



德邦证券
Topsperity Securities

2023年2月25日
证券研究报告 | 行业专题

焦虑/抑郁症市场空间百亿量级， 新药突破有望重塑市场格局



证券分析师

姓名：陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

研究员

姓名：李霁阳

邮箱：lijy7@tebon.com.cn

- **抑郁症全球高达3.5亿人，国内外治疗率相差甚远：**抑郁症是全球常见病，复发率高，全球约3.5亿患者在，近10年来以接近20%的速度快速增长。由于缺乏重视我国抑郁症的治疗率仅9.5%，远低于欧美一系列发达国家（治疗率50%）。此外，疫情后全球焦虑和抑郁的发病率大幅增加了25%，或将产生长期影响。
- **抑郁常伴焦虑、失眠，用药市场加大拓宽：**焦虑和失眠是抑郁发作的危险因素，失眠伴抑郁、郁症伴焦虑患者数量不断增加。我国焦虑症患病率为4.98%，失眠症状者高达57%，伴有持续失眠的抑郁患者有65%复发。当前临床倾向优先治疗焦虑/失眠症状，且用药种类与抗抑郁药物基本类似，用药市场拓宽。
- **抑郁药物市场约150亿美元，国外新一代新药突破有望扩容市场，国内中药有望发挥独特优势：**
 - **国际—创新靶点进展不断突破：**2022年全球抗抑郁药市场估计145亿美元，2030年将达176亿美元(CAGR 2.5%)。目前SSRI为目前处方量最大品种，亟待新一代药物开发。美国2019年掀起一波新的融资，Biotech接棒研发主动权。**突破：**Biogen和Sage联合开发的Zuranolone主打起效快，可快速停药，将抑郁症重新定义为“急性、偶发症”，有望在这个成熟市场带来新的突破。
 - **国内—西药国产替代+由仿转创双驱前进，中药具备潜力：**预计到2030年将达到34亿美元的市场规模(CAGR 4.2%)，除了西药，亦有多款中药上市，在抗抑郁领域有不少品种已经得到充分验证，凭借其安全性优势，后疫情时代具有较大放量潜力。
 - **器械—优势独特，渗透率加速提升：**对于比较排斥吃药的患者来说，物理治疗具有独特优势，经颅磁刺激治疗纳入指南后，近几年渗透率加速提升。
 - **心理咨询—轻中度疗效与药物治疗相仿，国内心理咨询机构迎蓬勃发展：**心理疗法效果与药物治疗相仿，可与药物联合使用。
- **国内外相关投资标的：**
 - **海外：**Biogen、Sage、Axsome、强生、艾伯维；
 - **西药：**绿叶制药、科伦药业、华海药业、京新药业；
 - **中药：**佐力药业、以岭药业、康弘药业、北陆药业；
 - **器械：**伟思医疗；
 - **医疗服务：**康宁医院；
- **风险提示：**临床失败风险，美联储超预期加息的风险，竞争格局恶化风险，销售不及预期风险，行业政策风险等。

目录 CONTENTS

- 01 抑郁症流行病学
- 02 抗抑郁药物市场现状
- 03 抑郁症新药研发现状及趋势
- 04 投资建议
- 05 风险提示

01

抑郁症流行病学

抑郁症：全球超3.5亿人，高复发，中国治疗率严重不足

- **临床表现及危害：**临床上主要表现为心境低落，与其处境不相称，可以从闷闷不乐到悲痛欲绝，甚至发生木僵，部分患者会出现明显的焦虑和运动性激越，严重者可以出现幻觉、妄想等精神病性症状。部分患者存在自伤、自杀行为，甚至因此死亡。
- **高发病：**据WHO数据，**全球有超过3.5亿人**罹患抑郁症，近十年来患者增速约为18%，即全世界每年有5%的成年人患有抑郁症。根据《2022年国民抑郁症蓝皮书》，**我国患病人数约9500万**，人群庞大。《柳叶刀·精神病学》2019年发表文章，抑郁症的终身患病率为6.9%，12个月患病率为3.6%。
- **高复发：**抑郁症**复发率高达50%~85%**，其中50%的患者会在疾病发生后的2年内复发。
- **疫后高发：**新冠疫情发生以来，**全球新增超过7000万抑郁症患者，新增9000万焦虑症患者**，数亿人出现睡眠障碍等问题。美国统计数据显示，疫情前抑郁症发病率为8.5%，而**2020年和2021年抑郁症发病率上升到27.8%和32.8%**。国内有接近三分之一隔离在家的居民会出现抑郁、焦虑、失眠和急性应激反应。其中有**超过10%的人，在疫情之后，也不能完全恢复正常**。
- **中国治疗率严重不足：**根据《柳叶刀-精神病学》发表的数据显示，**国内抑郁症患者的治疗率仅9.5%(对比高收入国家治疗率近50%)**，只有**0.5%的患者获得了充分的治疗**，对比欧美甚至日韩，中国抑郁症的治疗率属于非常低的水平，差距较大。

失眠、焦虑、抑郁—互为因果，拓宽用药市场

■ 失眠、焦虑患者基数同样巨大，二者均为潜在治疗人群

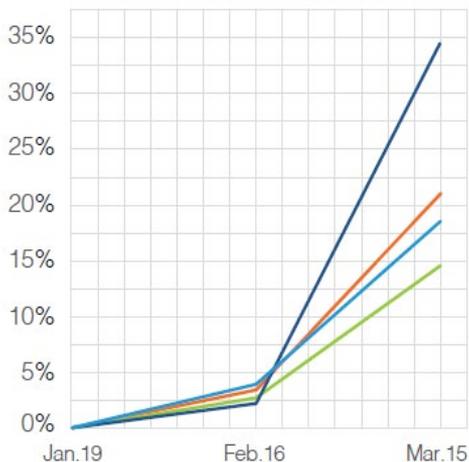
- **多并发睡眠/焦虑障碍：**失眠和焦虑作为抑郁症患者的最常见症状。1) 我国焦虑症患病率为4.98%，抑郁症患者中伴焦虑症状者占40%-60%。2) 失眠是抑郁发作的危险因素，约70%以上的抑郁患者伴有失眠症状，伴有持续失眠的抑郁患者有65%复发，中国内地成人有失眠症状者高达57%，成人失眠持续率为30%~60%。
- **失眠是抑郁障碍独立的危险因素。**失眠和抑郁可单独发生，也可同时出现，互为因果。西医临床一般建议首选非药物治疗，若无效则考虑药物治疗，失眠伴抑郁首选SSRIs/SNRIs/小剂量米氮平联用SSRIs或SNRIs，必要时辅以镇静安眠药。
- **持续焦虑导致抑郁。**如果长时间处于焦虑状态，患者很容易发展成抑郁，比较严重的甚至还会有轻生的想法。焦虑首先需要进行治疗、心理方式治疗，如果进展为郁症伴焦虑，非药物治疗无效，则需要药物治疗，推荐SSRIs等一线药物，可短期联用抗焦虑的苯二氮草类药物，先快速起效，让患者看到疗效。

新冠疫情提升发病率，带动处方量，催生新药研发

- 根据EXPRESS SCRIPTS 2020年的报告，抑郁症1年大约会消耗掉美国医疗健康系统2000亿美元，比所有慢性病都多。美国第一波疫情爆发期间，抗抑郁、焦虑、失眠的药物周处方量在一个月内提升21%，其中抗焦虑处方最多，增长34.1%。
- 根据IQVIA 2023年最新报告：2021~22年全球抗抑郁临床项目数量快速增长，2022年较疫情前提升68%，其中最热门的机制依旧围绕5-羟色胺，不再仅限于SSRI或SNRI，其次是NMDA，合计占比25%。

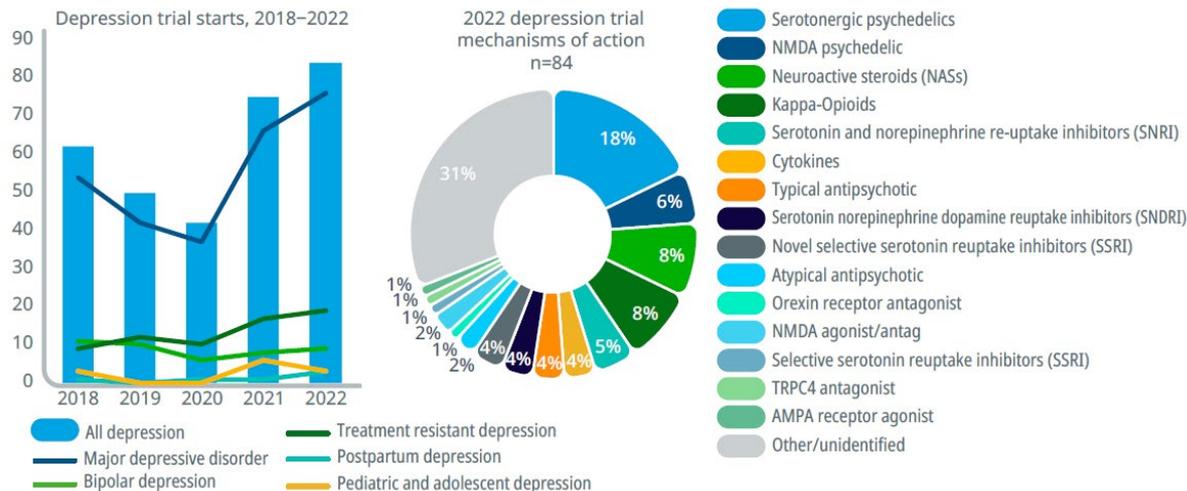
图：抗抑郁、焦虑、失眠的药物周处方量

■ Depression ■ Anxiety ■ Insomnia ■ Total



图：全球抗抑郁临床项目数量及靶点占比

Exhibit 24: Depression clinical trials by segment and mechanism of action



资料来源：2020 AMERICA'S STATE OF MIND, IQVIA, 德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

