

创新引领，消费复苏

2023年医药生物行业投资策略

2022年12月21日

证券分析师：杜永宏

执业证书编号：S0630522040001

联系方式：dyh@longone.com.cn

证券分析师：陈成

执业证书编号：S0630522080001

证券分析师：伍可心

执业证书编号：S0630522120001

- 2022年，受宏观态势、疫情扰动、行业政策等多因素影响，医药生物板块整体呈下跌走势，经过近一年的调整，板块利空基本出清，10月以来随着防疫政策的优化调整，板块企稳向好，防疫主题相关个股表现活跃，未来随着疫情影响的淡化，板块热点有望扩散回归到主流发展方向。当前医药生物板块处于估值和资金底部，具备良好中长期投资价值。
- 近年来，我国创新药和创新器械企业持续加大研发投入，创新实力不断提升，创新品种不断丰富，政策、资金、人才等要素有力推动创新药械的快速发展。国内市场借助医保快速放量，海外市场拓展陆续启程，创新药械进入高质量发展阶段。短期融资市场遇冷等因素，不改中长期发展趋势，2023年有望重回市场关注焦点。建议关注：恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、百济神州、荣昌生物、诺诚健华、康龙化成、凯莱英、联影医疗、开立医疗、惠泰医疗等。
- 2020年疫情爆发以来，常规医疗服务、医疗消费、常规疫苗接种和采浆活动等均受到较大程度的负面影响，随着防疫政策的优化调整和疫情扰动的减弱，2023年常规医疗服务消费有望逐步回归良好增长态势。建议关注：爱尔眼科、国际医学、益丰药房、老百姓、华兰生物、博雅生物、康泰生物、康希诺、片仔癀等。
- 风险提示：政策风险、业绩风险、事件风险。

建议关注标的

公司代码	公司简称	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS			PE		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600276.SH	恒瑞医药	2421	37.96	0.71	0.68	0.78	53.5	56.0	48.6
300558.SZ	贝达药业	208	49.96	0.92	0.72	1.27	54.3	69.4	39.2
000513.SZ	丽珠集团	291	35.15	1.90	2.06	2.39	18.5	17.0	14.7
688235.SH	百济神州-U	1521	128.21	-8.08	-7.15	-4.38			
688331.SH	荣昌生物	362	75.08	0.57	-1.52	-1.10			
688428.SH	诺诚健华-U	226	15.5	-0.05	-0.48	-0.15			
300759.SZ	康龙化成	684	61	2.10	1.59	2.18	29.1	38.4	28.0
002821.SZ	凯莱英	485	134.91	4.40	8.33	7.56	30.7	16.2	17.8
688271.SH	联影医疗	1371	166.39	1.96	2.14	2.77	84.9	77.6	60.0
300633.SZ	开立医疗	220	51.4	0.62	0.81	1.07	82.9	63.3	48.2
688617.SH	惠泰医疗	191	287.07	3.19	4.86	6.65	90.0	59.1	43.2
300015.SZ	爱尔眼科	2139	29.8	0.43	0.40	0.53	68.8	74.2	56.5
000516.SZ	国际医学	271	11.91	-0.37	-0.35	0.01			
603939.SH	益丰药房	447	61.99	1.25	1.53	1.92	49.6	40.4	32.2
603883.SH	老百姓	246	42.08	1.64	1.35	1.65	25.7	31.2	25.5
002007.SZ	华兰生物	400	21.95	0.71	0.84	0.99	30.8	26.0	22.1
300294.SZ	博雅生物	177	35.04	0.79	0.97	1.09	44.4	36.1	32.1
688185.SH	康希诺	326	195.41	7.74	0.47	2.70	25.2	411.6	72.4
300601.SZ	康泰生物	362	32.31	1.85	0.46	1.62	17.5	70.7	20.0
600436.SH	片仔癀	1760	291.8	4.03	4.56	5.48	72.4	64.0	53.3

资料来源: Wind一致预期, 日期截至2022/12/15。



东海证券
DONGHAI SECURITIES

CONTENTS

目录

01

板块回顾

02

创新药链

03

创新器械

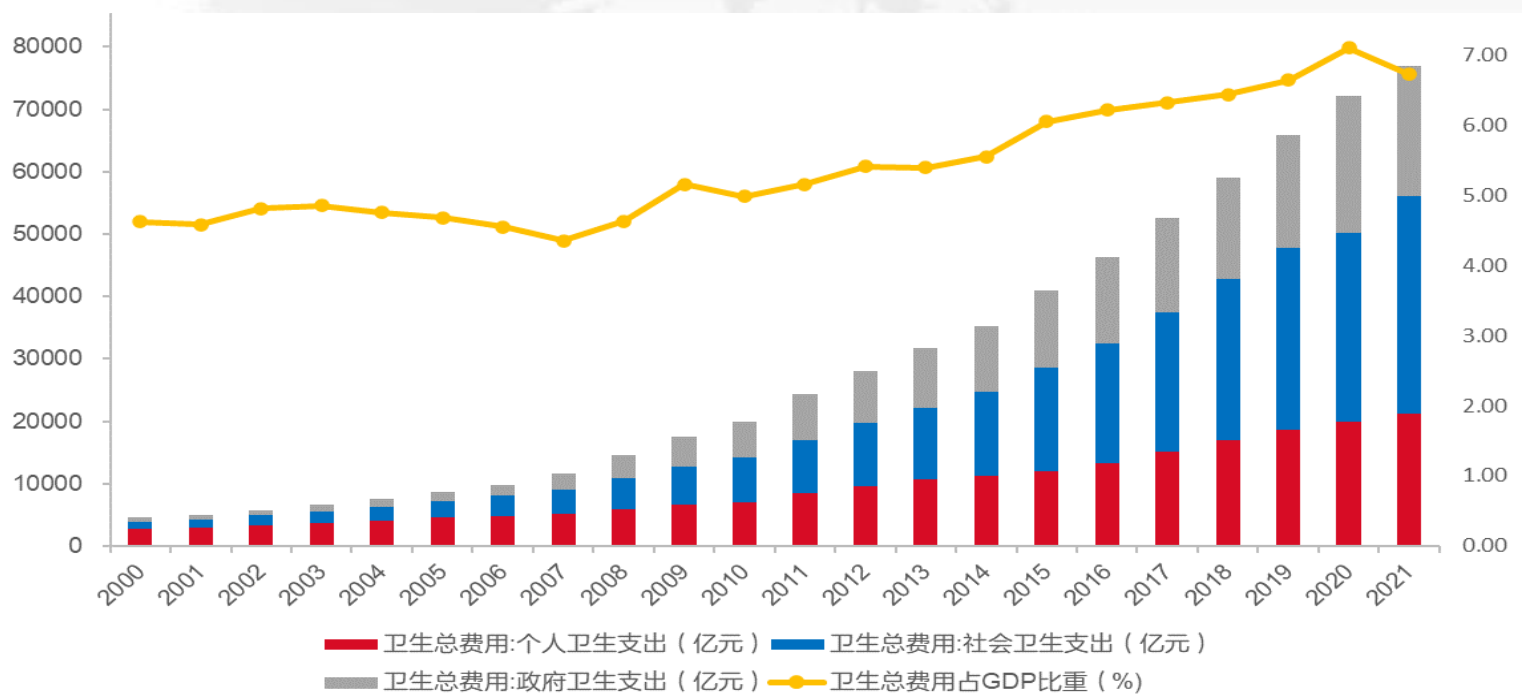
04

医疗消费

我国卫生总费用占GDP比重逐渐提升

□ 我国卫生总费用由2000年的4587亿元增长至2021年的76845亿元，年复合增速为14.4%，高于GDP的年复合增速（12.3%），卫生总费用占GDP的比重由2000年的4.62%上升至2021年的6.72%；个人卫生支出占比逐渐下降，政府和社会卫生支出占比逐渐提升。

我国卫生费用增长情况



卫生费用支出结构

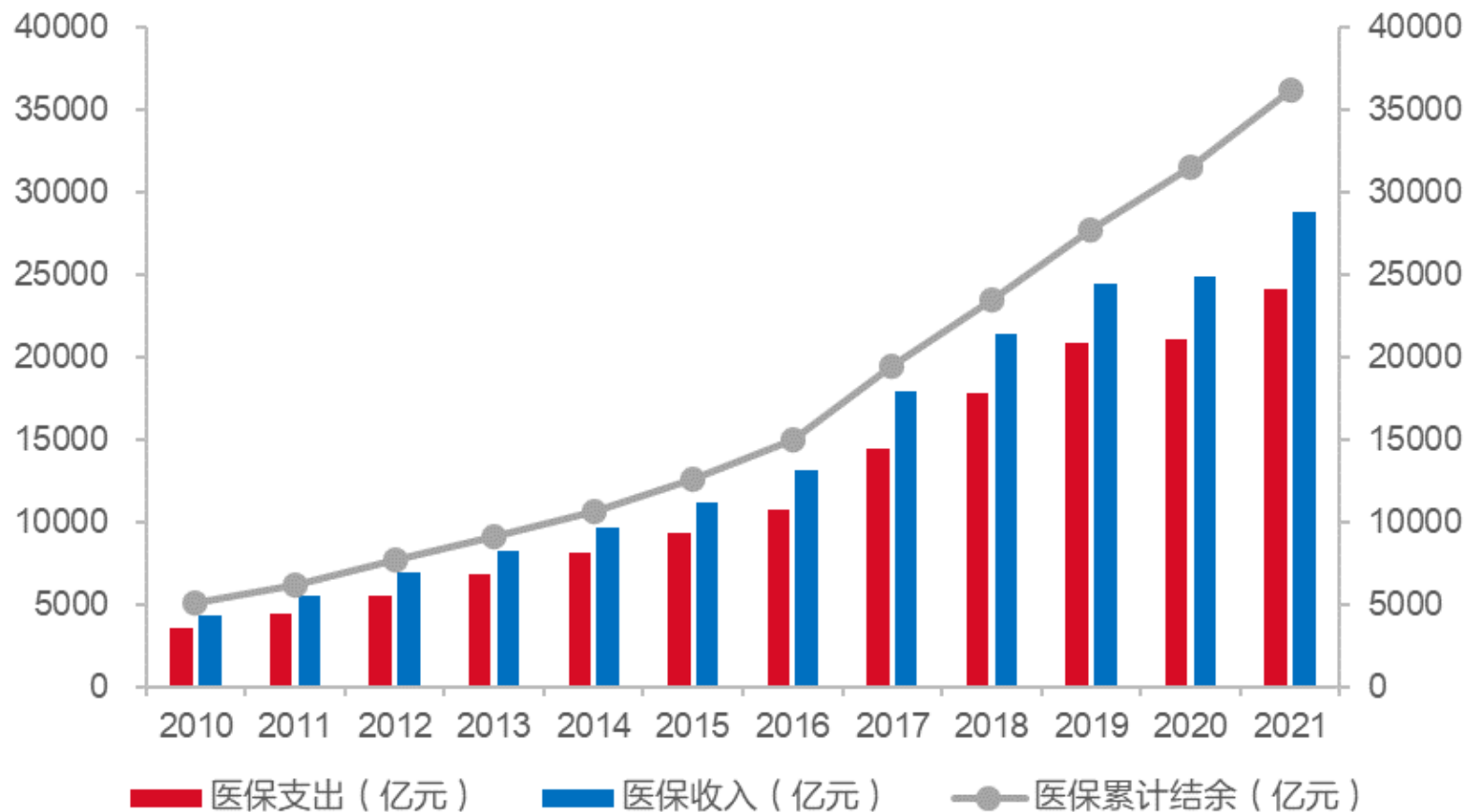
年份	卫生支出占比 (%)		
	政府卫生支出	个人卫生支出	社会卫生支出
2000	15.5	59.0	25.6
2001	15.9	60.0	24.1
2002	15.7	57.7	26.6
2003	17.0	55.9	27.2
2004	17.0	53.6	29.3
2005	17.9	52.2	29.9
2006	18.1	49.3	32.6
2007	22.3	44.1	33.6
2008	24.7	40.4	34.9
2009	27.5	37.5	35.1
2010	28.7	35.3	36.0
2011	30.7	34.8	34.6
2012	30.0	34.3	35.7
2013	30.1	33.9	36.0
2014	30.0	32.0	38.1
2015	30.5	29.3	40.3
2016	30.0	28.8	41.2
2017	28.9	28.8	42.3
2018	27.7	28.6	43.7
2019	27.4	28.4	44.3
2020	30.4	27.7	41.9
2021	26.9	27.6	45.5

资料来源：同花顺，东海证券研究所

当前我国医保支付能力维持良好状况

- 2021年，全国基本医疗保险（含生育保险）基金总收入28728亿元，比上年增长15.6%；全国基本医疗保险（含生育保险）基金总支出24043亿元，比上年增长14.3%；全国基本医疗保险（含生育保险）基金当期结存4684亿元，累计结存36156亿元。

我国医保收支及结余情况



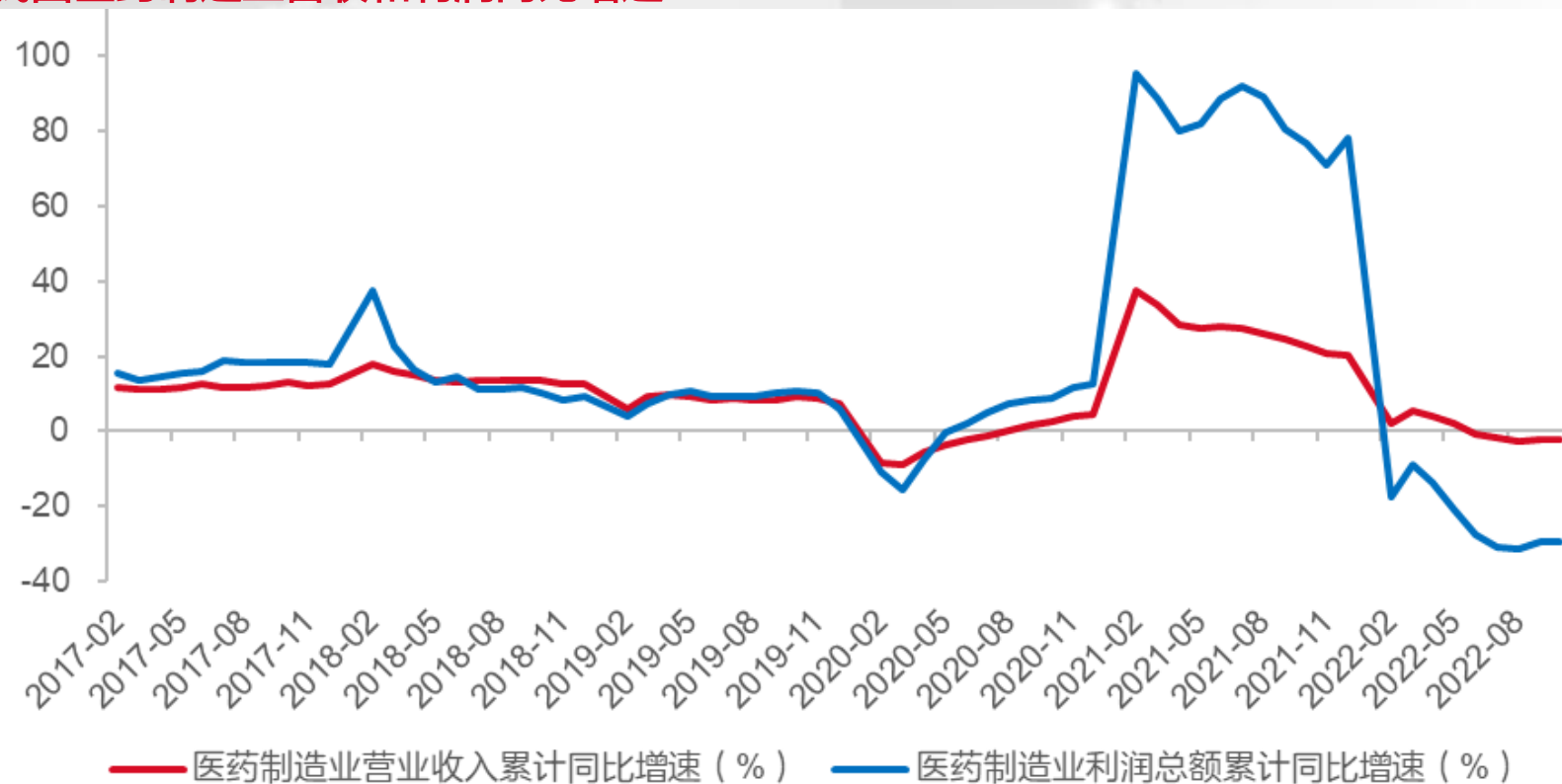
资料来源：同花顺，东海证券研究所

高基数下我国医药制造业增速同比下降

□ 受高基数和今年疫情扰动的影响，2022年我国医药制造业营收和利润增速同比下降；2023年有望回归到常态化良好增长轨道。

	营收累计增速 (%)	利润累计增速 (%)
2017.12	12.5	17.8
2018.12	12.4	9.5
2019.12	7.4	5.9
2020.12	4.5	12.8
2021.12	20.1	77.9
2022.10	-2.1	-29.3

我国医药制造业营收和利润同比增速



资料来源：Wind，东海证券研究所

2022年A股医药生物板块业绩情况

□ 我们对A股申万医药生物板块进行统计分析，共纳入414只个股作为分析样本。2022前三季度，医药生物行业上市公司营业收入、净利润和扣非净利润同比增速分别为9.00%、1.59%和6.73%，上市公司整体收入和利润呈稳健增长。从个股营收和扣非净利润增速分布区间上看，营收增速在10%–30%区间的个股数量最多；利润端增速则呈较大分化态势。

2022前三季度A股申万医药行业业绩情况

	2022Q1-3	2021Q1-3	同比变化
营收（亿元）	17,631	16,176	9.00%
净利润（亿元）	1,846	1,817	1.59%
扣非净利润（亿元）	1,623	1,521	6.73%
销售毛利率	51.83%	54.00%	-2.17pp
销售净利率	17.22%	19.32%	-2.09pp
扣非销售净利率	15.10%	16.89%	-1.79pp
销售费用（亿元）	2,342	2,300	1.83%
管理费用（亿元）	859	781	9.98%
研发费用（亿元）	631	530	18.96%
财务费用（亿元）	34	130	-73.78%
经营性现金流（亿元）	1,455	1,523	-4.44%
应收账款（亿元）	6,360	5,600	13.57%
存货（亿元）	4,001	3,552	12.66%

2022前三季度A股申万医药行业上市公司增速区间分布（个）

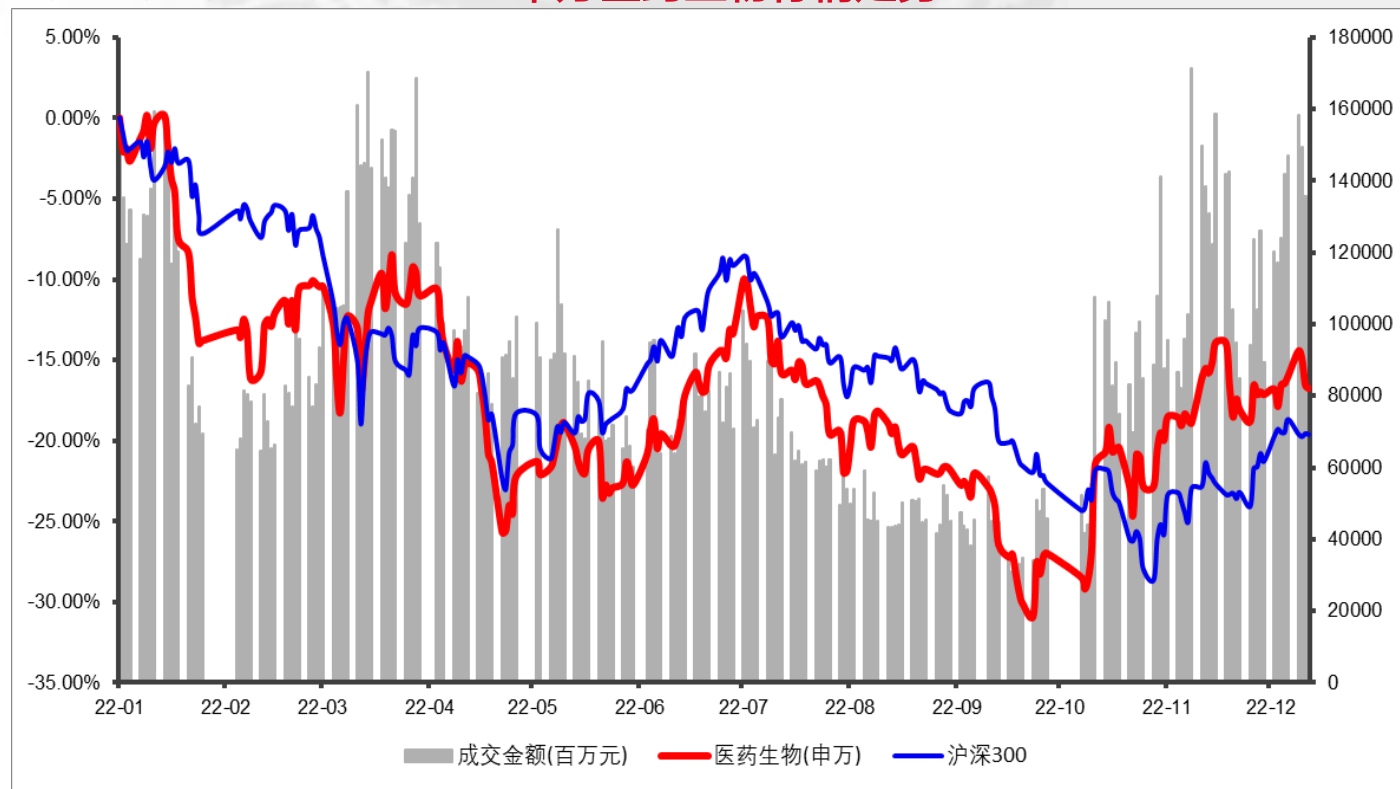
	30%以上	10%至30%	0%至10%	-10%至0%	-30%至-10%	-30%以下
营收增速	77	107	91	28	57	54
扣非净利润增速	106	85	45	22	48	108

资料来源：Wind，东海证券研究所

A股医药生物板块行情回顾

- 2022.01.01-2022.12.15，申万医药生物板块整体下跌17.9%，同期沪深300指数下跌20%，医药生物板块跑赢沪深300指数2.15pp。

2022.01.01-2022.12.15 申万医药生物行情走势



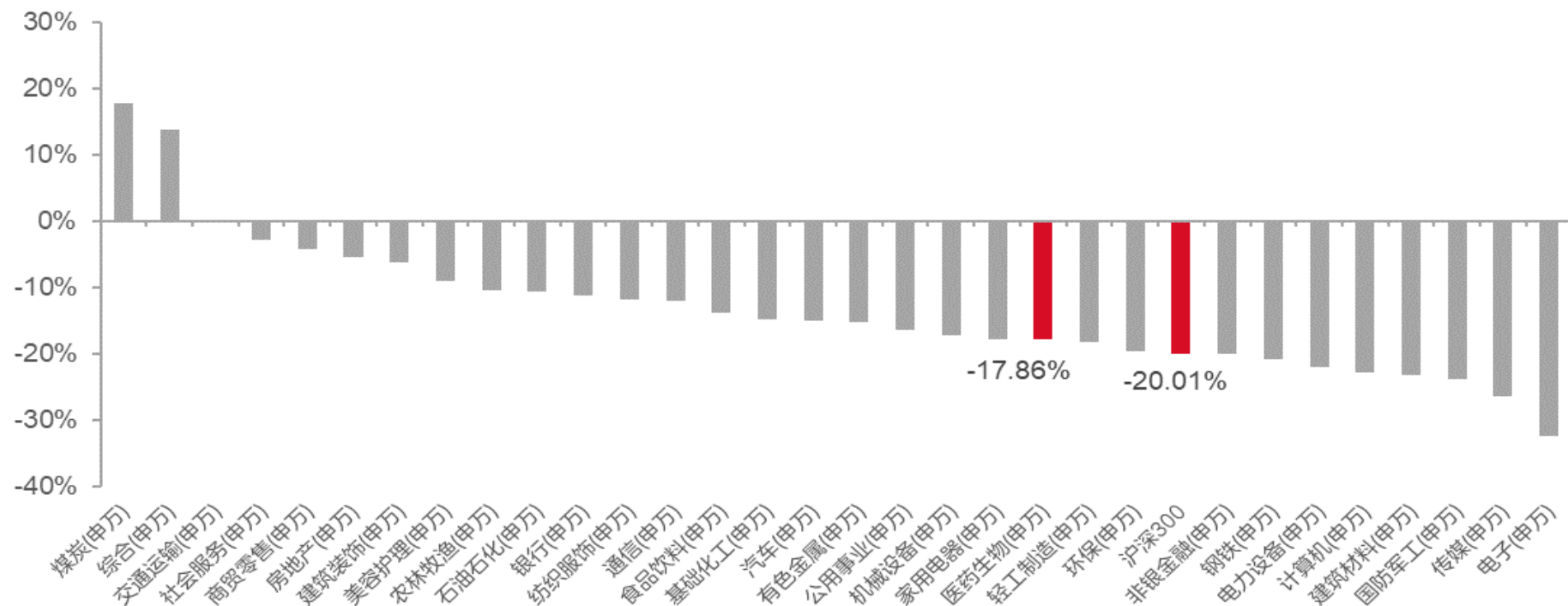
资料来源：Wind，东海证券研究所

- 1-4月，受到系统性风险因素影响，大盘整体呈下跌走势，医药生物板块跑输沪深300指数；
- 5-8月，医药生物板块与大盘走势趋同，期间小幅反弹，整体处于底部区间震荡；
- 9月，在市场对国内医药行业政策的过度悲观预期下，板块快速下挫至年内最低点；
- 10月以来，行业政策回暖，防疫政策调整，防疫产业链活跃，医药生物板块市场关注度提升，成交量显著放大，跑赢大盘指数。

A股医药生物板块行情回顾

□ 2022.01.01-2022.12.15期间，在申万31个行业分类中，仅煤炭和综合板块实现上涨，其余29个行业均下跌；其中，医药生物板块下跌17.9%，排名第21位。

2022.01.01-2022.12.15 申万行业涨跌情况

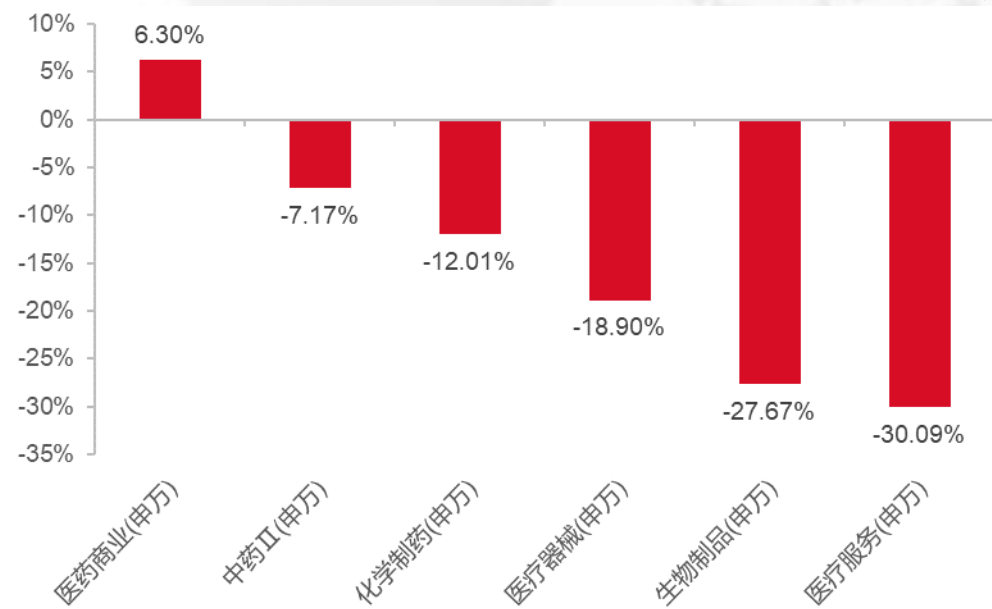


资料来源：Wind，东海证券研究所

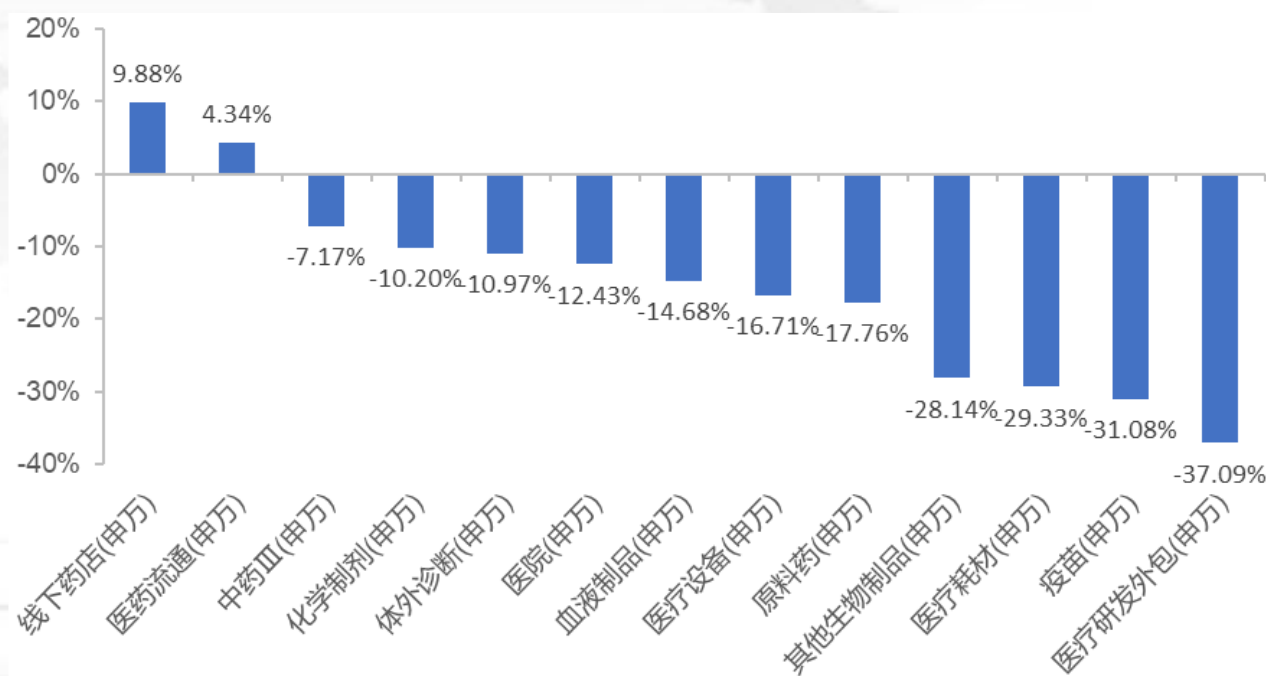
A股医药生物子板块行情表现

- 2022.01.01-2022.12.15期间，医药生物板块六个二级子行业中，仅医药商业实现上涨，涨幅为6.30%，其中线下药店板块表现突出，上涨9.88%；其他五个二级子行业中，中药、化学制药和医疗器械跌幅分别为7.17%、12.01%和18.90%；生物制品和医疗服务两个子行业跌幅相对较大，分别下跌27.67%和30.09%，其中医疗研发外包板块跌幅最大，为37.09%。

2022.01.01-2022.12.15 SW医药二级行业涨跌情况



2022.01.01-2022.12.15 SW医药三级行业涨跌情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

近5年A股医药生物板块PE估值情况

□ 截至2022.12.15，申万医药生物板块PE估值在25.2倍，相对沪深300溢价为133%，处于历史低位水平。

近五年申万医药生物行业PE估值情况



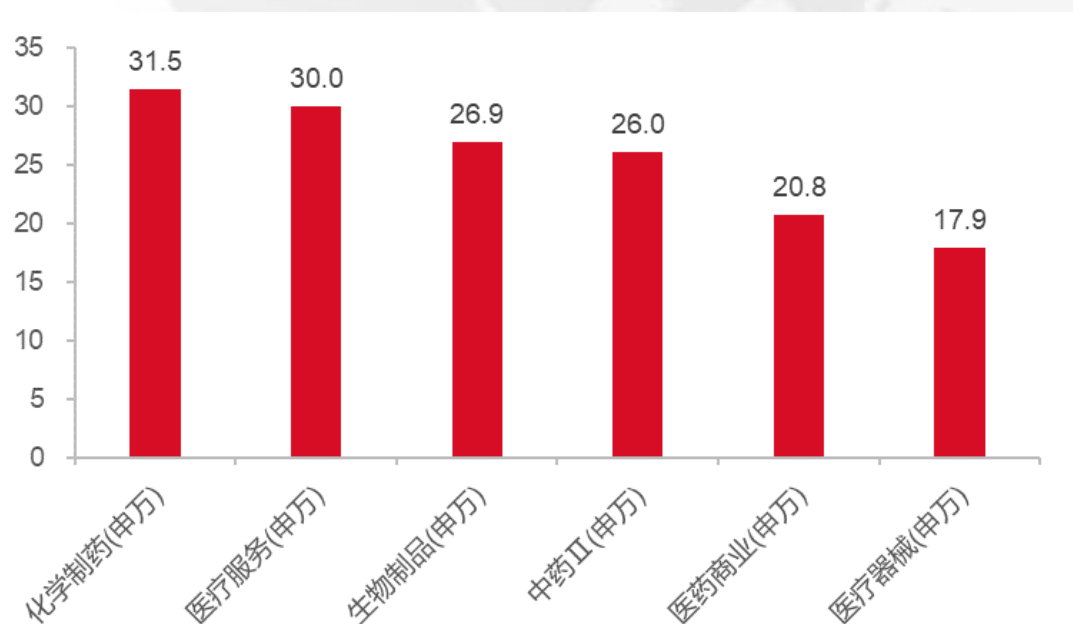
PE(TTM)	
当前值	25.2
中位数	33.1
平均数	34.2
最大值	58.8
最小值	20.9

