中国银河证券
CHINA GALAXY SECURITIES

创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK

穿越政策周期，投资长期成长

医药生物行业2023年度投资策略

银河证券研究院 医药团队

程培

2022.12

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

摘要

核心观点：

- **2022年初至今医药板块回调，估值进入有吸引力的区间。**医药行业回调幅度较大，至12月11日指数下跌17.09%，我们认为有三方面因素：1）美联储加息影响成长股估值，biotech估值收缩明显；2）集采政策不断推进，药品第7批、骨科脊柱、电生理、生化试剂等全年持续推进；3）新冠疫情扰动，二、四季度对行业常规诊疗造成较大影响。至12月11日，医药行业市盈率（TTM）为24.35倍，相对于沪深300溢价率仅为119.32%，为历史最低，同时至22Q3公募基金持仓医药占比亦降至历史最低水平。
- **医改稳步推进，政策趋于成熟，但也逐步进入深水区。**从2018年至今，医药已经历7次全国性药品集采、3次全国性高值耗材集采、6次医保谈判议价以及数十次地方性集采，集采及医保谈判政策已为市场接受，且规则逐渐成熟、具有一定的可预期性。此外，对医疗卫生体制起到全局性影响的DRGs支付改革政策正在推广中，DRGs有望改变医院管理及医生激励机制，将有效提升医保资金效率。受疫情影响、落地进度暂时较慢，预期疫情过后将持续推进。医药政策控费措施对医药创新比较宽容，北京DRGs对创新药械和创新疗法除外支付，人大回复也表明创新器械暂不纳入集采。
- **医药生物行业长期发展前景依然乐观。**从需求端看，中国人口老龄化趋势将带来更多老年病、慢性病医疗需求，大量未满足的临床需求是医药行业创新的动力源泉；此外，消费升级将带动医美、眼科、牙科等消费医疗需求不断增长。从支付端看，中国卫生费用占GDP比重仍有提升空间，居民人均收入仍在不断上升，医保覆盖范围不断扩大，我们对医药行业总体规模持续增长非常乐观。

摘要

- **2023年医药行业投资前瞻：**防疫政策在2022年底快速放松使得国内新冠患者短期快速增加，借鉴海外经验，预计2023年一季度至上半年国内可能经历较大疫情冲击，医疗卫生体系压力骤增，考虑常规医疗恢复、叠加“新冠+”患者（部分老年人、基础疾病患者），总体医疗需求预期将大幅增加，相关药品、检验试剂、手术器械预期将环比同比大增。医药整体估值低位、基金持仓低位，考虑疫情、新基建、及政策影响，我们看好2023年医药行业投资机会，建议医药投资着眼长远，布局长期可以跨越政策周期的长线品种。
- **看好的方向及推荐公司：**
  - 1）持续受益于消费升级下的消费医疗及医疗服务领域：眼科（爱尔眼科、欧普康视、爱博医疗、兴齐眼药等）、牙科（通策医疗）、医美（爱美客、华熙生物等）和品牌中药（同仁堂、片仔癀、华润三九）等。
  - 2）医药创新产业升级大趋势：创新药（恒瑞医药、信达生物、荣昌生物等）、创新器械（微创机器人等），及创新药产业链（药明康德、药明生物、泰格医药等）。
  - 3）受益于医疗“新基建”及国产替代进程的器械装备（迈瑞医疗、联影医疗、开立医疗、安图生物、新产业等）。
  - 4）集采后渗透率提升的高值耗材：心血管（乐普医疗等）、骨科（大博医疗、威高骨科等）、电生理（惠泰医疗、微创电生理）。
  - 5）受益于DRGs政策不断推进、外包率提升的医学检验服务（金域医学、迪安诊断）。
  - 6）长期持续成长的细分龙头：需求稳步提升的血制品（天坛生物等）、疫苗（康泰生物、智飞生物等）
  - 7）生命科学上游（纳微科技、诺唯赞等）、生物医药底层技术（华大智造、聚光科技等）。
  - 8）医药商业中具有特色业务的公司（上海医药、百洋医药等）。

风险提示：

新冠疫情对国内医疗系统冲击过大、造成医疗挤兑的风险；医疗“新基建”政策落地不及预期的风险；医保控费及集采降价力度超预期的风险；创新药及创新器械企业融资困难的风险等

目录

医药2022年表现复盘：估值与持仓均处于历史低位

1）2022年初至今，医保板块回调，估值进入有吸引力的区间

2）2022Q3医药板块基金持仓比例降至历史低位

医药政策分析：改革循序渐进，逐步进入深水区

1）集采一品一策、医保谈判稳步扩大，规则趋于成熟

2）DRGs政策预计是下一步医改重点，将重塑医疗卫生体制、深刻影响行业

医药未来长期依然乐观

1）需求端：老龄化趋势、消费升级、健康意识

2）支付端：居民可支配收入增长，医保支付范围扩大

我们看好的方向

1）消费升级趋势下的消费医疗及医疗服务：眼科、牙科、医美、品牌中药等

2）创新药及创新药产业链：ADC、双抗、CGT及CXO等

3）医疗新基建与国产替代：影像、超声、内窥镜、化学发光、实验室检测流水线等

4）走出集采阵痛的高值耗材：心血管耗材、骨科器械等

5）DRGs政策受益的方向：第三方医学检验服务ICL

6）长期成长的细分市场：血制品、疫苗

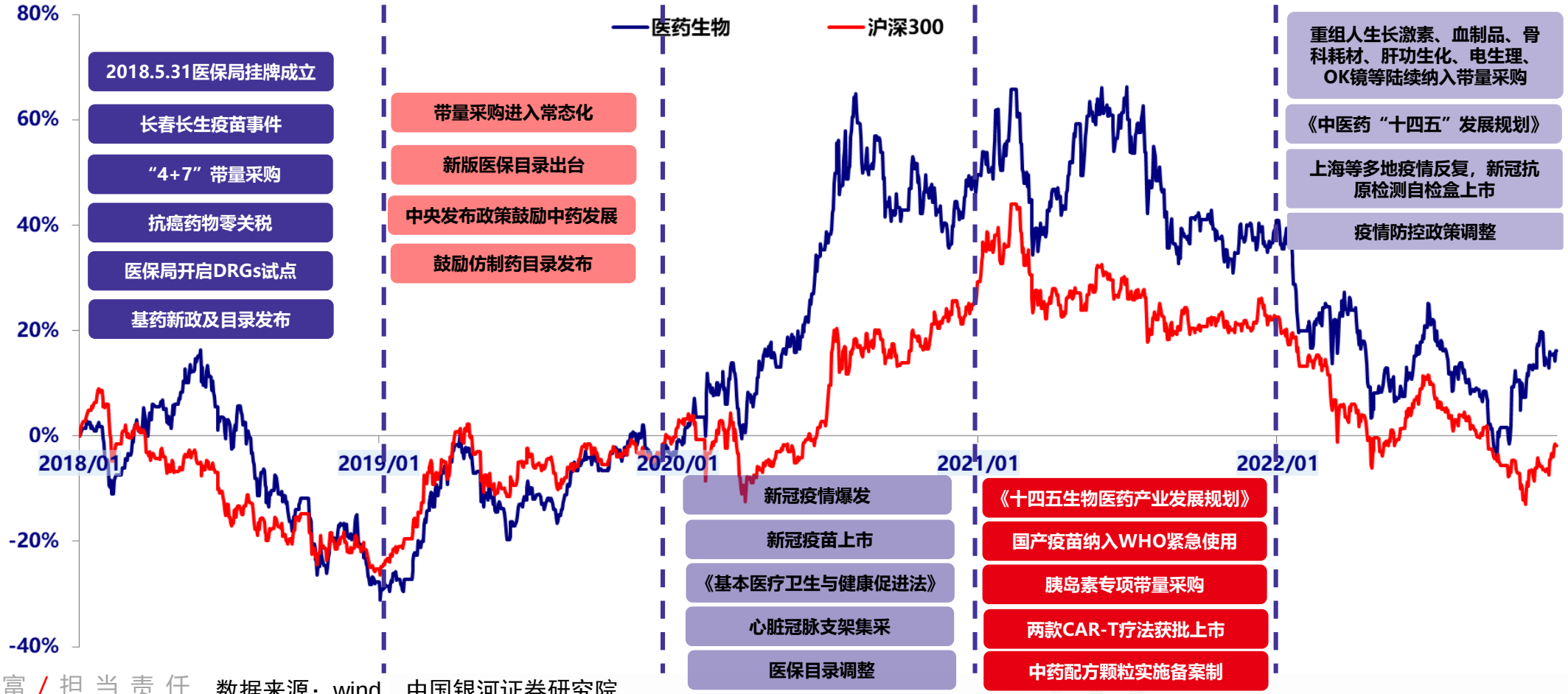
7）医药底层技术与核心原料：生命科学上游、测序设备、质谱设备等

8）医药商业中的特色资产

2022年医药行业总体市场表现复盘

- 2018年以来医药生物指数整体是跑赢大盘，2018年上半年、2019-2020全年、2021年上半年医药板块均有不错表现，2022年则全年较弱，仅在10月后开始小幅反弹。药品及耗材集采、创新药谈判、疫情防控政策等是影响市场表现的主要因素。

图1：2018年至今医药行业市场表现复盘及重要事件回溯



数据来源：wind，中国银河证券研究院

2022年医药及各行业总体市场表现对比

- 2022年初至今（2022年12月11日），医药生物行业下跌17.09%，涨跌幅在31个申万一级行业中排名21，行业总市值为6.03万亿元，占所有行业总市值的7.95%，排在第3名。

图2：各行业总市值占比（截至2022年12月9日）

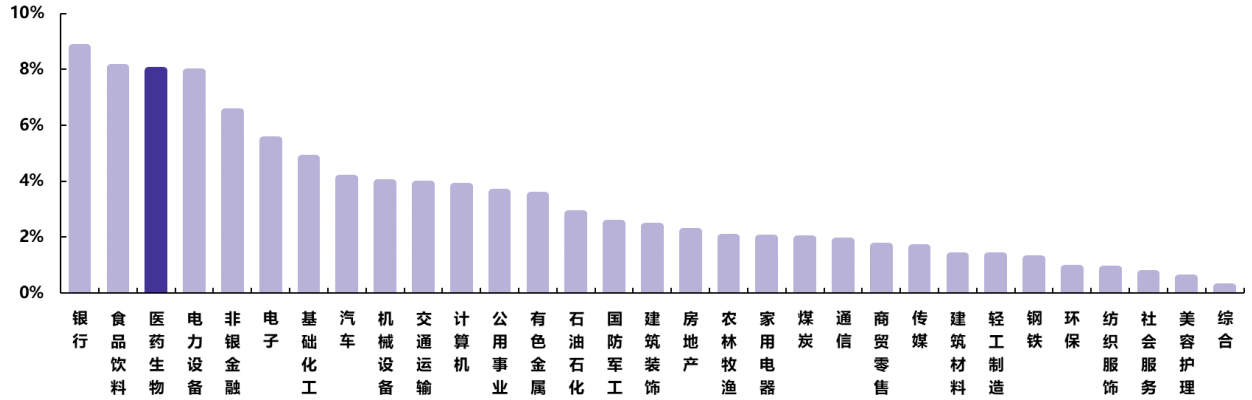


图3：年初以来生物医药行业总市值及占比（截至2022年12月11日）

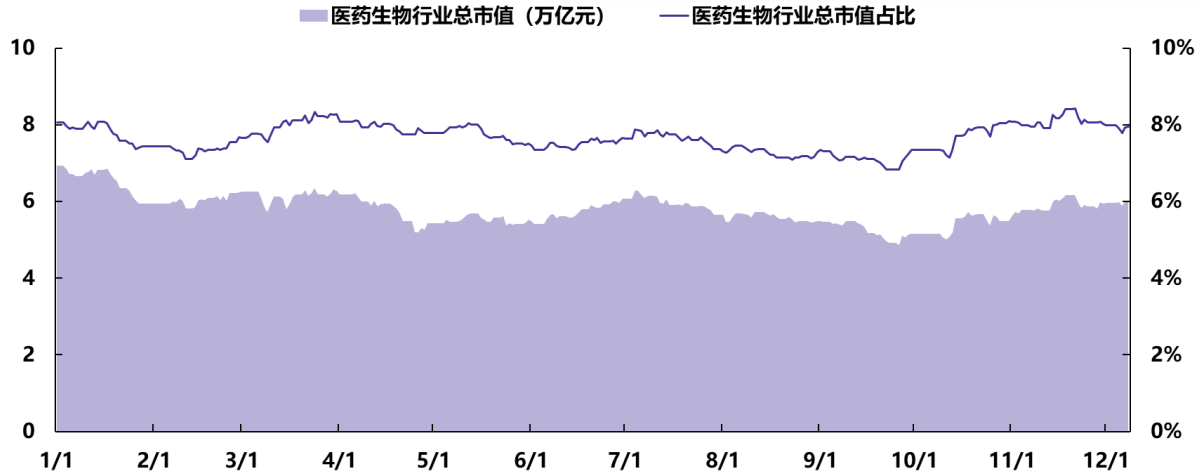


表1：年初至今各行业涨跌幅（截至2022年12月11日）

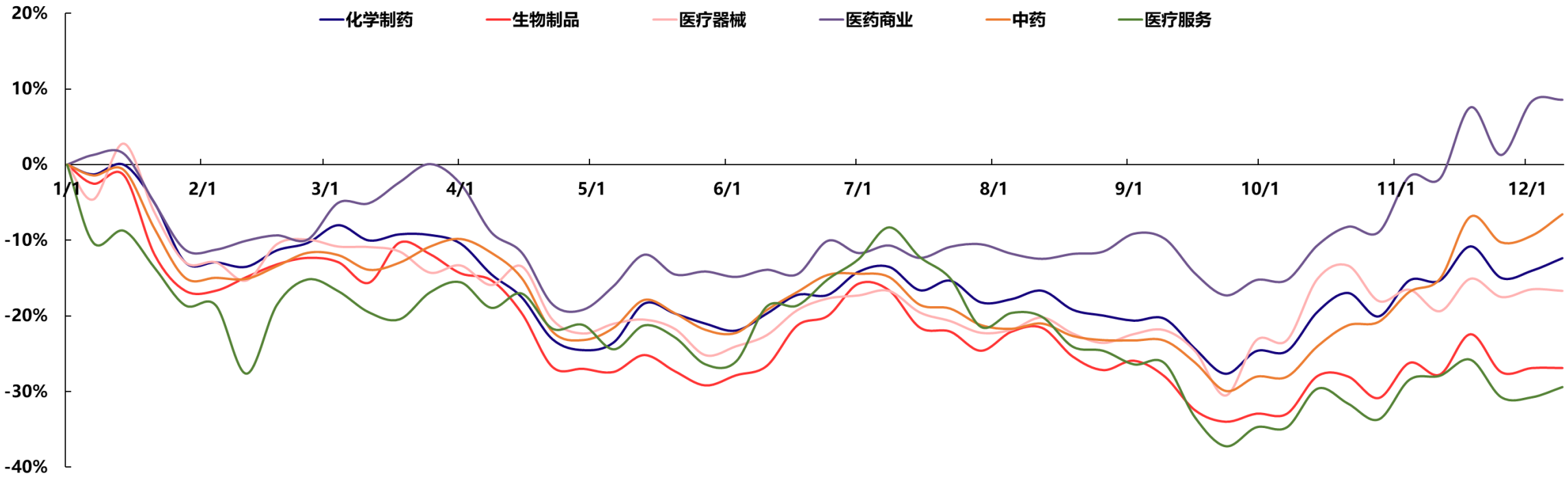
涨跌幅排名	指数代码	申万一级子行业名称	年初至今涨跌幅
1	801950.SI	煤炭	21.58%
2	801230.SI	综合	14.07%
3	801170.SI	交通运输	0.72%
4	801180.SI	房地产	-1.73%
5	801720.SI	建筑装饰	-3.21%
6	801200.SI	商贸零售	-4.50%
7	801210.SI	社会服务	-5.27%
8	801960.SI	石油石化	-8.24%
9	801780.SI	银行	-9.43%
10	801980.SI	美容护理	-10.51%
11	801010.SI	农林牧渔	-11.15%
12	801770.SI	通信	-11.19%
13	801130.SI	纺织服饰	-11.77%
14	801030.SI	基础化工	-12.70%
15	801050.SI	有色金属	-13.03%
16	801880.SI	汽车	-14.74%
17	801160.SI	公用事业	-14.88%
18	801120.SI	食品饮料	-15.00%
19	801890.SI	机械设备	-16.18%
20	801110.SI	家用电器	-16.19%
21	**801150.SI**	**医药生物**	-17.09%
22	801140.SI	轻工制造	-17.43%
23	801790.SI	非银金融	-17.94%
24	801040.SI	钢铁	-18.45%
25	801970.SI	环保	-18.91%
26	801710.SI	建筑材料	-20.24%
27	801730.SI	电力设备	-20.57%
28	801740.SI	国防军工	-22.92%
29	801750.SI	计算机	-23.10%
30	801760.SI	传媒	-25.81%
31	801080.SI	电子	-33.19%

数据来源：wind，中国银河证券研究院

2022年医药细分行业市场表现复盘

- 2022年初至今，在六个申万二级医药子行业中，平均涨跌幅由高到低分别为医药商业（-8.53%）、化学制药（-15.72%）、中药（-16.66%）、医疗器械（-17.05%）、生物制品（-21.50%）、医疗服务（-21.82%）。其中医药商业跑赢申万一级医药生物指数最多，为9.41个百分点，生物制品及医疗服务分别跑输申万一级医药生物指数3.56及3.88个百分点。

图4：年初至今申万二级医药子行业相对涨跌幅（截至2022年12月11日）

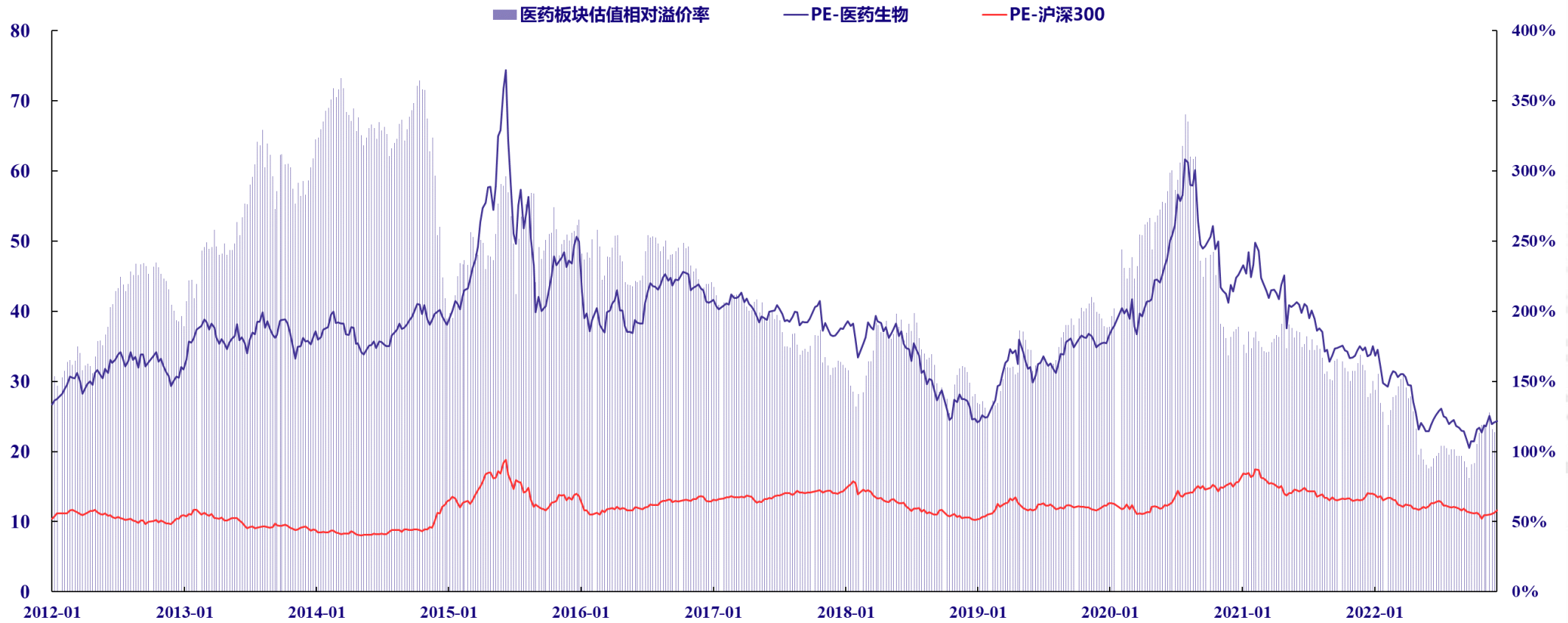


数据来源：wind，中国银河证券研究院

医药股估值处于历史低位

- 2022年初至今（2022年12月11日），医药行业一年滚动市盈率为24.35倍，沪深300为11.63，医药行业股票市盈率相对于沪深300溢价率当前值为119.32%，2012年至今均值为213.80%。当前值较2012年以来的平均值低104.49个百分点，处于历史低位。

图5：2012年初至今医药生物指数和沪深300滚动市盈率对比（截至2022年12月11日）

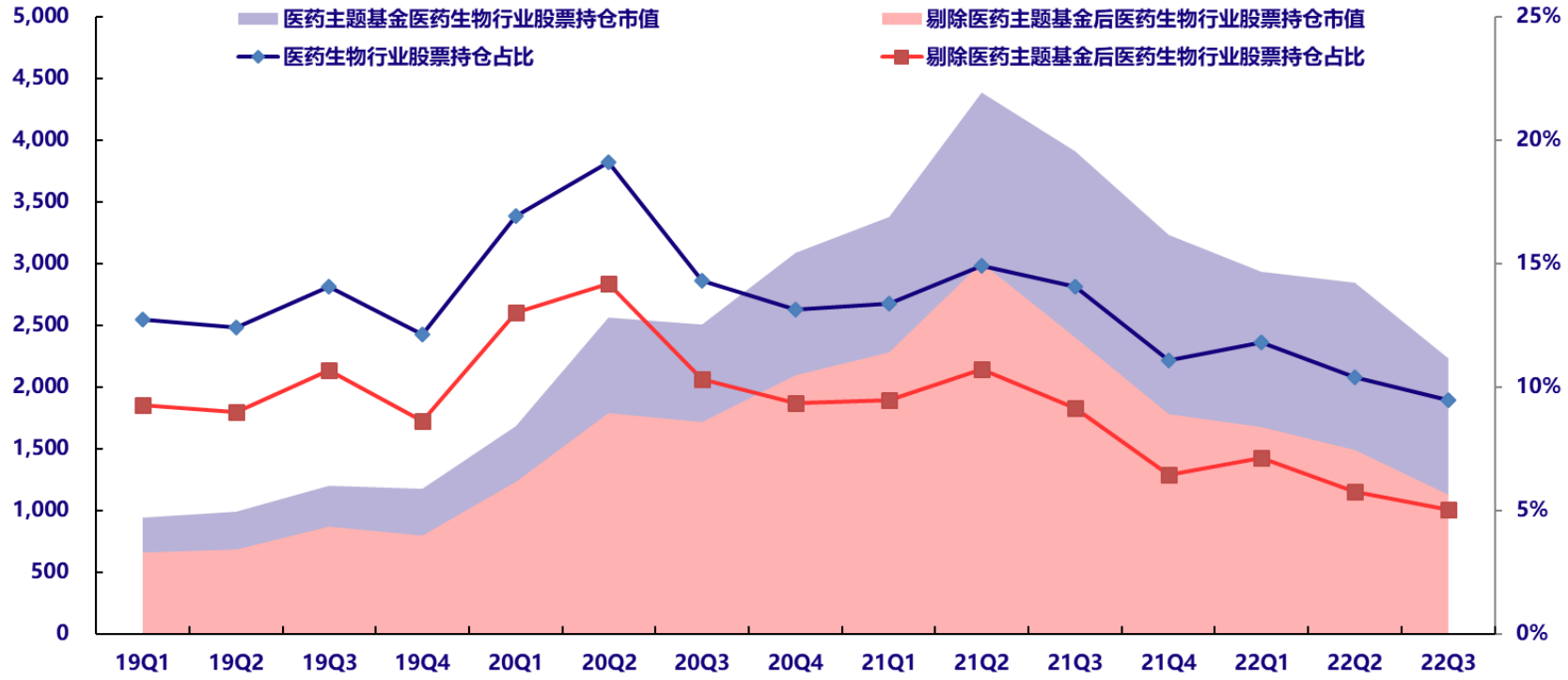


数据来源：wind，中国银河证券研究院

基金持仓降至历年最低水平

- 截至2022Q3，普通股票型基金及混合型基金重仓股中医药生物行业股票持仓市值为2,233亿元，占比为9.45%；剔除医药主题基金后医药生物行业股票持仓总市值为1,127亿元，占比5.03%，均为历史最低水平。

图6：2019年初至今医药生物行业股票基金持仓情况（截至2022Q3）



数据来源：wind，中国银河证券研究院

基金持仓降至历年最低水平

中国银河证券 CHINA GALAXY SECURITIES

表2：2022Q3各行业基金持仓情况及较2021年末变动

排名	行业	持仓市值(亿元)	持仓占比	排名较2021年末变动	持仓占比较2021年末变动
1	电力设备	5,127.90	16.57%	0	+0.53pp
2	食品饮料	5,096.37	16.46%	0	+1.7pp
3	医药生物	2,901.35	9.37%	-1	-1.34pp
4	电子	2,486.50	8.03%	1	-3.92pp
5	有色金属	1,349.59	4.36%	-5	+1.08pp
6	国防军工	1,250.88	4.04%	-2	+0.6pp
7	银行	1,225.89	3.96%	1	-0.24pp
8	汽车	1,116.42	3.61%	-1	+0.17pp
9	非银金融	1,111.32	3.59%	4	-1.26pp
10	计算机	855.22	2.76%	3	-1.25pp
11	基础化工	848.36	2.74%	0	-0.05pp
12	房地产	816.51	2.64%	-3	+0.85pp
13	交通运输	733.85	2.37%	-4	+1.14pp
14	机械设备	602.14	1.95%	1	-0.07pp
15	家用电器	588.65	1.90%	1	+0.09pp
16	社会服务	559.77	1.81%	-3	+0.63pp
17	煤炭	557.96	1.80%	-11	+1.31pp
18	农林牧渔	499.77	1.61%	0	+0.41pp
19	通信	474.26	1.53%	-3	+0.59pp
20	商贸零售	431.21	1.39%	-1	+0.38pp
21	传媒	430.41	1.39%	9	-0.98pp
22	公用事业	381.82	1.23%	6	-0.18pp
23	石油石化	372.61	1.20%	0	+0.4pp
24	建筑装饰	245.17	0.79%	-1	+0.13pp
25	美容护理	206.86	0.67%	-4	+0.39pp
26	轻工制造	178.82	0.58%	0	-0.08pp
27	纺织服饰	177.54	0.57%	0	-0.04pp
28	建筑材料	168.56	0.54%	8	-0.49pp
29	钢铁	91.59	0.30%	5	-0.49pp
30	环保	64.88	0.21%	0	+0pp
31	综合	2.22	0.01%	0	+0pp

- 截至2022Q3，医药生物行业股票在各普通股票型基金及混合型基金重仓股的持仓市值为2,901亿元，持仓占比为9.37%，排在31个申万一级行业中的第3名，较2021年末下降1名，下降1.34个百分比，其中迈瑞医疗重仓持仓总市值排名最高，为393.73亿元，共有549支基金重仓。

表3：2022Q3基金前30重仓医药股及较2021年末变动

2021A					2022Q3							
										较2021年末变动		
排名	代码	股票名称	持有基金数	持仓总市值(亿元)	排名	代码	股票名称	持有基金数	持仓总市值(亿元)	排名	持有基金数	持仓总市值
1	603259.SH	药明康德	648	639.02	1	300760.SZ	迈瑞医疗	549	393.73	+1	+38	-118.10
2	300760.SZ	迈瑞医疗	511	511.83	2	603259.SH	药明康德	364	311.87	-1	-284	-327.15
3	002821.SZ	凯莱英	218	260.79	3	300015.SZ	爱尔眼科	285	279.07	+1	+106	+57.98
4	300015.SZ	爱尔眼科	179	221.09	4	600276.SH	恒瑞医药	248	143.25	+6	+76	+15.68
5	300347.SZ	泰格医药	146	177.61	5	300347.SZ	泰格医药	175	137.29	0	+29	-40.31
6	000661.SZ	长春高新	171	153.07	6	300122.SZ	智飞生物	309	128.29	+1	+84	-24.27
7	300122.SZ	智飞生物	225	152.56	7	000661.SZ	长春高新	148	94.82	-1	-23	-58.25
8	600436.SH	片仔癀	121	127.78	8	300759.SZ	康龙化成	74	75.88	+4	+14	-22.87
9	300363.SZ	博腾股份	105	127.61	9	002821.SZ	凯莱英	75	74.30	-6	-143	-186.50
10	600276.SH	恒瑞医药	172	127.57	10	600085.SH	同仁堂	80	74.21	-	-	-
11	603456.SH	九洲药业	111	101.70	11	2269.HK	药明生物	95	67.04	+3	+3	-6.84
12	300759.SZ	康龙化成	60	98.75	12	600763.SH	通策医疗	69	61.78	+1	+9	-20.38
13	600763.SH	通策医疗	60	82.15	13	688301.SH	奕瑞科技	82	61.49	+17	+43	+41.88
14	2269.HK	药明生物	92	73.88	14	603456.SH	九洲药业	94	58.55	-3	-17	-43.15
15	300142.SZ	沃森生物	98	53.56	15	300142.SZ	沃森生物	93	47.04	0	-5	-6.52
16	603882.SH	金域医学	72	53.07	16	600436.SH	片仔癀	61	44.71	-8	-60	-83.07
17	000739.SZ	普洛药业	67	47.24	17	300529.SZ	健帆生物	47	37.29	+7	+14	+11.07
18	300601.SZ	康泰生物	43	42.70	18	000963.SZ	华东医药	91	34.16	-	-	-
19	603707.SH	健友股份	54	38.09	19	000999.SZ	华润三九	53	30.75	-	-	-
20	300595.SZ	欧普康视	53	35.20	20	600521.SH	华海药业	68	29.42	+7	+19	+6.00
21	300171.SZ	东富龙	52	31.20	21	603882.SH	金域医学	42	23.27	-5	-30	-29.80
22	600529.SH	山东药玻	53	30.98	22	300633.SZ	开立医疗	89	21.69	-	-	-
23	603392.SH	万泰生物	52	29.90	23	300595.SZ	欧普康视	76	18.27	-3	+23	-16.93
24	300529.SZ	健帆生物	33	26.22	24	603707.SH	健友股份	11	17.71	-5	-43	-20.38
25	002727.SZ	一心堂	57	24.39	25	688677.SH	海泰新光	65	17.63	-	-	-
26	688202.SH	美迪西	33	23.56	26	300298.SZ	三诺生物	17	17.15	-	-	-
27	600521.SH	华海药业	49	23.41	27	688271.SH	联影医疗	83	17.12	-	-	-
28	300725.SZ	药石科技	39	21.22	28	600129.SH	太极集团	46	17.02	-	-	-
29	300630.SZ	普利制药	46	20.09	29	603883.SH	老百姓	26	15.91	-	-	-
30	688301.SH	奕瑞科技	39	19.61	30	300363.SZ	博腾股份	31	15.22	-21	-74	-112.39

数据来源：wind，中国银河证券研究院

目录

医药2022年表现复盘：估值与持仓均处于历史低位

1）2022年初至今，医保板块回调，估值进入有吸引力的区间

2）2022Q3医药板块基金持仓比例降至历史低位

医药政策分析：改革循序渐进，逐步进入深水区

1）集采一品一策、医保谈判稳步扩大，规则趋于成熟

2）DRGs政策预计是下一步医改重点，将重塑医疗卫生体制、深刻影响行业

医药未来长期依然乐观

1）需求端：老龄化趋势、消费升级、健康意识

2）支付端：居民可支配收入增长，医保支付范围扩大

我们看好的方向

1）消费升级趋势下的消费医疗及医疗服务：眼科、牙科、医美、品牌中药等

2）创新药及创新药产业链：ADC、双抗、CGT及CXO等

3）医疗新基建与国产替代：影像、超声、内窥镜、化学发光、实验室检测流水线等

4）走出集采阵痛的高值耗材：心血管耗材、骨科器械等

5）DRGs政策受益的方向：第三方医学检验服务ICL

6）长期成长的细分市场：血制品、疫苗

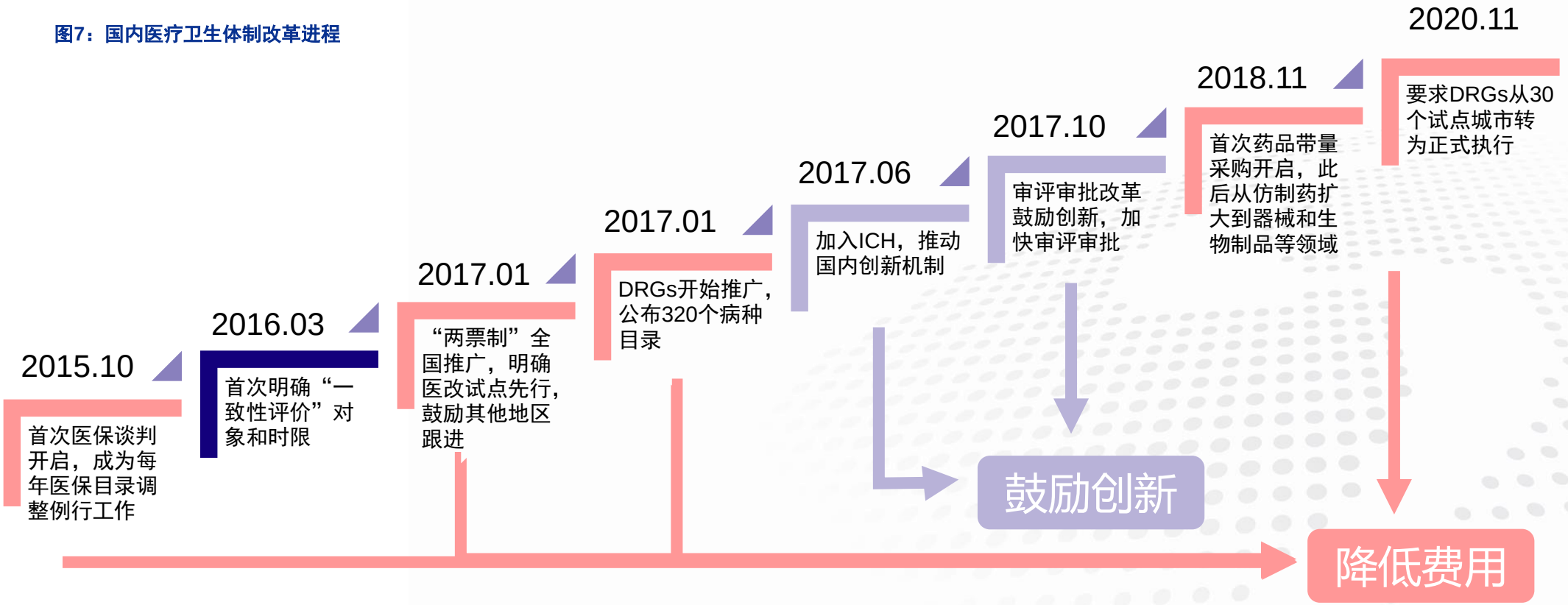
7）医药底层技术与核心原料：生命科学上游、测序设备、质谱设备等

8）医药商业中的特色资产

政策环环相扣，医改进入深水区

- **自2015年起，国内医疗体制卫生改革大刀阔斧开启，腾笼换鸟是医药改革的主要思路。**药品的“一致性评价”和“两票制”为实施“带量采购”创造条件，集采让出的医保额度又成为创新药谈判筹码，降价后的药械、以及近年涌现的创新药为DRGs政策实施、优化医疗服务价格体系提供工具。我们相信，随着DRGs政策的不断推行，医改将逐渐触及医院管理体制改革、医生薪酬及晋升机制等改革的痛点与难点。

图7：国内医疗卫生体制改革进程



数据来源：中国银河证券研究院

全国性药品集采降价已成常态

- 从2018年第一次“4+7”集采至今，全国药品集采已进行了7轮，国家集采涉及的化药于集采前一年在公立医疗机构的销售额为3470亿元，占比接近30%。历次全国性药品集采平均降幅一般稳定在50%-60%之间。平均降幅最小的是胰岛素专项集采（第六批），约为47%；平均降幅最大的是第七次，约为66%。
- 从第三次全国性药品集采开始，自费药集采成为常态，此后仅胰岛素专项集采未包含自费药。
- 除了参与品种较少的胰岛素专项集采，其余历次全国性集采企业最高中标数量逐步增加，主要是因为各家企业过评品种日益增多，集采已成为市场共识。

表4：历次全国性药品集采对比

时间	2018/11/15 2018/12/6	2019/9/1 2019/9/29	2019/12/29 2020/1/16	2020/7/29 2020/8/19	2021/1/15 2021/2/3	2021/6/2 2021/6/23	2021/11/5 2021/11/30	2022/6/20 2022/7/13
事件	4+7通知 4+7结果	扩面通知 扩面结果	第二批通知 第二批结果	第三批通知 第三批结果	第四批通知 第四批结果	第五批通知 第五批结果	第六批通知 第六批结果	第七批通知 第七批结果
药品	通过一致性评价	4+7集采品种	原研+过评≥3家	原研+过评≥3家	原研+过评≥3家	原研+过评≥3家	胰岛素专项	原研+过评≥3家
注射剂	无	无	有	有	有	有	有	有
自费药	无	无	有	有	有	有	无	有
最高限价	是	是	是	是	是	是	是	是
最高中标企业数量	1	3	6	8	10	10	7	16
平均降幅	52%	59%	53%	53%	52%	56%	47%	66%
最大降幅	96%（富马酸替诺福韦酯二吡呋酯片，成都倍特）	78%（阿托伐他汀钙10mg，齐鲁海南）	93%（盐酸左西替利嗪片5mg，湖南九典）	99%（美金刚，石药集团）	93%（氨溴索，云南龙海）	99%（利伐沙班，阳之康）	74%（精蛋白锌重组赖脯胰岛素混合注射液(25R)，礼来）	94%（阿法替尼，豪森药业）

资料来源：上海阳光采购平台，药融云，中国银河证券研究院

创新药医保谈判：品种稳步增加

- **医保谈判药品主要分为新进、续约和大品种独家谈判三种形式。**其中，新进品种降幅最高，其次是大品种独家谈判，续约品种降幅最小。新进品种平均降幅在50-60%，大品种独家谈判降幅略低，不到50%，因为独家品种议价能力稍强。谈判有效期一般为两年，续约品种降幅大致使其价格整体降幅稳定在百分之五六十左右。例如2017医保谈判品种到期，则应该在2019医保谈判续约，按照平均降幅估算，两轮谈判后续约品种整体降幅约为52%。
- 2022年创新药医保谈判前期公告延迟，本次国谈通过形式审查的新药数量创新高，其中续约145个、目录外198个，预计主要关注点：1）核心品种PD-1续约价格及新进入厂家价格、荣昌RC48续约价格，降幅可能反映医保给创新药长期的发展空间；2）重磅新上市品种百济、康方、基石等谈判情况及价格，决定药品未来销售表现。

表5：历次医保谈判议价对比

年份	项目	负责部门	谈判类别	谈判成功数量	平均降幅	最高降幅	有效期
2016	国家药品价格谈判	卫计委	-	3	58%	67%（韦瑞德）	2016-2017
2017	国家医保药品准入谈判	人社部	-	36	44%	70%（赫赛汀）	2018.01.01-2019.12.31
2018	抗癌药医保准入专项谈判	医保局	-	17	56.7%	71%（泰瑞沙）	2019.01.01-2020.12.31
2019	国家医保药品准入谈判	医保局	新增	70	60.70%	84.8%（丙肝口服药品）	2020.01.01-2021.12.31
			续约	27	26.40%		
2020	国家医保药品目录调整	医保局	新进	96	50.64%	90%	2021.03.01-2022.12.31
			续约	14	14.95%		
			大品种独家谈判	14	43.64%		
2021	国家医保药品目录调整	医保局	新进	67	61.71%	93.97%（诺西那生钠）	2022.01.01-2023.12.31
			续约	27	-		

资料来源：卫健委、人社部、医保局，中国银河证券研究院

高值耗材集采：一品一策

- 目前全国范围的耗材集采完成3类，规则趋于成熟，若设置保底中标降幅规则+竞价单元分组，则行业的恶性竞价问题有望得到遏制，且有利于国产头部品牌不断创新，逐步国产替代。
- 医保局在十三届全国人大五次会议第4955号建议的答复中，明确创新医疗器械暂不纳入集采。

表6：历次全国性高值耗材规则对比

	冠脉支架	人工关节	脊柱
集采文件发布	2020/10/16	2021/8/23	2022/9/8
拟中选结果公布	2020/11/5	2021/9/14	2022/9/27
首年意向采购量	107.5万个	髋关节共30.5万套，膝关节共23.2万套	14个产品系统，合计需求及约121万个（另有骨水泥需求及46万包）
平均降幅	93%	82%	84%
是否按材质分组	否	是（髋关节分为陶-陶、陶-聚乙烯、合金-聚乙烯3组，膝关节单独分组）	否（部件或产品系统的材质不作区分，灭菌与非灭菌不作区分，3D打印产品可自愿参加集采）
入围企业数量	10家	竞价单元内根据申报企业数量，最多24家	按照规则一，竞价单元内根据申报企业数量，最多30家
淘汰率	约2/3	A组8-10家中淘汰1-2家；B组淘汰率预计在19%-30%之间，考虑到组间放倒挂机制，实际淘汰率更低	按照规则、A组10家中淘汰2家：B组淘汰率预计在20%-50%之间，考虑规则二与规则三，实际淘汰率更低
是否设置AB组竞价单元	否	是	是（较关节增加C竞价朝元）
限价规则	入围产品符合以下条件之一的可拟中选：1）申报价≤最低产品申报价1.8倍的；2）申报价＞最低产品申报价1.8倍，但低于 2850 元的	入围企业需满足下列条件之一可拟中选：1）较最高有效申报价降幅超过50%；2）报价低于最低报价的1.5倍	拟中选产品需要符合以下条件之一：1）较最高有效申报价降幅超过50%；2）报价不高于最低价格的1.3倍
组间防倒挂机制	未分组，不涉及	是（未中选品种可根据以下规则进入拟中选名单：A 组竞价比价价格不高于 B 组最高拟中选企业竞价比价价格，且不高于最高有效申报价的 50%；陶-陶竞价比价不高于陶-聚乙烯或金属-聚乙烯（陶-聚乙烯竞价比价不高于金属-聚乙烯），且不高于最高有效申报价的 50%）	是（同一产品系统类别内，若A组产品未能拟中选，但价格比B组最高拟中选价格更低，则A组该产品获得拟中选资格）
保底降幅中标规则	无	无	规则三：未按照规则一和规则二中选的企业，若价格≤最高有效申报价的40%，则获得拟中选资格
报价是否包含伴随服务价格	否	是	是
量价关系	最低价中选产品获得不少于待分配总量的10%份额；其余待分配量由医疗机构按一定规则自主选择	按中选排名顺序，最低价中标企业可获得100%报量，其余企业获得对应产品的报量的70%-90%。其余待分配量由医疗机构按一定规则自主选择。	按照中选价格排序，第一名获得医疗机构报录的100%，2-7名获得85-95%，8名及以下获得80%.若按照规则二和规则三中选，将获得报限的50%。未中选或未分配的剩余及由医疗机构自主选择，可选择价格从低到高排序前40%的企业，或者填报过需求的企业（规则二和规则三中选的企业除外）.
采购周期	2年	2年	3年

资料来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室，中国银河证券研究院

高值耗材集采：一品一策

- 已完成的省际联盟高值耗材集采主要涉及必选医疗领域，例如骨科的创伤耗材、心血管的球囊和导丝、眼科的人工晶状体，已经历了不止一次省际联盟集采。
- 省际联盟高值耗材集采热点转向医保免疫的消费医疗领域，目前正在进展中的消费医疗包括种植牙、牙齿正畸和角膜塑形镜领域。
- 关注进展中的高值耗材集采规则，尤其是竞价单元分组和保底中标规则。竞价分组+保底中标降幅规则组合相对有利于国产龙头。

表7：部分省际联盟耗材集采降幅结果

医疗领域	集采品种	时间	省际联盟	平均降幅
眼科	人工晶状体	2020/4	京津冀“3+N”	54%
		2020/7	陕西9省联盟	44%
		2021/2	广东3省联盟	54%
骨科	创伤耗材	2021/7	河南12省联盟	89%
		2022/3	京津冀“3+N”	83%
心血管	扩张球囊	2020/12	广东7省联盟	92%
		2021/3	京津冀“3+N”	90%
	药物球囊	2020/12	广东7省联盟	44%
		2021/11	江苏12省联盟	70%
		2021/12	京津冀“3+N”	73%
	冠脉导丝	2021/6	内蒙13省联盟	61%
IVD	化学发光	2021/8	安徽	47%

表8：部分进展中的省际联盟耗材集采

医疗领域	集采品种	时间	省际联盟	最新进展	竞价单元分组	有效报价规则	淘汰率	组间防倒挂机制	保底中标降幅
牙科	种植牙	2022/9	四川牵头	发布口腔种植体系统省际联盟集中带量采购公告（第1号）	A/B	不高于有效申报价且不高于自身2021年有效采购低价	-	A组未中选，若申报价格不高于B竞价单元最高拟中选申报价格	无
	正畸	2022/10	陕西15省联盟	口腔正畸托槽集中带量采购公告	A/B	最低有效报价降幅托槽和矫治器30%	1-2家，议价；3-5家，淘汰1；5-9家，淘汰2；10-12家；淘汰3；13家及以上，最多中选10家。	无	无
IVD	肝生化	2022/11	江西23省联盟	发布肝生化试剂省际联盟集采公告正式版	A/B	-	中选比例60%	无	较最高有效申报价降40%
眼科	OK镜	2022/10	河北省	发布20种医用耗材信息填报通知，包括角膜塑形镜	-	-	-	-	-

资料来源：各省招采平台及医保局，中国银河证券研究院

DRGs政策逐步推行，疫情后有望继续推进

- **目前DRG/DIP付费方式正处于试点城市启动实际付费阶段。**根据2019年《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》确定的30个试点城市，于2020年开始模拟运行付费方式，计划于2021年启动实际付费。受疫情影响，目前落地城市还较少。
- **DRG/DIP付费方式将在2025年底前全国推广。**根据2021年《关于印发DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》，到2025年底，DRG/DIP支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖。

表9：DRGs重要政策推进历程

时间	文件	内容
2004	《关于开展按病种收费管理试点工作的通知》	提出30个病在七个省市开展按病种收费管理试点工作
2011	《2011年公立医院改革试点工作安排的通知》	要求在年底前，制定下发的临床路径数量增加到300个，50%的三甲医院和20%的二甲医院实行临床路径管理的病种数，每家医院不少于10个和5个
2016	《推进医疗服务价格改革的意见》	2016年底，城市公立医院综合改革试点地区实行按病种收费的病种不少于100个
2017	《关于推进按病种收费工作的通知》	**全面推进按病种收费改革，公布了320个病种目录**，供各地推进按病种收费时选择
2019	《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》	确定北京市、天津市等**30个城市作为DRG付费国家试点城市**，2020年模拟运行该付费方式，2021年启动实际付费
2021	《关于印发DRG/DIP支付方式改革三年行动计划的通知》	到2024年底，全国所有统筹地区全部开展DRG/DIP付费方式改革工作；到2025年底，DRG/DIP支付方式覆盖所有符合条件的开展住院服务的医疗机构，基本实现病种、医保基金全覆盖

资料来源：卫健委、医保局、中国政府网，中国银河证券研究院

DRGs可以量化实现支付和评价功能

- 当前收费模式下，医院按照服务项目和提供的医疗产品收费，存在提供更多、更贵服务项目的动机。如实行DRGs付费，医保资金结算和拨付可以通过DRGs量化考核，医生的工作绩效可通过DRGs考核评分。
- DRGs量化考核指标对住院时间、成本控制、疾病难度等均有规定，激励医院降低成本、缩短住院时间、治疗高难度疾病等。

图8：DRG模式运行示意

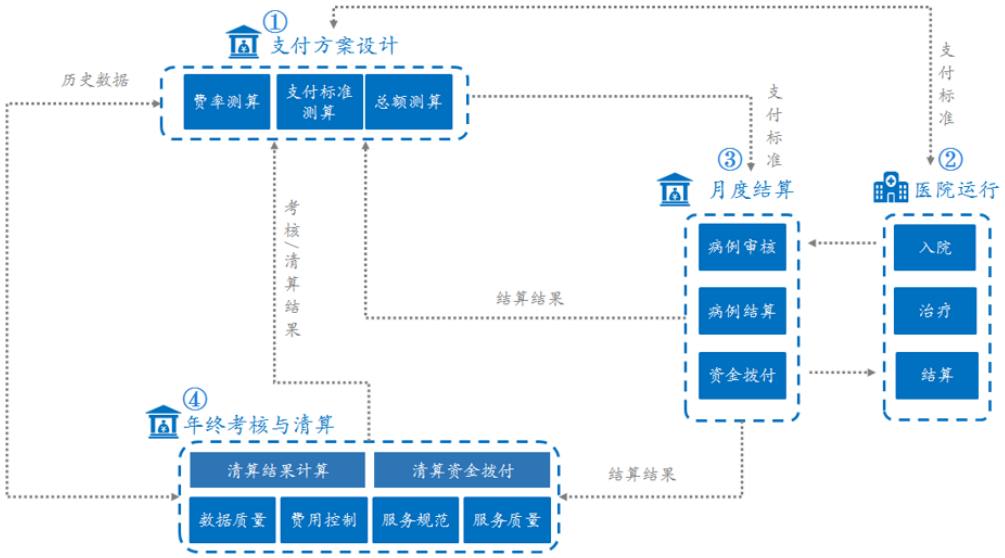


表10：DRGs核心量化考核指标

指标	含义
入组率	充分反映医院的管理水平,入组率太低会明显降低总权重。
诊断相关组数	某机构或区域，分到的DRG组个数，代表了医院收治病例所覆盖疾病类型的范围。
DRG权重（RW）	根据医疗费用越高消耗的资源越多，病情相对越严重的总体思路，计算每个DRGs组相对全省次均费用的权重，综合反映各DRG组的疾病严重程度和资源消耗情况。 某DRG组的权重=该DRG中病例的例均费用/所有病例的例均费用
总权重	反映医院服务总量，医院服务能力的评价标准之一。 总权重=∑（某DRG费用权重x该医院该DRG病例数）
CMI（病例组合指数）	病例组合指数是某个医院的例均权重，跟医院收治的病例类型有关，值高被认为医院收治病例的评价难度较大。 CMI= ∑ (某DRG费用权重*该医院该DRG病例数) / 该医院全体病例数
时间、费用消耗指数	利用费用消耗指数和时间消耗指数评价医院的绩效，如果计算值在1左右表示接近平均水平；小于1，表示医疗费用较低或住院时间较短；大于1，表示医疗费用较高或住院时间较长。 费用消耗指数 = ∑ (医院各DRGs各组费用比*DRGs各组病例数) / 医院总入组病例数 时间消耗指数 = ∑ (医院各DRGs各组平均住院日比 *各DRGs各组病例数) /医院总入组病例数

资料来源：健康界，中国银河证券研究院

DRG政策推行将有利于医院改革和鼓励创新

- **医院工作机制改革：**探索医院精细化管理，提高信息化水平，降低医疗费用，降低平均住院时间，平衡医疗质量与费用控制的关系，寻找到高质有效的医疗方案
- **医生激励机制改革：**允许医疗卫生机构突破现行事业单位工资调控水平，允许医疗服务收入扣除成本并按规定提取各项基金后主要用于人员奖励
- **鼓励创新：**北京医保局发布了除外支付管理办法，兼具创新、临床获益、且对DRG病组支付标准有较大影响的创新药械及诊疗产品，可以独立于DRG付费模式之外。

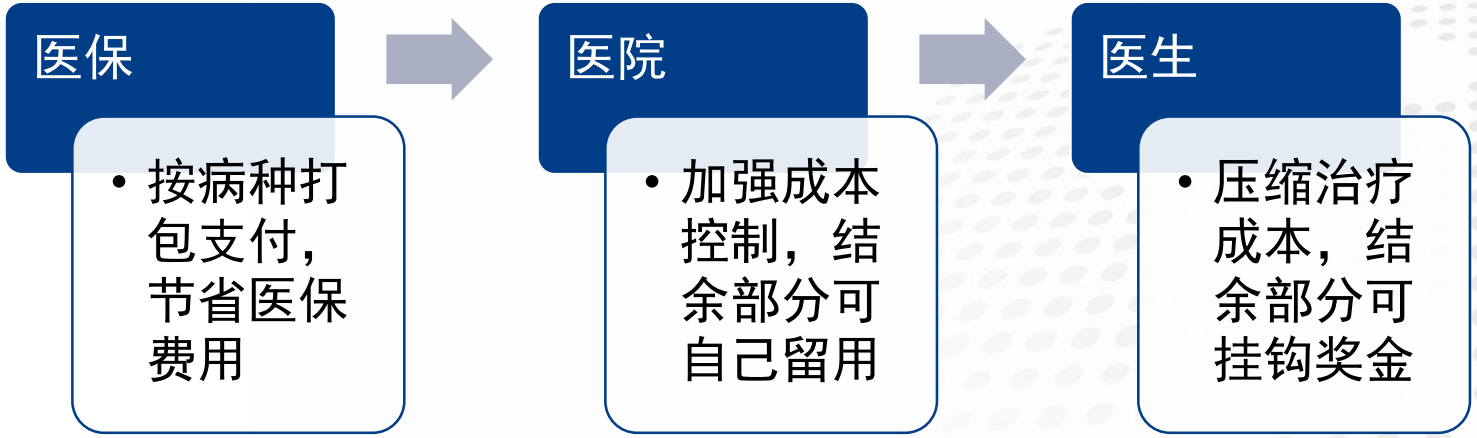
图9：DRG模式信息采集、分组及结算示意图



DRGs推广试点效果良好

- **改革激励模式，使医保、医院、医生均受益，更有利于DRG推广**：1）医保按病种打包支付，从根本上杜绝了医疗系统浪费的空间，可节省医保费用；2）医院有动力加强成本控制，医保打包支付扣除治疗费用后的结余部分可留用；3）医生有动力压缩治疗费用，结余部分可和奖金挂钩。
- **DRG试点实践经验表明控费效果良好。**根据试点相关报道，合肥市2022年1~5月份95家医疗机构，按DRG付费总医保基金支出23.18亿元，比按项目实际付费节约基金2989万元，按DRG付费总医保基金支出比按项目实际付费下降1.29%。DRG付费医院例均住院天数7.77天/例，较同期下降0.81天/例，降低比例为9.44%。例均住院费用为10581元/例，同比减少994元/例，减少比例为8.59%，例均个人负担3711元/例，同比减少1007元/例，减少比例为21.34%。

图10：DRG改革激励模式使医保、医院、医生均受益



目录

医药2022年表现复盘：估值与持仓均处于历史低位

1）2022年初至今，医保板块回调，估值进入有吸引力的区间

2）2022Q3医药板块基金持仓比例降至历史低位

医药政策分析：改革循序渐进，逐步进入深水区

1）集采一品一策、医保谈判稳步扩大，规则趋于成熟

2）DRGs政策预计是下一步医改重点，将重塑医疗卫生体制、深刻影响行业

医药未来长期依然乐观

1）需求端：老龄化趋势、消费升级、健康意识

2）支付端：居民可支配收入增长，医保支付范围扩大

我们看好的方向

1）消费升级趋势下的消费医疗及医疗服务：眼科、牙科、医美、品牌中药等

2）创新药及创新药产业链：ADC、双抗、CGT及CXO等

3）医疗新基建与国产替代：影像、超声、内窥镜、化学发光、实验室检测流水线等

4）走出集采阵痛的高值耗材：心血管耗材、骨科器械等

5）DRGs政策受益的方向：第三方医学检验服务ICL

6）长期成长的细分市场：血制品、疫苗

7）医药底层技术与核心原料：生命科学上游、测序设备、质谱设备等

8）医药商业中的特色资产

需求端：老龄化是中国人口结构长期趋势

老年及高龄老年人口占比将继续提升，医疗健康需求巨大。根据《国家人口发展规划（2016-2030年）》，我国60岁及以上老年人口平稳增长，2021-2030年增长速度将明显加快，到2030年占比将达到25%左右，其中80岁及以上高龄老年人口总量不断增加，未来十年我国人口结构的老龄化程度将进一步深化。中老年人口是疾病高发群体，肿瘤、心脑血管、自身免疫、眼科及齿科相关疾病的患病率较高。据卫生部数据，78%以上老人至少患一种慢性病，60岁以上老年人慢性病患病率是全部人口患病率的3.2倍，伤残率是全部人口伤残率的3.6倍，老年人消耗的卫生资源是全部人口平均消耗卫生资源的1.9倍，人口老龄化程度加深带来的医疗健康需求巨大。

图11：我国65岁以上人口数量及占比（1990年至2021年）

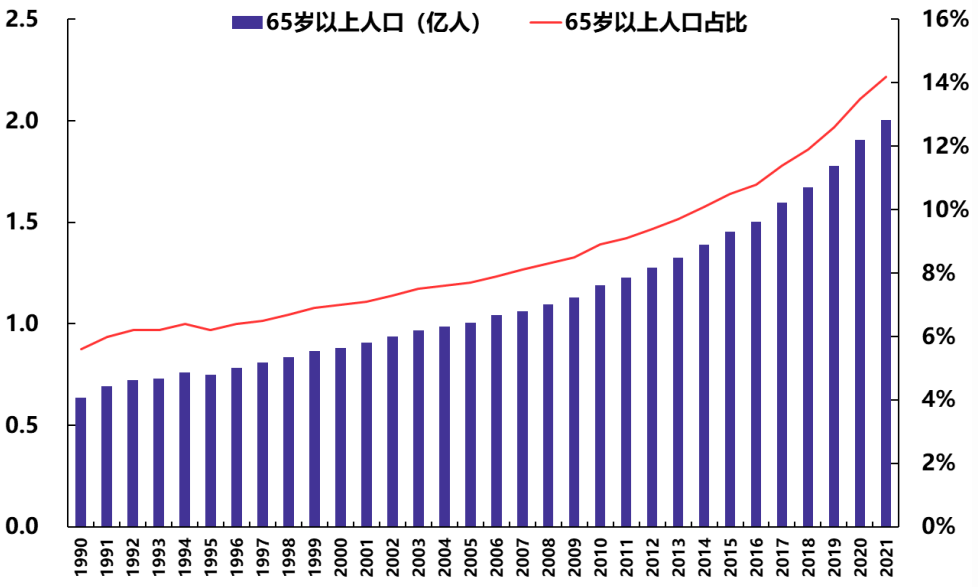
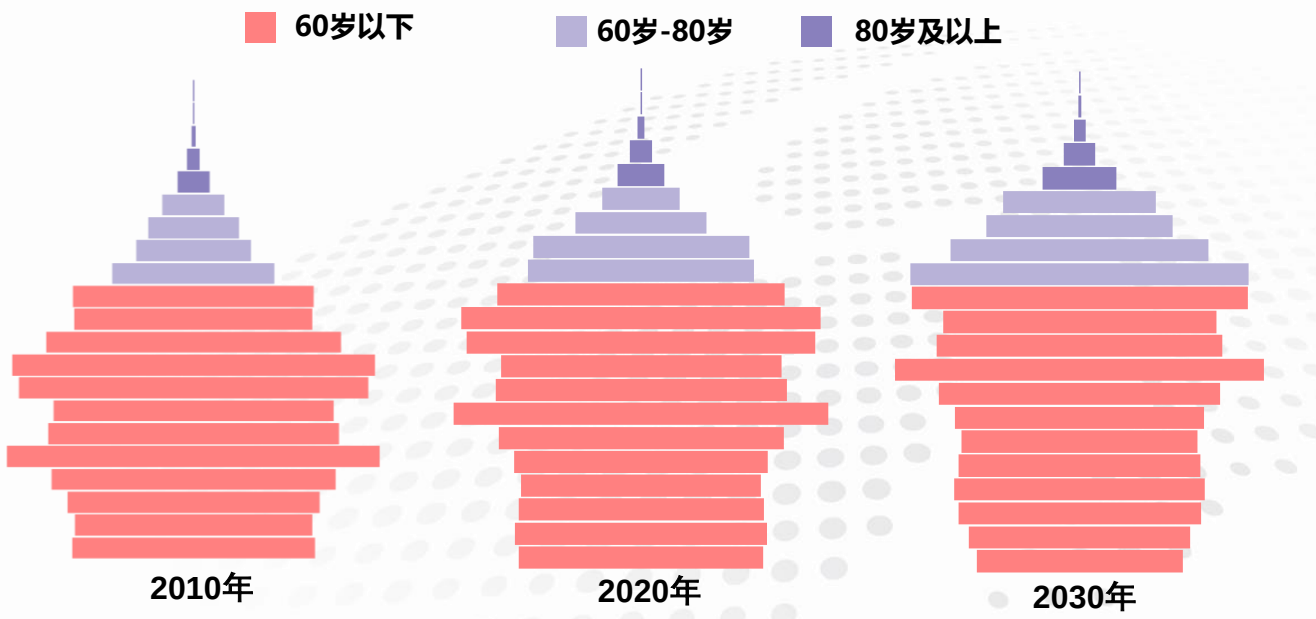


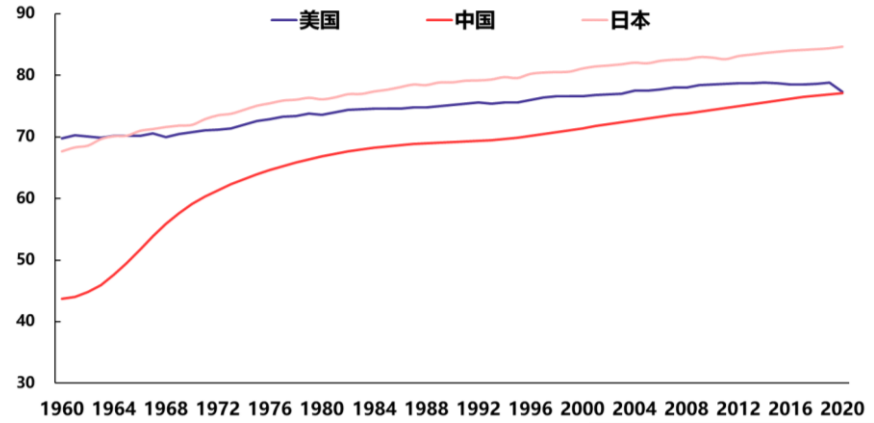
图12：我国2010年、2020年及2030年人口结构图



数据来源：国家统计局，联合国《世界人口展望》，中国银河证券研究院

需求端：人均预期寿命再创新高，大量临床需求亟待满足

图13：中国、美国及日本人均预期寿命（1960年至2020年）



近年我国人均预期寿命不断提高，不断增长的未满足的临床需求是行业核心动力。根据世界银行数据，2020年我国人均预期寿命为77.10岁，与美国的77.28岁已非常接近，人均预期寿命的持续提升带动多层次、多样化健康需求快速增长，健康产品、健康服务等总需求急剧增加。排除疫情影响因素，我国医院及各级医疗卫生机构诊疗人次保持稳健增长态势，2019年我国医疗卫生机构诊疗量达到87.2亿人次，2006-2019年CAGR为5.29%。

图14：我国医院及各级医疗卫生机构出院人次（2006年至2021年1-11月）

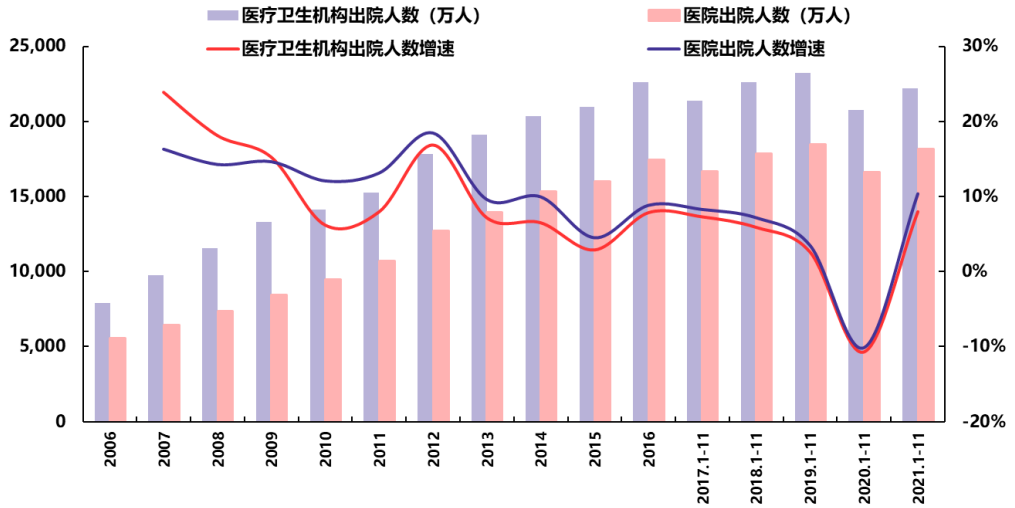
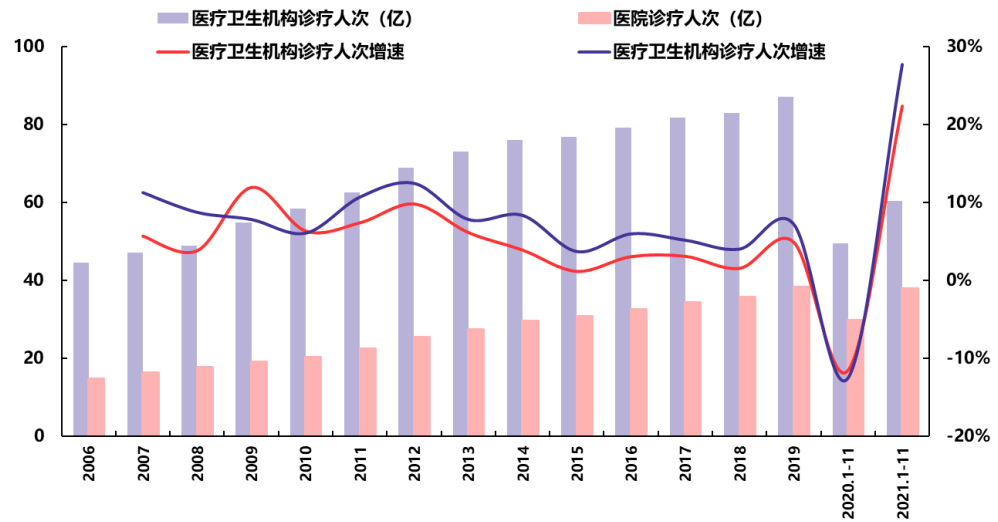


图15：我国医院及各级医疗卫生机构诊疗人次（2006年至2021年1-11月）



数据来源：世界银行，卫健委，中国银河证券研究院

需求端：疾病治疗渗透率及肿瘤药物有效率有待进一步提升

中国银河证券 CHINA GALAXY SECURITIES

我国疾病治疗渗透率及癌症五年生存率尚低。根据《中国卫生统计年鉴》，2018年我国糖尿病、高血压及肌肉、骨骼结缔组织疾病治疗两周就诊率分别为13.9‰、46.1‰及27.9‰，另根据《中国健康报告2019-2030》，我国糖尿病及高血压治疗率仅为33.4%与41.1%，同时尚有大量其他各类疾病患者未接受治疗或接受治疗程度不足。此外，我国是全球癌症病例最多的国家之一，肿瘤药物有效率较低是影响癌症患者五年生存率的重要因素。

图16：糖尿病、高血压及肌肉骨骼结缔组织疾病两周就诊率

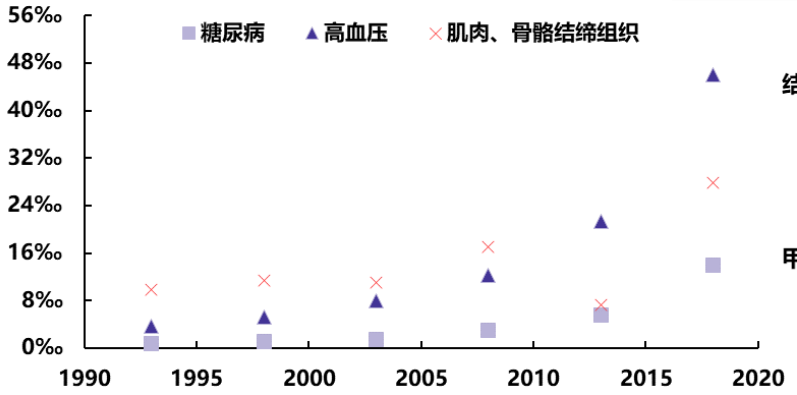


图17：中国前十大癌症病例数（万人次，2016年）

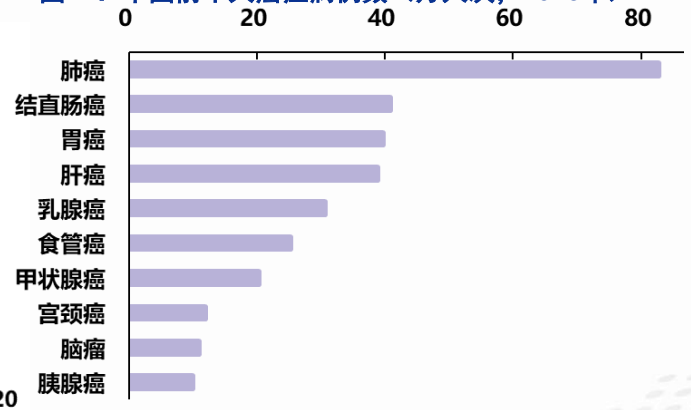
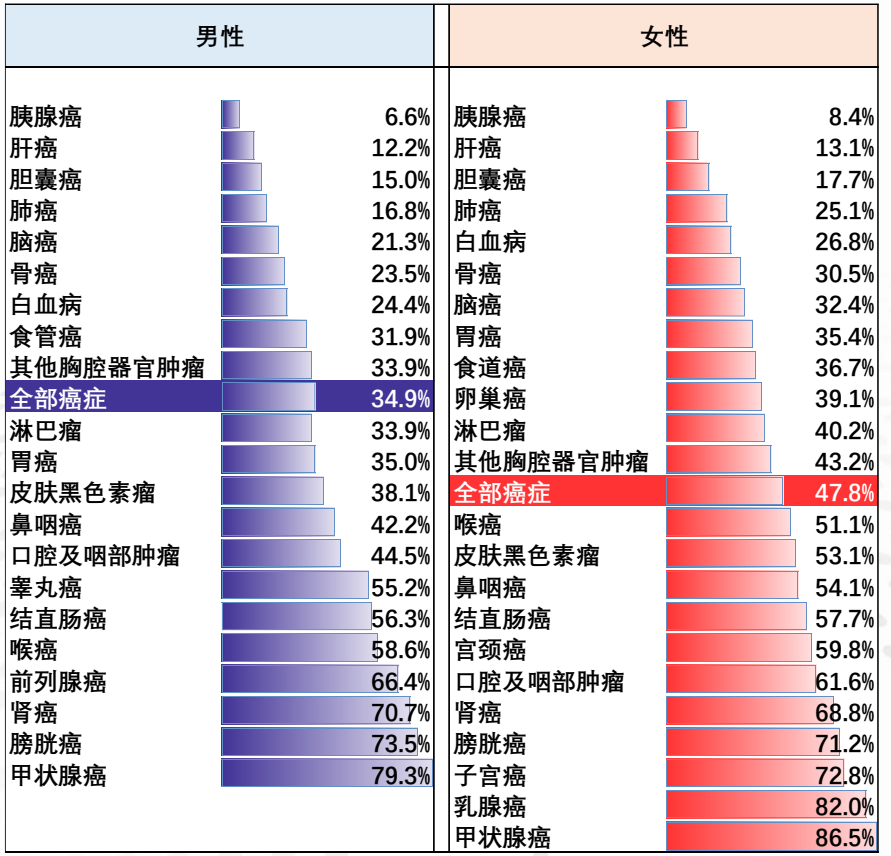


图18：部分肝癌药物单药/联合给药治疗效果

研究	药品	联合用药	治疗级别	mPFS	ORR	≥3 TRAE	n
IMbrave150	阿替利珠单抗	贝伐珠单抗	1	6.8	27.30%	36.00%	334
	索拉非尼	-		4.3	11.90%	46.00%	167
ZGDH3	多纳非尼	-	1	3.7	4.60%	57.40%	328
	索拉非尼	-		3.6	2.70%	67.50%	331
COSMIC-312	阿替利珠单抗	卡博替尼	1	6.8	11%	51%	250
	索拉非尼	-	1	4.2	3.70%	30%	122
KEYNOTE-224	帕博利珠单抗	-	2	4.9	18.30%	-	104
KEYNOTE-240	帕博利珠单抗	-	2	-	4.40%	-	413
	安慰剂	-		-	-	-	-

图19：中国不同癌症五年生存率（2015年）



数据来源：《中国卫生统计年鉴》，《中国健康报告2019-2030》，《肝癌治疗指南》，《2022全国癌症报告》，ClinicalCancerResearch2021，ASCO2021，中国银河证券研究院

需求端：医疗健康需求场景渐趋丰富多元

居民健康意识提高催生多元化需求。近年来，随着物质生活水平的提升，越来越多的人开始关注除了医疗服务、药品、医疗器械等医疗产品及服务需求以外的健康产品及服务，主要包括保健品、健康管理服务、养老服务等，多样化健康需求亦带动医药健康产业链全面发展。此外，互联网等智慧场景的加入开拓了更多种获医、用药渠道，进一步促进终端需求释放。

图20：大健康产业概览

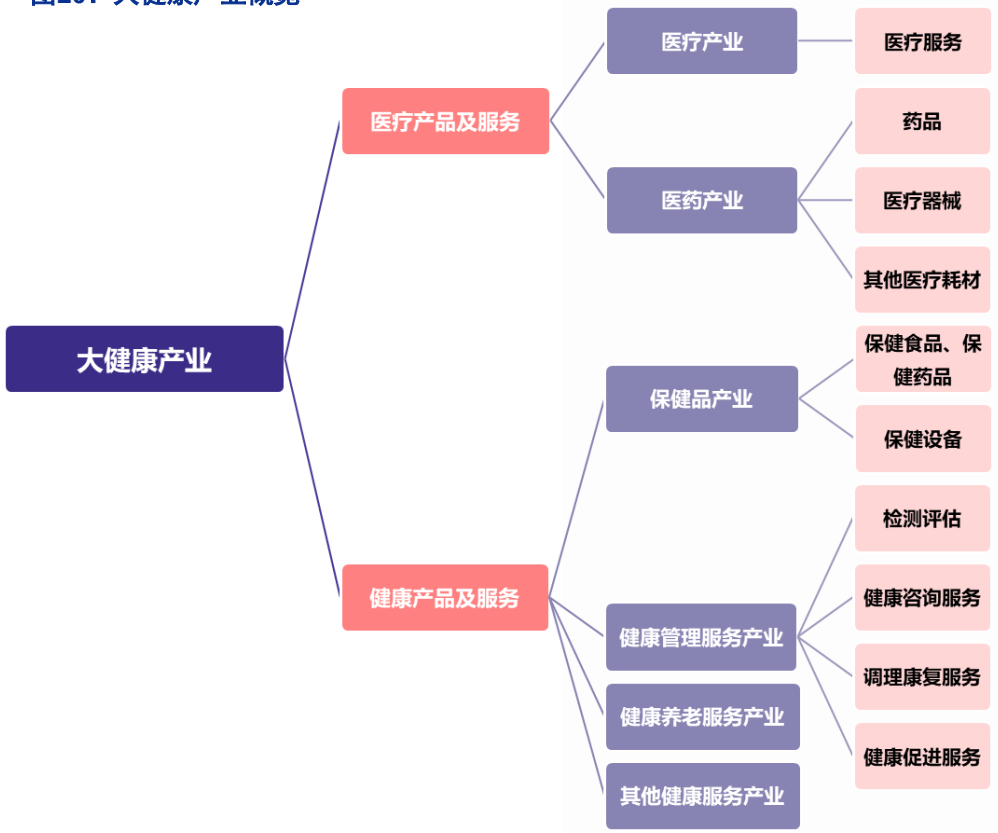


图21：大健康产业产业链



数据来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院

需求端：新消费崛起，医美需求旺盛

消费升级驱动医美需求释放，中国医美市场空间潜力巨大。随着人均可支配收入、购买力及个人美观付费意识提升，近年来我国医美市场保持高速增长，据弗若斯特沙利文测算，中国医美市场于2021年达到1,891亿元（2017-21年CAGR为17.5%），预计2030年将达到3,602亿美元（2021-30年CAGR为14.5%）。

图22：中国医疗美容治疗次数（百万次，2017-2030E）

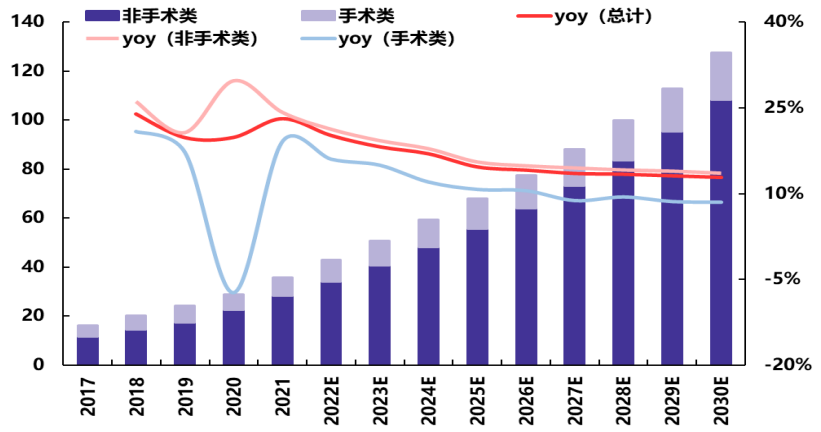


图23：中国医疗美容市场规模（十亿元，2017-2030E）

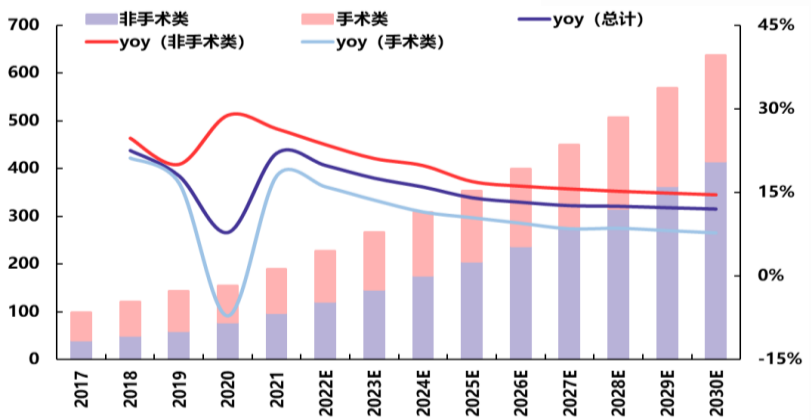
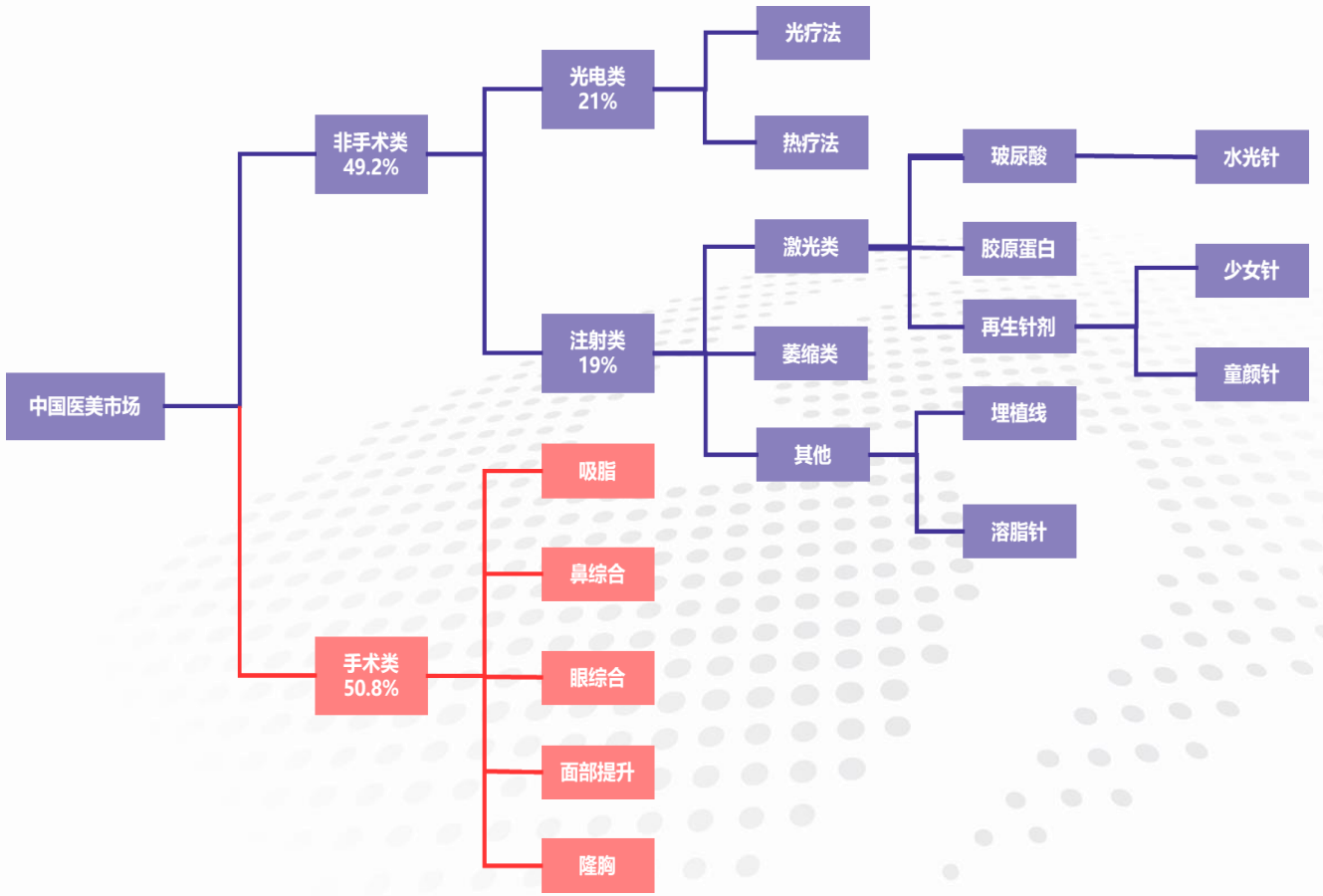


图24：医疗美容项目分类



数据来源：弗若斯特沙利文，新氧数据颜究院，中国银河证券研究院

创造财富 / 担当责任

需求端：新消费崛起，医美需求旺盛

受益于人口结构变化及技术变革，医美渗透率有望持续提升。我国医疗美容治疗的渗透率显著低于韩国、美国及巴西等国家，随着城镇人口比例不断扩大、医美社会接受度日益提升，中国医美渗透率进一步提升可期。此外，非手术类医美治疗因其操作容易、风险更低、恢复期更短及治疗效果更可逆，更受消费者青睐，其中玻尿酸、肉毒素等注射类产品技术已相对较为成熟。

图25：主要国家每千人医疗美容治疗次数（2020年）

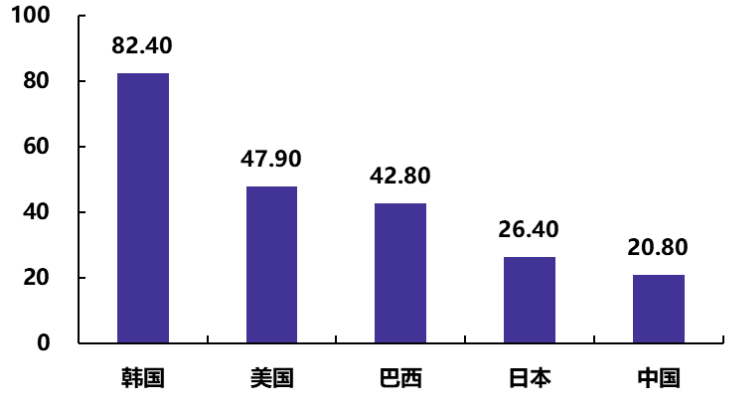


图26：中国不同等级城市医疗美容渗透率（2021年）

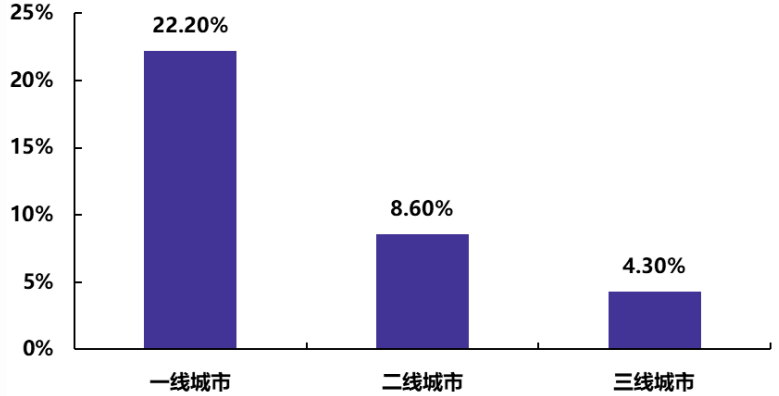


图27：中国医疗美容消费者概况（按年龄划分，2021年）

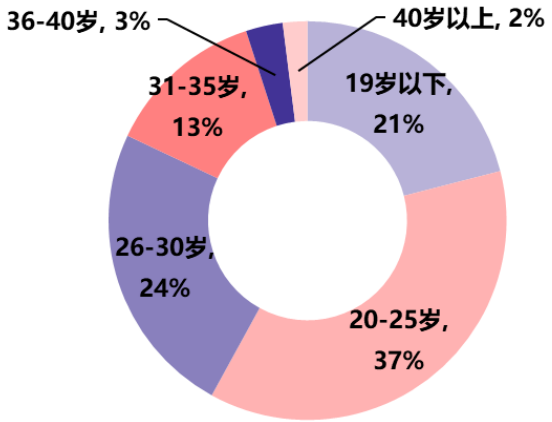
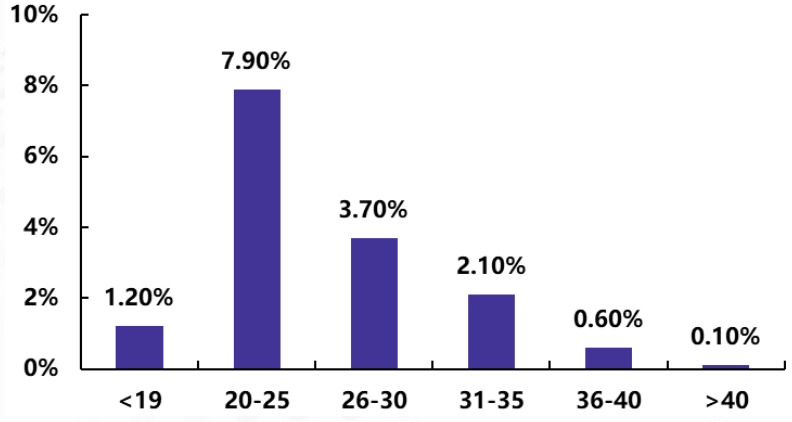


图28：中国医疗美容渗透率（按年龄划分，2021年）



数据来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

支付端：人均可支配收入增长为大健康产业发展提供长足驱动力

中国银河证券 CHINA GALAXY SECURITIES

我国人均可支配收入持续提升，群众健康消费意愿日趋强烈。2021年我国人均可支配收入达到35,128元（2013-2021年CAGR为8.48%），城镇居民可支配收入为47,411元（2013-2021年CAGR为7.56%）。2021年我国健康险收入达到8,447亿元，2013-2021年CAGR为28.68%，健康险赔付额为4,029亿元，2013-2021年CAGR为33.01%。

图29：健康险收入及赔付额（2009年-2021年）

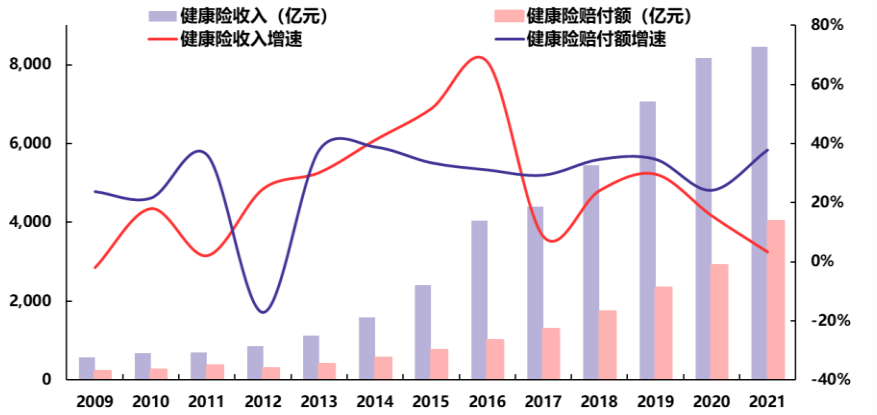


图30：全国及城镇人均医疗保健支出（2013年-2021年）

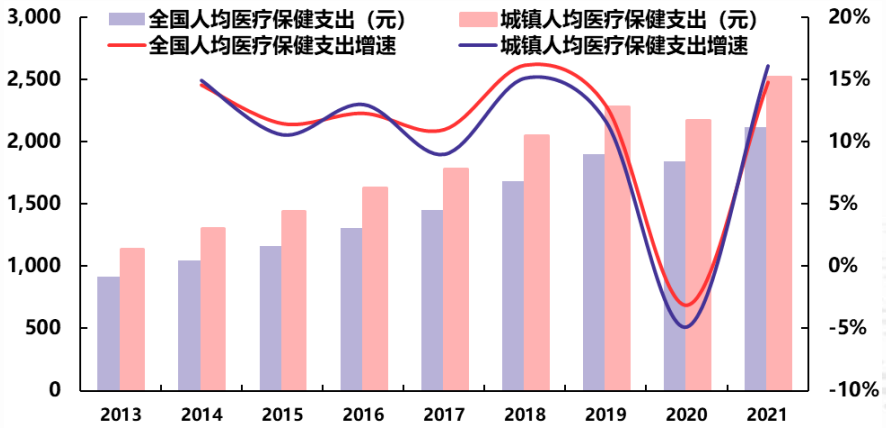


图31：城镇及全国居民人均可支配收入（2013年-2021年）

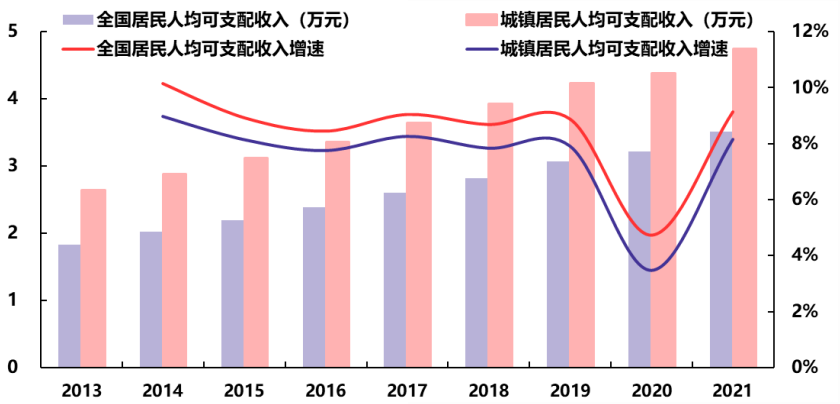
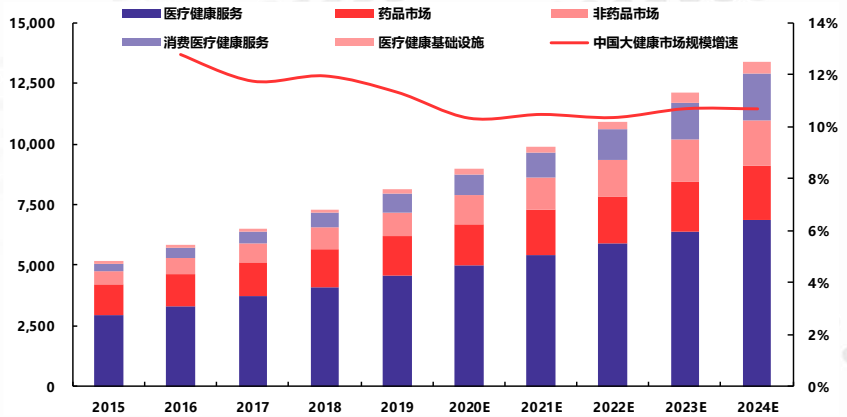


图32：中国大健康市场规模拆解（2015-2024E）



数据来源：中国保监会，国家统计局，头豹研究院，中国银河证券研究院

支付端：医保覆盖持续扩大，患者支付能力大幅提升

医保覆盖持续扩大，患者支付能力大幅提升。近年来，医保覆盖人群和病种范围快速扩大，卫生总费用持续增长，大幅提升了患者的医疗费用支付能力。根据《中国卫生健康统计年鉴》，2020年我国卫生费用达到人民币7.22万亿元，2010-2020年CAGR为13.7%，占GDP比重达7.1%；若不考虑疫情影响，我国2019年医疗费用占GDP比例约为6.6%，人均医疗费用为4,703元，但与美国（17.0%，77,238元）、英国（10.3%，31,182元）、德国（11.7%，37,695元）、日本（11.1%，31,108元）等发达国家相比仍有较大差距。

图33：医保基金收支及结余情况（2004-2021年）

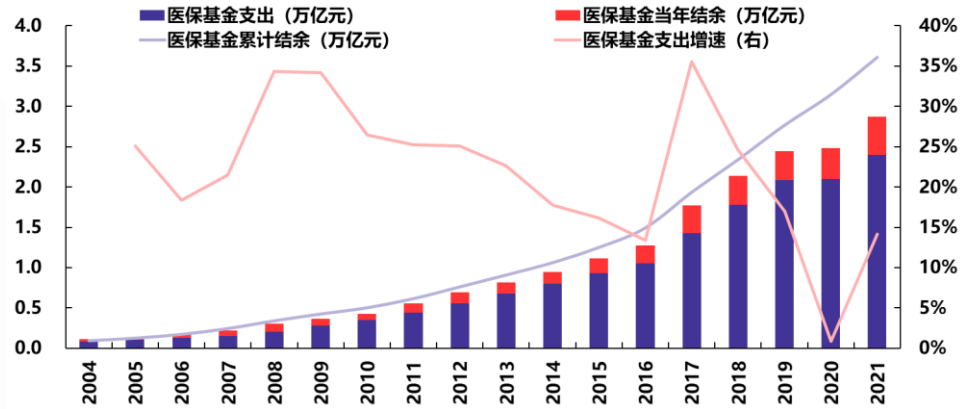


图34：中、美、英、德、日医疗费用占GDP比例（2019年）

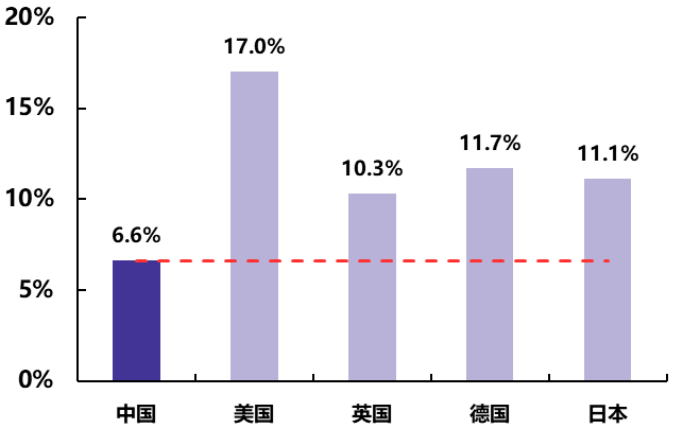


图35：中、美、英、德、日人均医疗费用（元，2019年）

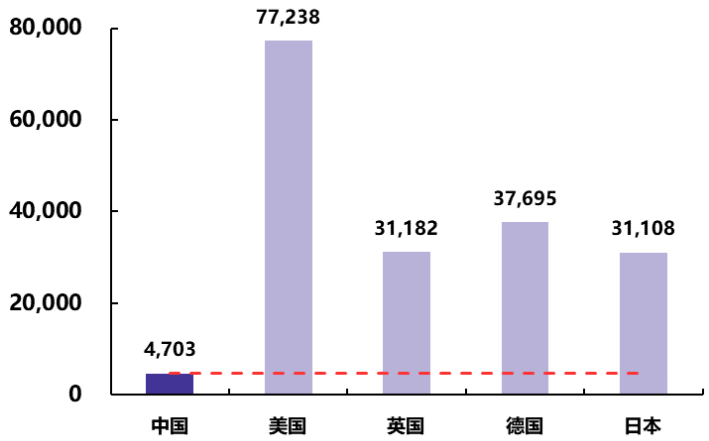
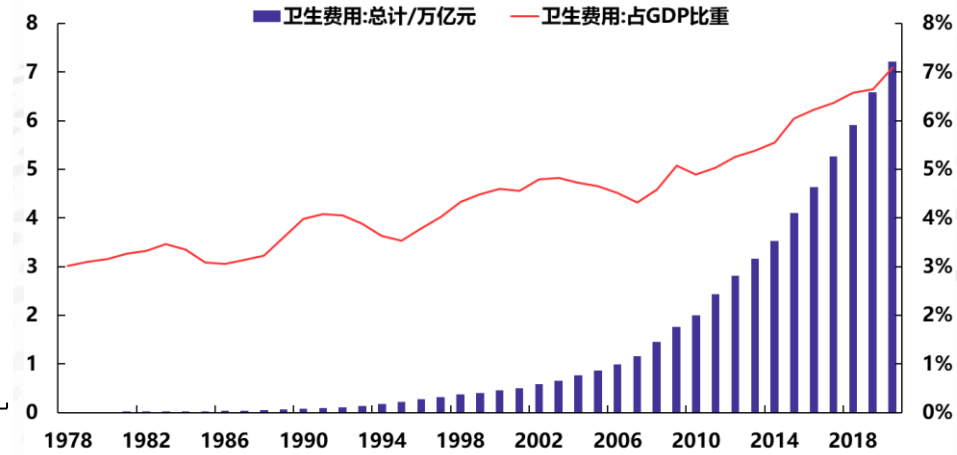


图36：中国卫生费用及占GDP比重（1978年-2020年）



数据来源：OECD数据、《中国卫生健康统计年鉴》，财政部，卫健委，国家统计局，中国银河证券研究院

目录

医药2022年表现复盘：估值与持仓均处于历史低位

1）2022年初至今，医保板块回调，估值进入有吸引力的区间

2）2022Q3医药板块基金持仓比例降至历史低位

医药政策分析：改革循序渐进，逐步进入深水区

1）集采一品一策、医保谈判稳步扩大，规则趋于成熟

2）DRGs政策预计是下一步医改重点，将重塑医疗卫生体制、深刻影响行业

医药未来长期依然乐观

1）需求端：老龄化趋势、消费升级、健康意识

2）支付端：居民可支配收入增长，医保支付范围扩大

我们看好的方向

1）消费升级趋势下的消费医疗及医疗服务：眼科、牙科、医美、品牌中药等

2）创新药及创新药产业链：ADC、双抗、CGT及CXO等

3）DRGs政策受益的方向：第三方检验服务ICL等

4）医疗新基建与国产替代：影像、超声、内窥镜、化学发光、实验室检测流水线等

5）走出集采阵痛的高值耗材：心血管耗材、骨科器械等

6）长期成长的细分市场：血制品、疫苗

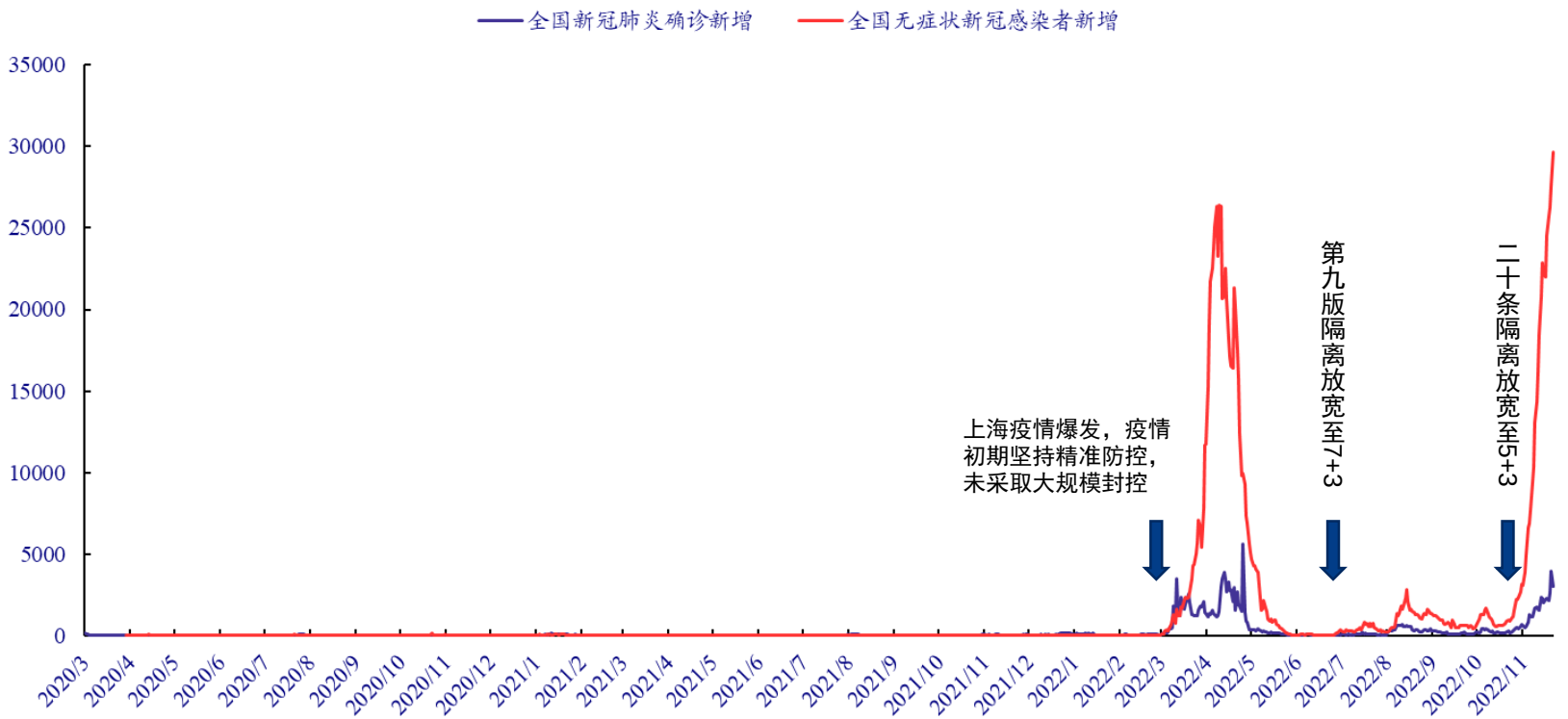
7）医药底层技术与核心原料：生命科学上游、测序设备、质谱设备等

8）医药商业中的特色资产

新冠疫情对国内诊疗影响较大

- **国内疫情及针对性的防控措施对居民医疗造成较大影响。**年初香港深圳、长春及上海等地疫情使得国内防疫压力凸显，在11月”二十条“优化措施出台后，全国各地新冠感染患者创出新高，疫情防控的难度进一步加大，继续执行动态清零既不现实，成本也非常高昂。”新十条“出台后、各地陆续放松，确认国内防疫政策转向。