抑郁症临床症状与分类

- **临床症状：**抑郁症状主要包括3个部分，情绪症状、躯体症状和认知症状。**情绪症状是抑郁症的核心症状。**
- **抑郁症的主要分型。**抑郁症可根据不同症状，主要分为八类。

表：抑郁症的主要分型

分类	症状表现
单相抑郁症	• 又称重性抑郁，主要表现为:长期(两周以上)处于极其抑郁的情感状态;往往看到失误的消极面，被空虚感和无价值感包围有进食和睡眠障碍、无力感以及头痛等。
双相抑郁	• 通常包括抑郁期和躁狂期。抑郁期内，症状类似于单相抑郁;躁狂期内，患者会出现兴奋、思维跳跃、睡眠需求少、躁动、行为冲动等反常现象
精神病性抑郁	• 该类型较为严重，患者一般需入院治疗。这时期的患者可能会出现焦虑、躁动、失眠、行动力下降、产生幻觉等症状
反应性抑郁	• 由于某种社会心理应激源作用下而产生的悲观情绪，如亲友死亡、离婚、失业等。患者会感到悲伤、情绪低沉、疲惫、头疼失眠，严重时可出现自伤行为
继发性抑郁	• 通常在确诊帕金森、艾滋病、中风等一些疾病后伴随出现，一些精神疾病发生之后也可能出现
产后抑郁	• 一般在女性生产完之后6周内发生，症状为严重情绪波动、长时间无精打采、感到羞耻或无能等，大部分患者可在3至6个月自行恢复，严重者会持续1到2年
更年期抑郁	• 一般发病于更年期期间或之后，男性发病年龄为55~60岁，女性45~55岁。通常表现为对日常活动不感兴趣、悲观失望、情绪低落、乏力、失眠、厌食等
季节性抑郁	• 主要表现为每年同一时期发作，且一般为秋末冬初开始、春末夏初结束。主要症状有焦虑、易怒、难以产生兴趣等

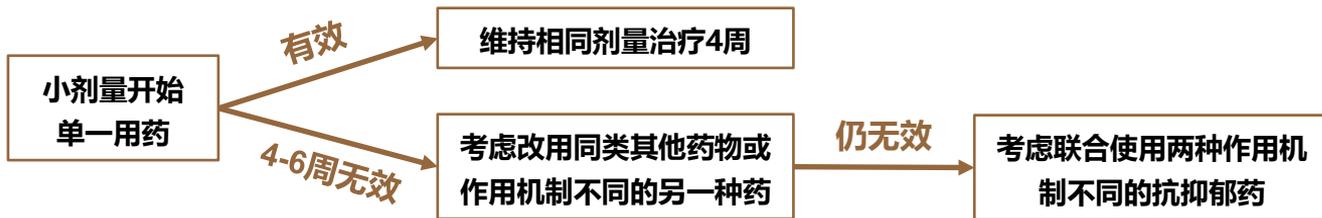
资料来源：抑郁症基层诊疗指南（2021年），药时代，德邦研究所

02

抗抑郁药物市场现状

抑郁症治疗原则：尽早、及时、防复发

- **治疗原则：**抑郁症的治疗目标在于尽可能早期诊断，及时规范治疗，控制症状，提高临床治愈率，最大限度减少病残率和自杀率，防止复燃及复发。



- **难治性抑郁患者：**可附加锂盐、非典型抗精神病药或三碘甲状腺原氨酸等作为增效治疗。
- **复发风险很低的患者：**维持期治疗结束后逐渐停药，但停药后2个月内复发风险高，此期间应坚持随访。

- **治疗方式：**药物治疗、心理治疗、生物物理治疗和其他辅助疗法等。

- **药物治疗：**西药，中药。
- **心理治疗：**支持性心理治疗、认知治疗、行为治疗、动力学心理治疗、人际心理治疗以及婚姻和家庭治疗。
- **生物物理治疗：**改良电抽搐治疗（MECT）、经颅磁刺激治疗、迷走神经刺激治疗、深部脑刺激治疗。
- **生活处方：**冥想（瑜伽）、音乐艺术治疗、运动、饮食健康、维生素和矿物质的补充，日常情绪管理。

资料来源：抑郁症基层诊疗指南（2021年），《中国抑郁障碍防治指南》药物治疗解读等，德邦研究所

抑郁症治疗药物—西药种类众多

□ **抑郁焦虑障碍主要治疗药物：**主要机制基本围绕**调节情绪因子**，如5-羟色胺、去甲肾上腺素以及多巴胺。

表：抑郁焦虑障碍主要治疗药物

种类	机制	线数	代表药物
选择性5-HT再摄取抑制剂 (SSRIs)	选择性抑制5-HT再摄取, 使突触间隙5-HT含量升高	一线	氟西汀、帕罗西汀、氟伏沙明、舍曲林和艾司西酞普兰等
5-HT和NE再摄取抑制剂 (SNRIs)	具有5-HT和NE双重再摄取抑制作用, 在高剂量时还产生对DA再摄取抑制作用	一线	文拉法辛和度洛西汀
NE及特异性5-HT受体拮抗剂 (NaSSAs)	增加去甲肾上腺素和5-HT递质的释放, 对5-羟色胺能系统的作用特异性也较高, 对突触后5-HT ₂ 和5-HT ₃ 也有阻滞作用	一线	米氮平
NE及DA再摄取抑制剂 (NDRI)	几乎没有5-HT能效应, 主要抑制NE及DA再摄取, 但效应较弱	一线	安非他酮
褪黑素受体激动剂和5-HT ₂ 受体拮抗剂	首个褪黑素受体激动剂, 也是5-HT受体拮抗剂	一线	阿戈美拉汀
5-HT ₂ 受体拮抗/再摄取抑制剂 (SARIs)	通过抑制负反馈调节, 增加5-HT的释放, 达到抗抑郁目的	二线	曲唑酮
选择性NE再摄取抑制剂 (NRI)	抑制NE的再摄取, 升高突触间隙的NE浓度而发挥作用	二线	瑞波西汀
三环 (TCAs)	双通道机制, 同时抑制 5-HT及NE, 并对其他多种递质系统发挥效应	二线	阿米替林、多塞平、氯米帕明等
单胺氧化酶抑制剂 (MAOIs)	可抑制 5-HT、NE、DA等多种神经递质的代谢, 进而升高其水平	三线	吗氯贝胺
苯二氮卓类	GABA与GABAA受体亲和力增加促进氯离子通道开放, 使GABA的中枢抑制效应增强	一线	地西洋、奥沙西洋、劳拉西洋等
非传统型	多途径	全病程	复方制剂、草药 (圣约翰草) 等

注: 5-HT, 5-羟色胺; NE, 去甲肾上腺素; DA, 多巴胺。

资料来源: GoodRx health, 《抗抑郁药物的作用机制及SNRIs的临床优势》, 抑郁症基层诊疗指南 (2021年), 丁香园, 德邦研究所

临床医生实际用药重点：针对性、安全性、依从性

□ 针对性：针对患者的临床特点，采取不同的选药策略。

- 如果患者伴有明显的激越，选用具有镇静作用的抗抑郁药：如NASSAs 中的米氮平，SSRIs 中的帕罗西汀和氟伏沙明；SNRIs 中的文拉法辛等。
- 如果患者伴有强迫症状，建议选用SSRIs，但剂量较治疗抑郁症状偏高。
- 如果患者伴有精神病性症状，可选用氟伏沙明等抗抑郁药，或合并使用第二代抗精神病药。
- 如果患者伴有躯体疾病，可选用不良反应和相互作用较少的SSRIs和SNRIs、安非他酮或米氮平。

□ 安全性：需要保障患者不会因过量服药（自杀倾向），而产生危及生命的中毒。

- **SSRI类使用最多**：因为SSRI最常见的不良反应呕吐、头痛、焦虑、失眠和多汗等，不会因过量服药而危及生命。
- **三环类TCAs**：毒副作用较大，可导致心动过速、心电图异常等等，**过量可致死，一些患者将其作为一种自杀工具**。因此用药谨慎，常作二线。

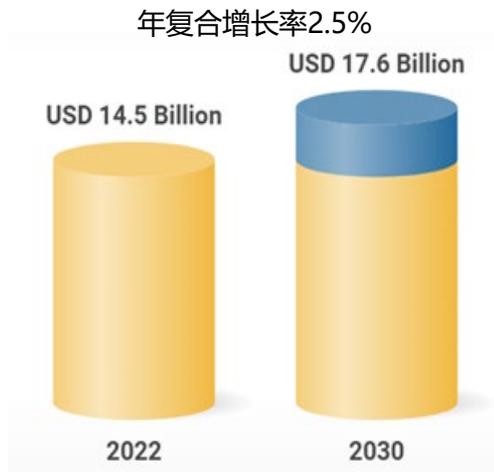
□ 依从性：患者坚持用药的关键在于起效速度与副作用。

- **起效速度**：抗抑郁药起效较慢，大部分4周起效。**因此可短期联用抗焦虑的苯二氮草类药物，先快速起效**，让患者看到疗效。
- **副作用**：一线首选副作用程度轻，能耐受继续治疗的药物，如SSRIs类。

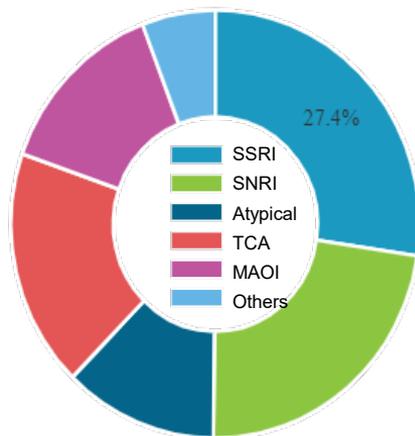
全球抗抑郁西药市场：持续增长，一线首选SSRIs类

- **全球抗抑郁药市场规模持续增长。**根据Research and Markets报告分析，全球抗抑郁药市场在2022年预计145亿美元，预计到2030年将达176亿美元，2022-2030年复合增长率2.5%。美国抗抑郁药市场在2022年预计为39亿美元。
- **SSRIs使用最多，一线首选。**根据Fortune Business Insights 2019年全球用药情况，使用最多的是SSRI(占比27.4%)。此外，参考2022年JMCP发表文献，美国患者一线最初始用药，SSRI类药物占比高达62%。

图：全球抗抑郁药物市场规模



图：2019年全球用药格局



全球抗抑郁症主要上市西药

□ 目前全球已获批的抑郁症治疗药物主要仍以5大类西药为主。

表：全球抗抑郁症主要上市西药

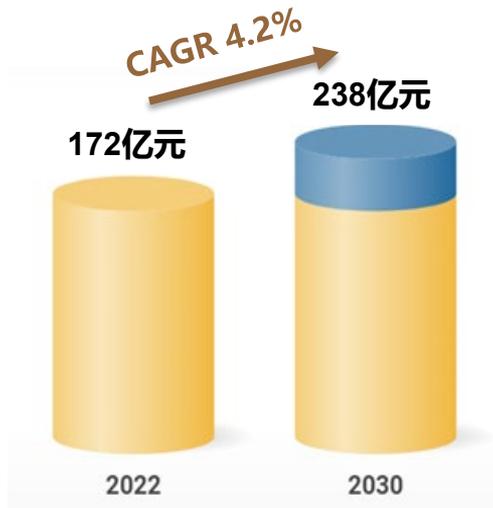
分类	药物	靶点	公司	首次批准时间
西药	托鲁地文拉法辛	NET SERT DAT	绿叶制药	2022-11-01 (CN)
	右美沙芬+安非他酮	σ1 receptor NMDA receptor NET nAChR CYP2D6 SERT DAT	Axsome	2022-08-19 (US)
	维洛沙秦	NET	Supernus/AstraZeneca	2021-04-02 (US)
	布瑞诺龙	GABAA receptor	Sage	2019-03-19 (US)
	右氯胺酮	NMDA receptor	Johnson & Johnson	2019-03-05 (US)
	卡利拉嗪	D2 receptor D3 receptor	Mitsubishi Tanabe/AbbVie	2015-09-17 (US)
	依匹哌唑	5-HT2A receptor D2 receptor 5-HT1A receptor	Lundbeck/Otsuka	2015-07-10 (US)
	沃替西汀	5-HT3A receptor NET SERT 5-HT7 receptor 5-HT1A receptor	Lundbeck/Takeda	2013-09-30 (US)
	左米那普仑	NET SERT	Pierre Fabre	2013-07-25 (US)
	维拉佐酮	SERT 5-HT1A receptor	GSK/Merck KGaA/AbbVie	2011-01-21 (US)
	阿戈美拉汀	melatonin receptor 5-HT2C receptor 5-HT2B receptor	Novartis/Servier	2009-02-18 (EU)
	去甲文拉法辛	NET SERT	Pfizer	2008-02-29 (US)
	度洛西汀	NET SERT	Eli Lilly/Shionogi	2004-08-03 (US)
	氟西汀+奥氮平	NLRP3 5-HTreceptor SERT D2 receptor	Eli Lilly	2003-12-24 (US)
	噻奈普汀	not available	Servier	2003-10-08 (CN)
阿立哌唑	5-HT2A receptor D2 receptor 5-HT1A receptor	Otsuka/Bristol-Myers Squibb	2002-11-15 (US)	

资料来源：医药魔方，德邦研究所

国内抗抑郁市场规模持续高增长

- 国内抗抑郁药市场规模未来持续高增长。根据Research and Markets报告分析，预计2022中国抗抑郁药物市场规模约172亿元，而随着我国新冠疫情后焦虑/抑郁症患者数量不断增多，以及治疗率进一步提升，我国抑郁药市场存在巨大增长空间，预计到2030年将达到238亿元的市场规模，2022-2030年复合增长率为4.2%，增速高于全球整体水平（2.5%）。

图：中国抗抑郁药物市场规模



资料来源：Research and Markets，德邦研究所

注：1美元=7元人民币换算

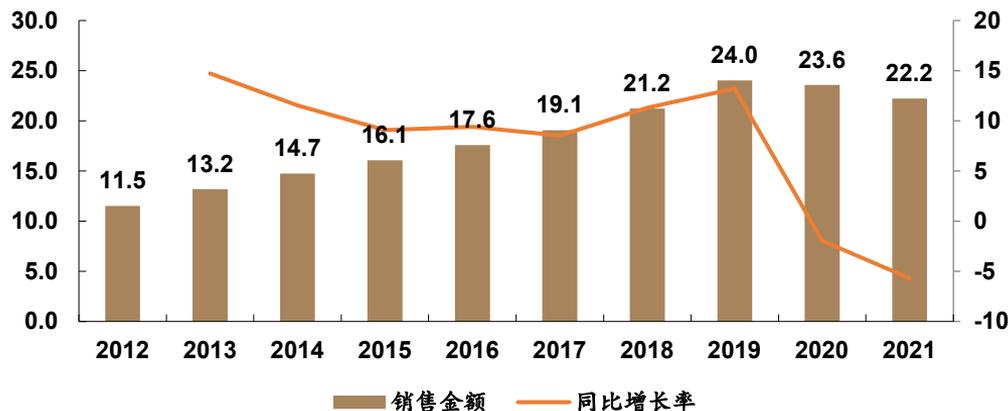
请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

国内抗焦虑/抑郁西药院内销售超百亿

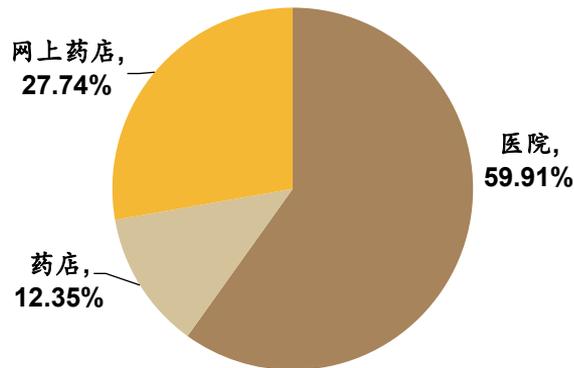
- 根据PDB样本医院销售数据统计，由于集采降价，以及部分患者转向互联网就诊以及网上药店购买抗抑郁药物、疫情影响出行等因素影响，**2021年样本医院抗抑郁西药销售额超过22亿元，预计整体院内端销售额超100亿元（5X放大）**。增长率的下降也从侧面反映出，当前用药格局仍以老药为主，亟需新药。
- 目前公立、权威医院和医生，仍然是抑郁患者治疗的优先选择。据《2022年国民抑郁症蓝皮书》数据，59.91%的患者选择在医院购买抗抑郁药物，随着互联网的发展，有27.74%的患者在网上药店进行购买。

图：2012年-2021年中国样本医院抗焦虑/抑郁药物销售额

单位：亿元



图：2022年中国抑郁症患者购药方式占比

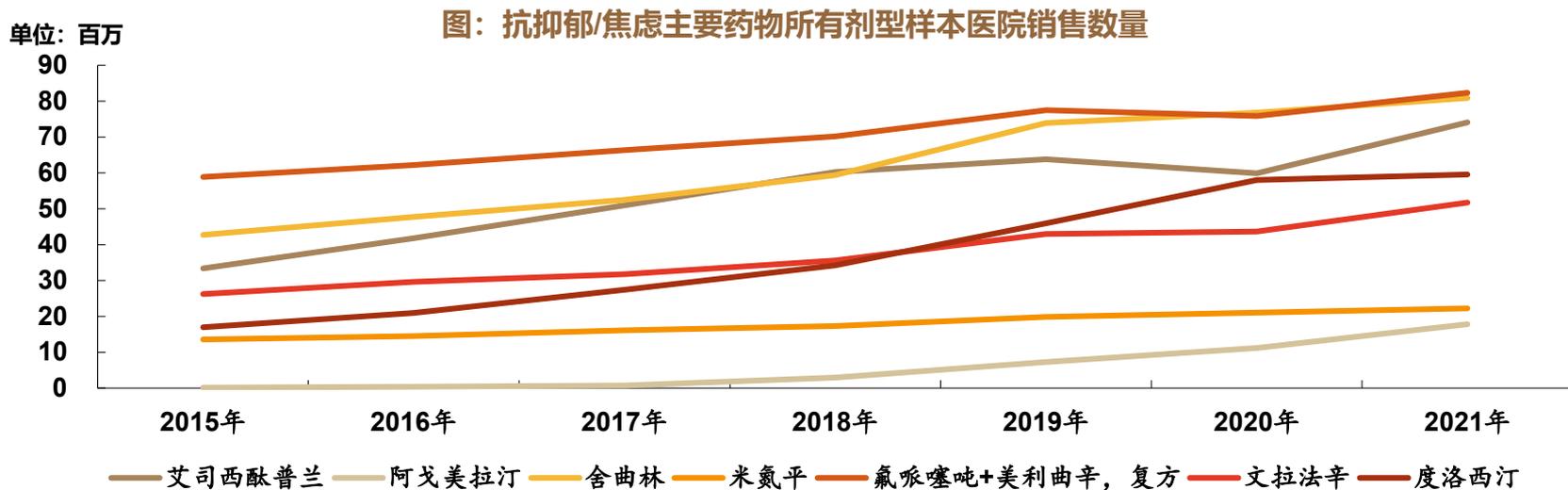


资料来源：PDB，《2022年国民抑郁症蓝皮书》，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

国内抗焦虑/抑郁用药需求不断提升

国内用药需求不断提升。基于PDB国内样本医院市场数据，选取同种药物不同剂型的销售数量，总体来看，近几年抗抑郁/焦虑主要药物的市场需求不断提升，加之疫情导致发病率显著提升，未来市场有望继续扩大。



