

拥抱医药创新，掘金医疗消费

——2022年度投资策略

核心观点:

- **创新热潮不减，拥抱创新主线。**人口老龄化程度加深，存在大量未满足的医疗健康需求，药审改革力度空前，带量集采趋于常态，加速创新为关键出路，我们认为医药创新的新时代已经到来。创新药方面，临床申报与获批数量快速增长，重磅品种渐入收获期，适应症扩展+联合用药+纳入医保助力创新药企突围。创新器械方面，政策持续扶持，国产医疗器械迎发展良机，公共卫生系统补齐短板再升级，带来庞大市场增量，研发投入持续加大，资本追捧，国产医疗器械发展提速，我们认为，国产医疗器械崛起，进口替代正当时。
- **大健康景气度持续，消费升级推动增长。**一方面，政策扶持叠加消费升级，消费中药板块迎来发展良机，我们认为消费类中药兼具医保免疫与消费属性，具备较高投资价值。另一方面，居民收入与医疗保健支出增加，国内专科医疗服务需求持续提升，而民营专科医院数量、床位数、接待能力等不断增加与提升，专科医疗服务供给能力亦随之增强。与此同时，社会办医配套政策陆续出台，推进专科医疗服务快速发展。我们看好专科医疗领域保持高成长性与高景气度。
- **医药行业运营改善趋势明显，板块相对估值位于历史中等水平。**疫情影响逐渐消散，医保收支增速恢复，医疗机构和医院业务量反弹明显，医药制造业收入增速再次超过GDP增速。医药板块年初至今表现较弱，板块相对估值位于历史中等水平。三季度医药持仓仍处超配，重仓集中度提升。Omicron变异毒株来袭无需过度悲观。我们认为，在全球疫情反复的大背景下，医药行业比较优势有望延续，抗疫板块有望借势继续维持高景气增长，同时，受益于人口老龄化加速、消费升级等因素，医药板块作为内需中的刚需，长期持续发展的产业逻辑较为确定。
- **投资建议：看好创新产业链与消费属性的优质赛道龙头。**我们认为医药板块具有较高配置价值，看好：（1）创新、创新服务产业链，关注具有持续创新能力的企业。（2）具有消费属性的优质赛道龙头。

表：重点公司盈利预测及估值

股票代码	股票简称	EPS			PE		
		2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600276.SH	恒瑞医药	1.02	1.16	1.42	49	43	35
300760.SZ	迈瑞医疗	6.77	8.26	10.04	52	43	35
300122.SZ	智飞生物	4.42	5.67	6.03	28	22	21
600976.SH	健民集团	2.06	2.75	3.54	31	23	18
300363.SZ	博腾股份	0.88	1.31	1.65	110	74	59
300015.SZ	爱尔眼科	0.43	0.57	0.74	100	76	58

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

医药行业

推荐（维持评级）

分析师

孟令伟

☎: 010-80927652

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

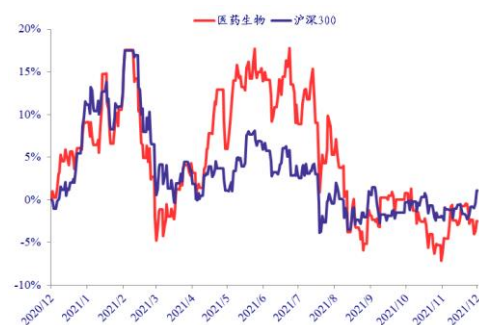
刘晖

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080003

行业数据

2021.12.09



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

相关研究

2021-11-26 医药行业 11 月动态报告：对 Omicron 无需过度悲观，关注检测、小分子药物与疫苗投资机会
2021-10-31 医药行业 10 月动态报告：三季度医药持仓仍处超配，重仓集中度提升
2021-09-29 医药行业 9 月动态报告：中成药集采开启，价格降幅预期温和
2021-08-23 医药行业 8 月动态报告：化学发光集采开启，进口替代有望提速
2021-08-02 医药行业 7 月动态报告：医药持仓占比提升，关注“创新+消费”主线
2021-07-02 医药行业 6 月动态报告：中西医联合疗法地位提升，关注中医板块投资机会
2021-05-31 医药行业 5 月动态报告：ASCO2021 摘要发布，国内创新数质提升
2021-04-30 医药行业 4 月动态报告：内部业绩表现分化，美支持豁免疫苗专利影响或被高估
2021-04-02 医药行业 3 月动态报告：一季度疫苗批签发：重磅品种保持快速增长
2021-02-26 医药行业 2 月动态报告：国务院发布重要措施，中医药产业有望加速转型

投资概要:

研究框架与主要结论:

在本篇报告中,我们分析了近年来产业环境巨变如何引领医药创新发展,并深入分析了创新药械产业链、创新疫苗、医疗消费等优质赛道的投资逻辑。我们认为,一方面,医药创新“新”时代已经到来,重磅品种逐渐步入收获期,并加速走向世界;另一方面,人口老龄化程度加深、医疗需求与消费水平持续提升,创新与消费属性的优质医药板块价值凸显。此外,我们对医保数据、医疗服务数据、医药制造业增速等行业运营数据进行分析,我们认为行业受疫情影响逐渐消散,改善趋势明显。我们回顾了2021年初至今医药板块市场表现、对国际国内行业估值情况进行分析及对国际巨头和国内龙头公司进行了估值与成长性比较。投资策略上推荐创新、创新服务产业链以及具有消费属性的优质赛道龙头。

我们与市场不同的观点:

我们认为医药创新“新”时代已经到来,部分早期布局研发创新的企业将逐渐步入收获期。创新药投资成为医药投资的重中之重,未来我国有望在全球药物创制中取得一席之地。

投资策略:推荐创新、创新服务产业链与具有消费属性的优质赛道龙头

我们认为医药创新研发新时代已经到来,看好:(1)创新、创新服务产业链,关注具有持续创新能力的企业,如恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、博腾股份、智飞生物等。(2)看好具有消费属性的优质赛道龙头公司,如健民集团、爱尔眼科、通策医疗、长春高新、华熙生物等。

行业表现的催化剂:

医保等行业政策对创新药扶持力度超预期;精准医疗等领域的技术突破超预期。

主要风险因素:

控费降价压力超预期的风险,药品、高值耗材带量采购扩面超预期的风险。

目 录

一、创新药械产业链：创新热潮不减，拥抱创新主线	4
（一）拥抱医药创新“新”时代	4
1. 人口老龄化程度加深，存在大量未满足的医疗健康需求	4
2. 药审改革力度空前，创新研发迎来新时代	4
3. 带量集采趋于常态，加速创新为关键出路	6
（二）创新药：临床申报与获批数量快速增长，重磅品种渐入收获期	6
1. 研发投入持续加大，IND 申报与获批数量快速增长	6
2. 国内创新药研发进展概览：近两年获批或报产一类新药以抗肿瘤药为主	7
3. 技术不断创新，免疫疗法占据市场热点	8
4. 市场分析：适应症扩展+联合用药+纳入医保探索突围之路	10
（三）医疗器械： 国产崛起，进口替代正当时	11
1. 政策扶持，国产医疗器械迎发展良机	11
2. 公共卫生系统补齐短板再升级，带来庞大市场增量	12
3. 研发投入持续加大，资本追捧，国产医疗器械发展提速	13
二、医疗消费：大健康景气度持续，消费升级推动增长	15
（一）消费中药：政策扶持叠加消费升级，板块迎发展良机	15
1. 国务院出台重要措施，中医药产业有望加速转型	15
2. 消费类中药兼具医保免疫与消费属性，具备较高投资价值	15
（二）专科医疗：需求持续提升，供给能力增强	18
1. 居民收入与医疗保健支出持续增加	18
2. 民营专科医院数量不断增加	19
3. 专科医院接待能力不断提升	20
4. 专科医院床位数不断增加	21
5. 卫生技术人员力量增大	21
（三）社会办医配套政策陆续出台，推进专科医疗服务快速发展	22
（四）医美：颜值经济迷人眼，医美时代渐来临	23
1. 全球市场规模稳定增长，国内医美市场提升空间广阔	23
2. 我国女性医美渗透率远低于韩国，消费群体年轻化	24
3. 透明质酸和肉毒素成为最受欢迎的医疗美容项目	25
4. 国内医美市场竞争格局分析：高度分散状态	28
三、行业经营数据改善趋势明显，变异毒株来袭无需过度悲观	29
（一）医保数据分析：收支增速恢复	29
（二）医疗服务数据分析：医疗机构和医院业务量反弹明显	31
（三）医药制造业：收入增速再次超过 GDP 增速	33
（四）业绩回顾：利润端快速增长，抗疫板块业绩表现突出	33
（五）基金持仓：三季度医药持仓仍处超配，重仓集中度提升	35
（六）OMICRON 评述：无需过度悲观	39
四、医药板块相对估值处于历史中等水平	41
（一）与沪深 300 估值对比，相对估值处于中等水平	41

（二）国内外行业估值对比	41
七、投资策略	43
（一）看好创新药械与创新服务产业链	43
（二）看好疫苗板块维持高景气	43
（三）看好医疗服务发展前景	43
（四）看好体外诊断行业发展空间广阔	44
（五）看好连锁药店龙头增长潜力	44
八、风险提示	45
九、附录	46

一、创新药械产业链：创新热潮不减，拥抱创新主线

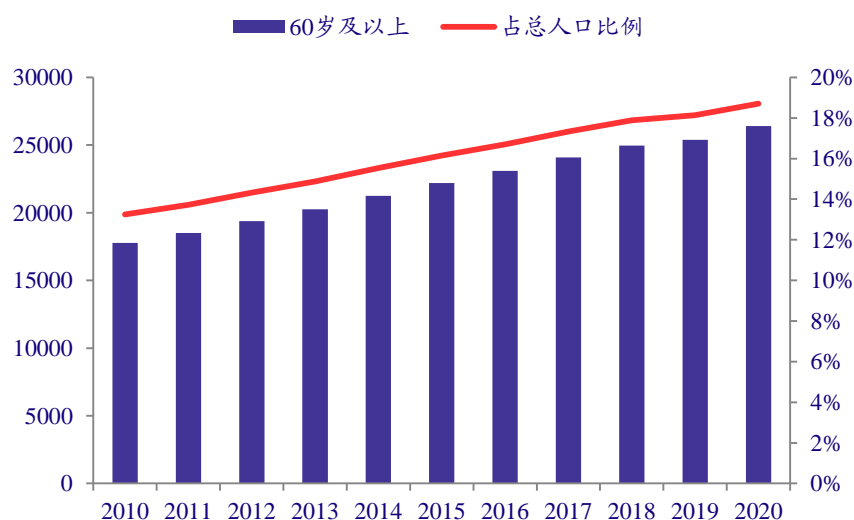
（一）拥抱医药创新“新”时代

1. 人口老龄化程度加深，存在大量未满足的医疗健康需求

我国人口老龄化程度加深，未来医疗健康需求巨大。根据全国第七次人口普查数据显示，2020 年全国人口 14.12 亿人，与 2010 年（第六次人口普查）的 13.40 亿人相比，增长 5.4%。人口结构方面，0-14 岁、15-59 岁、60 岁以上、65 岁以上人口占比分别为 18%、63.4%、18.7% 和 13.5%，与 2010 年相比，60 岁以上人口占比提升 5.4 个百分点，15-59 岁人口占比下降 6.8 个百分点，显示出我国人口老龄化程度加深。

根据卫生部数据，60 岁以上老年人慢性病患率是全部人口患病率的 3.2 倍，伤残率是全部人口伤残率的 3.6 倍，老年人消耗的卫生资源是全部人口平均消耗卫生资源的 1.9 倍。人口老龄化程度加深带来的医疗健康需求是巨大的。

图 1.1.1: 我国 65 岁及以上人口数量（万人）与占总人口比例



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

2. 药审改革力度空前，创新研发迎来新时代

（1）中办国办联合发文鼓励药械创新，具有里程碑意义

两办联合发文鼓励药械创新，对于我国医药产业创新发展具有里程碑意义。17 年 10 月 8 日中办国办联合发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，鼓励药械创新。该文件针对我国药品器械创新面临的突出问题，从改革临床试验管理、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力和加强组织实施等 5 大要点提出了改革意见。我们认为，此政策是深化药品医疗器械审评审批制度改革的纲领性文件，对我国医药产业创新发展具有里程碑式意义，整体利好创新研发能力强的

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

4

各细分领域龙头企业以及创新服务产业链。

(2) 优先审评稳健高效，释放创新研发积极性

针对具有临床价值的新药和临床急需仿制药开展优先审评审批，落实节奏稳健高效。2016年2月CFDA发布《总局关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》，为加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市，解决药品注册申请积压的矛盾，针对符合“具有明显临床价值”、“针对特定病种”和“其他”情况的三种药品注册申请可纳入优先审评审批，由药审中心优先配置资源。自政策出台以来，落实节奏稳健高效。

图 1.1.2: 优先审评审批范围

具有明显临床价值，符合下列情形之一	防治下列疾病，且具有明显临床优势	其它
<ul style="list-style-type: none"> • 未在中国境内外上市销售的创新药注册申请。 • 转移到中国境内生产的创新药注册申请。 • 使用先进制剂技术、创新治疗手段、具有明显治疗优势的药品注册申请。 • 专利到期前3年的药品临床试验申请和专利到期前1年的药品生产申请。 • 申请人在美国、欧盟同步申请并获准开展药物临床试验的新药临床试验申请；在中国境内用同一生产线生产并在美国、欧盟药品审批机构同步申请上市且通过了其现场检查的药品注册申请。 • 在重大疾病防治中具有清晰的临床定位的中药（含民族药）注册申请。 • 列入国家科技重大专项或国家重点研发计划的新药注册申请。 	<ul style="list-style-type: none"> • 艾滋病； • 肺结核； • 病毒性肝炎； • 罕见病； • 恶性肿瘤； • 儿童用药品； • 老年人特有和多发的疾病。 	<ul style="list-style-type: none"> • 在仿制药质量一致性评价中，需改变已批准工艺重新申报的补充申请； • 列入《关于开展药品临床试验数据自查核查工作的公告》的自查核查项目，申请人主动撤回并改为按与原研药质量和疗效一致的标准完善后重新申报的仿制药注册申请； • 临床急需、市场短缺的药品注册申请。

资料来源：CFDA，中国银河证券研究部

优先审评加速创新药及临床临床急需仿制药研发上市速度，有助于释放研发积极性，利好创新药企和优质仿制药企。《总局关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》对审评所需时长进行了要求，其中新药临床试验申请要求药审中心在收到沟通交流的申请后于30日内安排与申请人的沟通交流，交流充分前提下自列入优先审评审批之日起10日内启动技术审评；新药生产注册申请在收到申请后30日内安排会议与申请人沟通交流，自药品注册申请被列入优先审评审批之日起10日内启动技术审评，技术审评完成后现场检查应于药审中心通知发出后20日内进行，检查结论需于检查完成后10日内作出并送达药审中心，在最长不超过90日内出具检验结论；针对治疗严重危及生命的疾病且尚无有效治疗手段、对解决临床需求具有重大意义的新药，流程可能更简洁。

(3) 药品监督管理局加入 ICH，行业发展与国际接轨

CFDA 加入 ICH，加速推动我国医药行业发展与国际接轨。2017年6月，CFDA 正式加入国际人用药品注册技术协调会（ICH），成为 ICH 全球第八个监管机构成员。国际人用药品注册技术协调会（ICH）于1990年4月由欧共体、美国和日本三方政府药品注册部门和制药工业协会共同发起成立，旨在药品注册技术领域协调建立关于药品质量、安全性和有效性等的

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

5

共同国际技术标准和规范，从而减少药品研发和上市成本，推动创新药品及早用于治疗患者。经过二十多年的发展，ICH 发布的技术指南已经为全球主要国家药品监管机构接受和转化，成为药品注册领域的核心国际规则制订机制。我们认为，CFDA 加入 ICH 一方面有助于总局借鉴国际最新监管成果，吸收国际先进监管理念，进而提升我国的药品监管能力和水平，逐步参与和引导国际规则的制定，加强在国际组织中的话语权；另一方面有助于鼓励国际创新型制药企业将中国市场纳入其全球药物开发战略，推动国际创新药品进入中国，满足临床用药需求；同时有助于推动中国药品研发和注册与国际规则逐步接轨，进而全面提升中国制药企业的创新能力和国际竞争力。

（4）新版药品注册管理与生产监督管理办法，进一步推动创新发展

2020 年 3 月 30 日，国家市场监督管理总局分别以总局 27 和 28 号令文公布《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》，两部规章将于 2020 年 7 月 1 日起正式施行。其中修改和值得关注的内容包括全面落实药品上市许可持有人制度、优化审评审批工作流程、全面推进药品注册分类改革、实现药品审评审批与国际接轨等。新版管理办法明确规定，做好药品注册受理、审评、核查和检验等各环节的衔接，将原来的审评、核查和检验由“串联”改为“并联”。特别是设立突破性治疗药物、附条件批准、优先审评审批、特别审批四个加速通道，明确审评时限，提高药品注册效率和注册时限的预期性。此外，对药品制剂选用的化学原料药、辅料及直接接触药品的包装材料和容器进行关联审评，标志着原料药监管从审批制向备案制过渡。我们认为，相较旧版药品注册流程，新版注册流程与审批过程将更高效，新版办法对于推动我国医药创新发展具有重要意义。

3. 带量集采趋于常态，加速创新为关键出路

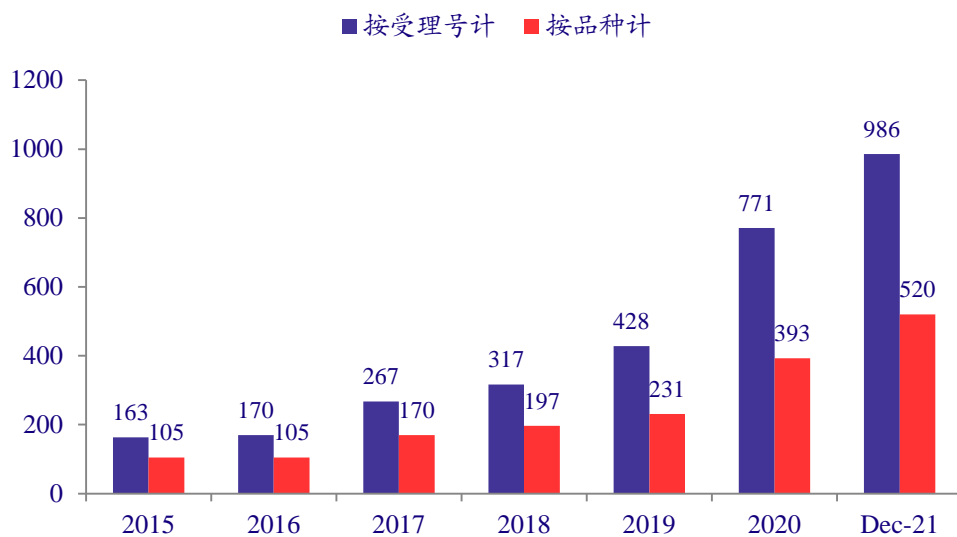
药械带量集采逐渐步入常态化，创新转型或为关键出路。国家持续推进组织药品和耗材集中采购，仿制药与高值医用耗材带量集采趋于常态化，未来预计将继续扩大品种和地区范围，在深化卫生体制改革的大背景下，控费降价势在必行。我们认为，从行业长期发展趋势来看，行业将加速向创新方向转型，创新能力突出，产品线布局广泛的企业将在行业洗牌中脱颖而出。

（二）创新药：临床申报与获批数量快速增长，重磅品种渐入收获期

1. 研发投入持续加大，IND 申报与获批数量快速增长

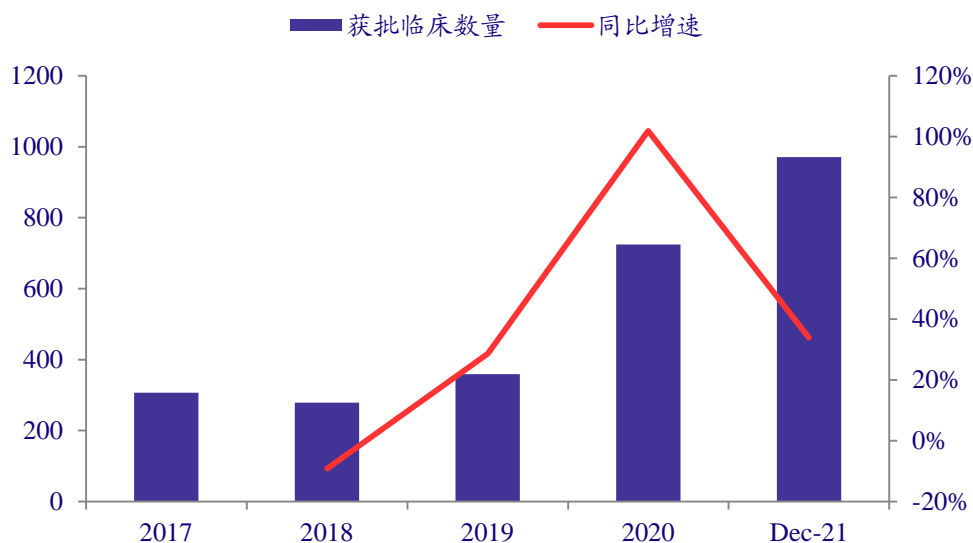
在医药创新新时代的大背景下，前些年制约我国创新产业发展的因素已被清除，国内药企创新研发的积极性大幅提升，创新研发意识不断加强，产业环境的巨变引领医药行业发展进入创新的新时代。根据我们统计，自 2018 年以来，我国医药企业研发投入增长明显，研发投入持续加大。另一方面，我国创新药 IND 申报数量与获批数量明显高于前些年，保持快速增长态势。

图 1.2.1: 2015 年以来我国创新药 IND 申报数量



资料来源: CDE, 中国银河证券研究院

图 1.2.2: 2017 年以来我国创新药 IND 获批数量



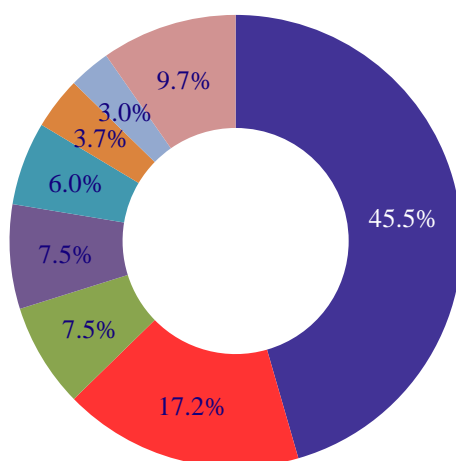
资料来源: 米内网, 中国银河证券研究院

2. 国内创新药研发进展概览: 近两年获批或报产一类新药以抗肿瘤药为主

我们通过汇总整理来自药监局、药品审评中心和米内网的信息, 梳理了国内已获批或已报产的 1 类创新药。按治疗领域分类来看, 目前 134 个已获批或进入报产阶段的一类创新药中, 抗肿瘤药最多 (61 个, 占比 45.5%), 其次为抗感染用药 (23 个, 占比 17.2%), 神经系统用药和血液系统用药并列第三位 (分别为 10 个, 占比 7.5%)。

图 1.2.3: 2018 年至今国内已获批或进入报产阶段的创新药分类

■ 抗肿瘤和免疫调节剂 ■ 全身用抗感染药物 ■ 神经系统药物 ■ 血液和造血系统药物
■ 消化系统及代谢药 ■ 心血管系统药物 ■ 呼吸系统疾病用药 ■ 其他



资料来源: CFDA, CDE, 米内网, 中国银河证券研究院

3. 技术不断创新, 免疫疗法占据市场热点

肿瘤创新药研究出现新格局, 免疫疗法逐渐占据市场热点。最初的抗肿瘤疗法主要是通过化疗药物, 特异性低, 毒副作用大, 且长期使用后或产生耐药或效果不佳。随着技术不断革新, 抗肿瘤疗法从单纯的化疗治疗发展到靶向治疗时代, 此种疗法特异性提升, 副作用较低, 但此类疗法仅能覆盖一种或一部分恶性肿瘤。肿瘤免疫疗法的出现为抗肿瘤疗法提供了更优的选择。单抗、ADC、细胞治疗、基因治疗、溶瘤病毒等技术层出不穷, 生物创新药逐渐占据市场热点。

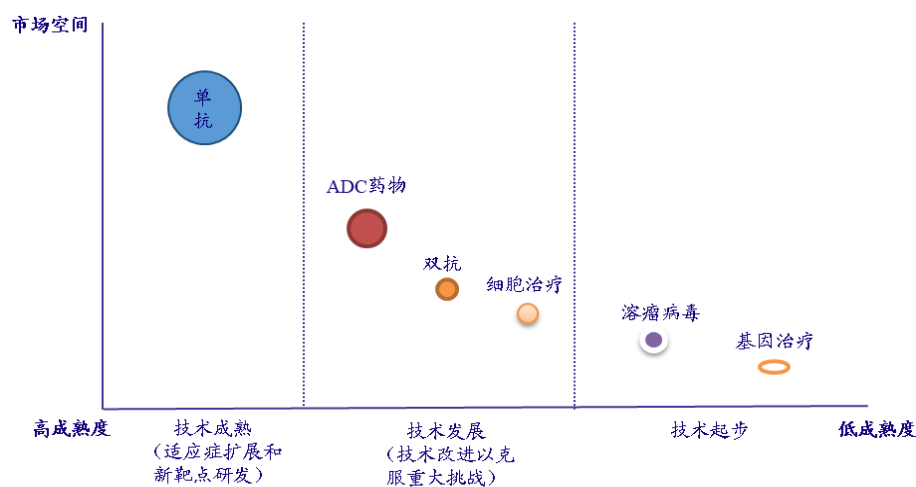
图 1.2.4: 抗肿瘤创新药分类

药物分类	化学药（化学合成所得）		生物药（利用生物体、组织、细胞、体液等制造的一系列用于预防、治疗、和诊断的制品）					
形式	小分子（分子量小于1000）		蛋白		蛋白+小分子	细胞	核酸	微生物
技术平台	化疗药物	靶向小分子	单抗	双特异性抗体 （同时针对两个不同靶点）	ADC药物（单抗+化疗药物）	细胞治疗	基因治疗	溶瘤病毒（一种肿瘤杀伤病毒）
靶向治疗	否	是	是					
抗肿瘤作用机制	抑制细胞增殖过程	针对肿瘤细胞生长、增殖、转移和凋亡的关键路径	既可以针对肿瘤细胞生长、增殖、转移和凋亡的关键路径，又可以利用激活免疫系统杀伤肿瘤细胞		单抗特异性识别肿瘤细胞，化疗药物定向杀伤肿瘤细胞	增加定位导航装置定向高效杀伤肿瘤	直接从基因层面改造，根本改变肿瘤形成机制	特异性识别感染，大量复制病毒使肿瘤细胞破裂
常见靶点	无	EGFR、ALK、CDK4/6等	VEGF,HER2,PD-1,PD-L1,CTLA4,CD20等		HER2,Trop2,CD30等	CD19,BCMA	P53基因等	ICAM-1,整合素等
应用	恶性肿瘤							

资料来源：中国知网，中国银河证券研究院

生物创新药技术平台成熟程度与市场空间各有不同。其中，单抗发展成熟，该技术平台竞争趋势已经转向适应症扩展。ADC（抗体偶联药物）和双特异性抗体作为化疗药与单抗技术的升级版，近年来随着技术的发展开始有产品上市。细胞治疗中，CAR-T 作为创新型细胞疗法随着技术进步也有产品落地。未来，这类药物还需要不断改进技术以克服目前存在的各类挑战。从目前的市场空间来看，单抗的市场空间最大，超过 500 亿美元，ADC 次之，在 10-100 亿美元区间，双抗和细胞治疗目前的市场空间在 1-10 亿美元。

图 1.2.5: 抗肿瘤生物药不同技术平台概览



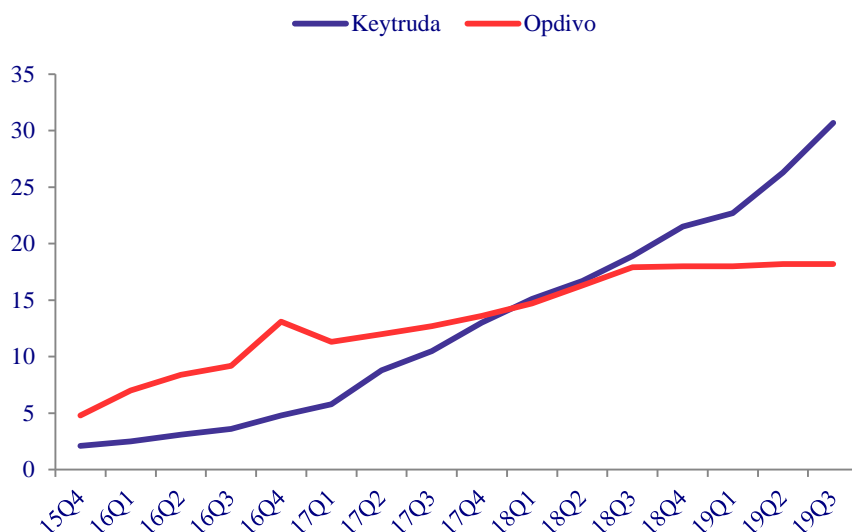
资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

4. 市场分析：适应症扩展+联合用药+纳入医保探索突围之路

适应症扩展+联合用药有助于产品在竞争中脱颖而出。回顾默沙东 K 药和 BMS O 药 2015 年以来全球销售额情况，K 药全球销售额稳步提升，2017 年 Q1-Q2 明显提速（K 药 2015-2016 年获批 3 个适应症一线用药），并于 2018 年 Q2 超越 O 药，2019 年 Q3 单季度销售额更是达到创纪录的 30.7 亿美元，而 O 药单季度销售额维持在 18 亿美元左右。**我们认为，K 药在竞争中脱颖而出，一方面受益于适应症扩展，另一方面，联合用药提升了 K 药的用药地位。**K 药在国内获批的 4 个适应症，其中有 3 个为一线治疗，其中 2 个为联合用药一线，包括联合培美曲塞和铂类化疗 EGFR-/ALK-的局部晚期或转移性 NSCLC，联合卡铂+紫杉醇化疗转移性鳞状 NSCLC。显示其在晚期肺癌领域强大的竞争实力。

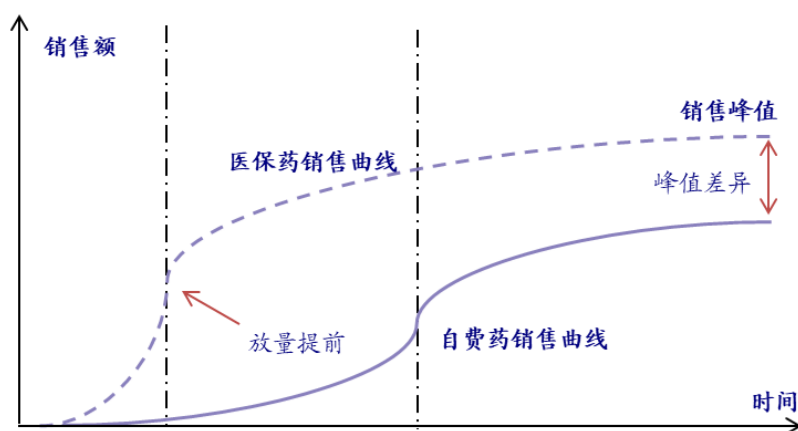
图 1.2.6: K 药和 O 药全球销售额情况（单季度，亿美元）



资料来源：医药魔方，中国银河证券研究院

医保渠道加速放量，助力“创新-医保加速准入-新品快速放量（市场反应）-利润提升-深化创新”正反馈效应放大。创新药通过国家医保谈判纳入医保目录，实现以价换量，有助于销售渠道快速突破，实现研发成果快速变现，同时大幅降低患者自付费用，提升药物可及性。信迪利单抗为例，19 年 2 月获批上市，PAP（药品援助计划）后全年治疗费用约为 18.8 万元。19 年 11 月，通过医保谈判，独家进入国家医保目录，年治疗费用下降到 10 万元左右，考虑各地 60-70% 的医保报销比例，个人年治疗自付费用抵制 3-4 万元。信迪利单抗通过医保渠道，快速提升潜在用药可及性，20 年 Q1 仅凭霍奇金淋巴瘤单适应症销售额达 4 亿元，19 年全年为 10.5 亿元，实现爆发式增长。纳入医保目录后，创新药适应症销售峰值将提前，以前需要 7-10 年才能实现的销售峰值，可能缩短至 3-5 年即可实现。

图 1.2.7: 医保药品与未进医保药品销售曲线对比



资料来源：医药魔方，中国银河证券研究院 注：仅考虑单适应症非联用情况

（三）医疗器械： 国产崛起，进口替代正当时

1. 政策扶持，国产医疗器械迎发展良机

国产医疗器械的崛起离不开政策的扶持，近年来，从中央到地方，各级政府对医疗器械发展的扶持力度持续加大，国产医疗器械迎来发展良机。一方面，分级诊疗持续推进，有助于增加基层诊疗量，扩大基层采购需求，推动国产医疗设备销售放量。另一方面，国家鼓励创新，设置特别审批通道，创新产品注册时长大幅缩短，加快国产创新产品上市步伐。此外，国家支持采购国产设备，有助于提高国产化率，加快进口替代进程。

表 1.3.1: 我国医疗器械相关政策

大类	时间	部门	政策	要点
分级诊疗	2017.04	国务院	关于推进医疗联合体建设和发展的指导意见	2017 年，基本搭建医联体制度框架，全面启动多种形式的医联体建设试点，三级公立医院要全部参与并发挥引领作用，综合医改试点省份每个地市以及分级诊疗试点城市至少建成一个有明显成效的医联体。
	2017.04	国务院	关于印发深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务的通知	分级诊疗试点和家庭医生签约服务扩大到 85% 以上的地方。
	2018.08	国务院	关于印发深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务的通知	进一步规范医疗联合体建设和发展，完善医疗联合体建设和分级诊疗考核。
	2019.04	卫健委	全国推进县域综合医改进展有关情况新闻发布会	2019 年国家卫生健康委提出要依托县级医院 500 强建设 500 个医共体。县级医院 500 强，即 500 个达到三级医院水平的县级医院，可以覆盖我国五分之一的县，建设 500 个医共体。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

鼓励创新，特别审批通道	2017.05	药监局	关于鼓励药品医疗器械创新加快新药医疗器械上市审评审批的相关政策(征求意见稿)	加快临床急需药品医疗器械审评审批；支持罕见病治疗药物和医疗器械研发；完善药品医疗器械审评制度，统一二类医疗器械审评技术标准，创造条件逐步实现国家统一审评。
	2017.1	国务院	关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见	通过改革临床试验、加快上市审评审批、促进药品创新和仿制药发展、加强药品医疗器械全生命周期管理、提升技术支撑能力提升技术支撑能力六大方面，促进药品医疗器械产业结构调整和技术创新，提高产业竞争力。
	2017.11	药监局	接受医疗器械境外临床试验数据技术指导原则(征求意见稿)	为申请人通过医疗器械境外临床试验数据申报注册以及监管部门对该类临床试验数据的审评提供技术指导，避免或减少重复性临床试验，加快医疗器械在我国上市进程。
	2018.01	工信部	《首台（套）重大技术装备推广应用指导目录》	32 种医疗设备可享受“首台/套”推广应用政策的扶持，其中包括 DR、MRI、CT、PET-CT、PET-MR、DSA、彩超、电子内镜等医用影像设备。
支持采购国产设备	2018.05	CFDA	创新医疗器械特别审批程序(修订稿征求意见稿)	对拥有核心技术发明专利、国内首创的第二类、第三类医疗器械按本程序实施审评审批。
	2017.06	科技部、国家卫健委等	《“十三五”卫生与健康科技创新专项规划》	加强创新医疗器械研发，推动医疗器械的品质提升，减少进口依赖，降低医疗成本。
	2018.08	国务院	《关于印发深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务的通知》	推进医疗器械国产化，促进创新产品应用推广。
	2019.11	财政部	《关于继续执行研发机构采购设备增值税政策的公告》	继续对内资研发机构和外资研发中心采购国产设备全额退还增值税。

资料来源：各政府官网，中国银河证券研究院

2. 公共卫生系统补齐短板再升级，带来庞大市场增量

新冠疫情期间，我国医疗公卫体系有效应对了疫情挑战，但同时也暴露出一些明显短板，比如基层疾控设备不足以及传染科不受重视等。为强化公共卫生防控救治能力，补齐短板，国家发改委、卫健委和国家中医药局联合印发《公共卫生防控救治能力建设方案》。方案明确指出要加强疾病预防控制体系现代化建设、全面提升县级医院救治能力、健全完善城市传染病救治网络、改造升级重大疫情救治基地、推进公共设施平战两用改造等五大建设任务。我们认为，方案的出台将有助于提升我国医疗卫生系统抗风险能力，亦将有助于补足公共卫生系统防控救治能力短板。随着建设方案逐步落实，各省 P3 实验室与防治基地等建设逐步推进，我们认为国产医疗器械有望迎来较大市场增量。

表 1.3.2: 公共卫生系统补齐短板涉及到的物资与相关公司

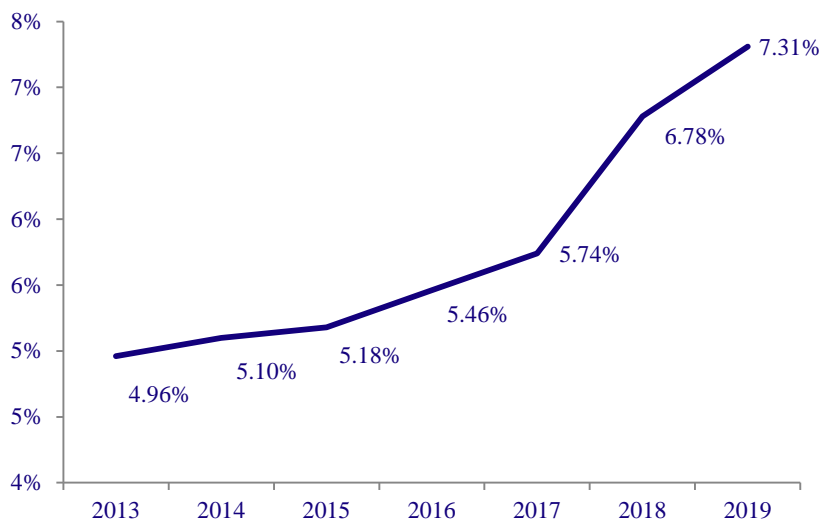
序号	急救救治物资	相关上市公司	序号	急救救治物资	相关上市公司
1	无创呼吸机	鱼跃医疗	15	心电图机	迈瑞医疗、理邦仪器、宝莱特、乐普医疗
2	有创呼吸机	迈瑞医疗	16	振动排痰机	普门科技
3	转运呼吸机	迈瑞医疗	17	移动式空气消毒机	新大陆、中亚股份、光莆股份
4	监护仪	迈瑞医疗、宝莱特、理邦仪器	18	CT (含车载 CT、方舱 CT)	万东医疗、新华医疗、东软集团
5	可视喉镜	开立医疗	19	移动 DR	迈瑞医疗、万东医疗
6	电子气管镜	开立医疗	20	生物安全柜	海尔生物
7	呼吸湿化治疗仪	鱼跃医疗、永胜医疗	21	超低温冰箱	海尔生物
8	连续性血液透析机	威高股份、宝莱特	22	荧光定量 PCR 仪	达安基因、艾德生物、透景生命、凯普生物、硕世生物、华大基因等
9	注射泵	迈瑞医疗、威高股份	23	核酸提取仪	达安基因、艾德生物、透景生命、凯普生物、硕世生物
10	输液泵	迈瑞医疗、威高股份	24	床旁血气分析仪	万孚生物、理邦仪器
11	营养泵	迈瑞医疗、威高股份	25	额温枪	鱼跃医疗
12	除颤仪	迈瑞医疗、威高股份	26	脉搏血氧仪	迈瑞医疗、宝莱特、理邦仪器
13	制氧机	鱼跃医疗	27	多重呼吸道病原体快速核酸检测系统	达安基因、艾德生物、透景生命、凯普生物、硕世生物、万孚生物、安图生物、迈克生物、东方生物等
14	便携式彩超	迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗	28	生化分析仪	迈瑞医疗、安图生物、新产业、迈克生物、九强生物、科华生物、利德曼

资料来源: 各政府官网, 中国银河证券研究院

3. 研发投入持续加大, 资本追捧, 国产医疗器械发展提速

国内医疗器械企业对研发的重视程度持续加强, 研发投入持续加大。2013-2019 年, 申万医疗器械板块上市公司研发支出占营业收入的比重从 4.96% 提升至 7.31%。

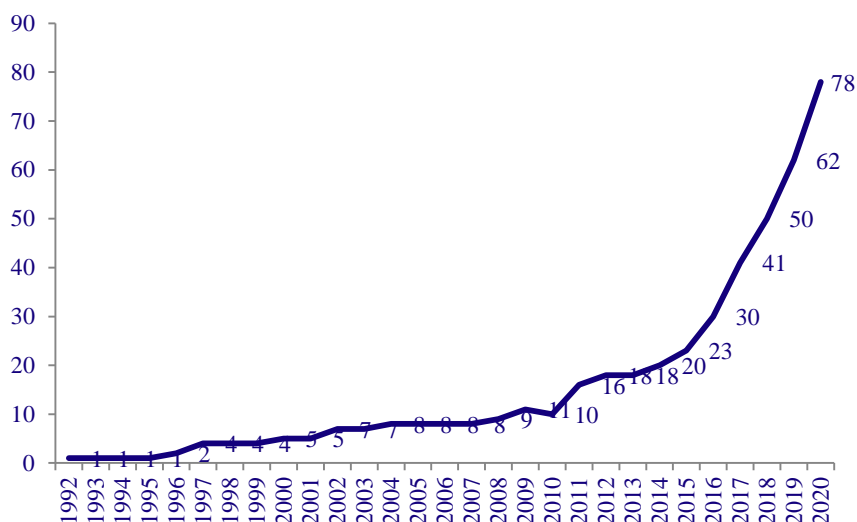
图 1.3.1: 申万医疗器械板块上市公司整体研发支出占收入比重



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

国内医疗器械企业上市进程加快。近年来越来越多的国内医疗器械企业实现 A 股上市，2016 年以来新上市医疗器械企业已达到 48 家，带动医疗器械上市公司数量翻倍增长。借助资本市场融资功能，医疗器械上市公司通过加大研发力度、扩大产能等快速发展。

图 1.3.2: 申万医疗器械板块上市公司数量（家）

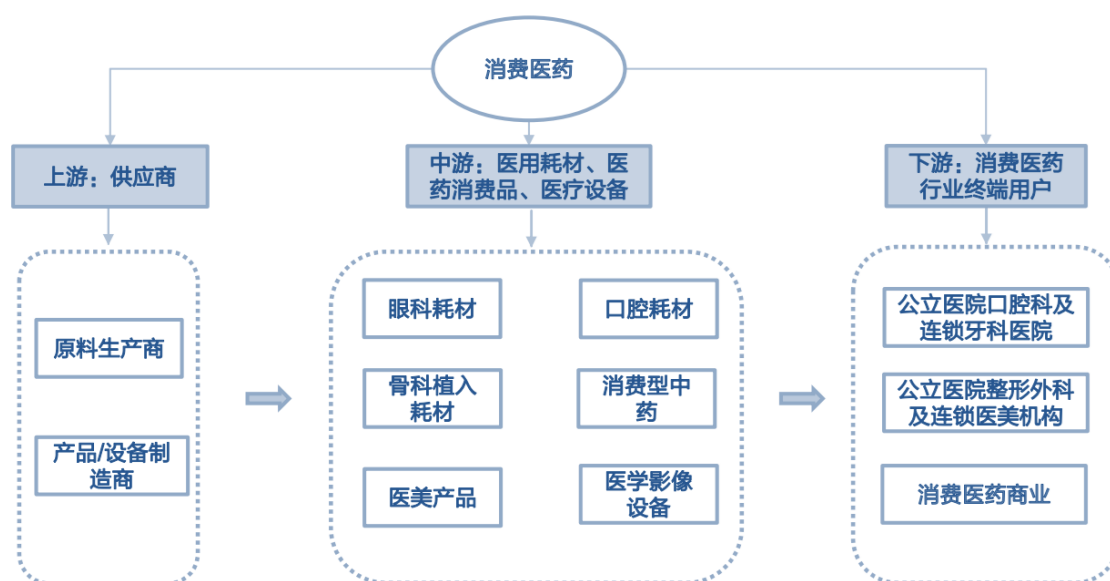


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

二、医疗消费：大健康景气度持续，消费升级推动增长

消费医药泛指具有一定医疗属性（如消费场景在医院），能为消费者带来医学上的改变，但主要由个人支付（较少依赖于医保），且兼具品牌效应的产品或服务，涵盖了消费中药、牙科、眼科、体检、妇产、医美等领域，具有单次消费价格贵、复购频率高等特点。我们认为，医疗消费的市场空间广阔，发展前景良好。医疗消费对应的是消费者的健康需求和审美需求，在消费升级和大健康趋势的推动下，医疗消费的市场空间有较为广阔的发展空间。

图 2.0.1：医疗消费产业链概况



资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院

（一）消费中药：政策扶持叠加消费升级，板块迎发展良机

1. 国务院出台重要措施，中医药产业有望加速转型

国务院近期印发《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》（以下简称《措施》），指出中医药仍然一定程度存在高质量供给不够、人才总量不足、创新体系不完善、发展特色不突出等问题，提出要遵循中医药发展规律，认真总结中医药防治新冠肺炎经验做法，破解存在的问题，更好发挥中医药特色和比较优势，推动中医药和西医药相互补充、协调发展。结合文件中措施，中医药企业转型步伐有望加快，有望在中医药领域内开辟多种转型路径。

2. 消费类中药兼具医保免疫与消费属性，具备较高投资价值

医保控费压力将倒逼中药企业加速转型。应对医保控费压力，中药企业有如下三种转型策略：（1）转型创新型中药，研发疗效显著且竞品较少的中成药，缓解竞争降价压力；（2）

转型高质量低成本的中药材生产商，控制成本，向上游传导降价压力；（3）转型“医保免疫”的消费品，直接回避医保控费压力。我们认为，消费类中药兼具医保免疫与消费属性，具备较高投资价值。

（1）结合循证医学，转型创新型中药

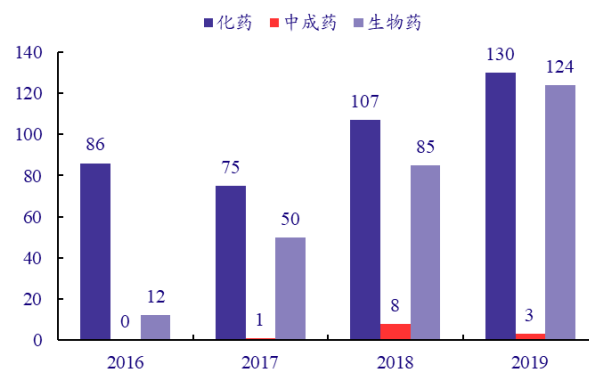
中医药创新力量薄弱，需要建立适应中医药体系的创新机制。中医药研发长期以来面临作用机理不明、有效成分不清的困难。相比于成分清晰、作用机制明确的化药和生物药，中药创新难度更大。近年来，国内新药注册受理中成药数量远少于化药和生物制品，中药创新研发周期长，审核不确定性大制约了中药创新热情。因此，加快中药注册审批流程，建立适合中医药理论体系的评价标准，成为促进中药创新发展必不可少的配套措施。

图 2.1.1: 国内各类药物 IND 申请受理情况



资料来源：药监局，中国银河证券研究院

图 2.1.2: 国内各类药物 NDA 申请受理情况



资料来源：药监局，中国银河证券研究院

优化中药审评审批管理，有望加快中药新药审批速度。《措施》中指出，要提升中药注册申请技术指导水平和注册服务能力，建立科技、医疗、中医药等部门推荐符合条件的中药新药进入快速审评审批通道的有效机制，探索授予第三方中医药研究平台专业资质、承担国家级中医药技术评估工作，增加第三方中药新药注册检验机构数量。上述措施有望加速中药新药审批，创新型中药获批数量有望增加。

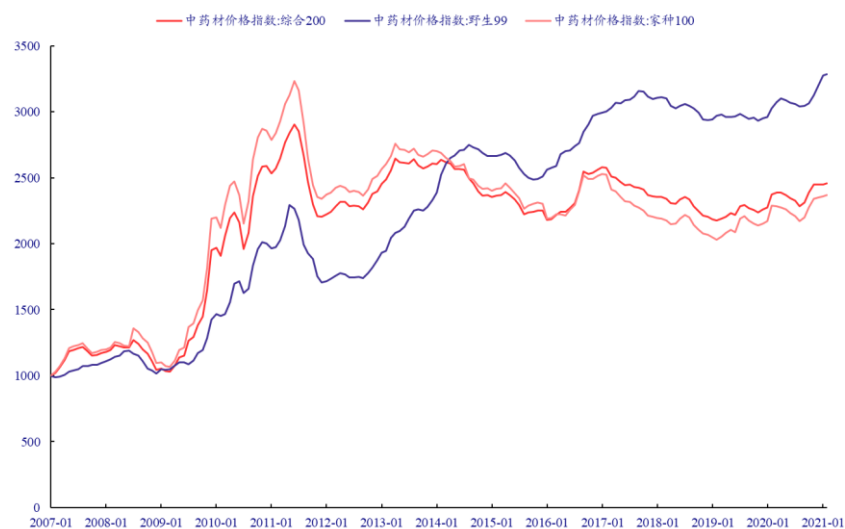
完善中药分类注册管理，有望减轻中药新药研发难度。《措施》指出，要优化具有人用经验的中药新药审评审批，对符合条件的中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方、同名同方药等，研究依法依规实施豁免非临床安全性研究及部分临床试验的管理机制，建立中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系，积极探索建立中药真实世界研究证据体系。上述措施旨在建立适合中医药理论体系的试验评价标准，有望减轻中药新药过评难度。

结合循证医学体系研发和证明中药疗效将是中医药长期发展方向。长期以来，许多中药品种疗效缺乏现代医学证据支撑，也未经现代医学试验验证，即存在疗效不明确而仓促投入使用的风险，也存在具有疗效但由于缺乏实验证据支撑而使用受限的可能。缺乏规范的实验验证导致中医药行业药品疗效宣传和应用时常出现乱象，例如部分疗效未经实验论证且有副作用的中药注射剂已逐步退出市场。随着医保控费措施加大对疗效不明或疗效未经科学验证的用药限制，大量现存中药品种势必补充疗效验证试验，中药创新研发也将面临更加规范的试验验证。

（2）重视成本控制，转型高质量低成本的中药材生产商

中药制造企业时常面临中药材价格波动和供应不稳定的风险。近几年，中药材价格相关新闻层出不穷。植物类中药材一般会受到气象条件和自然灾害的影响，价格时有波动；动物类中药材则长期处于供不应求状态，价格不断上行；更有部分人工种植技术尚未攻克的野生中药材，经历了无节制的滥采后，野生资源已十分稀缺。中药材价格涨跌互现，不同品种供需状况差异较大。可种植的中药材往往因为种植户一拥而上供过于求，导致价格下跌；无法种植的野生中药材资源日渐匮乏，价格不断上涨。

图 2.1.3: 中药材价格指数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

中药行业迫切需要确保高质量、低成本且供应稳定的中药材生产商。很多中成药生产企业尝试建立自有种植基地来应对供应风险，或者提前与药农签署合作协议，但也无法保证所有品类中药材的供应。即使供应充足，中药材多由小型种植户提供，也面临质量参差不齐的风险。中药制造企业迫切需要标准化、规模化的中药材生产基地。针对可人工种植或繁衍的中药材，需要用规模化生产代替个体户劳作；针对无法培育的野生资源，需要研发人工培育方式；对于部分供不应求极端稀缺的中药材，需要摸索人工合成有效成分来替代自然资源。对于部分受中成药销量萎缩影响的中药材，降低成本提高竞争力能更好的应对市场总量萎缩的风险。

加强中药材生产基地建设，支持大规模中药材生产商发展。《措施》指出，加强道地药材良种繁育基地和生产基地建设，推进中药材规范化种植，鼓励发展中药材种植专业合作社和联合社，推动建设一批标准化、集约化、规模化和产品信息可追溯的现代中药材物流基地，引导医疗机构、制药企业、中药饮片厂采购有质量保证、可溯源的中药材，深入实施中药标准化项目。上述措施有望催生一批高质量、标准化的中药材生产基地，规模化生产也便于进一步降低中药材成本。

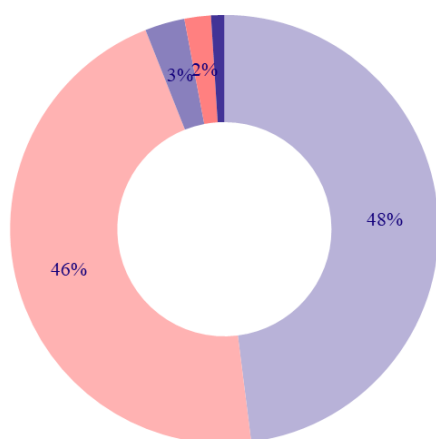
（3）规避医保压力，转型“医保免疫”的消费品

部分中药企业或将转型“医保免疫”的消费品。面对激烈的医保控费降价压力，中药企业要么选择研发具有竞争力的创新型中药，要么开拓不受医保限制的其他消费品。对于缺乏创

新药研发经验的中药企业，结合现有中药成分开发普通消费品也不失为一种选择。消费品作为非诊疗消费，审批比药品更容易，且和医保无关。在普通消费品中结合中药成分，既可以发挥企业自身优势，也可以避开医保限制。中医药消费本就具有较强的普通消费属性。根据艾媒咨询的调查，大约一半消费者购买中药材目的是滋补养生和作为食材这样的普通消费领域。

图 2.1.4: 2019 年中国受访者购买中药材主要目的调查

■ 滋补养生 ■ 治疗病症 ■ 外伤 ■ 作为食材 ■ 其他



资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院

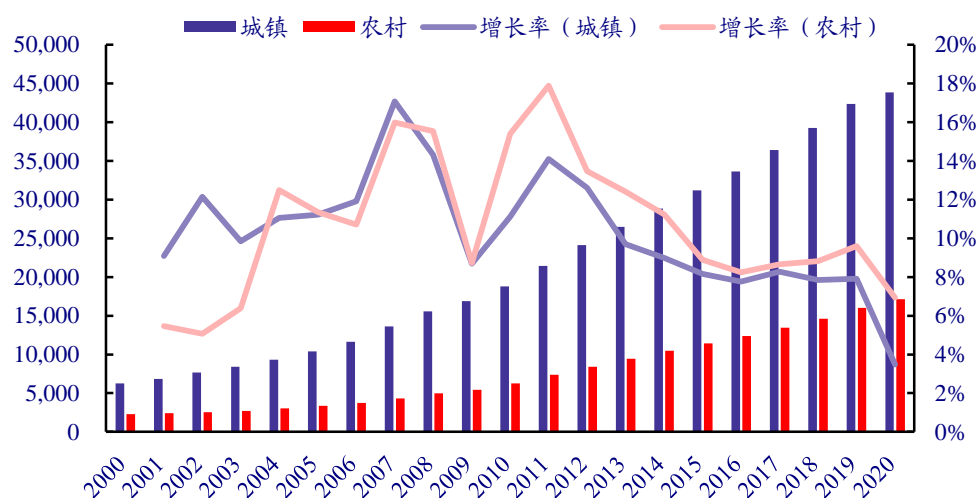
转型具有刚需属性的日用消费品能够获得抗通胀的收入来源。刚需的特点是消费需求受价格影响小，这种产品往往有很好的提价潜力，涨价速度至少跑赢通胀。随着时间推移，经济和社会结构的变化还可能导致部分刚需消费群体的增加，此类刚需则有量价齐升的潜力。高端快消品和大众快消品需求均对价格不敏感，具有部分刚需属性。对于高端快消品，虽然价格较高，但高端消费者的高收入也决定了高端群体并不在乎产品的价格。对于大众快消品，本来价格就不高，生活中往往多次使用且单次耗用量很少，平摊到每次耗用的成本就更低，即使是低收入群体往往也不会在乎这点微薄的耗用成本。大众快消品常见例子有调味品、洗漱用品、个人卫生用品等。

（二）专科医疗：需求持续提升，供给能力增强

1. 居民收入与医疗保健支出持续增加

我国居民可支配收入大幅提升，生活水平提高。一方面，居民收入增长带来支付能力的提升，促进人均医疗保健支出的显著增长，有利于进一步释放我国专科医疗服务市场需求；另一方面，生活水平上升引发居民生活观念的进步，伴随着人们对身体健康关注度和重视程度的上升，专科医疗服务将面临更大的市场。

图 2.2.1: 我国居民人均可支配收入(元)及其增速

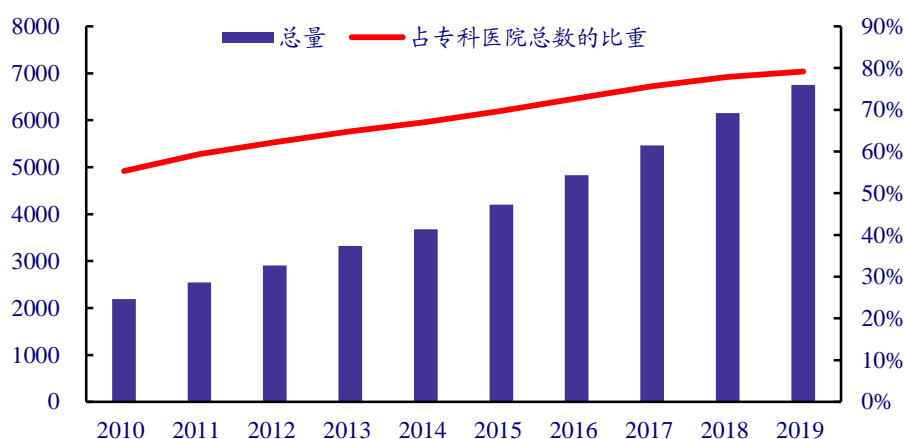


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2. 民营专科医院数量不断增加

自 2010 年到 2019 年,我国民营专科医院数量不断上升,占专科医院的比重也持续增加。2010 年,我国共有 2189 所民营专科医院,占专科医院总量的 55.33%,其中,东部地区 1000 所,中部地区 699 所,西部地区 490 所;2019 年,我国民营专科医院数量上升至 6756 所,占专科医院总量的 79.19%,东中西部地区分别有 2799 所、2104 所、1853 所。

图 2.2.2: 民营专科医院数量(所)及其占比

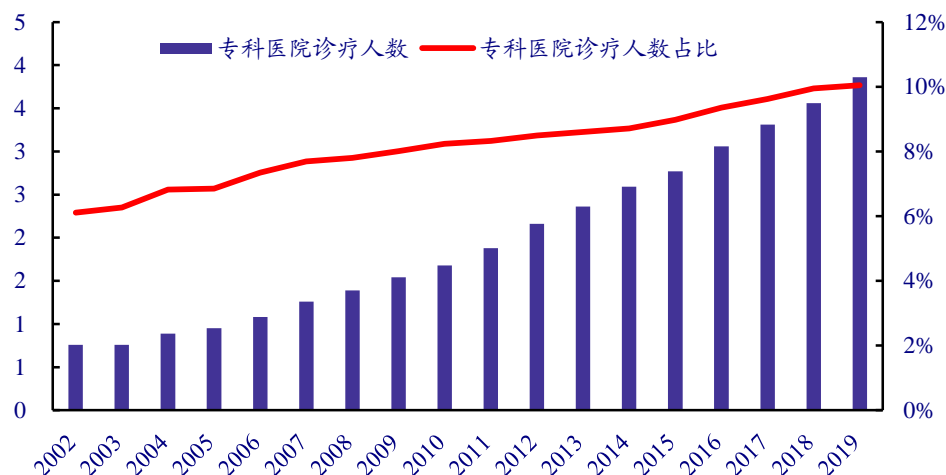


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

3. 专科医院接待能力不断提升

我国医院年诊疗人次逐年上升，专科医院年诊疗人次持续增加，占医院年总诊疗人数的比重稳中有升。根据国家卫计委的数据，2002 年，我国医院诊疗人数为 12.43 亿，其中专科医院诊疗人数为 0.76 亿，占比 6.11%；2019 年，医院诊疗人数达到 38.42 亿，专科医院诊疗人数达 3.86 亿，占比为 10.05%。

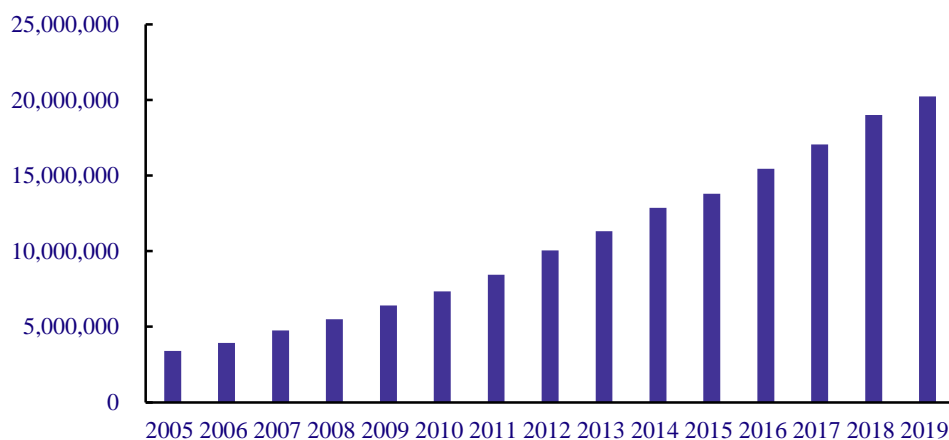
图 2.2.3: 我国专科医院诊疗人数（亿）及其占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我国专科医院入院人数不断增加。2005 年，我国专科医院入院人数为 339.04 万人；2019 年，专科医院入院人数达 2023.6 万人。

图 2.2.4: 我国专科医院入院人数（人）



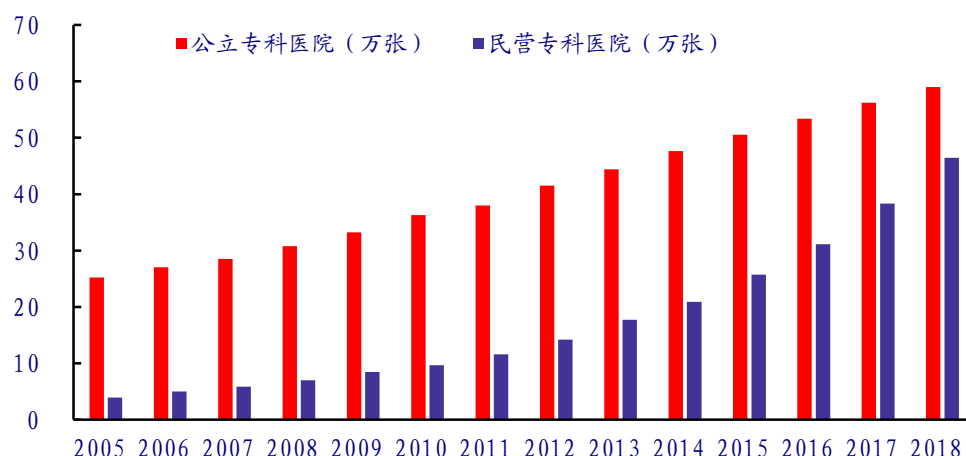
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

4. 专科医院床位数不断增加

自 2005 年到 2018 年，我国专科医院床位数大幅提高，民营专科医院床位数也明显增加，且与公立专科医院的差距逐渐缩小。2005 年，专科医院拥有 29.21 万张床位，其中民营专科医院 3.96 万张；2018 年，专科医院床位上升至 105.41 万张，民营专科医院拥有 46.43 万张床位。2005 年到 2019 年，我国专科医院平均开放床位数由 26.95 万张增加至 106.52 万张，增幅明显。

图 2.2.5: 公立、民营专科医院床位数 (万张)

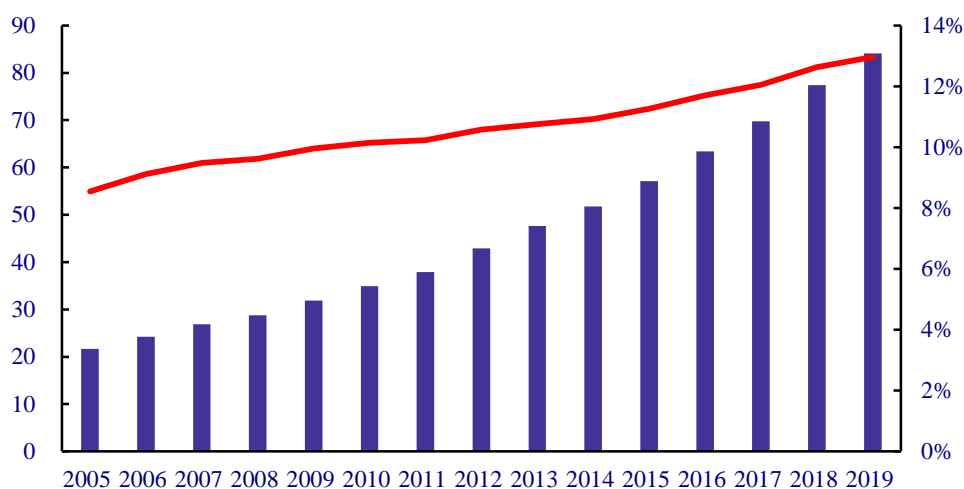


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

5. 卫生技术人员力量增大

在硬件设施日益完善、规模不断扩张的同时，专科医院的卫生技术人员力量也在进步。自 2005 年到 2019 年，专科医院卫生技术人员数量由 21.66 万人增加到 84.11 万人，占医院总体卫生技术人员的比重由 8.54% 上升到 12.96%。由此可见，我国专科医院注重人才培养，医疗服务能力随之提高。

图 2.2.6: 专科医院卫生技术人员数量（万人）及其占医院卫生技术人员总数的比重



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

（三）社会办医配套政策陆续出台，推进专科医疗服务快速发展

近年来，我国重视医疗服务建设，出台一系列政策促进社会办医持续健康发展、加快发展专科医疗服务。“健康中国”实施以来，国家大力宣传和普及健康生活方式，尤其重视眼科、口腔、妇产、精神等专科领域的发展，多措并举，从简化审批制度、推进“互联网+医疗服务”、大力培养人才、推进医疗服务价格改革等多方面为专科医疗提供优质发展环境，进一步激发市场活力。

表 2.2.1: 社会办医相关配套政策

发布时间	发布方	文件名称	主要内容/政策解读
2017 年 5 月	国务院	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	提出拓展多层次多样化服务。第五条指出：加快发展专业化服务。积极支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，扩大服务有效供给，培育专业化优势。在眼科、骨科、口腔、妇产、儿科、肿瘤、精神、医疗美容等专科以及康复、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。鼓励投资者建立品牌化专科医疗集团、举办有专科优势的大型综合医院。支持社会力量举办独立设置的医学检验、病理诊断、医学影像、消毒供应、血液净化、安宁疗护等专业机构，面向区域提供相关服务。
2019 年 1 月	卫健委	《健康口腔行动方案（2019 年—2025 年）》	深入推进“三减三健”健康口腔行动。到 2020 年，口腔卫生服务体系基本健全，口腔卫生服务能力整体提升，儿童、老年人等重点人群口腔保健水平稳步提高。到 2025 年，健康口腔社会支持性环境基本形成，人群口腔健康素养水平和健康行为形成率大幅提升，口腔健康服务覆盖全人群、全生命周期，更好满足人民群众健康需求。
2019 年 6 月	卫健委等	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	立足社会办医发展实际，坚持以问题和需求为导向，以深化“放管服”改革为主线，提出 22 项政策措施。相关的有：（1）加大政府支持社会办医力度。包括拓展社会办医空间、扩大用地供给、推广政府购买服务、落实税收优惠政策等 4 项措施。（2）推进“放管服”，简化准入审批服务。（3）公立医疗机构与社会办医分工合作。
2019 年 7 月	国务院	《关于实施健康中国行动的意见》	总体目标：到 2022 年，健康促进政策体系基本建立，全民健康素养水平稳步提高，健康生活方式加快推广，重大慢性病发病率上升趋势得到遏制，重点传染病、严重精神障碍、地方病、职业病得到有效防控，致残和死亡风险逐步降低，重点人群健康状况显著

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

22

			改善。到 2030 年，全民健康素养水平大幅提升，健康生活方式基本普及，居民主要健康影响因素得到有效控制，因重大慢性病导致的过早死亡率明显降低，人均健康预期寿命得到较大提高，居民主要健康指标水平进入高收入国家行列，健康公平基本实现。
2019 年 8 月	国家医疗保障局	《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》	《意见》明确提出将“互联网+”医疗服务价格纳入现行医疗服务价格的政策体系统一管理，符合条件的“互联网+”医疗服务，配套医保支付政策、纳入医保支付范围并按规定支付。为互联网医院提供了平等获得医保支付待遇的政策保障，互联网医院发展获得新机遇。
2019 年 12 月	发改委等	《关于优化社会办医疗机构跨部门审批工作的通知》	支持社会办医发展，加快形成多元办医格局。着力解决好审批政策落实不到位、规定相互制约、流程互为前置等突出问题，及时解答和回应公众关切，在全社会营造理解和支持社会办医的良好氛围。
2020 年 2 月	医政医管局	《关于进一步加强社会办医管理做好新冠肺炎疫情防控工作工作的通知》	进一步加强社会办医管理，做好新冠肺炎疫情防控工作。社会办医不分举办主体、经营性质、类别规模，要统一服从本地区疫情防控工作部署调度，制定具体工作方案，加强医务人员和医用物资调配储备，做好患者接诊救治、医疗机构内感染防控工作，坚决做到守土有责、守土担责、守土尽责。
2020 年 7 月	国务院	《深化医药卫生体制改革 2020 年下半年重点工作任务》	（1）深入实施健康中国行动，持续改善生产生活环境，倡导健康文明生活方式，加强重点人群健康促进，提升慢性病防治水平，加大传染病、地方病、职业病等防治力度。（2）深化公立医院综合改革。健全医疗卫生机构和医务人员绩效考核机制，建立和完善医疗服务价格动态调整机制，深化薪酬制度和编制管理改革，落实政府对符合区域卫生规划的公立医院基本建设和设备购置等投入政策。（3）深化医疗保障制度改革。提高基本医疗保障水平，推进医保支付方式改革，加强医保基金管理，健全监管机制，加快发展商业健康保险。五是健全药品供应保障体系。完善药品耗材采购政策，促进科学合理用药，加强药品耗材使用监管，做好短缺药品保供稳价工作。
2020 年 9 月	卫健委等	“民营医院管理年”活动	活动目的：规范民营医院执业行为，提升民营医院管理的规范化、科学化和专业化水平，保障民营医院医疗质量和医疗安全，促进社会办医持续健康规范发展，维护人民群众健康权益。活动主题为“规范促发展、质量提内涵”，内容有完善各项规章制度、严格依法执业，规范诊疗行为、加强日常管理，构建长效机制。活动时间为 2020 年 11 月到 2022 年 9 月，为期三年。

资料来源：各政府官网，中国银河证券研究院

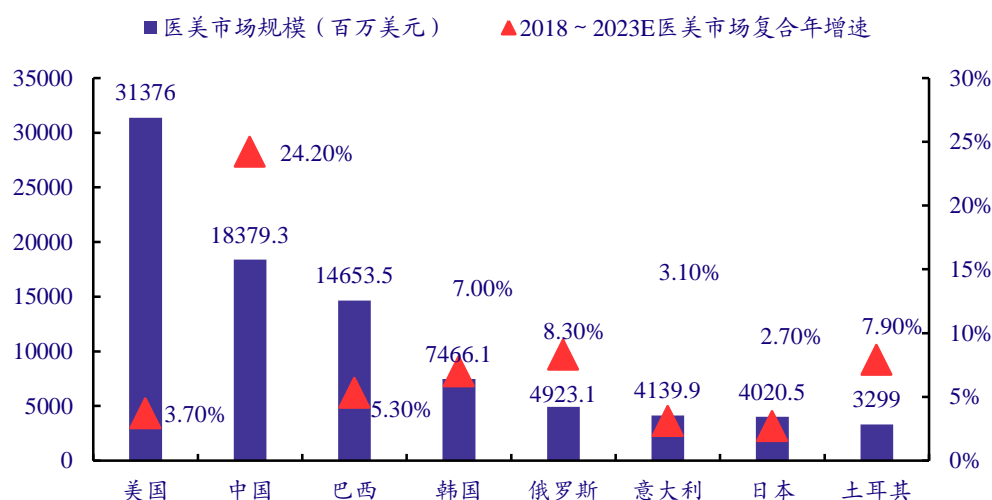
（四）医美：颜值经济迷人眼，医美时代渐来临

1. 全球市场规模稳定增长，国内医美市场提升空间广阔

全球医美市场规模稳定增长，中国医美市场增速领先。就市场规模而言，我国医美市场 2018 年 183.79 亿美元，目前全球排名第二，仅次于美国的 313.76 亿美元，而据国际美容整形外科协会与沙利文预测，中国医美市场增速全球最高，预计 2018~2023 年复合增速达 24.2%，而美国仅有 3.7%，巴西、韩国、俄罗斯等国家的增速也不慢，有 5.3%、7.0% 和 8.3%。

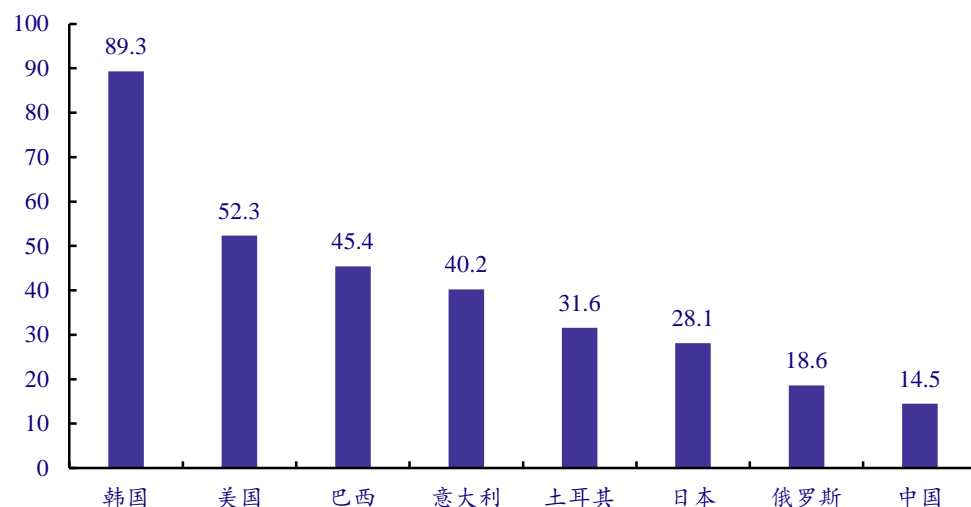
人均消费次数差距大，提升空间广阔。从每千人医美消费的次数计算，我国差距依旧大。韩国最高为 89.3，而美国为 52.3，俄罗斯为 18.6，中国仅有 14.5，相比于日本的 28.1 中国还有翻倍的空间，相比于美国有近 4 倍的空间。

图 2.4.1: 全球部分国家 2018 年医疗美容服务市场规模



资料来源: 爱美客投资者大会, 中国银河证券研究院

图 2.4.2: 全球部分国家 2018 年医美消费每千人诊疗次数



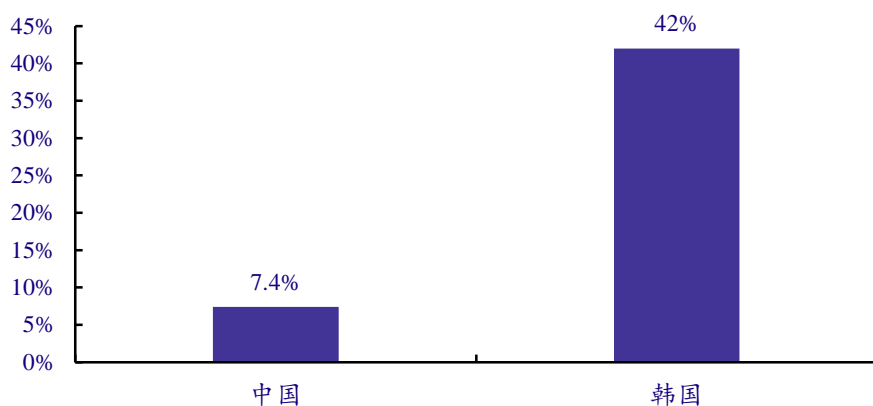
资料来源: 爱美客投资者大会, 中国银河证券研究院

2. 我国女性医美渗透率远低于韩国，消费群体年轻化

我国女性医美渗透率远低于韩国。医美消费者主要分布在 18-40 岁的女性, 2017 年我国 18-40 岁的女性医美用户渗透率仅为 7.4%，远低于韩国的 42%，因此仍具有较大的增长空间。

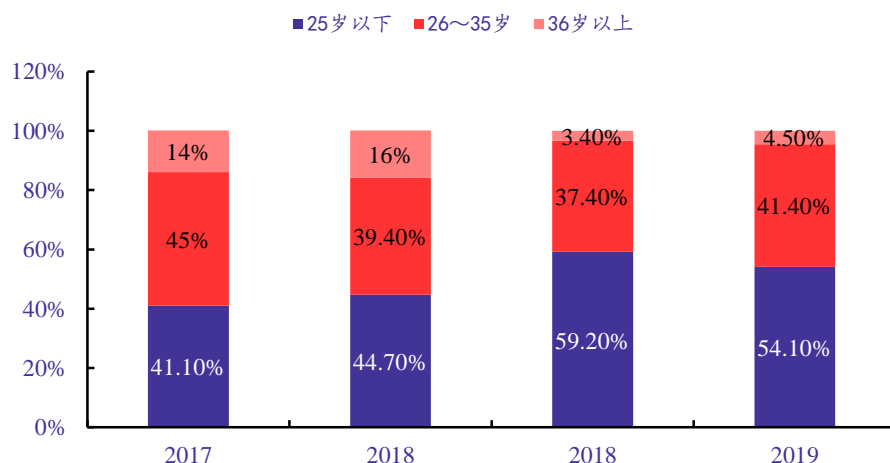
消费群体年轻化。据各医美平台数据显示, 2018 年悦美 25 岁以下人群增长至 44.7%，相较于 2017 年增长 3.6 个百分点。新氧平台 2019 年 30 岁以下人群占比 81%，是主力消费群体。（悦美与新氧平台因发展历程不一样，用户平均年龄略有差异）

图 2.4.3: 中国 v.s. 韩国 18-40 岁女性医美用户渗透率



资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院

图 2.4.4: 2017-2019 年悦美&新氧平台医美消费者年龄分布



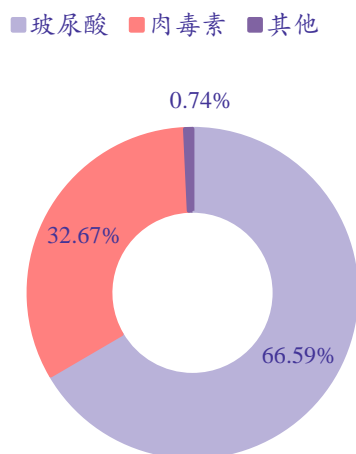
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 左起 2017、2018 为悦美数据, 右起 2018、2019 为新氧数据

3. 透明质酸和肉毒素成为最受欢迎的医疗美容项目

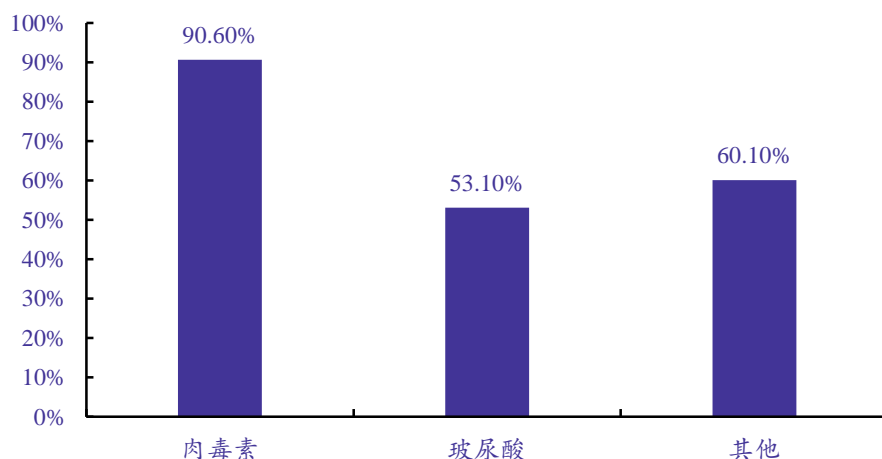
透明质酸和肉毒素已经成为最受欢迎的医疗美容项目。根据新氧大数据, 我国注射医美市场份额主要是玻尿酸和肉毒素, 占比分别为 66.59% 和 32.67%, 并且增速都较快, 分别为 53.10% 和 90.60%。

图 2.4.5: 2019 年中国注射医美市场份额分布



资料来源: 新氧, 中国银河证券研究院

图 2.4.6: 2019 年中国注射类医美项目增速



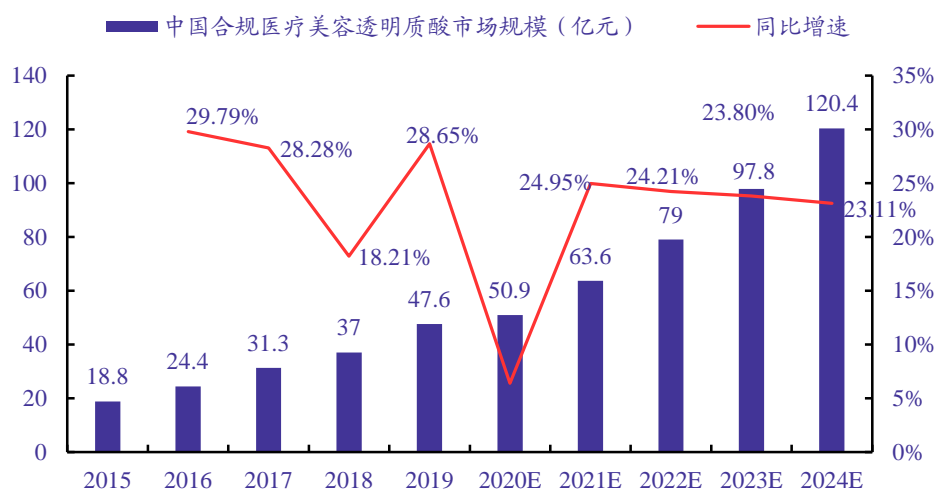
资料来源: 新氧, 中国银河证券研究院

(1) 透明质酸

在医疗美容用途中, 透明质酸可以通过皮下填充剂的形式, 人工注射进入真皮褶皱凹陷或希望丰润的部位, 更为直接、快速地补充, 从而达到上述皮肤美容效果, 并借由透明质酸的粘弹性和塑性功能, 同时实现消除褶皱以及修饰面部的效果。用于医疗美容的透明质酸产品, 广泛覆盖于中国各大公立和私立合规医疗机构, 2019 年中国医疗美容透明质酸产品市场规模达到约 50 亿, 2015~2019 年复合增长率达到 26.2%。随着医疗美容透明质酸填充剂本土产品品类增多, 质量逐步提高, 以及技术的创新, 例如与利多卡因药械联用的透明质酸填充剂可在操作过程中起到止痛效果, 增加病人的接受程度, 本土产品的市场销售收入有望进一步提高。中国医疗美容透明质酸产品整体市场规模进一步扩大, 预计在 2024 年达到 120.4 亿元。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

图 2.4.7: 中国医疗美容透明质酸市场规模 (亿元)



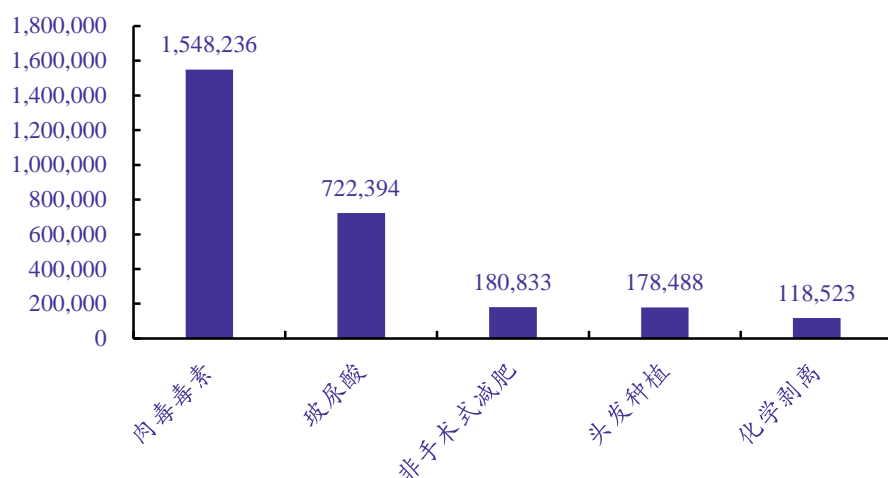
资料来源: 爱美客投资者大会, 中国银河证券研究院

(2) 肉毒素

肉毒素是肉毒杆菌毒素的俗称, 是革兰染色阳性厌氧芽胞肉毒杆菌在繁殖过程中产生的一种外毒素, 具有较强的神经毒性。肉毒素在体内可以干扰乙酰胆碱从运动神经末梢的释放, 阻断神经和肌肉之间的信息传导, 使肌肉纤维不能收缩。

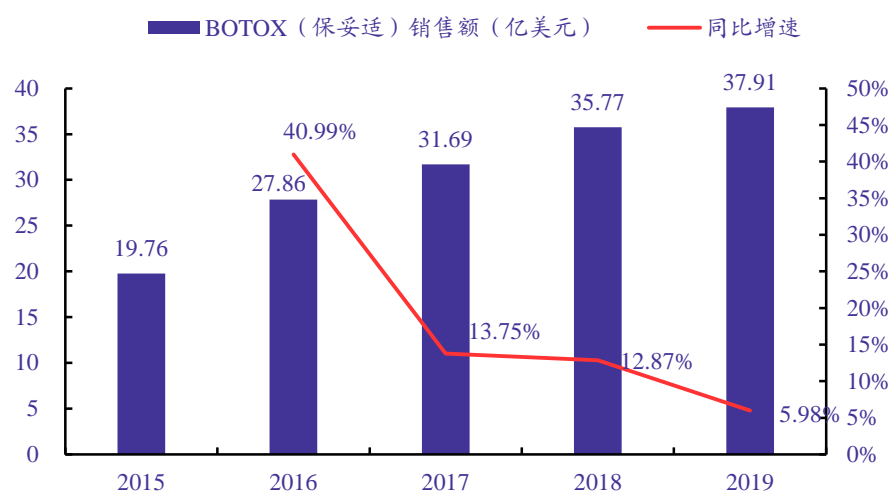
在医美行业中, 肉毒素的主要应用是肌肉痉挛和除皱纹, 注射效果维持时间一般为 3~12 个月, 在皱纹复发和肌肉增大后可再次注射。全球首款肉毒素产品 (艾尔建 A 型肉毒毒素 BOTOX 保妥适) 1989 年获 FDA 上市, 适应症是用于眼睑痉挛、斜视的治疗; 保妥适在临床也逐渐被应用到痉挛性斜颈、颈部肌张力障碍甚至是鱼尾纹等美容领域。国际美容整形外科学会 (ISAPS) 统计 2015 年全球肉毒毒素注射达到 462.78 万人次, 而据 ASAPS (The American Society for Aesthetic Plastic Surgery) 统计, 2017 年肉毒素注射疗程共计 154.82 万例, 排名第一, 紧随其后的为玻尿酸。艾尔建的 BOTOX (保妥适) 2015 年销售额为 19.76 亿美元, 2019 年销售额为 37.91 亿美元, 四年复合增长率为 17.69%, 处于高速增长状态。肉毒毒素为医美大品种。

图 2.4.8: 2017 年美国最大的五类非手术整形项目



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2.4.9: BOTOX (保妥适) 销售收入情况



资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

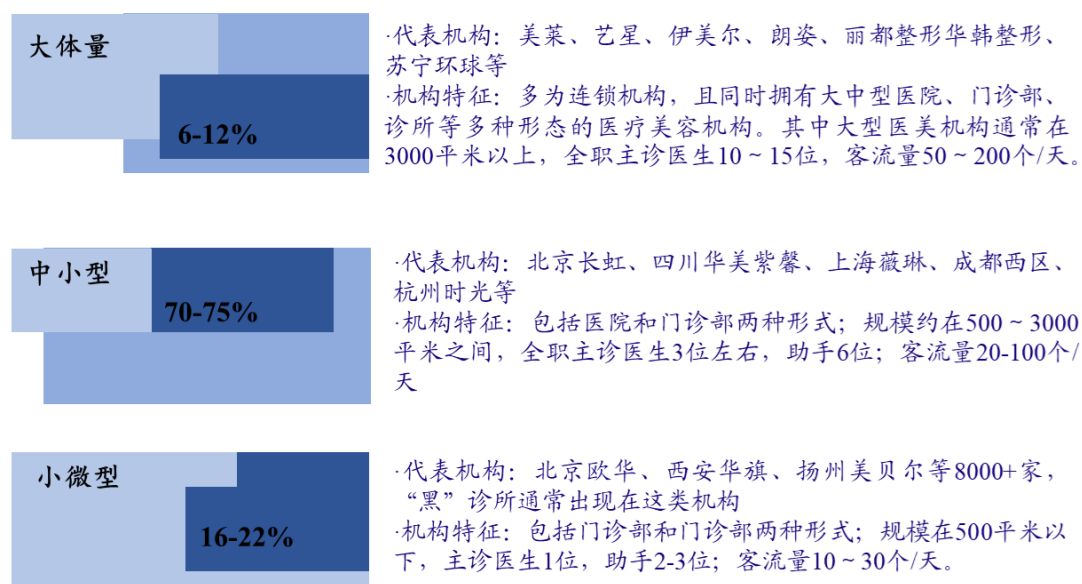
4. 国内医美市场竞争格局分析: 高度分散状态

中国医疗美容市场竞争格局呈现高度分散状态, 且近几年分散度会进一步提升。医美项目具有消费个性化、地域差异化等特征, 机构很难将运营经验跨省市复制; 我国的连锁医美集团也多采用各地区自主经营的形式。伴随成本的提升, 医美机构经营者也很多选择开设中小型机构, 以应对快速变化的消费者。国内有超过 1.2 万家医疗美容整形机构, 大型的机构如美莱、艺星、伊美尔、华韩整形、苏宁环球等, 通常大型医美机构有超过 10 位全职主诊医生; 此外, 国内有超过 8000 多家微型机构, 一般主诊医生一位再配合 2~3 位助手。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