资料来源：Wind，东海证券研究所

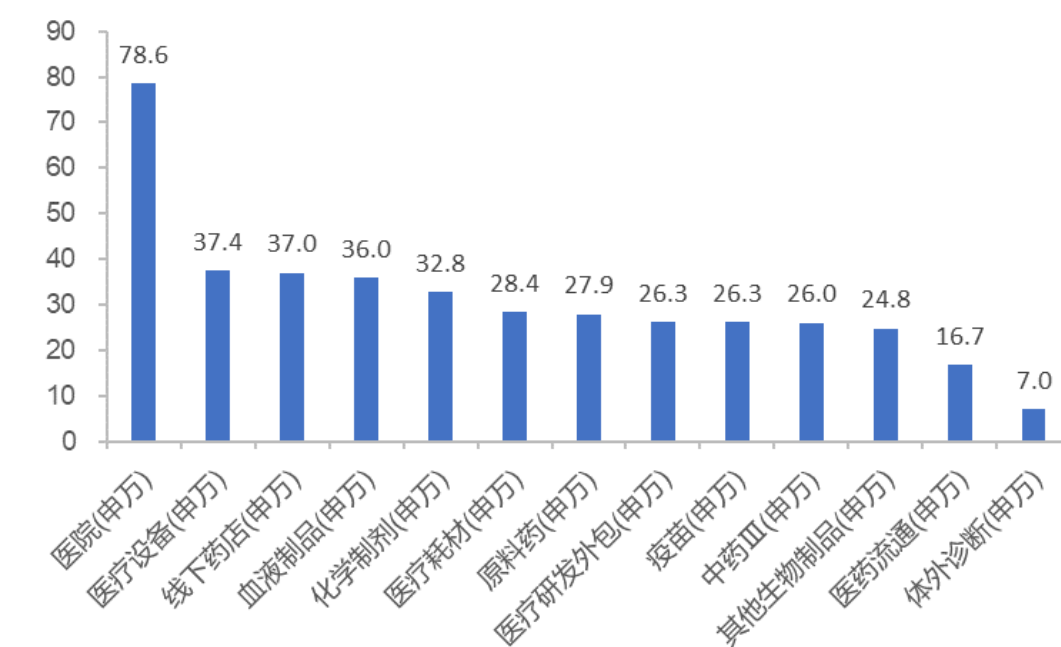
医药生物子板块估值情况

□ 从子板块上看，截至2022.12.15，六大子板块PE估值水平在17.9–31.5倍间，其中化学制药估值最高，医疗器械估值最低，板块间估值差异并不显著；13个三级子行业中，除了医院板块估值较高，大部分子板块估值在25–37倍区间。

申万医药生物二级行业PE 估值



申万医药生物三级行业PE 估值

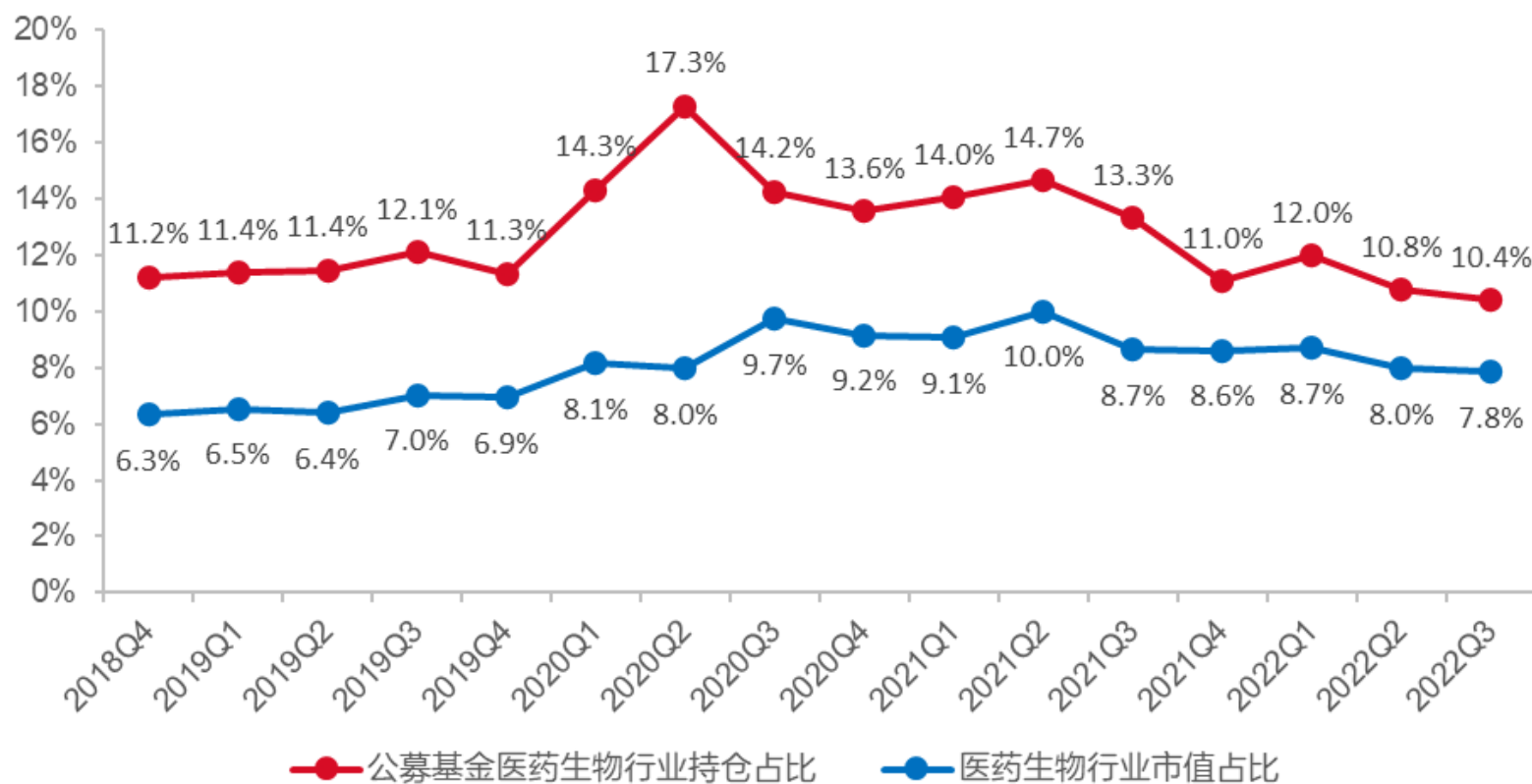


资料来源：Wind，东海证券研究所

公募基金医药生物板块持仓占比情况

申万医药生物市值占比及公募基金对申万医药生物持仓占比

- 近年来，医药生物板块市值占全部A股的比重有所上升，截至2022年三季度末，市值占比为7.8%。
- 截至2022三季度末，公募基金对申万医药生物板块的持仓占比为10.4%，处于近年来的低位水平。



资料来源：Wind，东海证券研究所

- 我国卫生费用支出持续增长，卫生费用占GDP的比重逐年上升，2021年该比重达到6.72%。医保作为我国医疗费用最大支付端，2021年累计结存36156亿元，支付能力维持良好状况。卫生费用的持续增长和医保基金的良好支付能力有望为我国医药行业的长期健康发展奠定基础。
- 今年以来，在高基数和疫情扰动影响下，我国医药制造业同比增速下滑。医药生物上市公司2022前三季度整体收入和利润呈稳健增长态势，但个股间分化明显。随着防疫政策的优化调整，2023年医药生物行业有望回归到正常良好增长状态。
- 今年以来，医药生物板块整体呈下跌走势，10月以来随着防疫政策优化调整等，板块逐渐企稳向上，防疫主题相关板块及个股表现活跃，未来板块热点有望逐渐扩散到主流发展方向。
- 当前医药生物板块估值为25倍，处于历史低位水平，子板块间估值差异也明显收缩。公募基金对于医药生物板块持仓占比为10%，同样处于近年来的低位水平。板块处于估值和资金的底部，具备良好中长期投资价值。

创新篇



CONTENTS

目录

01

板块回顾

02

创新药链

03

创新器械

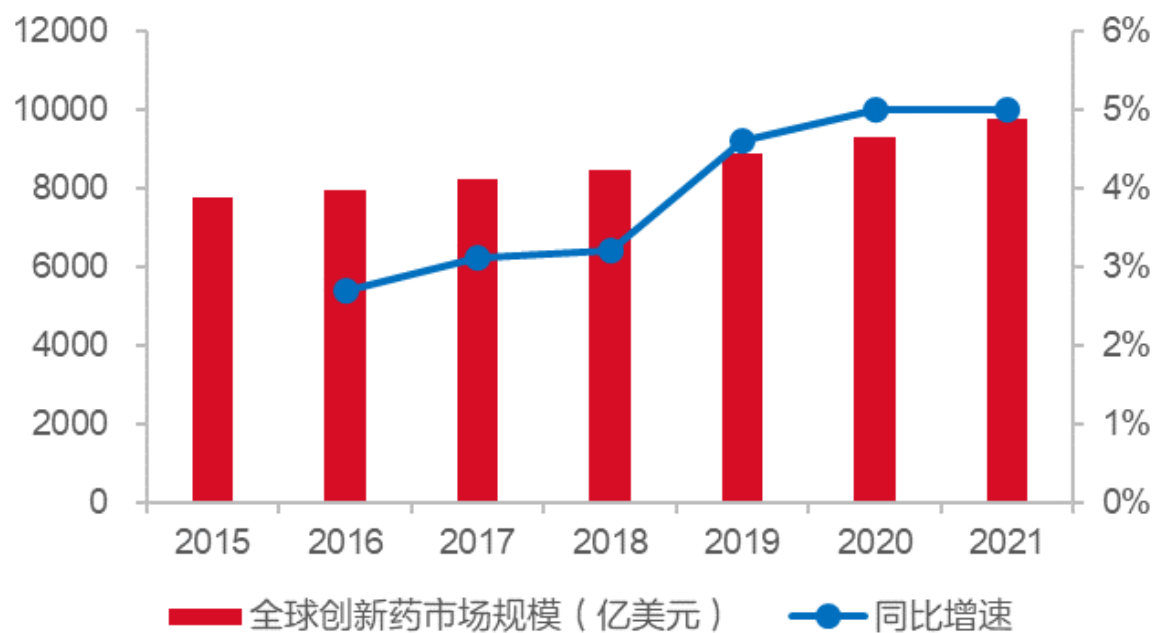
04

医疗消费

全球创新药市场发展概况

- 全球创新药市场规模由2015年的7766亿美元上涨至2021年的9787亿美元，复合增速为3.93%。
- 按活性物数量统计，前几大热门领域集中在抗肿瘤、基因疗法和单克隆抗体等。

全球创新药市场规模



资料来源：Frost & Sullivan，东海证券研究所

全球前十大热门研发领域（按活性物数量计）

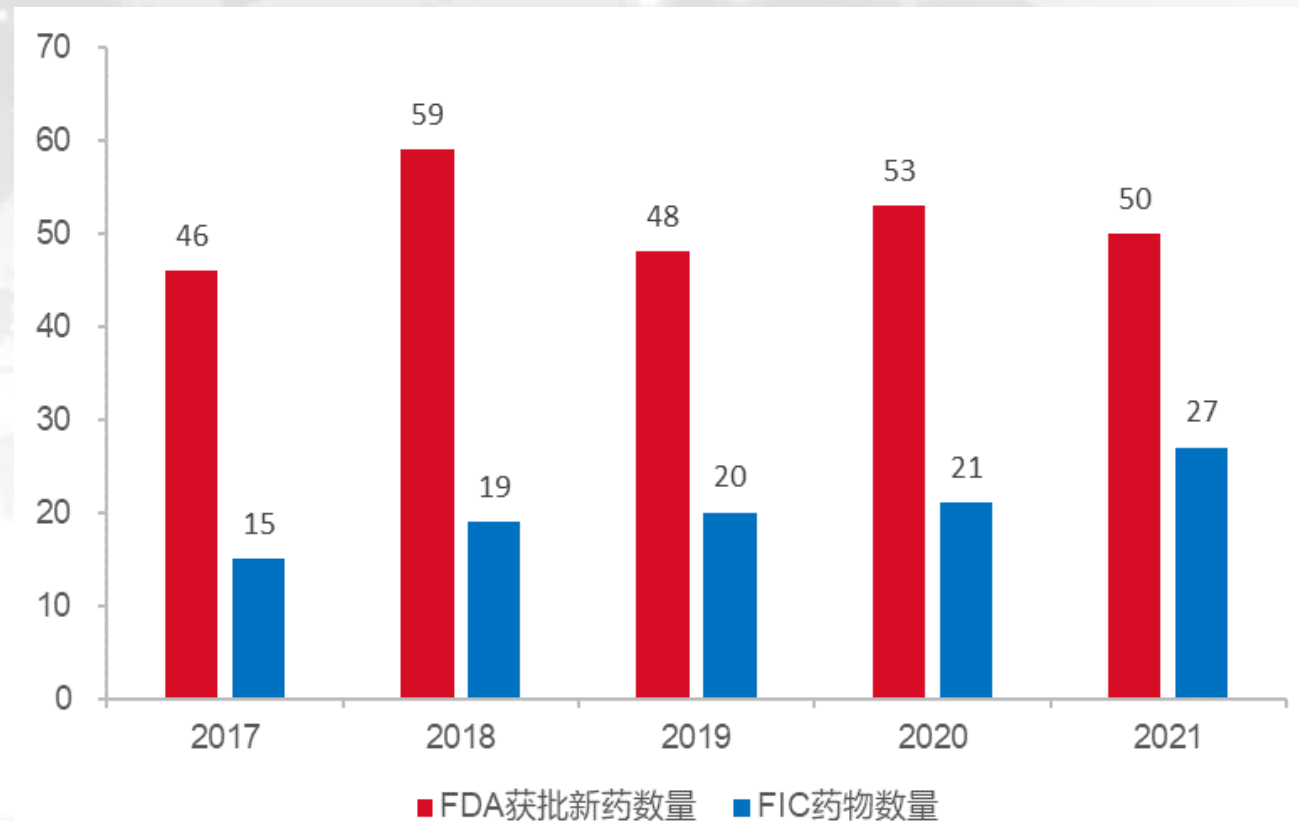
排名	疗法	2021年活性物数量
1	抗肿瘤，免疫疗法	3712
2	抗肿瘤，其他疗法	2680
3	基因疗法	1589
4	单克隆抗体	1136
5	抗病毒疗法	858
6	预防性疫苗，抗感染	843
7	眼科疾病	781
8	神经系统疾病	781
9	抗炎症药物	639
10	细胞疗法，嵌合抗原受体	529

资料来源：医药地理，东海证券研究所

美国FDA获批新药情况

- 从FDA 获批新药情况上看，近年来批准新药数量持续位于高位，新药研发态势活跃。
- 2021年，FDA获批新药数量达到50个，其中First in class 药物高达27个，占比54%。

FDA获批新药数量

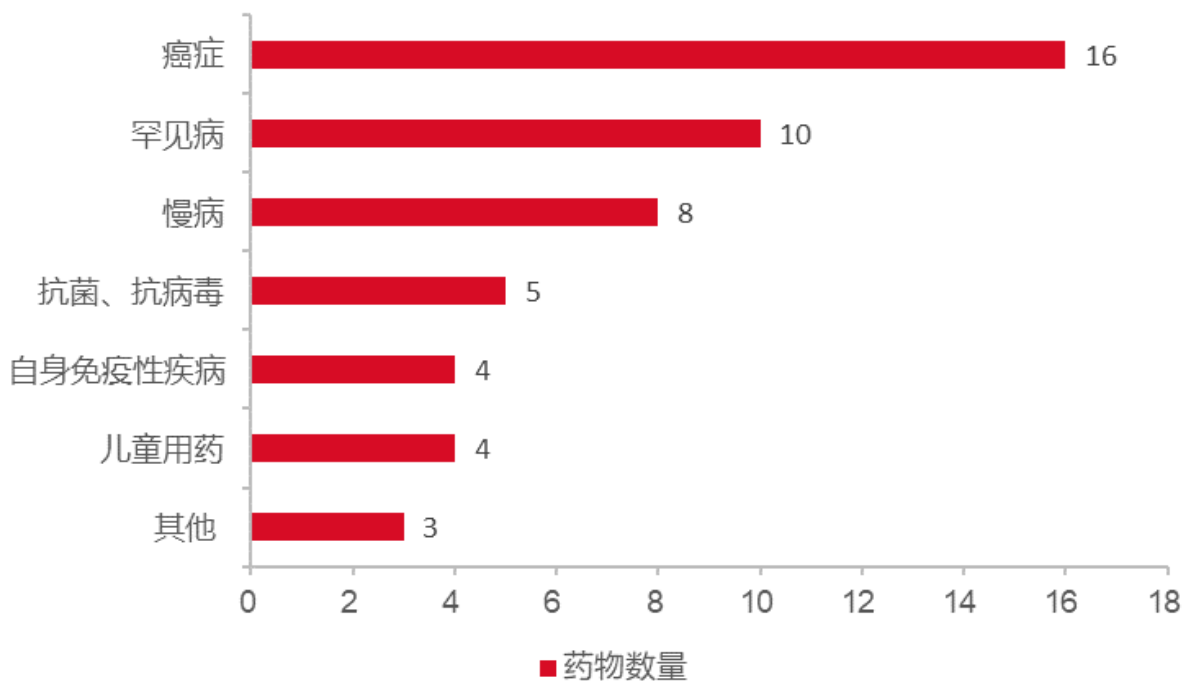


资料来源：FDA，东海证券研究所

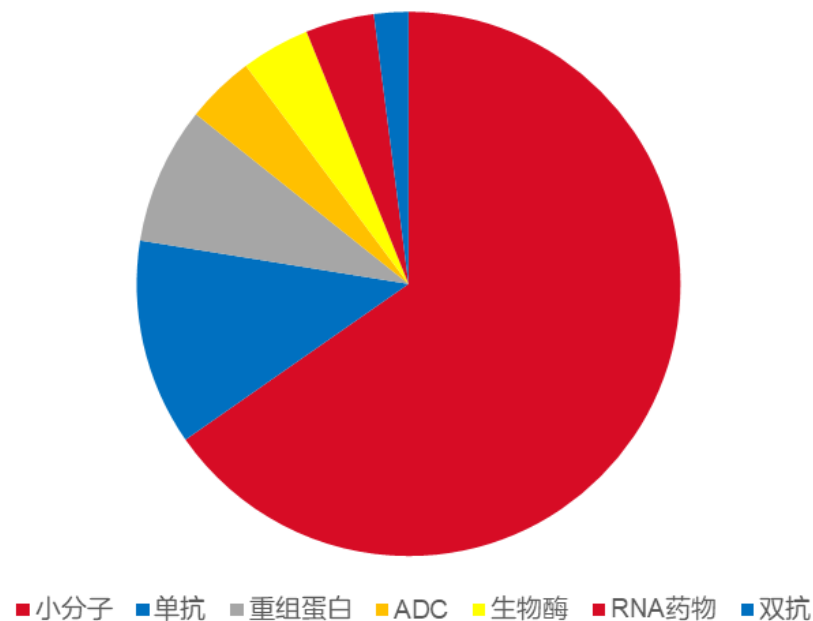
美国FDA获批新药种类及治疗领域

- 2021年FDA 获批新药中，癌症领域数量最多，达到16个，其次为罕见病和慢病，分别为10个和8个。
- 从药物种类上看，小分子产品32个，占比65%；生物制品17个，包括单抗、双抗、ADC、多肽、重组蛋白等。

2021 FDA获批新药治疗领域



2021 FDA获批药物种类

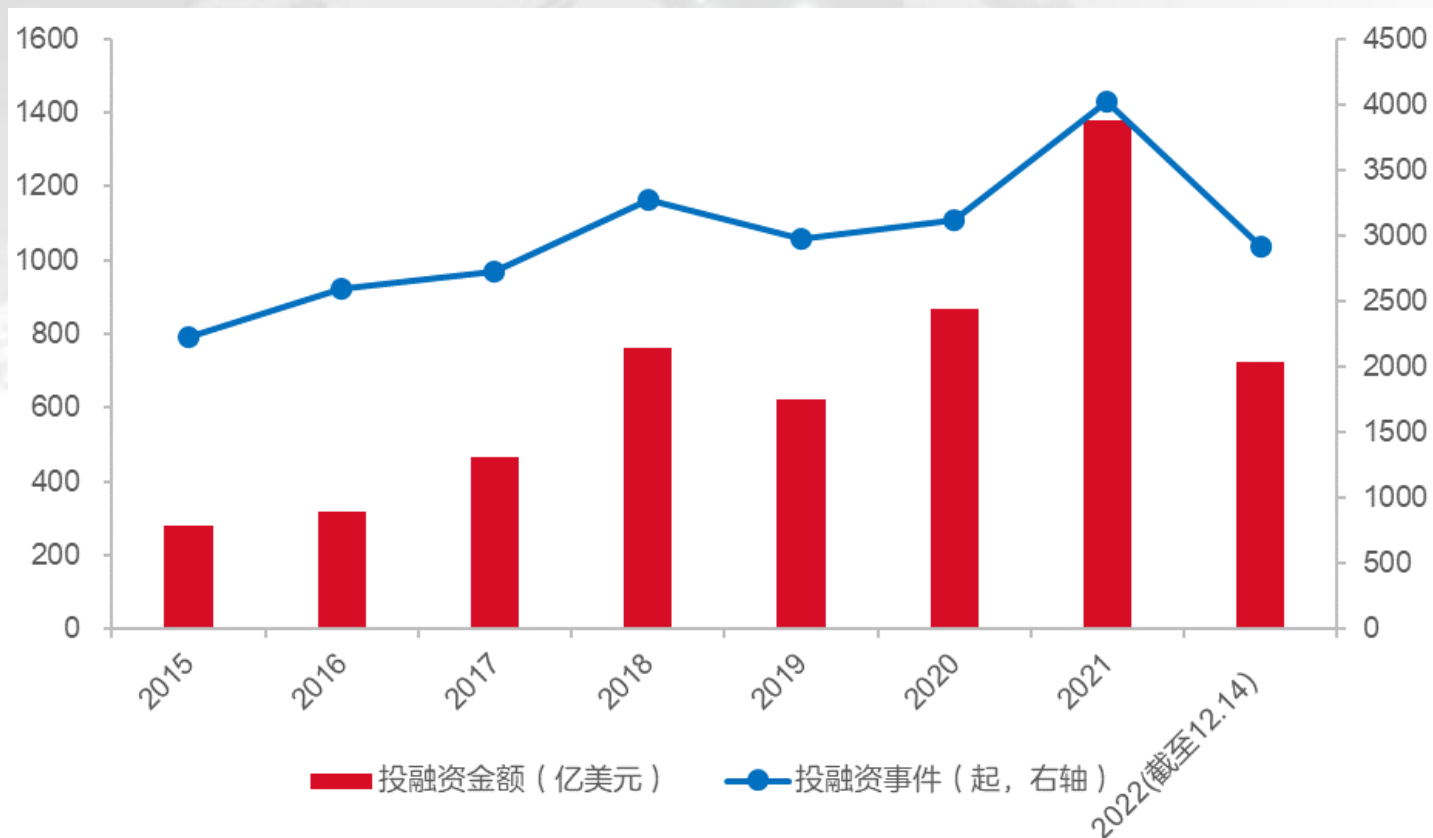


资料来源：FDA，东海证券研究所

全球医药生物领域投融资情况

- 2021年全球生物医药领域的投融资金额和事件数分别为1379亿美元和4018起；2022年有所回落，截至12月14日，全球生物医药领域的投融资金额和事件数分别为723亿美元和2912起。

全球医药生物领域投融资概况

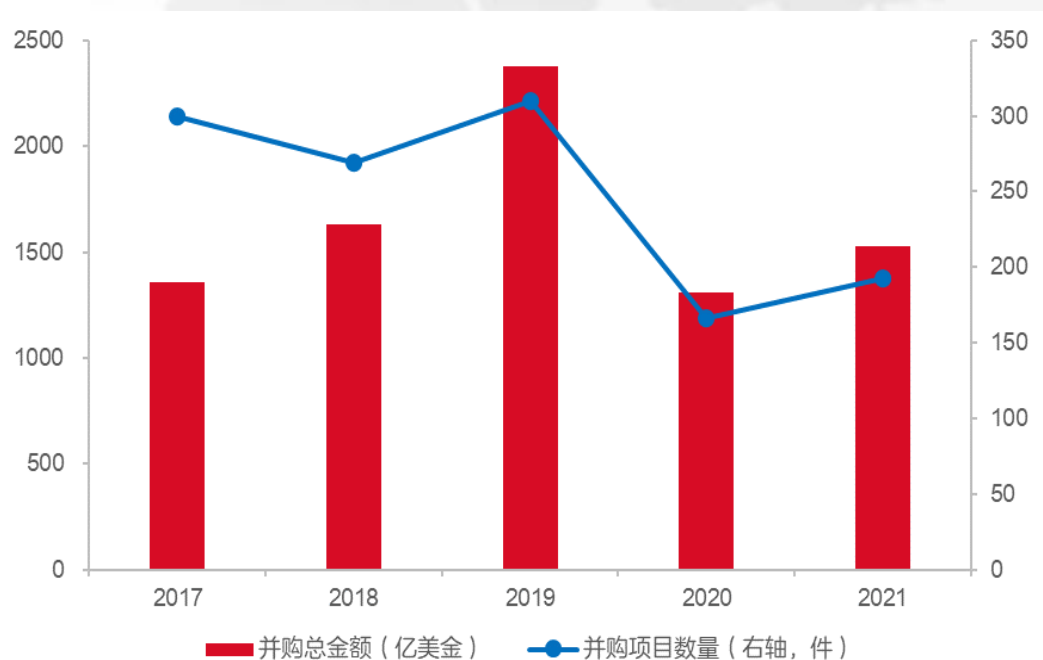


资料来源：动脉橙数据库，东海证券研究所

全球医药生物领域并购情况

- 2021年，全球生物医药领域并购项目数达到193起，并购总金额达到1530亿美元，较2020年有所增加。
- 医药企业积极寻求在CXO、罕见病药物、基因治疗等前沿领域的布局。
- TOP10并购事件的交易金额总额在396亿美元，占总交易金额的25%以上。

全球医药生物领域并购概况



2021年全球并购TOP10事件

收购方	被收购方	交易金额 (亿美元)	交易时间	细分领域
赛默飞世尔	PPD	209	2021年4月	CXO
CSL	Vifor Pharma	123	2021年12月	心肾疾病
ICON	PRA Health Sciences	120	2021年2月	CXO
默克	Acceleron Pharma	110	2021年9月	罕见病/心脑血管
丹纳赫	Aldevron	96	2021年6月	CXO
EQT and Goldman Sachs	Paraxel	85	2021年7月	CXO
Jazz Pharmaceuticals	GW Pharmaceuticals	72	2021年2月	神经系统疾病
辉瑞	Arena Pharmaceuticals	67	2021年12月	自身免疫系统疾病
Cinven and Bain Capital	Lonza Specialty Ingredients	47	2021年2月	特殊化学品
诺和诺德	Dicerna Pharmaceuticals	33	2021年11月	RNAi

资料来源: nature, 东海证券研究所

资料来源: nature, 东海证券研究所

全球前十大药企研发投入情况

按营收规模统计，2021年全球前十大药企研发费用投入均超60亿美元，研发费用占总营收比重在12%-25%。

2021年全球十大药物营收规模

证券代码	公司	总市值(亿美元, 2022/12/15)	2021年营业收入(亿美元)	2021年研发费用(亿美元)	研发费用占营收比重
JNJ.N	强生公司(JOHNSON & JOHNSON)	4640	938	147	15.7%
PFE.N	辉瑞制药(PFIZER)	3009	813	138	17.0%
ROG.SIX	罗氏	2300	687	150	21.8%
ABBV.N	艾伯维(ABBVIE)	2884	562	71	12.6%
NOVN.SIX	诺华	2031	529	95	18.0%
BAYN.DF	拜耳	532	499	61	12.3%
MRK.N	默克(MERCK)	2780	487	122	25.1%
BMY.N	百时美施贵宝(BRISTOL-MYERS SQUIBB)	1595	464	114	24.5%
GSK.N	葛兰素史克	732	460	71	15.5%
SNY.O	赛诺菲-安万特	1204	444	64	14.5%

资料来源：Wind，东海证券研究所

注：强生、罗氏、拜耳、默沙东、GSK和赛诺菲制药业务占比在40%-90%不等。

国内创新药鼓励政策接连出台

- 近两年，CDE发布多项指导原则，以提高临床试验的灵活性和规范性，同时对ADC、双抗等新型药物的研发加以指导，引领我国药物研发向着高水平规范化发展。
- 支付方面，医保局表明将创新药新增适应症纳入简易续约考虑范围，体现出国家对于创新药价格体系的维护。

近三年创新药部分相关政策

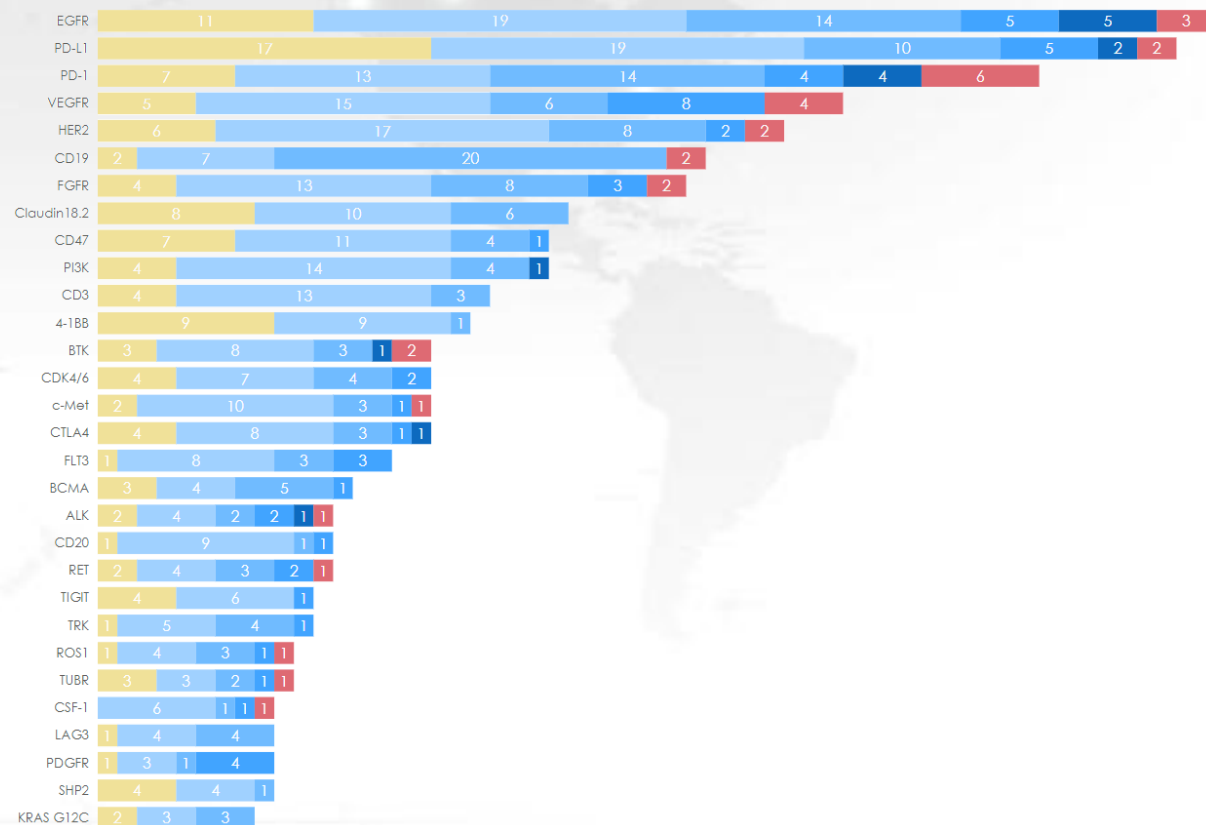
时间	政策	内容
2021.1	CDE发布《药物临床试验适应性设计指导原则（试行）》	适应性设计允许根据试验期间累积的数据对试验设计进行修改，以修正初始设计的偏差，从而增加试验的成功率，提高试验的效率
2021.11	CDE发布《以临床价值为导向的肿瘤药物临床研发指导原则》	以患者为中心，体现临床价值，以提高药物研发效率、提升药物研发水平
2022.3	CDE发布《<化学药品改良型新药临床试验技术指导原则>问与答（征求意见稿）》	促进我国改良型新药有序研发，更好满足患者的临床需求
2022.6	CDE发布《单臂临床试验用于支持抗肿瘤药上市申请的适用性技术指导原则》	阐明当前对单臂临床试验用于支持抗肿瘤药上市申请适用性的科学认识，以期指导企业在完成早期研究后，更好地评估是否适合开展单臂临床试验作为关键临床研究用以支持后续的上市申请
2022.7	CDE发布《抗体偶联药物非临床研究技术指导原则（征求意见稿）》	指导和促进ADC药物的研究和开发
2022.8	CDE发布《以患者为中心的临床试验设计技术指导原则（征求意见稿）》	阐明以患者为中心的临床试验的一般原则、整体研发计划、以患者为中心的临床试验设计要素和其他考量，为临床试验设计提供指引和参考
2022.10	医保局表明已将新增适应症纳入进了简易续约考虑范围	新增适应症的创新药在医保谈判中价格降幅有限
2022.11	CDE发布《新药获益-风险评估技术指导原则》	规范和指导药物临床研发和评价中的获益-风险评估，提供可参考的技术规范
2022.11	CDE发布《双特异性抗体抗肿瘤药物临床研发技术指导原则》	对双特异性抗体抗肿瘤药物临床研发中需要特殊关注的问题提出建议，指导企业更加科学地进行双特异性抗体临床研发