资料来源：PDB，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

国内抗抑郁西药市场格局：集中度高，国产替代正当时

- **国内用药集中度高。**SSRI和SNRI作为前两大抗抑郁药物类别，合计占据国内市场近90%的市场份额，且较为稳定。而**艾司西酞普兰、舍曲林、文拉法辛三者更是占到一半的市场规模**，成为各家药企争夺的重点。
- **国产替代正当时。**长期以来，国内抗抑郁药物市场被辉瑞、丹麦灵北和礼来为代表的国际医药巨头所主导。但随着原研药专利陆续到期，仿制药批量上市，国内药企持续发力，市场格局正在重塑。**在集采常态化的加持下**，部分热门品种加速实现国产替代。其中竞争最激烈的品种包括：艾司西酞普兰、舍曲林和文拉法辛。
 - **艾司西酞普兰：**由丹麦灵北制药开发，2002年获FDA批准在美国上市，2005年进入我国市场，是抗抑郁的首选药物之一。目前国内的**京卫制药、科伦药业等国产仿制药已逐渐超过原研药的市场份额**。
 - **舍曲林：**由辉瑞研发，1991年获FDA批准后上市，1998年获批进入我国市场。目前市场格局主要由**辉瑞、京新药业、华海药业三家企业瓜分**。
 - **文拉法辛：**由惠氏（后被辉瑞收购）研发，1993年12月获FDA批准，2000年进入我国市场。目前国内文拉法辛批文超43个，其中**康弘药业凭借首仿身份、剂型创新推出的独家缓释片以及进入医保乙类拥有较低价格迅速抢占市场，与辉瑞形成两强相争的局面**。

国内抗抑郁症主要上市西药

□ 目前国内已获批的抑郁症治疗药物主要仍以传统药物（原研+仿制）为主。创新品种仅绿叶制药的若欣林获批上市。

表：国内抗抑郁症主要上市西药

分类	药物	靶点机制	原研公司	国内仿制	国内首次上市年
西药	西酞普兰	SSRIs	丹麦灵北	科伦药业、恩华药业等	1999
	艾司西酞普兰	SSRIs	丹麦灵北	科伦药业、康弘药业等	2005
	氟西汀	SSRIs	礼来	太极集团、力诺制药等	1993
	帕罗西汀	SSRIs	GSK	信立泰药业、华海药业等	1995
	氟伏沙明	SSRIs	Abbott	丽珠集团	2002
	舍曲林	SSRIs	辉瑞	京新药业、华海药业等	1998
	托鲁地文拉法辛	SNRIs	绿叶制药		2022
	文拉法辛	SNRIs	辉瑞	康弘药业、一品红制药等	2000
	度洛西汀	SNRIs	礼来	恩华药业、华海药业等	2006
	米氮平	NsSSA	Organon	华裕（无锡）制药等	2001
	阿戈美拉汀	MT受体激动剂	Les Laboratoires	江苏豪森药业	2011
	安非他酮	NDRI	GSK	绿叶制药、宜昌人福药业等	2004
	阿米替林	TCA	默沙东	上药信谊等	1982
	氯米帕明	TCA	诺华	恩华药业、华润双鹤药业等	1990
	多塞平	TCA	诺华	天士力、湖北科益药业等	1991
	马普替林	四环类	诺华	湖南洞庭药业等	1991
氟哌噻吨美利曲辛片	复方制剂	丹麦灵北	海思科等	1999	

资料来源：医药魔方，德邦研究所

中药抗抑郁：经典传承+中药创新亦大有可为

□ 中药独特优势：起效时间早、疗效明显、副作用少等优点。中成药联合西药治疗可提高抗抑郁疗效，减少西药的副作用。

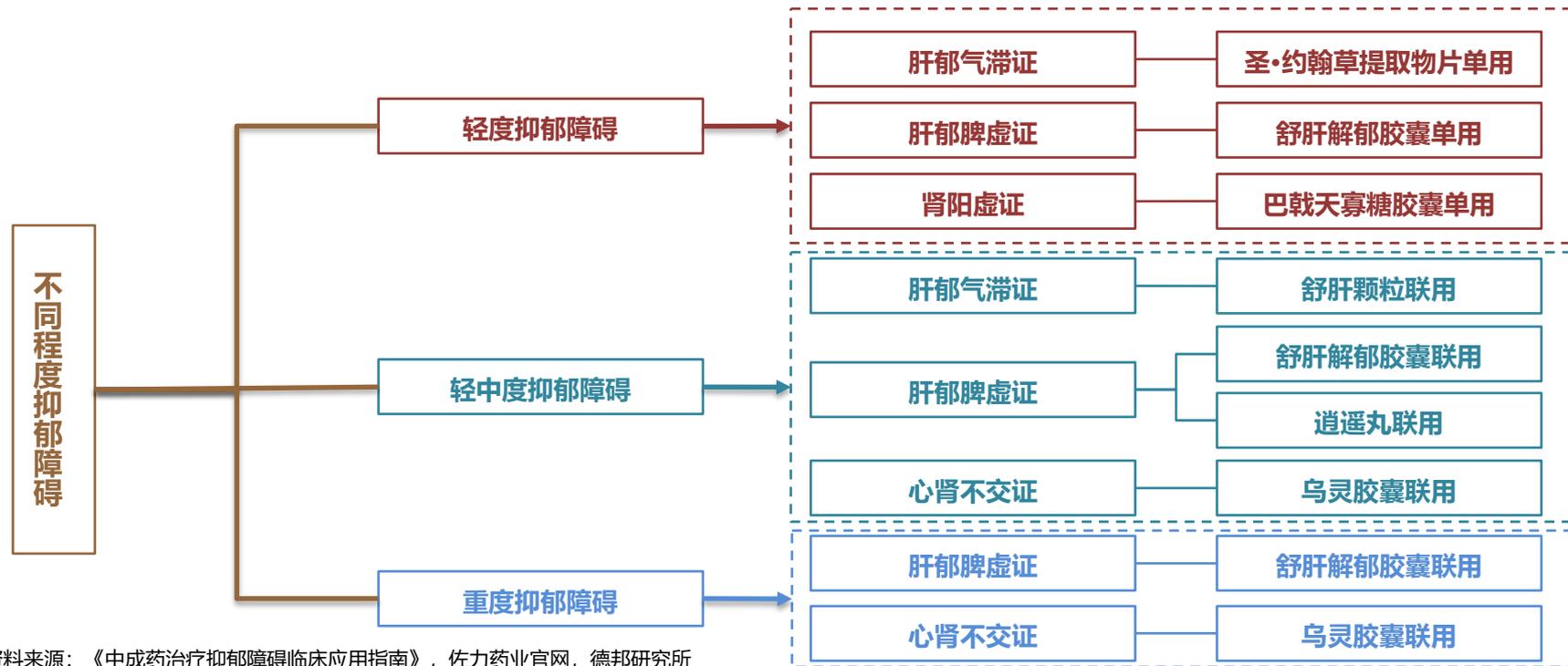
表：国内抗抑郁/焦虑主要中药

分类	药物	公司	进展	医保情况
上市	参葛补肾胶囊	华春生物	2022.12 上市	/
	解郁除烦胶囊	以岭药业	2021.12 上市	医保乙类
	巴戟天寡糖胶囊	同仁堂	2012 上市	/
	舒肝解郁胶囊 (约5亿)	康弘药业	2008.11 上市	医保乙类
	九味镇心颗粒	北京北陆药业	2008 上市	医保乙类
	白草香解郁安神胶囊	广西百琪药业	2006 上市	/
	健脑补肾口服溶液	东阿阿胶	2001 上市	/
	乌灵胶囊 (约10亿)	佐力药业	1999 (CN)	医保甲类
	安神胶囊	吉林康福	1998 (CN)	/
	槟榔十三味丸	内蒙古库伦蒙药, 乌兰浩特中蒙制药	1996 (CN)	/
二十味沉香丸	西藏甘露藏药	1996 (CN)	医保乙类	
在研	郁枢达片	国药集团; 中国中药	2022 Phase III	
	参芎颗粒	中国中医科学院西苑医院	2021 Phase IIa	
	柴归颗粒	山西大学	2021 Phase IIa	
	(S)-原人参二醇胶囊	上海中药创新研究中心	2021 Phase IIc	
	颞颥解郁颗粒	仲景苑西制药	2021 Phase II	
	安郁沛勃胶囊	上海颐岭投资; 苏州颐华生物	2019 Phase III	
	参味宁郁片	广东莱达制药; 广东思济药业	2018 Phase III	
	奥生乐赛特	昆明晶镖生物; 中国科学院昆明动物研究所; 中国科学院昆明植物研究所	2016 Phase II	
	舒郁胶囊	青岛海川创新生物天然药物研究中心	2015 Phase IIa	

资料来源：医药魔方，德邦研究所

中药抗抑郁：由经验医学迈向循证医学

□ 2022年9月，《中成药治疗抑郁障碍临床应用指南》的发布，是**首部**由中成药治疗抑郁障碍的临床应用指南，对推广中成药在抑郁障碍治疗中的应用具有重要意义。



资料来源：《中成药治疗抑郁障碍临床应用指南》，佐力药业官网，德邦研究所

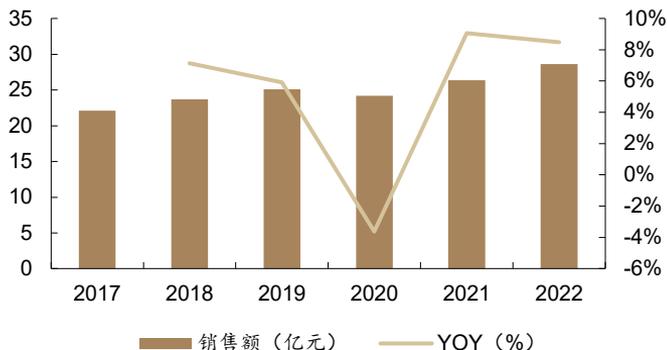
其他中药：安神、补益、助眠类，零售端有4个过亿品种

- 安神补益助眠类中药，疫情后需求复苏明显：2020/2021/2022年零售端销售额分别为24.2/26.4/28.6亿元，同比情况分别为-3.6%/+9.1%/+8.5%。
- 零售端有4个过亿品种：2022年销售额分别为安神补脑液（4.2亿）、养血清脑颗粒（1.9亿）、乌灵胶囊（1.2亿）、百乐眠胶囊（1亿）。

表：零售药店端安神补益助眠类药物销售额TOP10

品牌	厂家	销售额（百万元）					
		2017	2018	2019	2020	2021	2022
安神补脑液	吉林敖东延边药业	307	329	391	387	371	416
YOY (%)			7.2%	18.8%	-1.0%	-4.1%	12.1%
养血清脑颗粒	天士力	170	185	199	187	184	185
YOY (%)			8.8%	7.6%	-6.0%	-1.6%	0.5%
乌灵胶囊	佐力药业	81	79	85	91	111	124
YOY (%)			-2.5%	7.6%	7.1%	22.0%	11.7%
百乐眠胶囊	扬子江药业	117	145	148	141	125	103
YOY (%)			23.9%	2.1%	-4.7%	-11.3%	-17.6%
养血清脑丸	天士力	55	63	62	56	74	92
YOY (%)			14.5%	-1.6%	-9.7%	32.1%	24.3%
安神补脑液	江苏聚荣制药	64	68	69	56	59	84
YOY (%)			6.3%	1.5%	-18.8%	5.4%	42.4%
安神补脑液	鲁南厚普制药	20	34	67	89	91	75
YOY (%)			70.0%	97.1%	32.8%	2.2%	-17.6%
复方枣仁胶囊	重庆希尔安药业	41	46	49	55	55	73
YOY (%)			12.2%	6.5%	12.2%	0.0%	32.7%
枣仁安神胶囊	国药集团同济堂	34	38	43	47	39	52
YOY (%)			11.8%	13.2%	9.3%	-17.0%	33.3%

图：零售药店端安神补益助眠类药物销售额（亿元）



资料来源：中康数据库，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

中药抗抑郁：疗效与传统西药相当，适合轻中度患者

■ 乌灵胶囊主治失眠及心理障碍，联合西药效果更佳

- 乌灵胶囊是佐力药业独家品种，2021年销售额约8.5亿元，2022年销售约10亿元，壁垒高难仿制。
- 联用西药效果更佳：研究结果显示，相较于单用艾司西酞普兰组，乌灵胶囊联合艾司西酞普兰组的治疗效果更显著，抑郁情绪改善程度更优，且安全性较高，表明联合用药 效果更佳，具备安全性与有效性。

■ 解郁除烦胶囊2022年首次纳入医保目录，头对头疗效与氟西汀相似

- 解郁除烦胶囊是以岭药业研制的国家1.1类创新中药，2022年首次纳入医保目录乙类药品。
- 疗效分析：疾病疗效总有效率（解郁除烦胶囊90.1%、氟西汀84.5%、安慰剂38.7%）。

■ 舒肝解郁胶囊在治疗轻中度抑郁症方面，头对头临床证实与西酞普兰疗效相当

- 舒肝解郁胶囊为康弘药业的独家品种，2021年在中国三大终端合计销售规模超过5.5亿元，在治疗抑郁症方面具有见效迅速、有效率高优势，被广大抑郁症患者接受。
- 疗效分析：两组患者的评价得分均有明显下降，两组疗效没有显著差异。
 - 舒肝解郁胶囊组63例患者中，31例痊愈、3例显效、9例有效、20例无效，总有效率为68.3%；
 - 西酞普兰组57例患者中，24例痊愈、9例显效、7例有效、17例无效，总有效率为70.2%。

资料来源：《舒肝解郁胶囊与西酞普兰治疗轻中度抑郁症对比分析》潘振山等，《解郁除烦胶囊治疗抑郁症334例多中心随机双盲对照试验》谷春华等，佐力药业官网，中国财富网等，德邦研究所

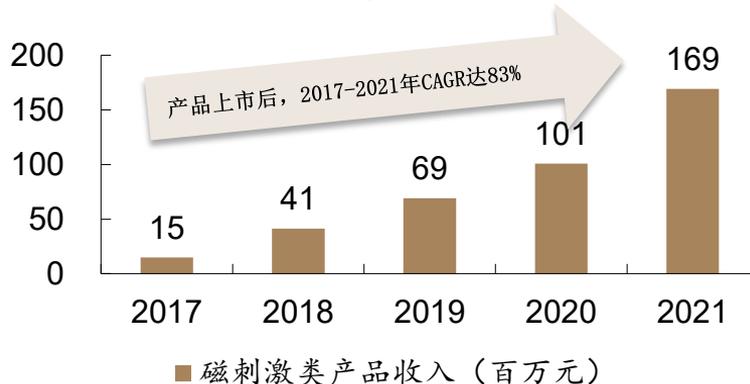
物理治疗：具有独特优势，纳入指南加速渗透率提升

- 物理治疗是抑郁症的三大疗法之一，具有适应症状群范围广、安全以及见效快等特点。**除药物、心理疗法外，物理治疗是抑郁症的另一大临床治疗方法，具体包括重复经颅磁刺激（rTMS）、经颅微电流刺激（CES）、电针疗法、无抽搐电休克治疗（MECT）、计算机认知矫正疗法（CCRT）等，相较于药物治疗和心理治疗，利用医疗器械的物理治疗具有副作用低、患者依从性好、见效快等优势。
- 经颅磁刺激有效性、安全性陆续获循证医学证据支撑，相关产品正受益于精神康复市场需求增长与指南纳入加速放量。**经颅磁刺激技术起源于1985年，其在治疗抑郁症、脑卒中后遗症、帕金森等疾病上临床疗效显著，于2008年获FDA用于抑郁症的治疗、2009年我国国产TMS获NMPA批准上市，2018年《中国重复经颅磁刺激治疗专家共识》中明确抑郁症为经颅磁刺激适应症，2021年起浙江等地陆续将经颅磁刺激纳入医保覆盖范围。在患者认知提高、指南共识推出、医保覆盖等因素下，经颅磁刺激等相关器械正加速放量。

图：经颅磁刺激应用治疗抑郁症发展历程

1985	首个成功的TMS研究结果发表于《柳叶刀》
2008	美国FDA首次批准TMS可应用于抑郁症的治疗
2009	武汉依瑞德公司国产TMS获NMPA批准上市
2012	经颅磁刺激诊疗为三级专科精神病医院重要评审指标
2018	《中国重复经颅磁刺激治疗专家共识》发布
2021	重复经颅磁刺激治疗陆续纳入各地医保支付范围
2022	《重复经颅磁刺激的临床应用与操作规范上海专家共识》

图：伟思医疗磁刺激类产品销售收入

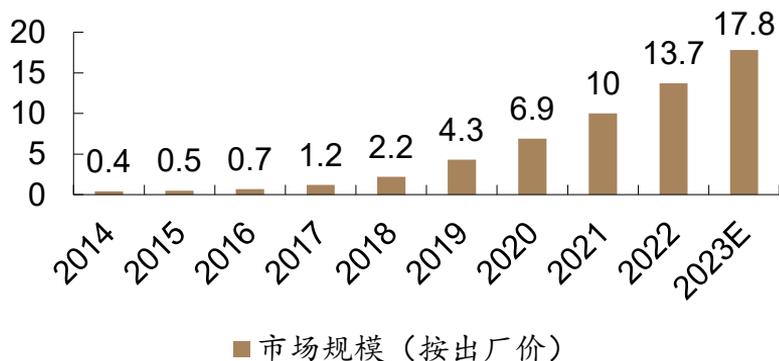


资料来源：《用于治疗抑郁症的医疗器械的现状和前景》，伟思医疗招股说明书，威诺敦，伟思医疗公司公告，健康界，依瑞德集团官网等，德邦研究所

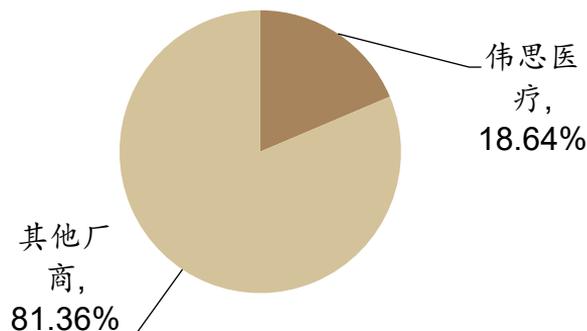
磁刺激康复器械：国内市场起步较晚，市场加速扩容

- 我国磁刺激器械市场2016年后才逐步规模化推广，2014-2021年CAGR达58.4%。**由于磁刺激技术是继电刺激技术之后发展起来并逐步得到应用的新型康复医疗技术，渗透率仍在持续爬坡中。经颅磁刺激仪主要应用市场为抑郁症，此外还有帕金森、脑卒中病康复治疗为潜力市场。在精神康复和神经康复的需求逐步增长的背景下，我国磁刺激康复医疗器械市场处于快速扩容期，规模从2014年的0.4亿元增长至2021年的10.0亿元，CAGR达58.4%。
- 磁刺激康复医疗器械技术壁垒较高，国内市场相对较为集中。**由于磁刺激康复医疗器械制造要求精准复杂，存在较高的技术壁垒，目前国内磁刺激康复医疗器械市场相对较为集中，行业主要厂商包括伟思医疗、武汉依瑞德、The Magstim Company Limited、Tonica Elektronik A/S、武汉奥赛福等，其中**伟思医疗**受益于布局时间早、产品认可度高等优势，2018年已占据磁刺激类康复医疗器械领域18.64%市场份额。

图：中国磁刺激康复医疗器械市场规模（亿元）



图：2018年磁刺激类康复医疗器械市场份额



资料来源：伟思医疗招股说明书，伟思医疗公司公告，德邦研究所

医疗服务：疫情期间国内精神病科就诊基本无影响

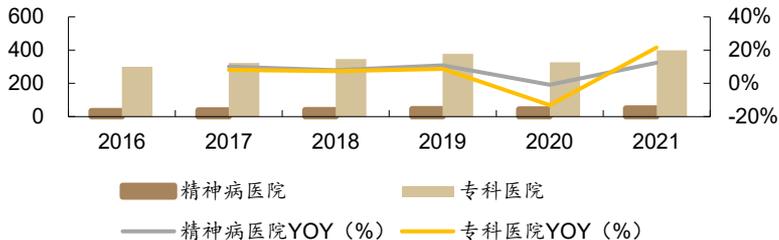
□ 20/21年，国内整体诊疗受压制，但精神科/精神病诊疗需求不减。

- 综合医院精神科20/21年门急诊人次分别为6011/6851万人，同比增长0.16%/13.96%，同期综合医院整体门急诊人次同比为-14.46%/16.75%；
- 精神病专科医院20/21年门急诊人次分别为4449/4999万人，同比增长-0.81%/12.35%，同期专科医院整体门急诊人次同比情况为-13.02%/21.51%；
- 精神病专科医院20/21年入院人数分别为266/328万人，同比情况为+0.8%/23.2%，同期专科医院整体入院人数同比情况为-10%/+16.9%。

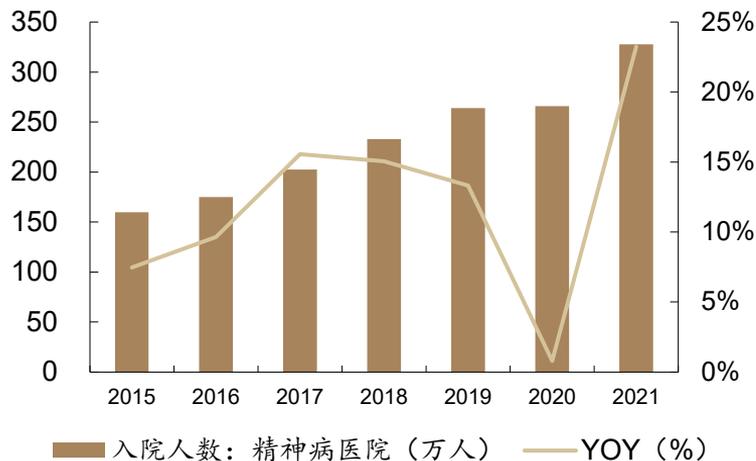
图：历年综合医院整体及精神科门急诊人次（百万人）



图：历年专科医院整体及精神病医院门急诊人次（百万人）



图：历年精神病医院入院人数（万人）



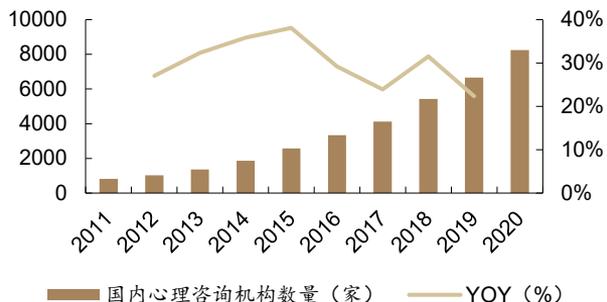
资料来源：中国卫生健康统计年鉴，wind，德邦研究所
注：国内心理咨询机构数量中2020年数据为截至当年11月。

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

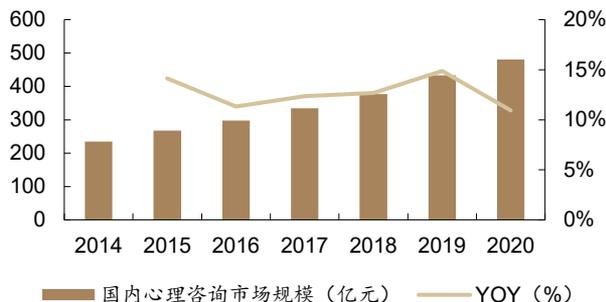
心理疗法：对轻-中度抑郁障碍与药物治疗有可比的症状改善率

- 抑郁症“心理疗法”效果与药物治疗相仿，可与药物联合使用：1) 通过交谈&团体活动推动求助者心理、行为改变，解决心理问题。心理治疗原理为治疗师运用心理技术，通过交谈或团体活动，推动求助者在心理、行为上的改变从而解决心理问题，目前常用的方法主要包括：认知行为治疗、人际心理治疗和行为心理治疗（如行为激活）；2) 心理治疗对轻中度抑郁障碍的疗效与抗抑郁药疗效相仿，针对严重或内源性抑郁障碍可与药物治疗联合使用。
- 截至2020年，心理咨询机构数量10年翻10倍，市场规模近500亿。截至2020年11月，我国心理咨询机构数量为8200余家，是2011年机构数的十倍；截至2020年，国内心理咨询市场规模达480亿元，14-20年CAGR达12.7%。
- “国内精神专科医院第一股”康宁医院：拥有1w张床位，40+分院，2021年收入规模为13亿元，同比增长31.2%，18-21年CAGR为20.2%。

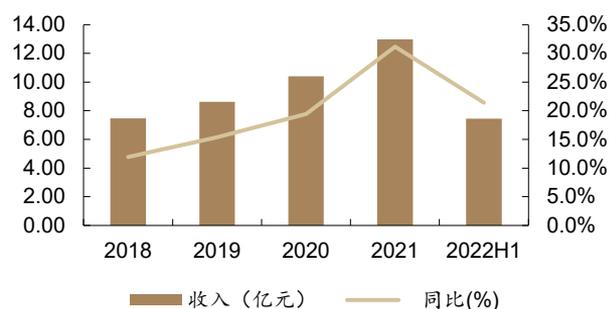
图：国内心理咨询机构数量（家，%）



图：国内心理咨询市场规模（亿元，%）



图：康宁医院历年收入及增速情况（亿元，%）



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，wind，研观天下等，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

03

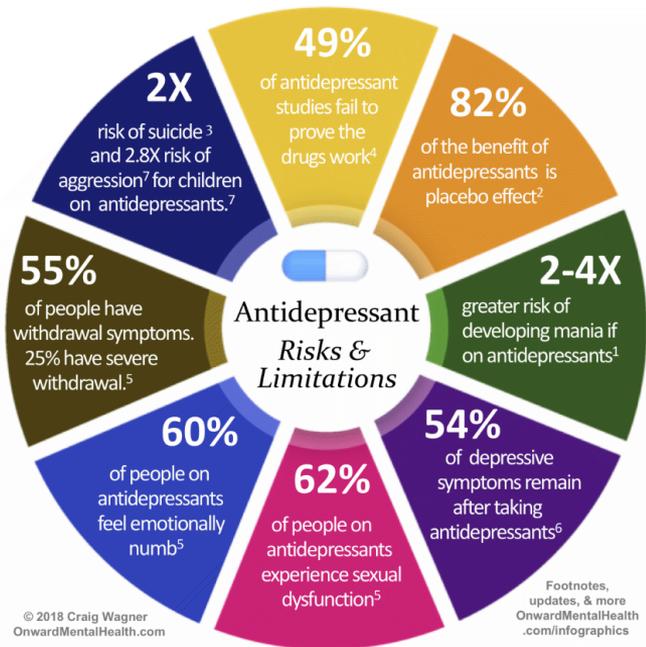
抑郁症新药研发现状及趋势

当前抗抑郁药痛点：起效慢，副作用，无法完全缓解

□ **未满足的临床需求：**临床效应滞后，通常需要2-4周以上才能起效，甚至有一定比例的患者长期用药后仍然无法缓解，同时受到不良反应困扰，患者迫切期待新的治疗药物。

图：当前抗抑郁药的局限性

- **起效慢：**SSRI作为1L用药，2~4周起效，4~8周达峰。
- **副作用多：**胃肠道症状，肝毒性，体重增加及代谢异常，心血管问题等等。
- **无法完全缓解：**54%患者用药后无法完全缓解，需要进入二线治疗。
- **其他风险：**服用抗抑郁药，患狂躁症的风险更大。



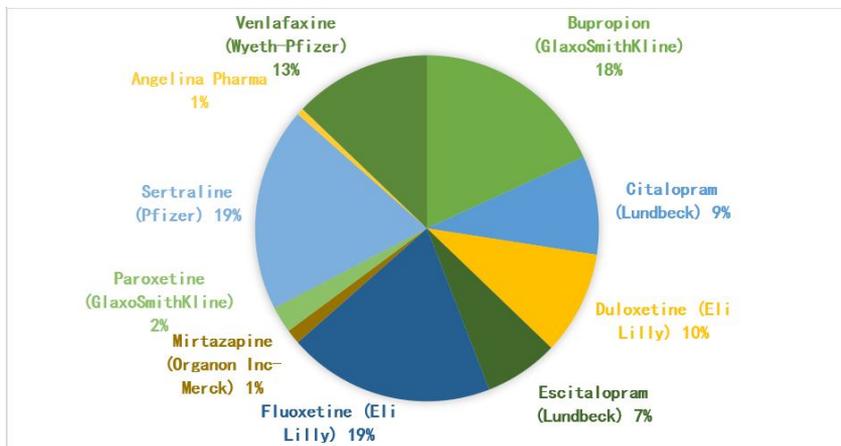
资料来源：Infographics, GoodRx health, 德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

企业：存量市场Big-Pharma主导，创新研发bio-Tech已成主力

根据2017年抗抑郁药市场份额的统计，由Eli Lilly, Pfizer, GSK和Lundbeck开发的药物在市场上占主导地位。其中，销售额最高的三种抗抑郁药是礼来的氟西汀、辉瑞的舍曲林和葛兰素史克的安非他酮。这三种抗抑郁药物平分秋色，市场份额为18%-19%。

图：2017年抗抑郁药市场份额



图：2010-2019年全球抗抑郁市场融资分析



Around 60% of the total amount was invested in the last three years (2016-2018). Specifically, in 2019 (till March) alone, companies engaged in this domain had collectively raised USD 650 million. Overall, a sum of USD 2.8 billion (2010-2019) was raised by various industry stakeholders through secondary offerings

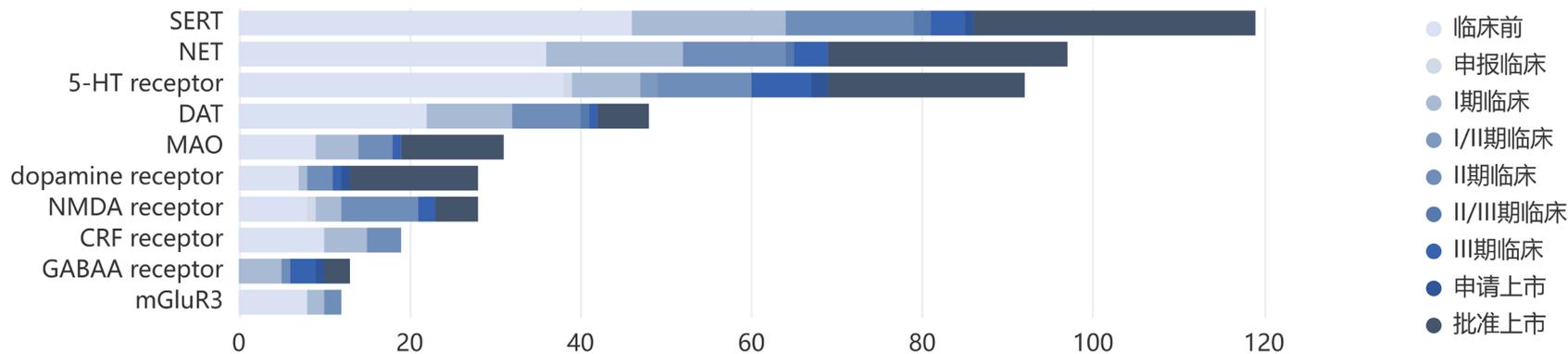
由于大药企在抗抑郁药物研发没有创新进展，自2019年，中小型生物制药公司开始活跃在抗抑郁药市场，专注创新药物研发。前三名包括Sage Therapeutics、Intra-Cellular Therapies和Acadia Pharmaceuticals。从2010年到2019年，通过二次发行共筹集28亿美元。仅从2019年1月至3月，抗抑郁药领域的公司就筹集了6.5亿美元。

资料来源：《Global Trends and Drug Development for Depression》XU Ziyi等，德邦研究所

新药研发趋势：新靶点、结构改良、安全性优化、起效速度

- 目前全球研发仍以传统靶点为主。
- **研发角度**：1) **新靶点**，包括NMDA、GABAA等。2) **新剂型**，鼻腔喷雾剂等。3) **老药改良**，包括复合制剂，基团改良等。
- **临床角度**：1) **安全性显著优于当前主流药物**。2) **起效速度快**。3) **疗效显著**。

图：全球抗抑郁药研发靶点



资料来源：医药魔方，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

全球抑郁症在研格局：创新靶点进展不断突破

□ **创新靶点不断突破**：当前在研新药中，创新靶点包括GABAA受体、NMDA受体、mGluR5等，且临床进展迅速，部分靶点治疗能力得到验证。

表：全球抗抑郁/焦虑药物研发进展

药品名称	研发机构	靶点	最高研发阶段(全球)	最高研发阶段(中国)
吉呱隆	Mead Johnson Nutrition,BMS,Fabre-Kramer, Merck & Co.	5-HT1A receptor	申请上市	无申报
珠兰诺隆	Biogen,Shionogi,Sage Therapeutics	GABAA receptor	申请上市	无申报
CT-152	Click Therapeutics,Otsuka	not available	III期临床	无申报
PRAX-114	Praxis Precision Medicines	GABAA receptor	III期临床	无申报
XEN1101	Bausch Health,1st Order,Xenon Pharmaceuticals	Kv7	III期临床	无申报
aticaprant	Eli Lilly,Johnson & Johnson,Avalo Therapeutics	κ opioid receptor	III期临床	申报临床
brilaroxazine	Reviva Pharmaceuticals	5-HT6 receptor,5-HT1A receptor,D2 receptor	III期临床	无申报
centanafadine	Otsuka,DOV Pharmaceutical(Euthymics Bioscience)	SERT,NET,DAT	III期临床	无申报
ebesen	Sound Pharmaceuticals	GPX	III期临床	无申报
ghrelin	--	ghrelin	III期临床	无申报
seltorexant	Johnson & Johnson,Minerva Neurosciences	OX2R	III期临床	无申报
ulotaront	Sunovion Pharmaceuticals(Sumitomo Dainippon Pharma),Otsuka,PsychoGenics	TAAR1,5-HT1A receptor	III期临床	II/III期临床
右美沙酮	Relmada Therapeutics	NMDA receptor	III期临床	无申报
艾迪西汀	Eli Lilly,亿腾景昂,亿腾医药	NET	III期临床	III期临床
赛洛西宾	Compass Pathways,Sandoz(Novartis)	5-HT2A receptor	III期临床	无申报
esketamine NS	Johnson & Johnson		III期临床	无申报
basimglurant	Roche,Noema Pharma	mGluR5	II/III期临床	无申报
噁替佐酮	东阳光药	SERT	II/III期临床	II/III期临床

资料来源：医药魔方，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

中国抑郁症在研格局：逐步由仿转创

- **由仿制走向原研**：当前国内在研新药中，研发方向已趋于创新机制的探索，如绿叶制药的托鲁地文拉法辛已于2022年11月在中国获批，成为**国内首个自主研发抗抑郁症创新药**。此外，东阳光药、广为医药等国内药企均有抗抑郁新药布局。

表：国内抗抑郁/焦虑药物研发进展

药品名称	研发机构	靶点	最高研发阶段(全球)	最高研发阶段(中国)
托鲁地文拉法辛	绿叶制药,烟台大学	SERT,NET,DAT	批准上市	批准上市
曲唑酮	Angelini,兆科药业	SERT,5-HT2A receptor	批准上市	批准上市
艾迪西汀	Eli Lilly,亿腾景昂,亿腾医药	NET	III期临床	III期临床
噻替佐酮	东阳光药	SERT	II/III期临床	II/III期临床
GW117	广为医药	MT1,5-HT2C receptor,MT2	II期临床	II期临床
JJH201501	圣安医药,吉贝尔药业	SERT,NET,dopamine receptor	II期临床	II期临床
R-氟胺酮	恒瑞医药,Otsuka,Chiba University,Perception Neuroscience	NMDA receptor	II期临床	I期临床
liafensine	Bristol-Myers Squibb,索元生物,Curia	SERT,NET,DAT	II期临床	II期临床
羟哌吡酮	军科院毒物药物研究所,华海药业	5-HT1A receptor,SERT	II期临床	II期临床
阿姆西汀	军科院毒物药物研究所,石药集团	SERT,NET	II期临床	II期临床
FZ016	美迪西,方正医药,SK Biopharma	5-HT1A receptor	I期临床	I期临床
HS-10353	豪森药业	not available	I期临床	I期临床
JS1-1-01	天士力	SERT,NET,DAT	I期临床	I期临床
NH102	恩华药业	SERT,NET	I期临床	I期临床
PMS-001	普美圣医药	IQSEC1	I期临床	I期临床
氟右美沙芬	信立泰	not available	I期临床	I期临床

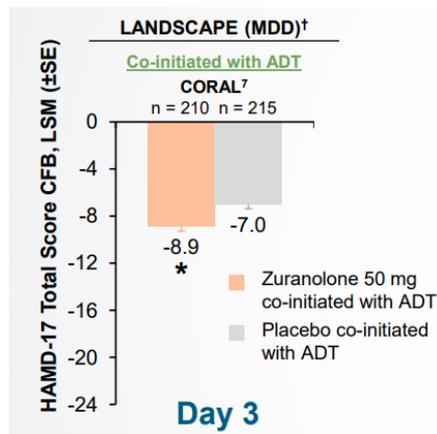
资料来源：医药魔方，德邦研究所

新药-Zuranolone：重新定义抑郁症的治疗

■ Zuranolone由Sage开发，Biogen持有包括中国区在内的部分全球权益。

- 该品种靶向GABA-RA，在抑郁症领域算是比较差异化的机制；GABA主要功能是使过度活跃的神经系统平静下来。
- 该品种主打起效快，专门针对抑郁症治疗起效慢、需长期服药、戒断效应等临床需求缺口研发。
- 由于起效快，该品种相比传统抑郁症疗法可节约数月的治疗时间，且仅需发病时用药1~2个疗程，更像是急性病用药。
- 根据3期临床结果，在第3天，接受zuranolone 50mg治疗的患者HAMD-17总分相对基线的变化为-8.9，安慰剂为-7.0。
- Zuranolone解决了常见病领域的差异化需求，有望通过“速战速决”的治疗方式解决慢病需要长期服药所带来的一系列弊端。

图：第3天HAMD-17评分较基线变化



资料来源：Sage官网，生物谷等，德邦研究所

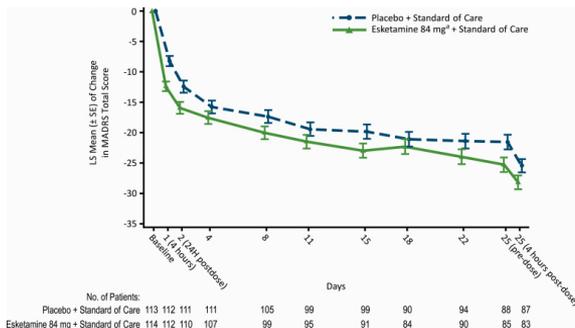
请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

新药-艾司氯胺酮鼻腔喷雾剂：50年以来首个新机制抗抑郁药

艾司氯胺酮鼻腔喷雾剂由强生开发，鼻喷更方便，快速有效防止抑郁患者自杀。

- 2019年3月艾司氯胺酮鼻腔喷雾剂获美国FDA批准上市，用于治疗难治性抑郁。国内2022年1月提交NDA。
- NMDA受体是目前抗抑郁药研发中热度最高的新兴靶点。NMDA受体靶点药物在起效时间、对难治性抑郁（TRD）治疗效果优于传统靶点；与GABAA受体等其他靶点相比，更加偏重于抑郁症核心症状的改善。
- 采用鼻腔喷雾的给药方式，通过鼻腔黏膜上丰富的血管吸收到体内，可以迅速发挥作用，并有效减少肝肾损伤。
- 临床实验显示，艾司氯胺酮具有超快速的抗抑郁作用，吸入后，4小时内能显著改善抑郁症患者的自杀意念。通过16周的观察，艾司氯胺酮在临床缓解和临床有效的患者中分别减少了51%和70%的复发率。

图：MADRS每周总分变化

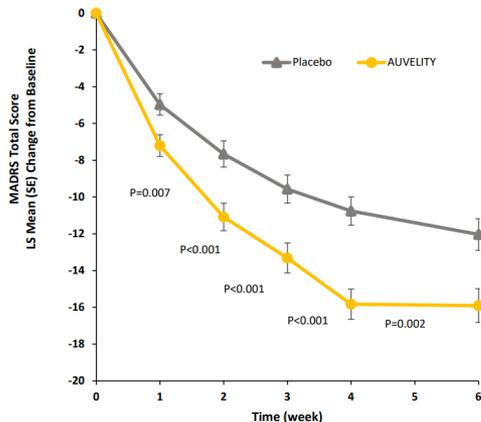


新药- Auvelity (AXS-05) : NMDA受体机制首款口服疗法

■ Auvelity (AXS-05) 由Axsome开发, 复方制剂, 起效快。

- 2022年8月20日FDA获批上市。首个也是唯一用于治疗成人重度抑郁症的口服速效、无依赖性N-甲基-D-天冬氨酸 (NMDA) 受体拮抗剂, 也是60多年来首款具有创新作用机制的抗抑郁药。
- 复方制剂, 主要包括右美沙芬和安非他酮2种成分。
- 起效快: Auvelity用药1周后, 患者的抑郁症状就开始改善; 第2周时, 症状缓解的患者比例是安慰剂组的2倍以上。
- FDA黑框警告: 自杀念头和行为。

图: MADRS总分与基线相比变化



资料来源: Axsome官网, 德邦研究所

图: MADRS总分变化

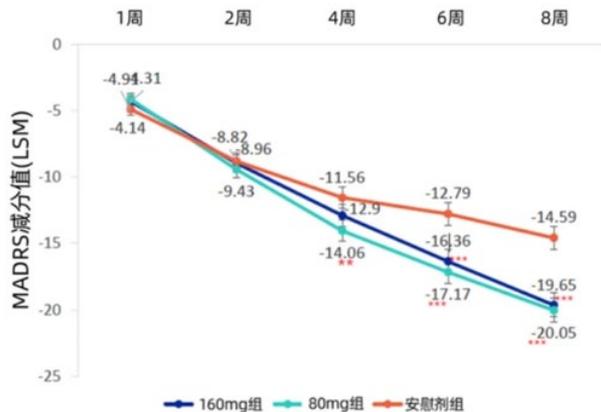
	AUVELITY (n=156)	Placebo (n=162)	LS Mean Difference	P-Value
Primary Endpoint: Change in MADRS Total Score at Week 6	-15.9	-12.0	-3.9	0.002
Key Secondary Endpoints				
Change in MADRS Total Score at Week 1	-7.2	-5.0	-2.2	0.007
Change in MADRS Total Score at Week 2	-11.1	-7.7	-3.4	<0.001

Abbreviations: MADRS = Montgomery-Åsberg Depression Rating Scale

新药-若欣林：我国首个自主研发抗抑郁症创新药

- 若欣林（盐酸托鲁地文拉法辛缓释片）由绿叶制药开发，市场中唯一的5-HT/NE/DA三重再摄取抑制剂。
 - 2022年11月1日国内获批上市，是我国首个自主研发的抗抑郁化药1类创新药。
 - 若欣林是一款**基于文拉法辛进行改良的药物**，在原有文拉法辛的结构上增加了一个可以脱卸的基团。使得若欣林不仅能够抑制5-HT和NE的再摄取，同时还能抑制DA的再摄取，成为市场中**唯一的5-HT/NE/DA三重再摄取抑制剂**。
 - 从公布的III期临床研究结果看，若欣林治疗组较对照组表现出优异的数据，抑郁量表（MADRS）总分较基线变化明显优于对照组（第八周：-20.05 vs -19.65 vs -14.59）。安全性方面，若欣林治疗组同样反应优秀，不良反应多为轻、中度，较少导致治疗终止，且无药物相关的严重不良事件发生。

图：MADRS总分与基线相比变化



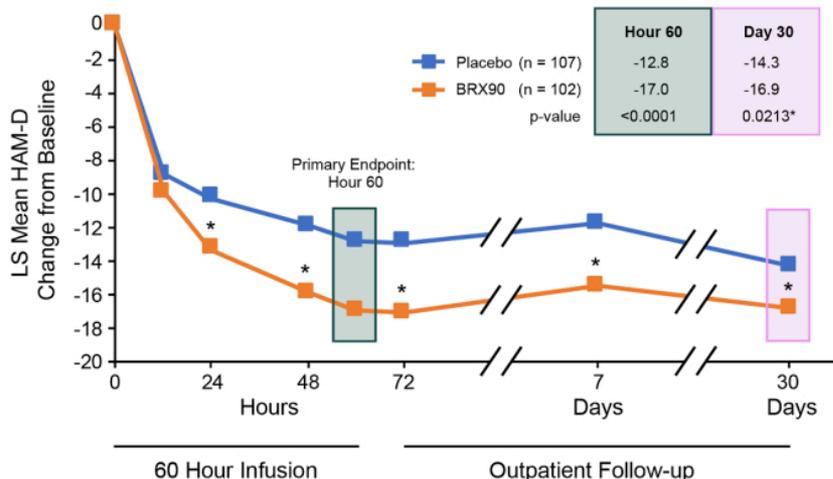
资料来源：绿叶制药官网，创事记专栏，德邦研究所

请务必阅读正文之后的信息披露及法律声明。

新药-Brexanolone：首个获批产后专用抗抑郁药

- Brexanolone由Sage开发，靶向GABAA受体，FDA批准首个产后抑郁新药，且不影响母乳。
 - 2019年获美国FDA批准的，首个产后专用抗抑郁药。
 - Brexanolone为γ-氨基丁酸-A受体调节剂，通过适当补充γ-氨基丁酸受体，可有效缓解产后抑郁。
 - 临床研究显示，在注射完成后（60h），便可观察到疗效（Brexanolone -17.0 vs 安慰剂 -12.8），迅速起效。
 - FDA黑框警告：过度镇静；突然失去意识。

图：HAM-D总分较基线变化



资料来源：Neurobiol Stress杂志《Allopregnanolone in postpartum depression: Role in pathophysiology and treatment》Samantha Meltzer-Brody等，德邦研究所

04

投资建议

- **海外：**由于抗抑郁类药物大多都是成熟产品，仿制药众多，所以传统机制药物已经增长乏力。然而该成熟领域有众多未被满足的需求，比如降低副作用、快速起效、降低依赖、不用长期服药等。新生代 Biotech正在针对这些需求开发差异化产品，如若成功上市则可以享受“专利药”的高定价。建议关注：Biogen(BIIB)、Sage(SAGE)、Axsome(AXSM)、强生、艾伯维。
- **国内：**由于抑郁症属于高发疾病，国内治疗率提升空间非常大，同时新冠又进一步提升了发病率，我们认为未来几年中国对于抑郁症的治疗需求将快速增加。此外，中药副作用相对化药较小，磁/电刺激疗法也不会有化药相关的副作用，解决了患者因担心副作用而抵触治疗的心理障碍。此外，心理疗法为轻中度焦虑/抑郁首选，市场空间巨大。建议关注：西药（绿叶制药、科伦药业、华海药业、京新药业）、中药（佐力药业、以岭药业、康弘药业、北陆药业）、器械（伟思医疗）、医疗服务（康宁医院）。

05

风险提示

风险提示

- 临床失败风险
- 美联储超预期加息的风险
- 竞争格局恶化风险
- 销售不及预期风险
- 行业政策风险

特别声明

适当性说明：《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，通过本微信订阅号/本账号发布的观点和信息仅供德邦证券的专业投资者参考，完整的投资观点应以德邦证券研究所发布的完整报告为准。若您并非德邦证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本订阅号/本账号中的任何信息。本订阅号/本账号难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。市场有风险，投资需谨慎。

分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此证明。

免责声明：

德邦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。本报告中的信息均来源于合规渠道，德邦证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

本资料不是德邦证券研究报告的发布平台，所载内容均来自于德邦证券已正式发布的研究报告，或对研究报告进行的整理与解读，因此在任何情况下，本订阅号中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话： +86 21 68761616 传 真： +86 21 68767880

400-8888-128