28

图 2.4.10: 2019 年中国医疗美容机构竞争格局



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院

三、行业经营数据改善趋势明显，变异毒株来袭无需过度悲观

（一）医保数据分析：收支增速恢复

2020 年医保收支受疫情影响较大，收支增速均下滑。医保局的最新口径中医保基金包含生育保险，2020 全年医保基金收入 24846 亿元，同比上升 1.7%；医保基金支出 21032 亿元，同比上升 0.9%。2020 年医保基金收入大幅下滑，主要是因为疫情停工停产，各地纷纷出台政策允许暂缓缴纳社保基金。医保基金支出增速也大幅放缓，虽然新冠肺炎会占用一些医疗资源，但是整体而言医疗服务量总体下滑导致医保基金支出增速放缓。为减轻企业负担，支持复工复产，2020 年阶段性减半征收职工医保单位缴费，2-7 月份为 975 万家参保单位累计减征 1649 亿元，其中为企业减征超 1500 亿元。为全力做好疫情防控工作，各地医保部门向新冠肺炎患者定点收治机构预拨专项资金 194 亿元，2020 年累计结算新冠肺炎患者医疗费用 28.4 亿元，其中，医保基金支付 16.3 亿元。

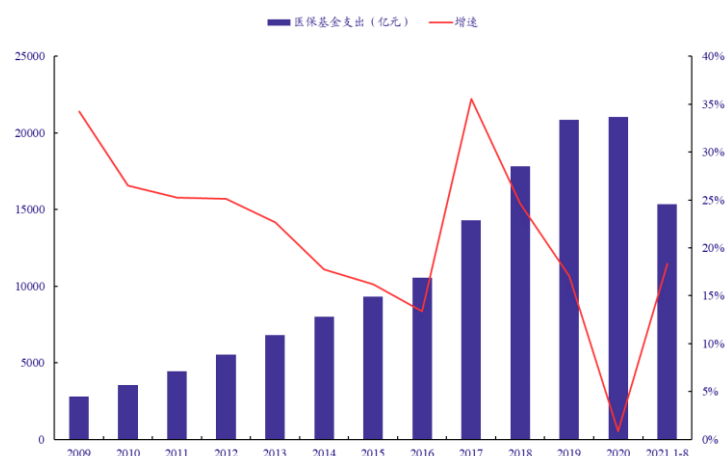
2021 年 1-8 月医保收入 18106.51 亿元，同比增长 20.54%；医保支出 15329.10 亿元，同比增长 18.35%。随着国内疫情控制成功，社保缴费和医疗服务回归常态，医保基金收支增速逐渐摆脱疫情影响。医保收入额和增速均超过医保支出，医保基金短期压力不大。

图 3.1.1: 医保基金收入情况



资料来源: 医保局, 中国银河证券研究院

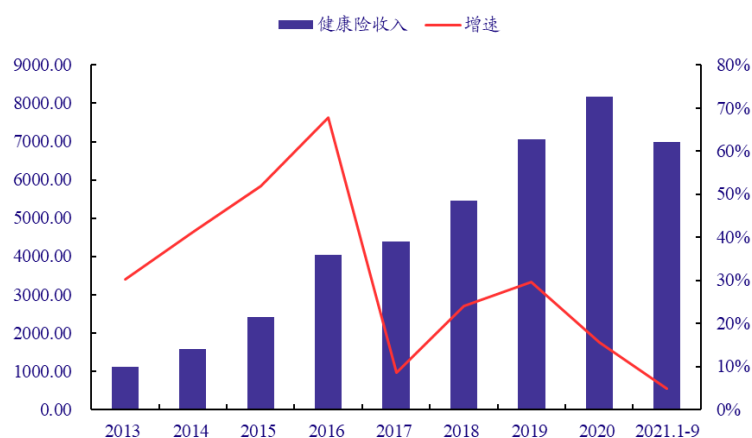
图 3.1.2: 医保基金支出情况



资料来源: 医保局, 中国银河证券研究院

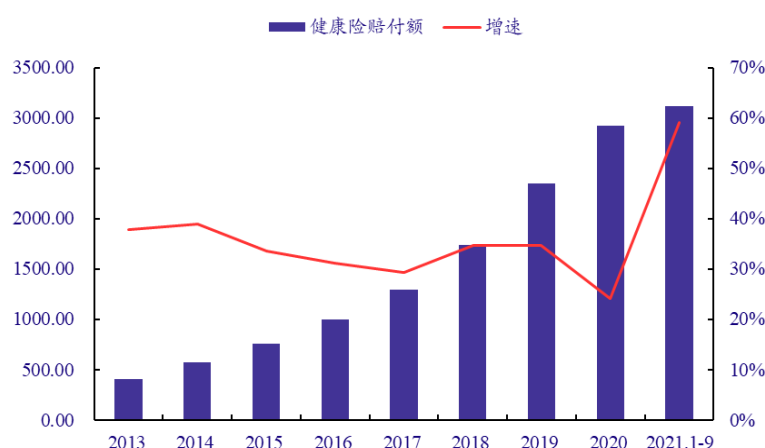
商业健康险赔付额快速增长。2021年1-9月健康险筹资额6985.96亿元,同比增长4.80%;赔付额3115.58亿元,同比增长59.15%。今年前9月赔付增速较快主要是因为去年同期受疫情影响赔付基数小。除2020年因新冠疫情导致增速有所下滑,近年来健康险筹资额和赔付额均保持较快增长。2019年健康险筹资7066亿元,同比增长29.70%;2020全年健康险筹资额8172.71亿元,同比增长15.66%。2019年健康险赔付2351亿元,同比增长34.78%;2020年健康险赔付额2921.16亿元,同比增长24.25%。

图 3.1.3: 商业健康险筹资额 (亿元) 及增速



资料来源: 保监会, 中国银河证券研究院

图 3.1.4: 商业健康险赔付额 (亿元) 及增速



资料来源: 保监会, 中国银河证券研究院

(二) 医疗服务数据分析: 医疗机构和医院业务量反弹明显

我国人均医疗费用稳步上升。从2013年6月至2021年4月, 中国三级公立医院和二级公立医院医疗费用统计中, 次均门诊费用从253.0元和166.3元分别提高到351.8元和224.6元; 人均住院费用从11717.2元和5016.3元分别提高到14719.3元和6907.6元。我们认为随着人们的健康意识逐步提高, 以及人口老龄化带来的医疗需求增加, 人均医疗费用将进一步上涨。

2020年1-11月医疗机构业务量增速大幅下滑, 主要是受新冠疫情影响, 但降幅逐步收窄。2020年1-11月医疗机构诊疗人次下降11.5%, 出院人数下降10.7%, 原因主要系受2020年新冠疫情影响, 人员流动停滞, 医疗机构作为高风险场所缩减日常诊疗服务, 同时2020年的防

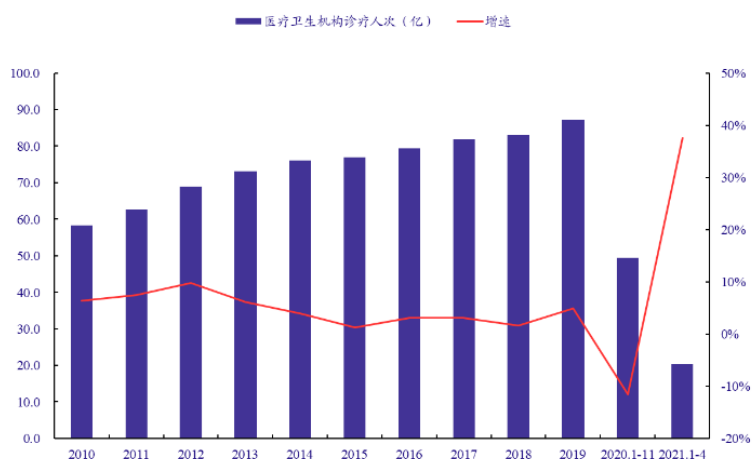
请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

31

疫措施也抑制了其他传染病的发病率。从单月数据来看，11 月份医疗服务数据环比大幅上升，可能是受冬季感冒疾病多发的影响。11 月份全国医疗卫生机构诊疗人次环比提高 5.1%；出院人数环比提高 6.8%。

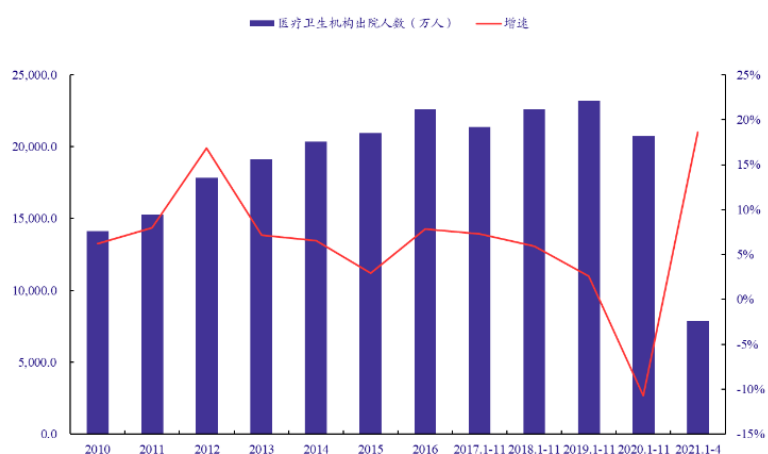
2021 年 1-4 月医疗机构业务量增速反弹明显，主要是因为去年同期受新冠疫情影响基数较低。2021 年 1-4 月医疗机构诊疗人次达 20.4 亿人次，同比上升 37.6%；出院人数达 7857.7 万人，同比上升 18.6%。去年同期受新冠疫情影响，人员流动停滞，医疗机构作为高风险场所缩减日常诊疗服务，同时防疫措施也抑制了其他传染病的发病率，导致去年基数较小。医疗机构服务数据大幅反弹，主要是因为国内疫情控制措施得力，建议关注去年受压制较多的传染病等疾病诊疗用药反弹机遇。

图 3.2.1: 全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况



资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

图 3.2.2: 全国医疗卫生机构出院人数变化情况



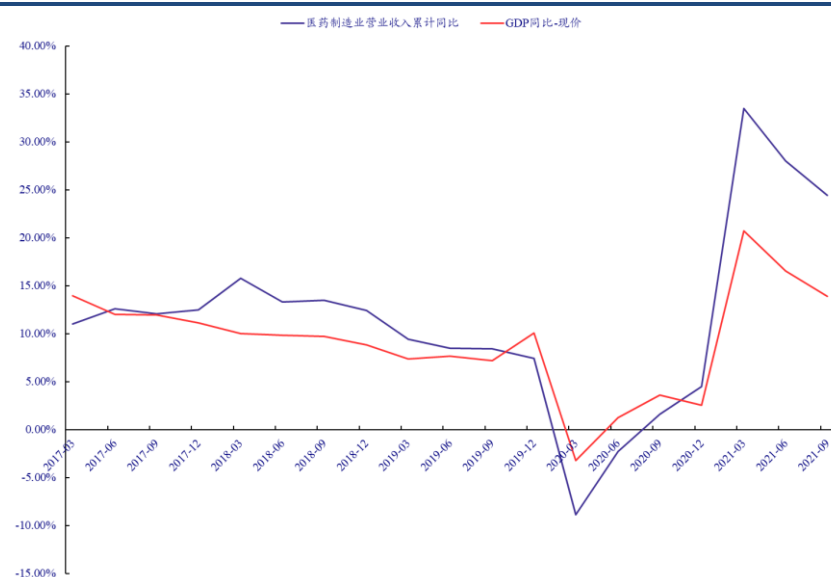
资料来源：卫健委，中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

（三）医药制造业：收入增速再次超过 GDP 增速

医药制造业收入增速再次超过 GDP 增速。近 10 年来，我国人民物质生活的改善，带动了持续不断的医疗升级需求，医药行业常年保持快于 GDP 增速的增长。医疗需求一方面来自于人口增加带来的基本医疗需求，另一方面来自于医疗升级需求带来的人均消费的提高。随着基数增大，我国医药制造业主营增速逐渐放缓，但仍然保持快于 GDP 的增速。同时，17、18 年收入增速提高与两票制下“低开转高开”有较大关系。2020 年前三季度受疫情冲击影响，医疗机构作为高风险地区纷纷限制营业，其他传染病也因为防疫措施得到遏制，医药需求大幅下滑，医药制造业收入增速大幅回落并低于 GDP 增速，至第 2020 年第四季度再次反超 GDP 现价累计增速。2021 年前三季度，医药制造业收入增速强劲复苏，保持高于 GDP 的增速。

图 3.3.1: 医药制造业增速与 GDP 增速对比



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

（四）业绩回顾：利润端快速增长，抗疫板块业绩表现突出

去年新冠疫情对医药行业业绩产生较大影响。一方面，医院端医疗服务数据在疫情期间一度下滑，导致大部分医院端药物销售下滑；另一方面，部分直接受益于新冠疫情防控需求的公司业绩大幅放量。新冠疫情导致大部分公司去年上半年基数较低，而下半年由于赶工等因素基数较高。为了剔除新冠疫情影响，本次业绩分析主要比较各领域 2019 至 2021 前三季度两年复合增长率。

在业绩分析中，我们参考申万行业分类，不包含盈利比较不稳定的科创板和北交所股票，剔除了数据不全的新股、部分主营非药企业以及部分经营异常公司（主要为 ST 类）。对于部分同时经营多个医药细分领域的公司，我们在整体分析时纳入，在单独分析子行业时剔除。各领域增速均为该领域公司财务指标加总后计算所得。

2019 前三季度至 2021 前三季度，医药行业收入、归母净利润、扣非归母净利润两年复合

增长率分别为-5.01%、20.62%、28.52%。受益于疫情因素，行业利润增速远快于收入增速，盈利质量整体增强。2021Q3 医药行业单季度收入、归母净利润、扣非归母净利润增速分别为7.67%、-1.96%、5.59%。2021Q3 医药行业业绩增速表现疲软，主要是因为去年第三季度解除防疫封锁措施后，大部分公司快速恢复生产，导致去年第三季度基数较高。

表 3.4.1: 医药行业收入及利润增速对比（剔除新股）

项目	21Q3	20Q3	2021 前三季度	2020 前三季度	前三季度两年复合增速
收入增速	7.67%	12.47%	16.66%	-22.65%	-5.01%
净利润增速	-1.96%	42.80%	20.25%	21.00%	20.62%
扣非后净利润增速	5.59%	45.89%	23.08%	34.19%	28.52%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

近两年受疫情影响，疫苗、CXO、医疗器械景气度较高。2019 前三季度至 2021 前三季度，医药行业各板块收入两年复合增长率由高到低排序分别为生物制品（+13.66%）、医疗器械（+11.57%）、医疗服务（+6.89%）、原料药（-4.39%）、医药商业（-4.48%）、化药（-10.05%）和中药（-11.18%）；扣非归母净利润两年复合增长率由高到低排序分别为为医疗服务（+82.98%）、医疗器械（+56.80%）、生物制品（+45.41%）、中药（+14.82%）、化药（+12.22%）、医药商业（+5.11%）和原料药（+3.45%）。具体看细分领域，生物制品业绩主要受疫苗带动，尤其是智飞生物和康泰生物的新冠疫苗在国内获批紧急使用后对业绩都有很大提振；医疗服务业绩主要受研发外包服务带动，社会办医专科服务增速有所放缓；医疗器械受新冠疫情影响去年业绩暴增，但去年高基数导致今年业绩增速放缓。

表 3.4.2: 医药各子行业收入增速对比（剔除新股）

子行业	21Q3	20Q3	2021 前三季度	2020 前三季度	前三季度两年复合增速
化药	2.19%	4.56%	13.00%	-28.40%	-10.05%
中药	5.29%	1.29%	10.89%	-28.85%	-11.18%
生物制品	57.80%	23.26%	51.19%	-14.55%	13.66%
原料药	17.27%	5.51%	15.27%	-20.70%	-4.39%
医药商业	10.67%	9.56%	20.18%	-24.08%	-4.48%
医疗器械	-3.50%	65.02%	16.78%	6.59%	11.57%
医疗服务	18.74%	29.65%	39.31%	-17.99%	6.89%
整体	7.67%	12.47%	16.66%	-22.65%	-5.01%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 3.4.3: 医药各子行业归母净利润增速对比（剔除新股）

子行业	21Q3	20Q3	2021 前三季度	2020 前三季度	前三季度两年复合增速
化药	-3.72%	20.95%	8.79%	5.73%	7.25%
中药	-13.61%	25.21%	11.76%	1.43%	6.47%
生物制品	101.13%	37.25%	115.51%	-3.29%	44.37%
原料药	-3.08%	11.00%	-1.60%	3.07%	0.71%
医药商业	-17.05%	32.66%	12.67%	2.42%	7.42%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

医疗器械	-25.34%	182.62%	11.32%	89.48%	45.23%
医疗服务	23.83%	37.17%	53.39%	118.30%	82.99%
整体	-1.96%	42.80%	20.25%	21.00%	20.62%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表 3.4.4: 医药各子行业扣非归母净利润增速对比 (剔除新股)

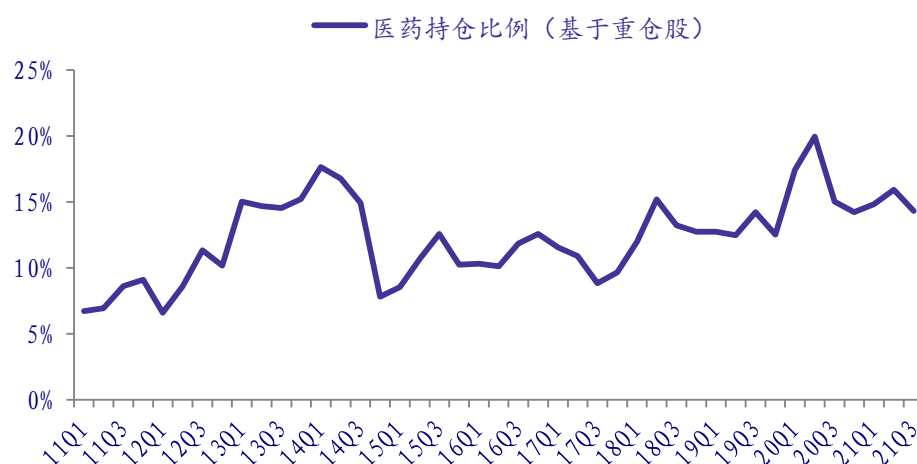
子行业	21Q3	20Q3	2021 前三季度	2020 前三季度	前三季度两年复合增速
化药	3.96%	13.95%	18.09%	6.63%	12.22%
中药	10.10%	12.31%	18.25%	11.48%	14.82%
生物制品	105.20%	36.29%	120.96%	-4.31%	45.41%
原料药	2.91%	2.46%	-4.20%	11.71%	3.45%
医药商业	1.23%	11.47%	10.61%	-0.11%	5.11%
医疗器械	-23.54%	190.52%	12.82%	117.93%	56.80%
医疗服务	24.11%	31.03%	76.34%	89.88%	82.98%
整体	5.59%	45.89%	23.08%	34.19%	28.52%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(五) 基金持仓: 三季度医药持仓仍处超配, 重仓集中度提升

2021Q3 基金医药持仓比例 14.33%, 相较 21Q2 下降 1.59pp。我们统计了所有主动非债基金所持的十大重仓股情况, 基于重仓股 (剔除港股) 信息, 我们测算的主动型非债券基金医药股持仓比例为 14.33%, 相较 21Q2 下降 1.59pp, 相较 21Q1 下降 0.51pp, 相较 20Q4 提升 0.11pp, 较 20Q3 下降 0.71pp。2010 年至今的医药持仓变化如下图所示。

图 3.5.1: 基金医药持仓比例变化



资料来源: 国家统计局, 中国银河证券研究院

逐个剔除医疗医药健康主题基金后, 21Q3 主动型非债券基金的医药股持仓比重为 9.21%,

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

相较 21Q2 下降 2.24pp。剔除行业基金后的主动型非债券基金的医药持仓比重在 20Q2 达到近 3 年的最高点，21Q3 为 9.21%，环比下降 2.24pp，占比全行业第四。各季度历史数据依次如下：21Q2 为 11.45%，21Q1 为 10.67%，20Q4 为 10.24%，20Q3 为 10.85%，20Q2 为 15.21%，20Q1 为 13.63%。

剔除行业主题基金后，主动型非债券基金中生物医药板块继续维持超配状态。以 2021 年 9 月 30 日市值计，医药板块市值占 A 股总市值比例为 8.51%，而剔除医疗医药健康行业主题基金后主动型非债券基金中医药股 21Q3 持仓比重为 9.21%，高于医药板块市值占比 0.7pp，维持超配状态，21Q2 超配为 0.78pp，超配程度略有下降。

表 3.5.1: 21Q3 主动非债基金所持各行业总市值排序

主动非债基金行业排序				主动非债剔除医药医疗健康行业基金后排序			
排序	行业	持股总市值(亿元)	所占比重	排序	行业	持股总市值(亿元)	所占比重
1	电力设备	4581.47	18.06%	1	电力设备	4580.782	19.15%
2	医药生物	3633.68	14.33%	2	食品饮料	3557.523	14.87%
3	食品饮料	3558.25	14.03%	3	电子	2506.335	10.48%
4	电子	2506.36	9.88%	4	医药生物	2203.358	9.21%
5	计算机	1295.93	5.11%	5	计算机	1295.926	5.42%
6	有色金属	1140.16	4.50%	6	有色金属	1140.159	4.77%
7	银行	917.80	3.62%	7	银行	917.6718	3.84%
8	基础化工	806.39	3.18%	8	基础化工	805.16	3.37%
9	国防军工	801.43	3.16%	9	国防军工	801.433	3.35%
10	汽车	683.66	2.70%	10	汽车	683.6626	2.86%
11	非银金融	541.23	2.13%	11	非银金融	541.2327	2.26%
12	商贸零售	500.84	1.97%	12	商贸零售	500.8242	2.09%
13	机械设备	499.82	1.97%	13	机械设备	499.1806	2.09%
14	家用电器	451.50	1.78%	14	家用电器	451.4958	1.89%
15	石油石化	410.76	1.62%	15	石油石化	410.7619	1.72%
16	房地产	377.39	1.49%	16	房地产	377.3917	1.58%
17	交通运输	340.92	1.34%	17	交通运输	340.9212	1.43%
18	传媒	317.47	1.25%	18	传媒	316.7905	1.32%
19	农林牧渔	300.39	1.18%	19	农林牧渔	300.3923	1.26%
20	建筑材料	243.32	0.96%	20	建筑材料	243.3208	1.02%
21	社会服务	242.21	0.95%	21	社会服务	241.4051	1.01%
22	钢铁	202.85	0.80%	22	钢铁	202.8517	0.85%
23	公用事业	192.05	0.76%	23	公用事业	192.0485	0.80%
24	轻工制造	172.49	0.68%	24	轻工制造	172.4879	0.72%
25	煤炭	161.07	0.64%	25	煤炭	161.0701	0.67%
26	通信	141.29	0.56%	26	通信	141.2787	0.59%
27	建筑装饰	110.01	0.43%	27	建筑装饰	110.0091	0.46%
28	纺织服饰	96.85	0.38%	28	纺织服饰	96.18372	0.40%
29	美容护理	82.28	0.32%	29	美容护理	78.04296	0.33%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

36

30	环保	53.94	0.21%	30	环保	53.93851	0.23%
31	综合	0.00	0.00%	31	综合	0.001877	0.00%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从基金重仓持有数量来看, 21Q3 主动非债基金重仓基金数排名前五的标的分别为药明康德(839 只)、迈瑞医疗(366 只)、智飞生物(246 只)、凯莱英(216 只)和泰格医药(212 只)。重仓持有基金数量增幅最大的前十名分别为: 药明康德(+97)、凯莱英(+84)、药石科技(+70)、泰格医药(+35)、博腾股份(+33)、昭衍新药(+28)、普洛药业(+27)、美迪西(+22)、九洲药业(+18)、开立医疗(+18)、天宇股份(+18)。减幅最大的前十名分别为: 迈瑞医疗(-120)、长春高新(-108)、恒瑞医药(-82)、爱尔眼科(-58)、康泰生物(-49)、金域医学(-45)、复星医药(-31)、健帆生物(-28)、心脉医疗(-26)、华东医药(-23)、国际医学(-23)。

从基金重仓持有市值来看, 21Q3 主动非债基金持股总市值排名前五的标的分别为药明康德(755.29 亿元)、迈瑞医疗(354.23 亿元)、爱尔眼科(276.21 亿元)、凯莱英(241.74 亿元)和泰格医药(221.81 亿元)。其中持有市值增加最多的前十名分别为: 凯莱英(+97.97 亿元)、药明康德(+64.45 亿元)、美迪西(+49.78 亿元)、博腾股份(+39.38 亿元)、药石科技(+30.33 亿元)、九洲药业(+25.47 亿元)、普洛药业(+24.88 亿元)、康龙化成(+21.63 亿元)、泰格医药(+21.43 亿元)、昭衍新药(+16.33 亿元)。持有市值减少最多的前十名分别为: 迈瑞医疗(-206.8 亿元)、长春高新(-117.9 亿元)、爱尔眼科(-86.85 亿元)、通策医疗(-78.8 亿元)、金域医学(-60.09 亿元)、健帆生物(-41.18 亿元)、康泰生物(-36.07 亿元)、智飞生物(-30.35 亿元)、人福医药(-29.19 亿元)、复星医药(-21.25 亿元)。

表 3.5.2: 21Q3 主动非债基金重仓股排序(按基金数量和持股市值排序)

序号	股票名称	重仓基金数量	相比 21Q2 增减	序号	股票名称	持股总市值(亿元)	相比 21Q2 增减(亿元)
1	药明康德	839	97	1	药明康德	755.29	64.45
2	迈瑞医疗	366	-120	2	迈瑞医疗	354.23	-206.80
3	智飞生物	246	6	3	爱尔眼科	276.21	-86.85
4	凯莱英	216	84	4	凯莱英	241.74	97.97
5	泰格医药	212	35	5	泰格医药	221.81	21.43
6	爱尔眼科	205	-58	6	智飞生物	179.54	-30.35
7	长春高新	133	-108	7	通策医疗	170.20	-78.80
8	通策医疗	132	-14	8	康龙化成	166.49	21.63
9	康龙化成	122	14	9	博腾股份	133.73	39.38
10	药石科技	121	70	10	长春高新	93.17	-117.90
11	博腾股份	116	33	11	美迪西	71.36	49.78
12	九洲药业	96	18	12	九洲药业	63.10	25.47
13	普洛药业	80	27	13	恒瑞医药	57.62	-19.84
14	欧普康视	74	-2	14	药石科技	53.58	30.33
15	恒瑞医药	59	-82	15	普洛药业	50.81	24.88
16	美迪西	58	22	16	欧普康视	49.90	-13.97

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

17	昭衍新药	55	28	17	片仔癀	49.50	6.06
18	贝达药业	54	6	18	康泰生物	37.61	-36.07
19	片仔癀	53	5	19	昭衍新药	36.91	16.33
20	东富龙	44	44	20	健帆生物	30.71	-41.18
21	万泰生物	44	17	21	东富龙	29.37	29.37
22	南微医学	41	-11	22	贝达药业	28.71	-4.42
23	金城医学	37	-45	23	金城医学	28.03	-60.09
24	健帆生物	30	-28	24	健友股份	26.47	11.95
25	普利制药	30	-1	25	南微医学	21.28	-6.23
26	新和成	28	3	26	万泰生物	16.77	-3.94
27	天宇股份	27	18	27	华海药业	14.29	-0.82
28	健友股份	26	13	28	奕瑞科技	12.67	10.50
29	康泰生物	24	-49	29	普利制药	12.43	-4.33
30	华海药业	23	-3	30	华大基因	12.37	-2.56

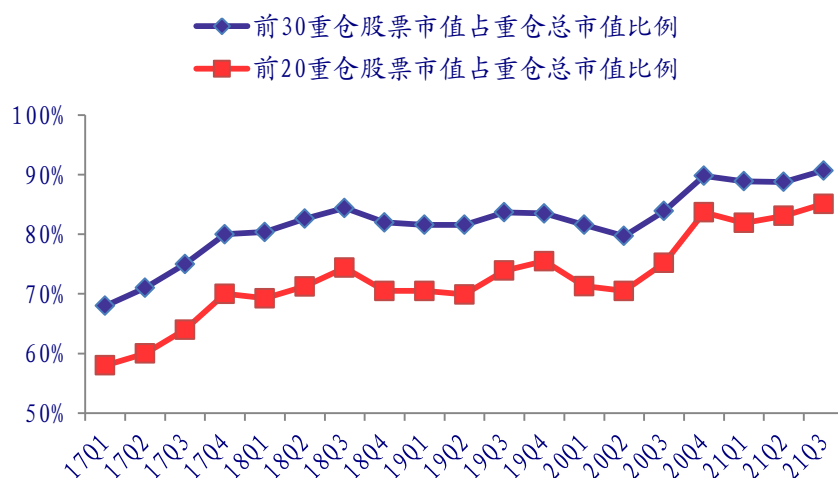
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

21Q3 主动非债公募基金总计重仓医药股 4407 次, 被重仓股数为 161 只, 持有总市值为 3633.68 亿元。对于 21Q2, 主动非债公募基金总计重仓医药股 4758 次, 被重仓股数为 173 只, 持有总市值为 4123.96 亿元。具体对比来看:

从前 30 名 & 前 20 名基金重仓股占比重仓总市值的情况来看, 21Q3 前三十名重仓股票的持有市值占基金重仓持有医药股总市值的 90.7%; 前二十重仓市值覆盖 85.1%, 环比上升。对比 21Q2 情况: 21Q2 前三十名重仓股票的持有市值占基金重仓持有医药股总市值的 88.8%; 前二十重仓市值覆盖 83.1%。

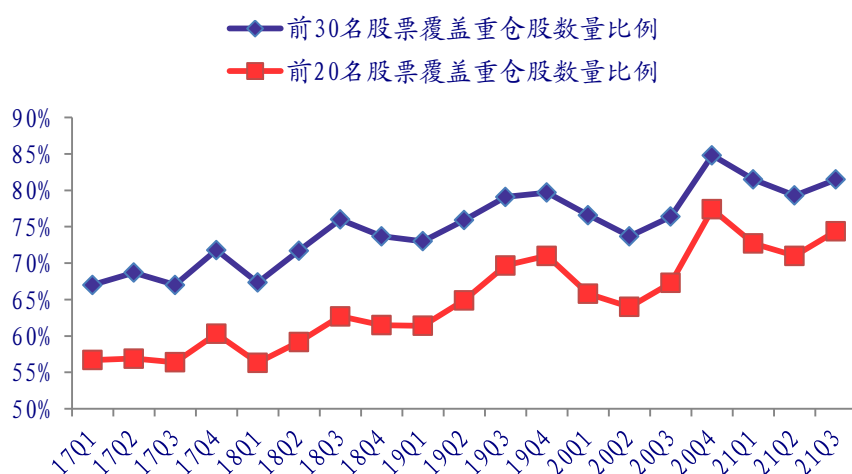
从前 30 名 & 前 20 名基金重仓股占比重仓股数量的情况来看, 21Q3 前三十名重仓医药股被重仓持有的频次占比达到 81.5%; 前二十名重仓医药股被重仓持有的频次占比达到 74.4%, 环比上升。对比 21Q2 情况: 21Q2 前三十名重仓医药股被重仓持有的频次占比达到 79.3%; 前二十名重仓医药股被重仓持有的频次占比达到 71.0%。

图 3.5.2: 基金重仓持有市值覆盖率 (前 30 名 & 前 20 名)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 3.5.3: 基金重仓持有数量覆盖率 (前 30 名 & 前 20 名)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(六) Omicron 评述: 无需过度悲观

11 月 26 日, 世界卫生组织的新冠病毒进化技术咨询小组召开紧急会议, 评估新冠病毒变体 B.1.1.529, 将其列为“需要关注的变异株”(VOC), 并命名为 Omicron。

Omicron 变异毒株突变位点较多。据报道, Omicron 毒株总共发生变异 50 处, 其中有 30 处突变位点位于刺突蛋白 (此前发现的 Delta 毒株刺突蛋白突变位点为 16 处), 15 个发生在刺突蛋白的受体结合域 RBD。刺突蛋白是病毒的关键部分, 新冠病毒可以通过刺突蛋白与人体细胞表面的 ACE2 蛋白结合后进入细胞并发挥毒性, 刺突蛋白与病毒的免疫逃逸和传染能力

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

39

密切相关。

Omicron 传染性相较之前变异毒株可能增强。根据 26 日南非卫生部相关数据显示，Omicron 变异毒株传染性可能增强，主要因为：（1）靠近 S2/S2 弗林蛋白酶切割位点的突变簇（H655Y+N679K+P681H）可能会导致毒株更有效进入细胞；（2）③具有 nsp6-del105-107，可能会影响固有免疫及 T 细胞免疫，类似于此前的 Alpha、Beta、Gamma、Lambda 突变，可能与逃避先天免疫有关，从而增强传染性；（3）核衣壳中的 R203K+G204R 突变曾在 Alpha、Gamma、Lambda 突变中出现，与其传染性增强有关。因此，我们认为，Omicron 传染性相较之前变异毒株可能增强。Omicron 病毒仅用 2 周多左右时间就成为南非国内最主导的病毒，而 Beta 和 Delta 变异病毒达到这一水平均用了近 100 天。

Omicron 可能导致疫苗和中和抗体作用下降，但是对检测试剂与小分子药物影响较小，重症和致死率有待评估。（1）疫苗和中和抗体方面，mRNA 及重组疫苗多针对现有毒株的 S 蛋白，灭活疫苗针对病毒颗粒表面的多个抗原蛋白，注射疫苗后，患者体内所产生的中和抗体，核心结合位点在 S 蛋白。所以，Omicron 可能导致疫苗和中和抗体作用下降。（2）检测试剂方面，核酸检测（rt-PCR）的靶序列之一是新冠病毒相对保守的 ORF1a/b 区域，目前全球四大受关注的变异体突变都不影响核酸检测，Omicron 毒株也仍然可以被核酸检测追踪。（3）小分子药物方面，在研的小分子口服药物主要有三类，一类是抗病毒类药物，通过靶向 RNA 依赖的 RNA 聚合酶（RdRp）抑制病毒 RNA 的合成，或者靶向 3CLpro 主蛋白酶，抑制与病毒复制相关的多个蛋白的形成，从而抑制病毒复制，对轻中度患者有效；一类是免疫抑制剂，主要用于治疗新冠重症患者体内的炎症因子风暴；一类是 AR 抑制剂，主要通过靶向 AR 降低 ACE2 的表达从而阻断病毒入侵细胞的门户，此外部分 AR 抑制剂对免疫系统具有一定调节作用，这类药物对轻度和重度患者均有效。这三类小分子药物对 S 蛋白的突变均不敏感。（4）重症和致死率方面，目前数据较少尚待评估，但参考 Delta 经验，致病性略高于 Alpha，不过考虑到现在物理防疫+新冠疫苗+小分子抗新冠药物的防疫背景，Omicron 的危害不必过度担忧。

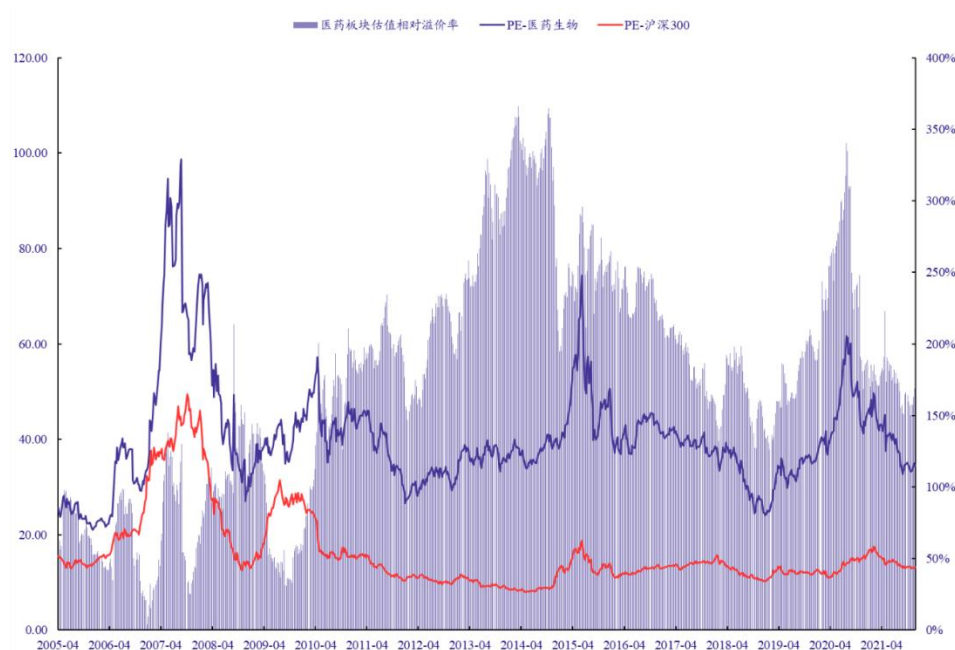
我们认为，Omicron 变种毒株虽然存在传染性可能更强，现有疫苗可能有效性降低等风险，但无需对 Omicron 过度悲观。一方面，Omicron 变种毒株依然可以被新冠检测试剂追踪，另一方面，小分子药物对 S 蛋白的突变均不敏感，这就意味着在疫苗接种力度以及效果不及预期的地区，小分子药物依然可以作为主要的防疫手段。

四、医药板块相对估值处于历史中等水平

(一) 与沪深 300 估值对比，相对估值处于中等水平

截至 2021 年 12 月 3 日，医药行业一年滚动市盈率为 34.44 倍，沪深 300 为 13.16 倍。医药股相对于沪深 300 溢价率较 2005 年以来的平均值高 14.43 个百分点，位于历史中等水平，当前值为 161.80%，历史均值为 176.23%。

图 4.1.1: 医药生物指数和沪深 300 滚动市盈率对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

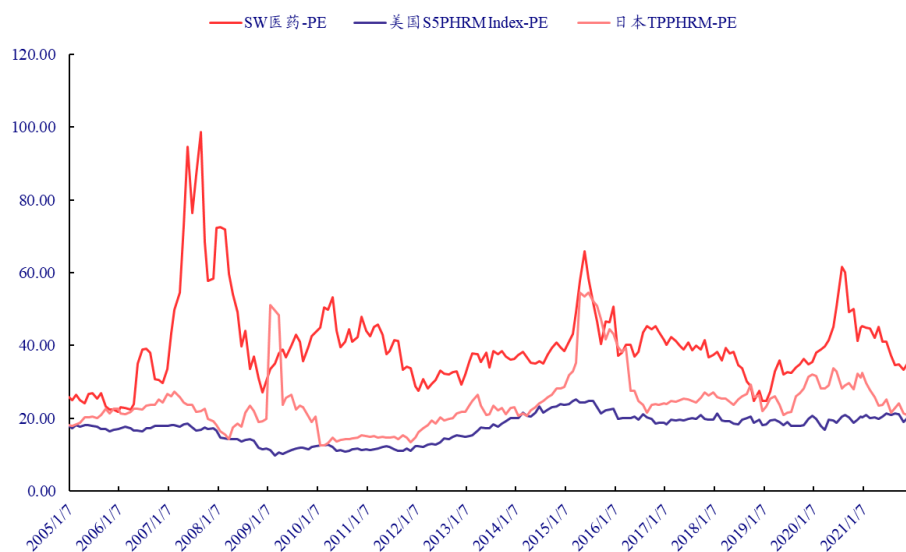
(二) 国内外行业估值对比

国内医药板块市盈率高于美国和日本，相对溢价率处于较低水平。以 2021 年 12 月 3 日收盘价计算，国内医药板块的动态市盈率为 34.44 倍（指数法，TTM）。同期美国医药板块为 19.63 倍，日本医药板块为 20.18 倍，我国医药板块 PE 高于美国和日本。以 SW 医药对各国医药板块的 PE 溢价率计算，国内相对美国医药板块的溢价率较历史平均水平低 66.5 个百分点，当前值为 75.4%，历史均值为 141.9%。国内相对日本医药板块的溢价率较历史平均水平低 7.8 个百分点，当前值为 70.6%，历史均值为 78.4%。我们认为国内医药指数市盈率估值水平通常高于国际医药指数的原因主要是国内医药上市公司整体增速高于全球药品市场增速，国内上市公司整体增速在 10-15%，而全球药品市场增速在 5% 左右。

国内医药板块市净率低于美国，高于日本。以 2021 年 12 月 3 日收盘价计算，国内医药

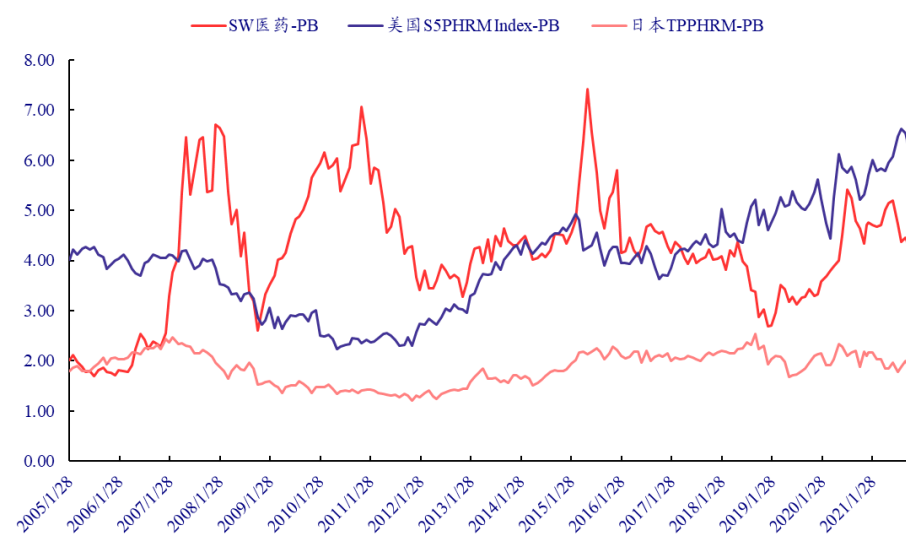
板块的市净率为 4.27 倍，同期美国医药板块为 6.04 倍，日本医药板块为 1.73 倍，我国医药板块 PB 低于美国，高于日本。以 SW 医药对各国医药板块的 PB 溢价率计算，国内相对美国医药板块的溢价率较历史平均水平低 43.8 个百分点，当前值为 -29.3%，历史均值为 14.5%。国内相对日本医药板块的溢价率较历史平均水平高 9.9 个百分点，当前值为 146.2%，历史均值为 136.3%。国内医药指数市净率估值水平低于美国而明显高于日本，主要原因是美国市场以创新药为主，盈利能力明显强于中国和日本的医药企业。

图 4.2.1: 各国医药板块 PE 比较



资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

图 4.2.2: 各国医药板块 PB 比较



资料来源: Wind, Bloomberg, 中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

42

七、投资策略

(一) 看好创新药械与创新服务产业链

创新是医药行业的永恒主题。全球范围来看，医药行业的投资机会紧密围绕创新展开。重磅新药可带来丰厚的经济效益，因此创新药研发对全球医药巨头意义非凡。看好具备持续创新能力的创新药械公司。今年我国有多款创新药获批或报产。我们认为国内医药创新的大时代已经来临，新药研发的收获期正在到来。看好创新药龙头恒瑞医药（600276）、创新器械龙头迈瑞医疗（300760），同时关注贝达药业（300558）等。看好服务于创新药的 CRO、CDMO 公司，看好创新服务产业链公司凭借“卖水者”逻辑保持高景气。看好博腾股份（300363），同时关注药明康德（603259）、昭衍新药（603127）、泰格医药（300347）和美迪西（688202）等。

(二) 看好疫苗板块维持高景气

国内疫苗行业正在进入“强监管”时代。从修订管理条例到通过疫苗管理法，国家严格疫苗行业准入、优化产业结构、增大处罚力度。在“强监管”的大背景下，行业的竞争格局进一步优化，呈现大企业差异化竞争的局面。受益于行业集中度提高与大品种放量，行业 19 年收入端与利润端均实现稳定增长。新冠疫苗研发如火如荼，板块价值凸显。中国团队处于新冠疫苗研发领跑位置，A 股上市公司积极参与疫苗研发。疫苗板块战略地位得到国家层面高度重视，板块价值凸显，关注度进一步提升。建议持续关注康希诺生物（6185.HK）、康泰生物（300601）、智飞生物（300122）、沃森生物（300142）、华兰生物（002007）等。

(三) 看好医疗服务与消费中药发展前景

看好医疗服务行业受医改长期逻辑支撑，社会办医高速发展。支持社会办医是新医改的重要内容之一，因此持续受到政策支持。在政策持续支持下，近年来社会办医持续蓬勃发展。我国医疗需求缺口较大，社会办医成为重要补充。分级诊疗格局向社会办医寻求助力，为行业留出充足发展空间。随着消费升级，非必需改善型医疗需求也迅速增长，社会办医专科服务龙头乘政策东风高速增长。

我们认为，虽然疫情期间医疗服务需求萎缩，但长期看医疗服务需求仍有较大提升空间。民营医疗机构的发展壮大是新医改成功的关键点，国家政策有望在较长时间上给予社会办医支持，而消费升级和人口老龄化也将对民营医疗机构持续提出需求。我们看好医疗服务行业发展前景，看好爱尔眼科（300015）、通策医疗（600763）、华熙生物（688363）等。

同时，我们看好消费中药的发展前景，消费中药兼具医保免疫与消费属性，在当前医改推进逐步加深的大背景之下具备较高的投资价值。我们看好健民集团（600976），建议关注片仔癀（600436），同仁堂（600085）等

（四）看好体外诊断行业发展空间广阔

我们认为当前 IVD 领域受到以下几重利好：海内外抗疫叠加海外试剂出口，增量弹性较大；行业发展持续受到国家政策扶持；受益于进口替代，高端医院市场有望争取份额；分级诊疗等强基层政策引导下，中低端医院市场有望持续实现放量；短期内不受负面政策影响。近年来医保控费力度大，医药行业各个领域均有所波动，但 IVD 领域尚没有全国性的集采降价方案出现，且受益于控制药占比等措施。

我们认为化学发光、分子诊断及 POCT 三个领域未来发展空间广阔，且国产比例仍较低；IVD 领域竞争格局目前仍相对蓝海，但是未来竞争胜出的必定是具备完备经销体系和售后服务者，以及积累样本量足够大以至于能实现快速迭代者，因此具备先发优势的龙头未来胜出概率更大。建议持续关注安图生物（603658）、迈克生物（300463）、万孚生物（300482）以及凯普生物（300639）。

（五）看好连锁药店龙头增长潜力

连锁药店龙头业绩保持高质量增长。今年以来，连锁药店龙头保持快速扩张，即使在疫情影响下业绩仍保持较快增速，增长极具韧性。2020 年前三季度，A 股上市的四大连锁药店龙头收入均保持超过 20% 的增速。零售药店主要面向国内个人消费市场，既不受国外经济周期和政治因素的影响，也不存在回款压力，经营模式决定了业绩的高质量。我们认为药店零售行业龙头成长性可靠有保障，值得长期配置。

我国连锁药店龙头将持续受益于行业集中度提升。我国药店连锁化率正处于持续提升阶段。近年来，随着新版 GSP、营改增、药店分级管理政策的推出，以及流通专项整治等措施的执行，单体药店压力进一步加大，纷纷关店或被收购，导致药店连锁化率持续提升。我们认为，随着药品零售行业监管趋严，行业规范标准进一步提升，具有资金优势、管理优势、经营更加规范的大型连锁药店竞争优势将更加明显，药店连锁化趋势仍将延续，行业份额将继续向龙头集中。尽管医药零售行业整体增速放缓，但受益于集中度提升的连锁药店龙头仍可保持高成长性。

药品医院终端销售受医改政策压制，零售药店渠道地位提升。从短期看，招标降价等医保控费措施导致原本在医院终端销售的药品面临很大的降价或弃标压力，尤其是在集中带量采购中未中标的品种，将被迫转移到零售终端销售。零售渠道作为医院渠道的替代，行业议价能力得以提升。从长期看，“医药分离”是医改大方向，药品零加成、药占比等限制措施将促进处方药从医院向药店流出，处方药外流将为药品零售市场带来可观增量。我们认为，零售药店作为药品医院终端销售的替代，未来有望成为药品销售的主力渠道。

表 5.5.1: 部分政策对零售药店行业影响

政策	影响	结果
药品零加成、药占比	“医药分离”医改措施打击医院售药积极性，促进处方药外流。	药品零售行业迎来增量
集中带量采购	药品降价，医院端未中标品种转移到零售渠道。	
新版 GSP	经营标准提高，大型连锁药店更容易满足标准。	集中度和连锁化率提升

营改增	整体增加税负，尤其是对于开票不规范的小型单体药店。大型连锁药店对于成本增加有更强的抗逆性。	
药店分级管理	级别越高的药店，经营范围越大。大型连锁药店更能满足高级别要求。	
流通行业专项整治	大型连锁药店相对而言经营更加规范。	
打击骗保	大型连锁药店相对而言经营更加规范，部分不规范的小型药店受冲击更大。	
打击执业药师挂证	实力雄厚的大型连锁更容易克服药师缺口，对执业药师缺乏吸引力的小型连锁发展容易受到执业药师数量制约	
减税降费	很多零售药店作为小规模纳税人，在本次减税措施中受益更为明显。	增厚行业利润

资料来源：中国银河证券研究院

目前全国性药店龙头发展战略有以下特点：（1）区域聚焦，扎根本地或在某些重点战略地区集中开店，打造具有规模优势和竞争壁垒的优势地区；（2）自建和收购并举，当收购溢价过高时采取自建方式扩张，新进入地区更多通过收购起步；（3）打造自产药品品牌，提高产品毛利率；（4）积极布局 DTP 药房等增值服务模式，实现经营转型。目前 A 股上市的 4 家全国性药店龙头分别是一心堂、大参林、益丰药房和老百姓，此外还有部分全国性的医药流通企业兼具批发和零售业务。

我们看好零售药店整体行业景气度以及大型连锁药店的发展潜力。首先，受益于处方药外流大趋势以及集采流标品种退出医院市场，零售药店作为药品销售替代渠道的地位不断提升，行业规模有望加速扩容。其次，从行业内部竞争格局来说，我国药品零售集中度偏低，随着监管趋严和经营标准要求的提升，实力强劲的大型连锁药店竞争优势明显，有望抢占更多市场份额。最后，减税降费措施尤其利好零售药店这种小规模纳税人，行业整体利润有望进一步增厚。

八、风险提示

控费降价压力超预期的风险，药品、高值耗材带量采购扩面超预期的风险

九、附录

插图目录

图 1.1.1: 我国 65 岁及以上人口数量（万人）与占总人口比例	4
图 1.1.2: 优先审评审批范围	5
图 1.2.1: 2015 年以来我国创新药 IND 申报数量	7
图 1.2.2: 2017 年以来我国创新药 IND 获批数量	7
图 1.2.3: 2018 年至今国内已获批或进入报产阶段的创新药分类	8
图 1.2.4: 抗肿瘤创新药分类	9
图 1.2.5: 抗肿瘤生物药不同技术平台概览	9
图 1.2.6: K 药和 O 药全球销售额情况（单季度，亿美元）	10
图 1.2.7: 医保药品与未进医保药品销售曲线对比	11
图 1.3.1: 中万医疗器械板块上市公司整体研发支出占收入比重	14
图 1.3.2: 中万医疗器械板块上市公司数量（家）	14
图 2.0.1: 医疗消费产业链概况	15
图 2.1.1: 国内各类药物 IND 申请受理情况	16
图 2.1.2: 国内各类药物 NDA 申请受理情况	16
图 2.1.3: 中药材价格指数	17
图 2.1.4: 2019 年中国受访者购买中药材主要目的调查	18
图 2.2.1: 我国居民人均可支配收入（元）及其增速	19
图 2.2.2: 民营专科医院数量（所）及其占比	19
图 2.2.3: 我国专科医院诊疗人数（亿）及其占比	20
图 2.2.4: 我国专科医院入院人数（人）	20
图 2.2.5: 公立、民营专科医院床位数（万张）	21
图 2.2.6: 专科医院卫生技术人员数量（万人）及其占医院卫生技术人员总数的比重	22
图 2.4.1: 全球部分国家 2018 年医疗美容服务市场规模	24
图 2.4.2: 全球部分国家 2018 年医美消费每千人诊疗次数	24
图 2.4.3: 中国 v.s. 韩国 18-40 岁女性医美用户渗透率	25
图 2.4.4: 2017-2019 年悦美&新氧平台医美消费者年龄分布	25
图 2.4.5: 2019 年中国注射医美市场份额分布	26
图 2.4.6: 2019 年中国注射类医美项目增速	26
图 2.4.7: 中国医疗美容透明质酸市场规模（亿元）	27
图 2.4.8: 2017 年美国最大的五类非手术整形项目	28
图 2.4.9: BOTOX（保妥适）销售收入情况	28
图 2.4.10: 2019 年中国医疗美容机构竞争格局	29
图 3.1.1: 医保基金收入情况	30
图 3.1.2: 医保基金支出情况	30
图 3.1.3: 商业健康险筹资额（亿元）及增速	31
图 3.1.4: 商业健康险赔付额（亿元）及增速	31
图 3.2.1: 全国医疗卫生机构总诊疗人次变化情况	32

图 3.2.2: 全国医疗卫生机构出院人数变化情况	32
图 3.3.1: 医药制造业增速与 GDP 增速对比	33
图 3.5.1: 基金医药持仓比例变化	35
图 3.5.2: 基金重仓持有市值覆盖率（前 30 名&前 20 名）	39
图 3.5.3: 基金重仓持有数量覆盖率（前 30 名&前 20 名）	39
图 4.1.1: 医药生物指数和沪深 300 滚动市盈率对比	41
图 4.2.1: 各国医药板块 PE 比较	42
图 4.2.2: 各国医药板块 PB 比较	42

表 格 目 录

表 1.3.1: 我国医疗器械相关政策	11
表 1.3.2: 公共卫生系统补齐短板涉及到的物资与相关公司	13
表 2.2.1: 社会办医相关配套政策	22
表 3.4.1: 医药行业收入及利润增速对比（剔除新股）	34
表 3.4.2: 医药各子行业收入增速对比（剔除新股）	34
表 3.4.3: 医药各子行业归母净利润增速对比（剔除新股）	34
表 3.4.4: 医药各子行业扣非归母净利润增速对比（剔除新股）	35
表 3.5.1: 21Q3 主动非债基金所持各行业总市值排序	36
表 3.5.2: 21Q3 主动非债基金重仓股排序（按基金数量和持股市值排序）	37
表 5.5.1: 部分政策对零售药店行业影响	44

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，曾于国际核心期刊发表多篇论文，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。

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

评级标准

行业评级体系

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

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

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

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

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

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

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

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

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

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

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

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

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

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

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