资料来源：CDE，医保局，东海证券研究所

国内创新药向高质量发展不断迈进

- 经药融云《中国1类新药靶点白皮书》整理，国内2016-2021年肿瘤领域，国产新药受理数量前30的靶点数据，赛道拥挤，同质化竞争严重。
- 2021年11月，CDE发布《以临床价值为导向的肿瘤药物临床研发指导原则》，原则以患者为中心，体现临床价值，旨在提高药物研发效率，提升药物研发水平。
- 据中康FIC数据库显示，在申报1类临床的新药靶点中，今年靶点布局集中度明显降低，仅有1家申报的靶点占比22%，由于PD-1、EGFR等靶点因市场的过度饱和占比有所降，CDK4/6、VEGFR、CTLA-4等相对较新靶点也未呈现拥挤现象。整体来看，创新药靶点布局集中度降低，对靶点的技术应用更加成熟。

2016-2021年肿瘤领域国产新药受理数量前30靶点

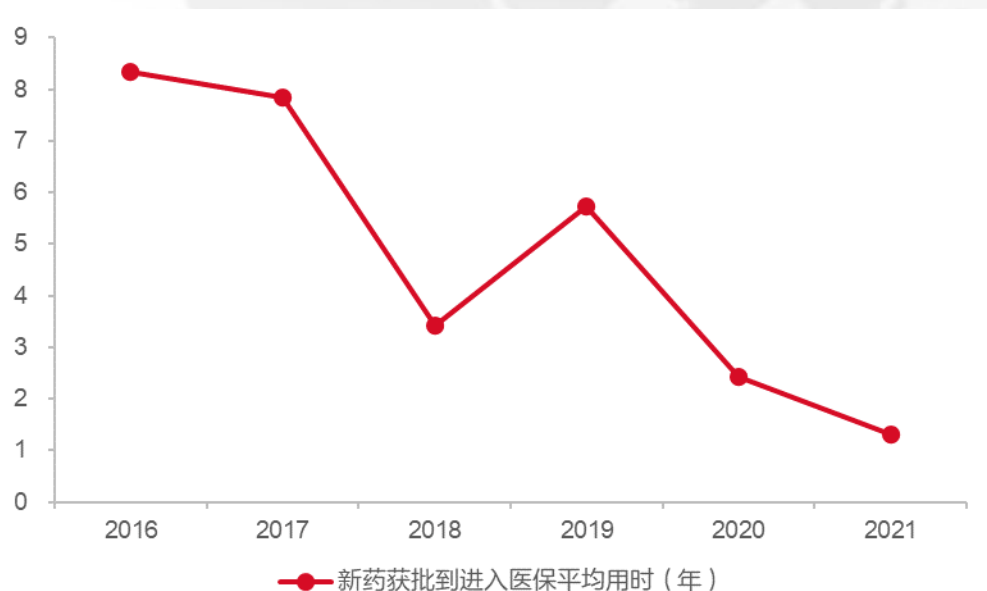


资料来源：药融云，东海证券研究所

医保谈判加快创新药医保准入

- 从2016年开始实行医保目录动态调整机制，原则上每年调整一次，“腾笼换鸟”为创新药准入提供支持。
- 从历年医保谈判的情况上，平均降幅在50%-60%区间，创新药可经过医保谈判大幅缩短进入医药目录时间。

国产创新药获批到进入医保平均用时



资料来源：GBI，东海证券研究所

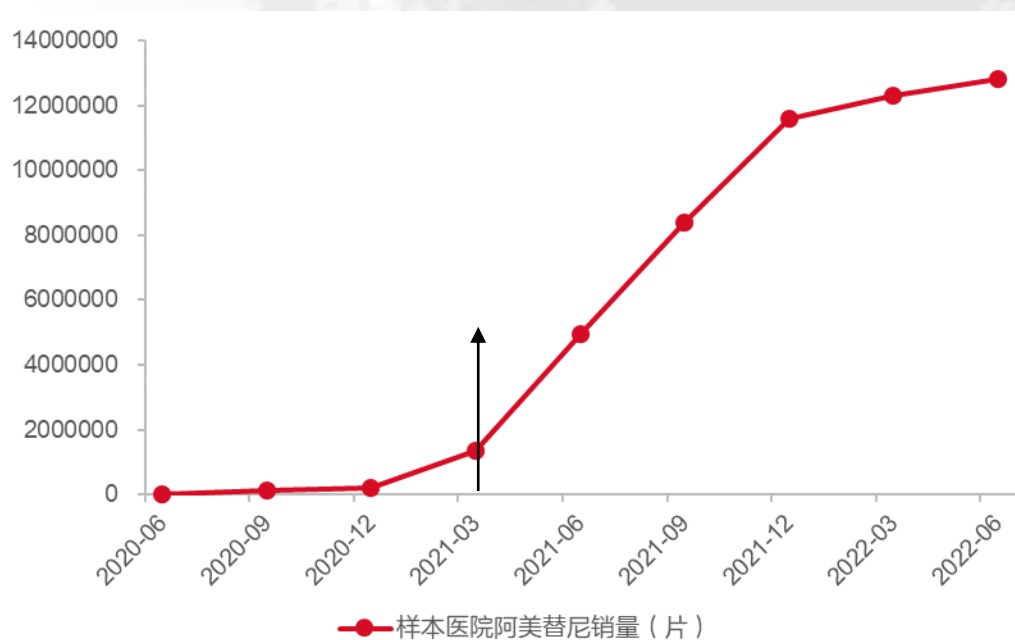
2016-2021年国家医保谈判纳入创新药情况

年份	谈判成功品种	平均降价幅度
2016	3	59%
2017	36	44%
2018	17	57%
2019	70	61%
2020	119	51%
2021	94	62%

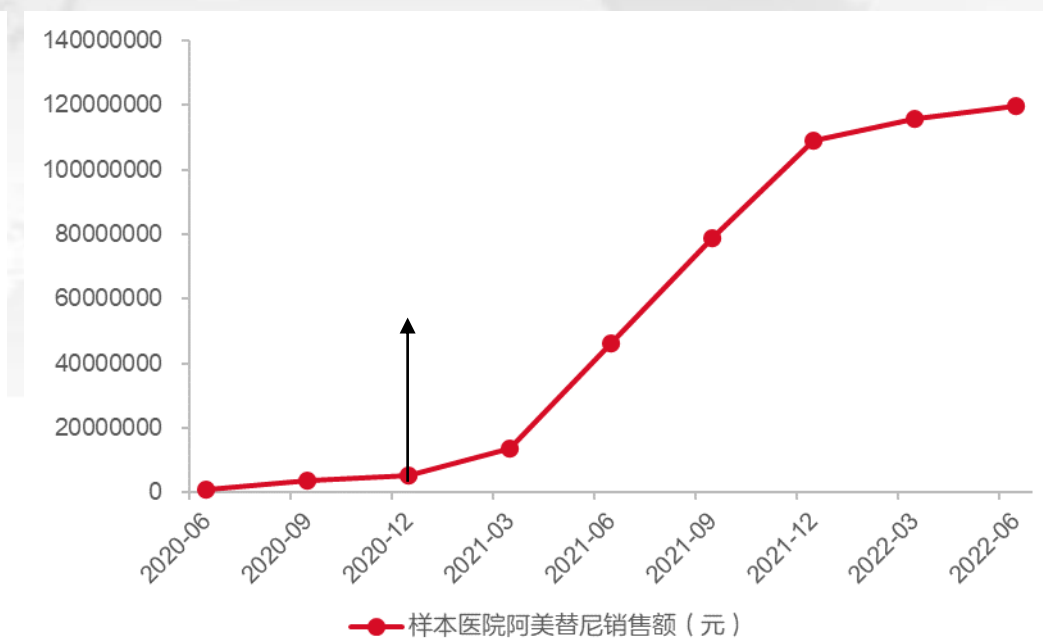
资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

医保准入助力创新药快速放量

- 以阿美替尼为例，阿美替尼于在 2020 年 3 月获批上市，2020 年底参与国家医保谈判，进入医保目录。
- 2021 年起，从样本医院销售数据上看，阿美替尼从 2021 年起快速放量。



资料来源：米内网，东海证券研究所

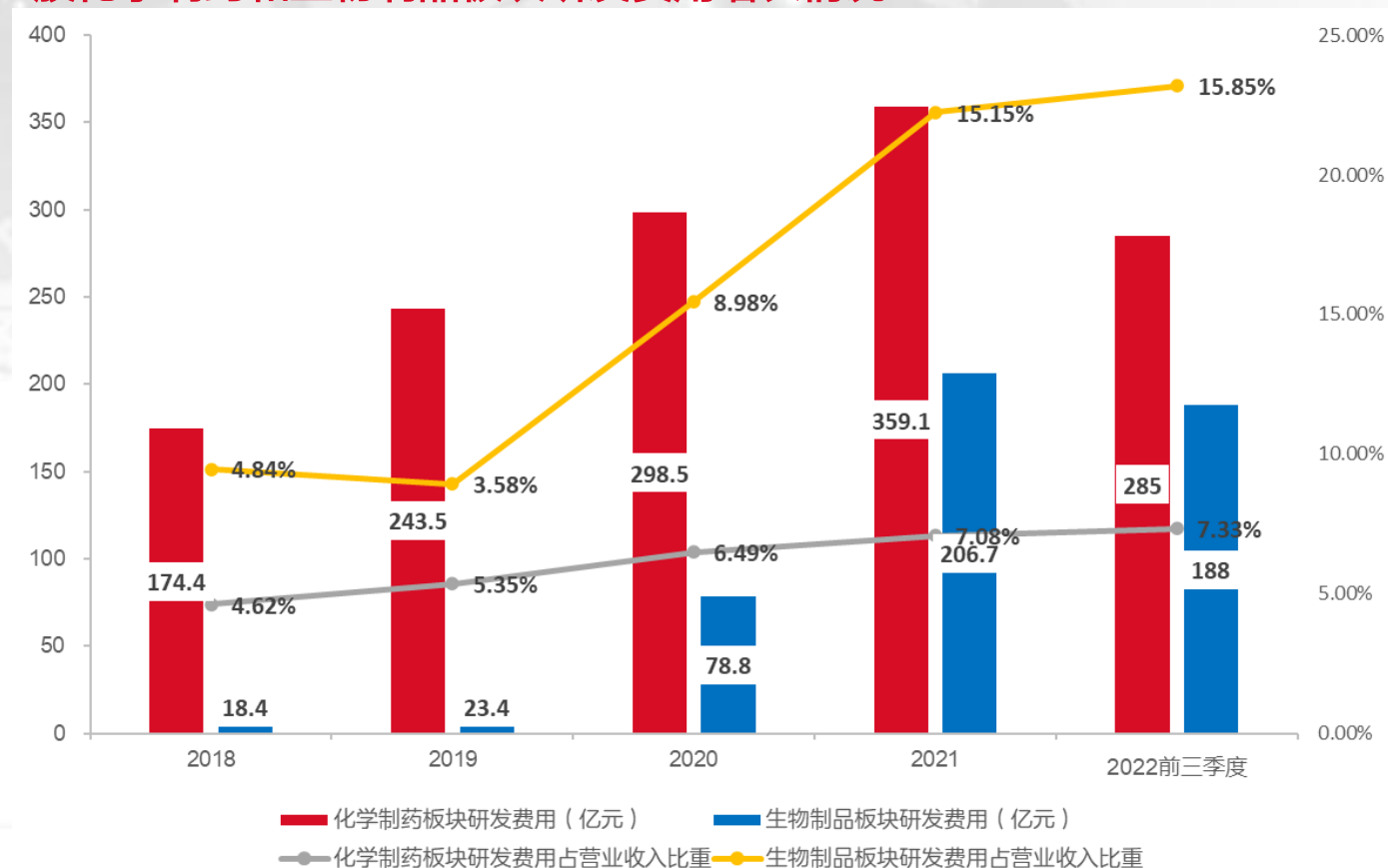


资料来源：米内网，东海证券研究所

A股化学药和生物药板块研发费用快速增长

- A股化学制药板块研发费用从2018年的174.4亿元增长至2021年的359.1亿元，复合增速为27.21%；研发费用占总营收的比重由2018年的4.62%上升至2021年的7.08%。
- 生物制品板块研发费用从2018年的18.4亿元增长至2021年的206.7亿元，复合增速为124.14%；研发费用占总营收的比重由2018年的4.84%上升至2021年的15.15%。

A股化学制药和生物制品板块研发费用增长情况

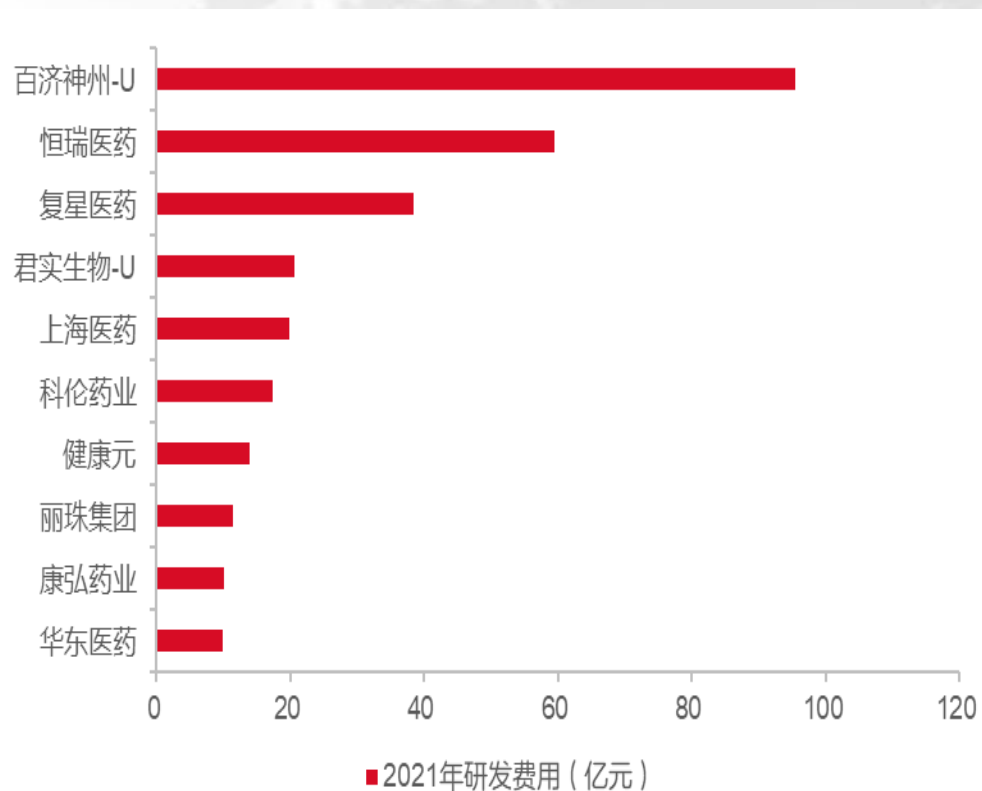


资料来源：Wind，东海证券研究所

我国前十大制药企业研发投入情况

国内医药上市公司研发投入持续增加，2021年百济神州研发费用达95亿，恒瑞研发费用近60亿元。

A股研发费用前十制药上市公司概况



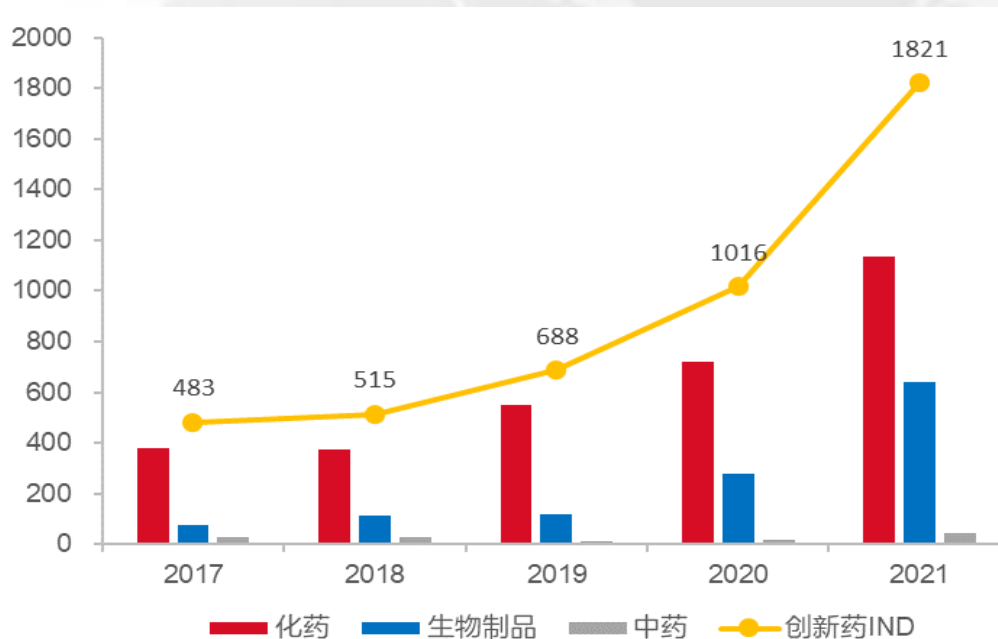
	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	研发费用占比
百济神州-U	76	-97	125.69%
恒瑞医药	259	45	22.94%
复星医药	390	50	9.83%
君实生物-U	40	-7	9.99%
上海医药	2158	63	51.40%
科伦药业	173	9	7.92%
健康元	159	26	10.05%
丽珠集团	121	20	8.78%
康弘药业	36	4	9.50%
华东医药	346	23	12.91%

资料来源：Wind，东海证券研究所

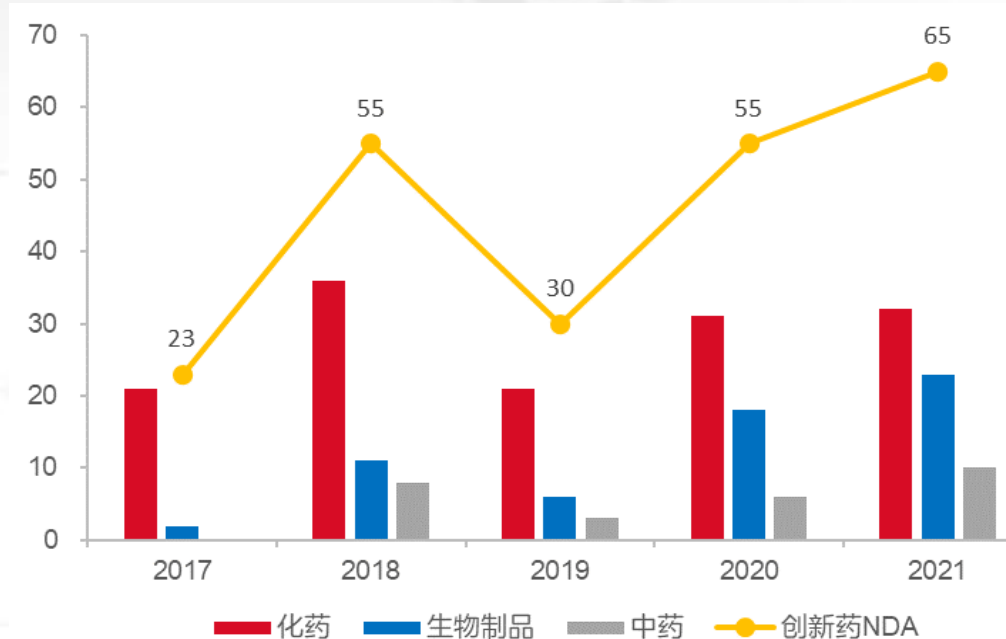
国内创新药研发热情持续高涨

- 从CDE创新药受理情况上看，获得IND受理和NDA受理的新药数量持续提升，药企研发热情高企。
- 化药批件数量占比最大，生物药批件数量增长最快。
- 2021年，创新药IND受理数量达到1821件，创新药NDA数量达到65件。

2017-2021年创新药IND受理量（件）



2017-2021年创新药NDA受理量（件）

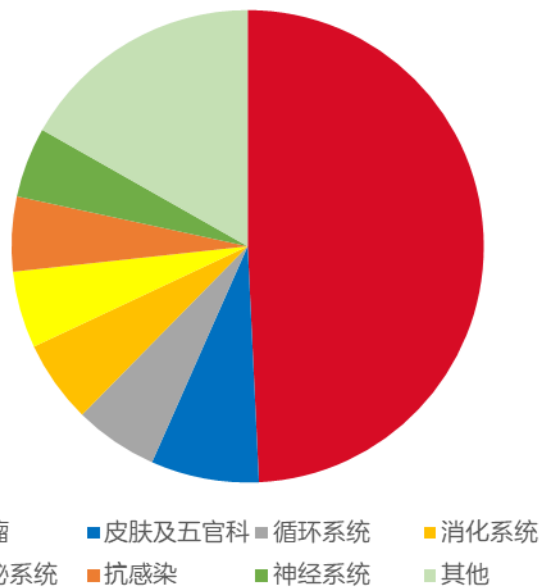


资料来源：国家药监局，东海证券研究所

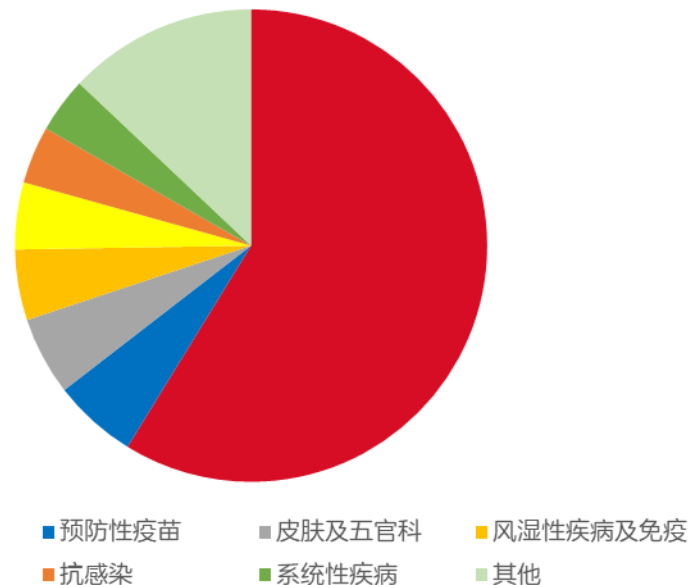
抗肿瘤为国内药物研发最热门方向

从获批IND药物的适应症上看，化学药中抗肿瘤适应症IND数量达645件，占比49%；生物制品中抗肿瘤适应症IND数量达449件，占比59%。

2021年批准IND化学药适应症分布



2021年批准IND生物制品适应症分布

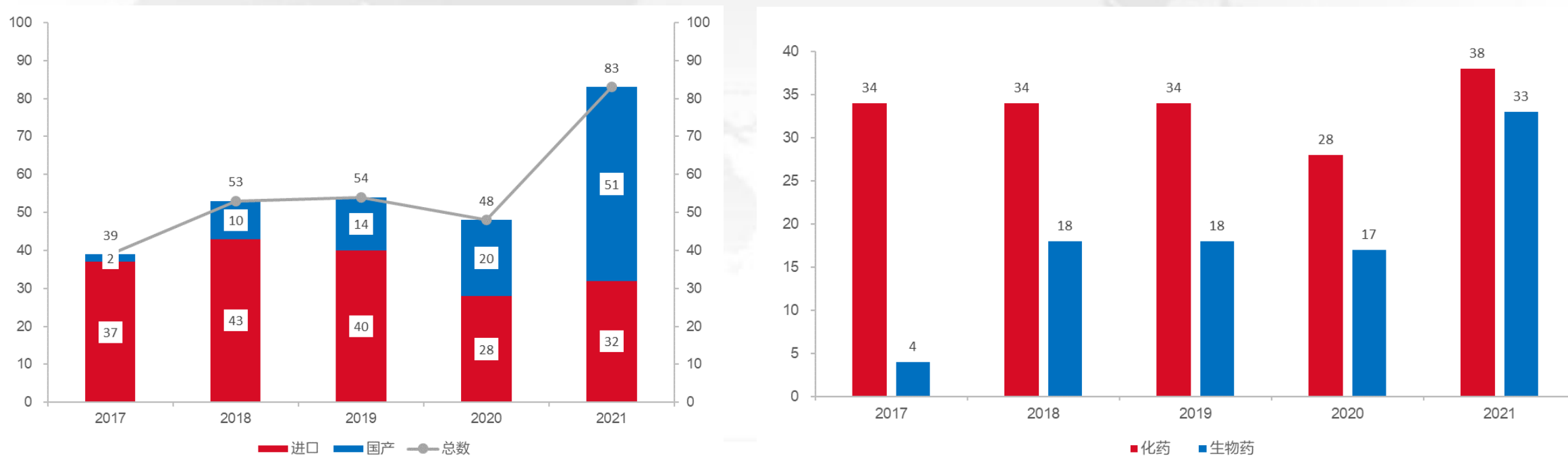


资料来源：国家药监局，东海证券研究所

国产上市新药占比逐年提升

- 国产创新药上市数量快速增长，2021年国产创新药数量为51个，超过进口创新药数量32个。
- 从药物种类上看，化学药数量最多，2021年生物药上市数量大幅提升至33个。

近五年上市新药数量及种类



资料来源：医药魔方，东海证券研究所

新兴药物研发上市进程加速

国内ADC、细胞治疗、双抗等产品陆续获批，与进口产品的上市时间不断缩短。

细胞疗法

2017年8月,诺华公司CAR-T疗法 Tisagenlecleucel (CTL019, 商品名: Kymriah) 获美国FDA 批准上市

2021年6月,复星凯特的阿基仑赛注射液获批上市,为我国首款获批上市的CAR-T细胞治疗产品

ADC

2020年1月,罗氏Kadcyla (恩美曲妥珠单抗) 在中国获批上市,为国内批准上市的首个抗体偶联药物 (ADC) 药物

2021年6月,荣昌生物的维迪西妥单抗获批上市,为首个国产ADC药物

双抗

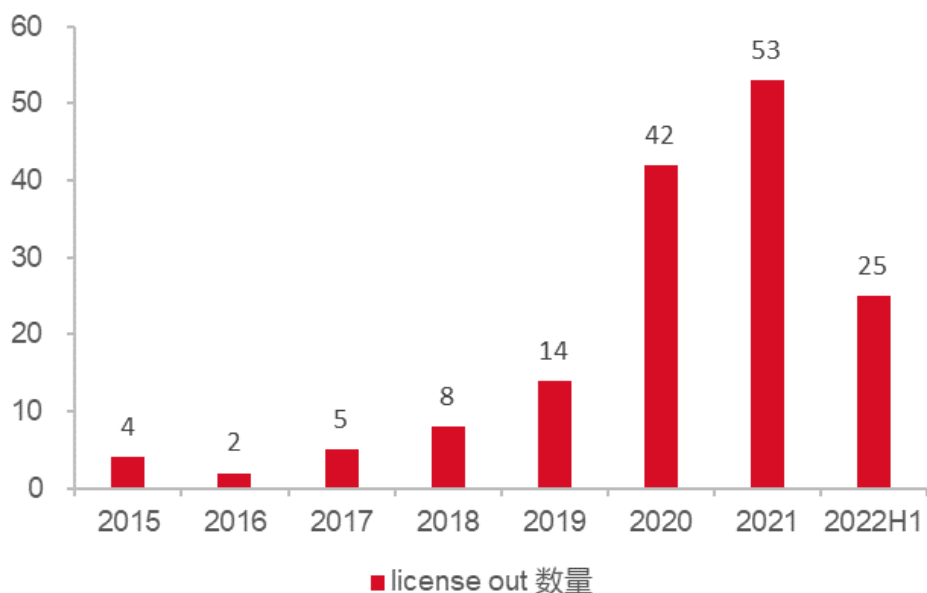
2018年11月,罗氏的舒友立乐 (艾美赛珠单抗, 双特异性因子IXa和因子X定向抗体) 在国内获批上市,为国内首个批准上市的双特异性抗体药物

2022年6月,康方生物PD-1/CTLA-4双抗——卡度尼利单抗 (开坦尼) 获批上市,为我国首个双抗药物

License out 数量大幅增长

□ 近三年，我国创新企业license out 交易数量快速增长，研发实力得到更多认可。2022上半年，国内创新药license out交易达到25起，大多集中于抗肿瘤领域。

近年来我国创新药企license out 交易概况



资料来源：OECD，东海证券研究所

2022上半年license out 交易一览

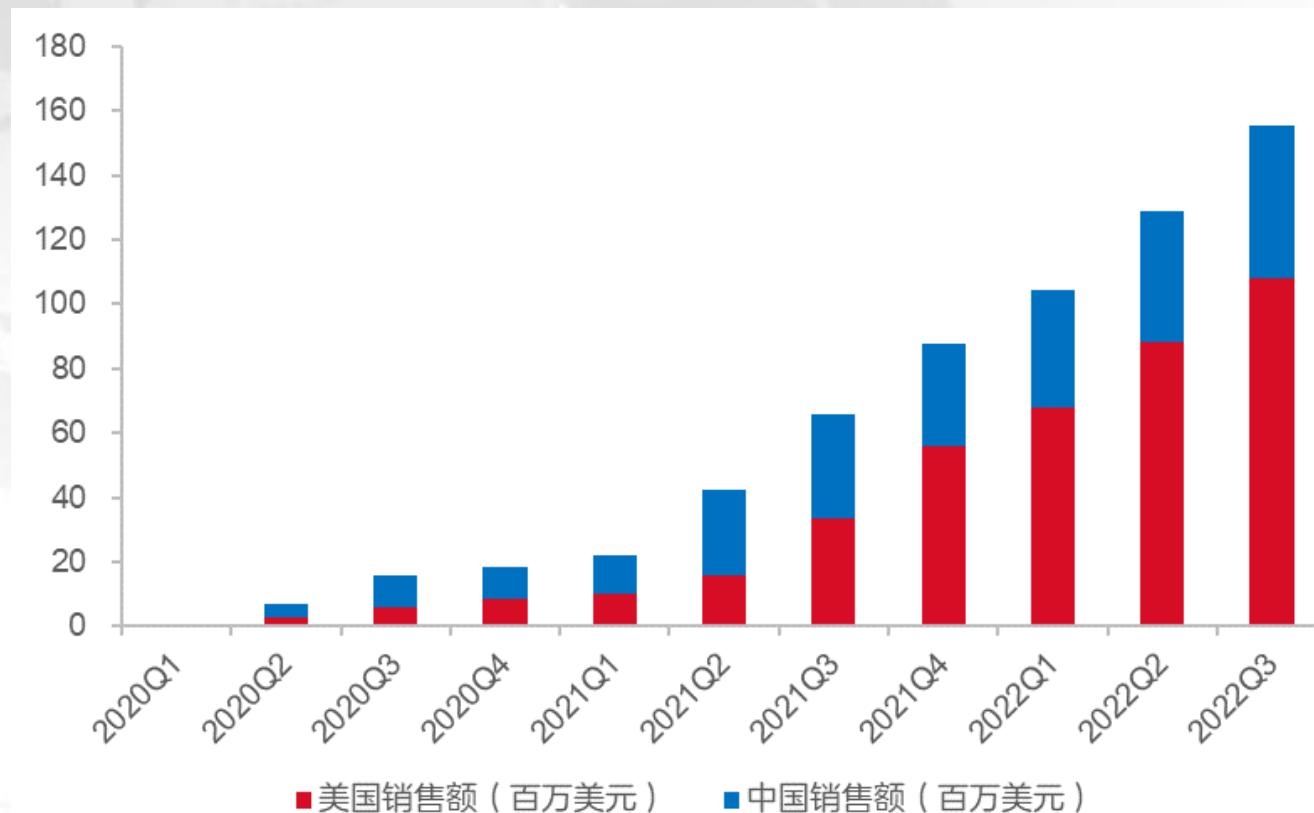
项目	许可方	受让方	首付款	交易总额
利拉鲁肽注射液	华东医药	Julphar		
HLX11、HLX13、HLX14	复宏汉霖	Organon	7300万美元	5.41亿美元
TLC599	台湾微脂体	Endo International	3000万美元	1.4亿美元
AMT-707	普众发现	昂阔医药		
ADC创新平台	多禧生物	强生		
Harbour Mice®平台	和铂医药	映恩生物 LegoChem Biosciences		
汉利康、汉曲优	复宏汉霖	Abbott	300万美元	440万美元
KL590586	科伦博泰	默沙东	1700万美元	14.1亿美元
HLX01、HLX02、HLX04	复宏汉霖	Eurofarma Laboratórios	450万美元	5050万美元
JMKX000623	济民可信	奥立安		1500万欧元
LM-302	礼新医药	Turning Point Therapeutics	2500万美元	2.2亿美元
HBM7022	和铂医药	阿斯利康	2500万美元	3.5亿美元
GFH009	劲方医药	SELLAS Life Sciences	100万美元	1.5亿美元
PRG-1801	普瑞金	CellPoint	2345万美元	
利斯的明多日透皮贴	绿叶制药	Exeltis Usa Inc		
BSI060T	博奥信生物	Pyxis Oncology	1000万美元	2.325亿美元
SAFEbody	天演药业	赛诺菲	1750万美元	2.5亿美元
艾贝格司亭α	亿帆医药	APOGEPHA Arzneimittel	40万美元	3890万美元
HLX03 (阿达木单抗)	复宏汉霖	Getz Pharma	50万美元	800万美元
FP-045	逸达生物	TR-Pharm		
喹硫平	绿叶制药	Laboratorio Libra		
心脏代谢疾病	和誉医药	礼来		2.58亿美元
JS006	君实生物	Coherus BioSciences	3500万美元	2.9亿美元
IBI-326	信达生物	Sana Biotechnology		2.04亿美元
609a	三生国健	Syncromune		

资料来源：医药魔方，东海证券研究所

创新药出海陆续启程

- 2019年11月，百济神州的新药泽布替尼正式在美国FDA批准上市，成为历史上第一个完全由中国企业自主研发在FDA获批的创新药；
- 2022年3月，FDA批准传奇生物与强生的BCMA CAR-T细胞疗法药物上市。

泽布替尼全球销售情况

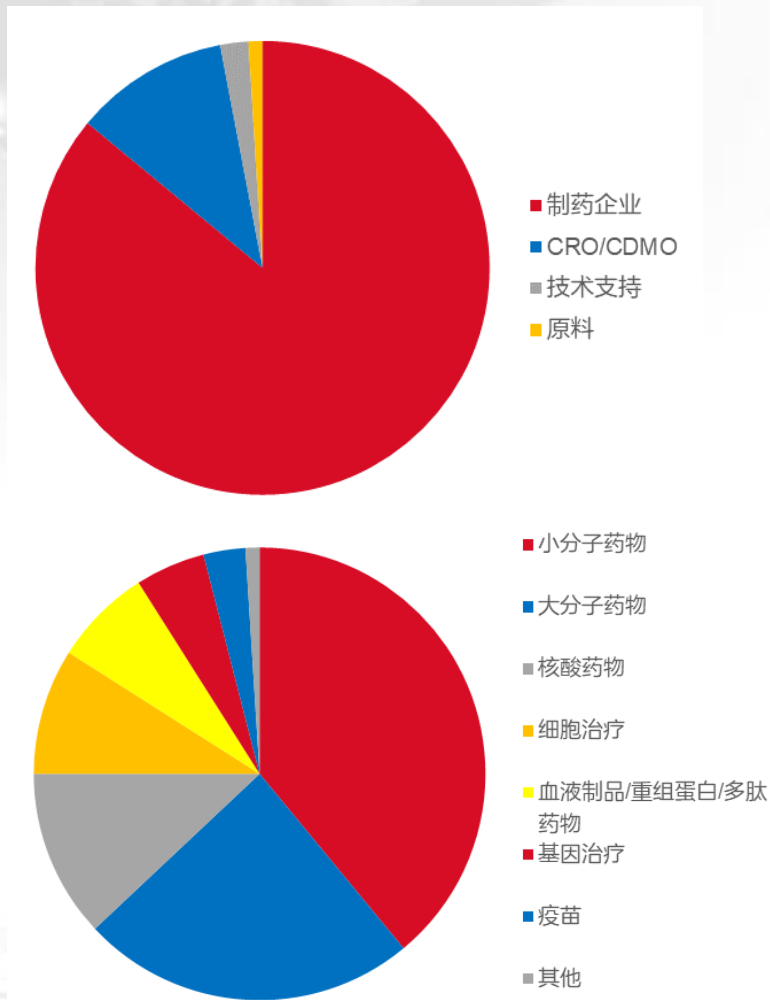
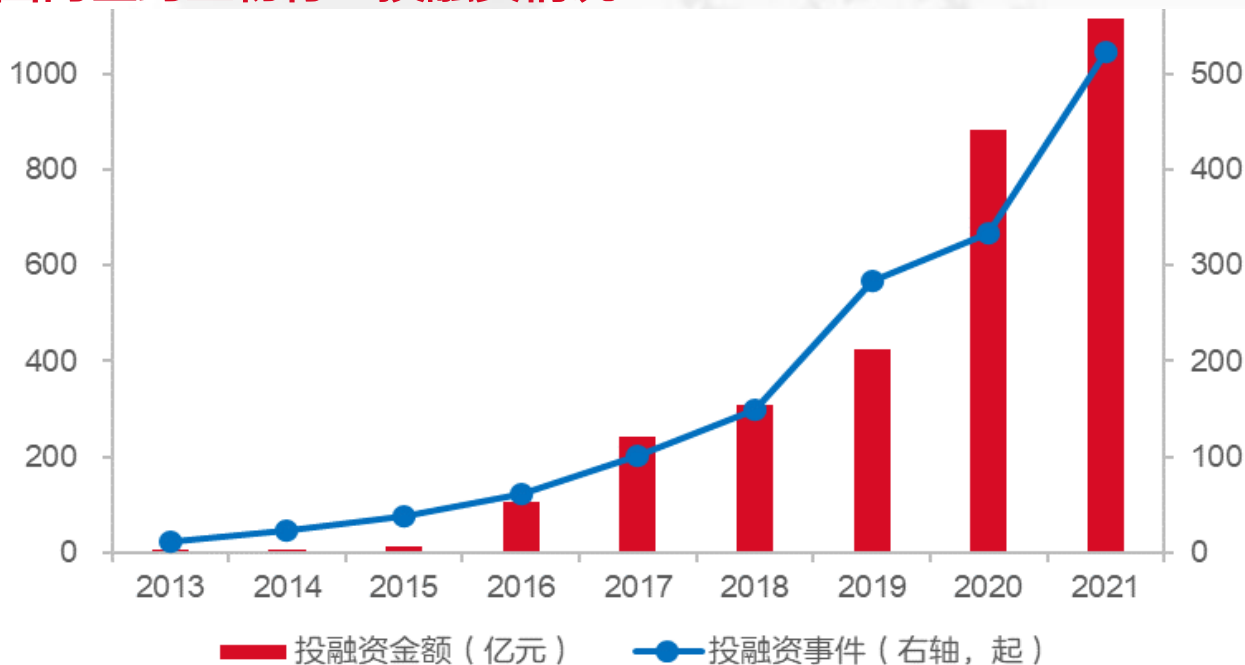


资料来源：公司公告，东海证券研究所

国内医药生物投融资规模和数量持续增长

- 国内生物医药领域投融资规模和数量持续增长，2021年医药生物领域投融资金额增长至1113.58亿元，融资事件数量达到522起。
- 制药企业所获投融资金额占比最高；小分子、大分子和核酸药物为前三大热门领域。

国内医药生物行业投融资情况



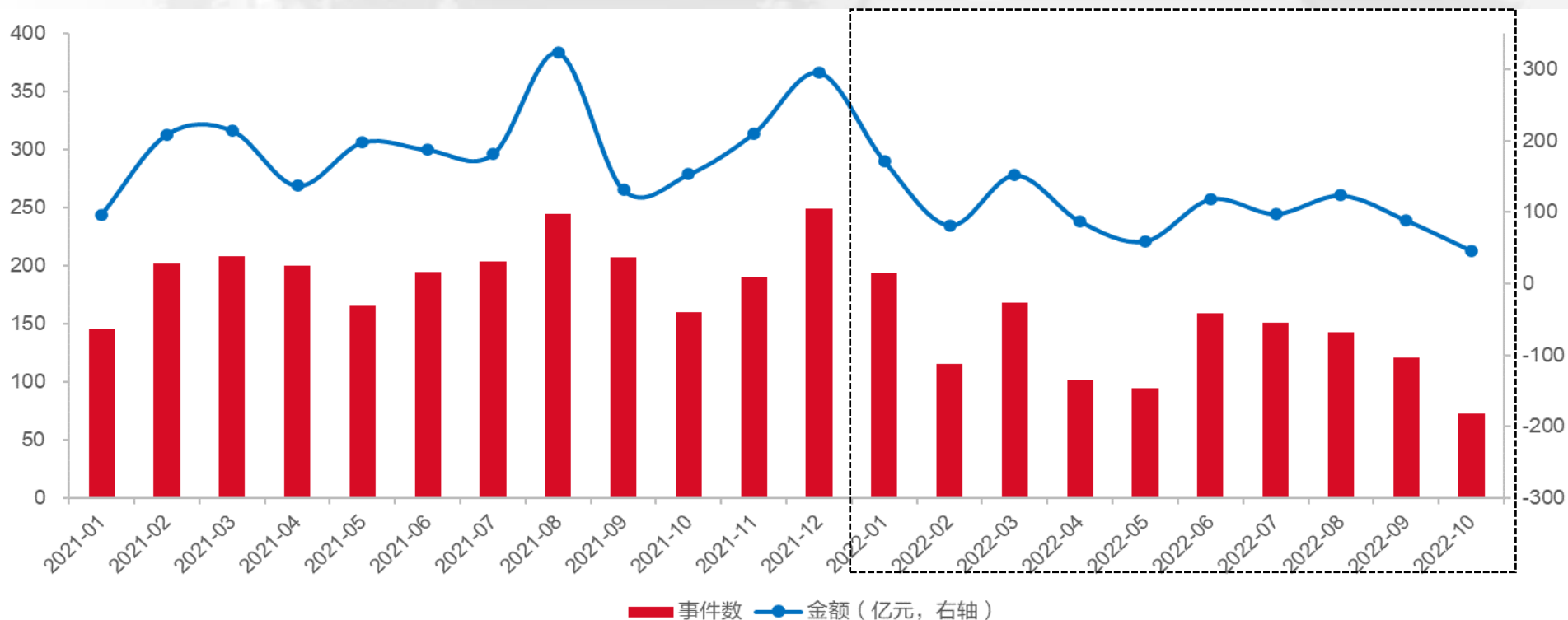
资料来源：动脉橙，东海证券研究所

2022年国内医药生物投融资同比有所回落



□ 2022年1月-10月，国内医疗健康领域一级市场投融资事件数和金额较2021年整体呈下降趋势。

2021-2022年国内医疗健康领域一级市场投融资概况

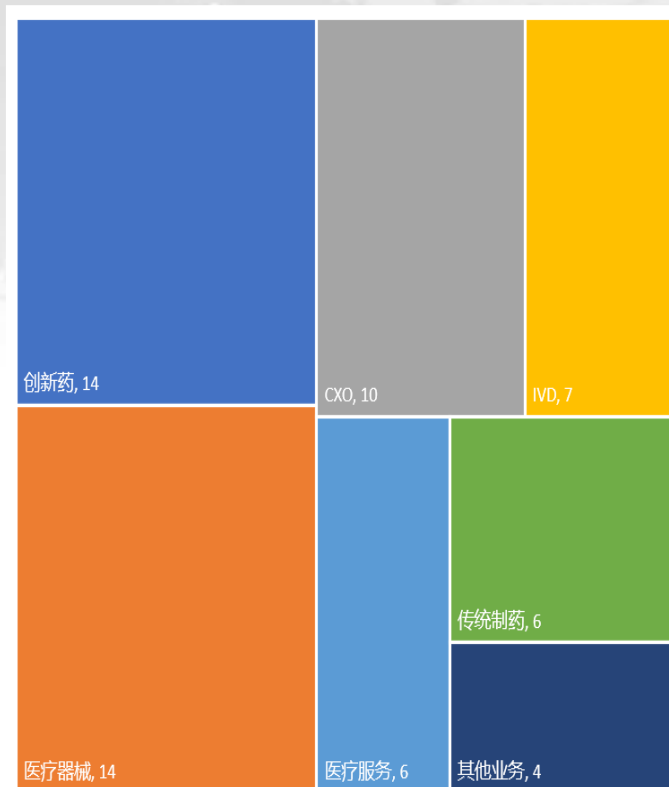


资料来源：医药魔方，东海证券研究所

国内医药生物领域IPO情况

- 2022年1月-10月，国内医药生物领域61起IPO中，创新药、医疗器械公司数量为14个，并列第一，占比最高；
- 上市板块上看，A股+H股占比达97%；科创板IPO数量为22个，占比最高，达到36%。

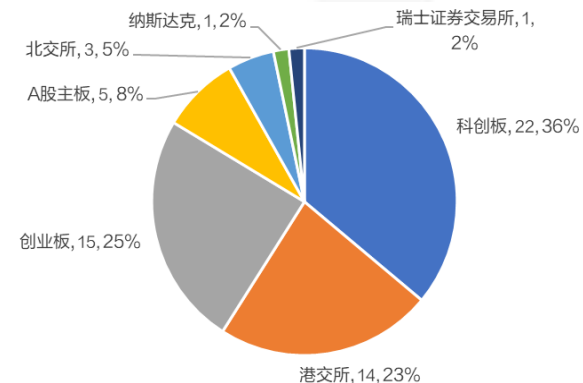
2022年1-10月IPO赛道分布（单位：个）



2022年1-10月IPO数量及募资金额



2022年1-10月IPO资本市场分布（单位：个）

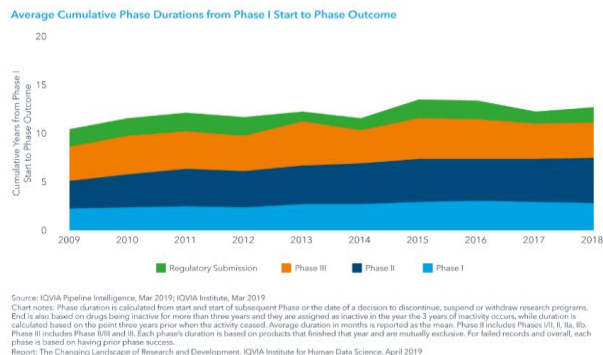


资料来源：医药魔方，东海证券研究所

CXO：专业化分工大势所趋

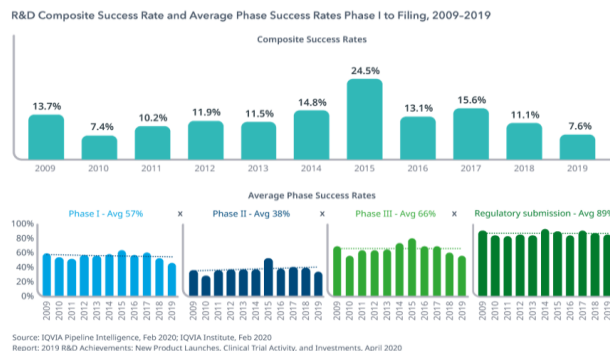
- **新药研发道阻且长。**全球创新药市场规模持续增长，但研发周期及成功率持续走低，2009-2018年，平均药物研发周期（从临床 I 期开始到监管决定作出）的时间跨度一直在上升，2018年整体进展时间已达到12.5年；而药物从进入临床到成功获批的综合成功率仅为7.6%。
- **CXO显著提高药物研发效率。**一旦作为新药获批成功，将在随后几年享有专利独占期，获得巨额收益，有CRO参与的药物研发过程耗时显著缩短，因此行业进入专业化分工时代。不仅全球TOP20药企倾向于选择外包服务提高自身研发效率、解决产能瓶颈，中小型药企及新兴biotech更可以通过CXO服务弥补自身的人力和资源等不住的短板。全球CXO市场规模逐年扩大，研发外包率近50%，预计未来CXO的渗透率会持续增长。

新药研发周期长达12.5年



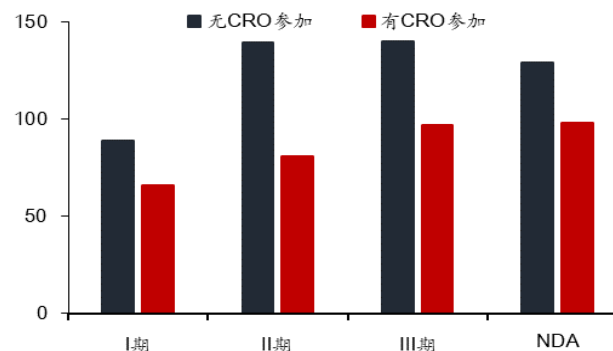
资料来源：IQVIA，东海证券研究所

新药研发成功率低



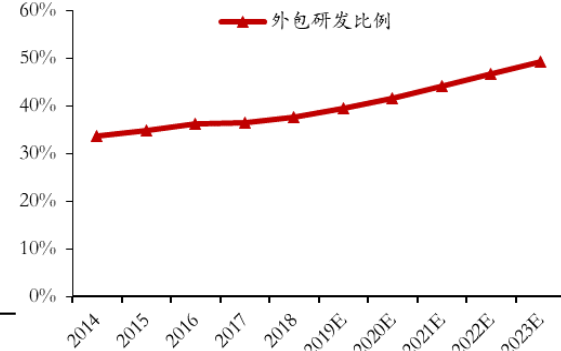
资料来源：IQVIA，东海证券研究所

CRO参与的研发周期显著缩短



资料来源：Tufts，东海证券研究所

全球研发外包比例持续提升

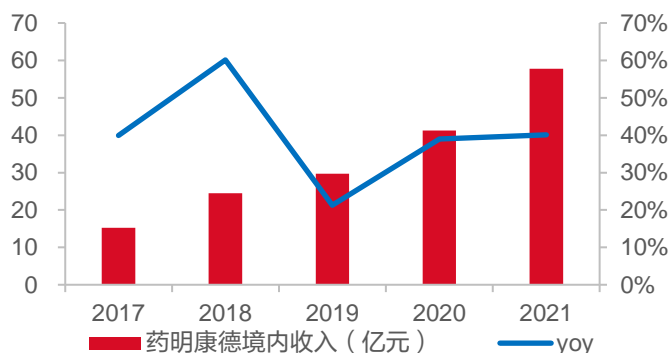


资料来源：弗若斯特沙利文，东海证券研究所

CXO：助力本土药企创新崛起

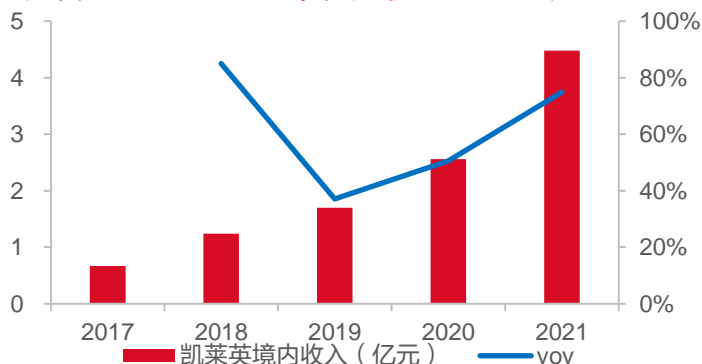
- 中国CXO物美价廉，疫情加速吸引海外订单流入。中国医药外包市场凭借工程师红利、成本较低、承接能力强、供应链完善等全方位优势持续吸引大量海外订单流入，成为全球产业转移的主要目的地之一，国内主要CXO公司受益于此。药明康德、凯莱英、博腾股份等头部CDMO企业均承接辉瑞新冠大订单，显著增厚2022年业绩。
- 本土新药黄金时代已至，CXO助力本土药企创新升级。近年来，研发审评方面，我国先是通过722事件解决药审排队堰塞湖，再通过确立MAH制度减少药企重复建设及提高药品研发机构热情，最后增加药审通道，明确缩短上市注册总时限。支付方面，医保局一方面通过集采腾笼换鸟，将更多资金腾挪给创新药，另一方面通过医保谈判加速新药上市放量。从CDE创新药受理情况上看，获得IND受理和NDA受理的新药数量持续提升，药企研发热情持续高企，CXO企业境内业务收入对应增长。

药明康德2017-2021年境内收入CAGR为39.5%

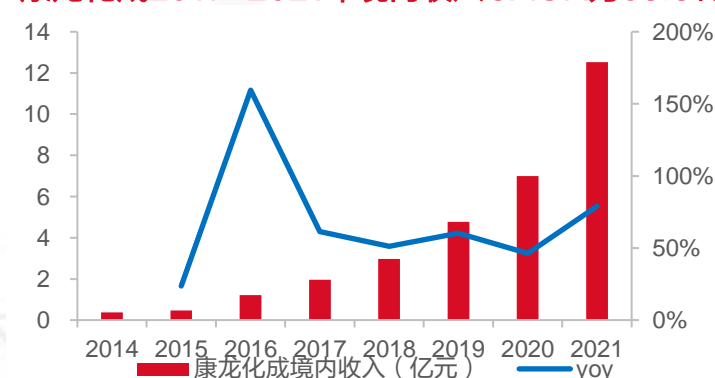


资料来源：Wind，东海证券研究所

凯莱英2017-2021年境内收入CAGR为60.8%



康龙化成2017-2021年境内收入CAGR为58.8%



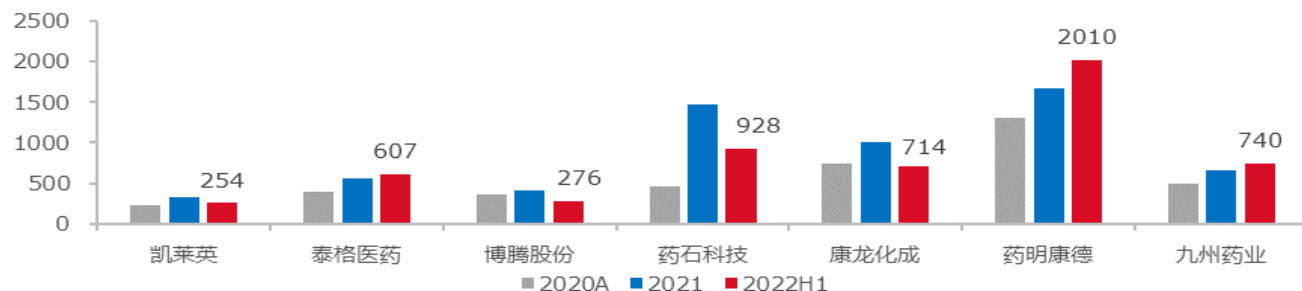
CXO：关键指标验证行业景气度

- 在全球制药产业加速转移及国内创新药浪潮背景下，CXO企业分子、管线持续增长，印证企业在手订单充裕。企业存货金额、人员扩张、固定资产及建设的同比增速均保持较快增长，验证企业在手订单及业务需求持续增长，扩张信心充足。

CXO企业业绩情况

公司名称	营收增速					扣非净利润增速				
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q3	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q3
CXO一体化龙头										
药明康德	24%	34%	28%	39%	72%	59%	23%	25%	70%	101%
康龙化成	27%	29%	37%	45%	40%	49%	58%	59%	67%	14%
CRO										
泰格医药	36%	22%	14%	63%	59%	49%	56%	27%	74%	37%
昭衍新药	36%	56%	68%	41%	49%	37%	71%	79%	82%	179%
美迪西	30%	38%	48%	75%	58%	59%	10%	111%	120%	49%
CDMO										
凯莱英	29%	34%	28%	47%	167%	24%	33%	32%	45%	350%
博腾股份	0%	31%	34%	50%	157%	-20%	125%	78%	74%	347%
药石科技	75%	38%	54%	18%	31%	80%	16%	27%	34%	21%
九州药业	8%	8%	31%	53%	46%	31%	27%	42%	78%	75%

CXO企业分子/管线数量



资料来源：Wind，公司年报，东海证券研究所

CXO企业业绩情况

公司名称	存货金额YoY				
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q3
凯莱英	63%	6%	62%	92%	54%
泰格医药	3599%	132%	292%	29%	496%
博腾股份	0%	27%	25%	76%	72%
药石科技	23%	43%	50%	45%	66%
康龙化成	29%	31%	79%	141%	79%
昭衍新药	24%	75%	103%	72%	220%
药明康德	31%	83%	54%	120%	46%
九州药业	-1%	55%	41%	44%	28%
美迪西	29%	40%	177%	155%	202%

公司名称	固定资产与在建工程合计 YoY				
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q3
凯莱英	40%	34%	35%	49%	24%
泰格医药	26%	8%	29%	84%	236%
博腾股份	-18%	5%	19%	35%	558%
药石科技	35%	105%	20%	279%	44%
康龙化成	13%	14%	31%	49%	11%
昭衍新药	32%	24%	9%	26%	253%
药明康德	36%	28%	37%	63%	86%
九州药业	-1%	47%	4%	14%	9%
美迪西	49%	24%	104%	44%	47%

公司名称	员工YoY				
	2018A	2019A	2020A	2021A	2022Q3
凯莱英	23%	17%	43%	30%	59%
泰格医药	21%	27%	22%	38%	15%
博腾股份	-8%	26%	27%	44%	56%
药石科技	20%	27%	17%	127%	85%
康龙化成	19%	20%	49%	36%	38%
昭衍新药	22%	50%	21%	44%	44%
药明康德	20%	23%	21%	32%	39%
九州药业	-2%	2%	20%	14%	14%
美迪西	32%	30%	35%	49%	44%

资料来源：Wind，东海证券研究所

- 全球创新药市场繁荣发展，新技术和新靶点不断涌现，药物创新持续迭代，不断适应人类疾病谱的变化，满足病患临床需求，FDA获批新药数量保持高位，全球头部创新药企持续高强度研发投入。短期融资市场遇冷，不改长期发展趋势，2023年全球创新药市场有望逐渐回暖向好。
- 2015年以来，在政策、资本、人才等多方面推动下，我国创新药市场实现了突飞猛进的快速发展，创新药临床和上市数量大幅增长。在多项指导原则的规范下，创新药靶点重复拥挤等问题得到有效解决，我国创新药迈向高质量发展阶段，创新实力不断提升。国内市场方面，医保谈判常态化加快了创新药的医保准入和放量速度；海外市场方面，license out 数量规模持续增长，创新药出海陆续启程。预计未来几年，我国创新药行业仍将保持快速增长势头，建议关注公司：恒瑞医药、贝达药业、丽珠集团、百济神州、荣昌生物、诺诚健华等。
- 全球创新药市场持续发展，但新药研发周期及成功率持续走低，CXO可显著提高研发效率，专业化分工大势所趋，我国CXO企业成本等优势明显，承接海外订单转移，助力国内药企创新崛起势在必行，经过近一年多的调整，板块投资价值逐渐显现，建议关注康龙化成、凯莱英等。

恒瑞医药：创新驱动成长，研发持续高投入



- 公司从仿制向创新积极转型，目前已有11款创新药上市，收入占比近50%。在研管线中，有5项处于NDA阶段，50余项处于III期临床，处于国内前列。
- 公司持续高研发投入，2021年研发投入近60亿元，占营收比重超过20%，公司以自主研发为主，建立七大研发平台。创新药出海方面，公司有17项产品进入海外临床，7项处于三期，逐步进入收获期。
- 仿制药集采、创新药医保谈判降价、研发持续高投入使得公司收入和利润端从2021年开始出现下滑，集采的负面影响渐减弱，创新产品对整体营收的拉动作用不断加大。

序列	创新药产品	上市时间	研发平台	方式
1	艾瑞昔布	2011	高通量单B细胞测序抗体发现平台	自主研发
2	阿帕替尼	2014	双抗构建平台	自主研发
3	硫培非格司亭	2018	双抗-T细胞疗法平台	自主研发
4	吡咯替尼	2018	ADC 平台	自主研发
5	卡瑞丽珠单抗	2019	PROTAC 平台	自主研发
6	瑞马唑仑	2019	AI-分子设计平台	自主研发+ 对外合作
7	氟唑帕利	2020	基因治疗平台	自主研发
8	海曲泊帕	2021		
9	达尔西利	2021		
10	恒格列净	2021		
11	瑞维鲁胺	2022		

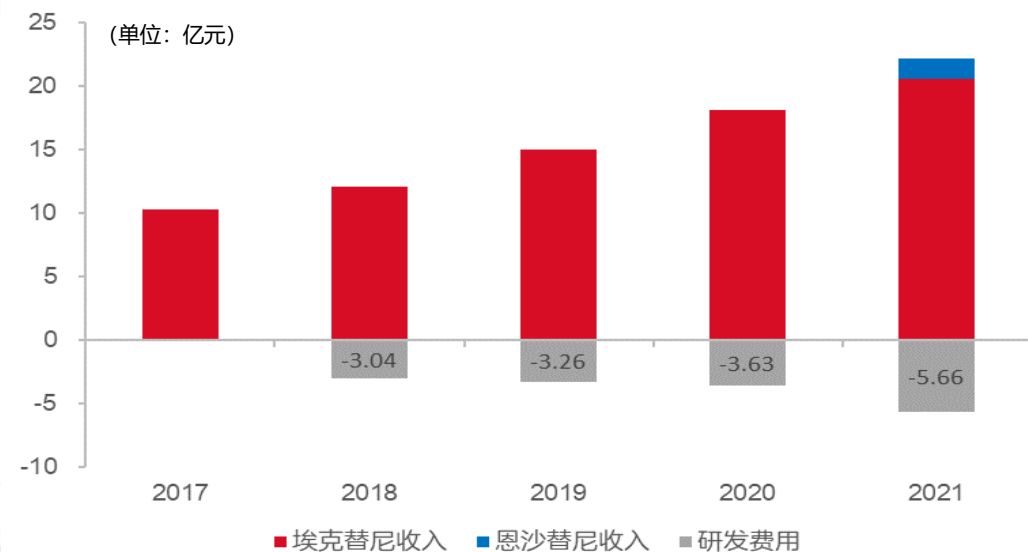
	2018	2019	2020	2021	2022Q3
营业总收入	174.2	232.9	277.4	259.1	159.5
yoy	25.9%	33.7%	19.1%	-6.6%	-21.1%
净利润	40.6	53.3	63.1	44.8	31.0
yoy	23.3%	31.2%	18.4%	-28.9%	-26.1%
研发费用	26.7	39.0	49.9	59.4	35.0
研发费用占总营收比重	15.3%	16.7%	18.0%	22.9%	21.9%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

贝达药业：肺癌领域先行者，商业化能力优秀

- 公司已有埃克替尼、恩沙替尼、贝伐珠单抗3款创新产品上市，并有贝福替尼和伏罗尼布2款产品处于NDA阶段，近20项产品处于临床研究阶段。公司产品梯队布局合理、稳步推进，预计未来陆续有新药上市。
- 公司持续挖掘产品临床价值，埃克替尼作为唯一纳入医保的EGFR-TKI，用药人群得以进一步扩大；恩沙替尼新公布的亚裔人群数据亮眼，有望持续快速放量；贝福替尼一线数据优秀，明年有望上市。
- 公司商业化能力得到印证，埃克替尼十年累计销售破百亿。在肺癌领域具备先发优势，形成大小分子药物组合、联合治疗、序贯治疗等多种产品和疗法，同时逐步延伸至肾癌、宫颈癌等其他癌种。公司通过自主研发和引进合作共同快速推进产品的上市进程，具备较高的研发效率。

产品	埃克替尼	恩沙替尼	贝伐珠单抗
上市时间	2011年	2020年	2021年
靶点	EGFR	ALK	VEGF
药物种类	小分子	小分子	大分子 单抗
适应症	NSCLC一线 术后辅助	NSCLC一线 NSCLC二线	肺癌、直肠癌、 肝癌等

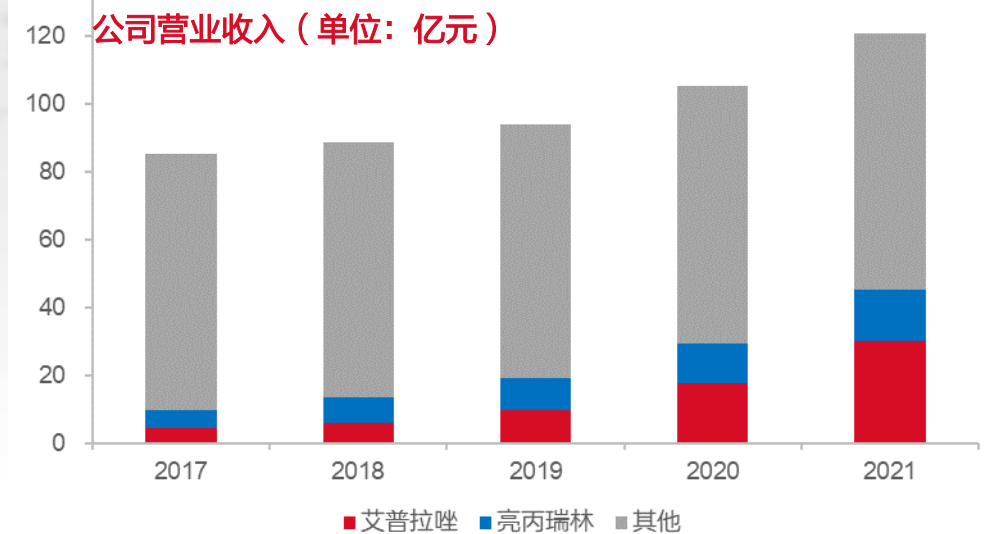


资料来源：公司公告，东海证券研究所

丽珠集团：创新药和高端制剂差异化竞争

- 公司创新药艾普拉唑快速放量，高壁垒制剂亮丙瑞林微球稳定增长，两者销售收入占公司总营收的比重逐年加大，2021年收入占比超过35%，公司从传统制药公司逐步向创新药和高端制剂转型。
- 公司多年来持续研发投入，研发支出从2017年的5.76亿元增长至2021年的15.23亿元，占公司总营业收入的比重由6.75%上升至12.63%，大力发展微球缓释平台和生物药研发平台。
- V-01重组蛋白疫苗获批紧急使用，新冠二价苗研发稳步推进，公司成功进入疫苗领域，为后续疫苗产业的发展积累经验、奠定基础。

