

医药行业

买入（维持评级）

行业深度研究

证券研究报告

医药组

分析师：王班（执业 S1130520110002）

wang_ban@gjzq.com.cn

分析师：赵海春（执业 S1130514100001） 联系人：王维肖

zhaohc@gjzq.com.cn

wangweix@gjzq.com.cn

医药板块底部三重共振向上，看好修复与创新双主线

投资逻辑

医药板块底部三重共振向上：政策、业绩、估值/持仓底部，持续边际改善。医药政策预期见底回升，医保谈判是 2023 年的重要催化；常规医药业绩底部，2023 开启底部反转周期；估值历史底部，持仓底部低配，多类优质医药资产已极具长期配置价值。看好常规医药修复与创新双主线。

疫情防控进入新阶段，变异株毒性下降，我国进入科学精准防控新阶段，看好常规医药板块复苏大方向。由于疫情封控，医院端人流受到限制，创新药械的销售均受到不同程度影响。除了创新药械的院内销售外，相关在研产品的临床试验推进也受到疫情的影响，患者招募、临床试验的推进等过程都面临一定疫情的新挑战。伴随医院端业务回归常态化，相关业务进入持续恢复的上升通道。当然，考虑到流感等季节性疾病高发，以及新冠疫情潜在反复的可能性，医院端场景的业务修复可能是一个波折起伏、震荡向上的过程。

药品板块持续关注具备商业化推广能力的创新 Pharma 龙头、具备业绩兑现能力和确定性的转型药企、具备创新催化的 biotech 企业和中医药龙头企业四大方向。多年来持续的政策、资本推动下，新药研发速度持续加速，中国医药创新逐步接入 1.0 开花结果的阶段，创新成果不断开始上市、放量兑现，国内外合作保持高度活跃状态。随着院内诊疗的持续修复，医保谈判常态化催化创新成果快速兑现，持续看好本土创新药。

CXO 有望成为 2023 医药配置胜负手：业绩有韧性，估值持续修复，节奏有差异。前期压制板块估值的主要因素主要有两个，行业景气度和中美关系。投融资来看，2021 年历史高位之后，随着全球流动性的收紧，2022 年较为明显的下降，但仍处于历史高位，医药创新需求来看，仍具有较强韧性，海外 CXO 的三季度来看，行业景气度保持较高水平，非新冠常规业务订单保持高增长，特别是 biotech 需求超预期、保持旺盛状态。因此 CXO 板块，特别是龙头公司的业绩高成长确定性强、具备较高的韧性。中美关系对重点公司和板块的压制作用，随着药明生物 UVL 的移出，持续修复。看好后续逐季度业绩和订单的兑现带来的估值持续修复。

医药上游供应链看好国产替代背景下的产业升级持续推进。“十四五”医药工业发展规划 16 次提及“供应链”，首次并多次提及“供应链稳定可控”。中国医药上游供应链已呈现出持续升级、中高端市场分层逐步替代趋势。①原料药：看好产业升级和产业延展带来的持续增量，另一方面基础盈利能力的持续修复也将成为 2023 年的一个趋势。②试剂耗材逐渐进入行业红利期，加速成长。行业红利与技术突破共同推动试剂耗材板块持续高景气，疫情带动抗原检测试剂和辅料需求增长、中国产业链优势承接低值医用耗材和实验室试剂耗材等需求转移、技术突破实现培养基、分离纯化填料等业绩放量。③制药装备产业：行业集中度不断提升，龙头新业务稳健拓展。④科学仪器国产替代加速，有望加速进入成长拐点。

投资建议

看好常规医药修复与医药创新双主线，重点关注药明生物、康龙化成、药明康德、恒瑞医药、聚光科技等。

风险提示

新冠疫情发展变化风险，创新药研发风险，产品产能不及预期风险，行业政策监管风险，订单及销售不及预期风险，医保谈判不及预期风险，国内和海外市场竞争加剧风险，汇率波动风险等。

内容目录

医药板块底部三重共振向上：政策、业绩、持仓底部，持续边际改善.....	4
医药政策底部：持续边际回暖，关注明年初医保谈判	4
业绩底已现：疫情影响持续减弱，业绩预期底部反转.....	7
估值和持仓历史底部：底部低配，医药配置有望底部反转	8
疫情防控进入新阶段，看好常规医药板块复苏大方向.....	9
变异株毒性下降，我国进入科学精准防控新阶段.....	9
持续看好国内医药创新方向发展.....	11
国内创新药加快审评审批路径逐步完善.....	12
创新药企业持续研发投入，管线不断推进.....	13
CXO 有望成为 2023 医药配置胜负手：业绩有韧性，估值持续修复，节奏有差异.....	14
估值和配置处于历史底部.....	14
国内医药创新具备一定韧性.....	15
全球医药创新持续保持高景气.....	16
中国医药上游供应链迎来黄金发展机遇期.....	17
整体观点.....	17
制药装备产业：行业集中度不断提升，龙头新业务稳健拓展.....	17
科学仪器产业：经济高质量发展支柱型产业，国产替代迎来拐点.....	18
投资逻辑.....	20
投资建议.....	20
风险提示.....	20

图表目录

图表 1： 2022 年医疗卫生政策全景.....	4
图表 2： 2012 年至今国家医保基金收入和支出情况.....	4
图表 3： 2012 年至今国家医保基金结余情况.....	4
图表 4： 重点企业通过形式审查的重点品种（部分）	5
图表 5： 医药制造业工业增加值（当月同比，%）	7
图表 6： 2016-2022H1 诊疗人次（亿人次）.....	8
图表 7： 2021-2022 年诊疗人次分析.....	8
图表 8： 医药生物（申万）指数动态 PE 变化.....	8
图表 9： 权益基金医药持仓情况（估计值）	8
图表 10： 权益基金医药配置处于历史底部.....	8
图表 11： 新冠变异株进化史.....	9

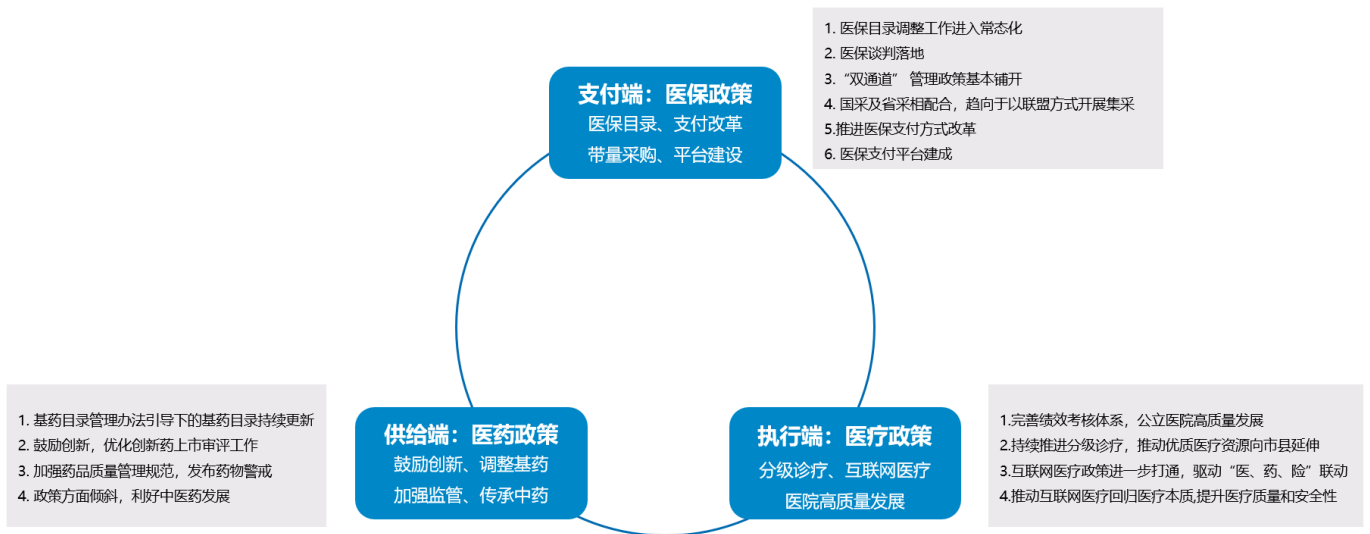
图表 12: 2020.5-2022.12 月各时期主导变异株	9
图表 13: 全球确诊病例统计	10
图表 14: 全球死亡病例统计	10
图表 15: 国内新增本土确诊病例和本土无症状感染者	10
图表 16: 2019Q1-2022Q2 样本医院药品销售情况	11
图表 17: 2012-2022H1 样本医院药品销售情况	11
图表 18: 中国加速审评审批路径概览	12
图表 19: 中国历年创新药上市审评平均时间 (天)	12
图表 20: 肿瘤领域代表性药物中美获批时间差	13
图表 21: A 股创新药企业研发费用 (截至 2022Q3)	13
图表 22: 港股创新药企业研发费用 (截至 2022H1)	13
图表 23: 创新药企研发费用 TOP 10 (2022 年 Q1-Q3)	14
图表 24: CXO 指数动态 PE 情况	14
图表 25: 部分国内 CXO 企业估值预期 (Wind 一致预期)	15
图表 26: 国内创新药投融资情况	15
图表 27: 国内创新药月度投融资情况	15
图表 28: 国内历年创新药 IND 申报情况 (按受理号)	16
图表 29: 国内历年新登记临床情况	16
图表 30: 全球生物医药投融资情况	16
图表 31: 国内医药上游供应链发展阶段	17
图表 32: 中国制药装备产业图谱	18
图表 33: 国内质谱仪企业产品管线布局情况 (部分)	19

医药板块底部三重共振向上：政策、业绩、持仓底部，持续边际改善

医药政策底部：持续边际回暖，关注明年初医保谈判

协同推进“三医”联动改革，推进医改向纵深发展。医药、医保、医疗政策齐发力，共筑三医联动宏伟蓝图。今年，国家相继出台了多份医疗卫生政策、文件，为2022年国家医疗卫生工作做出指示，如政府工作报告、深化医改重点工作任务、药品管理法实施条例修订、纠风工作要点等。今年两会上，代表们纷纷围绕带量采购、创新药、中医药等热点议题建言献策。全国统一医保平台的建立，标志着医保信息化、标准化取得了里程碑式的突破，同时医保支付方式改革也更进一步。此外，医保支付标准试点工作仍在不断推进、门诊共济保障机制逐步建立健全、医保基金监管加强、公立医院高质量发展和互联网医院的落实等内容也尤为重要。

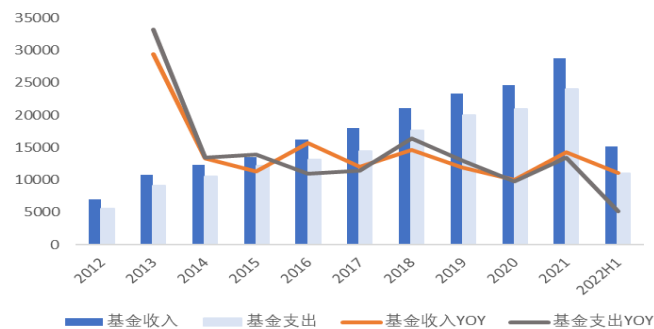
图表1：2022年医疗卫生政策全景



来源：各政府部门官网，国金证券研究所

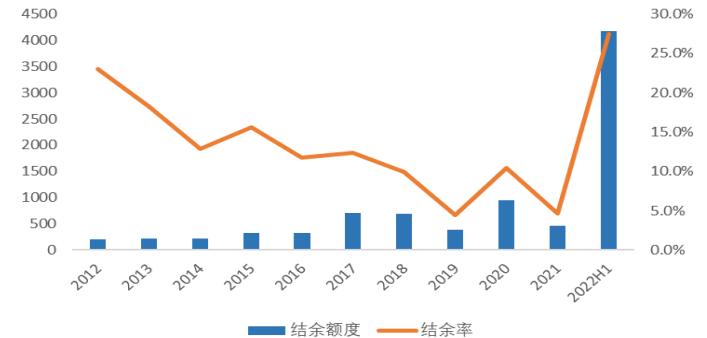
全国医保基金收支平衡，略有结余。2021年，基本医疗保险基金（含生育保险）总收入、总支出分别为2.87万亿元、2.4万亿元，年末基本医疗保险（含生育保险）累计结存3.61万亿元。2022年上半年，基本医疗保险（含生育保险）基金收入1.52万亿元，其中，职工基本医疗保险（含生育保险）9933亿元，城乡居民基本医疗保险5266亿元。基本医疗保险（含生育保险）基金支出1.1万亿元，其中，职工基本医疗保险（含生育保险）6869亿元，城乡居民基本医疗保险4161亿元。2022年受疫情影响，上海等部分地区常规医疗服务量有一定程度下降，医保基金支出增速放缓。

图表2：2012年至今国家医保基金收入和支出情况



来源：国家医保局，国金证券研究所

图表3：2012年至今国家医保基金结余情况



来源：国家医保局，国金证券研究所

医保目录调整常态化，关注明年初医保谈判。中国医疗保险制度经历多年发展，从

2017年起逐步进入到建设具有中国特色医疗保险制度的发展阶段。2018年国家医疗保障局正式成立，2018年以后，我国逐渐建立起医保动态调整机制，医保目录调整周期由原来的多年调整一次，逐渐进展为每年常态化调整。2020年起，国家医保目录调整要求全部入选品种均需经过医保谈判。每年的医保目录常态化谈判调整，为创新药获批上市后进入医保目录提供了快速、稳定的通道。

2022年6月13日，国家医保局发布《2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整工作方案（征求意见稿）》以及《2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整申报指南（征求意见稿）》《谈判药品续约规则（征求意见稿）》《非独家药品竞价规则（征求意见稿）》。经过2019年至2021年的发展，2022年医保谈判政策已经趋于大致稳定，其中针对鼓励仿制药品目录、鼓励研发申报儿童药品清单中的药品，和罕见病药品，今年医保政策放宽了申报条件，不要求在2017年之后获批。其它产品的申报要求去2021年保持一致。此外，2022年医保局新出台了谈判药品续约规则，规则清晰边际利好。本次医保局公布了《谈判药品续约规则（征求意见稿）》，分类提出谈判药品（含谈判续约药品）协议到期后的处理规则。这一规则利好医保稳定品种，长期来看利好所有品种在达到稳定状态后，维持稳定的医保价格。

2022年9月，国家医保局公布了《2022年国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录调整通过形式审查的申报药品名单》，今年国家医保局共收到537条申报信息，涉及490个通用名药品，共计343个药品符合今年的医保目录调整申报条件，通过了形式审查，通过比例为70%，其中198个目录外药品通过形式审查，通过比例为60%，目录145个目录内药品通过形式审查，通过比例为91%。下一步这些药品将有资格进入到专家评审及后续的谈判或竞价环节。

建议关注医保谈判通过形式审查产品数量较多企业，尤其关注（1）兼具研发能力和成熟销售能力的Pharma类企业，例如恒瑞医药、先声药业、翰森药业、中国生物制药、科伦药业、罗欣药业等；（2）从Biotech成功成长为BioPharma的企业，例如百济神州、信达生物、君实生物等；（3）具有创新研发能力的头部Biotech企业，例如荣昌生物、康方生物、艾力斯、药明巨诺、再鼎医药、亚盛药业等。

图表4：重点企业通过形式审查的重点品种（部分）

序号	药品通用名称	是否独家	通过的申报条件	申报企业
1	羟乙磺酸达尔西利片	是	目录外条件1	江苏恒瑞医药股份有限公司
2	脯氨酸恒格列净片	是	目录外条件1	江苏恒瑞医药股份有限公司
3	瑞维鲁胺片	是	目录外条件1	江苏恒瑞医药股份有限公司
4	注射用卡瑞利珠单抗	是	目录内条件2	苏州盛迪亚生物医药有限公司
5	马来酸吡咯替尼片	是	目录内条件2	江苏恒瑞医药股份有限公司
6	注射用甲苯磺酸瑞马唑仑	是	目录内条件2	江苏恒瑞医药股份有限公司
7	盐酸艾司氯胺酮注射液	是	目录内条件1	江苏恒瑞医药股份有限公司
8	昂丹司琼口溶膜	是	目录外条件1	江苏恒瑞医药股份有限公司
9	尼莫地平口服溶液	是	目录外条件1,5	江苏恒瑞医药股份有限公司
10	普瑞巴林缓释片	是	目录外条件1	江苏恒瑞医药股份有限公司
11	培门冬酶注射液	是	目录内条件1	江苏恒瑞医药股份有限公司
12	注射用贝林妥欧单抗	是	目录外条件1,2	百济神州（北京）生物科技有限公司
13	注射用卡非佐米	是	目录外条件1	百济神州（北京）生物科技有限公司
14	注射用司妥昔单抗	是	目录外条件1,6	百济神州（北京）生物科技有限公司
15	地舒单抗注射液	是	目录内条件1,2	百济神州（北京）生物科技有限公司
16	替雷利珠单抗注射液	是	目录内条件2	百济神州（北京）生物科技有限公司
17	阿达木单抗注射液	否	目录内条件2	信达生物制药（苏州）有限公司
18	利妥昔单抗注射液	否	目录内条件2	信达生物制药（苏州）有限公司
19	信迪利单抗注射液	是	目录内条件2	信达生物制药（苏州）有限公司
20	特瑞普利单抗注射液	是	目录内条件2	上海君实生物医药科技股份有限公司
21	恩沃利单抗注射液	是	目录外条件1	四川思路康瑞药业有限公司

22	斯鲁利单抗注射液	是	目录外条件 1	上海复宏汉霖生物制药有限公司
23	卡度尼利单抗注射液	是	目录外条件 1	康方药业有限公司
24	注射用维迪西妥单抗	是	目录内条件 2	荣昌生物制药（烟台）股份有限公司
25	注射用恩美曲妥珠单抗	是	目录外条件 1	上海罗氏制药有限公司
26	瑞基奥仑赛注射液	是	目录外条件 1	上海药明巨诺生物科技有限公司
27	甲磺酸奥希替尼片	是	目录内条件 2	阿斯利康（无锡）贸易有限公司
28	甲磺酸伏美替尼片	是	目录内条件 2	上海艾力斯医药科技股份有限公司
29	甲磺酸阿美替尼片	是	目录内条件 2	江苏豪森药业集团有限公司
30	奥氮平口溶膜	否	目录外条件 1	江苏豪森药业集团有限公司
31	伊奈利珠单抗注射液	是	目录外条件 1,6	常州恒邦药业有限公司（翰森制药）
32	甲磺酸氟马替尼片	是	目录内条件 1	江苏豪森药业集团有限公司
33	聚乙二醇洛塞那肽注射液	是	目录内条件 1	江苏豪森药业集团有限公司
34	注射用福沙匹坦双葡甲胺	否	目录外条件 1,5	山东罗欣药业集团股份有限公司 江苏豪森药业集团有限公司 正大天晴药业集团股份有限公司
35	氢溴酸伏硫西汀片	否	目录外条件 1	石药集团欧意药业有限公司 正大天晴药业集团股份有限公司 灵北（北京）医药信息咨询有限公司
36	曲氟尿苷替匹嘧啶片	否	目录外条件 1	齐鲁制药有限公司 正大天晴药业集团股份有限公司
37	托伐普坦片	否	目录外条件 2	南京正大天晴制药有限公司
38	吸入用氯醋甲胆碱	是	目录外条件 1	正大天晴药业集团股份有限公司
39	注射用多黏菌素 E 甲磺酸钠	否	目录外条件 1	正大天晴药业集团股份有限公司 江苏奥赛康药业有限公司
40	注射用福沙匹坦双葡甲胺	否	目录外条件 1,5	山东罗欣药业集团股份有限公司 江苏豪森药业集团有限公司 正大天晴药业集团股份有限公司
41	氟维司群注射液	否	目录内条件 2	正大天晴药业集团股份有限公司
42	来那度胺胶囊	否	目录内条件 2	正大天晴药业集团南京顺欣制药有限公司
43	唑来膦酸注射液	否	目录内条件 2	正大天晴药业集团股份有限公司
44	盐酸安罗替尼胶囊	是	目录内条件 2	正大天晴药业集团股份有限公司
45	注射用甲苯磺酸奥马环素	是	目录外条件 1	再鼎医药（上海）有限公司
46	西格列他钠片	是	目录外条件 1	成都微芯药业有限公司
47	奥雷巴替尼片	是	目录外条件 1	广州顺健生物医药科技有限公司（亚盛药业）
48	度维利塞胶囊	是	目录外条件 1	石家庄欧意和医药销售有限公司
49	阿普米司特片	是	目录外条件 1	江苏复星医药销售有限公司
50	奈妥匹坦帕洛诺司琼胶囊	是	目录外条件 1	江苏复星医药销售有限公司
51	替戈拉生片	是	目录外条件 1	罗欣药业（上海）有限公司
52	盐酸氨溴索喷雾剂	是	目录外条件 1	罗欣药业（上海）有限公司
53	盐酸丙卡巴肼胶囊	是	目录外条件 1	广州兆科联发医药有限公司
54	利鲁唑口服混悬液	是	目录外条件 1,6	广州兆科联发医药有限公司
55	枸橼酸爱地那非片	是	目录外条件 1	悦康药业集团股份有限公司
56	碳酸氢钠林格注射液	否	目录外条件 1	四川科伦药业股份有限公司

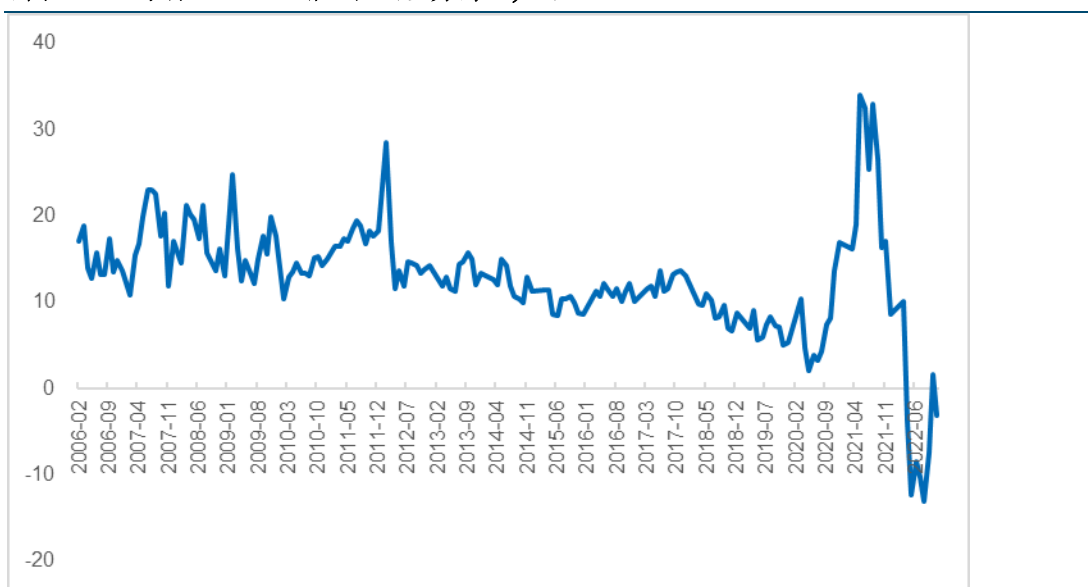
57	中长链脂肪乳/氨基酸（16）/葡萄糖（36%）注射液	是	目录外条件 1	四川科伦药业股份有限公司
58	注射用头孢他啶/5%葡萄糖注射液	是	目录外条件 1	四川科伦药业股份有限公司
59	舒更葡糖钠注射液	否	目录外条件 1	江苏海岸药业有限公司 成都苑东生物制药股份有限公司 四川科伦药业股份有限公司
60	阿兹夫定片	是	目录外条件 1	河南真实生物科技有限公司

来源：国家医保局，国金证券研究所

业绩底已现：疫情影响持续减弱，业绩预期底部反转

受到疫情及集采等政策影响，2022年1-11月我国医药制造业复苏相对缓慢，后续疫情等因素持续减弱，行业复苏、底部反转预期持续增强。2022年1-11月我国医药制造业工业增加值累计同比下降3.70%。

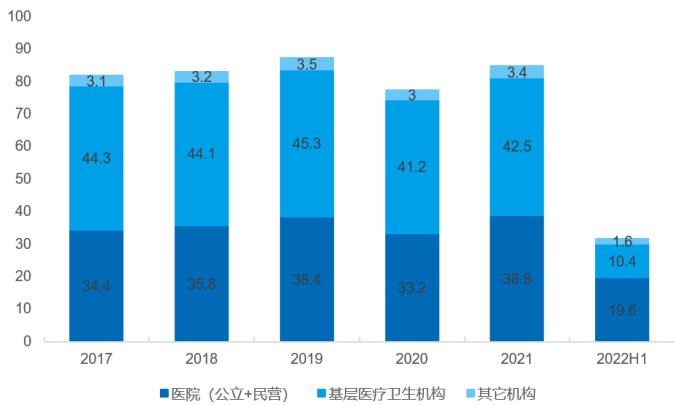
图表5：医药制造业工业增加值（当月同比，%）



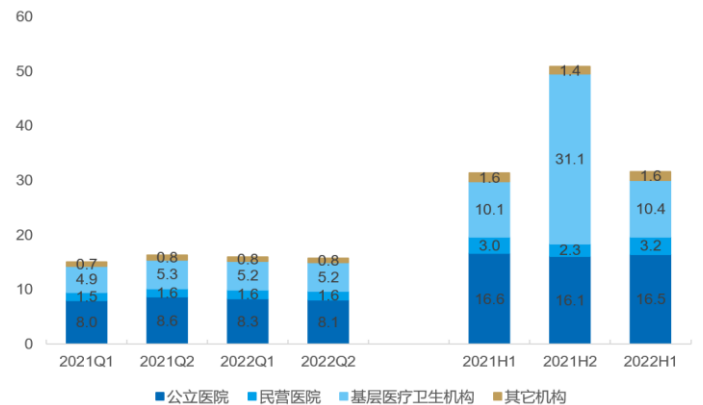
来源：Wind，国金证券研究所

疫情及疫情防控措施对诊疗量有较大影响。根据卫健委数据，2022年1-3月，全国医疗卫生机构总诊疗人次为15.9亿人次，同比增长6.0%。其中公立医院8.3亿人次，同比增长4.4%；民营医院1.6亿人次，同比增长8.3%；基层医疗卫生机构5.2亿人次，同比增长8.0%。但是二季度受疫情影响，诊疗人次增速明显下降。2022年1-6月，全国医疗卫生机构总诊疗人次31.6亿，同比增长仅1.0%。其中公立医院16.5亿人次，同比下降0.8%；民营医院3.2亿人次，同比增长4.2%，基层医疗卫生机构10.4亿人次，同比增长3.0%。

图表6: 2016-2022H1 诊疗人次 (亿人次)



图表7: 2021-2022 年诊疗人次分析



来源: 卫健委, 国金证券研究所

来源: 卫健委, 国金证券研究所

估值和持仓历史底部: 底部低配, 医药配置有望底部反转

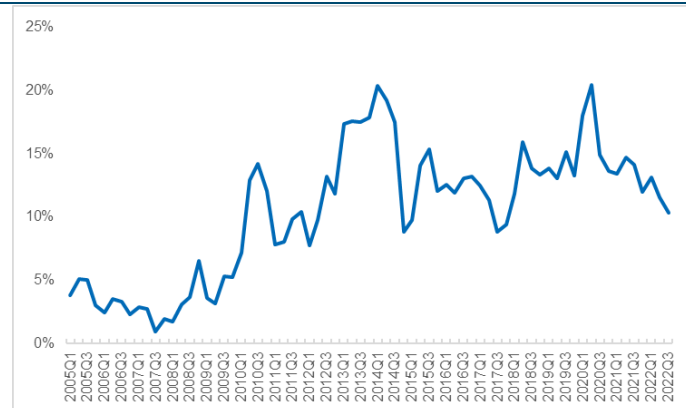
医药板块估值和持仓处于历史底部, 从权益基金的医药持仓和超配情况来看, 医药板块的配置也处于历史低配, 2023 年医药配置有望底部反转。2022 年 12 月 22 日, 医药生物 (申万) 指数 PE^{ttm} 23.12, 处于动态 PE 历史底部。

图表8: 医药生物 (申万) 指数动态 PE 变化



来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 权益基金医药持仓情况 (估计值)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 权益基金医药配置处于历史底部



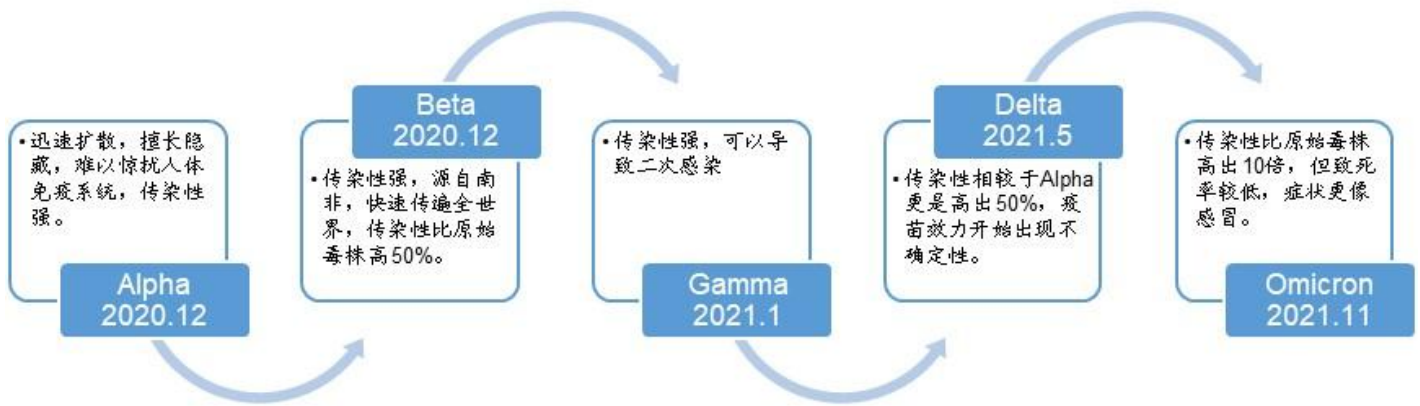
来源: Wind, 国金证券研究所

疫情防控进入新阶段，看好常规医药板块复苏大方向

变异株毒性下降，我国进入科学精准防控新阶段

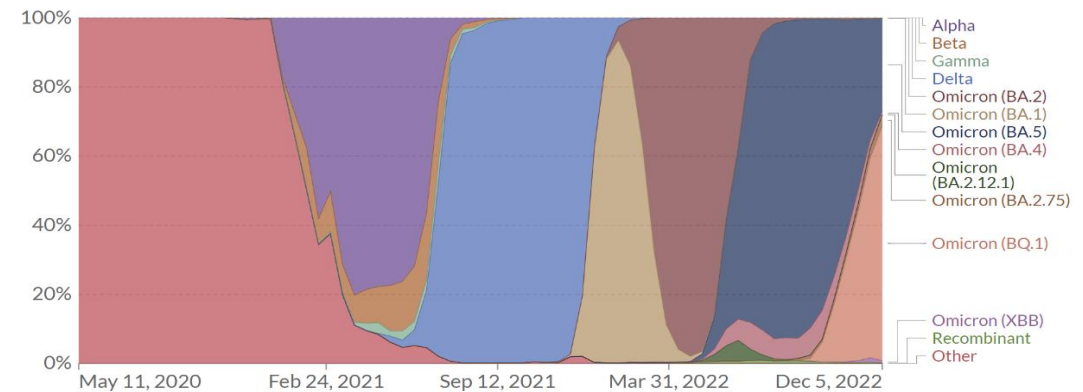
疫情三年来，新冠病毒也在通过不断变异和人类做斗争，产生了 Alpha、Beta、Gamma、Delta、Omicron 等变体，目前世界流行的毒株为 Omicron。对比前几代毒株，Omicron 具有更强的传播性，但毒性明显下降。

图表11：新冠变异株进化史



来源：Our World in Data, 国金证券研究所

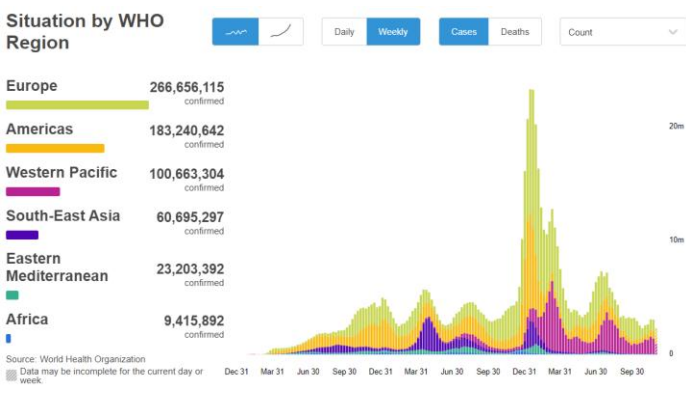
图表12：2020.5-2022.12月各时期主导变异株



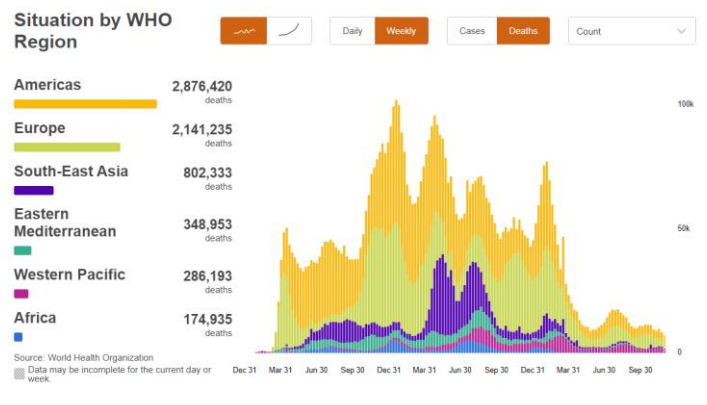
来源：Oxford University, 维基百科, 国金证券研究所注：截至 2022/12/6

2022 年，全球疫情在年初经历了 Omicron 变异株带来的高峰，在年中经历了一波 Omicron 变异株亚种 BA.5 带来的小高峰，之后全球疫情区域稳定，目前新增病例人数和死亡病例人数均保持在较低水平。

图表13: 全球确诊病例统计



图表14: 全球死亡病例统计

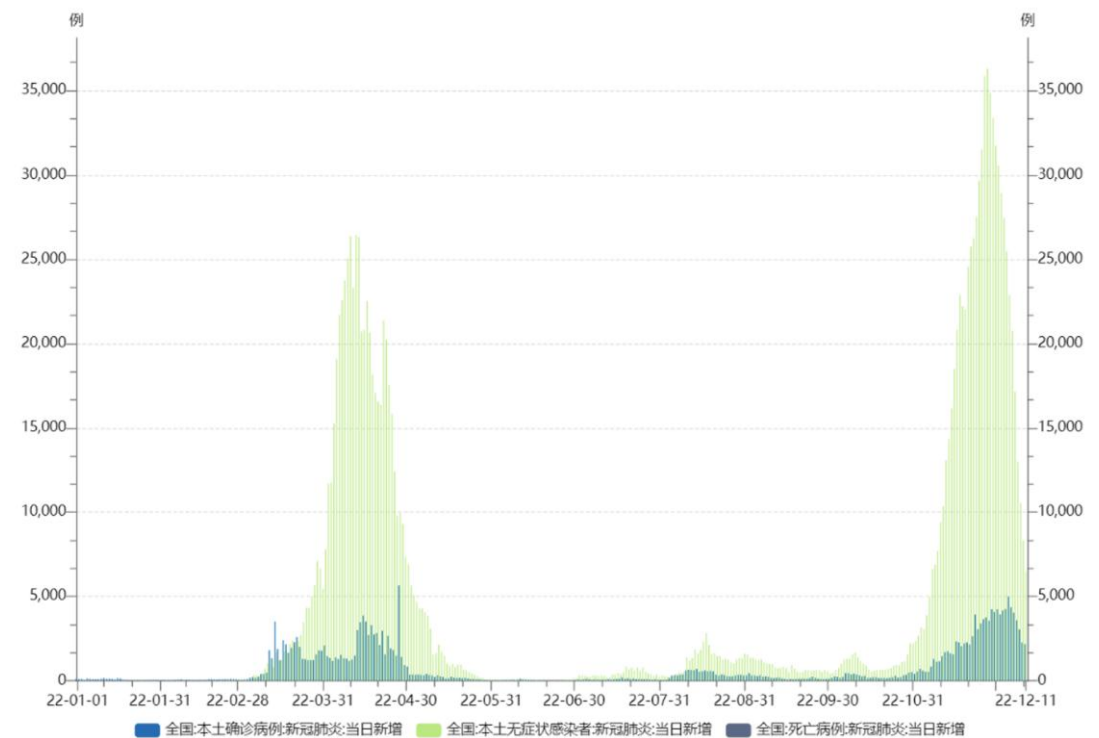


来源: 国金证券研究所

来源: 国金证券研究所

国内疫情在今年经历两波反复, 第一波是4月份前后以上海为主的疫情反复, 第二波是10月之后以广州、北京等城市为主的疫情散发。目前第二波疫情的确诊病例人数和无症状感染者人数均已经开始下降。

图表15: 国内新增本土确诊病例和本土无症状感染者



来源: Wind, 国金证券研究所

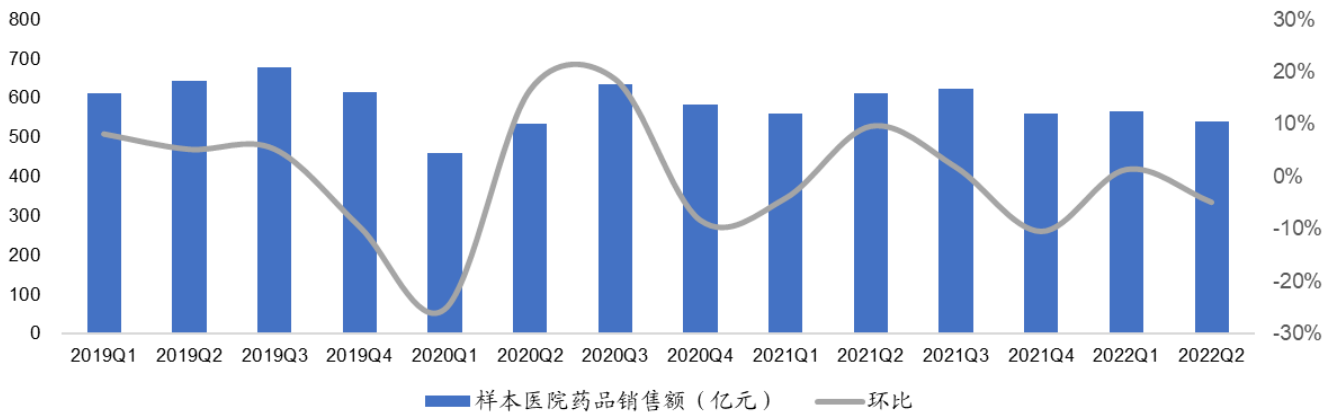
随着新冠疫情不断发展, 病毒致死率开始出现明显下降, 根据国家卫生健康委员会官方网站统计数据显示, 2022年中国感染新冠后死亡率降低至千分之三, 重症率在感染人群中约为0.3%。根据《Global Percentage of Asymptomatic SARS-CoV-2 Infections Among the Tested Population and Individuals With Confirmed COVID-19 Diagnosis》研究显示, 新冠感染后, 约40%的人呈现无症状。

2022年11月11日, 国务院联防联控机制公布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施 科学精准做好防控工作的通知》。通知指出, 党中央对进一步优化防控工作的二十条措施作出重要部署、提出明确要求, 各地各部门要不折不扣把各项优化措施落实到位。2022年12月7日, 国务院联防联控机制发布关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知, 根据当前疫情形势和病毒变异情况, 为更加科学精准防控, 切实解决防控工作中存在的突出问题, 现就进一步优化落实疫情防控的十条措施。优化调整防控措施是适应疫情防

控新形势和新冠病毒变异的新特点，坚持既定的防控策略和方针，进一步提升防控的科学性、精准性，最大程度保护人民生命安全和身体健康，最大限度减少疫情对经济社会发展的影响。二十条和新十条的发布标志着国内疫情防控进入了科学精准防控的新阶段，预计随着疫情企稳，随着优化疫情防控政策的逐步推进和落实，国内医院的诊疗人次会有明显恢复性增长。在诊疗人次增速恢复的情况下，预计创新药械、医疗服务等均会有不同程度的恢复，看好医药行业整体业绩复苏。

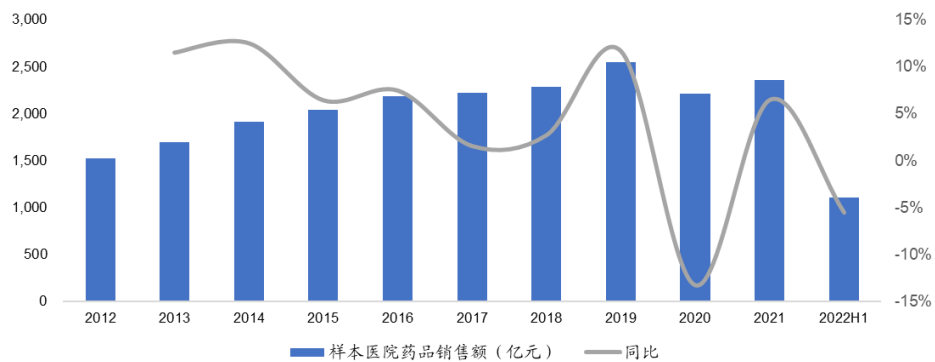
由于疫情封控，医院端人流受到限制，药品整体销售受损，尤其是创新药，从临床到商业化都受到严重影响。就药品销售而言，通过 PDB 数据可以看出，整体药品销售额在新冠疫情出现后增速明显放缓，2020 年销售额同比下滑 13%，2021 年同比增加 6.5%，但 2022 年疫情反复后上半年销售额同比下滑 5%。

图表 16：2019Q1-2022Q2 样本医院药品销售情况



来源：PDB，国金证券研究所

图表 17：2012-2022H1 样本医院药品销售情况



来源：PDB，国金证券研究所

除了创新药械的院内销售外，相关在研产品的临床试验推进也受到疫情的影响，患者招募、临床试验的推进等过程都面临一定疫情的新挑战。与之对应的，以医院为主要业务场景之一的临床 CRO（包括 SMO）2022 年也受到了一定疫情的负面影响。

