把握政策新方向，聚焦高景气优质赛道

——医药生物行业 2021 年度投资策略报告

强于大市（维持）

日期：2020 年 12 月 16 日

行业核心观点：

近几年医药行业系统性改革不断促进行业规范性提高及产业升级，在政策端改革和医保支付端引导下，行业未来结构性发展的趋势将越发明显。我们认为，政策方面（药品、耗材的集采）的影响短期内会持续存在，明年医药板块将更加倾向于集采覆盖领域中有核心竞争力的优质个股以及政策免疫领域中质地优异的成长型个股。因此，从行业整体发展趋势出发，除了聚焦于行业白马龙头外，建议扩大视角至高景气度细分赛道中估值相对合理、业绩成长较快、业绩迎来拐点的部分个股。

2021 年度建议关注以下几条投资主线：1. 在药品集采逐渐趋于常态化的大环境中，创新药依旧是未来行业中最具确定性、景气度较高的主要赛道；2. 创新药研发产业链（CXO）受益于全球制药巨头外包业务的离岸转移以及国内创新药的发展，不断深入融合到创新药产业链和生命周期中；3. 随着医用高值耗材集采的落地，有创新技术&有望实现国产替代的医疗器械企业在未来将更具竞争优势，可获得更多市场份额；4. 自主消费升级、高品质医疗需求增加的趋势将使医疗服务领域保持较高的景气度，其中龙头企业有望快速发展继续享受较高估值溢价；5. 零售药房领域的集中度在未来将进一步提升，具有规模效应和盈利能力的连锁龙头企业有能力承接处方外流从而有望享受政策所带来的红利；6. 疫情+基本面双轮驱动疫苗领域的发展，有重磅产品上市&放量、加速国产替代的优质企业有望实现业绩的快速增长。

投资要点：

- **创新是主线方向，看好创新产业链上游的 CXO 行业**

随着国内头部创新药企不断加大研发投入，未来几年内将有一批重磅国产创新药品种陆续上市，叠加医保价格谈判带来的支付端改革，国产重磅品种市场放量速度得到极大提升。此外与创新药产业紧密关联的创新药研发&生产外包产业链，未来一段时间仍将确定性受益于全球外包产业地区性离岸转移、国内新药研发投入快速增长及仿制药一致性评价业务开展带来的政策增量红利。重点推荐**康龙化成、药石科技、成都先导**。

- **医疗器械国产替代加速，看好细分赛道的投资机会**

中国医疗器械市场未来仍将保持高速增长趋势，在医改政策等驱动因素的影响下，部分领域的国产产品有望快速放量&实现国产替代，有创新技术及核心竞争优势的部分企业将脱颖而出，优质赛道中的白马龙头有望继续享受较高估值溢价。重点推荐**迈瑞医疗、欧普康视、爱博医疗、透景生命**。

- **风险提示：**未来政策执行不及预期的风险、药品降价超预期的风险、市场整体波动的风险。

盈利预测和投资评级

股票简称	19A	20E	21E	评级
康龙化成	0.69	1.18	1.53	买入
药石科技	1.06	1.32	1.72	买入
成都先导	0.30	0.14	0.31	增持
迈瑞医疗	3.85	5.02	6.05	买入
欧普康视	0.51	0.64	0.89	增持
爱博医疗	0.63	0.89	1.30	增持
透景生命	1.73	1.28	2.33	增持

医药生物行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 12 月 11 日

相关研究

万联证券研究所 20201207_行业周观点_AAA_医药生物行业周观点(11/30-12/04)

万联证券研究所 20201130_行业周观点_AAA_医药生物行业周观点(11/23-11/27)

万联证券研究所 20201123_行业周观点_AAA_医药生物行业周观点(11/16-11/20)

分析师： 徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理： 史玉琢
电话：021-60883489
邮箱：shiyz@wlzq.com.cn

万联证券

目录

1、2020 年医药行业整体回顾 4
1.1 医药板块市场行情回顾 4
1.1.1 受疫情催化板块整体表现良好，内部子行业表现有所差异 4
1.1.2 Q3 起板块整体估值有所回落，受政策影响行业仍在调整当中 7
1.2 疫情影响逐步减弱，制造业及板块表现 V 型反弹 7
1.2.1 国内医药制造业复苏明显，但整体增速有所放缓 7
1.2.2 医药板块营收增速由负转正，整体费用保持相对稳定 8
2、政策引导创新转型，产业升级趋势不改 11
2.1 医保控费形式依旧严峻，“腾笼换鸟”需持续推进 11
2.2 药品集采走向常态化，器械集采拉开序幕 12
2.2.1 全国药品集采逐步常态化，下一轮范围将进一步扩大 12
2.2.2 国家级医疗器械集采拉开序幕，高值医用耗材打响第一枪 15
2.3 创新是长期主题，坚定看好医药创新及其产业链 17
2.3.1 审批效率提升，加速创新医药产品研发 17
2.3.2 二级市场将持续迎来创新药企 IPO 热潮 18
2.3.3 热门靶点竞争激烈，看好具备持续创新能力的平台型企业 20
3、医药行业 2021 年度投资策略 21

图表 1：2020 年医药板块走势与沪深 300 指数比较（截至 2020/11/25） 4
图表 2：申万医药指数与其他一级子行业涨跌幅（%，截至 2020/11/25） 5
图表 3：申万医药指数三级子行业涨跌幅（%，截至 2020/11/25） 5
图表 4：2020 年医药板块不同个股涨跌幅分布（截至 2020/11/25） 6
图表 5：医药行业涨跌幅前 20 个股（截至 2020/11/25） 6
图表 6：申万医药板块 2010 年至今平均 PE 及相对估值溢价（截至 2020/11/25） 7
图表 7：国内医药制造业累积收入总额及增速 8
图表 8：国内医药制造业累积利润总额及增速 8
图表 9：2018-2020Q3 医药板块营收（亿）及增速 8
图表 10：2018-2020Q3 医药板块相关费用率 8
图表 11：2018-2020Q3 板块归母净利（亿）及增速 9
图表 12：2018-2020Q3 板块扣非归母净利（亿）及增速 9
图表 13：居民基本医疗保险收支（亿元）及结余率情况 11
图表 14：2001-2019 年我国新增人口及人口自然增长率 12
图表 15：第三批全国药品集中采购品种目录（基数单位：万；申报价单位：元） 13
图表 16：国家组织冠脉支架集中带量采购中选结果 15
图表 17：第二轮高值医用耗材集采可能涉及到的部分公司 16
图表 18：我国骨科植入耗材市场规模及增速 16
图表 19：2018 年我国骨关节产品国产化情况 16
图表 20：2016-2020 年发布的针对医药创新的主要政策 17
图表 21：16-19 年化学药创新药注册申请受理数（个） 17
图表 22：16-19 年生物制品 IND 和 NDA 注册受理数量（个） 17
图表 23：2014-2020 年食药监局批准的第三类医疗器械 18
图表 24：历年特别审批的创新器械分类占比 18
图表 25：科创板前 200 家上市公司中各行业分类占比 19

图表 26：科创板上市的创新药/创新器械类公司 19
图表 27：国内已上市 PD-1/PD-L1 产品 20
图表 28：2014-2023E 全球医药研发投入 22
图表 29：CRO 行业渗透率 22
图表 30：2014-2023E 全球 CRO 市场规模 22
图表 31：2018 年全球 CRO 行业市场分布 23
图表 32：2014-2023E 中国 CRO 市场规模及增速 23
图表 33：2018-2020Q3 主要上市 CRO 公司业绩表现 24
图表 34：2016-2022E 全球医疗器械市场规模 26
图表 35：2016-2022E 中国医疗器械市场规模 26
图表 36：中国眼科高值医用耗材市场规模 26
图表 37：中国 65 周岁及以上老年人口情况 27
图表 38：中国人均医疗保健消费支出情况 27
图表 39：中国白内障手术量及 CSR 情况 27
图表 40：中国人工晶状体市场规模 27
图表 41：2011-2015 年 OK 镜在中国的渗透率情况 28
图表 42：2018-2025 年 OK 镜在中国的渗透率情况 28
图表 43：2011-2015 年中国 OK 镜消费量情况 28
图表 44：中国角膜塑形镜市场空间预测情况 28
图表 45：全球体外诊断市场规模情况 29
图表 46：中国体外诊断市场规模情况 29

万联证券

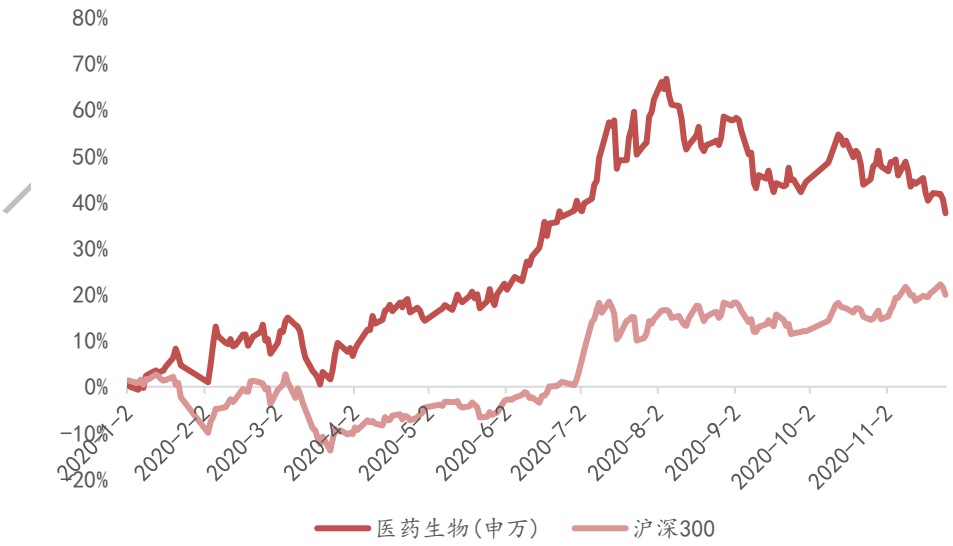
1、2020 年医药行业整体回顾

1.1 医药板块市场行情回顾

1.1.1 受疫情催化板块整体表现良好，内部子行业表现有所差异

年初至今（2020/11/25）A股市场整体波动较大：受新冠疫情影响节后首个交易日市场整体大幅下跌；二月份在市场流动性宽松政策的刺激下，市场风险偏好显著提升，出现短期较为强势的市场表现；三月份海外疫情开始迅速蔓延，受外围市场剧烈波动影响，A股市场整体出现阶段性下跌，随后自三月底逐步企稳反弹。七月初在大金融板块拉动下，市场整体走强，7月末至今维持震荡调整格局。进入三季度后，随着国内疫情得到进一步的有效控制、外围不确定性因素的落地，市场行情主线聚焦于消费属性及周期属性板块，食品饮料、汽车等行业涨幅靠前，有色金属、钢铁等行业迅速拉升；此外随着一系列医改政策的出台，医药板块在年中阶段的高涨幅及高估值开始有所回落，逐渐趋于正常水平。截止到11月25日，医药板块整体上涨37.60%，同期沪深300指数上涨19.87%，板块超额收益为17.73%，与7月末8月初相比，涨幅及超额收益均有一定程度的下滑。

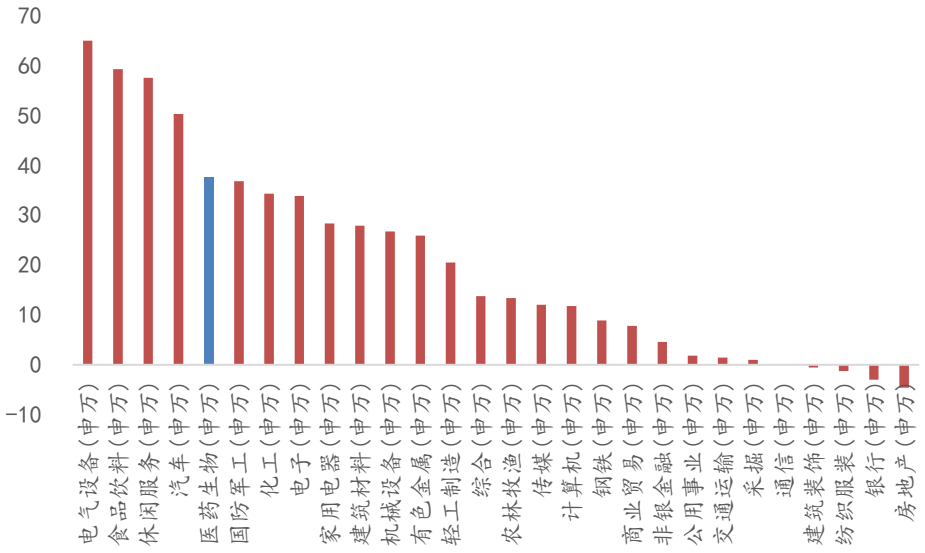
图表1：2020年医药板块走势与沪深300指数比较（截至2020/11/25）



资料来源：Wind，万联证券研究所

一级子行业方面：虽然今年一季度受新冠疫情影响，市场经济整体下行，但在疫情得到有效控制后，大部分行业都实现了业绩的快速复苏。其中电气设备、食品饮料、休闲服务、汽车等行业涨幅居前，房地产、银行、纺织服装等行业跌幅靠前；医药生物行业涨幅为37.60%，在所有一级子行业中排在第五位。

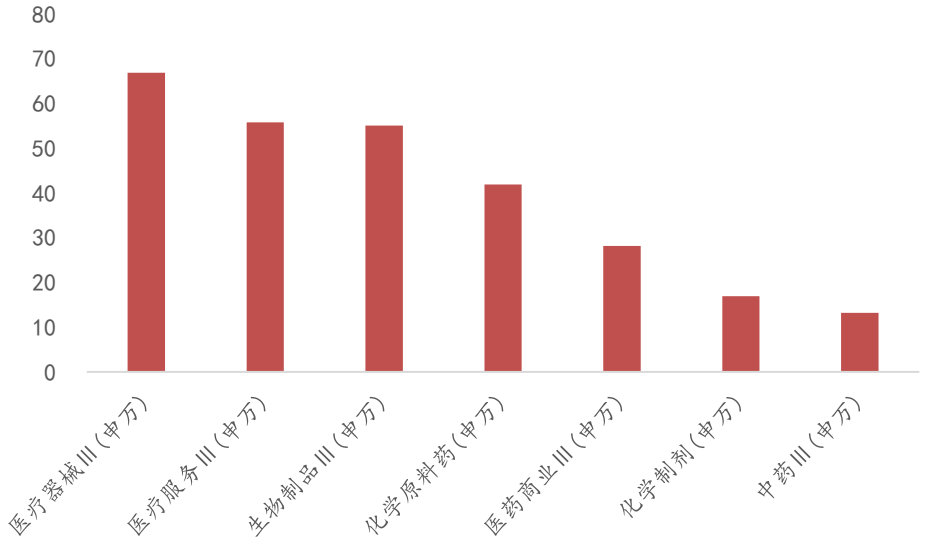
图表2：申万医药指数与其他一级子行业涨跌幅（%，截至2020/11/25）



资料来源：Wind，万联证券研究所

三级子行业方面：截止到11月25日，医药生物七个子行业均呈现不同程度的上涨：海内外抗疫需求+国内医疗新基建及补短板使得医疗器械板块涨幅排在第一位，为66.88%；而中药板块依旧受主要政策以及无明显估值弹性等因素的影响排在最后一位，涨幅为13.17%。

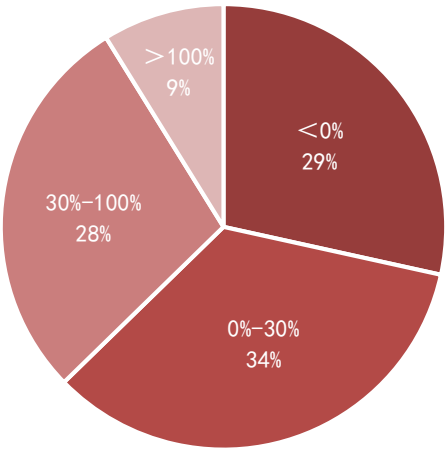
图表3：申万医药指数三级子行业涨跌幅（%，截至2020/11/25）



资料来源：Wind，万联证券研究所

个股层面：医药板块中个股的股价表现存在一定的差异，其中涨幅超过100%的个股占医药板块比重的9%，涨幅在30%-100%之间的个股占比为28%，涨幅在0%-30%的个股占比为34%，而同比下跌的个股占医药板块比重的29%，整体来看，医药板块全年约有67%的个股涨幅跑输医药板块指数。个股的分化表现在一定程度上反映了行业内部的发展趋势：优质龙头企业在激烈的市场竞争中将逐步做强做大，细分市场的集中度将不断提升，在一系列医改政策出台的背景下相当一部分中小型企业会被淘汰亦或转型整合，行业中“强者恒强、优胜劣汰”的现象将越发明显。

图表4：2020年医药板块不同个股涨跌幅分布（截至2020/11/25）



资料来源：Wind，万联证券研究所

截止到11月25日，除新上市的个股外，受市场整体行情及活跃资金的影响，涨幅靠前的主要为与疫情防治相关的个股，集中在IVD、疫苗类及部分医疗器械领域；而跌幅靠前的个股主要集中在ST类、商誉大幅减值以及业绩明显下滑类个股。

图表5：医药行业涨跌幅前20个股（截至2020/11/25）

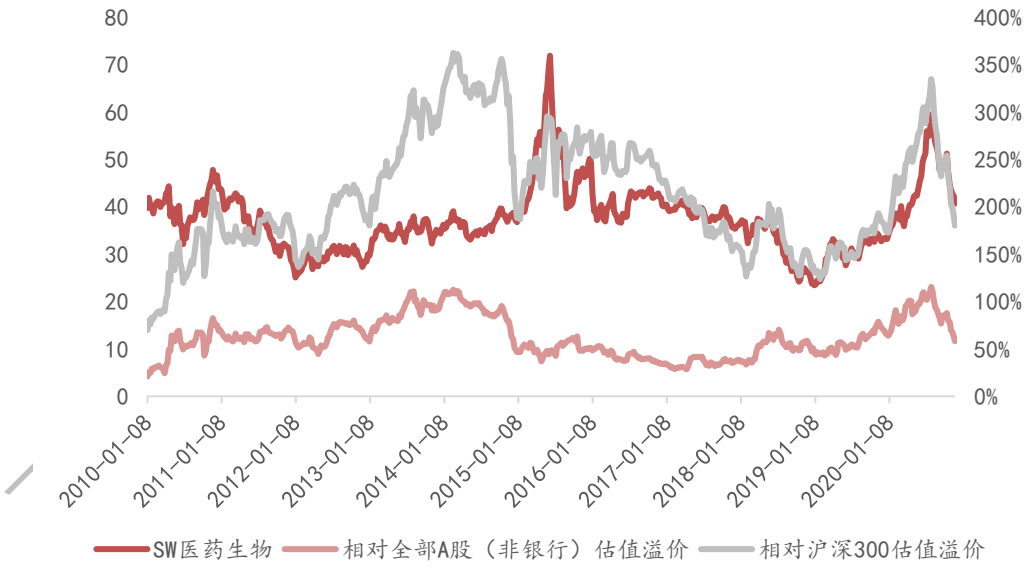
涨幅前20个股		跌幅前20个股	
万泰生物	1257.94%	延安必康	-59.69%
英科医疗	1087.92%	赛科希德	-59.27%
康华生物	382.86%	*ST济堂	-55.98%
正川股份	285.02%	君实生物-U	-53.62%
振德医疗	276.67%	三生国健	-49.78%
博晖创新	254.77%	东阳光	-45.21%
鹿得医疗	252.47%	天智航-U	-45.12%
硕世生物	242.54%	伟思医疗	-43.13%
葫芦娃	236.28%	复旦张江	-42.76%
新产业	221.19%	宜华健康	-41.54%
达安基因	219.99%	百奥泰-U	-40.80%
西藏药业	187.76%	通化金马	-39.45%
海尔生物	157.32%	*ST交昂	-39.43%
森萱医药	151.39%	紫鑫药业	-37.50%
盈康生命	141.49%	神奇B股	-37.19%
智飞生物	141.30%	国新健康	-36.39%
人福医药	140.49%	ST运盛	-35.43%
未名医药	137.85%	*ST辅仁	-34.77%
双林生物	136.21%	吉贝尔	-34.35%
理邦仪器	135.94%	ST百花	-31.56%

资料来源：Wind，万联证券研究所

1.1.2 Q3起板块整体估值有所回落，受政策影响行业仍在调整当中

截止到11月25日，医药板块整体估值（TTM）为41倍，相对沪深300指数的估值溢价率由去年底的173%小幅提升至180%，相对全部A股（非银行）的估值溢价率由去年底的65%小幅下降至58%，疫情催化所带来的高估值在逐渐回落趋于正常水平。同时由于医保控费相关政策在持续推进（药品、耗材的集采以及医保目录的动态调整等），部分子行业仍在调整当中。板块内部个股的估值分化较为明显，部分行业白马和细分领域龙头个股拥有一定的估值溢价，考虑到未来稳定增长的医疗需求以及行业变革所带来的显著性结构机会，部分政策免疫领域及优质个股仍然可以中长线逢低布局。

图表6：申万医药板块2010年至今平均PE及相对估值溢价（截至2020/11/25）



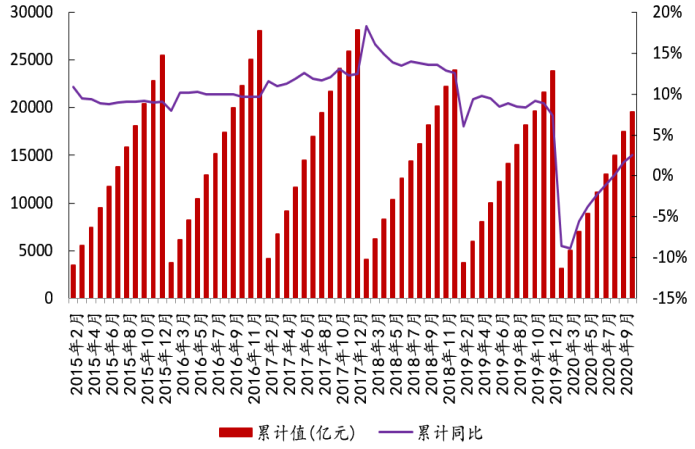
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.2 疫情影响逐步减弱，制造业及板块表现V型反弹

1.2.1 国内医药制造业复苏明显，但整体增速有所放缓

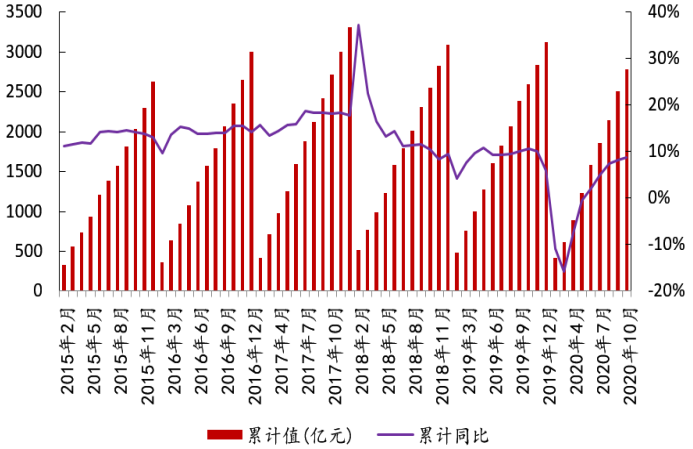
2019年国内医药制造业累计实现营业收入2.39万亿，同比增长7.40%；医药制造业累积实现营业利润3119.50亿，同比增长5.90%，整体增速较为稳健；2020年前十月医药行业制造业累计收入和累积利润总额分别为1.96万亿、2779.10亿，增速分别为2.50%、8.70%，总体来看增速有所放缓。主要原因为：1.一季度新冠肺炎疫情导致国内大部分企业停工停产，加之物流交通受阻，上半年医药制造业累积营收及累积利润均为负增长，影响了行业整体的增速；2.虽然二季度起国内疫情得到有效控制，企业积极复工复产，业绩有明显复苏，但第三批药品集采的落地、医疗器械集采的开展以及医保目录的调整等一系列医改政策带来的影响也使得增速相对变缓。未来行业有可能在中低增速区间稳健运行，行业内部结构性分化将更加明显，创新药及研发产业链、医疗服务等高景气度细分领域的业绩增速有望加快。

图表7：国内医药制造业累积收入总额及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表8：国内医药制造业累积利润总额及增速



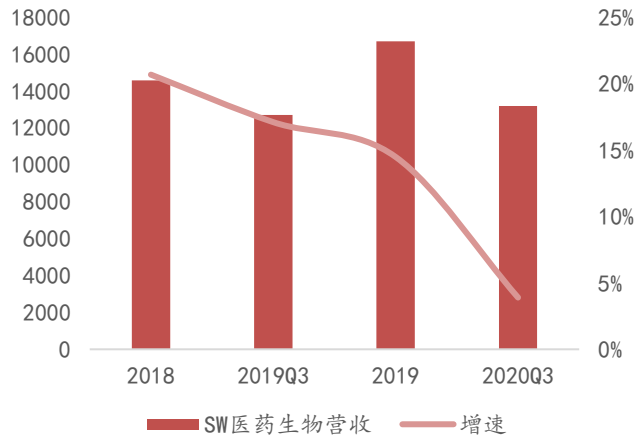
资料来源：Wind，万联证券研究所

1.2.2 医药板块营收增速由负转正，整体费用保持相对稳定

营业收入方面：2020Q1受新冠疫情影响，行业营收同比增速为-6.40%，随着Q2起国内疫情得到基本控制，各子行业有序复工，业绩得到稳定恢复，但2020H1行业整体营收增速为-0.36%，依旧为负。2020年三季度海外疫情持续蔓延，同时受疫情对市场起到的教育作用的影响，国内加大医疗卫生补短板力度以及对可能到来的第二波疫情的防控力度导致相关行业产品需求增加，部分企业业绩明显提升，2020Q3行业整体营收增速为3.89%，已实现由负转正。

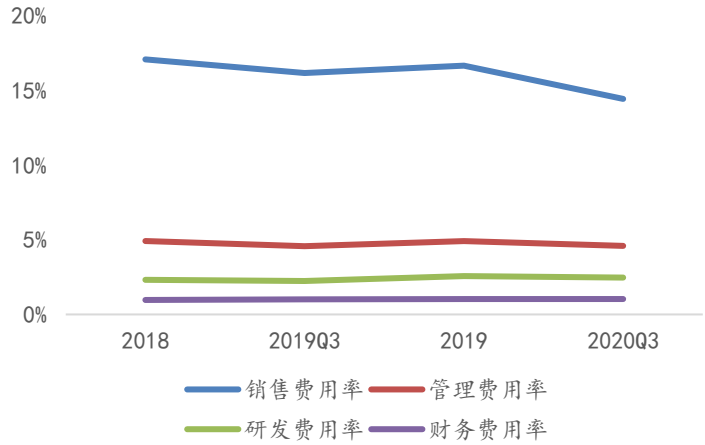
费用端方面：2019年和2020Q3板块整体销售费用率分别为16.63%、14.41%，较去年同期下降0.42%、1.73%，由于反商业贿赂和带量采购等政策影响，医药行业内药品销售属性逐步减弱，预计未来销售费率依旧将保持缓慢下降趋势；2019年和2020Q3板块管理费用率分别为4.90%、4.57%，整体保持稳定；受行业创新转型趋势影响，2019年和2020Q3研发费用率较同期相比分别提升0.24%、0.21%；2019年和2020Q3板块整体财务费用率分别为1.03%、1.02%，同比增加0.06%、0.02%，同样保持相对稳定。

图表9：2018-2020Q3医药板块营收（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表10：2018-2020Q3医药板块相关费用率