资料来源：公司公告，东海证券研究所



生物药平台

- ◆ 重组人绒促性素：上市
- ◆ V-01：EUA
- ◆ 托珠单抗：BLA
- ◆ IL-17A/F：二期临床

微球缓释平台

- ◆ 亮丙瑞林微球：上市
- ◆ 曲普瑞林微球：NDA
- ◆ 奥曲肽微球：BE
- ◆ 阿立哌唑微球：一期临床

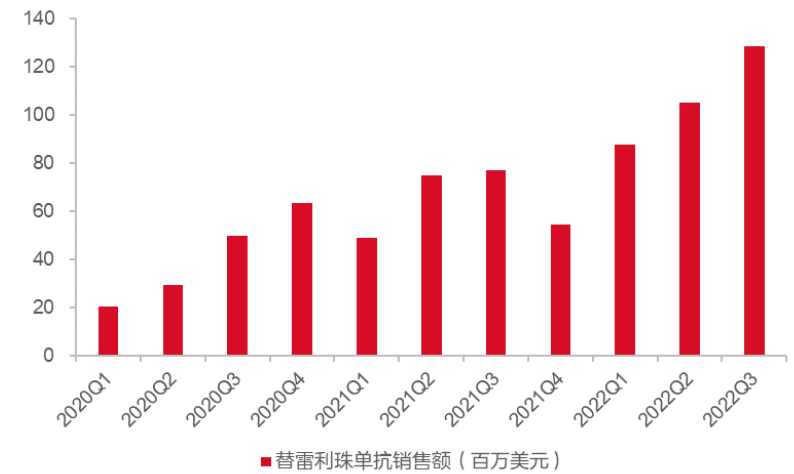
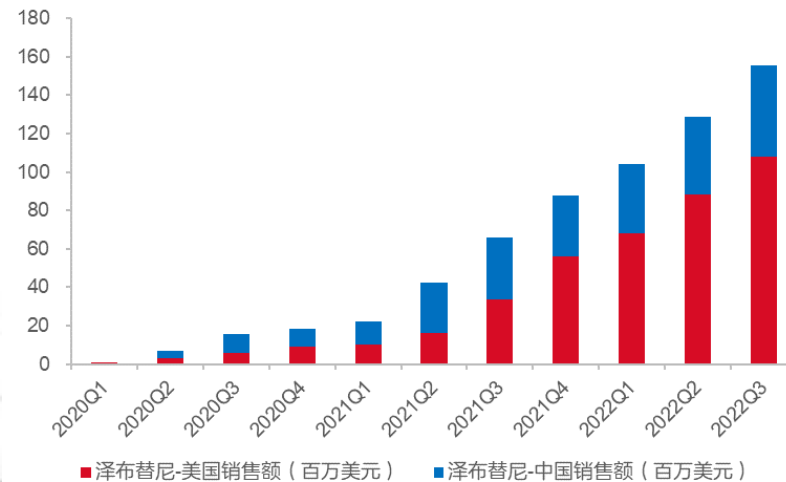
百济神州：创新药成功出海，产品力优秀



- 公司三款自主研发上市的创新药——替雷利珠单抗、泽布替尼和帕米帕利均处于快速增长阶段。泽布替尼作为我国第一款在海外上市的国产创新药，头对头伊布替尼三期临床取得优效结果，凭借best-in-class的产品力在海外市场实现良好商业化；替雷利珠单抗作为国内首批上市的PD-1产品，具备良好先发优势，国内市场持续放量。
- 公司2021年研发费用近100亿，近五年累计研发费用近400亿，大力开拓全球市场，研发投入居于国内创新药企首位。公司与海外大型药企建立良好合作，早期凭借合作产品引进实现销售收入，近五年也将部分产品license out 实现技术授权收入，公司通过多种方式寻求全球化发展。
- 公司凭借强大的研发实力和全球商业化能力，成为国内Biotech领域的明星企业，目前已在A+H+N 三地上市，具备较强的融资能力，有望支撑公司后续庞大的研发支出。

	2018	2019	2020	2021	2022Q1-3
研发费用 (亿元)	45.97	65.88	89.43	95.38	80.17
	2018	2019	2020	2021	2022H1
自主研发产品销售收入 (亿元)	0	0.07	14.04	30.67	27.95
引进产品销售收入 (亿元)	8.65	15.28	7.16	9.55	8.46
技术授权和研发服务收入 (亿元)	4.45	14.18	0	34.99	5.34

资料来源：公司公告，东海证券研究所



荣昌生物：抗体领域新星，产品快速放量



- 公司专注于抗体药物偶联物（ADC）、抗体融合蛋白、单抗及双抗等治疗性抗体药物领域，涉及自身免疫疾病、肿瘤疾病、眼科疾病等重大疾病领域。
- 目前已有两款创新药上市：RC18泰它西普为治疗自身免疫性疾病的双靶点新型融合蛋白，适应症广泛，部分适应症已在海外进入临床阶段；RC48维迪西普单抗为国内首个ADC药物，2021年8月西雅图基因以26亿美元的高价获得了维迪西普单抗的全球（亚太区除外）独家许可，用于治疗HER2阳性癌症，适应症包括胃癌、尿路上皮癌、乳腺癌等，其中尿路上皮癌、胃癌、乳腺癌等适应症已在美国开展临床试验。公司2021年实现营收14亿。
- 公司设定未来五年股权激励高目标，对公司商业化能力以及临床推进效率充满信心。【2022-2026年营收复合增速50%以上/每年新增临床项目6-8个】

产品	泰它西普(RC18)	维迪西普单抗(RC48)	RC 28
所处阶段	2021.3 上市	2021.6 上市	Ib/II 期临床阶段
药物靶点	BlyS/APRIL	HER2	VEGF/FGF
药物类型	融合蛋白	ADC	融合蛋白
已获批适应症	系统性红斑狼疮	胃癌、尿路上皮癌	/
医保纳入情况	纳入	纳入（胃癌）	/
其他在研适应症	视神经脊髓炎	联合PD-1膀胱癌	湿性老年性黄斑病变
	类风湿性关节炎	联合PD-1尿路上皮癌	糖尿病性黄斑水肿
	IgA肾炎	乳腺癌	糖尿病视网膜病变
	干燥综合征	妇瘤	
	多发性硬化症	胆道癌	
	重症肌无力	非小细胞肺癌	
海外临床	系统性红斑狼疮	尿路上皮癌	
	IgA肾炎	联合PD-1尿路上皮癌	
		胃癌	
		联合PD-1乳腺癌	

核心技术平台	功能
抗体和融合蛋白平台	新型单克隆抗体和融合蛋白药物的发现和开发
抗体药物偶联物（ADC）平台	ADC 药物的发现、开发及生产
双功能抗体平台	双功能抗体药物的发现和开发

资料来源：公司公告，东海证券研究所

诺诚健华：血液瘤领域布局领先



- 公司于聚焦于血液瘤、实体瘤和自身免疫性疾病领域，围绕血液瘤已形成较为全面的管线体系。
- 奥布替尼（宜诺凯®）于2017年进入临床，2020年12月获得国家药监局附条件批准上市，2021年该产品实现收入2.15亿元，2021年12月该产品通过医保谈判纳入目录，进入医保后快速放量，2022前三季度实现收入4亿。2021年7月，美国渤健和诺诚健华就奥布替尼在治疗多发性硬化(MS)达成许可及合作协议，公司获得1.25 亿美元首付款和未来潜在里程碑收入 8亿美元，同时还享受销售额分成。
- Tafasitamab 已获批在博鳌超级医院作为临床急需进口药品使用；另外还有13 款产品处于 I/II/III 期临床试验阶段，3 款产品处于临床前阶段。

血液瘤领域产品	靶点	适应症及临床/上市进展	
奥布替尼	BTK	复发或难治性 CLL/SLL	获批上市
		复发或难治性 MCL	获批上市
		复发或难治性 MZL	NDA
		复发或难治性 WM	NDA
		CLL/SLL 一线治疗	III 期临床
		MCL 一线治疗	III 期临床
		初治 MCD 亚型 DLBCL	III 期临床
		复发或难治性 MCL	II 期临床
		复发或难治性 CNSL	II 期临床
		复发或难治性双重突变非 GCB DLBCL	II 期临床
		与 MIL-62 联用治疗复发或难治性 CD20 阳性B细胞淋巴瘤	I/IIa 期临床
Tafasitamab (ICP-B04)	CD19	复发或难治性 DLBCL/血液瘤	II 期临床；已获批在博鳌超级医院作为临床急需进口药品使用
ICP-B02	CD3xCD20	复发或难治性 B 细胞 NHL	I/II 期临床
ICP-248	BCL-2	血液瘤	I 期 临床
ICP-490	CRBN E3 连接酶	血液瘤	I 期 临床

资料来源：公司公告，东海证券研究所

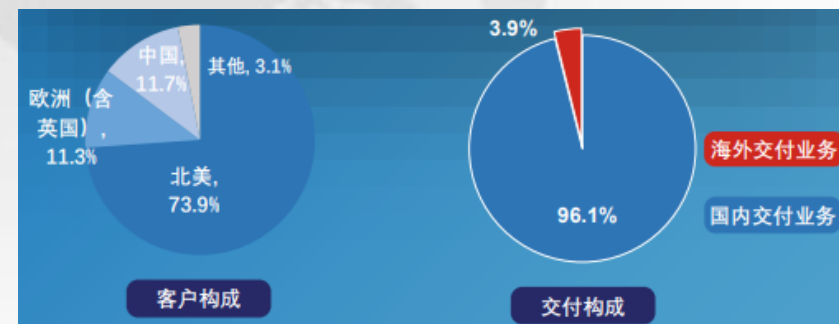
康龙化成：全球领先的一体化服务商

公司是全球领先的CRO+CDMO一体化全能服务商，服务范围可从临床前至商业化阶段，业务覆盖实验室服务、小分子CDMO、临床CRO、大分子和细胞与基因治疗服务(CG)。公司在药物发现CRO领域市场份额位于全球第三，在中国药物研发外包的市场份额为第二，龙头优势显著。

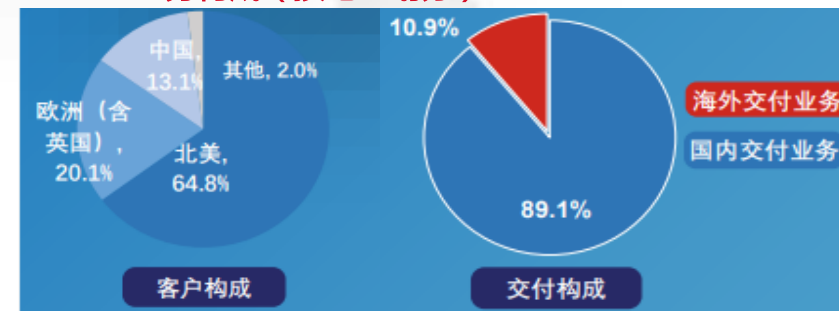
积极助力本土创新药崛起。公司实验室服务业务，国内交付构成占比已达到96.1%，客户构成达到11.7%；CDMO业务，国内交付构成达到89.1%，客户构成为13.1%；临床CRO业务，国内交付为55.9%，客户构成为57.2%。与中国140个城市的600多家医院和临床试验中心合作。

临床CRO、CMC业务进入收获期。公司提前布局临床CRO业务，积极扩充团队与合作方，正在进行的临床试验项目超过800个，临床研究现场管理服务项目超过1100个。CMC业务受益于前期订单转化及产能释放，发展提质增速。2022年，公司内部绍兴工厂陆续投产，CMC服务能力持续提升，对外收购英、美两个可提供从中试至吨级商业化规模的cGMP原料生产基地进行升级。

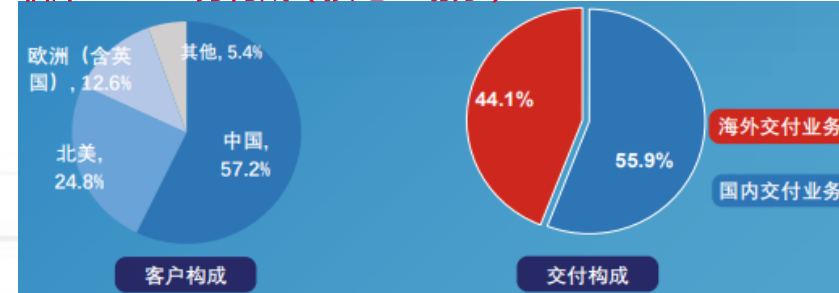
实验室业务构成（按地区划分）



CDMO业务构成（按地区划分）



临床CRO业务构成（按地区划分）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

凯莱英：CDMO龙头，积极拓宽业务领域



- **订单充沛，漏斗效应明显，中后期及商业化项目潜力不断增强。**公司 2022H1完成商业化、临床 III 期、临床前及临床早期项目数量分别为 34、48、172个，与往年同期相比，各阶段项目数量均明显增加。公司持续加大早期项目开拓力度，项目储备丰富、梯队增厚，奠定长期发展基础。
- **积极拓展国内业务，加速进入收获期。**公司国内市场业务取得积极进展，2022H1，小分子 CDMO 业务境内收入 3.8亿元，同比增长 259.5%。国内 NDA 阶段在手订单超过 35 个，伴随着相关创新药上市，项目实现商业化，将推动国内收入高增长。
- **积极延伸服务领域，新兴业务高速增长。**2022H1，新兴业务实现收入 3.93亿元(+173.9%)，完成新兴服务类项目 476 个；具体来看，化学大分子、制剂、临床研究服务同比增速分别为210.7%、79.4%、242%。新兴业务在手订单金额预计约15 亿元，其中，生物大分子在手订单超 2.6 亿元，预计未来几年订单数量和金额有望持续增加，综合服务能力不断提升。

公司项目数量及服务管线持续扩大



资料来源：公司公告，东海证券研究所



CONTENTS

目录

01

板块回顾

02

创新药链

03

创新器械

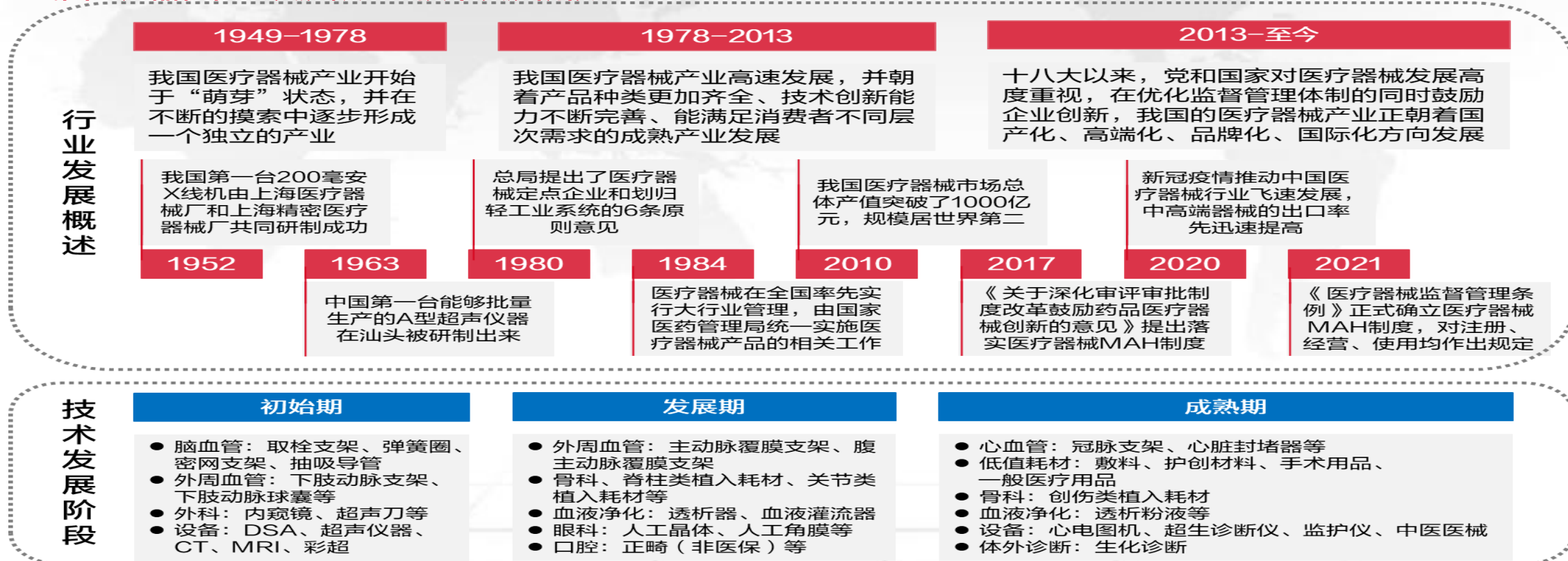
04

医疗消费

我国医疗器械正向高质量发展阶段迈进

□ 我国医疗器械行业经过多年的发展，从初始期，向发展期、成熟期逐渐迈进，近几年来伴随着国内药械制度改革推进，我国医疗器械行业已奠定向高质量发展的坚实基础。

我国医疗器械行业发展概述与技术发展阶段

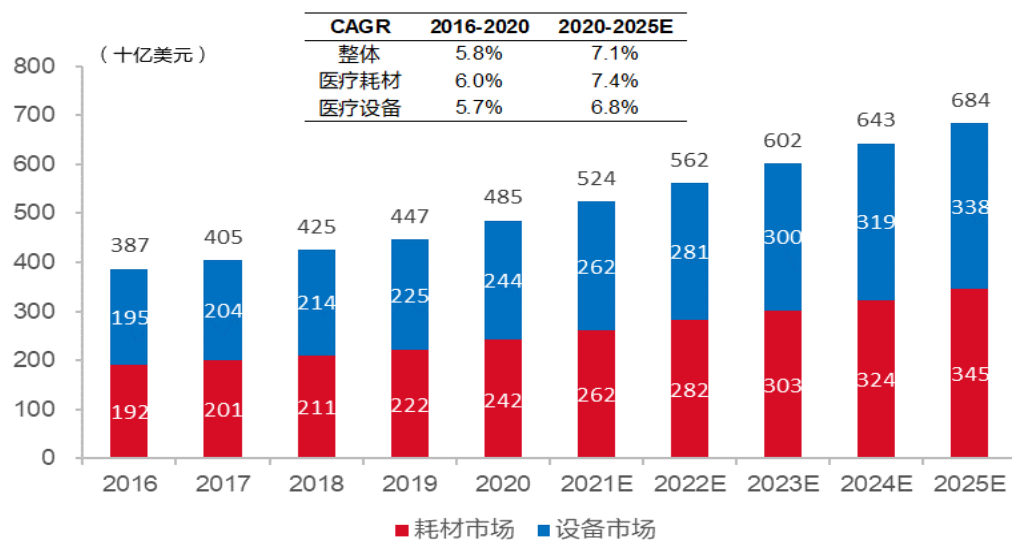


资料来源：艾瑞咨询，国家药监局，东海证券研究所

我国医疗器械市场规模快速增长

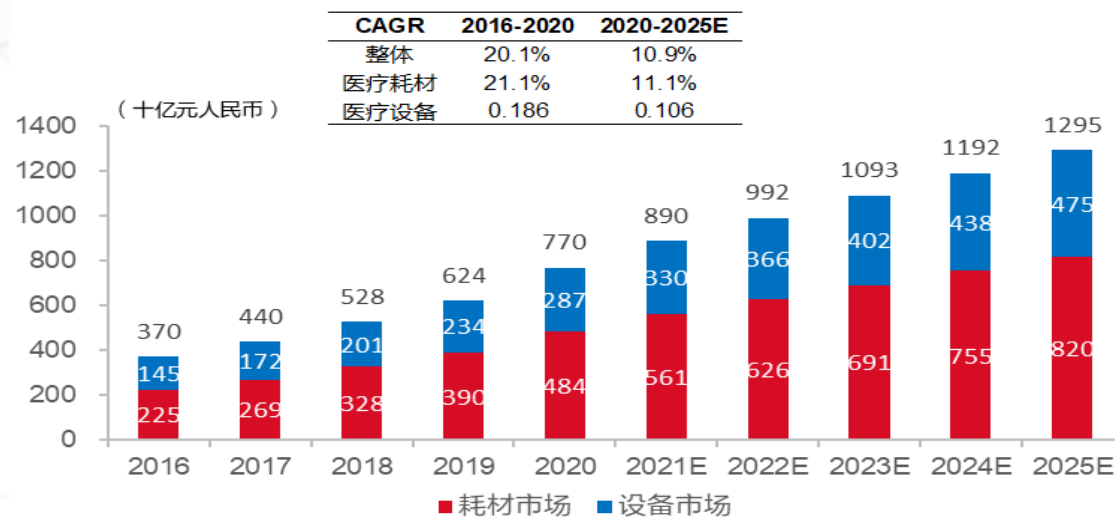
□ 我国医疗器械市场规模增速约3倍于全球市场。2016-2020年，全球医疗器械市场规模从3868 亿美元增长至4854亿美元，CAGR为5.8%。同期，中国医疗器械市场规模从3700亿元人民币增长至7701亿元人民币，CAGR为20.1%，其增速远超全球医疗器械市场同期增速，并将继续保持快速增长，预计到2025年中国医疗器械市场将达到12945亿元。

全球医疗器械规模及预测（按出厂价口径）



资料来源：弗若斯特沙利文，东海证券研究所

中国医疗器械市场规模及预测（按出厂价口径）

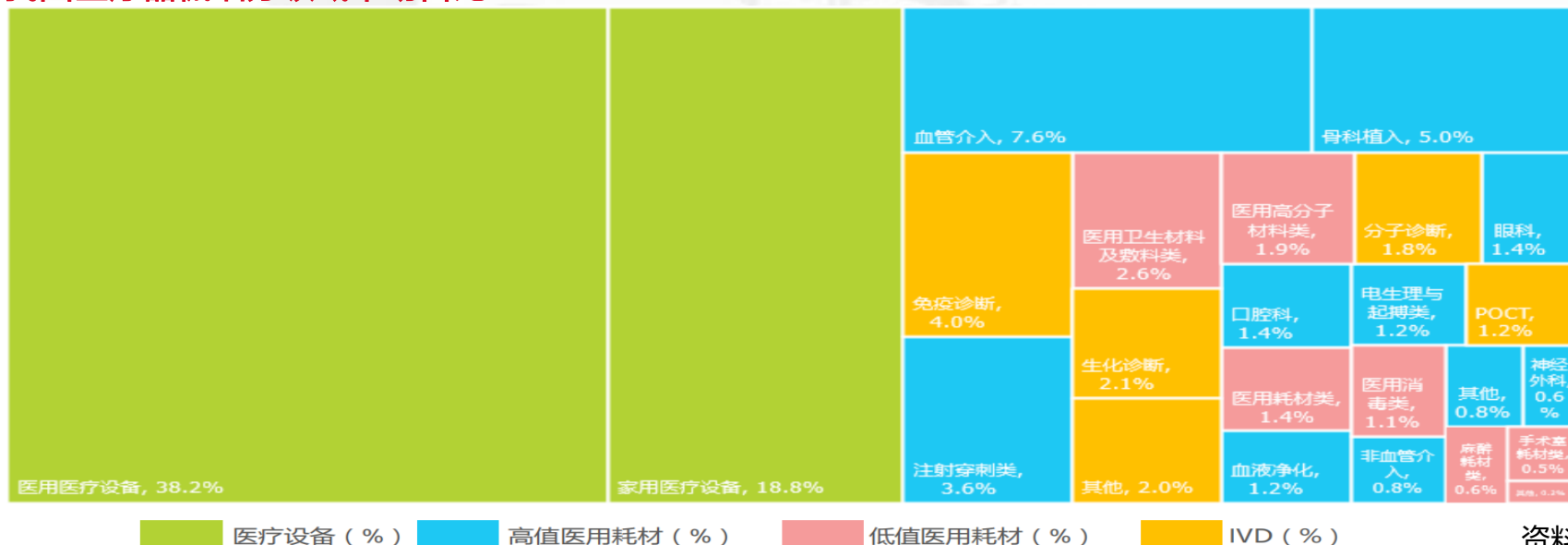


资料来源：弗若斯特沙利文，东海证券研究所

医疗器械产品种类丰富

- 医疗器械产品种类丰富，产品间差异极大。从市场份额来看，医疗设备占比达到57.0%，其中分为医用设备（38.2%）和家用设备（18.8%）；高值耗材占比达到23.6%，其中又可细分为血管介入类（7.6%）、骨科（5.0%）、穿刺（3.6%）等十个领域；IVD占比达到11.1%，其中又可细分为免疫诊断（4.0%）、生化诊断（2.1%）、分子诊断（1.8%）等五个领域；低值耗材占比达到8.3%，其中又可细分为医用卫生材料及敷料（2.6%）、高分子材料（1.9%）、医用耗材（1.4%）等七个领域。

我国医疗器械细分领域市场占比

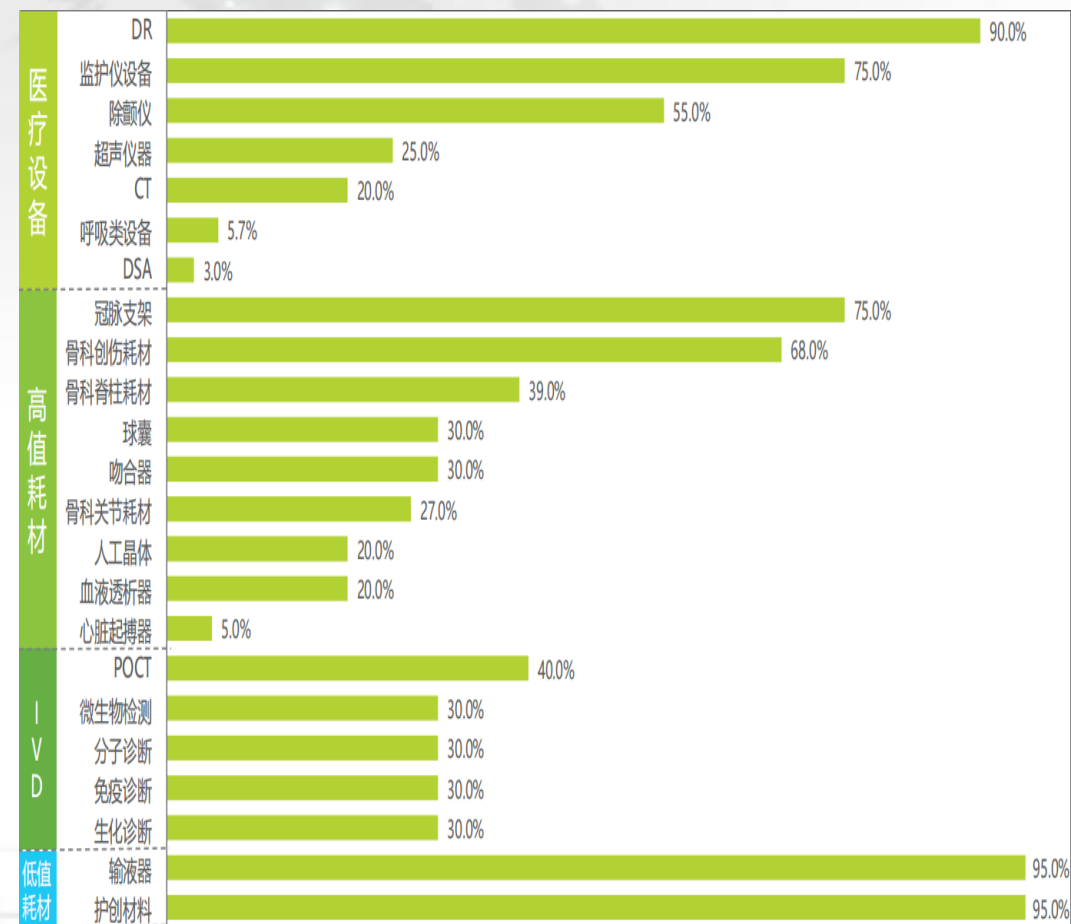


资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

细分领域国产替代空间广阔

- 医疗器械细分领域中，仅低值耗材基本完成国产化，其它过半的品类国产化率不足50%，国产替代空间广阔。
- 已基本完成国产替代的有3个细分领域：输液器(95%)、护创材料(95%)、DR (90%)。
- 已实现国产化过半的有4个细分领域：监护设备(75%)、冠脉支架(75%)、骨科创伤耗材(68%)、除颤仪(55%)。
- 国产化率较低的有16个细分领域：超声仪器、CT、DSA、呼吸类设备、球囊、吻合器、人工晶体、血液透析器、心脏起搏器等细分领域。

医疗器械主要领域国产化率对比

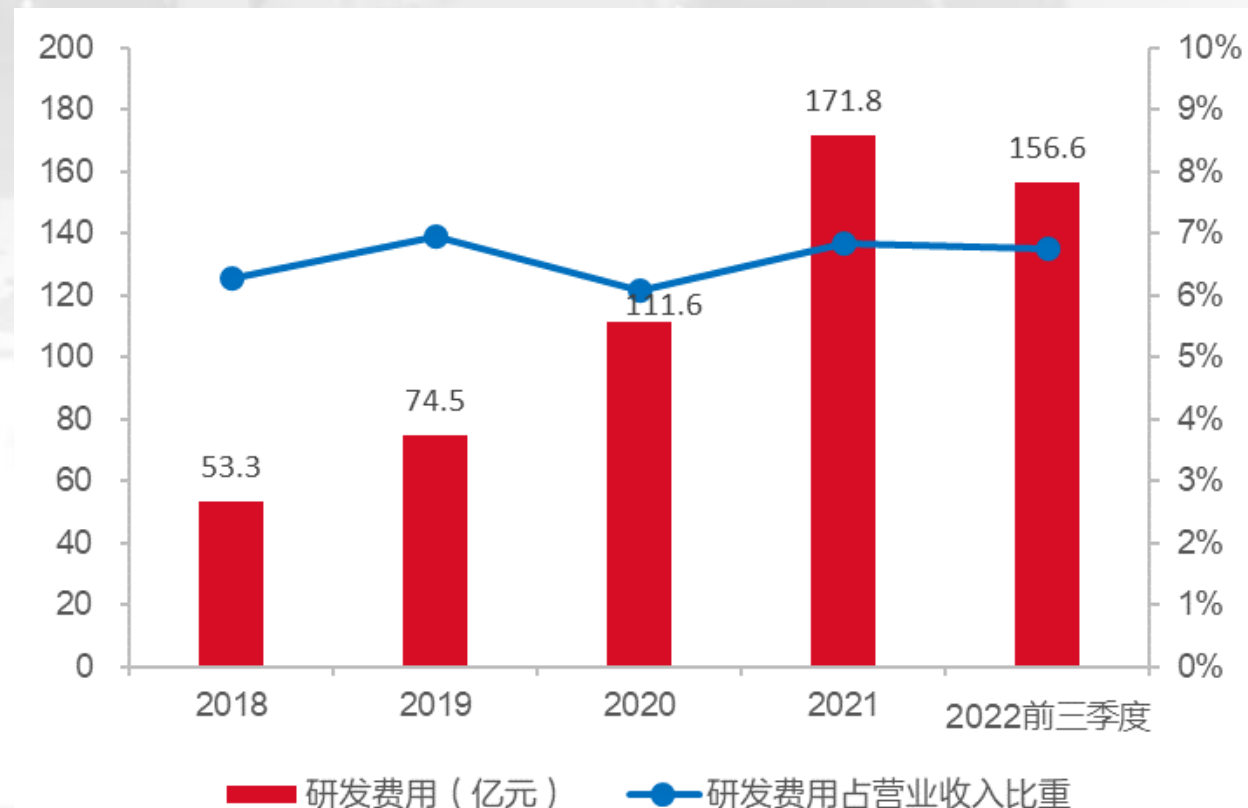


资料来源：艾瑞咨询，东海证券研究所

A股医疗器械板块研发费用快速增长

- A股医疗器械板块研发费用从2018年的53.3亿元增长至2021年的171.8亿元，复合增速为47.72%；研发费用占总营收的比重为6-7%。

A股医疗器械板块研发费用增长情况

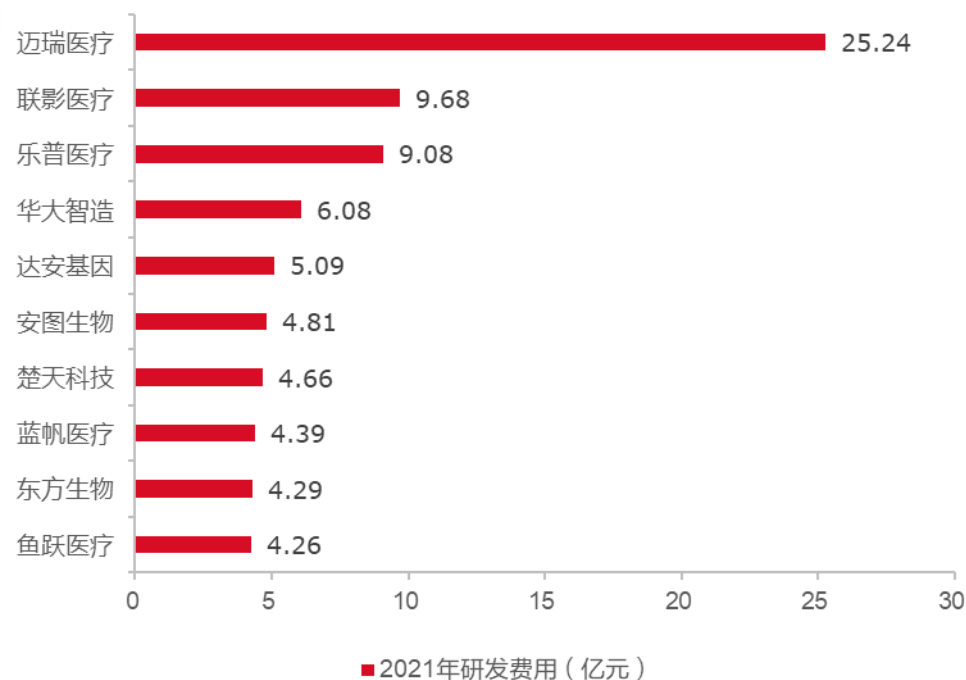


资料来源：Wind，东海证券研究所

上市器械企业持续加码研发投入

□ 近年来，国内头部医疗器械上市企业持续加大研发投入，器械龙头迈瑞医疗2021年研发费用达25.24亿元，研发费用率为10%，接近国际器械龙头水平。

A股研发费用前十医疗器械上市公司概况



资料来源：Wind，东海证券研究所

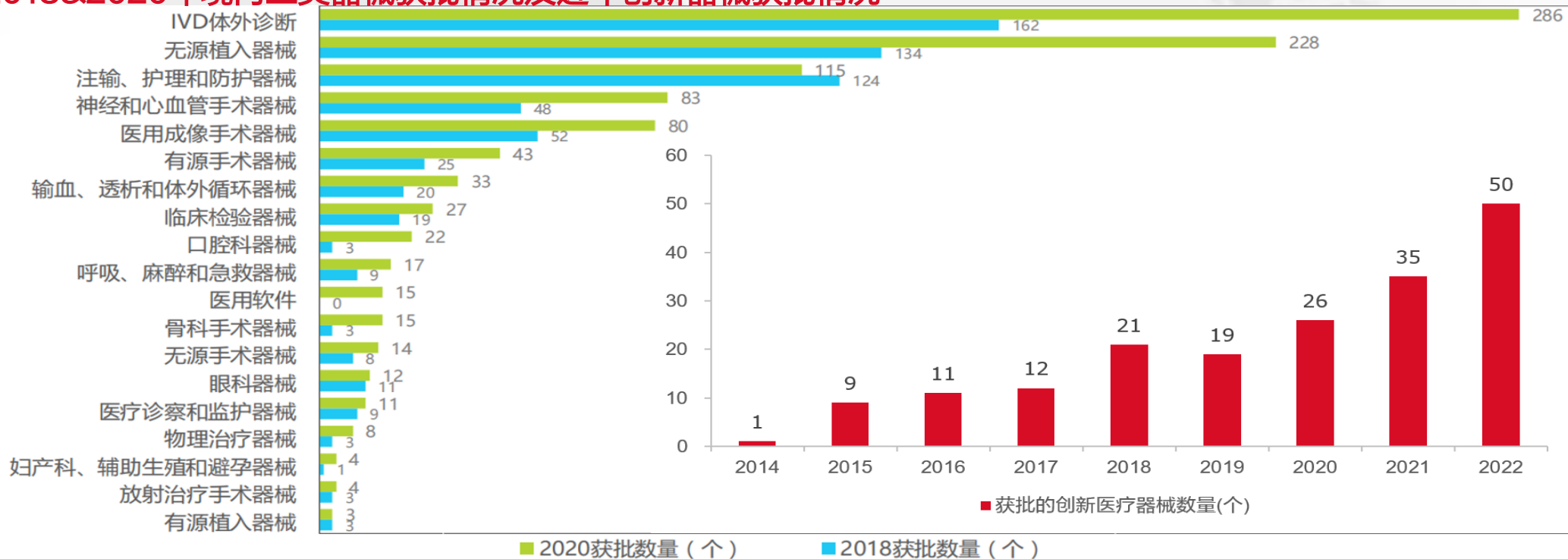
	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	研发费用占比
迈瑞医疗	252.70	80.02	10.0%
联影医疗	72.54	14.17	13.3%
乐普医疗	106.60	17.19	8.5%
华大智造	39.29	4.84	15.5%
达安基因	76.64	36.18	6.6%
安图生物	37.66	9.74	12.8%
楚天科技	52.60	5.66	8.9%
蓝帆医疗	81.09	11.56	5.4%
东方生物	101.69	49.20	4.2%
鱼跃医疗	68.94	14.82	6.2%

资料来源：Wind，东海证券研究所

国内创新器械获批数量显著增加

- 国内创新器械研发热情持续提升，获批数量逐年增加，2022年获批创新医疗器械达50个。
- 根据艾瑞咨询统计的2018年和2020年境内三类器械获批对比情况可以看出，IVD体外诊断、无源植入器械、护理器械获批数量居前。

2018&2020年境内三类器械获批情况及近年创新器械获批情况



资料来源：药监局，艾瑞咨询，东海证券研究所

集采持续扩围，高值耗材国产化进程加速



□ 《第一批国家高值医用耗材重点治理清单》提出重点治理的18种高值耗材中，仅骨科和心血管介入类产品已纳入国家集采，高值耗材带量采购将持续扩围。根据历次集采结果统计，国产品牌中标率显著提升，如骨科脊柱类耗材集采前国产化率为39%，本次集采国产品牌中标率为88%。

国家组织高值耗材带量采购中选情况

国家集采批次	冠脉支架		人工关节			骨科脊柱
开展日期	2020年10月		2021年8月			2022年7月
品类	冠状动脉药物洗脱支架系统	陶瓷-陶瓷类髋关节	陶瓷-聚乙烯类髋关节	合金-聚乙烯类髋关节	膝关节	5种骨科脊柱类耗材14个系统类别
采购周期	2年		2年			3年
首年意向采购量（套）	1074722	126797	142757	35988	231976	109万套
参与企业数量（家）	11	24	31	42	44	171
中标企业（家）	8	21	31	31	32	152
国产企业占比	58.30%	62.50%	64.50%	76.20%	63.60%	88%
中标前均价（元）	13000		35000		32000	3300
中标价（元）	700		7000		5000	4500
平均降幅	94.60%		80.00%		84.40%	84%

资料来源：政府官网，东海证券研究所

创新医疗器械暂不纳入集采

- 今年9月，国家组织的脊柱类耗材集采及冠脉支架集采续约均作出了延长采购周期、放宽拟中选规则、增加伴随服务费等规定，集采规则不断市场化、合理化，走势逐步明朗、趋暖。
- 今年9月，医保局对人大会议第 4955号建议的答复中提到创新医疗器械暂不纳入集采，表明了国家对创新器械的支持态度。

国家组织高值耗材带量采购规则对比

	冠脉支架	人工关节	骨科脊柱类耗材	冠脉支架续约
集采文件发布时间	2020年10月	2021年8月	2022年9月	2022年9月
意向采购量	报送采购总需求的80%累加	全国医疗机构总需求量的90%	按采购总需求量的80%累加	填报总量不得低于2021年实际采购量的95%
竞价单元设置	无	分A、B组	分A、B、C组	无
入围企业数	10家	与申报企业数量相关，最多24家	与申报企业数量相关，最多30家	-
入围规则	低价入围原则	低价入围原则	低价入围原则	-
拟中选规则一 对入围企业	入围产品满足以下条件之一： 1. 申报价 ≤ 最低申报价1.8倍； 2. 申报价 > 最低产品申报价1.8倍，但低于2850元	入围产品满足以下条件之一： 1. 价格 ≤ 同单元最低价格1.5倍； 2. 价格 ≥ 同单元最低价格1.5倍，但价格 ≤ 本产品最高有效报价50%	入围产品同时满足下列条件： 1. 报价 ≤ 1.3*同类最低报价，或报价 ≤ 0.5*最高有效申报价； 2. 报价不是ABC类最高价，或报价不超出最低价太多； 3. 通过竞价企业间关联关系排查	确定中标最高价798元，不高于则均能中标
拟中选规则二 对非入围企业	-	A组企业，价格 ≤ B组最高拟中选价格，且价格小于等于最高有效报价50%	A组企业，报价 ≤ B类最高拟中选价格	-
拟中选规则三 对非入围企业	-	陶瓷-陶瓷产品价格 ≤ 陶瓷-聚乙烯或合金-聚乙烯产品，且价格小于等于最高有效报价50%； 陶瓷-聚乙烯产品价格 ≤ 合金-聚乙烯产品，且价格小于等于最高有效报价50%；	报价 ≤ 最高有效申报价40%	-
采购量分配原则	1. 医疗机构需求产品在中选范围内，意向采购量全部纳入协议采购量； 2. 医疗机构需求产品不在中选范围内，首先分配给第一名中选产品，且不少于10%，其余量医疗机构按规则自主决定； 3. 医疗机构需求产品全部不在中选范围内，分配量给前五名，第一名不少于10%	1. 按排名决定保底协议采购量，第一名100%，最低70%； 2. 中选企业的未分配量和未中选企业意向采购量共同组成剩余量，剩余量由医疗机构按规则自主决定	1. 通过规则一的企业，按排名决定保底协议采购量，第一名100%，最低80%； 2. 通过规则二、三的企业，保底分配量只要50%； 3. 中选企业的未分配量和0.9*未中选企业意向采购量共同组成剩余量，剩余量由医疗机构按规则自主决定	量价挂钩，以量换价：中选产品根据排名梯度分配基础量，对中选顺位靠前的企业予以倾斜，对中选顺位靠后的器械适当约束
伴随服务费	否	是	是	是

资料来源：政府官网，东海证券研究所

乘政策东风，创新器械扬帆起航

- 医疗设备相关利好政策频出，如《中国制造2025》中明确提出要大幅提升自主知识产权高端诊疗设备市场占有率，“首台套”中提出23种医疗设备科享受相应推广用政策支持。未来创新能力将成为医疗器械企业脱颖而出，发展壮大的长期核心竞争力。

医疗设备相关利好政策

政策	主要相关内容
十百千万工程	在10个省市的100个区（县）范围内选择试点医疗机构1000家，应用10000台以上的创新医疗器械产品
中国制造2025	大幅提升自主知识产权高端诊疗设备市场占有率
健康中国2030	医疗器械创新化、高端化、国产自主化、国际化
《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》	1) 培育产值超百亿元的领军医疗器械企业和创新型医疗器械企业； 2) 扩大国产创新医疗器械市场占有率；3) 主流高端产品全面国产化
《关于促进首台（套）重大技术装备示范应用的意见》	23种医疗设备可享受“首台套”推广应用政策的扶持，其中包括MRI、CT、PET-CT等医用影像设备
《2018—2020年大型医用设备配置规划》	二级及以下医院和非临床急救型的医院科室优先配置国产医疗设备

资料来源：政府网站，东海证券研究所

贴息贷款等配套政策助力医疗新基建加速



- 近期多项政策文件相继出台，加速推动医疗新基建落地。9月，国常会提出将对医院等九大领域的设备购置和更新改造新增贷款1.7万亿，本次贷款中央贴息2.5个百分点，期限2年，贷款额度2000亿元以上，确保政策实施日至今年年底发放的贷款，贷款主体实际贷款成本不高于0.7%

医疗新基建配套政策相继出台

政策	主要相关内容
完善发热门诊和医疗机构感染防控工作 “千县工程”（2021-2025年） 加强基层医疗机构服务能力	发热门诊建设和管理中的设备配备要求填平补齐：病床、仪器车、心电监护仪、呼吸机、心肺复苏仪、CT等数十类相关设备 力争通过5年努力，全国至少1000家县医院达到三级医院医疗服务能力水平 3项服务能力标准分别对基层医疗机构的设备设施等方面列出指标
专项贷款与财政贴息支持九大领域设备更新改造	对医院等九大领域的设备购置和更新改造新增贷款1.7万亿，本次设备购置与更新贷款中央贴息2.5个百分点，期限2年，贷款额度2000亿元以上
依托县域医共体提升农村地区新冠肺炎医疗保障能力工作方案	方案对综合ICU设备、缓冲病房监护设备、乡镇卫生院发热诊室设备配置参考标准

资料来源：国家卫健委，中国政府网，东海证券研究所

定点医院建设或催生百亿级设备增量市场



- 2022年11月17日国务院联防联控发布强调定点医院ICU床位需达标10%。
- ICU配套医疗器械种类较多，包括床旁监护系统、呼吸机、输液泵等必选设备以及心电图机、血液分析仪、超声诊断仪等可选设备。

ICU病床仪器设备配备要求

仪器设备	配备数量/要求
不间断电源系统	功率至少满足病房的照明和诊疗设备的应急需要，维持1小时以上
电插座	每张病床至少配置18个
氧气、压缩空气和负压吸引接口	每张病床各两套
床旁监护系统	每床配置，进行心电、血压、脉搏氧饱和度、有创压力监测等基本生命体征监护
便携式监护仪	每个ICU病区至少配置1台
常规呼吸机	每床配置1台，每个ICU病区应另外配置至少1台常规呼吸机备用
便携式呼吸机	每个ICU病区至少配置至少1台
输液泵、微量注射泵和肠内营养输注泵	每床均应配置，其中微量注射泵每床4套以上
心电图机、血液净化仪、ECMO等相关设备	根据临床需要进行配置

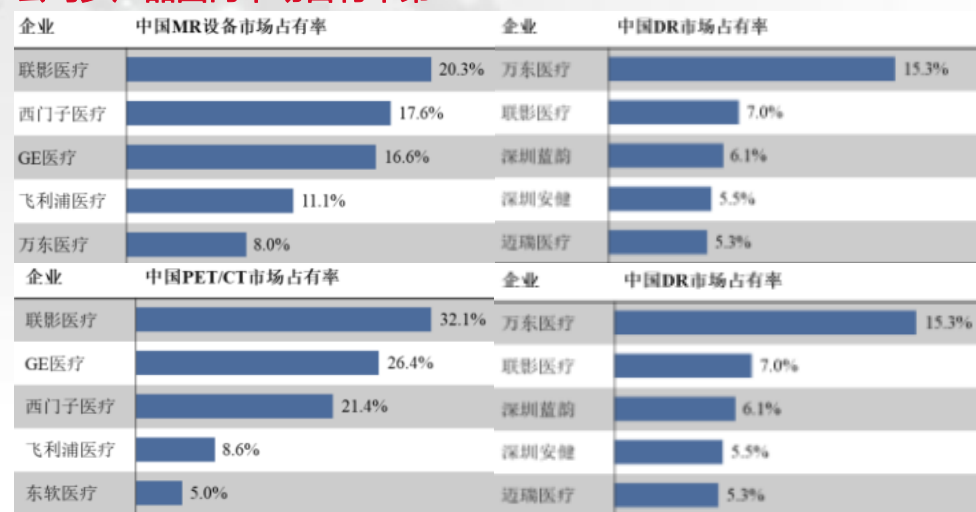
资料来源：《重症医学科建设与管理指南（2020）》，东海证券研究所

- 我国医疗器械行业处于快速增长期，行业增速显著高于全球平均水平；医疗器械产品种类丰富，产品间差异极大，当前细分领域中，仅低值耗材基本完成国产化，过半品类的国产化率不足50%，国产替代空间广阔。
- 我国医疗器械上市企业不断加大研发投入，创新器械获批数量逐年提高。高值耗材集采持续扩容，但集采边际趋暖，如国家组织的脊柱类耗材集采及冠脉支架集采续约均作出了延长采购周期、放宽拟中选规则、增加伴随服务费等规定，集采规则不断市场化、合理化，有利于器械行业的快速发展，国产化率的提升。
- 近期医疗设备方面，利好政策频出，《中国制造2025》中明确提出要大幅提升自主知识产权高端诊疗设备市场占有率；伴随着贴息贷款出台及定点医院ICU建设，医疗新基建将加速落地，行业增量空间广阔。未来创新能力将成为我国医疗器械企业脱颖而出，发展壮大的长期核心竞争力。建议关注：联影医疗、开立医疗、惠泰医疗等。

联影医疗：医学影像龙头，引领创新自主可控

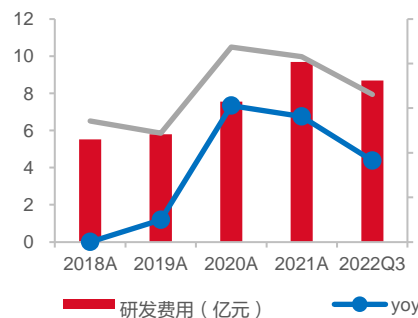
- **国产医学影像设备龙头，产品线丰富。**公司产品线布局兼具广度与深度，针对MR、CT、XR、PET/CT、PET/MR等各产品线，设备搭载自主研发的医学影像处理软件和高级应用，可实现临床运用至科研等需求。按2020年度国内新增台数口径，公司多产品国内市占率第一。
- **政策东风与产品升级，深耕国内医学影像设备千亿市场。**政策持续利好的大背景下，预计我国影像设备2030年将达到1100亿元，2020-2030年CAGR预计为7.3%。公司持续高研发投入，经过多年积累，产品已入驻全国近900家三甲医院。
- **全球多维度布局，出海收入连续三年翻倍。**公司持续在全球范围内进行技术、准入等多方面布局，产品已成功进驻美、日、乌等40多个国家和地区销售。2018-2021年，公司海外收入从0.4亿元增长至5.1亿元，CAGR为128.2%

公司多产品国内市场占有率第一

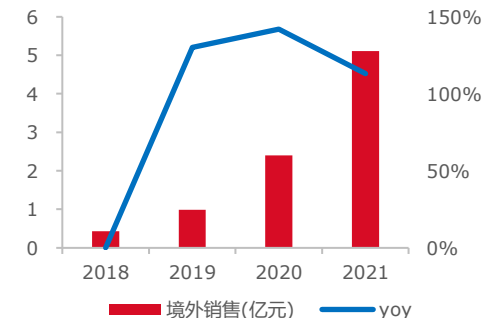


资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

公司持续加码研发



公司出海收入连续三年翻倍



资料来源：Wind，东海证券研究所

开立医疗：多产品获批上市，进入收获期



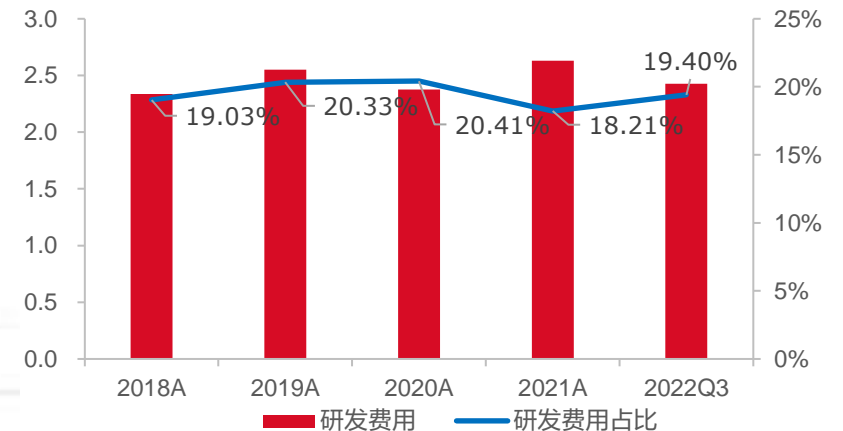
- **超声：**超声产品矩阵全面，高端彩超持续发力。公司拥有覆盖不同应用场景的台式及便携式超声，已形成了完备的高、中、低不同档次的产品序列，高端彩超 S60 和 P60 系列产品，获得三甲医院专家的高度认可。
- **内镜：**内镜产品平台型布局，内镜国产厂家领跑者。公司内镜产品全面覆盖软镜高、中、低端市场和硬镜市场。2021年及2022年上半年，公司内镜业务实现分别收入4.28、2.72亿元，同比增速分别为39.0%、51.5%。国内内镜市场由进口厂家主导，可替代空间广阔。根据2022年上半年内镜中标结果来看，开立医疗总中标总金额3679万元，中标27次，市场份额1.5%，排名第5。
- **持续加码研发，逐步进入收获期。**公司持续加大研发投入，2022年公司光学放大内镜、刚度可调内镜、血管内超声等产品相继获批，为公司未来在超声、内镜领域继续保持领先优势，实现多产品线战略奠定深厚基础。

2022年上半年内镜中标结果统计

序号	品牌名称	中标金额 (万元)	中标次数 (次)	市场占有率	产地
1	奥林巴斯	34780.21	308	14.03%	日本
2	卡尔史托斯	15345.25	114	6.23%	德国
3	富士	7041.99	62	2.84%	日本
4	迈瑞	4011.75	21	1.62%	中国
5	开立	3679.07	27	1.48%	中国
6	宾得	3016.23	32	1.22%	日本
7	施乐辉	2726.09	30	1.10%	英国
8	德国Joimax	2520.63	23	1.02%	德国
9	欧普曼迪	2121.3	8	0.86%	中国
10	史塞克	2015.49	30	0.81%	美国

资料来源：售械者公众号，东海证券研究所

公司持续加码研发



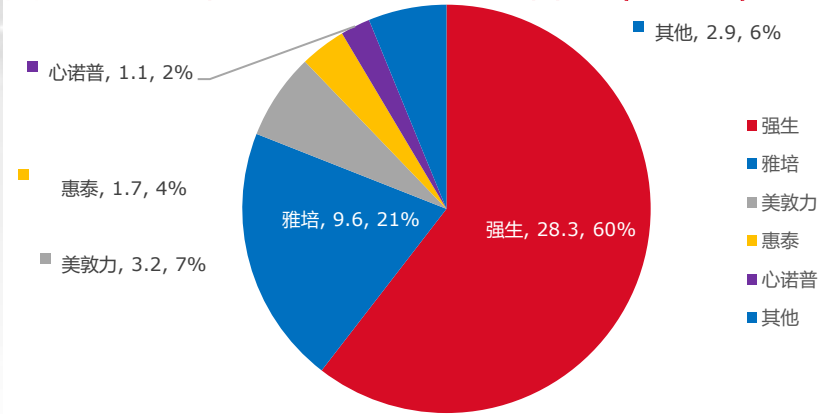
资料来源：Wind，东海证券研究所

惠泰医疗：国产电生理龙头，血管介入新星



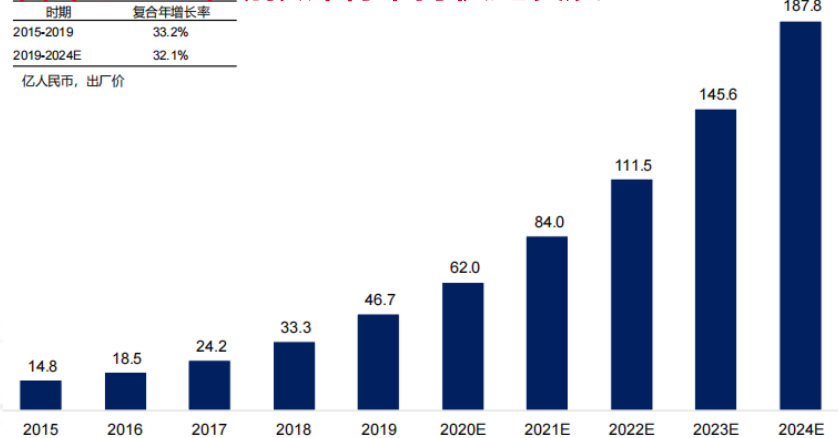
- **电生理：打破进口垄断。**根据弗若斯特沙利文统计的2019年中国电生理市场竞争格局来看，行业参与者主要是进口厂商，且占据主导地位。公司市场占有率为4%，收入为1.7亿元，是国产电生理先驱，打破了进口产品垄断。
- **持续迭代升级，拥抱快速成长的国内市场。**截至22H1，公司电生理产品覆盖医院超800家，产品实现了从二维到三维的突破，在超过300家医院完成三维电生理手术1,100余例。预计到2024年，我国电生理器械市场规模将达到187.8亿元，5年CAGR为32.1%。伴随公司产品上市及政策推动，公司市场份额将不断升。
- **血管介入：冠脉通路产品线构建完整，外周血管介入积极布局。**公司冠脉通路产品主要包括导引导丝、微导管、球囊、造影导丝及导管等，拥有Ⅲ类医疗器械注册证39个。公司外周介入类自2019年陆续上市，预计伴随市场培育深入，外周介入类产品也将快速放量，有望成为新的收入增长点。

国内电生理市场主要由进口厂商占据（2019）



资料来源：弗若斯特沙利文，东海证券研究所

中国电生理市场预计将维持快速发展



资料来源：弗若斯特沙利文，东海证券研究所

消费篇



CONTENTS

目录

01

板块回顾

02

创新药链

03

创新器械

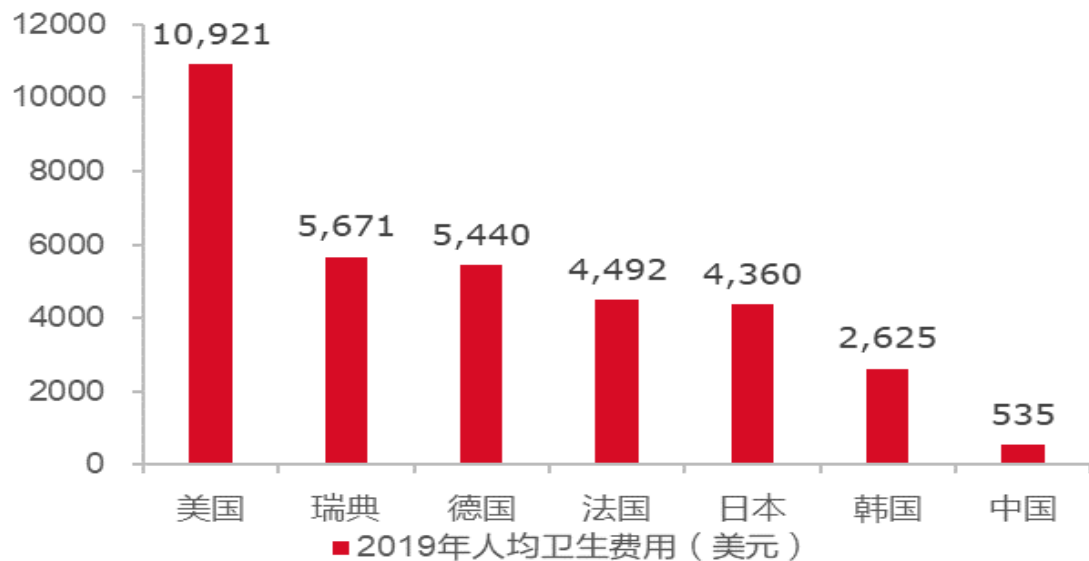
04

医疗消费

我国人均卫生费用仍有很大提升空间

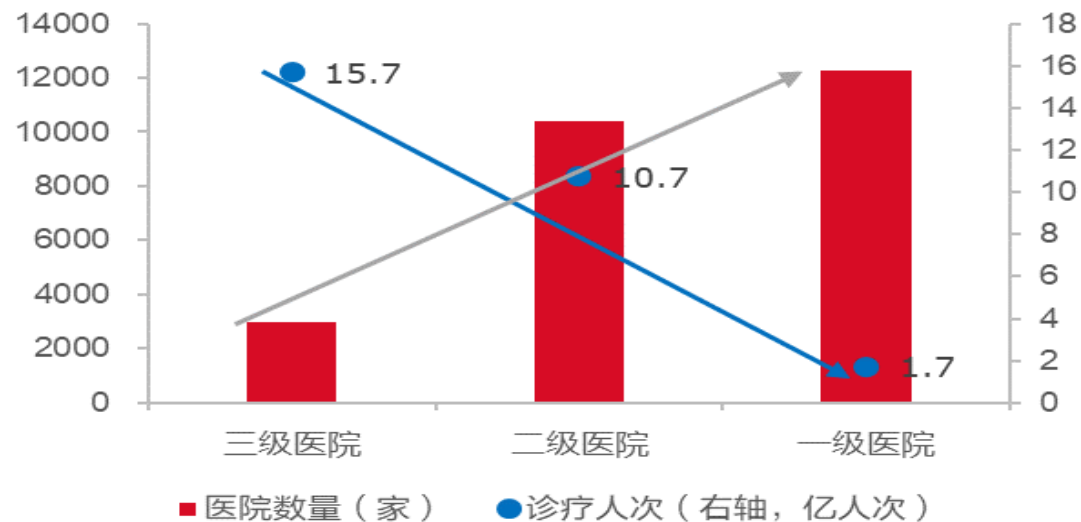
- 我们认为人口结构老龄化、受教育程度的快速提升、城镇化进程加快等因素，显著提升了医疗服务的消费意愿、消费能力和人均支出。结合各国人均卫生费用支出情况来看，我国人均卫生费用仍有很大提升空间。
- 我国各级医院的数量和诊疗量分布一直呈倒挂态势。公立医院在我国定位是保基本，人们日益增加的多元化健康需求已难在公立医疗机构得到满足，作为差异互补的民营医疗服务机构发展拥有很大潜力。

我国人均卫生费用仍有数倍提升空间



资料来源: Wind, 东海证券研究所

不同级别医疗机构数量与诊疗量倒挂



资料来源: Wind, 东海证券研究所 (数据统计2020年)

医院：国家大力支持社会办医

- 近年来国家持续推动的医保控费、分级诊疗、公立医院改革、鼓励民营资本办医等系列政策逐步落地将进一步推动公立医疗机构与民营医疗服务机构的职能分化，助力民营医疗机构发展。当前民营医疗机构的定位逐渐清晰，地位被大幅提升，行业发展空间广阔。

近年来医疗服务相关重要政策（2019年-2022年）

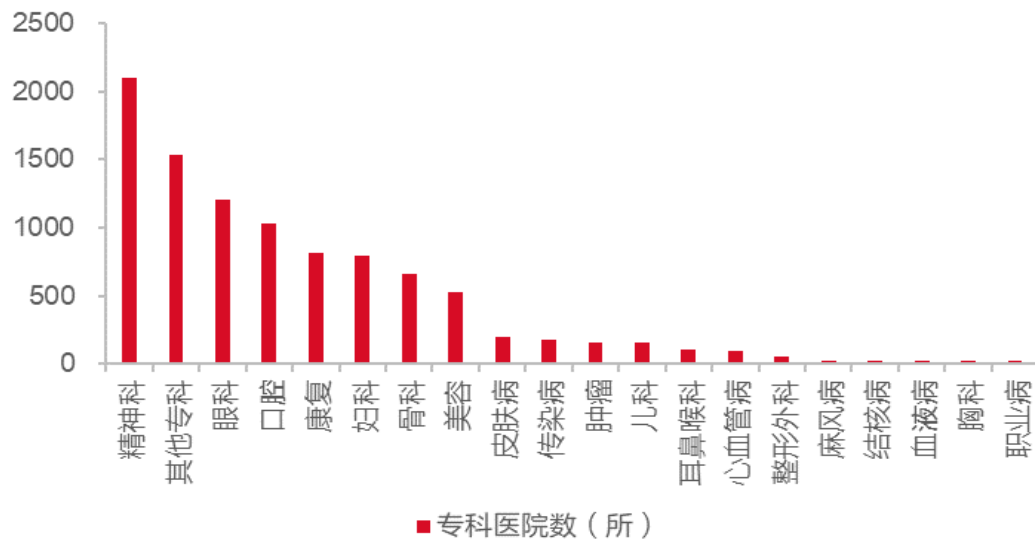
文件	医疗服务相关内容
《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量，促进形成强大国内市场的行动方案》	促进社会办医加快发展。支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及中医、康复、护理、体检等领域，加快打造一批具有竞争力的品牌服务机构。鼓励有实力的社会办医疗机构瞄准医学前沿，组建优势学科团队，提供以先进医疗技术为特色的医疗服务。督促各地落实社会办医疗机构跨部门全流程综合审批指引，精简优化审批流程
《关于印发促进社会办医持续健康规范发展的意见》	1) 持续优化医疗服务价格结构；2) 支持规范和引导社会力量举办康复医疗中心、护理中心、健康体检中心、眼科医院、妇儿医院医学检验实验室、等独立设置医疗机构
《关于深化医疗保障制度改革的意见》	健全全科和专科医疗服务合作分工的现代医疗服务体系，加快发展社会办医，规范“互联网+医疗”等新模式发展
《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	坚持基本医疗卫生事业公益属性，深化医药卫生体制改革，加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局，加快建设分级诊疗体系，支持社会办医，推广远程医疗
《深化医药卫生体制改革2021年重点工作任务》	完善分级诊疗体系；积极支持社会办医发展。社会办医疗机构可牵头组建或参加县域医共体和城市医疗集团。推进专科联盟和远程医疗协作网发展
《深化医疗服务价格改革试点方案》	强调药耗价格与服务项目价格分离，实行动态、科学的医疗服务定价机制
《关于推广三明市分级诊疗和医疗联合体建设经验的通知》	支持中医医院牵头组建医联体，鼓励社会办医疗机构、诊所（含中医诊所）以自愿为原则加入医联体。具备条件的社会办医疗机构也可以牵头组建医联体
《深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务》	1) 加快构建有序的就医和诊疗新格局：发挥国家医学中心、国家区域医疗中心、省级高水平医院的引领辐射作用，支持社会办医持续健康规范发展；2) 扩大药耗集采范围，推进医保支付方式改革，深化公立医院人事薪酬制度改革；3) 推进医药卫生高质量发展协同推进相关领域改革

资料来源：政府官网，东海证券研究所

医院：优势明显，空间广阔

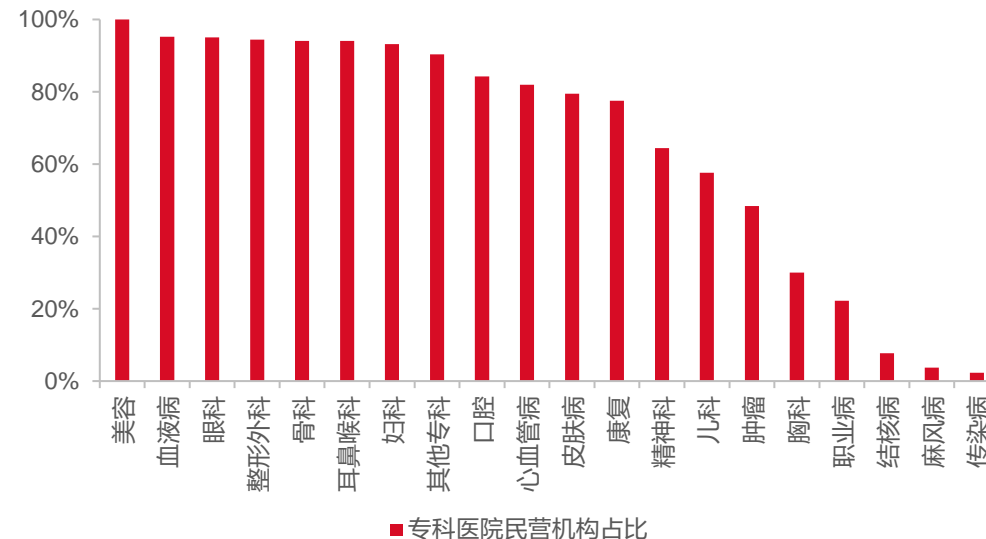
- 2021年我国主要专科医院数量达到9699家，主要分布在精神病、眼科、整形外科、骨科、口腔、妇产、康复等19个领域，其中，美容、眼科、口腔的民营比例最高。
- 观察眼科、口腔、辅助生殖、医美及肿瘤五个领域的专科医院共同点：消费属性高、患者自费程度高、医院对财政补助依赖程度低；具备可标准化复制的扩张基础；细分龙头具备领先优势，品牌形象好，诊疗服务的量价持续提升。
- 在人口结构演变及政策鼓励推进的大背景下，社会资本推动专科医疗服务行业发展的逻辑保持不变，医疗连锁机构存在庞大市场，长期维持高景气度，品牌连锁医疗服务有望保持高增长态势。