图37：中国内地新冠肺炎确诊数和无症状感染人数变化



数据来源：wind，中国银河证券研究院

2023年医药行业投资前瞻

- **医疗卫生需求预计大幅增加：**防疫政策在2022年底快速放松使得国内新冠患者短期快速增加，借鉴海外经验，预计2023年一季度至上半年国内可能经历较大疫情冲击，医疗卫生体系压力骤增，考虑常规医疗恢复，叠加“新冠+”患者（部分老年人、基础疾病患者），总体医疗需求预期将大幅增加，相关检验试剂、手术器械、部分药品预期将环比同比大增。
- **医疗新基建在2023年上半年加速推进：**2000亿医疗设备贴息贷款、ICU床位建设及近两年新建医院带来相关医疗设备需求预计在上半年快速推进，医疗装备投资预计将大幅增长。
- **医改政策预计集采稳步推进，DRGs疫情过后开始推广：**药品和耗材集采政策趋于成熟，预计将稳步推进，扩大品种，从化药推进至中药和生物药领域，高值耗材从医保品种向非医保品种扩展，政策力度暂不清晰的主要是体外诊断试剂方向。DRGs政策作为医改最难的一步，疫情冲击过后预计仍将稳步推进。
- **医药整体估值低位、基金持仓低位，考虑疫情、新基建、及政策影响，我们看好2023年医药行业投资机会，建议医药投资着眼长远，布局可以跨越政策周期的长线品种。**

数据来源：wind，中国银河证券研究院

看好政策回暖以及具有长期投资价值的方向

中国银河证券 CHINA GALAXY SECURITIES

- **我们看好具有长期投资价值的医疗领域：**
  - 消费医疗长坡厚雪，将持续受益于消费升级以人口老龄化。虽然眼科、牙科等领域近期遭受集采压制，但长期看市场空间广阔，疾病渗透率仍有提升空间，平台扩张具有强复制性；医美领域仍处于高速成长阶段，市场培育将带来渗透率快速提升；消费中药政策比较宽松，需求稳定，部分OTC品种还将受疫情需求提振，在国家重视中医药大背景下有望迎来估值提升。
  - 医药创新及产业链将持续受益于医药产业升级大趋势。中国创新药发展浪潮从抗体药起步，正在向核酸药和CGT等更高难度的创新领域拓展，国产创新药质量也有较大提升，未来有望进一步出海。创新服务外包产业“卖水人”逻辑坚挺，大量在手订单奠定短期业绩高景气基础。
  - 医疗器械装备受益于医疗“新基建”及国产替代进程。自2020年新冠爆发以来，国内医疗基建投资显著提速，弥补以往人均医疗资源的严重不足。近期医疗设备2000亿贴息贷款、及ICU床位建设对国产医疗器械装备需求大幅提升。
  - 医学检验服务：受益于DRGs/DIP政策不断推进，外包率提升。
  - 生命科学上游生物试剂：作为医药行业基础性原料，长期国产替代趋势明显。
  - 生命科学底层技术：国内亟需自主化进程，相关测序和实验分析仪器领域龙头前景光明。
- **我们看好部分医疗细分领域被低估的龙头：**
  - 血制品：浆站加快建设，终端需求稳步增长，龙头取得更大市场份额。
  - 疫苗：二类疫苗可选消费属性较强，业绩有望持续放量。
  - 医药商业：板块中具有特殊资源禀赋的公司，如进口药品总代、疫苗及医药CSO等。

医疗消费：全人群眼病患病率高，眼科市场空间广阔

- **我国眼科患者数量规模庞大，常见眼科疾病种多样。**我国拥有近7亿近视患者、3亿干眼病患者及1.6亿白内障患者，患者技术及其庞大，此外青光眼等其他眼病亦是高发病种。随着老年群体基数的增加以及青少年数码产品的使用机会增加，中国各类眼病病例预计仍将逐年增多。
- **我国眼科医疗服务市场规模广阔，且保持逐年增长态势。**根据弗若斯特沙利文估计，2019年中国眼科医疗服务市场为1,275亿元，2015-2019年CAGR为14.96%。其中2019年基础眼科医疗服务市场规模为765亿元，2015-2019年CAGR为11.8%；消费眼科医疗服务2019年市场规模为510亿元，2015-2019年CAGR为11.72%。
- 医疗服务：建议关注爱尔眼科(300015.SZ)；眼病用药/器械：建议关注欧普康视（300595.SZ）、爱博医疗(688050.SZ)、兴齐眼药(300573.SZ)

图38：中国常见眼科疾病病例数（亿人次，2015-2024E）

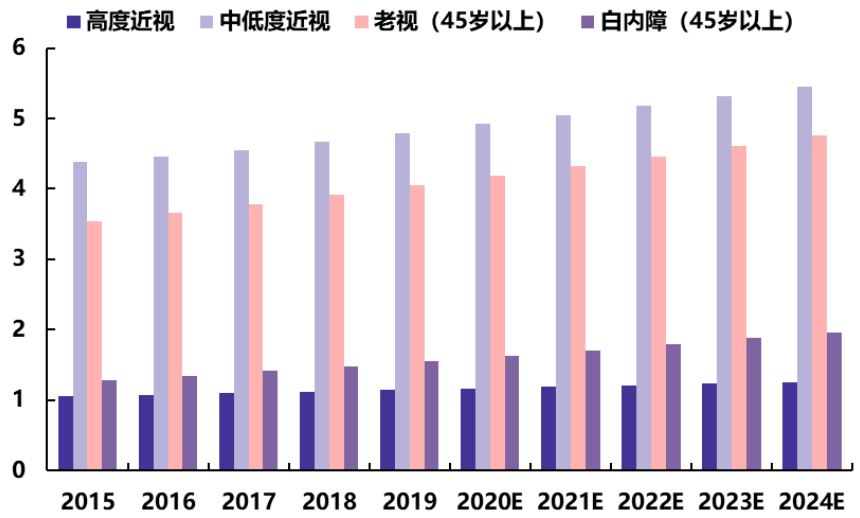


图39：中国眼科医疗服务市场规模（亿元，2015-2024E）

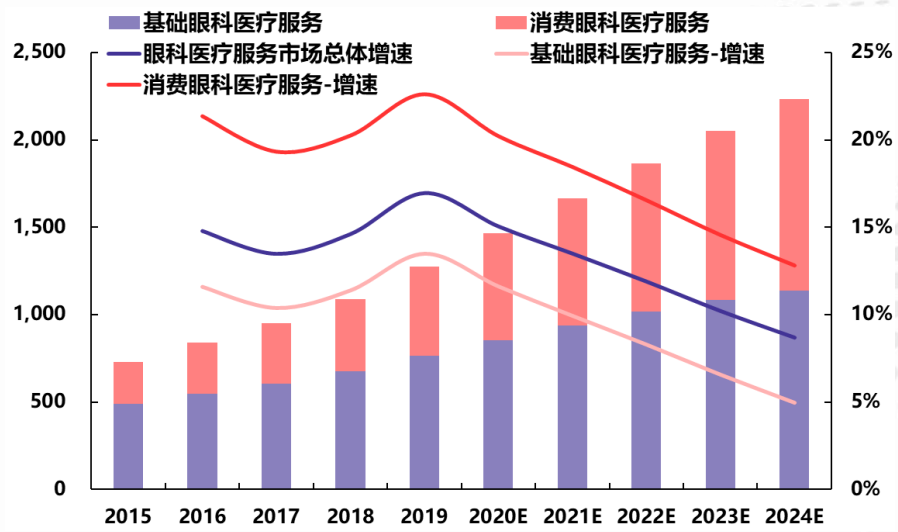
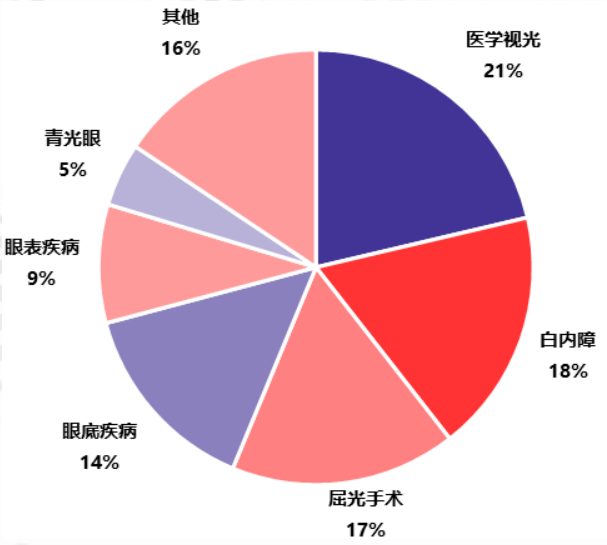


图40：中国眼科医疗服务市场规模占比，2019年



数据来源：弗若斯特沙利文、《中国卫生健康统计年鉴》，灼识咨询，卫健委，中国银河证券研究院

民营眼科医院连锁优势显著，平台化提供高复制性

- **民营眼科医疗机构市场规模持续扩容，且增速高于公立医疗机构。**根据弗若斯特沙利文，2019年我国眼科医疗机构就诊人次和住院量分别为1.28亿及620万人次，民营眼科医疗机构就诊人次和住院量分别为3,530万及150万人次。
- **我国人均眼科医院及眼科医生数量较发达国家仍有较大差距。**民营眼科医疗机构发展可以填补我国眼科服务需求缺口，眼科服务渗透率仍有较大提升空间。
- **爱尔眼科（300015.SZ）是眼科医院连锁领域的绝对龙头，平台化赋能快速扩张。**公司目前在全球范围内开设眼科医院及中心达723家，其中中国内地610家。2021年，中国内地年门诊量超1,500万人次，手术量超100万台，医疗服务网络覆盖全球近30亿人。我们看好其：1）完善的精细化管理大幅提升异地复制能力；2）分级定位优化医疗资源配置；3）人才培养/合伙机制持续巩固竞争优势；4）体外并购基金助力公司扩张之路。

图41：中国眼科医疗机构住院量（百万人次，2015-2024E）

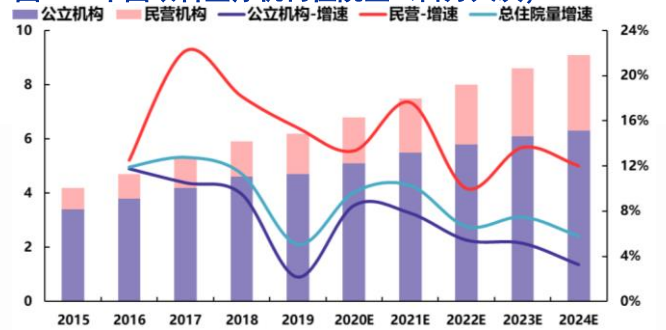


图42：中国眼科医疗机构门诊量（百万人次，2015-2024E）

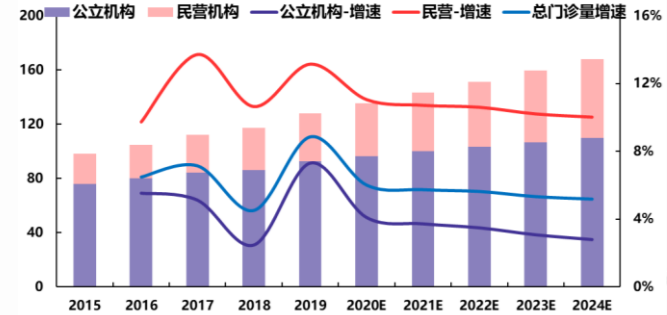


图43：爱尔眼科营收及净利润（2012-2021）

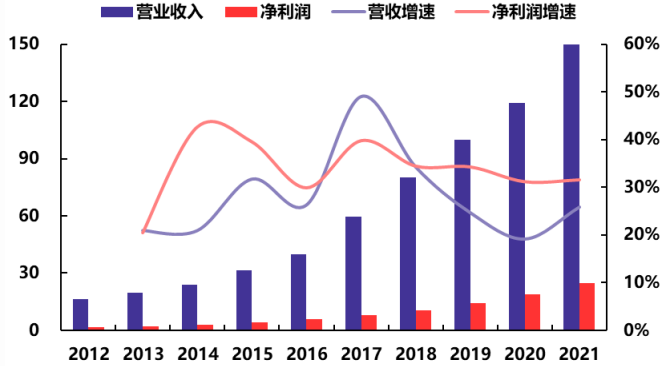


图44：爱尔眼科教研体系布局

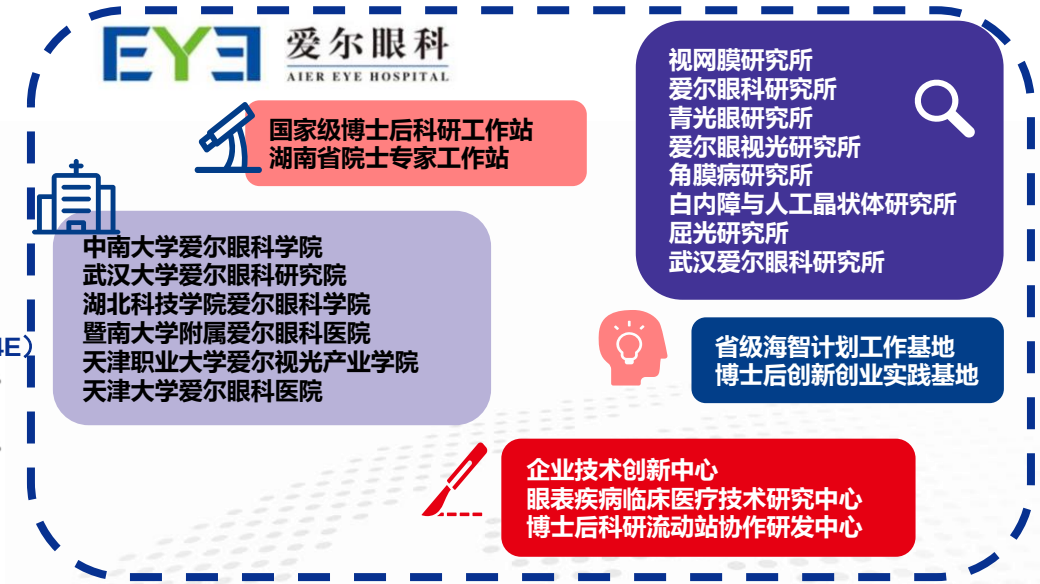


图45：各国每百万人口眼科医生数量

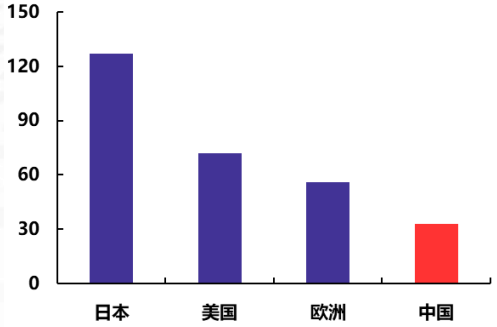
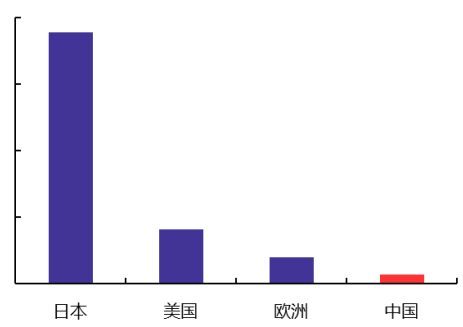


图46：各国每百万人口眼科医院数量



数据来源：弗若斯特沙利文、《中国卫生健康统计年鉴》，爱尔眼科官网，爱尔眼科公司公告，中国银河证券研究院

眼病用药/器械是眼病防治有效手段，产品渗透率有望提升

- **除手术外，低浓度阿托品及角膜塑形镜是经科学验证的有效近视防控手段。**据《近视管理白皮书(2019)》，相对空白组，0.01%阿托品滴眼液使6-12岁儿童青少年近视增长平均减缓60%-80%，近视降低约0.53D/年，近视控制效力中至强。此外多项研究显示角膜塑形镜可有效减缓近视眼眼轴增长，近视控制效力中等（0.25～0.50D/年），延缓35%～60%近视进展。
- **欧普康视（300595.SZ）：首家获牌照国产OK镜厂商，围绕视光多端布局。**我们看好其：1）角膜塑形镜国内市占率稳居第一，多品牌布局满足不同人群需求；2）2022年6月0.01%浓度硫酸阿托品院内获批，有望成为业绩新增长极；3）产品管线不断拓展，龙头优势不断巩固；4）重视终端铺就，产品渗透率提升可期。
- **兴齐眼药（300573.SZ）：产品矩阵丰富，低浓度阿托品、环孢素有望递次放量。**我们看好其：1）环孢素锁定先发优势，量价齐升兑现可期；2）低浓度阿托品临床进展顺利，市场竞争格局良好，后续快速放量可期。

图47：欧普康视产品布局



图48：欧普康视营业收入情况（2012-2021）

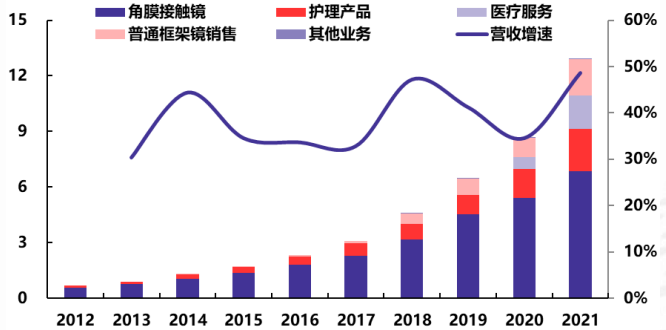


图49：兴齐眼药营业收入情况（2016-2021）

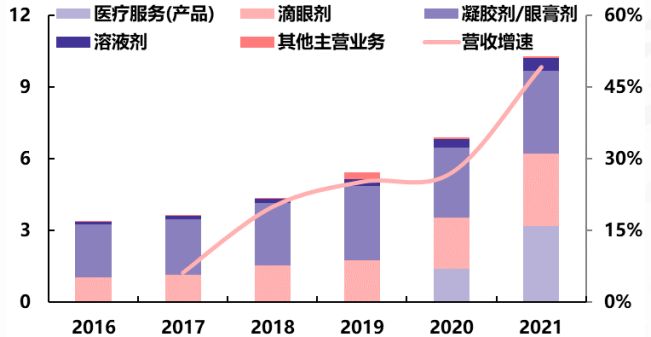


图50：兴齐眼药在研管线进展（截至2022年6月30日）

项目名称	进展情况	项目介绍	类别
SQ-129(原 SQ-732)	临床前研究阶段	黄斑水肿的治疗	2.2类
SQ-727	临床研究阶段	真菌的治疗	2.2类
SQ-729	临床研究阶段	延缓近视进展	2.4类
SQ-708	临床研究阶段	预防和治疗角膜移植术后的免疫排斥反应	2.4类
SQ-702	临床前研究阶段	细菌性结膜炎的治疗	3类
SQ-755S	注册审评阶段	眼干燥症的治疗	4类
SQ-718	注册审评阶段	眼干燥症的治疗	4类
SQ-739	注册审评阶段	青光眼的治疗	4类
SQ-758S	注册审评阶段	青光眼的治疗	4类
SQ-758M	注册审评阶段	青光眼的治疗	4类
SQ-759	药学研究阶段	促睫毛增长	3类
SQ-773	药学研究阶段	青光眼的治疗	3类
SQ-801	药学研究阶段	敏感菌引起的外耳道炎、中耳炎的治疗	4类
SQ-762	药学研究阶段	眼部细菌感染的治疗	4类
SQ-738S	药学研究阶段	眼部炎症性疾病的对症治疗	4类
SQ-738M	注册审评阶段	眼部炎症性疾病的对症治疗	4类
SQ-795	注册审评阶段	眼干燥症的治疗	4类
SQ-723	药学研究阶段	散瞳和睫状肌麻痹	4类
SQ-798	药学研究阶段	青光眼的治疗	4类
SQ-720	药学研究阶段	成年人老视	3类
SQ-21127	临床前研究阶段	年龄相关性黄斑变性的治疗	1类
SQ-785	药学研究阶段	缓解眼部干涩	4类
SQ-788	药学研究阶段	青光眼的治疗	4类
SQ-116	药学研究阶段	预防白内障手术后眼内炎	3类

数据来源：欧普康视公司公告及官网，兴齐眼药公司公告，中国银河证券研究院

口腔行业景气度高企，民营机构迎来黄金发展期

中国银河证券 CHINA GALAXY SECURITIES

图51：中国口腔医疗服务市场规模（亿元，2015-2025E）

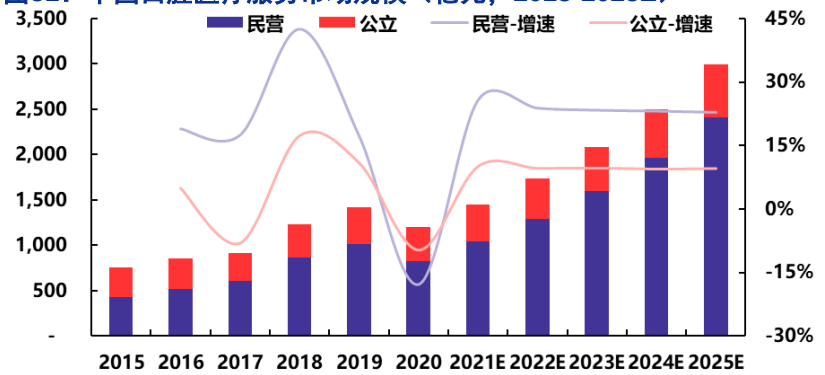


图52：中国正畸及种植业务量

	正畸业务量（万颗）	种植业务量（万颗）
2014	145	50
2015	163	98
2016	183	142
2017	206	196
2018	226	236
2019E	246	276
2020E	266	316

图53：中国口腔医疗机构数量（2003-2020）

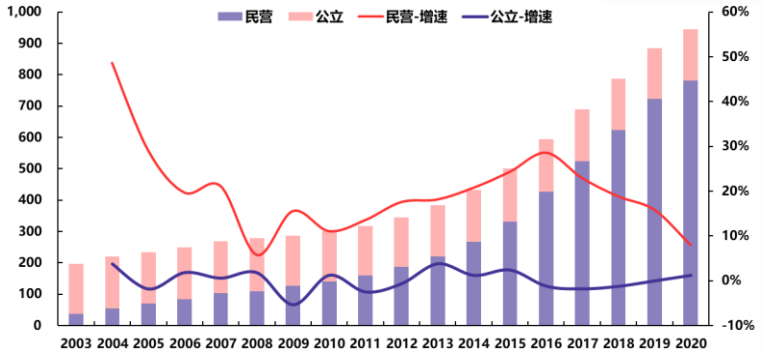


图54：5岁及12岁儿童患龋情况

		5岁	12岁
患龋率（%）	2005年	66.0	28.9
	2015年	71.9	38.5
龋均	2005年	3.50	0.54
	2015年	4.24	0.86

- **口腔治疗市场规模广阔，渗透率提升空间较大。**我国民营口腔行业服务增速快于公立医疗机构。根据弗若斯特沙利文，2020年我国口腔医疗服务市场规模为1,199亿元，2015-2020年CAGR为9.6%；其中民营口腔医疗机构2020年市场规模为831亿元，2015-2020年CAGR为13.9%。
- 我国大陆地区牙科服务普及率仅为24%，显著低于美国70%及我国台湾地区49%的水平。民营口腔医疗机构发展可以填补口腔行业服务需求缺口，渗透率仍有较大提升空间。
- **正畸、种植等高端服务受益于消费升级，行业规模有望高速扩张。**1）正畸：根据灼识咨询，2020年我国正畸渗透率仅为0.79%，病例数约为310万例，2015-2020年CAGR约为13.4%；2020年我国正畸市场规模约为513.5亿元，2015-2020年CAGR约为18.1%。2）种植：根据灼识咨询，2020年我国口腔种植渗透率仅为0.51%，每一万人种植牙的人数约为21人，远低于韩国（630人）、西班牙（283人）、意大利（227人）、德国（186人）、美国（85人）等国家。2020年我国口腔种植市场规模约为431亿元，2015-2020年CAGR约为22%。

图55：居民口腔健康情况调查（2005年及2015年）

	牙周健康率		牙龈出血				深牙周袋			
			检出率		检出牙数		检出率		检出牙数	
年龄组	2005	2015	2005	2015	2005	2015	2005	2015	2005	2015
35-44岁	14.50	9.10	77.30	87.40	8.77	13.77	5.70	6.90	0.12	0.14
65-74岁	14.10	9.30	68.00	82.60	6.18	11.25	11.40	14.70	0.20	0.33

12岁年龄组窝沟封闭率		
	2005年	2015年
城市	2.8	8
农村	0.2	3.4
合计	1.5	5.7

	刷牙率		每天两次刷牙率				牙线使用率		中老年人存留牙齿数		
年龄组	2005		2005		2005		2005			2005年	2015年
5岁	80.4	66.7	21.8	24.1	39.5	42.1	--	--	35-44岁	29.4	29.6
12岁	81.80	82.80	28.40	31.90	45.90	55.00	1.40	1.20	65-74岁	20.97	22.5
35-44岁	89.30	93.20	34.60	47.80	46.30	72.80	0.60	2.00			
65-74岁	75.20	80.90	25.80	30.10	26.50	45.70	0.40	0.80			

数据来源：弗若斯特沙利文，《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》，中国产业信息网，卫健委，灼识咨询，中国银河证券研究院

创 造

口腔医疗服务龙头市占率有望进一步提升

- **通策医疗是中国口腔医疗服务提供商龙头**，主要业务包括种植、正畸、儿科及口腔综合四大板块，市场份额提升空间巨大。公司深耕浙江省内口腔医疗服务市场，坚持“总院+分院”模式，以“蒲公英医院”加速门店布局，深入下沉市场；公司在省外重点城市打造的“存济”品牌进展顺利，力图实现“区域总院+分院”模式的省外复制。
- 我们看好其：1）公司在浙江省内口腔服务未及市场空间仍然巨大；2）平台化人才体系+蒲公英模式打造牙医资源优势；3）已形成可验证的门店复制能力；4）高端业务占比持续提升，单牙椅产出持续提升；5）省外存济口腔医院进展顺利，公司全国口腔医疗服务市占率提升可期；5）种植牙集采靴子落地，医疗服务费调控至4,500元，好于此前市场预期。