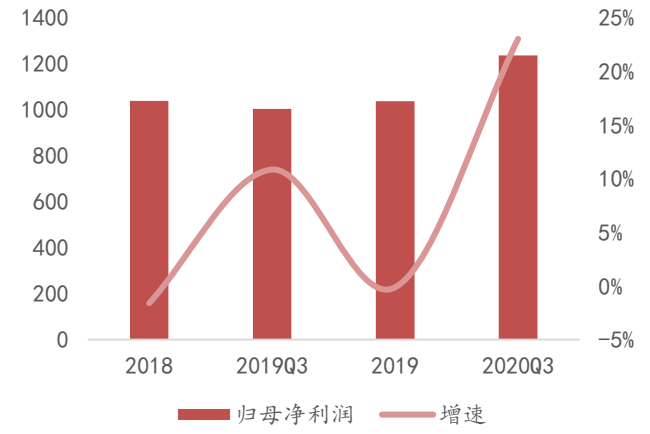


资料来源：Wind，万联证券研究所

盈利端方面：上半年受疫情影响，2020H1归母净利润增速及扣非归母净利润增速分别为11.41%、11.38%，第三季度中海外疫情持续蔓延以及国内医疗建设、防控等因素在

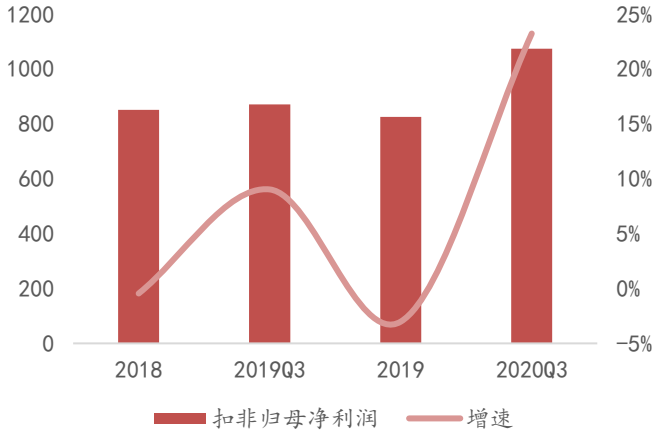
催化行业快速复苏的同时更带动了Q3板块整体的平稳增长。2020Q3板块整体归母净利润增速为23.04%，较去年同期相比增加12.19%。

图表11：2018-2020Q3板块归母净利（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表12：2018-2020Q3板块扣非归母净利（亿）及增速



资料来源：Wind，万联证券研究所

化学原料药：今年上半年因疫情防治需要，且印度等国禁止了相关原料药出口，原料药板块特别是出口业务受冲击相对有限，其中大宗原料药相关企业受益于疫情防控、国内外竞争格局变化、产品价格周期性上扬等因素影响，业绩保持了较高增长；特色/专利原料药（包含CMO/CDMO）子版块也继续保持了稳健发展的态势。2020H1板块整体收入增速为9.10%，归母净利润增速为19.30%，但随着第三季度海外疫情的持续蔓延，2020Q3营收增速及归母净利润增速均有所下滑，分别为7.92%、16.18%。

化学制剂：今年上半年受疫情因素影响，医院、第三方检测机构等业务受到限制，2020H1板块整体营收增速为-8.30%，归母净利润及扣非归母净利润的增速分别为-4.86%、-13.80%。但随着医疗秩序的逐步恢复，板块整体业绩得到明显改善，2020Q3营收增速为-5.35%。

中药：上半年受疫情影响，2020H1中药板块整体营业收入增速为-6.80%，归母净利润及扣非归母净利增速分别为-17.30%、-13.50%，业绩的下滑除了疫情因素外与去年同期业绩基数较高同样有关。但受益于疫情防控的需要，上半年部分抗病毒、清热解毒类中成药产品保持了较快的业绩增长，如连花清瘟等。2020Q3中药板块整体营收增速为-4.58%，归母净利润及扣非归母净利润增速分别为-6.41%、-4.94%，随着国内疫情的有效控制，板块业绩处于逐步恢复中。

生物制品：2020Q1由于疫情因素的影响，板块整体营收、归母净利、扣非归母净利增速均为负增长；Q2起业绩开始逐步恢复，2020H1营收、归母净利、扣非归母净利增速分别为2.20%、13.7%、11.4%，部分细分领域产品受疫情防治需要，上半年增长较快，如血制品中白蛋白/静丙等，2020H1批签发同比保持两位数以上增速；进入三季度后业绩增长进一步加快，2020Q3板块整体营收增速为5.95%，归母净利润及扣非归母净利润增速分别为34.33%、20.93%。

医药商业：2019年医药商业板块营业收入增速为17.07%，归母净利润及扣非归母净利润增速分别为-3.08%、6.02%。2020Q1受疫情阶段性影响，板块整体营收、利润同比

增长均出现一定程度的下滑,但Q2逐步企稳回升:2020H1板块整体收入增幅为-0.70%,归母净利、扣非增速分别为5.40%、1.20%。进入三季度后,板块业绩持续恢复,营收增速由负转正,为3.95%,归母净利润及扣非归母净利润增速也进一步增加,分别为12.50%、6.36%。

医疗器械:2020H1医疗器械板块整体营业收入增速为39.00%,归母净利润及扣非归母净利润增速分别为90.90%、114.30%;上半年业绩的大幅增长主要受益于疫情防控带来的相关抗疫产品需求的激增,尤其是Q2后海外疫情迅速蔓延,国内相关产品如呼吸机、诊断类设备/试剂、口罩等医疗产品的出口量大幅增加,同时随着国内诊疗机构业务的逐步恢复以及对疫情防控力度的加大,国内相关产品的需求也不断上涨。2020Q3板块整体营收增速为147.23%,归母净利润及扣非归母净利润增速分别为126.12%、147.23%。

医疗服务:今年一季度受疫情影响,部分连锁医疗服务类公司短期经营及业绩受到一定冲击,但随着Q2起,板块内部公司业绩快速反弹,整体业绩快速恢复并实现一定程度的增长:2020Q3板块整体营业收入增速为11.30%、归母净利润及扣非归母净利润增速分别为26.54%、1.43%。

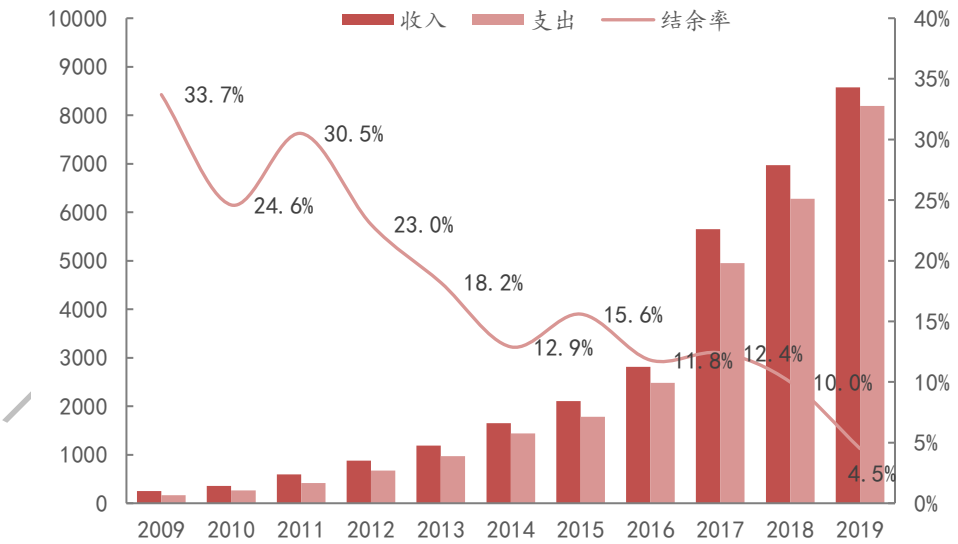
万联证券

2、政策引导创新转型，产业升级趋势不改

2.1 医保控费形式依旧严峻，“腾笼换鸟”需持续推进

医保控费在过去几年一直是影响医药市场的核心政策之一，按照当前趋势来看未来也将持续作为一项长期政策执行。其背后的主要原因为医保覆盖率的增加和医疗技术的提升导致医保基金支出增速持续上升，而人口结构的变化将在未来进一步强化这种趋势。为防止医保基金收支失衡，医保控费势在必行。根据医保局统计的数据显示，2019年职工医保基金收入15845亿元，比上年增长10.7%;基金支出12663亿元，比上年增长10.4%。居民医保基金收入8575亿元，支出8191亿元，分别比上年增长9.3%、15.1%，居民医保基金当期结存384亿元，结余率为4.5%再创新低。

图表13：居民基本医疗保险收支（亿元）及结余率情况

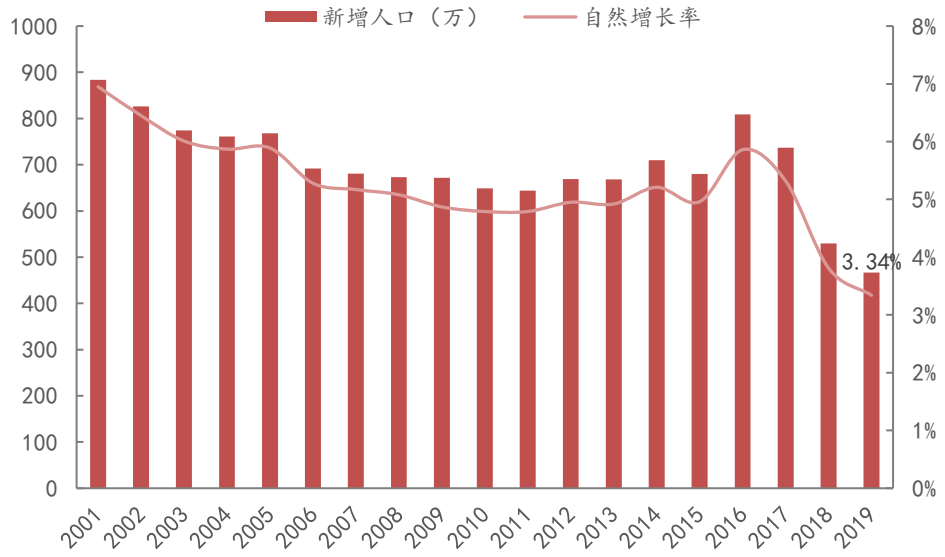


资料来源：医保局，万联证券研究所

尽管目前医保基金的收支处于相对平衡的状态，但是随着人口老龄化程度加剧及医疗技术不断提高，医保基金的支出增速将会持续上升，而劳动人口的下降又会导致缴纳医保的人数降低。据国家统计局统计公报显示，2019年我国新增人口467万，人口自然增长率3.34%，连续几年创新低。人口老龄化已经是未来10-20年内一个非常严峻的问题，生育率的降低无疑是雪上加霜。

今年8月份国家医保局分别发布了《基本医疗保险用药管理暂行办法》及《2020年国家医保目录调整工作方案（征求意见稿）》，标志着我国医保药品目录进入了动态调整时代，由原来的每两年调整一次变为每年调整一次。医保目录的动态调整加速了“腾笼换鸟”的推进，不仅有效地减少了医保基金在某些低性价比药品上的无畏支出，还有利于及时增加临床价值高且急需的创新药，剔除掉高价的“僵尸药”，使医保目录药品结构与临床需求匹配；对企业而言也可以根据医保目录的调整来优化自身的产品结构，不断创新的同时提升自身的竞争力。

图表14：2001-2019年我国新增人口及人口自然增长率



资料来源：国家统计局，万联证券研究所

医保控费对二级市场投资方向所产生的影响我们认为主要体现在以下两方面：**1.医保控费的重点品种应回避。**主要是临床治疗效果不明确，同时占据较大医保支出的品种，包括中药注射剂、中成药以及一些非治疗性用药等。这些品种一直是医保控费的重要方向，相关上市公司的业绩也在持续下滑。我们认为这种趋势未来不存在反转的可能，因为科学合理用药是现代化医疗发展的必由之路。**2.寻找医保体系外的增长品种。**除了医保支付体系内的品种外，越来越多的医药产品、医药服务都逐渐转向to C的模式以满足消费升级背景下人们对更高医疗服务质量的需求。这类产品和服务通常不在医保报销范围内，属于超出基本医疗需求的升级服务，但是即使是自费也有很大的市场。其中具有代表性的有生长激素、生殖服务、连锁眼科齿科医院等方向。

2.2 药品集采走向常态化，器械集采拉开序幕

2.2.1 全国药品集采逐步常态化，下一轮范围将进一步扩大

2020年7月29日，上海阳光医药采购网正式发布《全国药品集中采购文件（GYYD2020-1）》，公布了第三批药品集采所涉及的品种及约定采购量等信息。继第一轮的25个品种和第二轮的32个品种后，此次集采品种数量增至56个。本轮集采最终产生中选企业123家及55个品种的191个品规，平均降价幅度为53%，最高降幅达到95%以上。此次药品集采整体上沿用了第二批集采规则，仅在细则上做了进一步的优化和调整：

1.在第二批集采规则中，实际申报企业数量超过11家时，最多入围企业数量为6家，而在此次集采规则中最多入围企业数量上升至8家。品种的增加及对入围企业数量的放宽有利于减缓较为激烈的竞争格局，鼓励和促进更多的企业参与集采。

2.针对部分品种，第三批集采对约定采购量及采购周期也有所调整。在约定采购量方面，阿莫西林颗粒剂、利奈唑胺口服常释剂型等8个抗生素各地首年约定采购量均略有下降，全国实际中选企业数为1家的，为首年约定采购量计算基数的40%；全国实际中选企业数为2家的，为首年约定采购量计算基数的50%；全国实际中选企业数为3家的，为首年约定采购量计算基数的60%；全国实际中选企业数为4家及以上的，为首年约定采购量计算基数的70%；在在采购周期方面，阿扎胞苷注射剂、莫西沙星氯化钠注射剂、左乙拉西坦注射用浓溶液本轮采购周期原则上为1年，采购周期内若提前完成当年约定采购量，超出部分中选企业仍按中选价进行供应，直至采购周期届满。

图表15：第三批全国药品集中采购品种目录（基数单位：万；申报价单位：元）

品种序号	品种名称	规格	首年约定采购量计算基数	最高有效申报价
1	阿那曲唑口服常释剂型	1mg	2376.5015	8.8571
2	阿哌沙班口服常释剂型	2.5mg	141.6813	28.4286
3	阿扎胞苷注射剂	100mg	15.3596	996.0000
4	氨基葡萄糖口服常释剂型	0.25g	57923.1898	1.2650
		0.75g	15270.3507	2.9333
5	氨溴索口服常释剂型	30mg	36956.2884	0.2000
6	奥氮平口腔崩解片	5mg	424.0680	9.2571
		10mg	165.2312	15.7371
7	奥美拉唑口服常释剂型	10mg	26817.7532	0.2000
		20mg	103304.6813	0.3400
8	布洛芬缓释控释剂型	0.3g	45031.3980	0.4529
9	布洛芬颗粒剂	0.1g	2284.4332	0.7233
		0.2g	2879.5810	1.2296
10	地氯雷他定口服常释剂型	5mg	6245.1152	1.4758
11	多潘立酮口服常释剂型	10mg	74692.8008	0.4521
12	二甲双胍缓释控释剂型	0.5g	163085.4223	0.3400
13	二甲双胍口服常释剂型	0.25g	200058.4648	0.2000
		0.5g	266170.7815	0.3400
14	非布司他口服常释剂型	20mg	135.0755	4.0168
		40mg	12099.6445	6.8286
15	非那雄胺口服常释剂型	1mg	674.2431	5.8686
16	非那雄胺口服常释剂型	5mg	20928.7096	5.8686
17	氟西汀口服常释剂型	20mg	2830.1275	7.3168
18	枸橼酸西地那非片	25mg	177.8709	28.3474
		50mg	518.4501	48.1906
		100mg	220.9190	81.9240
19	甲钴胺口服常释剂型	0.5mg	175307.7507	0.6799
20	卡培他滨口服常释剂型	0.15g	449.5593	3.0502
		0.5g	11245.7568	7.6667
21	卡托普利口服常释剂型	12.5mg	6497.2869	0.2000
		25mg	50996.1250	0.3400
22	喹硫平口服常释剂型	25mg	2301.4615	0.4715
		0.1g	29621.7209	1.3627
		0.2g	3431.5615	2.3166
		0.3g	27.2977	3.1598
23	拉米夫定口服常释剂型	0.15g	14.1304	0.2000
		0.3g	41.3592	0.3400
24	来曲唑口服常释剂型	2.5mg	7297.4456	9.5280
25	氯氮平口服常释剂型	25mg	84879.2960	0.2000
26	美金刚口服常释剂型	10mg	2271.1715	12.8622
		4mg	4958.4374	5.4180

万联证券

27	孟鲁司特咀嚼片	5mg	7508.7870	6.4273
28	孟鲁司特颗粒剂	0.5g:4mg	2635.6664	6.7786
29	匹伐他汀口服常释剂型	1mg	7134.4374	3.2353
		2mg	12721.0352	5.5000
30	普芦卡必利口服常释剂型	1mg	19.4315	6.3698
		2mg	85.9979	10.8286
31	曲美他嗪口服常释剂型	20mg	65372.2617	0.7833
32	塞来昔布口服常释剂型	0.2g	14230.6656	5.0000
33	舍曲林口服常释剂型	50mg	16108.6369	1.8850
34	坦洛新（坦索罗辛）缓释控释剂型	0.2mg	29448.6365	2.0790
35	碳酸氢钠口服常释剂型	0.5g	78311.5562	0.2000
36	替格瑞洛口服常释剂型	90mg	15924.7599	8.4500
37	托法替布口服常释剂型	5mg	75.6936	66.2879
38	维格列汀口服常释剂型	50mg	4747.4955	4.0893
39	维生素 B6 口服常释剂型	10mg	88584.3462	0.2000
40	西酞普兰口服常释剂型	20mg	2845.2698	3.0900
41	西替利嗪口服常释剂型	10mg	9221.4442	0.5125
42	缬沙坦口服常释剂型	40mg	31512.4056	0.4321
		80mg	91550.327	0.7346
		160mg	185.303	1.2488
43	盐酸达泊西汀片	30mg	88.6948	71.7567
		60mg	16.1745	121.9864
44	依托考昔口服常释剂型	30mg	34.8551	4.1694
		60mg	3256.3531	7.0880
		90mg	16.9006	9.6678
		120mg	269.4833	12.0496
45	乙胺丁醇口服常释剂型	0.25g	27908.9342	0.2000
46	右佐匹克隆口服常释剂型	3mg	5146.7355	2.6143
47	左乙拉西坦口服液体剂	10%(150ml:15g)	55.4100	236.9500
48	左乙拉西坦注射用浓溶液	5ml:500mg	10.2070	340.0000
49	阿莫西林颗粒剂	0.125mg	12461.5624	0.2008
50	利奈唑胺口服常释剂型	600mg	68.9407	319.5170
51	莫西沙星氯化钠注射剂	250ml:莫西沙星 0.4g 与氯化钠 2.0g	802.6699	219.1600
52	左氧氟沙星滴眼剂	5ml:24.4mg	1676.9489	29.3900
53	环丙沙星口服常释剂型	0.25g	2801.8753	0.6800
54	头孢地尼口服常释剂型	100mg	23547.1948	3.7250
55	头孢克洛口服常释剂型	0.25g	10454.7408	1.6848
		0.5g	2073.9948	2.8642
56	克拉霉素口服常释剂型	250mg	10206.9281	0.5467
		500mg	617.9692	0.9294

资料来源：上海阳光医药采购网，万联证券研究所

万联证券

随着全国各地相继执行第三批国家药品集采的中选结果，第四批集采的品种筛选已经开展。根据今年7月份国家医疗保障局召开的座谈会来看，第四批集采品种有望扩展至注射剂、生物制品（胰岛素）以及中成药，同时对部分临床替代性简单明确的品种将探索按适应症招标。第三批集采的落地不仅预示着国家级药品采购逐步趋于常态化，从仿制药行业的发展角度来看，除少数壁垒较高、竞争格局较好的品种外，大部分仿制药的利润空间将进一步被压缩，行业集中度将进一步提升。我们认为，未来行业结构性分化趋势将得到进一步强化：原研和仿制品种依靠优质及低成本抢占市场，同时倒逼相关企业加大创新投入力度。从长期来看，创新药依旧是这一领域中未来市场发展的主要路线。

2.2.2 国家级医疗器械集采拉开序幕，高值医用耗材打响第一枪

今年10月16日国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布了《国家组织冠脉支架集中带量采购文件（GH-HD2020-1）》，意向采购的产品共涉及12家中外企业以及27个产品，首年意向采购总量约为107万个，占全国使用量的80%。此次高值医用耗材集中带量采购于11月5日正式在天津开标，共有10款产品中选，均价从1.3万元跌到700元，国内产品平均降价92%，进口产品平均降价95%。其中吉威医疗的Excrossal心跃支架中标价格最低为469元，与最新挂网价格13300元相比降价超过96%，万瑞飞鸿的NOYA中标价最高为798元，冠脉支架的销售灰色空间被大幅削减。

图表16：国家组织冠脉支架集中带量采购中选结果

序号	企业名称	产品名称	商品名	中标价格（元）	首年意向采购量（个）	首年意向采购量占比
1	吉威医疗	药物涂层支架系统（雷帕霉素）	Excrossal	469	100690	9.37%
2	易生科技	药物洗脱冠脉支架系统	Tivoli	549	41865	3.90%
3	微创医疗	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	Firebird2	590	247940	23.07%
4	乐普医疗	钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	GuReater	645	120560	11.22%
5	美敦力	药物洗脱冠脉支架系统	Resolute	648	51667	4.81%
6	微创医疗	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	Firekingfisher	750	12176	1.13%
7	金瑞凯利	药物支架系统	Helios	755	53441	4.97%
8	波士顿科学	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	PROMUS PREMIER	776	59842	5.57%
9	波士顿科学	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	PROMUS Element Plus	776	32251	3.00%
10	万瑞飞鸿	冠状动脉钴铬合金可降解涂层雷帕霉素药物洗脱支架系统	NOYA	798	9774	0.91%

资料来源：天津市医药采购中心，医药魔方，万联证券研究所

而在第一批高值耗材冠脉支架国家集中采购刚刚尘埃落定时，第二轮集采的准备工作就已经开始。根据国家医疗保障局医药价格和招标采购指导中心发布的文件显示，

第二批医用高值耗材集采品类扩增至6大类产品，即人工髋关节、人工膝关节、除颤器、封堵器、骨科材料以及吻合器，同时对第一批血管介入类、非血管介入类、起搏器、眼科类产品进行增补。骨关节和冠脉支架有着相似的特点：市场需求量大且增长稳定以及存在较大的降价空间。此外，根据《2020中国医疗器械蓝皮书》和《2019中国医疗器械蓝皮书》的数据分别显示，2019年我国骨科植入耗材市场规模为304亿元、2018年我国骨关节产品中进口品牌的比例约为73%。

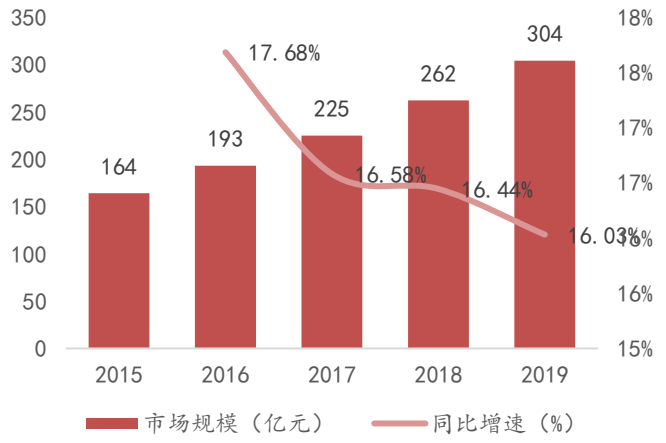
我们认为，国家级医疗器械集采会和药品集采一样，常态化是必然趋势。作为医保控费的方式之一，无论是药品还是器械，其集采的方向必将聚焦于临床需求量较大、有真正临床价值体现、国产品牌占有一定市场份额的品种。从消费者的角度来看，集采降低了居民在某些疾病治疗时的支出费用，在一定程度上缓解了“看病贵”的问题；从医院的角度来看，集采减少了“以药养医”的不正风气，有利于促进医生将更多的精力和时间放在患者的治疗服务中；从企业的角度来看，集采在促进企业向创新方向转型的同时也有望加速部分国产品牌的进口替代；从二级市场投资的角度来看，在集采的大背景下，有创新&重磅产品即将上市、有丰富研发管线的优质企业必定会取得更多的市场份额及投资者的青睐。

图表17：第二轮高值医用耗材集采可能涉及到的部分公司

	公司名称	证券代码
人工髋关节、膝关节、骨科材料	爱康医疗	HK:01789
	春立医疗	HK:01858
	大博医疗	SZ:002901
	威高股份	HK:01066
	微创医疗	HK:00853
	凯利泰	SZ:300326
除颤器、封堵器、吻合器	乐普医疗	SZ:300003
	先健科技	HK:01302
	天臣医疗	SH:688013
	戴维医疗	SZ:300314

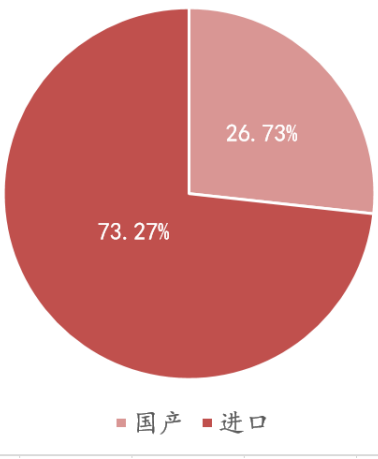
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表18：我国骨科植入耗材市场规模及增速



资料来源：《2020中国医疗器械蓝皮书》，万联证券

图表19：2018年我国骨关节产品国产化情况



资料来源：《2019中国医疗器械蓝皮书》，万联证券

2.3 创新是长期主题，坚定看好医药创新及其产业链

自2015年以来，国内医药市场进行了一场自上而下的改革，国家药监局先后出台了多项改革文件，从审评、生产、医保支付等各个环节对医药创新进行支持。医药创新的大环境不断优化，企业创新活力被释放。尤其是2019年科创板设立以来，一批优秀的创新药、创新器械公司IPO上市，国产医药创新开始进入加速期。

图表20：2016-2020年发布的针对医药创新的主要政策

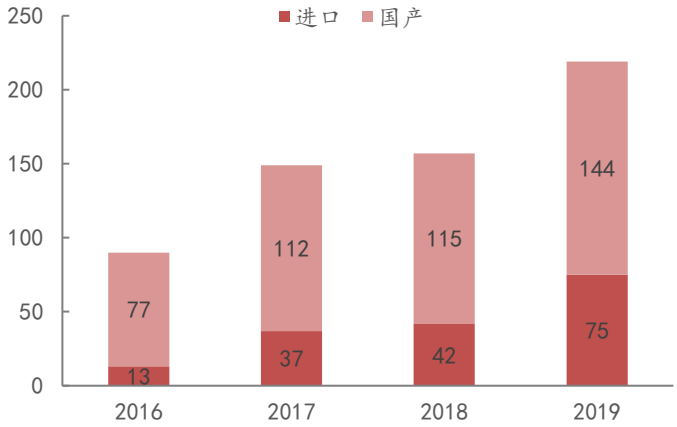
政策	发布机构	发布时间	主要内容
关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见	CFDA	2016/2	对创新药和临床急需药品进行优先审评
化学药品注册分类改革	CFDA	2016/3	对仿制药和创新药重新分类
关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见	国务院	2017/1	加快临床急需药品和医疗器械上市审批速度、鼓励创新
药品临床试验机构管理规定	卫健委	2018/5	对境外药物临床试验机构的管理规范
关于调整药物临床试验审评审批的公告	NMPA	2019/5	新药临床试验申请规范
药品生产监督管理办法	NMPA	2020/3	全面落实药品上市许可持有人制度
新版化药和生物制品注册分类	NMPA	2020/7	1类创新药可获得优先审评、自主定价权、准入通道顺畅

资料来源：国务院、卫健委、NMPA，万联证券研究所

2.3.1 审批效率提升，加速创新医药产品研发

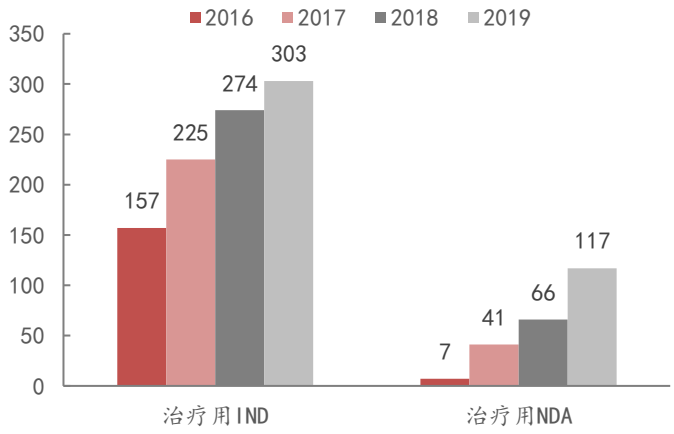
在政策支持下，国内企业创新药的研发申报数量和审评效率显著提升。根据CDE《2019年度药品审评报告》显示，2019年药审中心受理1类化学药创新药注册申请573件（219个品种），品种数较2018年增加了39.5%，其中受理IND申请206个品种，较2018年增长了46.1%。2019年受理生物制品IND申请310件（预防用IND申请7件，治疗用IND申请303件），较2018年增长了4%；受理生物制品NDA 124件，较2018年增长了45.9%。

图表21：16-19年化学药创新药注册申请受理数（个）



资料来源：CDE，万联证券研究所

图表22：16-19年生物制品IND和NDA注册受理数量（个）



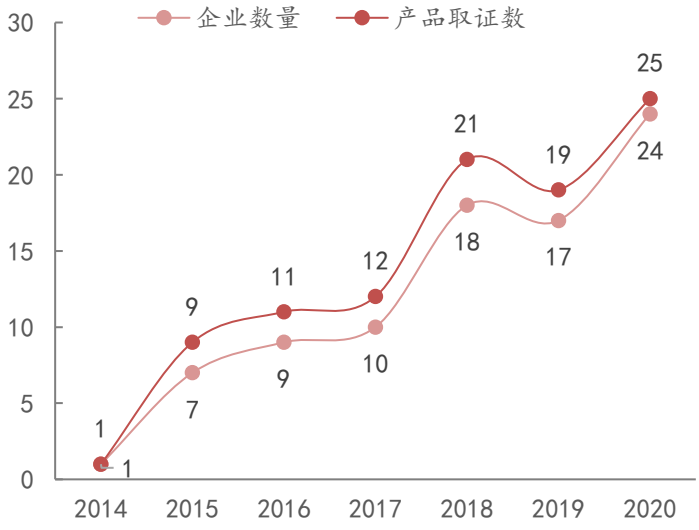
资料来源：CDE，万联证券研究所

此外，创新医疗器械的申报审评也同样处于加速期。2014年国家食药监局发布《创新医疗器械特别审批程序（试行）》，其核心内容就是为了鼓励医疗器械的研究与创新，在保证质量的前提下加快创新医疗器械的审评。2018年在原有的试行程序上，国家药监局又修订发布了《创新医疗器械特别审查程序》。创新医疗器械的审判程序对申请

的医疗器械产品明确提出了三个方面的要求：第一是专利，申请人需在中国依法拥有产品核心技术发明专利权，或者依法通过受让取得在中国发明专利权或其使用权；或者核心技术发明专利的申请已由国务院专利行政部门公开；第二是性能，产品主要工作原理或作用机理为国内首创，技术上处于国际领先水平且性能或者安全性与同类产品比较有根本性改进，并且具有显著的临床应用价值；第三是定型，申请人应该已完成产品的前期研究并具有基本定型产品，研究过程真实和受控，研究数据完整和可溯源。

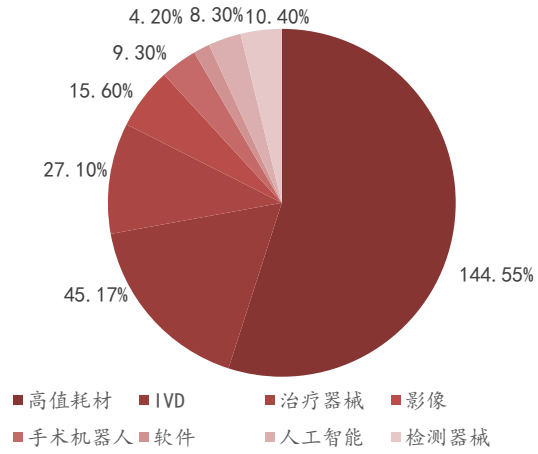
从审批数量上来看，截至2020年上半年，共有262款医疗器械产品进入创新器械特别审批程序，其中三类医疗器械就有98个，并且呈现逐年稳步上升的趋势。从审批通过的品类来看，高值耗材和IVD占比最多，这恰恰也是近几年国产替代最成功的的几个细分行业（冠脉支架、骨科耗材、化学发光诊断仪器和试剂等产品），进一步验证了创新审批程序对国产产品的正面促进作用。

图表23：2014-2020年食药监局批准的第三类医疗器械



资料来源：动脉网，万联证券研究所

图表24：历年特别审批的创新器械分类占比



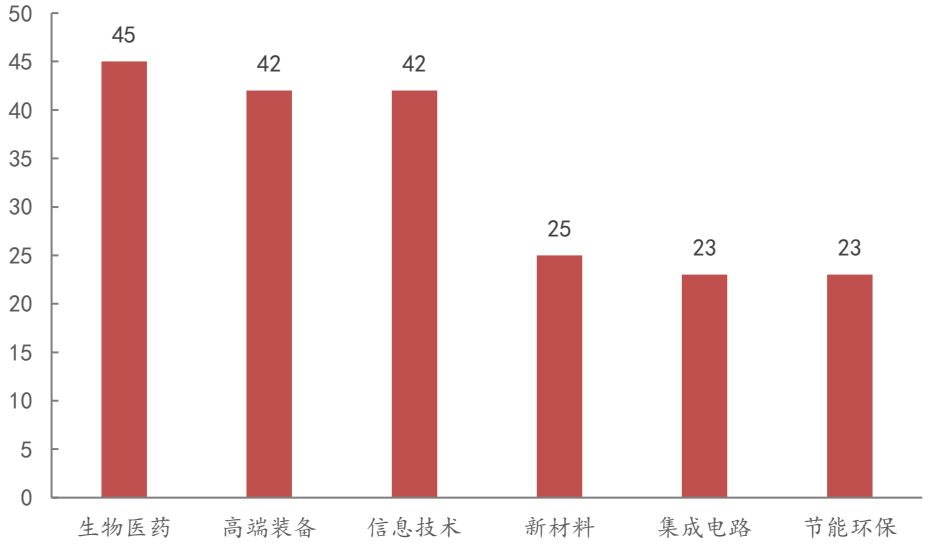
资料来源：动脉网，万联证券研究所

审评审批制度往往代表监管层态度和方向，我们可以看到国内的药品器械审批制度在2016年后已经实现了质的变化，创新产品的审批结果也取得相当大的进步。展望明年，我们认为创新药、创新器械的审评审批通道将进一步完善优化，创新产品的过审数量将持续增加，将会有越来越多的优质创新医药公司脱颖而出。

2.3.2 二级市场将持续迎来创新药企IPO热潮

2019年科创板设立，其初衷即是为生物医药、信息技术等创新型企业提供融资渠道。截止到2020年12月7日，已有200家新兴产业公司登陆科创板，其中生物医药类公司45家，在所有行业中占比最高。

图表25：科创板前200家上市公司中各行业分类占比



资料来源：Wind，万联证券研究所

在已上市的45家生物医药类公司中，绝大多数都以创新药、创新器械研发为主，甚至其中不乏尚未盈利的生物科技类公司。从上市后的股价表现来看，绝大多数创新型医药公司都取得了相当大的涨幅。对于生物科技类公司的估值，二级市场更多的是考虑公司的产品研发储备以及未来的市场空间，而非当前短期的盈利情况。

图表26：科创板上市的创新药/创新器械类公司

证券代码	公司名称	上市日期	总市值（亿）	主要业务方向
688177.SH	百奥泰-U	2020-08-20	154	创新药、生物类似药
688180.SH	君实生物-U	2020-08-13	615	创新药
688185.SH	康希诺-U	2020-08-06	931	创新疫苗
688050.SH	爱博医疗	2020-07-29	177	眼科医疗器械
688189.SH	南新制药	2020-07-22	65	创新药
688198.SH	佰仁医疗	2020-07-21	81	介入医疗器械
688202.SH	美迪西	2020-07-20	86	CRO
688222.SH	成都先导	2020-07-15	146	CRO
688266.SH	泽璟制药-U	2020-07-07	195	生物药
688277.SH	天智航-U	2020-06-22	201	骨科手术机器人
688278.SH	特宝生物	2020-06-19	166	生物药
688298.SH	东方生物	2020-04-16	168	IVD
688085.SH	三友医疗	2020-04-09	84	骨科植入耗材
688321.SH	微芯生物	2020-03-26	184	创新分子药物
688336.SH	三生国健	2020-02-21	167	生物药
688338.SH	赛科希德	2020-02-05	55	IVD
688358.SH	祥生医疗	2020-01-23	48	超声影像设备
688389.SH	普门科技	2020-01-17	82	IVD
688393.SH	安必平	2019-12-09	41	IVD
688399.SH	硕世生物	2019-12-05	110	IVD
688488.SH	艾迪药业	2019-12-03	120	创新化学药及人源蛋白产品
688166.SH	博瑞医药	2019-11-08	202	创新药

688505.SH	复旦张江	2019-11-05	215	生物药
688520.SH	神州细胞-U	2019-11-05	230	生物药
688108.SH	赛诺医疗	2019-10-30	62	介入医疗器械
688139.SH	海尔生物	2019-10-25	230	低温存储设备
688068.SH	热景生物	2019-09-30	25	IVD
688580.SH	伟思医疗	2019-08-12	69	康复医疗器械
688016.SH	心脉医疗	2019-07-22	169	介入医疗器械
688029.SH	南微医学	2019-07-22	241	微创手术器械

资料来源：Wind，万联证券研究所

除了A股科创板外，港股的生物科技板块同样发展的如火如荼。2018年，港交所对上市制度进行了改革，允许未盈利的生物科技公司上市。在随后的两年内，以百济神州、信达生物、君实生物、歌礼制药为代表的的一批优秀的创新药公司赴港上市，掀起了一股生物科技热潮。

创新医药公司二级市场IPO热潮明年将持续。从创新周期来看，国内真正意义上的医药创新才不过刚刚起步，目前既没有形成真正意义上的国际化创新大公司，也没有引领全球的创新性产品诞生。参照美国的市场经验，医药创新热潮持续了近半个世纪直到今天依旧火热。从行业内部竞争格局来看，目前各家公司都有自己的特色和优势，很难说某一领域已经被哪家公司占领，热门创新领域的新型公司层出不穷。不管是一级市场还是二级市场，创新医药公司的融资需求在不断增加。明年的二级市场将迎来更多的创新医药企业上市，二级市场的IPO热潮也将持续带动投资热潮。

2.3.3 热门靶点竞争激烈，看好具备持续创新能力的平台型企业

在创新研发的策略上，国内企业目前大多选择me-too或者fast-follow的模式。这种模式的好处在于研发成功率高，能够快速切入市场为企业带来收入。但这种模式的缺点也比较明显，一旦出现成功的品种众多企业纷纷跟进，在热门靶点容易出现扎堆现象。以PD-1/PD-L1产品为例，2014年默沙东和BMS的PD-1产品先后获批（即K药Keytruda和O药Opdivo），随后其销售业绩进入快速爆发阶段。2019年K药和O药的销售收入分别为111亿/72亿美元。其亮眼的销售业绩也使得其他企业纷纷跟进。截止2020年12月，国内已有6款PD-1产品、2款PD-L1产品上市，而处在临床试验阶段即将上市的PD-1产品多达10余家。价格方面，国产药品进入后将PD-1的治疗费用从的20多万/年直接杀低至10万以内，即将开展的PD-1集采价格预期普遍在3万/年左右。

图表27：国内已上市PD-1/PD-L1产品

类型	PD-1						PD-L1	
	进口		国产				进口	
厂家	默沙东	BMS	君实生物	信达生物	恒瑞医药	百济神州	阿斯利康	罗氏
通用名	帕博丽珠单抗	纳武利尤单抗	特瑞普利单抗	信迪利单抗	卡瑞丽珠单抗	替雷利珠单抗	度伐利尤单抗	阿替丽珠单抗
商品名	可瑞达	欧狄沃	拓益	达伯舒	艾立妥	百泽安	英飞凡	泰圣奇

资料来源：CFDA，万联证券研究所

这种研发模式对于患者和国家医保而言无疑是的，以相对较低的价格提供了更多的药品选择以及更广的药物可及性。但是对于企业而言，这种激烈竞争的模式使得产品

的速度要求越来越快，产品的储备深度更深。研发速度稍慢有可能市场就已经变成红海，过于依赖单一产品的企业在盈利的持续性上面临较大考验。因此，在选择创新药/创新器械标的时，我们认为相比于公司单个品种的收入预期，更应该侧重考虑的以下两方面：1）研发储备深厚，能持续有新产品进入市场，能持续产生收入和利润；2）具备成熟的营销网络，在产品上市后能快速通过销售网络上量。

3、医药行业2021年度投资策略

尽管在未来一段时间内，医药行业仍然面临集采降价（药品及高值耗材等）、部分用药受限（监控品种、医保目录调整）等一系列行业政策的影响，但我们依旧保持对行业未来整体持续向好的看多逻辑：

一、行业未来市场前景依旧广阔：在人口老龄化趋势不改、医疗技术进步不断带来革命性新产品和商业模式、刚性医疗需求以及高端自主医疗需求不断增长的背景下，未来医药行业市场前景依旧广阔，行业整体仍将保持稳健增长。

二、行业内部结构性变化显著：近几年医药行业系统性改革不断促进行业规范性提高及产业升级，在政策端改革和医保支付端引导下，行业未来结构性发展的趋势将越发明显。我们认为，政策方面（药品、耗材的集采）的影响短期内会持续存在，明年医药板块将更加倾向于集采覆盖领域中有核心竞争力的优质个股以及政策免疫领域中质地优异的成长型个股。因此，从行业整体发展趋势出发，除了聚焦于行业白马龙头外，建议扩大视角至高景气度细分赛道中估值相对合理、业绩成长较快、业绩迎来拐点的部分个股。2021年度建议关注以下几条投资主线：

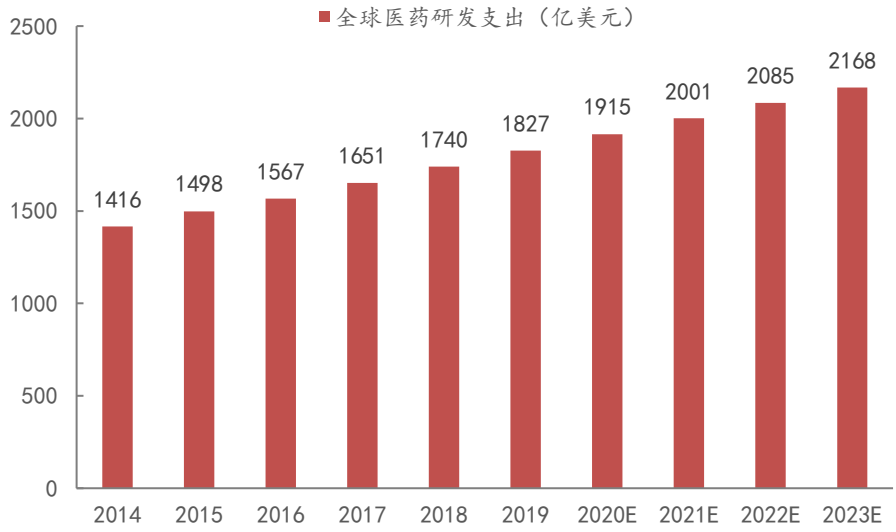
1. 在药品集采逐渐趋于常态化的大环境中，创新药依旧是未来行业中最具确定性、景气度较高的主要赛道；2. 创新药研发产业链（CXO）受益于全球制药巨头外包业务的离岸转移以及国内创新药的发展，不断深入融合到创新药产业链和生命周期中；3. 随着医用高值耗材集采的落地，有创新技术&有望实现国产替代的医疗器械企业在未来将更具竞争优势，可获得更多市场份额；4. 自主消费升级、高品质医疗需求增加的趋势将使医疗服务领域保持较高的景气度，其中龙头企业有望快速发展继续享受较高估值溢价；5. 零售药房领域的集中度在未来将进一步提升，具有规模效应和盈利能力的连锁龙头企业有能力承接处方外流从而有望享受政策所带来的红利；6. 疫情+基本面双轮驱动疫苗领域的发展，有重磅产品上市&放量、加速国产替代的优质企业有望实现业绩的快速增长。

重点行业及个股推荐

CRO：行业高景气度，创新药产业链最受益的细分赛道

全球新药研发持续投入。近几年随着医学和生物科学技术的进步，以单抗和肿瘤免疫为代表的各种新型治疗药物和治疗技术层出不穷。尤其是大量的药品专利到期，仿制药挤压专利药市场，各大制药公司为了能维持持续的业绩增长，需要不断投入新药研发。2019年全球新药研发支出1827亿美元，预计2023年将增长至2168亿美元。

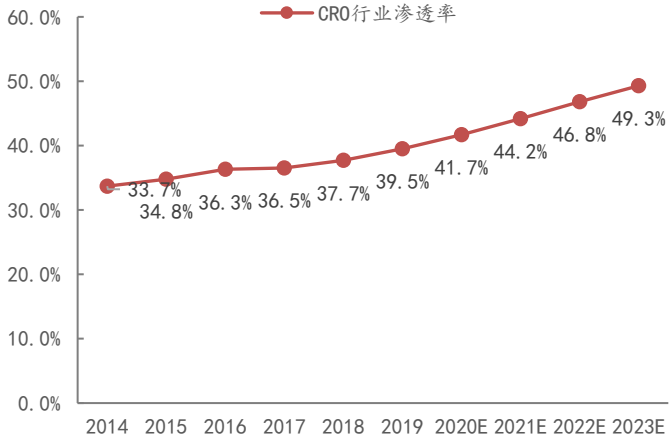
图表28：2014-2023E全球医药研发投入



资料来源：Frost&Sullivan，万联证券研究所

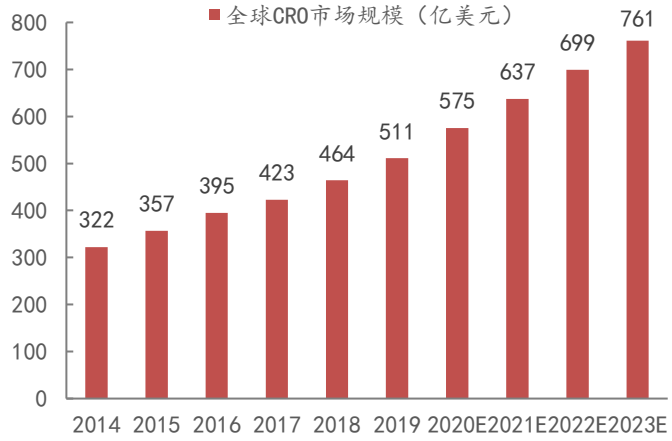
CRO渗透率提升，市场规模快速增长。相较于制药公司自行组织研发，CRO作为专业的外包服务机构，在专业研发人员组织、价格控制、研发成功率方面具备优势。为了降低研发成本、提高研发效率，越来越多的制药公司选择将新药研发业务外包给CRO公司。据Frost&Sullivan预测，CRO的行业渗透率将从2019年的39.5%提升至49.3%。全球CRO市场规模也将随着新药研发市场和行业渗透率的提升水涨船高。2014年全球CRO市场规模为322亿美元，2019年这一数字为511亿美元，预计到2023年全球CRO市场规模将达761亿美元，未来几年的年复合增长率达到10.4%。

图表29：CRO行业渗透率



资料来源：动脉网，万联证券研究所

图表30：2014-2023E全球CRO市场规模

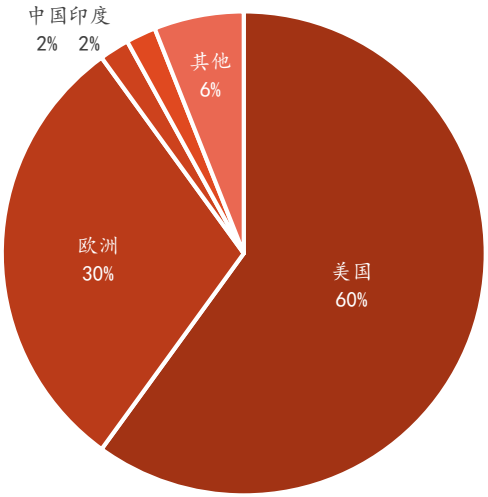


资料来源：动脉网，万联证券研究所

CRO是全球化竞争行业，海外订单加速向国内转移。CRO行业是一个劳动密集型产业，主要竞争力在于研发人才和组织效率。因此相对于资本密集型产业全球化竞争更加激烈。目前全球CRO类公司共有上千家，其中比较知名的有昆泰、Labcorp、Syneos、Parexel等，主要集中在欧美地区。而亚太以中国、印度为代表的的新兴市场，相比于欧美虽然起步较晚，但是近几年已经呈现快速崛起的势头。中国拥有庞大的人口基数、丰富的疾病谱以及快速成长的医药消费市场，已逐渐成为大型制药公司的布局重

点。在当前跨国药企整体业绩增长较乏力背景下，中国区市场表现则较强劲靓丽，从而使跨国企业越来越重视在中国市场的国际多中心临床研究布局和产品上市推广工作。此外，由于新兴地区相比较欧美地区有着显著的研发成本优势，同时伴随国内CRO企业在技术研发及管理经验水平上不断提高，也吸引着根植于新药产业链的全球CRO行业向新兴地区持续转移。

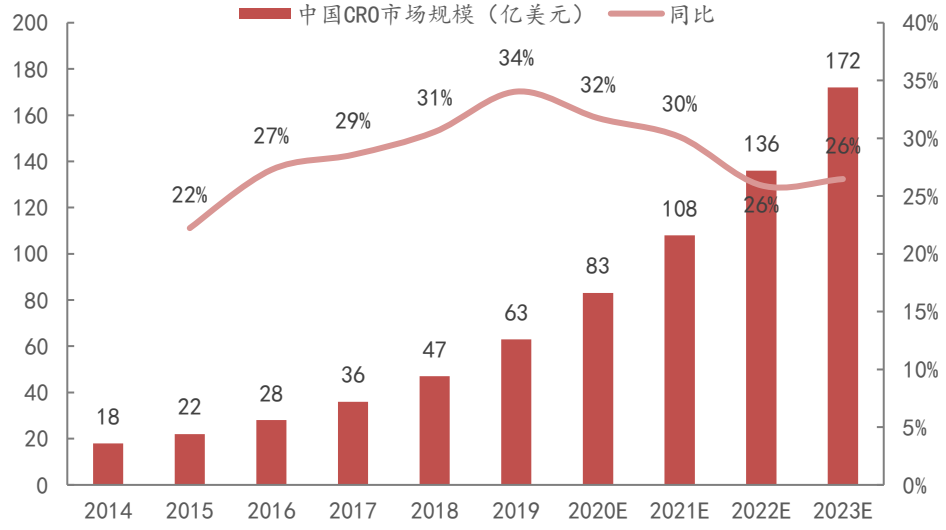
图表31：2018年全球CRO行业市场分布



资料来源：ISR，万联证券研究所

据Frost&Sullivan 预测，2019年国内CRO市场规模为63亿美元，预计到2023年将增长至172亿美元，未来三年的复合增速接近30%，远超全球市场的整体增长速度。

图表32：2014-2023E中国CRO市场规模及增速



资料来源：Frost&Sullivan，万联证券研究所

上市公司业绩靓丽，CRO短期和中长期逻辑顺畅。从上市公司业整体绩来看，近几年受益于CRO行业的整体高景气度，A股优质CRO公司的业绩普遍表现亮眼。相比于其他医药细分行业公司，业绩增速明显更高。从公司业务区域来看，目前国内CRO公司80-90%的订单来自海外市场。通过上市公司储备的订单量来看，预计CRO行业的明年高景

气度将持续，有望继续保持业绩快速增长趋势。当前CRO的高景气度主要受益于海外订单转移，中长期来看国内医药创新市场将支撑CRO公司的第二波高增长。

图表33：2018-2020Q3主要上市CRO公司业绩表现

证券代码	证券名称	营业收入（百万元）			扣非归母净利润（百万元）		
		2018	2019	2020H3	2018	2019	2020H3
688202.SH	美迪西	325	449	433	53	58	72
	YOY	30%	38%	38%	59%	10%	64%
603127.SH	昭衍新药	409	639	632	90	155	99
	YOY	36%	56%	81%	37%	71%	61%
300725.SZ	药石科技	478	662	725	118	137	135
	YOY	75%	38%	56%	80%	16%	21%
300363.SZ	博腾股份	1,185	1,551	1,488	72	162	220
	YOY	0%	31%	38%	-20%	125%	77%
002821.SZ	凯莱英	1,835	2,460	2,083	369	489	456
	YOY	29%	34%	20%	24%	33%	35%
300347.SZ	泰格医药	2,301	2,803	2,300	357	558	498
	YOY	36%	22%	13%	49%	56%	14%
300759.SZ	康龙化成	2,908	3,757	3,586	326	505	606
	YOY	27%	29%	37%	54%	58%	85%
603259.SH	药明康德	9,614	12,872	11,815	1,559	1,914	1,654
	YOY	24%	34%	27%	59%	23%	-4%

资料来源：Wind，万联证券研究所

重点推荐公司：康龙化成、药石科技、成都先导

1.康龙化成（300759）

推荐理由：1）国内综合竞争实力优秀的“CRO+CMO”一体化研发外包服务商，以实验室化学为核心业务基础，同时积极开拓下游业务，充分发挥不同业务板块间协同引流效应；2）业绩持续保持快速增长：2019年归母、扣非归母增速分别为64%、58%；2020年H1因疫情影响，公司整体复工推迟一周，对部分项目订单交付有所推迟，但对全年业绩整体影响有限，2020Q3归母、扣非归母增速分别为140%、85%；2020全年业绩预计仍可保持较快增速；3）中短期内，实验室化学业务和生物科学业务保持较快增速、成为公司整体业绩增长基础，安评业务毛利率有望逐步提升；CMC业务和临床CRO业务仍处快速成长期，后期伴随规模效应拉动，毛利率有望逐步提升，未来业绩贡献占比将提高；4）长期来看，随着募投项目的逐步落地，公司整体产能和业务承接能力将迈上新台阶，同时伴随新业务领域的不断拓展，公司将成为涵盖药物研发外包全产业链的一流研发平台服务商；5）顺利登陆港交所，形成“A+H”双资本平台，有利于公司未来海外市场项目收购以及国际化业务的进一步拓展。

盈利预测：预计2020-2022年，公司分别实现归母净利8.54亿、11.32亿、15.25亿，对应EPS分别为1.18、1.53、2.03元；对应当前股价PE分别为86、67、50倍；看好公司在生命科学、CMC业务领域快速成长及贡献的业绩弹性，继续推荐，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧、新业务拓展不及预期的风险。

2.药石科技（300725）

推荐理由：1）专注小分子药物砌块核心领域，目前公司系列产品已包括芳香杂环类、常见饱和脂环类、四元环类、特殊饱和环类及其他杂环类产品，受益于近几年的行业高景气度及经验丰富管理团队的领导管理，公司整体保持了较快业绩增速，2014年到2019年公司平均营收及净利增速达到45%以上。随着新药整体研发难度加大及外包合作模式趋势加强，公司未来将显著受益于全球新药研发支出增长及研发合作模式的转变；2）公司起步于分子砌块研发及工艺研究，近些年逐步加大产业链下游CDMO业务布局，目前已拥有平原和上虞两处中试及生产基地，未来可满足客户从早期研究到商业化生产的全流程业务需求，未来发展潜力巨大；3）2019年因短期业务调整、股权激励成本摊销；2020H1疫情因素影响短期业绩，Q3起将逐步恢复，全年业绩影响有限；4）发布定增方案，兴全基金全额认购，为后续发展补充动力。

盈利预测：预计2020-2022年，公司实现归母净利分别为1.92亿、2.49亿、3.25亿；对应EPS分别为1.32、1.72、2.24元；对应当前股价PE分别为91、70、54倍；看好公司独特的商业模式及在分子砌块领域中的市场竞争力，继续推荐，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧的风险、下游客户研发进度及市场销售不及预期的风险、产能扩张整合不达预期的风险。

3.成都先导（688222）

推荐理由：1）DEL技术成为药物早筛领域新热点，未来前景广阔。DEL 相关技术完美实现了组合化学和DNA编码技术的优势叠加，与传统化合物库相比，DEL技术应用下的药物早筛成本大幅降低同时筛选效率大幅提升。目前DEL筛选技术在业内处于早期快速渗透阶段，后续市场应用前景广阔；2）公司保持高强度研发投入，整体竞争优势显著。目前在已经公开的 DEL 技术合作项目中，公司占据了超过 1/3 项目市场份额，且自有先导库分子规模同行中规模最大：分子库规模已由2015年的约50亿种快速拓展至当前的约5000亿种；与此同时公司持续加大研发投入，研发投入比例居同行前列，主要用于 DEL 核心技术平台改进升级，整体竞争优势显著；3）独特“CRO+自主创新”商业模式，未来有望实现IP权益变现。不同于传统意义上的CRO/CDMO型企业，先导公司形成了独具特色的“CRO+自主创新”相结合的商业模式。公司针对高潜力、高价值的靶点，可选择性的进行自主新药的发现和后续临床开发，未来有望通过多种商业化合作模式实现IP权益变现。

盈利预测：预计2020-2022年公司分别实现归母净利0.56亿、1.25亿、1.71亿；对应EPS分别为0.14、0.31、0.43元；对应当前股价PE分别为248、112、81倍；看好公司以DEL技术平台为基础的成长潜力及自主创新药平台未来可能的IP权益变现。继续推荐，维持“增持”评级。

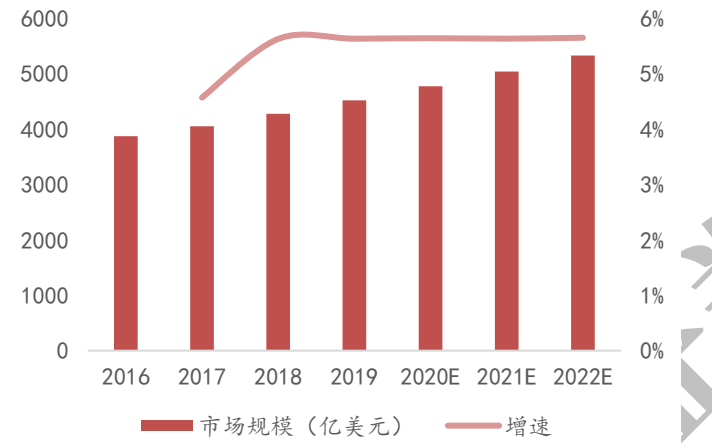
风险提示：后疫情阶段公司业务恢复低于预期的风险、市场竞争加剧的风险、客户研发策略改变的风险、创新药研发失败的风险。

万联证券

医疗器械：行业保持高速增长，不断向创新方向转型

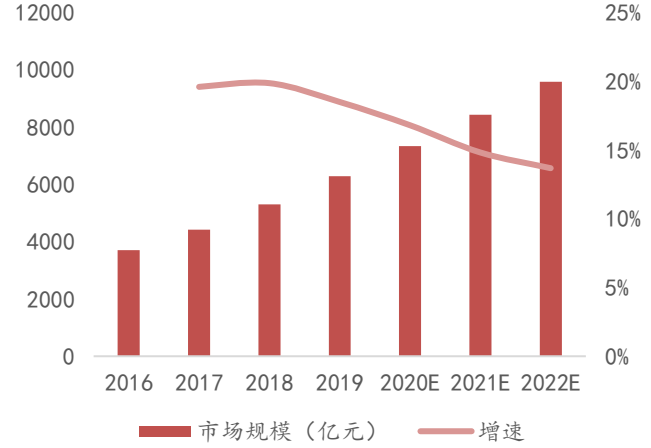
从全球整体市场来看，医疗器械行业目前进入了相对的成熟期，在市场规模巨大的基础上维持着稳定的增速。2019年全球医疗器械市场规模为4519亿美元，同比增长5.63%；中国医疗器械市场规模为6285亿元，同比增长18.50%，增速明显高于全球水平，预计到2022年国内市场规模可达到9582亿元，未来成长可期。

图表34：2016-2022E全球医疗器械市场规模



资料来源：Evaluate MedTech，万联证券研究所

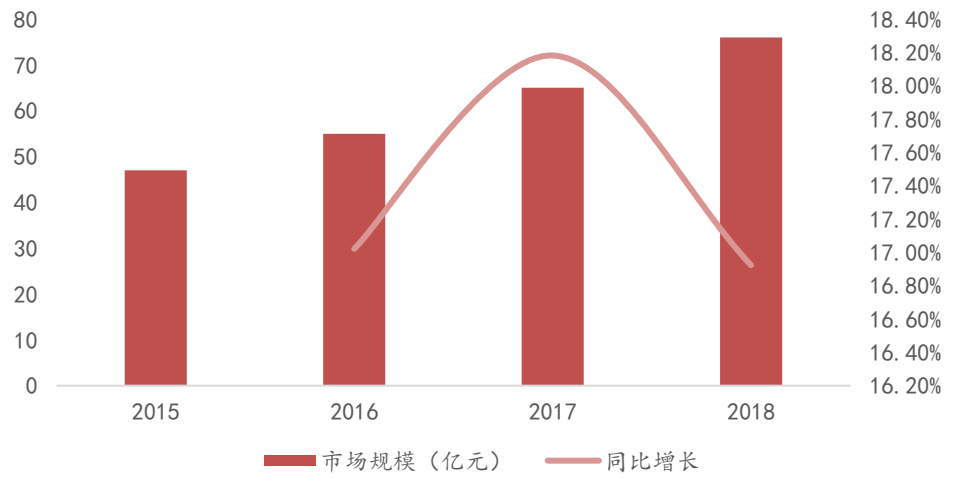
图表35：2016-2022E中国医疗器械市场规模



资料来源：Evaluate MedTech，万联证券研究所

眼科行业市场稳步增长，眼科高值医用耗材市场规模不断扩容。世界卫生组织研究报告指出，全球近视人数约有14亿，其他眼疾患者约有3.14亿，其中有不少的患者都是因白内障、青光眼、未经矫正的屈光不正等疾病致盲，致盲原因中白内障占39%、未经矫正的屈光不正占18%、青光眼占10%，这三种疾病已经成为全世界致盲和视力障碍的主要原因。根据全球领先的眼科医疗公司爱尔康公司（Alcon，Inc.）的报告及估算，2017年全球眼科医疗器械市场规模达230亿美元，预计2018年至2023年复合增长率为4%。而中国是世界上盲和视觉障碍患者数量最多的国家之一，近几年我国眼科高值医用耗材市场规模不断扩容，2018年我国眼科高值医用耗材市场规模约为76亿元，同比增长16.92%，预计未来将保持高速增长趋势。

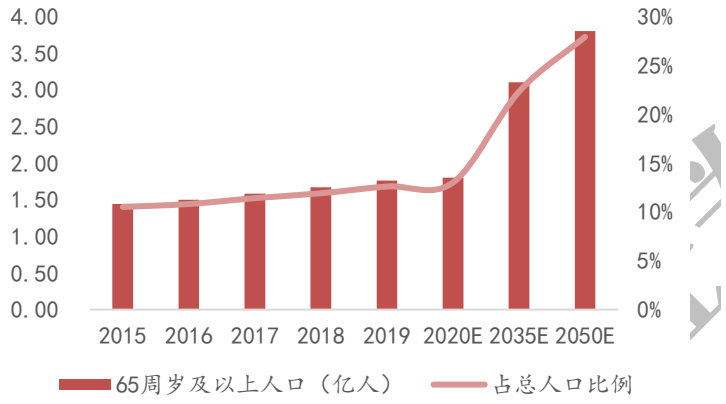
图表36：中国眼科高值医用耗材市场规模



资料来源：爱博医疗招股说明书，万联证券研究所

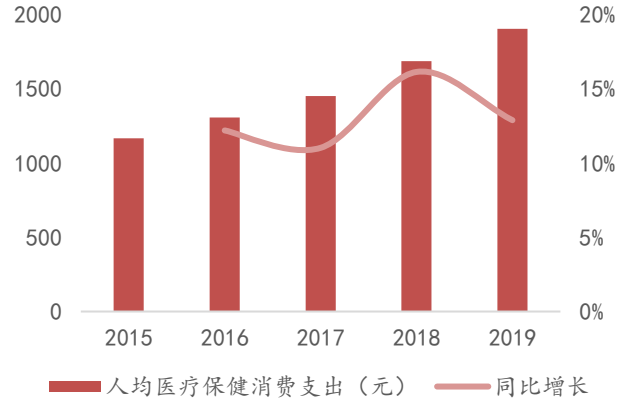
我国人工晶状体市场规模预计超30亿元。人工晶状体（Intraocular Lens，或缩写为IOL）用于治疗白内障，是III类医疗器械。白内障具有较高的年龄相关性。据中华医学会眼科学分会统计，我国60岁至89岁人群白内障发病率为80%，而90岁以上人群白内障发病率达到90%以上。近些年，在人口老龄化加剧、居民健康意识不断增强、白内障手术渗透率不断提高等因素的驱动下，我国人工晶状体的需求持续上涨。考虑到国家对医用高值耗材的限价措施，预计我国人工晶状体的市场规模在2025年将达到34亿元左右。

图表37：中国65周岁及以上老年人口情况



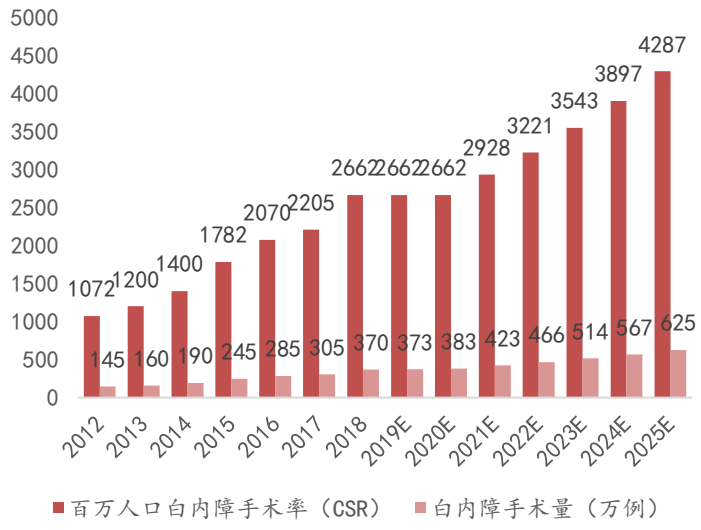
资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表38：中国人均医疗保健消费支出情况



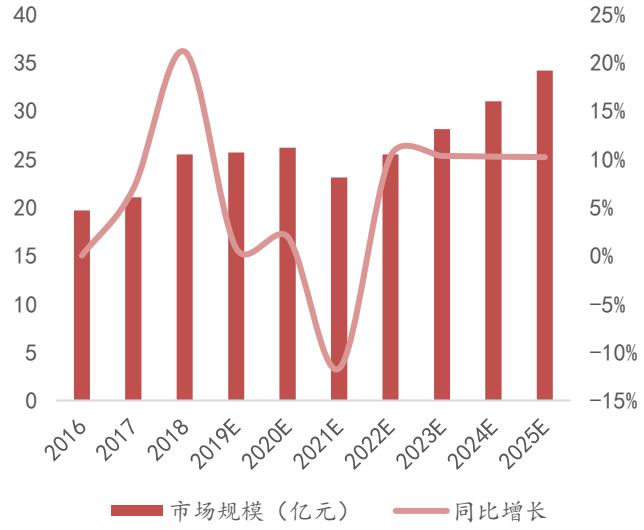
资料来源：国家统计局，万联证券研究所

图表39：中国白内障手术量及CSR情况



资料来源：爱博医疗招股书，万联证券研究所

图表40：中国人工晶状体市场规模

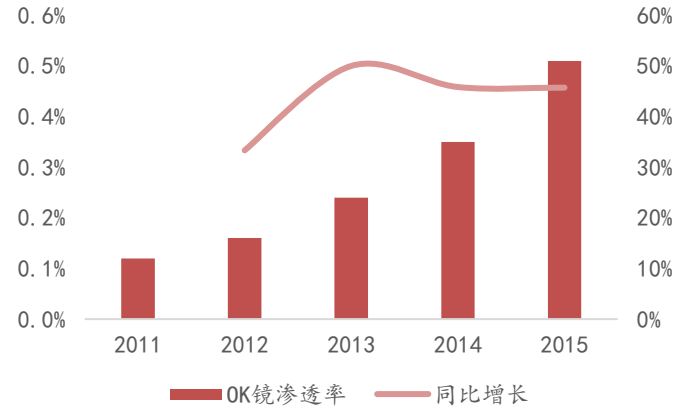


资料来源：爱博医疗招股书，万联证券研究所

角膜塑形镜渗透率不断攀升，市场空间前景广阔。近年来，随着我国青少年学习负担的加重，电子设备的迅速发展，屈光不正的患病率呈现逐年升高的趋势，已经成为社会日益关注的一个焦点问题。教育部等八部门印发《综合防控儿童青少年近视实施方案》明确了综合防控目标：到2023年，力争实现全国儿童青少年总体近视率在2018年的基础上每年降低0.5个百分点以上，近视高发省份每年降低1个百分点以上。随着验配经验和技术的提升以及国家相关法规制度的出台，角膜塑形镜在我国8-18岁近视青少年中的渗透率不断上升，从2011年的0.12%至2015年的0.51%，增长率远超20%。

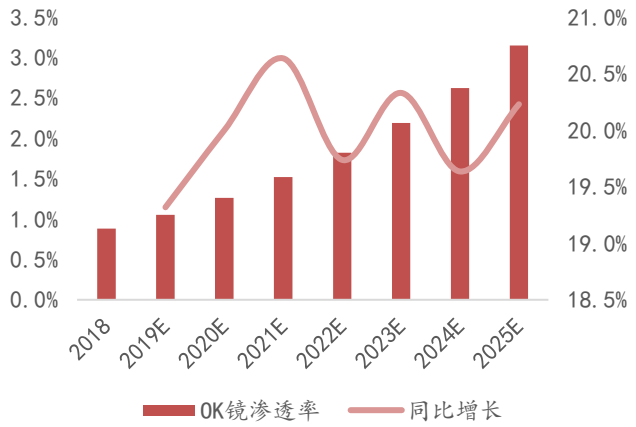
渗透率的增长率保守按照20%来计算，预计到2025年可达到3.15%。

图表41：2011-2015年OK镜在中国的渗透率情况



资料来源：爱博医疗招股书，万联证券研究所

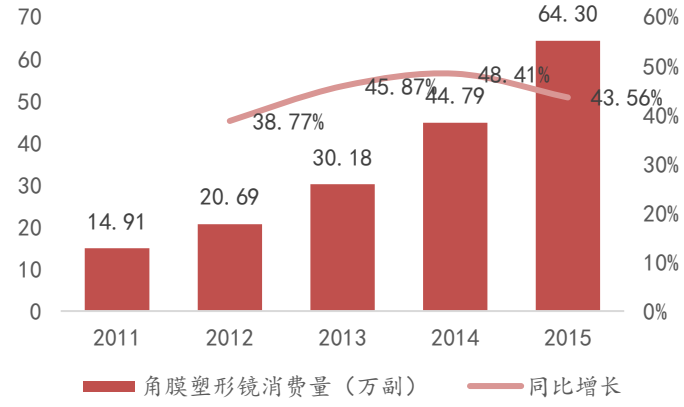
图表42：2018-2025年OK镜在中国的渗透率情况



资料来源：爱博医疗招股书，万联证券研究所

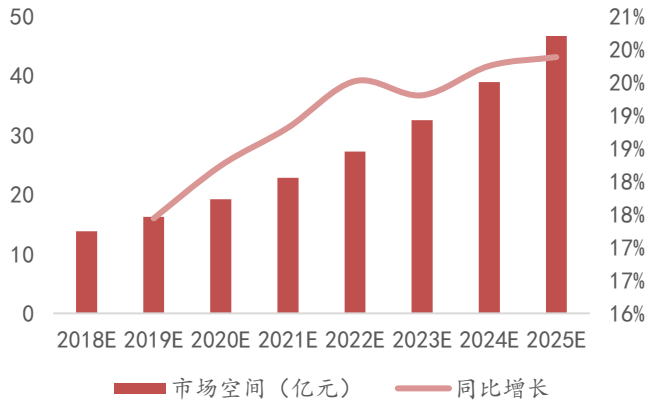
根据中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会统计，2015年我国角膜塑形镜销量达到64.30万副，相较于2011年复合增长率约为44.11%。同时结合我国8-18岁青少年人数分布以及近视率情况，预计2025年我国角膜塑形镜的市场空间将达到46.67亿元。角膜塑形镜作为一种适宜的近视防控技术，具有广阔的市场发展前景。

图表43：2011-2015年中国OK镜消费量情况



资料来源：招股说明书，万联证券研究所

图表44：中国角膜塑形镜市场空间预测情况

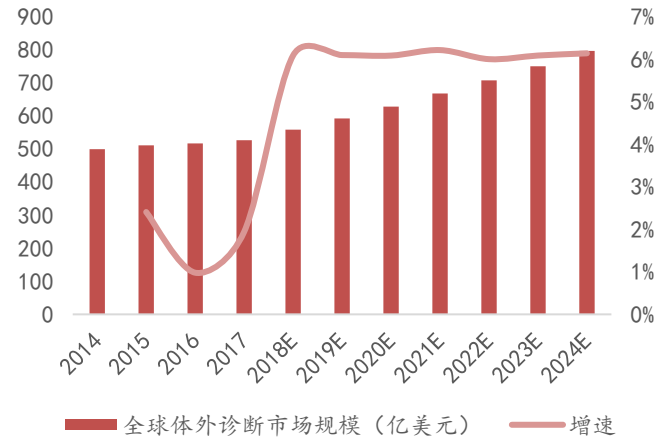


资料来源：招股说明书，万联证券研究所

体外诊断市场不断扩容，发展中国家最具成长潜力。随着人口老龄化、居民健康意识不断增强、保险覆盖及支出率不断增加等因素的驱动，体外诊断已经成为目前市场中最活跃、发展最快的行业之一，在疾病预防、诊断和愈后的判断、治疗药物的筛选检测、健康状况的评价以及遗传性预测等领域正发挥着越来越大的作用。根据 Evaluate MedTech 发布的《2018年全球医械市场概况以及2024年全球医械市场预测》中的数据显示，2017年体外诊断市场销售规模约为526亿美元，约占全球医疗器械市场销售总额13.0%。预计到2024年，全球体外诊断市场规模将达到796亿美元，2017-2024年复合增长率为6.1%。从地域分布来看，发达国家医疗保障水平、人均医疗支出、医疗技术和服务水平均高于发展中国家，是全球主要的体外诊断市场，但发达国家市场相对成熟，发展较为平稳，预计未来增速在1%-2%左右。而以中国、印度等发展中国家为代表的新兴经济体，近年来体外诊断市场增长迅速，是全球体外诊断发展的主要推动力。中国体外诊断行业起步较晚，但发展很快。据Allied Market Research统计，2016年中国体外诊断市场规模约410亿元，在行业政策扶持、下游市场需求膨胀以及技术

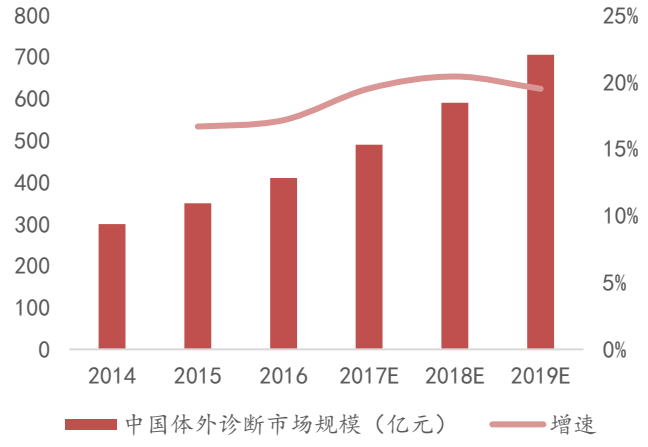
不断进步的环境下，预计未来仍将持续增长。同时，国内公司也在竞争中逐步抢占市场份额，完成了从落后追赶到进口替代。

图表45：全球体外诊断市场规模情况



资料来源：Evaluate MedTech，万联证券研究所

图表46：中国体外诊断市场规模情况



资料来源：Allied Market Research，万联证券研究所

目前国外医疗器械巨头占据着主要的中高端市场，尤其是国内的综合三甲医院，对高端进口品牌的依赖度较高。但在国家级高值医用耗材集采及医疗新基建+补短板等一系列政策的驱动下，医疗器械企业将逐步向创新型方向转变，国产品牌与进口产品的差距将进一步缩小，有创新技术及核心竞争力的企业有望脱颖而出，建议关注有以下特点的公司：1.产品技术壁垒较高，有持续创新及研发能力；2.产品管线及在研项目储备丰富，有稳定的客户基础及强大的销售网络；3.布局部分竞争格局较好的细分优质赛道，如眼科；4.有新产品即将上市&放量、有望加速国产替代的部分龙头企业。

重点推荐贵公司：迈瑞医疗、欧普康视、爱博医疗、透景生命

1.迈瑞医疗（300760）

推荐理由：1）作为医疗器械领域的绝对龙头，依托技术优势、外延并购优势和产品粘性优势，公司自身的市场竞争力和产品销售的稳定性在不断提升；2）作为国内顶尖的创新型医疗器械公司，将显著受益于医疗器械集采等医改政策，在积极满足基层市场需求、受益于空白市场拓展、实现监护设备的稳定增长的同时带动其他产品抢占市场份额；3）通过多起成功的并购和灵活的市场策略，公司打开了海外销售市场且随着海外新兴市场的扩容，公司海外市场销售有望继续稳步提升。

盈利预测：预计2020-2022年，公司将分别实现营业收入204.11、244.85、286.85亿元，对应EPS分别为5.02、6.05、7.11元，对应当前股价的PE分别为71、59、50倍，继续推荐，维持“买入”评级。

风险提示：高端设备推广不及预期风险、海外市场波动风险。

2.欧普康视（300595）

推荐理由：1）作为近视矫正领域的国内龙头企业，公司具有明显的先发优势，在加快产品迭代升级的同时围绕角膜塑形镜推出了多维度、多系列的辅助应用产品，进一步巩固了用户粘性和市场地位；2）近年来，我国近视发生率呈上升趋势，由于近视成因短期内难以消除且近视的不可逆转性，因此近视矫正显得尤为重要。我们认为近视矫正市场潜力巨大，并且在未来相当长的时间内不会出现市场规模下滑的风险；3）近视矫正的选择相对有限，整体市场竞争将会是品类之间的竞争。角膜塑形镜作

为具有全新使用体验的近视矫正方案，将进一步扩大品类市场，其中由于国产品牌数量较少，预计竞争压力相对缓和。

盈利预测：预计2020-2022年，公司将分别实现营业收入8.28、11.39、15.40亿元，对应EPS分别为0.64、0.89、1.20元，对应当前股价的PE分别为121、87、64倍，继续推荐，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复导致视光业务停滞的风险、产品进一步推广不及预期的风险、角膜塑形镜不规范佩戴导致的伤害事件风险。

3.爱博医疗（688050）

推荐理由：1）公司是国内首家高端屈光性人工晶状体制造商，也是国内主要的可折叠人工晶状体制造商之一，拥有人工晶状体核心技术和完整的自主知识产权，掌握了包括材料制备和工艺制造等方面的核心技术，打破了国际厂商在高端人工晶状体技术和市场方面的垄断局面；2）白内障手术率不断攀升、人口老龄化加剧以及居民健康意识增强等多因素驱动国内人工晶状体市场高速增长，公司拥有多款人工晶体产品，销售占比逐年提升。此外，与进口品牌产品相比，公司的人工晶体在材料、结构等多方面具有优势，叠加高值医用耗材集采，预计未来将显著增厚公司业绩；3）公司是中国境内第2家取得角膜塑形镜注册证的生产企业，产品设计独特，性能优异，与进口品牌相比在材料选择、透氧系数等多方面具有较为明显的竞争优势。产品上市后迅速放量，预计未来将成为公司另一业绩核心支撑点。

盈利预测：预计2020-2022年，公司将分别实现营业收入2.70、3.91、5.38亿元，对应EPS分别为0.89、1.30、1.69元，对应当前股价的PE分别为197、135、104倍，继续推荐，维持“增持”评级。

风险提示：带量采购降价风险、新产品市场推广不及预期风险。

4.透景生命（300642）

推荐理由：1）公司主要从事中高端自主品牌体外诊断产品的研发、生产与销售，凭借高通量荧光技术、化学发光免疫分析等多个技术平台在免疫诊断、分子诊断等领域开发了多款试剂产品,形成了“以肿瘤全病程临床检测为主,其他领域检测产品为辅”的丰富的产品线；2）公司重点布局“免疫+分子”两大IVD领域。在免疫诊断领域公司专注于肿瘤标志物的临床检测，已开发了20种肿瘤标志物检测产品，是目前国内乃至国际上肿瘤标志物临床检测领域种类比较齐全的公司之一；在分子诊断领域，公司重点布局宫颈癌筛查，开发了高危型 HPV 核酸检测试剂盒、“5+9”型 HPV 分型检测试剂盒等多款产品；3）公司以产品创新为本，取得了多项“第一”：公司第一个取得流式荧光检测产品注册证，是国内流式荧光技术的领导者；第一个打破国际品牌技术垄断，在国外品牌仪器上开发出第一个兼容性化学发光检测试剂；取得了国内第一个用于肺癌甲基化检测的“人SHOX2、RASSF1A基因甲基化DNA检测试剂盒（PCR荧光法）”产品的注册证书等多项“第一”。丰富的产品管线以及稳定的产品质量使公司产品已覆盖国内31个省市，终端客户超过1000家。

盈利预测：预计2020-2022年公司将分别实现营业收入4.81、6.32、7.60亿元，对应EPS分别为1.28、2.33、2.75元，对应当前股价的PE分别为42、23、19倍，继续推荐，维持“增持”评级。

风险提示：行业政策变化风险 、产品质量风险、 销售模式变更风险。

相关风险提示：未来政策执行不及预期的风险、药品降价超预期的风险、市场整体波动的风险。

医药生物行业重点上市公司估值情况一览表

（数据截止日期：2020年12月11日）

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘价	市盈率			市净率	投资评级
		19A	20E	21E	最新		19A	20E	21E	最新	
300759	康龙化成	0.69	1.18	1.53	10.66	101.81	148	86	67	9.55	买入
300725	药石科技	1.06	1.32	1.72	6.20	120.00	113	91	70	19.35	买入
688222	成都先导	0.30	0.14	0.31	3.06	34.75	116	248	112	11.36	增持
300760	迈瑞医疗	3.85	5.02	6.05	18.14	355.70	92	71	59	19.61	买入
300595	欧普康视	0.51	0.64	0.89	2.63	77.14	151	121	87	29.33	增持
688050	爱博医疗	0.63	0.89	1.30	14.17	175.22	278	197	135	12.37	增持
300642	透景生命	1.73	1.28	2.33	12.95	53.20	31	42	23	4.11	增持

资料来源：万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场