2021年主要专科医院分布（家）



资料来源：iFind，东海证券研究所

2021年民营专科医院占比

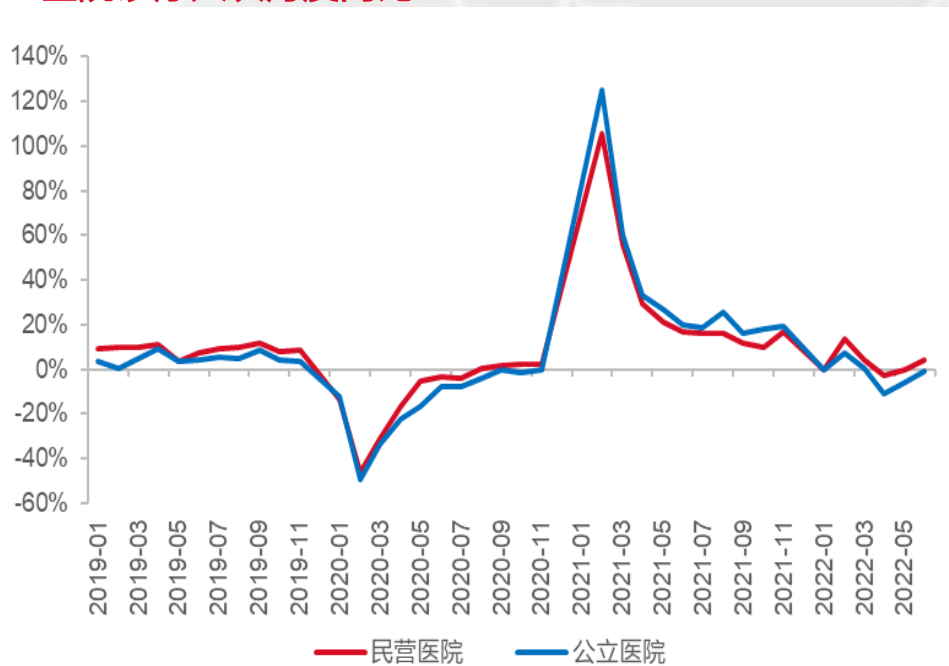


资料来源：iFind，东海证券研究所

医院：前期受压制的医疗需求或快速释放

- 2022年受疫情扩散影响，全国各地防疫政策收紧，各地疫情区内出现停诊限流，消费医疗及择期手术需求积压。从2020年医院当月诊疗人次的同比及环比增速数据来看，修复速度快，预计2023年诊疗人次有望逐月恢复。

医院诊疗人次月度同比



资料来源：Wind，东海证券研究所

医院诊疗人次月度环比



资料来源：Wind，东海证券研究所

药店：板块逐步重回快速增长轨道

- 板块前期受高基数、四类药品管控、医保系统切换等多因素影响，板块长时间整体承压。
- 下半年以来，负面影响逐渐淡化消除，药店板块逐渐恢复良好增长，Q2和Q3单季营收增速改善明显，板块整体有望重回快速增长态势。
- 当前我国已进入防疫新时期，防疫物资的需求大增，药店零售服务属性优势明显。

连锁药店上市公司营业收入变化趋势

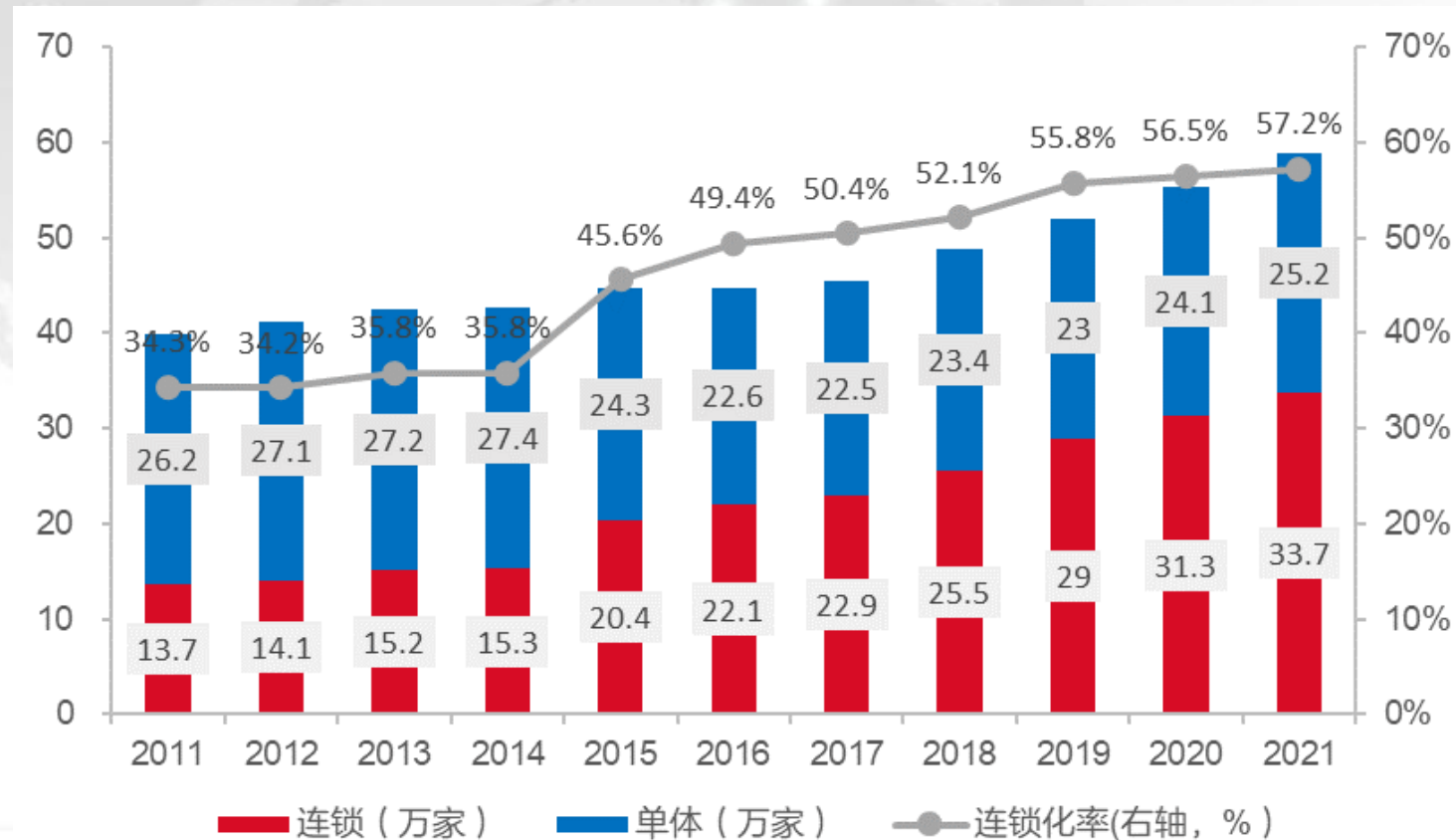
		营收同比增速 (%)						
		2021Q1	2021H1	2021Q1-Q3	2021全年	2022Q1	2022H1	2022Q1-Q3
002727.SZ	一心堂	11.1	11.2	13.6	15.3	16.5	18.9	14.5
603233.SH	大参林	20.7	16.1	17.8	14.9	15.2	20.7	19.9
603883.SH	老百姓	10.8	11.6	11.5	12.4	13.8	20.5	22.1
603939.SH	益丰药房	19.1	16.7	15.9	16.6	14.3	19.1	22.0
605266.SH	健之佳	10.5	12.8	15.1	17.2	24.3	26.3	28.4
301017.SZ	漱玉平民	5.8	10.3	11.3	14.7	34.0	36.7	41.3

资料来源：Wind，东海证券研究所

药店：连锁化率持续提升，龙头优势明显

- 截至 2021 年底，全国共有《药品经营许可证》持证企业 60.97 万家。其中，批发企业 1.34 万家；零售连锁药店 33.74 万家，零售单体药店 25.2 万家。
- 我国零售药店连锁率从 2011 年的 34.3% 提高到 2021 年的 57.2%，提升了 22.9 个百分点。
- 单体药店在采购成本、运营和管理等多方面具备劣势，零售药店连锁化率将持续提升。

我国药店数量及连锁化率

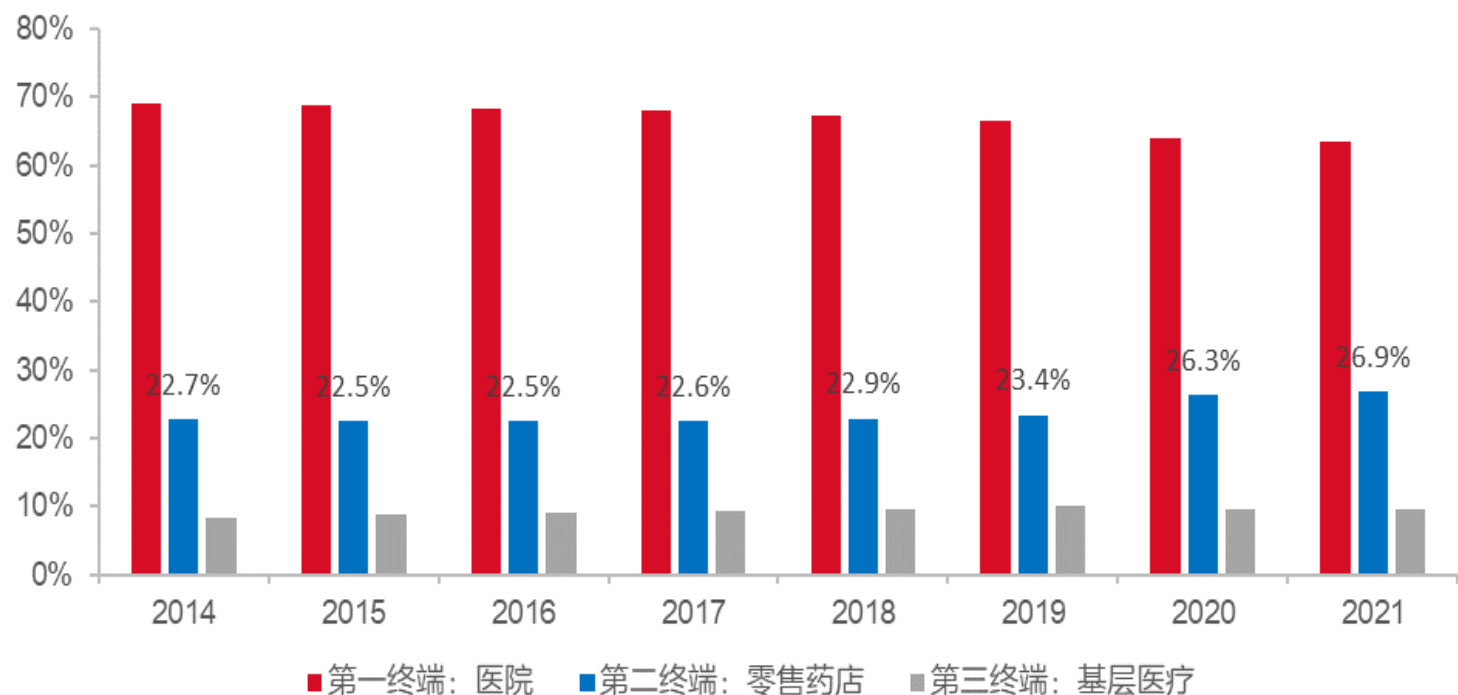


资料来源：医药流通行业运行统计分析报告，东海证券研究所

药店：处方外流趋势明确

- 2021年我国三大终端药品销售额达17747亿元，同比增长8.0%。
- 从销售额分布来看，公立医院终端市场份额最大；零售药店终端市场份额逐年提升。

我国药品三大终端销售占比变化



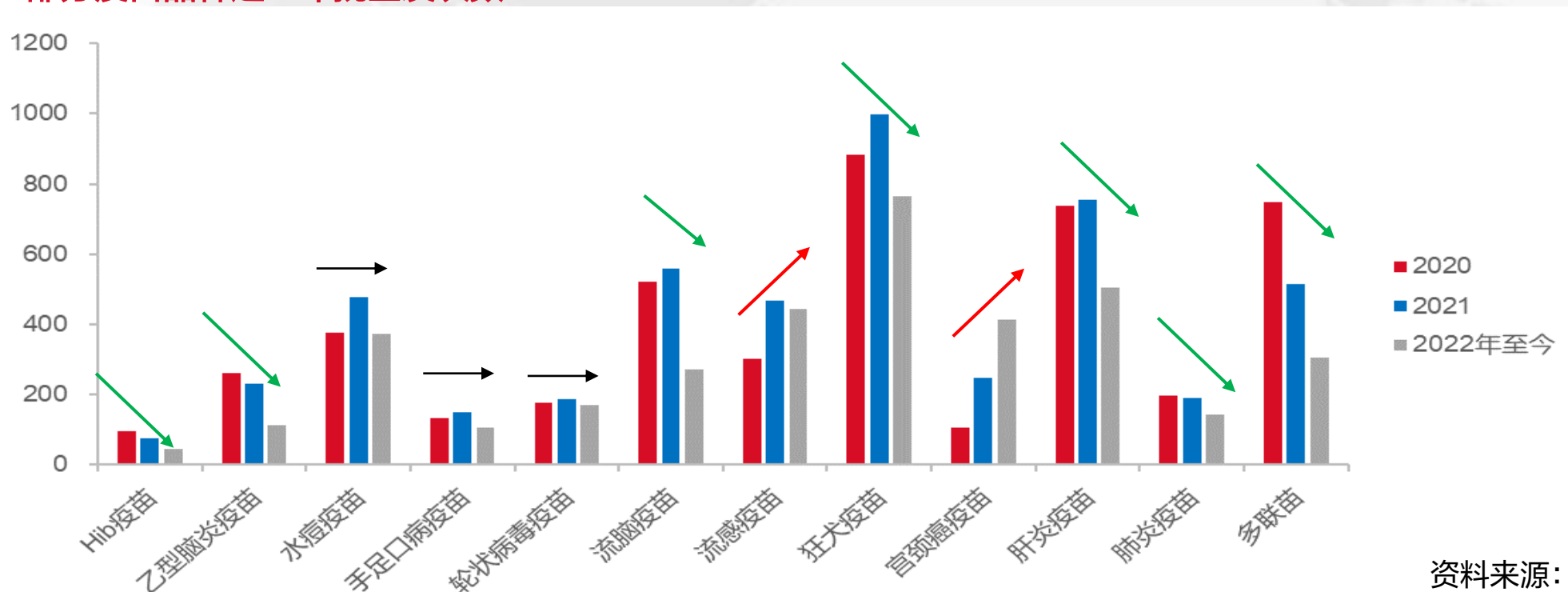
由医院药房承担的药品供给、药事服务等逐渐释放到以零售药店为主的流通渠道。药房兼备零售与服务双重属性，逐步成为承接处方和药事服务的主要渠道。

资料来源：米内网，东海证券研究所

疫苗：常规苗前期受挤压影响较大

□ 受到新冠疫情和新冠疫苗接种的影响，2021年起常规二类苗的接种和销售受到一定影响。从近三年非免疫规划苗的批签发次数上看，除了流感疫苗和HPV疫苗2021/2022年批签发次数较2020年有所增长，其他疫苗批签发次数均有所下降。

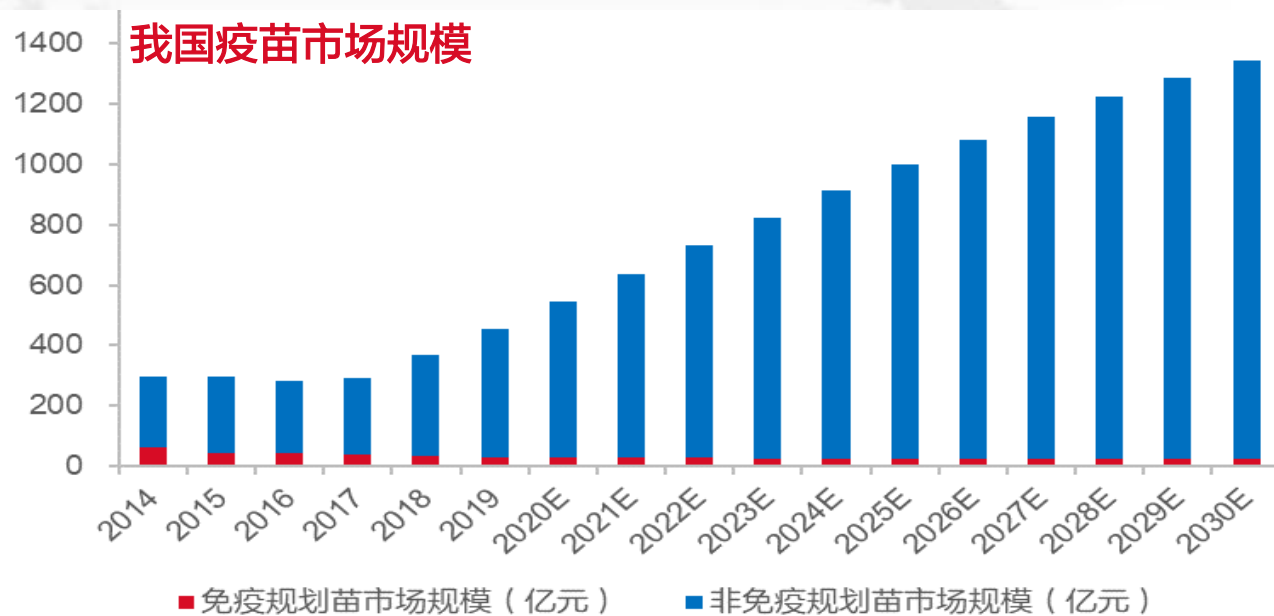
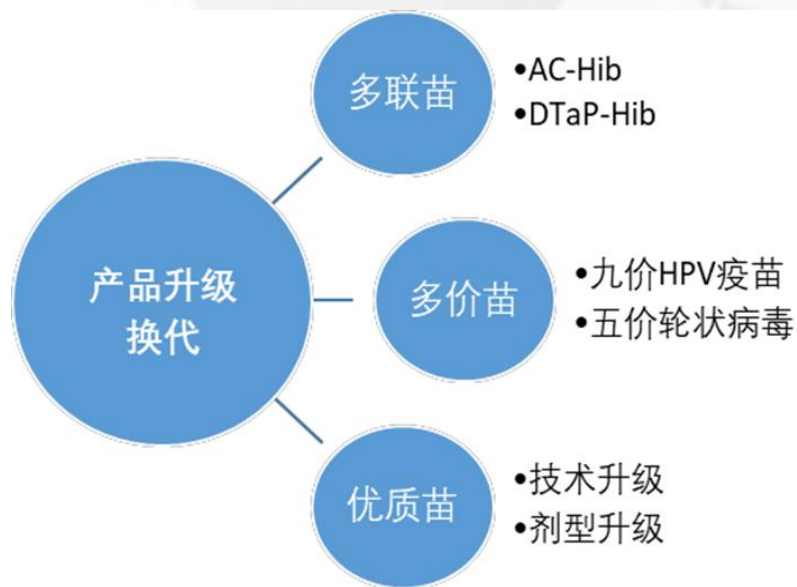
部分疫苗品种近三年批签发次数



资料来源：中检所，东海证券研究所

疫苗：产品升级推动二类苗市场持续增长

- 13价肺炎结合疫苗、HPV疫苗等重磅品种进入国内后实现快速增长；渗透率具有较大提升空间。随着消费能力的提高，多联苗和多价苗将逐步替代单苗，人们对于安全性、免疫原性更高的优质疫苗品种的需求逐步提升。
- 在疫苗接种率提升和升级品种带来单价提高的共同驱动下，我国二类苗市场有望迎来快速增长，市场规模有望由2019年的425亿元增长至2030年的1320亿元，期间复合增速预计为13%。

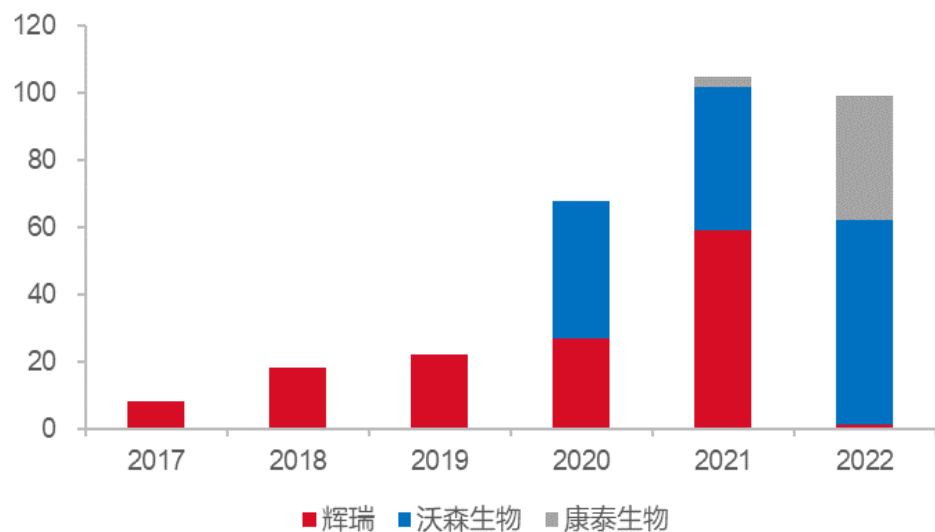


资料来源：灼识咨询，东海证券研究所

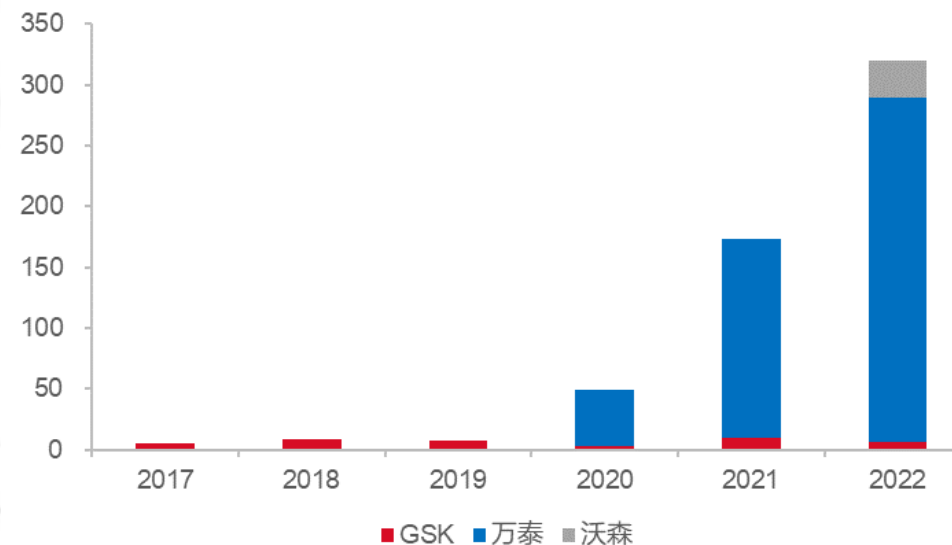
疫苗：国产化加速，出海之路开启

- 近年来，国内疫苗企业研发实力不断提升，国内企业凭借价格和产能优势，在13价肺炎疫苗和2价HPV疫苗等品种上逐步超越进口产品市场份额，实现良好增长。
- 同时，国内疫苗企业凭借优秀的产品力，寻求海外市场发展。2022年5月，万泰生物的二价HPV疫苗获得摩洛哥国家卫生和社会保障部的上市许可批准；沃森生物收到摩洛哥卫生部授权签发的13价肺炎球菌多糖结合疫苗首笔100万剂的采购订单。

13价肺炎结合疫苗批签发次数



二价HPV疫苗批签发次数



资料来源：中检所，东海证券研究所

血制品：采浆量增长承压，供给端较为紧张

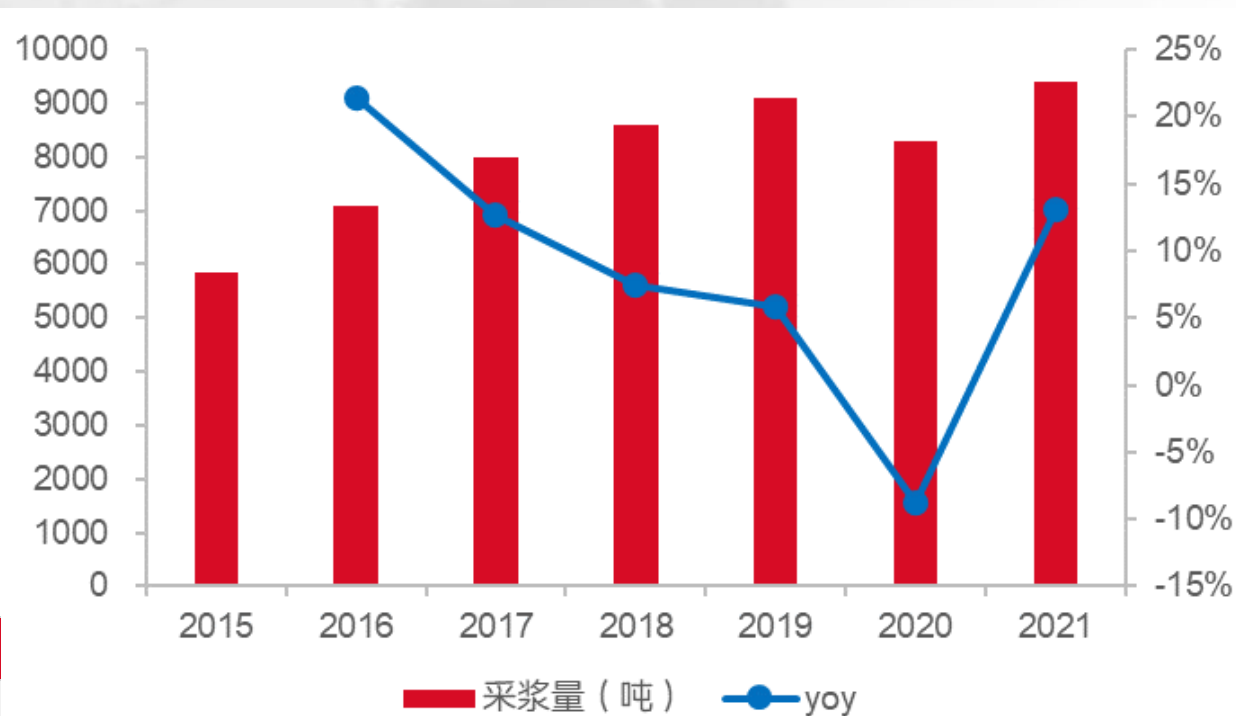
- 近三年，我国浆站数量增长较为缓慢，2021年我国单采血站数量为287个。
- 疫情对采浆活动进展产生一定负面影响，2020年采浆量同比下降明显；2021年采浆量有所恢复，全年近9400吨。2015-2021年间复合增速为8.2%。

我国单采血站数量

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
单采血浆站数量(个)	203	223	231	253	260	277	287
新增血站数量(个)		20	8	22	7	17	10

资料来源：公司公告，公开资料整理，东海证券研究所

我国采浆量变化情况



血制品：需求端具备较大成长空间

- 据相关研究显示，我国每年血浆需求量约为 13000-14000 吨，高于目前年均10000吨的采浆量。
- 样本医院销售数据显示，人血白蛋白、静丙和凝血因子2017-2021年样本医院销售额复合增速分别为10.5%、8.1%和7.4%。
- 我国人均白蛋白使用量仅为美国的1/5，人均免疫球蛋白使用量仅为美国的1/15，人均凝血因子类产品使用量仅为美国的1/17。我国血制品在人均用量等方面与美国存在较大差距，具备较大拓展空间。

近五年部分血制品产品样本医院销售额（万元）

	人血白蛋白	YOY	静丙	YOY	凝血八因子	YOY
2017	321473		146049		16681	
2018	308911	-3.9%	151337	3.6%	18713	12.2%
2019	348328	12.8%	165138	9.1%	20456	9.3%
2020	404849	16.2%	171159	3.6%	20604	0.7%
2021	479409	18.4%	199523	16.6%	22227	7.9%

资料来源：米内网，东海证券研究所

中美血制品消费量对比

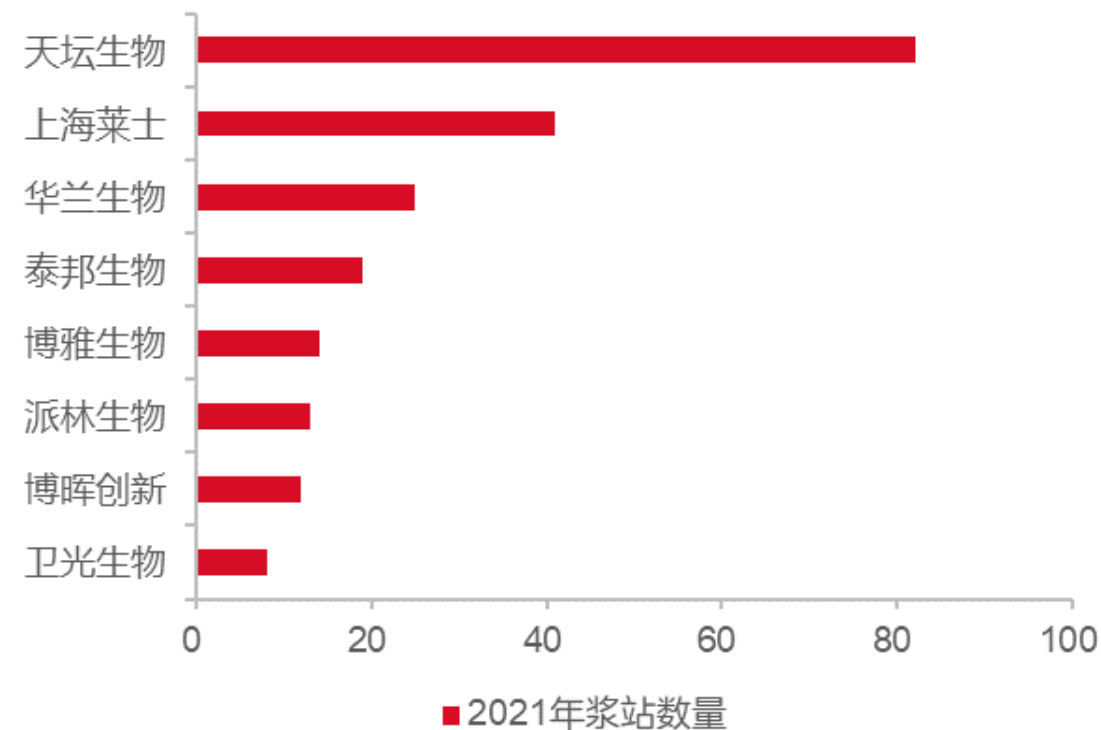
品种	中国	美国
白蛋白	100.2g/千人	500.8g/千人
静丙	17g/千人	200.4g/千人
凝血八因子	0.111IU/人	1.911IU/人

资料来源：前瞻产业研究院，东海证券研究所

血制品：新设浆站打开行业成长空间

- 2001年起，政府不再批准新企业进入血液制品行业，目前仅有不到30家企业从事血液制品生产。天坛生物、上海莱士、华兰生物和泰邦生物四家血制品企业拥有浆站资源居前。
- 从血制品产品种类上看，我国目前能生产12种血液制品，国外龙头血制品企业能够生产20种以上，我国血浆综合利用率还有较大提升空间。
- “十四五”规划期间多地发布单采血浆站设置规划，新设浆站数量有望持续提升。随着各地“十四五”规划出台和落地，我国新获批单采血浆站数量有望持续提升。