伴随医院端业务回归常态化，相关业务进入持续恢复的上升通道。当然，考虑到流感等季节性疾病高发，以及新冠疫情潜在反复的可能性，医院端场景的业务修复是一个波折起伏、震荡向上的过程。

持续看好国内医药创新方向发展

多年来持续的政策、资本推动下，新药研发速度持续加速，中国医药创新逐步接入 1.0 开花结果的阶段，创新成果不断开始上市、放量兑现，国内外合作保持高度活跃状态。随着院内诊疗的持续修复，医保谈判常态化催化创新成果快速兑现，持续看好本土创新药方向。药品板块持续关注具备商业化推广能力的创新 Pharma 龙头、具备业绩兑现能力和

确定性的转型药企、具备创新催化的 biotech 企业和中医药龙头企业四大方向。重点关注恒瑞医药、百济神州、科伦药业、人福医药、恩华药业、荣昌生物、康方生物、诺诚健华、康诺亚、以岭药业等。

国内创新药加快审评审批路径逐步完善

国内创新药审评审批制度逐渐完善，近年的药政改革也引入了一系列药品加快审评审批路径，以加速药物开发和审评。这些措施中，包括 2015 年实施的对于具有显著临床获益药物缩短审评时间的优先审评 (Priority Review) 制度，2017 年国家药品监督管理局发布实施的允许以替代终点或中间临床终点指标支持用于治疗严重或危及生命疾病的药物获得附条件批准 (Conditional Approval) 的相关法规，以及 NMPA 在 2018 年发布的允许基于其他国家/地区试验数据加速批准境外上市的临床急需新药在我国上市。2020 年 7 月，我国继续推出一项突破性疗法 (BT) 路径，授予初步证据显示具有明显临床优势的产品。获得认定的药物可在开发和注册中得到监管机构的深入指导。

图表 18：中国加速审评审批路径概览

中国加速审评审批路径	开始年份	候选药物要求	主要加速措施
优先审评 Priority Review	2015	具有明显临床优势的新药；用于预防和治疗特定疾病的药品 (如艾滋病、肺结核、乙肝/丙肝、罕见病、恶性肿瘤以及儿童用药品和老年人特有和多发的疾病)；临床急需药品或符合附条件批准或纳入突破性疗法及其他相关标准的药品，包括一致性评价的仿制药。	从标准审评的 200 天缩短为 130 天
附条件批准 Conditional Appr	2017	防治严重危及生命或严重影响生活质量的疾病、公共卫生方面急需的药品或未在境内上市的重大突发卫生事件急需的疫苗、已有数据显示疗效并能预测其临床价值。	可以申请优先审评，可以通过替代终点或单臂临床试验提供的证据进行批准，但必须通过进一步的验证性试验进行验证
境外上市的临床急需新药 Urgently Needed Overseas Drugs	2018	用于治疗罕见病的药品；用于防治严重危及生命疾病，且尚无有效治疗或预防手段的药品；用于防治严重危及生命疾病，且具有明显临床优势的药品。	罕见病 3 个月，其他药品 6 个月
突破性疗法 Breakthrough Therapy Designation	2020	用于防治严重危及生命或严重影响生活质量的疾病、对于尚无有效治疗手段的，该药物可以提供有效防治手段或与现有治疗手段相比具有更明显的临床优势。	可以申请优先审评，可以滚动提交上市申请，在研发早期即可获得药监局的更多沟通和指导

来源：NMPA, PubMed, 国金证券研究所

在日益完善的审评审批体系和逐渐丰富的加速审评审批路径下，中国创新药的平均上市审评时间呈逐渐缩短趋势。据医药魔方统计，2021 年获批创新药平均审评时间约为 412 天。

图表 19：中国历年创新药上市审评平均时间 (天)



来源：医药魔方，国金证券研究所

我们选取了肿瘤领域的 4 个代表性的分子类型及靶点的药物，比较了 first-in-class 新药在美国上市的时间、在中国上市的时间、以及国内首款同靶点国产药上市的时间。

从小分子的代表性靶点 EGFR 来看，吉非替尼在美国上市时间为 2003 年 2 月，在国内

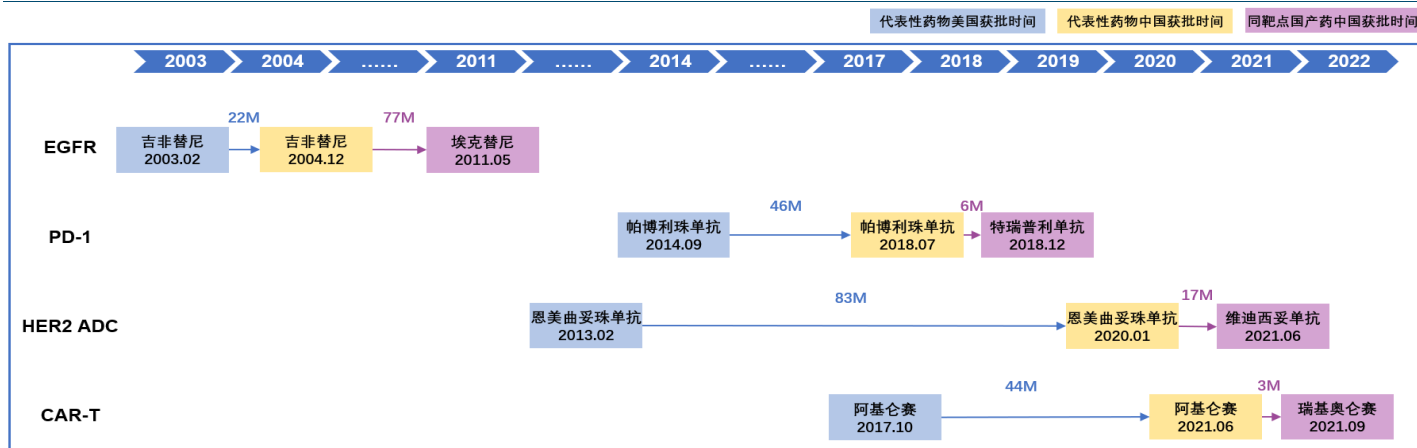
上市时间为 2004 年 12 月，时间相差 22 个月，而首个国产 EGFR 为贝达药业的埃克替尼，在 2011 年 6 月获批上市，距离吉非替尼在国内上市已经过去 77 个月。

从单抗代表药物 PD-1 来看，帕博利珠单抗在美国的上市时间为 2014 年 9 月，在中国上市时间为 2018 年 7 月，时间相差 46 个月，而此后首个国产 PD-1，君实生物的特瑞普利单抗在 2018 年 12 月获批上市，距离帕博利珠单抗在国内上市仅过去了 6 个月。

从 ADC 代表药物 HER2 ADC 来看，恩美曲妥珠单抗在美国上市时间为 2013 年 2 月，在国内上市时间为 2020 年 1 月，时间相差 83 个月。而首个国产 ADC，荣昌生物的维迪西妥单抗在国内上市时间为 2021 年 6 月，距离恩美曲妥珠单抗在国内上市仅过去了 17 个月。

从细胞疗法代表药物 CAR-T 来看，阿基仑赛在美国上市时间为 2017 年 10 月，在国内上市时间为 2021 年 9 月，时间相差 44 个月。而首个国产 CAR-T 疗法，药明巨诺的瑞基奥仑赛在 2021 年 9 月就获批上市，距离阿基仑赛国内上市仅过去 3 个月。

图表 20：肿瘤领域代表性药物中美获批时间差

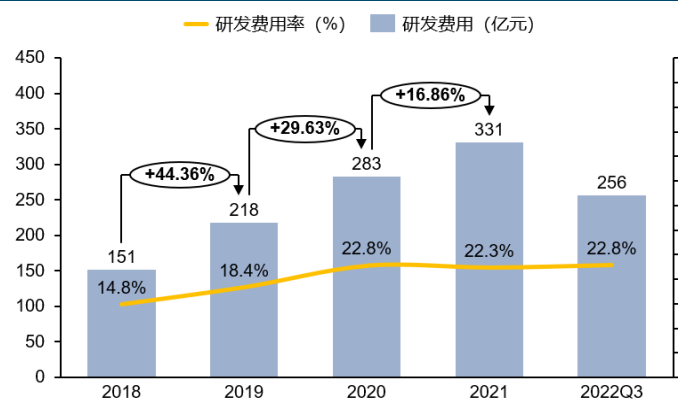


来源：医药魔方，PubMed，国金证券研究所

创新药企业持续研发投入，管线不断推进

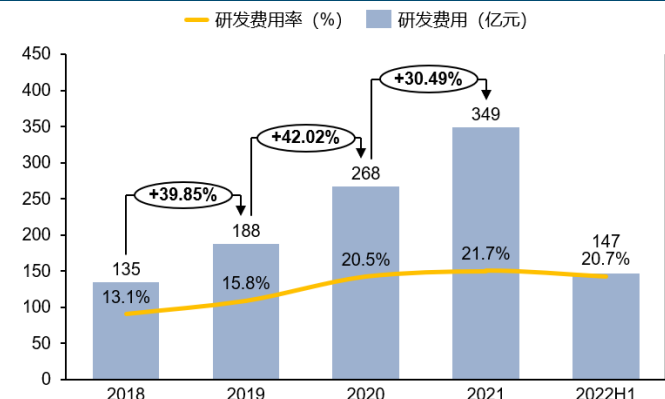
虽然受到疫情和业绩双重压力，创新药公司研发投入整体保持较高水平。截至 2022 年 Q3，A 股重点创新药企业研发费用为 256 亿元，研发费用率进一步上升至 22.8%。截至 2022 年 H1，港股重点创新药企业研发费用为 147 亿元，研发费用率略微下滑但仍保持在 20% 以上。