图56：通策医疗2020年及2021年四大主营业务营收及占比

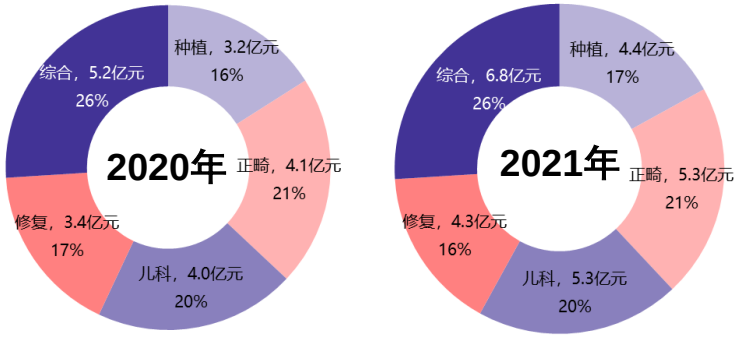


图57：通策医疗浙江省内口腔医院建设规划图（截至2022年8月）



图58：通策医疗单牙椅产出（万元，2017-2021年）

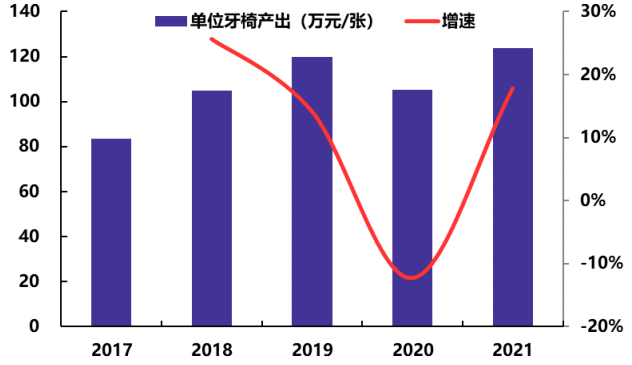


图59：通策医疗营收及净利润（亿元，2016-2021年）

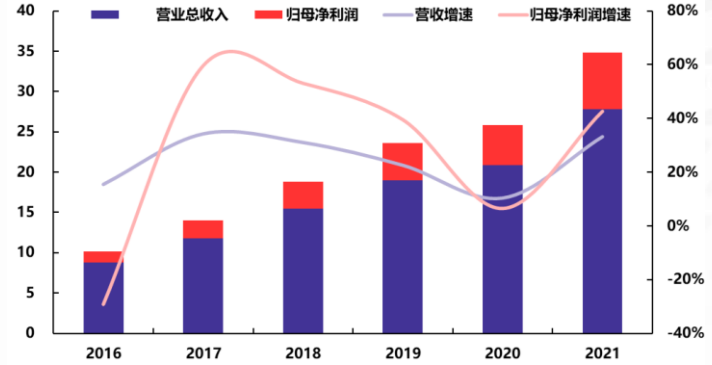
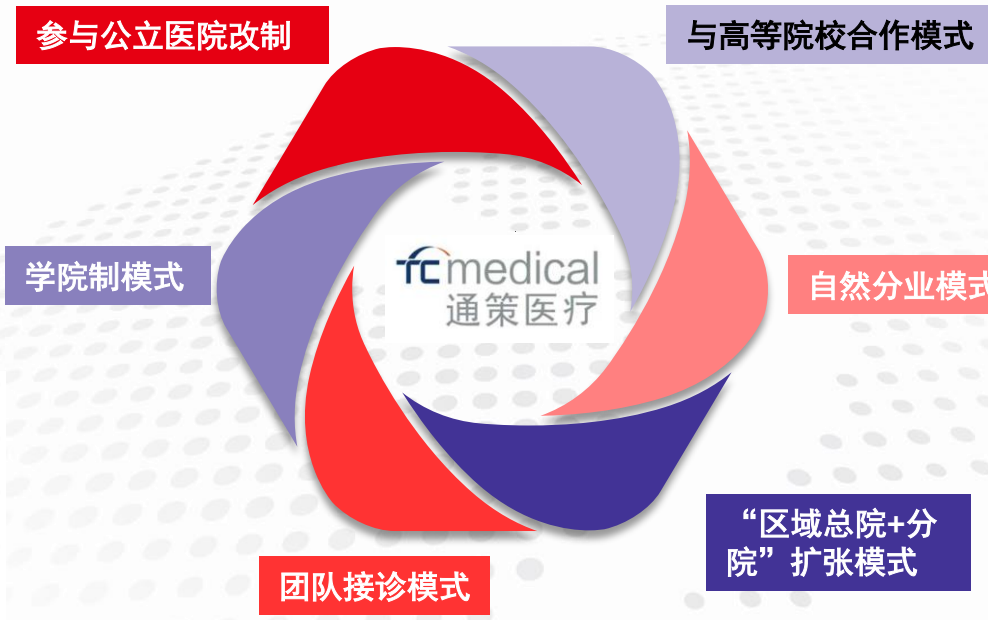


图60：通策医疗六维发展模式



数据来源：通策医疗公司公告，通策医疗公司官网，中国银河证券研究院

医疗消费：医美看好注射类、植发等高增长需求

- **注射类医美项目百花齐放，可满足多元需求**。市面上的注射类产品主要围绕填充、抑制、护理及溶脂四大功效，产品核心成分多为透明质酸（玻尿酸）、肉毒毒素、胶原蛋白及再生成分。我们看好：
- **华熙生物（688363.SH）**：1）透明质酸龙头地位稳固，医药、美妆、食品等下游应用场景持续拓展；2）润百颜/夸迪/米蓓尔/肌活四大功能性护肤品口碑积累良好，终端业绩亮眼，放量或将持续超预期；3）建立建全完善的研发体系并持续赋能创新，全产业链开拓能力强。
- **爱美客（300896.SZ）**：1）核心产品嗨体需求巨大，销量保持稳健增长；2）濡白天使接力嗨体成为另一增长极，看好后续放量持续超预期；3）在研品类丰富，致力培育强劲势能。

图61：注射类主要项目介绍

功效	项目	核心成分	原理	注射皮层
填充	玻尿酸填充	玻尿酸	将玻尿酸以填充物的方式注入真皮皱褶凹陷或欲丰润部位	真皮深层、真皮浅层和表皮
	胶原蛋白填充	胶原蛋白	采用注射的方式将胶原蛋白填充到真皮层，以达到补水、提升、除皱、美白等作用	真皮层
抑制	肉毒毒素	肉毒毒素	高分子蛋白的神经毒素，通过阻断与肌肉间的神经冲动或者暂时麻痹肌肉达到除皱瘦脸等功效	肌肉组织
护理	水光针	玻尿酸	将小分子、非交联（弱交联）的玻尿酸注射到较浅的真皮层，以改善肌肤缺水问题。	真皮层
	童颜针	PLLA+玻尿酸	将真空负压技术在皮肤真皮层注入以聚左旋乳酸（PLLA）为基底的溶液，刺激胶原蛋白再生	真皮深层、筋膜层、骨膜
	少女针	PCL+CMC	先通过CMC填充，再通过PCL刺激胶原再生	真皮层
	埋植线	PCL或PDO	采用可吸收材料植入浅表肌肉腱膜系统及其浅层组织，线材上突起部分会抓住皮下组织，达到填充凹陷组织、提拉松弛肌肤、重塑体表轮廓、刺激胶原蛋白再生等效果	脂肪层、筋膜层
	美白针	多种抗氧化成分	包含谷胱甘肽、传明酸、维C等成分，可抑制细胞氧化、阻止黑色素生成	静脉注射
溶脂	溶脂针	加速新陈代谢药物	通过向皮下注射溶脂制剂对脂肪进行化学性烧蚀或破坏，以达到减脂塑身的作用	脂肪组织

数据来源：亿渡数据，新氧颜究院，弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

医疗消费：医美看好注射类、植发等高增长需求

- **植发项目刚需属性增强，年轻男性群体渗透率快速提升。**截至2020年，我国脱发人群达2.52亿，逾7,000万人具有发量稀少困扰。根据弗若斯特沙利文，2020年我国患最常见脱发类型AGA（雄激素性脱发）的男性数量约为9,440万人。受工作节奏加快、压力较大等因素影响，脱发年轻化的趋势明显，叠加中高收入群体不断扩容，群众植发付费意愿愈发强烈，渗透率进一步提升可期。
- **雍禾医疗（2279.HK）：**全国布局最广、规模最大的民营连锁植发服务提供商，截至2021年共经营54家机构，根据弗若斯特沙利文，公司2020年为约5.1万例患者提供植发服务，实现14.1亿元的植发收入，以10.5%的市场份额稳居第一；此外医疗养固收入为2.1亿元，以4.3%的市场份额位居第一。我们看好其：1）植发+养固双轮驱动，客户黏性较高；2）研发与营销并重，核心竞争壁垒高筑；3）门店扩张目标明确，业绩增长驱动力强劲。

图62：中国男性AGA患者数量（百万人，2014-2028E）

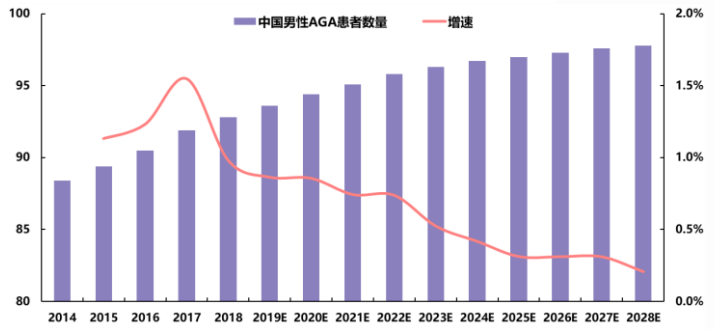


图63：中国毛发医疗市场规模（十亿元，2016-2030E）

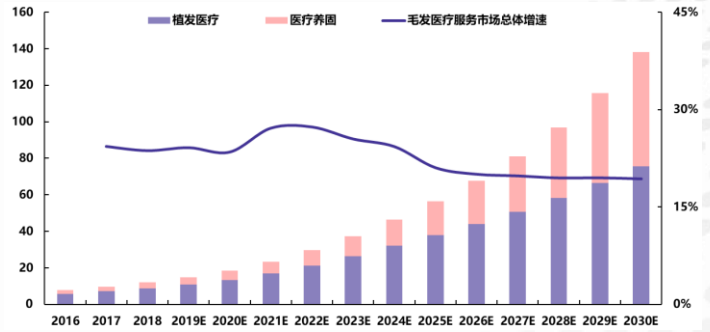


图64：雍禾医疗全国医院网络布局（截至2021年）



数据来源：雍禾医疗公司官网，雍禾医疗公司公告，弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

医疗消费：品牌中药底蕴深厚，政策宽松+需求稳定

- **品牌中药拥有一定定价权，消费升级驱动量价齐升。**近百年来，我国涌现一批云南白药、片仔癀、东阿阿胶等经过历史积淀，已拥有一批稳固消费群体的国民中药品牌。不同于处方中药承受集采政策压力，品牌中药兼具医药与消费品属性，在品牌赋能下持续培育新品类，量价齐升逻辑有望兑现。我们看好：
- **片仔癀（600436.SH）**：1）五百年历史积淀，品牌形象深入人心；2）处方和工艺受国家级保密，拥有产品定价权；3）我国肝病患者基数庞大，需求始终旺盛；4）切入保健、化妆、日化等领域，激发品牌新活力。
- **东阿阿胶（000423.SZ）**：1）核心产品阿胶高档滋补品地位稳固，消费升级背景下需求长期旺盛；2）上游原材料优势显著，产品定价能力较强；3）渠道库存清理基本结束，放量步伐逐步加快；4）线上+线下渠道联动，扩充年轻消费者市场效果喜人。

图65：片仔癀系列产品主要成分及功能主治

产品	成分	功能主治
片仔癀锭剂	牛黄、麝香、三七、蛇胆	清热解毒，凉血化瘀，消肿止痛。用于热毒血瘀所致急慢性病毒性肝炎，痈疽疔疮，无名肿毒，跌打损伤及各种炎症。
片仔癀胶囊	牛黄、麝香、三七、蛇胆	清热解毒、凉血化瘀，消肿止痛。用于热毒血瘀所致急慢性病毒性肝炎，痈疽疔疮，无名肿毒，跌打损伤及各种炎症。
复方片仔癀软膏	片仔癀粉、蛇药片等	清热，解毒，止痛。用于带状疱疹、单纯疱疹、脓疱疮、毛囊炎、痤疮。
复方片仔癀含片	蝲蛄菊、肿节风、玄参、麦冬、甘草、片仔癀、薄荷脑等	清热解毒，利咽止痛，生津润喉。用于风热上攻，肺胃热盛所致急、慢性咽喉炎

图66：片仔癀适应症及用法用量、治疗周期

疾病类型	用法用量	治疗周期
急性肝炎	0.6g/次，3天/次	连续服药1-3周
慢性肝炎	0.6g/次，3天/次	连续服药一月以上
肿瘤	0.6g/次，2-3天/次	可长期服用
其他各种炎症	0.6g/次，3天/次	连续服药3天-2周
软组织损伤	0.6g/次，2-3天/次	连续服药3天-4周并适量外敷
烧烫伤	0.6g/次，3天/次	连续服药3天-2周并适量外敷3
手术病人	0.6g/次，3天/次	术前服药1-2天，术后服药3-4天
皮肤患疾	0.6g/次，3天/次	连续服药3天-2周，配合外敷

图67：片仔癀营业收入及归母净利润（亿元，2012-2021年）

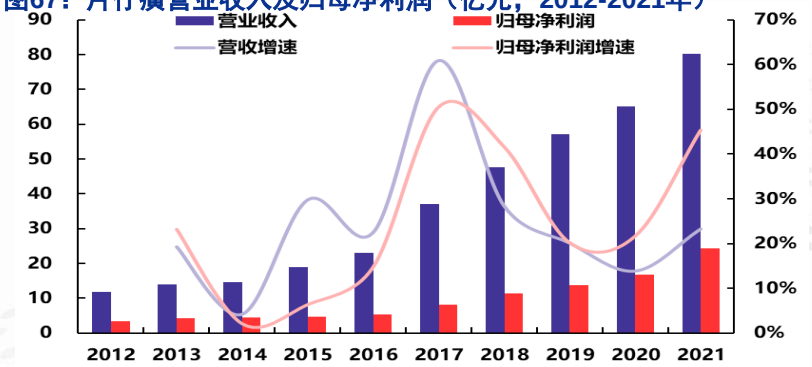
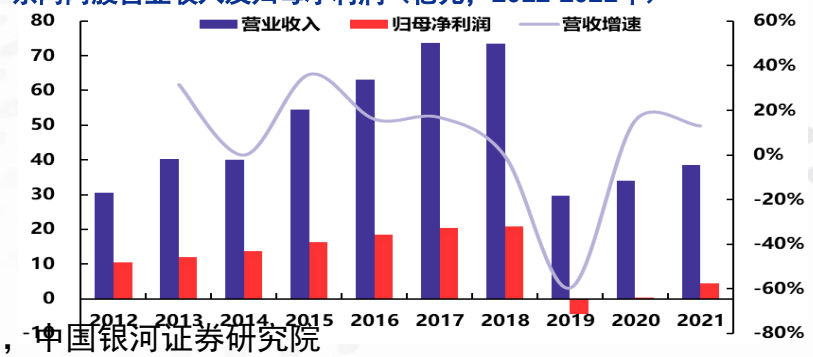


图68：东阿阿胶营业收入及归母净利润（亿元，2012-2021年）



数据来源：片仔癀公司官网及公司公告，东阿阿胶公司官网及公司公告，中国银河证券研究院

医疗消费：品牌中药底蕴深厚，政策宽松+需求稳定

- **品牌中药拥有一定定价权，消费升级驱动量价齐升。**近百年来，我国涌现一批云南白药、片仔癀、东阿阿胶等经过历史积淀，已拥有一批稳固消费群体的国民中药品牌。不同于处方中药承受集采政策压力，品牌中药兼具医药与消费品属性，在品牌赋能下持续培育新品类，量价齐升逻辑有望兑现。我们看好：
- **云南白药（000538.SZ）**：1）百年历史积淀，品牌形象深入人心；2）处方和工艺受国家级保密，拥有产品定价权；3）产品体系完善，洗护等新赛道产品不断推陈出新；4）国企混改顺利，百年品牌焕发新活力。
- **华润三九（000999.SZ）**：1）健康消费品OTC领域龙头企业，“品牌+渠道”优势显著；2）受益于先发布局，公司有望充分享受中药配方颗粒政策红利；3）核心单品“三九感冒灵”等市场地位稳固，品牌影响力持续强化；4）国际接轨助力产线拓展及技术提升。

图69：云南白药产品布局



图70：云南白药营收及净利润（亿元，2012-2021年）

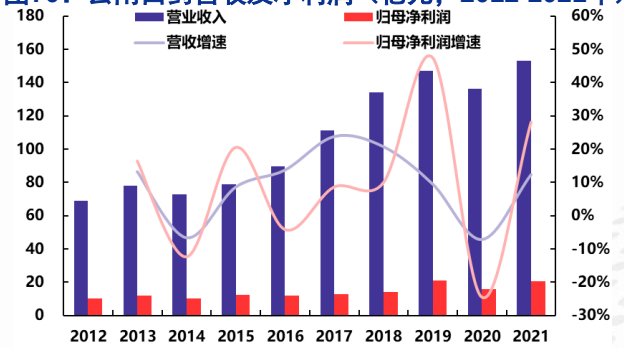


图71：华润三九营收及净利润（亿元，2012-2021年）

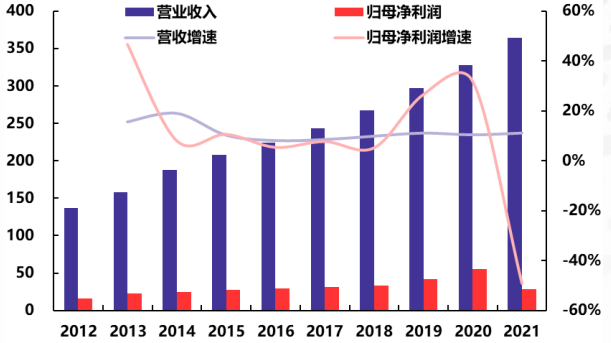


图72：华润三九产品布局及核心单品

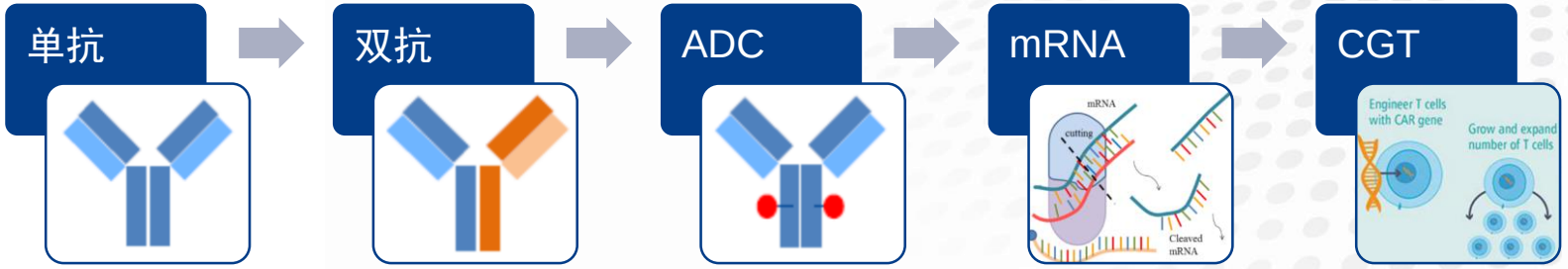


数据来源：云南白药公司官网及公司公告，华润三九公司官网及公司公告，中国银河证券研究院

创新药：抗体药物和基因疗法是发展大趋势

- **抗体药物**
  - 抗体药物是目前生物创新药主流。其中，单抗实现单一靶向治疗，双抗可实现双靶点治疗，抗体毒素偶联药物（ADC）通过把毒素偶联在抗体结构上可实现杀伤增强效果。
- **mRNA**
  - mRNA产物可用于治疗药物和疫苗。mRNA药物主要通过RNA干扰（RNAi）方式，特异性剔除或关闭特定基因的表达。mRNA疫苗技术在新冠疫情中的应用则证实了核酸疫苗技术路线的有效性。
- **细胞和基因疗法(CGT)**
  - CGT 疗法通过改变 DNA 从源头上治疗疾病。通过提取患者细胞，经过基因改造并培养，输入患者体内以达到治疗效果。可应用于肿瘤或部分遗传疾病的治疗。

图73：主要创新药药物及疗法示意图



创新药：研发质量逐步提升，国产药出海成果初显

- **国内创新药产业升级，研发质量不断提升。**国产创新药一度扎堆fast-follow，但随着国产创新药研发不断迭代，目前已有越来越多的药物疗效达到me-better甚至做到first-in-class。
- **已有越来越多的中国创新药企开展license-out模式。**根据医药魔方数据，2016年中国企业license out事件仅发生10件，披露的交易金额仅3.2亿美元。到2021年，中国企业license out事件发生了53件，披露的交易金额达到144.9亿美元。另外，在2022年上半年共达成license out（出海）项目共28起，包括20项创新药/新技术交易项目，交易总金额累计达56.7亿美元。
- **创新药出海是检验疗效的硬标准，国产创新药产业升级逐步被国外认可。**近日，百济神州的泽布替尼已被欧盟委员会(EC)批准用于治疗初治(TN)或复发/难治性(R/R)慢性淋巴细胞白血病(CLL)成人患者。作为首个出海本土新药，泽布替尼在此前的头对头实验中表现优异，长期疗效优于伊布替尼。

图74：国产创新药license-out版图



资料来源：中国医药报，中国银河证券研究院

创新药：研发实力领先的药企竞争格局正逐步稳固

- **恒瑞医药（600276.SH）：仿制药向创新药华丽转型，抗肿瘤/麻醉/造影三足鼎立。**我们看好其：1）已商业化品种陆续进入收获期，截至2022年12月，公司已上市创新药11个，业绩增厚可期；2）在研管线充足（已提交上市申请6个，临床III期12个，临床II期5个，临床I期40+个），长期增长空间有望持续上探；3）国际化战略稳步推进，创新药出海前景广阔。
- **信达生物（1801.HK）：广覆盖产品矩阵持续兑现，非肿瘤药物有望打开新空间。**我们看好其：1）PD-1/PD-L1待渗透空间仍较大，达伯舒（信迪利单抗）或凭其竞争优势稳固市场份额；2）减重药物IBI362 II期数据优秀，优于司美格鲁肽及Tirzepatide等国际厂商同类产品，未来有望成为又一具较强竞争力的重磅单品；3）国际合作及海外团队建设进展顺利，全球化竞争力有望加速形成。
- **荣昌生物（688331.SH）:技术实力雄厚，泰它西普/维迪西妥单抗持续放量。**我们看好其：1）蛋白类药物/ADC药物结构筛选优化及放大生产技术平台先进，不断公司开发及创新能力；2）泰它西普/维迪西妥单抗销量持续向好，医药适应症拓宽有望进一步推升渗透率；3）RC28临床数据优秀，竞争格局良好。

表11：恒瑞医药已上市药物一览（截至2022年12月）

药品名称	靶点	适应症
艾瑞昔布	COX-2	缓解骨关节炎疼痛
甲磺酸阿帕替尼	VEGFR	晚期胃腺癌或胃-食管结合部腺癌；晚期肝癌
硫培非格司亭	G-CSF	非髓性恶性肿瘤患者在接受容易引起热性中性粒细胞减少症的骨髓抑制性抗癌药物治疗时，降低以发热性中性粒细胞减少症为表现的感染发生率
马来酸吡咯替尼	HER2	HER2 阳性乳腺癌；联合曲妥珠单抗和多西他赛，用于表皮生长因子受体2（HER2）阳性早期或局部晚期乳腺癌患者的新
卡瑞利珠单抗	PD-1	复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤；晚期肝癌；非鳞状非小细胞肺癌；局部晚期或转移性食管癌；晚期鼻咽癌；联合顺铂和吉西他滨用于局部复发或转移性鼻咽癌；联合紫杉醇和顺铂治疗不可切除局部晚期/复发或转移性食管鳞癌；联合紫杉醇和卡铂治疗局部晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌
甲苯磺酸瑞马唑仑	GABAA	胃/结肠镜检查的镇静；全身麻醉的诱导和维持
氟唑帕利	PARP	铂敏感复发性卵巢癌、输卵管癌、原发性腹膜癌；铂敏感复发性上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌成人患者在含铂化疗缓解后的维持治疗
海曲泊帕乙醇胺	TPO-R	血小板减少症；重型再生障碍性贫血
脯氨酸恒格列净	SGLT-2	2 型糖尿病
羟乙磺酸达尔西利	CDK4/6	联合氟维司群，治疗HR阳性、HER2阴性的复发或转移性乳腺癌
瑞维鲁胺	AR	高瘤负荷的转移性激素敏感性前列腺癌

表12：信达生物已上市药物一览（截至2022年12月）

药品名称	靶点	适应症
信迪利单抗	PD-1	非鳞肺癌，肺鳞癌，肝癌，霍奇金淋巴瘤；胃癌，食管癌，EGFRm 肺癌
贝伐珠单抗	VEGF-A	肺癌，结直肠癌，胶质母细胞瘤，宫颈癌，卵巢癌
利妥昔单抗	CD20	非霍奇金淋巴瘤，慢性淋巴细胞白血病，韦格纳肉芽肿
培美替尼片	FGFR1/2/3	胆管癌
奥雷巴替尼片	BCR-ABL/KIL	TKI 耐药慢性髓细胞白血病
雷莫西尤单抗	VEGFR-2	胃癌，肝癌
阿达木单抗	TNF-alpha	强直性脊柱炎，类风湿关节炎，银屑病，幼年特发性关节炎，葡萄膜炎等
塞尔帕替尼	RET	RET 基因阳性非小细胞肺癌/髓性甲状腺癌/甲状腺癌

表13：荣昌生物已上市药物一览（截至2022年12月）

药品名称	靶点	适应症
泰它西普	Blys/ARRIL	中重度系统性红斑狼疮
维迪西妥单抗	HER2	HER2过表达局部晚期或转移性胃癌； HER2过表达的局部晚期或转移性尿路上皮癌

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

创新药产业链：“卖水人”逻辑奠定长期高景气

- **国内创新药研发浪潮催生了蓬勃发展的研发服务外包产业链。**创新药研发产业链从上到下依次为药物发现阶段、临床前测试阶段、临床CRO阶段和CDMO生产阶段。由于创新药研发具有较强的技术壁垒，国内很多缺乏创新经验的医药企业，在政策倒逼转型创新的过程中选择将医药研发环节外包出去。
- **CXO产业“卖水人”逻辑使其既能分享中国创新药浪潮的红利，又能尽可能规避创新药研发的风险。**中国CXO行业近年来一直保持高增长，尽管下游创新药融资浪潮消退，但CXO目前保有的在手订单仍可保证一段时间的业绩。
- 代表公司：药明康德（603259.SH）、药明生物（2269.HK）、泰格医药（300347.SZ /3347.HK）等，全产业链布局的创新服务外包企业。

表14：部分医药创新服务A股公司产业链布局

	药物发现	临床前测试	临床CRO	CDMO
药明康德	■	■	■	■
康龙化成	■	■	■	■
泰格医药		■	■	
凯莱英				■
九洲药业				■
博腾股份				■
睿智医药	■	■		■
药石科技	■			■
昭衍新药		■		
美迪西	■	■		
成都先导	■			
博济医药		■	■	

资料来源：中国银河证券研究院

医疗设备：“新基建”增量需求预计将集中兑现

- **医疗“新基建”拉动医疗器械需求。**医疗设备将承接新建卫生机构的直接增量和老旧设备更新换代过程中的国产替代需求，中国卫生行业投资增速保持高位。
- **国家不断加强医疗投资。**2022年9月，财政部发布的第三批卫生健康领域中央基建投资预算总额已高达265.21亿元，金额和覆盖地区均远超前两批预算。
- **国常会设备更新贴息贷款政策支持医疗设备更新换代。**卫健委发布的医疗贴息贷款政策面向所有公立和非公立医院，每家医院贷款额不少于2000万元。截至10月底，全国上报贷款规模预计已超过2000亿元。

图75：卫生行业和医药制造业固定资产投资增速对比

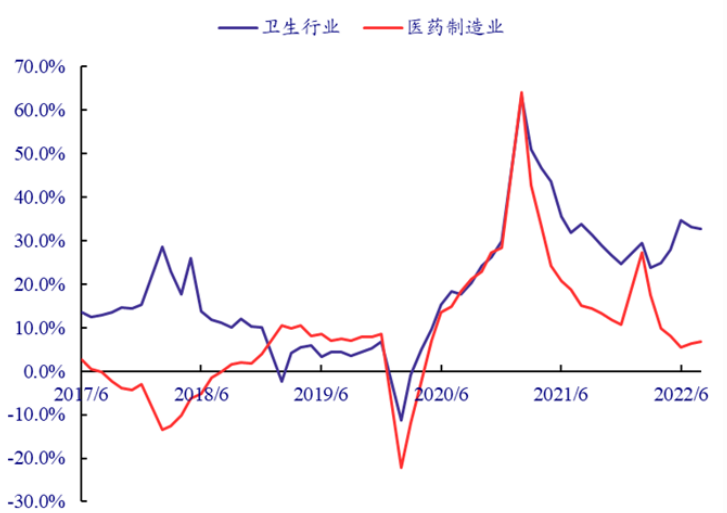


表15：卫生健康领域中央基建投资预算

单位：亿元	第一批	第二批	第三批
总计	11.50	22.29	265.21
北京市	-	-	5.00
天津市	-	-	5.37
河北省	-	-	16.11
山西省	-	-	11.15
内蒙古自治区	-	1.03	8.60
辽宁省	-	0.98	6.07
吉林省	-	1.50	5.18
黑龙江省	4.50	-	5.70
上海市	-	-	8.00
江苏省	-	-	4.77
浙江省	-	-	5.73
安徽省	-	-	16.10
福建省	-	-	9.78
江西省	-	-	18.33
山东省	-	-	10.28
河南省	-	-	18.00
湖北省	-	-	16.91
湖南省	-	-	9.50
广东省	-	-	8.30
广西壮族自治区	-	4.10	11.13
海南省	-	-	6.20
重庆市	-	-	10.50
四川省	-	-	4.30
贵州省	-	-	9.50
云南省	-	6.24	5.60
西藏自治区	-	0.50	0.80
陕西省	7.00	-	1.00
甘肃省	-	-	7.84
青海省	-	-	8.50
宁夏回族自治区	-	-	5.28
新疆维吾尔自治区	-	6.35	2.88
新疆生产建设兵团	-	1.60	2.80

资料来源：统计局，财政部，中国银河证券研究院

医疗设备：医学影像设备进口替代之CT/MR/XR

- **中国医学影像设备市场一直在稳步增长。**据中商产业研究院估算，中国医学影像设备市场规模2021年达到约571亿元，2016-2021复合增长率约10.8%。
- 医学影像设备主要分为CT、XR、超声设备、MR、PET/CT等，其中CT、XR、超声设备和MR为市场份额较大的影像设备，2020年这四类设备占影像设备市场份额合计约91%。
- **高端医学影像市场国产化率较低，国产化空间仍然较大。**根据联影医疗招股说明书，按产品构成，64排以下CT国产化率已经超过50%，而64排以上CT国产化率不到10%；XR行业各个细分市场中，DR及移动DR设备基本实现国产化，乳腺机和DSA国产化率较低，其中DSA国产化率低于10%。
- **代表公司：**联影医疗（688271.SH），国产医学影像设备龙头，高端医学影像设备产品线涵盖MR、CT、XR、PET/CT、PET/MR等，新增销售台数市占率国内第一。

图76：中国医学影像设备市场规模（亿元）

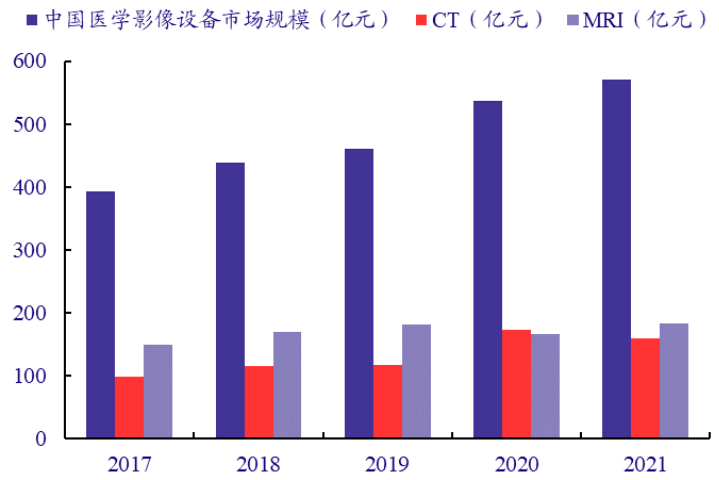
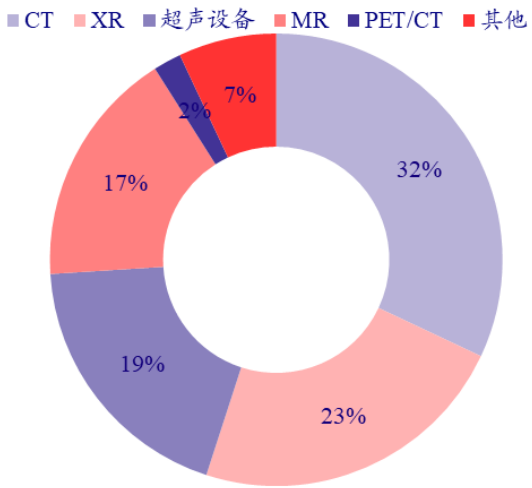


图77：中国医学影像设备各领域市场份额占比



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

医疗设备：医学影像设备进口替代之超声设备

- **中国超声检测设备市场一直在稳步增长。**据华经产业研究院估算，中国超声设备市场规模2020年达到约117亿元，2013-2020复合增长率约9.0%。
- **国产超声设备主要集中在中低端市场，高端超声设备国产化率较低，国产化空间仍然较大。**在中端超声设备市场中，国产率达到37%左右，低端超声设备国产化率在2020年达到72%左右。
- 国产超声公司第一梯队是迈瑞和开立，其研发实力、超声销售规模与第二梯队已经拉开了差距，这两家公司的产品都处于中端向中高端发展的阶段。第二梯队是汕头超声、飞依诺、华声医疗、理邦仪器、祥生医疗等公司。
- **代表公司：**迈瑞医疗（300760.SZ）、开立医疗（300633.SZ），国产超声设备龙头，是国内较早研发并全面掌握彩超主机及探头核心技术的企业。

图78：中国超声设备市场规模和增速

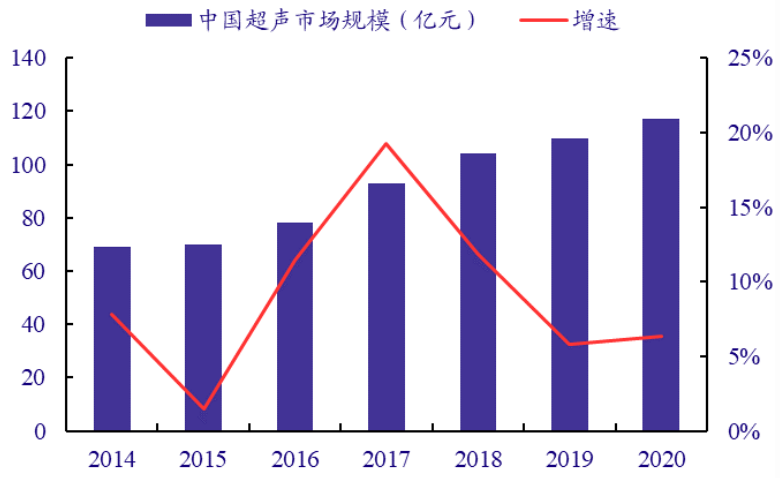
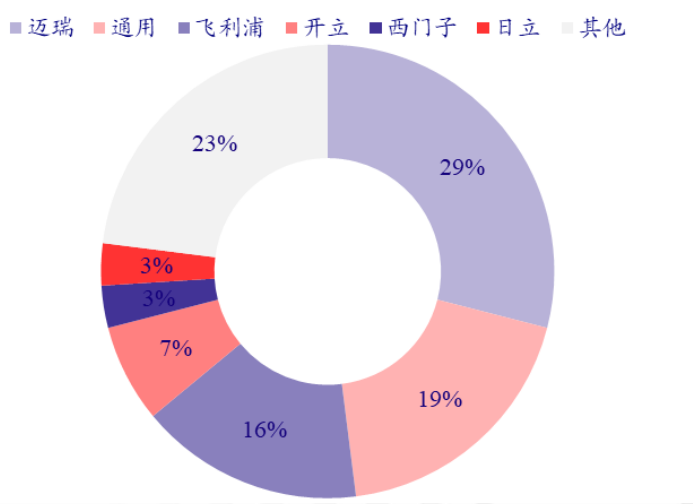


图79：2021H1中国超声检测招投标出货数量份额



资料来源：华经产业研究院，中国银河证券研究院

医疗设备：医学影像设备进口替代之内窥镜

- **中国医用内窥镜市场规模稳步增长。**据中商产业研究院估算，中国内窥镜市场规模2021年达到约251亿元，2016-2021复合增长率约10.6%。
- **医用内窥镜国产化率极低。**根据医械汇估计，硬镜国产化率不足10%，软镜国产化率不足5%。按照2021内窥镜中标数据排名，中标金额排名前十的国产品牌仅有迈瑞和开立。国产厂商品牌力不足，很多都处于为国外品牌代工的阶段，自有品牌市占率极低。
- **代表公司：**海泰新光（688677.SH），主要业务包括医用内窥镜器械和光学产品，具备全产业链技术优势。目前，公司大部分收入来源于代工，自有品牌已开始布局投放。

表16：2021内窥镜中标排名前十

	中标金额（亿元）	占比
奥林巴斯	28	33.7%
卡尔史托斯	12.5	15.1%
富士	7.4	8.9%
达芬奇	4.8	5.8%
迈瑞	3	3.6%
宾得	2.9	3.5%
开立	1.7	2.0%
德国狼牌	1.7	2.0%
施乐辉	1.5	1.9%

资料来源：众成数科，中国银河证券研究院

图80：中国内窥镜市场规模和增速

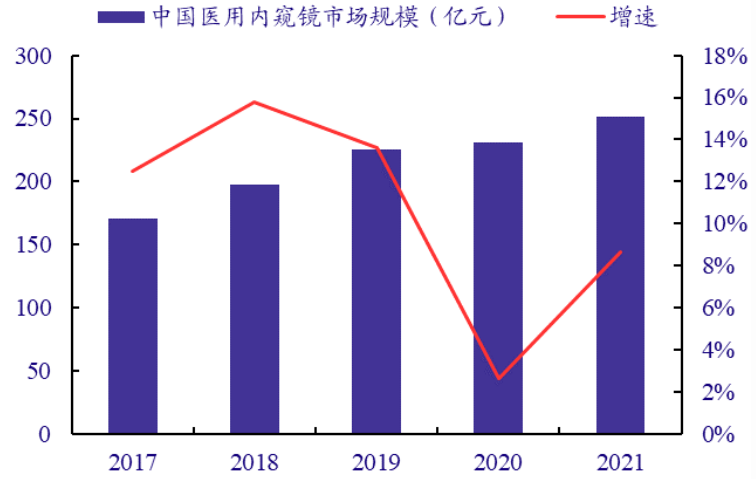
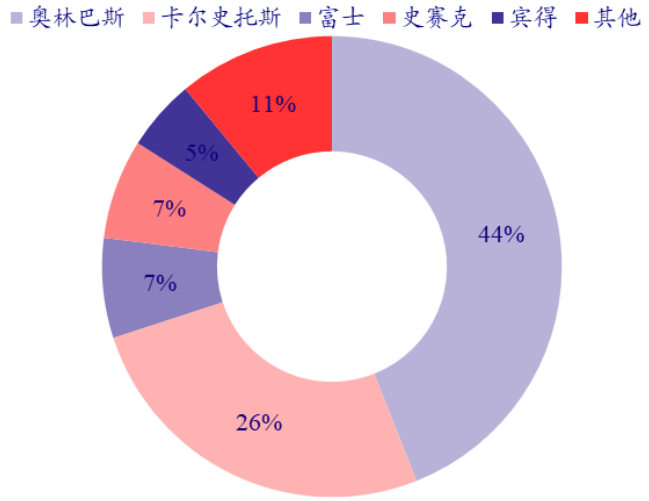


图81：中国内窥镜市场各厂家份额



资料来源：中商产业研究院，点石资本，中国银河证券研究院

医疗设备：诊断检测进口替代之化学发光

- **中国化学发光诊断市场较快增长。**据中商产业研究院估算，中国化学发光诊断市场规模2021年达到约284.4亿元，2016-2021复合增长率约23.9%。
- 化学发光诊断领域国产化率2021年预计在20-25%，罗氏、贝克曼、雅培、西门子等跨国龙头占据了三级医院的核心资源，上述国外厂商市场份额超七成。
- **代表公司：**迈瑞医疗（300760.SZ）、安图生物（603658.SH）、新产业（300832.SZ）等。

表17：国内外化学发光厂商对比

公司	主力机型	检测速度	试剂位	检测项目	技术平台	国内市场保有量（估计）
罗氏	Cobas e801	300	48	111	电化学发光	10000
雅培	Architect i4000SR	200	47	80	叶啶酯化学发光	>3000
贝克曼	UniCel DxI 800	400	50	47	酶促化学发光	>3000
安图生物	A2000 Plus	200	24	80	酶促化学发光	7000
迈瑞医疗	CL-6000i	480	25	71	酶促化学发光	7000
新产业	MAGLUMI 4000 Plus	280	25	111	ABEI化学发光	10000
迈克生物	i3000	300	30	29	吖啶酯化学发光	4000

资料来源：观研报告网，中国银河证券研究院

图82：中国化学发光诊断市场规模和增速

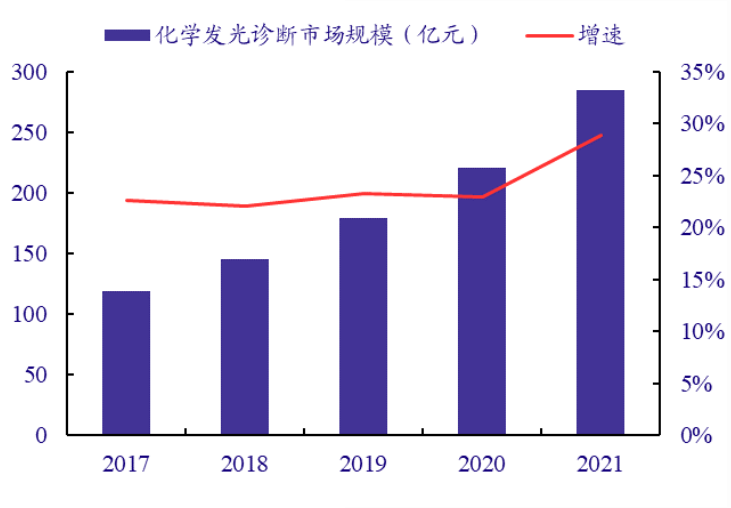
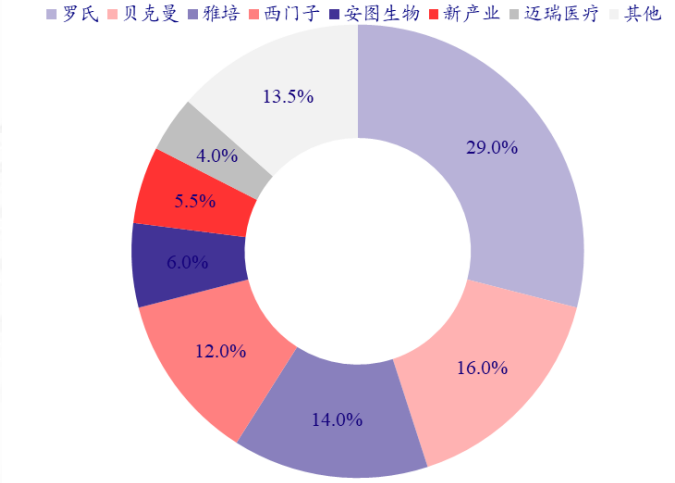


图83：中国化学发光市场各厂商份额



资料来源：中商产业研究院，观研报告网，中国银河证券研究院

医疗设备：诊断检测进口替代之实验室检测流水线

- **全实验室自动化流水线（TLA）包括样本自动采集及传输、样本自动化前处理、样本自动分析、样本自动化后处理四大部分。**具有输出检验报告时间短、检验效率高；差错率低、检验质量高；避免检验人员接触有毒样品，安全性高；降低人工成本等优点。近10年来，全球全实验室自动化流水线市场呈现持续增长态势，2021年市场规模达到96亿美元左右。
- **国内生化免疫流水线起步晚，外资占主导地位。**国内生化免疫流水线主要被罗氏、贝克曼、雅培、西门子等外资占据，上述外资品牌市占率合计约九成，国产占有率估计不超过5%。
- 大部分国产品牌流水线都以外协代工为主，但是国产的迈瑞、安图、迪瑞等已开发出自产设备。
- **代表公司：**安图生物（603658.SH），自主研发的流水线 Autolas X-1 Series，实现了流水线线体的完全国产化。

图84：中国实验室流水线市场竞争格局

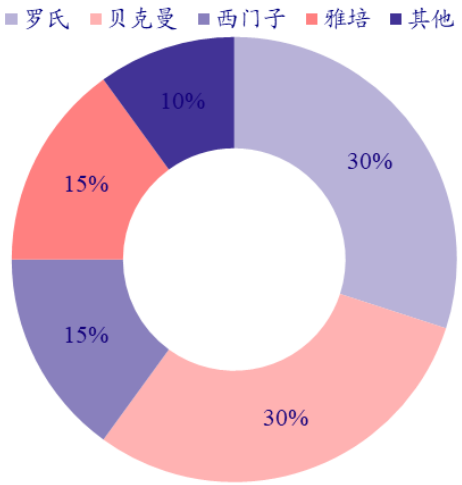


表18：部分品牌系统生产商列举

品牌	系统	制造商	系统开放性
罗氏	CCM	PVT&日立	封闭
雅培	a3600	Inpeco	封闭
贝克曼	PP&PE	IDS	封闭
西门子	Aptio	Inpeco	封闭
奥森多	VAS	赛默飞	封闭
日立	PAM&TS	日立	开放
润达	CLINILOG-RD	A&T	开放
安图	Autolas A-1	IDS	封闭
透景	PAM&TS	日立	开放
迈克	PAM	日立	开放
迈瑞	SAL 9000	自产	封闭
迪瑞	LA-60	自产	封闭
蓝怡	BRS	MJ	开放
新产业	SATLAS-TCA	自产	封闭
亚辉龙	iTLA	Inpeco	开放

资料来源：立鼎产业研究院，观研报告网，中国银河证券研究院

集采耗材：最先集采的冠脉支架渗透率明显提升

- **冠脉支架是最早承受国家层面集采的高值耗材，集采后使用量有明显提升。**2020年底，冠脉支架全国性集采平均降价93%，此后冠脉支架使用率明显提升。根据艾昆纬测算，2021年国内冠脉支架使用量高达211.7万个，同比增长45%。
- **冠脉支架经验表明集采可促进高值耗材治疗渗透率上升。**冠脉支架作为集采最早的高值耗材，2021年手术数据可直接体现集采的影响。根据艾昆纬预测，2021年全国医疗机构PCI手术量高达137.5万例，同比增长42%。考虑到心血管疾病发病率比较稳定，手术量高速增长直接体现的是治疗渗透率的提升。
- **代表公司：**乐普医疗（300003.SZ）、蓝帆医疗（002382.SZ）、微创医疗（0853.HK），在集采中中标的国产龙头将直接受益于行业集中度提升。

图85：中国冠脉支架使用量

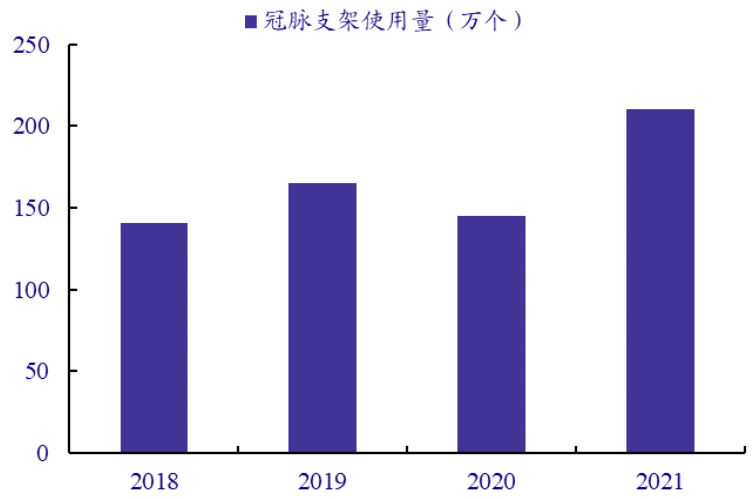
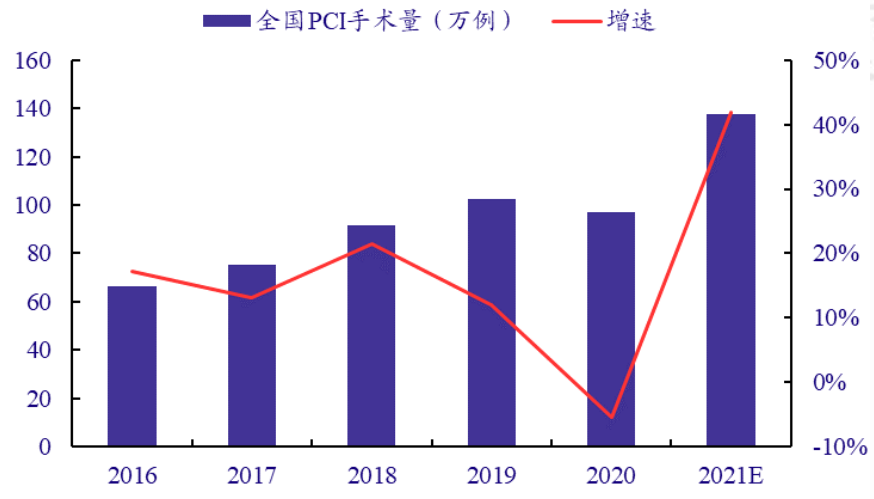


图86：全国PCI手术量变化趋势



资料来源：艾昆纬，中国银河证券研究院

集采耗材：骨科长期渗透率提升空间大

- **骨科耗材主要分为创伤类、关节类和脊柱类。**其中，创伤类耗材已经历多次地方集采，关节类和脊柱类已经历全国集采。参考冠脉支架集采经验，骨科耗材渗透率有望在集采后大幅提升。
- **骨科耗材国产化率：创伤>脊柱>关节。**以脊柱类为例，2019年强生和美敦力就占据中国市场过半份额。集采后骨科耗材有望加快国产替代。
- **代表公司：**大博医疗（002901.SZ）、威高骨科（688161.SH）、三友医疗（688085.SH）等，集采中标的国产龙头将直接受益于行业集中度提升和国产化加速。

图88：2020中国各类骨科耗材国产化率

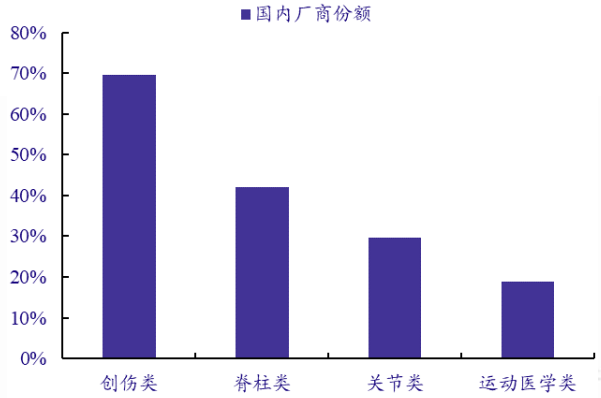


图87：中国骨科植入器械市场规模及增速

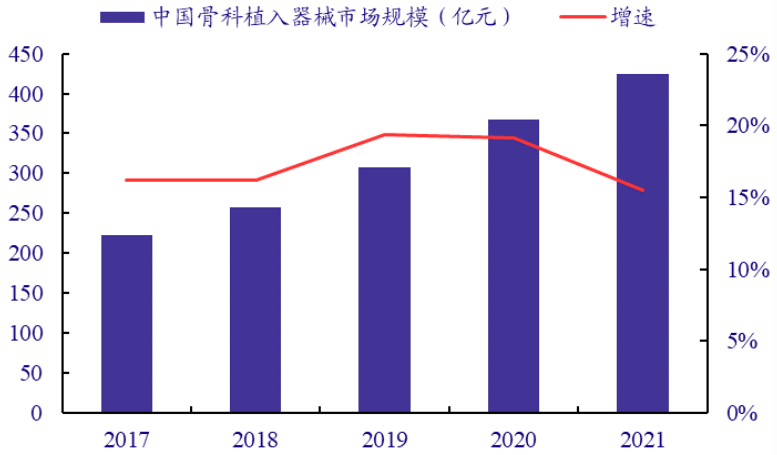
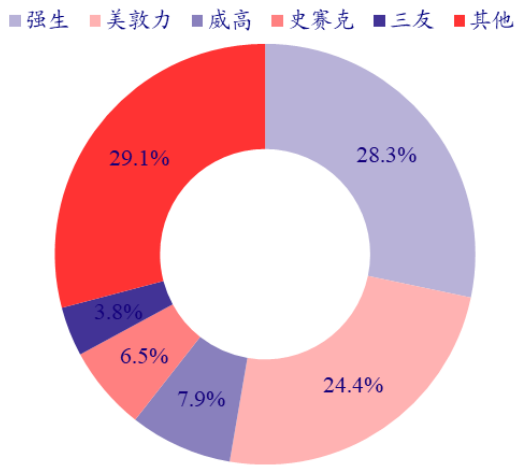


图89：2019国内脊柱类竞争格局



资料来源：中商产业研究院，火石创造，中国银河证券研究院

医学检验服务（ICL）：DRGs政策下外包率提升

- **相对公立医院检验科，大型连锁ICL检测更加集约化，成本优势表现突出。**ICL连锁化规模效应所致成本优势主要体现在三个方面：**1）试剂采购成本低：**大型ICL凭借整体采购规模大，通常向大厂采购，省去中间经销商环节；**2）仪器使用效率高：**检测标本量大，使得仪器折旧摊销成本更低；**3）检验技师效率高、成本低：**ICL工作量更为饱和，单次检测人工成本更低，同时还可以根据标本类型变化及时调配人员，实现人力资源最优。
- **对医院检验科而言，与大型ICL合作可以引入更多检验项目，提高诊疗水平，同时减少低利润项目的设备、人员占用。**当前，医院端外包项目主要为基因测序、肿瘤早筛、微生物鉴定等技术含量高但检验频次低的高端项目。

表19：ICL与三甲医院和基层医院的运营比较

	大型连锁ICL	大型三甲医院	基层医院
检测项目	2600项	800-1200项	200-400项
采购方式	直接向厂家采购	向大型经销商采购	向小经销商采购
试剂采购价格	通常不到医院采购价一半	平均为检验服务收费的三折	平均为检验服务收费的五折
仪器使用效率	极高	高	中
检验技师工作量	饱和	中等强度	低强度

图90：ICL与三甲医院和基层医院经营检验服务优劣势对比



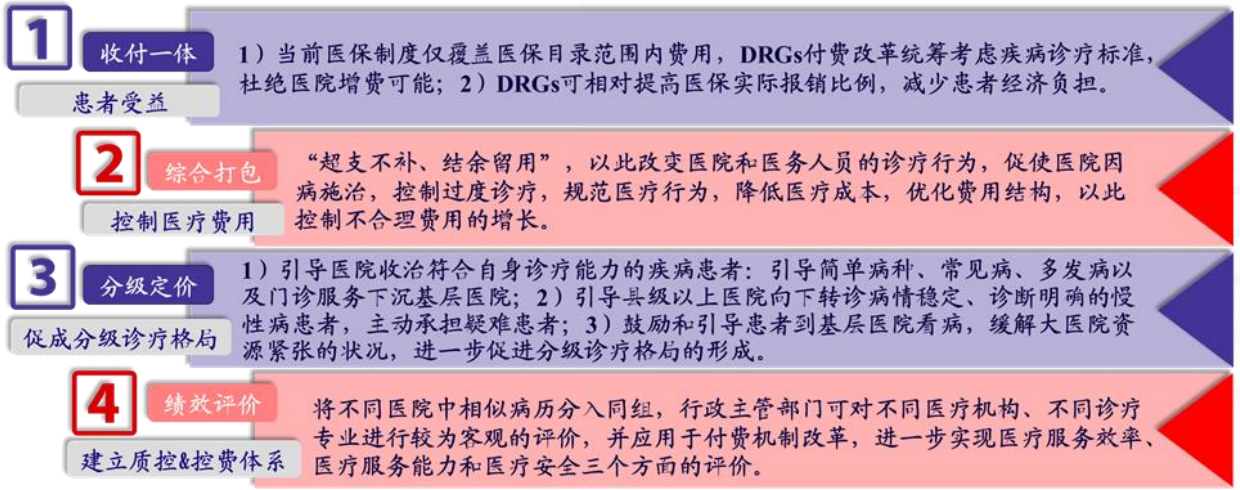
资料来源：弗若斯特沙利文，中国银河证券研究院

医学检验服务（ICL）：DRGs政策下外包率提升

图91：检验外包率将由医保局主导的医保控费而快速提升



图92：DRGs改革推行的重要意义



- **DRGs模式下医院端控费动力加强，检验科地位和角色发生重大变化。**DRGs模式下，疾病总收入相对确定，药品、耗材及检验检查成为医院的支出项，医生处方将尽可能开临床必要性比较强的项目；对医院来说，检验科将从利润中心向成本中心转变。
- **检验外包率大幅提升可期，第三方检测机构将明显受益。**为满足自身发展需要，医院（尤其是基层医院）通过与ICL合作，借助其检测能力可实现疾病诊疗组数的快速补充，并通过高技术平台协助疑难病症的诊断，以此来提升自身“DRG组数”、“CMI值”。此外，基于成本控制压力，与具备更高性价比的第三方检测机构合作可使得医院在获得精准、高效的诊断支持同时，很好地实现“时间效率”及“费用效率”的管控。我们认为，与ICL合作满足医院发展及控费需要，DRGs推行将大举推高医院检验外包率。
- **代表公司：**金域医学（603882.SH）、迪安诊断（300244.SZ）

资料来源：金域医学招股说明书，中国银河证券研究院

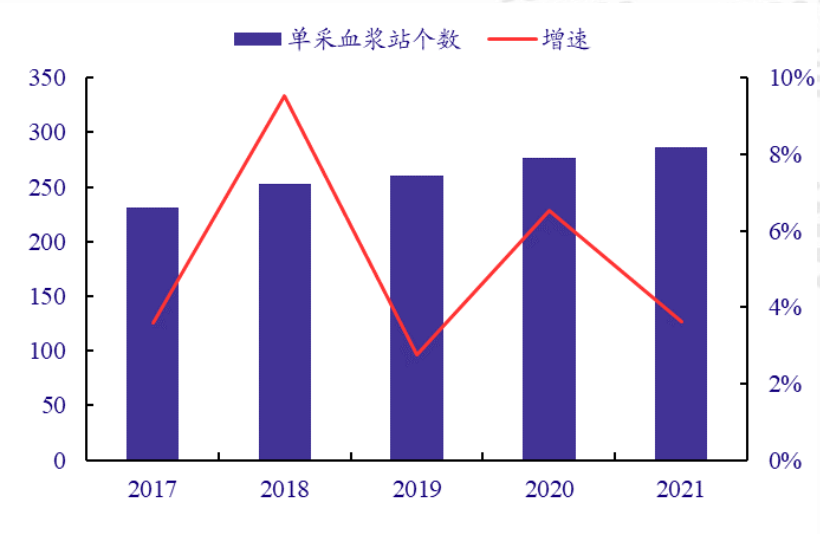
低估的细分领域：血制品有望受益于浆站规划提速

- **中国血浆站建设有望在“十四五”期间提速。**十三五期间浆站审批趋严，尽管血浆站数量在持续增加，但增速呈现放缓趋势。目前，部分省份已经出台浆站建设规划，云南、内蒙、河南分别规划设置19、10、7家单采血浆站，预计未来其他各省浆站建设也将提速。博雅生物接受机构调研时表示预计十四五浆站建设会有所增加。
- **中国血浆制品供不应求，行业增长依靠浆站扩张。**我国血液制品市场存在较大的供需缺口,长期以来国内六成以上的人白蛋白市场需求依赖进口，静脉注射人免疫球蛋白国内产量仅能够满足35%左右的临床需求。中国血制品长期以来供不应求，面临浆站不足的供给瓶颈，只要扩建浆站就能顺利增加行业产出。
- **代表公司：**天坛生物（600161.SH），最大的血制品龙头，在营和在建浆站数量均位列行业第一。

表20：血制品A股上市公司浆站规划

	总数	在营	在建	远期规划
天坛生物	82	59	23	
上海莱士	41	39	2	
派林生物	38	28	10	2022年内剩余浆站完成验收
华兰生物	25	25	0	在河南已获批4个
博雅生物	14	13	1	十四五期间浆站总数30个以上
卫光生物	8	8	0	

图93：中国单采血浆站数量变动



资料来源：各公司公告，智研咨询，中国银河证券研究院

低估的细分领域：看好可选消费二类疫苗前景

- **随着人民健康意识和对疫苗接受程度的提升，以及社会上对部分常见疾病宣传力度加大，部分市场空间巨大的二类疫苗渗透率不断提升。**比较热门的可选消费属性较强的二类疫苗包括HPV疫苗、高价肺炎疫苗、带状疱疹疫苗等。
- **可选消费二类疫苗需求旺盛。**以HPV疫苗为例，2017-2021年，我国HPV疫苗累计批签发量从146万支增至6739万支，年复合增长率为160.65%。2021年，二价HPV疫苗合计实现批签发181批次，同比增长269%；九价HPV疫苗实现批签发44批次，同比增长83%。
- **代表公司：**康泰生物（300601.SZ）、智飞生物（300122.SZ），国产疫苗厂商开发可选消费二类疫苗，加速进口替代。国产HPV疫苗和高价肺炎疫苗已开始放量，带状疱疹疫苗正在研发。

图94：中国HPV疫苗批签发数量

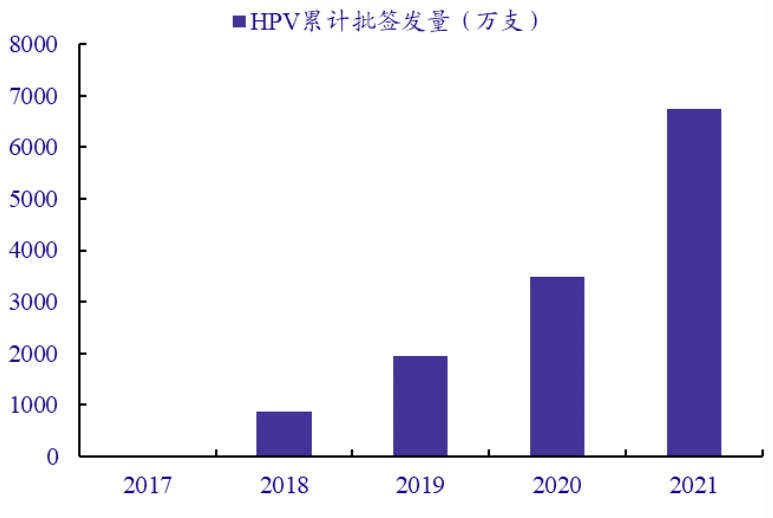
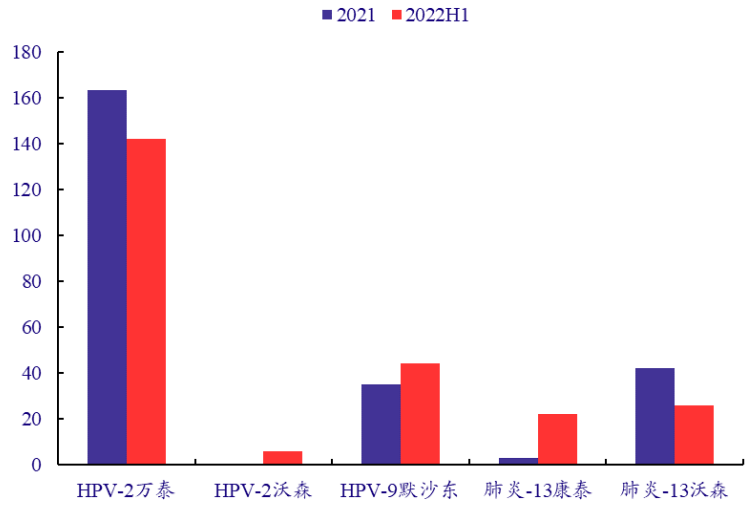


图95：2021/2022H1部分疫苗批签发批次



资料来源：中商产业研究院，新康界，中国银河证券研究院

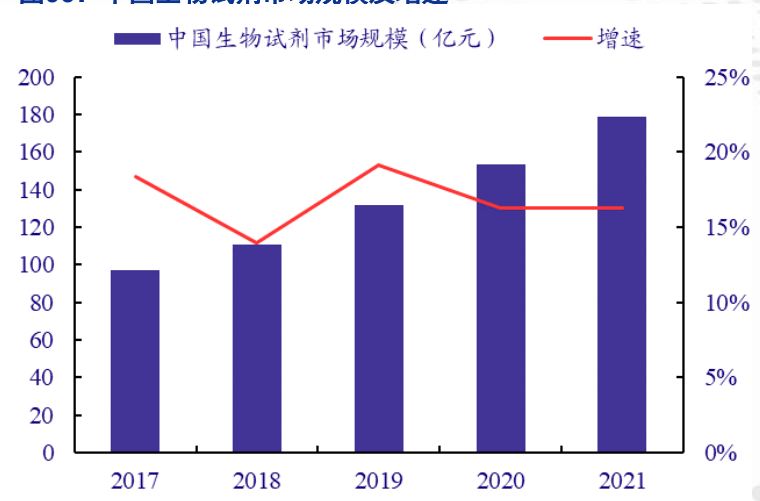
生命科学上游科研试剂前景广阔

- **科研试剂产业是医药研发的“卖水人”**。既能享受到医药研发浪潮的高速发展，又不用直接面对下游研发的风险，作为生命科学研发最上游也远离下游政策控费压力，行业模式优异。随着生命科学领域成果转化和产品商业化的速度越来越快，各国药企纷纷加大研发投入，科研试剂行业发展迅速。
- **按应用的实验领域分类，生物科研试剂分为分子类、蛋白类和细胞类。**根据弗若斯特沙利文测算，2019年我国分子类试剂的市场规模占比为50.9%，蛋白类试剂占比为29.4%，细胞类试剂占比为19.7%。
- **代表公司**：纳微科技（688690.SH）、诺唯赞（688105.SH），国产实验试剂和实验耗材龙头，“卖水人”业态稳定，同时受益于国产替代进程。

表21：生物科研试剂分类和举例

分类	产品类型	示例
分子类	核酸为主要组成成分的产品	DNA ladder
	专用于核酸及小分子合成、剪切以及连接的单个产品或试剂盒	DNA聚合酶试剂盒
	专用于核酸、外泌体的提取与纯化、产品回收、染色、修饰的单个产品或试剂盒	DNA提纯试剂盒
	用于克隆的产品	感受态细胞
	其他与核酸相关的产品	DNA loading buffer
蛋白类	重组蛋白	人Furin转化酶重组蛋白
	抗体	兔单克隆抗体
	蛋白芯片	蛋白质微阵列
	专用于蛋白的修饰、纯化、电泳的单个产品或试剂盒	蛋白纯化用的离子交换树脂
	其他	Western Blot buffer
细胞类	细胞为主要成分的产品	人骨髓瘤细胞
	专用于细胞培养、转染、凋亡、裂解的单个产品或试剂盒	转染试剂
	其他	细胞培养用抗生素

图96：中国生物试剂市场规模及增速



资料来源：弗若斯特沙利文，中商产业研究院，中国银河证券研究院

看好医药底层技术自主化进程

- **科研实验为生命科学底层技术支持，现代生物学实验聚焦分子层面，需要大量的测序以及实验分析仪器。**中国高端实验仪器基本为国外产品垄断，国产化率不足10%。高端实验仪器作为生命科学研究的基础，在国内高端产业可能被外国“卡脖子”的大背景下，亟需加快自主化进程，尽快实现大部分实验仪器的国产替代。
- 实验仪器市场规模约为717.3亿美元，且已步入平稳发展阶段，中国实验仪器市场仅占全球市场约11.7%。实验仪器市场相对较小，竞争壁垒高，且需要大量投入，对后发者不友好。不过，由于中国面临高端技术被“卡脖子”的风险，国内政策大力扶持自主化进程，预计国产厂商在国产替代环节大有可为。
- **相关公司：**华大智造（688114.SH），测序设备和耗材国产龙头；聚光科技（300203.SZ），国产质谱设备龙头。

图97：全球实验分析仪器市场规模及增速

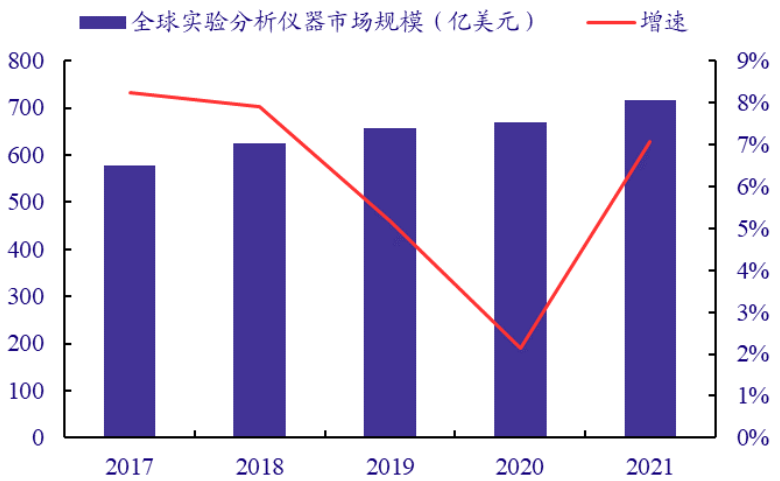
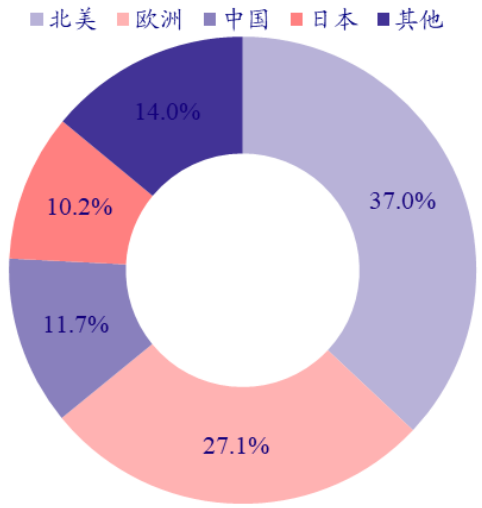


图98：全球各地区实验仪器市场份额



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

具有特殊资源禀赋的医药商业

- **国内医药商业经历两票制及药品带量采购冲击，商业政策已趋于稳定。**由于集采品种选定配送商时更多选择终端覆盖度更好的商业龙头，我们可以看到，近年来行业集中度不断提升。
- 商业分销公司中不断开拓高毛利率的新业务，如进口药品总代业务、器械配送、疫苗配送等；此外，随着国内商业流通的专业化分工，也有部分公司从专业化品牌推广领域脱颖而出。
- **代表公司：**上海医药（601607.SH），进口药品总代业务国内份额第一，疫苗投资、配送及推广业务国内第二，工业创新药板块持续投入；百洋医药（301015.SZ），国内药品专业化品牌推广龙头，从OTC到进口原研药、到创新药的品种不断丰富，推动业绩持续增长。

图99：国内医药商业流通集中度不断提升

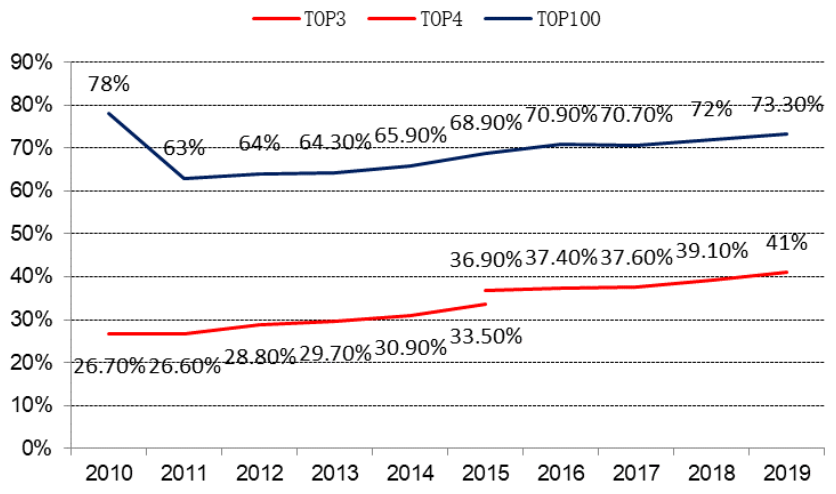
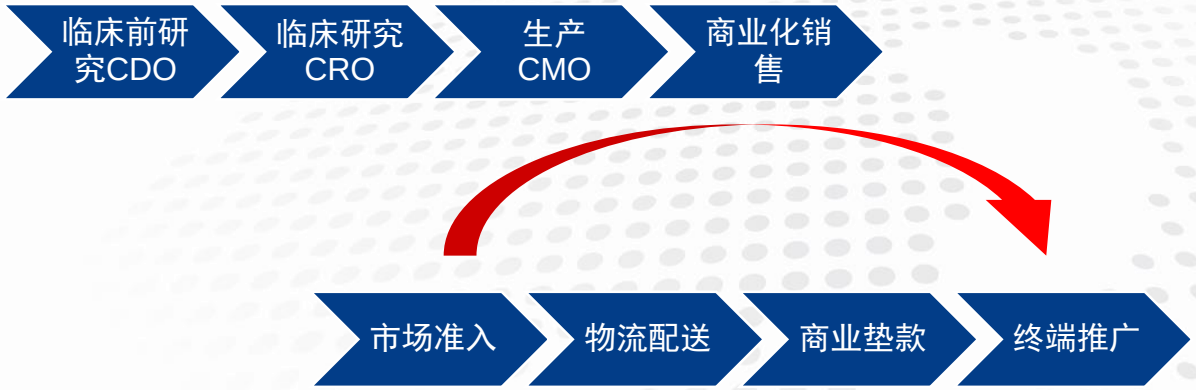


图100：CSO创新药销售的专业化分工



资料来源：中商产业研究院，中国银河证券研究院

银河医药团队重点覆盖公司盈利预测及估值

表22：银河医药团队重点覆盖公司盈利预测及估值

证券代码	股票名称	投资评级	当前股价	总市值	归母净利润（百万元）			每股EPS			PE		
					2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
300760.SZ	迈瑞医疗	推荐	311.44	3,776	9969.07	12235.02	14787.80	8.22	10.09	12.20	37.9	30.9	25.5
603658.SH	安图生物	推荐	60.60	355	1234.32	1583.63	2010.56	2.11	2.70	3.43	28.8	22.4	17.7
300832.SZ	新产业	推荐	47.32	372	1281.29	1602.06	2013.54	1.63	2.04	2.56	29.0	23.2	18.5
300685.SZ	艾德生物	谨慎推荐	25.77	103	294.46	302.84	381.42	0.74	0.76	0.96	34.8	33.9	26.9
300482.SZ	万孚生物	推荐	49.11	218	1411.90	1030.18	1210.12	3.18	2.32	2.72	15.5	21.2	18.0
603882.SH	金域医学	推荐	71.30	333	3077.29	2524.62	2626.72	6.59	5.40	5.62	10.8	13.2	12.7
300244.SZ	迪安诊断	推荐	26.98	169	2786.88	2222.67	2307.43	4.45	3.55	3.68	6.1	7.6	7.3
688677.SH	海泰新光	谨慎推荐	111.22	97	181.86	242.81	320.38	2.10	2.79	3.65	53.2	39.8	30.2
688139.SH	海尔生物	推荐	64.32	205	638.41	790.24	1021.41	2.01	2.49	3.21	32.0	25.9	20.0
600161.SH	天坛生物	推荐	22.00	363	836.89	1038.87	1275.72	0.51	0.63	0.77	43.3	34.9	28.4
688105.SH	诺唯赞	推荐	71.06	284	899.20	845.28	1010.88	2.25	2.11	2.53	31.6	33.6	28.1
301015.SZ	百洋医药	推荐	26.29	138	505.20	627.89	769.94	0.96	1.20	1.47	27.3	22.0	17.9
688363.SH	华熙生物	推荐	125.56	604	1019.71	1334.45	1737.57	2.12	2.77	3.61	59.2	45.3	34.8
300896.SZ	爱美客	推荐	528.93	1,144	1437.22	2014.82	2733.68	6.64	9.31	12.63	79.6	56.8	41.9

资料来源：iFind，收盘价日期为2022/12/11，中国银河证券研究院

风险提示

- 新冠疫情对国内医疗系统冲击过大、造成医疗挤兑的风险；
- 医疗“新基建”政策落地不及预期的风险；
- 医保控费及集采降价力度超预期的风险；
- 创新药及创新器械企业融资困难的风险等

分析师承诺及简介

本人承诺，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本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得2021年新财富最佳分析师医药行业第5名、上海证券报最佳分析师第2名，2020年新财富最佳分析师医药行业入围，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。分析师登记编号：S0130522100001.

刘晖，北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018 年加入中国银河证券。分析师登记编号：S0130520080003.

特别感谢：**孟熙**

评 级 标 准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10% - 20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn

THANKS

中国银河证券研究院