血制品企业浆站数量（个）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

中药：政策鼓励支持

□ 近年来，国家接连出台多项政策支持中医药发展，鼓励中医药传承创新。

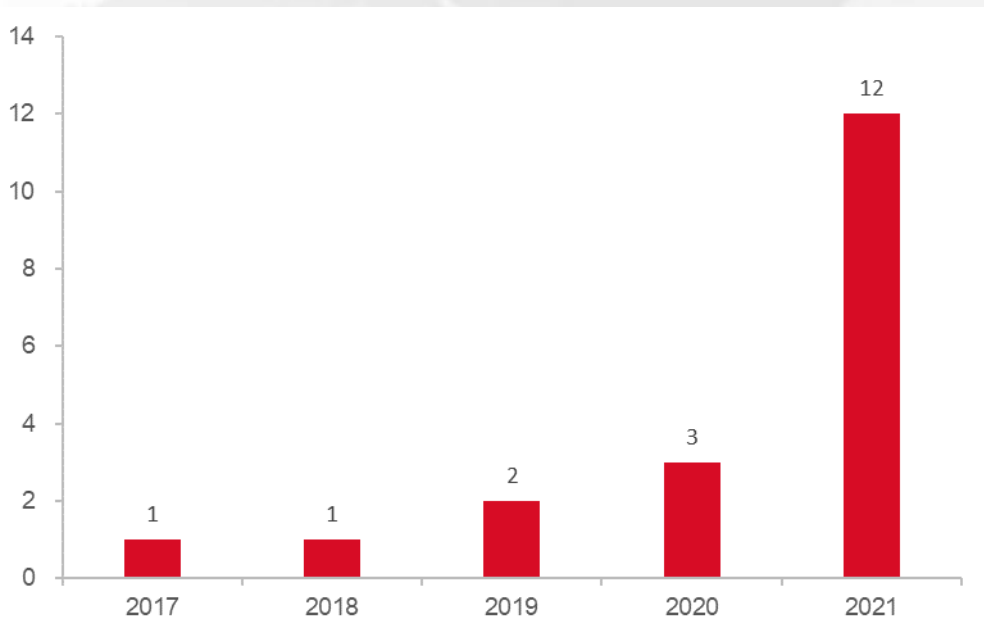
时间	相关政策文件	主要内容
2019年10月	国务院发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》	健全中医药服务体系，加强中医医疗机构的建设；发挥中医药在疾病治疗、预防和康复的作用；加强中药及药材的质量和安 全；推动中医药传承创新，鼓励研究利用传统中医药典籍；改善中医药管理体制
2021年1月	国务院发布《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	加强中医药人才培养，改进中医药教育水平和人才评价；优化中药审评审批管理，完善中药分类注册管理；增强政府、社会投入支持，加强融资渠道支持；完善中西医结合制度；在人才培养，科研创新，医疗服务，道地药材，综合改革和开放发展领域实施重大工程；调整中医药项目价格，健全中医药医保管理，开展中医药国际医疗服务
2021年12月	医保局等机构发布《关于医保支持中医药传承创新发展指导意见》	将中医医药机构、中药和中医医疗服务纳入医保；优先对医疗服务项目调价，中药饮片不超过25%购进价格，非饮片按购进价格“零差率”出售；中医优势病种纳入按病种付费范围，中医医疗机构可暂不实行按疾病诊断相关分组付费
2022年3月	国务院发布《“十四五”中医药发展规划》	健全中医药服务体系，建设国家中医医学中心和强化各级中医医院；提升中医药健康服务能力，强化疾病预防、治疗和康复能力，强化中医药应对突发疾病和公共卫生事件的处理能力；推进中医药特色人才建设；增强中医药传承创新能力，加大重大项目对中医药科技创新的支持了力度，促进成果转化；推动中中药材养殖、保护、开采、加工等产业链的发展；发展中医药健康服务业，推动中医药文化发展和对外开放，扩大国际贸易
2022年6月	中医药局、教育部、卫健委等发布《关于加强新时代中医药人才的意见》	加快培养集聚中医药高层次人才，推进中医药重点领域人才队伍建设、夯实基层中医药人才队伍、大力推进西医学习中医、医教协同深化中医药教育改革
2022年9月	卫健委、中医药局发布《健康中国行动中医药健康促进专项活动实施方案》	发展中医药健康活动，推广中医药健康管理服务；开展中医药疾病预防活动，推广医体融合强健活动；开展中医药文化传播活动
2022年11月	国家药监局《中药注册管理专门规定（征求意见稿）》	促进中药传承创新；采用中医药理论、人用经验和临床试验相结合的审评证据体系，综合评价中药的临床有效性、安全性；鼓励采用真实世界研究；保障中药资源可持续利用；支持中药“走出去”

资料来源：公开资料整理，东海证券研究所

中药：传承创新发展

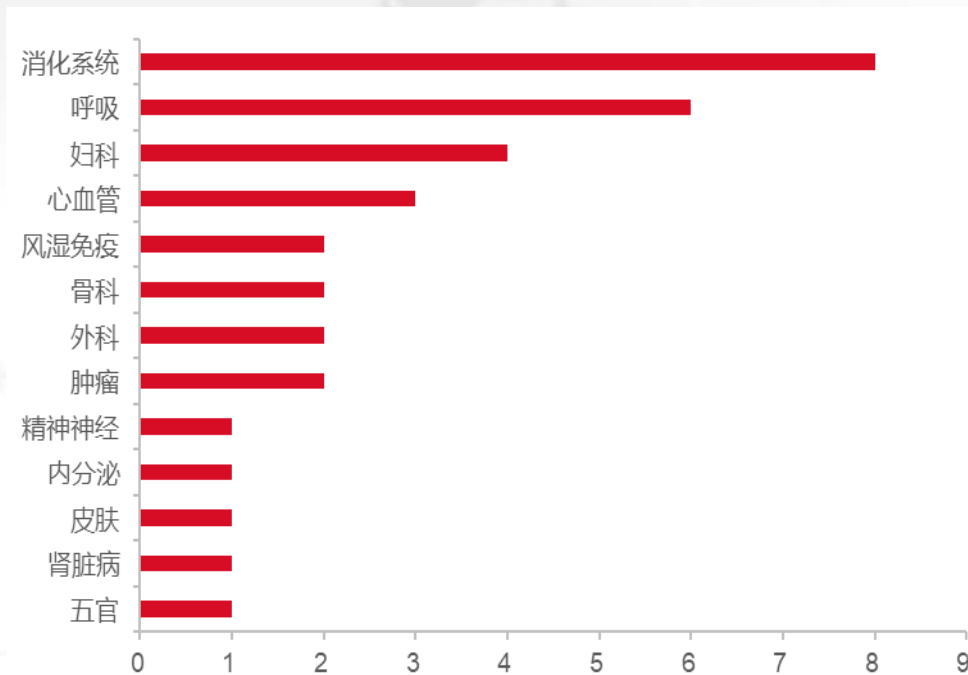
- 2021年，我国新上市中药创新药达12个，中药企业逐步加大研发投入，向创新中药发展。
- 中药申报品种适应症分布相对分散，消化系统、呼吸和妇科为前三大领域。

近五年获批上市中药创新药数量



资料来源：医药魔方，东海证券研究所

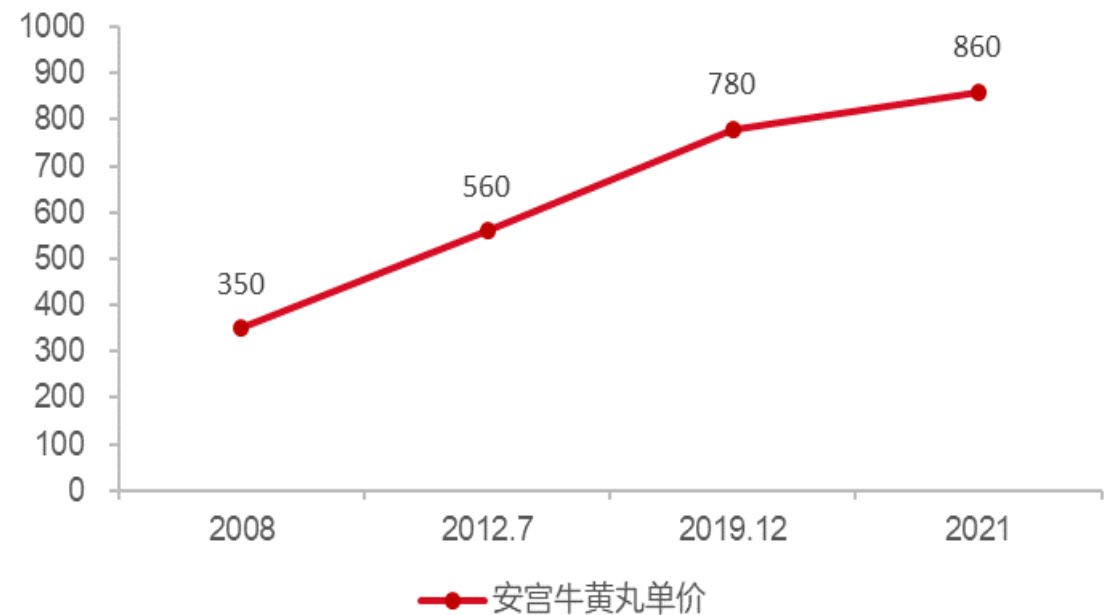
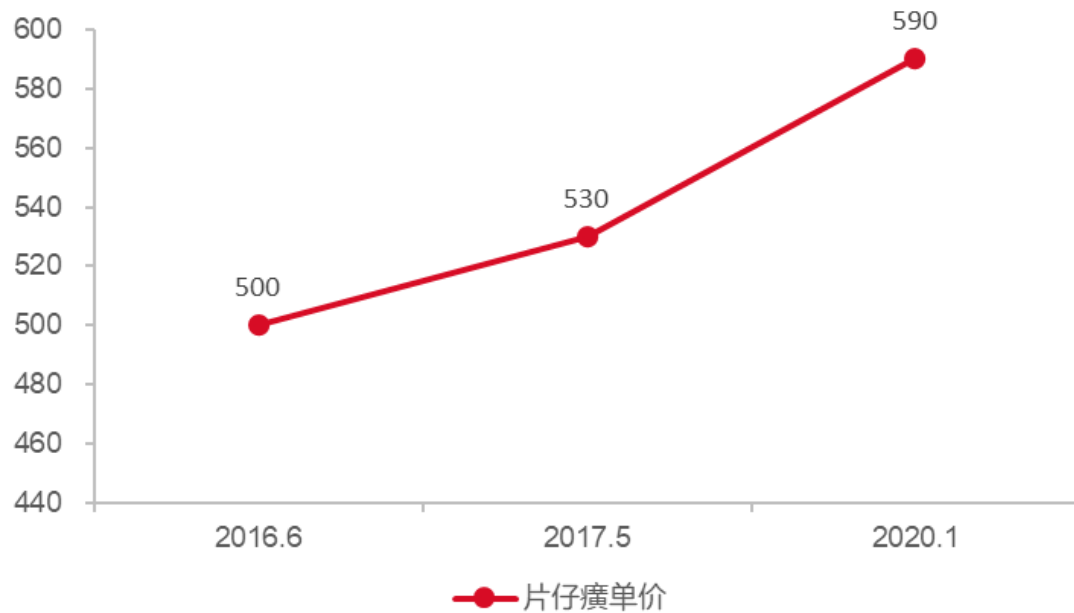
2021年批准IND中药适应症分布



资料来源：国家药监局，东海证券研究所

中药：品牌中药具有良好提价能力

- 品牌中药兼具药物属性和消费属性，在OTC端销售占比较高。受益于消费升级和医疗保健需求的快速增长，品牌中药为药品中最具备消费属性的品类，需求端有望持续增长。
- 名贵中药材原料受到产能限制，品牌中药能够进行成本传导，具备提价能力。北京同仁堂、云南白药、片仔癀和东阿阿胶等老字号品牌具备良好品牌效应。



资料来源：Wind，东海证券研究所

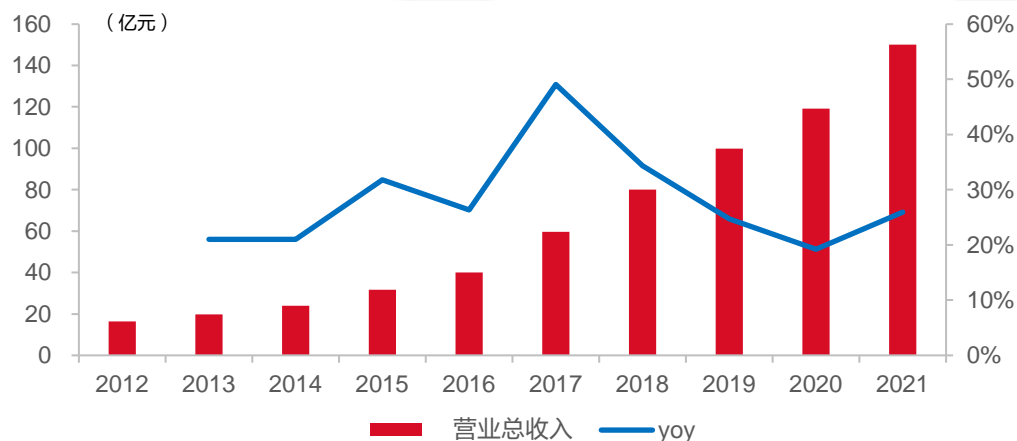
- 新冠疫情发生以来，我国医院诊疗人次减少，医疗服务受到较大负面影响；零售药店板块前期受高基数、四类药品管控等多因素影响整体增长承压。医院和药店作为诊疗和购药需求的主要承接方，在后疫情时代具备重要服务属性，随着防疫政策的优化调整，2023年板块有望逐渐回归良好增长态势。建议关注：爱尔眼科、国际医学、益丰药房、老百姓等。
- 疫情散发和新冠疫苗接种影响采浆活动的进行和常规疫苗的接种，血制品和疫苗行业在供给侧和批签发承压明显。从需求上看，当前血制品使用量较低，二类苗的接种率也具有很大提升空间；2023年随着疫情扰动的减弱，血制品和疫苗行业有望恢复良好增长。建议关注：康泰生物、康希诺、华兰生物、博雅生物等。
- 近年来，中医药行业受到国家政策的大力支持，中医药产业有望迎来传承创新发展新阶段。品牌中药具备药品和消费双重属性，在OTC端放量良好；并且具备良好的成本传导能力和品牌效应。建议关注：片仔癀等。

爱尔眼科：眼科龙头，成长确定性较高



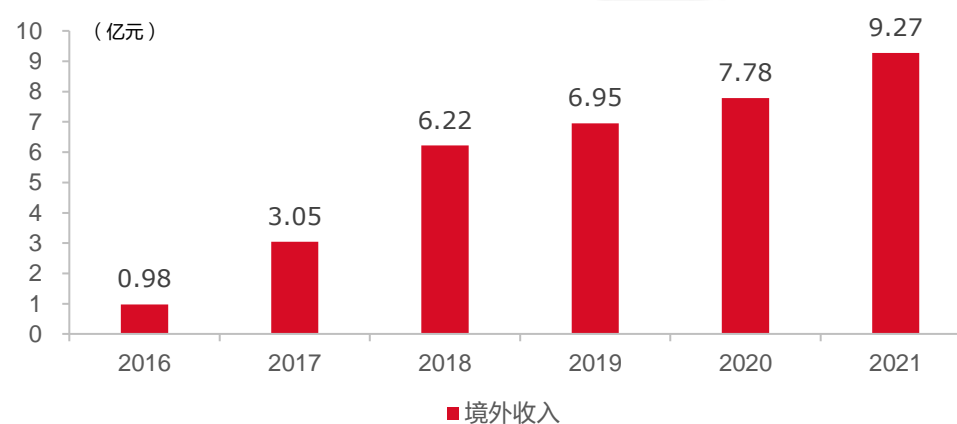
- **公司并购体系成熟，业绩增长稳健。**11月，公司发布公告拟收购集团旗下湖南亮视视界在内的 26 家医院的部分股权，交易完成后将增厚公司 2022-2023 年业绩。2012-2021年，公司营收从16.4亿元增长至150.0亿元，CAGR为27.88%。
- **区域眼科中心建设，品牌力持续提升。**公司新十年战略“1+8+N”战略有序推进中，即建设 1 家世界级眼科医院，8 家国家级眼科中心，N 个各省会级城市医院。公司实行分级连锁模式，通过不同层级医院的功能定位，不断拓展医疗网络的广度、深度和密度，持续增强集团的整体实力和各家医院的竞争力。
- **全球化进程推进，技术优势巩固护城河。**截至2021年底，集团医疗网络已遍及中国大陆(610家)与香港地区(7家)、欧洲(93家)、美国(1家)、东南亚(12家)等地，奠定了全球发展的战略格局，公司持续跟踪引进国际先进诊疗技术和先进设备，境外业务稳健增长。2021年，公司境外业务实现收入9.27亿元，同比增速为19%。

公司近10年营收增长稳健



资料来源：公司公告，Wind，东海证券研究所

公司境外收入持续增长



资料来源：公司公告，Wind，东海证券研究所

国际医学：稀缺综合医疗服务集团



- **“综合医疗+特色专科”**，疫情压力下彰显经营韧性。公司为国内稀缺大型综合医疗服务集团，积极打造“综合医疗+特色专科”业务模式，充分发挥了综合性医疗机构的协同效应，积极布局辅助生殖、康复、妇儿、特需、质子治疗、医美等特色专科业务板块，拓展高附加值医疗市场。2021年公司实现营业收入29.21亿元，同比增长81.78%，收入端持续良性增长。
- **辅助生殖技术获批，增长新动能确立**。今年10月，公司发布公告，高新医院获批开展第一代体外受精-胚胎移植（IVF-ET）及第二代卵胞浆内单精子显微注射（ICSI）技术。西安国际生殖医学中心拥有国际一流的硬件和设备，同时引进海内外尖端医疗服务及治疗方案，具备4万IVF周期接诊能力，2023年起有望提供增长新动力。
- **康复医院或近期开诊，布局万张床位**。公司积极推进西安国际医学康复医院整体建设及开诊前的准备工作，有望于2022年底开诊。2023年起公司在西安的床位布局将达10137张，成为辐射西北的超大型医疗集团。

益丰药房：精细化管理标杆，区域聚焦



- 公司2022年前三季度共计实现营收133.48亿（+22%）、归母净利润8.24亿（+18%），Q2、Q3单季增速逐季回升。
- 公司通过自建、并购和加盟三种模式进行扩张，目前门店数量已经破万，每年新增门店数量约占当年总数的20-30%。今年加盟模式开始提速，前三季度加盟门店新增821家。
- 采取区域聚焦战略、精细化管控，药店覆盖10个省市，在优势省份加大网格布局，通过社区店的形式做密做深，以自建和小并购为主，通过大型并购方式每隔1-2年新进入一个省份。

	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
门店总数（家）	2059	3611	4752	5991	7809	9781
yoy		75.4%	31.6%	26.1%	30.3%	
——直营店	1979	3442	4366	5356	6877	8028
——加盟店	80	169	386	635	932	1753
自建门店数	349	546	639	820	1197	817
并购门店数	167	959	381	254	425	478
加盟门店数	57	89	217	249	297	821
关闭门店数	49	42	96	84	101	144
净增门店数	524	1552	1141	1239	1818	1972
净增门店数占当年总门店比例	25.4%	43.0%	24.0%	20.7%	23.3%	20.2%

直营门店数量	2017	2018	2019	2020	2021	省市
中南	1,146	1,633	2,159	2,858	3,824	湖南、湖北、广东
华东	913	1,482	2,035	2,456	3,194	上海、江苏、江西、浙江
华北	0	496	558	677	791	河北、北京、天津
合计	2,059	3,611	4,752	5,991	7,809	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

老百姓：省份布局广泛，改革初见成效



- 公司2022年前三季度共计实现营收137.76亿（+22%）、归母净利润6.1亿（+14%），今年Q2、Q3单季增速逐季回升。
- 公司通过自建、并购、加盟和联盟四种模式进行扩张，三季度门店数量已经破万。加盟模式快速发展，加盟店数量近3000家，在同行中领先。近三年公司加大并购步伐，并购门店数量增加。
- 公司门店覆盖省市较多，采取9（优势省市，自建、并购、加盟、联盟共同发展，做密做深）+7（次要省市，主要通过加盟和联盟布局同时辅以O2O）发展战略。自有品牌快速发展，毛利率逐步提升；数字化投入大、经营效率逐渐提升；组织架构扁平化和管理模式集权化改革初见成效。

	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
门店总数（家）	2733	3864	5128	6533	8352	10327
yoy		41.4%	32.7%	27.4%	27.8%	
——直营店	2434	3289	3894	4892	6129	7362
——加盟店	299	575	1234	1641	2223	2965
自建门店数	339	506	466	579	852	529
并购门店数	318	413	243	510	535	813
加盟门店数	299	290	676	645	776	872
关闭门店数	61	78	121	329	344	239
净增门店数	895	1131	1264	1405	1819	1975
净增门店数占当年总门店比例	32.7%	29.3%	24.6%	21.5%	21.8%	19.1%

直营门店数量	2017	2018	2019	2020	2021	省市
华中	886	1037	1231	1634	1879	湖南、湖北、江西、河南
华南	223	299	343	392	439	广东、广西
华北	368	421	524	657	1056	北京、天津、河北、内蒙古、山西
华东	577	1052	1252	1545	1825	浙江、上海、安徽、江苏、山东、福建
西北	380	480	544	664	930	陕西、甘肃、宁夏、四川、贵州
合计	2434	3289	3894	4892	6129	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

康泰生物：产品陆续获批，新冠减值出清



- 公司具有多款上市产品：四联苗为公司独家产品，有望逐步实现对单苗的替代，2022H1逐步恢复良好增长，销售额同比增长60%；13价肺炎结合疫苗为大品种，公司为第三家进入者，有望受益于接种率提升下产品的快速放量；乙肝疫苗产能已恢复。2022前三季度常规品种实现营收24亿（+90%），未来三年有望持续快速增长。
- 公司具备丰富的在研管线，在研项目30余项，冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）处于报产阶段，有望明年上市，成为国内第二家人二倍体狂苗厂商。
- 新冠疫苗产品减值，2021和2022Q1-Q3公司分别计提资产减值损失1.55亿和4.84亿，影响当期表观利润。新冠相关资产减值的负面影响预计在今年出清，2023年起公司有望轻装上阵。

主要品种批签发量（万剂）	2020	2021	2022H1
乙肝疫苗	201	2575	1306
13价肺炎结合疫苗	0	42	239
四联苗	556	432	174
23价肺炎多糖疫苗	408	136	0
Hib疫苗	243	336	18
百白破疫苗	0	0	33

在研产品	注册阶段
冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	已申请药品注册批件
冻干水痘减毒活疫苗	已完成临床研究
ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	处于临床研究总结阶段
甲型肝炎灭活疫苗	处于临床研究总结阶段
Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero细胞）	III期临床进行中
新型冠状病毒灭活疫苗（Vero 细胞）	海外III期临床进行中

新冠疫苗产品	自主研发
新型冠状病毒灭活疫苗（Vero 细胞）	自主研发
重组新型冠状病毒疫苗（Y25 腺病毒载体）	与AZ合作，公司具有商业化权益

资料来源：公司公告，东海证券研究所

康希诺：创新实力突出，技术优势明显



- 公司作为创新型疫苗企业，产品管线中包含17种创新疫苗产品。在腺病毒载体技术领域具备显著优势，基于该平台技术，先后研发上市了埃博拉病毒疫苗和新冠病毒疫苗。
- 新冠疫情发生以来，公司第一时间投入新冠疫苗的研发生产，2021年Ad5-nCoV 获批国内外多个国家紧急使用/附条件上市，2021全年实现收入43亿元（海外30.6亿，国内12.4亿）；2022年5月Ad5-nCoV 纳入WHO EUL。吸入型Ad5-nCoV 于2022年9月国内获批紧急使用。公司研发、生产、商业化等综合实力得以彰显。
- 常规品种MCV2 和 MCV4 分别于2021年6月和12月获批上市，为升级创新品种，其中MCV4为独家产品；13价肺炎结合疫苗进入临床三期，随着在研管线的陆续推进，公司产品种类不断丰富。

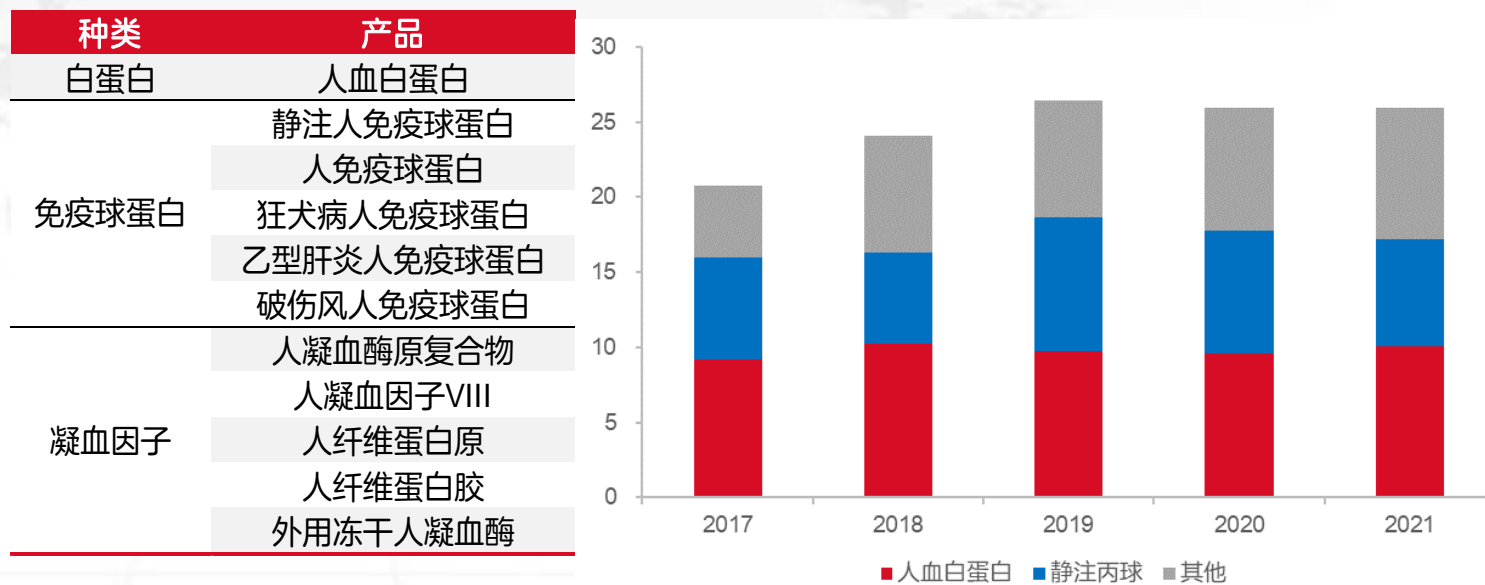
序号	疫苗产品	适应症	上市及临床进度
1	Ad5-EBOV	埃博拉病毒病	已获得新药证书及生产文号
2	Ad5-nCoV	新冠肺炎	获得境内外多个国家的紧急使用授权/附条件上市；纳入 WHO EUL
3	MCV2	脑膜炎球菌	已获得药品注册证书
4	MCV4	脑膜炎球菌	已获得药品注册证书
5	吸入用 Ad5-nCoV	新冠肺炎	国内获批紧急使用
6	mRNA 新冠疫苗	新冠肺炎	正在进行临床 II 期试验
7	PCV13i	肺炎球菌	正在进行临床 III 期试验
8	PBPV	肺炎球菌	已完成临床 Ia 期试验
9	婴幼儿用 DTcP	百白破	已完成临床 I 期试验
10	DTcP 加强疫苗	百白破	已完成临床 I 期试验
11	青少年及成人用 Tdcp	百白破	申请临床
12	结核病加强疫苗	结核病	已完成临床 I b 期试验
13	腺病毒疫苗	腺病毒	临床前研究
14	联合疫苗	百白破和 b 型流感嗜血杆菌	临床前研究
15	B 群流脑疫苗	脑膜炎球菌	临床前研究
16	带状疱疹疫苗	带状疱疹	临床前研究
17	脊髓灰质炎疫苗	脊髓灰质炎	临床前研究

资料来源：公司公告，东海证券研究所

华兰生物：新设血站有望提升原料供给

- 疫情以来，采浆活动收到一定负面影响，采浆量无明显提升，同时采浆综合成本有所升高，从而毛利率小幅下降，随着防疫常态化，采浆活动将逐步恢复，采浆量有望逐步回升。
- 河南省十四五期间规划 7 家单采血浆站，今年以来公司陆续获批在河南省设置4家单采血浆站，同时征地 350 亩新建研发及生产基地以扩大现有生产规模，浆站的增加有望提升公司血制品产量。
- 除了血制品外，华兰疫苗为国内流感疫苗龙头，华兰基因具有多款在研单抗，在生物制品业务布局广泛。

	2017	2018	2019	2020	2021
血浆站	24	25	25	25	25
采浆量	未详细披露，预计在1000-1100吨				
血制品品种	11	11	11	11	11
血液制品营收（亿元）	20.78	24.08	26.44	25.91	25.98
血液制品营收（%）	61.54	58.84	57.14	57.12	55.26



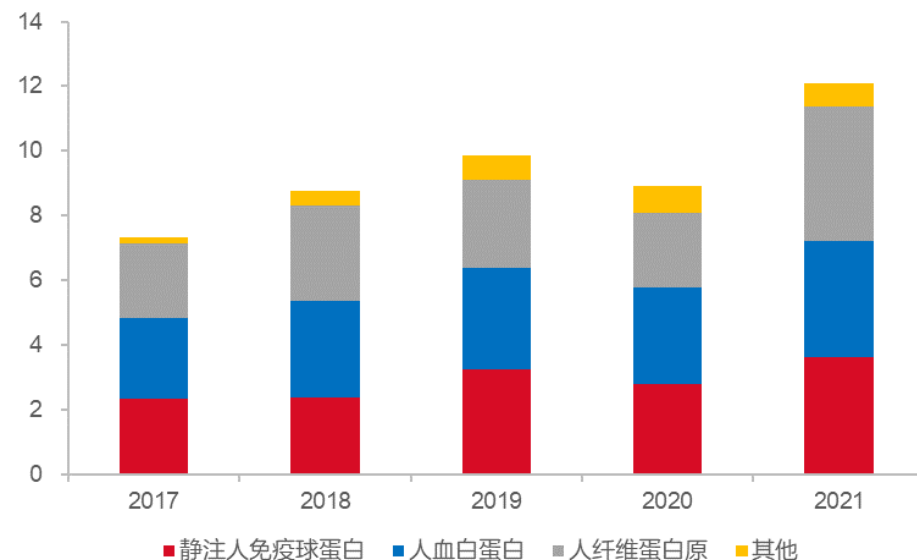
资料来源：公司公告，东海证券研究所

博雅生物：浆站及采浆资源不断丰富

- 近几年公司浆站数和采浆量不断提升，具备良好的浆源拓展能力。公司力争十四五期间，实现浆站总数量30个以上、采浆规模1000 吨以上的目标。
- 血制品种类持续丰富，目前已具有8种血制品，还有人凝血因子Ⅷ、vWF 因子、高浓度（10%）静注人免疫球蛋白以及微球类蛋白等在研产品。
- 2021年华润入主博雅后，一方面浆站资源开拓能够有望得以进一步提升，另一方面有望逐步剥离非血制品资产，更加聚焦血制品主业。

	2017	2018	2019	2020	2021
血浆站	12	12	12	13	14
采浆量（吨）	320	350	372	378	420
血制品品种	7	7	7	8	8
血液制品营收（亿元）	7.32	8.75	9.88	8.93	12.1
血液制品毛利率（%）	67.52	69.65	70.05	62.9	67.77

种类	产品
白蛋白	人血白蛋白
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白
	人免疫球蛋白
	冻干静注人免疫球蛋白
	乙肝人免疫球蛋白
凝血因子	狂犬病人免疫球蛋白
	人纤维蛋白原
	人凝血酶原复合物

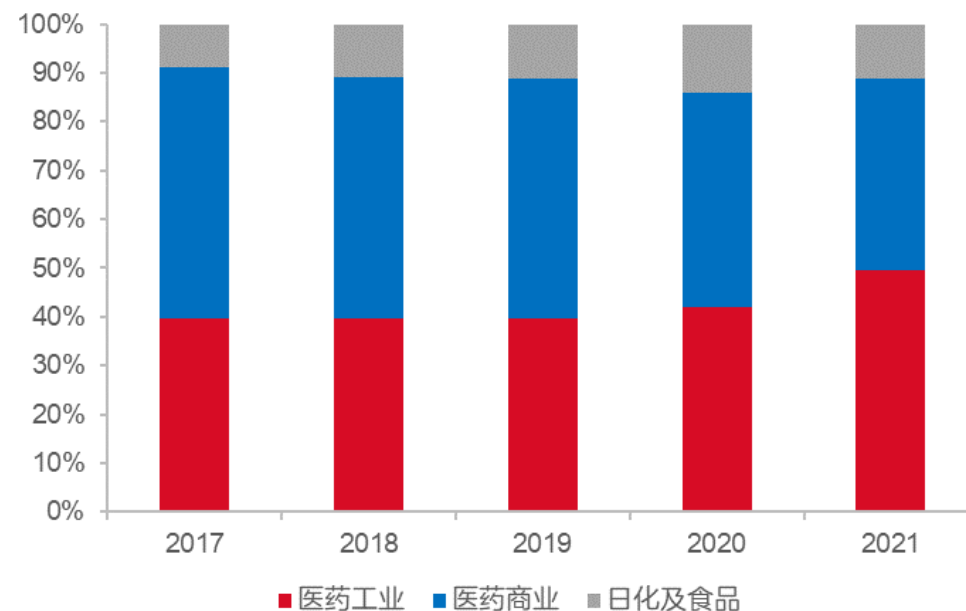


资料来源：公司公告，东海证券研究所

片仔癀：核心品种持续增长，日化领域多元发展

- 核心品种片仔癀锭剂为国家级中药保护品种，多年持续良好增长，毛利率80%以上，2021年贡献收入37亿；安宫牛黄丸逐渐放量，2021年营收近1亿。
- 公司近年来加快布局药房销售，包括开设片仔癀体验馆、积极与连锁药房和零售合作、加大天猫和京东等线上平台的产品投放，满足广大消费群体对片仔癀及系列产品的零售需求，同时也对产品价格实现良好把控。
- 向消费领域进军，积极发展日化产品、食品等消费领域产品，打造特色产品线，树立品牌，目前营收占比10%左右。

	2017	2018	2019	2020	2021
营业总收入	37.1	47.7	57.2	65.1	80.2
同比(%)	60.9	28.3	20.1	13.8	23.2
净利润	7.8	11.3	13.9	16.9	24.6
同比(%)	54.0	44.6	22.9	21.8	45.9
销售毛利率(%)	43.3	42.4	44.2	45.2	50.7
销售净利率(%)	21.0	23.7	24.2	26.0	30.7
ROE(摊薄)(%)	19.5	22.8	20.7	21.3	25.1



资料来源：公司公告，东海证券研究所

- **政策风险：**医药生物行业政策推进具有不确定性，集采等政策的执行力度对行业整体影响较大。
- **业绩风险：**医药生物上市公司可能存在业绩不及预期，外延并购整合进展不及预期，产品研发进展不及预期等风险。
- **事件风险：**医药生物行业突发事件可能造成市场动荡，影响板块整体走势，新冠疫情仍是当前很大不确定性因素。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8621）20333619

传真：（8621）50585608

邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8610）59707105

传真：（8610）59707100

邮编：100089

务实、创新、规范、协同

PRAGMATIC、INNOVATIVE、DISCIPLINED、COLLABORATIVE



东海证券微信订阅号



东海研究微信订阅号

东海证券股份有限公司研究所

杜永宏

dyh@longone.com.cn