图表 21：A 股创新药企业研发费用（截至 2022Q3）



来源：Wind，国金证券研究所

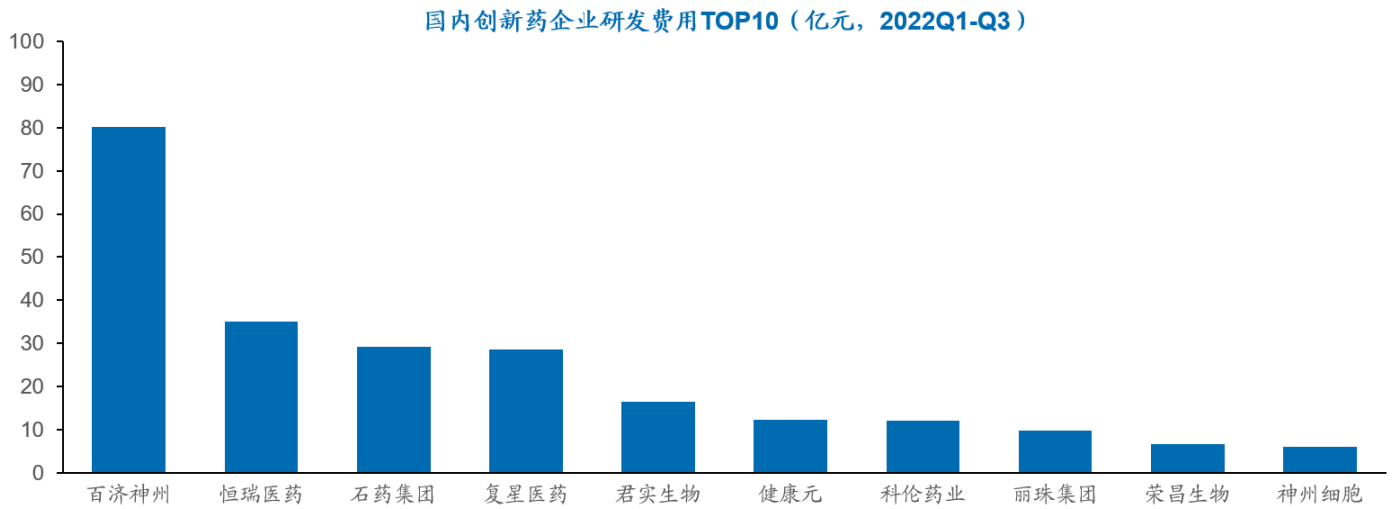
图表 22：港股创新药企业研发费用（截至 2022H1）



来源：Wind，国金证券研究所

头部创新药企研发费用保持高位，研发管线不断推进。中国第一波医药研发创新浪潮逐步进入开花结果阶段，医药创新成果的国内外转化和合作也在持续加速。

图表23: 创新药企研发费用TOP 10 (2022年Q1-Q3)



来源: Wind, 国金证券研究所

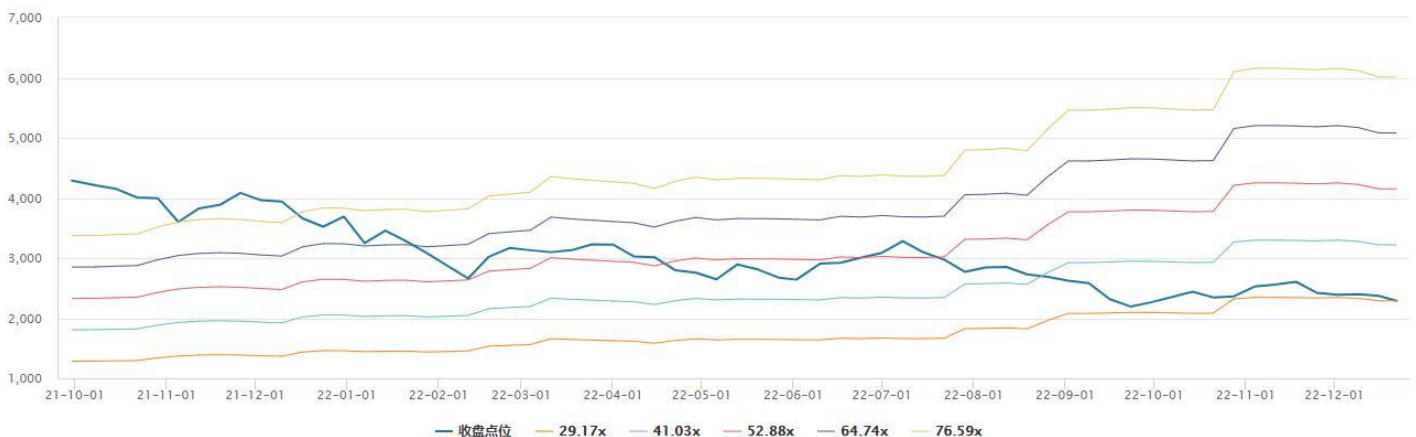
CXO 有望成为 2023 医药配置胜负手：业绩有韧性，估值持续修复，节奏有差异

前期压制板块估值的主要因素主要有两个，行业景气度和中美关系。投融资来看，2021年历史高位之后，随着全球流动性的收紧，2022年较为明显的下降，但仍处于历史高位，医药创新需求来看，仍具有较强韧性，海外CXO的三季度报来看，行业景气度保持较高水平，非新冠常规业务订单保持高增长，特别是biotech需求超预期、保持旺盛状态。因此CXO板块，特别是龙头公司的业绩高成长确定性强、具备较高的韧性。中美关系对重点公司和板块的压制作用，随着药明生物UVL的移出，持续修复。看好后续逐季度业绩和订单的兑现带来的估值持续修复。建议重点关注平台型龙头、细分领域龙头等方向，药明生物、康龙化成、药明康德、泰格医药、凯莱英，九洲药业、阳光诺和、百诚医药、昭衍新药、美迪西、皓元医药、药石科技、毕得医药、和元生物、奥浦迈等。

估值和配置处于历史底部

受到投融资下滑、中美关系等压制因素影响，CXO板块自2021年Q3开始持续调整，目前板块估值处于历史底部。基金配置情况来看，主动性基金对CXO板块的配置也处于相对较低水平。

图表24: CXO 指数动态PE情况



来源: Wind, 国金证券研究所

CXO 板块布局思路：业绩有韧性，估值持续修复，节奏有差异。总的来看，头部 CXO 企业业绩确定性高，估值低，具备中期维度估值持续修复的可能性，但 2023 年节奏会有一些差异。①部分 22 年新冠业务较多的龙头企业，23 年全年主业保持高速增长，表现增速稳定，下半年增速快于上半年，全年季度业绩增速呈现上升趋势，22 年年报对订单的披露和 23 年的业绩指引可能成为强催化剂。如药明生物、药明康德、凯莱英等。特别对药明生物而言，22Q4 以来生物大分子领域在 AD 等领域的全球研发进展，对未来 3-5 年生物大分子 CDMO 全球供需关系格局产生深远积极影响，预期边际改善明显。②康龙化成，主营业务保持高速增长，22 年没有新冠相关业务，新业务拓展导致利润率基数低，CMO、临床、CGT 等战略业务持续边际改善，23 年扭亏预期明确，开始进入利润率改善上升周期。③其他没有新冠业务基数问题，订单确定、业绩成长中枢稳定的龙头企业，如九洲药业、阳光诺和、百诚医药等。④国内收入占比较高，业绩确定，估值底部的标的，后续随着国内医药创新预期的持续边际回暖，具备较大弹性潜力，如美迪西、昭衍新药等。

图表 25：部分国内 CXO 企业估值预期 (Wind 一致预期)

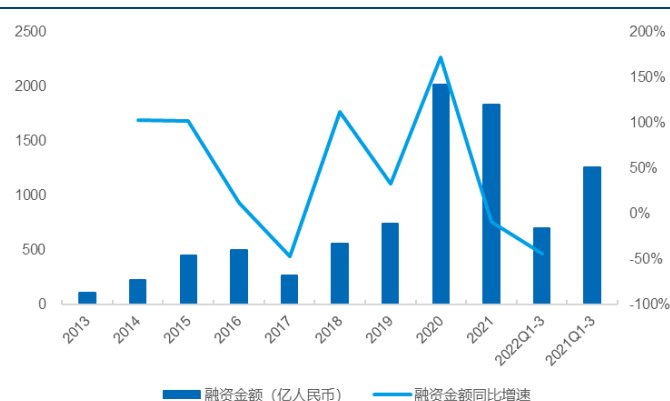
股票名称	市值	PE-2023	主业增速	PEG	备注
药明康德	2,247	23	34%*	0.75	2023 年非新冠估值 25 倍和增速 34%
药明生物	1,978	30	35%	0.87	2023 年预计非新冠业务 60% 左右增长
泰格医药	801	23	30%*	0.92	主营业务经调整利润对应估值 28 倍，复合成长预计 30%+。叠加疫后恢复逻辑
康龙化成	680	28	40%	0.66	没有新冠相关业务，2023 年开始主营业务进入盈利能力改善上升周期
凯莱英	467	17	30%*	0.87	2023 年非新冠业务估值 26 倍，复合成长预计 30%
九洲药业	316	25	35%	0.74	CDMO 主营业务保持持续高速增长
昭衍新药	275	27	35%*	0.92	主营业务保持 35% 左右复合成长，公允价值变动对表现有一定影响
美迪西	168	23	50%	0.53	新签订单保持高速增长
药石科技	144	29	35%	0.88	后端 CDMO 业务持续改善
皓元医药	104	29	40%	0.83	新业务持续拓展
和元生物	99	81	50%	1.68	CGT 业务保持高景气，2023 年临港新产能投放
药康生物	97	39	40%	0.98	模式动物龙头企业，订单保持高景气，确定性高
阳光诺和	73	33	45%	0.77	2023 年下半年并表朗研，估值不包含改业务预期
百诚医药	71	24	50%	0.47	国内仿制药一体化 CRO 龙头，高净利率

来源：Wind, 国金证券研究所

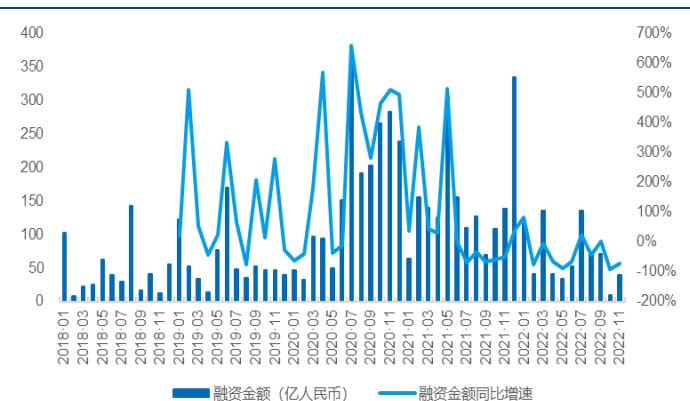
国内医药创新具备一定韧性

国内医药创新具备一定韧性，尽管 2022 年投融资有一定年度下滑，但 IND 申报和新登记临床情况仍保持较高景气度，国内收入占比较高的 CXO 龙头企业昭衍新药、美迪西等 2021-2022 年业绩及新签订单整体保持持续高速增长。投融资数据方面，2021 年国内创新药领域投融资金额近 1815 亿人民币，同比下降 9%。2022 年 1-11 月投融资金额约 749.2 亿元，同比下降 50%。国内医药创新投融资月度情况来看，年底已逐渐企稳。

图表 26：国内创新药投融资情况



图表 27：国内创新药月度投融资情况



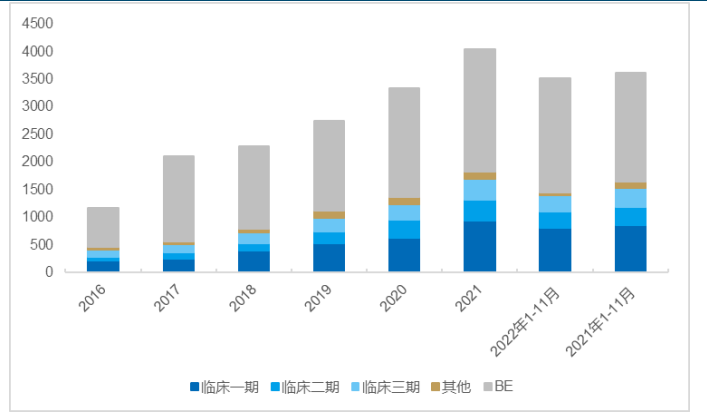
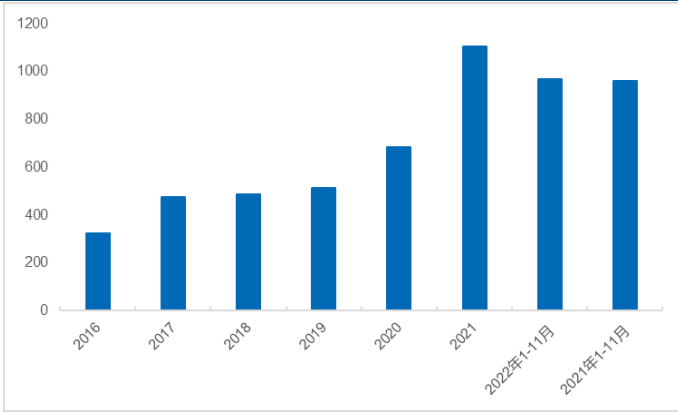
来源：医药魔方，国金证券研究所

来源：医药魔方，国金证券研究所

IND 申报来看，2022 年 1-11 月与 2021 年同期相比略有增加。新登记临床试验方面，创新药 1-4 期临床来看，2022 年 1-11 月与 2021 年同期相比略有下降；BE 试验来看，2022 年 1-11 月与 2021 年相比略有增长。

图表 28：国内历年创新药 IND 申报情况（按受理号）

图表 29：国内历年新登记临床情况



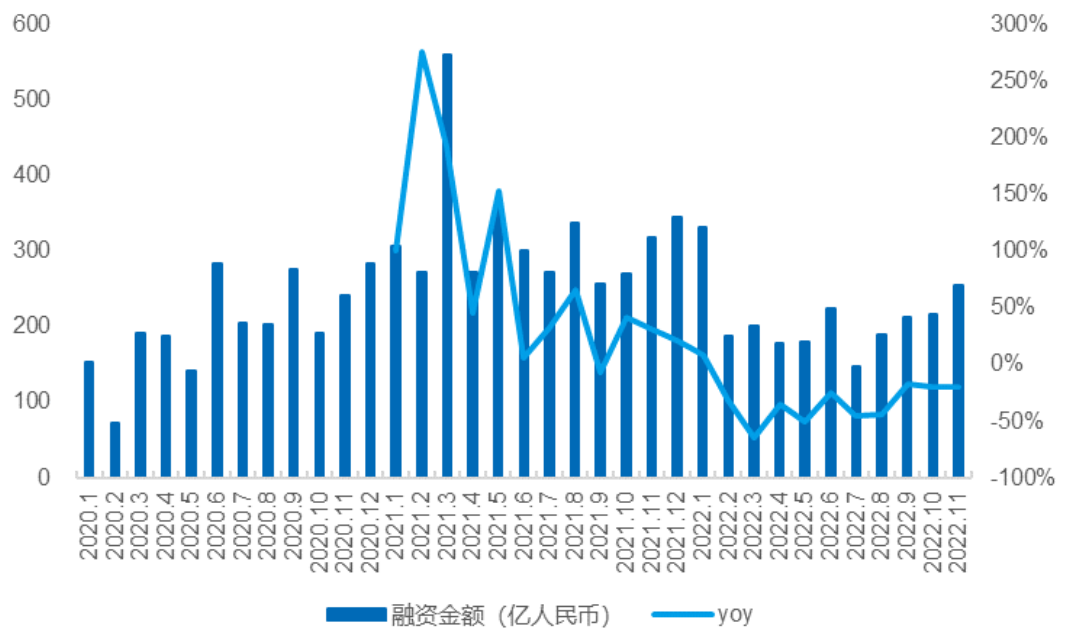
来源：医药魔方，国金证券研究所

来源：医药魔方，国金证券研究所

全球医药创新持续保持高景气

受到海外流动性等因素影响，2022 年全球医药大健康领域投融资出现一定幅度下降，但仍处于历史高点，8 月份以来持续环比改善，22Q4 开始 MNC 大药企逐渐进入 BD 及并购活跃期，对全球医药创新市场的活跃和刺激也起到了一定积极作用。同时，海外 CXO 企业的三季度来看，经营层面整体表现平稳。订单与需求端来看，非新冠医药创新研发需求旺盛，特别是 biotech 需求稳定，好于之前市场预期。综合来看，全球医药创新市场持续保持高景气。同时考虑到目前国内头部 CXO 企业在不同细分领域的市占率仍处于较低水平，国内 CXO 产业龙头企业未来订单的高成长可持续性较强。

图表 30：全球生物医药投融资情况



来源：动脉网，国金证券研究所

中国医药上游供应链迎来黄金发展机遇期

整体观点

医药上游供应链产业升级持续推进。“十四五”医药工业发展规划 16 次提及“供应链”，首次并多次提及“供应链稳定可控”。中国医药上游供应链已呈现出持续升级、中高端市场分层逐步替代趋势。

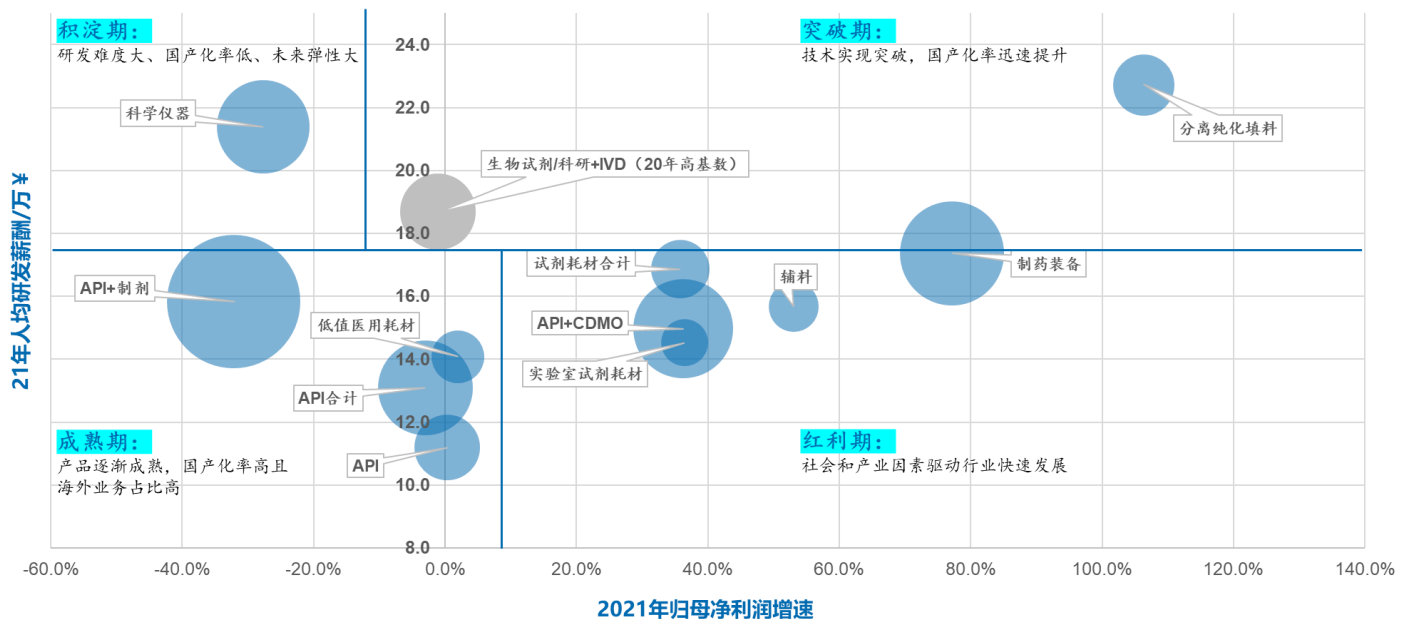
原料药：看好产业升级和产业延展带来的持续增量，另一方面基础盈利能力的持续修复也将成为 2023 年的一个趋势。原料药板块在医药上游供应链中国际化水平最高，产业链整体较为成熟，龙头企业持续不断积极推动制剂一体化和 CDMO 业务。同时合成生物学或将成为未来原料药板块持续产业升级和产品差异化放量的重要催化剂。重点关注华海药业、普洛药业、美诺华、仙琚制药、川宁生物、昂利康等。

试剂耗材：产业升级和国产替代驱动上游耗材板块持续增长：行业红利与技术突破共同推动试剂耗材板块持续高景气，疫情带动抗原检测试剂和辅料需求增长、中国产业链优势承接低值医用耗材和实验室试剂耗材等需求转移、技术突破实现培养基、分离纯化填料等业绩放量。重点关注纳微科技、奥浦迈、诺唯赞、义翘神州、百普赛斯等。

制药装备：中国制药装备产业正从过去“GMP”标准更新下的周期性产业开始专向“需求+供给”双轮驱动的成长性产业。需求端，中国生物制药产业蓬勃发展；供给端，企业能力在市场机遇中不断积累，头部制药装备公司能力圈持续外延。重点关注森松国际、东富龙、楚天科技等。

科学仪器：科学仪器市场空间大，高端市场国产化率低。供给端，随着中国企业在过去十几年的技术研发沉淀，逐渐实现从无到有；需求端，下游需求蓬勃发展、国家政策持续引导支持，我们认为当前国内以质谱为代表的国产高端科学仪器崛起正当时。重点关注聚光科技、海能技术、皖仪科技等。

图表 31：国内医药上游供应链发展阶段



注：图形大小代表企业平均研发费用金额
原料药板块：分为API、API+制剂、API+CDMO，API包含同和药业、森萱医药、美诺华、奥锐特、司太立、天宇股份、拓新药业、富祥药业、东亚药业、博瑞医药、赛托生物、国邦医药、共同药业、圣诺生物；API+制剂包含海正药业、健友股份、溢多利、海普瑞、华海药业、普利制药、仙琚制药；API+CDMO包含奥翔药业、普洛药业、九洲药业、诺泰生物。
试剂耗材板块：包含实验室试剂耗材、生物试剂/科研+OVD、辅料、分离纯化填料、低值医用耗材。实验室试剂耗材包括：优宁维、泰旦科技、阿拉丁、洁特生物；生物试剂/科研+OVD包含诺唯赞、义翘神州和百普赛斯；辅料包含健凯科技和威尔药业；分离纯化填料包含纳微科技和蓝晓科技；低值医用耗材包含拱东医疗和昌红科技。
制药装备板块：迦南科技、新华医疗、泰林生物、森松国际、楚天科技、东富龙、诚益通。
科学仪器板块：天瑞仪器、禾信仪器、皖仪科技、聚光科技、钢研纳克、莱伯泰科

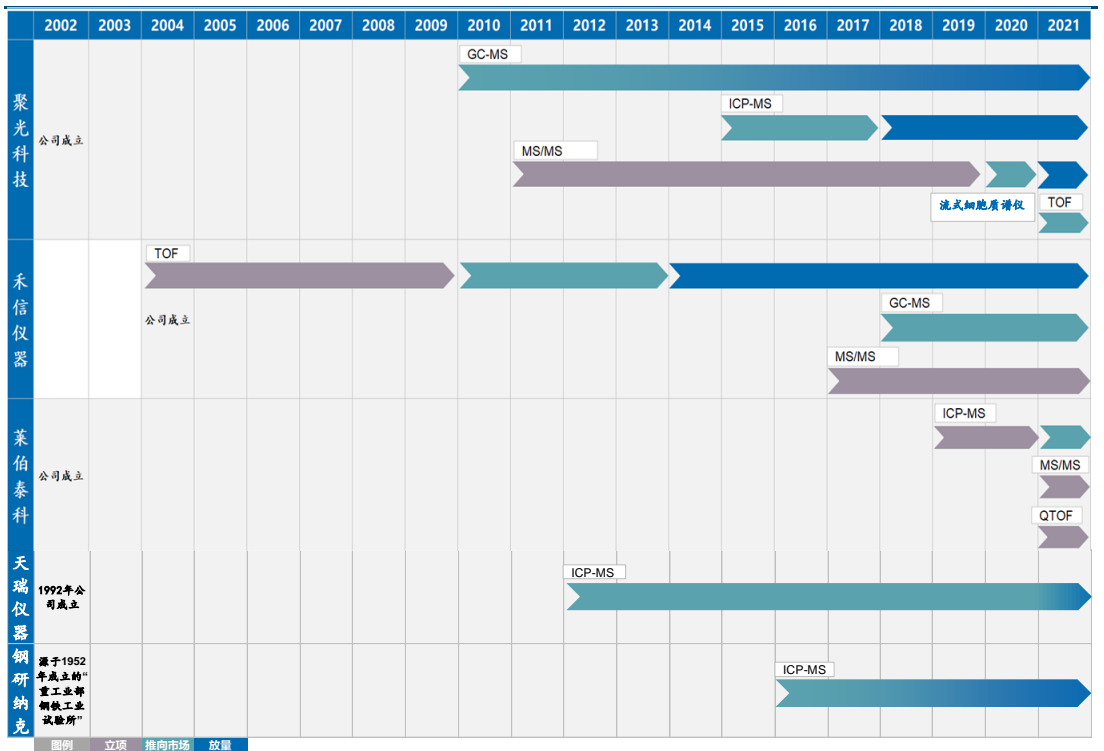
来源：公司公告，Wind，国金证券研究所

制药装备产业：行业集中度不断提升，龙头新业务稳健拓展

国内制药装备早期为 GMP 推动下的周期性行业：1982 年，我国第一次颁布试行版的

下游多领域共同推动国内质谱发展：过去，中国质谱市场已经取得了快速增长，规模从2014年的47.18亿元增加至2018年的111.93亿元，4年CAGR达24.11%。未来，随着需求、政策和国产供给的共同推动，国内多个领域的质谱市场将持续放量。1) 环境监测：绿色发展对污染监测、溯源、治理、管控提出了更高要求，环境监测国控点/断面数量持续增加。2) 制药和生物医学：是全球最大的质谱市场应用领域，2015年占比41%。
 ①临床医学检验：质谱在灵敏度、特异性&准确性、分析速度、多指标同时检测等方面体现了非常强的优势。而与美国15%的占比相比，我国目前临床质谱检验占临床检验的比重不足1%。随着国内LDT政策逐渐开放等因素推动，该领域需求将逐渐打开。
 ②制药工业：中国和全球生物制药景气度持续向上，质谱在药物发现、药物开发、药代动力学研究和临床药物试验、药品QA/QC的全过程发挥了重要作用。
 3) 半导体领域：国产半导体企业的崛起为国产质谱进入该领域提供更多可能。
 4) 食品安全领域的质量安全要求越来越高。中国特色的药品安全标准为有技术沉淀的国产企业服务未被满足的需求提供了施展空间。

图表33：国内质谱仪企业产品管线布局情况（部分）



来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

投资逻辑

医药板块底部三重共振向上：政策、业绩、估值/持仓底部，持续边际改善。医药政策预期见底回升，医保谈判是 2023 年的重要催化；常规医药业绩底部，2023 开启底部反转周期；估值历史底部，持仓底部低配，多类优质医药资产已极具长期配置价值。看好常规医药修复与创新双主线。

疫情防控进入新阶段，变异株毒性下降，我国进入科学精准防控新阶段，看好常规医药板块复苏大方向。由于疫情封控，医院端人流受到限制，创新药械的销售均受到不同程度影响。除了创新药械的院内销售外，相关在研产品的临床试验推进也受到疫情影响，患者招募、临床试验的推进等过程都面临一定疫情的新挑战。伴随医院端业务回归常态化，相关业务进入持续恢复的上升通道。当然，考虑到流感等季节性疾病高发，以及新冠疫情潜在反复的可能性，医院端场景的业务修复可能是一个波折起伏、震荡向上的过程。

药品板块持续关注具备商业化推广能力的创新 Pharma 龙头、具备业绩兑现能力和确定性的转型药企、具备创新催化的 biotech 企业和中医药龙头企业四大方向。多年来持续的政策、资本推动下，新药研发速度持续加速，中国医药创新逐步接入 1.0 开花结果的阶段，创新成果不断开始上市、放量兑现，国内外合作保持高度活跃状态。随着院内诊疗的持续修复，医保谈判常态化催化创新成果快速兑现，持续看好本土创新药。

CXO 有望成为 2023 医药配置胜负手：业绩有韧性，估值持续修复，节奏有差异。前期压制板块估值的主要因素主要有两个，行业景气度和中美关系。投融资来看，2021 年历史高位之后，随着全球流动性的收紧，2022 年较为明显的下降，但仍处于历史高位，医药创新需求来看，仍具有较强韧性，海外 CXO 的季报来看，行业景气度保持较高水平，非新冠常规业务订单保持高增长，特别是 biotech 需求超预期、保持旺盛状态。因此 CXO 板块，特别是龙头公司的业绩高成长确定性强、具备较高的韧性。中美关系对重点公司和板块的压制作用，随着药明生物 UVL 的移出，持续修复。看好后续逐季度业绩和订单的兑现带来的估值持续修复。

医药上游供应链看好国产替代背景下的产业升级持续推进。“十四五”医药工业发展规划 16 次提及“供应链”，首次并多次提及“供应链稳定可控”。中国医药上游供应链已呈现出持续升级、中高端市场分层逐步替代趋势。①原料药：看好产业升级和产业延展带来的持续增量，另一方面基础盈利能力的持续修复也将成为 2023 年的一个趋势。②试剂耗材逐渐进入行业红利期，加速成长。行业红利与技术突破共同推动试剂耗材板块持续高景气，疫情带动抗原检测试剂和辅料需求增长、中国产业链优势承接低值医用耗材和实验室试剂耗材等需求转移、技术突破实现培养基、分离纯化填料等业绩放量。③制药装备产业：行业集中度不断提升，龙头新业务稳健拓展。④科学仪器国产替代加速，有望加速进入成长拐点。

投资建议

看好常规医药修复与医药创新双主线。

药品板块持续关注具备商业化推广能力的创新 Pharma 龙头、具备业绩兑现能力和确定性的转型药企、具备创新催化的 biotech 企业和中医药龙头企业四大方向。重点关注恒瑞医药、百济神州、科伦药业、人福医药、恩华药业、荣昌生物、康方生物、诺诚健华、康诺亚、以岭药业等。

CXO 板块关注平台型龙头、细分领域龙头。重点关注药明生物、康龙化成、药明康德、泰格医药、凯莱英，九洲药业、阳光诺和、百诚医药、昭衍新药、美迪西、皓元医药、药石科技、毕得医药、和元生物、奥浦迈等。

原料药板块持续看好产业升级与产业延展方向，关注合成生物学对产业的积极影响。重点关注华海药业、普洛药业、美诺华、仙琚制药、川宁生物、昂利康等。

医药上游看好国产替代产业机遇，关注科学仪器、试剂耗材、装备设备、辅料包材等方向机遇。重点关注聚光科技、海能技术、皖仪科技、纳微科技、诺唯赞、键凯科技、森松国际、东富龙、楚天科技、山东药玻、威尔药业等。

风险提示

新冠疫情发展变化风险。全球疫情发展存在一定不确定性，包括新型变异株出现的风险。国内防疫政策开放程度及时间点存在不确定性，国内疫情发展也存在不确定性

创新药研发风险。创新药研发各个阶段存在研发失败风险，或者药物疗效及安全性不

急预期风险，以及研发进度不及预期风险，尤其在疫情影响下，存在临床试验入组进度不及预期的风险。

产品产能不及预期风险。医药创新产品生产有一定不确定性，存在产能扩大不及预期风险。

行业政策监管风险。创新药在国内外的研发和申报都处于严格监管中，创新药的临床审批、上市审批等环节均存在不及预期风险。

订单及销售不及预期风险。目前新冠药物以政府采购为主，后续政府采购情况存在一定不确定性。仿制药市场竞争激烈，存在销售不及预期风险。新冠相关 CDMO 订单，存在增加或更换供应商的不确定性，订单存在不及预期风险。

医保谈判不及预期风险。创新药上市后面临医保谈判，存在纳入医保进度不急预期，医保谈判价格不及预期，医保谈判后市场准入不急预期等风险。

国内和海外市场竞争加剧风险。目前创新药市场竞争较为激烈，对于同适应症产品、同靶点产品存在新药不断上市，市场竞争加剧的风险，进而存在销售不及预期的风险。

汇率波动风险：中国原料药产业拥有较大的海外业务占比，人民币汇率的大幅波动可能会对相关公司利润产生明显影响。其程度依赖于汇率本身的波动，同时也取决于公司套期保值相关工具的使用和实施。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402