

医药生物

2023 年 12 月 05 日

全面看多医药大时代

——行业投资策略

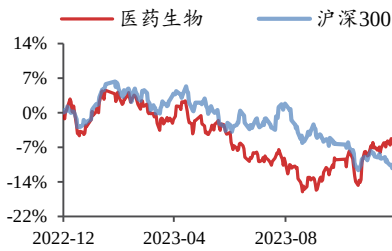
投资评级：看好（维持）

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《血制品行业景气度高，并购整合加速——行业周报》-2023.12.3

《仿制药 CRO 行业高景气发展，上市企业各具特色——行业周报》-2023.11.26

《全面看多医药大时代——医药行业 2024 年度投资策略》-2023.11.22

● 外部环境边际向好，看好医药板块各细分领域的发展机会

2023 年是疫后复苏的第一年，也是十四五医药产业规划的攻坚年、政策加速落地年，伴随着板块业绩稳健增长（很多中药、器械、服务企业超预期），我们年初看好的消费复苏、创新升级、器械政策红利与国产替代三个行情，有望持续演绎，医药板块有很多细分赛道的优质成长股到了长期布局的时点。

制药及生物制品：供给端，国内创新药大品种迭出，并陆续进入商业化阶段。政策端，2023 年 7 月 28 日，上海市印发《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》的通知，进一步在支付端鼓励生物医药企业创新发展。我们认为，随着创新药商业化的推进，相关企业可以快速回收现金，有望促进后续的在研管线的开发，逐步进入良性发展阶段。

创新药产业链：整体分化明显，海外需求逐步企稳，国内需求有待改善，关注以海外客户为主并且商业化项目贡献主要收入的标的，重点推荐一体化龙头、临床 CRO 及仿制药 CRO 结构性机会，关注多肽产业新增量。科研服务整体分化明显，海外需求相对健康，国内需求有待改善，重点推荐海外及科研客户占比高的标的。

医疗设备：更看个股机会，建议关注医学影像设备和血透设备赛道。高值耗材为手术诊疗恢复的直接受益板块，骨科、血液净化、神外、普外、心内外等或迎来强势诊疗恢复和集采共振。低值耗材目前仍有去库存影响，关注已完成去库存且订单体量较大的标的。IVD 诊疗持续复苏同迎估值修复，医疗反腐影响较弱。

中药：6 月至今回调明显，目前 PE 处于行业中等水平，看好下半年院外渠道积极拓展、业绩稳定增长的个股。**医疗服务**经历上半年回调后目前已企稳，关注具备较强阿尔法属性的体检、面临 Q3 旺季的眼科、经营稳健的严肃医疗，以及 IVF、康复等之前受损严重目前反弹明显的赛道。**零售药店**赛道建议关注个股机会，看好具有大并购项目落地预期，以及估值性价比突出的标的。

● 推荐及受益标的：

推荐标的：CXO：药明康德、诺思格、普蕊斯；科研服务：皓元医药、毕得医药、昊帆生物；制药及生物制品：东诚药业、人福医药、华东医药、九典制药、博雅生物；中药：太极集团、羚锐制药；医疗服务：国际医学、美年健康、锦欣生殖、盈康生命、希玛眼科；医疗器械：迈瑞医疗、开立医疗、戴维医疗、采纳股份、华兰股份、可孚医疗、澳华内镜；零售药店：益丰药房、健之佳。

受益标的：CXO：凯莱英、诺泰生物；科研服务：药康生物、诺唯赞；制药及生物制品：恒瑞医药、贝达药业、恩华药业、科伦药业、迈威生物、荣昌生物、科伦药业；中药：片仔癀、康恩贝；零售药店：大参林；医疗服务：爱尔眼科；医疗器械：联影医疗、华大智造、微创机器人、润达医疗。

● **风险提示：**行业黑天鹅事件、新药研发需求下滑、药品上市不及预期等。

目 录

1、 创新药：政策东风不断催化，创新药商业化兑现期已经到来.....	5
1.1、 政策端：利好政策接连发布，鼓励创新药研发，加快上市速度.....	5
1.2、 审批端：审批提速和注册申请数量增多，创新药迎来收获期.....	5
1.3、 市场端：快速进入医保，加速创新药放量.....	6
1.4、 支付端：多个地区鼓励生物医药企业创新发展，打通商业化“最后一公里”.....	7
1.5、 创新药行业已进入商业化阶段，关注出海及国内放量.....	8
2、 仿制药：集采影响边际减弱，制药行业迎来新景气周期.....	8
2.1、 集采影响边际减弱，仿制药行业迎接新拐点.....	8
2.2、 集采后用药结构变化明显，创新药持续放量.....	9
2.3、 关注集采影响基本出清，新品种即将放量的标的.....	10
2.4、 集采冲击边际减弱，部分药企有望引来拐点.....	11
3、 CXO&科研服务：海外需求逐步回暖，国内静待拐点.....	12
3.1、 CXO 要点总结：关注海外及国内结构性变化.....	12
3.1.1、 CXO：近年来业绩表现亮眼，2023Q1-3 受投融资下滑影响增速放缓.....	13
3.1.2、 需求端：全球投融资逐渐企稳，国内有所波动.....	14
3.1.3、 供给端：部分产能在出清，行业长期健康发展可期.....	16
3.2、 科研服务行业要点总结：关注结构性机会，布局强 α 标的.....	17
3.3、 关注在手订单充沛，海外业务占比高的标的.....	19
4、 零售药店：龙头引领行业发展，创新服务助力差异化竞争.....	20
4.1、 看好龙头加速扩张，行业集中度提升趋势下零售药店的成长潜力.....	20
4.2、 看好处方外流趋势下，专业服务能力强的零售药店.....	21
4.3、 看好多元化经营下零售药店客流、客单提升带来的业绩增长.....	22
5、 医疗器械：医疗合规化稳步推进，部分公司短期业绩承压，关注低值耗材反转机会.....	23
5.1、 医疗器械板块 2023 年前三季度表现稳健.....	23
5.2、 医疗器械：医疗器械板块处于历史最地位，低估值 IVD 和设备企业机会显现.....	24
5.3、 技术迭代持续进行，看好国产高端医疗器械市场进口替代.....	24
5.4、 大型医用设备配置许可政策宽松化，高端影像设备、手术机器人等有望受益.....	25
5.5、 耗材集采处于中后期，降价温和或大势所趋.....	26
5.6、 低值耗材出口端受海外库存周期影响，或在 2023 年下半年好转.....	27
5.7、 我国医疗器械出口 2023Q3 末有所回暖.....	28
6、 疫苗&血制品：技术迭代推动疫苗行业进入创新发展期，集中度持续提高.....	29
6.1.1、 全球/中国疫苗市场规模快速增长.....	29
6.1.2、 新品种带来新机遇.....	30
6.1.3、 国内疫苗行业集中度高.....	31
6.1.4、 行业估值处于历史底部，可重点关注行业龙头和创新疫苗企业.....	31
6.2、 血制品企业头部效应明显，国内企业并购整合速度加快.....	32
7、 风险提示.....	33

图表目录

图 1： 近年来多个创新药利好政策接连发布，鼓励创新药研发，加快上市速度.....	5
图 2： 新药审批速度呈现出加快的趋势.....	5

图 3: 近年受理国产 1 类新药 IND 数量迅速增长	5
图 4: 近年受理国产 1 类新药 NDA 数量呈上升趋势	6
图 5: 国内企业对外授权的创新药项目持续增加	6
图 6: 企业参与医保谈判积极性高, 成功率稳步上升	6
图 7: 医保谈判平均降幅逐步趋于稳定	6
图 8: 2018 年医保谈判成功品种的销售放量趋势明显	7
图 9: 大品种多数已纳入国家集采	9
图 10: 存量品种一致性评价受理高峰已过	9
图 11: TOP10 治疗领域集采药品销售额占比较大	9
图 12: 累计过评品种数向少数大型企业集中	9
图 13: 沙坦类降压药集采前后销售情况发生较大变化 (百万元)	10
图 14: PPI/P-CAB 集采前后销售情况发生较大变化 (百万元)	10
图 15: CXO 行情复盘疫情和 P 药加速行业逻辑兑现, 之后趋于常态化	13
图 16: CXO 主要标的整体收入快速增长	13
图 17: CXO 主要标的归母净利润整体快速增长	13
图 18: 2023 上半年全球投融资总额同比降幅收窄	14
图 19: 2023 上半年国内投融资数量有所同比提升	14
图 20: 2023Q1-3 国内一类新药 IND 同比增速稳健	15
图 21: 2023Q1-3 仿制药 NDA 受理数量同比提升较快	15
图 22: 2023H1 多家上市 CXO 企业人员数量均有所下滑	16
图 23: 2021/2022 上游公司快速补充人员 (人)	18
图 24: 2021/2022 上游公司快速补充人员 (人)	18
图 25: 上游公司人均创收优宁维整体较高 (万元)	19
图 26: 上游公司人均创利百普赛斯整体较高 (万元)	19
图 27: 我国药店连锁化率逐年提升 (单位: 万家)	20
图 28: 零售药店终端药品销售额占比呈现上升趋势	21
图 29: 零售药店积极推进 DTP 药房建设	21
图 30: 医疗器械板块估值处于历史低位	24
图 31: 技术密集型高端医疗器械品种国产化率低	25
图 32: 高值耗材集采平均降幅 63.8%	27
图 33: 低值耗材集采平均降幅 66%	27
图 34: 低值耗材 2023 年下半年已迎来好转	28
图 35: 我国医疗器械出口 2023 年年初以来震荡下行, Q3 末有所回暖	28
图 36: 全球疫苗行业市场规模持续增长	30
图 37: 中国疫苗行业市场规模持续增长	30
图 38: 重组带状疱疹疫苗 Shingrix 销售收入快速增长	30
图 39: 2022 年疫苗行业集中度高	31
表 1: 多个地区发布文件在支付端鼓励生物医药企业创新发展, 打通商业化“最后一公里”	7
表 2: 多个企业的核心品种已处于快速放量或即将上市放量阶段, 值得关注	8
表 3: 公司大多品种均已集采, 存量品种集采风险低于表观水平	11
表 4: 受益标的的盈利预测与估值	12
表 5: 2023H1 海外 CXO 企业业绩增速整体放缓, 但整体 RFP 活动逐季度改善, 大型药企临床业务需求明显回暖	15
表 6: CXO 行业供给侧去产能趋势显现	16
表 7: 国内头部 CDMO 企业均已在海外建设或收购产能, 一定程度可对冲地缘政治不确定性带来的影响	17

表 8: 受益标的的盈利预测与估值	19
表 9: 老百姓、大参林、益丰药房、一心堂步入“万店”阶段, 漱玉平民、健之佳规模稳步扩大	21
表 10: 零售药店积极布局“双通道”统筹资质药房	22
表 11: 看好多元化经营下零售药店客流、客单提升	22
表 12: 2023 年前三季度健之佳在多元化经营下实现较快营收增长	22
表 13: 受益标的的盈利预测与估值	23
表 14: 医疗器械板块 2023 年前三季度业绩表现稳健	24
表 15: 大型医用设备配置证许可管理进一步放松	26
表 16: MAH 制度推动国内医药外包行业快速崛起	29
表 17: 国内带状疱疹疫苗研发快速进展	30
表 18: 国内带状疱疹疫苗研发快速进展	31
表 19: 受益标的的盈利预测与估值	32
表 20: 国内血液制品主要生产企业	33
表 21: 受益标的的盈利预测与估值	33

1、创新药：政策东风不断催化，创新药商业化兑现期已经到来

1.1、政策端：利好政策接连发布，鼓励创新药研发，加快上市速度

近年来利好政策迭出，鼓励创新药研发，加快上市审评速度。2015 年以来，以鼓励药品创新，提升药品质量为导向，国家陆续出台了一系列针对新药注册的特殊审批管理规定。在优先评审、MAH 制度、默认许可制等多重措施下，我国创新药行业在加快新药注册步伐上取得了良好效果，更迅速地将创新药推向市场，从而促进国内创新药的发展，加速国内创新药企业的成长进程；此外，在多重利好政策下，国产创新药从“与国际接轨”到“出海”也在逐步实现。

图1：近年来多个创新药利好政策接连发布，鼓励创新药研发，加快上市速度

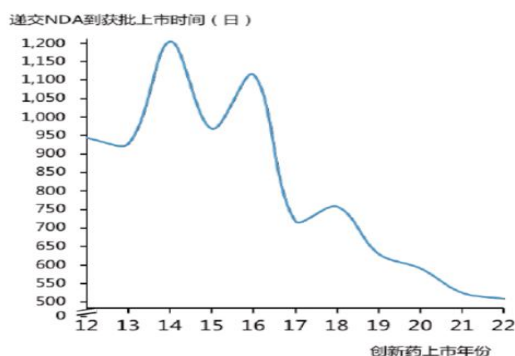


资料来源：国家药监局、CDE、国家卫健委、国务院、开源证券研究所

1.2、审批端：审批提速和注册申请数量增多，创新药迎来收获期

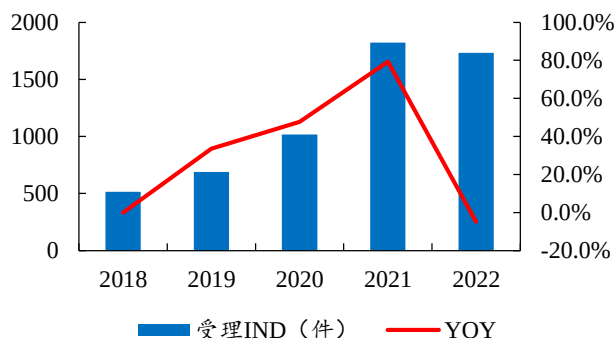
随着审批速度的加快和注册申请数量的增多，创新药迎来密集收获期。在新药审批政策的支持下，近 5 年我国创新药上市申请审批速度明显加快，2012 年我国创新药递交 NDA 到获批上市的时间平均为 927 天，而 2022 年已经缩短至 485 天。此外，近几年 NMPA 受理国产 1 类新药注册申请数量稳步增长，2022 年 NMPA 已受理临床申请 1833 件，上市申请 61 件；同时，国内企业对外授权的创新药项目持续增加，预计随着创新药的临床进度快速推进和对外授权的推进，我国创新药上市即将迎来快速发展阶段，相关创新药企业可以快速回收现金，进而有望促进后续的在研管线的开发，逐步进入良性发展阶段。

图2：新药审批速度呈现出加快的趋势



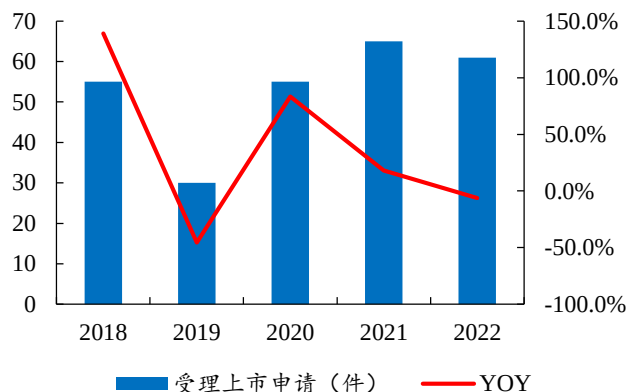
数据来源：医药魔方

图3：近年受理国产 1 类新药 IND 数量迅速增长



数据来源：NMPA、开源证券研究所

图4：近年受理国产1类新药 NDA 数量呈上升趋势



数据来源：NMPA、开源证券研究所

图5：国内企业对外授权的创新药项目持续增加

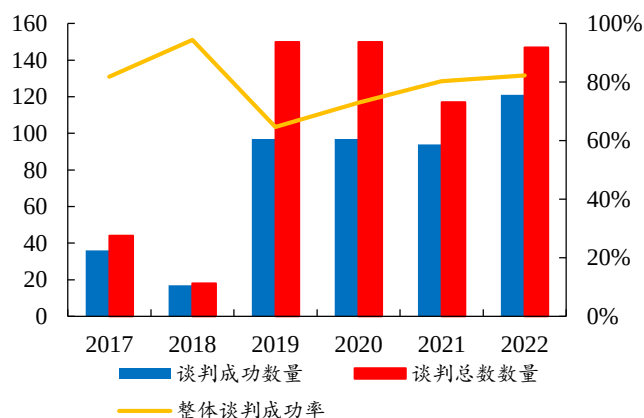


数据来源：Insight、开源证券研究所

1.3、市场端：快速进入医保，加速创新药放量

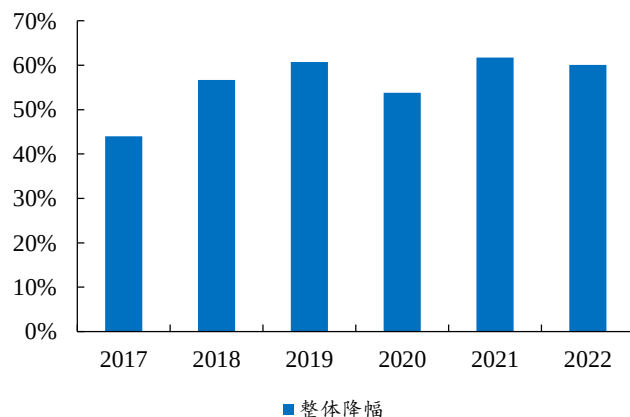
企业参与医保谈判积极性高，平均降幅逐步趋于稳定，创新药快速放量。从谈判品种数量上看，医保谈判药物数量稳步提升，企业参与积极性高。从整体平均降幅上看，从2018年开始，目录外新增药品的平均降幅基本处于50-60%区间内，逐步趋于稳定。根据PDB样本医院数据，2018年医保谈判成功的品种自调入医保目录后销售额呈现大幅增长趋势。纳入医保前后创新药的销售额变化说明医保谈判可以进一步助力创新药的放量速度以及销售额增长。

图6：企业参与医保谈判积极性高，成功率稳步上升



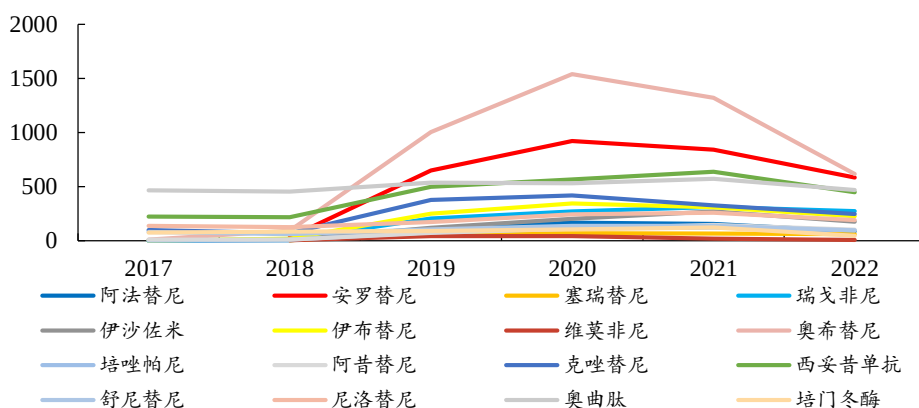
数据来源：国家医保局、开源证券研究所

图7：医保谈判平均降幅逐步趋于稳定



数据来源：国家医保局、开源证券研究所

图8：2018 年医保谈判成功品种的销售额放量趋势明显



数据来源：PDB、开源证券研究所

1.4、支付端：多个地区鼓励生物医药企业创新发展，打通商业化“最后一公里”

近期多个地区发布文件在支付端鼓励生物医药企业创新发展，打通商业化“最后一公里”。2023 年 7 月，上海市印发《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》的通知，建立完善多元支付机制，将更多优质的创新药械纳入基本医保和商业健康保险支付范围，提升创新药械的可及性和可负担性，进一步在支付端鼓励生物医药企业创新发展。同时，广东省、河北省、北京市等多个省市陆续发布文件，做好医保药品单独支付保障工作，在支付端进一步为企业便利，进一步打通创新药械的支付全流程，商业化环境逐步向好。

表1：多个地区发布文件在支付端鼓励生物医药企业创新发展，打通商业化“最后一公里”

时间	地区	政策	核心要点
2023 年 7 月	上海	《上海市进一步完善多元支付机制支持创新药械发展的若干措施》	发布九大方面共 28 条重点措施，包括多方合作加强商业健康保险产品供给、数据赋能支持商业健康保险产品开发、建立基本医保与商业健康保险行业监管合作机制、加快创新药械临床应用、加大创新药械医保支付支持等。加强“医保、医疗、医药”的三医联动协同，建立完善多元支付机制，将更多优质的创新药械纳入基本医保和商业健康保险支付范围
2023 年 8 月	广东	《关于做好医保药品单独支付保障工作的通知》	将包括国家医保谈判药品、竞价药品和医保药品目录内的“岭南名方”医疗机构制剂在内的 346 种药品纳入单独支付范围，由医保基金与医疗机构单列结算，不占相关额度
2023 年 9 月	河北	《河北省医疗保障局办公室关于做好谈判药品单独支付保障工作的通知》	将 334 个药品纳入医保单独支付范围，建立单独支付药品“三定一备案”管理机制
2023 年 9 月	北京	《关于进一步做好国家医保谈判药品落地试点工作的通知》	将选取 23 家定点医疗机构作为试点，并将遴选符合条件的定点零售药店，国谈药在试点医疗机构和协议药店执行统一的支付标准和价格，形成院内院外两个通道，保障国谈药供应

资料来源：各省市医保局、开源证券研究所

1.5、创新药行业已进入商业化阶段，关注出海及国内放量

创新药行业已进入商业化阶段，关注出海及国内放量。随着多家企业的创新药产品陆续到达密集兑现期，目前已有多个企业的核心品种已处于快速放量或即将放量阶段。其中恒瑞医药的卡瑞利珠单抗已有多个适应症的上市且纳入医保，其联合疗法已在 FDA 申报上市获受理，IL-17 单抗以及 JAK1 抑制剂市场空间广阔，临床进度领先；康方生物的 AK104 和 AK112 有望凭借双抗的疗效优势快速占领市场；荣昌生物、科伦博泰以及迈威生物的核心 ADC 药物均在全球领先，未来潜力较大；而君实生物和科伦博泰均有望通过海外授权实现“借船出海”，进军全球市场。

表2：多个企业的核心品种已处于快速放量或即将上市放量阶段，值得关注

公司	药物	靶点	类型	临床进度
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	PD-1	单抗	已上市
	马来酸吡咯替尼	HER1/HER2/HER4	小分子	已上市
	SHR-1314	IL-17	单抗	NDA
	SHR0302	JAK1	小分子	NDA
康方生物	AK104	PD-1/CTLA-4	双抗	已上市
	AK112	PD-1/VEGF	双抗	NDA
	AK101	IL-12/IL-23	单抗	NDA
荣昌生物	维迪西妥单抗	HER2	ADC	已上市
君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	单抗	已上市
泽璟制药	杰克替尼	JAK	小分子	已上市
康诺亚生物	CM-310	IL-4R	单抗	III 期
科伦博泰	SKB264	TROP2	ADC	III 期
迈威生物	9MW2821	Nectin-4	ADC	II 期

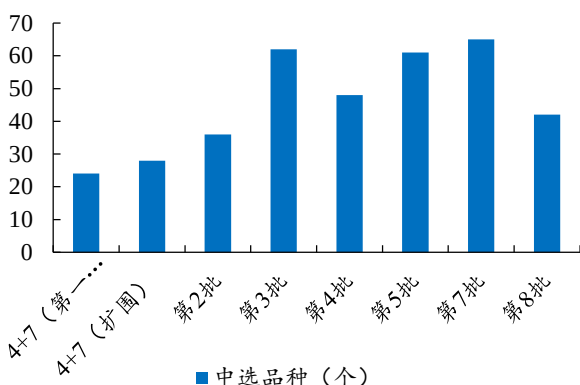
资料来源：各公司官网、开源证券研究所

2、仿制药：集采影响边际减弱，制药行业迎来新景气周期

2.1、集采影响边际减弱，仿制药行业迎接新拐点

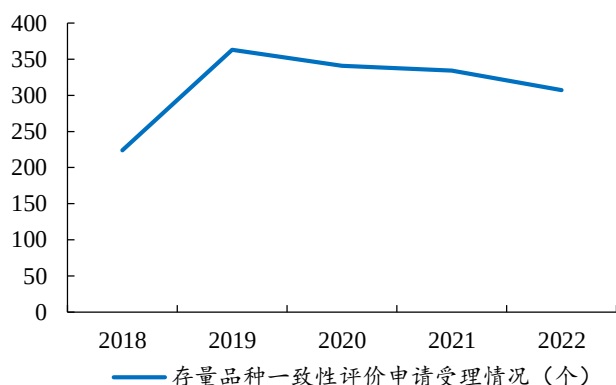
集采影响边际减弱，仿制药行业迎接新拐点。国家规划 2025 年完成 500 个品种的集采，2018 年以来 1-8 批带量采购已纳入 366 个品种，大品种多数纳入集采；存量品种数量有限，一致性评价高峰已过，2019 年存量品种一致性评价申请受理数量为 363 个，随后 2020-2022 年分别为 341、334、307 个，呈下滑趋势，剩余品种多销售体量较小、一致性评价难度较大。第八批国采来看，通过一致性评价企业数量达 5 家者才会被纳入，入围门槛提高，集采影响边际减少。

图9：大品种多数已纳入国家集采



数据来源：Insight 数据库、开源证券研究所

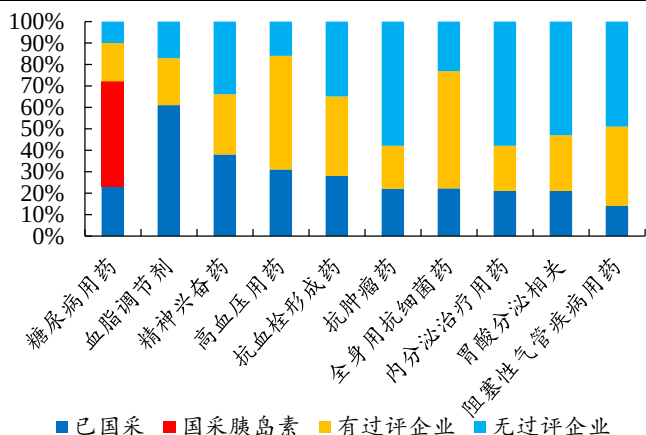
图10：存量品种一致性评价受理高峰已过



数据来源：Insight 数据库、开源证券研究所

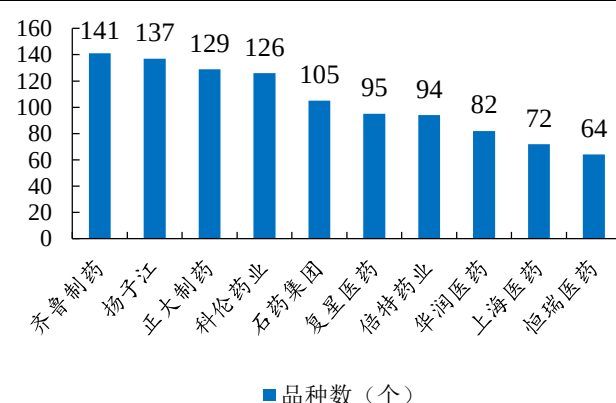
集采药品占据各疾病领域比例较大，过评品种数向头部企业集中。随着国采推进，各疾病领域用药逐渐被集采药品占据，其中糖尿病、血脂调节 2 个领域国采药品金额占比已超 60%。考虑创新药、独家品种基本无集采风险，预计存量市场后续受集采影响的频率、程度放缓，主要利空因素影响逐步减弱。过评品种数正在不断向少数大型企业聚焦，截至 2023 年 10 月，累计过评药品数最多的分别是齐鲁制药（141 个）、扬子江（137 个）、正大制药（129 个）、科伦药业（126 个）和石药集团（105 个）。集采药品市场集中度提高、规模效应有望逐渐体现，利好头部企业。

图11：TOP10 治疗领域集采药品销售额占比较大



数据来源：Insight 数据库、开源证券研究所 注：已国采产品仅包括 1-6 批，第 7 批、第 8 批产品因执行时间未纳入已国采类别

图12：累计过评品种数向少数大型企业集中

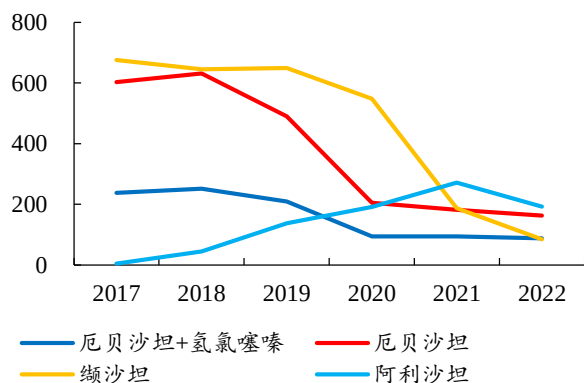


数据来源：Insight 数据库、开源证券研究所 注：数据截止至 2023 年 10 月 26 日

2.2、集采后用药结构变化明显，创新药持续放量

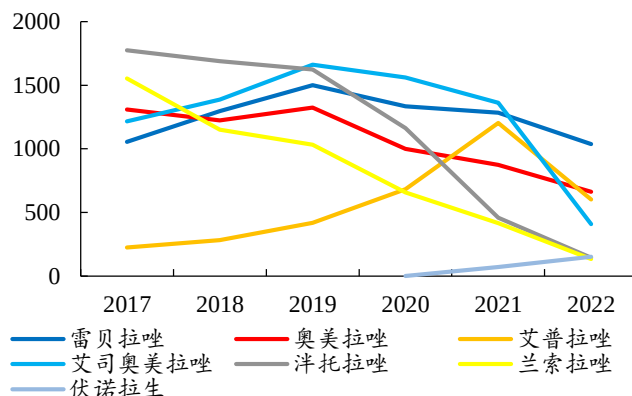
药物集采前后销售情况发生变化较大，创新药持续放量。在高血压领域，以沙坦类药物为例，4+7 和第一批代量采购厄贝沙坦、厄贝沙坦氢氯噻嗪被纳入，创新独家品种阿利沙坦（ARB，信立泰）持续放量。据 PDB 数据，阿利沙坦由 2017 年 451 万元增长至 2022 年 1.93 亿元；在消化领域，拉唑类药物陆续集采，独家品种艾普拉唑（PPI，丽珠集团）、伏诺拉生（PCAB，武田制药）持续保持快速放量。

图13：沙坦类降压药集采前后销售情况发生较大变化（百万元）



数据来源：Insight 数据库、开源证券研究所

图14：PPI/P-CAB 集采前后销售情况发生较大变化（百万元）



数据来源：Insight 数据库、开源证券研究所

2.3、关注集采影响基本出清，新品种即将放量的标的

关注集采影响基本出清，新品种即将上市/放量的标的。从企业的经营角度，多数公司均在布局吸入制剂、微球及缓控释等竞争壁垒较高的新品种，抑或向创新转型，布局创新药。目前，健康元的妥布霉素吸入溶液、恩华药业的奥赛利定注射液、海思科的环泊酚注射液均已获批上市；另外，京新药业的地达西尼、科伦药业的A166等已申报上市，一品红的AR882已进入临床三期。我们认为，随着新获批上市及已获批的药品上市，相关公司有望迎来第二增长点。

表3：公司大多品种均已集采，存量品种集采风险低于表观水平

公司	存量品种	在研/新上市核心品种
恩华药业	依托咪酯乳状注射液、咪达唑仑注射液	奥赛利定注射液、注射用盐酸瑞芬太尼、枸橼酸舒芬太尼注射液、盐酸阿芬太尼注射液、羟考酮注射液、NH600001 (2 期, 依托咪酯改构)、NHL35700 (1 期, 精分)
丽珠集团	亮丙瑞林微球、艾普拉唑注射剂/片剂、注射用尿促卵泡素	曲普瑞林微球、托珠单抗注射液、阿立哌唑微球、司美格鲁肽注射液 (3 期)、IL-17A/F (2 期)、亮丙瑞林微球 3M (BE 试验)
健康元	注射用美罗培南、盐酸左沙丁胺醇雾化吸入溶液、吸入用布地奈德混悬液、吸入用复方异丙托溴铵溶液、吸入用异丙托溴铵溶液	安布霉素吸入溶液、富马酸福莫特罗吸入溶液、沙美特罗替卡松吸入粉雾剂 (申报生产)、马来酸茚达特罗吸入粉雾剂 (申报生产)、丙酸氟替卡松雾化吸入用混悬液剂 (申报生产)、TG-1000 (3 期, 流感)
京新药业	左乙拉西坦片、盐酸普拉克索片、盐酸舍曲林片瑞舒伐他汀钙片、辛伐他汀片、匹伐他汀钙分散片、康复新液	地达西尼 (待获批上市, 失眠)、JX11502MA 胶囊 (2 期, 精分)、康复新液肠溶胶囊 (2 期, 消化)
一品红	注射用乙酰谷酰胺、盐酸克林霉素分散片、注射用盐酸溴己新	芬香清解口服液、馥感琳口服液、AR882 (3 期, 痛风)
仙琚制药	地塞米松系列、泼尼松系列、曲安西龙系列、甲泼尼龙系列、罗库溴铵注射液、糠酸莫米松鼻喷雾剂	屈螺酮炔雌醇片 (已获批)、黄体酮阴道缓释凝胶 (已申报)、戊酸雌二醇片 (已申报)
海思科	甲磺酸多拉司琼注射液、复方氨基酸注射液、脂肪乳氨基酸葡萄糖注射液、注射用复方维生素	环泊酚注射液、多烯磷脂酰胆碱注射液、HSK7653 (NDA, DPP4)、HSK16149 (NDA, $\alpha 2\sigma$)、HSK21542 (NDA, GABAa)
信立泰	阿利沙坦酯片、恩那度司他片、硫酸氢氯吡格雷片	SAL0107 (上市申请)、苯甲酸复格列汀片 (上市申请)、S086 (3 期, 慢性心衰)、SAL0108 (3 期)、SAL0130 (3 期)
科伦药业	草酸艾司西酞普兰片、丙氨酰谷氨酰胺氨基酸注射液、盐酸达泊西汀片	A166 (NDA, 晚期 3L+ HER2+ 乳腺癌)、SKB264 (三阴性乳腺癌 III 期、EGFR-TKI 治疗失败的 EGFR 突变的局部晚期或转移性非鳞非小细胞肺癌 III 期)、A140 (3 期, EGFR)、SKB315 (1 期)

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

2.4、集采冲击边际减弱，部分药企有望引来拐点

我们看好 2 类仿制药企业，一类为供给端竞争格局良好，需求端稳健增长的企业，例如人福医药、东诚药业等；另一类为存量品种风险释放较为充分，同时又有增量品种的企业，受益标的有科伦药业、京新药业。

表4：受益标的的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS			PE		
			2023/12/04	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600079.SH	人福医药	买入	26.22	1.37	1.7	1.94	19.14	15.42	13.52	
002675.SZ	东诚药业	买入	17.43	0.49	0.6	0.68	35.57	29.05	25.63	
300705.SZ	九典制药	买入	32.8	1.02	1.34	1.69	32.16	24.48	19.41	
002963.SZ	华东医药	买入	40.62	1.95	2.33	—	20.83	17.43	—	
002422.SZ	科伦药业	未评级	28	1.6	1.84	2.13	17.50	15.22	13.15	
002262.SZ	恩华药业	未评级	25.5	1.09	1.35	1.70	23.39	18.89	15.00	
002020.SZ	京新药业	未评级	13.4	0.8	0.93	1.11	16.75	14.41	12.07	
002653.SZ	海思科	未评级	22.89	0.27	0.36	0.47	84.78	63.58	48.70	
000513.SZ	丽珠集团	未评级	34.04	2.25	2.56	2.95	15.13	13.30	11.54	

数据来源：Wind、开源证券研究所（除人福医药、东诚药业、九典制药和华东医药外，其他公司的盈利预测来自 Wind 一致预期，收盘日期为 2023 年 12 月 4 日）

3、CXO&科研服务：海外需求逐步回暖，国内静待拐点

3.1、CXO 要点总结：关注海外及国内结构性变化

需求端结构性在向好：（1）海外需求逐渐向好，以泓博医药（70%+的业务来自海外）为例，23Q2 新签订单环比 Q1 增长 42.10%+；同时，药明康德、药明生物、九洲药业等以海外客户为主的公司近 2-3 个月海外需求逐步向好；（2）国内整体需求未看到拐点，关注临床 CRO&SMO 及仿制药 CRO 的结构性机会：从经营业绩看，药明康德 2Q23 临床 CRO&SMO 业务收入 4.5 亿元，同比增长 29.6%。其中，SMO 收入同比强劲增长 53.9%；仿制药 CRO 百诚医药 23H1 新增订单金额 6.27 亿元，同比增长 56.3%。

供给端逐步在出清：（1）人员：多数公司放缓人员扩充，部分公司（药明康德、博腾股份、药石科技、皓元医药等）人员已经在收缩；（2）资本开支在放缓，部分产能在出清：药明康德 2022 年的资本开支为 90-100 亿元，2023 年预计为 80-90 亿元；同时，药石科技、皓元医药等新兴 CDMO 公司现有产能投放节奏在放缓，药石科技原规划新产能已公告停止投资建设。

地缘政治影响有限，基本可控：（1）从代表公司经营业绩看，地缘政治对产业基本没有影响，合全药业（Q2 剔除新冠商业化项目，同比增长 51.6%），九洲药业（CDMO 业务高基数下，H1 同比增长 25.91%）；（2）药明康德、康龙化成、博腾股份、药石科技等均已经/正在布局海外产能，对冲影响。

1H23 经营情况分化明显，关注结构性机会：（1）横向对比看，大体量的药明康德（以 wuxi chemistry）在 23H1 的业绩上，剔除新冠商业化项目同比增速 36.1%，领跑整个行业；（2）纵向对比看，在海外收入占比高的 CXO 中，早期研发端（R）增速较慢，商业化阶段依然保持在较高的增长；同时，有新分子订单驱动的公司节奏会更好。

图15: CXO 行情复盘疫情和 P 药加速行业逻辑兑现, 之后趋于常态化

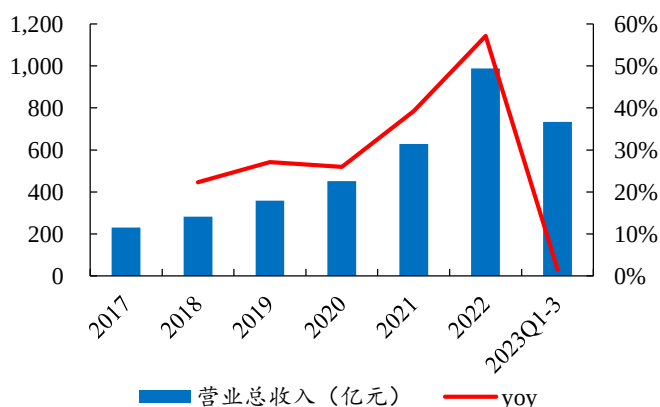


资料来源: Wind、开源证券研究所

3.1.1、CXO: 近年来业绩表现亮眼, 2023Q1-3 受投融资下滑影响增速放缓

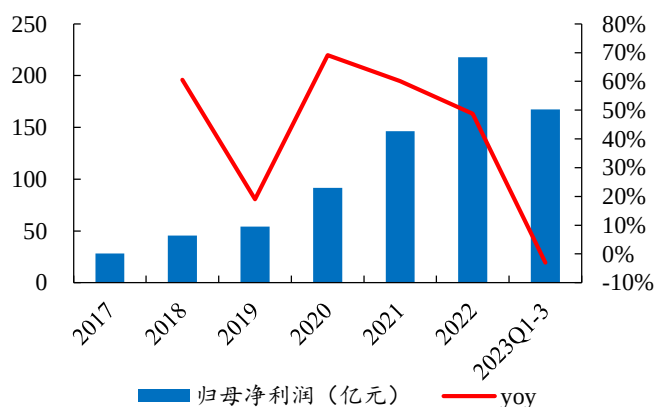
回顾 2017-2023Q3 的经营情况, 医药外包行业业绩表现亮眼: 2022 年 CXO 行业的总营业收入为 987.86 亿元, 同比增长 57.10%, 增速为近几年来最高水平; 归母净利润达 217.81 亿元, 同比增长 48.70%。受国内外医药投融资下滑影响, 2023Q1-3 CXO 行业营收与归母净利润增速放缓, 增速分别回落至 1.5%/-3.0%。

图16: CXO 主要标的整体收入快速增长



数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 选取了药石科技、昭衍新药、凯莱英、美迪西、阳光诺和、百诚医药、药明康德、康龙化成、和元生物、泰格医药、九洲药业、博腾股份、普洛药业、泓博医药、诺思格、普蕊斯 16 家公司的数据

图17: CXO 主要标的的归母净利润整体快速增长

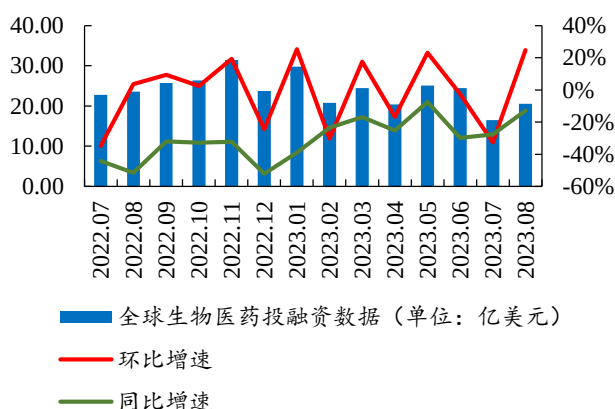


数据来源: Wind、开源证券研究所 注: 选取了药石科技、昭衍新药、凯莱英、美迪西、阳光诺和、百诚医药、药明康德、康龙化成、和元生物、泰格医药、九洲药业、博腾股份、普洛药业、泓博医药、诺思格、普蕊斯 16 家公司的数据

3.1.2、需求端：全球投融资逐渐企稳，国内有所波动

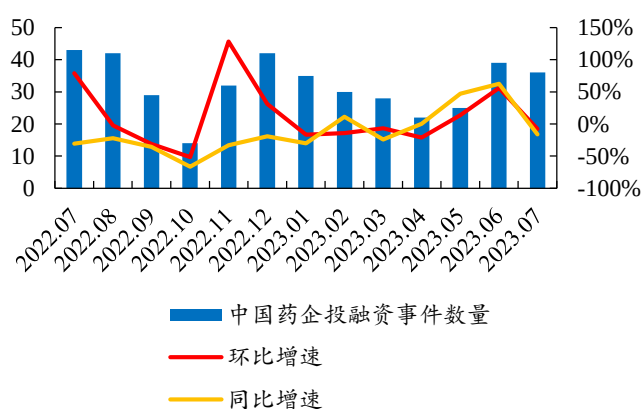
2023 上半年全球投融资总额同比降幅收窄，国内投融资数量同比有所提升。2023 年 8 月，全球生物医药投融资总额为 20.54 亿美元，同比下滑 12.82%，环比增长 24.79%；1-8 月投融资总额为 182.01 亿美元，同比下滑 24.48%；1-7 月各月平均投融资额 22.75 亿美元。整体看，上半年投融资总额同比降幅逐渐收窄，8 月投融资总额环比有较大提升。2023 年 7 月中国药企共发生 36 起投融资事件，同比下滑 16.28%，环比下滑 7.69%；1-7 月共发生 215 起投融资事件，同比下滑 2.27%；1-7 月各月平均投融资数量 36 个，同比与环比均有较大增长，国内投融资环境有所回暖。

图18：2023 上半年全球投融资总额同比降幅收窄



数据来源：动脉橙、开源证券研究所

图19：2023 上半年国内投融资数量有所同比提升

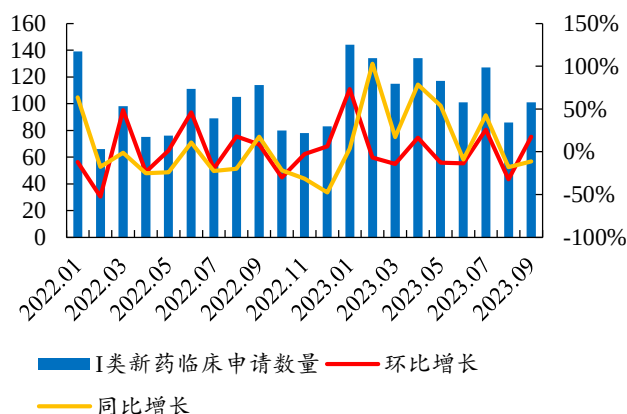


数据来源：医药魔方、开源证券研究所

2023 年 1-9 月国内一类新药 IND 同比增速稳健，仿制药研发热情整体较高。国内一类新药实体 IND 情况：2023 年 9 月，国内一类新药实体 IND 品种数量为 101 个，同比下滑 11.40%，环比增长 17.44%；其中化学药 52 个，同比下滑 11.86%，环比增长 33.33%；生物药 49 个，同比下滑 10.91%，环比增长 4.26%。2023 年 1-9 月累计申报一类新药实体 1059 个品种，同比增长 21.31%；其中化学药 516 个，同比增长 19.72%；生物药 543 个，同比增长 22.85%，国内一类新药 IND 品种同比增速稳健。

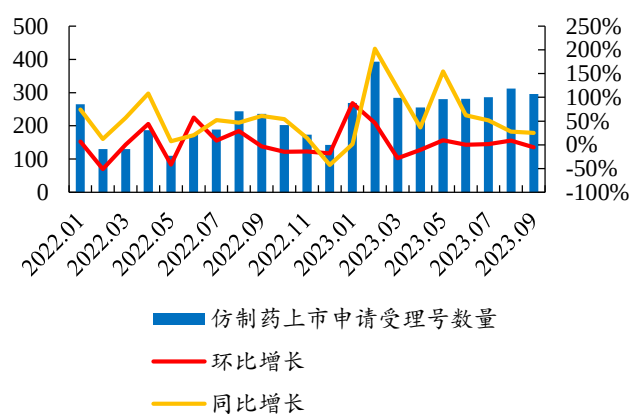
国内 3/4 类仿制药上市申请受理情况：2023 年 9 月仿制药按照化药 3/4 类上市申请的受理号共有 296 个，同比增长 25.40%；2023 年 1-9 月合计上市申请受理号为 2656 个，同比增长 59.62%。仿制药研发热情整体较高。对应到公司上，百诚医药 23H1 新增订单金额 6.27 亿元，同比增长 56.3%。

图20: 2023Q1-3 国内一类新药 IND 同比增速稳健



数据来源: Insight、开源证券研究所

图21: 2023Q1-3 仿制药 NDA 受理数量同比提升较快



数据来源: Insight、开源证券研究所

海外 CXO 受宏观影响显现，需求有回暖迹象。受宏观环境影响，海外 CXO 头部企业业绩增速整体放缓，部分企业利润端同比增速下滑。我们整理了 IQVIA、Lonza 等 6 家头部企业 2023 半年报中的相关数据信息，结果显示各家企业 2023H1 业绩不同程度地受到了行业投融资以及利率上升的影响，下游客户整体支出较谨慎，延迟决策的行为仍存在于各细分市场中；但整体 RFP（request for proposal）活动逐季度改善，大型药企的临床业务需求明显回暖，下半年订单量预计将呈现改善趋势。

表5: 2023H1 海外 CXO 企业业绩增速整体放缓，但整体 RFP 活动逐季度改善，大型药企临床业务需求明显回暖

公司	2023Q1-3 营收 (亿美元)	2023Q1-3 营收 同比变化	公告表述
Charles River	31.16	8.33%	由于（1）当前市场环境下订单增速较慢；（2）DSA 业务高基数影响；（3）NHP 供应受限，预计 2H23 增长仍有压力。公司也在密切关注近期需求趋势，显示生物制药客户的支出整体更加谨慎，在这种环境下，客户将寻找能够提供更高效率和更快上市速度的科学合作伙伴。
Lonza	31 亿瑞郎 (2023H1)	5.60%(2023H1)	由商业化 CDMO 服务持续需求带来的销售增长远远抵消了大流行后的 mRNA 销售、生物技术资金限制导致的早期服务增长放缓以及营养保健品用胶囊需求下降带来的影响。
Medpace	13.87	30.17%	预计 2023 年收入增速为 26.0% - 28.8%；截止 1H23 订单增长 18.6%，至 4.04 亿美金。由肿瘤学、代谢学、心脏病学和其他治疗领域需求增长推动，2023H1 业绩增速稳健。
ICON	39.99(2023H1)	4.22%(2023H1)	行业需求环境整体稳定，客户群体都呈现积极趋势。总体 RFP 活动延续了第一季度经历的连续改善，生物技术部门的 RFP 活动在第二季度末显著回升。我们谨慎乐观地认为，2023 年下半年订单量将呈现改善趋势。
Syneos Health	27.23(2023H1)	0.96%(2023H1)	美联储加息，支付利息大幅提升，增加公司费用端负担。与 2022H2 相比，公司的临床解决方案和商业解决方案部门在 2023H1 拥有更多 RFP。在临床业务中，增加的 RFP 主要是由大型制药公司驱动的，小型与中型公司的 RFP 流量基本保持相对一致。在商业解决方案中，增加的 RFP 流是由大型制药公司和 SMID 公司驱动的。此外，新业务预计将继续受到当前宏观经济环境对全球经济和主要金融市场的广泛影响，包括但不限于利率上升和通货膨胀。
IQVIA	111.16	4.17%	商业客户仍持谨慎态度，支出尚未加速。临床业务具有弹性，并始终符合公司的预期。行业基本面强劲，这反映在公司本季度 27 亿美元的预订量和创新高的 RFP 流量和订单量上。

资料来源: Wind、各公司公告、开源证券研究所

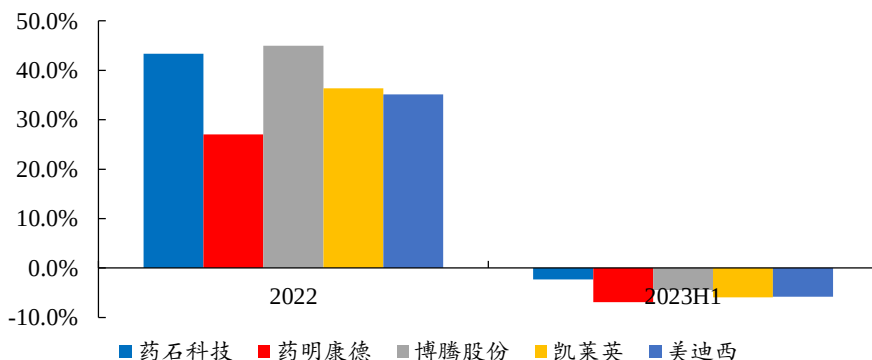
3.1.3、供给端：部分产能在出清，行业长期健康发展可期

(1) 以 CXO 行业各细分领域头部公司药明康德、药石科技、博腾股份、凯莱英、美迪西为例,2022 年底公司人员数量分别达到 44361/2487/5482 人/9719/3298 人,同比增长约 27.1%/43.3%/44.9%/36.4%/35.2%;截至 2023 年 6 月底,公司的人员数量分别为 41296/2429/5237/9145/3106 人,较 2022 年底下滑 6.9%/2.3%/4.5%/5.9%/5.8%,人员开始收缩。

(2) 2023 年 3 月,药明康德子公司药明生基进行业务调整,涉及临港基地约 50 名员工;2023 年 8 月,药石科技综合发展规划、资金状况等因素,终止在南京江北新区生物医药谷 12 亿元的《投资协议》,短期内将通过租赁园区研发楼的形式满足业务发展需求,以更为审慎的态度进行产能扩张。

从这几家代表性企业可以观察到,CXO 行业供给侧产能在出清,淘汰落后、低效的产能,缓和供需矛盾,利于行业长期稳定发展。

图22: 2023H1 多家上市 CXO 企业人员数量均有所下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

表6: CXO 行业供给侧去产能趋势显现

时间	涉及标的	事件
2023.03	药明康德	药明康德子公司药明生基进行业务调整, 涉及临港基地的部分员工 (约 50 人)。
2023.08	药石科技	综合发展规划、资金状况等因素, 药石科技终止在南京江北新区生物医药谷 12 亿元的《投资协议》, 短期内将通过租赁园区研发楼的形式满足业务发展需求。
2023.08	美迪西	发布《关于调整募集资金投资项目拟投入募集资金金额的公告》, 公司募集资金净额 9.85 亿元低于原计划投入募投项目金额 21.76 亿元。

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

建设/收购海外产能, 对冲地缘政治的影响。从代表公司经营业绩看, 地缘政治对产业基本没有影响, 合全药业 (Q2 剔除新冠商业化项目, 同比增长 51.6%), 九洲药业 (CDMO 业务高基数下, 同比增长 25.91%)。自 2017 年起, 药明康德、康龙化成、博腾股份、药石科技等 CDMO 企业均已开始建设或收购海外产能, 一定程度可对冲未来地缘政治对业绩造成的影响。

表7：国内头部 CDMO 企业均已在海外建设或收购产能，一定程度可对冲地缘政治不确定性带来的影响

公司	时间	事件
药明康德	2021.08	药明康德子公司合全药业收购百时美施贵宝瑞士库威（Couvret）制剂生产基地，加速推进海外 CDMO 布局。
	2022.07	药明康德宣布计划在新加坡建立研发和生产基地，并预计在未来十年累计投资 20 亿新元（约合 14.3 亿美元）用于新基地的建设，更好地为全球合作伙伴赋能。
康龙化成	2021.02	公司以 1.2 亿美元收购英国 CGT CDMO 企业 Pharmaron Biologics。
	2022.05	公司收购美国 Noramco 位于美国罗德岛州 Coventry 的原料药生产基地。
药明生物	2018.12	在爱尔兰敦多克市正式开建生物制药生产基地，该基地总计新安装 48000 升流加细胞培养反应器与 6000 升灌流工艺生物反应器，有望成为世界上规模较大的使用一次性生物反应器的生物制药基地之一。
	2020.12	公司与拜耳签署的协议，收购德国伍珀塔尔的原液生产基地
	2022.07	宣布计划未来十年内投资 14 亿美元在新加坡建设一体化 CRDMO 服务中心，拓展生物药发现、开发和大规模原液及制剂生产的能力和规模。
药石科技	2023.03	正式启用美国宾州 West Chester 新研发中心，向全球合作伙伴快速交付临床阶段的 GMP 项目。
	2017.01	拟以不超过 2600 万美元的价格现金收购位于美国新泽西州南普莱恩菲尔德的化学服务公司 J-STAR Research, Inc. 100% 股权。
博腾股份		为进一步拓展全球化运营布局，公司拟在斯洛文尼亚投资 5000 万欧元（折合人民币约 3.5 亿元）建设研发生产基地，专注于临床前到临床阶段直至药品上市全生命周期所需的 GMP 中间体和原料药生产工艺开发、分析方法开发，以及公斤级至百公斤级制备服务；预计 2024 年 9 月投入运营。
	2022.08	

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

3.2、科研服务行业要点总结：关注结构性机会，布局强 α 标的

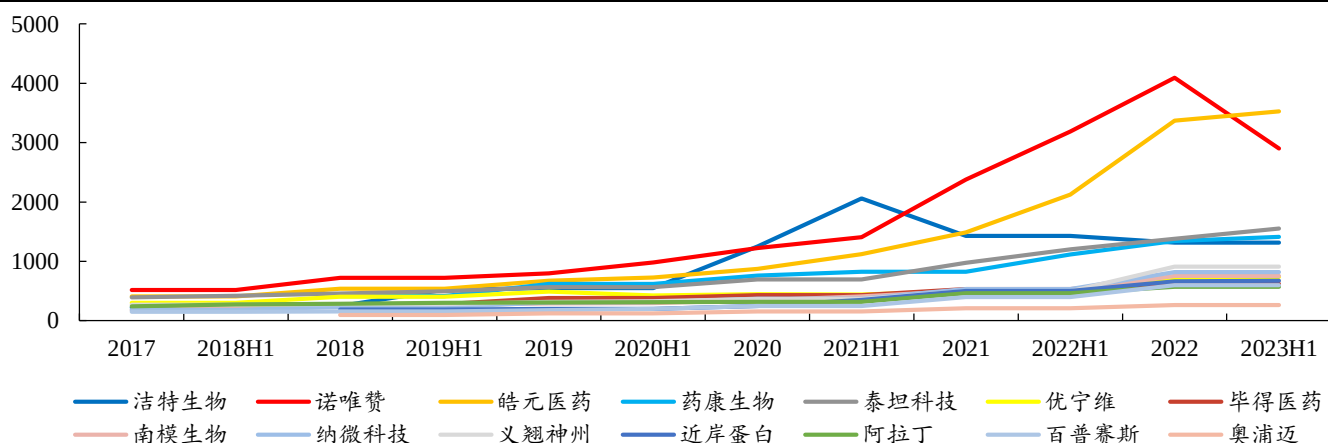
整体上生物医药上游的需求端与 CXO 基本一致：海外增长情况依然比较健康（部分公司同比增速 40% 左右），国内需求未看到拐点出现；另一方面，（1）由于上游公司在海外收入的体量较小，并且仍处于渠道扩充的阶段，我们认为其并不一定能恰当的展现海外整体需求情况；（2）国内需求拆开看，工业端需求比较疲软；科研端需求相对刚性，增长情况相对较好。

供给端快速扩充后，目前正在逐步出清：（1）从经营层面看，上游行业处于发展较为早期的阶段，多数公司在 2021/2022 年上市，上市后多数公司快速补充人员，加大研发并推出股权激励，深度绑定人才。回顾 2022 年及 1Q23，多数公司受新冠疫情及上游需求波动的影响，收入增速有所放缓，同时人员快速扩充/股权激励费用等先行费用导致利润增速不及收入；（2）以皓元医药、诺唯赞等为代表的公司逐步在优化人员，供给端在逐步出清。

从经营节奏看，2H23 科研服务公司人效有望逐步提升，利润弹性逐步释放：（1）从人效提升的角度看，提前招聘的人员预计在 3-6 个月（销售）/1 年左右（研发）会陆续贡献产值，可以预见的是自 1H23 上游标的的人效将逐渐显现，并有望在 2H23 带来较大业绩弹性；（2）科研服务公司，多为细分赛道的一些优质公司，国产替代、政策鼓励及拓展海外市场，成长路径清晰，逻辑未发生变化，但估值在医药板块里也较高。

科研服务公司多为细分赛道的一些优质公司，国产替代、政策鼓励及拓展海外市场，成长路径清晰顺应业务快速发展的需求，上市后快速补充人员，但新招聘人员人效上有一定的爬坡周期，导致短期收入和利润增速不匹配。

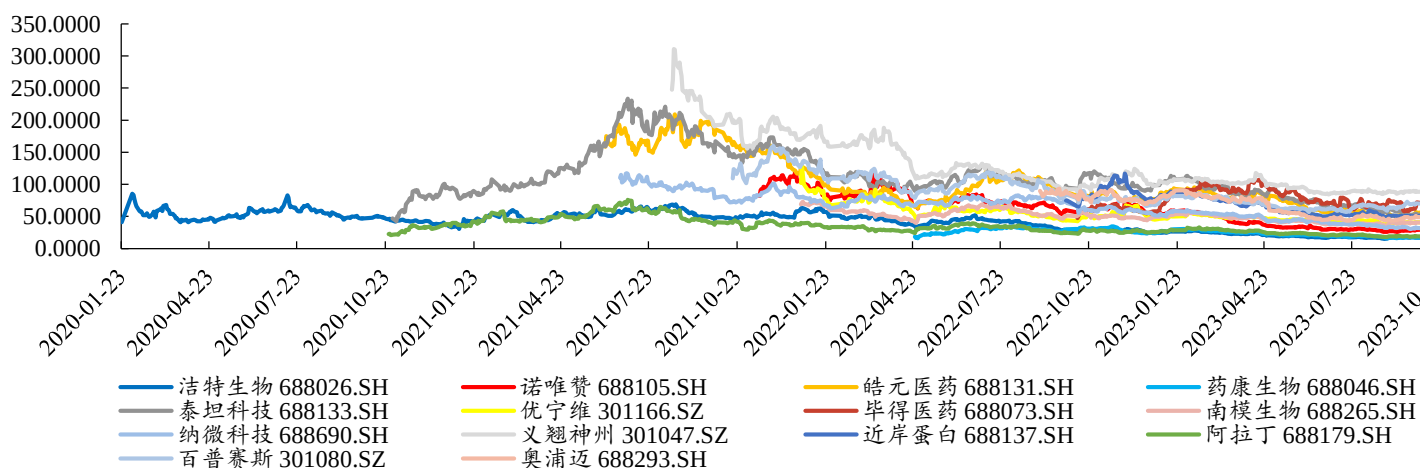
图23：2021/2022 上游公司快速补充人员（人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

回顾科研服务的表现，自 2021 年 7 月开始板块股价整体开始回调，多数公司回调超 50%，近半年多数公司股价处于底部震荡阶段。

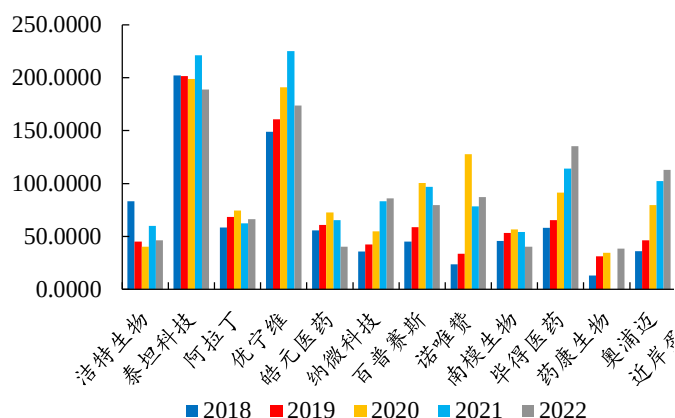
图24：2021/2022 上游公司快速补充人员（人）



数据来源：Wind、开源证券研究所

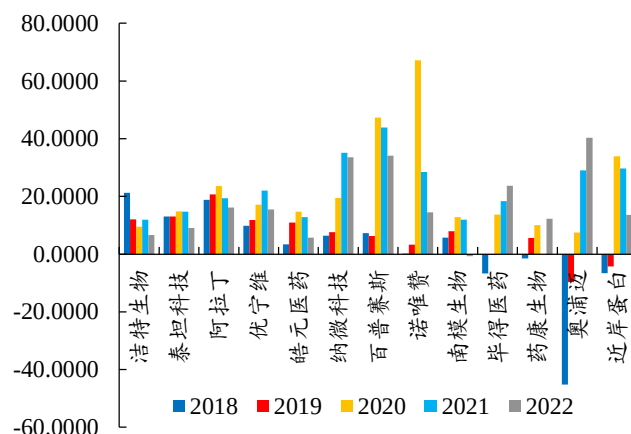
回顾科研服务上游的发展情况，2017-2021 年人均创收和人均创利基本都处于稳步向上增长，2022 年多数公司的人效有一定波动。考虑业务的性质，多数上游标的人效正处于爬坡阶段，预计 2H23 相关标的的收入增速将与利润增速趋于匹配，利润端弹性逐渐显现。

图25：上游公司人均创收优宁维整体较高（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：上游公司人均创利百普赛斯整体较高（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、关注在手订单充沛，海外业务占比高的标的

CXO 推荐标的及思路：当前阶段享受海外逐步恢复，静待国内见底回升，关注结构性机会：药明康德（估值便宜+业绩确定性高）、诺思格（大赛道中的小公司，成长性好）、普蕊斯（高成长的稀缺性标的）、泓博医药（海外收入占比高，受益率先恢复）、阳光诺和（仿制药 CRO 行业依然向好）。

科研服务推荐标的及思路：重点推荐海外收入占比高，在行业承压下，公司积极进取或依然有 α 属性的标的：奥浦迈（兼具 α 属性的中国生物药强 β 标的，即将迎来加速发展期）；毕得医药（积极进取的上游标的，行业需求承压下彰显公司 α ）；百普赛斯（海外收入占比高，2H23 看利润逐步弹性增长）。

表8：受益标的的盈利预测与估值

	公司代码	公司名称	评级	收盘价(元)		EPS			PE		
				2023/12/04	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
CXO	603259.SH	药明康德	买入	25.63	1.35	1.69	2.07	19.0	15.2	12.4	
	603259.SH	九洲药业	买入	66.90	1.85	2.39	3.07	36.2	28.0	21.8	
	603259.SH	诺思格	买入	67.45	2.13	2.88	3.8	31.7	23.4	17.8	
	301257.SZ	普蕊斯	买入	37.24	0.76	0.98	1.27	49.0	38.0	29.3	
	301257.SZ	泓博医药	买入	66.00	2.12	3.08	4.45	31.1	21.4	14.8	
	301257.SZ	阳光诺和	买入	58.03	0.76	1.07	1.5	76.4	54.2	38.7	
科研服务	301257.SZ	奥浦迈	买入	58.75	2.03	2.69	3.66	28.9	21.8	16.1	
	301257.SZ	毕得医药	买入	62.30	1.71	2.15	2.82	36.4	29.0	22.1	
	301257.SZ	百普赛斯	买入	53.25	2.05	2.86	3.89	26.0	18.6	13.7	
	301257.SZ	皓元医药	买入	67.57	0.94	1.18	1.7	71.9	57.3	39.7	
	301393.SZ	昊帆生物	买入	25.63	1.35	1.69	2.07	19.0	15.2	12.4	

数据来源：wind、开源证券研究所 注：上述标的盈利预测均来自开源证券研究所，收盘日期为 2023 年 12 月 4 日

4、零售药店：龙头引领行业发展，创新服务助力差异化竞争

争

4.1、看好龙头加速扩张，行业集中度提升趋势下零售药店的成长潜力

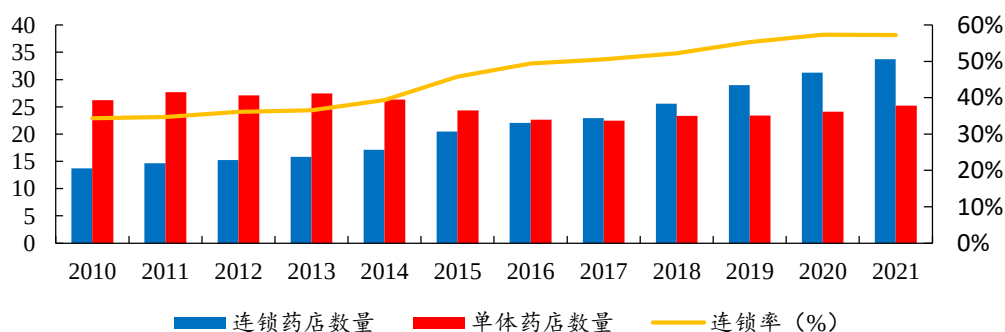
集中度有较大提升空间。对比美国 CR3 80%和日本 CR10 70%，我国 CR10 仅为 22%。据商务部发布的《2021 年药品流通行业运行统计分析报告》，截至 2021 年底，零售药店连锁化率为 57.2%，行业集中度仍有较大提升空间。

药店连锁率持续提高：（1）政府监管趋严、带量采购情况下，中小药店议价能力弱，竞争加剧，单店增速甚至为负。（2）连锁龙头企业具有资金实力强、精细化管理和议价能力强的优势，在执业药师、资金、供应链资源方面领先于中小药店。

长期来看，中小药店生存环境受到挤压：（1）带量采购品种采购难度大；（2）生产的高毛利产品种类越来越少；（3）税收、药监管理越来越规范；（4）统筹资质难以获取。

“十四五”规划促进行业集中度提升，提出到 2025 年，培育形成 5-10 家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业；药品零售连锁率接近 70%，药店龙头强者恒强。

图27：我国药店连锁化率逐年提升（单位：万家）



数据来源：国家药监局、开源证券研究所

新开店有望后续贡献业绩，我们看好零售药店业绩稳健增长。2023Q1 起各大药房开店速度整体提升，新店滚动式开业为公司未来业绩的增长带来新的客流量和新的现金流，并且通过成熟门店稳定业绩的贡献支撑新开门店的不断拓展，形成良性的业务循环，门店规模持续扩大，规模化效应加强，进而带动业绩快速增长。

表9：老百姓、大参林、益丰药房、一心堂步入“万店”阶段，漱玉平民、健之佳规模稳步扩大

2023 年前三季度	老百姓	大参林	益丰药房	一心堂	漱玉平民	健之佳
总门店数	13,065	12,993	12,350	10,008	6,778	4,711
直营门店数	8,945	9,305	9,562	10,008	4,015	-
加盟门店数	4,120	3,688	2,788	-	2,783	-
净新增门店数	2,524	2,948	2,131	802	690	656
其中：						
新增直营门店数	1,479	1,446	1,414	净增 802	691	664
新开	1,479	1,019	1,046	净增 802	284	603
并购		427	368		407	61
新增加盟店	1,230	1,681	826	-	-	-
关闭门店数	183	179	109	-	1	8

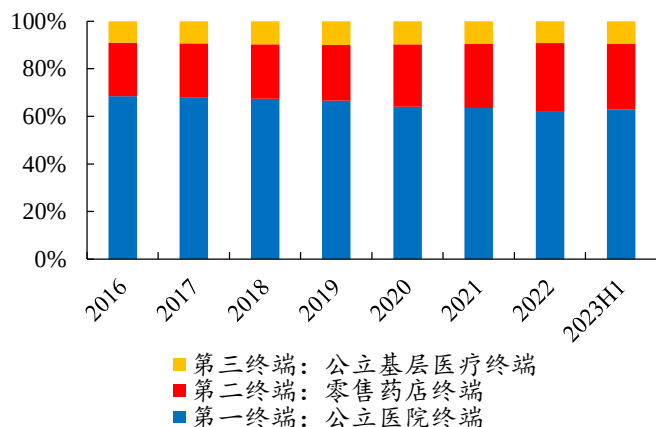
数据来源：开源证券研究所数据来源：各公司公告、开源证券研究所

4.2、看好处方外流趋势下，专业服务能力强的零售药店

零售药店终端市场份额增长，印证处方外流趋势：集采下药品价格下降成为行业趋势，可能导致部分外资原研药退出医院市场，扩大医药零售销售规模。从市场份额上看，零售终端是药品市场第二大销售终端，规模持续上升，第一终端占比不断下降，印证处方外流趋势。

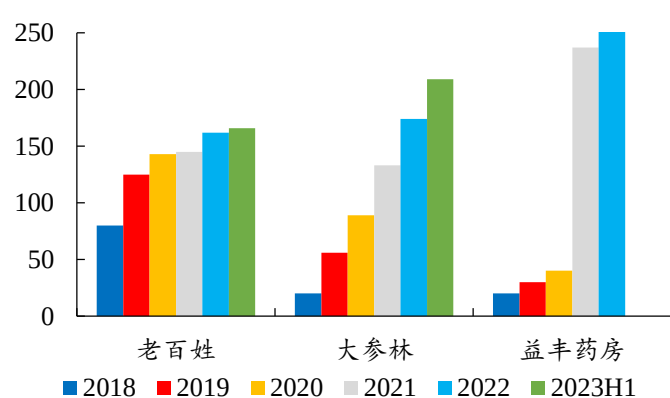
政策持续推动处方外流。未来处方药及慢病品类占比有望提升，专业服务成为核心竞争力。龙头连锁药店在供应链、价格、品种、厂家资源支持、专业服务能力等方面领先中小药店；长期来看，随着处方外流规模扩大，客流量回升，龙头药店将因此受益。

图28：零售药店终端药品销售额占比呈现上升趋势



数据来源：米内网、开源证券研究所

图29：零售药店积极推进 DTP 药房建设



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表10：零售药店积极布局“双通道”统筹资质药房

	2021	2022	2023H1
老百姓	149	227	262
大参林	-	457	554
益丰药房	130	197	-
一心堂	-	221	-
健之佳	17	124	129

数据来源：各公司官网、开源证券研究所

4.3、看好多元化经营下零售药店客流、客单提升带来的业绩增长

客流方面：随着居民消费能力逐渐恢复，门店客流将逐步提高，各大药房通过便利店、药妆店等新业务模式吸引新客群，客流有望进一步提升。尽管互联网医药电商的发展可能带来竞争加剧，但在政策严格监管的背景下，我们认为药店客流整体呈提升趋势。

客单价方面：各大药房在疫情下调整商品品类、销售模式等，提升中药、药妆等毛利率较高的品种销售，发展便利店、药妆店等新业务模式初见成效，并且随着各大药房大力布局慢病管理服务，慢病药品销售的提升也将带动客单价提升。我们认为在药店积极优化产品结构，探索销售模式的背景下，客单价有望提升。

表11：看好多元化经营下零售药店客流、客单提升

客流	客单
随着经济社会全面恢复常态化运行，促消费政策也在持续显效，居民消费恢复态势向好，企业可通过促销活动吸引客流；	中药、药妆等毛利率较高的品种提升客单价。
便利店、药妆店等新店型吸引新客群；	随着药店大力发展慢病服务，
通过服务提升客户黏性，提升复购率；	加大慢病统筹门店布局，慢病
布局院边店、DTP 门店、门特门慢统筹门店，“双通道”定点机构	药品销售占比提升将提升客单
逐步对接医院，政策推动处方外流加速，客流有望提升等。	价。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

表12：2023 年前三季度健之佳在多元化经营下实现较快营收增长

客流	客单
随着经济社会全面恢复常态化运行，促消费政策也在持续显效，居民消费恢复态势向好，企业可通过促销活动吸引客流；	中药、药妆等毛利率较高的品种提升客单价。
便利店、药妆店等新店型吸引新客群；	随着药店大力发展慢病服务，加大慢病统筹门
通过服务提升客户黏性，提升复购率；	店布局，慢病药品销售占比提升将提升客单
布局院边店、DTP 门店、门特门慢统筹门店，“双通道”定点机构逐步对接医院，政策推动处方外流	价。
加速，客流有望提升等。	

资料来源：健之佳公司公告、开源证券研究所

表13：受益标的的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS			PE		
			2023/12/04	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
603939.SH	益丰药房	买入	37.99	1.5	1.81	2.18	25.4	21.1	17.4	
603883.SH	老百姓	买入	30.16	1.58	1.9	2.28	19.1	15.9	13.2	
605266.SH	健之佳	买入	60.39	3.12	3.92	5.01	19.3	15.4	12.1	
002727.SZ	一心堂	未评级	25.02	1.85	2.17	2.53	13.6	11.5	9.9	
603233.SH	大参林	未评级	25.96	1.16	1.46	1.79	22.5	17.8	14.5	
301017.SZ	漱玉平民	未评级	22.12	0.68	0.89	1.18	32.8	24.7	18.8	

数据来源：开源证券研究所数据来源：Wind、开源证券研究所（除益丰药房、老百姓、健之佳外，其他公司的盈利预测来自 Wind 一致预期，收盘日为 2023 年 12 月 4 日）

5、医疗器械：医疗合规化稳步推进，部分公司短期业绩承压，关注低值耗材反转机会

5.1、医疗器械板块 2023 年前三季度表现稳健

医疗设备：2023 年前三季度医疗设备板块营收 254.0 亿，同比下降 42.8%，归母净利润 48.7 亿元，同比降低 63.6%，毛利率 60.7%，净利率 19.0%，医疗设备板块持续受益于新基建、海外营收提速、国产替代政策，医疗设备厂商走出独立行情，随高端产品结构逐步优化盈利能力持续增强，叠加贴息政策医疗设备赛道业绩成长确定性较强。

医疗耗材：2023 前三季度医疗耗材板块营收 454.2 亿，同比小幅下降 3.0%，归母净利润 69.6 亿元，同比下降 18.4%，毛利率 44.0%，净利率 15.8%，医疗耗材阶段性成长受阻，但全年不改增长态势。高值耗材：2023 前三季度整体表现较佳，耗材集采政策合理化、全面化、差异化执行有望进一步缓解医保控费压力，疫后诊疗恢复+集采放量+渗透率提升+国产替代将四轮驱动高耗全年收入恢复性增长，有创新性、竞争格局佳的赛道玩家投资价值凸显，同时投资者对国内市场集采态度一扫悲观，但出海依旧道阻且长；低值耗材：2023 前三季度表现欠佳，其中凭借性价比和供应链优势出海的企业受到海外客户去库存周期影响，订单节奏不及预期，收入利润双降，预计此影响或将在 2023 年下半年出清，此外，由于新冠需求脉冲式上升导致国内部分相关低耗产能快速扩张，但当前外需不振，致使产能爬坡不及预期，随着国内诊疗恢复内需或成板块修复主动力，国内企业正通过品类扩增+客户拓展+产品升级力挽狂澜，低耗板块 2023 年下半年成长性依旧可期。

体外诊断：2023 前三季度体外诊断板块营收 816.1 亿，同比增加 13.1%，归母净利润 180.7 亿元，同比增长 16.3%，毛利率 52.7%，净利率 22.2%。新冠高基数将逐步出清，常规业务实力浮出水面，2023 年预计将是集采大年，重点关注 IVD 细分格局较佳赛道龙头。

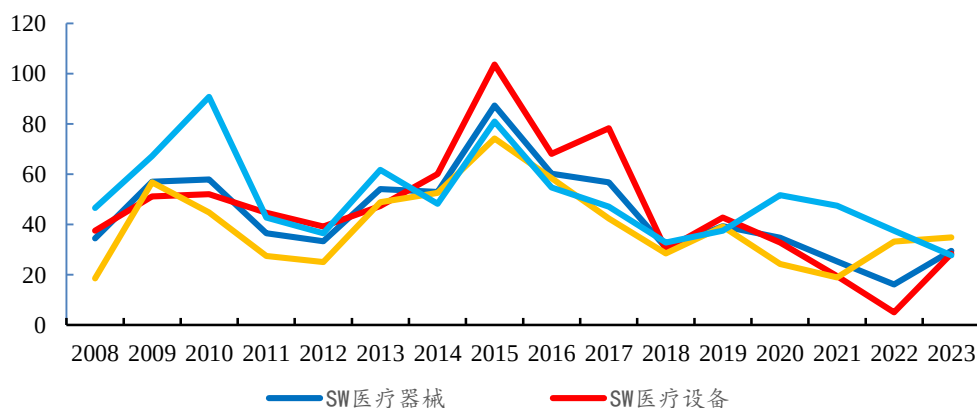
表14：医疗器械板块 2023 年前三季度业绩表现稳健

	SW 医疗器械	SW 医疗设备	SW 医疗耗材	SW 体外诊断
营收 2023 前三季度	1524.4	254.0	454.2	816.1
yoy	-6.7%	-42.8%	-3.0%	13.1%
归母 2023 前三季度	299.1	48.7	69.6	180.7
yoy	-19.6%	-63.6%	-18.4%	16.3%
扣非归母 2023 前三季度	272.6	43.2	61.9	167.4
yoy	-20.2%	-60.7%	-13.2%	6.1%
毛利率	51.4%	60.7%	44.0%	52.7%
净利率	19.8%	19.0%	15.8%	22.2%

资料来源：开源证券研究所数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、医疗器械：医疗器械板块处于历史最地位，低估值 IVD 和设备企业机会显现

医疗器械板块估值：板块整体跌至历史最低值，2023 年以来处于平稳回升状态，随着集采过半，未来趋向温和化，板块估值修复可期。

图30：医疗器械板块估值处于历史低位


资料来源：开源证券研究所数据来源：Wind、开源证券研究所、开源证券研究所

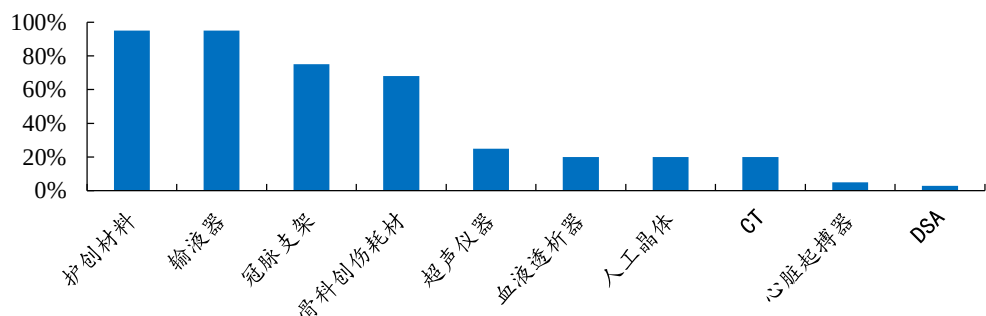
5.3、技术迭代持续进行，看好国产高端医疗器械市场进口替代

医疗器械行业集中度低、国产化率不足是行业现状。我国医疗器械企业呈现数量多、产业分散、整体规模较小、行业集中度低的特点，具备较大的成长空间。此外，我国医疗器械各细分领域进口替代程度不一。国内医疗器械市场中，部分高端医疗器械领域目前仍依赖国外进口，国产替代空间可观。随着国内技术的不断发展与政策推动，医学影像设备、高值耗材等高端医疗器械行业正逐步进入国产替代的黄金期。

技术密集型高端创新医疗器械品种仍存在较大发展空间。国产医疗器械产品主要集中在中低端设备和耗材领域，部分高端产品基本处于空白状态，如人工心脏、心脏辅助装置、质子加速器等；国产化率较低的品类，如手术机器人、化学发光诊断、OK 镜、人工晶体、基因测序仪、高端影像类，如 DSA、64 排以上 CT、1.5T

以上核磁、血液透析器等，存在较大的发展空间。近年，国内器械厂家研发投入加大，未来高端创新领域器械品类进口替代有望加速。

图31：技术密集型高端医疗器械品种国产化率低



数据来源：朗视仪器招股书、开源证券研究所

5.4、大型医用设备配置许可政策宽松化，高端影像设备、手术机器人等有望受益

2023 大型医用设备配置许可管理目录调整超预期。目录的调整将进一步满足临床需求，优化医疗卫生资源布局，促进优质医疗资源扩容下沉，激发生产企业创新活力，不断促进医学装备产业升级，更好地满足人民群众就医需求。受益于配置许可管理目录调整，国产大型医学影像设备生产厂家及上游厂家有望显著受益。手术机器人行业亦有望受益于配置政策宽松化。

表15：大型医用设备配置证许可管理进一步放松

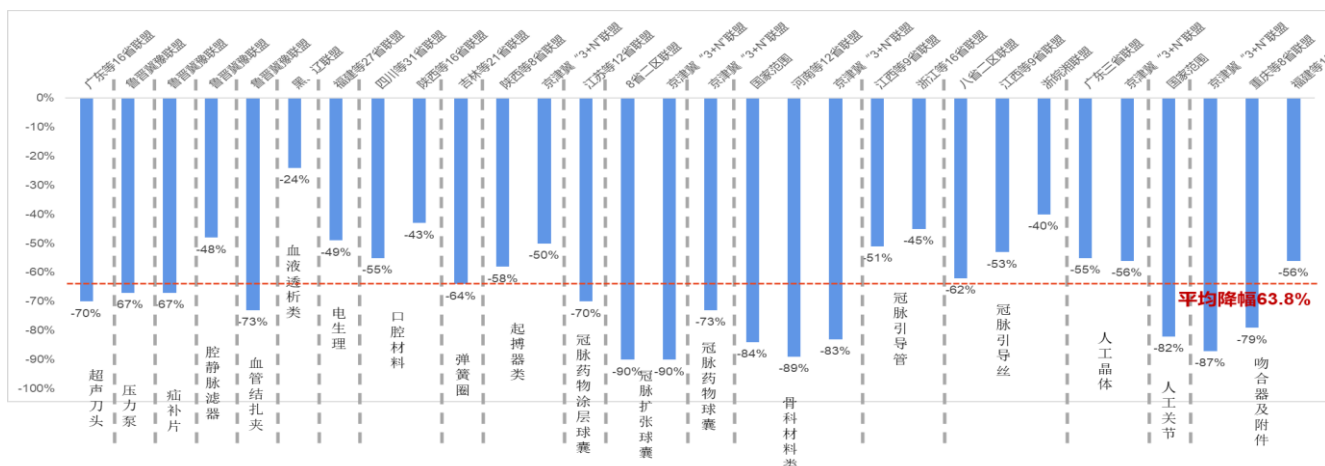
类别	2018 年大型医用设备配置许可管理目录	2023 年大型医用设备配置许可管理目录
甲类（国家卫生健康委负责配置管理）	1.重离子放射治疗系统	1. 重离子质子放射治疗系统
	2.质子放射治疗系统	2. 高端放射治疗类设备[包括磁共振引导放射治疗系统、X 射线立体定向放射外科治疗系统（含 Cyberknife）]
	3.正电子发射型磁共振成像系统（英文简称 PET/MR）	3. 首次配置的单台（套）价格在 5000 万元人民币及以上的大型医疗器械
	4.高端放射治疗设备。指集合了多模态影像、人工智能、复杂动态调强、高精度大剂量率等精确放疗技术的放射治疗设备，且前包括 X 线立体定向放射治疗系统英文简称 Cyberknife）、螺旋断层放射治疗系统（英文简称 Tmo）HD 和 HDA 两个型号、Edge 和 Versa HD 等型号直线加速器	
	5.首次配置的单台（套）价格在 3000 万元人民币（或 400 万美元）及以上的大型医疗器械。	
乙类（省级卫生健康委负责配置管理）	1.X 线正电子发射断层扫描仪（英文简称 PET/CT，含 PET）	1. 正电子发射型磁共振成像系统（英文简称 PET/MR）
	2.内窥镜手术器械控制系统（手术机器人）	2. X 线正电子发射断层扫描仪（英文简称 PET/CT）
	3.64 排及以上 X 线计算机断层扫描仪（64 排及以上 CT）	3. 腹腔内窥镜手术系统
	4.1.5T 及以上磁共振成像系统（1.5T 及以上 MR）	4. 常规放射治疗类设备（包括医用直线加速器、螺旋断层放射治疗系统、伽玛射线立体定向放射治疗系统）
	5.直线加速器（含 X 刀，不包括列入甲类管理目录的放射治疗设备）	5. 首次配置的单台（套）价格在 3000—5000 万元人民币的大型医疗器械
	6.伽玛射线立体定向放射治疗系统（包括用于头部、体部和全身）	
	7.首次配置的单台（套）价格在 1000-3000 万元人民币的大型医疗器械。	

资料来源：国家卫生健康委、开源证券研究所

5.5、耗材集采处于中后期，降价温和或大势所趋

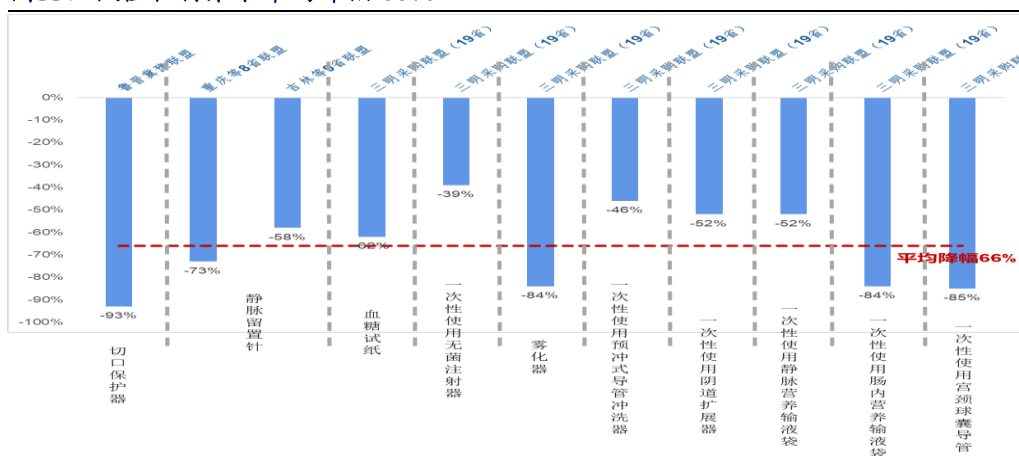
耗材集采品种：市场规模大、支付压力大、国产品牌有突围能力、临床使用较成熟品种。在 2021-2022 年间，共有 30 轮国家和省际联盟级别的高值医用耗材带量采购，平均降幅为 63.8%。而低值医疗耗材尚未有国家层面的带量采购，共有 11 轮省际联盟级别带量采购，平均降幅为 66%。**集采规则：逐渐成熟—平衡—国产替代—全面—格局化。**

图32：高值耗材集采平均降幅 63.8%



资料来源：米内网、开源证券研究所

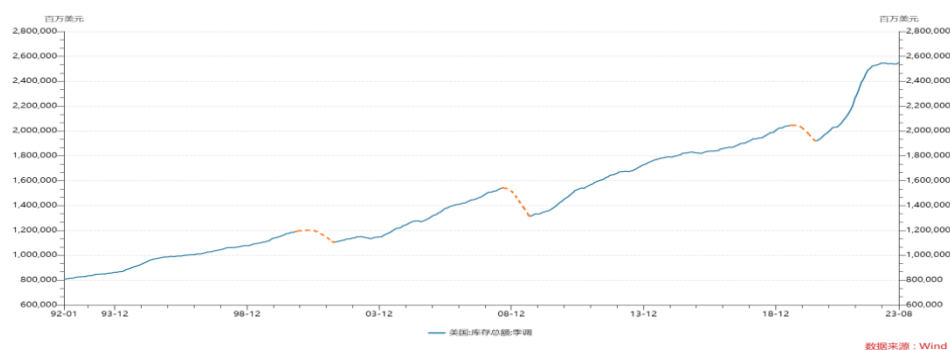
图33：低值耗材集采平均降幅 66%



资料来源：米内网、开源证券研究所

5.6、低值耗材出口端受海外库存周期影响，或在 2023 年下半年好转

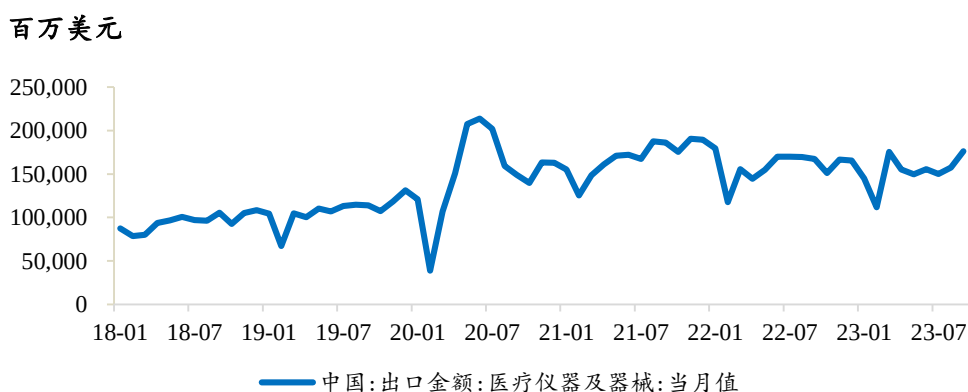
国内低值耗医用耗材出口企业，在疫情期间抓住历史机遇，不断实现拓客扩品，产能快速扩张，但海外经济相对疲软，当前正处于去库存周期，不同海外客户去库存节奏存在时间差异，我们预计 2023 年下半年部分公司已迎来业绩反转，产能爬升节奏将加快，下半年布局价值将会凸显。

图34：低值耗材 2023 年下半年已迎来好转


数据来源：wind、开源证券研究所

5.7、我国医疗器械出口 2023Q3 末有所回暖

海关医疗器械出口数据当前已回暖，2023 年 9 月出口数据已达全年新高，海外相关需求或已恢复，国内医疗器械出口有望持续提升，其中作为医疗器械出口重要组成的低值耗材有望给相关公司带来新的快速业绩成长性。

图35：我国医疗器械出口 2023 年年初以来震荡下行，Q3 末有所回暖


数据来源：wind、开源证券研究所

表16：MAH 制度推动国内医药外包行业快速崛起

	公司代码	公司名称	评级	收盘价(元)		EPS			PE		
				2023/12/04	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
稳健组合	300760.SZ	迈瑞医疗	买入	293.05	9.59	11.56	13.91	30.6	25.4	21.1	
	688271.SH	联影医疗	未评级	145.74	2.41	3.01	3.72	60.6	48.4	39.2	
	688114.SH	华大智造	未评级	97.78	0.01	0.42	0.96	16029.5	234.8	102.4	
	688139.SH	海尔生物	买入	41.08	1.80	2.28	2.85	23.1	18.1	14.4	
	688212.SH	澳华内镜	买入	67.00	0.62	0.98	1.51	107.8	68.4	44.3	
	688677.SH	海泰新光	买入	58.51	1.50	2.07	2.70	39.1	28.2	21.7	
	300633.SZ	开立医疗	买入	51.89	1.14	1.47	1.90	45.5	35.2	27.3	
	603658.SH	安图生物	未评级	52.84	2.21	2.71	3.34	24.0	19.5	15.8	
	300832.SZ	新产业	未评级	71.10	2.10	2.70	3.46	33.9	26.4	20.6	
弹性组合	688575.SH	亚辉龙	未评级	24.38	0.68	0.90	1.19	36.2	27.2	20.5	
	002007.SZ	华兰股份	买入	23.95	0.79	0.93	1.09	30.4	25.7	22.0	
	301087.SZ	可孚医疗	买入	38.00	2.01	2.59	3.20	18.9	14.7	11.9	
	688410.SH	山外山	未评级	27.60	0.99	1.04	1.29	27.8	26.6	21.4	
	688426.SH	康为世纪	买入	30.26	0.44	1.66	3.28	69.3	18.3	9.2	
	301122.SZ	采纳股份	买入	37.42	1.24	1.64	2.24	31.4	22.8	16.7	
	300151.SZ	昌红科技	买入	19.58	0.20	0.47	0.66	103.3	41.8	29.7	
	688314.SH	戴维医疗	买入	15.06	0.67	0.93	1.27	22.6	16.2	11.9	

数据来源：开源证券研究所数据来源：Wind、开源证券研究所（除迈瑞医疗、海尔生物、康为世纪、澳华内镜、海泰新光、开立医疗、采纳股份、昌红科技、华兰股份、可孚医疗、戴维医疗，其余均来自 Wind 一致预期。更新日期 2023 年 12 月 4 日）

6、疫苗&血制品：技术迭代推动疫苗行业进入创新发展期，

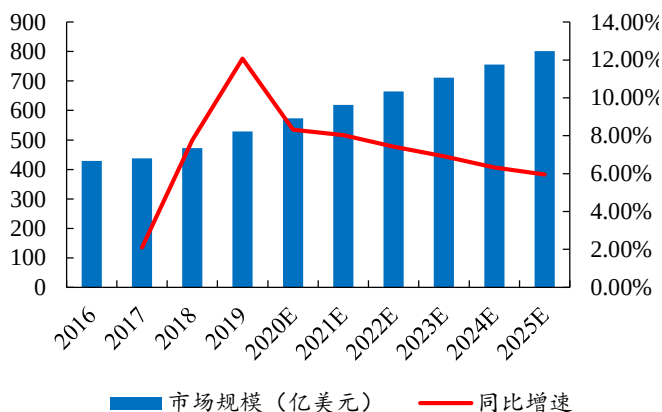
集中度持续提高

6.1.1、全球/中国疫苗市场规模快速增长

全球疫苗行业市场规模：根据康希诺招股说明书披露数据，2019 年全球疫苗行业市场规模为 529 亿美元左右，同比增长 12.08%。在不考虑新冠疫苗的情况下，预期 2025 年全球疫苗市场规模将达到 801 亿美元。预计 2019-2025 年的复合增长率为 7.16%。主要由于疫苗渗透率的提高、人们接种意识的提高以及创新疫苗的供给。

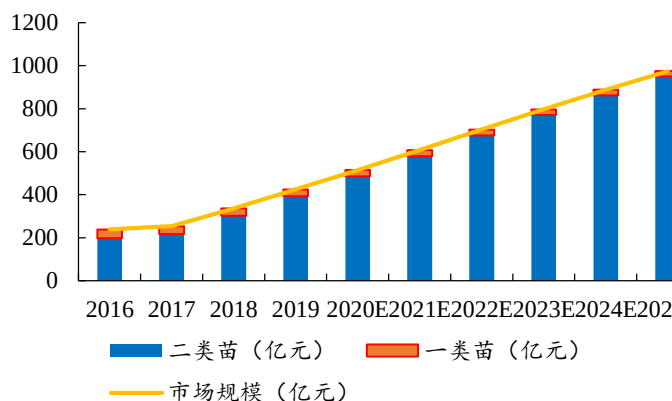
中国疫苗行业市场规模：2019 年中国疫苗行业市场规模约为 425 亿元，从 2014 年以来国内疫苗发展情况看，2016 年受到山东疫苗事件的影响，疫苗行业的市场规模出现下滑。2017-2020 年随着国内多个重磅疫苗产品的上市，例如 HPV 疫苗、13 价肺炎疫苗、五联苗、带状疱疹疫苗等，实现了市场规模的快速增长。从 2017 年的 254 亿元增长至 2020 年的 515 亿元左右，年均复合增长率达到 26.5%。

图36：全球疫苗行业市场规模持续增长



数据来源：康希诺生物招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

图37：中国疫苗行业市场规模持续增长



数据来源：康希诺生物招股说明书、灼识咨询、开源证券研究所

6.1.2、新品种带来新机遇

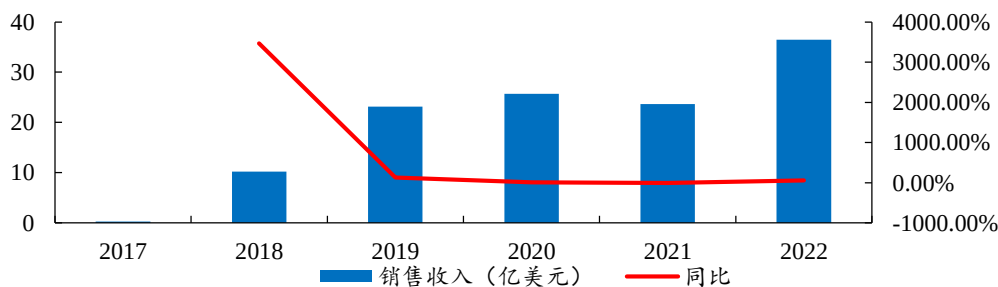
从全球重磅疫苗的销售额看，重磅品种具有很大的市场潜力，例如2017年获批上市的葛兰素史克的带状疱疹疫苗，2022年依然取得54.16%的增长。当前在研的诺如疫苗、RSV疫苗等适应人群大，若后续成功上市，也具有很大的市场潜力。

表17：国内带状疱疹疫苗研发快速进展

英文商品名	通用名	所属公司	2022年销售额 (亿美元)	同比增长
Gardasil 4&9	人乳头瘤病毒疫苗	默沙东	68.97	21.58%
Prevnar13	13价肺炎疫苗	辉瑞	63.37	20.20%
Shingrix	重组带状疱疹疫苗	葛兰素史克	36.46	54.16%
Proquad	麻腮风-水痘联合疫苗	默沙东	22.41	4.96%
Bexsero	B型脑膜炎疫苗	葛兰素史克	9.28	3.91%
FluLaval	四价流感疫苗	葛兰素史克	8.80	-5.68%

资料来源：insight 数据库、开源证券研究所

图38：重组带状疱疹疫苗 Shingrix 销售收入快速增长



数据来源：insight 数据库、开源证券研究所

2019 年 5 月，葛兰素史克（GSK）的重组带状疱疹疫苗在国内获批上市。2023 年 10 月智飞生物与 GSK 签署独家经销和联合推广协议，GSK 将向智飞生物独家供应重组带状疱疹疫苗，并许可智飞生物根据约定在合作区域内营销、推广并进口相关产品。2023 年 1 月，国产首个带状疱疹疫苗，百克生物的带状疱疹减毒活疫苗获批上市。同时国内还有相关企业处于临床阶段。

表18：国内带状疱疹疫苗研发快速进展

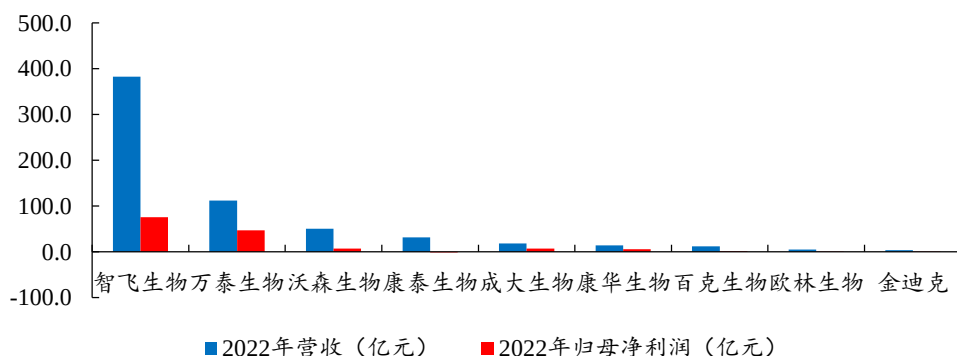
企业名称	疫苗名称	临床进度
葛兰素史克	重组带状疱疹疫苗(CHO 细胞)	已上市
百克生物	带状疱疹减毒活疫苗	已上市
绿竹生物	重组带状疱疹疫苗(CHO 细胞)	III 期临床
迈科康生物	重组带状疱疹疫苗(CHO 细胞)	II 期临床
江苏中慧元通、怡道生物	重组带状疱疹疫苗(CHO 细胞)	II 期临床
葛兰素史克	重组带状疱疹疫苗(CHO 细胞)	已上市
百克生物	带状疱疹减毒活疫苗	已上市

资料来源：insight 数据库、开源证券研究所

6.1.3、国内疫苗行业集中度高

国内疫苗行业集中度高：根据各家国内上市疫苗企业 2022 年的营收和归母净利润数据可以了解到，疫苗行业集中度较高，智飞生物通过代理和自研疫苗双轮驱动的模式，成为国内疫苗行业的龙头企业。

图39：2022 年疫苗行业集中度高



数据来源：wind、开源证券研究所

6.1.4、行业估值处于历史底部，可重点关注行业龙头和创新疫苗企业

我们看好 2 类疫苗企业，一类为渠道能力强，能够持续与海外大型疫苗企业达成战略合作的企业，受益标的有智飞生物；另一类为创新能力强，有潜在大品种的疫苗企业，受益标的有百克生物、欧林生物等。

表19：受益标的的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2023/12/04	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
300122.SZ	智飞生物	未评级	63.07	3.87	4.93	5.84	16.3	12.8	10.8
603392.SH	万泰生物	未评级	47.95	3.03	3.47	4.73	15.8	13.8	10.1
688319.SH	欧林生物	未评级	19.40	0.15	0.28	0.48	129.3	69.3	40.4
300142.SZ	沃森生物	未评级	24.31	0.57	0.67	0.77	42.7	36.3	31.6
300841.SZ	康华生物	未评级	75.10	4.64	5.77	6.84	16.2	13.0	11.0
688276.SH	百克生物	未评级	58.59	1.09	1.67	2.25	53.8	35.1	26.0

数据来源：开源证券研究所数据来源：Wind、开源证券研究所（盈利预测来自 Wind 一直预期，收盘日期为 2023 年 12 月 4 日）

6.2、血制品企业头部效应明显，国内企业并购整合速度加快

目前血液制品行业是存量竞争的局面。2001 年后国家不再新批血液制品生产企业，且所有血液制品企业必须通过 GMP 认证，进一步淘汰生产能力不达标的小企业，存量仅有 31 家血液制品企业，并通过近几年的并购重组，血液制品的生产主要掌握在 18 家企业手中，呈寡头竞争局面，前 5 家企业采浆量占整个市场的 60%。

资源会不断向头部集中，马太效应明显。政策规定，有资格申请设置新的单采血浆站的企业，其血液制品生产单位注册的血液制品不得少于 6 个品种，且同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和人凝血因子类制品，按照该规定，目前具有新设单采血浆站资质的企业仅有 9 家：华兰生物、天坛生物、博雅生物、上海莱士、卫光生物、泰邦生物、绿十字及派斯菲科。

市场供不应求，浆站资源是血制品企业的核心。每个血浆站都有自己固定的采浆范围，只有采浆范围内的人群才能够献浆。单血采浆站的资源属性强劲，具有很强的壁垒。

并购整合加速，行业集中度加速提高。2023 年以来，行业整合速度明显加快，行业集中度进一步提高。陕煤集团收购派林生物；中国生物收购卫光生物；上海莱士第一大股东基立福筹划涉及公司股权变动的重大事项。我们预计随着行业集中度不断提高，血制品行业的规模效应将逐步显现。

表20：国内血液制品主要生产企业

企业名称	2022 年采浆量（吨）	2022 年浆站数	2022 年血液制品营收（亿元）
天坛生物	2035	102	42.44
上海莱士	1400	42	65.05
华兰生物	1100	32	26.79
派林生物	--	38	23.96
博雅生物	439	14	13.15
卫光生物	467	9	6.54
博晖创新	356	14	5.03

资料来源：开源证券研究所数据来源：天坛生物、上海莱士、华兰生物、派林生物、博雅生物、卫光生物、博晖创新 2022 年年报、开源证券研究所

资源属性强，重点关注具有内生增长和外延扩张能力的企业。血制品企业具有很强的资源属性，浆站资源具有排他性，谁能够获得更多的浆站资源，就有希望获得更好的发展。浆站资源主要来源于内生增长和外延并购，未来浆站具备较大增长潜力的天坛生物、博雅生物，以及重组八因子龙头企业神州细胞有望受益。

表21：受益标的的盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价（元）		EPS			PE		
			2023/12/04	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600161.SH	天坛生物	未评级	31.80	0.66	0.80	0.73	48.2	39.8	43.6	
300294.SZ	博雅生物	买入	35.79	1.05	1.17	1.38	34.1	30.6	25.9	
688520.SH	神州细胞	买入	49.53	-0.06	0.93	2.31	-825.5	53.3	21.4	
002007.SZ	华兰生物	未评级	23.95	0.79	0.93	1.15	30.3	25.8	20.8	

数据来源：开源证券研究所数据来源：Wind、开源证券研究所（除博雅生物和神州细胞外，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期，收盘日期为 2023 年 12 月 4 日）

7、风险提示

行业黑天鹅事件、新药研发需求下滑、药品上市不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn