西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

医药行业2022年投资策略

未来医药估值有望均衡，“穿越医保”和“疫情脱敏”是两条核心主线

西南证券研究发展中心
医药研究团队
2021年11月

核 心 观 点

- 回顾2021年初至今，医药生物指数下跌9.49%，跑输沪深300指数3.68个百分点，行业涨跌幅排名第22，疫情对市场的影响边际在减弱。**从持仓来看，**公募和外资对于核心资产持仓开始分化，高景气度CXO板块持续“戴维斯双击”。**从估值来看，**过去3年核心资产（总市值大于500亿）PE估值中枢从37倍到73倍，估值扩张贡献速度远超过业绩增长。展望未来3年，随着疫情好转，经济逐步复苏，未来全球及国内宏观流动性边际放松的可能性较小，我们判断，**未来医药估值有望回归均衡。同时在医保压力常态化和后疫情时代，重点寻找“穿越医保”和“疫情脱敏”品种。**

- **未来医保压力将成为常态。**一方面，我们认为药械龙头企业比如恒瑞医药、迈瑞医疗等有望通过**“持续创新+国际化”有望穿越“医保结界”**；另一方面，医保免疫仍是较好选择，针对下游ToC端而言，重点关注不占医保的品种比如自费生物药，中药消费品、医美上游产品等；而产业链上游ToB端相对政策免疫，比如创新产业链CXO板块，设备板块包括药机设备、药房自动化设备、耗材生产设备等，生命科学试剂耗材领域等。

- **后疫情时代，我们认为重点关注疫情“脱敏”领域**，1）不受新冠干扰的疫苗品种或疫苗超跌品种； 2）PEG小于1，长期基本面趋势向上的低估值或低预期的品种；3）此前疫情受损、未来需求复苏的医疗服务品种。此外，随着疫情逐步缓解和常态化的防控措施， 此前受益于疫情的相关物质（比如手套、口罩、新冠检测试剂、新冠疫苗等）的需求随之回落，业绩尚需要一些时间来消化和观察，这些领域里面仍有未来2-3年重点关注的方向。

核 心 观 点

2022年组合推荐：

- **稳健组合：**迈瑞医疗(300760)、药明康德(603259)、恒瑞医药(600276)、通策医疗（600763）、云南白药(000538)、片仔癀（600436）、智飞生物(300122)、爱美客（300896）。
- **弹性组合：**我武生物（300357）、康希诺（688185）、楚天科技（300358）、健麾信息（605186）、派林生物（000403）、贝达药业（300558）、康泰生物（300601）、博腾股份（300363）。
- **科创板组合：**泽璟制药-U（688266）、皓元医药（688131）、普门科技（688389）、百克生物（688276）、欧林生物（688319）、爱博医疗（688050）、佰仁医疗（688198）、南微医学（688029）。
- **港股组合：**药明生物（2269）、君实生物（1877）、启明医疗（2500）、锦欣生殖（1951）、海吉亚（6078）、时代天使（6699）。

风险提示：医药行业政策风险超预期；新冠疫情爆发风险；业绩不及预期风险。

目　录

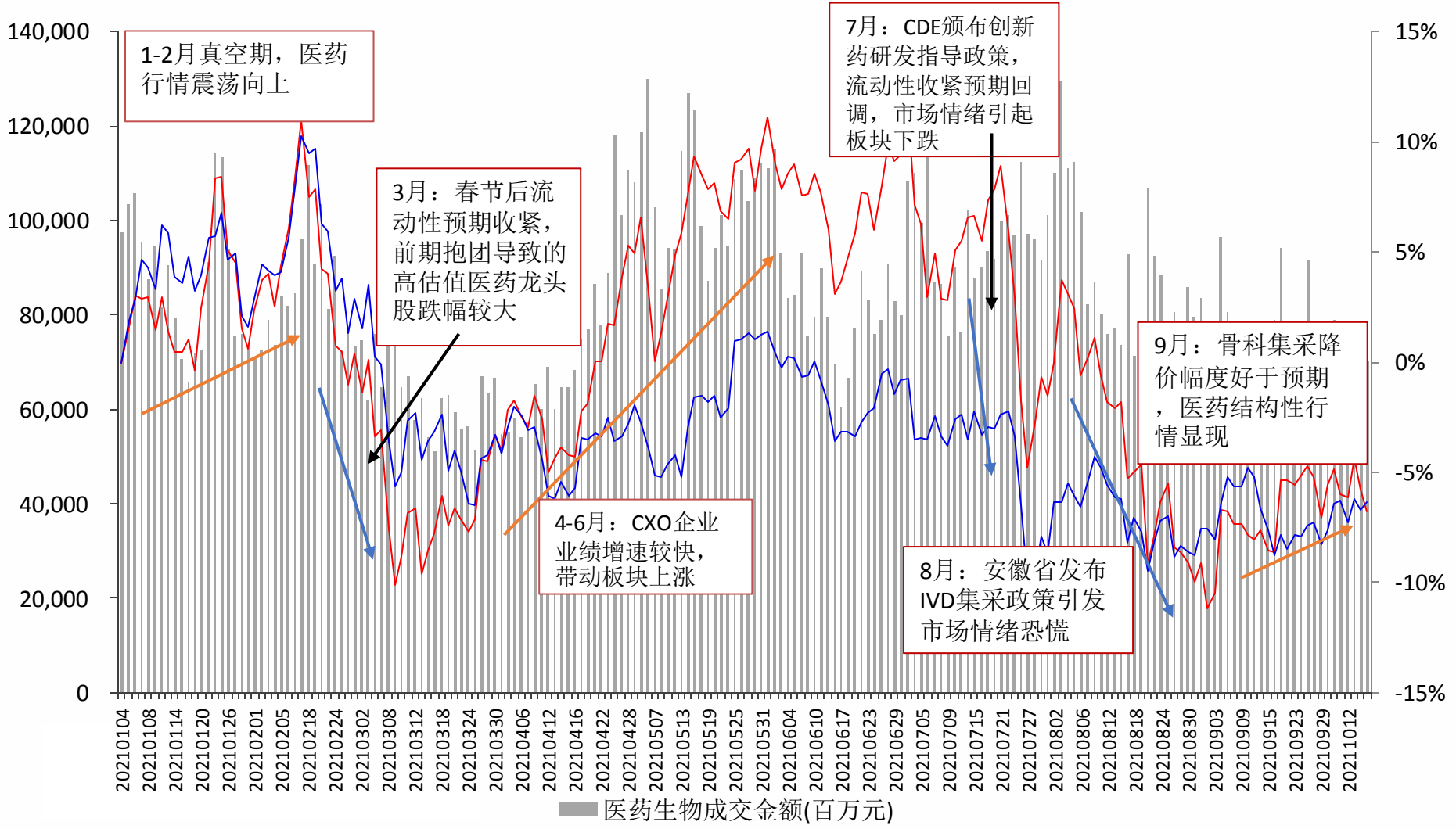
医药行业2021年前三季度表现回顾

医药子行业2022年年度投资逻辑

医药全行业2022年投资策略及标的

1 医药行业前三季度表现回顾

1.1 2021年医药行业复盘



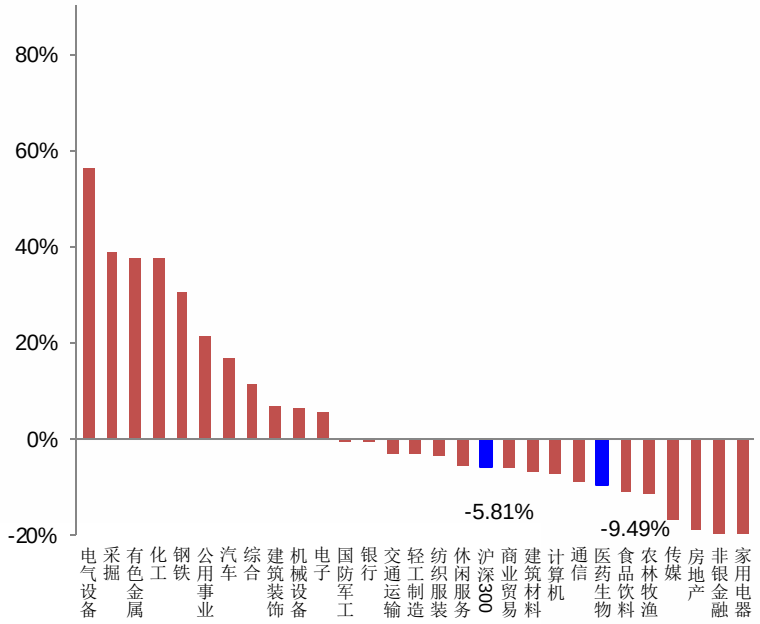
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

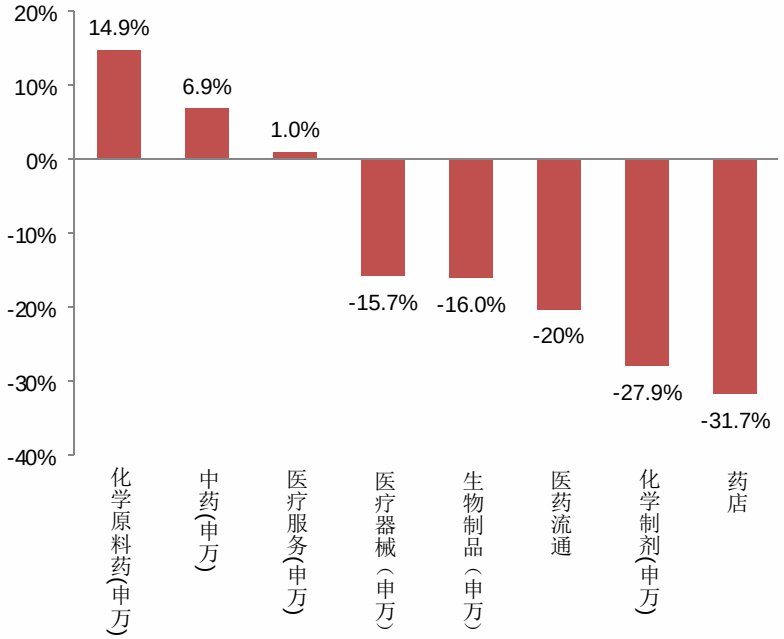
1.2.1 2021年医药行业复盘：从涨跌幅排名来看

- 21年初以来至今，医药生物指数下跌9.49%，跑输沪深300指数3.68个百分点，行业涨跌幅排名第22。
- 年初以来，医药行业有3个子行业上涨，分别为化学原料药（14.9%）、中药（6.9%）、医疗服务（1%），药店跌幅最大（-31.7%）。

年初以来全行业行情



年初以来医药子行业行情



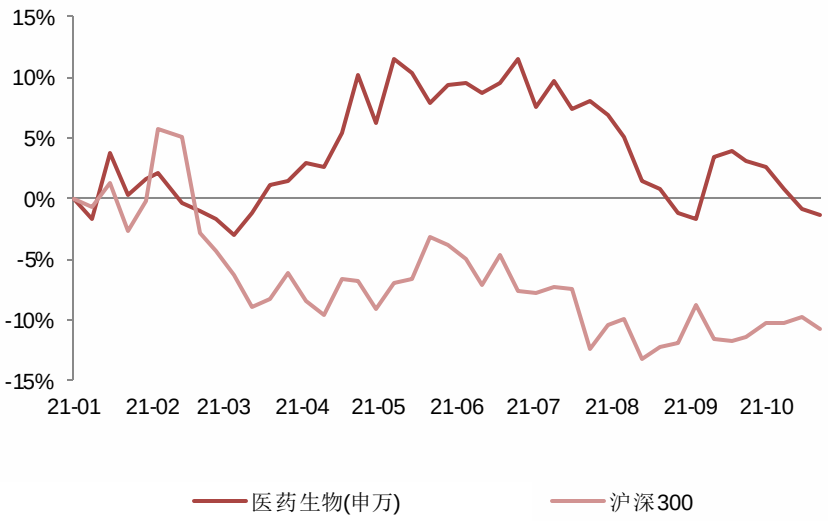
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

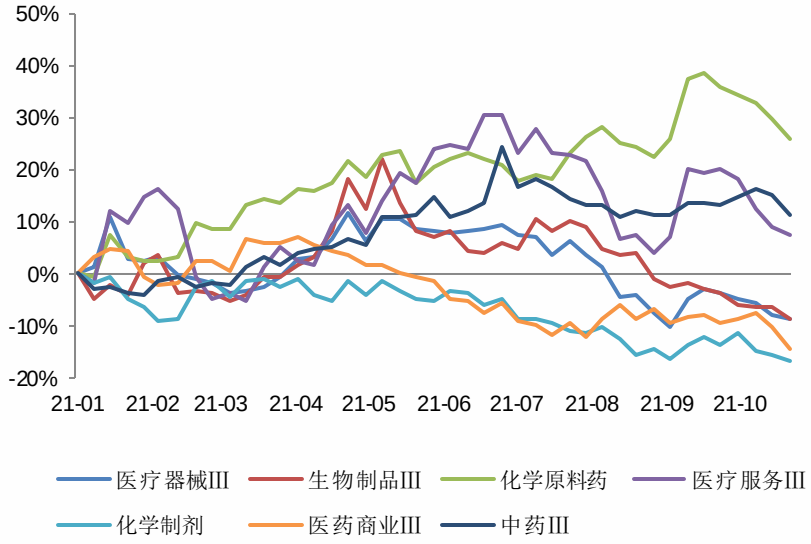
1.2.1 2021年医药行业复盘：从涨跌幅走势来看

- 纵向比较医药行业行情走势，今年受医药行业政策影响，行业市场情绪波动较大，年初以来累计下跌9.5%，跑输沪深300指数3.7%。
- 分子行业来看，**化学原料药**自从年初以来是累计收益率最高的子行业。医疗器械板块受到IVD集采影响、医疗服务板块受到种植牙政策以及三季报业绩影响导致回调。

最近一年医药指数相对沪深300走势



最近一年医药子行业相对沪深300走势



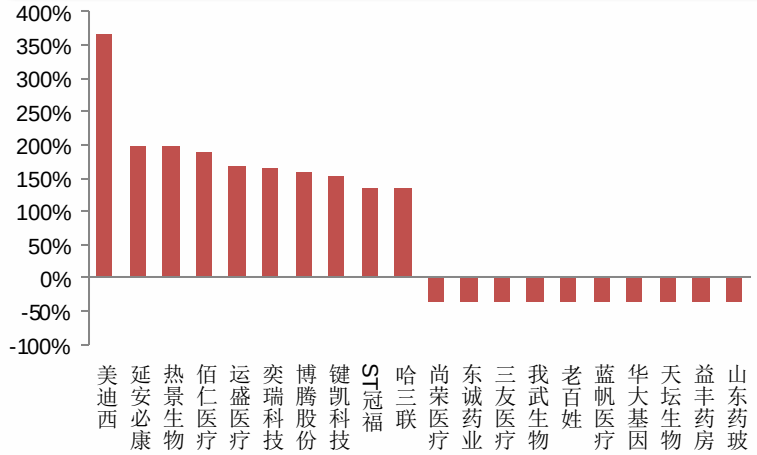
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

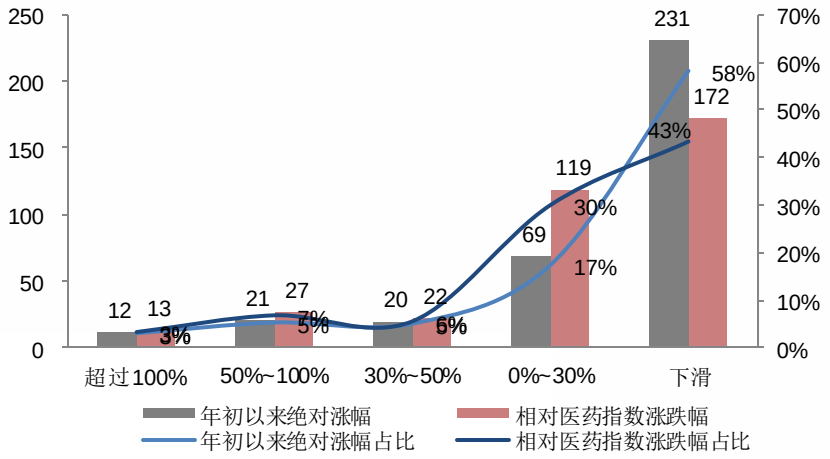
1.2.1 2021年医药行业复盘：从个股涨跌幅来看

- 2021年医药行业分化加剧，结构化行情逐渐显现，翻倍的个股数量较去年有所下降，共有12家，占比约为3%（共397家）。
- **跑赢医药指数超过100pp的有13家，**除了新股上市和次新股公司，还有疫情导致业务需求大涨的如热景生物，也有受业绩快速增长叠加估值修复形成戴维斯双击的CXO板块，如博腾股份、美迪西等。

年初以来医药个股涨跌幅排名



年初以来个股涨跌幅区间数量



年初以来个股复盘

跑赢医药指数超过100pp	原因
热景生物	疫情驱动业绩
美迪西、昭衍新药、博腾股份、佰仁医疗	CXO板块业绩增长迅速，估值修复
奕瑞科技、键凯科技、拱东医疗	新股、次新股

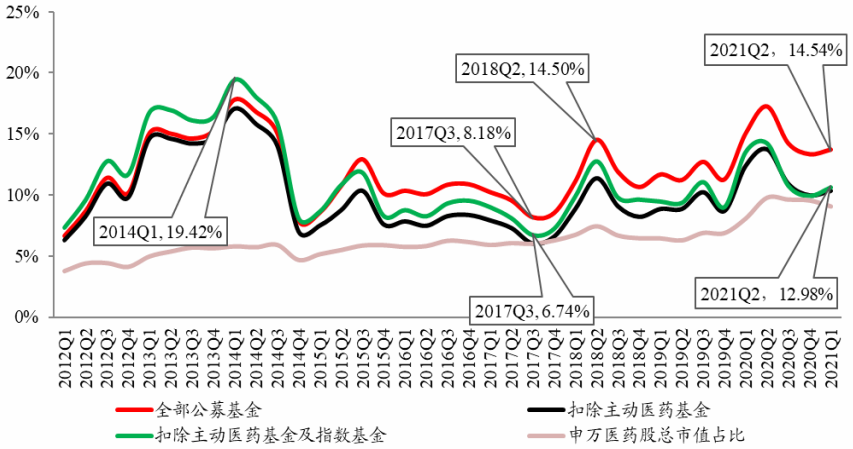
数据来源：Wind，西南证券整理，数据截止2021年10月18号

1 医药行业前三季度表现回顾

1.2.2 2021年医药行业复盘：从公募基金持仓来看

- **21Q2医药总持仓持续提升，核心资产持续分化**：21Q2全部公募基金占比14.54%，环比+0.83pp；剔除主动医药基金占比11.14%，环比+0.8pp；再剔除指数基金占比12.98%，环比+2.35pp；申万医药板块市值占比为10.1%，环比+1.05pp；
- 21Q2外资持股占比略有下降。21Q2外资持有医药生物板块的总市值占比为3.27%，环比下降0.2pp，持股总市值为3079亿元，环比+399亿元。

公募基金A股重仓医药占比概况



21Q2公募基金持仓占比前十

代码	名称	持股基金数量		持股总市值(亿元)		流通股本占比		总股本占比		季度涨跌幅	Q2末市值（亿元）	
		最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化	最新	季度变化		流通市值	总市值
603259.SH	药明康德	907	346	780.3	311.9	17.0%	-5.4%	16.9%	3.3%	31%	2,095	3,445
300760.SZ	迈瑞医疗	634	66	590.4	90.8	24.6%	-0.6%	10.1%	-0.2%	18%	2,022	4,950
300015.SZ	爱尔眼科	338	146	381.3	174.3	12.1%	-1.1%	9.9%	1.5%	52%	1,683	2,623
300122.SZ	智飞生物	333	-39	244.3	-35.8	14.5%	-3.5%	8.2%	-2.0%	7%	1,762	3,132
600276.SH	恒瑞医药	309	-278	157.1	-150.4	3.6%	-3.9%	3.6%	-2.6%	-13%	3,626	4,383
000661.SZ	长春高新	301	-251	242.7	-132.4	16.5%	-6.5%	15.5%	-5.0%	-16%	1,792	1,912
300347.SZ	泰格医药	246	56	227.9	72.4	17.2%	2.1%	13.5%	1.6%	30%	1,015	1,285
600763.SH	通策医疗	182	76	256.1	136.2	19.4%	4.5%	19.4%	4.5%	62%	941	941
002821.SZ	凯莱英	146	31	141.4	37.2	16.3%	0.1%	15.6%	0.8%	27%	697	727
300759.SZ	康龙化成	126	44	143.9	61.4	15.8%	2.6%	8.4%	1.4%	48%	639	1,219

数据来源：Wind，持仓市值数据截至2021.6.30，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

21Q2持仓市值前20

代码	名称	持股总市值	市值变化	持有基金数	数量变化	流通股占比	占比变化	全股本占比	占比变化	涨跌幅	Q2末市值
300760.SZ	迈瑞医疗	**296**	49	379	-77	17%	3%	6%	1%	15%	4702
600276.SH	恒瑞医药	**284**	-96	502	-319	6%	-2%	6%	-2%	-3%	4737
603259.SH	药明康德	**183**	6	249	-152	10%	0%	7%	0%	5%	2735
000661.SZ	长春高新	**144**	-204	240	-330	11%	-16%	10%	-13%	-13%	1516
300015.SZ	爱尔眼科	**137**	2	156	-20	8%	0%	5%	0%	19%	2566
300122.SZ	智飞生物	**128**	50	210	-27	10%	4%	5%	2%	42%	2563
300601.SZ	康泰生物	**122**	-7	112	-53	15%	-1%	10%	-1%	17%	1233
600763.SH	通策医疗	**97**	29	83	-9	14%	4%	13%	4%	35%	722
002044.SZ	美年健康	**62**	9	46	-10	13%	2%	9%	1%	0%	667
300347.SZ	泰格医药	**51**	-28	85	-88	7%	-4%	5%	-3%	1%	1062
300142.SZ	沃森生物	**46**	-7	78	-29	6%	-1%	6%	-1%	-4%	768
300529.SZ	健帆生物	**43**	-18	56	-37	13%	-6%	7%	-3%	10%	634
002821.SZ	凯莱英	**41**	-15	91	-26	7%	-3%	6%	-2%	11%	665
002007.SZ	华兰生物	**37**	-19	88	-55	4%	-2%	4%	-2%	14%	934
600521.SH	华海药业	**31**	-26	76	-28	7%	-5%	6%	-5%	-5%	490
600079.SH	人福医药	**27**	7	57	27	7%	2%	6%	2%	29%	445
603882.SH	金域医学	**24**	-9	60	-9	5%	-2%	5%	-2%	14%	484
300298.SZ	三诺生物	**24**	8	5	-2	11%	4%	10%	3%	25%	231
300558.SZ	贝达药业	**23**	-20	31	-103	5%	-4%	5%	-5%	-17%	430
600161.SH	天坛生物	**23**	-11	20	-45	5%	-2%	5%	-2%	6%	432

数据来源：Wind，数据截至2021.6.30，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

21Q2持仓基金数量前20

持有基金数量新增最多TOP20			持有基金数量减少最多TOP20		
代码	名称	持有基金数（家）季度变化	代码	名称	持有基金数（家）季度变化
603259.SH	药明康德	346	600276.SH	恒瑞医药	-278
300015.SZ	爱尔眼科	146	000661.SZ	长春高新	-251
600763.SH	通策医疗	76	002044.SZ	美年健康	-61
300760.SZ	迈瑞医疗	66	300122.SZ	智飞生物	-39
300896.SZ	爱美客	62	002001.SZ	新和成	-27
600196.SH	复星医药	59	603233.SH	大参林	-25
300347.SZ	泰格医药	56	300529.SZ	健帆生物	-24
688363.SH	华熙生物	46	002727.SZ	一心堂	-24
300759.SZ	康龙化成	44	603883.SH	老百姓	-22
688029.SH	南微医学	32	603882.SH	金域医学	-20
002821.SZ	凯莱英	31	300702.SZ	天宇股份	-20
002223.SZ	鱼跃医疗	29	300677.SZ	英科医疗	-19
300363.SZ	博腾股份	28	603658.SH	安图生物	-16
600436.SH	片仔癀	28	600521.SH	华海药业	-15
688016.SH	心脉医疗	26	603939.SH	益丰药房	-15
300595.SZ	欧普康视	23	000538.SZ	云南白药	-14
300601.SZ	康泰生物	21	300142.SZ	沃森生物	-14
688185.SH	康希诺-U	19	603520.SH	司太立	-14
688626.SH	翔宇医疗	19	002262.SZ	恩华药业	-14
300003.SZ	乐普医疗	11	600079.SH	人福医药	-13

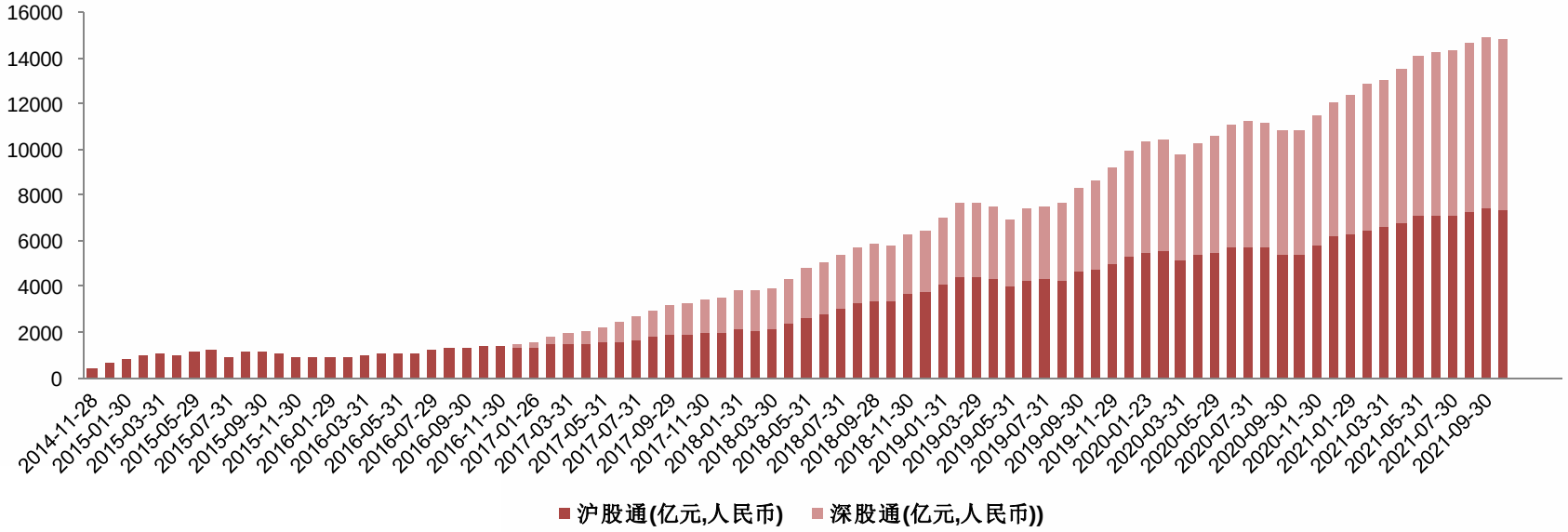
数据来源：Wind，数据截至2021.6.30，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

1.2.2 2021年医药行业复盘：从北向资金持仓来看

- **北上资金上半年医药板块资金占比下降**，2021年上半年北上资金在医药板块的占比整体下降，从年初3.5%持续下降到8月的3.1%，近两月有上涨趋势。
- 从北向资金累计净买入来看，截至21年10月，北向资金累计净买入15271亿元。

2014年末以来北向资金月度累计净买入



数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

1.2.2 2021年医药行业复盘：从陆股通持仓来看

- **医药陆股通持仓占比前五分别为**：益丰药房、泰格医药、金域医学、康龙化成、迪安诊断;
- **医药陆股通持仓占比增加前五分别为**：海尔生物、理邦仪器、艾德生物、山东药玻、益丰药房;
- **医药陆股通持仓占比减少前五分别为**：迈瑞医疗、泰格医药、云南白药、药明康德、鱼跃医疗。

注：2021年初至2021年10月29日。

代码	名称	期末占比-流通A股	占比变动	期末占比-总股本	占比变动	期末市值（亿元）	市值变动（亿元）	期间涨跌幅
陆港通持仓占比前十大								
603939.SH	益丰药房	17.4%	6.8%	16.9%	6.6%	56.2	7.1	-35.2%
300347.SZ	泰格医药	16.1%	-5.2%	10.4%	-3.1%	145.4	-44.7	-3.4%
603882.SH	金域医学	15.9%	5.6%	15.8%	5.5%	81.9	21.3	-6.5%
300759.SZ	康龙化成	14.2%	5.6%	5.1%	2.0%	74.7	45.5	57.5%
300244.SZ	迪安诊断	14.1%	-1.3%	11.0%	-0.4%	21.8	-2.4	-10.1%
300685.SZ	艾德生物	14.0%	8.0%	13.9%	8.0%	24.3	14.1	8.9%
688139.SH	海尔生物	14.0%	14.0%	8.1%	8.1%	23.9	23.9	37.5%
600529.SH	山东药玻	11.8%	6.9%	11.8%	6.9%	23.3	8.5	-32.9%
000538.SZ	云南白药	11.6%	-3.8%	5.5%	-1.8%	62.3	-43.1	-20.4%
600276.SH	恒瑞医药	10.9%	-2.1%	10.8%	-2.0%	337.8	-426.0	-49.0%

数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

代码	名称	期末占比-流通A股	占比变动	期末占比-总股本	占比变动	期末市值（亿元）	市值变动（亿元）	期间涨跌幅
陆港通持仓占比增持前十大								
688139.SH	海尔生物	14.0%	14.0%	8.1%	8.1%	23.9	23.9	37.5%
300206.SZ	理邦仪器	9.4%	9.3%	5.5%	5.5%	3.4	3.4	-40.1%
300685.SZ	艾德生物	14.0%	8.0%	13.9%	8.0%	24.3	14.1	8.9%
600529.SH	山东药玻	11.8%	6.9%	11.8%	6.9%	23.3	8.5	-32.9%
603939.SH	益丰药房	17.4%	6.8%	16.9%	6.6%	56.2	7.1	-35.2%
300759.SZ	康龙化成	14.2%	5.6%	5.1%	2.0%	74.7	45.5	57.5%
603882.SH	金域医学	15.9%	5.6%	15.8%	5.5%	81.9	21.3	-6.5%
603658.SH	安图生物	7.6%	4.1%	7.6%	4.3%	24.2	2.6	-51.4%
300896.SZ	爱美客	3.7%	3.7%	1.8%	1.8%	23.4	23.4	79.4%
688202.SH	美迪西	3.5%	3.5%	1.5%	1.5%	6.3	6.3	329.5%
陆港通持仓占比减持前十大								
300760.SZ	迈瑞医疗	8.8%	-5.9%	8.8%	2.8%	390.2	75.7	-9.4%
300347.SZ	泰格医药	16.1%	-5.2%	10.4%	-3.1%	145.4	-44.7	-3.4%
000538.SZ	云南白药	11.6%	-3.8%	5.5%	-1.8%	62.3	-43.1	-20.4%
603259.SH	药明康德	8.0%	-2.6%	6.9%	0.8%	274.3	72.4	22.8%
002223.SZ	鱼跃医疗	2.8%	-2.5%	2.7%	-1.8%	9.4	-3.2	29.8%
002382.SZ	蓝帆医疗	0.8%	-2.3%	0.7%	-1.5%	1.1	-3.5	-33.2%
600276.SH	恒瑞医药	10.9%	-2.1%	10.8%	-2.0%	337.8	-426.0	-49.0%
002755.SZ	奥赛康	0.6%	-2.0%	0.2%	-0.3%	0.3	-0.3	-6.4%
600867.SH	通化东宝	4.1%	-2.0%	4.1%	-2.0%	9.6	-6.9	-9.1%
002773.SZ	康弘药业	0.8%	-1.8%	0.6%	-1.3%	1.0	-7.4	-59.0%

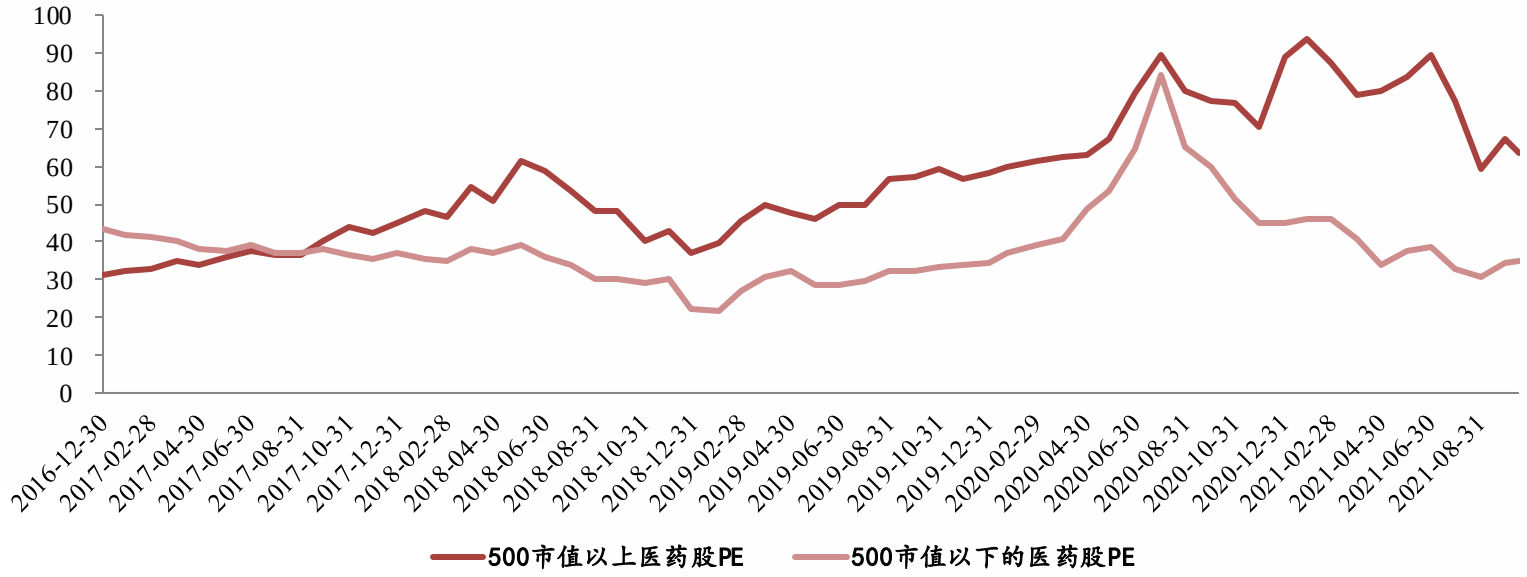
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

1.2.3 2021年医药行业复盘：从估值来看

- 过去3年核心资产（市值在500亿以上医药股）估值中枢从37倍到73倍，估值扩张贡献速度远超过业绩增长。

2016-2021年不同市值医药股PE变化趋势



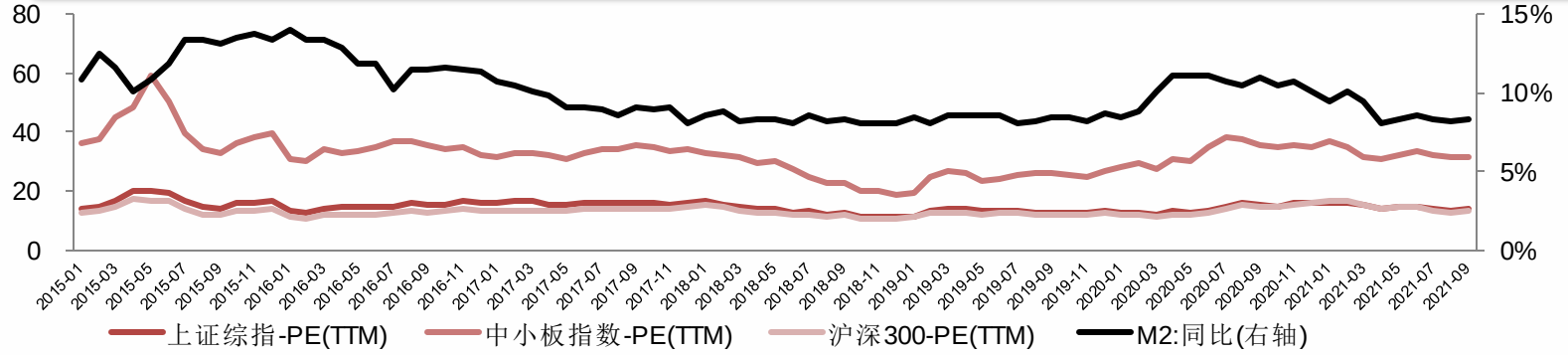
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

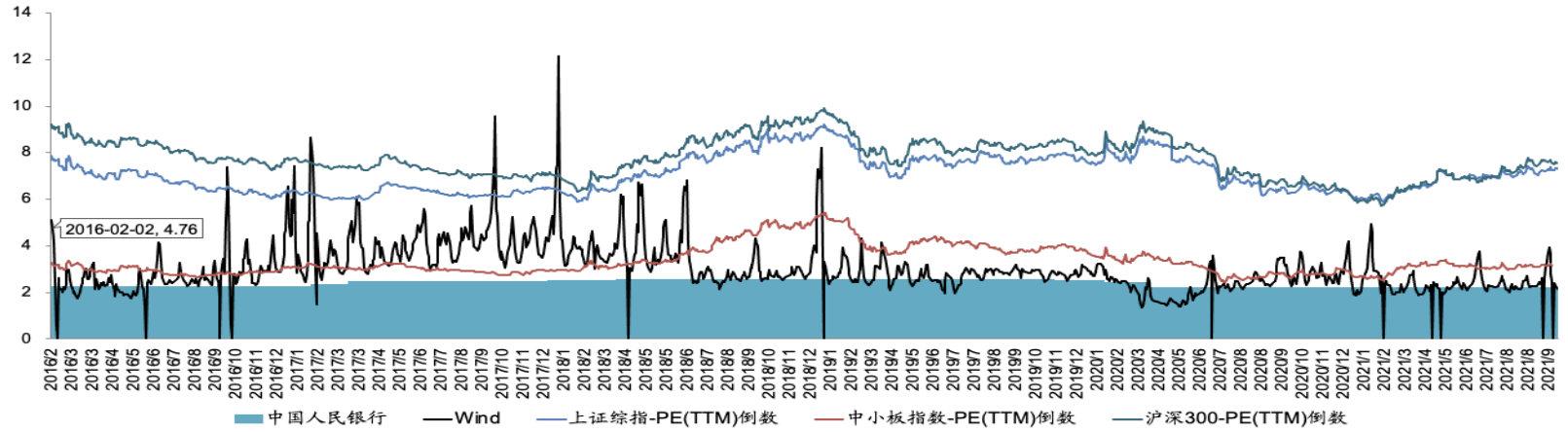
1.2.3 2021年医药行业复盘：从流动性来看

- 9月M2同比增长8.3%，增速环比上升0.1pp。短期指标来看，R007加权平均利率近期有所下滑，实际上3月以来与股指倒数空间扩大，流动性有放宽趋势。

2015年至今的M2同比数据与股指市盈率的关系



短期流动性指标R007与股指市盈率的关系



数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

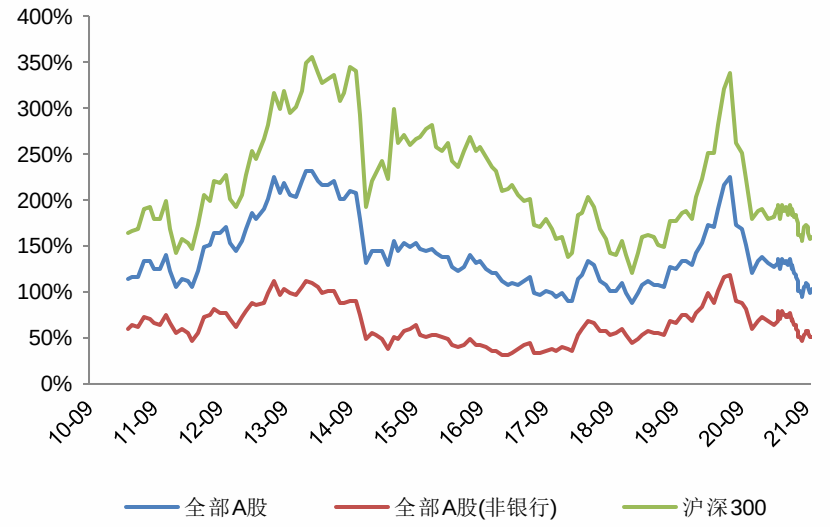
1.2.3 2021年医药行业复盘：从估值来看

- 纵向看：当前医药行业PE(TTM)为33倍，**处于历史估值中枢以下，有所回归。**
- 溢价率看：当前医药行业相对于全部A股估值溢价率为102%，相对于扣除银行以外所有A股溢价率为51%，相对沪深300指数溢价率为159%，年初以来溢价率上升到7月达到最高，随后进入调整，**目前医药行业溢价率水平处于过去十年中位数水平以下。**

过去十年医药行业估值水平PE（TTM整体法剔除负值)



过去十年医药行业溢价率（TTM整体法剔除负值）



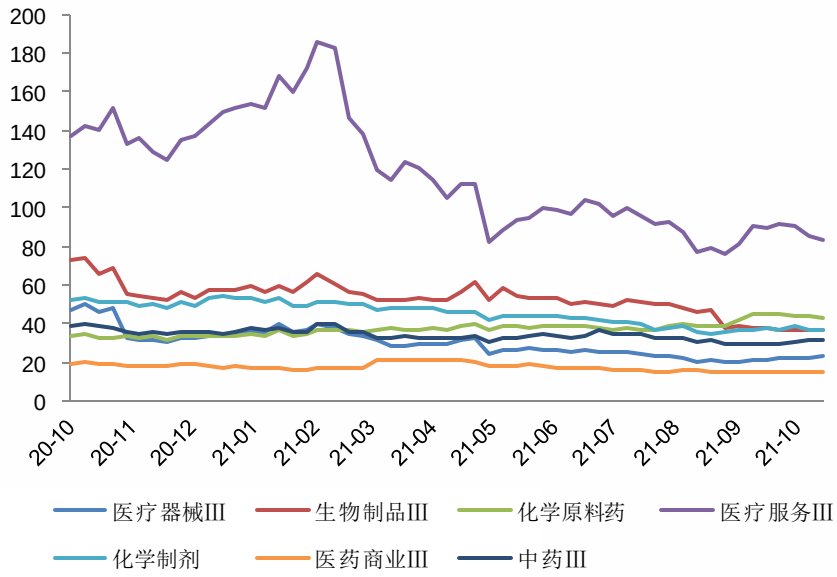
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

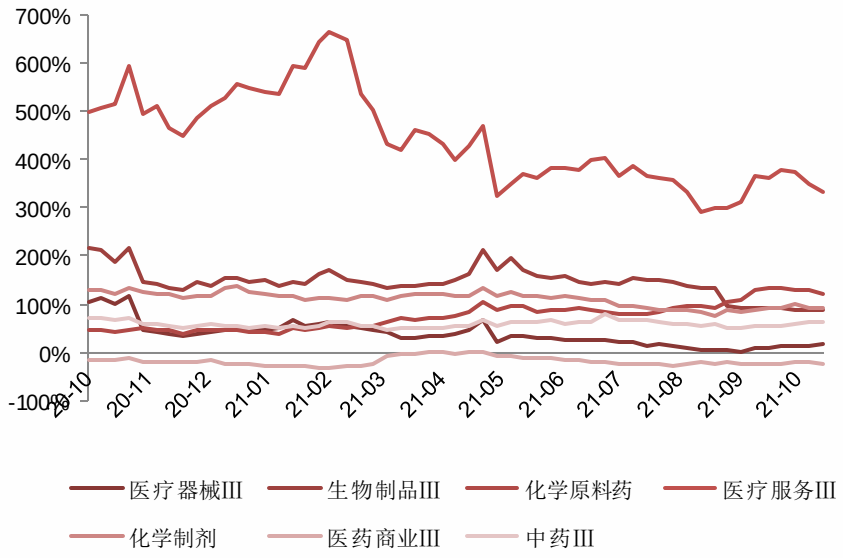
1.2.3 2021年医药行业复盘：从子行业估值走势来看

- 医药子行业市盈率横向看：医疗服务（83倍）和化学原料药（43倍）最高，医药商业（15倍）和医疗器械（23倍）最低。
- 纵向来看子行业的估值，医疗服务和生物制品已经恢复至2021年年中水平。

申万医药子行业市盈率（TTM整体法剔除负值)



过去1年医药子行业溢价率（TTM整体法剔除负值）



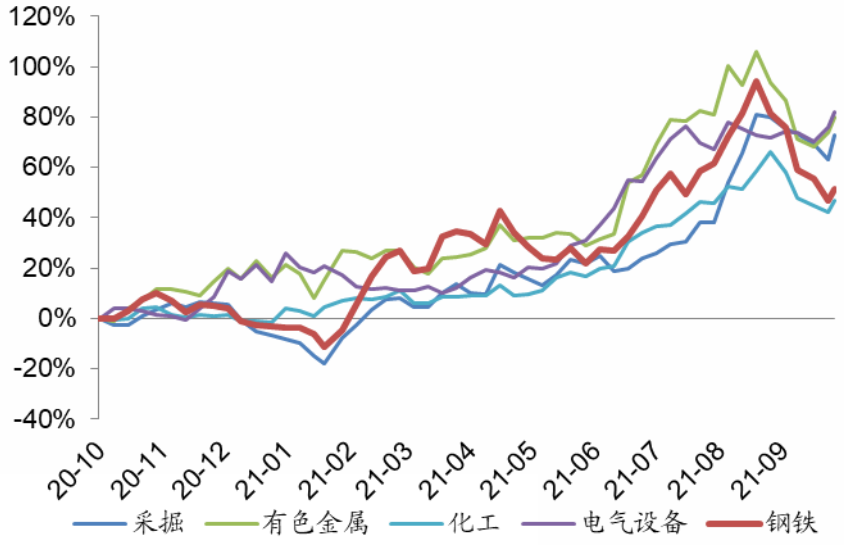
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

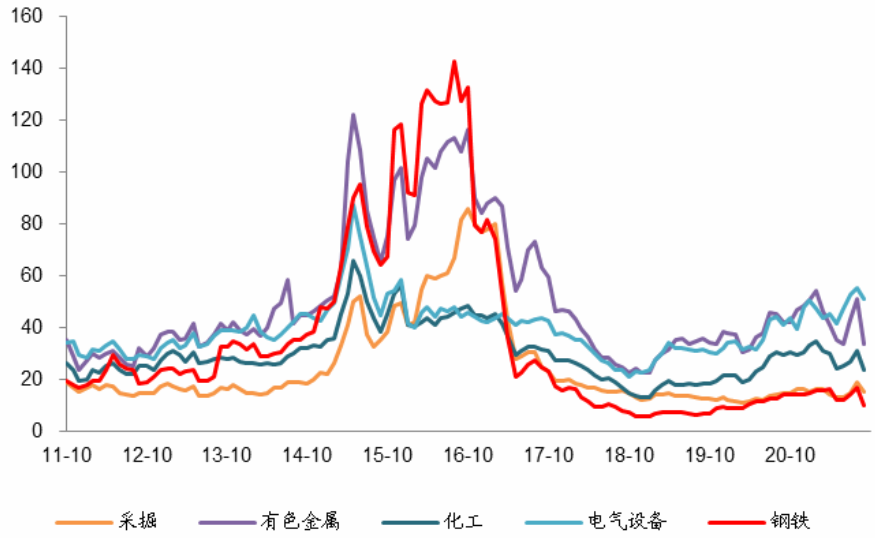
1.2.3 2021年医药行业复盘：从医药相对其他行业估值来看

- 年初以来表现较好、涨幅前五的行业分别为采掘、电气设备、有色金属、钢铁、化工。
- 今年表现较好的5个行业，纵观他们过去十年的估值水平可以发现，呈现“过山车式” 波动。

年初以来涨幅前五行业



过去一年涨跌幅前五行业十年估值水平变化



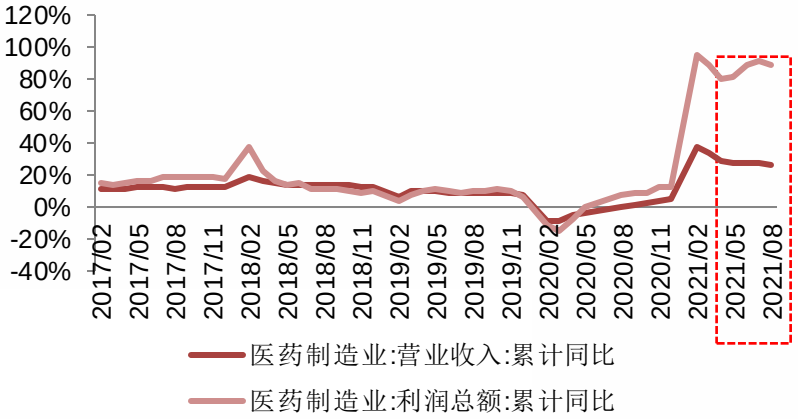
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

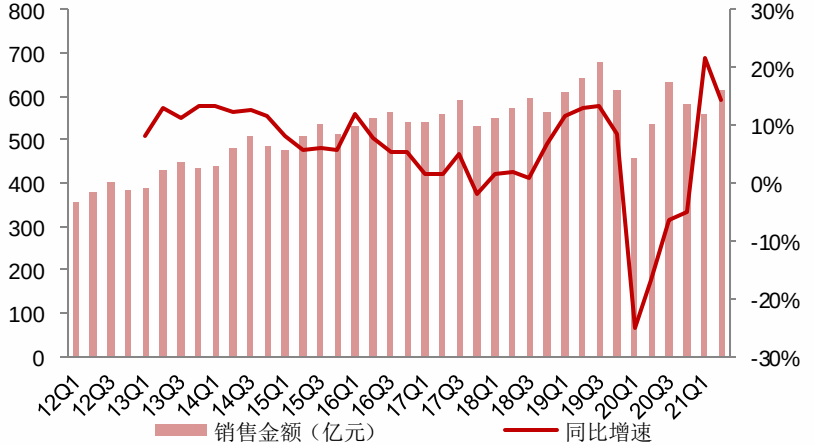
1.2.4 2021年医药行业复盘：从制造业数据来看

- **国家统计局规模以上医药制造业数据**：2020年全年累计实现营业收入2.49万亿元，同比+4.5%；累计实现利润总额3506亿元，同比增加13%。2021年1-8月医药制造营业收入同比增长26.2%，医药制造利润总额同比增长89.1%，主要系疫情加速恢复与2020年1-8月低基数两方面原因所致，根据收入和利润相比2019年的同比情况看，医药制造业基本恢复。
- **PDB样本医院药品销售额数据**：2019年PDB样本医院药品收入同比+11.7%，比2018年提升了9个百分点，我们认为主要是众多创新品种进入医保后快速放量所致。2020年PDB样本医院药品收入2213亿元，同比下降13%，其中Q1受疫情的影响，收入下滑25%，Q2/Q3/Q4单季度收入增速分别为-17%/-6%/-5%，降幅逐季收窄。2021H1收入增速为18%，预计2022年将继续改善。
- **西南观点**：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。宏观上医药工业收入近两年符合增速低于10%，但结构上分化愈加明显，创新药、创新器械、医药消费品等成行业主要增长动力，**展望2022年，我们预计低基数和疫情进一步得到控制，医药工业整体增速将持续回暖。**

医药工业收入总额及增速（统计局）



医药工业收入总额及增速（PDB）

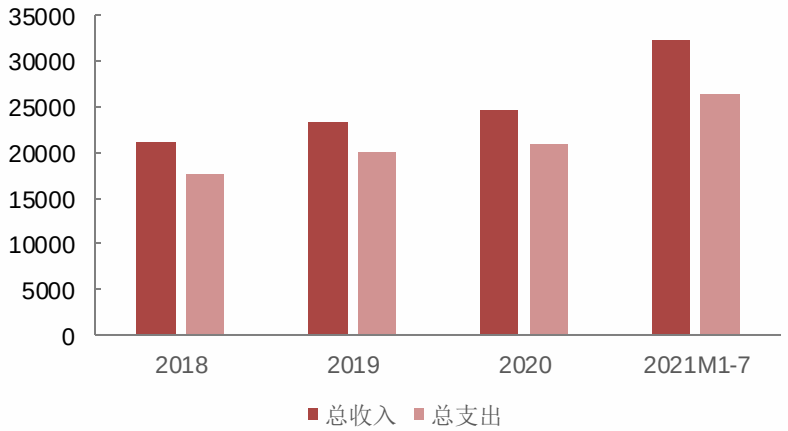


数据来源：国家统计局，PDB，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

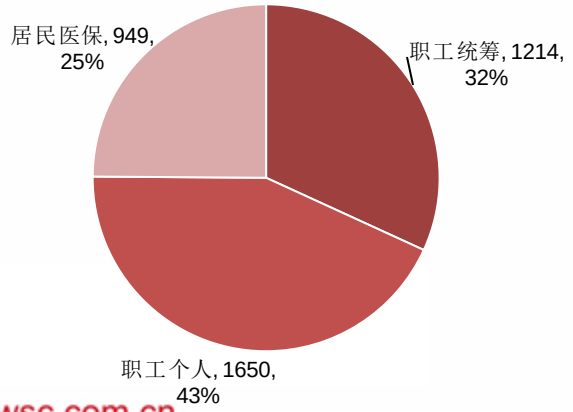
1.2.5 2021年医药行业复盘：从医保基金来看

基本医疗保险基金收入及支出（亿元）

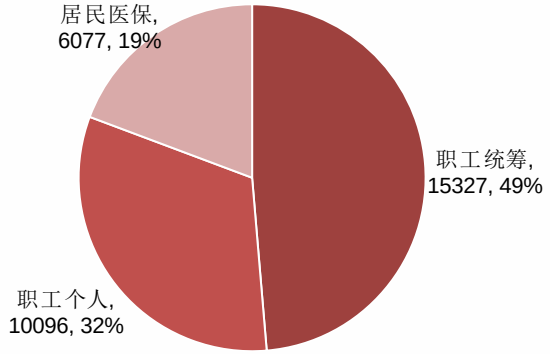


- 2020年基本医疗保险基金总收入、总支出分别为2.5万亿元（+1.7%）、2.1万亿元（+0.9%），年末累计结存3.2万亿元，总体运行稳健。2021年1-7月，基本医疗保险基金总收入、总支出分别为3.2万亿元和2.6万亿元，医保收入和支出的增速均略有上升。
- 2020年医保结存中，职工统筹+居民医保占比约为57%，职工个人账户占比43%。

2020年医保基金/当年结存分析



2020年医保基金/累计结存分析



数据来源：国家统计局，西南证券整理

目　录

医药行业2021年前三季度表现回顾

医药子行业2022年年度投资逻辑

2.1创新药产业链CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点
2.2创新药及化药制剂：聚焦临床，推动药物创新更上一层楼
2.3医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道
2.4医疗服务：关注“盈利能力+可复制性+医保风险”
2.5疫苗：行业进入加速发展期
2.6血制品：新冠疫情改变行业供需格局，关注未来政策变化和浆站资源拓展
2.7生物药：寻找自费生物药品种，关注类CAR-T创新品种
2.8中药：重点把握中药消费品机会
2.9原料药：行业成长逻辑逐步验证，长期发展空间较大
2.10零售药店：行业集中度提升与处方药外流，强者恒强
2.11医药分销：估值处于历史低位，重视产业上下游延伸价值

医药全行业2022年投资策略及标的

CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

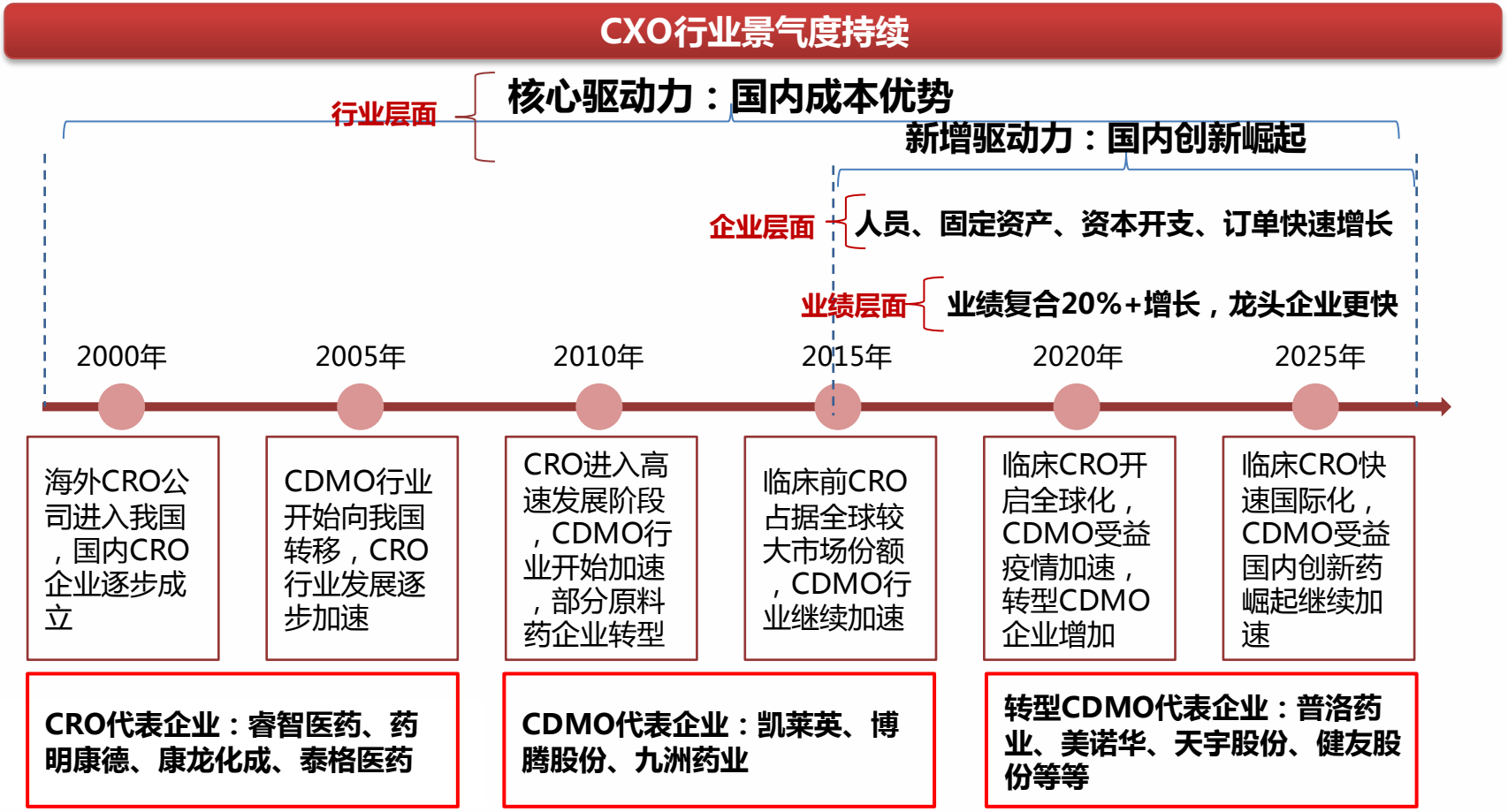
核心观点：行业景气度保持高位，从五个角度筛选CXO行业投资标的

- **海外产能转移趋势持续，行业景气度保持高位。**成本优势推动下，海外产能转移趋势持续，行业景气度保持高位，主流CXO企业的海外收入占比一直保持在较高水平，其中凯莱英等企业海外收入占比达到90%，药石科技也在70%以上，可见海外产能转移是行业发展的核心驱动力，未来仍将带动行业快速发展。
- **全球和我国医药研发投入保持高位，CXO行业增速有望保持20%+。**预计2020-2025年全球医药行业研发投入将以2-4%的速度稳步增长，海外医药生物PEVC融资额也保持在较高水平，同时，我国A股医药企业研发投入也保持高增长，2021H1研发投入达356.6亿元，同比增长超过40%，此外，我国一级市场创新药PEVC融资额仍然保持在较高水平，高速增长的研发投入为CXO行业的发展奠定基础，CXO行业增速未来有望保持20%+。
- **CXO板块长期有望分化，从五个角度筛选CXO行业投资标的。**经过2020年的普涨后，2021年板块出现分化，二线、三线CXO标的估值大幅提升。展望2022年，CXO板块估值水平有望继续保持在高位，需要持续关注内部结构分化。总体来看，CXO板块投资需要重点关注五个角度，分别是企业核心竞争力、业绩增速、新业务布局，同时在新业务布局较快以及经营质量改善的企业也需要重点关注，其中CGT CDMO是近两年发展较快的业务，有望成为CXO行业未来的重要增长点。
- **投资建议：**重点看好创新产业链CXO如药明康德、药明生物、皓元医药、博腾股份、凯莱英、泰格医药、九洲药业等，建议关注康龙化成、诺泰生物等。

CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

2.1.1 海外产能转移趋势持续，行业景气度保持高位，未来3年有望高速增长

- 成本优势推动下，海外产能转移趋势持续，行业景气度保持高位，行业增速有望继续保持在20%以上，同时，国内创新崛起，有望成为未来3-5年的核心驱动力。



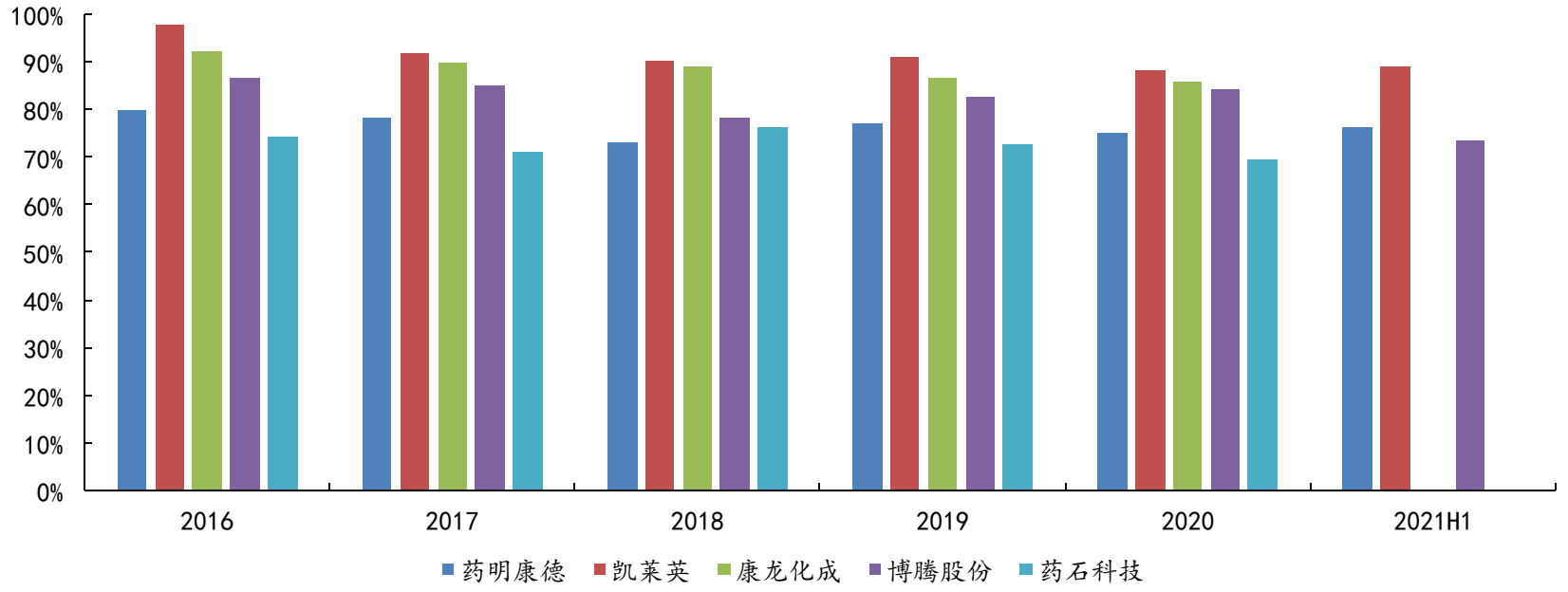
数据来源：CNKI，西南证券整理

CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

2.1.1 海外产能转移趋势持续，仍然是行业发展的核心驱动力

- **海外产能转移是行业发展的核心驱动力，主流CXO企业的海外收入占比一直保持在高位。**主流CXO企业的海外收入占比一直保持在较高水平，其中凯莱英等企业海外收入占比达到90%，药石科技也在70%以上，可见海外产能转移是行业发展的核心驱动力。

主流CXO企业海外收入占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

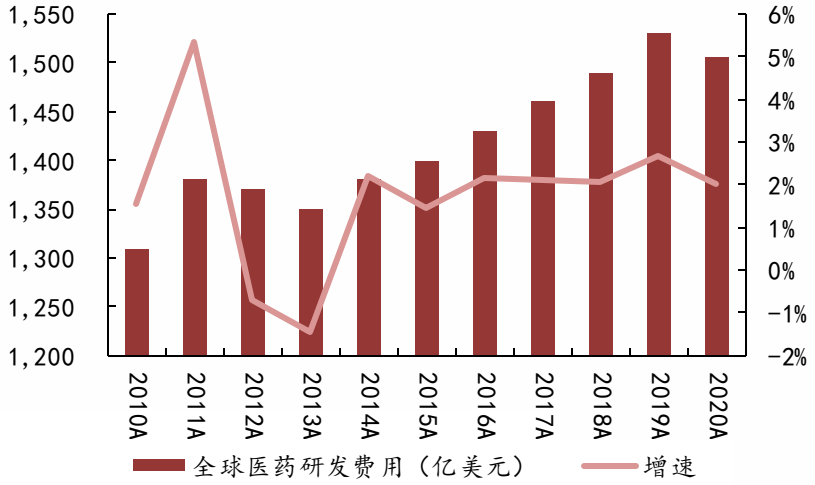
CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

2.1.1 行业层面：全球研发投入稳健增长，CXO行业保持在较高景气度

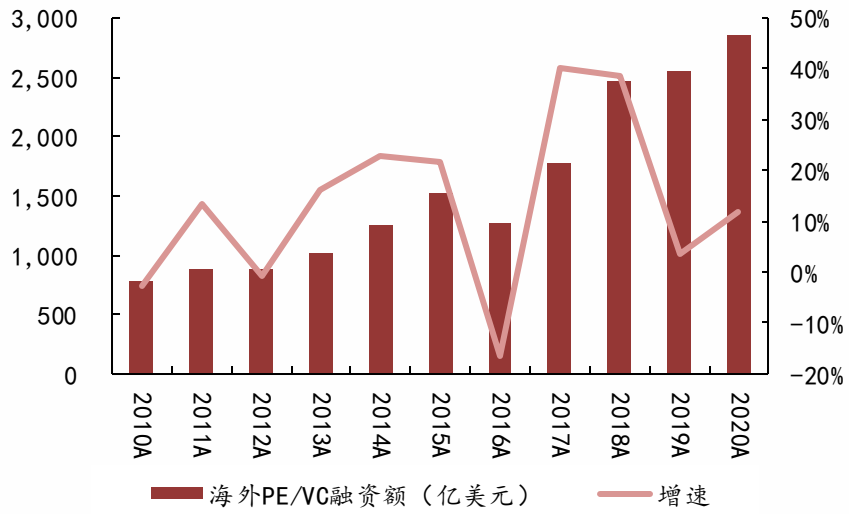
- **全球研发投入保持稳健增长。**2008年金融危机对全球医药研发造成较大冲击，研发投入增速降至1%，2011年开始，增速逐步企稳回升，2020年全球医药研发投入同比增速已经接近2%。从绝对值来看，全球医药行业研发投入从2010年的1090亿美元增长到2020年的1506亿美元，复合增长率为1.79%，预计2020-2025年全球医药研发仍将以2-4%的速度稳步增长。

- **海外医药生物PEVC融资额依然保持在较高水平。**从一级市场来看，海外医药生物PEVC融资情况经过2016年的低谷之后快速爆发，2017-2018年持续保持较快增长，2019年保持平稳，2020年融资金额达到2851亿美元，同比有所回升。

全球医药研发投入



海外医药生物PEVC历年融资额



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

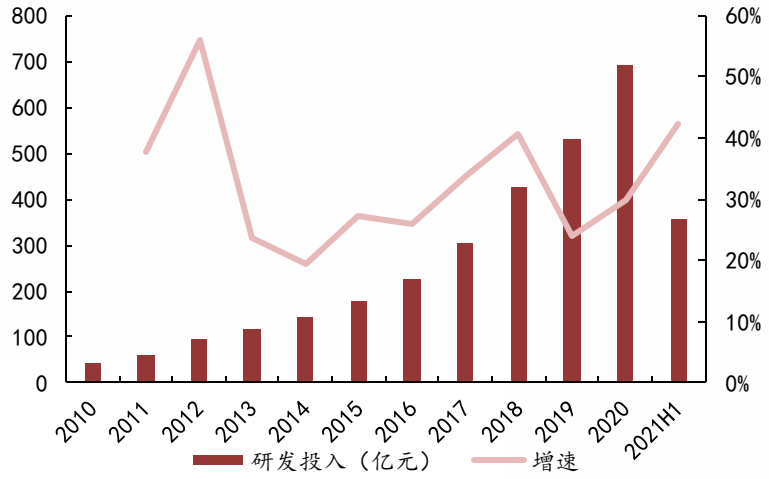
CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

2.1.1 行业层面：国内医药企业研发投入高增长，创新药IND和NDA数量保持高位

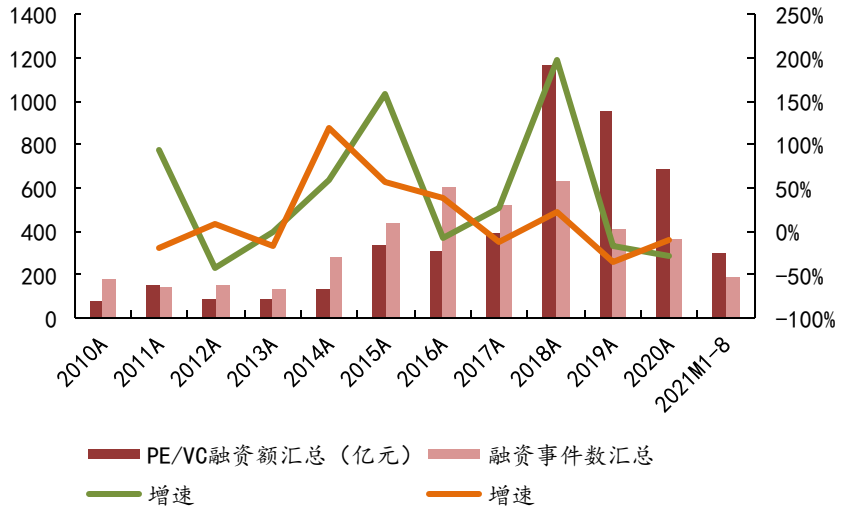
- **A股医药企业研发投入快速增长。**我国A股医药企业研发投入保持高增长，2019年研发投入额达到530亿元，2020研发投入额达到689亿元，2021H1研发投入达356.6亿元，同比增长超过40%，仍然保持在较高水平，高速增长的研发投入为CXO行业的发展奠定基础。

- **我国一级市场创新药企业融资额和融资事件保持在较高水平。**大型药企转型研发的同时，创业型的创新药企业数量快速增加，逐步成为我国创新药研发的主力，2018年我国一级市场创新药企业融资额快速增加，2020年融资额仍然超过680亿元，融资事件数量也保持在较高水平，biotech融资额以及研发投入的快速增加，成为推动我国CDMO行业发展的重要动力。

我国医药上市企业研发投入额



我国一级市场创新药企业融资额快速增加



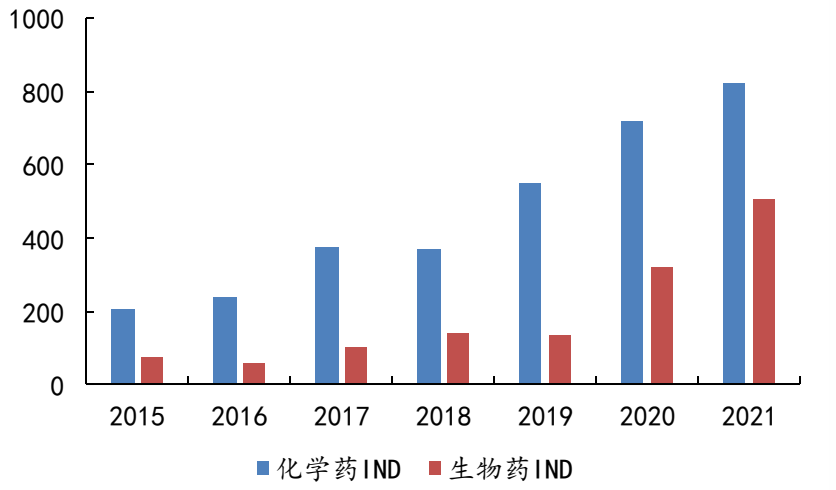
数据来源：Wind，西南证券整理

CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

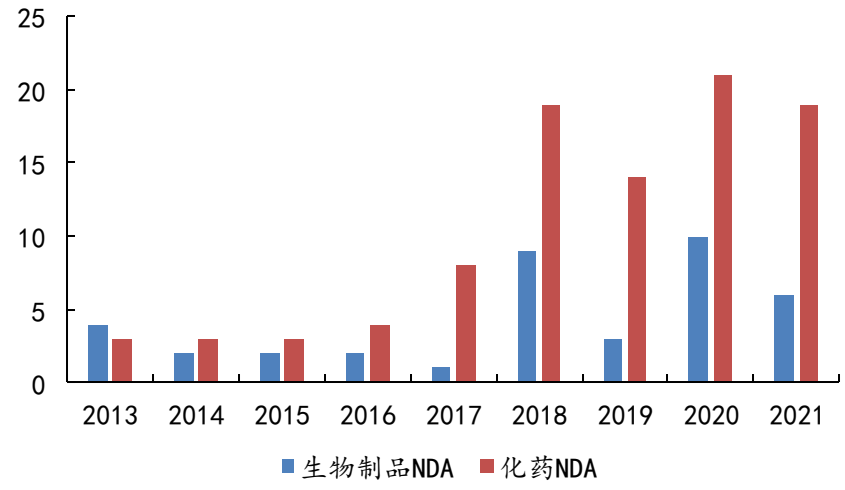
2.1.1 行业层面：国内医药企业研发投入高增长，创新药IND和NDA数量保持高位

- **我国创新药IND数量保持快速增长。**我国化学创新药IND数量从2015年的209个逐步增加到2020年721个，截至2021年10月份，化学创新药IND数量达到825个，我国生物创新药IND数量从2015年的75个逐步增加到2020年319个，截止2021年10月份，生物创新药IND数量达到509个。
- **我国创新药NDA数量保持快速增长。**我国化学创新药NDA数量从2015年的3个逐步增加到2020年21个，截至2021年10月份，化学创新药NDA数量达到19个，我国生物创新药NDA数量从2015年的4个逐步增加到2020年10个，截止2021年10月份，生物创新药NDA数量达到19个。

国产创新药临床实验申报（IND）受理情况



国产创新药上市申报（NDA）受理情况



数据来源：药智网，西南证券整理

CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

2.1.1 企业层面：固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

- 从在建工程增速来看，2021H1康龙化成、药石科技、药明康德和凯莱英等几家企业增速较快，昭衍新药、九洲药业和博腾股份也都保持在30%的增速。
- 整体来看，我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持高速增长，从侧面体现出目前行业仍处于高景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续高速增长。

CXO企业在建工程增速

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
康龙化成	94.10%	74.30%	-87.96%	522.73%	277.68%	245.05%
药石科技			32.33%	1099.34%	34.70%	130.50%
药明康德	-23.91%	18.46%	80.99%	36.98%	47.54%	107.27%
凯莱英	246.62%	-49.49%	189.70%	17.43%	86.22%	95.38%
昭衍新药	-8.65%	-13.91%	61.90%	-55.64%	37.72%	61.56%
九洲药业	14.01%	-41.54%	32.41%	114.24%	12.84%	40.51%
博腾股份	-87.19%	-12.44%	-2.43%	43.29%	198.74%	34.81%
睿智医药	-61.83%	-46.57%	341.37%	285.44%	628.94%	-39.63%

数据来源：Wind，西南证券整理

CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

2.1.1 企业层面：固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

- 从固定资产（原值）增速来看，2021H1药石科技、康龙化成、药明康德等几家企业增速较快，凯莱英和博腾股份也都保持在20%以上的增速。
- 整体来看，我国CXO行业固定资产和在建工程仍然保持高速增长，从侧面体现出目前行业仍处于高景气度周期，企业订单充足，业绩有望持续高速增长。

CXO企业固定资产（原值）增速

	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
药石科技		20.50%	36.95%	20.19%	14.86%	255.28%
康龙化成			31.87%	12.04%	14.84%	30.93%
药明康德			21.82%	24.01%	27.51%	30.77%
凯莱英	11.05%	41.94%	21.67%	32.77%	22.45%	27.25%
博腾股份	48.89%	12.70%	-13.55%	9.77%	13.44%	25.82%
睿智医药	6.11%	11.90%	174.10%	18.27%	12.38%	16.10%
昭衍新药		3.34%	23.23%	37.69%	12.51%	9.02%
九洲药业	8.20%	7.36%	5.20%	95.87%	5.52%	4.20%

数据来源：Wind，西南证券整理

CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

2.1.1 企业层面：固定资产和人员快速增长，业绩有望保持高增长

- 从人员增速来看，2021H1药石科技增速超过100%，凯莱英、博腾股份、九洲药业、康龙化成、药明康德和昭衍新药等公司均保持20%以上增长，较快的人数增长表明企业订单充足，对未来发展充满信心。

A股CXO企业人员及增长情况

企业	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
凯莱英	1,106	1,180	1,343	1,703	2,040	2,682	3,291	3,840	5,477	5,600
增速		6.69%	13.81%	26.81%	19.79%	31.47%	22.71%	16.68%	42.63%	23.02%
博腾股份	813	991	1,248	1,587	1,727	1,784	1,642	2,077	2,635	3,054
增速		21.89%	25.93%	27.16%	8.82%	3.30%	-7.96%	26.49%	26.87%	28.70%
九洲药业	2,310	2,388	2,590	3,205	3,129	3,011	2,943	2,998	3,586	3,586
增速		3.38%	8.46%	23.75%	-2.37%	-3.77%	-2.26%	1.87%	19.61%	19.61%
康龙化成			2,353	3,146	4,124	5,166	6,171	7,393	11,012	11,012
增速				33.70%	31.09%	25.27%	19.45%	19.80%	48.95%	20.84%
睿智医药							2,428	2,439	2,657	2,657
增速								0.45%	8.94%	8.94%
泰格医药	692	913	1,444	1,845	2,422	3,214	3,898	4,959	6,032	7,208
增速		31.94%	58.16%	27.77%	31.27%	32.70%	21.28%	27.22%	21.64%	35.69%
博济医药	252	264	294	420	440	501	616	651	715	715
增速		4.76%	11.36%	42.86%	4.76%	13.86%	22.95%	5.68%	9.83%	9.83%
药石科技		153	199	267	467	427	512	652	763	1,369
增速			30.07%	34.17%	74.91%	-8.57%	19.91%	27.34%	17.02%	109.97%
昭衍新药	419	490	495	552	628	672	817	1,224	1,483	1,483
增速		16.95%	1.02%	11.52%	13.77%	7.01%	21.58%	49.82%	21.16%	21.16%
药明康德			8,739	9,291	11,613	14,763	17,730	21,744	26,411	28,542
增速				6.32%	24.99%	27.12%	20.10%	22.64%	21.46%	25.05%

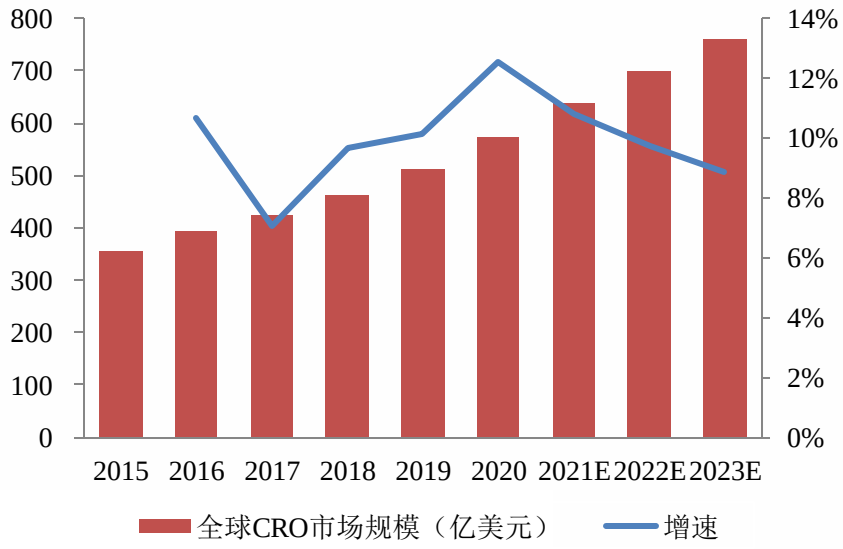
数据来源：Wind，西南证券整理

CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

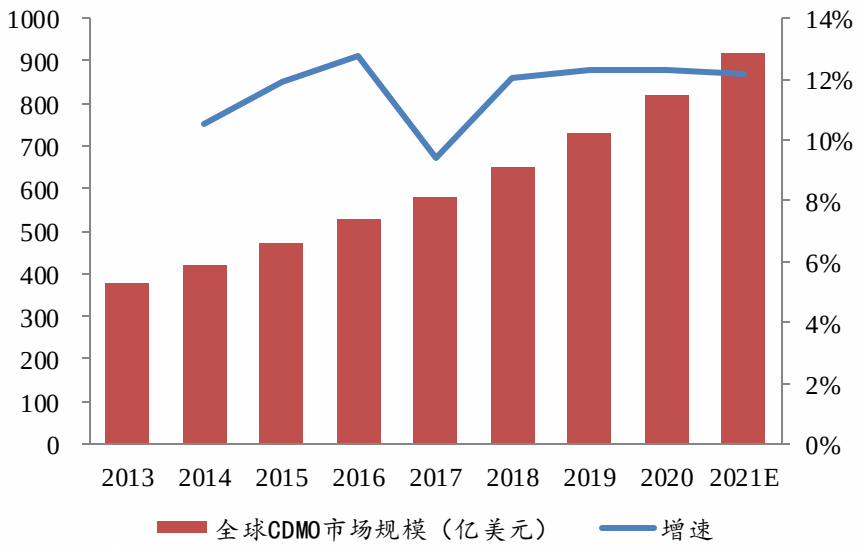
2.1.1 行业景气度保持高位，未来3年有望高速增长

- **全球CRO行业规模保持快速增长。**全球CRO行业规模从2015年的357亿美元增长到2020年的575亿美元，复合增速超过10%，预计未来3年仍将保持10%以上的快速增长。
- **全球CDMO行业规模保持快速增长。**全球CDMO行业规模从2015年的470亿美元增长到2020年的730亿美元，复合增速超过10%，预计未来3年仍将保持10%以上的快速增长。

全球CRO行业市场规模及增速



全球CDMO行业市场规模及增速



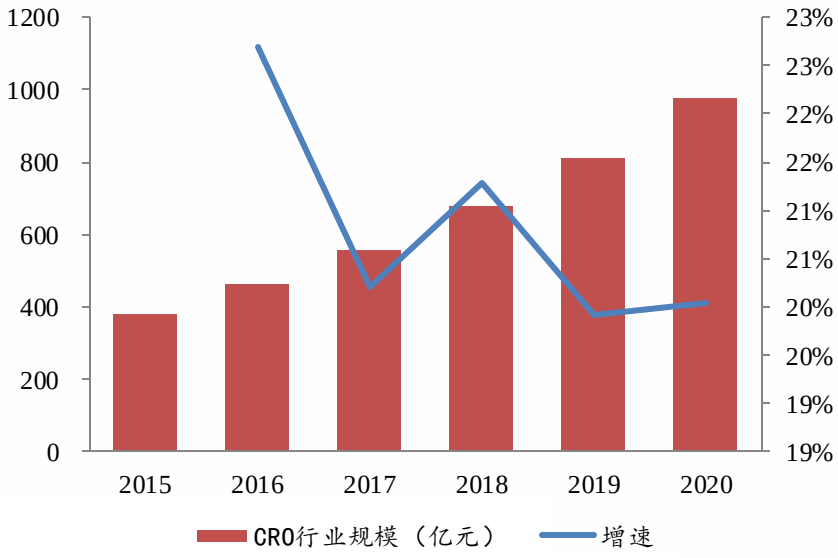
数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

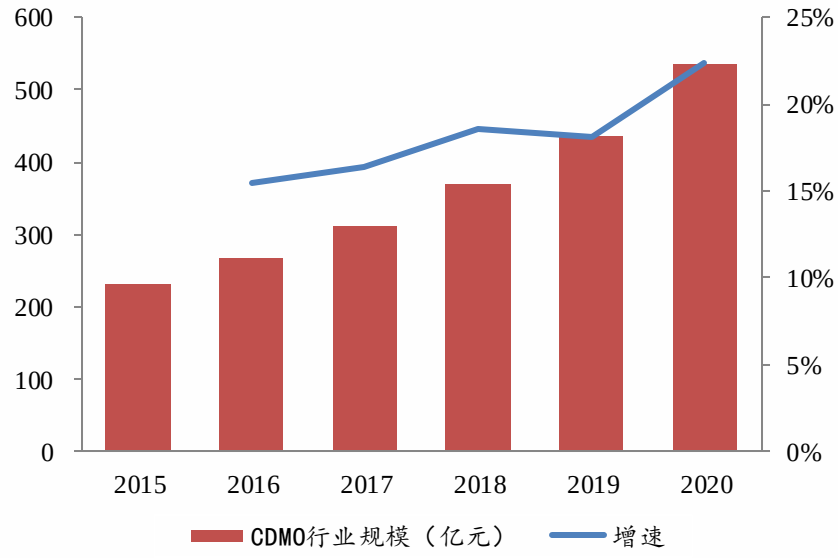
2.1.1 行业景气度保持高位，未来3年有望高速增长

- **我国CRO行业规模保持快速增长。**我国CRO行业规模从2015年的379亿元增长到2020年的976亿元，复合增速超过20%，预计未来3年仍将保持20%以上的快速增长。
- **我国CDMO行业规模保持快速增长。**我国CDMO行业规模从2015年的232亿元增长到2020年的535亿元，复合增速超过20%，预计未来3年仍将保持20%以上的快速增长。

我国CRO行业市场规模及增速



我国CDMO行业市场规模及增速



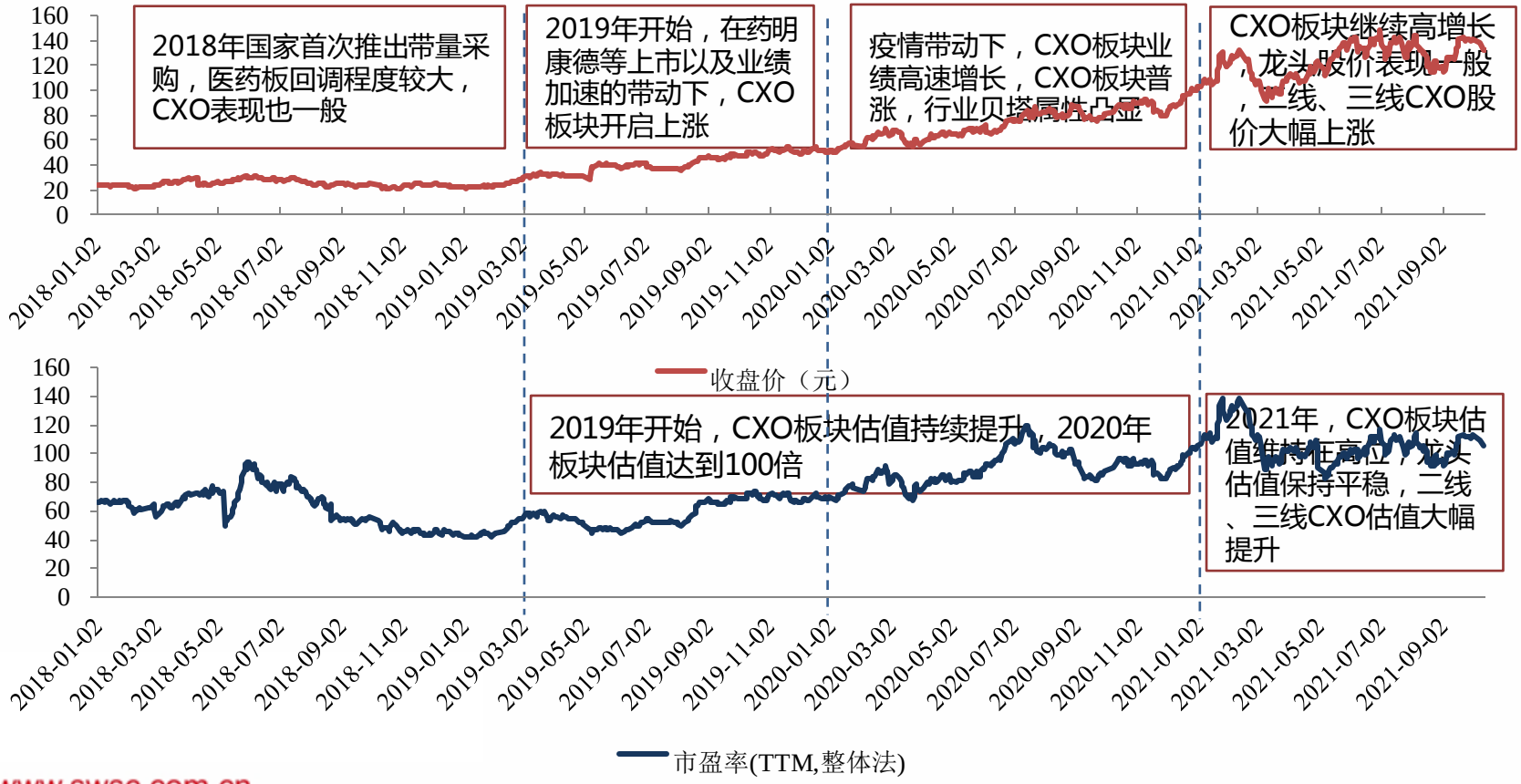
数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

2.1.2 CXO板块趋势持续，后续行情有望分化，寻找龙头以及业绩弹性大的标的

- 经过2020年的普涨后，2021年板块出现分化，二线、三线CXO标的估值大幅提升。展望2022年，CXO板块估值水平有望继续保持在高位，需要持续关注内部结构分化。

CXO板块近三年股价和估值复盘



数据来源：Wind，西南证券整理

CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

2.1.3 2022年从五个维度精选CXO板块投资标的

- 展望2022年，CXO板块投资需要重点关注五个角度，分别是企业核心竞争力、业绩增速、新业务布局，同时在新业务布局较快以及经营质量改善的企业也需要重点关注。

CXO板块投资方向

CXO板块投资策略	
核心竞争力	全产业链布局：**药明康德** 细分领域具备核心竞争力：**泰格医药**
业绩增速	业绩持续高增长，PEG较低：**美迪西**
新业务布局	CGT CDMO：**药明康德、博腾股份等** 多肽CDMO：**诺泰生物**
转型企业	CDMO转型加速：**普洛药业、美诺华等**
经营改善	业务经营改善，有望底部反转：**睿智医药**

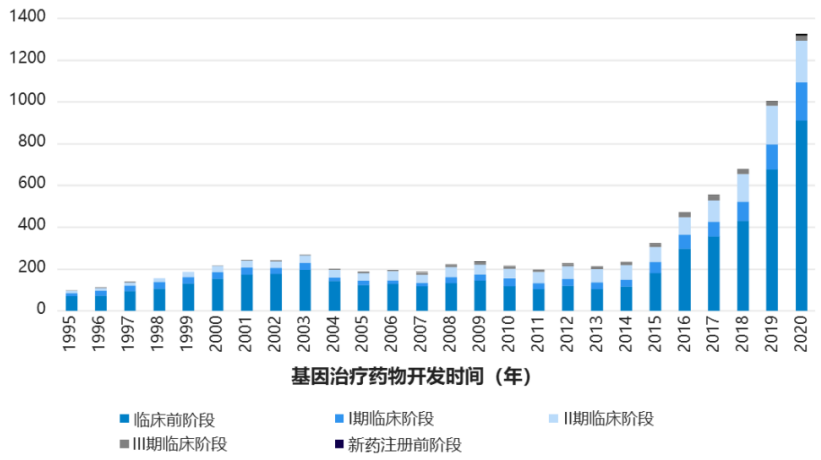
数据来源：西南证券整理

CXO：行业景气度保持高位，CGT CDMO有望成为新增长点

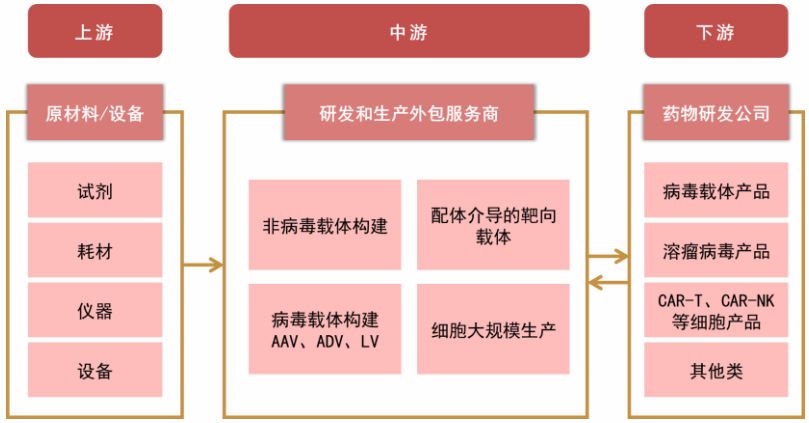
2.1.4 CGT CDMO崛起，有望成为行业新增长点

- **全球细胞和基因治疗研发火热。**在技术、资本和政策的驱动下，全球基因治疗行业快速升温，大量基因治疗药物研发进入临床阶段，并自2015年起呈现爆发式增长。根据ASGCT（American Society of Gene+Cell Therapy，美国权威的细胞和基因治疗协会）的数据，截至2020年底，全球累计在研基因治疗临床试验超过1300项。
- 目前我国CDMO企业积极布局CGT CDMO领域，代表企业包括药明康德、博腾股份、和元生物、金斯瑞和康龙化成等等，未来有望成为新的增长引擎。

全球细胞和基因治疗管线数量



CGT CDMO产业链情况



数据来源：和元生物招股说明书，西南证券整理

创新药及制剂：Pharma转型加速，Biotech展现国际化竞争实力

核心观点：政策加速创新转型升级，期待质的飞越

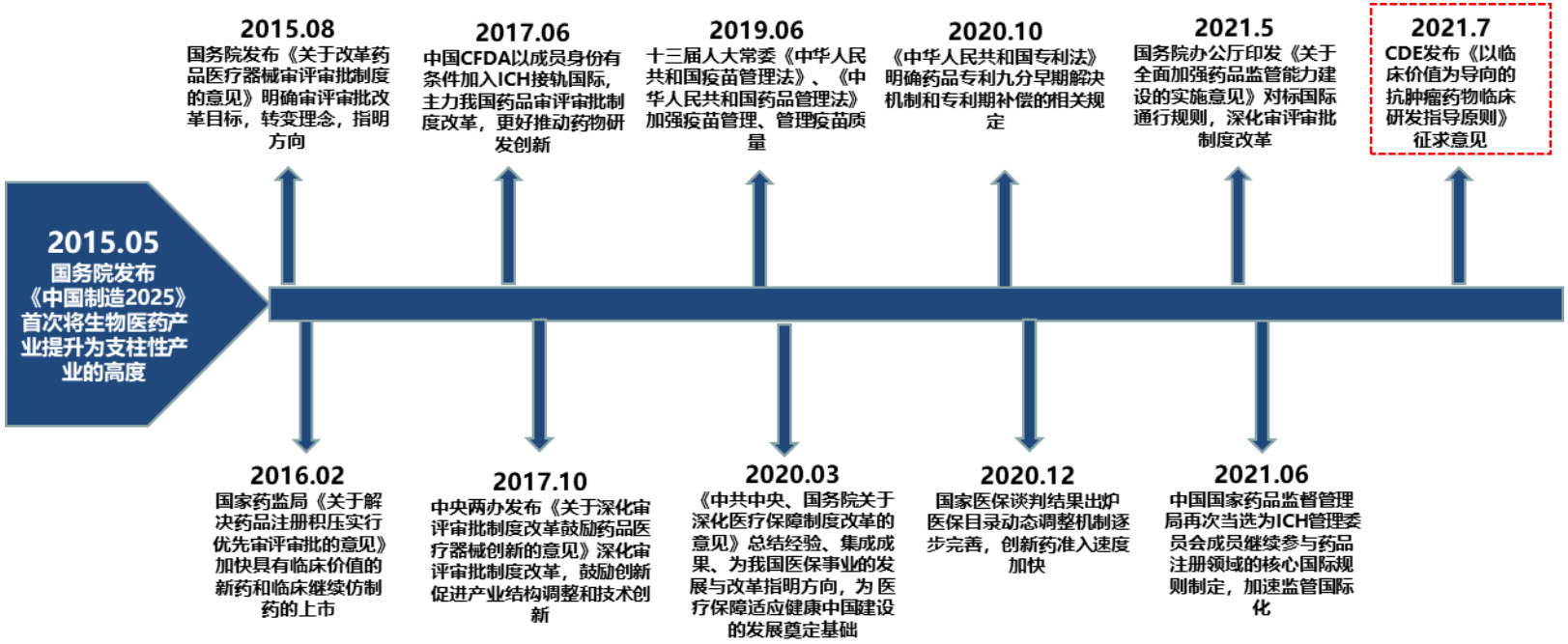
- **以临床价值为导向，推动药物创新的更上一层楼。**展望四季度最为关注的创新药国谈，基于近期政策趋于温和的情况，我们预测2021年国谈首次入选创新品种平均降价幅度不会超过过往国谈的最高平均降幅，PD-1单抗降价幅度预计也会比较温和。复星凯特的CAR-T也在本次国谈中，作为贵价新技术代表，谈判结果将密切影响新技术产品的定价。目前，我国准入模式上，已经从关系和营销优势导向更多地转向产品和价格优势导向，随着今年7月《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》征求意见的发布，以临床价值为导向的新药研发理念，将推动药物创新更上一层楼。
- **创新药“量”“质”齐升，同质化创新待突破。**近两年，中国已经完成了创新药初始的量变过程，医药创新能力也逐步得到了国际认可，越来越多由中国公司开发的创新药正走向国际，从早期就开始布局全球多中心临床试验，并获得FDA的快速通道资格认定。但是，我国的研发基础相对薄弱，创研研究以跟进热点前沿为主，同质化严重。预计me too新药的开发在未来3-5年可能会内卷到极致，me too策略会迅速失灵，差异化、高技术壁垒的创新药才能脱颖而出，引起增长浪潮。
- **Pharma转型加速，Biotech展现国际化竞争实力。**pharma的优势在于研发资金充裕、具有成熟的营销推广团队，关键需要产品加持，白马龙头恒瑞今年9月连续引进2款国内biotech产品，树立积极、开放参与创新的风向标。信达和百济的PD-1单抗国内获批肝癌和肺癌大适应症，康方和誉衡两款新PD-1获批上市，泽布替尼、恩沙替尼、阿美替尼等表现优异，荣昌HER2-ADC和百济PD-1刷新license-out单药交易金额，创新实力逐步得到国际化认可。
- **投资建议。**pharma：恒瑞医药、中国生物制药、复星医药、石药集团，biotech：君实生物、信达生物、百济神州、贝达药业、泽璟制药、微芯生物等，关注转型创新公司：康辰药业、冠昊生物、海普瑞等。

创新药及制剂：聚焦临床，推动药物创新更上一层楼

2.2.1 以临床价值为导向，推动我国创新药发展

- 2015年我国药品审批改革正式进入执行阶段，截止目前，国务院、国家药监局、卫健委等相关部委先后发布多项鼓励创新相关文件。具体内容主要包括：1）加速创新药审评审批；2）加入ICH，推进临床结果国际互认；3）医保目录谈判和动态调整，加速创新药上市即进入医保；4）以临床价值为导向的新药研发理念，推动我国创新药进入“me better”时代。

重点创新药政策



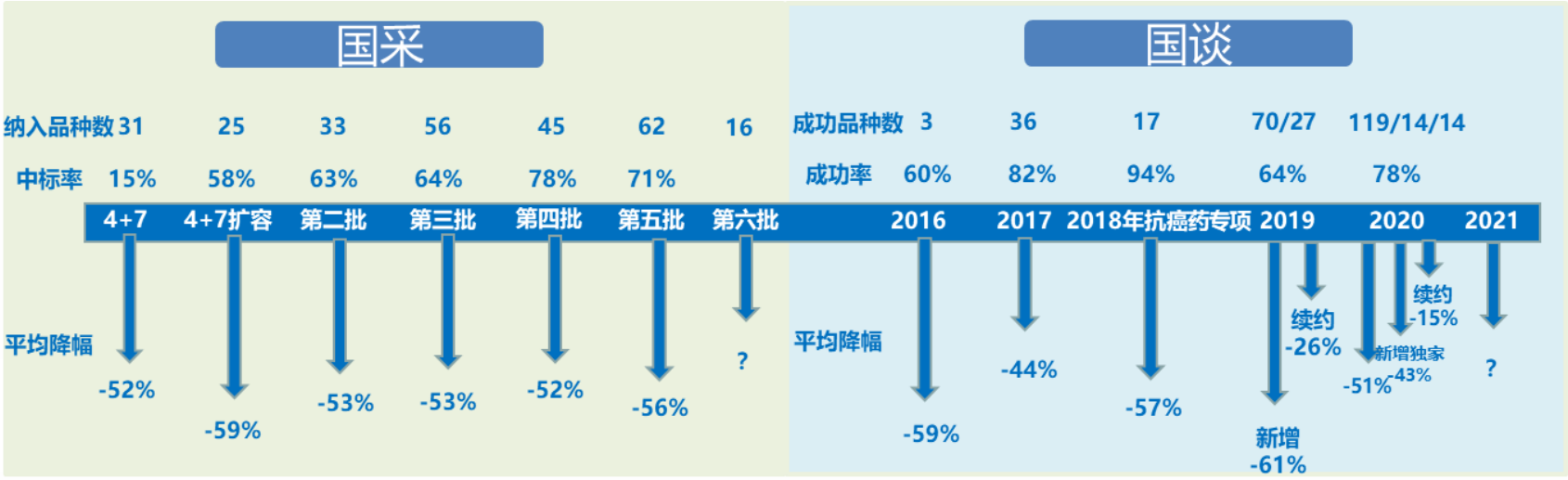
数据来源：政府官网，西南证券整理

创新药及制剂：聚焦临床，推动药物创新更上一层楼

2.2.2 集采和医保谈判常态化，准入模式转向产品和价格优势导向

- 我国准入模式上，今天已经从关系和营销优势导向更多地转向产品和价格优势导向，今后一定是产品有优势、临床有优势、价格有优势的药品更有准入竞争力。
- 随着仿制药一致性评价的不断推进，国家医保局已开展5批6轮药品集中带量采购，覆盖219个品种，平均降价幅度超过52%。2022年9月已经启动了第6批胰岛素专项集采，参考胰岛素地方集采试点、关节集采、广东联盟集采的降幅，本轮胰岛素集采降幅不会很大。
- 目前，我国一共进行了5轮针对创新药的医保药品谈判，首次入选的创新药品，平均降幅基本都在40-60%之间，绝大多数创新药进入医保之后实现了以价换量，销售额大幅增长。

仿制药集采和医保谈判发展历程



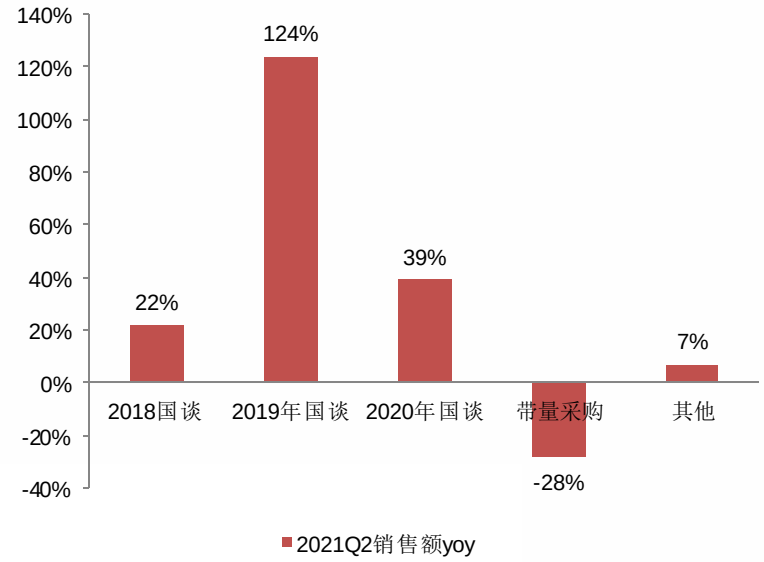
数据来源：政府官网，西南证券整理

创新药及制剂：聚焦临床，推动药物创新更上一层楼

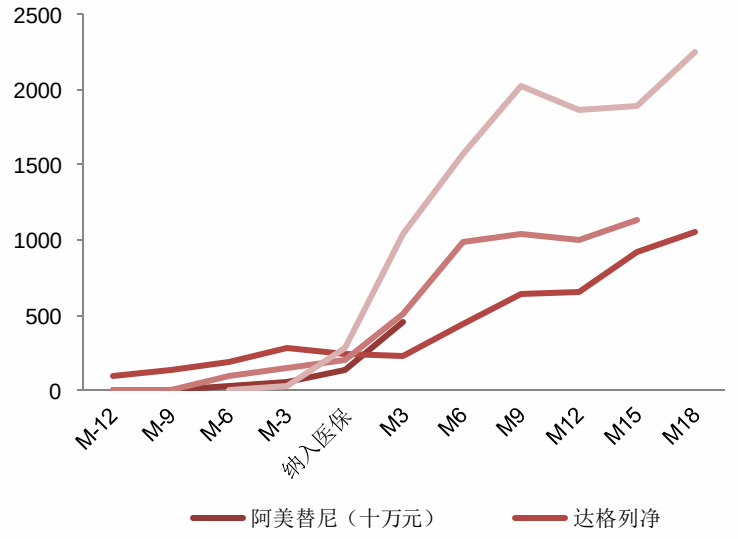
2.2.3 进医保有利于快速放量，销售额显著提升

- 在集采和国谈政策影响之下，2019年国谈产品进入医保后第2年在2021Q2销售额仍显著增加，同比增加124%。2018年国谈批因已经过了放量高峰，增速较小，2020年国谈批在2021.3刚刚执行，放量效应还不明显。
- 以近2年纳入医保的阿美替尼、达格列净、信迪利单抗、安罗替尼来看，在纳入医保后，产品基本都实现了快速放量，销售额也得到了显著提升。

销售额增长分析



进入医保前后销售额的变化情况



数据来源：IQVIA，PDB，西南证券整理

创新药及制剂：聚焦临床，推动药物创新更上一层楼

2.2.3 进医保有利于快速放量，销售额显著提升

- 再以2018年医保谈判品种来看，最终谈判成功的17个品种，平均降幅57%，全部实现了正增长，第1年销售额平均增幅高达1024%。

2018年医保谈判品种在样本医院销售情况（亿元）

序号	药品名称	公司名称	价格降幅	2018年销售额	2019年销售额	同比增幅	2020年销售额	同比增幅	2021H1销售额	同比增幅
1	阿法替尼	勃林格殷格翰	39.2%	0.04	1.03	2334%	1.65	60%	0.81	2%
2	阿扎胞苷	新基	59.8%	0.03	0.74	2179%	1.26	70%	0.44	-23%
3	安罗替尼	正大天晴	45.0%	0.31	6.51	1991%	9.22	42%	4.35	5%
4	塞瑞替尼	诺华	60.4%	0.04	0.72	1958%	0.70	-3%	0.33	-5%
5	瑞戈非尼	拜耳	45.6%	0.12	2.06	1686%	2.70	31%	1.59	21%
6	伊沙佐米	武田	46.4%	0.07	1.19	1520%	2.03	70%	1.23	45%
7	伊布替尼	西安杨森	65.0%	0.17	2.50	1339%	3.45	38%	1.62	-6%
8	维莫非尼	罗氏	46.2%	0.03	0.43	1302%	0.42	-1%	0.12	-41%
9	奥希替尼	阿斯利康	71.0%	0.92	10.04	989%	15.42	54%	6.67	-10%
10	培唑帕尼	诺华	65.2%	0.09	0.77	726%	1.12	45%	0.61	27%
11	阿昔替尼	辉瑞	70.8%	0.09	0.73	685%	1.11	53%	0.71	46%
12	克唑替尼	辉瑞	70.9%	0.70	3.77	439%	4.17	11%	1.72	-22%
13	西妥昔单抗	默克	69.5%	2.16	4.98	131%	5.66	14%	3.13	29%
14	舒尼替尼	辉瑞	66.9%	0.60	1.04	73%	1.38	33%	0.68	4%
15	尼洛替尼	诺华	68.5%	1.25	1.73	38%	2.42	40%	1.27	15%
16	奥曲肽	诺华	39.9%	3.90	4.36	12%	4.10	-6%	2.17	13%
17	培门冬酶	江苏恒瑞	39.9%	0.84	0.90	8%	1.03	14%	0.69	44%

数据来源：PDB数据库，西南证券整理

创新药及制剂：聚焦临床，推动药物创新更上一层楼

2.2.4 2021年创新药医保谈判进行中，核心品种预判

- 本轮国谈新增的创新药品种或适应症主要包含PD-1单抗、PARP抑制剂、ADC等。复星凯特的CAR-T也在本次国谈中，作为贵价新技术代表，谈判结果密切影响新技术产品的定价。

2021年医保谈判核心产品预判

公司	药物	靶点	适应症	医保	谈判	年化费用
诺诚健华	奥布替尼	BTK	二线MCL,CLL,SLL	否	首次	26万元
荣昌生物	维迪西妥单抗	HER2	三线及以上HER2过表达局部晚期或转移性胃癌	否	首次	24.3万元
	泰它西普	BLyS/APRIL	系统性红斑狼疮(SLE)	否	首次	26.9万元
三生国健	健尼哌	CD25	预防肾移植后急性排斥反应的发生	否	首次	27万元
贝达药业	埃尼替尼	EGFR	一线治疗EGFR敏感突变NSCLC 二线治疗晚期或转移NSCLC 术后辅助治疗EGFR基因敏感突变NSCLC	是 是 否	新增	7万元
	恩沙替尼	ALK	二线治疗ALK阳性NSCLC	否	首次	43万元
再鼎药业	尼拉帕利	PARP	晚期上皮性卵巢癌 输卵管癌或原发性腹膜癌二线维持治疗 输卵管癌或原发性腹膜癌一线维持治疗	是 是 否	新增	22万元
恒瑞医药	阿帕替尼	VEGFR2	三线及以上治疗晚期胃腺癌患者或胃-食管结合部腺癌 二线及以上治疗晚期肝细胞癌患者	是 否	新增	12.5万元 11万元
	非格司亭	长效hG-CSF	非骨髓癌的癌症患者化疗引起的中性粒细胞减少症	是	续约	4.4万元
	吡咯替尼	HER2	二线治疗HER2阳性的复发或转移性乳腺癌	是	续约	13.8万元
	氟唑帕利	PARP	铂敏感的复发性上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌的维持治疗 三线及以上治疗BRCA突变的铂敏感复发性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	否	首次	20万元
	海曲泊帕	TPO-R激动剂	对糖皮质激素、免疫球蛋白等治疗反应不佳的ITP 免疫抑制治疗疗效不佳的SAA	否	首次	ITP-15万元 SAA-45万元
	瑞马唑仑	短效GABAA-R激动剂	胃镜，结肠镜检查的镇静	否	首次	-
和黄医药	索凡替尼	VEGFR/FGFR/CSF-1R	用于晚期胰腺神经内分泌肿瘤 无法手术切除的晚期转移性非胰腺来源的神经内分泌瘤	否	首次	22万元
泽璟制药	多纳非尼	BRAF/PDGFR/VEGFR	既往未接受过全身系统性治疗的不可切除归纳细胞癌	否	首次	30万元
百济神州	帕米帕利	PARP1/2	三线及以上治疗BRCA突变相关复发晚期卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌	否	首次	17万元
复星凯特	阿基仑赛	CD19 CAR-T	成人复发难治性大B细胞淋巴瘤	否	首次	~120万元

数据来源：医药魔方，公司公告，西南证券整理

创新药及制剂：聚焦临床，推动药物创新更上一层楼

2.2.5 本轮谈判PD-1降价幅度预计会比较温和

- 本轮国谈最为关注的PD-1谈判核心主角是信达和百济，均新增了肺癌和肝癌大适应症。
- 第二梯队的派安普利单抗和赛帕利单抗已经获批，但无缘本轮国谈，另复宏汉霖、乐普生物、嘉和生物的PD-1产品已经申报上市，2022年的PD-1国家医保谈判预计更加激烈，不论是竞争的企业数量还是大适应症的数量均达到空前激烈的程度。

公司	通用名	价格	剂量	使用周期	赠药方案	年化费用*	适应症	医保	2020年中国销售额
君实生物	特瑞普利单抗	2100元/240mg	240mg/kg	2周1次	无	5.46万/年	2018.12 既往标准治疗失败后局部进展或转移性黑色素瘤 2021.2 既往接受过二线及以上系统治疗失败的复发/转移性鼻咽癌 2021.4 既往接受系统治疗失败或不可耐受的局部进展或转移性尿路上皮癌尿路上皮癌	是 否 否	10.9亿
信达生物	信迪利单抗	2843元/100mg	200mg/次	3周1次	2+2，5+N	3.98万/2年	2018.12 复发或难治疗经典霍奇金淋巴林 **2021.2 联合培美曲塞和铂类用于晚期非鳞非小细胞癌的1线治疗** **2021.6 联合吉西他滨和铂类化疗适用于不可手术切除的局部晚期或转移性鳞状非小细胞癌的1线治疗** **2021.6 联合贝伐珠单抗用于既往未接受过系统治疗的不可切除或转移性肝细胞癌**	是 否 否 否	24.9亿
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	2928元/200mg	200mg/次	2周1次	无	7.63万/年	2019.5.31 2线系统化疗的复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤 2020.3 接受过索拉非尼治疗或含奥沙利铂系统化疗的晚期肝癌 2020.6 联合培美曲塞和卡铂用于EGFR和ALK阴性的、不可手术切除的转移性非鳞非小细胞的1线治疗 2020.6 既往接受过1线化疗后疾病进展或不可耐受的局部晚期或转移性食管鳞癌 2021.4 既往接受过2线及以上化疗后疾病进展或不可耐受的晚期鼻咽癌 2021.6 联合顺铂和吉西他滨用于据不复发或转移性鼻咽癌	是 是 是 是 否 否	~48.9亿
百济神州	替雷利珠单抗	2180元/100mg	200mg/次	3周1次	无	7.56万/年	2019.12 至少经过2线系统化疗的复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤 2020.4 含铂化疗失败包括新辅助或辅助化疗12个月内进展的局部晚期或转移性PD-L1高表达的尿路上皮癌 **2021.1 联合紫杉醇/白紫及卡铂用于既往未接受治疗的局部晚期或转移性非小细胞肺癌** **2021.6 联合化疗用于治疗1线晚期非鳞非小细胞肺癌** **2021.6 既往接受过治疗的不可切除的肝细胞癌**	是 是 否 否 否	11.2亿
康方生物/正大天晴	派安普利单抗	4875元/100mg	200mg/次	2周1次	2+1,2+N	3.9万/2年	2021.8 复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤	否	-
誉衡药业/药明生物	赛帕利单抗	3300元/120mg	200mg/次	3周1次	-	-	2021.8 复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤	否	-

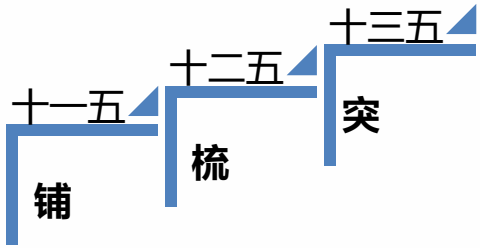
*数据来源：医保局，公司官网，西南证券整理，*按52周/年，60kg计算*

创新药及制剂：聚焦临床，推动药物创新更上一层楼

2.2.6 资本助力医药创新

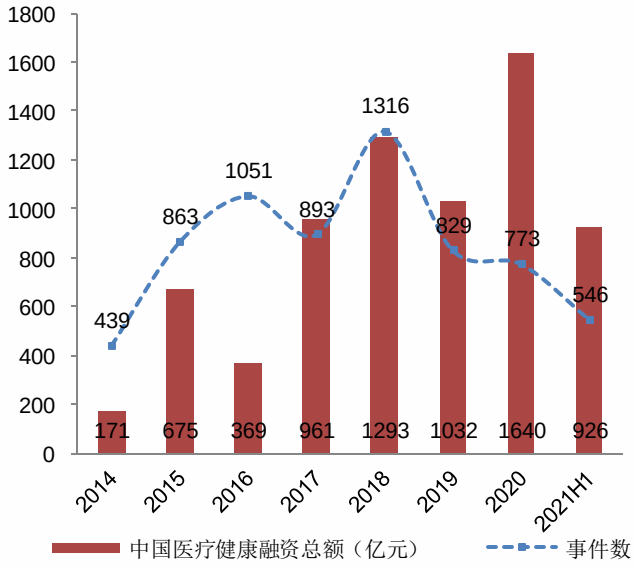
- “重大新药创制”科技重大专项到2020年收官，中央政府共投233亿元，对3000多个课题提供支持，针对10类重大疾病的自主创新品种成果斐然。“十四五”规划将坚持创新驱动发展‘科技自立自强作为战略支撑，把保障人民将康放在有限发展的战略地位。
- 政府资金投入、政策环境调动社会资本投入积极性，2020年中国医疗健康融资总额同比增长58.9%，2021H1同比增长78.3%，生物医药行业共发生228件交易，总额达471亿元，占比达51% ，领跑交易量和融资额。

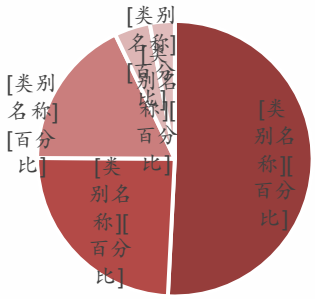
重大新药创制



“十四五”规划将创新驱动发展提至新高度
将保障人民健康放在有限发展地位

中国医疗健康投融资情况





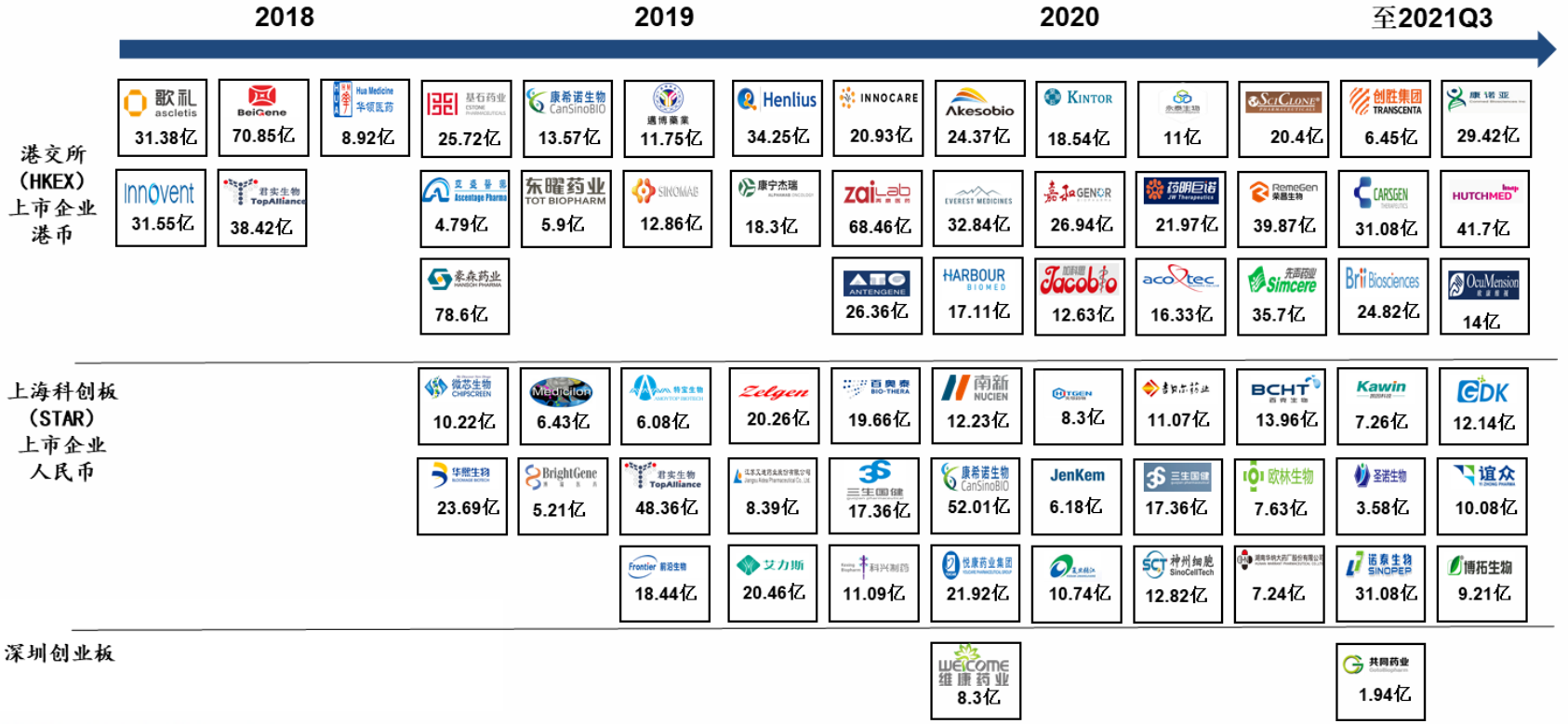
数据来源：药促会，动脉网，西南证券整理

创新药及制剂：聚焦临床，推动药物创新更上一层楼

2.2.6 资本助力医药创新

- 以港交所18a和上海交易所科创板为代表的二级市场融资平台，极大地推动了投资界与创新界的合作。港交所18A成立以来，为未上市biotech创新公司共募集了950亿港币，科创板成立一年多的时间也已经募集了462亿人民币，资本前置成了中国医药创新的一个巨大的推手。

生物医药创新公司在18A、科创板和创业板的IPO融资情况



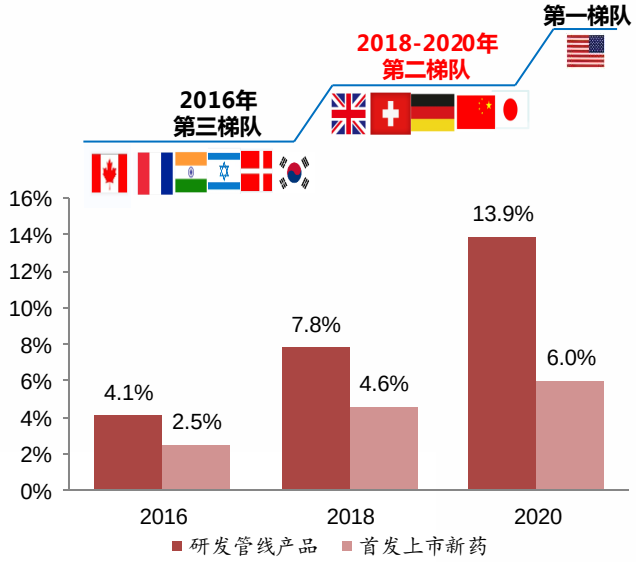
数据来源：wind，公司官网，西南证券整理

创新药及制剂：创新药“量”“质”齐升，同质化创新待突破

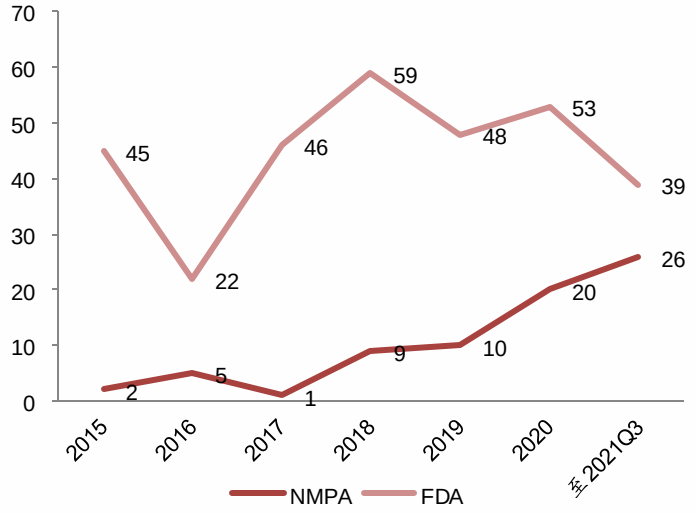
2.2.7 创新药已经完成了开始的量变过程

- 从2015年-2021Q3我国共上市了73个创新药，其中有4个中美双报品种，尤其是近两年，创新药数量有了一个快速的提升，去年是20个，今年到Q3为止是23个，我国已经完成了开始的量变过程。
- 2020年我国的医药创新在研发管线方面全球贡献率排名第二（13.9%），在新的分子实体审批方面全球排名第三（6%），总成绩我们稳居全球第二方阵的前列。

2015年-2020年中国研发贡献情况



2015年-2021Q3中美创新药批准数量



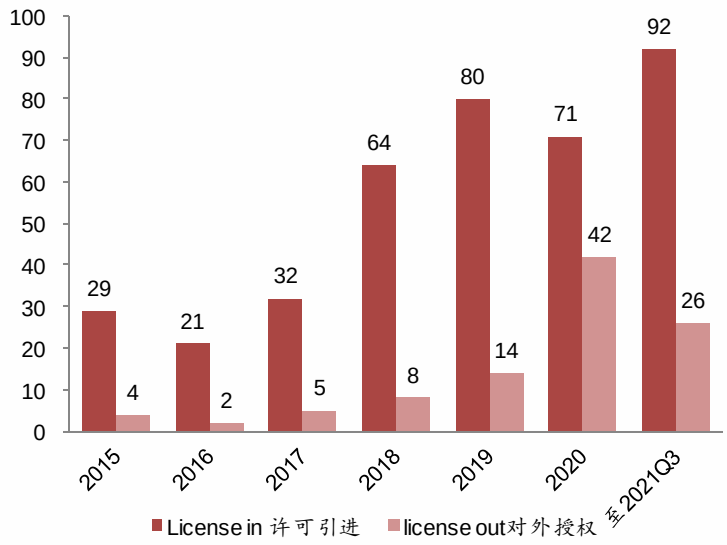
数据来源：药促会，动脉网，西南证券整理

创新药及制剂：创新药“量”“质”齐升，同质化创新待突破

2.2.7 创新药出海活跃，逐步得到国际认可

- 过去6年多，本土医药企业不仅积极活跃的license in新靶点、新赛道，license out数量、规模也越来越大。2021年-2021Q3，中国本土创新药license out交易达到26项，其中**荣昌生物的纬迪西妥单抗和在百济神州的替雷利珠单抗**的交易总额高达26亿和22亿美元。

2015年- 2021Q3中国license in/out数量



2021年-2021Q3中国license out TOP10

类型	时间	转让方	受让方	药品汇总	总交易总金额（百万）
license out	20210809	荣昌生物	Seagen	纬迪西妥单抗	2600USD
	20210111	百济神州	Novartis	替雷利珠单抗	2200USD
	20210617	高诚生物	FibroGen	HFB2009 HFB1002	1125USD
	20210201	君实生物	Coherus BioSciences	JS006 特瑞普利单抗 LTC002	1100.1USD
	20210712	诺诚健华	Biogen	奥布替尼	937.5USD
	20210630	艾力斯	ArriVent Biopharma	伏美替尼	805USD
	20210817	石药集团	Flame Biosciences	NBL-015	640USD
	20210223	泰德制药	Graviton Bioscience	TDI01	517.5USD
	20210309	海思科	FL2021-001	FTP-637	180USD
	20210509	普瑞金	Dr. Reddy's	BCMA CAR-T	162.5USD

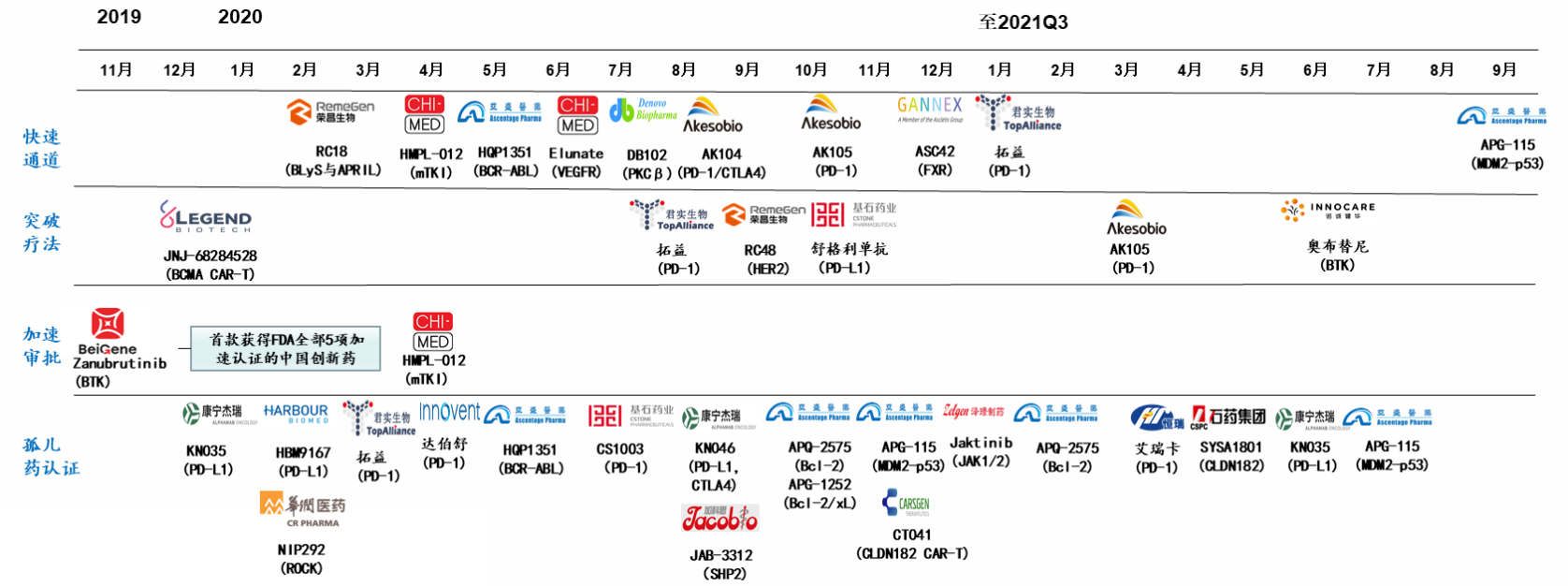
数据来源：医药魔方，西南证券整理

创新药及制剂：创新药“量”“质”齐升，同质化创新待突破

2.2.7 创新药出海活跃，逐步得到国际认可

- 近年来，越来越多由中国公司开发的创新药走向国际，从早期就开始布局全球多中心临床试验，并获得FDA的加快通道资格认定。今年，君实PD-1一线治疗黏膜黑色素瘤获得FDA快速通道认定、一线治疗鼻咽癌获得突破性疗法认定，康方PD-1用于三线治疗转移性鼻咽癌获得突破性疗法认定，亚盛APG-11在连续获得五项孤儿药资格认证后再获快速通道资格等。

至2021年Q3获得FDA注册加快通道认证的典型本土创新产品



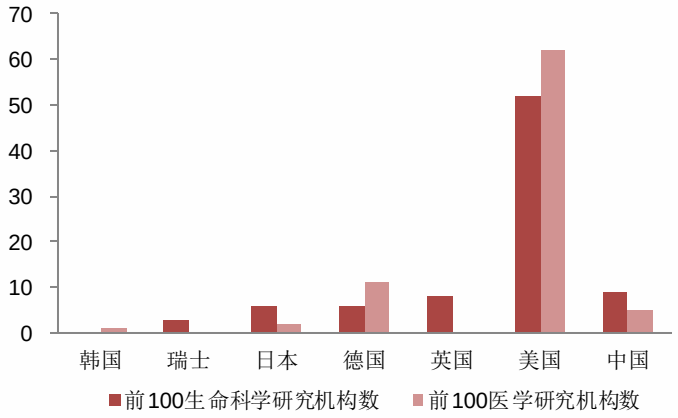
数据来源：药促会，医药魔方，西南证券整理

创新药及制剂：创新药“量”“质”齐升，同质化创新待突破

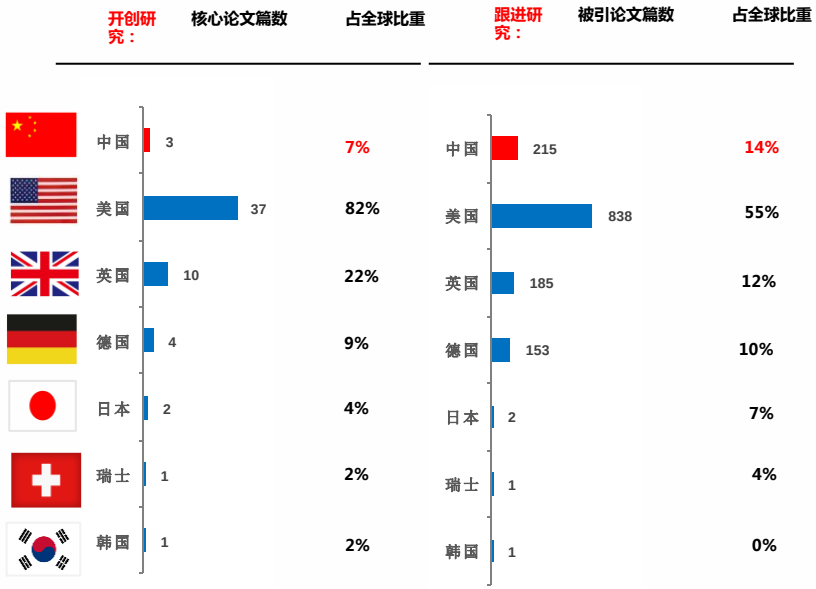
2.2.8 研发基础相对薄弱，创新研究以跟进热点前沿为主

- 在顶尖的科研机构方面，中国从2015年的5家变成了9家，但是与美国52家顶尖生命科学和医学研究机构数量相比，相差悬殊，进步空间巨大，基础科研十分薄弱。
- 中国的创新研究以跟进热点前沿为主，以protac为例，中国核心论文篇数是3篇（7%），美国是37篇，中国施引论文篇数215篇（14%），美国是838篇，我们的基础研究还面临着很多的短板。

各国顶级科研机构比较



全球protac研究比较



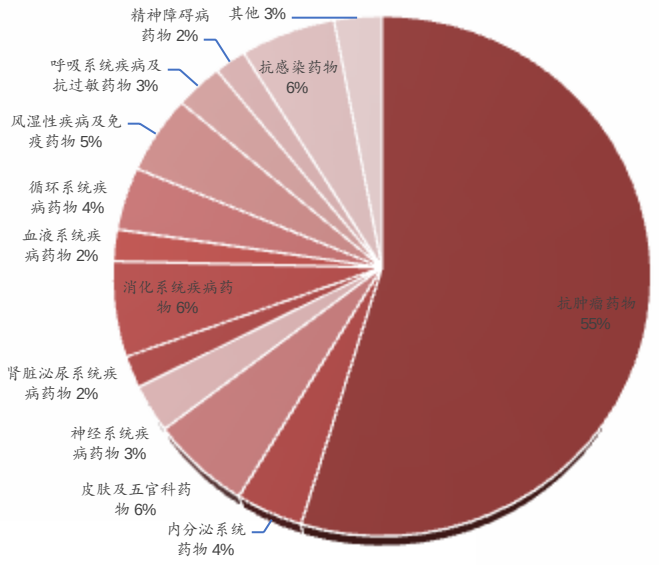
数据来源：药促会、CDE，西南证券整理

创新药及制剂：创新药“量”“质”齐升，同质化创新待突破

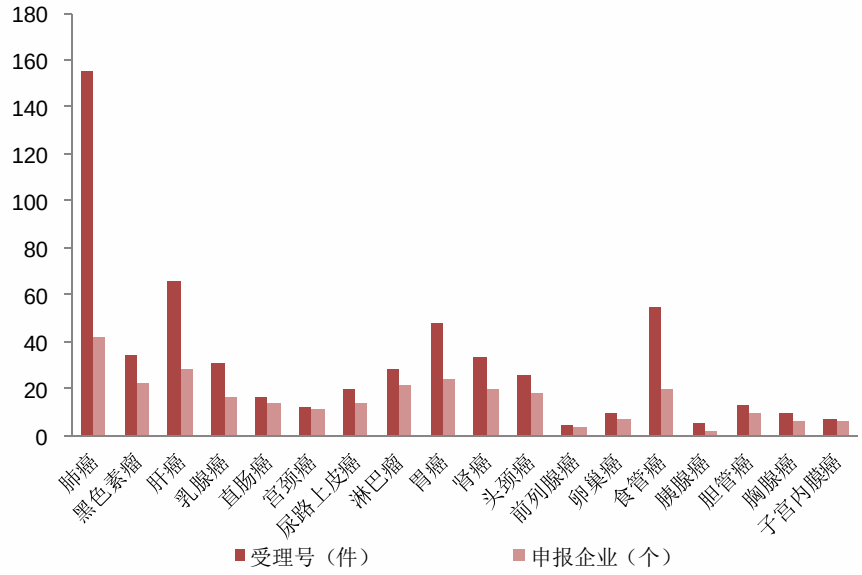
2.2.8 同质创新待突破，从PD-1看创新药同质化

- 2018年-2021Q3 NMPA批准创新药65个，其中抗肿瘤药物占比达到55%，而同期FDA批准的创新药治疗领域多样化，涉及多个罕见病用药。以同质化最严重的PD-1/PD-L1为例，PD-1/PD-L1总共涉及18个瘤种，肺癌申报企业42家，受理155件，平均4件/家，每一个瘤种上都有大量的企业参与，重复过度研究。

近三年中国1类创新药适应症分布



PD-1/PD-L1同个适应症申报情况

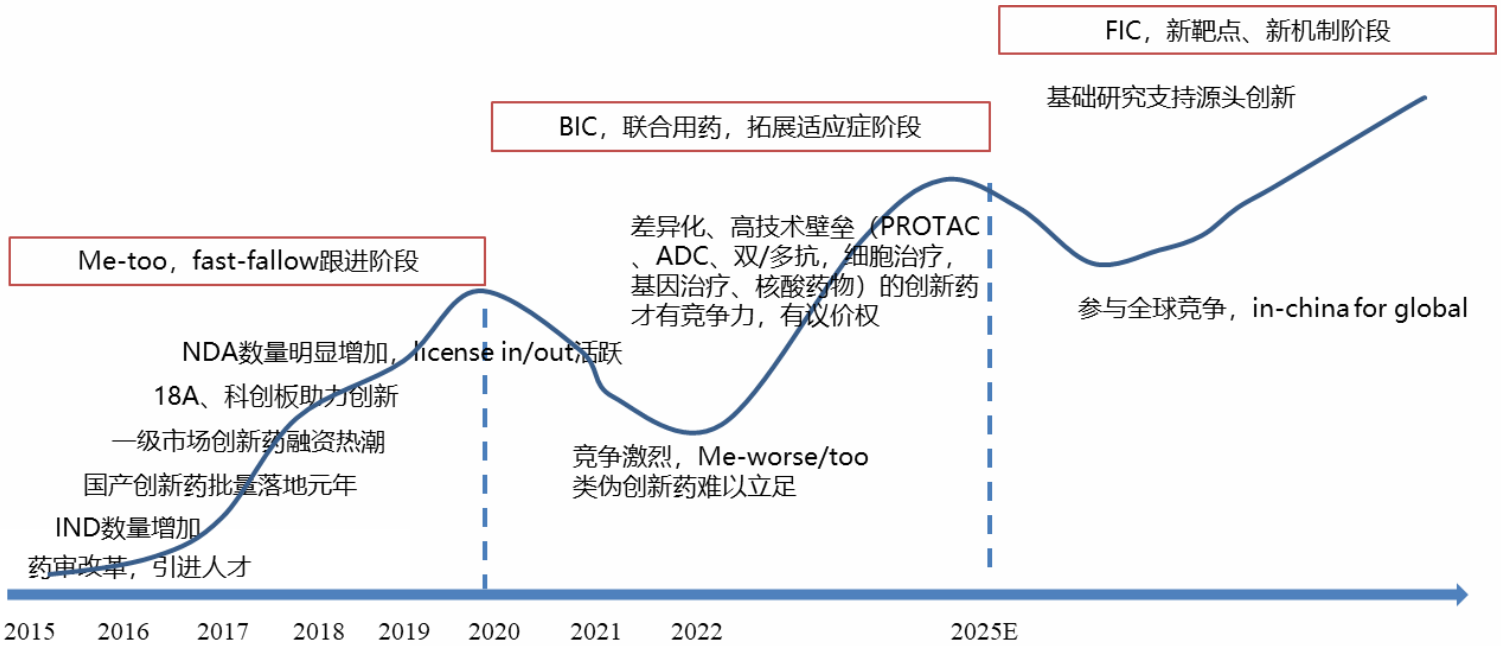


数据来源：CDE，西南证券整理

创新药及制剂：创新药“量”“质”齐升，同质化创新待突破

2.2.8 差异化、高技术壁垒的创新药才能脱颖而出，引起增长浪潮

- 2015-2020：政策引领，资本加持，我国创新药快速发展，IND、NDA、临床数量迅速增长，完成了开始的量变过程，创新实力也逐步加强，但中国创新仍是以跟进为主。从埃克替尼到阿基仑赛，me too新药在国内的follow速度越来越快，窗口期越来越短，竞争越来越激烈，PD-1泡沫逐渐消退。
- 2020-2025E：联合用药，全方面布局适应症。差异化的me better、竞争格局好的高技术壁垒创新药才有议价权，才能产生增长浪潮。
- 2025E-未来：基础研究支持源头创新，成为全球竞争的有力参与者。



数据来源：西南证券整理

创新药及制剂：Pharma转型加速，Biotech展现国际化竞争实力

2.2.9 Pharma& Biotech

- Pharma转型加速，积极参与创新竞争。pharma的优势在于研发资金充裕、具有成熟的营销推广团队，关键需要产品加持，白马龙头恒瑞今年9月连续引进2款国内biotech产品，树立积极、开放参与创新的风向标。创新转型的老牌龙头企业建议关注**恒瑞医药、翰森制药、中国生物制药、复星医药、石药集团。**
- Biotech成果丰富，展现国际化竞争实力。信达和百济的PD-1单抗国内获批肝癌和肺癌大适应症，康方和誉衡两款新PD-1获批上市，荣昌HER2-ADC和百济PD-1刷新license-out单药交易金额，创新实力逐步得到国际化认可。新兴药企建议关注**君实生物、信达生物、百济神州、贝达药业、泽璟制药、微芯生物、荣昌生物、康方生物等。**

主要创新药公司经营数据

公司		成立时间	上市时间	上市交易所	创始人	出生年月	市值(亿元)	2021H1收入（亿元）	2021H1归母净利润（亿元）
大型药企	恒瑞医药	1997/4/28	2000/10/18	上交所	孙飘扬	1958年	3174	132.98	26.68
	翰森制药	1995/7/26	2019/6/14	港交所	钟慧娟	1961年	977	44.02	12.91
	中国生物制药	2000/2/2	2000/9/29	港交所	谢炳	1952年	940	144.43	84.80
	复星医药	1994/1/14	1998/8/7	上交所/港交所	郭广昌	1967年	1226	169.52	24.82
	石药集团	1998/3/31	1994/6/21	港交所	蔡东晨	1954年	896	138.79	30.63
新兴药企	百济神州	2011/1/24	2018/8/8	港交所	欧雷强	1968年	2167	48.83	-26.73
	信达生物	2011/8/24	2018/10/31	港交所	俞德超	1964年	937	20.32	-11.75
	君实生物	2012/12/27	2018/12/24	港交所/上交所	熊俊	1974年	454	21.14	0.09
	贝达药业	2003/1/7	2016/11/7	深交所	丁列明	1963年	359	11.55	2.15
	荣昌生物	2008/7/4	2020/11/9	港交所	王威东	1959年	412	0.62	-4.44
	泽璟制药	2009/3/18	2020/1/23	上交所	盛泽林	1960年	156	0.42	-1.77
	微芯生物	2001/3/21	2019/8/12	上交所	XIANPING LU	1963年	169	1.83	-0.07
	康方生物	2012/3/19	2020/4/24	港交所	夏瑜	1967年	326	1.30	-4.25

数据来源：Wind，西南证券整理，时间2021.10.19

医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道

投资建议：关注两低赛道和医保免疫领域

- **器械领域带量采购有望成为招采新常态，国采降幅预期边际回归。**带量采购正在医用耗材领域广泛开展，并有逐步蔓延至IVD、设备领域的趋势，未来“国家+地方”两个层面推进器械带量采购常态化，其中人工晶体、支架、骨科、补片等成为首当其冲的品种。国家组织高值耗材全国集采已经进行两批，从第二批关节集采结果看，平均降幅在82%，降幅总体比之前的冠脉支架小很多，国产部分产品甚至在原出厂价以上，通过减少流通商的加价，中选产品有望实现以价换量。关节集采相比冠脉支架有所缓和，也带动市场对器械集采降幅预期的边际回归。
- **控费背景下器械行业开启新的投资周期，关注创新性&渗透率 & 国产化率 & 抗控费属性。**过去10年，随着全国卫生投入增长、老龄化加剧、分级诊疗推进，中国器械市场规模突破6000亿，需求端消费升级不断推进，同时大部分赛道国产化率不足40%（高端更低），技术突破+性价比+渠道优势促进国产化率持续提升。展望未来10年（2020~2030），在控费的总基调下，市场会更加追寻创新潜力大、竞争格局优良、渗透率低、国产率低、定价权高的赛道，而成熟产品、国产化率高、竞争激烈的赛道则将面临类仿制药集采的逻辑与业绩双杀的局面，器械板块结构性机会大于板块性机会，政策免疫/抗控费成为器械重要的投资方向。
- **投资建议。**从产业链视角关注“两低”赛道（低渗透率、低国产化率）和器械医保免疫方向（器械上游+下游出海）方向。建议布局**1）低渗透率**：TAVR（启明医疗、佰仁医疗）、外周血管介入（心脉医疗）、手术机器人（微创医疗机器人）、眼科（爱博医疗、欧普康视）；**2）低国产化率：**影像领域（东软医疗、万东医疗）、内窥镜（开立医疗、南微医学）、 IVD领域（迈瑞医疗）等；**3）医保免疫：**器械上游药机设备（东富龙、楚天科技）、药房自动化（健麾信息）、耗材生产设备（迈得医疗），下游出海国际化方向（迈瑞医疗、南微医学）、家用器械（鱼跃医疗）。

医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道

2.3.1 从药品带量采购再到耗材带量采购，控费的主基调不变

- 2018年以来药品仿制药带量采购为核心的控费手段逐渐开展并成熟，随着2020年11月冠脉支架全国集采和2021年9月骨科关节类全国集采的成功落地，以及医保局等八部委发布《关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见》明确提出在国家和地方两个层面协同推进高值医用耗材集中带量采购工作，预计后续高耗带量采购工作有望常态化。

耗材带量采购相关政策梳理

时间	文件	主要内容	部门
2018.3	《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》	推进改革；医用耗材分类集中采购；耗材“两票制”	卫计委
2019.5	《关于治理高值医用耗材的改革方案》	医药端（提升品质鼓励创新）、流通端（两票制和回款加快）、医院端（零加成和限制滥用）、医保端产业链各环节（编码和准入）	深改组第八次会议
2019.6	《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》	全医药行业改革任务，包括药品、耗材、医院、医保等各环节； 其中耗材方面有编码、高耗重点治理、零加成、完善采购政策；	国务院办公厅
2019.6	《医疗机构医用耗材管理办法（试行）》	明确医耗对象；规定耗材采购要求；建立耗材分级管理制度（Ⅰ、Ⅱ、Ⅲ级）；明确监管措施（全生命可溯源）	卫健委
2019.7	《治理高值医用耗材改革方案的通知》	责权定位，设定时限；完善价格机制；制定器械统一编码（20年底前）；完善分类集中采购办法；耗材零加成；制定医保准入和报销标准	国务院办公厅
2019.11	《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》	加大药品耗材采购改革；及时动态调整医疗服务价格；推进医保精细化管理；严格医疗机构绩效考核和药品耗材监督；加大薪酬改革；开展医疗共同体	国务院办公厅
2020.3	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	完善公平适度的待遇保障机制；建立管用高效的医保支付机制；协同推进医药服务供给侧改革（招采合一、量价挂钩）	国务院办公厅
2020.6	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	完善公平适度的待遇保障机制；健全稳健可持续的筹资运行机制；建立管用高效的医保支付机制；协同推进医药服务供给侧改革	国务院办公厅
2021.6	《关于开展国家组织高值医用耗材集中带量采购和使用的指导意见》	按照国家组织、联盟采购、平台操作的总体思路，由国家拟定基本政策和要求，组织各地区形成联盟，以公立医疗机构为执行主体，开展国家组织高值医用耗材集中带量采购	医保局等8部委
2021.9	《“十四五”全民医疗保障规划》	到2025年各省份国家和省级集中带量采购高值耗材品种达5类以上，带量采购成为公立医院采购的主导模式。	国务院办公厅

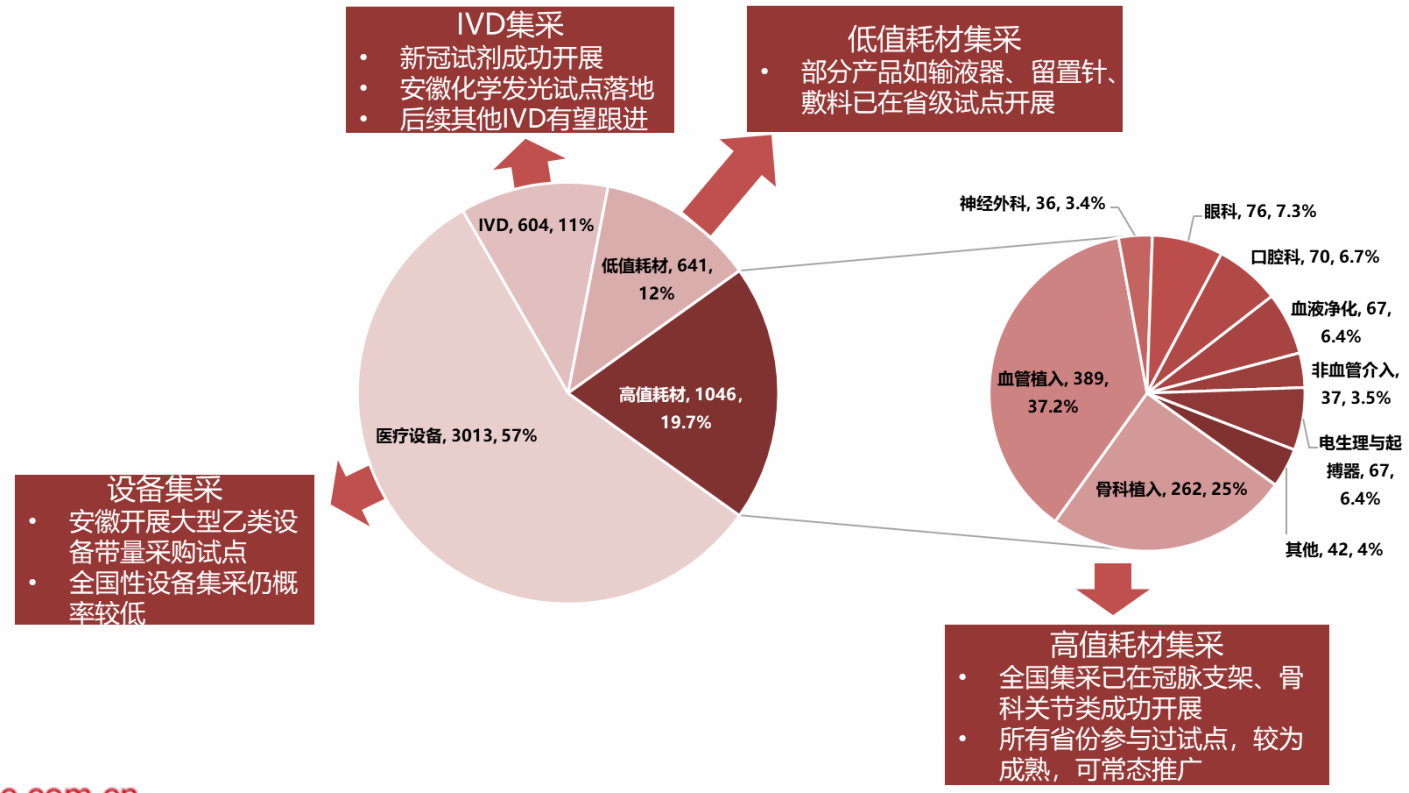
数据来源：卫健委、医保局，西南证券整理

医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道

2.3.1 控费逐步蔓延到IVD、设备领域

- 医疗器械控费有望进一步扩大范围，未来有望从高值耗材到设备和IVD类等，控费成为未来器械行业发展的主要变量。根据2021年9月30日发布的《“十四五”全民医疗保障规划》，到2025年各省份国家和省级集中带量采购药品品种要达到500个以上，高值耗材品种达5类以上，带量采购成为公立医院采购的主导模式。

2018年医疗器械分类（亿元）和对应控费政策情况



数据来源：中国医疗器械蓝皮书（2019 版），西南证券整理

医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道

2.3.1“国家+地方”两个层面推进高值耗材集中带量采购

- 截止2021年9月20日，全国大陆31个省（市、自治区）均已形成参与带量采购的经验，不完全统计，省级以上方案数量超过40个，其中国家组织采购2个（冠脉支架+骨科关节），省际联盟试点方案有14个，省级带量采购方案超过25个。

耗材带量采购形势图



序号	时间	省级平台采购方案	品种
(1)	2019-07-16	安徽省第一批	脊柱植入类、人工晶体
(2)	2019-07-24	江苏省第一轮	雷帕霉素及其衍生物支架、双腔起搏器
(3)	2019-09-20	江苏省第二轮	人工晶体类、血管介入球囊类、人工髋关节类
(4)	2020-01-06	山西省	药物洗脱和药物涂层支架
(5)	2020-04-29	京津冀9省联盟	人工晶体
(6)	2020-05-09	福建省	超声刀、人工关节、留置针、镇痛泵
(7)	2020-05-21	渝黔滇豫4省联盟	吻合器、补片、胶片
(8)	2020-06-01	青海省	留置针、输液器、双腔起搏器
(9)	2020-06-30	江苏省第三轮	人工膝关节、人工硬脑膜、人工硬脊膜、疝修补材料
(10)	2020-07-03	全国耗材集采网传版	冠脉支架
(11)	2020-07-17	陕西10省联盟	人工晶体
(12)	2020-07-28	安徽省第二批	骨科关节类、心脏起搏器
(13)	2020-08-03	浙江省	冠脉介入球囊、骨科髋关节
(14)	2020-08-04	湖北省	冠脉扩张球囊、医用胶片、一次性精密输液器
(15)	2020-08-04	黔渝琼3省	冠脉扩张球囊
(16)	2020-08-21	上海市	人工晶体类
(17)	2020-08-26	湖南省	吻合器、骨科创伤类、冠脉扩张球囊
(18)	2021-1-11	四川6省2区联盟	冠脉扩张球囊
(19)	2021-3-1	内蒙古8省2区联盟	冠脉（PTCA）导引导丝
(20)	2020.9.30	川渝藏3省联盟	人工晶体
(21)	**2010-10-16**	**全国集采**	**冠脉支架**
(22)	2020-9-25	河南	人工晶体、留置针
(23)	2020-10-22	青海	骨科关节类
(24)	2020-11-10	江苏第四轮	干式胶片、吻合器
(25)	2020-11-26	广东7省	冠脉扩张球囊和药物球囊
(26)	2020-12-4	山西	疝补片、吻合器、胶片
(27)	2020-12-8	河北	输液器、留置针
(28)	2020-12-8	陕西	留置针、泡沫敷料
(29)	2020-12-16	山东	冠脉扩张球囊、髋关节、起搏器等
(30)	2021-2-1	粤赣豫3省	人工晶体
(31)	2021-3.12	京津冀3+N	冠脉扩张球囊
(32)	2021-3-26	河南12省联盟	骨科创伤类
(33)	2021-4-12	福建	起搏器、冠脉扩张球囊、人工晶体等
(34)	2021-5-18	江苏第五轮	人工晶体、球囊、起搏器、导丝等
(35)	2021-5-26	上海	冠脉扩张球囊
(36)	**2021-6-21**	**全国集采**	**骨科关节类**
(37)	2021.7~8月	安徽第三批	人工晶体、球囊、脊柱、透析器
(38)	2021-9-3	广东13省	超声刀头、预充式导管冲洗器
(39)	2021-9-8	京津冀3+N	冠脉扩张球囊、起搏器
(40)	2021-9-10	鲁冀晋豫4省	压力泵、腔静脉滤器、疝补片等
(41)	2021-9-10	浙江第二批	人工晶体、起搏器、微导管等

数据来源：各省医保局、药械采购中心，西南证券整理

医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道

2.3.1 部分医用耗材集采已广泛开展

- 耗材带量采购品种主要满足以下5类特征：临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、市场竞争较充分、同质化水平较高。目前涉及的27个品种主要归属于心血管类、骨科类、眼科类、补片类、手术耗材类等。

目前医用耗材带量采购主要涉及的27个品种和相关省份

省份	心血管类							骨科类			眼科	补片类		手术耗材类								其他类					
	冠脉支架	冠脉扩张球囊	导丝	导管	药物球囊	弹簧圈	起搏器	脊柱	关节	创伤	人工晶体	硬脑（脊）膜	疝补片	吻合器	套管穿刺器	压力泵	腔静脉滤器	切口保护器	高分子结扎夹	电圈套器	超声刀	留置针	输液器	透析器	泡沫敷料	镇痛泵	胶片
黑龙江	√	√	√		√		√		√		√																
吉林	√	√	√		√		√		√		√																
辽宁	√	√	√		√		√		√		√																
内蒙古	√	√	√		√		√		√		√																
北京	√	√			√		√		√		√																
天津	√	√			√		√		√		√																
河北	√	√	√		√	√	√		√	√	√	√	√			√	√	√	√			√	√				
山东	√	√			√		√		√		√	√	√		√	√	√	√	√								
山西	√	√			√		√		√	√	√		√			√	√	√	√	√							√
陕西	√	√			√				√		√			√								√			√		
宁夏	√	√	√		√				√	√	√										√						
甘肃	√	√	√		√				√		√										√						
青海	√	√	√		√		√		√	√	√										√	√	√				
新疆	√	√	√		√				√		√										√						
贵州	√	√	√		√		√		√	√	√		√	√													√
湖南	√	√			√				√	√	√			√													
广西	√	√			√				√	√	√										√						
海南	√	√	√		√				√		√										√						
西藏	√	√	√		√		√		√		√																
四川	√	√			√		√		√		√																
重庆	√	√			√				√	√	√		√	√													√
云南	√				√				√	√	√		√	√													√
河南	√	√			√		√		√	√	√		√	√		√	√	√	√		√	√					√
湖北	√	√			√				√	√	√										√		√				√
安徽	√	√					√	√	√		√													√			
江苏	√	√	√	√	√		√		√		√	√	√	√													√
上海	√	√							√		√																
浙江	√	√		√			√		√		√									√							
福建	√	√			√		√		√		√	√	√	√	√						√	√				√	
江西	√	√			√				√	√	√										√						
广东	√	√			√				√		√										√						
合计	31	30	13	2	28	1	18	1	31	12	31	4	9	8	2	4	4	4	4	1	11	5	3	1	1	1	7

www.swsc.com.cn

数据来源：各省医保局、药械采购中心，西南证券整理

医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道

2.3.1 高值耗材全国集采已经进行两批，关节集采相比冠脉支架有所缓和

- 国家组织高值耗材带量采购首先从冠脉支架切入，2020年11月5日，天津市医药采购中心公布国家组织冠脉支架集中带量采购拟中选结果，中选产品与2019年相比，相同企业的相同产品平均降价93%，按意向采购量计算，预计节约109亿元，但由于出厂价大幅下降，企业支架业务普遍受到负面影响。
- 在2021年人工关节带量采购中，方案首先进行分组，髋关节根据采购需求、供应能力、产品材质分为A、B组，进入A组淘汰率极低，同时A组“复活机制”让整体降价较为可控，此外人工关节的集采方案首次进行了伴随费用报价，保证后续的供应。从2021年9月14日公布的关节集采中标价格来看，平均降幅在82%，降幅总体比之前的冠脉支架小很多，国产部分产品甚至在原出厂价以上，通过减少流通商的加价，中选产品有望实现以价换量。

国家组织高值耗材带量采购方案比较

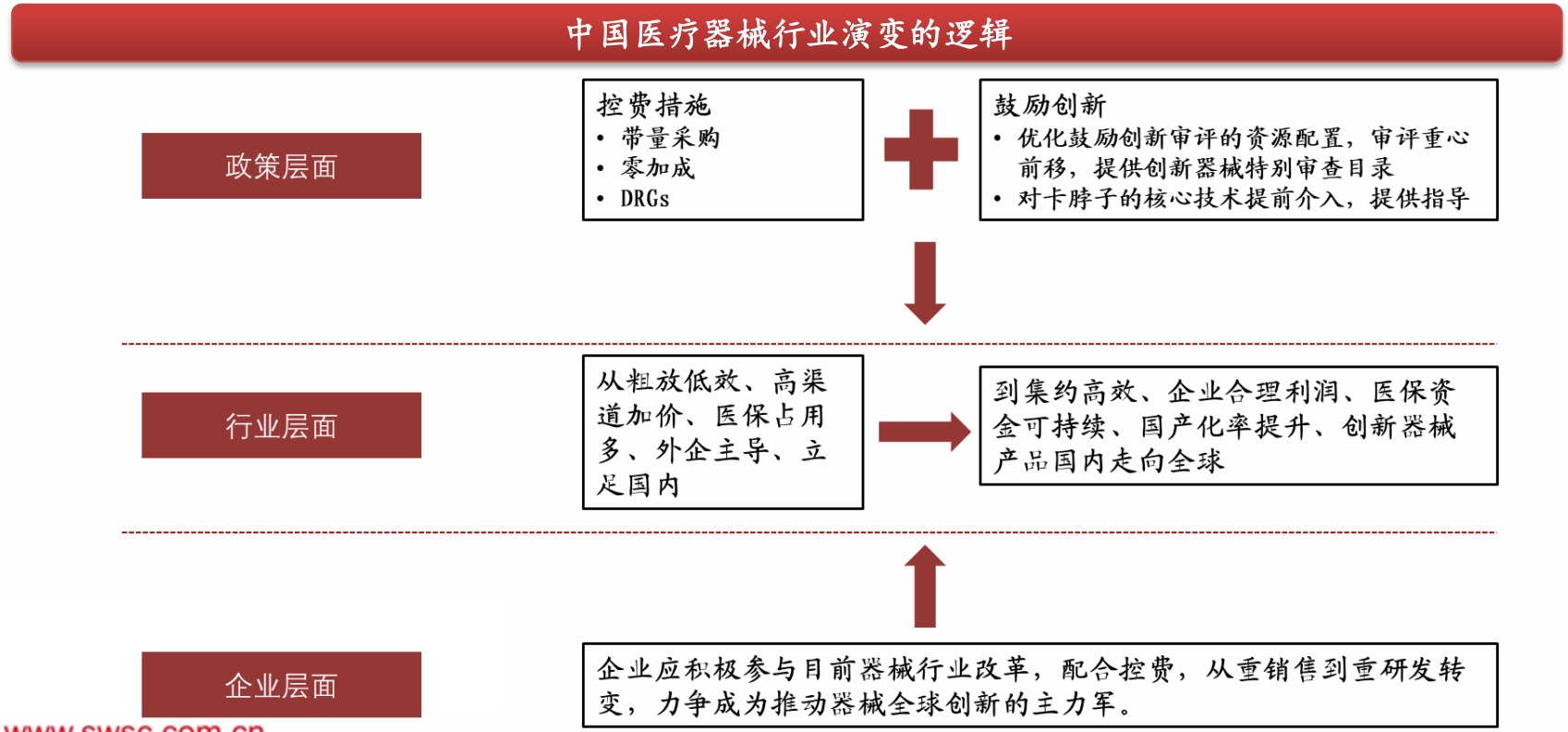
国采		
启动日	2020.10.16	2021.6.21
拟中选结果公示时间	2020.11.5	2021.9.14
品种	冠脉药物洗脱支架（钴铬或铂铬合金）	初次置换人工全髋关节、初次置换人工全膝关节
占上年度采购量比重	80%	90%
中选规则	申报价从低到高入围前10名，有等量增补原则，在入围产品中按1.8倍或限价2850确定拟中选资格	根据采购需求、供应能力、产品材质分为A、B组，根据竞价比价价格从低到高差额中选，有1.5倍或在最高有效申报价降幅50%以上的限制，A组相比B组有复活机制
采购量分配	意向采购量计入中选产品协议采购量，剩余量10%分配给最低价产品，其余医疗机构选择	中选企业按采购需求量的一定比例分配协议采购量，剩余量鼓励分配给低价企业
平均降价幅度	93%	82%
是否伴随费用	无	有
执行周期	2年	2年
回款	约定时间及时回款	约定时间及时回款

数据来源：药械采购中心，西南证券整理

医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道

2.3.1 控费背景加速国内器械行业向创新升级转型

- 国内器械行业发展阶段遵循“代理——仿制——创新”的发展路径，目前器械总体仍处于“仿制到跟随创新”阶段，属于“中国新”，但离“全球新”还有距离。当前的政策层面的顶层逻辑是“控费措施+鼓励创新”并行，机遇与挑战并存，**未来十年，国内器械市场将从“粗放低效、高渠道加价、医保占用多、外企主导、立足国内”向“集约高效、企业合理利润、医保资金可持续、国产化率提升、创新器械产品国内走向全球”转变，我们认为，控费倒逼国内医疗器械器械加速转型创新，布局“两低（低渗透率、低国产化率）”赛道，未来国产器械企业竞争力将显著提升，走向国际化舞台。**



数据来源：西南证券整理

医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道

2.3.2 器械研究关注点：创新性&渗透率 & 国产化率 & 抗控费属性

2010~2020年黄金十年：龙头的盛宴

器械行业体量 X **国产化率提升**

消费升级主线研究关注点

- 现代医学进步使医生诊疗越来越依赖器械；
- 老龄化带来终端旺盛的需求；
- 新术式带动创新器械渗透率提升

进口替代主线研究关注点

- 国产企业技术水平提升，个别企业在某些品类的技术水平已经接近国际龙头水平；
- 价格优势，受益医保控费（比如两票制、零加成、地方集采以及后续的DRGS、带量采购）；
- 国内企业推广，随着市场规范和企业进步，龙头企业都建立了专业的学术推广团队；

2020~2030向创新要定价权

控费常态下的器械十年

控费主基调下的结构性机会

- 控费主基调：器械领域的控费措施逐渐开展，成为加速进口替代和催生格局变化的重要因素
- 器械政策免疫/抗控费成为器械重要的投资方向，本质上追寻创新潜力大、竞争格局优良、渗透率低、国产率低、定价权高的赛道，而成熟产品、国产化率高、竞争激烈的赛道则将面临类仿制药集采的逻辑与业绩双杀的局面。结构性机会大于板块性机会。

数据来源：西南证券整理

医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道

2.3.2 消费升级带来渗透率提升，低国产化率赛道有望实现进口替代

- **需求端消费升级**：随着终端健康需求和卫生投入的提升，较为前沿的器械产品有望再中国持续放量，如TAVR、手术机器人、CT、MRI、超高端超声、内镜、运动医学、眼科、牙科等赛道仍有巨大的渗透率提升空间。
- **供给端进口替代**：国产龙头品牌技术突破，凭借性价比和渠道优势，不断提升份额，目前器械整体国产化率40%以内，高端产品更低。

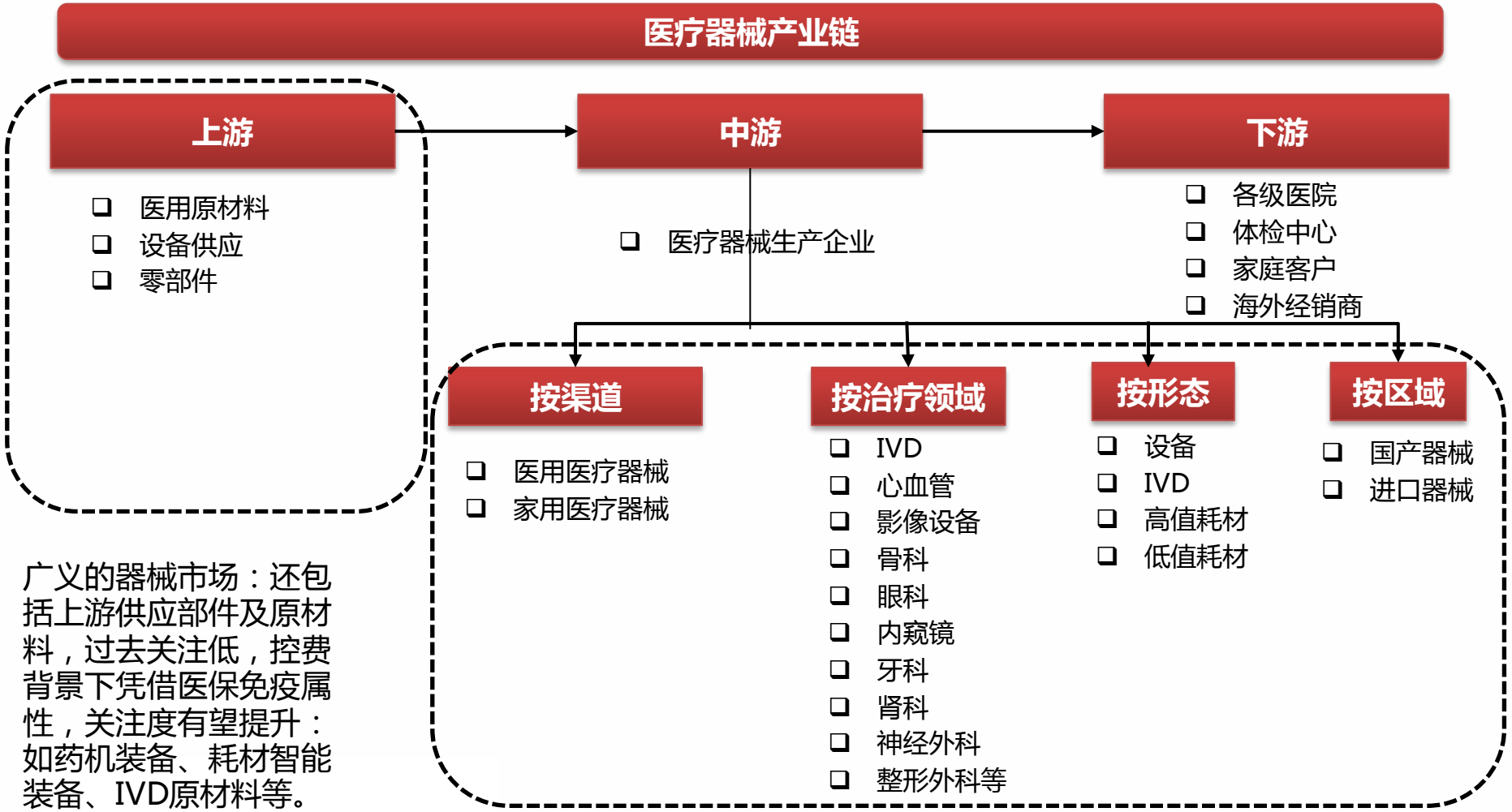
全球与中国医疗器械行业概览（按治疗领域）

类别	全球（亿美元）			中国（亿人民币）			主要代表产品	国内市场主要竞争者		国产化率（综合）
	2019年规模	占比	CAGR 17~19	2019年规模	占比	CAGR 17~19		进口	国产	
IVD	592	13.1%	6.1%	705	11.1%	17.6%	生化、免疫、分子、POCT等	罗氏、雅培、丹纳赫等	迈瑞、新产业、安图、华大、万孚等	35%，生化高，发光低
心血管	531	11.8%	6.4%	465	7.3%	12.9%	介入耗材、心内科、电生理等	美敦力、波科、强生等	乐普、微创、吉威、先健、心脉、启明等	30%，心脏支架高，其他低
影像设备	425	9.4%	3.7%	1010	15.9%	19.4%	超声、DR、CT、MRI等	GE、西门子、飞利浦	迈瑞、影联、东软、万东等	20%以内
骨科	393	8.7%	3.7%	304	4.8%	16.2%	创伤、脊柱、关节、运动医学等	强生、捷迈、史赛克、美敦力等	威高、大博、凯利泰、爱康、春立等	40%，创伤高，其他低
眼科	312	6.9%	6.2%	267	4.2%	18.5%	人工晶体、角膜接触镜、光学仪器	强生、爱尔康、博士伦、露西得	欧普康视、珠海艾格、爱博诺德等	30%以内
内窥镜	209	4.6%	6.3%	240	3.8%	10%	硬镜、软镜、设备、附件	奥林巴斯、史赛克、宾得、STORZ	澳华、沈大、迈瑞、开立	20%以内
牙科	158	3.5%	6.5%	85	1.3%	21.1%	颌面外科植入、种植体、正畸材料等	强生、史赛克、盖氏、Bicon等	百易得、正海生物、华西CDIC等	较低
肾科	127	2.8%	4.2%	120	1.9%	20.0%	透析机、透析器、透析液、透析粉、灌流器等	费森尤斯、贝朗、尼普洛、百特	威高、贝恩、三鑫、健帆、宝莱特	20%，灌流高，透析机、器低
神经外科	102	2.3%	9.1%	40	0.6%	12.2%	颅骨材料、脑膜材料、引流、缝合材料等	蛇牌、史赛克、，美敦力等	康辉、正海、天新福、百多安等	较低
其他	1668	36.9%	5.8%	2972	46.9%	21.7%	整形外科、药物输送、家用器械、低值耗材等	-	-	低值占比较高
合计	4517	100.0%	5.6%	6338	100.0%	19.7%	设备、耗材、IVD	-	-	40%左右，高端占比低

数据来源：药械研究院，EvaluateMedTech，西南证券整理

医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道

2.3.2 从产业链视角关注 “两低赛道”和医保免疫方向（器械上游+下游出海）



广义的器械市场：还包括上游供应部件及原材料，过去关注低，控费背景下凭借医保免疫属性，关注度有望提升：如药机装备、耗材智能装备、IVD原材料等。

狭义的器械市场：主流的关注领域，这部分产品和控费相关性较大，关注“两低“赛道

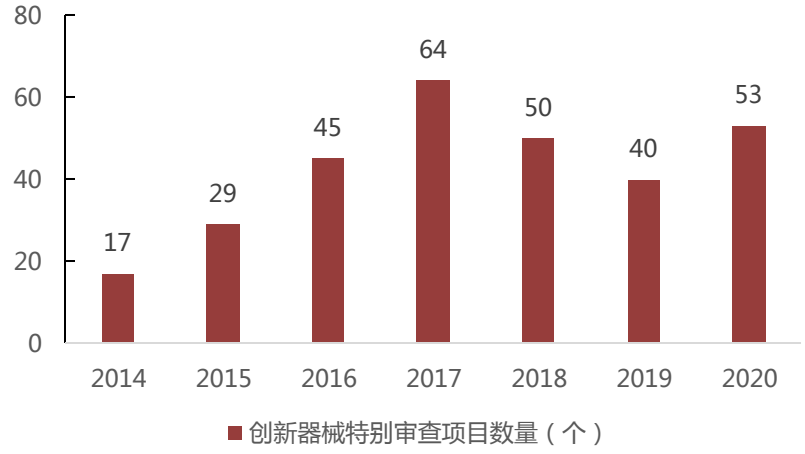
数据来源：西南证券整理

医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道

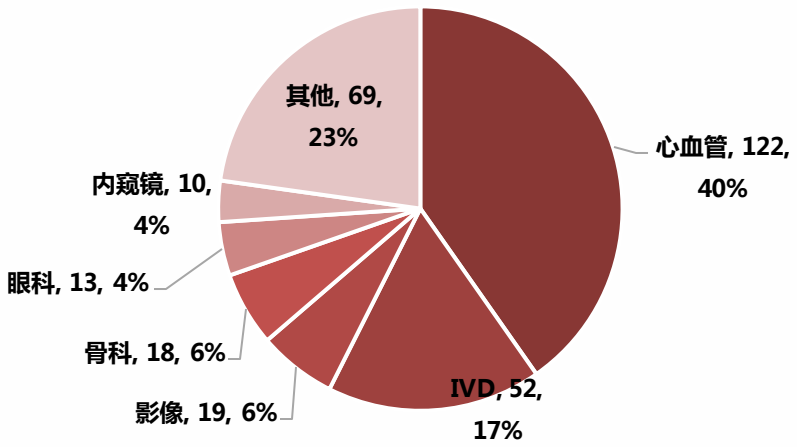
2.3.2 关注“低渗透率“创新器械赛道

- 创新器械一般是II、III类器械，然后符合1）国际原创或2）国内首创或3）重大技术提升中的一个或多个特征。从医药政策的顶层设计思路看，作为中国制造2025的10大方向之一，创新器械成为被引导和鼓励的方向，2014年药监局也发布了**《创新医疗器械特别审批程序（试行）》**，目前取得不错的成果，截止2021年1月底，已有303个产品进入创新医疗器械特别审查通道，近几年每年新增50个产品。**从创新器械的方向看**，主要在心血管（40%）、IVD（17%）、影像（6%）、骨科（6%）、眼科（4%）、内窥镜（4%）等领域，心血管和IVD是创新器械的主要赛道。
- **创新器械一般属于低渗透率赛道，未来国内空间巨大。**创新器械由于在临床上运用较少，或者治疗效果较传统产品升级较大，不具备带量采购的特征，往往能获得更高的议价权和盈利能力。根据对特别审批程序目录的分析，主要创新器械领域包括：心血管中的TAVR、电生理、外周血管介入、神经介入；大型设备中手术机器人；影像领域的CT、MRI、PET/SPECT 、DSA、超高端超声等；眼科中的高端人工晶体、ICL；内窥镜下的硬镜、软镜； IVD领域的基因测序、肿瘤早筛、伴随诊断等

创新器械特别审查项目数量



创新器械特别审查项目领域分部



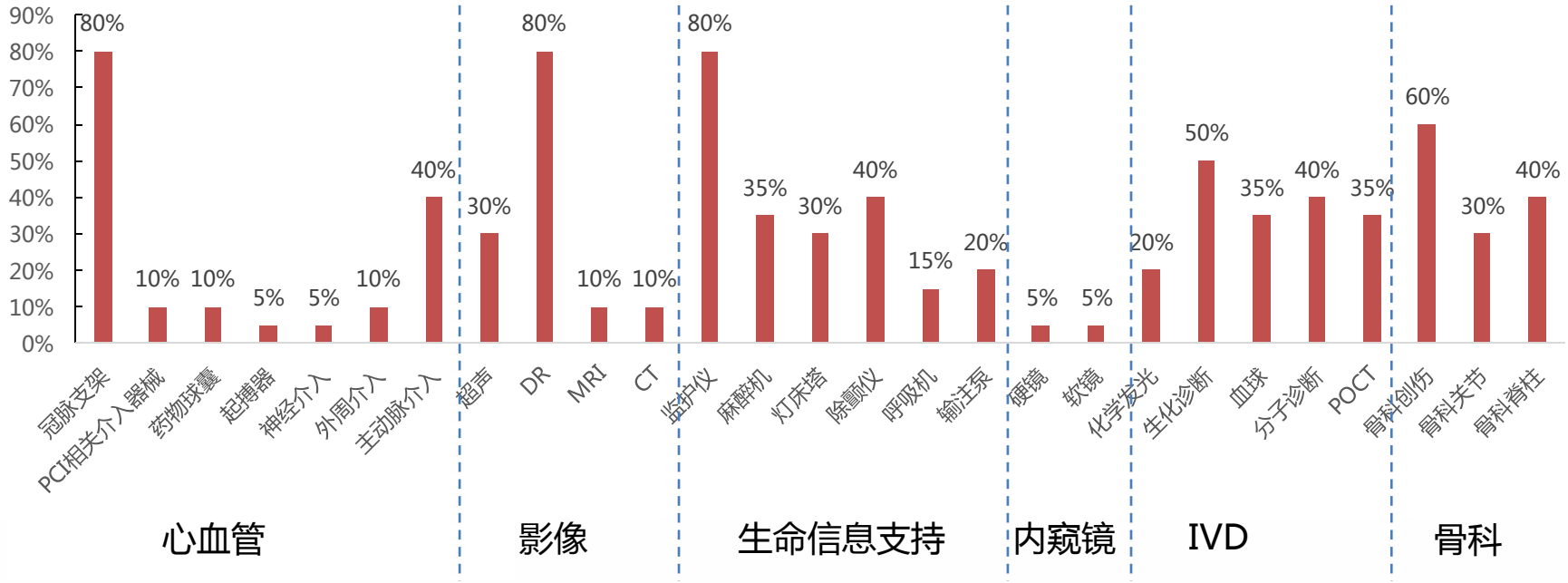
数据来源：CDE，西南证券整理

医疗器械：控费背景下关注“两低+医保免疫”赛道

2.3.2 关注“低国产化率“器械赛道

- **国产化率较低的赛道属于器械企业值得布局的另一个领域。**后续即便面临控费政策的影响，中标企业仍具备较大的量的提升空间，总体上属于受益于政策的细分赛道。目前我国医疗器械除了部分领域（如冠脉支架、监护仪、生化诊断、DR、骨科创伤类等）国产化率超过50%，其他产品的国产化率不高，部分龙头市场份额仅为个位数，针对这部分企业和所处赛道，企业积极参与带量采购，往往利大于弊。相关赛道包括药物球囊、起搏器、神经介入、外周介入、 MRI、CT、呼吸机、输注泵、内窥镜、化学发光、骨科关节等。

中国医疗器械部分赛道国产化率情况



数据来源：Frost&Sullivan，器械蓝皮书，威高骨科招股书等，西南证券整理

医疗服务：关注“盈利能力+可复制性+医保风险”

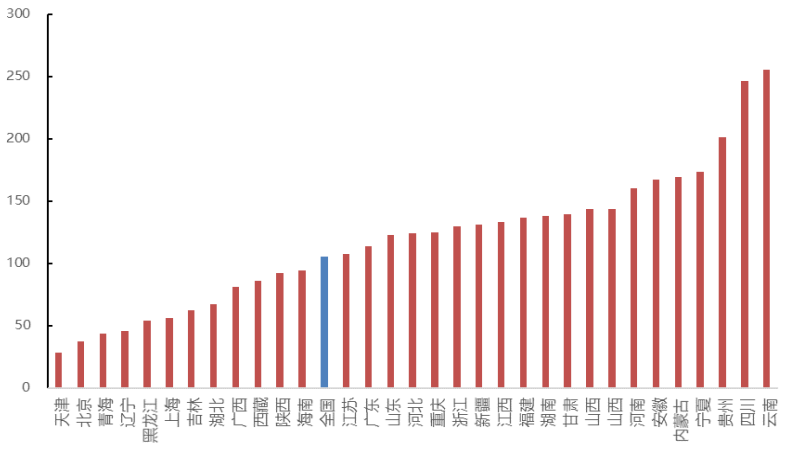
- **政策支持民营医疗服务，三个维度精选优质赛道。**政策鼓励社会力量依法举办医疗卫生机构，民营医院通过聚焦专科，能够提供差异化的服务，与公立医院形成互补，同时也能缓解公立医疗资源供给不足现状。1）**盈利能力：**牙科、眼科、辅助生殖等行业龙头企业具有医生、品牌、技术壁垒，具有较好的竞争格局，在成熟门店的净利润率上通常更高；**2）复制性：**眼科、辅助生殖、康复等相对具有较好的可复制性；**3）政策风险：**辅助生殖、体检、眼科、口腔对于医保的依赖程度更低，消费属性更强。
- **内生外延加速行业集中度提升。1）内生：**民营医疗服务龙头长期积累的医师、技术资源、管理经验、口碑等优势，内生增长势头强劲。**2）外延：**自建+并购实现全国快速扩张，民营医疗服务可复制模式成熟，行业龙头集中度有望加速提升。
- **医疗服务价格体系调整值得期待。**民营医疗服务提供差异化的服务并且享受自主定价权，医院运营效率更高。医保局发布《深化医疗服务价格改革试点方案》，预计未来医疗服务价格将有升有降，总体而言未来民营医疗服务价格水平有望借助差异化服务将得到提升。依托口碑、技术、人才和资金的优势，民营医疗服务ROE和净利润率持续提升。
- **投资建议：**关注“盈利能力+可复制性+医保风险”，精选专科医院赛道，建议关注细分领域龙头标的，如通策医疗、爱尔眼科、锦欣生殖、海吉亚医疗等。

医疗服务：关注“盈利能力+可复制性+医保风险”

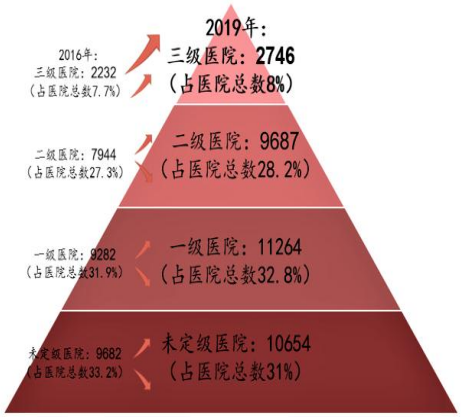
2.4.1 医疗服务资源总量不足，供需失衡

- **医疗服务人员与整体医疗行业发展的不匹配,服务缺口大：**改革开放至2019年以来，我国卫生费用复合增速达到17%，占GDP比重持续提升3.55pp达到6.57%，但与此同时从业人员数量增速较低，复合增速仅为1.12%。
- **医疗服务的结构性失衡明显，仍在加剧：**2019年三级医院仅占全国医院总数的**8%**，就诊人数高达20.6亿人次，占全国医院总就诊人数的**53.7%，**相较2016年上升**3.9pp**。三甲医院负荷的现状导致就诊等待时间长和服务体验差等问题。同时还存在大量未被满足的差异化需求。
- **地域分布不均：**部分经济发展程度相对较低，但人口密集中的省份在医疗资源配置方面有较大需求。

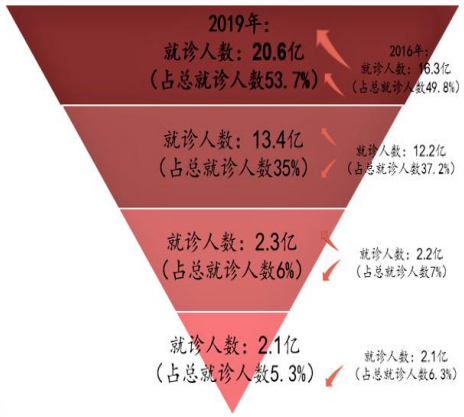
中国各省平均三甲医院覆盖人数不均（万人/家）

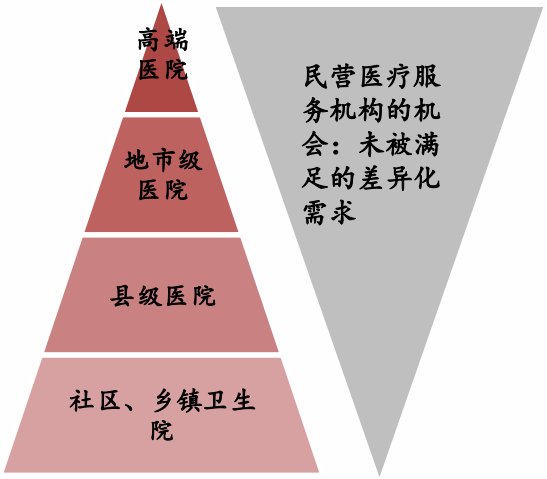


医院数量



就诊人次





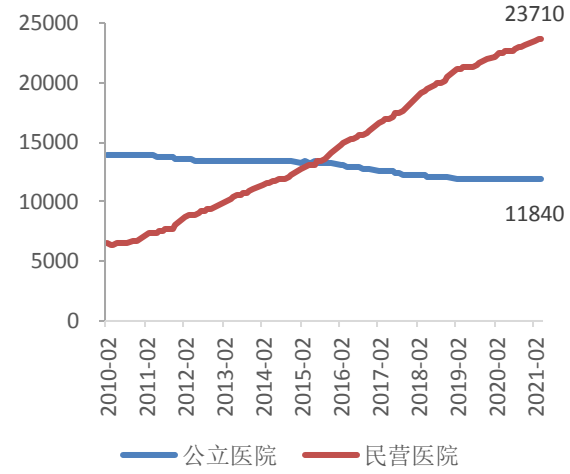
数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

医疗服务：关注“盈利能力+可复制性+医保风险”

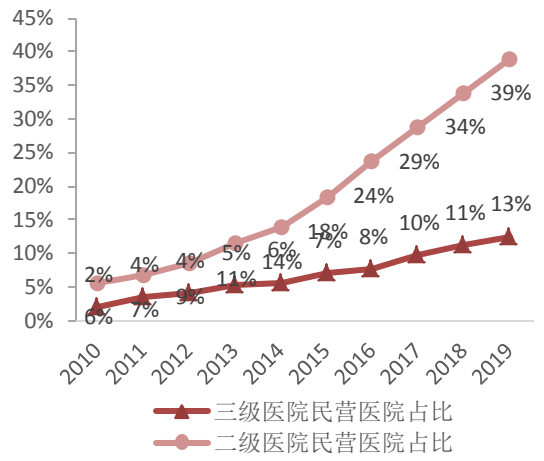
2.4.2 政策鼓励下，民营高质量快速发展

- **供需的结构性失衡给民营医院带来了庞大的潜在市场**，社会办医的政策导向降低了进入门槛，2021年我国共有超过3.55万所医院，民营占比67%，综合医院约1.26万家，民营占比63%，民营专科医院6756家，民营占比为79%。
- **民营医院朝着高质量发展，办医实力显著增强。**民营二级以上医院占比逐年提升，2019年三级医院中民营医院占比提升至13%，二级医院中民营医院占比提升至39%。

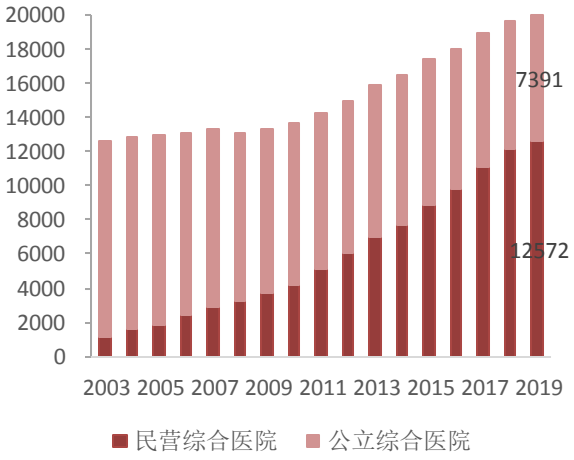
民营医院快速发展（家）



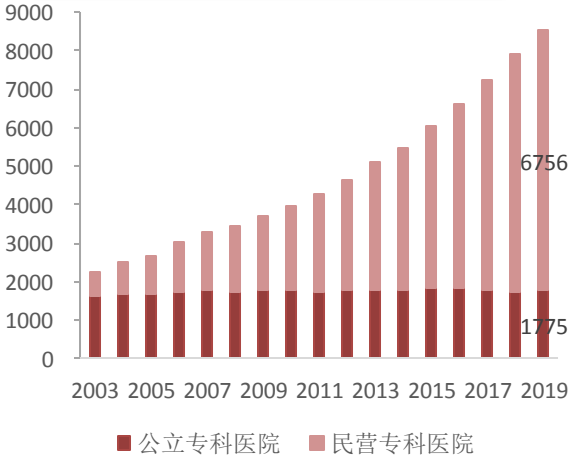
二三级医院民营医院占比



民营综合医院快速发展（家）



民营专科医院快速发展（家）



数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

医疗服务：关注“盈利能力+可复制性+医保风险”

我国针对民营医疗服务的鼓励政策

时间	政策	部门	要点
2009年4月	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	国务院	鼓励和引导社会资本发展医疗卫生事业。积极促进非公立医疗卫生机构发展，形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制。
2010年5月	《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》	国务院	支持民间资本兴办各类医院、社区卫生服务机构、疗养院、门诊部、诊所、卫生所（室）等医疗机构，参与公立医院专制改组。支持民营医疗机构承担公共卫生服务、基本医疗服务和医疗保险定点服务。
2010年10月	《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构意见的通知》	发改委等	坚持公立医疗机构为主导、非公立医疗机构共同发展，加快形成多元化办医格局，是医药卫生体制改革的基本原则和方向。完善和落实优惠政策，消除阻碍非公立医疗机构发展的政策障碍，确保非公立医疗机构在准入、执业等方面与公立医疗机构享受同等待遇。非公立医疗机构机构税收和价格政策与公立医疗机构同价，明确了将符合条件的非公立医疗机构纳入医保定点范围，
2013年10月	《国务院关于促进健康服务业发展的若干意见》	国务院	建立公开、透明、平等、规范的健康服务业准入制度，凡是法律法规没有明令禁入的领域，都要向社会资本开放，并不断扩大开放领域；简化对康复医院、老年病医院、儿童医院、护理院等紧缺型医疗机构的立项、开办、执业资格、医保定点等审批手续。研究取消不合理的前置审批事项。放宽对营利性医院的数量、规模、布局以及大型医用设备配置的限制。
2013年12月	《关于加快发展社会办医的若干意见》	卫计委	优先支持社会举办非营利性医疗机构，加快形成以非营利性医疗机构为主体、营利性医疗机构为补充的社会办医体系。持续提高社会办医的管理和质量水平，引导非公立医疗机构向规模化、多层次方向发展，实现公立和非公立医疗机构分工协作、共同发展。
2015年5月	《国务院办公厅印发关于促进社会办医加快发展若干政策措施的通知》	国务院	进一步放宽准入，减少运行审批限制，落实医疗机构税收政策。细化社会办医的具体实施方案。
2015年5月	《国务院办公厅关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》	国务院	落实支持和引导社会资本办医政策。完善社会办医在土地、投融资、财税、价格、产业政策等方面的鼓励政策，优先支持举办非营利性医疗机构，支持社会资本投向资源稀缺及满足多元需求服务领域。放宽社会资本办医准入范围，清理取消不合理的规定，加快落实在市场准入、社会保险定点、重点专科建设、职称评定、学术地位、医院评审、技术准入等方面对非公立医疗机构和公立医疗机构实行同等对待政策。支持社会资本举办的医疗机构提升服务能力。非公立医疗机构医疗服务价格实行市场调节价。
2015年3月	《国务院办公厅关于印发全国医疗卫生服务体系规划纲要（2015—2020年）的通知》	国务院	到2020年，按照每千常住人口不低于1.5张床位为社会办医院预留规划空间，同步预留诊疗科目设置和大型医用设备配置空间。优先支持举办非营利性医疗机构。引导社会办医院向高水平、规模化方向发展，发展专业性医院管理集团。
2016年8月	《医疗机构设置规划指导原则（2016-2020年）》	国务院	鼓励社会办医。在符合规划总量和结构的前提下，取消对社会办医医疗机构数量和地点的限制。
2017年5月	《国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	国务院办公厅	支持社会力量深入专科医疗等细分服务领域，简化优化审批服务，社会办医机构在医保协议签订程序、时限、标准等方面与公立医疗机构同等对待。
2019年6月	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	卫健委	加大政府支持社会办医力度，严格控制公立医院数量和规模，为社会办医留足发展空间，支持向社会办基层医疗机构购买服务；公立医疗机构与社会办医分工合作。
2019年6月	《深化医疗卫生体制改革2019年重点工作任务》	国务院	制定促进社会办医持续健康规范发展的政策文件。持续深化卫生健康领域”放管服“改革，优化审批服务，清理歧视性政策，对社会办医医疗机构一视同仁对待并给与扶持。鼓励支持社会力量开办诊所，加大政府购买服务力度。
2020年11月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标的建议》	中央委员会	明确提出支持社会办医

资料来源：国务院等相关部门，西南证券整理

医疗服务：关注“盈利能力+可复制性+医保风险”

2.4.3 关注优质赛道的盈利能力与复制性

- **盈利能力**：牙科、眼科、辅助生殖等赛道龙头企业具有医生、品牌、技术壁垒，具有较好的竞争格局，在成熟门店的净利润率上通常更高；
- **可复制性**：相对于设备依赖程度更高，可标准化的医疗服务在可复制性上表现更好，其中眼科、辅助生殖、康复等相对具有较好的可复制性；
- **政策风险**：辅助生殖、体检、眼科、口腔对于医保的依赖程度更低，消费属性更强。

我国专科医疗服务市场分类

市场	2016年市场规模（亿元）	2019年市场规模（亿元）	CAGR	民营市场份额	样本公司	样本公司2019年收入	样本公司市场份额	2018年数量	政策牌照壁垒	万元以上设备台数（2018年）	医保依赖程度	可复制性	盈利能力	行业增速
肿瘤	2614	3710	12%	9%	海吉亚	11	0%	156家（民营80，公立86）	较高	3787	高	强	中	高
体检	1120	1978	21%	21%	美年健康	85	4%	6500家（民营：1900，公立4600）	低	NA	低	强	中	中
眼科	772	1253	18%	19%	爱尔眼科	100	8%	761家（民营709，52）	低	1351	低	强	高	高
口腔	664	1080	18%	40%	通策医疗	19	2%	786家（民营624，公立162）	低	768	低	弱	高	高
辅助生殖	212	311	14%	10%	锦欣生殖	17	5%	497家（民营占比10%）	高	NA	低	中	高	中
康复	409	705	20%	NA	三星医疗	15	2%	637家（其中民营：152，公立485）	低	933	高	强	中	中

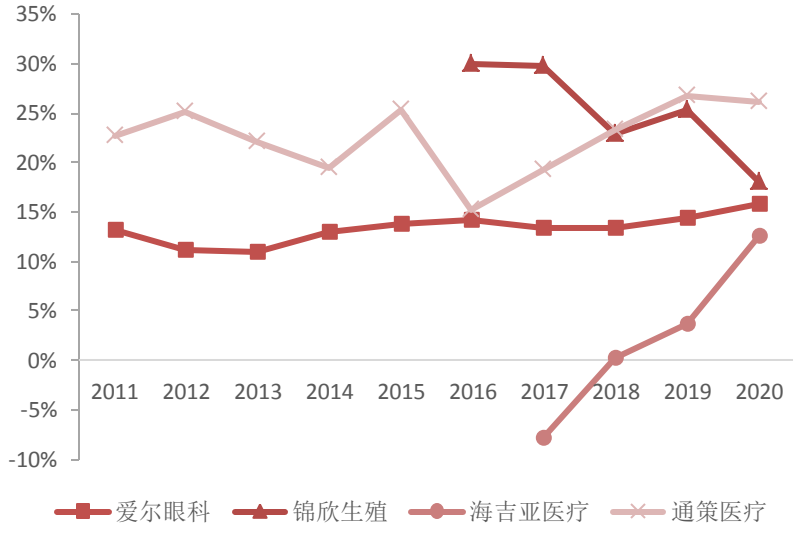
数据来源：各公司公告，招股说明书，西南证券整理

医疗服务：关注“盈利能力+可复制性+医保风险”

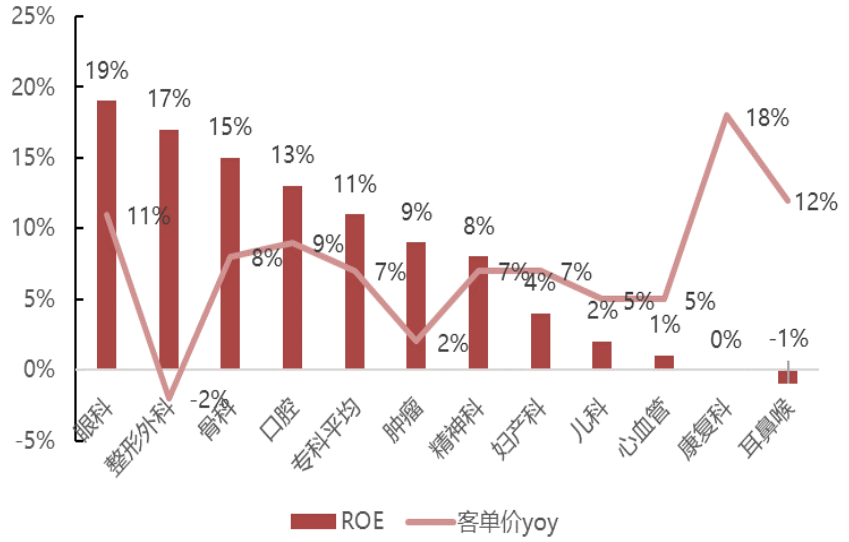
2.4.3 盈利能力持续提升，聚焦高ROE赛道

- **聚焦高ROE专科赛道，龙头标的盈利能力持续提升。**专科医院经营门槛低于综合医院，在社会办医早期环境中优于综合医院。 从客单价和ROE角度分析，口腔、眼科、肿瘤、辅助生殖等专科医院是优质赛道，其中的行业龙头盈利能力持续提升。
- **精细化管理能力决定盈利能力。**民营医院企业需要精细化管理以控制成本提高效率，依托口碑、技术、人才及资金优势等在迅速抢占市场，建立壁垒，产生规模效应。海吉亚医疗净利润率快速提升，爱尔眼科净利润率稳定在15%左右，锦欣生殖由于受到海外疫情影响，净利润率有所波动。

医疗服务行业上市公司净利率对比



不同专科医院ROE和客单价变化比较



数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

医疗服务：关注“盈利能力+可复制性+医保风险”

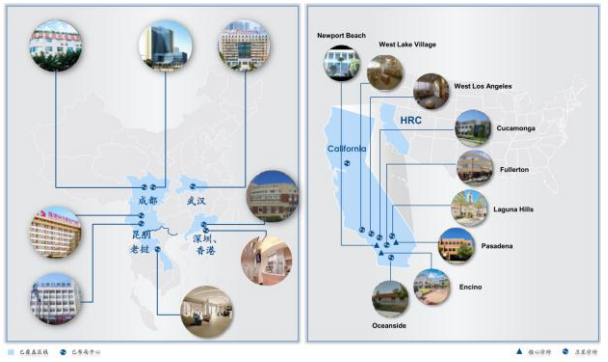
2.4.4 外延加速行业集中度提升

- **龙头持续扩张，集中度进一步提升。**
- **通策医疗**：省内新建中心医院+蒲公英分院和体外基金省外建设大型医院的扩张计划加速推进。
- **海吉亚**：截至2021H1公司有10家以肿瘤科为核心的医院，到2023年末通过“自建+收购”将扩展到18家医院，可开放床位数将达到1万张。2021年并购2家大体量医院，自建1家医院开业，预计2022年将释放业绩。
- **锦欣生殖**：全国一共有6张牌照，布局四个区域，每年实现1-2家医院落地，预计到2025年将布局13-15家医院。2020年并购5家标的将在2021年释放业绩。
- **三星医疗**：现投资及运营 29 家医疗机构，包括 4 家综合医院、25 家专科医疗机构，2025 年将实现 100 家医疗机构的战略目标。

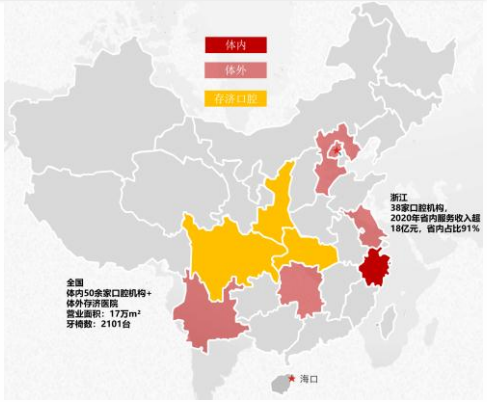
海吉亚全国医院网络布局



锦欣生殖全球医院网络布局



通策医疗全国医院网络布局



三星医疗全国医院网络布局



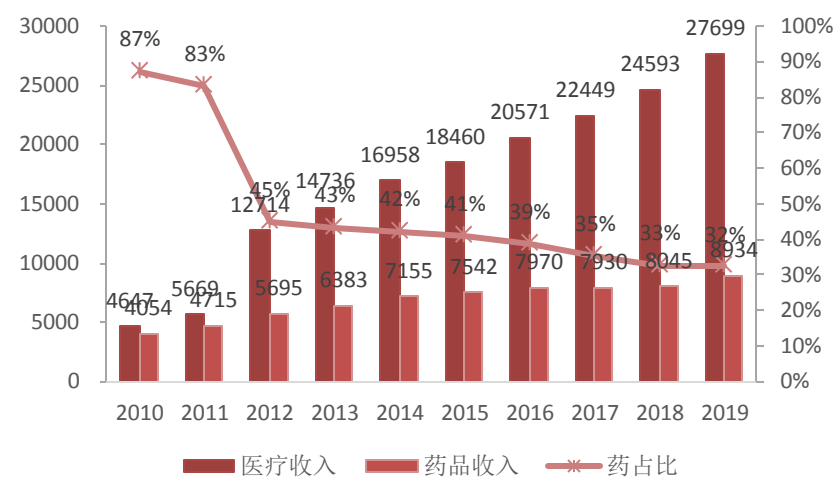
数据来源：公司公告、公司官方，西南证券整理

医疗服务：关注“盈利能力+可复制性+医保风险”

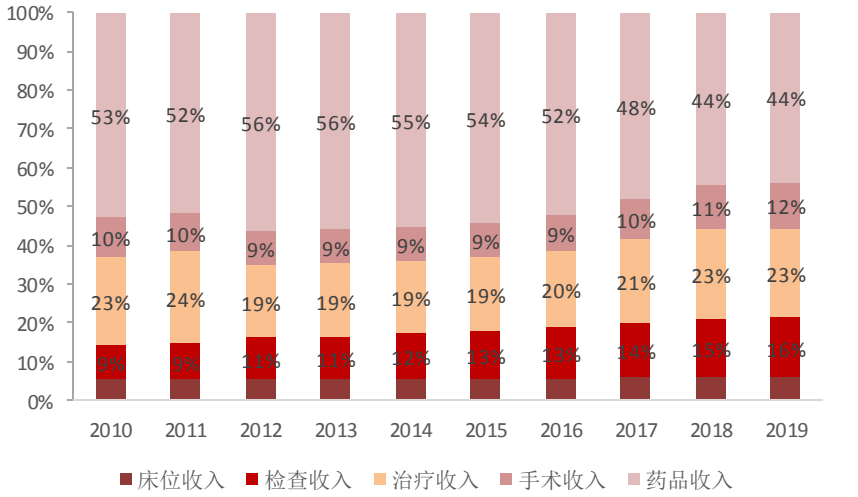
2.4.5 医疗服务价格体系调整值得期待

- **医疗服务价格体系调整，有望提升行业整体客单价。**医保局发布《深化医疗服务价格改革试点方案》，预计未来医疗服务价格将有升有降，总体而言未来民营医疗服务价格水平将有望得到提升。
- 1）逐步将药品和耗材的空间压缩，从近年来看，随着药耗零加成、集采等政策推进，公立医院药占比逐年下降至2019年的32%，未来在集采政策下对于药耗占比较高的医疗服务可能会受到不利影响。另一方面公立医院的治疗收入、手术收入占比逐年提升，我们预计未来体验医务工作者劳动价值的服务价格将会提升。
- 2）对于历史价格偏低、医疗供给不足的薄弱学科项目价格有望提升，如公立医院薄弱学科辅助生殖和公立医疗相对不足的肿瘤科价格未来有望提升医疗服务价格水平；
- 3）民营医院通过提供差异化的特需服务能够提升价格水平。

公立医院药占比逐年下降



公立医院医疗住院收入构成情况



数据来源：国家统计局，卫计委，Wind，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

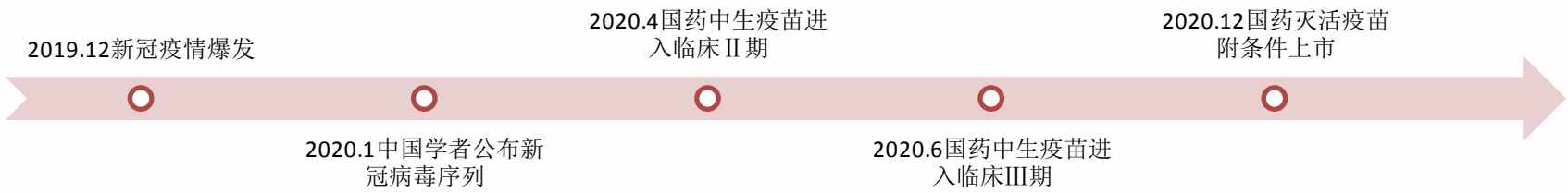
- **国内散点疫情偶发，海外疫情有望通过防控缓解。**截至目前全球已经获批22个新冠疫苗品种，接种剂次超68亿，同时Molnupiravir等小分子新冠治疗药物的获批，进一步加强了对疫情的防控能力。国内多个路径新冠疫苗已获批，疫情管控较好，新冠疫苗接种已超过22亿剂，**新冠疫苗已经成为疫苗历史上最大的重磅品种，快速放量，驱动相关公司业绩大幅增长。**
- **疫情驱动行业加速发展**，此次疫情一方面加快民众对疫苗的认知，另一方面资本快速涌入疫苗行业。我们认为，未来疫苗行业重点解决未满足的需求，主要有三个路径：1）暂无疫苗的严重危害性传染病疫苗研发（如HIV病毒）。2）多联多价疫苗提升保护范围、缩短免疫剂次，制造工艺改进提高运输效率、减少企业成本。3）新型技术路线，如mRNA疫苗。目前康泰生物的13价肺炎疫苗已经上市，万泰生物的9价HPV疫苗处于Ⅲ期临床，各大龙头企业在mRNA技术领域均展开布局，未来国产疫苗逐步进入收获期。
- **疫情常态化已成共识，加强针接种有望为企业贡献持续利润。**在疫情长期与人类共存的背景下，打开国门的关键是形成“检测-预防-治疗”的全流程完善体系。其中疫苗是最为关键的一步，目前已有7种加强针接种方案在不同国家获批，同源接种与异源序贯均能产生较高的中和抗体水平，在预防重症、死亡以及突变株方面效果显著。目前我国疫苗接种已经基本完成一轮，相关企业有望凭借加强针以及海外出口持续受益。
- **投资建议：1）建议关注不涉及新冠疫苗扰动的创新疫苗企业百克生物、欧林生物。2）超跌品种，康希诺、康泰生物。3）长期发展确定较强，创新属性明显的平台型疫苗企业，智飞生物。**

疫苗：行业进入加速发展期

2.5.1 疫苗行业监管既严格又灵活

- 传统疫苗行业监管严格、研发周期长，但在面对突发性公共卫生事件时，各项审批流程加速进行，效率提高，应急响应速度快。这就要求疫苗企业拥有强大的**多技术研发平台**以及**开展全球多中心临床试验的能力作为武器库以备不时之需。**
- 在新冠疫情中，从爆发到我国首款疫苗上市仅用时1年，首次应用了《疫苗管理法》中要求的针对特殊情况的审批机制，更加强调了疫苗行业的公共卫生属性。

新冠疫苗从开始到上市仅用时1年



疫苗行业监管严格同时应急响应机制完善

2019.6	• 通过《中华人民共和国疫苗管理法》，内容体现**严监管、重刑罚、鼓励创新、价格合理、促进集中度提升。**
2020.8	• 国家药监局发布《新型冠状病毒预防用疫苗研发技术指导原则（试行）》，指导企业在安全有效的前提下快速研发新冠疫苗。
2021.3	• 《疫苗生产流通管理规定(征求意见稿)》，在生产流通环节进一步明确责任范围和监管力度。
2021.3	• 卫健委发布《国家免疫规划疫苗儿童免疫程序及说明(2021年版)》，1）优化调整部分接种程序和剂型，2）针对特殊健康状态儿童疫苗接种进行规定。

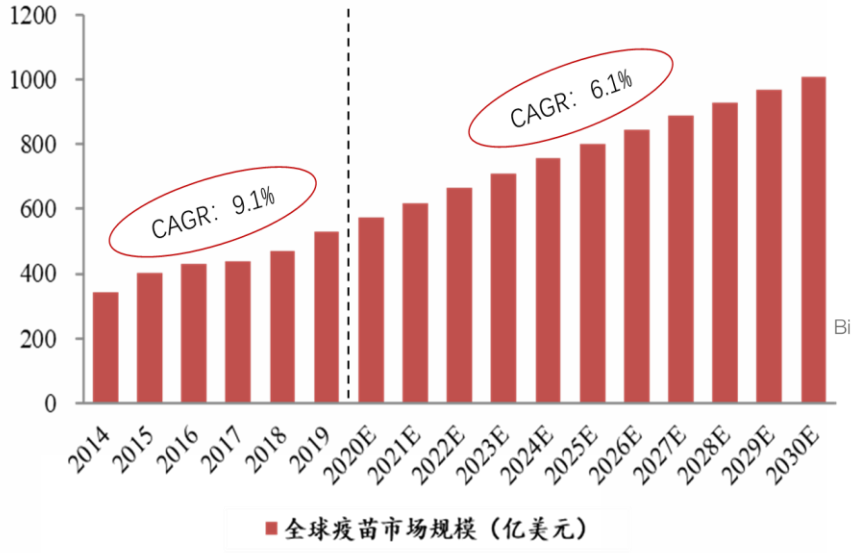
数据来源：政府官网，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

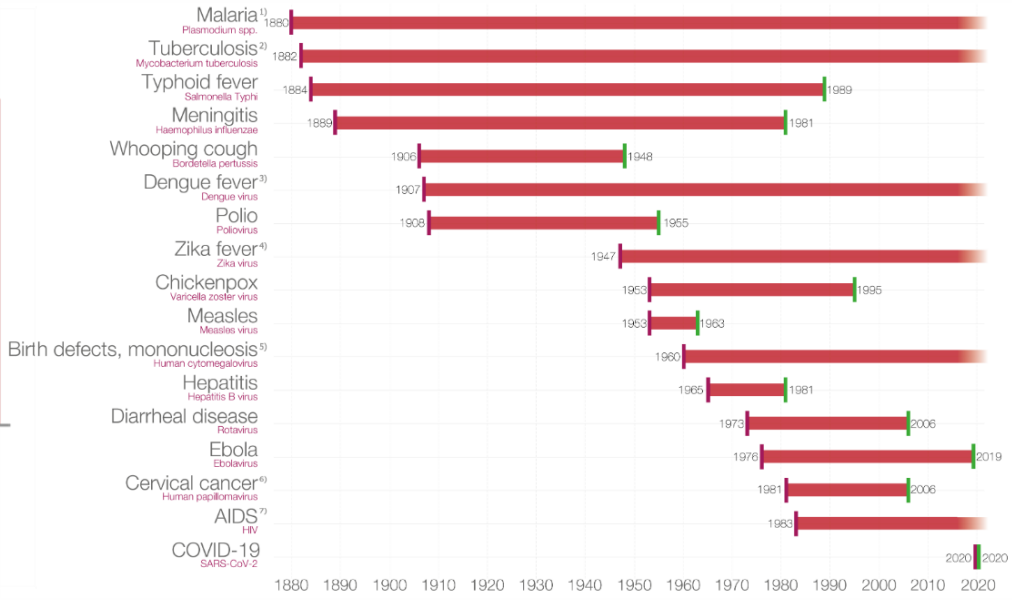
2.5.2 市场规模增速快，研发周期变短

- **疫苗的公共卫生属性决定其社会价值极高，新冠疫苗有望加速行业扩容。**疫苗是目前人类预防疾病最有效的手段，在公共健康支出角度更具成本效益。以本次新冠疫情为例，根据IMF的数据，接种疫苗的花费仅占社会损失额的1%，由此可见疫苗接种的性价比极高。根据灼识咨询的数据，全球疫苗市场规模2014-2019年CAGR为9.1%，预计到2030年将突破千亿美元。
- **疫苗研发周期缩减，投资回报期变短。**在疫情刺激下，疫苗行业迎来技术、资本、政策的三重加持，新型技术平台的入局加速疫苗行业快速发展。

疫苗行业市场规模增速较快



新疫苗研发周期呈现加快趋势



数据来源：灼识咨询，Our World in data，西南证券整理

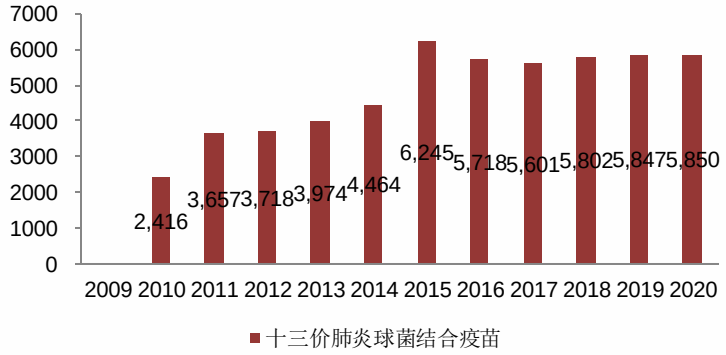
疫苗：行业进入加速发展期

2.5.3 重磅品种驱动行业发展

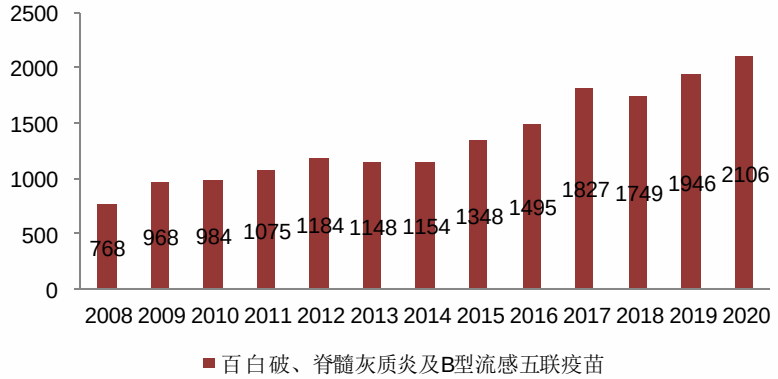
- **全球四大疫苗企业均有王牌品种，上市后放量显著**：辉瑞13价肺炎疫苗；赛诺菲流感疫苗、百白破疫苗；默沙东HPV疫苗以及GSK的带状疱疹疫苗。

全球TOP4疫苗企业重磅品种销售放量迅速

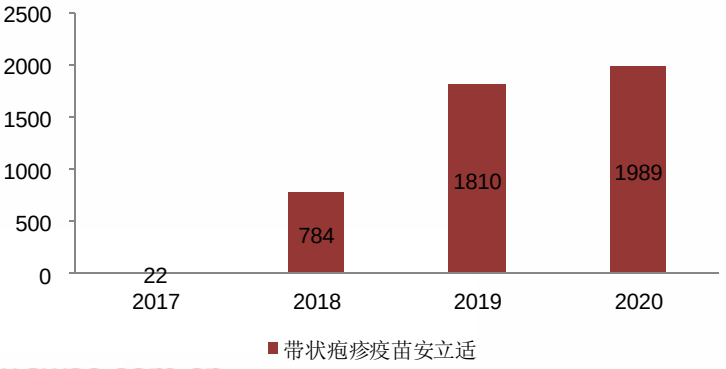
辉瑞（单位：百万美元）



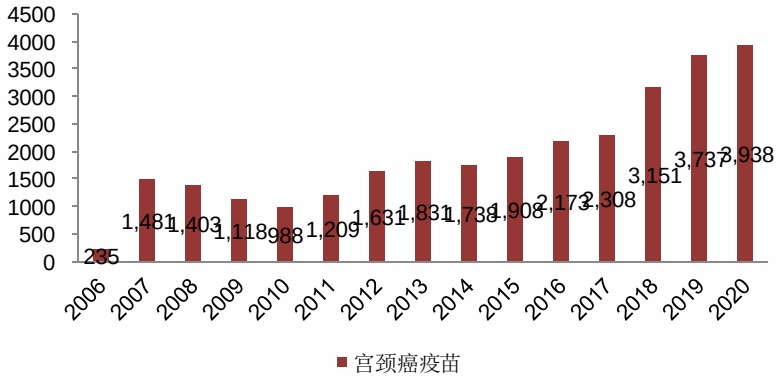
赛诺菲（单位：百万欧元）



葛兰素史克（单位：百万英镑）



默沙东（单位：百万美元）



数据来源：各企业年报，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

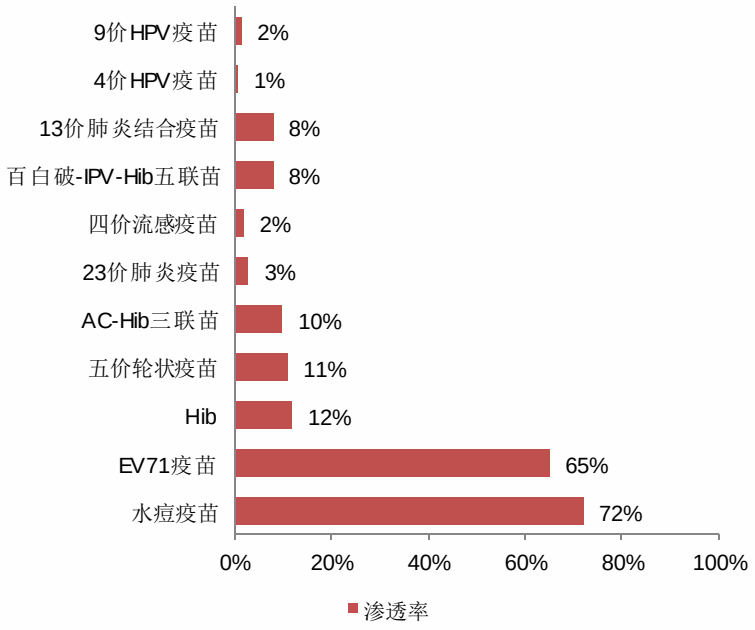
2.5.3 重磅品种的定义

- 疾病**发病率高，危害大。**
- 目前渗透率低，但潜在渗透率较高的市场：**成人疫苗品种的扩展。**
- 具有**升级需求**的非免疫规划品种。
- 人群**接种意愿强烈**的品种。

疾病发病率与市场规模成正比

疾病名称	疫苗名称	发病率（每10万人）	市场规模（亿美元）	起始销售额（亿美元）
肺炎	13价肺炎球菌疫苗	100	＞60	34
人乳头瘤病毒	HPV疫苗	＞1000	＞40	14.8
流行性感冒	流感疫苗	＞1000	＞50	7.9
带状疱疹病毒	重组带状疱疹疫苗	＞500	＞25	10
轮状病毒	轮状病毒疫苗	＞100	＞20	1.6
百白破	百白破系列疫苗	＜5	＞50	1

大部分二类苗渗透率较低



数据来源：WHO，各公司年报，中检院，西南证券整理。注：起始销售额为对应品种最早上市的销售额，渗透率按批签发口径估算

疫苗：行业进入加速发展期

2.5.3 重磅品种的定义

❑ 具有**升级需求**的非免疫规划品种

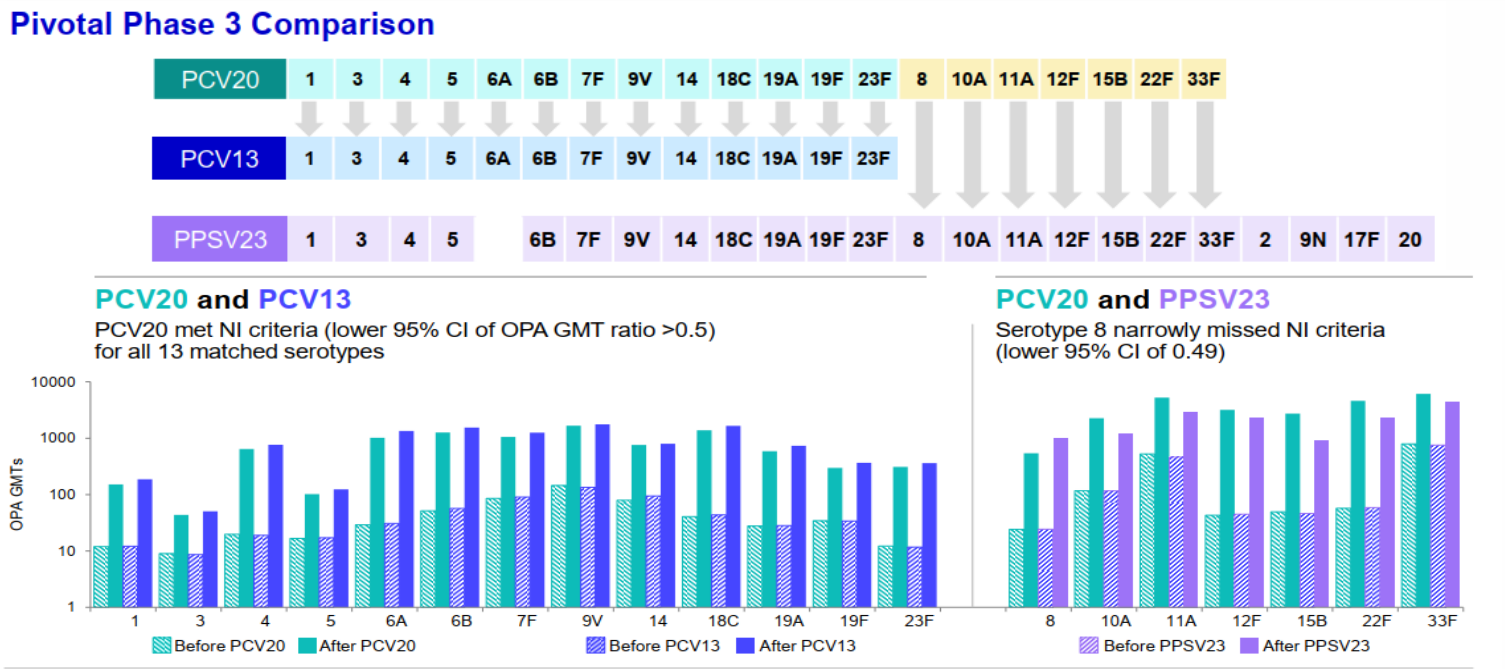
1）**更高价次、保护范围更广**疫苗的需求，以辉瑞肺炎疫苗为例，20价疫苗相比于13价疫苗新增加的7个血清型约占美国所有肺炎球菌疾病死亡人数的40%。

2）对于**更方便接种的联合疫苗**的需求，以百白破-B型流感嗜血杆菌-脊髓灰质炎联合疫苗为例只需接种4针，而针对以上疾病分开注射则合计需要12针。

3）对于疫苗工艺改进从而提供其有效性、安全性和运输的方便程度；

4）更多创新疫苗的需求。

肺炎球菌结合疫苗价次升级带来的保护范围增加



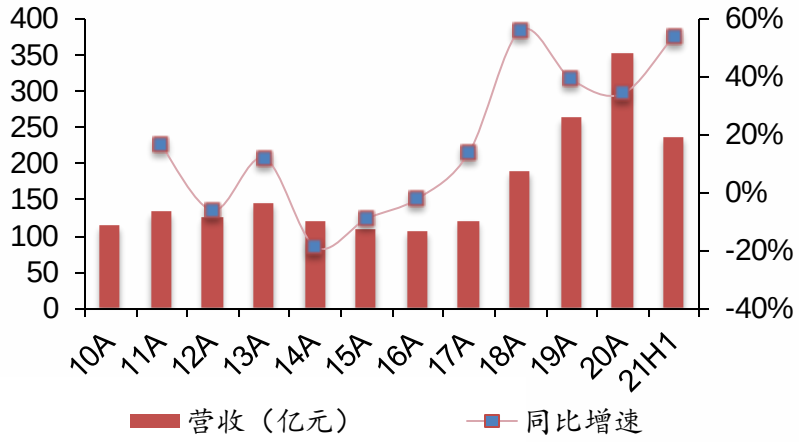
数据来源：20-valent Pneumococcal Conjugate Vaccine (PCV20) Phase 3 in Adults，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

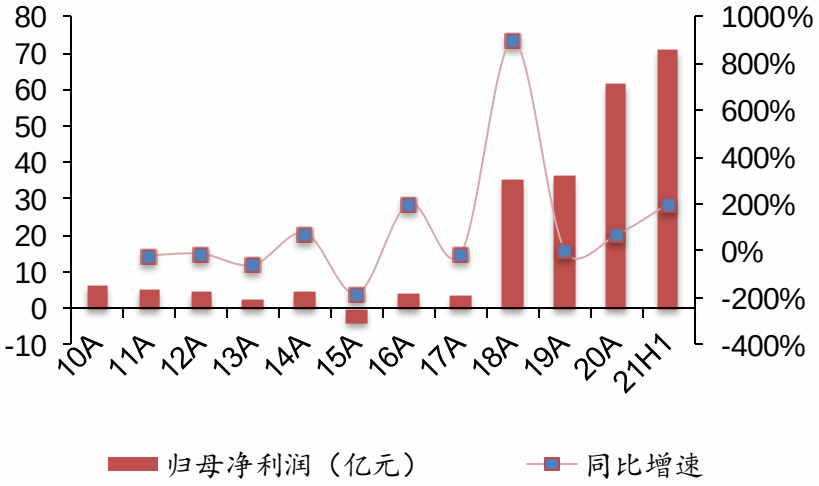
2.5.4 疫苗行业中报总结：新冠疫苗拉动疫苗板块业绩

- 上半年疫苗板块实现收入237亿元（+54.2%），归母净利润71.2亿元（+201.5%），扣非归母净利润69.5亿元（+208.1%）。业绩增速提升系新冠疫苗放量，智飞、康泰合计新冠疫苗收入约52亿元，归母净利润合计约35亿元。目前国内外突破性感染频发，加强针接种已经开展，我们预计新冠疫苗下半年会以出口为主贡献业绩增量。剔除新冠疫苗以外，传统疫苗板块实现收入185亿元（+20%），归母净利润36.2亿元（+53%），增速有所放缓，主要系新冠疫苗接种带来传统疫苗接种资源紧张，下半年新冠接种有望常态化，传统疫苗业绩增速有望恢复。
- **常规重磅品种增速放缓，下半年恢复性增长可期。**HPV疫苗来看，因万泰2价HPV于2020Q2才上市销售，所以仅考虑智飞4/9价HPV疫苗，从批签发数量来看，上半年4/9价HPV实现批签发498.6万支（-14pp），2021H1实现收入约64亿元（+11%），增速同比下降40pp，预计下半年HPV疫苗批签发量将恢复正常增速。13价肺炎疫苗因沃森生物于2020年3月底上市销售，无比较意义。传统重磅疫苗竞争格局清晰，市场空间广阔，我们预计未来新冠疫苗接种的影响将持续减弱，传统重磅品种将恢复快速增长，同时建议关注在研管线布局中主要解决未满足需求的品种，包括联合疫苗、价次提升、生产工艺的改进等方面。

2010年~21H1收入及增速



2010年~ 21H1归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

2.5.5 我国疫苗企业在研品种逐渐收获，以创新为导向的思路正在兑现

公司	产品	临床前	临床前试验申请	I期	II期	III期	报产	已上市
智飞生物	注射用母牛分枝杆菌（预防）	→	→	→	→	→	→	→
	23价肺炎球菌多糖疫苗	→	→	→	→	→	→	
	15价肺炎球菌结合疫苗	→	→	→	→	→		
	冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5细胞)	→	→	→	→	→		
	四价流感病毒裂解疫苗	→	→	→	→	→		
	流感病毒裂解疫苗	→	→	→	→	→		
	重组新型冠状病毒疫苗(CHO细胞)	→	→	→	→	→	→	→
	冻干人用狂犬病疫苗(Vero细胞)	→	→	→	→	→		
	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	→	→	→	→			
	冻干重组结核疫苗（AEC/BC02）	→	→	→				
	肠道病毒71型灭活疫苗	→	→	→				
	皮内注射用卡介苗	→	→	→				
	卡介菌纯蛋白衍生物	→	→	→				
	四价重组诺如病毒疫苗(毕赤酵母)	→	→	→	→			
康希诺	Ad5-EBOV	→	→	→	→	→	→	
	MCV4	→	→	→	→	→	→	
	MCV2	→	→	→	→	→	→	→
	婴幼儿用DTcP	→	→	→				
	DTcP加强疫苗	→	→	→				
	青少年及成人用Tdcp	→	→					
	DTcP-Hib联合疫苗	→						
	结核病加强疫苗	→	→	→				
	PBPV	→	→	→				
	PCV13i	→	→	→	→	→		
	结核病加强疫苗	→	→	→				
	CSB012 - 腺病毒	→						
	CSB015 - 脑膜炎	→						
	CSB016 - 带状疱疹	→						
	CSB017 - 脊髓灰质炎	→						
	CSB013 - 寨卡病毒	→						
	重组新型冠状病毒疫苗(5型腺病毒载体)	→	→	→	→	→	→	→

数据来源：公司公告，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

2.5.5 我国疫苗企业在研品种逐渐收获，以创新为导向的思路正在兑现

公司	产品	临床前	临床前试验	I期	II期	III期	报产	已上市
康泰生物	13价肺炎球菌结合疫苗							
	冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）							
	冻干b型流感嗜血杆菌结合疫苗							
	ACYW135群脑膜炎球菌结合疫苗							
	Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero细胞）							
	重组肠道病毒71型疫苗（汉逊酵母）							
	吸附无细胞百白破(组分)联合疫苗							
	吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎联合疫苗							
	冻干水痘减毒活疫苗							
	甲型肝炎灭活疫苗							
	重组乙型肝炎疫苗(汉逊酵母)							
	口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero细胞）							
	五联苗							
万泰生物	重组戊型肝炎疫苗							
	重组人乳头瘤病毒二价(16/18型)疫苗							
	九价宫颈癌疫苗							
	新一代宫颈癌疫苗							
	冻干水痘减毒活疫 苗（V-Oka 株）							
	冻干水痘减毒活疫 苗 （VZV-7D ）							
	重组人乳头瘤病毒二价(6/11型)疫苗(大肠杆菌)							
	重组人乳头瘤病毒九价疫苗(大肠埃希菌)							
	新型冠状病毒疫苗(流感病毒载体)							
	基因工程轮状病毒疫苗							
	20价肺炎球菌多糖结合疫苗							

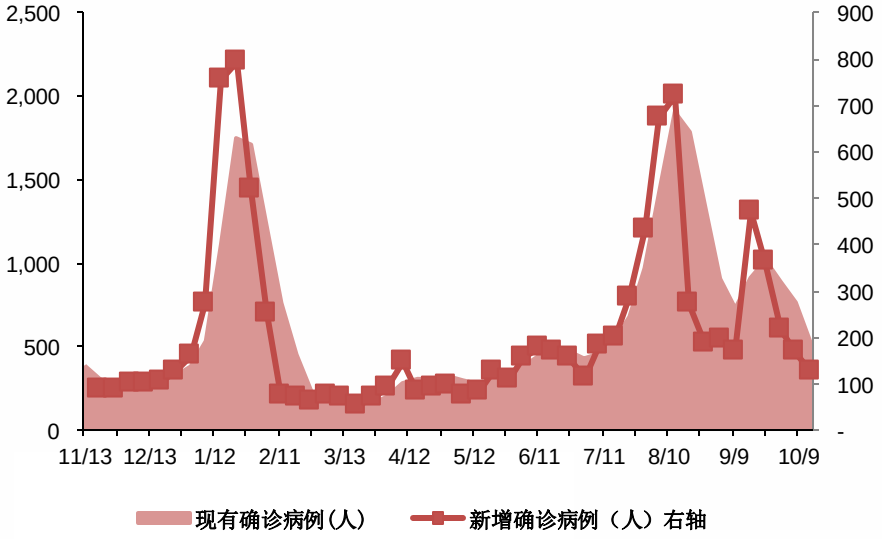
数据来源：公司公告，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

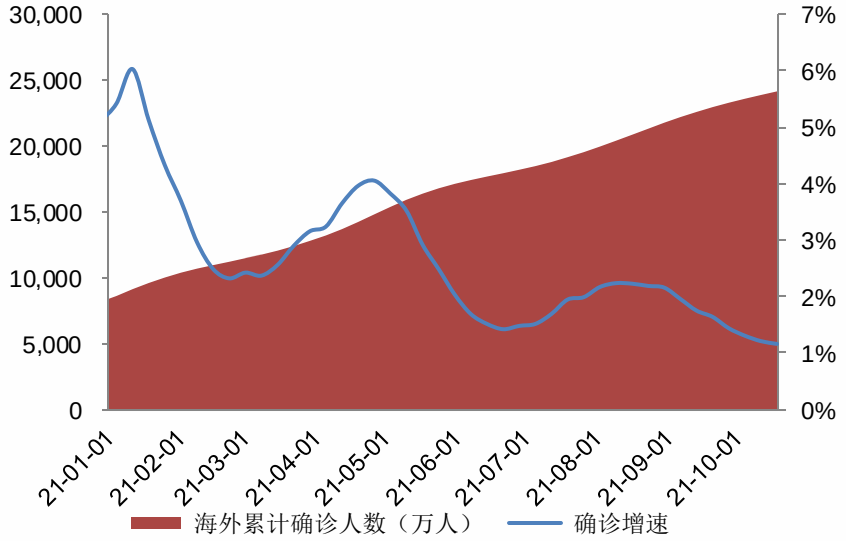
2.5.6 疫情防控有效

- 我国新冠疫情防控较早，力度较强，但受突变株影响，目前散点疫情时有发生，突破性感染仍存在，**未来新冠病毒大概率会长期存在。**
- 海外累计确诊增速1月开始持续下滑，得益于防控手段的加强和疫苗接种，进入3月份增速触底开始提升，主要与部分国家疫情防控不力有关，进入5月份，随着疫苗接种率的提升以及疫情管控加严，7月份反弹之后，8月底开始，新增人数增速逐步下降。

国内新冠现有确诊新增人数



海外累计确诊人数、增速趋势图



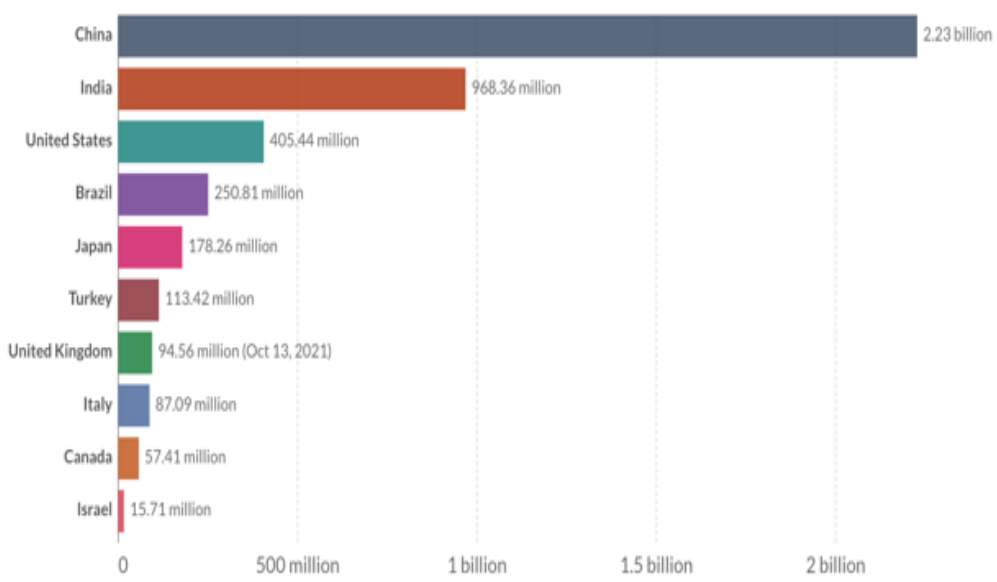
数据来源：Wind，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

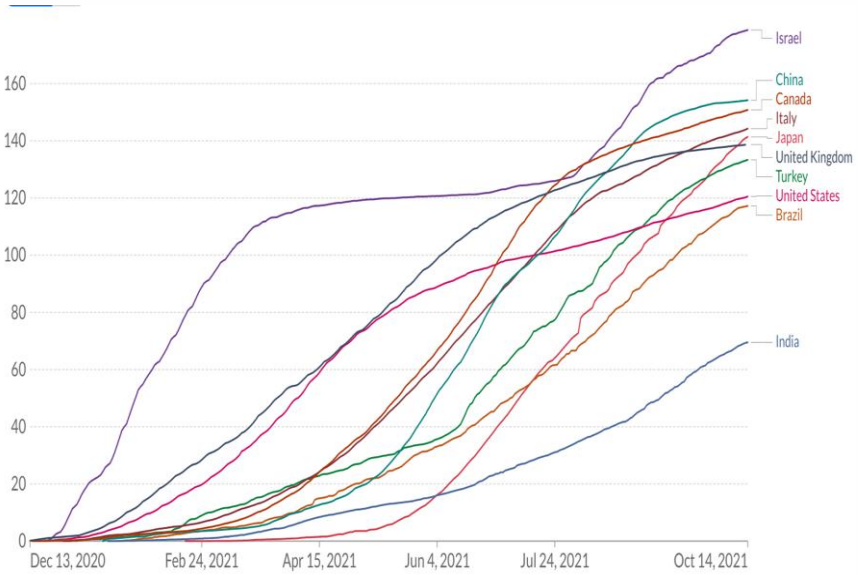
2.5.6 疫情防控有效

- **全球主要国家疫苗接种有序推进。**目前(2021年10月14日)从接种量来看，全球已经接种疫苗约66.1亿剂，接种率为47.3%；其中中国接种量22.3亿剂，接种率154.22%；美国接种量4亿剂，接种率为120.55%。全球主要国家中接种率最高的为以色列，接种率为178.78%。
- 打开国门的关键在于建立完整的新冠“诊断-预防-治疗”体系，目前海外已有多个国家开展了加强针的接种，我国的加强针接种也在陆续开展。

全球主要国家新冠疫苗接种量(剂)



全球新冠疫苗接种率变化(%)



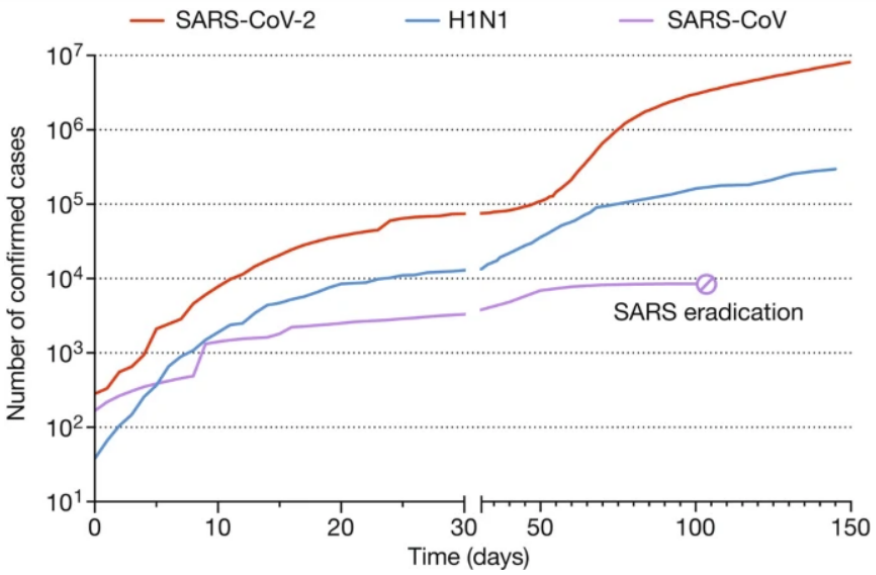
数据来源：Our World in data，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

2.5.7 新冠疫情常态化，加强针接种需求确定性强

- 目前来看，新冠疫情与人类长期存在的判断已经基本确定，**我国打开国门的关键是形成“检测-预防-治疗”的全流程完善体系**，其中新冠疫苗的接种是必不可少的，也是最为关键的一步。
- **多国加强针方案已经获批，同源、异源序贯接种加强针数据良好。**目前获批方案中同源接种与异源序贯均有涉及，两种加强针接种方式均能产生较高的中和抗体水平，且在预防重症和死亡方面效果显著，我国目前新冠疫苗接种剂次已超22亿剂，预计未来将逐步推进新一轮加强针接种，相关企业有望持续受益。

新冠疫情常态化趋势明显



已获批加强针接种方案

基础疫苗/技术平台/厂商	加强疫苗/技术平台/厂商	批准国家
克尔来福/灭活/科兴	Vaxzevria/腺病毒/AZ	智利，泰国
众爱可维/灭活/国药	众爱可维/灭活/国药	阿联酋
Comirnaty/mRNA/辉瑞%BioNTech	Comirnaty/mRNA/辉瑞&BioNTech	美国，以色列，德国
Comirnaty/mRNA/辉瑞&BioNTech	Vaxzevria/腺病毒/AZ	英国
mRNA-1273/mRNA/Moderna	mRNA-1273/mRNA/Moderna	美国，德国
Vaxzevria/腺病毒/AZ	Comirnaty/mRNA/辉瑞&BioNTech	英国
Vaxzevria/腺病毒/AZ	Comirnaty/mRNA/辉瑞&BioNTech OR mRNA-1273/mRNA/Moderna	加拿大

数据来源：康希诺交流材料，After the pandemic: perspectives on the future trajectory of COVID-19，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

2.5.7 新冠疫情常态化，加强针接种需求确定性强

- **2021年新冠疫苗成为名副其实的疫苗王，**新冠肺炎疫情席卷全球，极大加速了疫苗行业的发展，mRNA路线疫苗首次得到应用，BioNTech、Moderna等创新型疫苗企业一举成功实现商业化，21H1实现销售收入73亿欧元、59亿美元，净利率高达53%、66%，突破性感染使得加强针接种需求进一步加强。

	辉瑞	BioNTech	Moderna	阿斯利康	强生
技术路线	mRNA	mRNA	mRNA	腺病毒	腺病毒
2021H1销售额	113亿美元	21H1总收入73.1亿欧元，包括辉瑞和复星提供的利润分成	59.3亿美元	11.7亿美元	2.64亿美元（美国1.51亿）
21H1盈利质量	-	净利率53%	净利率66%	-	-
2021H1销量	估计10亿剂	超过10亿剂	3.02亿剂	7亿剂	3000万剂
21H1销售地区	美国、西欧、北欧、芬兰、日本、加拿大、澳大利亚、韩国、新西兰、亚洲、拉丁美洲、非洲、土耳其		美国、欧洲、加拿大、瑞士、以色列、新加坡、卡塔尔	非洲联盟，美国，欧洲，印度，其他发达国家	美国、欧盟、加拿大
平均单价（美元）	21H1平均单价11.3美元（估） 全年估计19.5美元	21H1发货目标2.5亿剂	21H1平均单价19.6美元 全年估计19~24美元	21H1平均单价1.67美元	8.5美元
21年预测销售额	335亿美元， 5年规划销售额961亿美元	159亿欧元	200亿美元	-	25亿美元
21年产能规划	30亿剂	2021年截至8月签署了22亿剂供货合同	2021年已经签订了200亿美元订单，预计全年交付8-10亿剂	30亿剂	10亿剂
更远期产能规划	2022年至少30亿剂	22年能够生产30亿剂	2022年签订了120亿美元订单及80亿美元可选订单，预计2022年全年交付20-30亿剂（视包装规格而定）	-	-

数据来源：公司官网，年报，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

2.5.7 新冠疫情常态化，加强针接种需求确定性强

供给端已经能够满足初次免疫及加强针需求

梳理研发进度靠前的企业2021年的产能规划，总量已达180亿剂左右，按照2针法程序计算，已经能够实现全球人口群体免疫。

- 180亿剂产能规划在全球疫苗行业历史上前所未有，预计理论上至少到2022年才能逐步建设完成。

公司	产品	技术路线	2021年规划产能（亿剂）	代工合作
BioNTech/辉瑞	BNT162b2	mRNA	30	复星医药10亿剂代工，Marburg 10亿剂
Moderna	mRNA-1273	mRNA	8（7~10）	美国catalent代工4.8亿剂+LonzaCDMO
阿斯利康	AZD1222	腺病毒载体	30	10亿印度血清所等；有获准风险
Novavax	NVX-CoV2373	重组蛋白	12	（尚未获批）
强生	Ad26COVS1	腺病毒载体	10	代工工厂公布产能约为3亿剂，其余工厂主要在美国
国药	BBIBP-CorV	灭活	50	自有产能
科兴	CoronaVac	灭活	20	2021.5.7国药、科兴获WHO紧急使用认证
康希诺	Ad5-nCoV	腺病毒载体	5	公司2亿剂，上海子公司2亿剂，CMO约1亿剂
康泰生物	-	灭活	2~6	21Q2有望获EUA，公告2亿剂产能，实际有望达到4~6亿剂
智飞	ZF2001	重组蛋白	3	3亿剂
Gamaleya研究所	Sputnik V	腺病毒载体	4	与华兰生物签约至少1亿剂代工
Bharat Biotech	Covaxin	灭活	4	印度国内争议大

数据来源：公司官网，年报，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

2.5.7 新冠疫情常态化，加强针接种需求确定性强

□ 新冠小分子药物和中和抗体完善疫情防控体系

随默沙东Molnupiravir公布临床三期数据，显示了治疗中轻度新冠患者的积极数据，新冠治疗小分子药物凭借口服剂型、性价比优势使得患者依从性高，有望为疫情治疗提供有效帮助。

公司	产品	临床进展	靶点	给药方式	入组人数	临床数据
吉利德	瑞德西韦	已上市（截至21Q2全球已有700万人使用，Q2销售额8.3亿美元）	Replicase polyprotein 1ab	静脉注射	1063	平均康复时间为10天，安慰剂组为15天；接受低流量氧气治疗死亡率分析中，与安慰剂组相比，接受治疗的死亡人数减少了70%。
巴瑞替尼	礼来	已上市	JAK	口服	1525	巴瑞替尼联合瑞德西韦治疗的患者中位恢复时间由8天缩短至7天，以及12.5%的病情改善
默沙东/Ridgeback Biotherapeutics	Molnupiravir	Ⅲ期	Replicase polyprotein 1ab	口服	775	Molnupiravir将住院或死亡的风险降低了约50%
辉瑞	PF-07321332+利托那韦	Ⅱ/Ⅲ期	3CL蛋白酶	口服	3000	预计21年10月完成
开拓药业	普克鲁胺	Ⅲ期	AR	口服	590	可将重症患者死亡率降低92%
盐野义制药	S-21762	Ⅱ/Ⅲ期	3CL蛋白酶	口服	2100	-

数据来源：公司官网，公司公告，Nature，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

2.5.7 新冠疫情常态化，加强针接种需求确定性强

□ 新冠小分子药物和中和抗体完善疫情防控体系

目前已经上市的中和抗体相较于小分子药物的效果更好，能更好的降低住院及死亡风险，可与小分子治疗药物进行互补使用，防治疫情进展。

全球新冠中和抗体研发情况

公司	产品	临床进展	临床数据
礼来/君实生物	Bamlanivimab/Etesevimab	已上市	联合疗法将患者住院和死亡风险降低70%
再生元/罗氏	Ronapreve	已上市	将患者住院和死亡风险降低70%
Vir/GSK	Sotrovimab	已上市	将患者住院和死亡风险降低85%
腾盛博药	BRⅡ-196/BRⅡ-198	已上市	将住院和死亡复合终点降低78%
AZN	AZD7422	已上市	与对照组对比，将新冠发病率降低77%
Celltrion	CT-P59	已上市	将重症患者死亡风险降低了72%

数据来源：公司官网，公司公告，Nature，西南证券整理

疫苗：行业进入加速发展期

2.5.8 创新技术平台型企业是疫苗行业的未来之星

- 疫苗行业龙头具备的特质：1）**积极探索新型平台技术**，如核酸疫苗、重组蛋白疫苗等；2）**拓展临床试验能力，打入国际市场**；3）**强化规模化生产能力**，降本增效，实现关键原材料的国产替代。以mRNA疫苗为例，目前国内企业的序列专利设计已经部分实现自主可控，但在原材料，生产设备方面的替代空间巨大。

mRNA疫苗产业链投资图谱

	上游原材料	中游生产制造	下游流通运输
产业链主要内容	• **DNA模板：**DNA质粒、核酸酶； • **体外转录（IVT）：**Clean Cap AG（Cap1）、核苷酸（天然/修饰）、线性DNA 模板、水解酶、大肠杆菌DNA聚合酶、核酸内切酶、T7 RNA聚合酶； • **LNP合成**：乙醇、可离子化脂质、胆固醇、PEG脂质、磷脂；	• **质粒构建**； • **序列设计**:生物反应器； • **LNP递送系统合成**：微流体设备； • **生产纯化耗材：**一次性塑料生物反应器内衬袋；一次性过滤膜、色谱柱等； • **分装灌装：**无菌灌装玻璃瓶。	• **冷链运输；** • **医药流通；** • **CDC各接种点**；
价值链	• 原材料占生产总成本的73%，占终端价的8%。	• 耗材占生产总成本的24%，占终端价的3%；分装灌装占终端价的1%；疫苗企业收入占终端价的81.3%。	• 运输费占终端价的6.7%。
壁垒	• 可离子化脂质等材料较难大规模生产，壁垒较高	• 质粒构建较低； • 序列设计较高； • **LNP合成技术以及制造壁垒最高。**	• 冷链运输壁垒中等。
生产周期	质粒生产10Days+质控7Days	体外转录4Days+质控运输12Days	mRNA与LNP结合12Days	灌装+质控19Days
代表公司	国外： • 质粒：Aldevron • Cap1：TriLink • 可离子化脂质：Avanti、Sigma、TriLink、Promega等 国内： • 质粒：金斯瑞、药明生基； • Cap1：艾博生物、斯微生物、赛湾生物等； • PEG：键凯科技； • LNP：艾博生物等	• 疫苗：Moderna、BioNTech、CureVac、Genevant • LNP合成：Knauer、Precisio NanoSystems • 生产灌装：Robopac、Softbox等 • CDMO：Lonza、Polymun • 疫苗：艾博生物、斯微生物、嘉晨西海、蓝鹊生物、深信生物、丽凡达生物等 • 设备：东富龙、楚天科技 • 包材：康德莱、山东药玻、正川股份 • CDMO：药明生物	• 运输配送：DHL、FedEx、UPS等 • 运输配送：中集集团、国药控股、上海医药、华润医药、九州通、海尔生物等
应用	癌症治疗领域、感染性疾病疫苗、免疫治疗、蛋白质替代治疗、再生医学疗法		

数据来源：Nature，各公司官网，西南证券整理

血制品：供需呈现平衡偏紧的格局，关注政策影响及新浆站的拓展

核心观点：血制品供需呈现平衡偏紧的格局，关注政策影响及新浆站的拓展

- **行业供需目前处于紧平衡状态。**2020年以来新冠疫情爆发，前期国内采浆受到影响，叠加近期海外企业对我国出口血制品下滑，促进我国血制品库存加速出清，导致行业呈现平衡偏紧的供需格局，预计这一格局将在未来一年内保持稳定。

- **广东省集采政策或将利好国产血制企业。**2021年9月30日，广东省联盟集采文件征求意见稿公布，意见稿未设置企业间竞争性降价规则，且中选企业可以获得全部原采购量。我们认为本次血制品集采政策较为温和，预计利好国产血制品企业的进口替代，同时对企业的渠道管控、精细化运营等方面提出了更高的要求。

- **关注十四五期间浆站审批动态。**浆站资源具备稀缺性，是决定采浆量增长的重要因素。十三五期间，我国新增浆站审批放缓，预计十四五期间各省对新批浆站的限制将有所放松。2020年12月22日，云南省卫健委发布《云南省单采血浆站设置规划（2020-2023）（征求意见稿）》，拟在全省新设浆站24个。预计后续将有其他省份出台类似规划政策。政府沟通能力强的血制企业将有机会获取更多新增浆站批文。

投资策略：

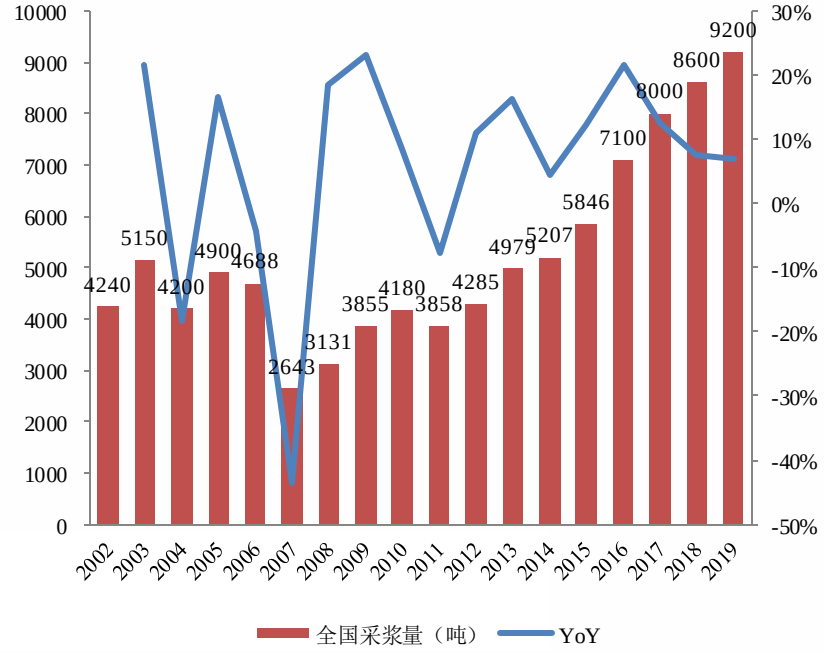
- **推荐标的：**推荐并购后有望跻身行业第一梯队的派林生物（000403）、血制品+疫苗双轮驱动的华兰生物（002007）、浆站资源丰富的天坛生物（600161）、卫光生物（002880）。

血制品：供需呈现平衡偏紧的格局，关注政策影响及新浆站的拓展

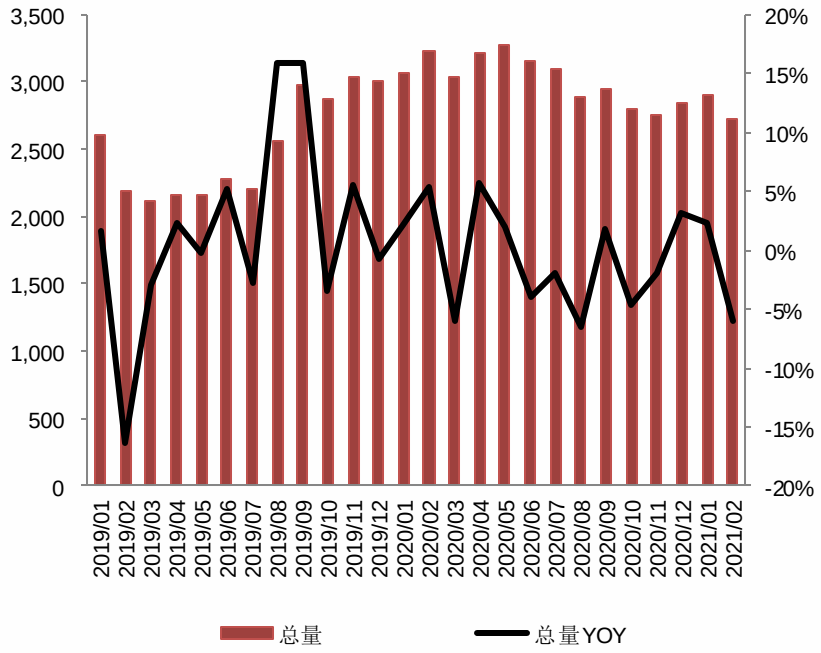
2.6.1 新冠疫情制约采浆，2021年行业呈现平衡偏紧的供需格局

- 2020年，国内外新冠疫情渐次爆发，国内新冠防治中血制品获得广泛应用，促进其库存出清加速。年初国内浆站一度停止运行，造成采浆中断，2020年我国采浆量8300多吨，较2019年下降超9%。
- 考虑到从采浆到批签发的周期，采浆缺口对血制品供给的影响将延后反映，另一方面，海外疫情导致国内血制品进口不足，进一步收紧国内的血制品供给。因此，2021年我国血制品呈现平衡偏紧的供需格局。

我国历年采浆量



白蛋白批签发数量（万支，规格换算为/10g）



数据来源：药智网，中国输血行业发展报告，西南证券整理

血制品：供需呈现平衡偏紧的格局，关注政策影响及新浆站的拓展

2.6.2 广东联盟集采政策初露端倪，预期降价幅度温和

广东联盟拟对血制品开展集采，系国内首次，这次集采覆盖了10个省份，对应4.5亿人口，占全国人口的32%，目前集采规则处于征求意见稿阶段。

此次征求意见稿披露了三项关键规则：

1. 血制品申报代表品规的报价≤最高有效申报价和联盟区最低价格两者之间低值。
2. 拟中选企业获得联盟地区本企业首年预采购量100%。
3. 同品种同组同采购单申报企业中，企业负责人为同一人或存在直接控股、管理关系、关联关系的，不得同时参与该品种的申报。

时间	集采进展
2021年5月	广东省医保局等机构出台了针对16省的集采文件，覆盖281种药品，其中包括血制品产品
2021年6月	联盟医疗机构完成报量工作，联盟省份的公立医院和自愿参加的私立医院、药店均申报了相关品类的历史使用数据，以及未来一年的预期采购金额。各机构在申报期间已经确定了纳入公司的名单、相关产品的规格和量
2021年9月30日	公布集采文件征求意见稿，覆盖153个品种。血制品被单独列出，涉及5个品种（静注人免疫球蛋白（pH4）、人血白蛋白、人凝血因子Ⅷ、人纤维蛋白原、人免疫球蛋白）

本次征求意见稿披露的集采规则设计较为契合血制品行业的特点，我们预计集采最终的降价幅度大概率较温和，利好国产血制品企业的进口替代，同时对企业的渠道管控、精细化运营等方面提出了更高的要求。

血制品：供需呈现平衡偏紧的格局，关注政策影响及新浆站的拓展

2.6.3 浆站资源决定采浆量增长，关注十四五期间浆站审批动向

浆站资源具备稀缺性，是决定采浆量增长的重要因素，目前天坛生物、上海莱士等公司的浆站资源最为丰富，旗下分别有52个、41个在运营的单采浆站。华兰生物、泰邦生物和派林生物为行业的第二梯队，分别拥有25、23和21个在运营的单采浆站。

部分中国血制品生产商在营血浆站数量（截止2020年底）

集团	在营浆站数量	企业	浆站数量	血浆来源地
天坛生物	52	兰州兰生血液制品有限公司	9	甘肃、宁夏
		国药集团武汉血液制品有限公司	12	山西、湖北、湖南
		国药集团贵州血液制品有限公司	2	江西
		国药集团上海血液制品有限公司	9	江西、云南、贵州
		成都蓉生药业有限责任公司	20	四川、山东、山西
上海莱士	41	上海莱士血液制品股份有限公司	17	安徽、山东、湖北、湖南、江西、广东、海南、广西、陕西等
		同路生物制药有限公司	21	安徽、浙江
		郑州莱士血液制品有限公司	3	湖南、广西
华兰生物	25	华兰生物工程股份有限公司	14	河南、贵州、广西
		华兰生物工程重庆有限公司	11	重庆
泰邦生物	23	山东泰邦生物制品有限公司	20	山东、河北、广东、广西、山西
		西安回天血液制品有限责任公司	3	陕西
派林生物	21	广东双林生物制药有限公司	11	广东、广西、山西
		哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公司	10	黑龙江
博晖创新	16	广东卫伦生物制药有限公司	8	广东
		河北大安制药有限公司	8	河北
博雅生物	11	博雅生物制药集团股份有限公司	11	江西、四川、浙江
卫光生物	8	深圳市卫光生物制品股份有限公司	8	广东、广西、海南

数据来源：官方网站，Wind，西南证券整理

血制品：供需呈现平衡偏紧的格局，关注政策影响及新浆站的拓展

2.6.3 浆站资源决定采浆量增长，关注十四五期间浆站审批动向

- 十三五期间，我国新增浆站审批放缓。2016年国家卫计委在《关于促进单采血浆站健康发展的意见》中指出要“严格新增单采血浆站设置审批”。根据华经产业研究院，2016-2020年我国单采血浆增加50余个。
- 预计十四五期间各省对新批浆站的限制将有所放松，2020年12月22日，云南省卫健委发布《云南省单采血浆站设置规划（2020-2023）（征求意见稿）》，拟在全省新设浆站24个。预计后续将有其他省份出台类似规划政策。政府沟通能力强的血制企业将有机会获取更多新增浆站批文。

我国单采血浆站设立相关政策

发布单位	发布时间	政策	涉及采浆站设立的主要内容
卫生部等九部委	2006/3	《单采血浆站转制的工作方案》	原由卫生行政部门设置的**单采血浆站转制为由血液制品生产企业设置**，具有独立的法人资格。
国家卫生部	2008/8	《单采血浆站管理办法》	规定申请设置新的单采血浆站，血液制品生产单位注册的**血液制品不得少于6个品种（承担国家计划免疫任务的血液制品生产单位不得少于5个品种），同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和人凝血因子类制品。**
国家卫计委	2016/12	《关于促进单采血浆站健康发展的意见》	**严格新增单采血浆站设置审批**，向研发能力强、血浆综合利用率高、单采血浆站管理规范的血液制品生产企业倾斜。

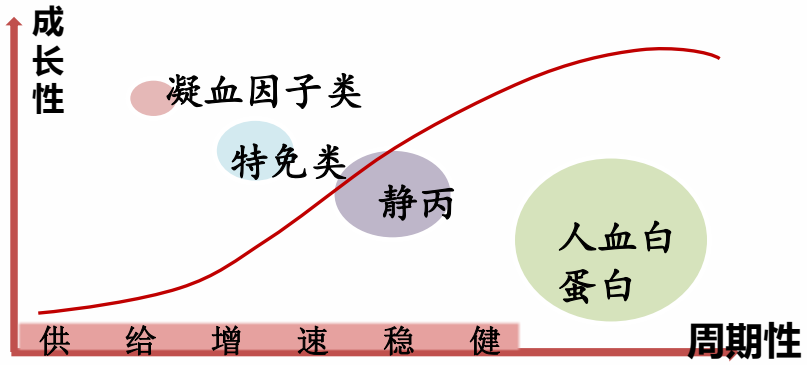
数据来源：华经产业研究院，西南证券整理

血制品：供需呈现平衡偏紧的格局，关注政策影响及新浆站的拓展

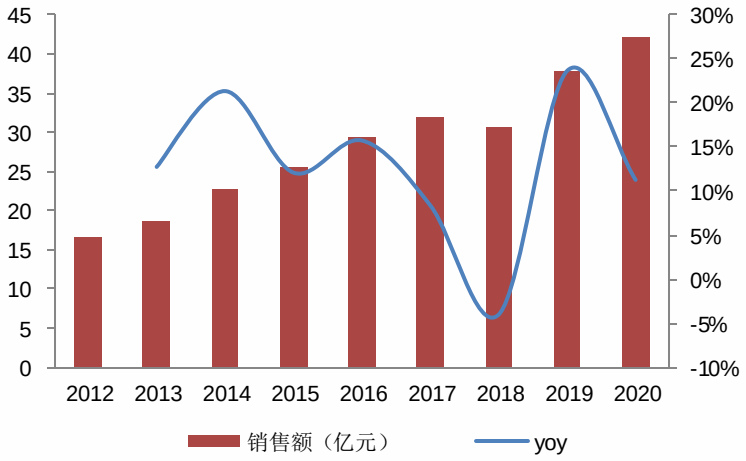
2.6.4 白蛋白市场规模最大，静丙最具成长潜力

- **人血白蛋白**是目前我国规模最大的血制品品种，根据批签发量测算2020年品种规模（批签发数量*终端价）约为**210亿元**，2012年~2020年来样本医院**销售增速复合增速约为12%。**
- 我国**静丙**使用量相比发达国家渗透率低，根据Grifols年报显示，中国静丙市场占全球比例约为10%，人口占比超过18%，至少存在一倍潜在市场空间。2020年我国静丙市场规模约70亿元。2013-2018年市场复合增长率为10.4%。预计未来将会保持较快增长。
- 其他品种：**1）狂免**目前渗透率不足20%，长期增长空间较大，近3年来PDB样本医院销售额增速在30%左右；**2）破免**2018年进入基药目录，销售快速增长,2017~2019年PDB销售额增速约为50%；**3）凝血因子Ⅷ**用于治疗甲型血友病，需求较为刚性，我国治疗满足率仅为20%。根据批签发量测算2020年品种规模约为8亿元，具备上升空间。

血制品各品种成长性对比



人血白蛋白样本医院销售额



数据来源：PDB，西南证券整理

血制品：供需呈现平衡偏紧的格局，关注政策影响及新浆站的拓展

2.6.4 产品数量决定企业盈利能力

- 由于采浆成本相对固定，因此血制品企业的利润率主要由每吨产品产生的收入所决定，目前国内主要的血制品企业均可生产白蛋白、静丙，高毛利品种，如破免类产品、凝血因子类产品的批文数量及其批签发占比决定了企业的利润率。

类别	品种	天坛生物	上海莱士	华兰生物	广东双林	派斯菲科	泰邦生物	博雅生物	卫光生物
白蛋白	人血白蛋白	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	冻干静注人免疫球蛋白	▲	▲			▲		▲	
	肌注人免疫球蛋白	▲	▲	▲	▲		▲	▲	▲
	狂犬病人免疫球蛋白	▲	▲	▲	▲		▲	▲	▲
	破伤风人免疫球蛋白	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	乙肝人免疫球蛋白	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲	▲
	冻干乙肝人免疫球蛋白	▲							
	组织胺人免疫球蛋白	▲							
凝血因子类	人凝血因子VIII	▲	▲	▲	▲		▲	▲	
	人凝血酶原复合物	▲	▲	▲			▲	▲	▲
	人纤维蛋白原	▲	▲	▲		▲	▲	▲	▲
	外用冻干人凝血酶		▲	▲			▲		
	人纤维蛋白粘合剂		▲	▲			▲		
▲代表获得相应品种批文									

数据来源：各公司公告，药智网，西南证券整理

血制品：供需呈现平衡偏紧的格局，关注政策影响及新浆站的拓展

2.6.4 产品数量决定企业盈利能力

➢ 目前国内多家血制品企业的凝血因子类产品将集中于近年获批，预计其上市后将为上市公司贡献增量业绩。

公司	登记号	临床/申报阶段
人凝血因子VIII		
广东双林（派林生物）	CTR20160129	2020年6月获批上市
成都蓉生（天坛生物）	CTR20181091	2021年7月获批上市
华兰重庆	CTR20171490	申请上市
博雅生物	CTR20150652	申请上市
广东丹霞（博雅生物）	CTR20150275	申请上市
卫光生物	CTR20182045	III期
人凝血酶原复合物		
博雅生物	CTR20170571	2020年11月获批上市
成都蓉生（天坛生物）	CTR20180229	2020年12月获批上市
同路生物（上海莱士）	CTR20181832	2021年6月获批上市
卫光生物	CTR20180274	申请上市
广东双林	CTR20182080	III期

数据来源：医药魔方，西南证券整理

血制品：供需呈现平衡偏紧的格局，关注政策影响及新浆站的拓展

	天坛生物	华兰生物	上海莱士	派林生物	卫光生物	博雅生物
浆站数量	58	25	41	23	8	12
2020H1采浆量(吨)	876吨	500余吨	约700吨	400余吨	215吨	192吨
2020H1血制品收入	18.1亿元	12.9亿元	17.6亿元	7.9亿元	3.4亿元	5.9亿元
血制品种数量	14	11	12	7	8	10
2020H1吨浆收入	约210万元	约240万元	约250万元	约190万元	约160万元	约310万元
2020H1吨浆净利	约39万元	约90万元	约130万元	约42万元	约33万元	-
PE(TTM)	67	35	29	76	35	56
市值（2021/10/17)	462亿元	544亿元	448亿元	227亿元	64亿元	167亿元

*注：华兰生物、上海莱士、派林生物的吨浆收入、吨浆净利的计算系基于西南证券对其采浆量的预测值

生物药：寻找自费生物药品种，关注类CAR-T创新品种

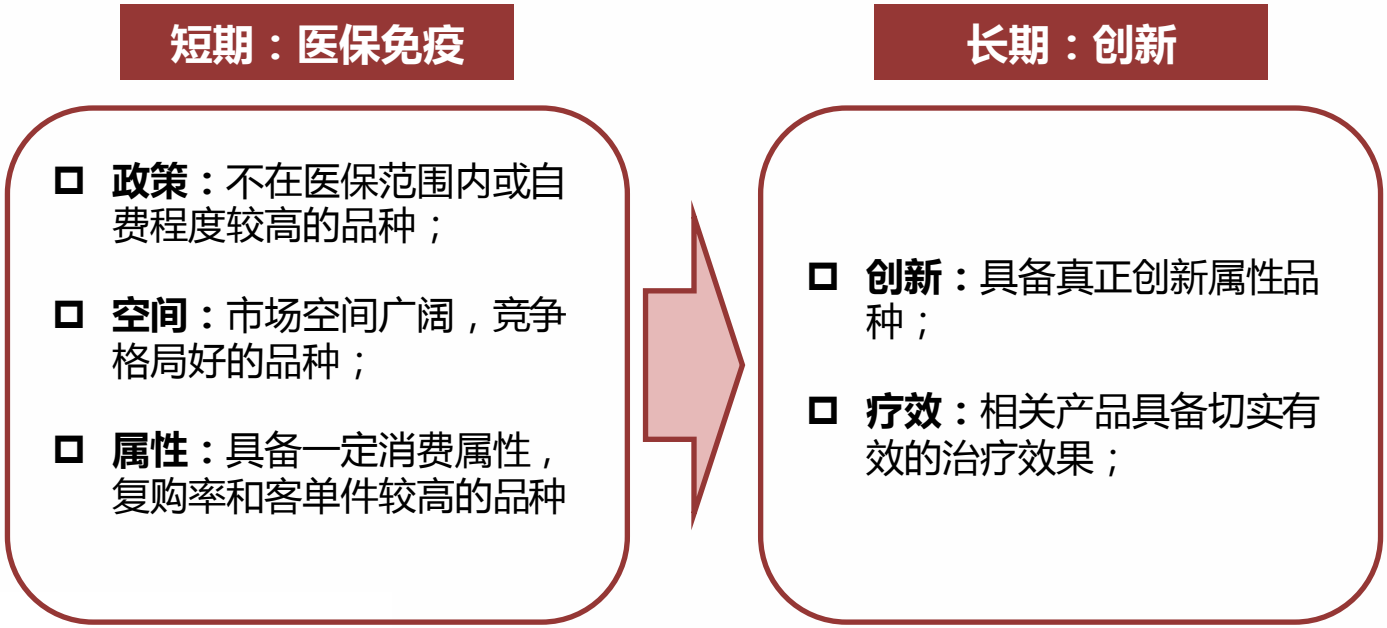
核心观点：CAR-T引领生物药新一轮发展，关注优质细分赛道

- **短期寻找医保免疫品种，长期寻找创新品种。**第五次全国集采之后，生物类似药、中成药等专项带量采购也将逐步开启，此前部分试点地区已经把胰岛素列入集采，今年广东联盟带量采购进一步将自费程度较高的血制品、生长激素列入带量采购目录。短期来看，生物药投资仍要精选医保免疫品种，长期寻找创新品种将是生物药投资的主旋律。
- **生物药集采持续推进，胰岛素和生长激素首当其冲。**2020年，胰岛素最初在武汉进行带量采购试点，2021年，上海阳光医药采购网发布《第六批国家组织药品集中采购（胰岛素专项）相关企业及产品清单》，共计81个产品，涉及诺和诺德、礼来、赛诺菲、通化东宝、天麦生物、甘李药业、珠海联邦制药、誉衡药业、万邦生化和东阳光十家企业，终于拉开了胰岛素全国集采的序幕。2021年，广东联盟带量采购首次将生长激素的粉针和水针纳入，揭开生长激素集采的序幕。整体来看，集采降价可能会对胰岛素和生长激素的市场规模造成较大影响。
- **生物药规模占比逐步提升，CART引领发展。**全球生物药市占率从2015年的30%增长到2020年的35%，预计2025年有望达到40%。我国生物药发展速度也很快，市场规模占比从2014年的15.6%发展到2020年的29.6%，预计到2023年有望达到39%。2021年，我国上市的两款CART，从而带动生物药发展新方向，预计未来细胞和基因治疗有望成为生物药新增长点。
- **投资建议：**建议关注不受降价政策影响的我武生物等。

生物药：寻找自费生物药品种，关注类CAR-T创新品种

2.7.1 生物药短期寻找医保免疫品种，长期寻找创新品种

- **生物药集采箭在弦上，短期寻找医保免疫品种，长期寻找创新标的。**第五次全国集采之后，生物类似药、中成药等专项带量采购也将逐步开启，此前部分试点地区已经把胰岛素列入集采，今年广东联盟带量采购进一步将自费程度较高的血制品、生长激素列入带量采购目录，未来如单抗等的生物类似药也都将纳入集采。短期来看，生物药投资仍要精选医保免疫品种，但长期来看，创新仍然是驱动行业发展的唯一动力，长期寻找创新标的也将是生物药投资的主旋律。



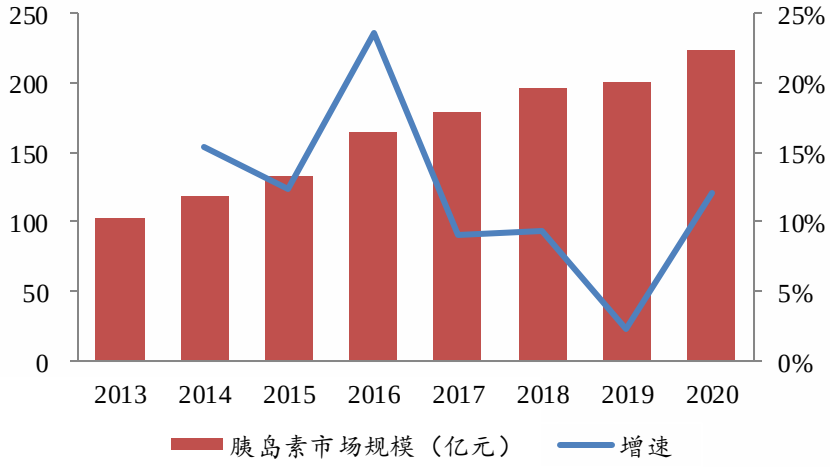
数据来源：西南证券整理

生物药：寻找自费生物药品种，关注类CAR-T创新品种

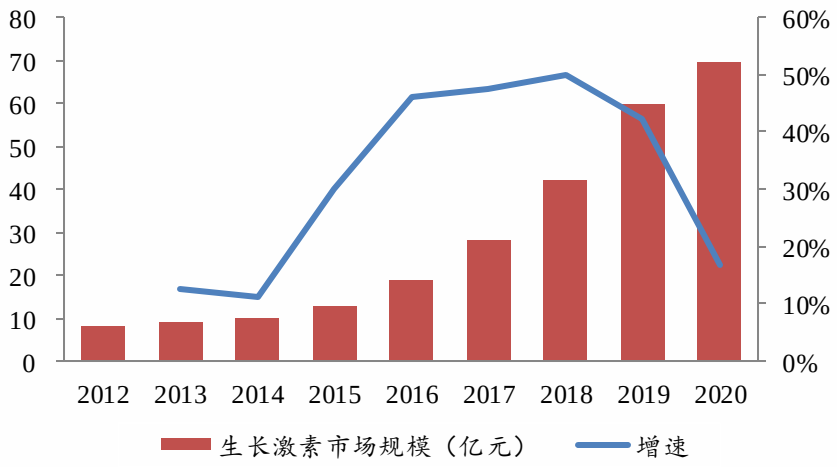
2.7.2 生物药集采持续推进，胰岛素和生长激素首当其冲

- **经过武汉带量采购试点，胰岛素全国集采即将正式开始。**2020年，胰岛素最初在武汉进行带量采购试点，2021年，上海阳光医药采购网发布《第六批国家组织药品集中采购（胰岛素专项）相关企业及产品清单》，共计81个产品，涉及诺和诺德、礼来、赛诺菲、通化东宝、天麦生物、甘李药业、珠海联邦制药、誉衡药业、万邦生化和东阳光十家企业，终于拉开了胰岛素全国集采的序幕。
- **生长激素区域带量采购即将开始。**2021年，广东联盟带量采购首次将生长激素的粉针和水针纳入，揭开生长激素集采的序幕。整体来看，集采降价可能会对胰岛素和生长激素的市场规模造成较大影响。

胰岛素市场规模及增速



生长激素市场规模及增速



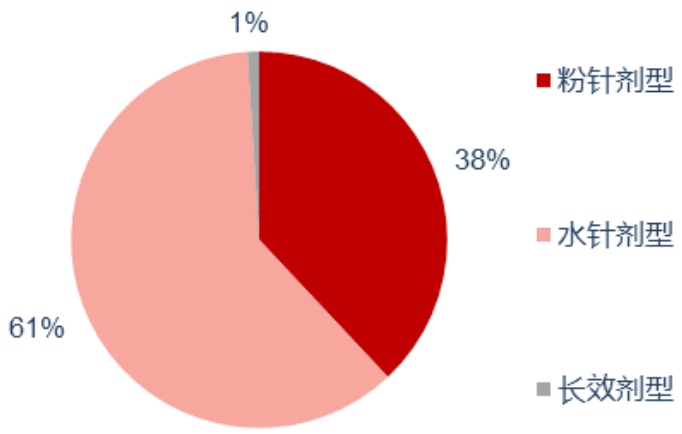
数据来源：PDB，公司公告，西南证券整理

生物药：寻找自费生物药品种，关注类CAR-T创新品种

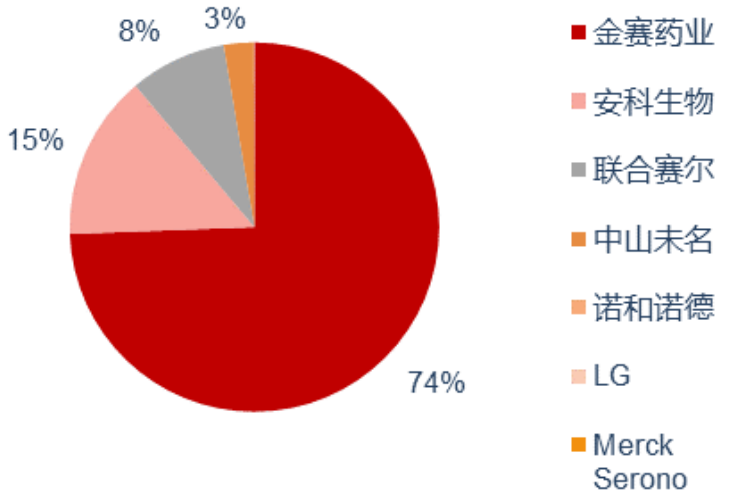
2.7.2 生长激素：关注集采进展以及竞争格局变化

- **生长激素市场快速发展，竞争格局较好。**生长激素样本医院销售额从2012年的1.9亿元增长到2020年的9.4亿元，复合增速达到22.8%，2020年生长激素市场总规模达到70亿元。从剂型角度来看，水针占比最大，其次为粉针，最后为长效。从企业角度来看，2020年金赛药业市场份额超过70%，位居第一，其次为安科生物和上海联合赛尔，诺和诺德、LG和Merck Serono三家外企市场份额很低。建议重点关注长春高新和安科生物。
- **关注集采进展以及竞争格局变化。**广东联盟带量采购将生长激素的粉针和水针纳入，进入集采后，生长激素价格以及竞争格局可能会发生一定变化，后续需持续关注。

生长激素不同剂型市占率



生长激素市场竞争格局



数据来源：PDB，公司公告，西南证券整理

生物药：寻找自费生物药品种，关注类CAR-T创新品种

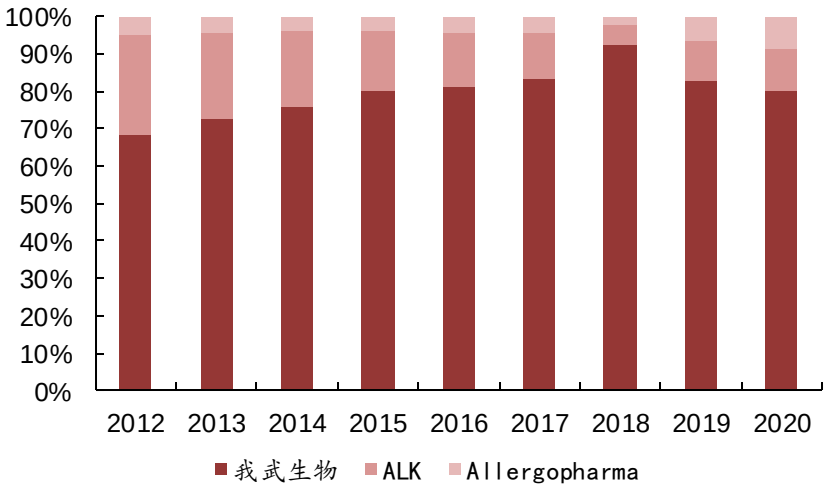
2.7.2 粉尘螨滴剂和黄花蒿粉滴剂：市场空间广阔，关注黄花蒿滴剂放量

- 我国过敏性鼻炎患病率为17%，其中45.6%为尘螨过敏，假设20%患者愿意接受脱敏治疗，即共2142万人潜在治疗人口，脱敏治疗每年2300元/人，脱敏治疗药物的市场空间高达492亿元。2019年我国过敏性鼻炎脱敏治疗市场规模约为10亿元，则渗透率仅1.6%，潜在市场空间巨大。
- 从竞争格局来看，我武生物的产品虽然上市时间相对较晚，但从2012年开始，我武生物一直是市场龙头，粉尘螨滴剂市场份额保持在70%以上，市占率占据第一位，龙头优势显著，2021年公司黄花蒿粉滴剂上市，市场空间广阔，放量速度有望快于粉尘螨滴剂，建议重点关注。

过敏性鼻炎市场空间测算

指标	数值
总人口数（亿人）	14亿
过敏性鼻炎患病率	17%
患过敏性性鼻炎人数（亿人）	2.4
尘螨过敏比例	45.60%
尘螨过敏过敏性鼻炎数量（万人）	10710
年人均治疗费（元）	2300元
使用脱敏治疗人数比例	20%
潜在市场空间（亿元）	492

粉尘螨滴剂我国市场竞争格局



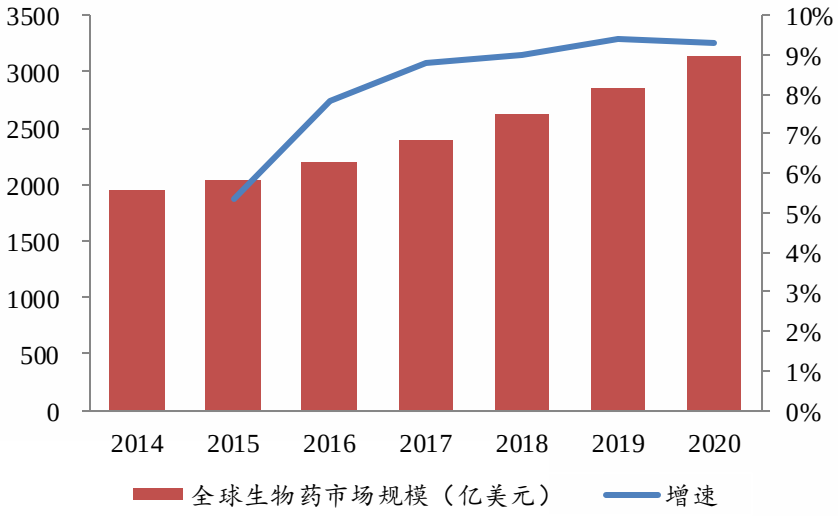
数据来源：PDB，公司公告，西南证券整理

生物药：寻找自费生物药品种，关注类CAR-T创新品种

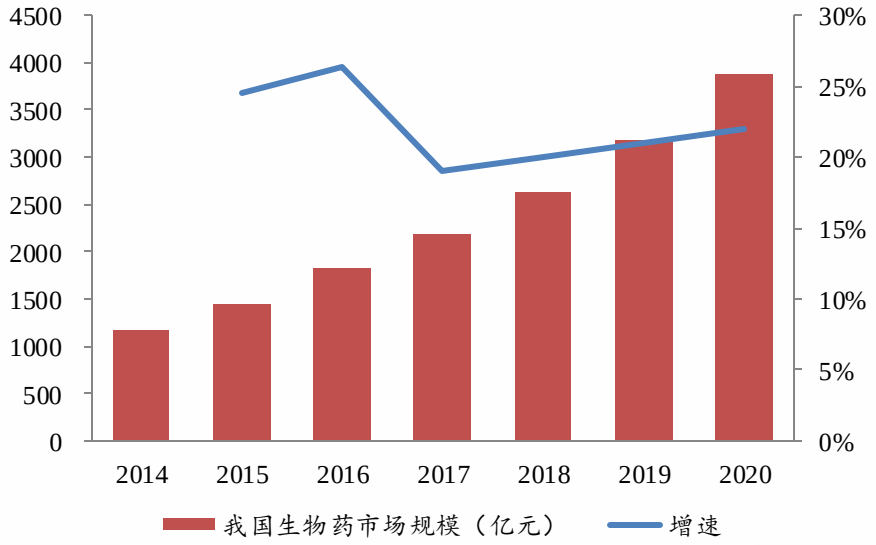
2.7.3 全球生物药市场规模稳步增长，我国生物药市场规模快速提升

- **全球生物药行业规模保持较快增长。**全球生物药行业规模从2014年的1944亿美元增长到2020年的3131亿美元，复合增速超过8%，预计未来3年仍将保持8%以上的快速增长。
- **我国生物药行业规模保持快速增长。**我国生物药行业规模从2014年的1167亿元增长到2020年的3870亿元，复合增速超过20%，预计未来3年仍将保持20%以上的快速增长。

全球生物药市场规模及增速



我国生物药市场规模及增速



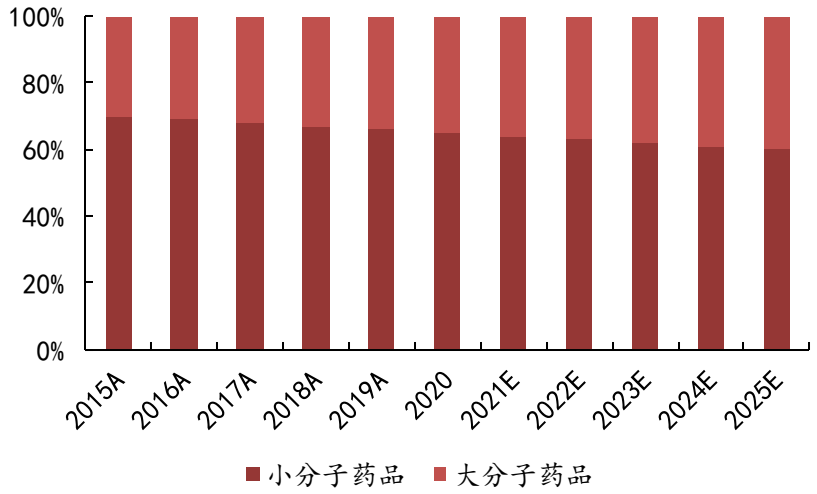
数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

生物药：寻找自费生物药品种，关注类CAR-T创新品种

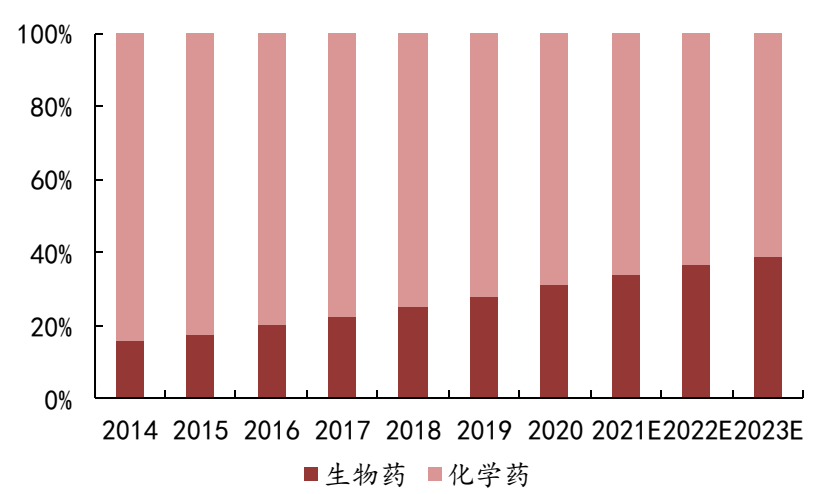
2.7.3 全球生物药市场规模占比逐步提升，我国提升空间较大

- **全球生物药规模占比逐步提升。**2015-2020年全球生物药市场规模由3103亿美元增长至4501亿美元，复合增长率高达12%，远高于化学药增速，预计2025年，生物药市场规模有望达到9848亿美元。从规模占比来看，生物药市占率从2015年的30%增长到2020年的35%，预计2025年有望达到40%。
- 我国生物药发展速度也很快，市场规模占比从2014年的15.6%发展到2020年的29.6%，预计到2023年有望达到39%。

全球生物药市场份额占比情况



我国生物药市场份额占比情况



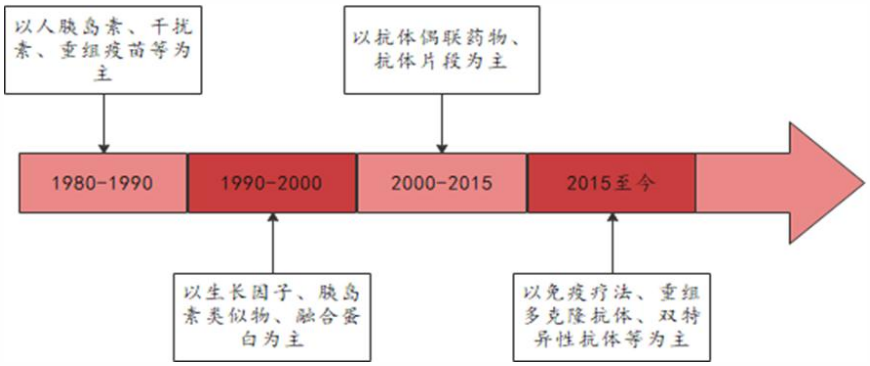
数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

生物药：寻找自费生物药品种，关注类CAR-T创新品种

2.7.3 全球生物药发展迅猛，我国生物药进入爆发阶段

- 全球生物新药研发根据结构类别分为四个阶段，早期生物药主要以重组蛋白类药物为主，进入21世纪，生物药的研发方向逐步转向为免疫疗法、单抗等。
- 21世纪之初，中国基本还停留在第二阶段，从批准1类生物药来看，大部分还是重组蛋白和疫苗。随着2015年中国一系列新药政策的推出、海内外资本的涌入、人才的大批回归，生物研发进入了蓬勃发展的阶段。中国目前跳过了三期阶段的发展，以三四期同步发展，在CAR-T、PD-1抑制剂和双特异性抗体等研究热点领域逐渐缩小了差距，处于追赶的阶段。

全球生物药发展历史



我国生物药研发创新历史

阶段	时间	内容
生物创新药准备阶段	上世纪90年代	由于中国的生物制药没有严格的评审制度，审批数量过多，核心竞争力不足
生物创新药发展阶段	2007年-2015年	2007年出台《药品注册管理办法》规定所有生物制品均按照新药来申报，限制了同一药品的企业申报数量。
生物创新药爆发阶段	2015年-2025年	2015年后，国务院、卫健委、食药监局、发改委等多个国家级部门密集发布医药研发相关政策，重点体现五大方面：临床试验数据核查、药品上市许可持有人制度、加快创新药审评审批、鼓励优质创新药品与国际接轨、配套政策提质量、促创新。政策上的扶持、技术人才的回归、巨大的市场驱动下，生物创新药研发迎来了春天。

数据来源：CNKI，西南证券整理

生物药：寻找自费生物药品种，关注类CAR-T创新品种

2.7.3 CAR-T进入上市收获阶段，复星凯特上市国内首个CAR-T

- 目前FDA已批准5款CAR-T疗法，其中四款为靶向CD19产品，其适应症主要为B细胞来源的非霍奇金淋巴瘤及白血病；一款产品为靶向BCMA，其适应症为多发性骨髓瘤。
- 今年，我国复星医药的益基利赛注射液获批上市，该产品由复星凯特从吉利德Gilead Science旗下公司凯特制药Kite Pharma 引进、获得在中国大陆、香港特别行政区和澳门特别行政区的技术及商业化权利，2018年8月取得IND临床批件，通过9个月的桥接试验，2020年2月申报生产并获得受理，2021年上市，成为我国首个上市的CAR-T产品。

已上市CAR-T疗法临床数据对比

通用名	商品名	靶点	公司	适应症	N	ORR	CR	3-4级CRS发生率	3-4级神经系统毒性发生率	其他指标
Tisagenlecleucel	Kymriah	CD19	诺华	r/r DLBCL	93	52%	40%	32%	12%	12个月RFS65%
				r/r ALL	75	81%	60%	46%	13%	
Axicabtagene ciloleucel	Yescarta	CD19	吉列德/凯特	r/r LBCL	101	82%	54%	13%	28%	18个月OS率为52%
Brexucabtagene autoleukel	Tecartus	CD19	吉列德/凯特	r/r MCL	74	93%	67%	15%	31%	12个月PFS率61%，OS率83%
Lisocabtagene maraleuce	Breyanzi	CD19	BMS	r/r LBCL	269	73%	53%	2%	10%	
Idecabtagene Vicleucel	Abcema	BCMA	BMS	r/r MM	128	73%	33%	5%	3%	MRD-26%

数据来源：医药魔方，NEJM，Lancet，西南证券整理

生物药：寻找自费生物药品种，关注类CAR-T创新品种

2.7.3 我国CAR-T研发火热，一级市场融资活跃

- 目前我国进入细胞和基因治疗领域的中小公司数量逐步增加，相关的一级市场融资也在逐步活跃，且经过前期积累，部分公司已经进入到C轮、D轮的阶段，未来随着产品研发的进一步推进，有望在A股和H股等逐步上市。

国内代表性CAR-T疗法企业融资情况

企业	最新一轮融资	时间	历史投资方
驯鹿医疗	B轮融资6000万美元	2020年3月	高瓴创投
优卡迪	B+轮融资数千万元	2021年3月	德观资产、杏泽资本、雅惠投资等
合源生物	C轮融资4亿元	2021年7月	中金资本、海松资本、国投招商、道彤资本等
艺妙神州	C+轮融资	2020年12月	国投创业、君联资本、同创伟业等
斯丹赛	C轮融资	2019年12月	鼎晖投资、火山石资本、高特佳等
恒润达生	C轮融资	2021年4月	盈科资本、红土创投、深创投等
普瑞金	D轮融资2.78亿元	2020年9月	湖南高新投、华邦健康、国中创投等

国内代表性基因治疗企业融资情况

	融资轮次	时间	金额	投资人
纽福斯	天使轮	2018年8月	未披露	奇迹之光、华大基因、同源创业
	A轮	2019年12月	1.3亿元	红杉中国、复拓生物、同源创业
	B轮	2021年2月	4亿元	国方资本、晟富华新、元禾控股、红杉中国
至善唯新	天使轮	2018年11月	数千万元	四川人才基金、成都景诚、成都生物城
	A轮	2021年2月	数亿元	正心谷资本、晨兴集团、德联资本等
瑞博生物	A轮	2015年12月	1.25亿元	君联资本、联想之星、磐霖资本、源星资本等
	B轮	2017年3月	2.7亿元	国投创新、君联资本、纪源资本等
	C轮	2017年12月	2亿元	三一创新、磐霖资本、君联资本等
	C+轮	2020年3月	4.7亿元	国新风投、中金资本、朗玛峰创投、高瓴资本等
博雅辑因	A轮	2016年7月	1000万元	IDG、中经合、嘉豪投资、
	Pre-B	2018年8月	上亿元	LAV、海松医疗基金、嘉道谷投资、华盖资本等
	Pre-B	2019年2月	7000万元	松禾资本、IDG、LAV
	Pre-B	2019年9月	8150万元	IDG、LAV
	B轮	2020年9月	4.5亿元	三正健康投资、LAV、松禾资本、雅惠投资等
	B+轮	2021年4月	4亿元	正心谷资本、红杉资本、博源资本等

数据来源：动脉网，西南证券整理

中药：重点把握中药消费品机会

- **行业利好政策不断，国家政策鼓励导向明显。**利好政策方面，国家在推动中药创新、中药国际化、中药质量控制和中医医疗服务方面密集出台利好政策，促进行业稳健快速发展。与此同时，湖北、广东等地中药集采苗头初显，中成药独家品种竞争格局较好，集采降价幅度有限。
- **上游中药材迎来涨价，中成药独家品种提价效果显著。**2021年以来伴随着CPI的上涨，上游中药材也迎来一波价格上涨的行情，根据康美中药网，名贵中药材天然牛黄、三七、天然麝香均有不同程度提价。提价预期带来中药板块下游存货周转速度加快，前期提价品种比如片仔癀和同仁堂将持续释放业绩。
- **国企混改释放红利，股权激励相继落地。**中药行业国企混改以及股东层面的变动在近一年加速落地，云南白药、太极集团、广誉远、中新药业在国企混改后极大释放员工积极性，2021年上半年广誉远、太极集团、中新药业实现实际控制人变更，云南白药混改股权激励目标将提高员工积极性，预计2022年国企混改红利在逐步释放。
- **品牌中药具有长期成长属性，大健康转型值得期待。**消费类的品牌中药仍然是中药板块投资的主线，消费属性强，增长趋势稳健。比如片仔癀、云南白药等具有强品牌的中药企业将仍然维持长期成长空间。关注大健康转型中的标的，比如片仔癀、云南白药、马应龙、仁和药业等。片仔癀的日化板块已经启动分拆上市，云南白药的大健康板块将全面实现品牌价值延伸。
- **投资策略：**消费品属性强的中药企业成长持续性明显，品牌优势突出，竞争环境优。因此，我们坚持消费品属性强的品牌中药企业的推荐逻辑，重点关注：片仔癀（600436）、云南白药（000538）等。

中药：重点把握中药消费品机会

2.8.1 行业利好政策不断，国家政策鼓励导向明显

- 1）中药创新方面，鼓励经典名方中药复方制剂研制，鼓励应用新工艺、新剂型对已上市中药二次开发，同时夯实中医药人才基础。2）中药国际化方面，鼓励向境外人士提供中医医疗服务、加大中药及中医服务出口的支持力度。3）中药质量控制方面，强化对中药配方科技质量控制，对中医药服务强化监督，行业规范程度提升。4）中医医疗服务方面，进一步加强综合医院中医临床科室建设，推动综合医院中西医协同发展。

中药行业利好政策不断

文件类型	时间	文件名称	发布机构	主要内容
中药质量控制	2020年7月6日	《中医药服务监督工作指南（试行）》	国家中医药管理局等3部门	对中医药医疗机构、技术人员、中药药事、中医技术开展监督管理，对检查依据、检查内容、检查方法及取证、法律适用作出详细规定。
	2021年1月26日	《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求》	药监局	对中药配方颗粒、研究用样品及对照物质、原辅料的属性、来源等作出明确要求，对标准汤剂、生产工艺、标准制定、稳定性试验、标准复核的流程及关键参数作出明确要求。
中药创新	2020年10月22日	《粤港澳大湾区中医药高地建设方案（2020-2025年）》	国家中医药管理局	在粤港澳大湾区打造医疗、创新、人才、产业、国际化高地。到2022年，粤港澳大湾区中医药合作体系基本确立，到2025年成为中医药特色服务引领者、教育改革先行者、创新示范者、产业高质量发展推动者
	2020年12月21日	《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	国家药监局	1.坚持以临床价值为导向，鼓励经典名方中药复方制剂研制，鼓励应用新工艺、新剂型对已上市中药二次开发，加强中药安全性研究;2.健全符合中药特点的审评审批体系;3.强化中药质量安全监管,注重多方协调联动,推进中药监管体系和监管能力现代化。
	2020年1月22日	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院	夯实中医药人才基础；优化中药审批、注册制度；增加政府、社会对中医药投入，加强融资渠道支持；完善中西医结合制度；实施包括人才培养、医疗机构建设、产学研融合、中药材规范、中医药出口等中医药发展重大工程；通过加强知识产权保护、文化宣传，提升法制化、科技管理水平营造中医药发展良好环境。
中药出口	2021年5月13日	《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》	商务部、国家中医药管理局等7部门	1.鼓励具备条件的公立机构基地先行先试设立国际医疗部，向境外人士提供中医医疗服务；2.通过外贸发展专项资金、金融机构出口信贷等方式加大中医院对外服务贸易力度；3.提升中医药企业开展国际业务的便利水平；4.拓展基地国际合作空间，鼓励基地与国际保险机构、外资企业合作，将基地纳入国际经贸合作框架，支持基地对外投资和技术合作；5.加强基地人才培养及激励。
中药医疗服务	2021年6月30日	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	卫健委、中医药局、后勤保障部卫生局	1、组织领导层面：公立综合医院应当有院领导相对固定分管中医药工作，将中西医结合工作纳入医院评审和公立医院绩效考核，推动综合医院中医药发展； 2、加强综合医院中医临床科室设置。三级医院应当全部设置中医临床科室，有条件的可设立中医病区和中医综合治疗区。鼓励和支持二级公立综合医院设置中医临床科室。三甲医院要设置高标准药房；加强县级综合医院中医院临床科室建设。 3、创新中西医协作医疗模式，将中医纳入多学科会诊体系，在综合医院各临床科室加强中西医协作；

数据来源：国务院、药监局等，西南证券整理

中药：重点把握中药消费品机会

2.8.1 行业利好政策不断，国家政策鼓励导向明显

- **集采苗头初显，暂无大规模全国性集采。**从目前已经进展到的第五批集采品种来看，暂时未涉及到中药的全国性集采。但是从2020年9月开始，已经开始出现部分省市的集采以及跨省联盟集采。
- **中成药独家品种竞争格局良好，预计降幅较低。**从品种上来看，主要是涉及到中药注射剂品种以及非独家的中药品种。品牌中药具有强品牌力，通常是独家品种，消费属性强，较难进入国家集采，具有较强政策免疫性。

集采政策整理

地区	文件	时间	中药集采数量	中药集采品种
青海省医保局	《青海省2020年药品和医用耗材集中采购工作方案》	2020年9月	218	血栓通注射液、血塞通分散片、血塞通胶囊、注射用血塞通(冻干)、肾康注射液、注射用丹参多酚酸盐、喜炎平注射液、痰热清注射液、注射用血栓通(冻干)、血塞通片、生血宝颗粒
河南省医保局	《河南省药品集中带量采购文件》	2021年1月	55	葛根素、七叶皂苷、天麻素、盐酸川芎嗪
金华市医保局	《金华市药品耗材带量集中采购联盟委员会第二批药品带量采购实施细则》	2020年6月	93	安神补脑液、保胎灵片、参麦注射液、复方丹参片、复方海蛇胶囊、复方鱼腥草合剂、寒喘祖帕颗粒、护肝片、精制狗皮膏、康复新液、抗病毒口服液、六味地黄丸、强力枇杷露、清开灵颗粒(无糖型)、热淋清颗粒(无糖型)、生脉饮(党参方)(低糖型)、舒筋活血胶囊、天一止咳糖浆、通滞苏润江胶囊、胃复春片、小儿咳喘灵颗粒、鸦胆子油软胶囊、银黄颗粒(无糖型)、银杏叶片、扎冲十三味丸(人工麝香)、珍黄胶囊(人工牛黄)、振源片、注射用灯盏花素、祖卡木颗粒
广东省医保局	《关于共同开展省级药品和耗材超声刀头联盟采购工作的函》	2021年5月	281	中成药59个通用名，其中包括金水宝片、康艾注射液、蓝芩口服液、苏黄止咳胶囊、康莱特注射液、百令胶囊等大品种。采购区域包括16个省
湖北省医保局	《关于邀请参加中成药省级跨区域联盟集中带量采购的函》	2021年9月	74	从产品品种来看，中成药跨区域联盟集采涉及到17个产品组，其中注射剂产品组6个，口服制剂产品组11个，共包含74个通用名产品。从区域来看，此次一共涉及19个省进行集采。

数据来源：各地医保局，西南证券整理

中药：重点把握中药消费品机会

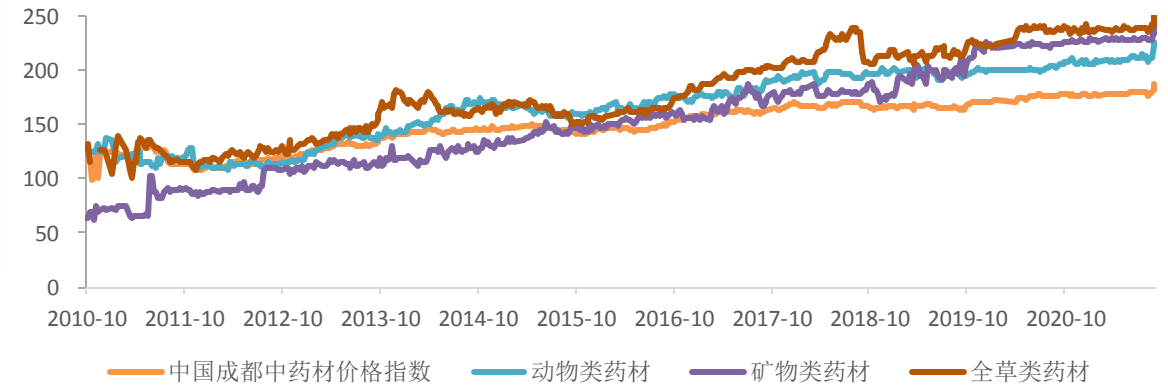
2.8.2 上游中药材提价，库存周转加快

- **上游中药材迎来涨价，部分品种完成提价。**2021年以来伴随着CPI的上涨，上游中药材也迎来一波价格上涨的行情，根据康美中药网，名贵中药材天然牛黄2021年4月市场价格达到480元/g，同比提价20%，其余中药品种三七、天然麝香均有不同程度提价。本轮推动中药材价格上涨主要原因是供需两端不平衡造成，一方面疫情导致中药材需求量上升，另一方面异常天气增多对中药材产品造成极大影响。
- 提价预期带来中药板块下游存货周转速度加快，前期提价品种比如片仔癀和同仁堂纷纷在2019-2020年的提价品种能快速释放业绩。与此同时，部分品牌中药有不同程度的提价，预计2022年将有望贡献业绩增量。

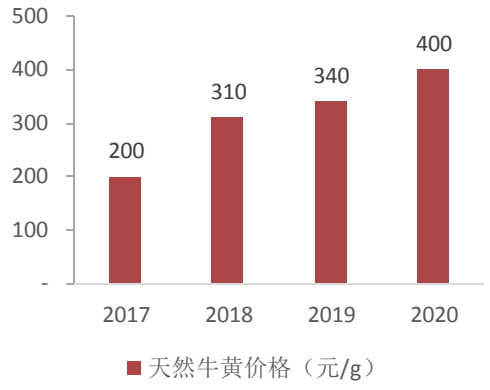
天然麝香价格



中国成都中药材价格指数



天然牛黄价格



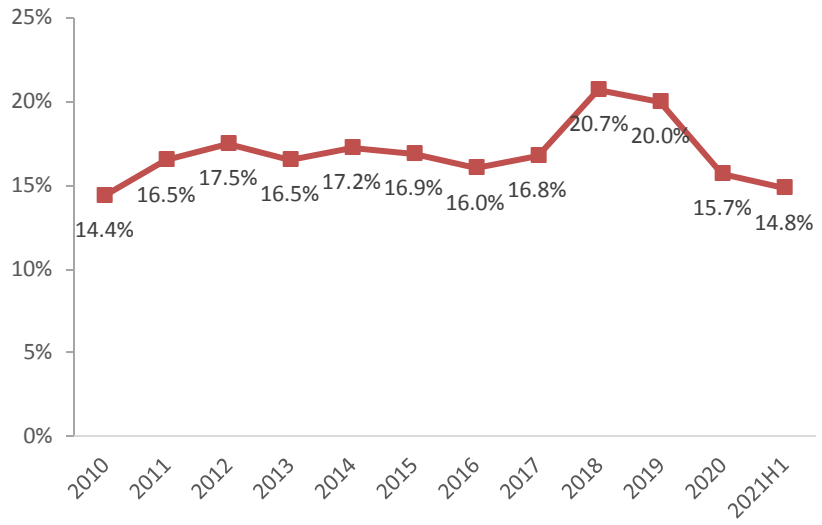
数据来源：商务部、康美中药网，西南证券整理

中药：重点把握中药消费品机会

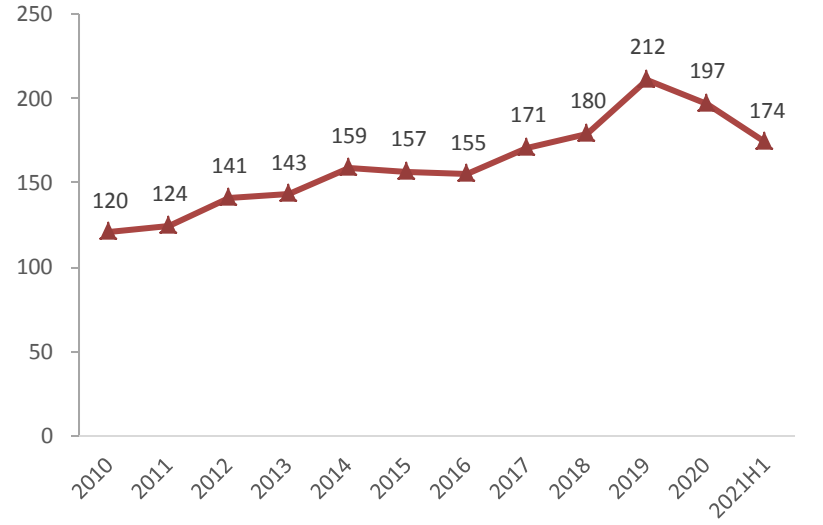
2.8.2 上游中药材提价，库存周转加快

- **渠道库存逐步清理，库存周转加快。**上市公司存货占总资产的比重从2010年一直上升至2018-2019年达到20%的峰值，随后中药行业开始一遍清理库存的周期。2021年上半年存货占总资产的比重下降幅度明显，库存占总资产的比重为14.8%，库存清理到2010年水平。
- **存货周转天数大幅缩短。**选取行业中具有代表性的17家中药公司统计存货周转天数，可以看到从2019年存货周转天数达到212天的顶峰之后，从2020年开始大幅回落，2021H1存货周转天数缩短为174天。从消化渠道库存的方式来看，开拓线上购药渠道、渠道下沉、传统经销商体系的变革、院内转院外等渠道变革推动渠道端整体的变革。

存货占总资产的比重



存货周转天数



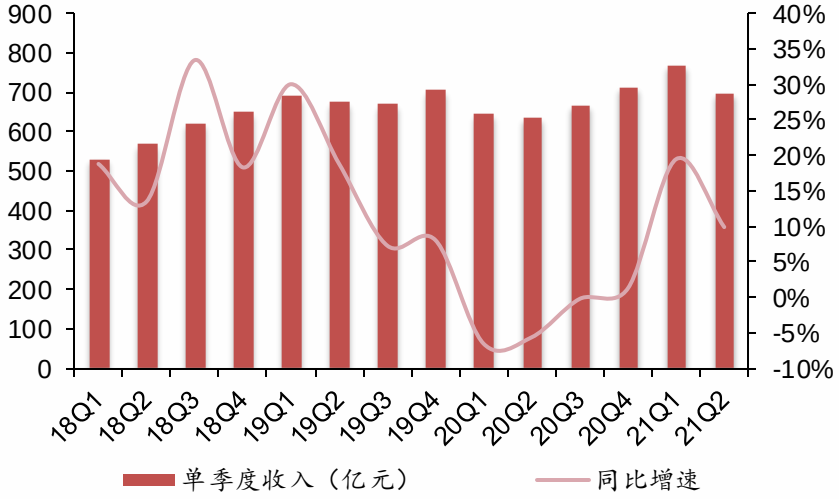
数据来源：Wind，西南证券整理。注：样本为17家中药行业的上市公司

中药：重点把握中药消费品机会

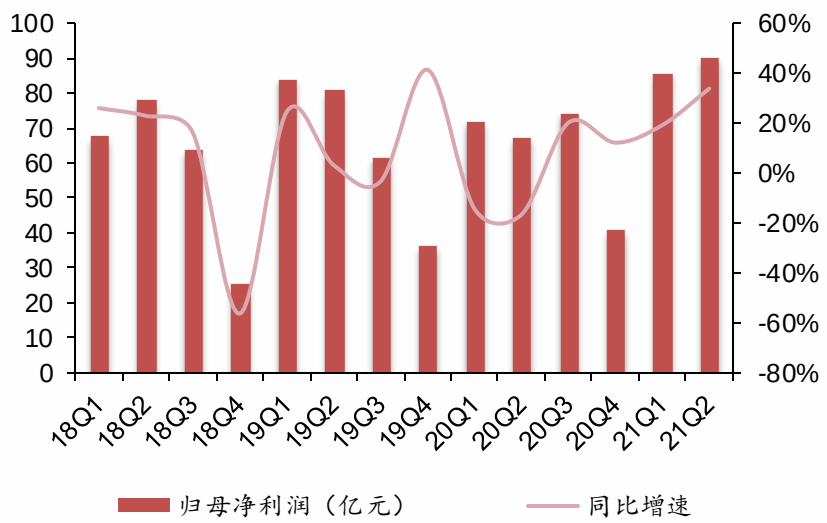
2.8.2 上游中药材提价，库存周转加快

- **受益于提价和周转加快，利润端持续改善。**在上游原材料价格上涨，以及渠道存货周转加快的影响下，中药行业利润端的增速快于收入端。随着行业内在2020-2021年有不同程度的提价，预计2022年将持续受益于产品提价带来的净利润率的提升。

近三年中药行业收入及增速



近三年中药行业归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理。注：样本为所有中药行业的上市公司

中药：重点把握中药消费品机会

2.8.3 国企混改释放红利，股权激励相继落地

- 中药行业国企混改加速落地，上半年广誉远、太极集团、中新药业实现实际控制人变更，部分中药企业完成了董监高换届选举，并推行了股权激励计划。中药企业通过理清股权关系，完善公司治理机制，提高员工的积极性等方式，后续将快速释放国企混改红利，迎来业绩的快速增长。

中药行业国企混改历程

云南白药
- 2018.11国企混改落地，云南省国资委与新华都成为并列第一大股东
- 2019.10第一期员工持股计划
- 2020.6首批股权激励方案
- 2021.3第二批股权激励方案

广誉远：
- 2021.6晋创投资转为控股股东，实际控制人由郭家学变更为山西省国资委

中新药业：
- 2021.3医药集团完成股权转让，引入战投津沪深公司为战略股东

太极集团：
- 2020.10发布增资协议，引入中国中国医药有限公司，国务院国资委成为实际控制人
- 2021.5完成董监高换届

数据来源：公司公告，西南证券整理

中药：重点把握中药消费品机会

2.8.4 大健康转型值得期待

- **品牌延伸模式推广，大健康转型值得期待。**关注大健康转型中的标的，比如片仔癀、云南白药、马应龙、仁和药业等。片仔癀的日化板块已经启动分拆上市，云南白药的大健康板块将全面实现品牌价值延伸。仁和药业并购7家大健康相关公司，在功能性护肤品赛带实现快速发展。以岭药业全面布局大健康日化产品线，实现品牌价值延伸。

部分大健康转型中药公司的收入情况

	片仔癀	云南白药	仁和药业	马应龙	以岭药业
大健康板块收入（亿元）	9.1	53.9	4.7	2	6
2020年大健康板块同比增速	42%	15%	-11%	-	-
大健康收入占比	14%	17%	11%	7%	7%
产品构成	护肤品、牙膏	牙膏、护肤品、洗护发用品、卫生巾	功能性护肤品	护肤品、化妆品	日化用品、保健食品







数据来源：公司公告，西南证券整理

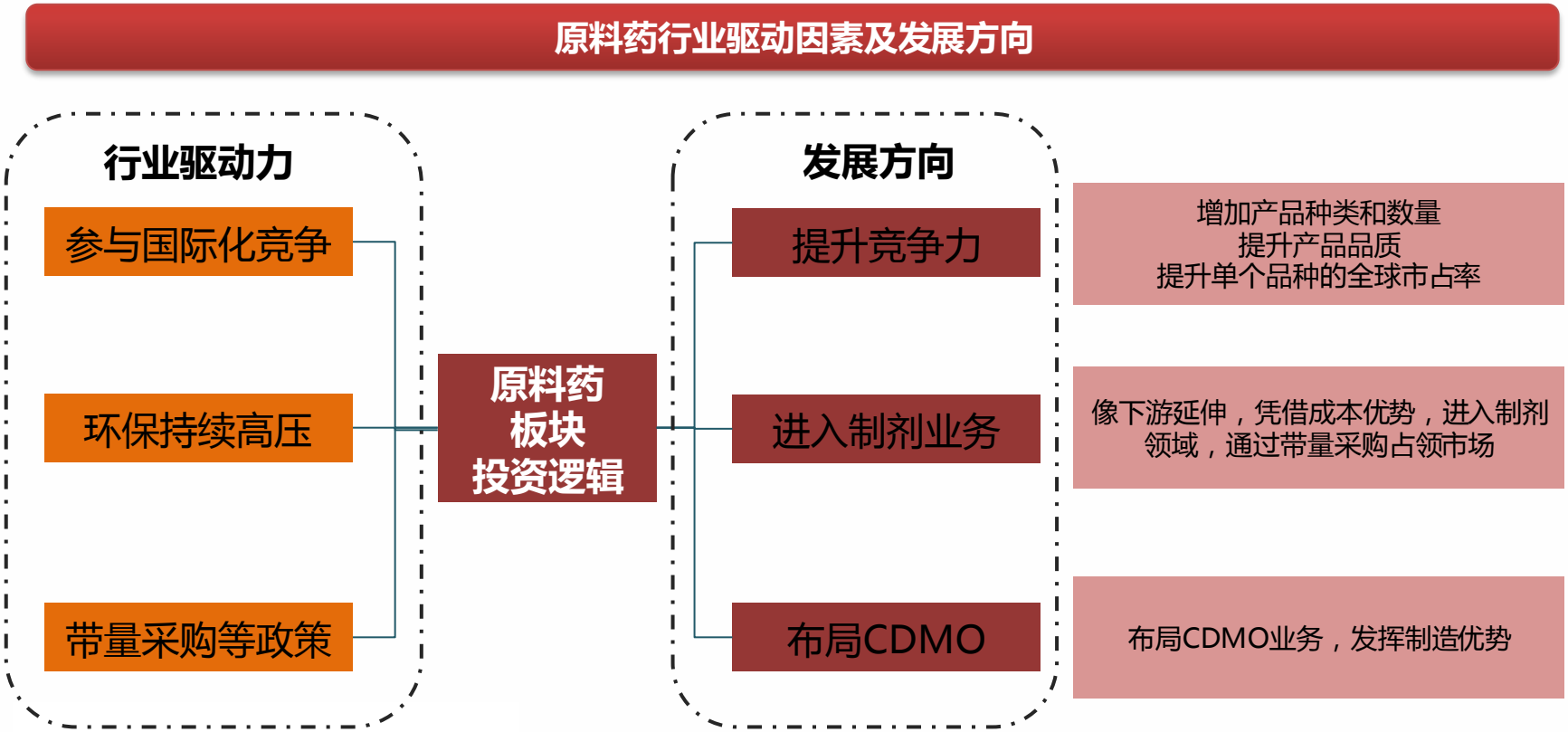
原料药：行业成长逻辑逐步验证，长期发展空间较大

核心观点：行业成长逻辑逐步验证，长期发展空间较大

- **特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度。**大宗原料药的产能转移已经基本完成，而特色原料药转移正在加速，预计国内特色原料药行业保持较快增长。此外，随着国内环保趋严、工艺标准提升，订单逐步向龙头集中趋势明显，短期叠加疫情带来的冲击，部分品种价格或有望上涨，国内龙头企业迎来较好发展机遇。
- **环保政策持续高压，带动行业集中度提升。**近几年，环保政策持续趋严，技术落后、环保不达标中小原料药企业低成本优势不在，被迫退出市场，行业供给减少，原料药进入提价通道，特色原料药和大宗原料药均出现明显的涨价趋势。
- **带量采购加速推进，原料药话语权提升。**带量采购大幅降低了仿制药价格，快速增加了药品的可及性，带量采购目录药品销量随之大幅增加，同时也增加了对原料药的需求，带动原料药行业增长。同时，持续推进的一致性评价提高了药品质量标准，加强了制剂和原料药的绑定，提升更换原料药成本，制剂企业对优质原料药的需求大幅增加，原料药企业的议价权不断加强。
- **三条路径打开特色原料药成长空间。**原料药企业首先可以通过丰富产品管线，提升市场竞争力；第二，原料药企业可以向下游延伸，实现“原料药+制剂“一体化；第三，原料药企业向专利原料药（CDMO）领域拓展，从而进一步打开成长空间。
- **投资建议：**建议关注博瑞医药、九州药业、普洛药业等。

原料药：行业成长逻辑逐步验证，长期发展空间较大

2.9.1 原料药行业驱动力与发展方向



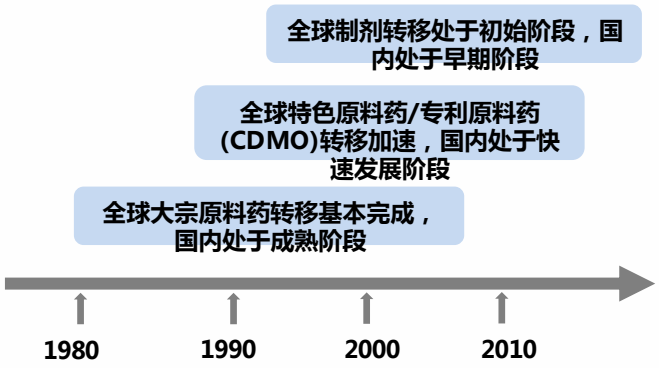
数据来源：西南证券整理

原料药：行业成长逻辑逐步验证，长期发展空间较大

2.9.2 特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度

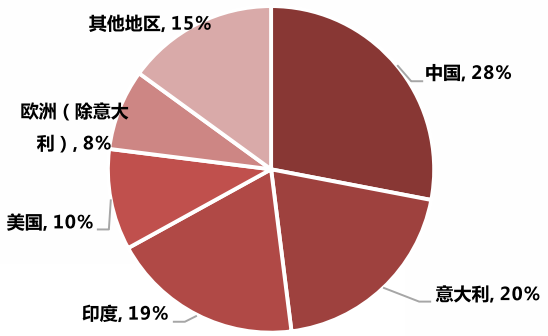
- **基于环保因素和成本考量，全球原料药产能逐渐向亚太地区转移。**目前中国和印度约占据全球一半的原料药产能，2016年美国DMF持有人有46%是印度企业；
- **相比印度，中国成为全球原料药供应中心的可能性更大。**主要原因有：1）中国有成熟的工业体系和稳定的供应链（疫情期间凸显）；2）充足的医药人才；3）更适合发酵的自然的环境。
- **全球产能转移：大宗原料药已经基本完成，而特色原料药转移正在加速，预计国内特色原料药行业保持较快增长。**此外，随着国内环保趋严、工艺标准提升，订单逐步向龙头集中趋势明显，短期叠加疫情带来的冲击，部分品种价格或有望上涨，国内龙头企业迎来较好发展机遇。

全球医药产业链产能转移趋势图

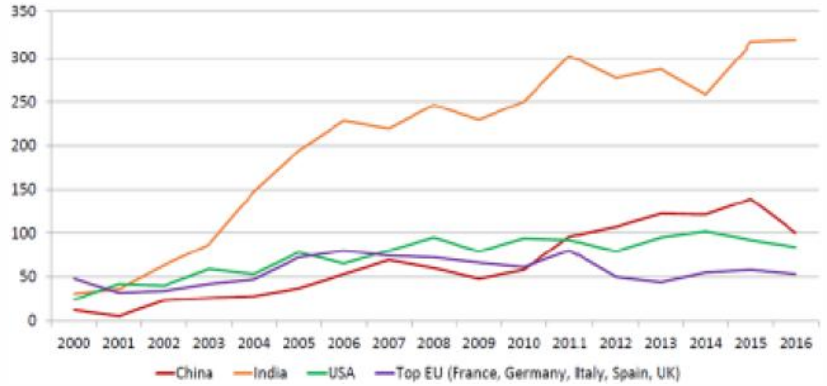


数据来源：美诺华招股书，西南证券整理

2018年全球主要原料药供应地市场份额



2000-2016年美国DMF持有人分布



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

原料药：行业成长逻辑逐步验证，长期发展空间较大

2.9.3 环保政策持续高压，带动行业集中度提升，提价趋势显著

- 近几年，环保政策持续趋严，技术落后、环保不达标中小原料药企业低成本优势不在，被迫退出市场，行业供给减少，原料药进入提价通道，特色原料药和大宗原料药均出现明显的涨价趋势。

近几年出台的环保政策

发布日期	发布单位	政策名称	主要内容
2020.7	国家药监局综合司	《国家药监局综合司关于新修订《药品管理法》原料药认定以及有关法律适用问题的复函》	按照药品的功效，重新界定假药、劣药，使用必须批准而未经批准的原料药生产的药品，单独作出规定。
2020.1	国家市场监督管理总局	《药品生产监督管理办法》	对“原料药"的生产许可、执行质量管理规范、委托生产、接受检查等做出了相关规定，包括原料药企业实行生产许可等。
2019.12	工业和信息化部、生态环境部、国家卫生健康委员会、国家药品监督管理局	《推动原料药产业绿色发展的指导意见》	到2025年，产业结构更加合理，采用绿色工艺生产的原料药比重进一步提高，高端特色原料药市场份额显著提升；产业布局更加优化，原料药基本实现园区化生产，打造一批原料药集中生产基地；技术水平有效提升,突破20项以上绿色关键共性技术。
2019.8	全国人民代表大会	《中华人民共和国药品管理法》	国务院药品监督管理部门在审批药品时，对化学原料药一并审评审批，对相关辅料、直接接触药品的包装材料和容器一并审评，对药品的质量标准、生产工艺、标签和说明书一并核准。
2019.1	国家发展和改革委员会	《产业结构调整指导目录(2019年本)》	鼓励原料药生产节能降耗减排技术、新型药物制剂技术开发与应用；淘汰环境、职业健康和安全不能达到国家标准的原料药生产装置。
2017.02	国务院	《“十三五”国家药品安全规划》	分期分批对已上市的药品进行质量和疗效一致性评价。2018年底前，完成国家基本药物目录(2012年版) 中2007年10月1日前批准上市的289个化学药品仿制药口服固体制剂的一致性评价；鼓励企业对其他已上市品种开展一致性评价。
2016.11	工信部	《医药工业发展规划指南》	巩固化学原料药国际竞争地位，提高精深加工产品出口比重，增加符合先进水平GMP要求的品种数量；提高原料药清洁生产水平。

数据来源：政府官网，西南证券整理

原料药：行业成长逻辑逐步验证，长期发展空间较大

2.9.4 带量采购加速推进，原料药话语权提升

- **带量采购增加了对原料药的需求。**带量采购大幅降低了仿制药价格，快速增加了药品的可及性，带量采购目录药品销量随之大幅增加，同时也增加了对原料药的需求，带动原料药行业增长。
- **一致性评价和带量采购提升了原料药产业地位。**持续推进的一致性评价提高了药品质量标准，加强了制剂和原料药的绑定，提升更换原料药成本，制剂企业对优质原料药的需求大幅增加，原料药企业的议价权不断加强。



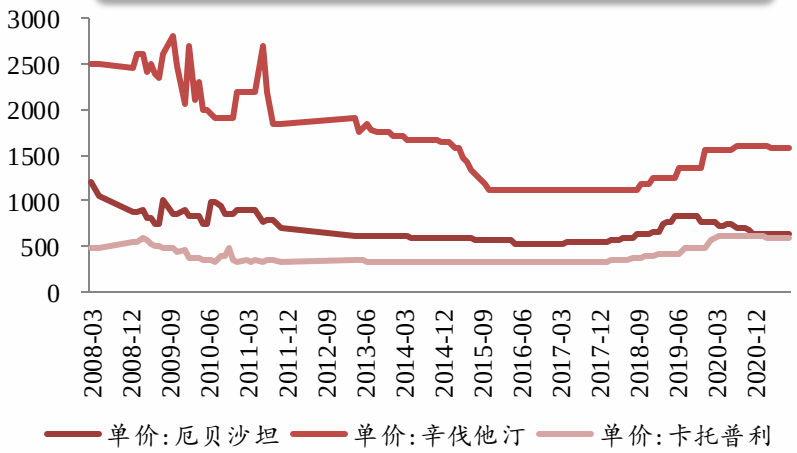
数据来源：政府官网，西南证券整理

原料药：行业成长逻辑逐步验证，长期发展空间较大

2.9.5 原料药迎来量价齐升，原料药企业产能拓展加速

- **原料药迎来量价齐升，原料药企业产能拓展加速。**在环保加压以及带量采购的推动下，我国原料药呈现出量价齐升的行业趋势，2018年开始，特色原料药提价明显。同时，随着我国原料药在全球医药供应链地位的进一步加强，产能拓展也更加迫切，近两年我国原料药企业纷纷公布产能拓建计划。

部分特色原料药价格走势



部分原料药企业产能建设规划

公司	项目名称	投资金额	建设周期	涉及产品
博瑞医药	泰兴原料药和制剂生产基地（一期）	3.59亿元	24个月	卡泊芬净、米卡芬净、阿尼分净等11个品种
美诺华	宣城美诺华“1600吨原料药项目”	8亿元	5年	一期项目为沙坦类、他汀类等6个原料药
司太立	年产2035吨X射线造影剂原料药技改及扩产项目（二期）	4.28亿元	超过5年	年产1330吨碘海醇和年产505吨碘帕醇生产线
同和药业	年产800吨加巴喷丁、10吨达比加群酯、30吨阿扎那韦、150吨醋氯芬酸、150吨塞来昔布、33吨沙坦类中间体新、改、扩建项目	2.7亿元	2年	加巴喷丁、达比加群酯、阿扎那韦、醋氯芬酸、塞来昔布、沙坦类中间体等
健友股份	高端制剂预灌封生产线项目	4.26亿元	2年	依诺肝素钠制剂

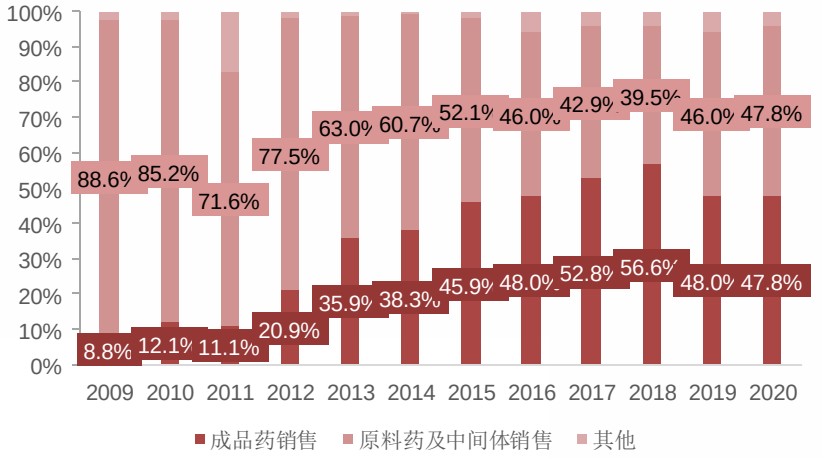
数据来源：公司公告，西南证券整理

原料药：行业成长逻辑逐步验证，长期发展空间较大

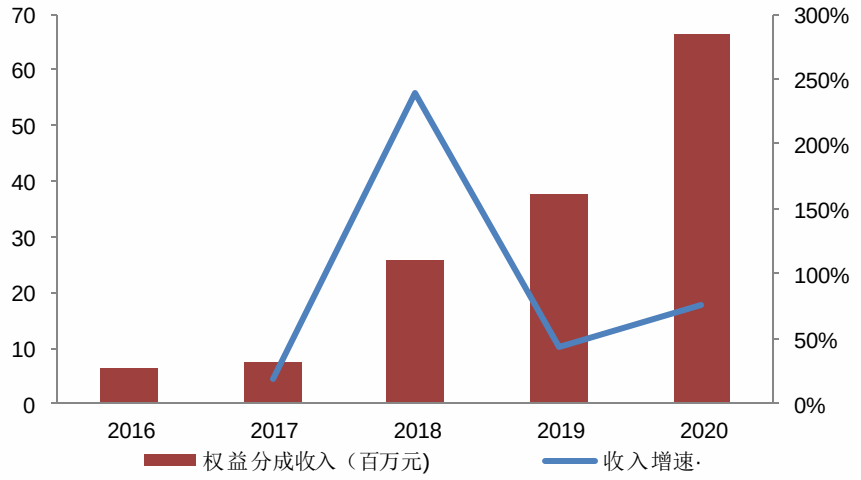
2.9.5 三条路径打开特色原料药成长空间

- **通过丰富产品管线，提升市场竞争力：**对原料药供应商而言，通过研发不断丰富自身产品管线，在一定程度上可提高市场竞争力。以美诺华为例，公司围绕降血压、降血糖、抗感染等领域布局，产品管线不断丰富，在慢病领域形成组合拳，市场竞争力显著提升。
- **下游“原料药+制剂“一体化及制剂权益分成：**在国内医保控费大环境下，国内仿制药价格承压，原料药+制剂一体化可大幅缩减成本，是目前原料药和仿制药企业重点布局方向，此外，原料药企业还可参与下游制剂销售分成。
- **向专利原料药（CDMO）领域拓展：**目前国内CDMO正处于快速发展的阶段，我们认为有能力向CMO/CDMO拓展的原料药企业成长空间将进一步打开。

华海药业制剂收入占比持续提升



博瑞医药制剂权益分成收入高速增长



数据来源：公司公告，西南证券整理

药店：行业集中度提升与处方药外流，强者恒强

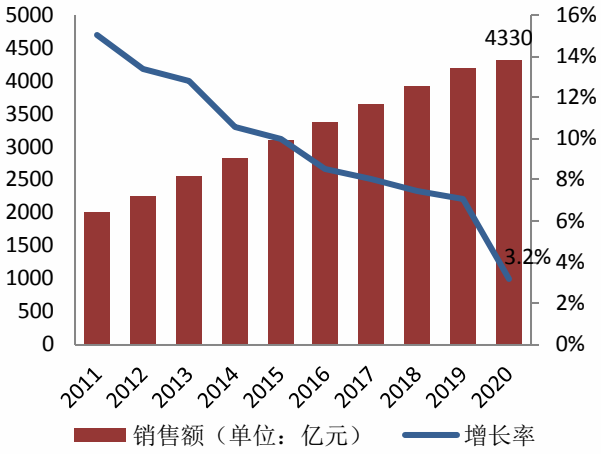
- **经营效率持续提升。**管理能力持续提升，2020年药店行业的日均坪效达到74元/平方米，平均人效达到1583元/人。盈利能力持续提升，5家连锁药店公司2021上半年收入总额增速为13.8%，其中第二季度收入增速为12.6%；归母净利润总额增速为17.8%，短期受到2020年基数影响扰动，长期仍然看好经营业绩持续增长。
- **大连锁持续收购整合，促进集中度提升。**政策监管和开店限制趋严，倒逼小连锁和单体药店逐步淘汰出局，留给大连锁更多收购空间和开店机会。2020年全国药品零售市场4330亿元，2020全国药店总数（不含连锁企业数量）为55万家，其中连锁的门店达到31.3万家，连锁率超56.5%。
- **多因素促进处方外流，药店渠道价值凸显。**集采、DRGs、“双通道”等政策加速处方药流向院外市场，从长期看处方药外流市场有望带来2000亿增量市场。大型连锁药店对客户覆盖面广，具有更强的承接能力，因此吸引众多新增上游厂家、医院、处方平台、流量平台合作。从四家上市公司2020年报显示，处方药销售占比均呈上升趋势。
- **投资建议**：我国连锁药店集中度TOP10市场份额仅为20%，大连锁收购&自建门店空间大，行业集中度持续提升；处方外流才起步，尚有千亿规模可持续流向药店。两大因素均利好大型连锁药店。推荐大参林（603233）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、益丰药房（603939）。

药店：行业集中度提升与处方药外流，强者恒强

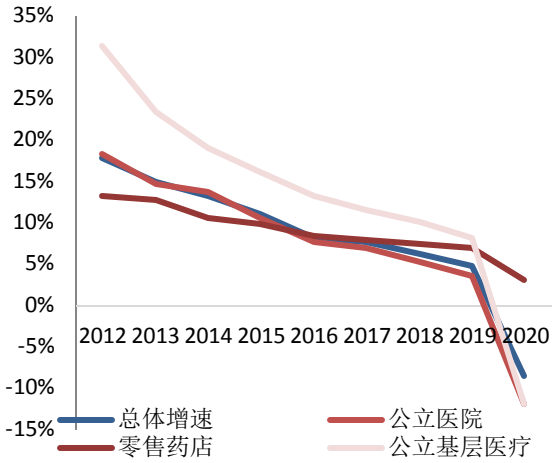
2.10.1 零售药店行业增速快，空间大

- **药品零售渠道增速高于行业增速。**由于受到疫情影响，2020年全国药品增速呈负增长，但零售药店是三大终端中唯一正增长的领域。2020年中国零售药店终端的药品销售规模约为4330亿元，同比增长3.2%，高于2020年全国药品行业增速（-8.5%）。
- **终端占比仍有提升空间。**2020年零售渠道在国内药品销售中占比为26%，仅次于公立医院终端，零售是药品销售的重要渠道。参考日本药店渠道52%的占比，中国药店行业前景广阔。

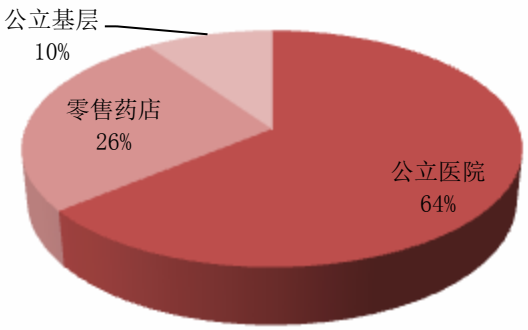
国内零售渠道药品销售额及增长率



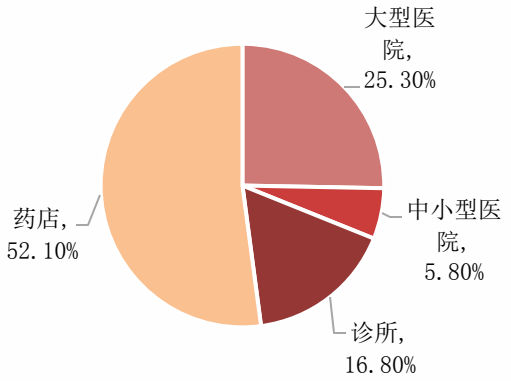
国内药品行业各渠道增速



2020年国内药品销售渠道占比



2020年国内药品销售渠道占比

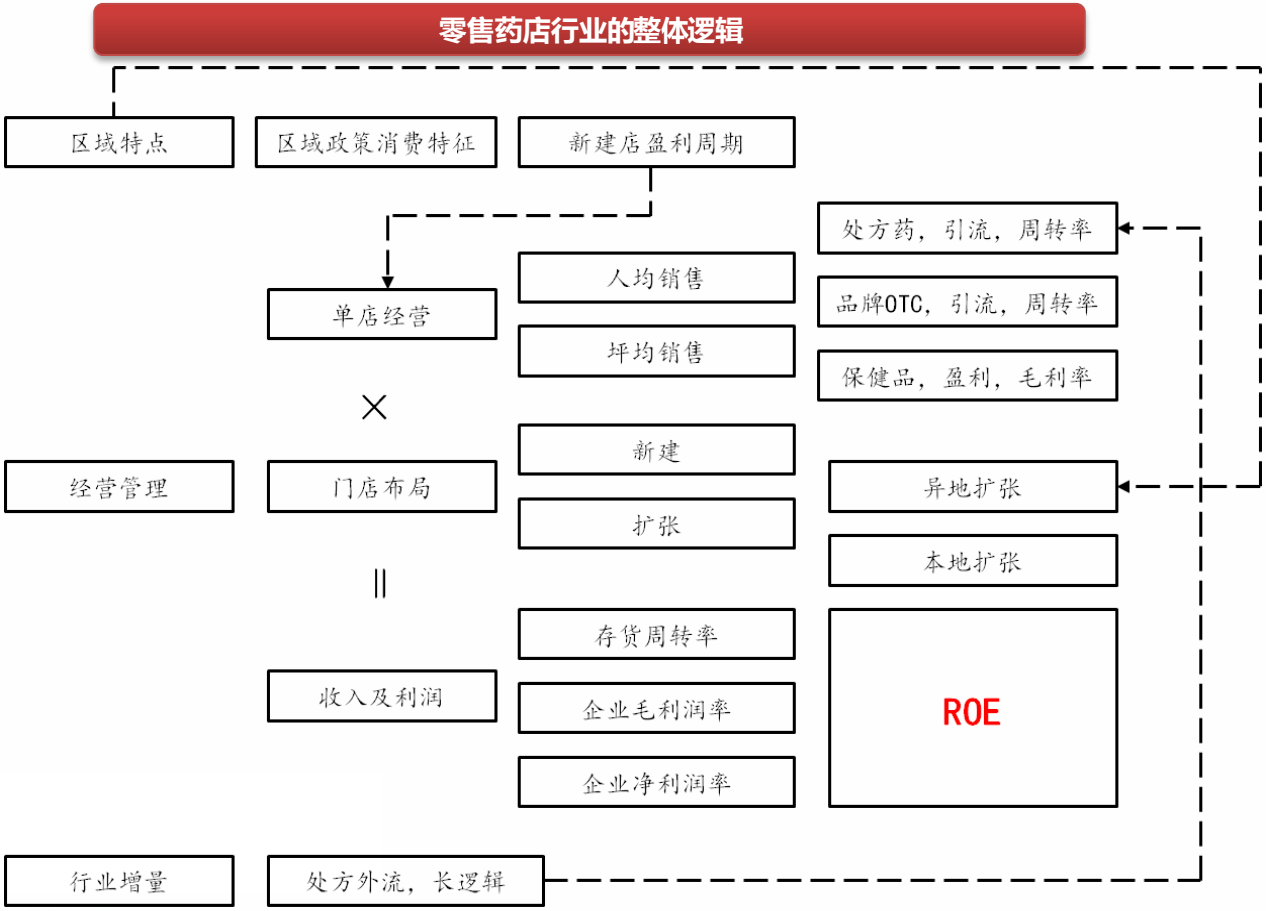


数据来源：米内网，西南证券整理

药店：行业集中度提升与处方药外流，强者恒强

2.10.2 两大核心逻辑：存量整合与增量导入

- 从短期来看，存量整合来自内生经营效率的整体提升以及连锁扩张带来的额外增量。
- 从长期来看，处方药外流有望达到2000亿以上增量市场。

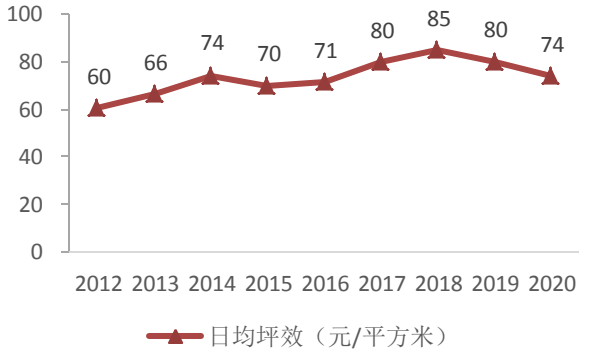


药店：行业集中度提升与处方药外流，强者恒强

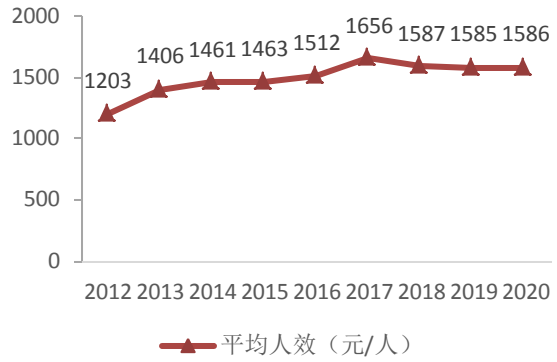
2.10.3 经营效率持续提升

- 管理能力持续提升。2020年药店行业的日均坪效达到74元/平方米，平均人效达到1583元/人。
- 盈利能力持续提升。5家连锁药店公司2021上半年收入总额增速为13.8%，其中第二季度收入增速为12.6%；归母净利润总额增速为17.8%，其中第二季度增速为13%。短期受到2020年基数影响扰动，长期仍然看好经营业绩持续增长。

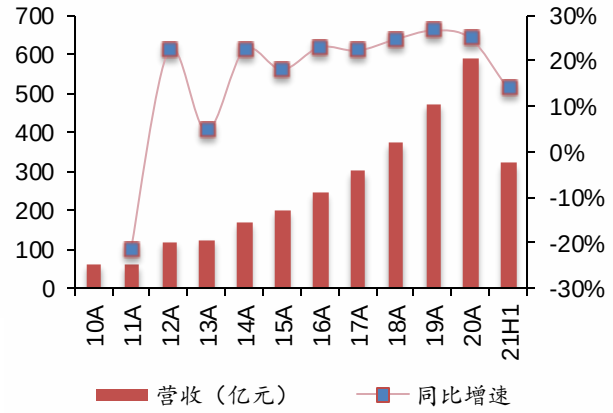
药店行业日均坪效（元/平米）



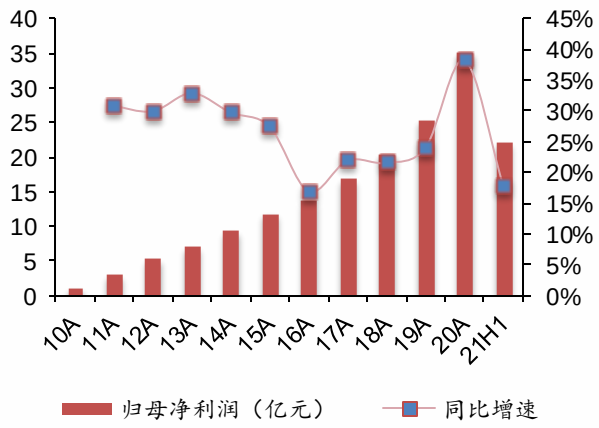
药店行业平均人效（元/人）



药店行业2010年~21H1收入及增速



药店行业2010年~ 21H1 归母净利润及增速



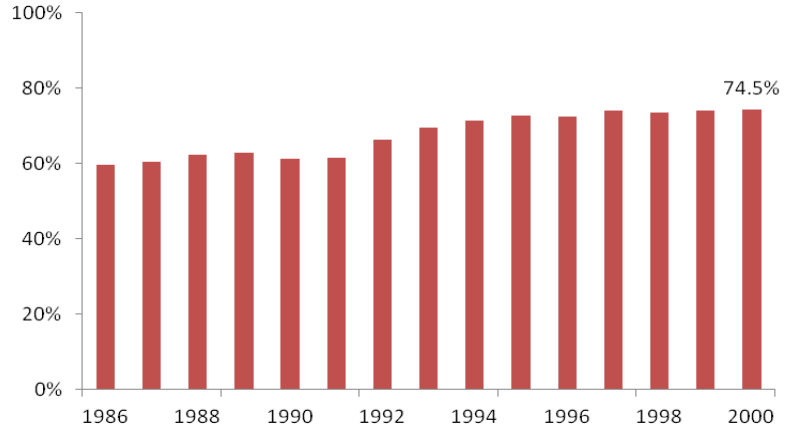
数据来源：《中国药店》，西南证券整理

药店：行业集中度提升与处方药外流，强者恒强

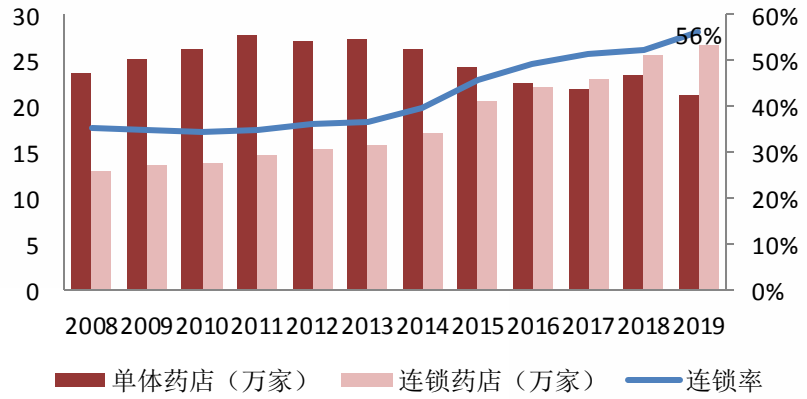
2.10.4 药店连锁率提升空间大

- 我国连锁药店的连锁率持续提升，2020全国药店总数（不含连锁企业数量）为55万家，其中连锁的门店达到31.3万家，连锁率超56.50%。
- 美国药店连锁率早在2000年就达到75%。与发达国家相比，中国药店连锁率偏低，随着连锁药店持续开拓新店和外延并购，连锁率将持续提升。

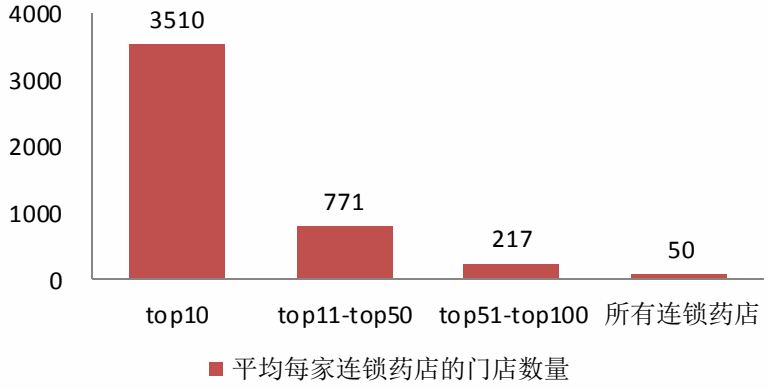
美国药店连锁率变化情况



国内药店行业连锁率变化情况（单位：万家）



国内连锁药店平均药店数量（单位：家）



数据来源：OECD数据，中国药店，西南证券整理

药店：行业集中度提升与处方药外流，强者恒强

2.10.5 国家政策推动药店集中度提升

- **政策规范化淘汰单体和小连锁：**大多数现存单体药店以及小连锁持续生存的基础是不规范的税收、不规范的进货渠道、低保障的员工福利。一旦政策监管收紧，倒逼药店在这三方面的规范化，则这部分药店就会被迫出局。所以政策监管的落地利好规范化的大中型连锁药店，促进行业集中度提高。
- **开店标准提高，未能满足标准的药店逐步淘汰：**2018年出台的药店分级分类管理政策对开办各类药店的门店面积、人员配备等均提出标准，且高于原有标准，开办药店的成本加大。不能满足条件的老药店面临降级或淘汰的风险。
- **带量采购将成为常态，大中型连锁药店获得品种能力较强，竞争力得以提高：**带量采购之下，药企对零售渠道的重视程度提高，药店借机获得新增品种。大连锁由于渠道覆盖面广，成为药企首选合作对象。

政策推动药店集中度提升，利好药店龙头企业

执行时间	政策	意义
2017-2018年	《在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)》	税务规范
2018-2025	《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》	执业药师挂靠整顿和配备规范出台
持续进行，2018年后加强	《国家医疗保障局关于做好2019年医疗保障基金监督工作的通知》	药店医保刷卡规范
2018-未来	带量采购	药企重视零售渠道，促进处方外流

数据来源：OECD数据，中国药店，西南证券整理

药店：行业集中度提升与处方药外流，强者恒强

2.10.6 资本市场助力零售药店集中度提升

- **上市药店借助资本市场力量快速扩张：**四家上市较早的药店均在2018-2020年完成了可转债的发行，益丰药房也在近期申请发行可转债。健之佳上市也募集到充足资金来扩张，再加上公司持续经营利润，四家上市公司均有充足的现金流进行门店扩张。
- **一级市场估值回归正常，利于头部药店的整合收购：**经历了前几年药店一级市场的高热度抢标的，现在估值逐渐回归理性。再加上年初疫情促进客流向大药店集中，小药店受到一定负面影响，出售意愿增强。药店领域的一级市场收购标的增加，预计今年四大上市连锁药店将会加速收购步伐。

药店上市公司通过新建和并购持续快速扩张

	2020					2021Q1					2021H1				
	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房	健之佳	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房	健之佳	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房	健之佳
收入（亿元）	104.9	92.4	101.2	94.4	44.7	40.6	34.3	36.4	36.3	11.7	80.6	67.0	74.6	73.5	23.8
增速	30%	21%	21%	28%	26.60%	21%	11%	11%	19%	10.54%	16%	11%	12%	17%	12.83%
净利润（亿元）	8.8	6.0	6.0	6.6	2.5	3.4	2.6	2.3	2.4	0.6	6.5	5.2	4.1	5.1	1.2
增速	51.6%	30.8%	22.1%	41.3%	50.0%	21.5%	27.3%	16.0%	29.4%	20.9%	8.6%	25.8%	20.8%	26.0%	10.2%
净利率（%）	8.4	6.5	5.9	7.0	5.6	8.6	7.6	7.1	7.4	5.4616	8.2	7.8	6.2	7.6	5.1
毛利率（%）	38.6	36.2	32.5	38.5	33.7	39.4	37.0	33.5	40.5	34.1814	39.1	38.9	33.4	40.8	35.1
销售费用率（%）	23.0	24.5	20.0	24.3	23.3	23.1	24.6	20.5	25.7	24.4329	23.7	26.2	20.8	25.6	6.1
管理费用率（%）	4.2	3.5	4.8	4.1	3.3	4.6	3.1	4.0	4.0	2.5968	4.7	2.8	4.2	4.2	3.0
财务费用率（%）	-0.1	0.0	0.4	0.6	0.2	0.8	0.6	1.1	0.9	0.9075	0.9	0.6	1.1	0.8	0.1
门店数	**6020**	**7205**	**6533**	**5991**	**2130**	**6451**	**7537**	**7268**	**6279**	**2216**	**6978**	**8053**	**7680**	**6888**	**2416**
增速（同比）	28%	15%	27%	26%	22%	32%	18%	34%	29%		34%	20%	32%	34%	
增速（环比）	9%	4%	6%	9%		7%	5%	11%	5%	4%	8%	7%	6%	10%	9%
其中：直营门店	5705	7205	4892	5338	2130	6057	7537	5416	5586	2216	6426	8053	5393	6031	2416
加盟店	315		1641	653		394		1852	693		552		2287	857	
其中：当期自建	845	1155	1089	820	411	294	372	582	195	98	589	950	496	519	230
当期收购	259			254		76			53		189		359	214	78
当期加盟	261		645	249		79		211	58		237		435	164	
当期搬迁		167					35					85			
当期闭店	92	49	自营91，加盟238	84	33	18	5	58	18	12	57	17	143	50	22
当期净增	1273	1106	1405	1239	378	431	367	735	288	86	958	933	1147	847	286

数据来源：Wind，西南证券整理

药店：行业集中度提升与处方药外流，强者恒强

2.10.7“双通道”与带量采购推动处方药外流进入实质性推动期

- **医保“双通道”支付政策带来新药处方外流增量。**2021年5月10日,国家医保局会同卫生健康委出台了《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》。文件中提到支付药品范围涉及到创新药医保准入谈判药品，创新药谈判目前进行到第五轮，一共谈判准入245个创新药，近年新上市的创新药均在列，其中PD-1的市场规模预计今年将有望达到200亿。245个创新药总的市场规模医保支付部分预计在600-700亿级别。医保“双通道”支付打通了门诊药品从院内流向院外的渠道，为今后更大规模的处方流出奠定了基础。
- **带量采购加速处方药外流。**2019年5月，山东省出台《关于民营医药机构试行网上药品集中采购的意见》，明确指出连锁零售药店可以通过山东省药品集中采购平台进行网上采购药品；广东省也正式启动药品零售行业集采，该政策未来若在全国范围铺开，零售企业成本端将大幅改善。同时落标药企开始寻找大量院外销售渠道，促使处方药外流，零售市场正在迎来发展机会。
- 假设公立医院药品收入在2019-2023年保持1%增速，其规模将达到8125.2亿元、8206.4亿元、8288.5亿元、8371.4亿元和8455.1亿元。以此假设为基础，处方外流预计给医药零售市场带来千亿市场增长空间。

处方外流预计带来零售市场规模增长情况

处方外流比例	处方外流增加的市场规模（亿元）					
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	5年总计
1%	81.3	82.1	82.9	83.7	84.6	414.5
2%	162.5	164.1	165.8	167.4	169.1	828.9
3%	243.8	246.2	248.7	251.1	253.7	1243.4
4%	325	328.3	331.5	334.9	338.2	1657.9
5%	406.3	410.3	414.4	418.6	422.8	2072.3

“双通道”支付政策主要内容

一、分类管理，提升供应保障水平
二、明确药店遴选程序，动态调整
三、规范使用，确保安全
四、完善支付政策，确定适宜的保障水平
五、优化经办管理服务，提升群众获得感
六、强化监管，防范风险

数据来源：国家统计局，西南证券整理

流通：估值处于历史低位，重视产业上下游延伸价值

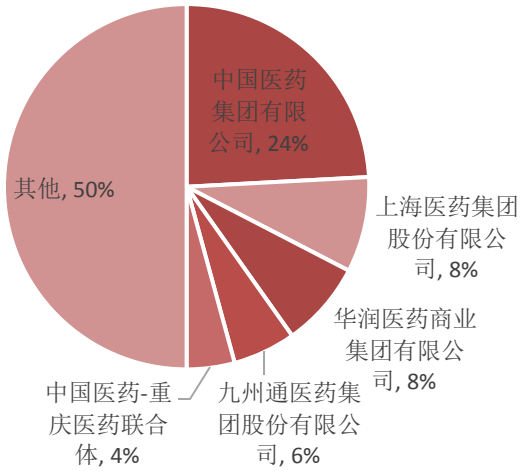
- **带量采购加速行业集中度提升。**带量采购之后，药品、耗材大幅降价，相应的配送费用也降低，对于配送企业成本控制能力要求较高。大中型配送商由于规模效应明显，成本优势突出，从而获得更多带量采购品种的配送。因此带量采购后，集中度将会提升。
- **上下游延伸产业链成为未来发展趋势。**大型医药流通企业的产业链条不断延伸，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。国大药房旗下拥有药店8439家，并延续快速增长趋势。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。
- **估值处于历史地位，性价比凸显。**药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，同时总代总销品种，流通企业的业绩仍将维持稳健增长。部分经营能力强的公司，借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。
- **投资建议：**全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607）、九州通（600998）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药股份（603368），国药一致（000028 ）等。

流通：估值处于历史低位，重视产业上下游延伸价值

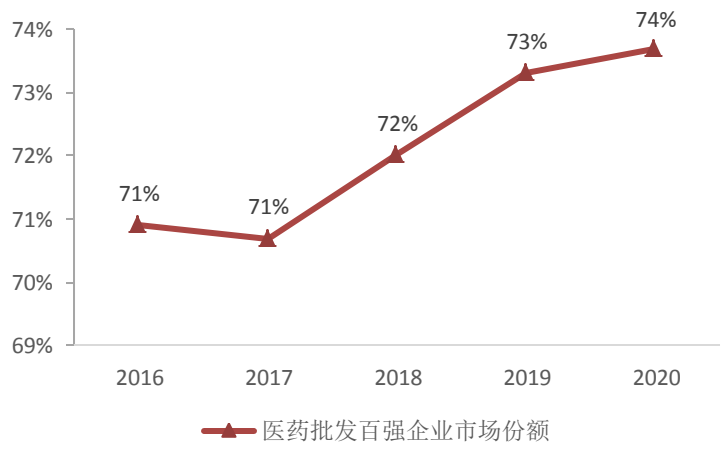
2.11.1 政策推动行业集中度提升

- **4+n格局**：我国药品批发行业呈现“4+n”格局，四家全国性的流通商包括：国药控股、上海股份，华润医药，九州通，其他则是区域性的流通商。
- **行业集中趋势不改**：截至2020年，全国共有药品批发企业1.3万家，药品流通行业的CR5为50%，CR100为74%。展望未来，两票制政策背景下药品分销占比继续减少，面向终端医院的纯销占比提升；此外大部分仿制药可能逐步进入带量采购，龙头配送商的业务机会来临。预计行业集中度将会持续提高。

2020年全国药品分销竞争格局



医药批发行业前百强集中度

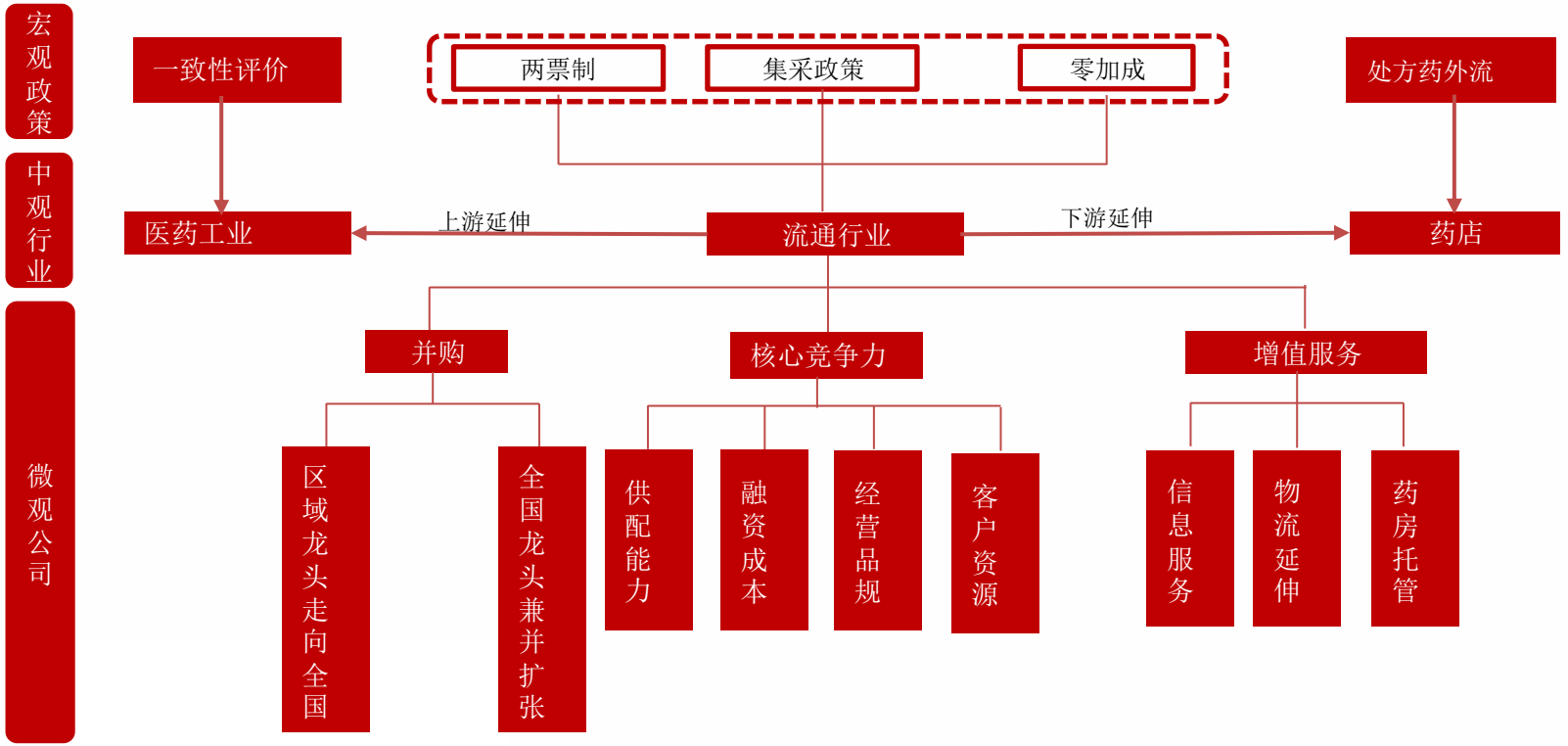


数据来源：中国医药商业协会，西南证券整理

流通：估值处于历史低位，重视产业上下游延伸价值

2.11.2 重视产业上下游延伸价值

- 流通企业处在产业链条中的中间环节，在上下游延伸上具备天然优势。从下游来看，全国陆续出现药房托管、DTP药房和药房营销服务以及医院耗材SPD供应链管理等新业态。
- 从上游来看，向上游医药工业延伸转型，充分利用渠道价值，实现产业一体化。新药上市能够迅速实现商业化，打通下游院内市场与院外市场。



数据来源：西南证券

流通：估值处于历史低位，重视产业上下游延伸价值

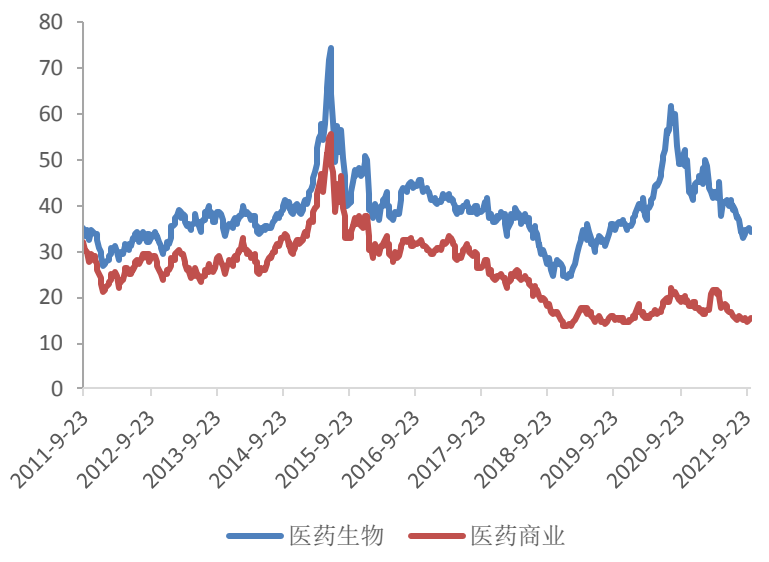
2.11.3 医药流通行业估值处于生物医药行业洼地

- **板块估值处历史底部区间。**自从2018年以后，在药品及耗材集采政策、“两票制”、取消药品加成、营改增等政策的冲击下，药品流通板块估值跌入谷底，处于历史底部区间。随着经营业绩持续稳健增长，行业估值性价比逐渐凸显。

最近10年SW医药生物各子板块涨跌幅



最近10年SW医药生物及商业板块PE(TTM)



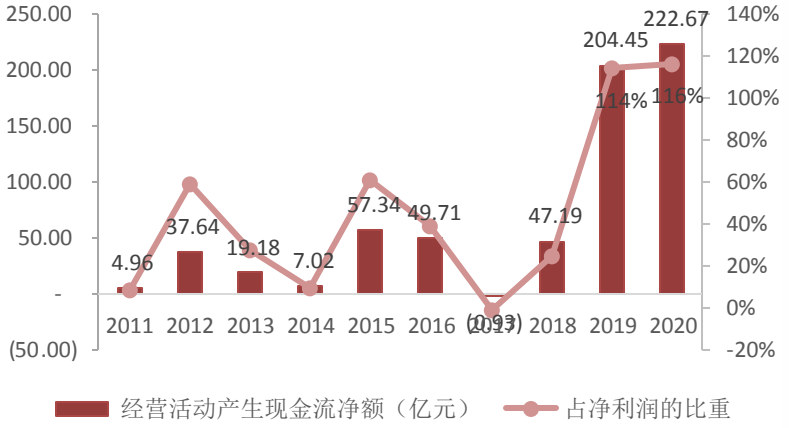
数据来源：wind，西南证券整理

流通：估值处于历史低位，重视产业上下游延伸价值

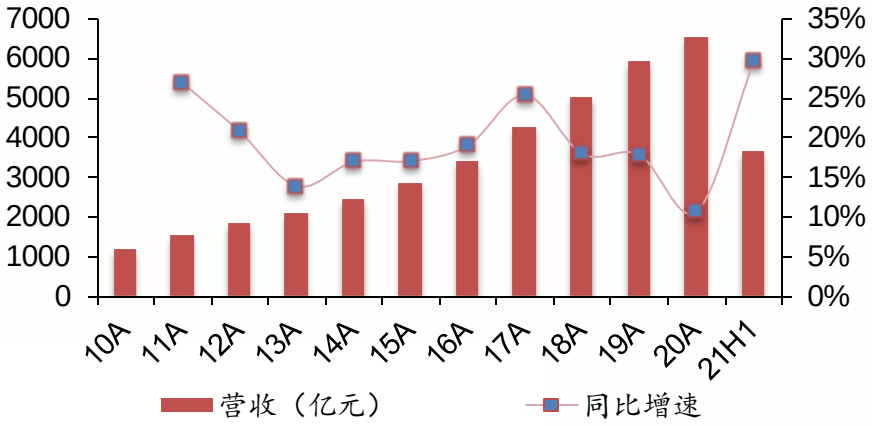
2.11.4 经营业绩改善，估值性价比凸显

- **经营业绩持续改善，经营活动现金流迎来拐点。**随着问诊量逐步回暖，流通行业业绩增速逐步提升，2021H1收入增速30%，扣非归母净利润增速18%。经营活动产生现金流量净额持续改善，2020年经营活动产生现金流净额占净利润的比重达到116%。

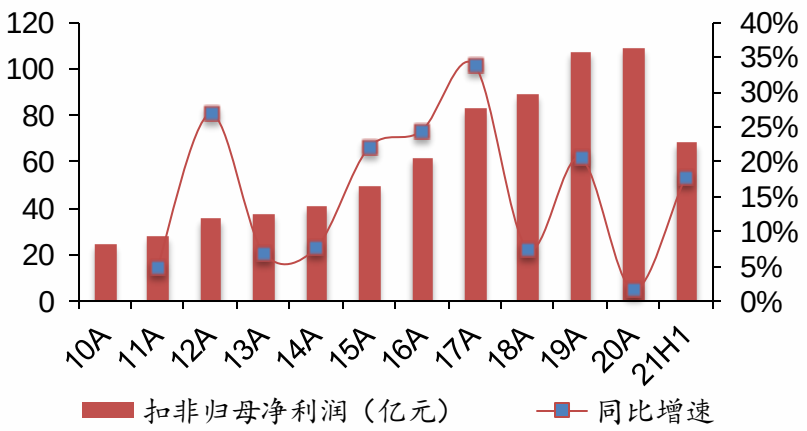
2010-2020流通行业经营活动产生净流量净额



2010-2021H1流通行业收入及增速



2010-2021H1流通行业扣非归母净利润及增速



数据来源：wind，西南证券整理

目　录

医药行业2021年前三季度表现回顾

医药子行业2022年年度投资逻辑

医药全行业2022年投资策略及标的

核 心 观 点

- 回顾2021年初至今，医药生物指数下跌9.49%，跑输沪深300指数3.68个百分点，行业涨跌幅排名第22，疫情对市场的影响边际在减弱。**从持仓来看，**公募和外资对于核心资产持仓开始分化，高景气度CXO板块持续“戴维斯双击”。**从估值来看，**过去3年核心资产（总市值大于500亿）PE估值中枢从37倍到73倍，估值扩张贡献速度远超过业绩增长。展望未来3年，随着疫情好转，经济逐步复苏，未来全球及国内宏观流动性边际放松的可能性较小，我们判断，**未来医药估值有望回归均衡。同时在医保压力常态化和后疫情时代，重点寻找“穿越医保”和“疫情脱敏”品种。**

- **未来医保压力将成为常态。**一方面，我们认为药械龙头企业比如恒瑞医药、迈瑞医疗等有望通过**“持续创新+国际化”有望穿越“医保结界”**；另一方面，医保免疫仍是较好选择，针对下游ToC端而言，重点关注不占医保的品种比如自费生物药，中药消费品、医美上游产品等；而产业链上游ToB端相对政策免疫，比如创新产业链CXO板块，设备板块包括药机设备、药房自动化设备、耗材生产设备等，生命科学试剂耗材领域等。

- **后疫情时代，我们认为重点关注疫情“脱敏”领域**，1）不受新冠干扰的疫苗品种或疫苗超跌品种； 2）PEG小于1，长期基本面趋势向上的低估值或低预期的品种；3）此前疫情受损、未来需求复苏的医疗服务品种。此外，随着疫情逐步缓解和常态化的防控措施， 此前受益于疫情的相关物质（比如手套、口罩、新冠检测试剂、新冠疫苗等）的需求随之回落，业绩尚需要一些时间来消化和观察，这些领域里面仍有未来2-3年重点关注的方向。

核 心 观 点

2022年组合推荐：

- **稳健组合：**迈瑞医疗(300760)、药明康德(603259)、恒瑞医药(600276)、通策医疗（600763）、云南白药(000538)、片仔癀（600436）、智飞生物(300122)、爱美客（300896）。
- **弹性组合：**我武生物（300357）、康希诺（688185）、楚天科技（300358）、健麾信息（605186）、派林生物（000403）、贝达药业（300558）、康泰生物（300601）、博腾股份（300363）。
- **科创板组合：**泽璟制药-U（688266）、皓元医药（688131）、普门科技（688389）、百克生物（688276）、欧林生物（688319）、爱博医疗（688050）、佰仁医疗（688198）、南微医学（688029）。
- **港股组合：**药明生物（2269）、君实生物（1877）、启明医疗（2500）、锦欣生殖（1951）、海吉亚（6078）、时代天使（6699）。

风险提示：医药行业政策风险超预期；新冠疫情爆发风险；业绩不及预期风险。

推荐组合盈利预测与估值表

	代码	公司	总市值	股价	归母净利润（亿元）			归母净利润同比增速			EPS（元）			PE（倍）			投资评级
			（亿元）	（元）	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
稳健组合	300760.SZ	迈瑞医疗	4413	362.99	66.58	81.25	101.57	42.24%	22.03%	25.02%	5.48	6.68	8.35	69	56	45	买入
	603259.SH	药明康德	4125	139.78	29.60	46.16	62.37	59.62%	55.95%	35.10%	1.00	1.56	2.11	139	88	65	买入
	600276.SH	恒瑞医药	3282	51.30	63.28	64.26	68.45	18.78%	1.55%	6.51%	0.99	1.00	1.07	50	43	35	买入
	600763.SH	通策医疗	747	232.87	4.93	7.45	10.03	6.38%	51.24%	34.61%	1.54	2.32	3.13	219	103	76	买入
	000538.SZ	云南白药	1202	94.00	55.16	55.34	58.90	31.85%	0.33%	6.44%	4.31	4.33	4.59	21	20	17	——
	600436.SH	片仔癀	2624	434.99	16.72	25.86	35.71	21.62%	54.74%	38.06%	2.77	3.56	4.44	133	123	99	——
	300122.SZ	智飞生物	2412	150.73	33.01	45.49	60.02	39.51%	37.80%	31.92%	2.06	2.84	3.75	71	53	40	买入
	300896.SZ	爱美客	1344	621.00	4.40	9.13	13.18	43.93%	107.55%	44.44%	2.03	4.22	6.09	289	148	103	买入
	300357.SZ	我武生物	289	55.26	2.78	3.45	4.47	-6.65%	23.81%	29.77%	0.53	0.66	0.85	105	81	63	买入
	688185.SH	康希诺生物-U	588	180.77	-3.97	24.56	54.23	-352.99%	519.26%	120.79%	-1.60	9.93	21.92	-197	22	10	买入
	300358.SZ	楚天科技	111	19.67	2.01	5.28	6.01	327.69%	165.35%	13.77%	0.35	0.93	1.06	76	20	18	买入
	605186.SH	健麾信息	52	38.40	0.96	1.50	1.95	4.17%	57.13%	29.83%	0.70	1.11	1.43	55	33	25	买入
	000403.SZ	派林生物	225	30.74	1.86	4.83	6.65	15.90%	159.87%	37.66%	0.25	0.66	0.91	112	48	35	买入
	300558.SZ	贝达药业	348	83.80	6.06	4.39	5.60	162.70%	-27.59%	27.63%	1.46	1.06	1.35	57	75	59	持有
	300601.SZ	康泰生物	801	116.53	6.79	7.72	15.47	18.22%	13.73%	100.22%	0.99	1.12	2.25	125	102	51	买入
	300363.SZ	博腾股份	532	97.80	3.24	4.77	6.54	74.84%	46.96%	37.10%	0.60	0.88	1.20	149	108	79	买入
科创板组合	688266.SH	泽璟制药-U	160	66.70	-3.19	-5.71	-5.47	30.88%	-78.72%	4.13%	-1.33	-2.38	-2.28	-53	-26	-27	持有
	688131.SH	皓元医药	231	311.00	1.28	2.05	2.95	74.91%	59.64%	45.14%	1.73	2.76	4.00	239	113	78	——
	688389.SH	普门科技	87	20.69	1.44	2.01	2.88	43.15%	39.33%	43.63%	0.34	0.64	0.85	64	47	35	买入
	688276.SH	百克生物	315	76.30	4.18	5.87	7.72	89.23%	40.24%	31.68%	1.01	1.42	1.87	84	48	36	买入
	688319.SH	欧林生物	125	30.90	0.36	1.24	2.61	16.40%	242.61%	110.97%	0.09	0.31	0.64	364	96	46	买入
	688050.SH	爱博医疗	275	261.16	0.97	1.76	2.41	44.80%	82.69%	36.65%	0.92	1.68	2.29	273	147	107	买入
	688198.SH	佰仁医疗	216	224.22	0.57	0.53	1.03	-10.40%	-5.63%	93.83%	0.59	0.55	1.07	345	409	210	买入
	688029.SH	南微医学	343	257.34	2.61	3.57	5.73	-14.11%	36.93%	60.42%	1.96	2.68	4.30	110	92	58	买入
港股组合	2269.HK	药明生物	3950	93.10	16.89	34.58	47.94	66.59%	104.76%	38.62%	0.40	0.82	1.13	293.46	120	86	——
	1877.HK	君实生物	432	34.26	-16.69	-2.73	-10.50	-123.25%	83.63%	-284.36%	-1.83	-0.30	-1.15	-21	-148	-39	——
	2500.HK	启明医疗-B	144	32.58	-1.82	-0.75	1.93	52.2%	58.7%	356.8%	——	——	0.44	___	——	68	买入
	1951.HK	锦欣生殖	265	10.55	2.52	3.74	4.92	-38.57%	48.80%	31.54%	0.10	0.16	0.20	135.33	61	46	——
	6078.HK	海吉亚医疗	360	58.22	1.70	4.31	6.19	327.70%	153.37%	43.58%	0.28	1.00	1.61	209.29	81	56	——
	6699.HK	时代天使	539	262.94	1.51	2.98	4.70	118.9%	97.5%	57.9%	0.90	1.77	2.79	439.0	179	114	——

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券（截止2021/10/29）

迈瑞医疗（300760）：“迈”向全球，“瑞”不可当

□ 投资逻辑：

1）公司依靠“创新+并购+国际化”实现三大产线技术和产品的升级以及渠道的完善，成功在2016年以后实现王者归来，2016~2019年收入CAGR=22.4%，净利润CAGR=43%，且伴随国内的进口替代加速、中国企业全球竞争力的提升以及新冠疫情提升公司的品牌和渠道，公司稳健高速增长态势有望延续多年。2）从“可及市场及份额提升角度”和“5~10年冲刺全球器械20强目标”两个角度来看公司发展前景广阔。

业绩预测与投资建议：

预计2021-2023年收入分别为255、313、383.1亿元，归母净利润分别为81.2、101.6、125.7亿元，对应PE分别为56、45、36倍，维持“买入”评级。

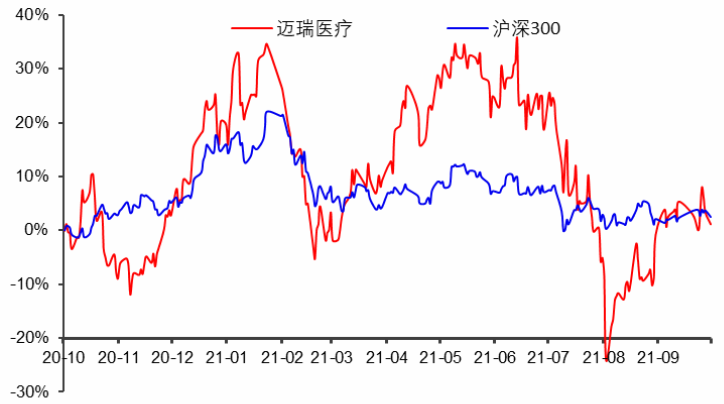
□ 风险提示：

汇率波动风险，政策控费风险，新产品研发不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21025.85	25497.71	31304.49
营业收入增长率	27%	21.27%	22.77%
归母净利润（百万元）	6657.68	8124.55	10157.22
净利润增长率	42.24%	22.03%	25.02%
EPS（元）	5.48	6.68	8.35
P/E	69	56	45

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

药明康德（603259）：中国医药外包龙头，引擎澎湃动力充足

□ 投资逻辑：

1）随着海外产能向我国的持续转移以及国内创新药的崛起，我CXO行业规模有望保持20%以上的复合增速；2）公司是我国CXO行业龙头，在客户资源、赋能平台、人才优势等方面具有较高壁垒，竞争优势显著；3）公司短期、中期和长期均有充足发展动力，其中小分子CRO/CDMO为公司在中短期内提供充足的业绩驱动力，基因和细胞治疗CDMO、临床CRO为公司提供中长期加速引擎。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021-2023年EPS分别为1.56元、2.11元、2.79元，对应PE分别为83倍、61倍和46倍，维持“买入”评级。

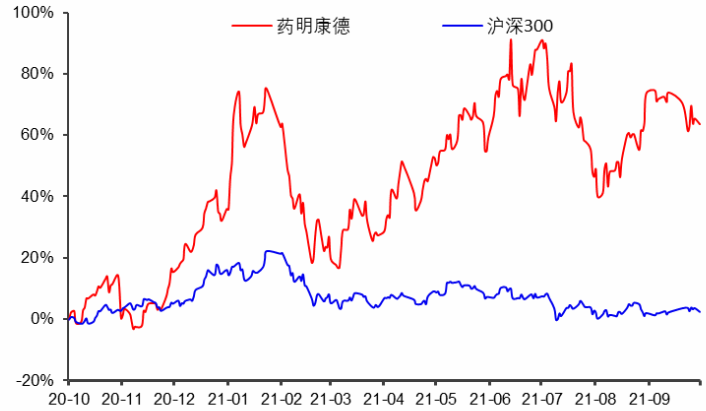
□ 风险提示：

订单数量和进展不及预期的风险；汇率波动风险；投资收益波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	16535.43	22198.74	30026.70
营业收入增长率	28.46%	34.25%	35.26%
归母净利润（百万元）	2960.24	4616.63	6237.24
净利润增长率	59.62%	55.95%	35.10%
EPS（元）	1.00	1.56	2.11
P/E	138	83	61

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

恒瑞医药（600276）：调整发展战略，加速创新转型

□ 投资逻辑：

1）国内创新药绝对龙头企业，创新正驱动公司加速成长。公司在研发与已获批创新药品种数量国内遥遥领先，也是创新转型最彻底、创新成果最丰富，随着8个重磅创新产品获批，创新药占比将越来越大，未来对仿制药业务依赖程度越来越低，即将度过转型的阵痛期。2）BD引进彰显创新转型决心，国际化布局也不断加速。孙飘扬总重掌帅印后，花费近15亿元于2021年9月连续引进两款FIC/BIC产品，补强和丰富公司的研发管线。在国际化布局上，医学领域专家Joseph E. Eid于2021年10月加入恒瑞USA任首席医学官，公司全面启动GPT（全球产品开发团队）工作模式，目前在研海外临床有24项，其中III期国际多中心有7项。公司围绕创新和国际化两大战略不断加强新平台建设，积极布局新的分子形式，如ADC、protac、核酸药物、基因治疗等，开发BIC/FIC产品。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021-2023年EPS分别为1.00元、1.07元、1.37元，对应PE分别为43、35、29倍。众多在研创新品种陆续获批催化公司进入新的发展周期，推动公司由传统仿制药企向创新药企战略持续转变，维持“买入”评级。

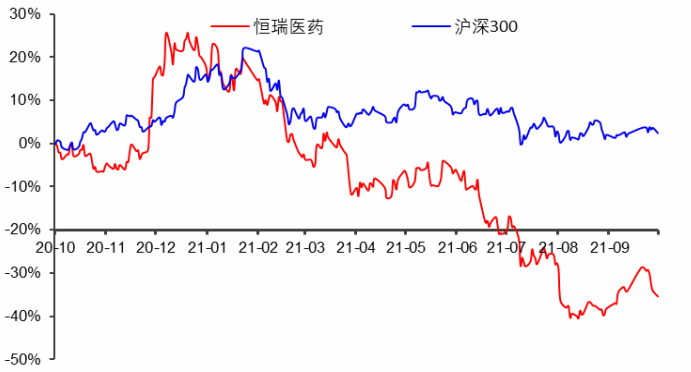
□ 风险提示：

仿制药集中采购降价、药品研发进度不达预期等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	27734.60	29373.51	30301.65
营业收入增长率	19.09%	5.91%	3.16%
归母净利润（百万元）	6328.38	6426.38	6844.83
净利润增长率	18.78%	1.55%	6.51%
EPS（元）	0.99	1.00	1.07
P/E	50	43	35

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

通策医疗（600763）：扩张模式成熟复制性高，省内市场下沉可期

□ 投资逻辑：

1）我国至少存在22%口腔医生供给缺口，医生资源补齐驱动行业健增长，预计未来5年有望保持约18%复合增速。公司作为龙头企业有望充分享受行业发展红利，2020-2022年实现20%左右的收入复合增长；2）“总院+分院”扩张模式成熟可复制，公司计划未来3-5年新开100家分院下沉省内市场，预计5年后提高省内市占率至45%；公司在省外扩张区域保持人口净流入、经济发展有活力，且行业竞争激烈程度好于浙江省，打开长期成长空间。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2021-2023年营业收入为30.4、39.6、50亿元，归母净利润为7.5、10、13亿元，EPS为2.32、3.13、4.05元，维持“买入”评级。

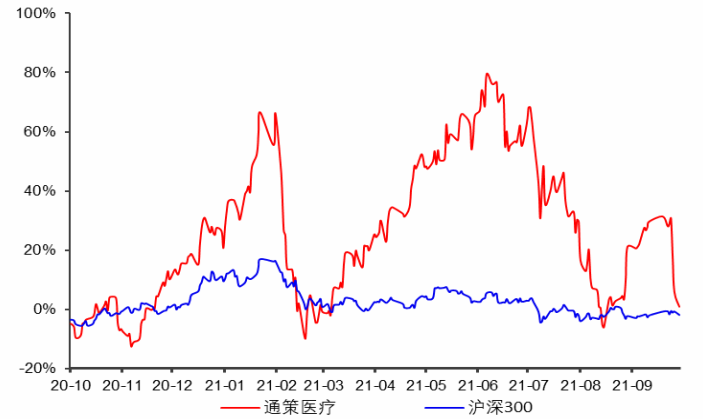
□ 风险提示：

新医院建设不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司经营效率提升不达预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2087.86	3035.46	3956.25
营业收入增长率	10.22%	45.39%	30.33%
归母净利润（百万元）	492.83	745.04	1002.87
净利润增长率	6.38%	51.24%	34.61%
EPS（元）	1.54	2.32	3.13
P/E	219	103	76

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

云南白药（000538）：聚焦主业，主营业绩大幅增长

□ 投资逻辑：

1）云南白药系列药品居骨伤科行业第一，拓展康复器械领域；2）品牌价值延伸模式成熟，云南白药牙膏市占率高达22%，护肤、洗护发、卫生巾持续发力；3）国企混改落地，员工持股+股权激励保障未来ROE保持10%以上的增长。

□ 业绩预测与投资建议：

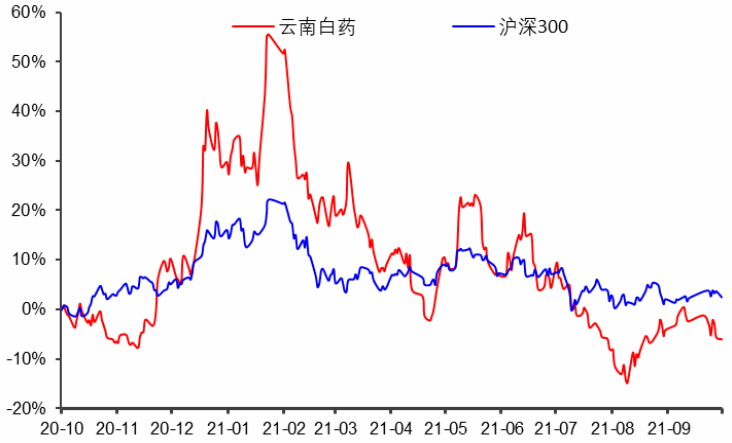
预计2021-2023年EPS分别为4.31元、4.59元、5.25元。运用分部估值法，2021年传统中药的净利润为18.2亿元，给予公司估值为21倍，对应市值为382亿元。

□ 风险提示： 产品销售或不达预期，市场拓展不达预期，公允价值变动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	32742.77	38691.02	44967.89
营业收入增长率	10.38%	18.17%	16.22%
归母净利润（百万元）	5516.07	5534.27	5890.49
净利润增长率	31.85%	0.33%	6.44%
EPS（元）	4.31	4.31	4.59
P/E	21	20	17

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

片仔癀（600436）：国宝名药走向全国，一核两翼展翅腾飞

□ 投资逻辑：

公司是肝病类中药龙头企业，具备3大核心亮点：1）公司具备强牌优势，提价19次仍未触及天花板，稀缺原料储备充足，保障全国渠道扩张。2）肝病用药市场近千亿，保健品市场近两千亿，片仔癀作为稀缺高端护肝用药对应潜在市场规模超250亿。3）从长期来看，品牌延伸扩充传统名贵中药产品线，日化板块分拆上市，打开多元成长空间。预计2020-2022年归母净利润复合增长率为34.4%。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021-2023年EPS分别为4.29元、5.92元和8.06元，对PE分别为96倍、70倍、51倍。

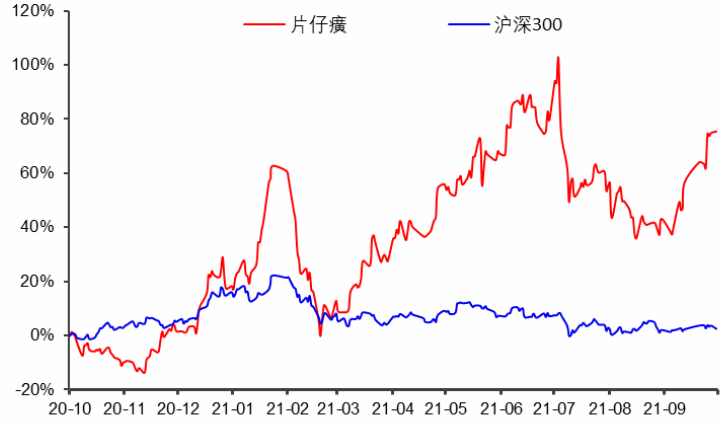
□ 风险提示：

原材料价格或大幅波动、提价不及预期、新品推广不及预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6510.78	8853.32	11135.88
营业收入增长率	13.78%	35.98%	25.78%
归母净利润（百万元）	1671.52	2586.45	3570.81
净利润增长率	21.62%	54.74%	38.06%
EPS（元）	2.77	4.29	5.92
P/E	133	96	70

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

智飞生物（300122）：新冠疫苗快速放量，疫苗龙头长期动力充足

□ 投资逻辑：

1）新冠疫苗快速放量贡献业绩增量，HPV疫苗销售下半年将恢复增长。上半年，新冠疫苗销售量超1亿剂，在新冠加持下，公司全年有望实现100亿元净利润。。传统疫苗业务预计2021H2将全面恢复增长，有望完成1000万支的批签发与销售；2）重组蛋白新冠疫苗Ⅲ期临床数据优异，海外放量可期。优异的临床数据将有利于公司快速打开海外市场，预计公司新冠疫苗产品有望与2021Q4正式出口海外市场，海外市场需求约50亿剂；3）在研管线储蓄充沛，积极布局新技术平台。公司目前共计26项自主研发项目，管线丰厚，并积极布局mRNA、新型多联多价技术平台等前沿开发平台，作为国产疫苗绝对龙头，长期发展动力充足。

□ 业绩预测与投资建议：

不考虑新冠疫苗销售增量，预计2021-2023年归净利润分别为45亿元、60亿元及74亿元，未来三年归母净利润CAGR为31%，维持“买入”评级。

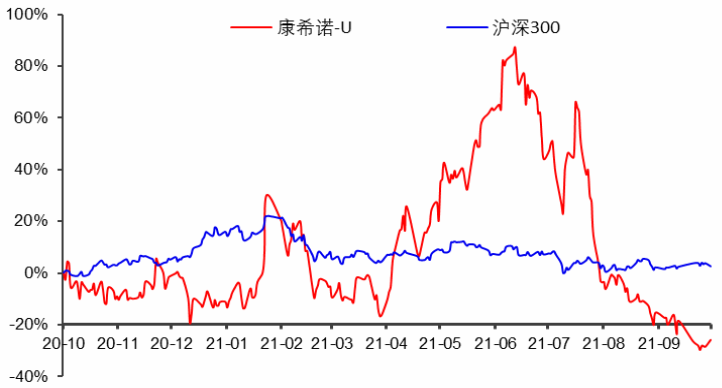
□ 风险提示：

新冠疫苗放量不及预期，研发失败的风险，产品降价风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	15190.37	20418.24	26394.42
营业收入增长率	43.48%	34.42%	29.27%
归母净利润（百万元）	3301.33	4549.33	6001.63
净利润增长率	39.51%	37.80%	31.92%
EPS（元）	2.06	2.84	3.75
P/E	71	53	40

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

爱美客（300896）：挖掘细分市场需求，做医美行业先行者

□ 投资逻辑：

公司是面部软组织修复材料领域的领先企业，2019年玻尿酸产品售量市占率为26.5%，首次超过进口品牌居行业第一。1）从短期来看，差异化战略全面布局不同部位与功能的产品，独家品种嗨体、宝尼达、紧恋有望持续放量增长；2）从长期来看，消费升级与下沉三四线市场将带来医美行业快速发展。对标韩国，我国医美市场仍有6倍空间；3）围绕医美布局多项重磅产品，切入减肥与护肤品市场，有望持续打开多元成长空间。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021-2023年归母净利润分别为9.1亿元、13.2亿元18.7亿元。采用PEG估值方法（E采用2022年每股净收益，G采用2021~2023年归母净利润复合增速），参考可比公司2022年平均估值1.92倍PEG，给予公司2022年业绩1.92倍PEG，对应目标价725.56元，给予“买入”评级。

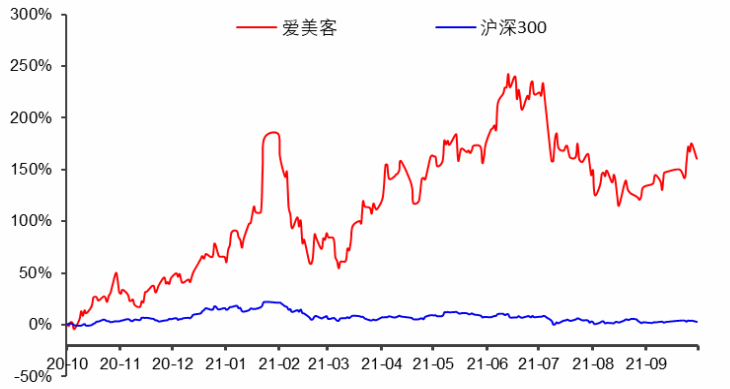
□ 风险提示：

产品价格下降风险、研发进展不及预期风险、重大医疗事故风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	709.29	1475.75	2091.34
营业收入增长率	27.18%	108.06%	41.71%
归母净利润（百万元）	439.75	912.71	1318.34
净利润增长率	43.93%	107.55%	44.44%
EPS（元）	2.03	4.22	6.09
P/E	289	148	103

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

我武生物（300357）：研发力度逐步加大，黄花蒿滴剂值得期待

□ 投资逻辑：

1）国内过敏人数众多，呈逐年上升趋势，脱敏药物渗透率不足2%脱敏治疗市场空间广阔；2）市场竞争格局良好，公司作为国内脱敏药市场的龙头企业，主导产品市场占有率高达80%；3）重磅产品“黄花蒿花粉滴剂”即将上市，拓展北方市场，与公司原有优势产品形成互补，潜力巨大。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021-2023年EPS分别为0.66元、0.85元和1.12元，对应当前股价估值分别为81倍、63倍和48倍，维持“买入”评级。

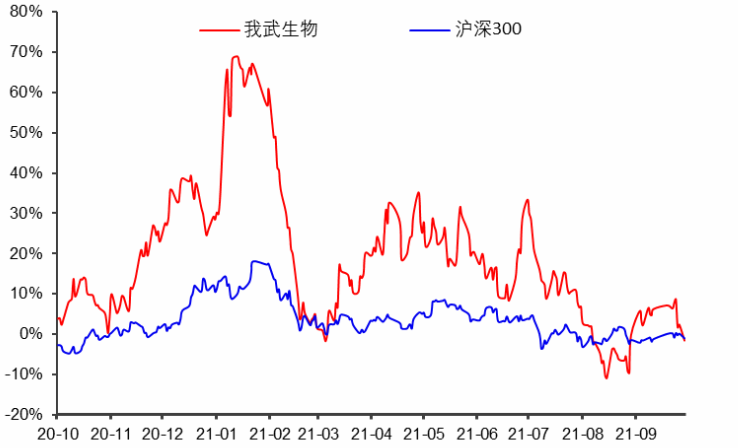
□ 风险提示：

粉尘螨滴剂放量不及预期的风险；在研产品进度不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	636.21	797.67	1036.36
营业收入增长率	-0.49%	25.38%	29.92%
归母净利润（百万元）	278.45	344.76	447.41
净利润增长率	-6.65	23.81%	29.77%
EPS（元）	0.53	0.66	0.85
P/E	105	81	63

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

康希诺生物-U（688185）：新冠疫苗快速放量，股权激励彰显长期动力

□ 投资逻辑：

公司是创新疫苗平台型企业，将持续受益于自身创新基因带来的持续增长。1）脑膜炎结合疫苗MCV2、MCV4预计将于2021年内上市，销售峰值净利润将达到15亿元；2）新冠疫苗Ad5-nCoV已在多国紧急上市，单剂保护效力65.28%（轻、中、重症），全球产能供不应求下业绩有望大超预期；3）在研管线优质丰富，组分型百白破系列疫苗、PBPV和PCV13i肺炎疫苗等多款重磅产品处于临床阶段，储备中长期业绩增长点。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021-2023年归母净利润分别为24.6亿元、54.2亿元、57.9亿元，对应PE为22、10、9倍。看好公司的多技术创新平台持续发力， 维持“买入”评级。

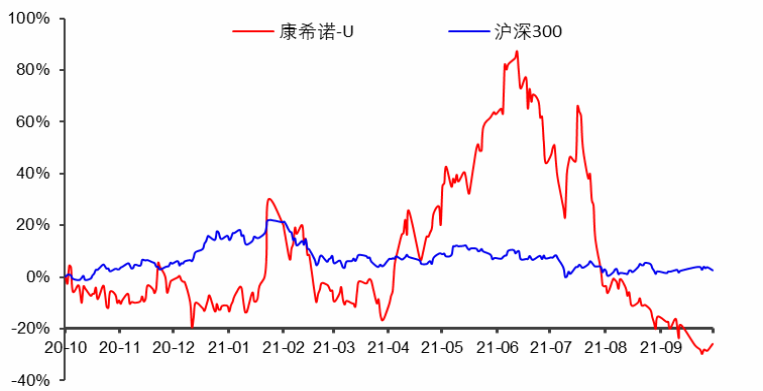
□ 风险提示：

新产品上市销售有低于预期风险；研发低于预期或研发失败风险； 新冠疫苗未来大幅降价的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	24.89	6428.40	11616.96
营业收入增长率	990.06%	25726.81%	80.71%
归母净利润（百万元）	-396.64	2456.20	5423.15
净利润增长率	-352.99%	519.26%	120.79%
EPS（元）	-1.60	9.93	21.92
P/E	-197	22	10

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

楚天科技（300358）：制药机械行业拐点已至，公司加速发展可期

□ 投资逻辑：

1）制药企业开始新一轮固定资产投资，下游制药机械行业增长提速同比增速回到15%以上；2）国内生物药迎来爆发，生物药企业产能建设有望加速，新冠疫苗产能拓展为市场带来超过百亿增量空间，制药机械行业有望充分受益；3）公司有望充分受益行业发展，盈利能力快速提升，其中净利率有望从2020年的5.6%提升到2021年的9.2%，业绩有望迎来拐点。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2021-2023年EPS分别为0.93元、1.06元、1.35元，对应估值分别为20倍、18倍、14倍。考虑到公司是国内制药装备龙头企业，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

新冠疫苗产能建设不达预期的风险；行业竞争加剧的风险；公司新产品研发不达预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	3576.21	4962.66	5894.53
营业收入增长率	86.65%	38.77%	18.78%
归母净利润（百万元）	200.53	528.11	600.81
净利润增长率	327.69	163.35%	13.77%
EPS（元）	0.35	0.93	1.06
P/E	76	20	18

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

健麾信息（605186）业绩符合预期，下半年静配中心项目有望加速

□ 投资逻辑：

控费降本增效的诉求带动智能化药品管理设备行业扩容，公司为国内智能化药品管理龙头，自成立以来，始终聚焦主业，2016~2020 年公司业绩稳健增长，营业收入复合增长率为 8.7%，归母净利润复合增长率为 52.7%；2020年公司营业收入达到 2.9 亿元（-4.5%），归母净利润 9600 万元（+4.2%），受疫情影响相比以往有所放缓，预计 2021~2022年公司收入和净利润复合增速分别为 41.1%和 37.8%，保持高速增长的态势。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021~2023年归母净利润为 1.5、1.95、2.5亿元，公司为国内智能化药品管理龙头，预计业绩维持稳健增长的态势，参考可比公司给予 2021 年 PE 43 倍，对应目标价 47.7元，给予“买入”评级。

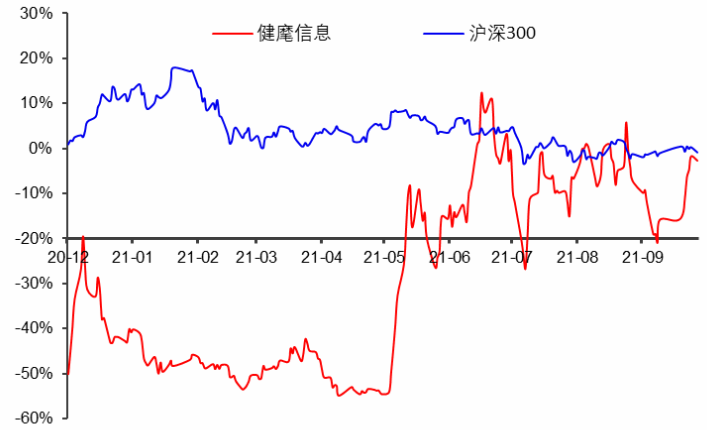
□ 风险提示：

客户和供应商集中度过高风险；新冠疫情影响超预期；订单不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	286.81	557.36	666.18
营业收入增长率	-4.47%	94.33%	19.52%
归母净利润（百万元）	95.74	150.43	195.30
净利润增长率	4.17%	57.13%	29.83%
EPS（元）	0.70	1.11	1.43
P/E	55	33	25

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

派林生物（000403）：业绩快速增长，盈利能力明显提升

□ 投资逻辑：

1）盈利能力显著提升，净利率同比增幅较大。 2）采浆量、吨浆净利有望持续双提升。未来新增浆站将带动公司采浆量增长，5年内有望达到1500吨。 公司凝血Ⅷ因子已开始销售，人纤维蛋白原已完成临床试验，双林人凝血酶原复合物临床试验也已完成，有望于明年上半年上市。随着未来新品上市，公司吨浆净利有望持续提升。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021~2023年归母净利润分别为4.8亿元、6.7亿元、8.2亿元，对应EPS为0.66元、0.91元、1.13元。维持“买入”评级。

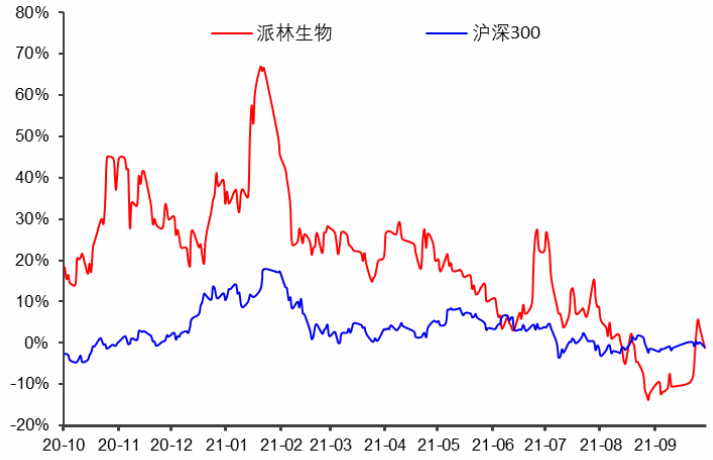
□ 风险提示：

采浆量不达预期；血制品降价风险；派斯菲科销售能力不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1049.94	2041.26	2495.69
营业收入增长率	14.67%	94.42%	22.26%
归母净利润（百万元）	185.97	483.26	665.27
净利润增长率	15.90%	159.87%	37.66%
EPS（元）	0.25	0.66	0.91
P/E	112	48	35

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

贝达药业（300558）：业绩靓丽，重点品种增长趋势良好

□ 投资逻辑：

埃克替尼维持良好增长趋势，新获批术后辅助治疗为销售助力。恩莎替尼：二线治疗持续开拓市场，一线治疗已递交NDA。聚焦肿瘤领域，后续产品管线丰富。公司目前在研17个品种，包括三BLA/NDA，2项Ⅱ/Ⅲ期，2项Ⅱ期。肺癌作为公司的优势领域，公司已上市和在研品种覆盖了非小细胞肺癌中所有主要突变类型，包括EGFR、ALK、KRAS和其他突变。此外，公司布局多个肿瘤领域热门靶点品种，包括CDK4/6抑制99276剂、PD-1单抗、CTLA-4单抗、FGFR抑制剂等，为公司长期发展奠定基础。从获批上市的进度来看，贝伐珠单抗注射液有望在下半年获批，三代EGFR抑制剂贝福替尼、恩莎替尼一线用药有望在明年获批上市。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021-2023年EPS分别为1.06元、1.35元、1.72元，对应PE分别为75、59、46倍。公司核心产品埃克替尼稳定增长，新药恩沙替尼将成为新的增长点，后续在研产品丰富。股权激励目标充分彰显公司对营业收入加速增长的信心。维持“持有”评级。

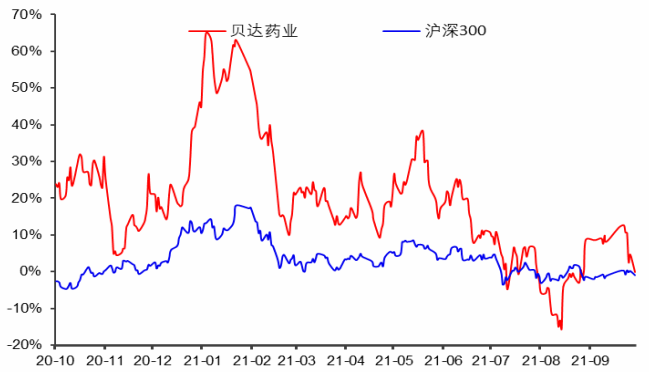
□ 风险提示：

药品降价的风险；创新药研发失败的风险；医药政策变动的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1870.27	2273.79	2274.32
营业收入增长率	20.36%	21.58%	22.01%
归母净利润（百万元）	606.36	439.05	560.38
净利润增长率	162.70%	-27.59%	27.63%
EPS（元）	1.46	1.06	1.35
P/E	57	75	59

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

康泰生物（300601）：多联多价疫苗优势显著，不改长期发展趋势

□ 投资逻辑：

1）公司是国内疫苗研发、生产与销售实力兼备的龙头之一，将续受益于行业由低附加值1类疫苗向高附加值2类自费苗时代更迭的红利，参考沙利文数据我国2020~2023年二类苗市场复合增速约为20%，增量达344亿元。2）公司现有独家四联苗、乙肝产品，“量价齐升”趋势明确。3）公司在研梯队丰富，13价肺炎、人二倍体狂犬疫苗陆续上市，预计2022年贡献约80%的收入增量，其他重磅产品如五联苗等处于研发各阶段，将驱动公司进入持续快速成长阶段。

□ 业绩预测与投资建议：

不考虑新冠疫苗收入，预计2021-2023年归母净润分别为7.7亿元、15.5亿元及21.7亿元，未来三年归母净利润CAGR为66%，维持“买入”评级。

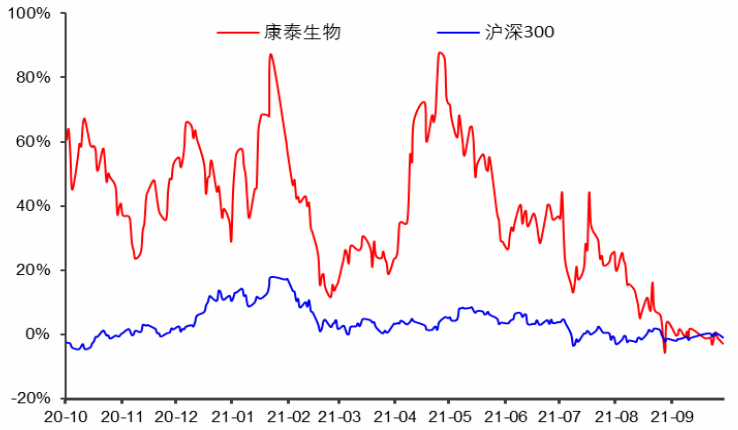
□ 风险提示：

新产品研发低于预期；产品降价风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2261.18	2398.47	5446.08
营业收入增长率	16.36%	6.07%	127.07%
归母净利润（百万元）	679.19	772.47	1546.61
净利润增长率	18.22%	13.73%	100.22%
EPS（元）	0.99	1.12	2.25
P/E	125	102	51

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

博腾股份（300363）：战略转型逐步推进，开启发展新篇章

□ 投资逻辑：

1）大股东股权转让落地，不确定性消除；2）产能持续拓展，业结构持续优化，收入端有望持续保持30%的增长，ROE提升空间较大；3）公司打造“API+制剂+生物药”全方位CDMO平台，长期发展值得期待。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021-2023年归母净利润分别为4.8亿元、6.5亿和8.5亿元，EPS分别为0.88元、1.20元、1.56元，对应当前股价估值分别为108倍、79倍和61倍。公司通过加强客户拓展，优化收入结构，业绩进入快速增长阶段，维持“买入”评级。

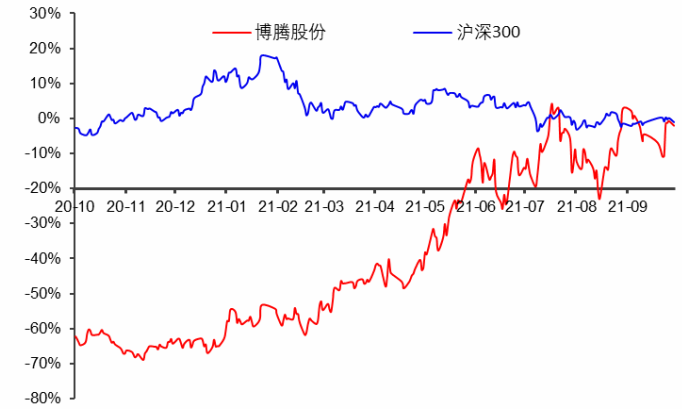
□ 风险提示：

订单数量波动风险、制剂CDMO、生物药CDMO推进不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2071.88	2865.00	3891.74
营业收入增长率	33.56%	38.28%	35.84%
归母净利润（百万元）	324.42	476.77	653.66
净利润增长率	74.84%	46.96%	37.10%
EPS（元）	0.60	0.88	1.20
P/E	149	108	79

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

泽璟制药-U（688266）：多纳非尼开始贡献收入，在研管线顺利推进

□ 投资逻辑：

1）多纳非尼成功上市，销售放量值得期待。 2）杰克替尼临床数据优异，有望成为mebetter潜力药物。3）外用重组人凝血酶竞争格局好，上市值得期待。 若成功上市，有望分得可观市场。4） 壮大研发力量，不断丰富在研管线

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021-2023年EPS分别为-2.38元、-2.28元、-1.6元。考虑到多纳非尼上市后放量，后续多个品种处于后期临床研究阶段，有望在近三年陆续获批上市，公司业绩有支撑。公司上半年推出股票激励计划，员工动力有望得到促进，维持“持有”评级。

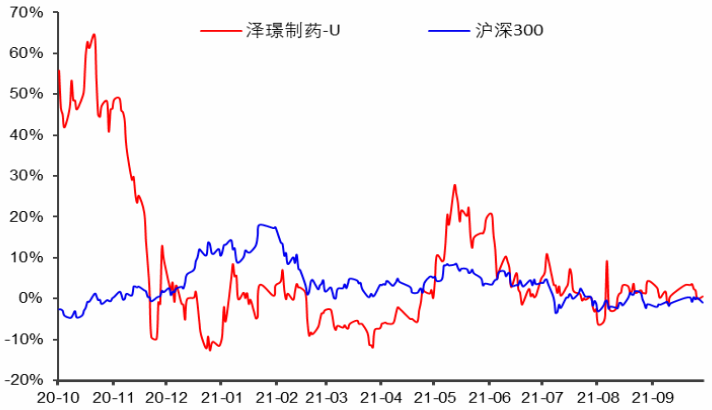
□ 风险提示：

在研项目研发进度不及预期；销售推广能力尚未获得验证。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	27.66	215.90	721.95
营业收入增长率	——	680.53%	234.39%
归母净利润（百万元）	-319.23	-570.54	-547.00
净利润增长率	30.88%	-78.72%	4.13%
EPS（元）	-1.33	-2.38	-2.28
P/E	-53	-26	-27

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

皓元医药（688131）：加快产能升级，联动前后端业务

□ 投资逻辑：

1）分子砌块及工具化合物、医药中间体及原料药共同驱动业务展。 2）加快产能升级，打通全产业链服务链条。 同时，借助于公司的品牌优势，及时通过全球联动，保障业务连续性，打通全产业链服务链条，一体化高效服务全球客户。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2021-2023年EPS分别为2.76、4.01和6.13元，对应PE为113、78、51倍。公司是国内小分子药物研发、生产领域为数不多的前端、后端一体化企业，随着募投产能投产，将进一步增强公司的生产规模和竞争优势，建议投资者积极关注。

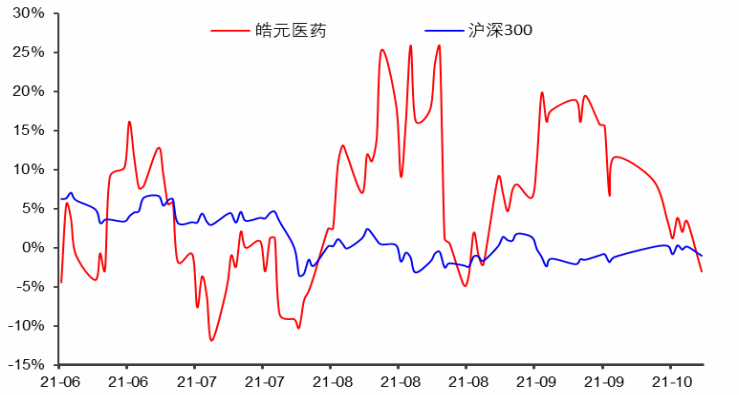
□ 风险提示：

新产品研发不达预期风险；医药行业政策变动风险；人才流失风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	635.10	951.98	1344.40
营业收入增长率	55.29%	49.89%	41.22%
归母净利润（百万元）	128.43	205.03	297.59
净利润增长率	74.91%	59.64%	45.14%
EPS（元）	1.73	2.76	4.00
P/E	239	113	78

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

普门科技(688389)：“研发+市场”双轮驱动，开拓康复与体外诊断蓝海

□ 投资逻辑：

公司是具备研发与市场开拓能力的IVD与康复医疗器械公司。1）202年我国免疫诊断市场规模将突破574亿元，其中化学发光占比85%，国产化率约20%，国产替代空间大；2）公司是全球第二、国内第一个突破电化学发光技术企业，未来将以电化学发光平台为核心，有望突破150余试剂检测项目，推出全面生化免疫流水线，规模效应逐渐显现；3）布局康复医疗领域，进军医美器械领域，开拓千亿市场空间。

业绩预测与投资建议：

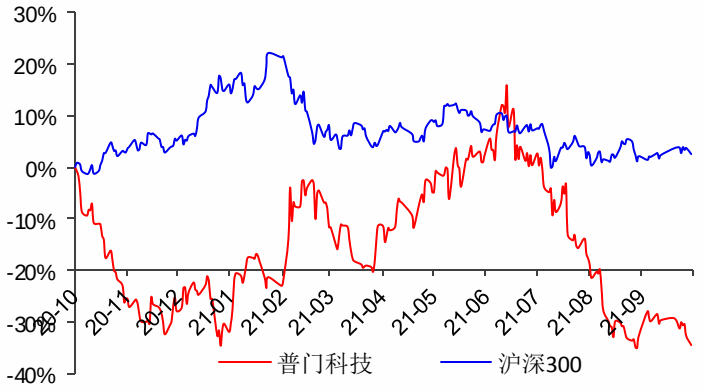
预计2021-2023年EPS分别为0.48元、0.64元、0.99元。鉴于公司研发费用投入逐渐进入收获期，股权激励彰显长期成长信心，维持“买入”评级。

风险提示：政策推进不及预期；研发不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	553.82	758.65	1025.15
营业收入增长率	31.04%	36.98%	35.13%
归母净利润（百万元）	143.95	200.57	288.08
净利润增长率	43.15%	39.33%	43.63%
EPS（元）	0.34	0.48	0.64
P/E	64	47	35

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

百克生物（688276）：国内领先疫苗企业，带状疱疹疫苗值得期待

□ 投资逻辑：

1）传统产品水痘疫苗2020年批签发量超过2500万支，市场竞格局好，公司产品有望维持稳健增长；2）公司鼻喷流感疫苗处于快速放量阶段，有望成为超过15亿大品种；3）在研品种丰富，带状疱疹疫苗市场空间有望超过50亿元，长期空间较大。

□ 业绩预测与投资建议：

选取了行业中与百克生物业务最为相近的康泰生物智飞生物、康华生物和万泰生物四家公司，2021年平均PE为69倍。公司是国内领先的疫苗企业，水痘疫苗稳步增长，狂犬疫苗有望复产，创新产品鼻喷流感疫苗正处于快速放量阶段，此外，公司在研品种丰富，其中带状疱疹疫苗潜力较大，长期发展值得期待。给予公司2021年75倍估值，对应目标价106.5元，给予“买入”评级。

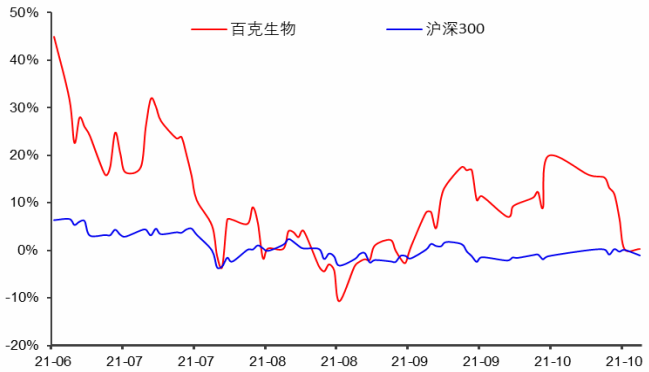
□ 风险提示：

公司研发不及预期风险，行业竞争加剧风险，产品降价风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1441.36	1852.46	2492.46
营业收入增长率	47.73%	28.52%	34.55%
归母净利润（百万元）	418.23	586.55	772.37
净利润增长率	89.23%	40.24%	31.68%
EPS（元）	1.01	1.42	1.87
P/E	84	48	36

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

欧林生物（688319）：业绩快速增长，金葡菌疫苗有望填补世界空白

□ 投资逻辑：

公司现有破伤风疫苗借助多渠道快速放量，峰值有望达到17.6亿元远超市场预期；AC-Hib三联苗研发顺利推进，预计2023年上市，将成公司第二个10亿级大品种；在研金黄色葡萄球菌疫苗有望全球首个超级细菌疫苗，解决全球性的金葡菌临床耐药感染，或将成为百亿级全球创新疫苗品种。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021-2023年EPS分别为0.31元、0.64元、1.03元，对应PE分别为96、46、29倍，三年复合增速为126.1%。公司核心品种破伤风疫苗持续快速放量，驱动公司快速成长；重磅在研产品金葡菌疫苗临床顺利推进，具有全球原创属性，有望实现全球空白的突破，成为全球性重磅品种，维持“买入”评级。

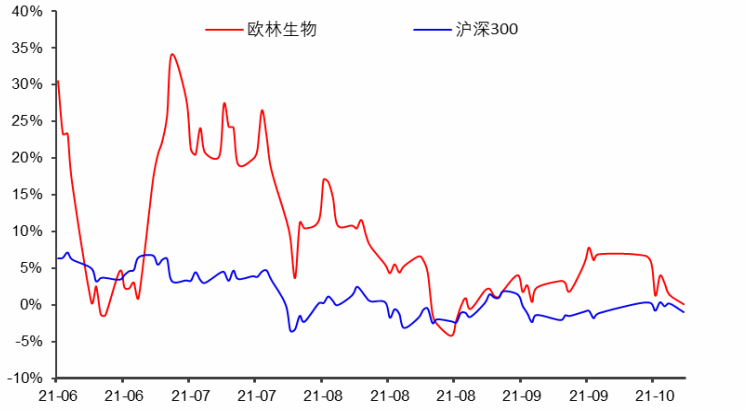
□ 风险提示：

现有产品销售低于预期，金葡菌疫苗研发失败风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	320.11	596.08	941.58
营业收入增长率	78.72%	86.21%	57.96%
归母净利润（百万元）	36.13	123.78	261.15
净利润增长率	16.40%	242.61%	110.97%
EPS（元）	0.09	0.31	0.64
P/E	364	96	46

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

爱博医疗（688050）：高速成长的国内眼科器械创新型领军企业

□ 投资逻辑：

公司是国内眼科医疗器械创新型龙头，眼科医疗需求旺盛，1201年我国眼科高值医用耗材市场规模约为76亿元，同比增长16.9%。公司所处的人工晶体和角膜塑形镜两个领域增长迅速，具有可观的市场潜力和空间。2）受益于行业迅速扩容和公司的竞争优势，公司业绩有望高成长，预计2019~2022年公司收入有望从2亿元增加到6.2亿元，复合增速47.4%，归母净利润有望从0.7亿元增加2.8亿元，复合增速61.7%。3）公司在核心技术、产品设计、渠道建设、品牌形象、研发布局上都已经形成了明显的竞争壁垒，持续高成长带来的投资机会值得关注。

□ 业绩预测与投资建议：

考虑股权激励摊销影响，预计2021~2023年归母净利分别为1.8、2.4、3.2亿元，公司内生增长突出，在研管线丰富，叠加眼科器械创新龙头的平台价值，维持“买入”评级。

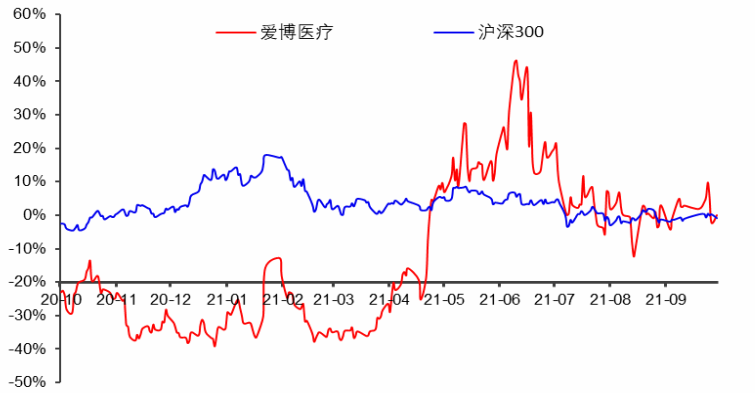
□ 风险提示：

带量采购降价幅度超出预期、研发不及预期、产品放量不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	273.05	437.05	584.80
营业收入增长率	39.88%	60.06%	33.80%
归母净利润（百万元）	96.56	176.40	241.05
净利润增长率	44.80%	82.69%	36.65%
EPS（元）	0.92	1.68	2.29
P/E	273	147	107

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

佰仁医疗（688198）：动物源性植介入龙头，三轮驱动业绩成长

□ 投资逻辑：

动物源性生物材料技术门槛较高，行业增速较快，据Frost&Sullivan数据，2022年国内动物源性生物材料市场规模有望到达31.6亿元，预计2017~2022年CAGR为16.8%。公司凭借动物组织工程和化学改性处理技术平台，已构筑“瓣膜置换与修复+外科软组织修复+先心病植介入治疗”三轮驱动的动物源性植介入创新器械龙头，内生业绩增长稳健，2016~2019年收入从0.78亿元增加到1.46亿元，复合增速达23.4%，现有产品放量能够支撑公司2020~2022年收入复合增速保持30%以上，2023年以后，介入主动脉瓣、介入瓣中瓣、眼科生物补片、心血管补片等新产品有望贡献更强劲的增长动力。

□ 业绩预测与投资建议：

考虑股权激励费用的影响，预计2021-2023年归母净润0.5、1、1.6亿元，预计内生净利润为1.1、1.4、1.8亿元，作为以动物源性植介入材料为平台的创新龙头，未来潜力巨大，维持“买入”评级。

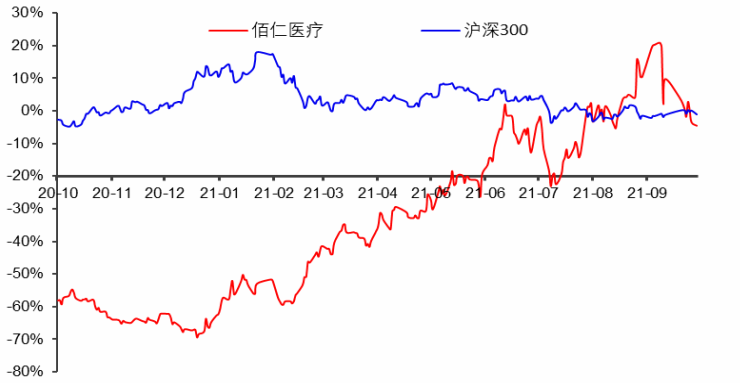
□ 风险提示：

政策风险、竞争加剧风险、新冠疫情影响不确定风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	181.92	253.19	334.11
营业收入增长率	24.57%	39.18%	31.96%
归母净利润（百万元）	56.53	53.34	103.39
净利润增长率	-10.40%	-5.63%	93.83%
EPS（元）	0.59	0.55	1.07
P/E	345	409	210

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

南微医学（688029）：内镜诊疗领域领军者，三大技术平台奠定高成长

□ 投资逻辑：

1）股权激励影响表观利润，内生盈利能力稳健。 收入延续一季度高增长态势，股份支付费用4691万元影响表观业绩，剔除此因素，归母净利润为1.9亿元（+66.48%）。 2）国内外均回归高增长，预计止血闭合类和EMR/ESD类领涨。3）全球内镜诊疗器械市场空间巨大，重点加大可视化系列产品研发投入。随着内镜手术的不断普及，内镜诊疗器械需求量不断增加，据波士顿科学的统计和分析，2018年全球内镜诊疗器械市场规模为50亿美元，2019-2022年全球内镜诊疗器械市场整体增速为5%，公司在全球市场份额仅为低个位数，未来提升空间巨大。

□ 业绩预测与投资建议：

考虑到股权激励费用影响，预计2021-2023年归母净利润分别为3.6、5.7、8亿元，剔除股权激励费用影响，预计归母净利润分别为4.3、6.1、8.2亿元，作为内镜诊疗创新器械龙头，内生业绩增长迅速，全球竞争力不断提升，维持“买入”评级。

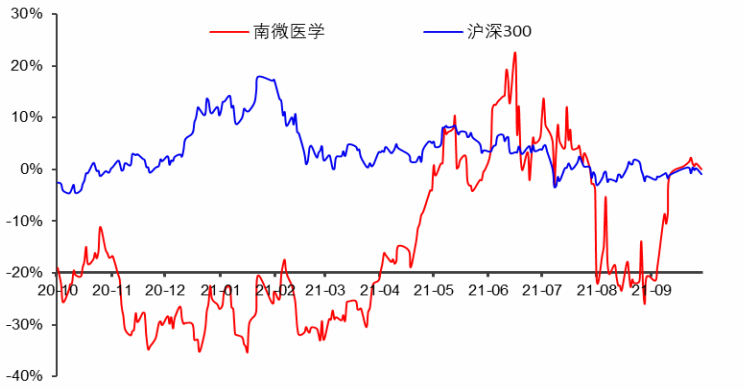
□ 风险提示：

研发失败风险、政策控费风险、专利诉讼风险、新品放量不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1326.41	1801.00	2394.07
营业收入增长率	1.45%	35.78%	32.93%
归母净利润（百万元）	260.76	357.06	572.81
净利润增长率	-14.11%	36.93%	60.42%
EPS（元）	1.96	2.68	4.30
P/E	110	92	58

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

药明生物（2269.HK）：生物药CDMO龙头，独特优势造就行业护城河

□ 投资逻辑：

1) 全球领先的生物药CDMO龙头，业绩连年高速增长。2) 公司业务覆盖全面，为物药的发现、开发及生产提供端到端解决方案。生物药CDMO发展潜力巨大，市场规模增长迅速。3) 全球生物药市场规模不断大，EvaluatePharma预测生物药在2024年将达到3830亿美元市场。4) 公司拥有长且宽的护城河：享誉国内外优质口碑，产能大幅扩充，有丰富的目经验和卓越的技术平台。公司业绩增长驱动力充足，未来有望保持强劲的发展势头。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2021-2023年归母净利润分别为34.6、47.9和66.1亿元（原预测为2021-2023年归母净利润分别为24.9、36.3和48.6亿元），EPS分别为0.82、1.13和1.56元，对应PE分别为120、86和63倍。

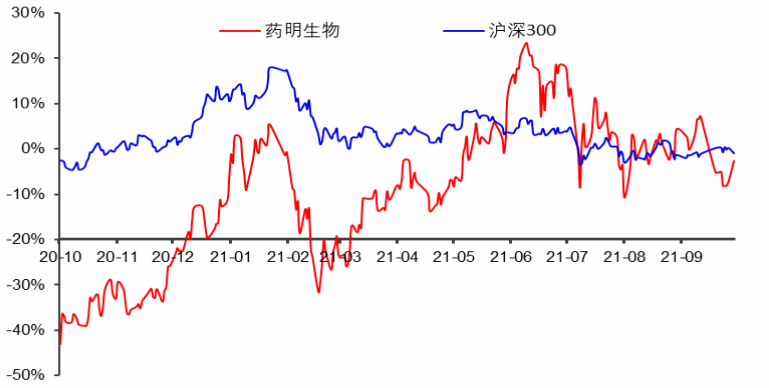
□ 风险提示：

研发生产外包服务行业增速或不及预期的风险；项目进度不及预期的风险；对外投资收益的波动性风险；汇率波动的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5612.38	10141.15	14056.97
营业收入增长率	40.88%	80.69%	38.61%
归母净利润（百万元）	1688.89	3458.19	4793.89
净利润增长率	66.59%	104.76%	38.62%
EPS（元）	0.40	0.82	1.13
P/E	293.46	120	86

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

君实生物（1877.HK）：业绩大幅增长，新药开发提速

□ 投资逻辑：

1） 对外合作卓有成效，促进收入大幅增长。 2）特瑞普利适应症不断扩展，销售覆盖范围进一步扩大。特瑞普利单抗上半年新增三线鼻咽癌和二线尿路上皮癌适应症获批上市，一线鼻咽癌和一线食管鳞癌已获得受理，预计这两个适应症在明年之前有望获批上市。 与阿斯利康的销售合作，以及今年三月进入医保，促进特瑞普利单抗的销售网络进一步扩大， 为接下来进一步抢占市场奠定了基础。 3）特瑞普利在研项目丰富，领先布局大适应症辅助/新辅助治疗。 4）新药开发提速，管线包括多个潜力靶点。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2021-2023年EPS分别为人民币-0.30/-1.15/-0.71元。在国内PD-1单抗市场竞争日趋激烈的情况下，公司积极开发广阔的海外市场，充分挖掘特普利单抗在全球范围内的商业价值。公司通过自主研发&对外合作方式不断丰富产品管线，奠定公司长远发展基础。中和抗体有望在2021年贡献可观业绩。建议积极关注。

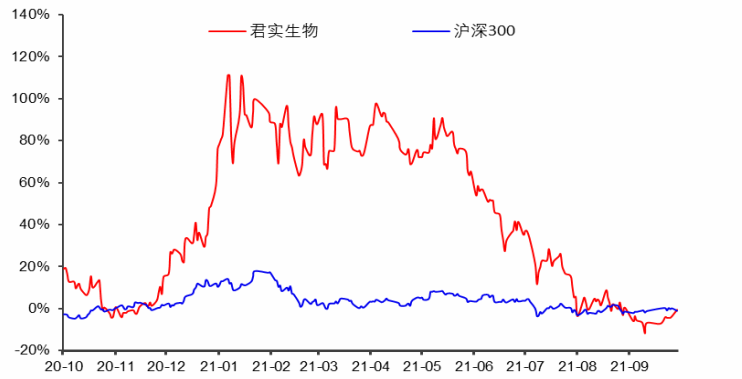
□ 风险提示：

在研管线研发进展不及预期；海外销售不及预期；未来上市产品不能进入医保的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1594.90	3505.00	3110.00
营业收入增长率	105.77%	119.76%	-11.27%
归母净利润（百万元）	-1668.61	-273.23	-1050.18
净利润增长率	-123.25%	83.63%	-284.36%
EPS（元）	-1.83	-0.30	-1.15
P/E	-21	-148	-39

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

启明医疗-B（2500.HK）：百亿TAVR赛道腾飞在即，国产龙头乘风而起

□ 投资逻辑：

公司是国内经导管心脏瓣膜器械的龙头。心脏瓣膜疾病是常见的构性心脏病，2019年全球约2.1亿名患者患有瓣膜性心脏病，造成约260万人死亡，国内亦高发，2019年全国预计有患者3630万人，随着生活水平提升和老龄化加剧，治疗需求愈加迫切。目前国内心脏瓣膜疾病治疗仍以外科手术为主，介入治疗为未来的发展方向，公司全方位布局主动脉瓣狭窄以及肺动脉瓣、二尖瓣及三尖瓣返流有关的功能障碍各领域的介入治疗（即TAVR、TPVR、TMVR及TTVR）。依靠主要上市品种VenusA-Valve产品放量增长的带动下，2017~2019年公司收入从0.2亿元增加到2.3亿元，复合增速250.2%，后续随着二代TAVR、TPVR、TriGUARD3等产品逐渐上市放量贡献新动能，预计未来公司收入将维持爆发式增长。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021-2023年收入分别为5.8、11.2、18.6亿元，归净利润分别为-0.8、1.9、5.8亿元，预计未来几年收入高速增长，并逐渐盈利，维持“买入”评级。

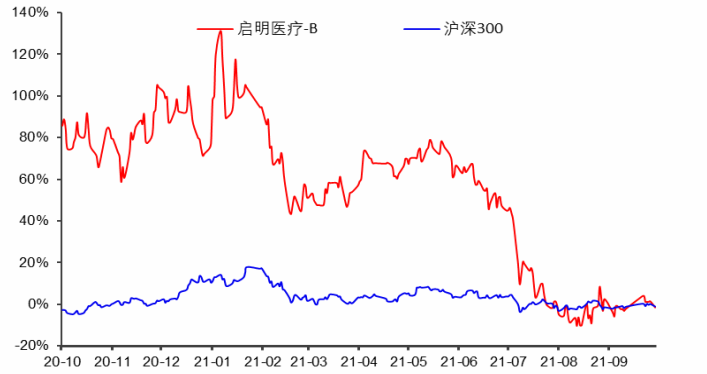
□ 风险提示：

产品放量不及预期、研发失败风险、政策控费风险、竞争加剧。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	276.0	578.8	1123.7
营业收入增长率	18.3%	109.7%	94.2%
归母净利润（百万元）	-182.0	-75.2	193.1
净利润增长率	52.2%	58.7%	356.8%
EPS（元）	-	-	0.44
P/E	-	-	68

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

锦欣生殖（1951.HK）：民营辅助生殖龙头，可复制模式下全球扩张

□ 投资逻辑：

锦欣生殖是中美领先的辅助生殖服务供应商。1）国内辅助生殖民营 企业龙头，辅助生殖行业稀缺标的价值凸显。2）短期：VIP 套餐提升客单价， 多元获客提升市占率；3）长期：国内外不断拓展外延经营网络，未来国内将达 到 8-10 个辅助生殖中心，国外将达到 5-7 个辅助生殖中心。2021-2023 净利润复合增速预计将达到 40%。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021-2023年公司归母净利润3.7亿元、4.9亿元和6.4亿元，对应EPS分别为0.15、0.2和0.26元。考虑到公司披露口径一致性，我们测算经调整后的净利润分别为4.7亿元、5.7亿元、7.7亿元，对应PE分别为61、46和35倍。

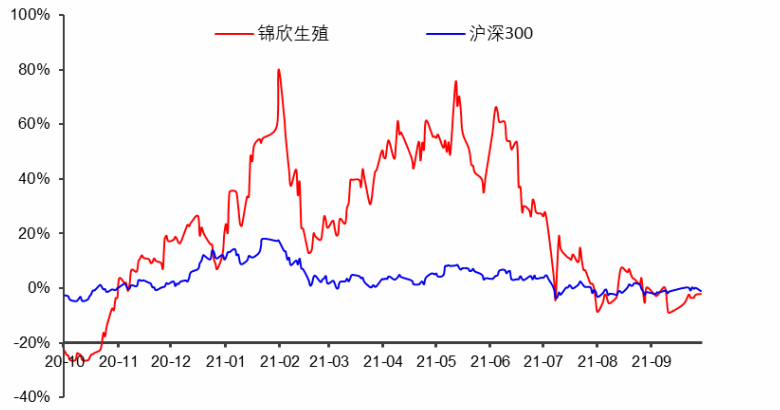
□ 风险提示：

新建医院进展或不达预期，政府对私立医院政策或出现波动。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1426.09	1784.28	2231.50
营业收入增长率	-13.49%	25.12%	25.06%
归母净利润（百万元）	251.62	374.40	492.49
净利润增长率	-38.57%	48.80%	31.54%
EPS（元）	0.10	0.15	0.20
P/E	135.33	61	46

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

海吉亚医疗（6078.HK）：肿瘤医疗服务优质龙头企业，全国扩张有序推进

□ 投资逻辑：

1）国内肿瘤医疗服务市场2019年超3737亿元，2020年至2025年将按11.5%复合增速快速增长，到2025年将达到7000亿元；2）国内已布局12家医院，覆盖19个省的肿瘤医疗服务网络，已成为国内最大肿瘤医疗服务集团。3）预计到2023年通过内生“自建+扩建”有望达到1万张床位，至少布局18家医院。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2021- 2023年公司的归母净利润将达到4.3亿元、6.2亿元和10亿元，EPS分别为0.70、1.00和1.61元，对应PE分别为81、56和35倍。

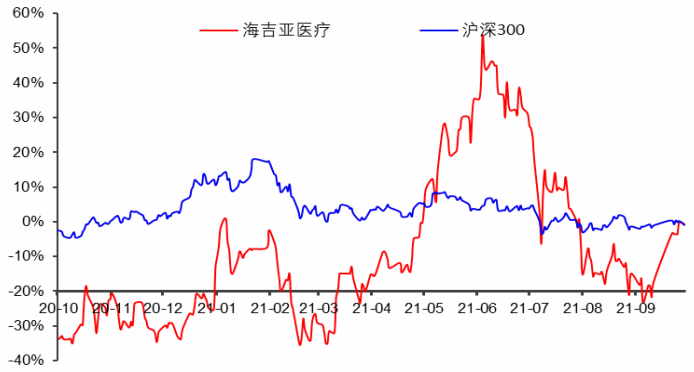
□ 风险提示：

外延拓展和并购整合不及预期、法律政策和监管风险、重大医疗事故风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1401.76	2348.74	3650.98
营业收入增长率	29.10%	67.56%	55.44%
归母净利润（百万元）	170.09	430.94	618.73
净利润增长率	327.70%	153.37%	43.58%
EPS（元）	0.28	0.70	1.00
P/E	209.29	81	56

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

时代天使（6699.HK）：隐形正畸长坡厚雪，数字赋能冠军微笑

□ 投资逻辑：

公司是国产隐形正畸龙头企业，商业模式稳定可靠，未来通过不积累品牌力，享受高于行业增速的稳健发展。1）我国隐形正畸行业即将进入快速发展期，可参考美国的2016年以来阶段，预计到2030年隐形正畸案例数有望达到452万例，2020~2030年复合增长率约为28%；2）ToDoctors模式不断提高正畸专业度积累品牌力，持续挖深护城河，公司合作医生数量约1.73万名；3）凭借现有品牌壁垒不断积厚实力。公司成立于2003年，累计完成国内案例数超过50万，相比国内竞争者具有合作医生和约6个正畸周期壁垒，未来有望享受行业快速发展红利，未来有望继续保持30%以上收入增速。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2021~2023年收入分别为13、20.5、30.9亿元，复合增长率约为56%；归母净利润约为3、4.7、7.1亿元，复合增长率约为68%。公司是国内隐形正畸龙头企业，发展模式稳健可靠，我们持续看好公司中长期发展。

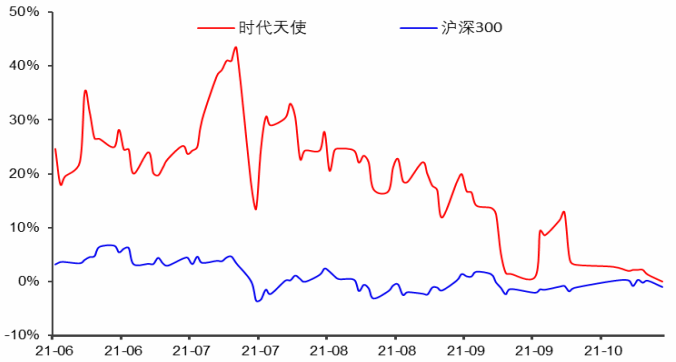
□ 风险提示：

品牌扩张度不及预期无法维持合作医生数量增长的风险；海外隐形矫治品牌在华激励扩张的竞争风险；知识产权诉讼风险；研发人员和技术流失的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020A	2021E	2022E
营业收入（百万元）	816.5	1312.1	2052.6
营业收入增长率	26.4%	60.7%	56.4%
归母净利润（百万元）	150.7	297.7	470.2
净利润增长率	118.9%	97.5%	57.9%
EPS（元）	0.90	1.78	2.79
P/E	439.0	179	114

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
邮箱：duxy@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海
地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼
邮编：200120

北京
地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502
邮编：100045

重庆
地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼
邮编：400023

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	黄青	销售经理	17521028523	17521028523	hq1@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn