国家大型工程项目、重点应用领域自控系统和精密测试仪器的基本保障能力和重大科技项目所需自控系统和精密测试仪器的基础支撑能力。
《高端智能再制造行动计划（2018-2020）	2017 年	工信部	提出了要加强智能再制造关键技术创新与产业化应用、推动智能化再制造装备研发与产

年)》			业化应用、加快智能再制造标准研制等八大任务。
《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》(2016年版)	2017年	国家发 改委	将智能化实验分析仪器、在线分析仪器列为智能制造装备产业,大力发展医用质谱分析 仪。
《战略性新兴产业分类(2018)》	2018年	国家统 计局	将“实验分析仪器制造”列入“高端装备制造业”行业大类。
《产业结构调整指导目录(2019年版)》	2019年	国家发 改委	将“药品、食品、生化检验用高端质谱仪、色谱仪、光谱仪、X射线仪、核磁共振波谱仪、 自动生化检测系统及自动取样系统和样品处理系统”列为鼓励类行业。
《关于促进中小企业健康发展的指导意见》	2019年	中共中 央、 国务院	以专精特新中小企业为基础,在核心基础零部件(元器件)、关键基础材料、先进基础工 艺和产业技术基础等领域,培育一批主营业务突出、竞争力强、成长性好的专精特新“小 巨人”企业。
《加强“从0到1”基础研究工作方案》	2020年	科技部、 国家发 改委、 教育部、 中科院、 自然 科学基 金委	加强重大科技基础设施和高端通用科学仪器的设计研发,聚焦高端通用和专业重大科学 仪器设备研发、工程化和产业化研究,推动高端科学仪器设备产业快速发展。
“十四五”规划	2021年	全国人 大	明确提出要“加强高端科研仪器设备研发制造”。
《中华人民共和国科学技术进步法》	2021年	全国人 大	明确提出在政府采购中,科技创新产品及服务应当优先购买国产品。

资料来源:各政府网站,华经产业研究院,光大证券研究所整理

国产品牌进入重大战略机遇期,进口替代进程加快。以内镜设备为例,内镜设备处在替代早期,部分诊疗器材进入加速替代期。**内镜设备:**当前市场呈现寡头垄断的格局(奥林巴斯占据八成以上的市场份额),但是内镜的核心技术(光学成像和晶体制造)的技术迭代较慢,产品进入技术静默期,与此同时国产品牌已经在关键技术领域实现突破,从而具备了进口替代的基础。受益于一级及以下医疗机构内镜配置率的提升,国产品牌抓住增量市场,开始进行主机铺设,未来将带动镜体的销售。**内镜诊疗器材:**国产品牌性能达标,可发挥本土化优势快速响应医生需求,迭代产品;同时在DRGs和集采等政策下,高性价比的国产器材优势巨大。我们认为国产诊疗器材有望率先实现进口替代,部分国产产品进入了加速替代期。随着国产品牌技术实力不断提升,国产创新器械进口替代空间有望不断提升,最终实现进口替代。

图 5: 国产内镜产品进口替代进程的演变



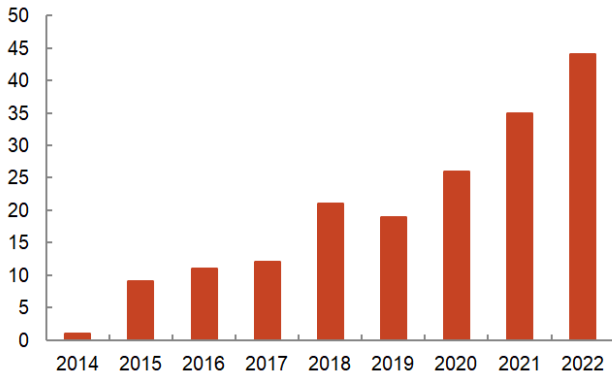
资料来源:光大证券研究所绘制

创新为导向,国产化率提升可期。国家以创新为导向,颁布多项文件支持创新医疗器械发展,国产企业在政策支持下加大创新研发力度,以创新器械产品为例,创新器械上市数量快速提升。企业正逐步在各类医疗器械领域实现技术突破,在

CT、核磁、生化诊断仪器、化学发光、分子诊断等众多领域逐渐缩小与进口企业的差距。

医疗设备方面，DR 和监护仪类产品已基本实现国产化之外，但超声设备、内窥镜、CT 等目前国产率仅 10%-30%，未来国产替代潜力巨大。高值耗材方面，冠脉支架等品种在过去 10 多年内基本实现了进口替代，国产化率达到 75%，但是骨科、神经介入和电生理等高端器械和耗材领域，进口替代空间仍然可期。IVD 领域国产率仅在 30-40%，仍有较大替代空间。

图 6：2014-2022 年上市创新医疗器械数量（个）



资料来源：NMPA，光大证券研究所整理（截至 2022 年 10 月）

图 7：医疗器械主要领域国产化率对比



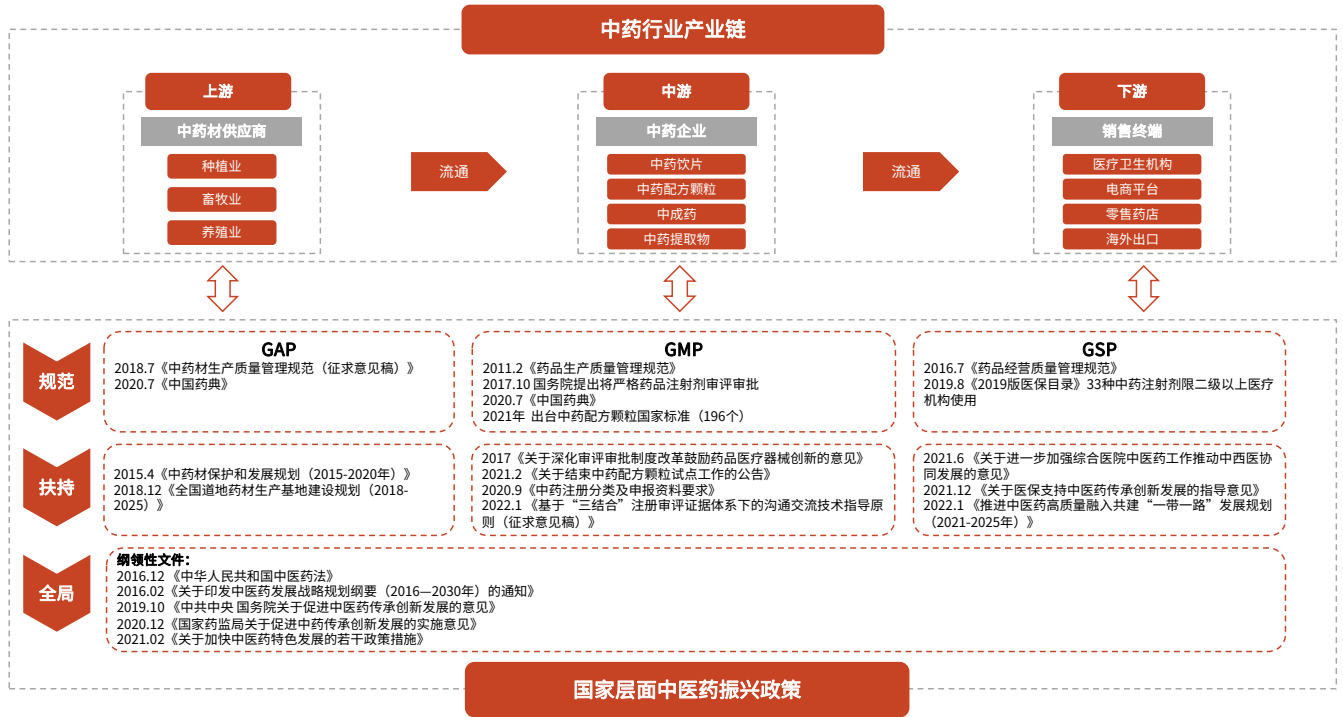
资料来源：艾瑞咨询，光大证券研究所（截至 2022 年 1 月）

2.2、 传承创新并重，中医药迎振兴发展

发展中医药已上升为国家战略，政策推动中医药产业高质量发展。十八大以来党中央、国务院高度重视中医药产业发展，出台多项鼓励政策。2016 年 2 月《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》这一纲领性文件的出台，标志着发展中医药正式上升为国家战略，明确了我国中医药发展的方向和工作重点。2017 年 7 月首部《中华人民共和国中医药法》正式实施，为促进中医药事业发展奠定了法律依据。2019 年 10 月后《中共中央 国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》、《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》、《“十四五”中医药发展规划》等一系列政策文件，逐步构建起中医药高质量发展的制度体系，切实保障和促进了中医药事业的发展。

国家鼓励政策贯穿全产业链，从顶层设计到落地执行连贯性较强。近年来国家围绕着中医药全产业链，对上中下游逐步完善了行业标准和制度体系，并出台了相应的扶持鼓励政策，连贯性和支持力度空前：强调中西医并重，扶持与规范并举，传承与创新并进，建立健全服务体系和管理体制机制，从而推动中药质量提升和产业高质量发展。

图 8：国家出台多项中医药振兴发展政策，从顶层设计到落地执行，贯穿中药行业全产业链

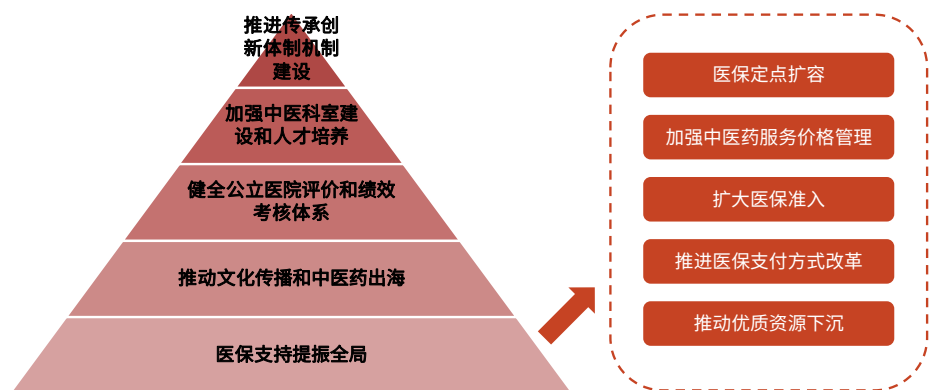


资料来源：国务院，国家药监局，国家中医药管理局，光大证券研究所整理

总结来看，为了推动我国由制药大国向制药强国、质量强国和创新强国的跨越，中医药政策脉络如下：

- 1) 上游：源头把控，坚守底线。中药材全过程质量控制，推动“有序、安全、有效”发展。中药质量关键取决于两点：道地药材和中药饮片炮制。随着生产监管和环保压力的加大，中药材和中药饮片的生产供给短期承压，但长期来看将倒逼落后产能出清，促进合规化生产及企业升级改造，确保行业步入高质量发展。
- 2) 中游：限制和规范注射剂的注册使用，中成药集采和发展并举，重点扶持中药配方颗粒和中药创新药。
- 3) 下游：推进传承创新体制机制建设，加强中医科室建设和人才培养，健全公立医院评价和绩效考核体系，推动文化传播和中医药出海，医保支持提振全局。

图 9：针对中医药产业下游的政策涉及面较广，医保支持政策提振全局



资料来源：国务院，国家发改委，国家医疗保障局，国家中医药管理局，光大证券研究所

医保支持提振全局：2021年12月30日，国家医保局和中医药管理局发布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，从支付端加大了中医药发展的保障和支持力度，国家以更大的力度和更强的决心来全力支持和保障中医药产业的传承创新发展，意义深远。重点内容包括医保定点扩容、加强中医药服务价格管理、扩大医保准入、推进中医医保支付方式改革、推动优质资源下沉。

表 3：2021 年 12 月以来国家鼓励中医药产业发展的相关政策梳理

环节	时间	来源	主要文件	主要内容
全局	2022年3月	国务院办公厅	《“十四五”中医药发展规划》	《规划》针对中医药服务体系、人才、传承创新、产业、文化、开放发展、治理能力等7方面提出了发展目标，并出台了15项量化的主要发展指标（含中医医疗机构数、中医医院数、每千人口公立中医医院床位数等）。在保留《中医药发展“十三五”规划》核心指标基础上，更突出指标科学性、合理性和可行性，删除了原有的中医药服务、中药产业、中医药教育类指标，新增了满足新时期人民群众健康需求、医疗服务下沉、中西医协同发展类指标，充分体现了对中医药高质量发展的新要求。
全局	2022年9月	健康中国行动推进办、国家卫健委、国家中医药局	《健康中国行动中医药健康促进专项活动实施方案》	3年活动时间，发挥中医治未病的独特优势和重要作用，重点围绕全生命周期维护、重点人群健康管理、重大疾病防治，普及中医药健康知识，实施中西医综合防控，在健康中国行动中进一步发挥中医药作用。
中药材	2022年3月	国家药监局、农业农村部、国家林草局、国家中医药局	《中药材生产质量管理规范》	为推进中药材规范化生产，加强中药材质量控制，促进中药高质量发展发布实施本规范，适用于中药材生产企业规范生产中药材的全过程管理，是中药材规范化生产和管理的基本要求。鼓励中药饮片生产企业、中成药上市许可持有人等中药生产企业在中药材产地自建、共建符合本规范的中药材生产企业及生产基地，将药品质量管理体系延伸到中药材产地。
医保	2021年12月	国家医保局、人社部	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2021年）》	2022年1月1日起，53种民族药继续按乙类药品支付；451个中药饮片纳入医保。
医保	2021年12月	国家医保局、国家中医药管理局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点，加强中医药服务价格管理，将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，完善适合中医药特点的支付政策，强化医保基金监管。
医疗	2022年2月	国务院医改领导小组秘书处	《关于抓好推动公立医院高质量发展意见落实的通知》	国务院医改领导小组秘书处制定《各省（区、市）推进公立医院高质量发展评价指标（试行）》，每年对各省（区、市）推进公立医院高质量发展情况开展评价，指标分共八项，涉及27条二级指标，其中4条与中医药相关。要求县办中医医疗机构覆盖率逐步实现全覆盖，考核中医类别执业（助理）医师数占比，考核三级公立中医医院门诊和出院患者中药饮片使用率（人次/口径）、三级公立中医医院以中医为主治疗的出院患者比例。
医疗	2022年3月	国家中医药管理局等十部委	《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》	提出具体目标，到2025年，基层中医药实现五个“全覆盖”，也即县办中医医疗机构（医院、门诊部、诊所）基本实现全覆盖、社区卫生服务中心和乡镇卫生院中医馆实现全覆盖、基层中医药服务提供基本实现全覆盖、基层中医药人才配备基本实现全覆盖、基层中医药健康宣教实现全覆盖。也明确了七项重点任务。附件《基层中医药服务能力提升工程行动计划考核评价指标》同步发布。
医药	2022年1月	国家药监局药审中心	《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则（征求意见稿）》	推动构建中医理论、人用经验和临床试验相结合的中药注册审评证据体系，指导在“三结合”审评证据体系下研发的中药新药提出临床专业沟通交流申请。
医药	2022年6月	国家药监局	《关于成立中药管理战略决策专家咨询委员会的通知》	进一步构建完善符合中药特点的审评审批体系，保障和促进中药监管工作重大决策的科学性、权威性，依据《药品注册管理办法》有关规定，国家药监局决定成立由两院院士、国医大师、资深专家组成的中药管理战略决策专家咨询委员会。
出海	2022年1月	国家中医药管理局、推进“一带一路”建设工作领导小组办公室	《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划（2021-2025年）》	“十四五”时期，与共建“一带一路”国家合作建设30个高质量中医药海外中心，颁布30项中医药国际标准，打造10个中医药文化海外传播品牌项目，建设50个中医药国际合作基地，建设一批国家中医药服务出口基地，加强中药类产品海外注册服务平台建设，组派中医援外医疗队，鼓励社会力量采用市场化方式探索建设中外友好中医医院。
人才	2022年6月	国家中医药局、教育部、人力资源社会保障部、国家卫健委	《关于加强新时代中医药人才工作的意见》	国家中医药管理局首次牵头制定的系统部署中医药人才工作的政策性文件，分别提出中医药人才工作“十四五”和中长期的主要目标。统筹不同层次不同类别的人才发展需求与培养模式、体制机制改革等，共提出6个方面的重点任务。

资料来源：国家药监局、国务院、中医药管理局、卫健委等官网，光大证券研究所

2.3、支付方式改革，高临床价值产品决胜

(1) 支付方式改革：DRG/DIP¹将实现临床价值优胜劣汰

自 2018 年开始，国家医保局已经开始部署 DRGs 的试点工作，并在 2019 年正式确认了试点城市名单和分组方案；2020 年，国家医保局又印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案，探索逐步建立以病种为基本单元，以结果为导向的医疗服务付费体系；2021 年 11 月，国家医保局印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知，要求在 2022~2024 年实现统筹地区、医疗机构、病种、医保基金的全面覆盖。

我们认为 DRG/DIP 支付方式改革将成为推动中国医药卫生体制发展底层逻辑发生根本性变革的重要政策，最终将推动医保的高质量发展，促进供给侧结构性改革，规范医疗服务行为、引导医疗资源配置、控制医疗费用的不合理增长。

DRG/DIP 改革完成后，预计将实现医疗终端的临床价值优胜劣汰，只有具有明显临床获益的药品、器械、服务项目才能够在新的支付方式中得到良好的发展，医药行业的发展与增长逻辑将真正由销售驱动转变为临床价值驱动。

表 4：医保支付方式改革重要政策历史（截至 2022.9.30）

发布日期	政策名称	核心要点
2018/12/10	关于申报按疾病诊断相关分组付费国家试点的通知（医保办发〔2018〕23 号）	工作目标：按照“顶层设计、模拟测试、实施运行”三步走的工作部署，通过 DRGs 付费试点城市深度参与，共同确定试点方案，探索推进路径，制定并完善全国基本统一的 DRGs 付费政策、流程和技术标准规范，形成可借鉴、可复制、可推广的试点成果。
2019/6/5	国家医保局 财政部 国家卫生健康委 国家中医药局关于印发按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知（医保发〔2019〕34 号）	各试点城市及所在省份要在国家 DRG 付费试点工作组的统一领导下，按照“顶层设计、模拟测试、实际付费”三步走的思路，确保完成各阶段的工作任务，确保 2020 年模拟运行，2021 年启动实际付费。
2019/10/24	关于印发疾病诊断相关分组（DRG）付费国家试点技术规范 and 分组方案的通知（医保办发〔2019〕36 号）	一、坚持统分结合，逐步形成有中国特色的 DRG 付费体系；二、贯彻落实标准，做好基础数据质量控制；三、组建专家队伍，提供技术支持
2020/6/18	国家医疗保障局办公室关于印发医疗保障疾病诊断相关分组（CHS-DRG）细分组方案（1.0 版）的通知（医保办发〔2020〕29 号）	一、应用统一的 CHS-DRG 分组体系；二、规范基础数据使用和采集工作；三、稳妥推进模拟运行；四、完善试点配套政策
2020/10/19	国家医疗保障局办公室关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知（医保办发〔2020〕45 号）	试点目标：用 1-2 年的时间，将统筹地区医保总额预算与点数法相结合，实现住院以按病种分值付费为主的多元复合支付方式。建立起现代化的数据治理机制，形成数据采集、存储、使用的规范和标准。逐步建立以病种为基本单元，以结果为导向的医疗服务付费体系，完善医保与医疗机构的沟通谈判机制。加强基于病种的量化评估，使医疗行为可量化、可比较。形成可借鉴、可复制、可推广的经验，为下一步在更大范围推广打好基础。
2021/4/16	国家医疗保障局办公室关于印发按疾病诊断相关分组（DRG）付费医疗保障经办管理规程（试行）的通知（医保办发〔2021〕23 号）	总 则：第一条 按疾病诊断相关分组（DRG）付费是深化医保支付方式改革的重要组成部分，目标是促进医疗卫生资源合理利用、参保人员待遇水平得以充分保障、医保基金平稳高效运行。第二条 医疗保障经办机构（以下简称“经办机构”）要根据国家医疗保障疾病诊断相关分组（CHS-DRG）分组方案等政策，推进 DRG 付费落实，做好协议管理、数据采集，加强医保基金预算清算管理，建立与 DRG 付费相适应的支付体系及激励约束机制、稽查审核机制，完善 DRG 付费信息系统建设，加强考核评价，健全医保协商谈判机制等，为参保人员购买高质量、有效率、能负担的医药服务。第三条 DRG 付费适用于职工基本医疗保险、城乡居民基本医疗保险等的中短期住院服务。省级经办机构要切实落实指导和组织责任，指导统筹地区制定适合本地区的 DRG 付费经办管理规程，并对 DRG 付费经办运行情况进行监测评估。已在全省开展 DRG 付费的，省级经办机构要依据本规程制定本省 DRG 付费经办管理规程。
2021/7/15	国家医疗保障局办公室关于印发按病种分值付费（DIP）医疗保障经办管理规程（试行）的通知（医保办发〔2021〕27 号）	总 则：第一条 DIP 是深化医保支付方式改革的重要组成部分，是符合中国国情的一种原创付费方式。DIP 以大数据为支撑，把点数法和区域总额预算相结合，引导医疗卫生资源合理配置，体现医务人员劳务价值，保障参保人员基本医疗需求，推进医保基金平稳高效运行。第二条 医疗保障经办机构（以下简称经办机构）按照国家医疗保障政策要求，积极推进 DIP 经办管理服务，做好协议管理，开展数据采集和信息化建设，建立区域总额预算

¹注：DRG 是一种以病例诊断和(或)操作将诊断相关疾病组合的付费方式，该方式是将住院患者按照疾病严重程度、治疗方法复杂程度以及资源消耗程度的相似性分成一定数量的 DRG 组，以组为单位打包确定医保支付标准。决定患者入组的影响因素包括住院患者的主要诊断、主要治疗方式及并发症、年龄、住院天数等。

DIP（按病种分值付费）是利用大数据将疾病按照“疾病诊断和治疗方式”组合作为付费单位，医保经办机构在住院医疗保险基金总额预算控制的前提下，对结算期内定点医疗机构收治的病例进行分值量化，之后确定各医疗机构参与结算的分值及分值的单价，从而对住院医疗保险基金在各个医疗机构之间进行结算与分配。

		管理, 制定分值等指标, 开展审核结算、考核评价、稽核检查, 做好协商谈判及争议处理等经办管理工作。同时, 建立激励约束和风险分担机制, 激励定点医疗机构建立健全与 DIP 相适应的内部管理机制, 合理控制医疗费用, 提高医疗服务质量, 有序推进与定点医疗机构按病种分值付费方式结算。第三条 省级经办机构要切实落实指导和组织责任, 指导统筹地区制定适合本统筹地区的 DIP 经办管理规程、扎实推进规程落实, 并对经办运行情况进行监测评估。省级经办机构应当依据本规程制定全省 DIP 付费经办管理规程。第四条 DIP 业务的主要内容包括: (一) 完善协议管理, 建立健全医保经办机构与定点医疗机构协商谈判机制; (二) 按照全国统一的业务和技术标准, 加强数据治理, 为 DIP 业务开展提供支撑; (三) 实施区域总额预算管理, 合理制定 DIP 支付预算总额; (四) 确定统筹地区病种分值和医疗机构等级系数; (五) 开展审核及月度预算, 也可按月结算; (六) 开展年度清算, 计算各定点医疗机构 DIP 年度清算医保基金支付金额; (七) 强化 DIP 全流程监测, 加强考核评价。第五条 DIP 主要适用于统筹地区医保住院医疗费用结算 (包括日间手术等)。
2021/11/26	国家医疗保障局关于印发 DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划的通知 (医保发〔2021〕48 号)	1. 抓统筹地区全面覆盖。在 2019-2021 年试点基础上, 按 2022 年、2023 年、2024 年三年进度安排。以省 (自治区、直辖市) 为单位, 分别启动不少于 40%、30%、30% 的统筹地区开展 DRG/DIP 支付方式改革并实际付费。鼓励以省 (自治区、直辖市) 为单位提前完成统筹地区全覆盖任务。2. 抓医疗机构全面覆盖。统筹地区启动 DRG/DIP 付费改革工作后, 按三年安排实现符合条件的开展住院服务的医疗机构全面覆盖, 每年进度应分别不低于 40%、30%、30%, 2024 年启动地区须于两年内完成。3. 抓病种全面覆盖 (原则上达到 90%)。统筹地区启动 DRG/DIP 付费改革工作后, 按三年安排实现 DRG/DIP 付费医疗机构病种全面覆盖, 每年进度应分别不低于 70%、80%、90%, 2024 年启动地区须于两年内完成。鼓励入组率达到 90% 以上。4. 抓医保基金全面覆盖 (原则上达到 70%)。统筹地区启动 DRG/DIP 付费改革工作后, 按三年安排实现 DRG/DIP 付费医保基金支出占统筹区内住院医保基金支出达到 70%, 每年进度应分别不低于 30%、50%、70%, 2024 年启动地区须于两年内完成。鼓励超过 70% 的基金总额预算覆盖率。

资料来源: 国家医保局官网、光大证券研究所整理

(2) 价格治理: 集采常态化, 医药制造走向两条路

自 2019 年的国家药品集采 11 个城市试点之后, 国家医保局有序对集采工作进行扩大区域范围、扩充品类等工作, 并建立了相应的医药价格和招采信用评价制度, 后又逐步将高值耗材、胰岛素、种植牙等集采操作难度较大的项目纳入集采。

时至今日, 集采已经成为医药制造业的常态化商业模式, 随着集采范围不断扩面, 传统的药物和器械销售模式越来越受限制, 销售驱动的空间持续被挤压, 未来医药制造企业的发展路径将分为两个方向:

- 1) 依靠质量、产能与成本优势在集采中胜出;
- 2) 开发临床价值更高的新产品实现升级换代, 规避集采的价格战压力。

表 5: 集采与价格治理重要政策历史 (截至 2022.9.30)

发布日期	政策名称	核心要点
2019/1/17	国务院办公厅关于印发国家组织药品集中采购和使用试点方案的通知 (国办发〔2019〕2 号)	目标任务: 选择北京、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, 从通过质量和疗效一致性评价 (含按化学药品新注册分类批准上市, 简称一致性评价, 下同) 的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种, 国家组织药品集中采购和使用试点, 实现药价明显降低, 减轻患者药费负担; 降低企业交易成本, 净化流通环境, 改善行业生态; 引导医疗机构规范用药, 支持公立医院改革; 探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药品价格形成机制。
2019/3/5	国家医疗保障局关于国家组织药品集中采购和使用试点医保配套措施的意见 (医保发〔2019〕18 号)	一、落实医保基金预付政策; 二、做好医保支付标准与采购价的协同; 三、完善医保支付方式, 鼓励使用集中采购药品; 四、建立医院集中采购考核机制
2019/9/30	国家医保局 工业和信息化部 财政部 人力资源社会保障部 商务部 国家卫生健康委 市场监管总局 国家药监局 中央军委后勤保障部关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见 (医保发〔2019〕56 号)	目标任务: 推动解决试点药品在 11 个国家组织药品集中采购和使用试点城市 (以下简称试点城市) 和其他相关地区间较大价格落差问题, 使全国符合条件的医疗机构能够提供质优价廉的试点药品, 让改革成果惠及更多群众; 在全国范围内推广国家组织药品集中采购和使用试点集中带量采购模式, 为全面开展药品集中带量采购积累经验; 优化有关政策措施, 保障中选药品长期稳定供应, 引导医药产业健康有序和高质量发展。
2019/12/6	国家医疗保障局关于印发《关于做好当前药品价格管理工作的意见》的通知 (医保发〔2019〕67 号)	一、衔接完善现行药品价格政策; 二、建立健全药品价格常态化监管机制; 三、做好短缺药品保供稳价相关的价格招采工作; 四、加强组织实施
2020/1/16	国家医保局 国家卫生健康委 国家药监局 工业和信息化部 中央军委后勤保障部关于开展第二批国家组织药品集中采购和使用工作的通知 (医保发〔2020〕2 号)	一、组成联盟汇总集中采购和使用药品需求; 二、明确集中采购和使用药品品种范围; 三、完善集中采购规则; 四、坚持国家组织、联盟采购、平台操作的工作机制; 五、坚持带量采购的政策措施; 六、加强组织保障
2020/9/16	国家医疗保障局关于建立医药价格和招采信用评价制度的指导意见 (医保发〔2020〕34 号)	一、指导思想; 二、建立信用评价目录清单; 三、实行医药企业主动承诺制; 四、建立失信信息报告记录渠道; 五、开展医药企业信用评级; 六、分级处置失信违约行为; 七、鼓励医药企业修复信用; 八、正确运用医药价格和招采信用评价; 九、共同推进信用评价制度建设
2020/12/17	国家医疗保障局关于国家组织冠脉支架集中带量采购和使用配套措施的意见 (医保发〔2020〕51 号)	主要配套措施: (一) 规范平台挂网和配送工作; (二) 落实医保基金预付政策; (三) 做好医保支付政策衔接; (四) 完善对医疗机构的激励约束机制
2020/12/25	国家医疗保障局办公室关于加快落实医药价格和招采信用评价制度的通知 (医保办发〔2020〕59 号)	一、充分认识信用评价制度的重要意义; 二、按时完成制度建设; 三、实现守信承诺基本覆盖; 四、有效应对拒绝承诺情况; 五、尽快取得实质性进展; 六、强化信用评价工作调度

2021/6/4	国家医保局 国家发展改革委 工业和信息化部 财政部 国家卫生健康委 市场监管总局 国家药监局 中央军委后勤保障部关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见（医保发〔2021〕31号）	基本原则：一是需求导向、确保质量。根据临床需求，遵循医疗技术发展规律，合理确定集中带量采购的高值医用耗材品种范围，确保质量和供应，满足人民群众基本医疗需求。二是招采合一、量价挂钩。明确采购量，以量换价、确保使用，畅通采购、使用、结算等环节，改革高值医用耗材采购和使用中的不合理因素，治理价格虚高问题。三是因材施教、公平竞争。考虑不同高值医用耗材临床使用特点，功能、技术、使用差异，以及生产供应能力等因素，形成具体采购方案，引导公平竞争。四是部门协同、上下联动。强化部门合作机制，加强对中选产品生产、供应、采购、使用的监督监测，完善激励约束机制，在国家 and 地方两个层面协同推进高值医用耗材集中带量采购工作。
2021/8/31	国家医保局 国家卫生健康委 国家发展改革委 财政部 人力资源社会保障部 市场监管总局 国家中医药局 国家药监局关于印发《深化医疗服务价格改革试点方案》的通知（医保发〔2021〕41号）	一、总体要求；二、建立目标导向的价格项目管理机制；三、建立更可持续的价格管理总量调控机制；四、建立规范有序的价格分类形成机制；五、建立灵敏有度的价格动态调整机制；六、建立严密高效的价格监测考核机制；七、完善价格管理的支撑体系；八、统筹推进配套改革；九、组织开展试点
2021/11/4	国家医疗保障局办公室关于做好国家组织药品集中带量采购协议期满后后续工作的通知（医保办发〔2021〕44号）	（一）坚持带量采购；（二）分类开展接续；（三）强化信用和履约评价；（四）完善配套政策；（五）加强履约监督。
2022/3/31	国家医保局办公室 国家卫生健康委办公厅关于国家组织高值医用耗材（人工关节）集中带量采购和使用配套措施的意见（医保办发〔2022〕4号）	一、总体要求；二、规范产品挂网工作和价格；三、落实医保基金预付政策；四、做好医保支付政策衔接；五、落实结余留用政策并统筹医疗服务价格调整；六、确保中选产品稳定供应；七、规范医疗机构采购和使用行为；八、监督落实
2022/4/29	国家医保局办公室 国家卫生健康委办公厅关于完善国家组织药品（胰岛素专项）集中带量采购和使用配套措施的通知（医保办发〔2022〕7号）	一、规范胰岛素平台挂网工作；二、做好医保支付政策衔接；三、促进医疗机构合理用药；四、落实医疗机构激励约束政策；五、强化履约情况监测
2022/7/19	国家医疗保障局办公室关于进一步做好医疗服务价格管理工作的通知（医保办发〔2022〕16号）	一、强化医疗服务价格宏观管理和动态调整；二、扎实做好医疗服务价格日常管理工作；三、突出体现对技术劳务价值的支持力度；四、新增价格项目着力支持基于临床价值的医疗技术创新；五、提升现有价格项目对医疗技术的兼容性；六、正确处理医疗服务价格和医药集中采购的关系；七、提高医疗服务价格工作的主动性、科学性、规范性
2022/9/8	国家医疗保障局关于开展口腔种植医疗服务收费和耗材价格专项治理的通知（医保发〔2022〕27号）	一、规范口腔种植医疗服务和耗材收费方式；二、强化口腔种植等医疗服务价格调控；三、精心组织开展种植牙耗材集中采购；四、实施口腔种植收费综合治理

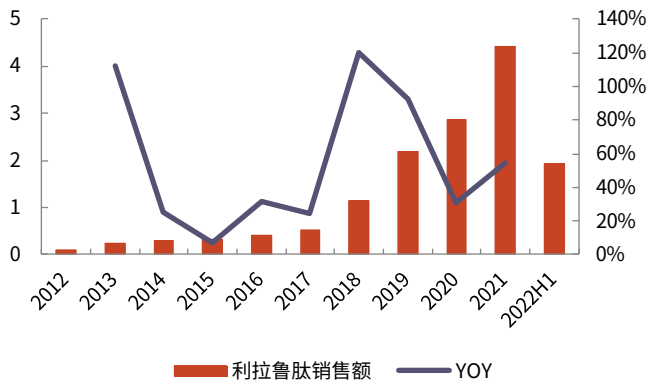
资料来源：国家医保局官网、光大证券研究所整理

(3) 创新药谈判：促进高临床价值创新药快速实现商业价值

创新药医保谈判工作历年来不断完善，范围持续扩大，规则不断明晰；2020年的《基本医疗保险用药管理暂行办法》进一步明确了创新药医保谈判的制度框架；2021年的“双通道”管理机制指导意见则进一步提升了谈判药品的供应保障水平；2022年北京市医保局印发了CHS-DRG付费新药新技术除外支付管理办法，激发新药新技术创新动力。

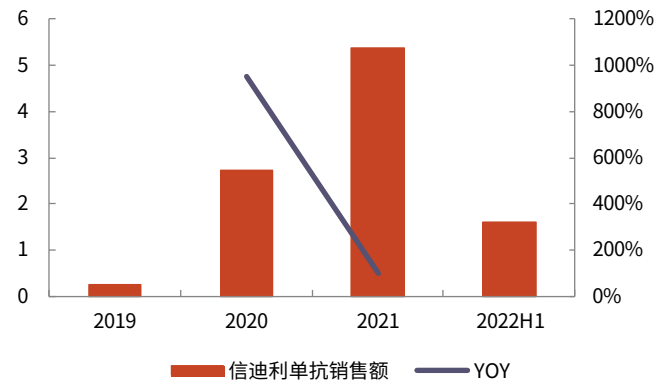
目前，中国的创新药医保谈判准入机制已经实现常态化平稳运行，实现了创新药获批上市后以最快的速度参与谈判实现医保报销，高临床价值的创新药能够以最快的速度实现商业价值，将大大加速创新药企业的商业化进程。

图 10：利拉鲁肽 2017 年谈判进入医保后在样本医院销售额快速增长（亿元）



资料来源：PDB、光大证券研究所

图 11：信迪利单抗 2019 年谈判进入医保后在样本医院销售额快速增长（亿元）



资料来源：PDB、光大证券研究所

表 6：创新药谈判重要政策历史（截至 2022.9.30）

发布日期	政策名称	核心要点
2017/7/13	人力资源社会保障部关于将 36 种药品纳入国家基本	将利拉鲁肽注射剂等 36 种药品纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017

	本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知（人社部发〔2017〕54号）	年版）》乙类范围，各省（区、市）社会保险主管部门不得将有关药品调出目录，也不得调整限定支付范围。
2018/8/17	关于发布 2018 年抗癌药医保准入专项谈判药品范围的通告	组织了来自全国 20 个省份的 70 余名专家通过评审、遴选投票等环节，并经书面征求企业谈判意愿，确认 12 家企业的 18 个品种纳入本次抗癌药医保准入专项谈判范围
2018/10/10	国家医疗保障局关于将 17 种抗癌药纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知（医保发〔2018〕17 号）	将阿扎胞苷等 17 种药品入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》乙类范围，并确定了医保支付标准。各省（区、市）医疗保险主管部门不得将谈判药品调出目录，也不得调整限定支付范围。目前未实现城乡居民医保整合的统筹地区，也要按规定及时将这些药品纳入新型农村合作医疗支付范围。
2018/11/29	国家医疗保障局办公室、人力资源社会保障部办公厅、国家卫生健康委办公厅关于做好 17 种国家医保谈判抗癌药执行落实工作的通知	一、高度重视谈判药品的落地工作；二、做好挂网采购和支付工作；三、完善相关管理政策
2019/11/28	国家医保局人力资源社会保障部关于将 2019 年谈判药品纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》乙类范围的通知（医保发〔2019〕65 号）	一、及时将谈判药品纳入基金支付范围；二、执行全国统一的支付标准；三、加强供应保障和使用管理
2019/12/18	国家医保局 国家卫生健康委关于做好 2019 年国家医保谈判药品落地工作的通知（医保发〔2019〕73 号）	一、认真做好谈判药品挂网采购和支付工作；二、推进谈判药品及时进入定点医疗机构；三、优化支付方式，做好待遇保障衔接；四、加强管理监测，确保规范使用；五、强化宣传培训，合理引导预期；六、加强统筹协调，形成实施合力
2020/7/31	基本医疗保险用药管理暂行办法（国家医疗保障局令 第 1 号）	第十六条 国家医疗保障经办机构按规定组织药物经济学、医保管理等方面专家开展谈判或准入竞价。其中独家药品进入谈判环节，非独家药品进入企业准入竞价环节。谈判或者准入竞价成功的，纳入《药品目录》或调整限定支付范围；谈判或者准入竞价不成功的，不纳入或调出《药品目录》，或者不予调整限定支付范围。 第十八条 原则上谈判药品协议有效期为两年。协议期内，如有谈判药品的同通用名药物（仿制药）上市，医保部门可根据仿制药价格水平调整该药品的支付标准，也可以将该通用名纳入集中采购范围。协议期满后，如谈判药品仍为独家，周边国家及地区的价格等市场环境未发生重大变化且未调整限定支付范围或虽然调整了限定支付范围但对基本医疗保险基金影响较小的，根据协议期内基本医疗保险基金实际支出（以医保部门统计为准）与谈判前企业提交的预算影响分析进行对比，按相关规则调整支付标准，并续签协议。具体规则另行制定。 第二十一条 协议期内谈判药品原则上按照支付标准直接挂网采购。协议期内，谈判药品的同通用名药品在价格不高于谈判支付标准的情况下，按规定挂网采购。其他药品按照药品招采有关政策执行。
2021/5/10	国家医保局 国家卫生健康委关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见（医保发〔2021〕28 号）	“双通道”是指通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足谈判药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付的机制。为加强和规范“双通道”管理，进一步提升谈判药品供应保障水平，维护医保基金安全，保障参保患者利益。
2021/9/10	国家医疗保障局 国家卫生健康委关于适应国家医保谈判常态化持续做好谈判药品落地工作的通知（医保函〔2021〕182 号）	一、提高认识，增强主动性协同性；二、夯实医疗机构主体责任，及时合理配备使用；三、完善政策措施，树立促进谈判药品落地的鲜明导向；四、强化部署，及时做好谈判药品挂网采购和支付结算工作；五、扎实推进“双通道”管理；六、加强监测指导，确保规范使用；七、强化宣传培训，合理引导预期
2022/7/13	北京市医疗保障局关于印发 CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理暂行办法的通知（试行）（京医保中心发〔2022〕30 号）	为进一步完善我市疾病诊断相关分组（CHS-DRG）付费工作，在发挥 CHS-DRG 引导规范医疗行为作用的同时，激发新药新技术创新动力。经研究，决定试行 CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理办法。

资料来源：国家医保局官网、光大证券研究所整理

3、变革中蕴藏机遇，积极关注细分行业需求提振

3.1、医疗硬科技：关注影像设备、科学仪器、生命科学上游等细分方向

3.1.1、影像设备：受益于配套支持政策持续落地，采购需求迎来新动能

1) 国家医疗新基建进程深入推进，配套支持政策持续落地，新一轮医疗新基建产业变革正当时。

2022 年 9 月 7 日国常会决定，对部分领域设备更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，明确提及对医院在“设备购置和更新改造新增贷款，实施阶段性鼓励政策”的支持。

9月13日，国常会确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，以实现扩市场需求、增发展后劲的目标。为响应国常会的决定，卫健委发布通知，拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备。

除贴息贷款政策之外，也有相关政策鼓励采购国产医疗器械，国产替代有望实现加速发展。国家鼓励使用国产器械，遴选优秀国产品类，替代医院进口设备，并且利用特别审批通道推动企业提升研发能力，技术实力强劲的企业明显受益。

表 7：八批“优秀国产医疗设备产品”中医疗影像设备公示名单

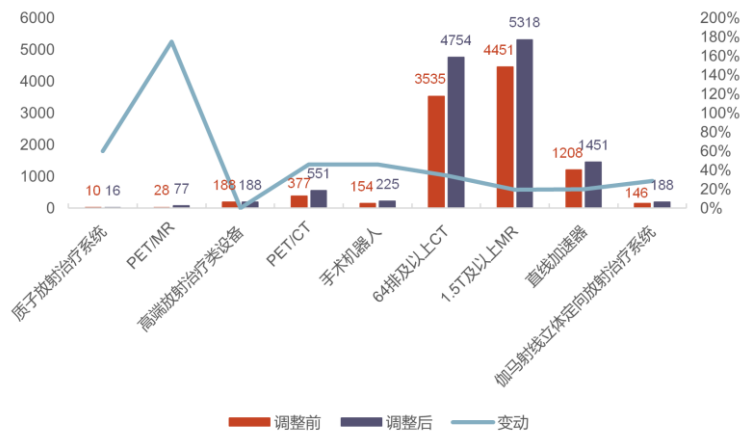
厂商	入选设备
联影医疗	500mA型数字化X线机、CT(≤40排、≤64排、≤128排、≤256排)、1.5T超导MRI、单板数字化X线机、双板数字化X线机、移动式数字化X线机、数字化乳腺X线机、3.0T磁共振、PET-CT、PET-MR、低能直线加速器、超导MR
万东医疗	500mA型数字化X线机、永磁MRI、1.5T超导MRI、影像板DSA、影像增强器DSA、单板数字化X线机、双板数字化X线机、移动式数字化X线机、数字化乳腺X线机、数字胃肠X线机、CT(≤40排)
东软医疗	500mA型数字化X线机、永磁MRI、1.5T超导MRI、影像板DSA、影像增强器DSA、单板数字化X线机、双板数字化X线机、移动式数字化X线机、数字化乳腺X线机、数字胃肠X线机、CT(≤40排)
新华医疗	300mA型数字化X线机、低能直线加速器、中高能直线加速器、单板数字化X线机、双板数字化X线机、移动式数字化X线机、数字胃肠X线机、数字化乳腺X线机

资料来源：联影医疗招股说明书，国家药品监督管理局官网，中国政府网等，光大证券研究所整理

2) 医学影像设备配置证审批放松，国内企业迎来行业春风。

2020年卫健委发布了《关于调整2018-2020年大型医用设备配置规划的通知》，大型医用设备配置规划数量有不同程度的上调。甲乙类大型医用设备规划共增加2671台，其中甲类大型医用设备配置规划增加55台，乙类大型医用设备配置规划增加2616台。国内企业研发的持续投入，医疗器械需求的增加，以及医学影像配置证放开，或驱动国内企业加速发展。

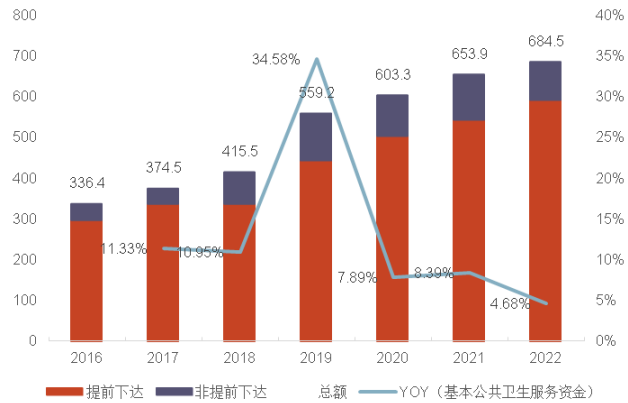
图 12：2018-2020年医学影像设备配置数上调（单位：台）



资料来源：国家卫健委官网，光大证券研究所

3) “中央+地方”资金支持医疗新基建力度持续提升，资金充沛保障新基建建设。2016年至2022年，中央财政对地方的基本公共卫生服务补助资金呈现逐年上升的趋势，2019年同比增速最快，达到34.58%。然而，相较发达国家，我国的医疗卫生支出占GDP比重仍处于较低水平。2020年我国医疗卫生支出占GDP比例约为7.1%，而美国高达约19.7%。虽然我国医疗卫生支出占GDP比重在逐年提升，从2011年的5.0%提升至2020年的7.1%，但仍与发达国家差距较大，医疗卫生建设需求空间仍然较大。

图 13：2016-2022 年中央补助基本公共卫生服务资金稳定增长（亿元）



资料来源：财政部官网，光大证券研究所（左轴为金额，右轴为百分比）

4) 我们认为，医疗新基建主要包括各级医疗机构升级、医疗设备升级等两大方向。

优质医疗资源分配不均，县级医疗中心有升级需求。2022 年 5 月 6 日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，从城市视角来看，优质医疗资源主要集中于少数高等城市，省级城市、副省级城市、低级省会城市和地级城市的医疗卫生竞争力指数依次下降，中国城市的医疗卫生资源配置受到行政等级影响大，优质医疗资源分部不均衡。分级诊疗以及县级医疗中心基建升级仍有空间，提高基层医疗机构的服务质量将成为医疗新基建工作重点之一。

表 8：《公共卫生防控救治能力建设方案》

	细则
疾病预防控制体系现代化建设	实验室：每省至少有一个达到生物安全三级（P3）水平的实验室；每个地级市至少有一个达到生物安全二级（P2）水平的实验室
全面提升县级医院救治能力	每个县重点改善 1 所县级医院（含县中医院）基础设施条件： ①提升用房条件；②重点加强感染性疾病科和相对独立的传染病病区建设，完善检验检测仪器设备配置，疫情迅速开放的传染病病床：30 万人以下县、30-50 万人县、50-100 万人县、100 万人以上县，不低于 20 张、50 张、80 张、100 张；③建设可转换病区，扩增 ICU（床位数的 2-5%），配备呼吸机等。
健全完善城市传染病救治网络	直辖市、省会城市、地级市要建有传染病医院或相对独立的综合性医院传染病区： 在每个城市选择 1-2 所现有医疗机构进行改扩建，原则上 100 万人口（市区人口，下同）以下城市，设置病床 60-100 张；100-500 万人口城市，设置病床 100-600 张；500 万人口以上城市，设置病床不少于 600 张。已达到传染病医疗救治条件的地区，不再建设。原则上重症监护病区（ICU）床位占比达到医院编制床位的 5-10%。

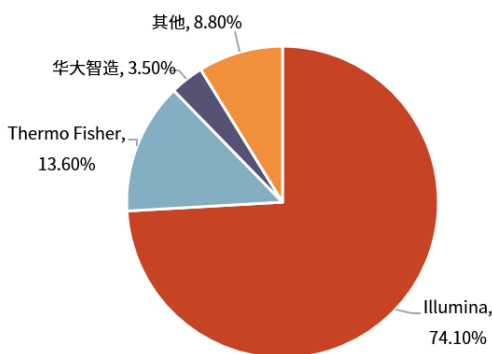
资料来源：国家发改委、国家卫健委、国家中医药局、光大证券研究所

医疗设备及防控救治物资储备升级，中高端医疗设备有望受益于国产替代。2020 年 5 月 9 日，国家发改委、卫健委、中医药局发布《公共卫生防控救治能力建设方案》，提出了进行疾病预防控制体系现代化建设，对市、县的医疗硬件配置情况做出了明确要求，并要求加强应急救治物资储备。对照建设计划，我们认为主要在 ICU 病房和 PCR 实验室方面需要查漏补缺并进行升级。与海外发达国家相比，我国 PET、MRI、CT、超声等中高端医疗设备的配备率仍处于较低水平，并且就国产率而言，除监护仪类产品已基本实现国产化之外，大部分产品进口品牌长期占据绝对优势，其中超声设备、内窥镜、体外诊断设备等目前国产率仅 10%-30%，未来国产替代潜力巨大。国产医疗器械凭借突出的性价比、渠道优势，以及招标政策向国产器械倾斜，将更大程度受益于本轮基层医院的配置大潮。2014 年至今，中国医学装备协会共进行了 8 批次的优秀国产医疗器械遴选，中选产品成为基层医院配置的首选。

3.1.2、科学仪器：政策利好加快国产替代步伐，临床应用加速医疗器械需求扩张

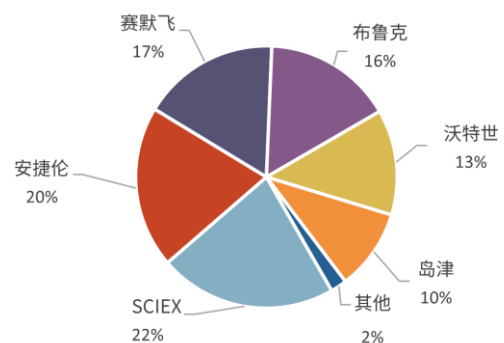
高精尖技术形成高技术壁垒，打破海外垄断迫在眉睫。医疗硬科技以高端设备器械为首，通常集成了光学、机械、电子、流体、软件、算法、生物技术等多个交叉学科于一体，由于其既需要较高水平的单项技术，又对系统集成技术有很高的要求，具有较高的技术壁垒。在超高的技术要求下，国外企业由于相关基础学科整体发展较早，通常在行业内形成垄断地位。以高端医疗器械中的高通量测序设备与质谱仪行业为例，根据 Grand View Research 数据，2019 年全球测序仪行业以国外企业为主，华大智造作为中国测序仪龙头企业，市场占有率仅为 3.5%。全球质谱仪市场同样呈现出国际行业巨头垄断的态势，2016 年按销售额计，市场的主要参与者为赛默飞、SCIEX(丹纳赫)、布鲁克、安捷伦、沃特世、岛津等公司，占据了全球 98% 以上的市场份额，国产企业的身影并未出现。

图 14：全球测序仪企业市场占有率（2019 年，按销售收入计）



资料来源：Grand View Research、光大证券研究所

图 15：全球质谱仪企业市场占有率（2016 年，按销售收入计）

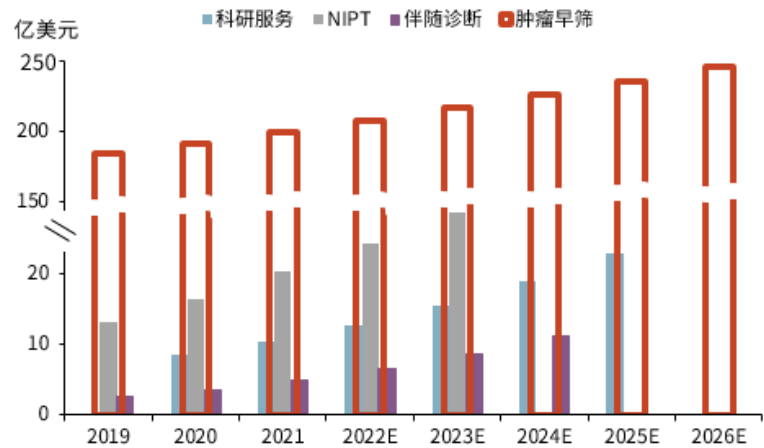


资料来源：Kalorama Information、光大证券研究所

多项政策法规支持高端科学仪器发展，国产替代加速进行中。当前国际形势风云变幻，医疗硬科技赛道由于集成多种复杂高端科技，极有可能受到不利影响，除了国内设备购入受阻外，还存在海外供应链卡脖子风险。为加速国产替代步伐，保障国内高端医疗器械供应稳定，近年来国家颁布多项政策法规支持包括医疗设备在内的高端科学仪器发展，大力支持该领域的国产替代进程。2021 年修订的《中华人民共和国科学技术进步法》指出，从事高新技术产品研究开发和生产等企业可按照国家有关规定享受税收优惠，国产科技创新产品、服务，在功能、质量等指标能够满足政府采购需求的条件下，政府采购应当购买；首次投放市场的，政府采购应当率先购买，不得以商业业绩为由予以限制。因此我们预计在政策利好下，医疗器械国产替代进程将会加速。

精准医疗服务深入人心，临床应用市场快速发展加速医疗器械需求扩张。随着我国社会人口老龄化进程加快以及全民健康意识的提高，精准医疗服务热度上升，临床应用市场的快速发展将会加速高端医疗器械的需求扩张。同样以测序仪与临床质谱行业为例，在测序下游诸多领域中，生殖健康领域的客户渗透率正不断提升，肿瘤伴随诊断不断成熟，肿瘤早筛市场蓄势待发，病原微生物检测等新领域发展火热，叠加科研市场的需求驱动，预期将有效带动上游测序设备需求放量。在临床质谱应用最广泛的液相色谱质谱联用领域，其不仅作为维生素 D 检测的金标准发挥作用，还在新生儿早筛、类固醇激素、治疗药物监测（TDM）等领域具有优于传统检测方法的具有巨大优势，有望实现质谱法检测的快速普及，从而带动对于相关仪器设备的需求扩张。

图 16：中国基因测序下游应用市场规模变化（2019-2026E）



资料来源：BCC research 预测，华经产业研究院预测，头豹研究院预测，光大证券研究所整理

表 9：质谱法检测类固醇激素优于传统免疫法

激素特点	免疫法	质谱法
某些激素低至 pg/ml	低分子量物质检测范围窄	灵敏度高，低值结果稳健
激素结合蛋白	受蛋白结合干扰	预处理去除蛋白
结构相似干扰物	交叉反应	特异性高
系列前体和代谢物	建立新目标化合物的检测方法相对困难	相对开发简单，可实现多物质同时检测

资料来源：度安百誉官网，光大证券研究所

3.1.3、生命科学服务上游：产学研主推高增长，千亿市场拉开序幕

科研服务行业是生命科学研究及生物医药上游。科研服务商向下游客户销售科研试剂、实验仪器和高端耗材等产品，同时通过相关专业技术服务，帮助客户解决从常规的测试到复杂的研发项目中所遇到的各种挑战。行业下游应用领域分布广泛，客户群体主要分为科研用户和工业用户。科研用户主要包括高等学校和政府属研究机构等科研机构用户，工业用户主要包括制药企业、CXO 企业、NGS 企业和 IVD 试剂生产企业等，主要采购科研试剂用于产品研发和检测、以及部分产品的规模化生产。

1) 科研服务：产学研助推高增长，千亿级空间渐打开

受益于下游基础研究、新药开发和商业化生产的需求扩容，科研服务行业规模有望持续增长。按客户类型来看，科研用户端，基础研究经费投入与科学服务行业的发展密切相关，国内科研院校研究经费投入的增长，有望驱动对科研试剂、仪器和实验室耗材需求的增加；工业用户端，全球在研发阶段的医药研发支出稳步增长，国内在规模化生产阶段的应用方兴未艾，将助推科研服务行业规模的扩大。

➤ **生命科学试剂：**根据国家科技基础条件平台中心资助项目“高校院所实验试剂需求分析与管理研究”，我国科研试剂支出约占科研机构（包括政府隶属研究机构、高等学校和其他事业单位）研究与试验发展（R&D）经费支出的 20%~25%。根据国家统计局数据，2018 年科研机构 R&D 经费支出占全国 R&D 经费支出的 23%，假设该比例未发生变化，2021 年全国 R&D 经费支出为 27,864 亿元，则我国 2021 年科研机构研发经费支出约为 6,400 亿元，科研试剂市场规模约为 1,280~1,600 亿元。

➤ **生命科学仪器：**根据 Markets and Markets 发布的《Laboratory Equipment Services Market by Type、Contract、Equipment、Service Provider (OEM) and End User-Global Forecast to 2024》报告，全球科研仪器市

场容量预计将从 2019 年的 95 亿美元增长至 2024 年的 177 亿美元，年均复合增长率达 13.4%，其中亚太地区市场份额占比持续提升。

➤ **生命科学耗材**：根据《生命科学实验耗材市场及关键制造技术的现状、挑战与对策》（刘佳、吴茉莉，2019），2018 年我国一次性生命科学耗材的市场容量为 231.26 亿元人民币，预测 2018-2023 年复合增长率为 20%。

2) 国内科研服务行业外资相对垄断，多因素加速国产替代

国内市场外资相对垄断，国产替代空间大。我国科研试剂产业竞争格局由外资企业绝对垄断向相对垄断过渡，但外资品牌依然控制大部分的市场份额。具体来看，根据刘海龙 2018 年发表在《实验技术与管理》期刊上的《国内实验试剂供应链现状、问题与对策》，国内 90% 的科研试剂市场被外资品牌垄断。根据中科院直属第三方科研服务平台喀斯玛的统计数据，承担重要课题项目的中科院院属科研机构 and 医药类高校的进口试剂交易额占比均超过 80%。从低端和高端试剂的分布格局上看，目前我国进口试剂里中高端和低端产品的市场占比约为 2:1，而国产试剂约为 1:1。

表 10：生物医药上游和生命科学服务各细分领域国产化程度及技术难点

分类	细分领域	主要参与者	国内市场规模	国产品牌在国内的份额 (2021 年)	技术难点
生物医药上游	细胞培养基	外资：Gibco(ThermoFisher)、Merck、Hyclone(Cytiva)； 国产：奥斯科、奥浦迈、多宁生物等。	2021 年为 4.08 亿美元，2026 年预计为 11.01 亿美元。	33.7%	<ul style="list-style-type: none"> 开发及优化配方的效率； 干粉细胞培养基的大规模生产； 稳定性及质量控制。
	一次性产品	外资：Sartorius、Merck、ATMI、ThermoFisher、Cytiva； 国产：多宁生物、乐纯生物、赛科斯等。	2021 年为 5.87 亿美元，2026 年预计为 24.02 亿美元。	32.5%	主要包括一次性容器（配液袋、储液袋及反应器袋）、一次性管材（热塑性塑料管、硅胶管及接头）及无菌转移产品，主要技术壁垒包括薄膜及管材等关键原材料的安全与供应成本的控制，其中多层共挤薄膜的研发及制造对尤为重要。 <ul style="list-style-type: none"> 技术壁垒较高，控制系统是核心部件，目前仅有少数企业掌握生物反应器控制系统的核心专利； 跨学科应用，并需要研发人员的多年技术积累； 监管严格，需满足制药行业 GMP 要求； 导入期长，客户通常不会在研究或生产过程中更换供应商，导致客户粘性强，对国产品牌而言导入期长。
	生物反应器	外资：Merck、Cytiva、Applikon、Sartorius、ThermoFisher 等； 国产：多宁生物、乐纯生物、金仪盛世、赛科斯等。	2021 年为 5.93 亿美元，2026 年预计为 18.54 亿美元。	27.7%	<ul style="list-style-type: none"> 复杂的生物学相互作用，吸附技术与分离技术在过滤过程中需要密切配合，以实现预期应用效果； 孔径，过滤器孔径需要精确控制在纳米级； 分子设计，过滤器支撑材料的分子设计及最佳固定方法的研究是过滤技术的核心。
	层析产品	色谱填料：GE Healthcare、Tosoh、Bio-Rad、纳微科技。 预装柱：Merck、Cytiva、Bio-Rad、Sartorius、ThermoFisher 等。	2021 年为 17.90 亿美元，2026 年预计为 31.94 亿美元。	24.7%	主要包括层析柱及层析填料。层析柱是纯化设备的核心组件，而层析填料是层析柱的核心材料。层析填料的整体层析性能由填料结构及材料决定，其生产复杂程度高，生产工艺要求严格。 <ul style="list-style-type: none"> 复杂的生物学相互作用，吸附技术与分离技术在过滤过程中需要密切配合，以实现预期应用效果； 孔径，过滤器孔径需要精确控制在纳米级； 分子设计，过滤器支撑材料的分子设计及最佳固定方法的研究是过滤技术的核心。
	过滤器	深层过滤器：Sartorius、Pall、Merck、Cuno 等。 除病毒过滤器：Sartorius、Merck、Asahi、Pall 等。	2021 年为 8.87 亿美元，2026 年预计为 27.29 亿美元。	20.4%	<ul style="list-style-type: none"> 复杂的生物学相互作用，吸附技术与分离技术在过滤过程中需要密切配合，以实现预期应用效果； 孔径，过滤器孔径需要精确控制在纳米级； 分子设计，过滤器支撑材料的分子设计及最佳固定方法的研究是过滤技术的核心。
生命科学服务	科学试剂	化学试剂：Sigma-Aldrich、国药试剂、阿拉丁、泰坦科技、皓元医药、药石科技等。 生物试剂：ThermoFisher、Abcam、1,280~1,600 亿元诺维赞、百普赛斯、近岸蛋白等。	2021 年，全国科研试剂市场规模约为 1,280~1,600 亿元	约为 10%	国内已上市企业以细分产品龙头为主，规模尚小，在产品品类丰富度、全球销售渠道方面，与跨国平台型企业尚有差距。
	科学仪器	进口：ThermoFisher、Agilent、Shimadzu、Bruker 等； 国产：聚光科技、皖仪科技等。	2019 年全球科研仪器市场容量 95 亿美元	根据 2016-19 年发改委 200 万元以上科学仪器采购数据，质谱类、光谱-色谱类占比分别为 1.19%/0.24%	涉及上游核心零部件众多，需要多年的研发及市场推广投入，去搭建稳定可控的研发、生产及服务体系。中国主要从国外进口设备，出口则集中在中低档产品。
	一次性耗材	外资：Flex、Eppendorf、ThermoFisher 等； 国产：洁特生物、昌红科技等。	2018 年 231.26 亿元人民币，2023 年预计 575.46 亿元人民币	5.5% (2018 年)	<ul style="list-style-type: none"> 上游原材料卡脖子（针头过滤器、过滤膜等）； 高分子材料加工技术、模具设计制造等； 进口在品牌及渠道的先发优势。

资料来源：多宁生物招股说明书，优宁维招股说明书，洁特生物招股说明书，发改委，光大证券研究所

备注：生物试剂上游各细分领域的市场规模由弗若斯特沙利文预测，一次性耗材市场规模由刘佳、吴茉莉在中国医疗器械信息杂志预测；非特殊标注的，市场份额按 2021 年销售额计

部分领域内资品牌逐步替代进口。近年来，内资品牌部分产品达到了国际同等技术水平或实现了部分进口替代，逐步打破了外企绝对垄断的态势。虽然距离外资巨头仍存在较大差距，但部分国内企业已开始通过自主创新打造自主品牌，在例如药物分子砌块、酶及重组蛋白等领域逐步替代进口品牌。近年来，多因素在加速科研服务行业的进口替代：

- **鼓励产业发展与支持采购国产双驱动。**科研服务行业作为生命科学研究和生物医药的上游，在打造自主可控的供应链中起重要作用，属于国家大力支持的行业。例如，2021年科技部发布《国家重点研发计划“基础科研条件与重大科学仪器设备研发”重点专项》，提出围绕科学仪器、科研试剂等四个方向进行布局。此外，近期包括《中华人民共和国科学技术进步法》（2021年修订）在内的多项国家顶层纲领性文件重磅推出，大力推进国产仪器采购。
- **需求端：成本压力和稳定供应诉求催化国产替代。**集采和医保谈判降价的大趋势下，工业客户面临成本压力，需要通过优化上游供应链等来控制成本。科研试剂耗材是生物药、疫苗和 IVD 试剂等研发和规模化生产过程中的必需品。在国产产品质量得到充分验证的情况下，国内领先的供应商相比进口产品具有一定的成本优势，可以有效地降低企业研发和规模化生产阶段的成本投入。此外，全球疫情反复、俄乌冲突的背景下进口品牌的稳定供应能力受损。供应链稳定性是下游客户更多选择国产品牌更重要原因。
- **供给端：质量为基石，加快品类扩充和销售拓展。**质量过关是进口替代的核心，国产部分产品质量已比肩进口。为实现进口替代，内资企业以客户需求为原点高效研发，早期布局高景气新兴领域，加速产品品类扩充，打造自有品牌影响力。此外，内资企业在自建电商平台，积极搭建海外直销渠道。通过自建直销渠道，内资业务可直面更多终端客户继而更深度挖掘客户需求，促进新品开发效率的提高，实现研发与销售的正循环。

投资建议：在后疫情时代，医疗新基建逐步展开，国产替代进程的加速推进，新院建设、旧院改造、方舱医院的搭建、医疗设备及防控救治物资初步升级等项目逐步落地，预计政策将会持续利好医疗硬科技行业国产替代的进程，叠加临床应用市场高速发展对医疗设备的需求放量，我们看好影像设备、测序仪、临床质谱及国内科研服务行业。

推荐联影医疗、迈瑞医疗、新华医疗、药康生物、东诚药业、奕瑞科技、键凯科技，建议关注华大智造、开立医疗、海泰新光、奥浦迈、百普赛斯、泰坦科技等。

3.2、 中医药：关注品牌 OTC、配方颗粒、中药新药等细分方向

发展中医药已上升为国家战略，政策推动中医药产业高质量发展。十八大以来党中央、国务院高度重视中医药产业发展，出台多项鼓励政策。2016年2月《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》的出台，标志着发展中医药正式上升为国家战略。此后，陆续出台《中医药法》和促进传承创新发展的意见和政策措施，并于2021年底推出重磅医保支持政策。各项政策稳步推进和执行，中医药事业蓬勃发展。随着行业标准、机制体制和服务体系的建立完善，中医药行业呈现出中西医并重、扶持与规范并举、传承与创新并进的良好局面，行业步入高质量发展阶段。

表 11：多项鼓励中医药产业发展的重要政策文件陆续出台

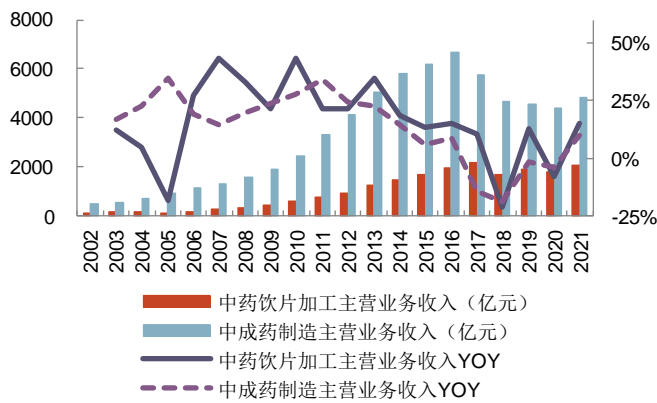
时间	出台部门	重要文件	具体内容
2016.2	国务院	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	发展中医药正式上升为国家战略，明确了我国中医药发展方向和工作重点。
2016.12	十二届全国人大常委会	《中华人民共和国中医药法》	首部中医药法，针对中医药自身的特点，改革完善了中医医师、诊所和中药等管理制度。2017 年 7 月 1 日正式实施。
2019.10	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	改革完善中药注册管理。加强中药质量安全监管，用 5 年左右时间，逐步实现中药重点品种来源可查、去向可追、责任可究。
2020.12	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	促进中药守正创新、健全符合中药特点的审评审批体系、强化中药质量安全监管、注重多方协调联动、推进中药监管体系和监管能力现代化。
2021.2	国务院	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	从人才、产业、资金等 7 个方面提出 28 条举措。
2021.12	国家医保局、 国家中医药管理局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	将符合条件的中医医药机构纳入医保定点，加强中医药服务价格管理，将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围，完善适合中医药特点的支付政策，强化医保基金监管。
2022.3	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	到 2025 年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。

资料来源：国务院，国家药监局，国家中医药管理局，国家医保局，光大证券研究所整理

3.2.1、品牌中成药 OTC：受益于行业产能出清和终端涨价，迎来上行周期

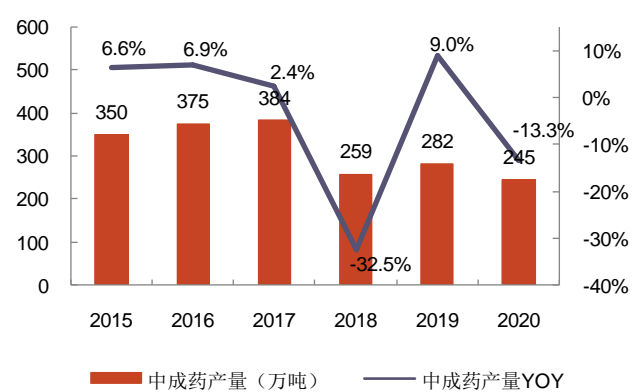
医保控费和药品质量监管趋严推动中成药产能出清。2017 年 7 月全国实施药品零加成，在医保控费、重点监控辅助用药、限输令、新药审批从严等政策影响下，2018-2020 年中成药产量整体下降，从 2017 年 384 万吨下滑至 2020 年的 245 万吨。2020 年版《中国药典》全面提升药品质量标准和安全有效性。低质量中药材基地和落后的中药饮片和制剂厂家面临淘汰。

图 17：规模以上中成药制造和中药饮片加工销售规模



资料来源：中国医药企业管理协会，工信部，光大证券研究所

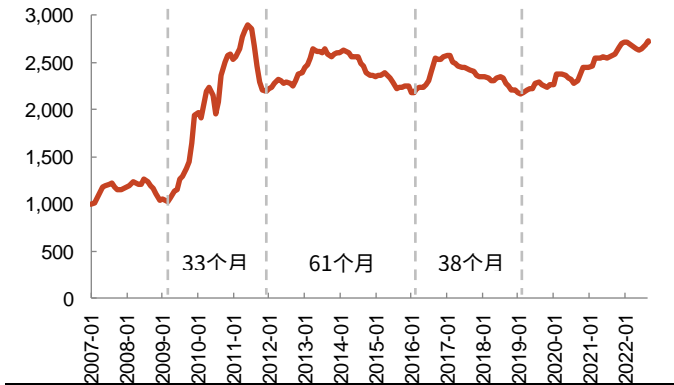
图 18：医保控费和药品质量安全管控加速中成药产能出清



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

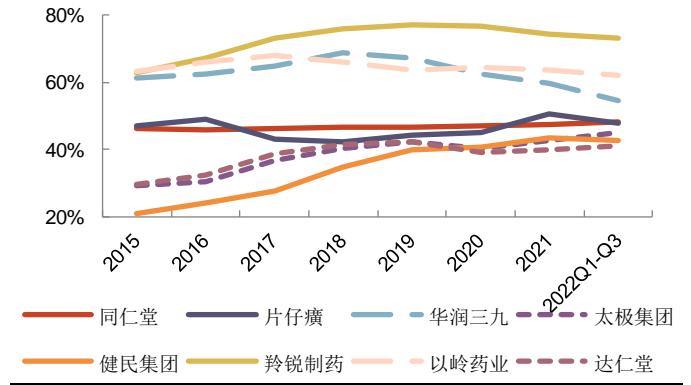
异常天气增多和新版药典执行加速供给收缩，在政策鼓励需求扩容下，本轮中药材涨价周期有望延长至 2023 年下半年。中药材原料属于大宗农副产品，受到近年来极端天气增多的影响，价格波动加大。参照中药材价格指数（综合 200），2007 年以来中药材价格平均 3-4 年一个运行周期。最近的一次低点是 2019 年初，至今高景气周期持续接近 3 年。而由于新版中国药典的药品质量标准大幅提高，入药品种、部位和达标基地供给减少，中药材价格加速上涨。此外，2019 年国务院出台《关于促进中医药传承创新发展的意见》，大力健全中医药服务体系并推广中医诊疗，并于 2021 年底推出重磅医保支持政策。我们判断本轮中药材景气周期有望延长，拐点可能会在 2023 年下半年。

图 19: 中药材价格指数 (综合 200) 平均 3-4 年一个运行周期



资料来源: wind, 光大证券研究所 (注: 统计截至 2022.10)

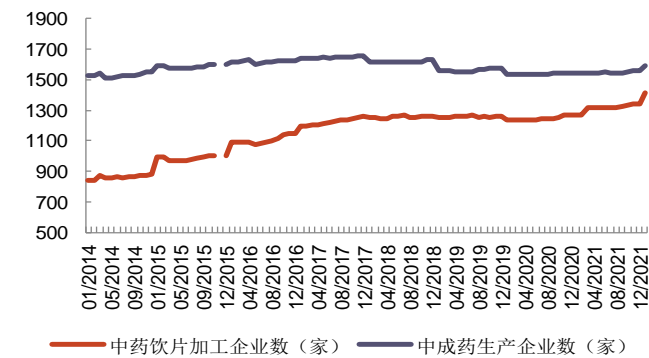
图 20: 头部中成药 OTC 企业毛利率稳步提升



资料来源: wind, 光大证券研究所

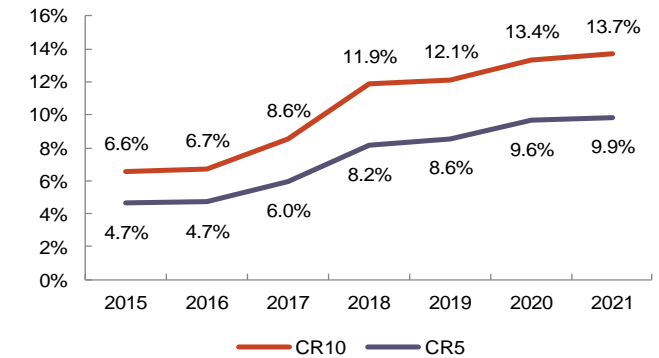
品牌中成药 OTC 企业以成本质量控制和终端溢价能力, 提升行业集中度和自身毛利率。2015 年至今头部中成药 OTC 企业的毛利率总体稳步提升, 并未受到上游中药材涨价和医保控费、药品质量标准提高带来的明显影响, 体现了较强的成本质量管控能力以及终端溢价能力。针对上游中药材, 头部中药企业基本都建立了核心药材的种植基地, 通过了中药材 GAP 认证, 如步长制药、云南白药、白云山、华润三九等, 也与供应商建立长期稳定的合作关系, 有效保障中药材质量及供应并控制生产成本。此外, 院内中成药市场在医保控费、限输令、重点监控辅助用药、中成药集采等政策下面临较大压力, 叠加药品质量安全标准不断提高, 中成药行业产能加速出清。根据国家统计局数据, 中成药产量、中成药生产企业数自 2018 年开始出现明显下降, 以规模以上企业营业收入为统计口径, 我们测算中药行业集中度在 2018 年后显著提升, CR5、CR10 在 2021 年分别达到 9.9% 和 13.7%。品牌中成药 OTC 企业在上游原材料涨价的背景下, 纷纷提升产品价格。2021 年以来同仁堂的安宫牛黄丸、太极集团的藿香正气口服液、羚锐制药的普药贴膏、九芝堂旗下多个品种等都进行了提价。

图 21: 2018 年后规模以上中成药企业数量有所下降



资料来源: CEIC 中国经济数据库, 光大证券研究所 (注: 统计截至 2022.04)

图 22: 规模以上中药企业集中度在 2018 年后显著提升

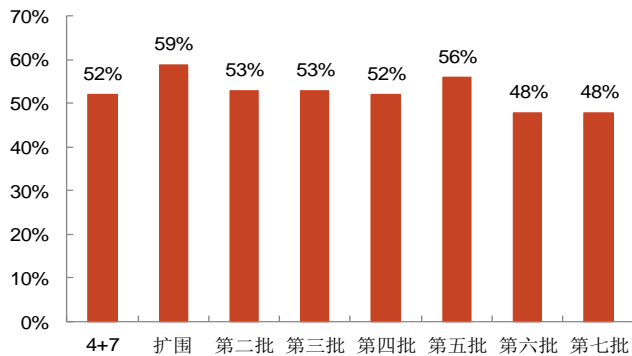


资料来源: 国家统计局, 公司年报, 中国医药工业百强系列榜单, 光大证券研究所测算 (注: 以规模以上企业营业收入为统计口径)

院内中成药将量增价跌、结构调整, 深化医改持续落地。已落地中成药集采降价较温和, 院内非独家大品种面临控费压力。2021 年 12 月, 湖北 19 省联盟、17 组 76 个中成药集采拟中选结果正式公布, 集采采购周期为 2 年, 采购规模近 100 亿元, 共计 111 个产品拟中选, 中选率达 62%, 拟中选产品价格平均降幅 42.3%, 最大降幅 82.6%。此次湖北省联盟集采是中成药集采价格降幅较大的一次, 但较以往化药集采结果更为温和。此后开展的广东中成药 6 省联盟集采结果更是好

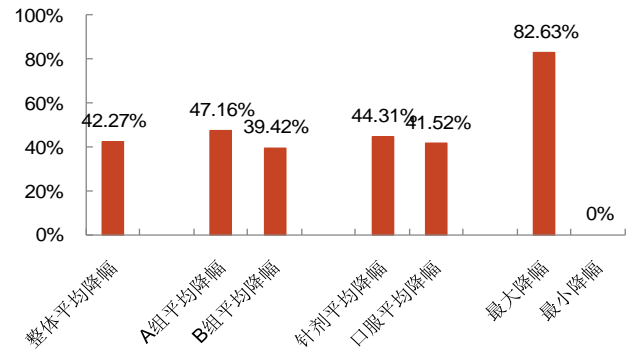
于市场预期。2022 年湖北组织全国中成药联盟集采，范围包括了 29 个省区。我们预计 2023 年全国范围的中成药集采工作会全方位、快速推进，院内市场仍将面临调整压力。此外，随着医保支持中医药和基药 986 政策加速落地，医疗机构中药使用量有望提升。

图 23：各批次国家化药集中带量采购平均降幅



资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网，光大证券研究所

图 24：湖北 19 省联盟中成药集采整体结果



资料来源：湖北省医药价格和招标采购服务网，光大证券研究所

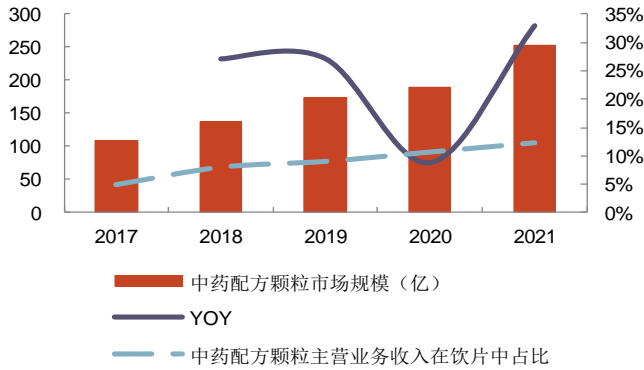
总结来看：前期医保控费和药品质量安全标准提升已推动中成药市场产能出清，龙头企业优势凸显，行业集中度进一步提升。当前院内中成药市场将面临新一轮结构调整（中成药集采扩面+注射剂一致性评价+基药目录 986 政策加强执行），我们判断以院内市场为主阵地的成熟大品种将面临控费压力。在医保支持政策和医疗机构强化基药配备使用的形势下，中成药、中药饮片（含中药配方颗粒）、院内制剂和中医诊疗技术项目将整体迎来市场扩容，院内市场分化，中药 OTC 企业传承发展，进一步强化品种和品牌优势。

“十三五”期间，发展中医药上升为国家战略。近年来国家针对中医药上下游全产业链进行了连贯性的顶层设计和规划，稳步推进各项政策的落地执行。随着行业标准、机制体制和服务体系的建立完善，中医药行业呈现出中西医并重、扶持与规范并举、传承与创新并进的良好局面，中医药行业步入高质量发展新阶段。

3.2.2、中药配方颗粒：全面拥抱新国标和市场扩容

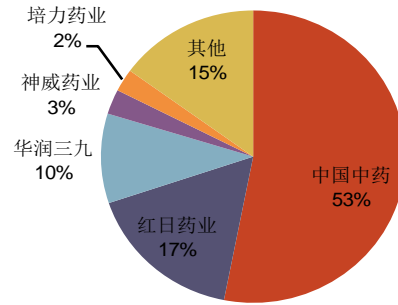
政策扶持和市场驱动下，行业快速发展，规模已超 250 亿。2001 年以来中药配方颗粒纳入中药饮片管理，和化药、生物药、中成药相比，中药配方颗粒一直是政策比较呵护的细分行业。2017 年全国深化医疗体系改革，药品、耗材实行零差价，医院实行药占比考核，而中药配方颗粒不受此限制，且保留 25% 的药品加成，暂不执行国家带量采购，医院依照市场定价自主采购。此外，由于中药配方颗粒具有分量明确、便携易服用、不易变质等诸多优点，更加符合现代生活节奏，终端消费动力强劲。2021 年我国中药配方颗粒市场规模已超过 250 亿，占中药饮片加工行业营业收入的 12.3%，2017-2021 年市场规模 CAGR 为 23.6%。目前原国家试点的 6 家企业占据了大部分市场规模。

图 25：2021 年中药配方颗粒市场规模已超 250 亿（出厂口径）



资料来源：中国医药工业信息中心，CEIC，光大证券研究所

图 26：2021 年我国中药配方颗粒竞争格局（出厂口径）



资料来源：各公司公告，中国医药工业信息中心，光大证券研究所估算

告别国标切换阵痛期，2023 年有望迎来量价齐升。2022 年上半年行业处在国标切换期，医疗终端仍在消化上年的企标产品库存，且由于各省政策存在差异，配方颗粒省标及国标备案的推进速度较慢，导致头部企业的相关业务收入出现短暂下滑。我们预计以上不利因素在 2022 年年底将全部消除，行业有望于 2023 年迎来量价齐升。截至 2022 年 10 月，国家药监局已公布 200 个中药配方颗粒国标品种，此外有 69 个品种处于公示期。新国标的实施将推动生产成本大幅上涨，同时随着上游中药材的持续涨价，2022 年行业迎来较大幅度提价。行业提价叠加市场扩容，我们估计行业放量将在 2-3 年内达到相对稳定状态，届时中药配方颗粒使用量占中药饮片的比例有望从约 12% 提升到 20-30%，暂不考虑行业集采，假设中药饮片市场规模保持稳定，我们预计整体中药配方颗粒市场规模在 2025 年将达到 530-920 亿元，较 2021 年有 1-2.5 倍的增长空间。

表 12：2025 年中药配方颗粒市场规模敏感性分析（出厂口径）

中药配方颗粒出厂口径 市场规模 (亿元)		中药配方颗粒使用量/中药饮片使用量				
中药配方颗粒 出厂口径提价 幅度	30%	12%	15%	20%	25%	30%
		328	400	534	667	800
35%	341	416	554	693	831	
40%	353	431	575	718	862	
45%	366	446	595	744	893	
50%	379	462	616	770	924	

资料来源：CEIC 中国经济数据库，前瞻产业研究院，光大证券研究所测算

备案制扩大市场准入，规模生产+渠道开拓能力铸造行业护城河。2021 年 2 月发布的《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》明确自 2021 年 11 月起，中药配方颗粒的质量监管纳入中药饮片管理范畴，可在所有医疗机构使用。

尽管备案制放开了生产牌照，但我们认为行业壁垒仍然较高，主要体现在以下几点：1) 产品研发能力：企业生产的产品需满足新国标或省标，就已经实施的 200 个新国标来说，原 6 家国家试点企业尚未满足全部标准，我们判断地方性企业研发追赶新国标还需 1-2 年时间。2) 品种覆盖范围：终端医疗机构一般不会混方，最多选用 2-3 家供应商，因此需要企业覆盖品种全面，至少达到 400 种单方。3) 渠道能力：中药配方颗粒的增量市场主要在第三终端，需要企业具备快速的销售拓展能力和专业的渠道服务能力。4) 全产业链能力：生产企业应具备中药炮制、提取、分离、浓缩、干燥、制粒等完整的生产能力，并且需要自行炮制用于中药配方颗粒生产的中药饮片，全过程需符合 GMP 要求。5) 规模效应：在

现代化和标准化的工业体系下，业务投入较大，规模优势能降低采购成本和生产成本。6) 质控能力：生产企业应实施生产全过程管理，建立追溯体系，加强风险管理和质量控制，技术要求中引入了“标准汤剂”的概念，规定了特征图谱的应用。综合来看，整体的生产门槛实际被提高了，龙头企业优势凸显。我们判断短期行业竞争格局不会出现剧烈变化，长期来看会出现多家全国性厂家以及部分地方优势企业，竞争相对有序。

图 27: 《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》要点梳理

中药饮片主体地位	注册管理	生产能力	质量控制	产品标准	跨省销售	销售范围和配送环节	医保支付
<ul style="list-style-type: none"> 中药配方颗粒的质量监管纳入中药饮片的管理范畴，其在临床使用、价格、医保支付等方面政策，由相关部门研究制定或明确。 	<ul style="list-style-type: none"> 实施备案管理，不实施批准文号管理，在上市前由生产企业报所在地省级药品监督管理部门备案。 	<ul style="list-style-type: none"> 企业应当取得《药品生产许可证》 同时具有中药饮片炮制和颗粒剂生产能力 具备与其生产、销售的品种数量相应的生产规模。 	<ul style="list-style-type: none"> 实施生产全过程管理，符合 GMP 相关要求，并建立追溯体系。 	<ul style="list-style-type: none"> 按照备案的生产工艺进行生产，并符合国标。 无国标的应当符合省标。 不具有国标或省标的中药配方颗粒不得上市销售。 	<ul style="list-style-type: none"> 报使用地省级药品监督管理部门备案。 无国标品种跨省使用的，应当符合使用地省标。 	<ul style="list-style-type: none"> 销售范围放开：不得在医疗机构以外销售，不再局限二线以上中医院。 配送环节放开：可由生产企业委托药品经营企业配送。 	<ul style="list-style-type: none"> 中药饮片品种已纳入医保支付范围的，各省级医保部门可将与中药饮片对应的中药配方颗粒纳入支付范围，并参照乙类管理。

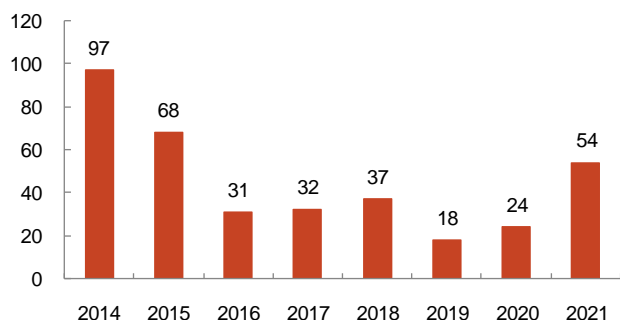
资料来源：国家药监局，国家中医药局，国家卫生健康委，国家医保局，光大证券研究所

全国集采条件尚不成熟，短期行业将迎来黄金发展期。参考一致性评价是化药集采的前提，中药配方颗粒有望在标准体系完善后优先纳入集采。国家已出台政策，鼓励将公立医疗机构采购的中药配方颗粒纳入省级医药集中采购平台挂网交易，促进交易公开透明。中药配方颗粒集采大势所趋，但我们判断短期全国集采条件尚不成熟，原因在于：1) 目前新国标 200 个品种不足以组方，医疗端使用配药机，一般无法混调，还有 400 多个品种未出国标；2) 目前能达到国家标准的生产企业数量较少，竞争不充分；3) 市场尚未全面放量，医保资金占用情况可控。我们判断中药配方颗粒的全国集采短期难以实施，省级联盟集采的降幅较为温和。

3.2.3、中药创新药：加速推动中药新药注册审评和上市

注册分类和“三结合”审评体系指明研发审评路径，加速新药研发上市。2020 年 9 月国家药监局发布《中药注册分类及申报资料要求》，将中药注册分类按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行分类，前三类属于中药新药。2022 年 1 月国家药监局药审中心发布《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则（征求意见稿）》，构建符合中医药特点的中药新药审评体系，强调中医药理论、人用经验和临床试验相结合，利好院内制剂和经验方。2022 年 6 月国家药监局发布《关于成立中药管理战略决策专家咨询委员会的通知》，进一步构建完善符合中药特点的审评审批体系，保障和促进中药监管工作重大决策的科学性、权威性。

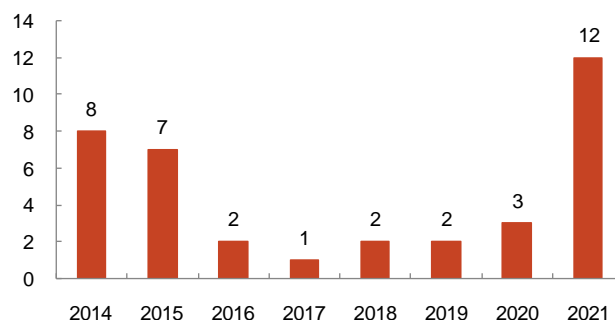
图 28: 2014-2021 年中药新药申报数量 (原 1-6 类和新 1 类)



■ 中药新药申报数量 (原 1-6 类和新 1 类) (件)

资料来源: 国家药监局药品审评中心, 光大证券研究所

图 29: 2014-2021 年批准上市的中药新药数量



■ 批准上市的中药新药数量 (件)

资料来源: 国家药监局药品审评中心, 光大证券研究所

国家鼓励药品创新, 中药创新药优先纳入医保, 实现市场的放量。随着我国医疗体制改革的深入, 医保目录已步入常态化调整。根据 2020 年《基本医疗保险用药管理暂行办法》, 原则上每年调整一次医保药品目录, 坚持“突出重点、补齐短板、优化结构、鼓励创新”的调整思路, 将更多临床价值高、患者需求大的药品纳入医保, 实现药品审批与医保评审“无缝衔接”, 体现鼓励创新的导向。独家药品通过准入谈判的方式确定支付标准, 原则上谈判药品协议有效期为两年。2021 年 12 月国家医保局出台《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》, 要求按规定将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录。将经国家谈判纳入医保目录的中成药配备、使用纳入监测评估。充分利用“双通道”药品管理机制, 将参保患者用药的渠道拓展到定点零售药店, 更好地保障参保群众用药需求。

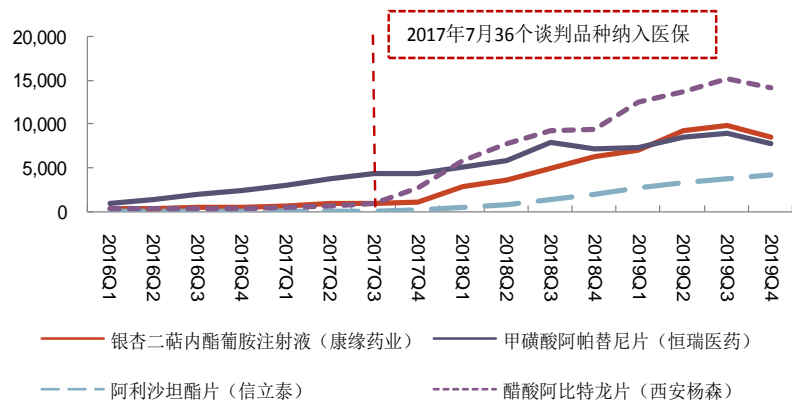
表 13: 2020-2021 年通过国谈进入医保目录的中药新药有 8 个, 2022 年医保目录调整预计将纳入更多中药创新药

新药获批时间	药品名称	上市许可持有人	注册分类	纳入医保时间	适应症
2019.12.18	小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药 (603998.SH)	原中药 6.1 类	国家医保药品目录 (2020 版)	小儿外感风寒化热的轻度急性支气管炎引起的咳嗽, 咯痰、痰黄, 咽部红肿等症
2019.12.20	芍麻止痉颗粒	天士力 (600535.SH)	原中药 6.1 类	国家医保药品目录 (2020 版)	Tourette 综合征 (抽动-秽语综合征) 及慢性抽动障碍
2020.3.27	桑枝总生物碱片	五和博澳	原中药 5 类	国家医保药品目录 (2020 版)	2 型糖尿病
2020.4.9	筋骨止痛凝胶	康缘药业 (600557.SH)	原中药 6.1 类	国家医保药品目录 (2020 版)	膝骨关节炎肾虚筋脉瘀滞证
2020.5.15	连花清咳片	以岭药业 (002603.SZ)	原中药 6.1 类	国家医保药品目录 (2020 版)	急性气管-支气管炎中医辨证属痰热壅肺证
2018.2.23	关黄母颗粒	吉林万通药业集团	原中药 6.2 类	国家医保药品目录 (2021 版)	女性更年期综合征 (绝经前后诸证) 中医辨证属肝肾阴虚证
2021.3.2	宣肺败毒颗粒	步长制药 (603858.SH)	中药 1.1 类	国家医保药品目录 (2021 版)	湿毒郁肺所致的疫病
2021.3.2	化湿败毒颗粒	广东一方制药 (中国中药 0570.HK)	中药 1.1 类	国家医保药品目录 (2021 版)	湿毒侵肺所致的疫病
2021.12.16	虎贞清风胶囊	一力制药	中药 1.1 类	国家医保药品目录 (2022 年通过形式审查的申报药品名单)	轻中度急性痛性关节炎中医辨证属湿热蕴结证
2021.12.16	解郁除烦胶囊	以岭药业 (002603.SZ)	中药 1.1 类	国家医保药品目录 (2022 年通过形式审查的申报药品名单)	轻中度抑郁症中医辨证属气郁痰阻、郁火内扰证
2018-12-25	金蓉颗粒	奇绩医药	原中药 6.1 类	国家医保药品目录 (2022 年通过形式审查的申报药品名单)	用于乳腺增生症痰瘀互结、冲任失调证
2021.11.26	坤心宁颗粒	天士力 (600535.SH)	中药 1.1 类	国家医保药品目录 (2022 年通过形式审查的申报药品名单)	女性更年期综合征中医辨证属肾阴阳两虚证
2019.12.2	连榆烧伤膏	扬子江药业集团江苏龙凤堂中药有限公司	原中药 6.1 类	国家医保药品目录 (2022 年通过形式审查的申报药品名单)	清热解毒, 生肌止痛。烧烫伤创面的治疗
2021.12.31	七蕊胃舒胶囊	健民集团 (600976.SH)	中药 1.1 类	国家医保药品目录 (2022 年通过形式审查的申报药品名单)	轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛

2021.11.26	芪蛭益肾胶囊	凤凰制药	中药 1.1 类	国家医保药品目录 (2022 年通过形式审查的申报药品名单)	早期糖尿病肾病气阴两虚证
2021.3.2	清肺排毒颗粒	中国中医科学院中医临床基础医学研究所	中药 3.3 类	国家医保药品目录 (2022 年通过形式审查的申报药品名单)	寒湿疫毒所致的疫病
2021.11.26	玄七健骨片	方盛制药 (603998.SH)	中药 1.1 类	国家医保药品目录 (2022 年通过形式审查的申报药品名单)	轻中度膝关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证
2021.9.1	益肾养心安神片	以岭药业 (002603.SZ)	中药 1.1 类	国家医保药品目录 (2022 年通过形式审查的申报药品名单)	失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证
2021.11.10	银翘清热片	康缘药业 (600557.SH)	中药 1.1 类	国家医保药品目录 (2022 年通过形式审查的申报药品名单)	外感风热型普通感冒

资料来源：国家药监局药审中心，国家医保药品目录，光大证券研究所；注：统计截至 2022 年 11 月 15 日

图 30：4 种新药通过国家谈判纳入医保后实现了院内销售的快速放量



资料来源：PDB，光大证券研究所（注：院内销售额单位为万元）

投资建议：长期来看，在人口老龄化、疾病谱变迁以及国家层面政策扶持、力推国际化等发展背景下，中医药行业未来成长空间巨大。我们判断，2023 年中医药行业在医保和政策支持下有望持续受益，传统中药企业传承发展，中药配方颗粒行业全面拥抱新国标和市场扩容，中药创新药加速获批纳入医保，静待业绩兑现和价值重估。

推荐云南白药、太极集团，建议关注 4 类中药投资机会：1) 品牌中成药：同仁堂、达仁堂、羚锐制药、以岭药业、健民集团等；2) 中药配方颗粒：中国中药 (H)、红日药业、华润三九等；3) 中药创新药：以岭药业、天士力、康缘药业、新天药业等；4) 中医诊疗：固生堂 (H)、同仁堂。

3.3、创新药:关注临床价值决胜、产品提质的细分方向

政策导向进入提质阶段，产业从同质化内卷走向临床价值决胜。

近年来创新药的政策环境逐步发生变化，政策导向已经呈现出明显的“提质”倾向，具体包括：1) 国家医保局在 2021.11 印发了《DRG/DIP 支付方式改革三年行动计划》，我们预计支付方式改革可能会引发医疗终端药物临床价值的优胜劣汰，临床价值将成为药物商业价值的关键决定因素。2) 药监局药审中心则在 2021 年 11 月发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，标志着 me-too 创新药的时代红利结束。3) 北京市医疗保障局 2022 年 7 月 13 日印发《CHS-DRG 付费新药新技术除外支付管理办法的通知（试行）》，高临床价值创新药将得到更好的商业化环境。

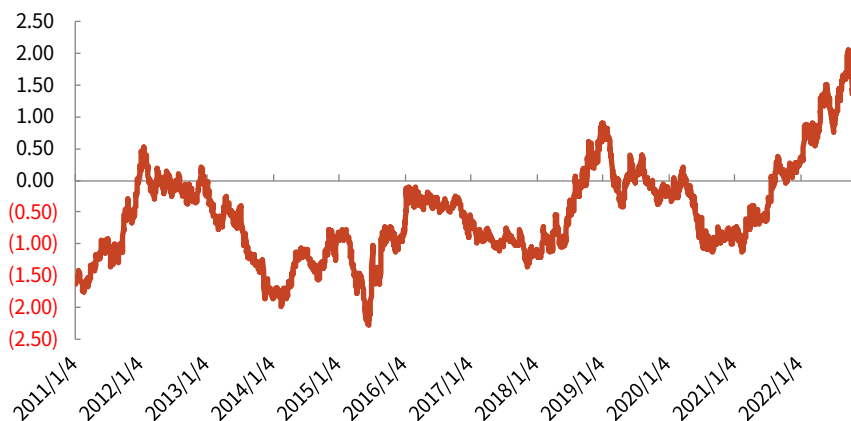
随着新的政策框架不断落地，行业的发展环境发生剧烈变革，同质化内卷走向尾声，终端竞争将走向以临床价值决胜，高临床价值药物将获得更好的商业环境。

市场风险偏好低，优质资产迎来布局窗口。

医药生物行业的股权风险溢价（ERP）自 2021 年初以来持续上升，截至 2022 年 9 月底已经达到 2011 年来历史高位，意味着市场对医药的风险偏好持续降低至历史最低值。很多优质创新药资产的估值处于较低位置，迎来布局窗口。

当市场风险偏好开始转向上升时，资金可能更乐于流向风险和潜在收益都较高的创新药板块，带来较好的创新药股价表现。

图 31：医药生物行业 ERP 在 2022 年 9 月底已达到 2011 年以来高位



资料来源：同花顺 iFinD、光大证券研究所（截至 2022 年 11 月 15 日）

（3）密切关注利率走势，把握择时与选股要点

我们在 2022 年 9 月 29 日发布的《从宏观视角剖析创新药：如何站在更高维度看估值——创新药深度研究系列七》中提出：**降息是创新药行情的冲锋号；降息看空间，加息看业绩。**

当前美联储处在加息周期，创新药类资产的估值仍然有压制因素，因此，销售强劲、短期现金流坚实的创新药企业将有着更好的防御能力和相对收益表现；一旦美联储转向降息周期，创新药有望迎来整体反弹，尤其以远期市场空间大的公司将有着更好的估值进攻性。

投资建议：综合以上因素，我们认为当前创新药的选股与择时需要把握的核心要点包括：契合政策提质导向，拥有独特的高临床价值，能够填补临床空白领域，或在已有治疗方案的疾病方面相较传统疗法有明显提升；降息看空间，加息看业绩。在降息周期优先选择远期空间大的公司，在加息周期优先选择短期销售现金流坚实的公司。

推荐荣昌生物（A+H）、海创药业-U、康诺亚（H），建议关注恒瑞医药、信达生物（H）、君实生物（A+H）、百济神州（A+H）、复宏汉霖（H）等。

4、投资建议：紧抓医疗硬科技、中医药、创新药三大主线

我们建议跟随政策支持方向，积极把握结构性投资机会，重点关注三大投资机会：

- 1、涉及国产自主可控与进口替代逻辑的医疗硬科技板块，如高端设备器械、生命科学/制药产业上游等；
- 2、政策支持的中医药板块；
- 3、差异化/真正满足临床需求的创新药械。

医疗硬科技：在后疫情时代，医疗新基建逐步展开，国产替代进程的加速推进，新院建设、旧院改造、医疗设备及防控救治物资初步升级等项目逐步落地，优质企业有望受益。2022年贴息贷款的逐步推进有望带动未来2~3年板块业绩增长，推荐**联影医疗、迈瑞医疗、新华医疗、药康生物、东诚药业、奕瑞科技、键凯科技**，建议关注**华大智造、开立医疗、海泰新光、奥浦迈、百普赛斯、泰坦科技**等。

中医药：中医药行业在医保和政策支持下有望迎来上行拐点，传统中药企业传承发展，中药配方颗粒行业拥抱市场扩容和提标提质，中药创新药加速获批纳入医保，中药出海正当时，静待业绩兑现和价值重估。推荐**太极集团、云南白药**，建议关注**同仁堂、达仁堂、羚锐制药、以岭药业、健民集团、中国中药（H）、红日药业、华润三九、天士力、康缘药业、新天药业、固生堂（H）**。

创新产业链：我们认为只有契合政策提质导向，拥有独特的高临床价值，能够填补临床空白领域，或在已有治疗方案的疾病相较传统疗法有明显提升的创新药或创新器械有望打开放量空间，建议关注差异化/真正满足临床需求的创新药械，推荐**荣昌生物（A+H）、海创药业-U、康诺亚（H）**，建议关注**恒瑞医药、信达生物（H）、君实生物（A+H）、百济神州（A+H）、复宏汉霖（H）**等。

5、重点公司

5.1、联影医疗：医学影像设备国产龙头，撬动千亿进口主导市场

国产医学影像设备龙头企业，深耕行业十余载。联影医疗成立于 2011 年，致力于为全球客户提供高性能医学影像设备、放射治疗产品、生命科学仪器及医疗数字化、智能化解决方案。深耕行业十余载，联影医疗已经构建起全面完善的医学影像设备产品线，公司持续投入研发，核心技术逐渐走向全球行业前沿水平。公司核心管理团队具备丰富行业经验和技術底蕴，员工持股平台合计持有 8.56% 股权，激励充分。公司 2022 年前三季度营业收入 58.59 亿元，同比增长 25.55%，归母净利润 8.99 亿元，同比增长 16.62%，扣非归母净利润 7.20 亿元，同比增长 15.51%。

政策扶持+技术突破，千亿医学影像设备行业格局正被撬动。医学影像设备根据信号的不同大致可分为磁共振成像（MR）、X 射线计算机断层扫描成像（CT）、X 射线成像（XR）、分子影像（MI）等。全球医学影像设备行业 2020 年市场规模约 430 亿美元、我国约 537 亿元（预计到 2030 年市场规模有望接近 1100 亿元），但我国 CT、MR、PET/CT 等影像设备人均保有量仅为发达国家的 1/10~1/3，普及率处于较低水平。此外国内市场也呈现出行业集中度低、企业规模偏小、中高端市场国产产品占有率低的局面。近年来，伴随国产医疗设备整体研发水平的进步，产品核心技术被逐步攻克、产品品质与口碑崛起，部分国产企业已通过技术创新实现弯道超车，进口垄断的格局正在发生变化，叠加政策扶持，千亿医学影像设备行业格局正在被联影医疗等国产龙头企业撬动。

创新研发驱动打造生态闭环，海内外销售并驾齐驱国际化巨头雏形初现。公司在十余年间推出 80 多款产品，包含多款行业首创和国产首创产品如 4D 全景动态 PET-CT、数字化 PET-MR、Uct520（天眼 CT）。公司坚持创新研发，关键性技术和核心部件的自研比例居行业领先地位。研发驱动之下公司已建立起平台化生态闭环，可以实现产品的更新迭代升级。此外，公司也建立起立体的营销网络和完善的售后服务体系，海外收入占比已经从 2018 年的 2% 快速提升到 2021 年的 7%。公司以中高端产品开路，高举高打拓宽国际化市场，未来有望引领全球医学影像设备创新浪潮。

盈利预测、估值与评级：公司是国内医学影像设备龙头，持续研发投入和技术创新，在国内和全球市场都具备竞争力，我们维持公司 2022~2024 年归母净利润预测为 18.1/23.2/29.6 亿元。考虑到公司的装机量攀升、在研产品梯队有序，维持“买入”评级。

风险提示：需求回落风险、供应链风险、市场竞争加剧风险、研发进度低预期

表 14：联影医疗盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5,761	7,254	9,296	11,421	14,102
营业收入增长率	93.36%	25.91%	28.15%	22.86%	23.48%
净利润（百万元）	903	1,417	1,809	2,321	2,964
净利润增长率	-1328.13%	56.96%	27.67%	28.29%	27.70%
EPS（元）	1.25	1.96	2.20	2.82	3.60
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.08%	28.13%	6.21%	7.19%	8.41%
P/E	157	100	89	69	54

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15；2020~2021 年总股本为 7.24 亿股，2022 年 8 月因 IPO 总股本升至 8.24 亿股。

5.2、迈瑞医疗：国内业绩增长稳健，海外高端客户持续突破

国内市场业绩增长稳健，海外高端客户持续突破：2022 年前三季度公司实现营业收入 232.95 亿元，同比增长 20.13%；归母净利润 81.02 亿元，同比增长 21.60%，扣非归母净利润 80.04 亿元，同比增长 22.30%。2022 年第三季度公司实现营业收入 79.40 亿元，同比增长 20.07%；归母净利润 28.15 亿元，同比增长 21.40%。区域维度，受益于国内医疗新基建的推进，以及 22Q3 疫情有所缓解，国内市场业绩迅速增长；同时，公司进一步完善了海外营销体系，在高端客户突破上实现持续进展，北美和发展中国家前三季度营收端分别实现了超过 30%和超过 20% 的快速增长。产线维度，体外诊断业务前三季度营收实现了高速增长，其中化学发光营收增速超 40%；全新高端超声 R 系列和全新中高端超声 I 系列迅速上量带来了海内外高端客户群的突破，医学影像业务营收实现快速增长；生命信息与支持业务营收增速逐季度环比提升。

研发投入维持高位，高端产品布局不断拓展：2022 年前三季度，公司研发投入共计 20.87 亿元，同比增长 28.11%，占营业收入比为 8.96%。报告期内，在体外诊断领域，公司推出了 EU 8600 全自动尿液分析流水线及配套试剂等新产品；在医学影像领域，公司推出了 POC 超高端平板彩超 TEX20、新双立柱固定 DR DigiEye 330/350 系列等新产品；在生命信息与支持领域，公司推出了 TMS30 和 TMS60 Pro 遥测产品、易监护 2.0 生态系统等新产品。截至 2022 年 9 月 30 日，共计申请专利 8349 件，其中发明专利 5958 件。

产学研医合作持续推进，“一站式”解决方案助力医疗设备升级改造：公司聚焦医疗器械相关领域的重大技术问题及难题，积极与各行业交流、合作，进行技术创新。2022 年前三季度公司共举办国际培训和学术交流活动超过 300 场，涉及产品、技术应用培训和最新临床话题研讨；此外，公司积极响应卫健委发布的贴息贷款政策，为各级医院提供定制化的“一站式”解决方案，助力实现科学的、智能的、面向未来的医疗设备升级改造。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2022-2024 年归母净利润的预测为 97/117/141 亿元，分别同比增长 20.82%/20.81%/20.70%，考虑到国内医疗新基建开展和海外高端市场拓宽为公司带来的发展机遇和公司行业标杆的地位，我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：产品研发及获批不及预期风险、市场竞争加剧风险。

表 15：迈瑞医疗盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	21,026	25,270	30,465	36,845	44,589
营业收入增长率	27.00%	20.18%	20.56%	20.94%	21.02%
净利润（百万元）	6,658	8,002	9,667	11,679	14,098
净利润增长率	42.24%	20.19%	20.82%	20.81%	20.70%
EPS（元）	5.48	6.58	7.97	9.63	11.63
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.60%	29.69%	29.87%	29.49%	29.33%
P/E	58	48	40	33	27

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15，2021 年末总股本为 12.16 亿股，因回购致总股本减少至 12.12 亿股。

5.3、新华医疗：调结构强主业，老牌国企发展入佳境

调结构，单三季度收入快速增长。公司 22 年前三季度营业收入 66.50 亿元 (YOY-9.58%)，归母净利润 4.20 亿元(YOY-4.11%)，扣非归母净利润 4.34 亿元(YOY+41.40%)；其中单 Q3 收入 22.15 亿元，同比提升 16.93%，归母净利润 0.98 亿元，同比下滑 10.12%，扣非归母净利润 0.82 亿元，同比提升 119.12%。

强主业，定增与股权激励计划稳步推进。根据公司规划，确定以医疗器械、制药装备作为两大核心主业，着重突破血液透析、放射诊疗、体外诊断、生物制药装备领域。在公司具备行业内优势的感控设备、实验设备、手术器械等领域，精耕细作稳固业内领先地位，合同额充裕。公司 22 年前三季度研发费用 2.43 亿元，同比增长 34.98%。研发持续投入之下，智能环形加速器系统研发项目开始进行型式检验工作；“85cm64 排大孔径螺旋 CT 项目”完成样机组装，开始进行整机联调。此外，公司拟定增 12.84 亿元用于医疗器械板块的项目建设，定增项目稳步推进彰显大股东对公司未来发展的信心。此外，公司正在研究推进子公司股权激励项目，进一步提升员工主观能动性，助力公司长远发展。

盈利预测、估值与评级：公司是国内医疗器械和制药装备领先企业。维持公司 2022~24 年归母净利润预测为 5.80/7.08/8.26 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：订单不及预期；募投项目投入不及预期；投资亏损；疫情反复。

表 16：新华医疗盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	9,151	9,482	10,071	11,081	12,447
营业收入增长率	4.38%	3.62%	6.21%	10.03%	12.33%
净利润（百万元）	234	556	580	708	826
净利润增长率	-72.82%	137.68%	4.23%	21.99%	16.80%
EPS（元）	0.58	1.37	1.41	1.72	2.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.34%	11.32%	10.67%	11.70%	12.23%
P/E	49	20	20	16	14

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15

5.4、药康生物：积极研发丰富小鼠品类，打造高毛利商品型公司

构建基因编辑商品化小鼠库，重塑业界商业模式。2019 年公司开展“斑点鼠计划”，旨在预先构建 2 万余个蛋白编码基因的 KO 和 CKO 小鼠品系库，使模型小鼠供应由定制化转变为现货型，其实施将改变现有基因编辑小鼠供应模式。基因敲除小鼠模型构建技术难度大、制作成本高、开发周期长，过去常依赖定制化服务进行构建。通过预先构建品系，“斑点鼠计划”可以将原来 4-7 个月的客户定制交付周期最多缩短至 7 天，且大规模化研发与制备形成标准的商业品系可以降低成本。该计划成功实施后，公司的小鼠品系规模预计超过 4 万种，并涵盖肿瘤、代谢、免疫、发育、DNA 及蛋白修饰等研究方向的基因，方便科研人员对不同基因进行研究。目前该计划进度已经过半，创造了大量独特的新模型品系，累计形成约 22000 种具有自主知识产权的商品化小鼠模型，品系资源数量稳居行业前列。

持续创新满足需求，丰富品系多点开花。公司除了正在开发的斑点鼠品系外，还拥有免疫缺陷鼠、人源化小鼠、疾病小鼠及基础小鼠，可用于药理药效研究、药物筛选、基础科研等方面。为了使实验小鼠更好地模拟真实世界情况，公司亦在积极开发新类型小鼠模型：1) 无菌鼠。公司掌握了无菌净化技术，已开发出 6 个无菌小鼠品系，打造了完整的无菌小鼠与菌群定植平台用于共生微生物研究，是国内少数可以稳定供应无菌小鼠的企业；2) 野生型鼠。公司通过引进野生鼠基因，构建具有遗传多样性的小鼠疾病模型。目前常用的小鼠遗传背景单一，难以反映复杂疾病性状，导致药物在临床前开发与临床开发的结果拟合度较低。公司构建遗传背景复杂的小鼠模型，旨在更好地通过临床前动物实验预测药物进入临床阶段后的效果。公司持续推出新的小鼠模型品系，旨在成为商品型公司，打造成为高毛利模式动物供应商。

盈利预测、估值与评级：2021 年公司海外收入占总营收不到 10%，但其比例正在逐步提升，预计随着海外业务的开拓，其海外收入占比将持续提高。公司是模式动物龙头，处于品类快速扩张期。我们维持公司 22-24 年归母净利润预测为 1.85/2.65/3.76 亿元，分别同比增长 48.4%/42.9%/41.9%，维持“增持”评级。

风险提示：新药研发投入不及预期；小鼠销售不及预期；出海不及预期。

表 17：药康生物盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	261.92	393.79	566.28	795.42	1,094.45
营业收入增长率	35.9%	50.3%	43.8%	40.5%	37.6%
净利润（百万元）	76.43	124.93	185.43	264.89	375.79
净利润增长率	120.0%	63.4%	48.4%	42.9%	41.9%
EPS（元）	0.21	0.35	0.45	0.65	0.92
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.6%	15.9%	8.8%	11.2%	13.7%
P/E	162	99	76	53	37

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15，2021 至 2022 年股本分别为 3.6/4.1 亿股

5.5、东诚药业：受益于医疗新基建，把握核药大时代

政策大力支持国产设备更新改造，PET 装机加速有望强劲支撑业绩。9月13日国务院常务会议确定专项再贷款与财政贴息配套支持部分领域设备更新改造，卫健委也发布通知拟使用财政贴息贷款更新改造医疗设备。我们预计随着财政支持力度加大，医院有望实现 PET 装机加速，带来 ¹⁸F 业务加速增长，为公司的业绩带来强劲支撑。

推进核创新药开发，把握核药大时代。蓝纳成的氟 [¹⁸F] 思睿肽注射液于 2022/9/27 公示 I 期临床试验方案，用于前列腺癌患者前列腺特异性膜抗原 (PSMA) 阳性病灶的正电子发射断层扫描 (PET) 成像；氟 [¹⁸F] 纤抑素注射液在 2022 年 10 月提交临床申请。安迪科用于心肌灌注显像的镓 [⁶⁸Ga] 替曲膦注射液在 2022 年 9 月提交上市申请。新旭医药用于阿尔茨海默病诊断的 [¹⁸F] APN-1607 注射液的 III 期临床于 2022-02-14 入组首例受试者。随着公司核创新药产品线的持续推进，未来公司将持续拥有更加丰富的核药产品梯队，为长远健康发展奠定坚实的基础。

疫情影响短期业绩，不改长期发展空间。2022Q1~Q3，公司单季度营业收入 8.80/8.85/9.76 亿元，同比-1.18%/-5.38%/+0.71%；归母净利润 0.55/1.14/1.62 亿元，同比-17.90%/+29.25%/+51.22%；扣非归母净利润 0.54/1.10/1.59 亿元，同比-16.56%/+30.39%/+53.62%。分业务来看，2022Q1~Q3 原料药实现收入 16.3 亿元，同比增长 3.29%，主要因肝素钠销售量增加所致；注射用那屈肝素钙实现收入 2.95 亿元，同比增长 3.18%；FDG 注射液实现收入 2.93 亿元，同比增长 0.4%；镓标记药物实现收入 6445.67 万元，同比下滑 7.48%，同比下滑主因受疫情影响正常医院诊疗秩序影响；云克注射液实现收入 1.68 亿元，同比下滑 34.09%，同比下滑主因受疫情影响正常医院诊疗秩序和医保对接。2022 年 10 月，公司的重庆核药房与昆明核药房投入运营，核药网络进一步扩展，将在更大的区域内实现产品销售。

盈利预测、估值与评级：我们维持预测公司 2022~2024 年归母净利润为 3.91/5.03/6.62 亿元，同比+158.26%/28.60%/31.44%，维持“买入”评级。

风险提示：PETCT 等设备装机量低于预期；核药房布局建设低于预期；肝素原料药价格波动的风险。

表 18：东诚药业盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,419	3,912	4,130	4,522	4,997
营业收入增长率	14.24%	14.42%	5.57%	9.51%	10.49%
净利润 (百万元)	418	152	391	503	662
净利润增长率	170.02%	-63.72%	158.26%	28.60%	31.44%
EPS (元)	0.52	0.19	0.47	0.61	0.80
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.35%	3.45%	7.80%	9.58%	11.81%
P/E	35	95	38	30	23

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15 (注：2020~2021 年总股本为 802,214,326 股，2022 年因非公开发行股票导致总股本变更为 824,595,705 股)

5.6、奕瑞科技：国产平板探测器龙头，研发投入不断加强

公司为 X 射线平板探测器全球寡头企业，凭借性价比优势持续提升国际市占率。2018 年全球市占率 8.09%，2020 年已达到 12.91%。2017 年~2021 年奕瑞科技营收 CAGR 为 35%，归母净利润 CAGR 为 73%，保持较高增速。奕瑞科技产品类型丰富，性价比优势突出。凭借卓越的研发及创新能力，成为全球为数不多的、掌握全部主要核心技术的数字化 X 射线探测器生产商之一，主要产品性能优越。

疫情影响不扰业绩增长，看好全年高增长态势。22Q1-Q3 公司实现营收 11.04 亿元，同比增长 34.01%；归母净利润 5.08 亿元，同比增长 55.89%；扣非归母净利润 4.05 亿元，同比增长 50.94%。上半年疫情扰动下供应链、生产等方面面临困难，公司营收仍保持较高增速增长，展望全年公司有望维持高增长态势。

研发投入持续加大，力争加速科技成果转化。公司研发力度不断加大，资金投入持续加强。2022Q1-Q3 公司单季度研发费用分别为 0.52/0.53/0.58 亿元，分别同比+119.2%/74.3%/59.0%，分别占当期收入 16.1%/13.5%/15.1%。公司拟建设数字化 X 线探测器关键技术研发和综合创新基地，加强 CMOS 探测器、CT 探测器、TDI 探测器等及探测器芯片研发，力求不断提升研发实力，加速科技成果转化，为成长为全球领先的探测器综合解决方案供应商奠定基础。

加强产能建设，优化产品结构，提高市场竞争力。2022 年 10 月，公司可转债发行完成，募投资金将用于 CMOS 探测器、CT 探测器等新型探测器和闪烁体材料产业化产能建设。新型探测器生产线的建设将进一步完善公司在高端、动态产品布局，优化公司产品结构；闪烁体材料量产能力的提升有利于公司满足自身 CT 探测器和线阵探测器的生产需求，降低产品成本、提高市场竞争力以及保证上游核心原料的自主可控。

盈利预测、估值与评级：公司为国内平板探测器供应商龙头，产品线布局较为全面，规模优势明显，我们维持公司 22-24 年归母净利润为 6.29/8.33/10.90 亿元，EPS 分别为 8.67/11.48/15.03 元，维持“买入”评级。

风险提示：海外政策风险、平板探测器行业增速下滑、齿科工业需求增长不及预期等。

表 19：奕瑞科技盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	784	1,187	1,623	2,185	2,838
营业收入增长率	43.58%	51.43%	36.69%	34.62%	29.87%
净利润（百万元）	222	484	629	833	1,090
净利润增长率	130.54%	117.79%	30.01%	32.38%	30.88%
EPS（元）	3.06	6.67	8.67	11.48	15.03
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.44%	15.86%	17.87%	20.09%	21.97%
P/E	154	71	54	41	31

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15

5.7、 键凯科技：以材料创新引领生物医药革新的 PEG 龙头企业

以材料创新引领生物医药革新的 PEG 龙头企业。作为国内医用药用聚乙二醇（PEG）赛道唯一的上市公司，键凯主要从事 PEG 及其活性衍生物的研发、生产和销售，提供 PEG 医药应用服务以及自主开发创新 PEG 化药物和第三类医疗器械，为国内上市及临床在研的约 2/3 的 PEG 化药物项目提供 PEG 供应。健全的人才发展梯队、稳定的研究开发投入将进一步巩固公司在聚乙二醇材料领域的国内领先地位。

PEG 行业是具有创新研发特征的定制加工赛道。聚乙二醇是迄今为止生物相容性最好的有机材料，将其衍生物偶联到药物分子表面时，能显著提升药物理化性质。基于此，聚乙二醇化是目前世界先进的药用分子修饰和给药技术：**应用广泛**，涵盖药物及器械两大场景；**前景广阔**，在不考虑新药品上市的情况下，保守预计 2020-2025 年国内 PEG 修饰蛋白药物的市场规模将维持 **30%** 的年复合增速，在 2025 年达到约 **300 亿元**；**技术艰深**，从“原料制备→衍生物设计→药物 PEG 修饰”全链布满壁垒。

三大技术（原料研制+衍生物开发+应用创新）构筑竞争壁垒。历经多年，公司已建立了完整自主的核心技术体系：**高纯度 PEG 原料研制技术、PEG 活性衍生物研制技术、PEG 医药应用创新技术**，实现了从 PEG 原料、PEG 衍生物到 PEG 修饰药物研制的全流程覆盖。这三类技术相互依托，逐层深入，是保障公司在行业处于领先地位的重要基石。

两大市场（存量市场+增量市场）锻造增长空间。**存量市场：**长效化替代渐成大势，终端上市药品渗透率持续增加；品牌效应渐显，海外医疗器械订单正式进入放量期。**增量市场：**传统药物迭代推动行业扩容，创新药物、创新器械推广下 PEG 修饰适用场景持续拓宽。

盈利预测与评级：考虑到公司现有业务的竞争格局优良、技术壁垒深厚，研发布局的药物、器械项目具有丰富的应用空间，维持预测公司 2022-2024 年归母净利润的预测为 1.99、2.61 和 3.44 亿元，同比增长 13.33%/31.11%/31.76%，对应 EPS 分别为 3.30/ 4.33/ 5.71 元，维持“买入”评级。

风险提示：创新产品研发失败风险；美国国际贸易保护风险；核心技术迭代风险。

表 20：键凯科技盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	187	351	424	545	708
营业收入增长率	38.94%	88.18%	20.76%	28.49%	30.00%
净利润（百万元）	86	176	199	261	344
净利润增长率	39.22%	105.16%	13.33%	31.11%	31.76%
EPS（元）	1.43	2.93	3.30	4.33	5.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.01%	16.71%	16.63%	18.66%	20.67%
P/E	127	62	55	42	32

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15

5.8、太极集团：国药入主深化改革，老牌国企蓄力新生

国药入主融合重塑，太极开启复兴之路。太极集团自 1993 年成立以来下属于涪陵区国资委，2021 年 5 月国药集团正式入主，在经营管理、渠道协同、资源整合等方面为公司高质量发展赋能。公司坚持“规范治理、聚焦主业、突破销售、提质增效”的工作方针，明确了“融合、重塑、提高”三大经营目标，对标国药梳理业务流程和制度，精简机构和人员，改革薪酬激励，聚焦医药主业、启动“两非”资产剥离、推进研发和营销改革，轻装上阵，开启复兴之路。

公司“十四五”规划目标宏大，“规模”“效益”两手抓。公司“十四五”战略规划明确了战略方向，即以现代中药智造为主，以麻精特色化药、区域商业领军企业为辅，通过充分发挥“太极(TAIJI)”驰名商标、百年“桐君阁”老字号的品牌影响力，内生外延并举，力争成为 500 亿规模的世界一流中药企业，净利率不低于医药行业平均水平。2022 年前三季度，公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 105.44/2.49/3.17 亿元，同比+10.17%/0.35%/238.28%。

组织和营销改革先行，主品战略势如破竹。2021 年公司已推进组织机构、薪酬激励、营销体系等方面的经营整改，总部职能部门由 29 个精简为 20 个，全公司减少人员 300 多人，业务和人员冗余的历史遗留问题有望持续改善。此外，全面推行经理层成员任期制和契约化管理，以利润为导向，加大激励和淘汰。15 个核心产品上收营管中心直管，从规模考核转为利润考核，有望显著降低费用率。22Q1-Q3 未抵消前的医药工业和医药商业实现营收 67.25/58.84 亿元，同比+10.09%/6.30%。重点产品增长喜人，22Q1-Q3 消化系统用药（藿香正气口服液为主）营收同比+62.07%至 17.47 亿元，呼吸系统用药（急支糖浆和鼻窦炎口服液为主）营收同比+61.96%至 10.13 亿元，神经系统用药（通天口服液和洛芬待因缓释片为主）营收同比+34.50%至 9.05 亿元。公司围绕“6+1”重点领域整合营销，OTC 战略品种超常规发展，处方药品种精细招商，夯实学术营销。医药商业加速整合升级，推进业态和渠道、品类协同，探索建立“纵向一体化、横向标准化”的经营管理模式。

盈利预测、估值与评级：公司品牌和品种资源深厚，以国药入主为契机，全面推进经营整改，实施主品战略，优化营销模式，已迎来业绩拐点，有望实现中长期高质量发展。我们维持公司 22-24 年归母净利润预测为 3.20/5.76/7.95 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：核心品种销售不及预期；成本费用管控不及预期；资本结构调整进度低于预期；改革不及预期。

表 21：太极集团盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11,208	12,149	13,523	15,754	18,486
营业收入增长率	-3.74%	8.40%	16.27%	16.98%	17.19%
净利润（百万元）	66	-523	320	576	795
净利润增长率	NA	-891.88%	NA	80.13%	38.05%
EPS（元）	0.12	-0.94	0.58	1.03	1.43
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.04%	-19.18%	10.50%	15.90%	18.00%
P/E	309	NA	64	36	26

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15

5.9、 云南白药：新业务加速落地，数字化转型面向未来

集采拖累医药流通业务收入，Q3 内生业绩拐点初现。2022 年前三季度公司实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润 269.16/23.05/27.05 亿元，同比-5.10%/-5.94%/-7.73%。22Q1-Q3 营收分别为 94.30/ 85.87/88.99 亿元，同比-8.70%/ -1.92%/-4.10%；归母净利润 9.14/ 5.86/8.04 亿元，同比+19.81%/-43.56%/ +23.97%；扣非归母净利润 13.20/ 3.35/10.50 亿元，同比-3.34%/-35.63%/ +0.41%。前三季度医药集采降价拖累医药流通业务营收表现，而工业板块基本稳定。单三季度利润端的较快增长，与政府补助同比增加 0.4 亿和金融资产同比减亏 1.3 亿有关。单三季度扣非净利润基本同比持平，若剔除 2021 年股份支付费用和 2022 年上海医药投资收益，1H22 内生扣非净利润同比-52.7%，3Q22 同比-17.6%，业绩拐点初现。我们估计今年以来内生业绩的下滑与药品集采和牙膏成本上升有关。22Q1-Q3 毛利率同比+0.17PP，与收入结构调整有关，流通业务收入占比下降；期间费用率同比-0.22pp，其中销售费用率+1.34pp，管理费用率大幅-1.56pp，主要是由于今年没有了股份支付费用。3Q22 交易性金融资产较 1H22 缩减 5.19 亿元至 23.69 亿元，风险进一步下降。

新业务加速落地，上海医药战略合作正式开启。公司持续推进“1+4”的第二增长曲线战略落地，聚焦中医药、口腔护理、皮肤科学、骨伤科、女性关怀等赛道。9 月底首家医美门诊部在上海开业，正式切入医美赛道，未来将在北京、上海、昆明等地加速开店，深入布局产业链上下游。2022 年重磅上线“齿说”（ToothTalk）口腔科学专研品牌，全新打造口腔智护解决方案，产品包括：智能电动牙刷、冲牙器、漱口水、口喷、耗材和小程序服务平台等，有望成为新的增长点。2022 年 8 月底上海医药董事会提名董明和陈发树先生为董事会董事，提名马加先生为监事会监事，云南白药将深度参与上海医药公司治理与运营，充分整合双方平台和资源优势，进一步提升企业核心竞争力和盈利水平。

以用户为中心，持续推进数字化转型。公司持续推进数字化转型，对内推动企业管理和组织变革，从面向功能的流程转变为面向打通客户场景的流程，建立统一的“数据底座”和治理策略，构建以数据为基础，“基于事实”的智能决策系统。对外以用户数据中台为核心，搭建“以用户为中心”的商业体系，提升客户体验。此外，云南白药《数字三七产业平台—赋能百年中药启航工业 4.0 时代》入选中国上市公司协会数字化转型优秀案例。2022 年 7 月，公司与华为签署了《人工智能药物研发全面合作协议》，双方将在人工智能药物研发领域，开展广泛的交流和合作，探索联合科研创新的机制，扩大双方合作的广度和深度，包括但不限于大小分子设计、相关病症、数据库开发等。

盈利预测、估值与评级：公司长期战略目标宏伟，全面推进数字化转型和产业合作，加大内生挖潜+外延探索，未来前景广阔。我们维持公司 22-24 年归母净利润预测为 34.59/55.44/64.95 亿元，维持“增持”评级。

风险提示：数字化转型不达预期；新业务拓展风险；研发失败风险。

表 22：云南白药盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	32,743	36,374	35,015	38,825	42,966
营业收入增长率	10.38%	11.09%	-3.74%	10.88%	10.67%
净利润（百万元）	5,516	2,804	3,459	5,544	6,495
净利润增长率	31.85%	-49.17%	23.36%	60.31%	17.14%
EPS（元）	4.32	2.19	1.92	3.09	3.61
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.50%	7.33%	8.89%	13.35%	15.00%
P/E	13	26	30	19	16

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15（注：2022 年由于送股和股权激励行权使得总股本由年初 12.83 亿增长至 17.97 亿）

5.10、荣昌生物：核心产品强劲放量，研发管线持续丰富

泰它西普和维迪西妥单抗强劲放量，商业化团队建设卓有成效。泰它西普与维迪西妥单抗的适应症均为契合政策导向的利基市场，有效填补了当前临床治疗方案的空白，为相应患者创造了很高的临床获益。2022年前三季度公司实现营业收入5.70亿元，同比+397.47%；归母净利润-6.88亿元；扣非归母净利润-7.15亿元。2022Q1~Q3，公司单季度营业收入分别为1.50/2.00/2.19亿元，同比+3406.56%/651.83%/162.30%；归母净利润-2.87/-2.02/-1.99亿元；扣非归母净利润-2.90/-2.05/-2.20亿元。公司销售收入维持高速增长的态势，主要是泰它西普和维迪西妥单抗的销售收入快速增长，另 Seagen 技术服务收入增加。

研发工作有序推进，新一代产品接力未来发展。2022Q1~Q3，公司研发投入6.63亿元，同比+26.29%。RC108 (c-Met ADC) 治疗 c-Met 阳性晚期消化系统恶性肿瘤患者的 II a 期临床研究于 2022-09-08 首次公示试验方案；RC88 (MSLN ADC) 在晚期恶性实体肿瘤患者的 I 期临床研究于 2022-08-22 首次公示试验方案；维迪西妥单抗联合注射用 RC98 (PD-L1 单抗) 治疗 HER2 表达局部晚期或转移性胃癌（包括胃食管结合部腺癌）I 期临床研究于 2022-07-15 首次公示试验方案。随着多个新产品的临床试验持续推进，公司将在未来拥有更加全面、丰富的创新药产品梯队。

国际化稳步开展，在更大市场范围将临床价值变现。泰它西普用于治疗系统性红斑狼疮 (SLE) 的全球多中心 III 期临床试验，分别于 9 月 26 日和 9 月 28 日获得欧盟和国家药品监督管理局批准。2022 年 10 月 12 日，公司宣布泰它西普获得美国 FDA 颁发的针对重症肌无力 (MG) 治疗的孤儿药资格认定。2022 年 5 月，维迪西妥单抗的美国 II 期临床开始试验，评估维迪西妥单抗单药或联合帕博利珠单抗治疗 HER2 表达的局部晚期或转移性尿路上皮癌的有效性和安全性。随着公司国际化业务稳步开展，高临床价值的创新药将在更大的市场范围内实现商业价值变现，为公司打开更大的市场空间。

盈利预测、估值与评级：维持 2022~2024 年归母净利润预测为-10.73/-6.12/-3.54 亿元。A 股维持“买入”评级；H 股维持“买入”评级。

风险提示：研发进度不达预期的风险；对外合作不达预期的风险；竞争加剧的风险；次新股股价波动剧烈的风险。

表 23：荣昌生物盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3	1426	804	1404	2254
营业收入增长率	-36.90%	46753.49%	-43.62%	74.61%	60.53%
净利润 (百万元)	(698)	276	(1073)	(612)	(354)
EPS (元)	(1.42)	0.56	(1.97)	(1.12)	(0.65)
ROE (归属母公司) (摊薄)	-19.4%	8.0%	-21.7%	-14.1%	-8.8%
P/E	NA	134	NA	NA	NA
P/E (H 股)	NA	84	NA	NA	NA

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15；港元对人民币汇率=0.90（注：2021 年末总股本为 489,836,702 股，2022 年因发行 A 股导致总股本变为 544,263,003 股）

5.11、海创药业-U：以氘代、PROTAC 赋能研发的国际化 Biotech

独辟蹊径，基于氘代和 PROTAC 技术的国际化 Biotech。海创药业是一家基于氘代技术和 PROTAC 靶向蛋白降解等技术平台，以开发具有重大临床需求的 Best-in-class、First-in-class 药物为目标的国际化创新药企业。1) **立足当下，氘代药物开发保证最大的成功可能性：**公司研发团队具有持续性开发氘代药物的能力，且对药物代谢、氘代特性具有深刻的了解，能高效判断适于氘代的代谢敏感位点，提高研发效率和药物研发成功率。目前，已获取授权 47 项，可帮助实现快速、高效、低成本的氘代化合物合成。2) **赢在未来，PROTAC 技术引领新药源头创新：**公司整合生物学、药物化学、计算化学等学科，可快速评估 PROTAC 化合物的蛋白降解活性，设计目标化合物；结合药理学、药代动力学，筛选、优化和开发潜在优质 PROTAC 药物。目前就 PROTAC 相关技术已申请发明专利共 9 项，其中获得授权 3 项，已通过 PCT 申请 4 项。由于申请发明专利需要将核心技术涉及的关键指标公开，出于对核心技术成果保密的考虑，公司部分 PROTAC 药物的制剂与工艺技术以技术秘密的方式进行保护。

新技术、新方法，打造前列腺癌多周期治疗产品矩阵。打造前列腺癌多周期治疗产品矩阵：针对前列腺癌多阶段进行性的疾病特点，公司深度布局：1) **恩扎卢胺氘代药物 HC-1119** (国内完成临床 III 期；国外正进行临床 III 期) 治疗 mCRPC；2) **PROTAC 产品 HP518** (国内临床 I 期) 治疗携带 AR 点突变的 mCRPC，即耐药性前列腺癌；3) **HC-X029、HC-X037** (临床前) 治疗 AR 不同位置突变的 mCRPC 等。该布局与国内涉足前列腺癌的传统制药企业形成鲜明对比，可在这一潜力巨大的治疗市场展开有效的差异化竞争。

新分子、新剂型，开发安全性更高的高尿酸血症/痛风药物。随饮食结构变化，中国代谢性疾病患者人数不断上升，现有治疗方案以非布司他和苯溴马隆为主，安全性问题突出。公司核心产品 **HP501** (国内完成临床 II 期) 为自主研发的全新 URAT1 小分子抑制剂，其剂型为缓释片剂，因此可避免药物达峰浓度过高导致肾损害等不良反应发生的风险。

盈利预测、估值与评级：我们维持公司 2022~2024 年主营产品销售收入预测分别为 0/ 1.36/ 8.88 亿元；维持净利润预测分别为-4.07/ -4.62/ 1.00 亿元，按照最新股本测算对应 EPS 分别为-4.11/ -4.67/ 1.01 元，维持“买入”评级。

风险提示：研发进度不达预期风险；全球化经营风险；竞争加剧风险；次新股股价波动风险。

表 24：海创药业-U 盈利预测与估值简表

指标 (人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	0	0	0	136	888
营业收入增长率	-100%	0%	0%	0%	551%
净利润(百万元)	-490	-306	-407	-462	100
EPS (元)	-6.60	-4.12	-4.11	-4.67	1.01

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15，2022 年公司 IPO 新增股本 2,476 万股，20-21 年 7,426 万股，22 年 9,902 万股。

5.12、康诺亚-B：提升人类生活品质的创新药明星

核心产品领先优势明显，以差异化创新提升人类生活品质。公司的核心产品

CM310 (IL-4R α 抗体) 2022Q1 启动了评价 CM310 在成人中重度特应性皮炎受试者中的有效性和安全性的随机、双盲、安慰剂对照的 III 期临床研究，预计 2023 年完成试验并申报 NDA，2022 年 6 月药审中心授予突破性治疗药物认定；2022 年中启动了评价 CM310 在慢性鼻窦炎伴鼻息肉患者中的有效性和安全性的随机、双盲、安慰剂平行对照 III 期临床研究；2022 年 8 月，CM310 就治疗成人中重度特应性皮炎的临床申请获得 FDA 批准；合作伙伴石药集团已经就中重度哮喘开展 II 期临床研究。CM326 (TSLP 抗体) 2022H1 启动了评价 CM326 在中重度特应性皮炎受试者中的 Ib/IIa 期临床试验；2022 年年中启动了评价 CM326 在慢性鼻窦炎伴鼻息肉受试者中的 Ib/IIa 期临床试验。CM310 和 CM326 进度领先优势明显，产品竞争格局优良，研发布局思路具有差异化，将占据过敏性疾病大赛道的先发优势，其产品上市后将大幅度提高相应患者人群的生活品质，为公司远期业绩的增长提供强劲的动力。

产能建设有序推进，在手现金充沛：公司的成都新基地一期建设预期将在 2022 年完成，建成后将提供 16000L 产能，所有基地的设计均符合国家药监局及 cGMP 规定，为公司产品未来的研发和商业化提供坚实的基础。截至 2022H1，公司的现金及现金等价物、定期的存款及以公允价值计量且其变动计入当期损益的银行理财产品 34.22 亿元，在手现金充沛，将有力地支撑公司的产品研发和各项经营活动。

盈利预测、估值与评级：维持预测 2022~2024 年归母净利润为-5.24/-6.03/-4.90 亿元，按最新股本测算 EPS 分别为-1.87/-2.15/-1.75 元。维持“买入”评级。

风险提示：研发进度不达预期的风险；对外合作不达预期的风险；竞争加剧的风险；新股股价波动的风险。

表 25：康诺亚-B 盈利预测与估值简表

指标 (人民币)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	0	110	116	127	234
营业收入增长率	-	-	5.00%	10.00%	83.52%
净利润(百万元)	(819)	(3887)	(524)	(603)	(490)
EPS (元)	(12.20)	(24.17)	(1.87)	(2.15)	(1.75)

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15。港元兑人民币汇率=0.90。(注：2020~2021 年每股基本亏损金额乃根据母公司普通股持有人应占年内亏损及各报告期内已发行普通股加权平均数（受限制股份单位计划项下预留的库存股除外）计算，分别为 2020 年 67,098,209 股/2021 年 160,849,076 股。2022 年之后的 EPS 按照总股本 279,735,566 股计算)

6、风险分析

控费政策超预期

药品带量采购和耗材集采将逐步实施，存在执行的范围、降价幅度继续超出预期的风险。

研发失败风险

尽管众多药企拟转型创新药，但创新药研发属于高风险经营行为，一旦寄予厚望的管线研发失败，可能对已投入大量资源研发的上市药企的股价有较大冲击。

政策支持不及预期

本次疫情中暴露出的问题，往往需要政策层面的推动才能解决，但存在较大不确定性。如果政策层面没有一定的支持，可能相关产品的普及、升级进展将会低于预期。

板块估值下挫风险

医药行业子板块众多，部分细分领域中的标的估值较高，可能有估值回调风险。

7、附录

表 26：重点公司盈利预测、估值与评级表

公司代码	公司名称	2022/11/15 收盘价 (元)	EPS(元)				PE(X)				投资评级
			2021	2022(E)	2023(E)	2024(E)	2021	2022(E)	2023(E)	2024(E)	
688271.SH	联影医疗	195.36	1.96	2.20	2.82	3.60	100	89	69	54	买入
300760.SZ	迈瑞医疗	316.94	6.58	7.97	9.63	11.63	48	40	33	27	买入
600587.SH	新华医疗	27.95	1.37	1.41	1.72	2.01	20	20	16	14	买入
688046.SH	药康生物	34.39	0.35	0.45	0.65	0.92	99	76	53	37	增持
002675.SZ	东诚药业	18.00	0.19	0.47	0.61	0.80	95	38	30	23	买入
688301.SH	奕瑞科技	471.65	6.67	8.67	11.48	15.03	71	54	41	31	买入
688356.SH	键凯科技	181.36	2.93	3.30	4.33	5.71	62	55	42	32	买入
600129.SH	太极集团	36.70	-0.94	0.58	1.03	1.43	NA	64	36	26	买入
000538.SZ	云南白药	57.20	2.19	1.92	3.09	3.61	26	30	19	16	增持
688331.SH	荣昌生物	77.40	0.56	-1.97	-1.12	-0.65	137	NA	NA	NA	买入
9995.HK	荣昌生物-B	47.48	0.56	-1.97	-1.12	-0.65	84	NA	NA	NA	买入
688302.SH	海创药业-U	52.10	-4.12	-4.11	-4.67	1.01	NA	NA	NA	52	买入
2162.HK	康诺亚-B	48.24	-24.17	-1.87	-2.15	-1.75	NA	NA	NA	NA	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-15；汇率按 1HKD=0.90CNY 换算

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE