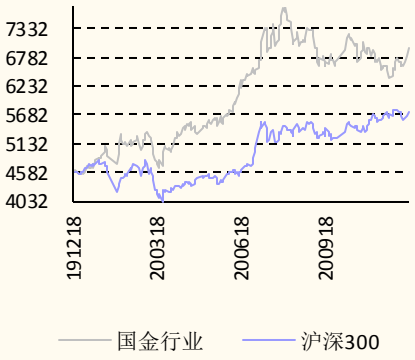
医药健康研究中心

医药健康产业行业研究 增持（维持评级）

行业年度报告

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金医药健康产业指数	6958
沪深 300 指数	5017
上证指数	3405
深证成指	13890
中小板综指	12387



相关报告

1.《景气度持续提升，上调预期，关注细分新机遇-CXO 行业系列专题...》，2020.11.16

2.《医疗板块三季度行业盘点：三条主线皆有机会-医疗行业深度研究》，2020.11.9

3.《决战 Q4，再看疫苗、中和抗体与创新-【国金医药】-全球前沿报...》，2020.10.9

4.《2020 年 1-8 月生物制品批签发：稳中有增-生物制药行业深度...》，2020.9.16

5.《生物医药崛起，抗新冠中和抗体与疫苗齐发力-国金医药-全球前沿...》，2020.6.24

王麟 分析师 SAC 执业编号：S1130520030001
(8621)60230233
wang_lin@gjzq.com.cn

袁维 分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

2021 年策略：降本增效，寻找确定可持续增长

基本面角度：

- **医药改革降本增效，新时代已来临：**药审改革开启后，医药行业在医疗、医保、医药不同角度确立新的行业规则，其中重要特点是回归医药行业的本质，并逐步和国际接轨，开启医药新时代。随着一致性评价、药品集采、创新药医保谈判、耗材集采、以及 DRGS 等重磅政策逐步落地推出，医改进入深水区，医药新时代已确定来临。我们认为“降本增效”为中国医药新时代的目标，“去伪存真”为中国医药新时代的结果；在此基础上，寻找确定+可持续增长的投资机会尤为重要。
- **寻找细分行业的确定性增长，消费+创新+制造三条主线逐渐清晰，本土+出海两个维度层层突破。**过去一年是行业基本面变化较大的一年，主要波动来自于新冠疫情影响，随着疫苗有效获批，我们预计新冠疫情的负面影响将逐步褪去，行业基本面趋势也逐渐清晰。在新的格局背景下，寻找基本面的壁垒+确定性增长是首选，消费、创新、制造三条主线将延续，本土、出海两个维度层层突破。
  - **消费类：**1）连锁医疗服务，疫情后业绩增速确定，社会办医参与度提升，可复制及稳定增长核心驱动。2）连锁药店，行业集中度较低，外延并购、DTP 药房、处方外流等行业逻辑不变，终点相对确定。3）医保政策免疫消费类药、械，不依赖医保，消费属性较强，稳定增长。
  - **创新类：**1）创新药、创新疫苗、创新器械等高壁垒产品，国内市场有望延续高增速和演绎进口替代逻辑；2）在 2017 年 6 月中国加入 ICH 后，海外临床逐年递增，2021H2-2022H1 中国创新药海外临床集中进入兑现期，出海虽困难重重，但值得期待，时间点明确；3）CRO 作为创新产业链外包服务方，同样受益于产业景气周期。
  - **制造类：**1）CDMO：服务业务由于高技术附加值和全球创新趋势，产业优胜劣汰，将获取更大全球份额；2）API：CDMO+制剂一体化产业逻辑继续兑现，业绩兑现度高。3）医药包材：凭借生产端技术壁垒和高端产品替代低端产品趋势，受益于注射剂一致性评价产业政策。

投资面角度：3-5 年持续景气、4-6 个季度产业拐点、高性价比

- 优选未来 3-5 年持续景气细分行业，供给受限，或不受产品周期波动影响，例如医疗服务、创新服务 CXO、医药消费品、医美等。
- 寻找未来 4-6 个季度存在产业拐点，或打开海外新空间细分行业，提前布局大产品周期或产业周期，例如创新药、创新器械、创新疫苗等。
- 布局当下性价比相对较高细分领域，选择优质资产，重视确定性可持续增长，例如原料药、医药零售、生物制剂等。

投资建议：寻找确定可持续增长

- 行业角度，我们看好：1）景气持续+不受产品周期波动影响：医疗服务、CRO/CDMO、医药消费；2）存在产业拐点+海外新空间：创新药、化学发光体外诊断、创新疫苗；3）高性价比+“买的便宜”：原料药、生物制剂。
- 个股层面，我们看好：壁垒清晰、供给受限、可持续确定性增长的优质公司。药明康德、爱尔眼科、迈瑞医疗、恒瑞医药、长春高新等。

风险提示

- 政策风险、环保风险、医保控费、降价风险、产品风险、市场风险。

内容目录

结论：降本增效，寻找确定可持续增长.....8
基本面角度：医药改革降本增效，寻找确定可持续增长.....8
投资面角度：3-5 年持续景气、4-6 个季度产业拐点、高性价比.....10
投资建议：寻找确定可持续增长.....10
创新药：医保谈判新常态下创新出路之必然，看好创新药海外布局.....11
总体策略观点：医药组（王麟、赵海春、郭琳）.....11
药审改革下，创新出路之必然.....11
砥砺出海：中国创新药海外临床试验明后年即将揭盲.....13
医保谈判新常态下的国内市场，看好技术平台化公司.....21
投资建议.....27
CXO：景气度持续提升，关注细分新机遇.....27
总体策略观点：（医药组：王班、王麟）.....27
融资回暖，国内外医疗健康融资超预期.....27
疫情下，国内创新需求仍小幅超预期.....28
CXO 全产业链整体高景气，未来 3-5 年部分细分领域内需将进一步提振.....28
疫情环境下，国内创新需求小幅超预期.....29
CXO 板块需求旺盛，预期上调.....30
投资建议.....31
制剂出口：看好注射剂出口龙头，美国价优厚利，中国集采受益.....31
总体策略观点：（医药组：赵海春、王麟）.....31
美国市场，价优、质量层次最高、竞争格局相对温和.....31
中国市场，集采受益者：美中双报、“光脚型”.....34
投资建议.....35
原料药：制造属性突出，特色原料药业绩兑现度+性价比较高.....35
总体策略观点：（医药组：王麟）.....35
全球原料药行业景气度，专利悬崖带来持续增速.....35
中国原料药企业崛起，具备国际竞争力.....36
带量采购未来有望常态化，API-制剂一体化增量业绩强化确定性.....37
投资建议：.....38
零售药店：终点确定，稳健前行，短期处方外流加速放量.....38
总体策略观点：医药组（王麟）.....38
零售药店板块整体业绩加速增长.....38
外延并购：注册制影响大型标的减少，各省市仍存在并购空间.....41
处方外流：集采推动加速，药店毛利压力有所缓解.....42
线上药店 vs 线下药店相关讨论.....42
投资建议.....43
药品消费品：三季度部分业绩反弹，部分品种有投资机会.....44

总体策略观点：（医药组：王麟）.....44
投资建议.....45
疫情防护：疫情应对需求仍然是医药板块重要的投资主线.....45
总体策略观点：（医疗组：袁维）.....45
新冠疫苗：研发不断推进，初期产能和可及性更为重要.....48
医疗防护行业：国际疫情防控具有持续性，长期需求旺盛.....50
新冠检测试剂和设备：检测产品和检测服务齐飞，核酸检测和免疫检测并重.....54
投资建议：.....57
消费医疗：走出疫情影响，成长确定性高扰动因素少.....57
总体策略观点：（医疗组：袁维）.....57
常规疫苗品种需求稳健，国产重磅不断上市.....58
生长激素：竞争格局良好，新患入组和销售双线恢复.....61
连锁医疗服务：疫情后迅速恢复，持续看好民营连锁消费扩容.....62
医美板块：监管升级+非手术市场扩容，看好产品平台化头部企业.....67
血液制品，需求稳健，行业筑底等待恢复.....69
投资建议：.....74
院内诊疗：常规 IVD 的恢复是机遇，高值耗材靠创新谋出路.....74
总体策略观点：（医疗组：袁维）.....74
常规体外诊断：化学发光等优秀赛道成长好风险小.....75
高值耗材板块：国家集采逐步落地是预期，向创新要价值.....80
投资建议：.....82
综上：医药改革降本增效，寻找确定可持续增长.....83
基本面角度：.....83
投资面角度：3-5 年持续景气、4-6 个季度产业拐点、高性价比.....83
投资建议：寻找确定可持续增长.....84
风险提示.....84

图表目录

图表 1：2015-2020 年中国医药改革顶层设计变化+2019 年医药板块“收-支”拆分.....8
图表 2：2021 年医药策略投资框架.....10
图表 3：2015 年至今药审改革政策（部分）.....11
图表 4：未来药品竞争格局变迁.....12
图表 5：已上市主要创新药品种（部分）.....12
图表 6：创新药收入占比不断提升.....13
图表 7：中国企业海外临床试验统计（部分）.....13
图表 8：获 FDA 突破性疗法认定的国产创新药.....13
图表 9：国内创新药海外临床试验（部分）.....14

图表 10：2021-2022 年预计披露结果项目数（部分）.....14
图表 11：K 药及 O 药获批适应症及销售额.....15
图表 12：双特异性 PD-(L)1/CTLA-4 在研产品.....15
图表 13：AK104 宫颈癌治疗临床结果.....16
图表 14：AK104 与 Opdivo+Yervoy 不良反应对比.....16
图表 15：中国创新药企业海外授权情况梳理（部分）.....17
图表 16：日本制药行业发展背景.....18
图表 17：1990 年至 2010 年日本创新药企在 FDA 获批新药整理（部分）.....19
图表 18：1990-2010 年欧美大型药企 NDA 品种治疗领域.....20
图表 19：1990-2010 年日本药企 NDA 品种治疗领域.....20
图表 20：有海外销售及生产分支的日本药企数量.....20
图表 21：日本药企本土市场收入及海外市场收入.....20
图表 22：兰索拉唑销售额（百万美元）.....20
图表 23：盐酸吡格列酮销售额（百万美元）.....20
图表 24：索非那新销售额（百万美元）.....21
图表 25：坎地沙坦酯销售额（百万美元）.....21
图表 26：国内处于 NDA 阶段的创新药梳理（部分）.....22
图表 27：创新药研发阶段统计.....23
图表 28：双抗开发的技术壁垒.....24
图表 29：国内在研双抗临床进展.....25
图表 30：ADC 药物与抗体药物、化疗药物对比.....26
图表 31：ADC 药物的技术壁垒.....26
图表 32：国内已上市/在研 ADC 药物.....27
图表 33：全球医疗健康融资额情况.....28
图表 34：国内医疗健康融资额情况.....28
图表 35：中国医药研发创新浪潮 1.0.....29
图表 36：国内 1 类新药 IND 申报情况.....30
图表 37：国内新登记临床情况.....30
图表 38：中国 CXO 板块收入增速及预期变化.....31
图表 39：美国制剂市场目前格局.....33
图表 40：美国 FDA 批准的全部无菌注射剂药物现状.....33
图表 41：国内主要注射剂出口企业获得美国 FDA 批件梳理与年度对比（截止 2020/11/3）.....34
图表 42：专利到期专利药销售额（十亿美元）.....36
图表 43：全球原料药生产商分布（%）.....36
图表 44：全球 DMF 证书数量分布（%）.....36
图表 45：中国药企美国 DMF（Active）数量排名统计.....37
图表 46：华海药业带量采购品种销售额.....37
图表 47：华海药业氯沙坦市场份额.....37

图表 48：华海药业氢氯噻嗪厄贝沙坦市场份额.....38
图表 49：华海药业赖诺普利市场份额.....38
图表 50：2012-2020 年药店行业收入及增速.....39
图表 51：2012-2020 年药店行业归母净利润及增速.....39
图表 52：2015-2020 年药店行业单季度收入及增速.....39
图表 53：2015-20 年药店行业单季度归母净利润及增速.....39
图表 54：益丰药房及老百姓 2020 年业绩表现.....40
图表 55：大参林及一心堂 2020 年业绩表现.....40
图表 56：全国各省市药店行业现状.....41
图表 57：处方外流增量估算.....42
图表 58：线上药店规模快速增长.....43
图表 59：线上药品销售额快速增长.....43
图表 60：线上药店 vs 线下药店优劣势对比.....43
图表 61：药品消费品 2020 年前三季度表现.....44
图表 62：2018-2020 年天猫润百颜旗舰店销售额及销售量.....45
图表 63：海外疫情死亡率下行趋稳，但新增病例依然高发.....46
图表 64：中国向各国提供大量抗疫医疗物资.....47
图表 65：医疗器械板块部分上市企业收入利润情况（单位：亿元）.....48
图表 66：部分企业新冠疫苗研发情况.....49
图表 67：部分新冠疫苗品种基本情况（疫苗售价为测算值）.....49
图表 68：国内部分在研新冠疫苗产能和运输条件情况.....50
图表 69：BIONTECH/辉瑞新冠疫苗全球临床和批准情况.....50
图表 70：一次性医用防护用品产业链全景图.....51
图表 71：中国医用类型口罩产值（亿元）.....51
图表 72：2011-2019 年全球医疗和非医疗级手套市场.....52
图表 73：2015-2019 年中国一次性医用防护手套市场需求.....52
图表 74：Top Glove 业绩弹性.....53
图表 75：Top Glove 产能扩张计划情况.....53
图表 76：2020 年英科医疗部分公告新产能扩张计划情况（产能单位：亿支）.....54
图表 77：马来西亚发生国际橡胶手套巨头聚集疫情事件.....54
图表 78：2020Q1-Q3 IVD 上市企业营业收入情况.....55
图表 79：2020Q1-Q3 IVD 上市企业归母净利润情况.....55
图表 80：华大基因检测试剂产品（截止 12 月 15 日）.....56
图表 81：万孚生物新冠检测试剂（截止 12 月 15 日）.....56
图表 82：部分国内获批新冠检测产品情况.....57
图表 83：进口疫苗与国产疫苗批签发量对比（万支）.....58
图表 84：进口疫苗与国产疫苗批签发竞争格局.....58
图表 85：HPV 疫苗批签发情况（万支）.....58

图表 86：肺炎疫苗批签发情况（万支）.....59
图表 87：流感疫苗签发量情况（万支）.....59
图表 88：狂犬病疫苗批签发量情况（万支）.....59
图表 89：国内企业 HPV 疫苗在研情况.....60
图表 90：国内肺炎球菌多糖结合疫苗研发情况.....60
图表 91：流感疫苗研发情况.....61
图表 92：样本医院生长激素销售情况（亿元）.....62
图表 93：医疗服务板块部分上市企业收入利润情况（单位：亿元）.....62
图表 94：爱尔眼科主营收入恢复情况.....63
图表 95：通策医疗营收恢复情况.....63
图表 96：已发布 10 类可独立设置医疗机构基本标准与管理规范一览.....64
图表 97：民营资本最青睐的连锁服务模式投资金额等要素分析.....64
图表 98：口腔 vs 眼科 vs 健康体检：从业务属性看可复制性对比.....65
图表 99：A 股龙头连锁专科医疗公司类比.....65
图表 100：连锁医疗需求端——行业扩容趋势持续.....66
图表 101：成长逻辑延续，优质龙头价值突出.....67
图表 102：全球医疗美容服务市场规模.....68
图表 103：中国医疗美容服务市场规模.....68
图表 104：世界主要国家医疗美容服务市场规模对比（2018 年）.....68
图表 105：世界主要国家医疗美容服务市场渗透率对比（2018 年）.....68
图表 106：监管市场占比不断提升，头部企业优势凸显.....69
图表 107：国际血制品头部企业 CSL 预计采浆将受到影响.....70
图表 108：Grifol 预计全年血浆采集量下行.....70
图表 109：国内血制品批签发量.....71
图表 110：历年人血白蛋白 批签发趋势.....71
图表 111：国内人血白蛋白批签发情况.....72
图表 112：人血白蛋白进口与国产批签发总量比较.....73
图表 113：进口国产白蛋白份额比较.....73
图表 114：静丙批签发竞争格局.....73
图表 115：静丙批签发情况.....73
图表 116：人凝血因子 VIII 批签发情况.....73
图表 117：人凝血酶原复合物批签发情况.....74
图表 118：2016-2021 全球体外诊断市场规模.....75
图表 119：2018 年全球主要区域体外诊断市场份额.....75
图表 120：IVD 在中国医疗器械市场占比不断提升.....76
图表 121：中国 IVD 行业增速快于医疗器械行业平均增速.....76
图表 122：多家 IVD 企业登录科创板.....76
图表 123：中国化学发光处于高速成长期.....77
图表 124：化学发光逐步替代酶联免疫.....77

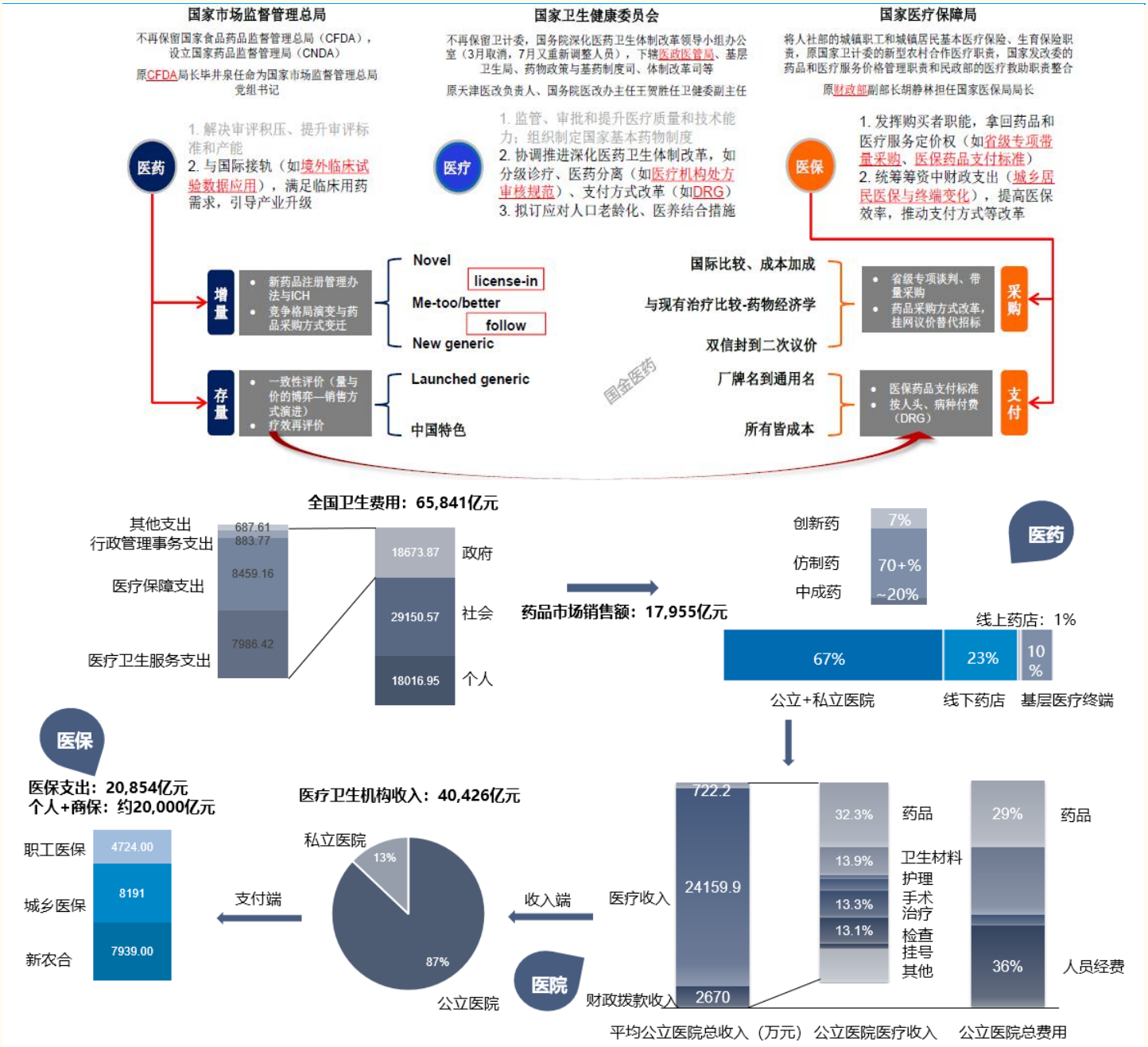
图表 125：免疫诊断占据我国 IVD 市场最大份额.....77
图表 126：2020 年中国化学发光出厂规模预计 300 亿元.....77
图表 127：化学发光国产替代分层逐步推进.....78
图表 128：2013-2019 年全球分子诊断市场规模.....78
图表 129：2013-2019 年我国分子诊断市场规模.....78
图表 130：国内主要 POCT 项目的发展情况.....79
图表 131：部分 POCT 企业产品序列比较（按应用领域）.....79
图表 132：部分 POCT 企业产品序列比较（按技术平台）.....79
图表 133：POCT 检测与检验科实验室检测比较.....80
图表 134：2016-2020Q3 国内 POCT 企业归母净利润情况.....80
图表 135：冠脉支架集采和拟中选情况（中选份额变动不考虑剩余份额分配，估计值仅供参考）.....81
图表 136：部分地方高值耗材集采政策.....82
图表 137：高值医用耗材国家集采可能扩围.....82

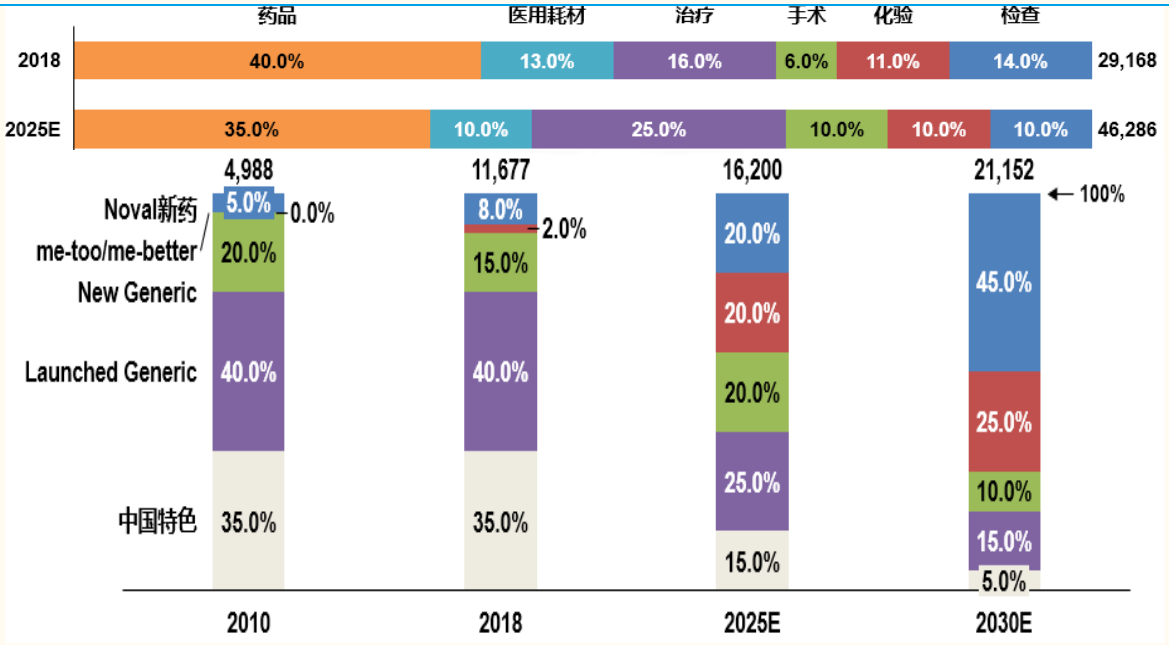
结论：降本增效，寻找确定可持续增长

基本面角度：医药改革降本增效，寻找确定可持续增长

- **医药改革降本增效，新时代已来临：**药审改革开启后，医药行业在医疗、医保、医药不同角度确立新的行业规则，其中重要特点是回归医药行业的本质，并逐步和国际接轨，开启医药新时代，随着一致性评价、药品集采、创新药医保谈判、耗材集采、以及 DRGS 等重磅政策逐步落地推出，医改进入深水区，医药新时代已确定来临。我们认为“降本增效”为中国医药新时代的目标，“去伪存真”为中国医药新时代的结果；在此基础上，寻找确定+可持续增长的投资机会尤为重要。

图表 1：2015-2020 年中国医药改革顶层设计变化+2019 年医药板块“收-支”拆分





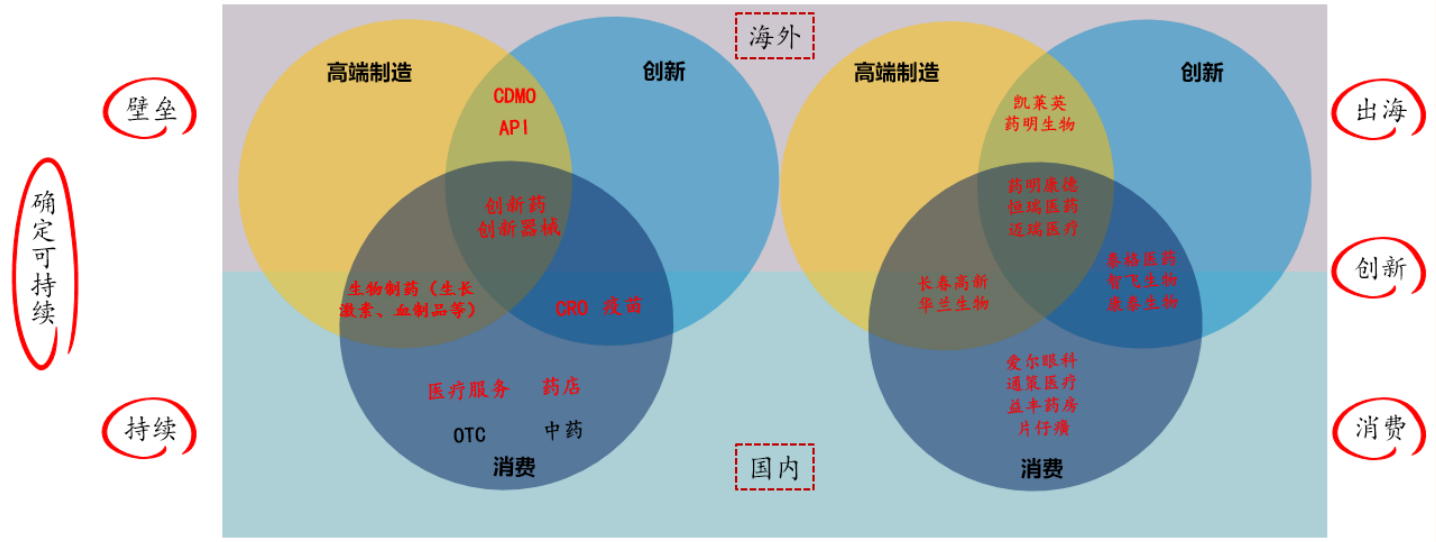
来源：wind，卫生统计年鉴、国金证券研究所

备注：2025 年代表的是 5 年后的格局，2030 年代表长期相对稳态。上图为理论推算值，用于产业趋势判断，不代表实际数据。

- **寻找细分行业的确定性增长，消费+创新+制造三条主线逐渐清晰，本土+出海两个维度层层突破。**过去一年是行业基本面变化较大的一年，主要波动来自于新冠疫情影响，随着疫苗有效获批，我们预计新冠疫情的负面影响将逐步褪去，行业基本面趋势也逐渐清晰。在新的格局背景下，寻找基本面的壁垒+确定性增长是首选，消费、创新、制造三条主线将延续，本土、出海两个维度层层突破。
  - **创新类：**
  - 研发创新技术：1）创新药、创新疫苗、及创新器械等高壁垒产品，有望延续高增速和演绎进口替代逻辑；2）在 2017 年 6 月中国加入 ICH 后，海外临床逐年递增，2021H2-2022H1 中国创新药海外临床集中进入兑现期，出海虽困难重重，但值得期待，时间点明确；3）CRO 作为创新产业链外包服务方，同样受益于产业景气周期。
  - 制剂出口溢价：药审改革之后中国医药市场逐步与国际接轨，越来越多药企的研发和生产技术受国际规范市场认可，制剂出口大有可为。
  - **消费类：**
  - 连锁医疗服务：驱动因素并未改变，社会办医参与度提升，可复制及稳定增长核心驱动。
  - 医药零售：行业集中度较低，外延并购、DTP 药房、处方外流行业逻辑不变，终点相对确定；另，线上医药零售快速崛起，增长确定性高。
  - 消费类药+械：政策免疫，不依赖医保，消费属性较强，稳定增长,。
  - **制造类：**
  - CDMO：服务业务由于高技术附加值和全球创新趋势，产业优胜劣汰，将获取更大份额；
  - 特色原料药：把握审批加速+一致性评价+集中采购的变革机遇，通过获取高端订单和拓展制剂业务，获得过更高价值份额。

- 医药包材：凭借生产端技术壁垒和高端产品替代低端产品趋势，在注射剂一致性评价的政策催化下，有望结构调整，龙头受益，行业终点相对确定。

图表 2：2021 年医药策略投资框架



来源：国金证券研究所

投资面角度：3-5 年持续景气、4-6 个季度产业拐点、高性价比

优选未来 3-5 年持续景气细分行业，供给受限，或不受产品周期波动影响，例如医疗服务、创新服务 CXO、医药消费品、医美等。

寻找未来 4-6 个季度存在产业拐点，或打开海外新空间细分行业，提前布局大产品周期或产业周期，例如创新药、创新器械、创新疫苗等。

布局当下性价比相对较高细分领域，选择优质资产，重视确定性可持续增长，例如原料药、医药零售、生物制剂等。

投资建议：寻找确定可持续增长

行业角度，我们看好：1）景气持续+不受产品周期波动影响：医疗服务、CRO/CDMO、医药消费；2）存在产业拐点+海外新空间：创新药、化学发光体外诊断、创新疫苗；3）高性价比+“买的便宜”：原料药、生物制剂。

个股层面，我们看好：壁垒清晰、供给受限、可持续确定性增长的优质公司。药明康德、爱尔眼科、迈瑞医疗、恒瑞医药、长春高新等。（更多标的参见正文）

创新药：医保谈判新常态下创新出路之必然，看好创新药海外布局

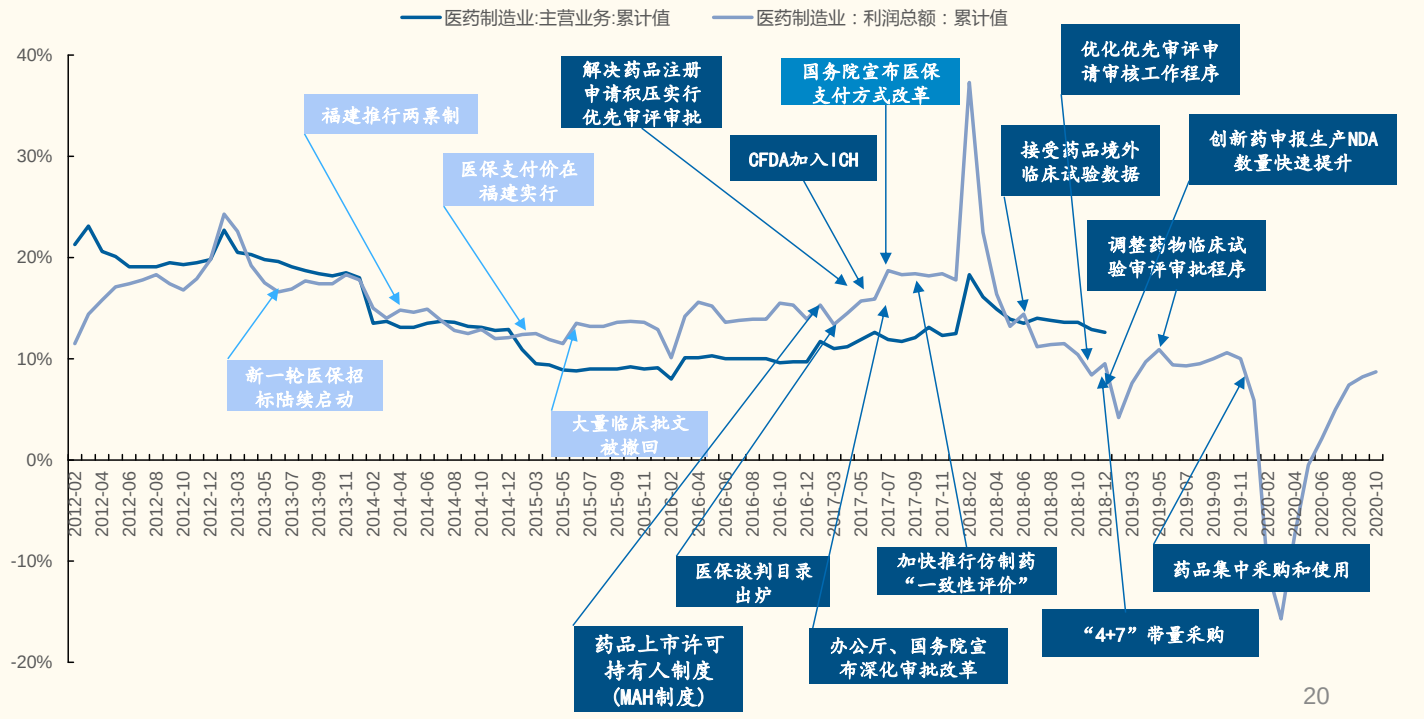
总体策略观点：医药组（王麟、赵海春、郭琳）

- 2015 年后“新医改”政策陆续出台，推动了创新药时代加速到来。一致性评价与药品集中带量采购导致药品销售方式变迁，未来医药竞争格局将发生改变，预计创新药占比不断提升。
- 在集中带量采购和医保谈判降价的双重压力下，药企纷纷布局海外临床。多项海外临床研究已处于 3 期阶段，预计 2021 年-2022 年将陆续揭盲。国内企业积极探索创新药海外合作，加速推动创新药出海。以 90 年代日本创新药出海的经验来看，创新药产品出海后将迅速带动销售增长。
- 受疫情影响，2020H1 创新药获批进度受损，目前仍有 40 多项产品处于 NDA 状态，预计明年将集中获批。医保谈判新常态下，看好高技术壁垒细分赛道，例如双抗、ADC 等。

药审改革下，创新出路之必然

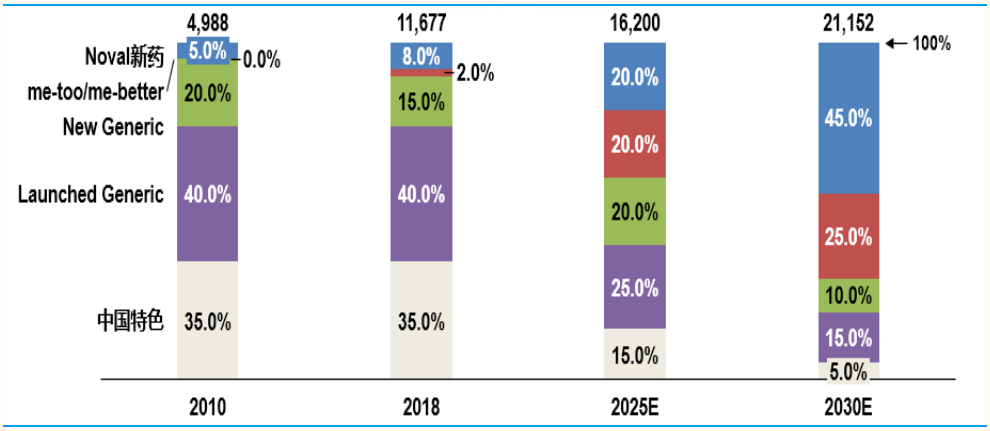
- 一系列药审政策改革鼓励优质创新药
  - 2015 年后，“新医改”政策陆续出台落地，包括药品上市持有人（MAH）制度、医保谈判目录出炉、创新药申报优先审评、CFDA 加入 ICH 等政策，推动了创新药时代加速到来，医药开启了新周期。未来将持续利好创新药企业。
  - 一致性评价与药品集中带量采购导致药品销售方式变迁，未来医药竞争格局将发生改变，预计创新药占比不断提升，仿制药占比进一步下降。

图表 3：2015 年至今药审改革政策（部分）



来源：各政府官网，国金证券研究所

图表 4：未来药品竞争格局变迁



来源：wind，国金证券研究所

备注：2025 年代表的是 5 年后的格局，2030 年代表长期相对稳态。上图为理论推算值，用于产业趋势判断，不代表实际数据。

- 传统药企转型，创新药收入占比增加
  - 在鼓励创新的大环境下，除了 biotech 公司积极进行创新药研发外，传统药企纷纷转型创新药研发。例如恒瑞医药成功研发了吡咯替尼、阿帕替尼、卡瑞利珠单抗等 1 类创新药品种；中国生物制药成功研发了安罗替尼等。创新药收入在布局转型的传统药企总收入中的占比正在逐步提升。

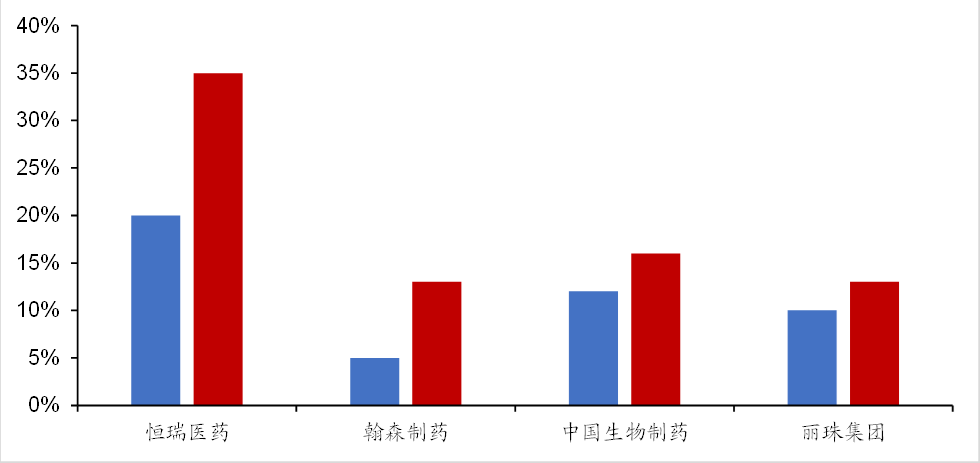
图表 5：已上市主要创新药品种（部分）

企业名称	品种名称	靶点	获批上市时间
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	PD1	2019年
	吡咯替尼	HER2	2018年
	19K	PEG-G-CSF	2018年
	阿帕替尼	VEGF	2014年
三生国健	替雷利珠单抗	PD1	2019年
信达生物	信迪利单抗	PD1	2018年
君实生物	特瑞普利单抗	PD1	2018年
翰森制药	阿美替尼	EGFR	2020年
	氟马替尼	Bcl-2	2019年
	洛塞那肽	GLP-1	2019年
中国生物制药	安罗替尼	VEGF	2018年
复星医药	利妥昔单抗	CD20	2019年
贝达药业	埃克替尼	EGFR	2011年
康弘药业	康柏西普	VEGF	2013年
百奥泰	阿达木单抗	TNF-α	2019年
三生国健	益赛普	TNF-α	2005年
丽珠集团	艾普拉唑	PPI	2007年

来源：CDE，国金证券研究所

国金医药 国金医药 国金医药

图表 6：创新药收入占比不断提升



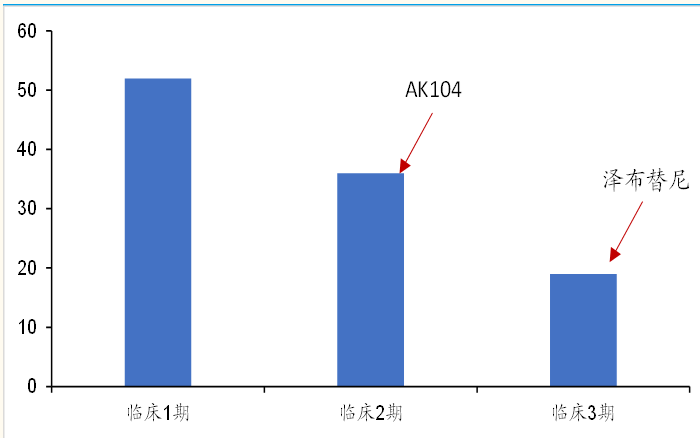
来源：国金证券研究所

注：仅为国金医药预估比例，实际情况以公司财务报表为准。

砥砺出海：中国创新药海外临床试验明后年即将揭盲

- 药企纷纷布局海外临床，结果即将揭盲
  - 在集中带量采购和医保谈判降价的双重压力下，药企纷纷布局海外临床，包括恒瑞医药、信达生物、复星医药、百济神州等。其中百济神州的泽布替尼已经在海外获批上市，健能隆 F-627 在美国的 3 期临床试验已达预设标准。恒瑞医药的吡咯替尼、卡瑞利珠单抗，康弘药业的康柏西普，信达生物的信迪利单抗，百济神州的替雷利珠单抗处于临床 3 期研究阶段。部分创新药预计 2021 年或 2022 年披露相关临床数据，其中不乏百济神州的泽布替尼、康方生物的 AK104 双抗这样的潜在 Best in class 品种，多款产品已被 FDA 认定为突破性疗法。

图表 7：中国企业海外临床试验统计（部分）



注：仅统计国内企业开展的包含中国在内的全球多中心试验

来源：Insight 数据库，国金证券研究所

图表 8：获 FDA 突破性疗法认定的国产创新药

认定时间	研发企业	产品	靶点	适应症
2020.10	基石药业	舒格力单抗	PD-L1	R/R ENKTL
2020.9	荣昌生物	纬迪西妥单抗（RC48）	Her2（ADC）	尿路上皮癌
2020.9	君实生物	特瑞普利单抗	PD-1	鼻咽癌
2020.9	万春医药	普那布林	GEF-H1	化疗导致的中性粒细胞减少
2019.12	金斯瑞	LCARB38M/JNJ4828	BCMA (CAR-T)	多发性骨髓瘤
2019.1	百济神州	泽布替尼	BTK	套细胞淋巴瘤

来源：FDA，公司公告，国金证券研究所

图表 9：国内创新药海外临床试验（部分）

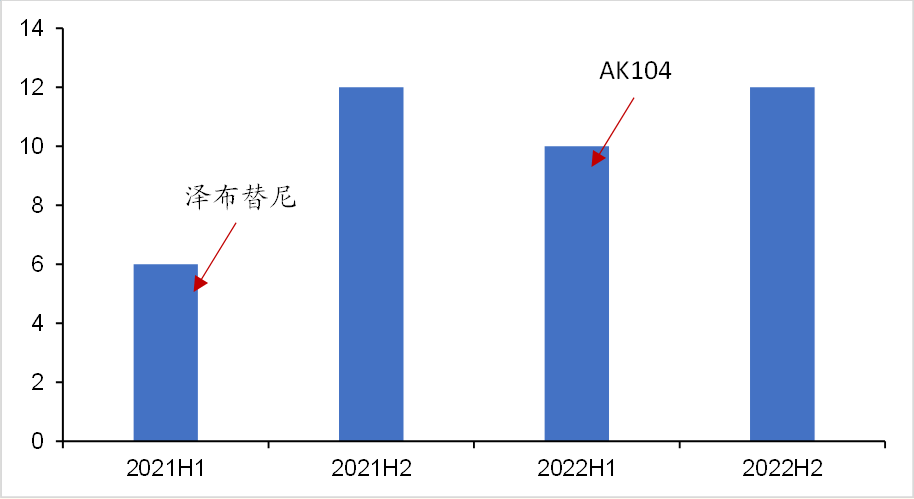
企业	靶点	药品名称	临床阶段	适应症	临床开始时间	预期结束时间	对标品种	NCT编号
恒瑞医药	HER2/EGFR	吡咯替尼	3期	乳腺癌，胃癌，实体瘤，NSCLC	/	/	拉帕替尼	/
	PD-1/VEGF	卡瑞利珠单抗+阿帕替尼	3期	肝癌	/	/	/	/
康弘药业	VEGF	康柏西普	3期	新生血管性年龄相关性黄斑变性	2018.12	2022.3	Lucentis, Eylea	NCT03630952
百济神州	BTK	泽布替尼	3期	CLL/SLL、MCL、B细胞恶性肿瘤、	2017.1-	2021.6-	伊布替尼	NCT03336333
				Waldenström's 巨球蛋白血（症）等	2020.1	2026.8		NCT03734016等
			2期	滤泡性淋巴瘤、边缘性淋巴瘤等	2017.11-	2021.8-		NCT03332017
					2020.2	2025.1		NCT03846427等
	PD-1	替雷利珠单抗	3期	、食管（鳞）癌、交界处癌（一线、二线）	2018.11	2021.9	K药/O药	NCT03777657
					2018.1	2022.8		NCT03430843
			3期	NSCLC	2017.11	2021.6		NCT03358875
			3期	肝细胞癌（一线）	2017.12	2022.5		NCT03412773
			3期	鼻咽癌	2019.4	2020.6		NCT03924986
			3期	晚期恶性肿瘤	2019.12	2021.12		NCT04164199
			2期	尿路上皮癌	2017.7	2021.5		NCT04004221
			2期	霍奇金淋巴瘤	2020.8	2022.1		NCT04318080
			2期	NK细胞和T细胞淋巴瘤	2018.4	2021.5		NCT03493451
信达生物	PD-1	信迪利单抗（IBI308）	1/2期	晚期实体瘤	2018.6.27	2022.8.1	K药/O药	NCT03568539
			3期	食管鳞状细胞癌	2018.11.13	2022.7.30		NCT03748134
君实生物	/	中和抗体	3期	COVID-19	2020.9.15	2022.1.30	/	NCT04526990
	BTLA	JS004	1期	晚期实体瘤	2019.10	2023.1	/	NCT04137900
康方生物	PD-1/CTLA-4	AK-104（双特异性抗体）	2期	复发性或转移性宫颈癌	2020.7.15	2022.2.1	O药+伊匹单抗	NCT04380805
三生国健	TNF-α/NF-α	Etanercept; Enbrel(融合蛋白)	3 期	类风湿性关节炎	2018.09.03	2023.12.03	阿达木单抗	NCT04079374
健能隆	/	F-627（重组人G-CSF双分子）	3期	化疗后遗症引起的中性粒细胞减少	2016.8	2017.12	Neulasta	NCT02872103
					2018.2	2019.12		NCT03252431

注：篇幅限制仅展示部分数据，如需完整数据请联系国金医药团队

来源：Clinicaltrials，国金证券研究所

- 部分创新药预计 2021 年或 2022 年披露相关临床数据，其中不乏百济神州的泽布替尼、康方生物的 AK104 双抗这样的潜在重磅品种。

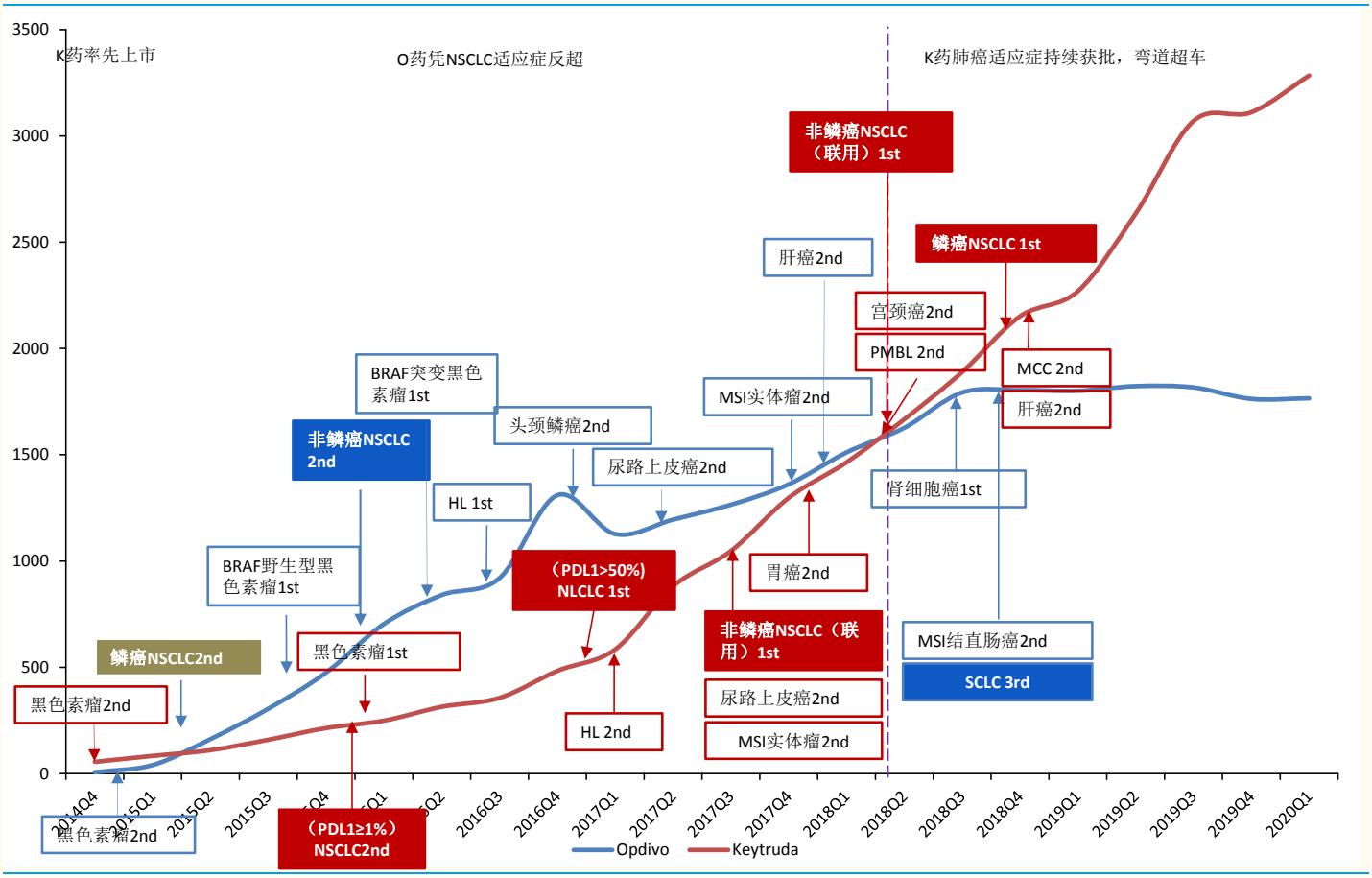
图表 10：2021-2022 年预计披露结果项目数（部分）



来源：clinicaltrials，国金证券研究所

- 其中预计于 2021-2022 披露数据的包括三款 PD-1 单抗：恒瑞医药的卡瑞利珠单抗、百济神州的替雷利珠单抗、信达生物的信迪利单抗。目前海外 PD-1 单抗的主要竞争对手为默沙东的 K 药和施贵宝的 O 药，2019 年销售额分别为 111 亿美元、72 亿美元，获批适应症包括非小细胞肺癌、胃癌等多种肿瘤适应症。

图表 11：K 药及 O 药获批适应症及销售额



来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 除 PD-1 单抗外，百济神州的泽布替尼也有望于 2021 披露相关临床试验数据。泽布替尼为首个获美国 FDA 批准的中国抗癌新药，现有临床数据已显示出泽布替尼较已上市产品伊布替尼在安全性和有效性方面优势。在华氏巨球蛋白血症中，与伊布替尼的头对头试验结果显示，泽布替尼部分缓解率更高（30.4% vs 18.2%）,房颤发生率更低（3% vs 18.4%）。在复发或难治性套细胞淋巴瘤、慢性淋巴细胞白血病等多种适应症中，泽布替尼均显示出其安全性、有效性方面的优势。
- 康方生物的 PD-1/CTLA-4 双抗 AK104 用于宫颈癌治疗有望 2021-2022 年披露相关临床数据。目前全球范围内尚无 PD-1/CTLA-4 双抗产品获批上市，海外竞争者主要为施贵宝的 O 药与伊匹单抗联合疗法。现有的阶段性临床数据已显示出 AK104 较联合疗法在安全性和有效性方面的优势。

图表 12：双特异性 PD-(L)1/CTLA-4 在研产品

产品	公司	靶点	适应症	最高阶段	治疗类型	初次发表日期
AK104	康方生物	PD-1/CTLA-4	复发性或转移性宫颈癌	II 期	单一	2020.7
KN046	康宁杰瑞	PD-L1/CTLA-4	晚期实体瘤	II 期	单一	2020 年美国获批 II 期
MEDI-5752	MedImmune	PD-1/CTLA-4	晚期实体瘤	I 期	单一	2018.4
XmAb-20717	Xencor	PD-1/CTLA-4	多种晚期实体瘤	I 期	单一	2018.5
MGD-019	MacroGenics	PD-1/CTLA-4	不可切除或转移性肿瘤	I 期	单一	2018.12

来源：公司招股书，Clinicaltrials.gov，国金证券研究所

图表 13：AK104 宫颈癌治疗临床结果

企业	药物名称	靶点	适应症	患者数量	ORR	DCR
康方生物	AK104（双抗）	PD-1/CTLA-4	复发或转移性鳞状宫颈癌(标准治疗失败后)	31	47.6%	66.7%
Agenus	Balstilimab+Zalifrelimab	PD-1+CTLA-4	复发或转移性宫颈癌	34	20.6%	NA
Agenus	Balstilimab	PD-1	晚期宫颈癌（标准治疗失败后）	42	11.9%	NA
Merck	帕博利珠单抗	PD-1	晚期宫颈癌（标准治疗失败后）	77（PD-L1 阳性） 15（PD-L1 阴性）	14.3% 0%	31.2% 20.0%
BMS	纳武利尤单抗+伊匹单抗（3mg/kg+1mg/kg）	PD-1+CTLA-4	复发或转移性宫颈癌	26（未经系统治疗）	23.1%	53.8%
BMS	纳武利尤单抗+伊匹单抗（1mg/kg+3mg/kg）	PD-1+CTLA-4	复发或转移性宫颈癌	26（未经系统治疗）	36.4%	72.7%

注：数据截止 2020.7，最终结果以公司披露为准

来源：Pubmed，公司公告，国金证券研究所

图表 14：AK104 与 Opdivo+Yervoy 不良反应对比

	AK104			Opdivo+Yervoy		
类别	所有剂量水平（N=228）	6mg/kg（N=141）	15mg/kg (N=12)	肾细胞癌 Checkmate-214 Nivo：3mg/kg Ipi：1mg/kg	黑色素瘤 Checkmate-067 Nivo：1mg/kg Ipi：3mg/kg	NSCLC Checkmate-227 Nivo：3mg/kg Ipi：1mg/kg
任何 TRAE	64.5%	61.0%	75.0%	93%	96%	77%
≥3 级 TRAE	12.9%	7.8%	8.3%	46%	59%	33%
治疗相关 SAE	11.0%	7.1%	16.7%	无报告	48.60%	无报告
TRAE 导致停药	6.6%	5.7%	16.7%	22%	39%	18%

注：TRAE：治疗相关不良事件；SAE：严重不良事件
数据截止 2020.7，最终结果以公司披露为准

来源：Pubmed，公司公告，国金证券研究所

- 国内创新药企积极探索海外合作，加速产品出海
  - 之前国内企业出海产品多为凭借成本优势的仿制药，2018 年以来，国内药企除自主布局海外临床试验外，还积极寻求海外合作，加速布局创新药产品出海。
  - 其中不乏重磅品种。例如，今年信达生物和礼来制药的合作，信达生物将信迪利单抗的海外权益授权给礼来制药，包括 2 亿美元首付款加 8.25 亿元开发和销售里程碑付款加两位数比例的净销售额提成。天境生物与艾伯维关于 CD47 单抗的合作，包括首付款 1.8 亿美元加最高 17.4 亿美元的里程碑付款。基石药业与 EQRx 关于 PD-1、PD-L1 单抗的合作，包括 1.5 亿美元首付款加最高 11.5 亿里程碑加额外分级特许权使用费。
  - 中国创新药企已经开启了创新药向海外输出的新的征程，未来能够成功出海的药企将持续具有竞争力。

图表 15：中国创新药企业海外授权情况梳理（部分）

研发企业	时间	药品名称	靶点	被授权企业	授权区域	授权方式及金额（美元）
恒瑞医药	2018.1	SHR0302	JAK1	Arcutis	美国、欧盟、日本	首付款（200万美元）+里程碑款+销售提成，共计2.23亿美元
	2018.1	SHR1459、SHR1266（TG-1701、TG-1702）	BTK	TG therapeutics	许可范围国家	首付款100万美元+里程碑付款3.46亿美元（开发和获批1.862+销售1.6）
	2020.4	艾瑞卡（卡瑞利珠单抗）	PD-1	Crystal Genomics	韩国	150万首付款+8625万里程碑付款
	2020.9	马来酸吡咯替尼	EGFR/Her2/Her4	HLB Life Science Co., Ltd	韩国	170万首付款+获批第一个适应症50万，第一次进医保100万，之后每拓展一个适应症100万+不超过1.015亿销售里程碑+提成比例10-12%
	2020.11	SHR-1701	PD-L1/TGF-β	Dong-A ST Co.,LTD	韩国	229万首付款+不超过846万研发及上市里程碑付款+不超过1.285亿销售里程碑付款+10%销售提成（净销售额）
翰森制药	2020.7	阿美替尼	EGFR（三代）	EQRx	中国境外	包括首付款、注册、发展里程碑+商业里程碑+销售分成，约1亿
科伦博泰	2018.8	A167	PD-L1	和铂医药（HarbourBiomed）	除大中华区以外区域	潜在大于3.5亿+销售提成
天士力医药	2018.9	T89（复方丹参滴丸）		ArborPharmaceuticals.Inc	美国	最高2300万美元研发付款+最高5000万销售里程碑+最高毛利50%销售分成
信达生物	2015.3	包括PD-1在内三个单抗	PD-1、CD20等	礼来制药	海外	首付款5600万+超过4亿里程碑+销售提成
	2015.1	三个以PD-1为基础的双抗	PD-1/PD-L1等	礼来制药	国外市场	里程碑付款超过10亿
	2020.1	IBI-305（贝伐珠单抗）	VEGF	Coherus Biosciences	美国、加拿大	4500万，包括首付款+后续里程碑付款+双位数百分比销售分成
	2020.8	达伯舒（信迪利单抗）	PD-1	礼来制药	中国以外区域	2亿美元首付款+8.25亿元开发和销售里程碑付款+两位数比例的净销售额提成
君实生物	2020.5	JS016中和抗体		礼来制药	除大中华区以外区域	1000万首付款+2.45亿里程碑付款+两位数百分比销售分成
康方生物	2015.12	AK107单抗	CTLA-4	默沙东	全球	2亿，涵盖开发、推广的阶段式付款
基石药业	2020.1	CS1001、CS1003	PD-1、 PD-L1	EQRx	除大中华区以外区域	1.5亿首付款+最高11.5亿里程碑+额外分级特许权使用费
复宏汉霖	2018.6	HLX02（曲拓珠单抗类似药）	Her2	AccordHealthcare Limited（Intas子公司）	欧洲53个国家、中东及北非17个国家、部分独联体国家	4050万，包括首付款和里程碑+13.5%-25%净利润提成
	2019.9	HLX10（PD-1单抗）	PD-1	PT Kalbe Farma(KG Bio)	东南亚地区10个国家	首付款1000万+6.82亿里程碑付款
	2019.12	HLX01（利妥昔单抗）	CD20	FARMA DE COLOMBIA	哥伦比亚、秘鲁、厄瓜多尔、委内瑞拉	50万首付款+后续里程碑付款
	2020.3	HLX02（曲拓珠单抗类似药）	her2	Mabxience	阿根廷、乌拉圭、巴拉圭	25万首付款+50万里程碑付款
	2020.1	HLX04（贝伐珠单抗类似物）	VEGF	Essex	全球（眼科疗法领域）	1000万首付款+不超过1500万监管里程碑付款+销售里程碑+6%-10%销售额提成
	2020.1	HLX02（曲拓珠单抗类似药）	Her2	AccordHealthcare Limited（Intas子公司）	美国及加拿大	2700万首付款+不超过1300万监管里程碑付款+销售里程碑>2500万+18%-50%销售额提成
	2020.11	HLX35	EGFR/4-1BB	Binacea pharma	除中国大陆、香港、澳门、台湾以外的全球范围	50万首付款+不超过9300万监管里程碑付款+不超过6.7亿商业里程碑付款+净销售额8%-10%的特许权使用费
康宁杰瑞	2019.12	KN035（PD-L1单抗）	PD-L1	Tracon	北美市场	销售净额十数至中双位数百分比分成
百奥泰	2019.1	BAT1706（贝伐珠单抗类似物）	VEGF	Cipla	多个新兴国家市场	首付款+开发里程碑+商业化里程碑+销售分成
	2020.7	BAT2506（戈利木单抗生物类似物）	TNF-α	Pharmapark	俄罗斯及其独联体国家	
天境生物	2018.7	双特异性抗体		ABLBio	除大中华区以外区域	共计1亿美元，预付款（250万美元）+研发、注册、销售里程碑式付款
	2020.9	lemzoparlimab	CD47	艾伯维	除大中华区以外区域	首付款1.8亿+2000万临床1期里程碑（最高17.4亿里程碑），艾伯维优先选择基于此产品的双抗，潜在建议不少于10亿
三生制药	2014	pegsiticase (可代谢尿酸的重组酶)		Selecta Biosciences, Inc.	除大中华区以外区域	里程碑付款+销售提成，其中3期临床400万里程碑付款
亚盛医药	2019.1	UBX1967		UNITY Biotechnology		首付款+开发、销售里程碑+销售分成
贝达药业	2020.2	CM082	VEGFR/PDGFR	EyePoint Pharmaceuticals, Inc.	中国区域外全球商业化	100万首付款+里程碑付款+销售提成
微芯生物	2007	西达本胺	HDAC	HUYA	中国以外区域	2800万美元
浙江博生医药	2018.11	ES-072	EGFR（三代）	ApollomicsPharmaceuticals (CBT Pharmaceuticals)	除大中华区以外区域	

来源：公司公告，国金证券研究所梳理

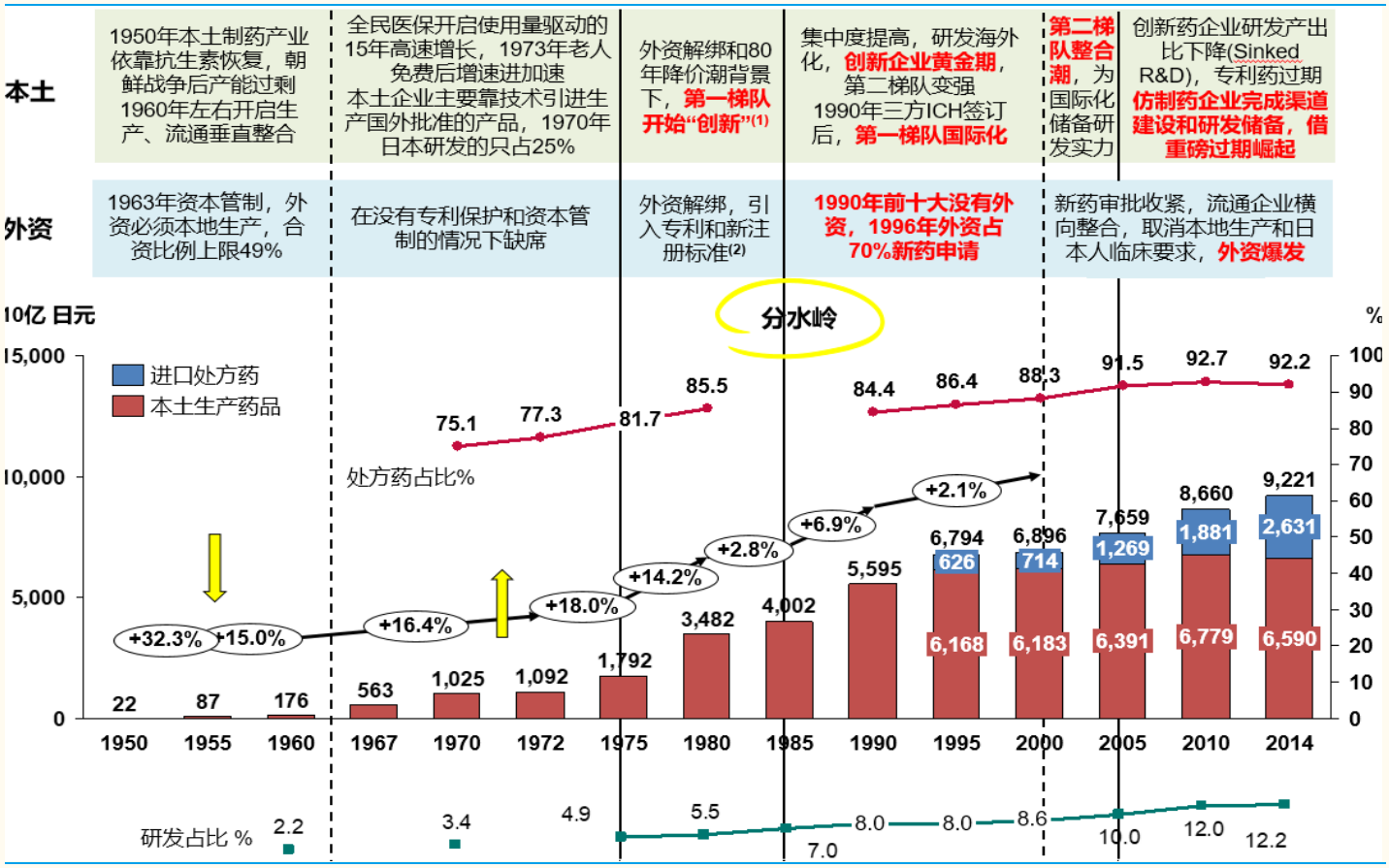
国金医药

■ 他山之石：日本创新药企业的出海之路

- **80 年代末外资独立后竞争加剧，倒逼本土企业国际化。**1975 年以前外资企业在日本必须与本土企业合资或授权给日本企业，才能取得销售许可证。1976 年药品专利保护和 1980 年新药品注册方法的实施才使得外资加大对日本市场的投入。自此，外资药企与本土药企解绑，从合作者变成了竞争者，加之 80 年代的降价潮，日本本土药企开始了创新化的转型。1990 年代 CH 签订后，日本本土第一梯队药企开启了国际化创新历程。

- 90 年代为日本创新药企业出海高峰期，龙头企业开始布局海外研发，通过合作销售的方式逐步获得市场。2000 年前后，海外开始真正产生贡献，一批全球性产品开始获批上市。1990 年至 2010 年 20 年间，日本安斯泰来、第一三共、大冢制药、卫材制药、武田制药五家药企在 FDA 获批的新药合计约为 50 种。

图表 16：日本制药行业发展背景



来源：JPMA，日本厚生省，国金证券研究所

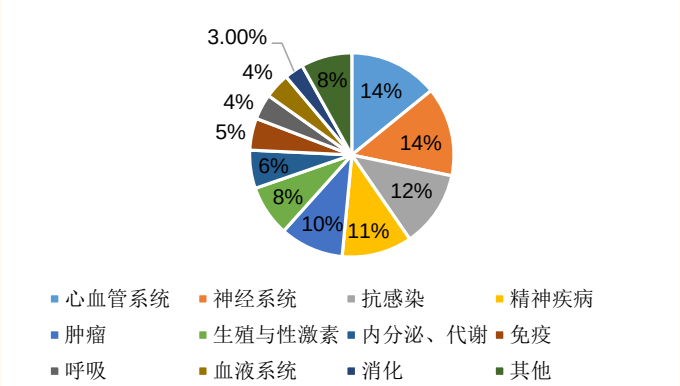
图表 17：1990 年至 2010 年日本创新药企在 FDA 获批新药整理（部分）

公司名称	药品名称&FDA批准号	通用名/主要成分	批准类型	批准日期	适应症领域
安斯泰来	CEFIZOX (ANDA #063294)	头孢唑肟钠	Approval	1994/3/31	细菌感染
	PROGRAF (NDA #050708)	他克莫司	Approval	1994/4/8	自身免疫病
	ADENOSCAN (NDA #020059)	腺苷	Approval	1995/5/18	心律失常，心绞痛
	AMISOME (NDA #050740)	两性霉素B	Approval	1997/8/11	真菌感染
	AMEVIVE (BLA #125036)	阿法西普	Approval	2003/1/30	银屑病
	VESICARE (NDA #021518)	琥珀酸索非那新	Approval	2004/11/19	尿失禁和/或尿频、尿急
	MYCAMINE (NDA #021506)	米卡芬净钠	Approval	2005/3/16	真菌感染
	LEXISCAN (NDA #022161)	瑞加德松	Approval	2008/4/10	放射性核素心肌灌注显像
第一三共	BANAN (NDA #050687)	头孢泊肟酯	Approval	1992/8/7	细菌感染
	PRELAY (NDA #020719)	曲格列酮	Approval	1997/1/29	2型糖尿病
	EVOXAC (NDA #020989)	盐酸西维美林	Approval	2000/1/11	干燥综合征
	WELCHOL (NDA #021141)	盐酸考来维仑	Approval	2000/5/26	高血脂
	BENICAR (NDA #021286)	奥美沙坦酯	Approval	2002/4/25	高血压
	BENICAR HCT (NDA #021532)	氢氯噻嗪，奥美沙坦酯	Approval	2003/6/5	高血压
	AZOR (NDA #022100)	苯磺酸氨氯地平，奥美沙坦酯	Approval	2007/9/26	高血压
	WELCHOL (NDA #022362)	盐酸考来维仑	Approval	2009/10/2	高血脂
	TRIBENZOR (NDA #200175)	苯磺酸氨氯地平，氢氯噻嗪，奥美沙坦酯	Approval	2010/7/23	高血压
卫材	HEXALEN (NDA #019926)	六甲蜜胺	Approval	1990/12/26	肿瘤
	SALAGEN (NDA #020237)	盐酸匹鲁卡品	Approval	1994/3/22	青光眼
	ARICEPT (NDA #020690)	盐酸多奈哌齐	Approval	1996/11/25	阿尔茨海默症
	PANRETIN (NDA #020886)	阿利维a酸	Approval	1999/2/2	慢性湿疹
	ONTAK (BLA #103767)	地尼白介素	Approval	1999/2/5	肿瘤
	ACIPHEX (NDA #020973)	雷贝拉唑钠	Approval	1999/8/19	胃溃疡、食管炎等消化系统疾病
	BANZEL (NDA #021911)	卢非酰胺	Approval	2008/11/14	癫痫
	LUSEDRA (NDA #022244)	磷丙泊酚二钠	Approval	2008/12/12	麻醉药
	HALAVEN (NDA #201532)	甲磺酸艾日布林	Approval	2010/11/15	肿瘤，乳腺癌
大冢制药	BREATHTEK UBT FOR H-PYLORI (NDA #020586)	尿素 C-13	Approval	1996/9/17	幽门螺旋杆菌感染
	FERRISELTZ (NDA #020292)	枸橼酸铁铵	Approval	1997/10/14	贫血
	RAXAR (NDA #020695)	盐酸格帕沙星	Approval	1997/11/6	细菌感染
	PLETAL (NDA #020863)	西洛他唑	Approval	1999/1/15	出血、缺血症
	BUSULFEX (NDA #020954)	白消安	Approval	1999/2/4	慢性粒细胞白血病及真性红细胞增多症、骨髓纤维化等
	ABILIFY (NDA #021436)	阿立哌唑	Approval	2002/11/15	精神分裂症
	LODOSEN (NDA #021790)	地西他滨	Approval	2006/5/2	骨髓增生异常综合症
	SAMSCA (NDA #022275)	托伐普坦	Approval	2009/5/19	低钠血症
武田制药	PREVACID (NDA #020406)	兰索拉唑	Approval	1995/5/10	胃溃疡、食管炎等消化系统疾病
	ATACAND (NDA #020838)	坎地沙坦酯	Approval	1998/6/4	高血压
	ACTOS (NDA #021073)	盐酸吡格列酮	Approval	1999/7/15	2型糖尿病
	PREVACID NAPRAPAC 500 (COPACKAGED) (NDA #021507)	兰索拉唑，萘普生	Approval	2003/11/14	胃溃疡、食管炎等消化系统疾病；解热镇痛抗炎
	ROZEREM (NDA #021782)	雷美替胺	Approval	2005/7/22	慢性失眠
	ACTOPLUS MET (NDA #021842)	盐酸二甲双胍，盐酸吡格列酮	Approval	2005/8/29	2型糖尿病
	DUETACT (NDA #021925)	盐酸吡格列酮，格列美脲	Approval	2006/7/28	2型糖尿病
	OMNARIS (NDA #022004)	环索奈德	Approval	2006/10/20	哮喘
	DEXILANT (NDA #022287)	右兰索拉唑	Approval	2009/1/30	胃溃疡、食管炎等消化系统疾病
	ULORIC (NDA #021856)	非布索坦	Approval	2009/2/13	痛风
	COLCRYS (NDA #022352)	秋水仙碱	Approval	2009/7/29	肿瘤；痛风

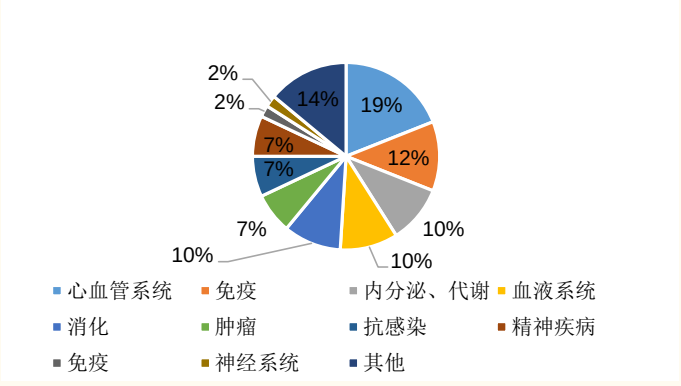
来源：FDA，国金证券研究所

- 90 年代开始日本药企开始布局创新品种，布局的治疗领域包括心血管系统疾病、免疫系统疾病、内分泌及代谢疾病、血液系统疾病、抗肿瘤等领域。其中免疫加抗肿瘤领域占比约为 20%，与同期欧美大型制药企业相比，布局领域并无显著差异。

图表 18：1990-2010 年欧美大型药企 NDA 品种治疗领域



图表 19：1990-2010 年日本药企 NDA 品种治疗领域



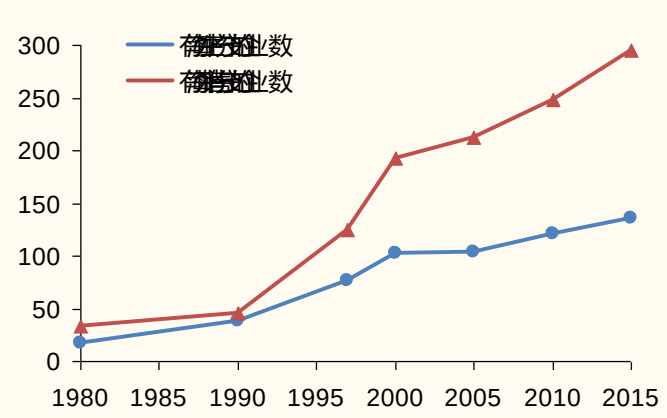
注：1）欧美大型药企数据来自默沙东、BMS、GSK、礼来、拜耳、罗氏、辉瑞、阿斯利康、诺华、赛诺菲十家药企 NDA 品种总和 2）仅考虑 1990-2010 年间获 FDA 批准的处方药数据

来源：Insight 数据库，国金证券研究所

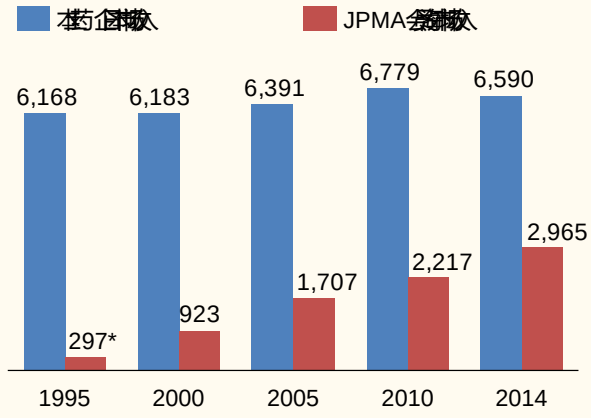
来源：Insight 数据库，国金证券研究所

- 经过 20 多年的渠道建设，海外贡献真正开始体现，海外收入占比不断提升。以 90 年代在美国获批上市的武田制药的兰索拉唑、盐酸吡格列酮、坎地沙坦酯为例，在美获批上市后销售额迅速增长，分别于 2008、2010、2011 年达到销售峰值，在美国销售峰值分别约为 25.6 亿美元、35.8 亿美元、9.4 亿美元。

图表 20：有海外销售及生产分支的日本药企数量



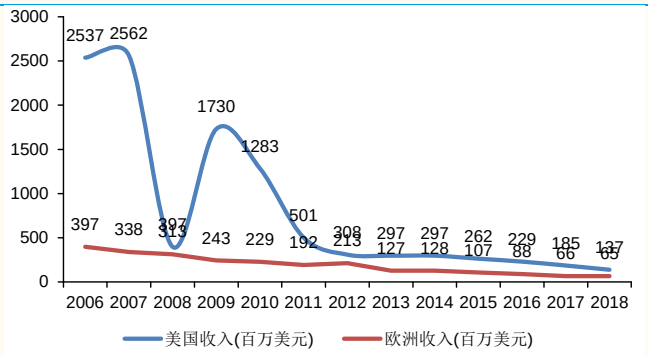
图表 21：日本药企本土市场收入及海外市场收入



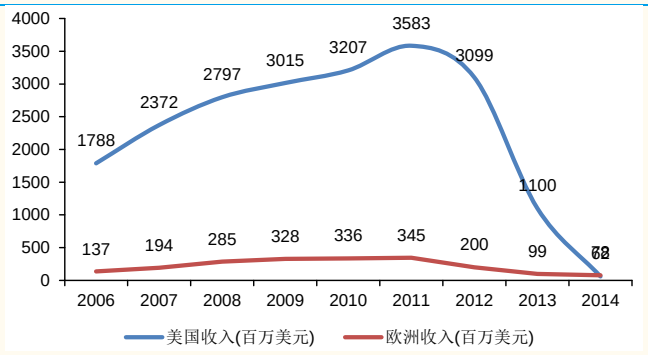
来源：JPMA，国金证券研究所

来源：JPMA，国金证券研究所（*实际为 1997 年数据）

图表 22：兰索拉唑销售额（百万美元）



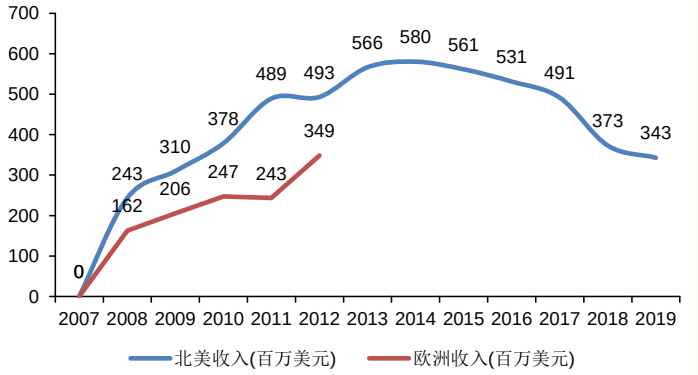
图表 23：盐酸吡格列酮销售额（百万美元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

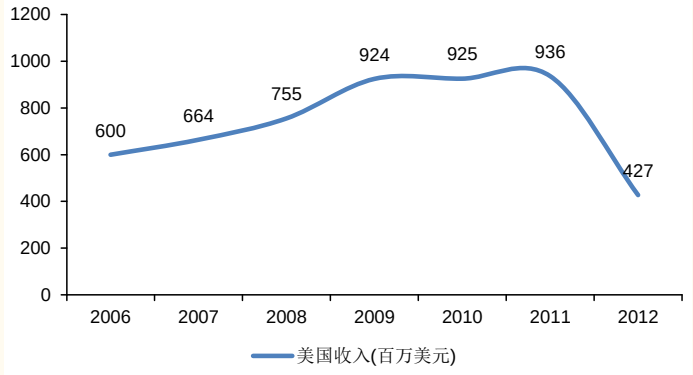
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 24：索非那新销售额（百万美元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 25：坎地沙坦酯销售额（百万美元）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

医保谈判新常态下的国内市场，看好技术平台化公司

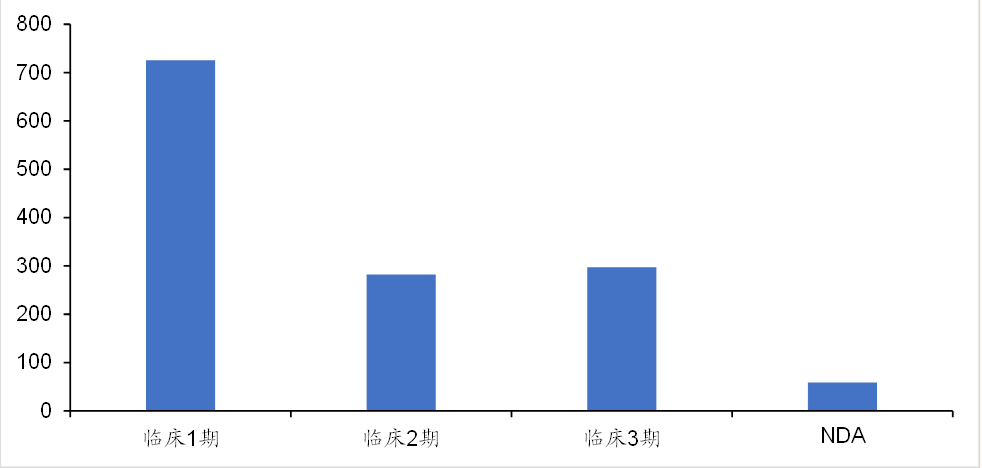
- 创新药研发持续火热，近 60 款新药目前已递交 NDA
  - 受疫情影响，2020H1 新药获批进度受损。2020Q1-2020Q3 国内批准的进口及国产新药共 43 个，其中外资 17 个，国产 26 个（包括注册分类 1 类、国内首次获批的进口、中药新药、及按新药申报的生物 2、15 类）。目前仍有近 60 款创新药处于 NDA 阶段，2021 年将进入新药获批阶段。同时医保谈判放款时间标准，上半年获批的创新药有望当年通过医保谈判进入医保，2021 年预计创新药板块受益明显。

图表 26：国内处于 NDA 阶段的创新药梳理（部分）

公司名称	品种代码	靶点	适应症	阶段	国内、国外
恒瑞医药	阿帕替尼	VEGFR2	肝癌二线	NDA	国内
	瑞格列汀	DPP-Ⅳ抑制剂	Ⅱ型糖尿病	NDA	国内
	脯氨酸瑞格列汀	SGLT2	糖尿病	NDA	国内
	海曲泊帕	TPO	血小板减少症	NDA	国内
	贝伐珠单抗类似物	VEGF	肺癌	NDA	国内
中国生物制药	盐酸安罗替尼胶囊	VEGFR&PDGFR	标准治疗后进展的转移性结直肠癌患者 晚期甲状腺髓样癌	NDA	国内
	沙美特罗氟替卡松		哮喘	NDA	国内
翰森制药	HS-10296	EGFR（三代）	一线非小细胞肺癌	NDA	国内
	inebilizumab 注射液	CD19+	视神经脊髓炎、血癌	NDA	国内
	艾美酚胺替诺福韦片	HBV	抗HBV感染	NDA	国内
石药集团	注射用两性霉素B胆固醇硫酸酯复合物		侵袭性真菌感染	NDA	国内
	注射用硼替佐米	26S蛋白酶抑制剂	骨髓瘤	NDA	国内
	达沙替尼	多靶点TKI	白血病	NDA	国内
	舒尼替尼胶囊	TKIs抑制剂	胰腺癌、肾癌、胃肠道间质瘤	NDA	国内
	索拉非尼片	多激酶抑制剂	肾癌、肝癌	NDA	国内
复星医药	阿达木单抗注射液	TNF	斑块状银屑病、类风湿性关节炎	NDA	国内
	阿伐曲泊帕片	TPO	择期行诊断性操作或者手术的成年慢性肝病患者相关血小板减少症	NDA	国内
	贝伐珠单抗类似物	VEGF	结肠癌	NDA	国内
百济神州	BGB-A317	PD1	一线非鳞非小细胞肺癌 一线鳞状非小细胞肺癌	NDA	中国
	帕米帕利	PARP	卵巢癌	NDA	中国
信达生物	IBI308	PD-1	一线非鳞非小细胞肺癌	NDA	中国
君实生物	JS001(特瑞普利单抗)	PD-1	1L 鼻咽癌（单药）	NDA	亚太
	UBP1211	TNF-α	类风湿关节炎，强制性脊柱炎，银屑病	NDA	中国
基石药业	ivosidenib	IDH1m	急性髓性白血病，胆管癌(美国)	NDA	中国
	CS1001（核心产品）	PD-L1	非小细胞肺癌	NDA	中国
	avapritinib（CS3007、BLU-285）	KIT及PDGFRα	胃肠道间质瘤(PDGFRα阳性，2线/3线)	NDA	中国
	CS3009（BLU-667)	RET	非小细胞肺癌 (1线/2线)	NDA	中国
亚盛医药	CMAB008英夫利昔单抗	TNF-α	类风湿关节炎	NDA	中国
	HQP1351	BCR-Abl（三代）	TKI耐药并伴随T315I突变的CML	NDA	中国
百奥泰	巴替非班BAT2094	Ⅱb/Ⅲa 受体拮抗剂	PCI 围术期抗血栓	NDA	中国
荣昌生物	纬迪西妥单抗	HER2 ADC	HER2阳性局部晚期或转移性胃癌（2L）	NDA	中国
	泰它西普	Blys/April	系统性红斑狼疮	NDA	中国
江苏艾迪	ACC007片	-	艾滋病	NDA	中国
华北制药	重组人源抗狂犬单抗	-	狂犬病	NDA	中国
药明巨诺	瑞基仑赛注射液	CD19	复发难治性B细胞非霍奇金淋巴瘤	NDA	中国
泽璟制药	甲苯磺酸多纳非尼片	VEGF	肝癌	NDA	中国
和黄医药	沃利替尼片	c-Met	非小细胞肺癌	NDA	中国
诺诚健华	奥布替尼片	BTK	r/r套细胞淋巴瘤	NDA	中国
康方生物	AK105	PD-1	三线复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	NDA	中国
东曜药业	TAB008（安维汀类似物）	VEGF	一线治疗nsNSCLC	NDA	中国
微芯生物	西格列汀钠	PPAR	2型糖尿病	NDA	中国
嘉和生物	杰诺单抗注射液	PD-1	外周T细胞淋巴瘤	NDA	中国
誉衡药业	赛帕利单抗注射液	PD-1	晚期/转移性经典型霍奇金淋巴瘤	NDA	中国
艾力斯	甲磺酸伏美替尼片	EGFR	NSCLC	NDA	中国
艾森医药	马来酸艾维替尼胶囊	EGFR	CHL、慢性淋巴细胞白血病等	NDA	中国
河南真实生物	阿兹夫定片	NS5B	抗感染	NDA	中国
东阳光药	磷酸依米他韦胶囊	NS5A	HCV感染	NDA	中国
和记黄埔	沃利替尼片	c-Met	NSCLC	NDA	中国
	索凡替尼胶囊	多靶点TKI	神经内分泌瘤	NDA	中国
红日药业	对甲苯磺酰胺注射液		NSCLC	NDA	中国
华海药业	康泰唑胺片	PLA-2	皮肤及软组织感染	NDA	中国
圣和药业	和乐布韦片	NS5B	HCV感染	NDA	中国
扬子江药业	注射用左旋奥硝唑磷酸二钠		盆腔炎	NDA	中国
悦康药业	枸橼酸爱地那非片	PDE5	勃起功能障碍	NDA	中国
浙江医药	苹果酸奈诺沙星氯化钠注射液	Bacterial Top II	细菌感染	NDA	中国
海正药业	海泽麦布片	NPC1L1	高胆固醇血症	NDA	中国

来源：CDE，Insight，国金证券研究所

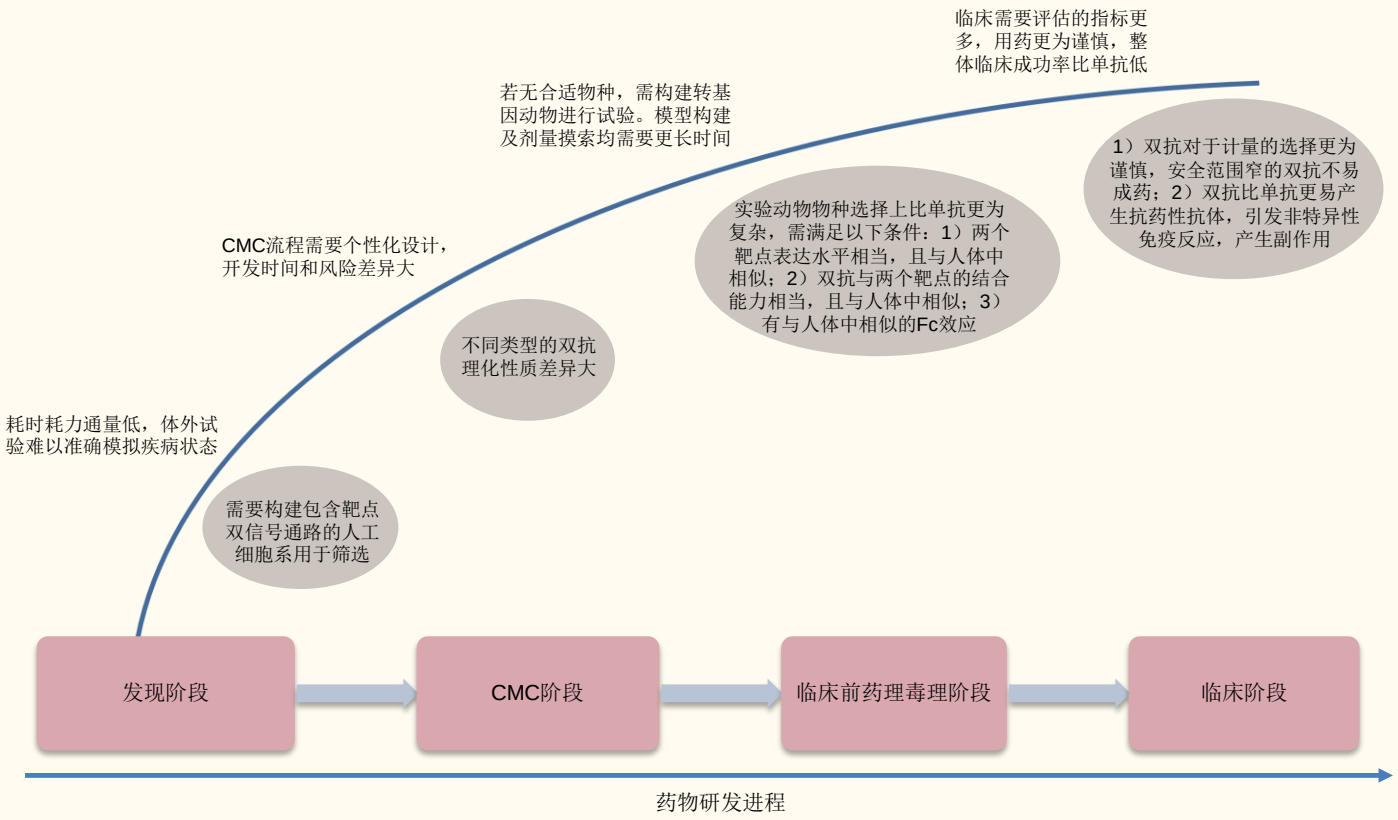
图表 27：创新药研发阶段统计



来源：CDE，国金证券研究所

- 医保谈判“新常态”下，寻找高胜率+高技术壁垒细分赛道
  - 目前国内创新药企业的研发策略多数是 fast follow 海外重磅品种，例如 PD-1 单抗。海外两款 PD-1 单抗 K 药和 O 药 2019 年销售额分别为 111 亿美元、72 亿美元。目前国内针对 PD-1 单抗研发的临床试验超过 100 项，竞争已然十分激烈。即将到来的医保谈判，我们预计 PD-1 单抗将大幅降价。
  - 未来创新药企业的研发方向除了积极寻找新的药物靶点外，建设高技术壁垒的技术平台有利于提高新药研发效率，增强竞争优势。与单抗药物相比，双抗和 ADC 药物均有其竞争优势，且双抗平台和抗体偶联药物（即 ADC 药物）平台均为高技术壁垒平台。
- 双抗平台
  - 与单抗相比，双特异性抗体（BsAb）能够识别两种不同的抗原表位或抗原的抗体。在抗肿瘤治疗领域，针对单靶点的治疗效果有限，针对多靶点的联合用药可以显著提升治疗效果。与联合用药相比，双抗在同时针对双靶点的同时，安全性更好。
  - 与单克隆抗体相比，双特异性抗体技术壁垒更高，表现在从早期研发到临床试验的各个方面，包括早期研发阶段、CMC 生产阶段、临床前药理毒理阶段和临床试验阶段。

图表 28：双抗开发的技术壁垒



来源：Pubmed，国金证券研究所

- 国内目前有 19 款双抗处于临床研究阶段，其中康宁杰瑞的 KN046 已经进入临床 III 期研究阶段，康方生物的 AK104 处于关键 II 期临床阶段，绝大多数仍处于临床 I 期早期阶段。目前进度最快的为康宁杰瑞的 KN046 和康方生物的 AK104。

图表 29：国内在研双抗临床进展

药品名称	研发机构	研发阶段	靶点	适应症
倍林妥莫双抗	Astellas Pharma,百济神州,MedImmune(AstraZeneca),Micromet(Amgen)	NDA	CD3，CD19	急性淋巴细胞白血病,弥漫性大B细胞淋巴瘤
KN046	康宁杰瑞	III期临床	CTLA4，PDL1	三阴性乳腺癌,胰腺癌,黑素瘤,食管癌,尿路上皮癌,非小细胞肺癌,胸腺癌
AK104	康方生物	II期临床	CTLA4，PD1	宫颈癌,肝细胞癌,黑素瘤,外周T细胞淋巴瘤,食管癌,鼻咽癌,MSI-H或dMMR肿瘤,胃癌或胃食管交界处癌,非小细胞肺癌
KN026	康宁杰瑞	II期临床	HER2	乳腺癌,胃癌或胃食管交界处癌
EMB-01	岸迈生物	I/II期临床	c-Met，EGFR	实体瘤
MGD013	再鼎医药,MacroGenics	I/II期临床	LAG3，PD1	黑素瘤,胃癌或胃食管交界处癌,肝癌
PM8001	普米斯,迈威生物	I/II期临床	not available，PDL1	实体瘤
ES101	科望医药,Inhibrx	I期临床	4-1BB，PDL1	实体瘤
HX009	翰思生物	I期临床	CD47，PD1	实体瘤
IBI315	Hanmi Pharmaceuticals,信达生物	I期临床	HER2，PD1	乳腺癌,胃癌
IBI318	Eli Lilly,Adimab,信达生物	I期临床	PD1，PDL1	癌症
IBI322	信达生物	I期临床	CD47，PDL1	实体瘤
IMM0306	宜明昂科	I期临床	CD20，CD47	B细胞淋巴瘤
K193	绿竹生物	I期临床	CD3，CD19	B细胞淋巴瘤
A-319	健能隆	I期临床	CD3，CD19	B细胞淋巴瘤
M701	友芝友(石药集团)	I期临床	CD3，EpCAM	癌性腹水
M802	友芝友(石药集团)	I期临床	CD3，HER2	实体瘤
MBS301	天广实	I期临床	HER2	乳腺癌,胃癌
PSB205	Sound Biologics,齐鲁制药	I期临床	CTLA4，PD1	癌症
SHR-1701	恒瑞医药	I期临床	TGF-β，PDL1	鼻咽癌,淋巴瘤
AK112	康方生物	I期临床	PD1，VEGF-A	实体瘤
卡妥索单抗	Trion Pharma,Neovii Pharmaceuticals,凌腾生物	IND	CD3，EpCAM	癌性腹水,胃癌,卵巢癌,腹膜转移癌
AMG 160	Amgen,百济神州	IND	PSMA，CD3	去势抵抗前列腺癌
AMG 701	Amgen,百济神州	IND	CD3，BCMA	多发性骨髓瘤
AMG 757	Amgen,百济神州	IND	CD3，DLL3	小细胞肺癌

来源：CDE，国金证券研究所

国金医药

- 抗体偶联药物平台
  - **ADC 药物结合了抗体药物及小分子抗肿瘤药物的优势。**ADC 药物是将抗体药物与具有细胞毒性的小分子药物偶联起来，利用抗体的高特异性将具有细胞毒性的小分子药物输送到肿瘤细胞，从而特异性地杀伤肿瘤细胞。与抗体药物相比，ADC 药物增加了有细胞毒性的小分子药物，肿瘤杀伤力更强。与小分子化药相比，ADC 药物有抗体药物相似的药代动力学参数，具有更好的选择性和稳定性，可以在特定的肿瘤细胞发挥杀伤作用，副作用更小。

图表 30：ADC 药物与抗体药物、化疗药物对比

	小分子化疗药	抗体药	ADC 药物
优点	肿瘤杀伤力更强	特异性强，选择性和稳定性好	具有抗体药物的高特异性、药代动力学参数和稳定性； 增加了有细胞毒性的小分子药物，肿瘤杀伤力更强；
缺点	特异性差，脱靶副作用强	依赖于肿瘤细胞表面抗原的表达量，对于抗原表达量低的肿瘤效果不好	目前由于技术限制，有些 ADC 药物在血浆中不稳定，容易释放小分子毒素造成脱靶效应； 对于肿瘤细胞的毒素输送效率有待进一步提高；

来源：国金证券研究所

- **与抗体药物相比，ADC 药物具有更高的技术壁垒。**除抗体药物外，ADC 药物还包含 linker 及小分子细胞毒药物。抗体药物主要通过基因工程方法表达，linker 及小分子化药通过化学合成方法合成。除抗体药物的靶点选择外，ADC 药物的技术壁垒也体现在 linker 及小分子细胞毒药物的选择上。

图表 31：ADC 药物的技术壁垒

抗体的靶点选择	小分子细胞毒药物选择	linker的选择
• 靶点需要在肿瘤细胞中高表达，在正常组织细胞中低表达或不表达，或限定在某一特定组织中表达 • 靶点需要在细胞表面，能够被血液循环中的抗体识别 • 靶点需为内源性抗原	• 具有强效抗肿瘤能力 • 相对亲水 • 缺乏MDR1/ABCB1抗药性（MDR1/ABCB1为已知的ADC药物的抗药蛋白） • 好与抗体进行连接	• 血液循环中保持稳定 • 仅仅在靶细胞中断裂，高效释放小分子化合物

来源：Pubmed，国金证券研究所

- **鉴于 ADC 药物的优势，国内外各大药企均在积极布局 ADC 药物的研发。**目前国内临床阶段在研的 ADC 药物有 15 款，靶点涵盖 Her2、Trop2、CD30 等，适应症多为各类肿瘤，其中针对 Her2 靶点的在研药物最多，共 9 款，来自百奥泰和荣昌生物的两款已进入 III 期临床阶段，预计不久将获批。

图表 32：国内已上市/在研 ADC 药物

药企	商品名	靶点	适应症	进展	上市/最近更新时间
罗氏	Kadcyla	Her2	乳腺癌（晚期二线、辅助治疗二线、新辅助治疗）	已上市	2020年1月
Seattle Genetics/武田	Adcetris	CD30	CD30阳性霍奇金淋巴瘤、系统性间变性大细胞淋巴瘤	已上市	2020年5月
辉瑞	Besponsa	CD22	急性淋巴细胞白血病	NDA	2020年1月
第一三共/阿斯利康	trastuzumab deruxtecan	Her2	Her2阳性乳腺癌（IHC 3+）（二线及以上）	III期	2019年9月
荣昌生物	RC48	Her2	胃癌、尿路上皮癌、乳腺癌等（二线及以上）	III期	2018年7月/2019年12月/2018年5月
	RC88	间皮素	多种实体瘤	I期	2019年10月
百奥泰	BAT8001	Her2	Her2阳性晚期乳腺癌（二线及以上）	III期	2018年2月
	BAT8003	Trop2	Trop2阳性晚期上皮癌（二线）	I期	2019年4月
东曜药业	TAA013	Her2	Her2阳性乳腺癌（二线及以上）	III期	2020年6月
浙江医药（与Arbrx合作）	ARX788	Her2	Her2阳性乳腺癌、胃癌（二线及以上）	II/III期	2020年6月
科伦药业	A166	Her2	Her2阳性乳腺癌、胃癌等恶性肿瘤（二线及以上）	I/II期	2018年8月
	SKB264	Trop2	卵巢上皮癌、胃腺癌、胰腺癌、三阴乳腺癌、膀胱癌（二线）	I-II期	2020年6月
复旦张江/上海医药	[illegible]	Her2	Her2阳性乳腺癌（IHC 3+）（二线及以上）	I期	2019年3月
恒瑞医药	SHR-A1403	c-met	晚期实体瘤（二线）	I期	2019年1月
石药集团	DP303c	Her2	Her2阳性晚期实体瘤（IHC 2+/3+）（标准治疗失败或不能接受标准治疗）	Ia期	2019年10月
上海美雅珂	MGR003	EGFR	EGFR阳性晚期NSCLC	II期	2020年7月
			EGFR阳性局晚期或转移性胆道癌（二线）	II期	2020年8月
			晚期实体瘤（二线）	I期	2018年3月
	MGR002	Her2	乳腺癌、胃癌（二线及以上）	I期	2018年10月
	MGR001	CD20	复发或难治性非霍奇金淋巴瘤	I期	2019年5月
浙江海正/北京天广实	HS630	Her2	乳腺癌（IHC 3+）（二线及以上）	I期	2019年6月
杭州多禧生物	用重组人源化抗Her2单抗[illegible]ub114[illegible]	Her2	Her2阳性晚期乳腺癌（二线及以上）	I期	2019年6月
复星医药	源化单克隆抗体单甲[illegible]坦汀F偶	Her2	HER2阳性的晚期乳腺癌（IHC 2+/3+）（二线及以上）	I期	2019年4月

来源：CDE，国金证券研究所

投资建议

- 我们推荐关注：恒瑞医药、中国生物制药、翰森制药、复星医药、石药集团、百济神州、信达生物、贝达药业、君实生物、荣昌生物、康方生物等。

CXO：景气度持续提升，关注细分新机遇

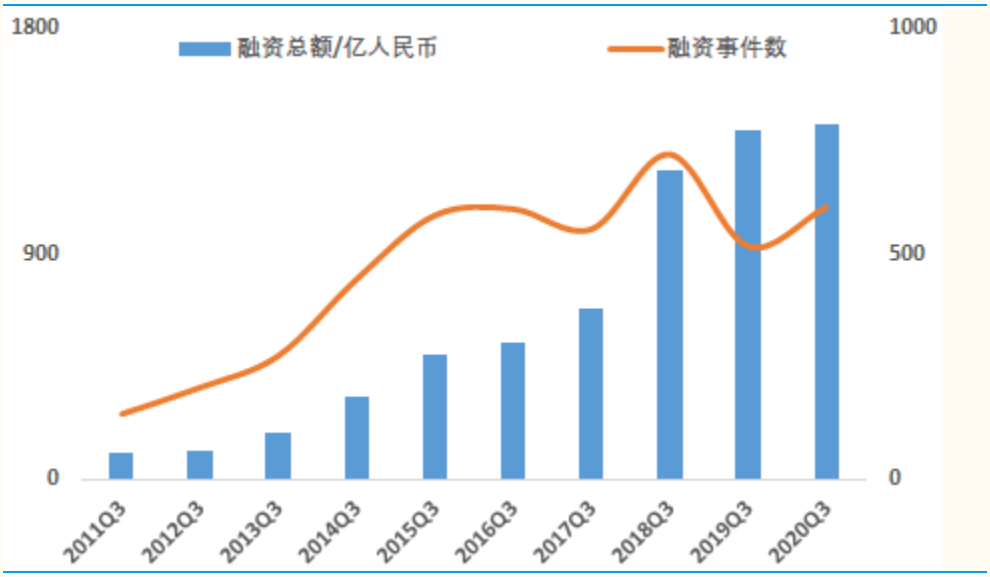
总体策略观点：（医药组：王班、王麟）

- **投融资超预期：**自上而下看，投融资环境全球流动性、国内科创板及疫情的影响，保持良好势头，2020Q3 国内外医疗健康融资创历史新高，好于我们之前的预期。
- **国内创新需求小幅超预期：**疫情环境下，国内医药创新环境继续保持旺盛状态，从前九个月 IND 申报及新登记临床情况来看小幅超预期。
- **CXO 板块预期上调：**CXO 板块需求旺盛，我们小幅上调了 2020 及未来三年收入复合成长预期。
- 整体来看，我们认为全球，特别是中国的医药创新需求依旧旺盛（存在大量未满足临床需求），CXO 全产业链可以通过医药创新赋能全球医药创新。外需方面，疫情客观上加速了产业升级和产业转移；内需方面，从国内医药创新趋势来看，未来 3-5 年将逐渐从研发立项&早期临床开发阶段过渡进入到临床后期开发和落地兑现阶段，CXO 全产业链整体持续高景气，细分产业链中 CDMO 和临床 CRO 的内需将进一步提振。

融资回暖，国内外医疗健康融资超预期

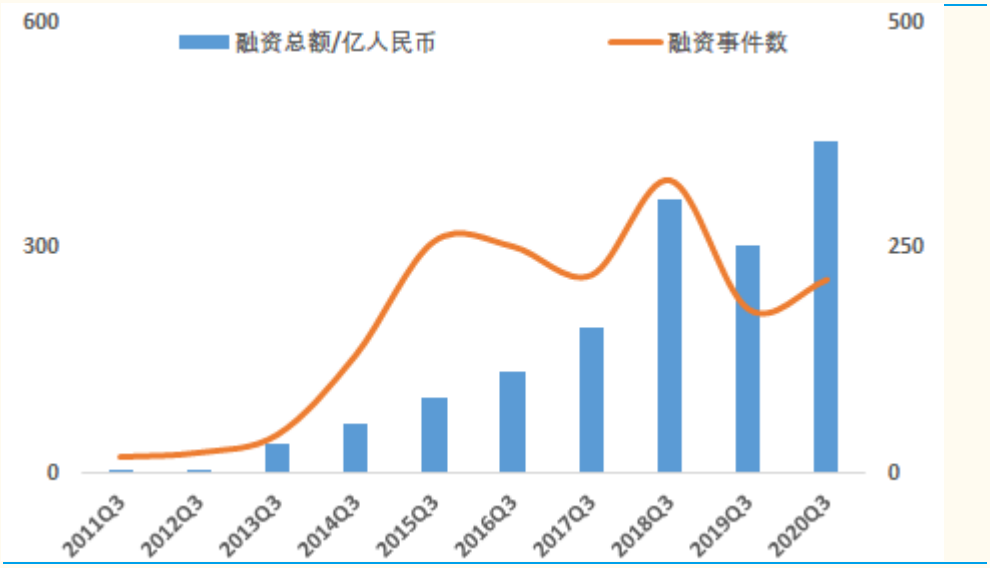
- 自上而下看，投融资环境全球流动性、国内科创板及疫情的影响，保持良好势头，2020Q3 国内外医疗健康融资创历史新高，特别是国内医药创新投融资回暖，好于我们之前的预期。

图表 33：全球医疗健康融资额情况



来源：动脉网，国金证券研究所

图表 34：国内医疗健康融资额情况



来源：动脉网，国金证券研究所

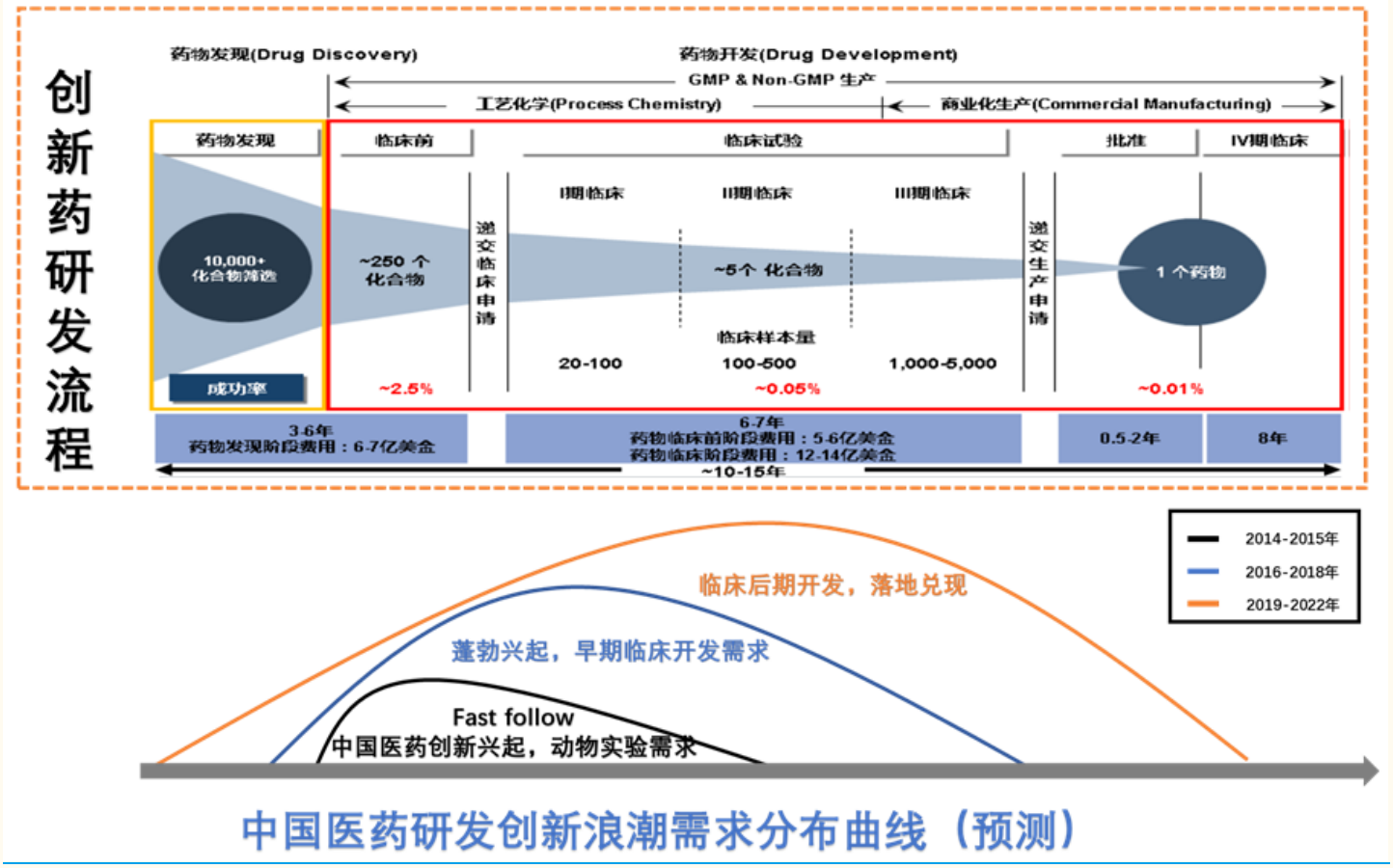
疫情下，国内创新需求仍小幅超预期

CXO 全产业链整体高景气，未来 3-5 年部分细分领域内需将进一步提振

- 自 2018 年以来，我们对国内医药创新及 CXO 全产业链的判断：目前我们处在中国医药研发创新 1.0 浪潮中，从国内医药创新趋势来看，未来 3-5 年将逐渐从研发立项&早期临床开发阶段过渡进入到临床后期开发和落地兑现阶段，CXO 全产业链整体持续高景气，细分产业链中临床 CRO 和 CDMO 的内需将进一步提振。

- CDMO：大量新药研发项目进入临床后期开发和落地兑现阶段，带来验证批次需求和新国产商业化 CMO 订单：①验证批次，商业化规模，量大于早期临床开发阶段订单；②MAH 制度下，新的国产商业化 CMO 订单：渠道零库存，药企超量备货。**建议关注 CDMO 细分领域中，未来 3 年内需订单弹性较大的重点标的，如药明康德（合全药业）、凯莱英、九洲药业等。**
- 临床 CRO：大量新药研发项目进入后期临床开发阶段，临床 CRO 需求激增；全球竞争力方面，我们预计未来 3 年，中国临床 CRO 头部企业将会持续通过产能扩张、海外并购方式推进全球化布局，全球多中心临床订单承接能力将出现拐点式变化，中国临床 CRO 产业的全球竞争力将显著提升。**建议关注泰格医药、药明康德、康龙化成等。**

图表 35：中国医药研发创新浪潮1.0



来源：招股说明书，国金证券研究所

疫情环境下，国内创新需求小幅超预期

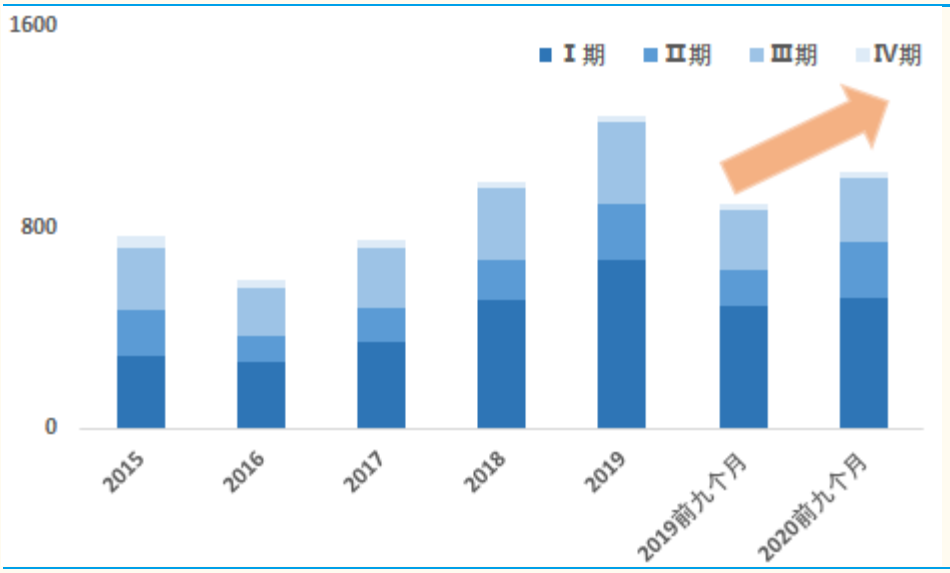
- 在 2020 年 1-2 季度国内疫情影响的情况下，国内医药创新环境继续保持旺盛状态，从前九个月 IND 申报及新登记临床情况来看，整体符合我们对产业的趋势判断，小幅超预期。

图表 36：国内 1 类新药 IND 申报情况



来源：CDE，医药魔方，国金证券研究所

图表 37：国内新登记临床情况



来源：CDE，医药魔方，国金证券研究所

- 临床 CRO 板块受到国内疫情的影响，2020 年病人招募、入组进度低于疫情前预期，但如上图所示，需求端保持旺盛增长态势。2021 年来看，我们预计随着中国医药研发创新浪潮的进一步推进，临床需求将持续增长，临床 CRO 板块有两大增长逻辑①需求旺盛，入组恢复，收入端高增长②景气度高涨，龙头公司有行业溢价能力，毛利率小幅提升。**建议关注泰格医药、药明康德、康龙化成等。**

CXO 板块需求旺盛，预期上调

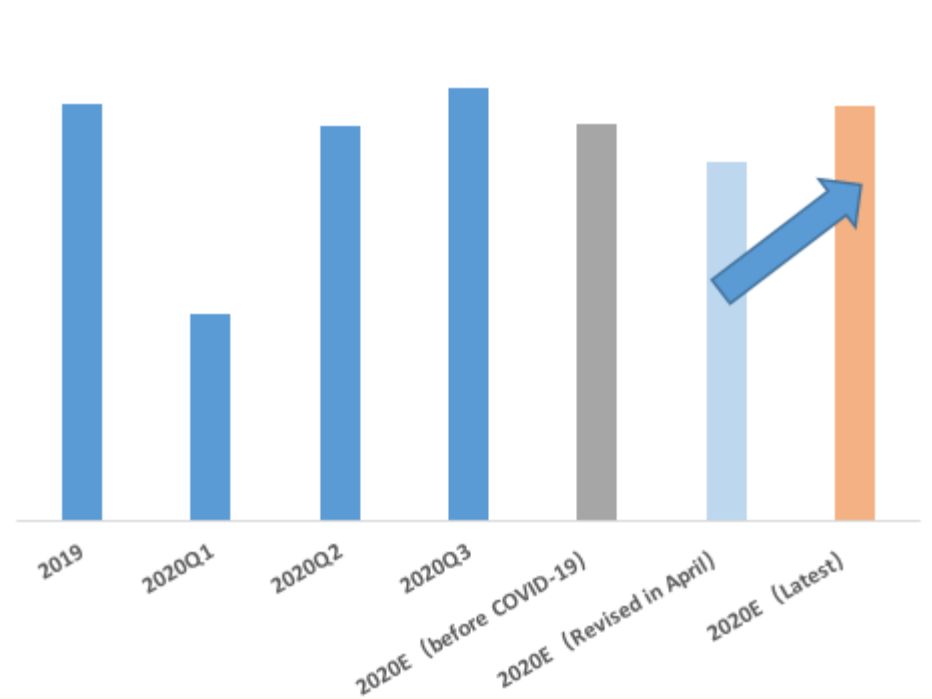
CXO 板块需求旺盛，我们小幅上调了 2020 及未来三年收入复合成长预期。

- Q1：受到国内疫情影响，CXO 产业普遍 2 月份开工受到影响，单 3 月份即已恢复正常，通过经营管理效率的提升（加班等），后续季度将持续弥补 2 月份损失工时，全年影响不大；临床 CRO 板块，受到疫情影响较大，全

年逐渐恢复。Q1 收入增速下降，同时毛利率、主营业务净利率和利润增速受到一定程度影响；全年预期小幅下调。

- Q2：2 季度小幅超预期，需求端旺盛，国内需求旺盛，海外需求订单加速转移；供给端，排产充足，毛利率提升，盈利能力恢复性改善。
- Q3：3 季度超预期，疫情加速产业转移趋势明显，结合我们对全产业链的订单和排产情况跟踪，我们小幅上调全年及未来 3 年复合成长预期。

图表 38：中国 CXO 板块收入增速及预期变化



来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议

- 我们推荐关注：药明康德、康龙化成、泰格医药、药明生物、凯莱英；美迪西、九洲药业、维亚生物、药石科技、博腾股份等。

制剂出口：看好注射剂出口龙头，美国价优厚利，中国集采受益

总体策略观点：（医药组：赵海春、王麟）

- 我们看好具备无菌注射剂出口能力，尤其是拥有通过FDA检验的持续产能，且已获得较多美国ANDA的龙头企业。此类企业将受益于“美中双报”共线品种的视同通过一致性评价而快速进入集采，成为进口替代主力军，抢占市场。

美国市场，价优、质量层次最高、竞争格局相对温和

- 无菌注射剂市场，是全球各国的刚需市场。根据 2019 年纽约全球新闻的报道，锡安市场研究公司发布了全球无菌注射剂市场的报告，预计到 2024 年全球该市场将产生约 7799 亿美元。根据 DataM Intelligence 在 2020 年 9 月 30 日的预测，2020-2027 年，全球无菌注射剂市场讲以 9.1%的复合增长率增长；2020 年，美国慢性病人口将增长到 1.57 亿。

- 无菌注射剂，按照药物类型，分为大分子和小分子，预计大分子将占据该市场主导地位。按照新药类型，分为原研与仿制，而随着众多原研专利到期，仿制药无菌注射剂市场处于一个更快上升的情况。按照适应症，可分为肌肉骨骼疾病，神经病，肿瘤，自身免疫疾病，传染病，心脏病和代谢紊乱疾病等。根据药物类别来分，又包括胰岛素，疫苗，肽激素，单克隆抗体，免疫球蛋白，细胞因子，血液因子及其他。

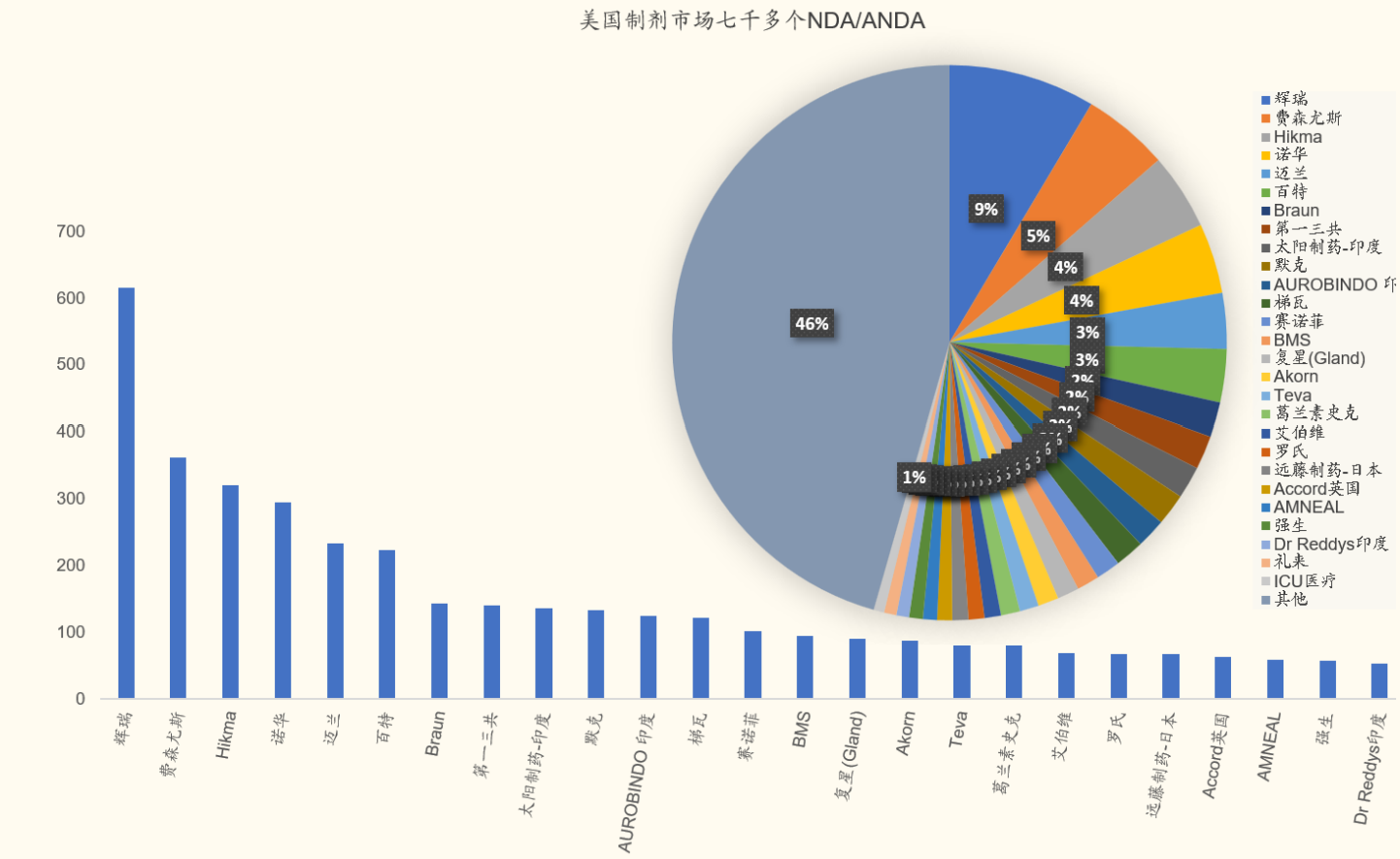
  按照地区，北美，欧洲，亚太地区，拉丁美洲以及中东和非洲是全球无菌注射药物不同区域市场。最大市场在北美，而最快增长在亚太。 北美占全球无菌注射药物市场份额约 42%。而亚太地区由于患者数量大、各国政府对于研发与品种引进的鼓励政策，将是增长最快的市场。

- 仿制药无菌注射剂，是指其具有与原研品牌药相同的活性成分，但药物的非活性成分可以变化。根据美国国家卫生统计中心的数据，如果疾病在患者体内持续超过三个月，则其特征为慢性疾病。慢性病是导致死亡的主要原因之一，而疫苗和保健药物不能轻易治愈这些疾病。根据世界卫生组织（世卫组织）的数据，非传染性慢性病每年造成 3800 多万人死亡。几乎一半的美国人口，即 47%的人至少有一个主要的心血管疾病危险因素，主要包括低密度脂蛋白胆固醇，高血压和吸烟习惯。这些疾病的高患病率将促进全球仿制药无菌注射剂市场的增长。越来越多的慢性疾病如癌症和糖尿病以及随之而来的欧洲各国对新型仿制药的需求增加将进一步推动这些地区市场的增长。

- 仿制药无菌注射剂市场，严管、紧缺常态，竞争温和，高收益。基于 FDA 对于注射剂品质的严格管控，合格生产商与产能皆有限，而患者又会更倾向于选择价格更优的仿制药注射剂，因此 FDA 发出仿制药无菌注射剂短缺警告也是常态。

  - 根据我们对美国 FDA 批准上市的全部截至 2020 年 12 月初，美国 FDA 共有无菌注射剂 NDA 和 ANDA 有 4158 个品规的统计，目前，持证药企共 583 家对应注射剂药物 2 千多种（实际企业数更少，因为有同一公司子公司重复统计的）。

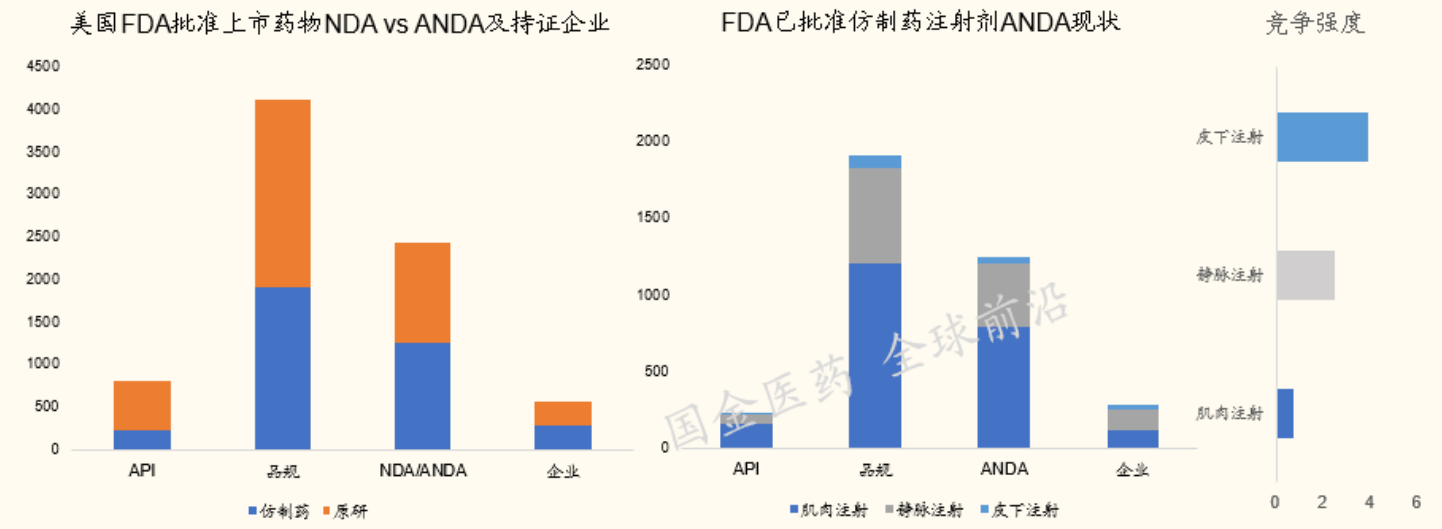
图表 39：美国制剂市场目前格局



来源：FDA 官网，国金证券研究所

- 而除去原研药企 NDA，美国 FDA 共批准了仿制药无菌注射剂 ANDA 的一千多个，对应持证企业仅两三百家，竞争温和有序。

图表 40：美国 FDA 批准的全部无菌注射剂药物现状



来源：FDA 官网，国金证券研究所

- 而随着注射剂市场品质要求日益提高，无法确保达到严格品质要求下连续供货的企业，退出市场，一些注射剂产品的短缺警告常现 FDA 官网。在过去一年来的新冠疫情中，更是使得一些慢性病人常年需要使用的注射剂产

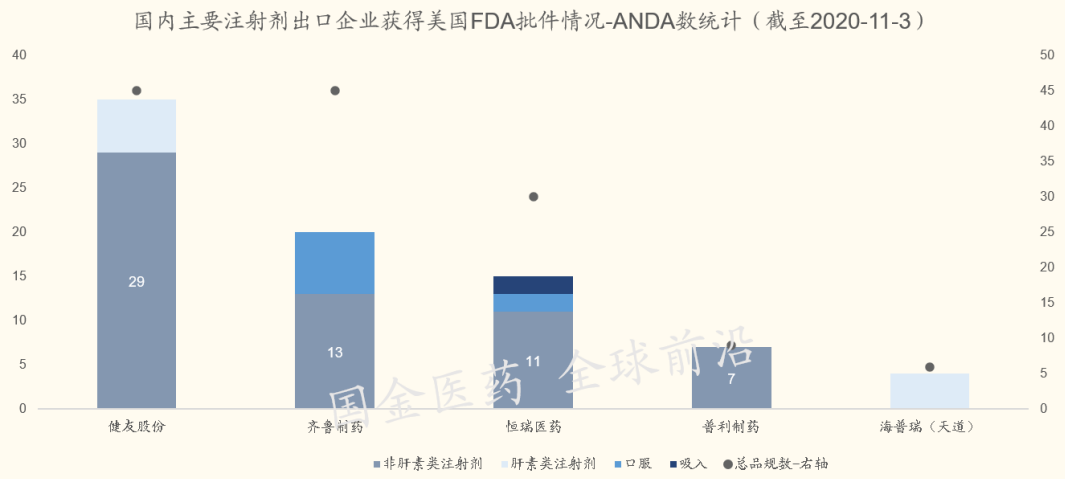
品面临断货风险。因此，为避免各类物资短期美国政府生物防御体系之内的 BARDA 提出了肝素原料药的 5 年收储计划。

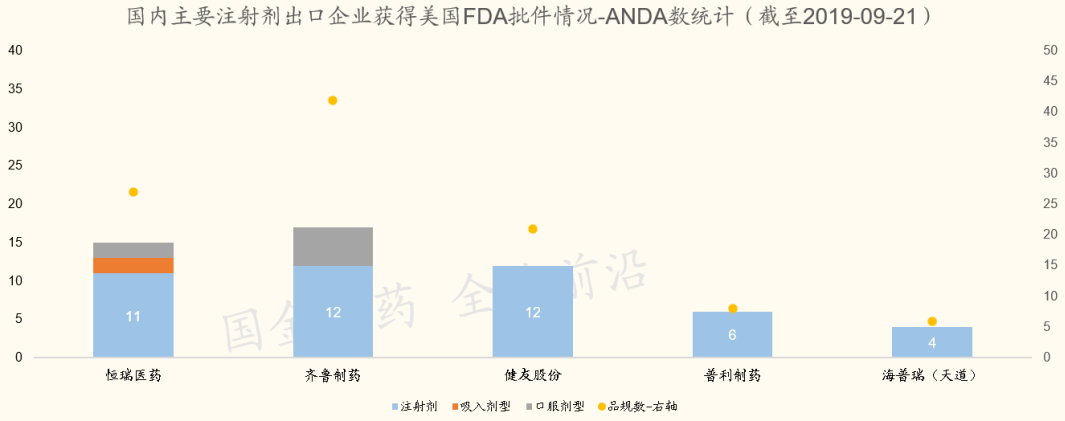
- 而相对于原研注射剂的更高研发成本与持续投入时间，直接并购仿制药管线对于大药企来说，可能是更高回报的战略。因此，从 2008 年的费森尤斯卡比并购 APP，到近年辉瑞并购 Hospira、百特收购 Claris、日医研收购 Sagent，巨头并购频发。

中国市场，集采受益者：美中双报、“光脚型”

- 就中国市场而言，一方面，是集采谈判与降价压力如剑悬顶，6000 亿注射剂市场变局在即，而另一方面，随着中国国力提升、加入 ICH 后带来的临床与新药研发的快速推进、以及“工程师红利”给无菌注射剂这类需要更高知识层次劳动力的领域得以快速发展。从华海的制剂出口，到复星的收购印度 Gland，再到健友股份的依诺肝素在其于美国上市 30 年之后-成为第一个获 FDA 批准上市的中国药企，都是中国制剂、注射剂一步步走向全球、走进更高质量门槛市场的足迹。
- 而美中双报品种优势日益显现。2020 年 10 月 21 日，国家药审中心发布《关于注射剂一致性评价补充材料相关事宜的通知》，明确发补需 80 天内补回，逾期不批；如果自觉无法通过，可主动撤回，完善后重新申报。申报要求再次严格收紧，美中双报品种优势将更快速兑现。（下图可见，注射剂头部企业的获批 ANDA 数在快速上升。）

图表 41：国内主要注射剂出口企业获得美国 FDA 批件梳理与年度对比（截止 2020/11/3）





来源：FDA 官网，国金证券研究所

投资建议

- 我们推荐关注的上市药企中的注射剂出口的头部企业：健友股份、恒瑞医药、普利制药等。

原料药：制造属性突出，特色原料药业绩兑现度+性价比较高

总体策略观点：（医药组：王麟）

- 具有国际竞争力，行业景气度持续兑现，性价比高。
  - 2014-2021 年全球仿制药集中专利到期，全球原料药行业有望维持两位数增长，行业景气度持续兑现。
  - 中国原料药企业成本优势有望继续发挥，在技术、质量体系、及 DMF 认证等角度具备国际竞争力。
- 盈利能力回归，订单逐步增加。
  - 由环保和一致性评价导致行业竞争格局改善，我们认为格局改善将长期持续，API 行业利润率回归合理水平，优秀 API 企业价值回归，业绩逐步兑现。
  - 由于中国 API 产业国际竞争力和企业水平的提高，中国 API 企业获取国际和国内高端产品订单，盈利能力改善。
- 特色原料药+制剂一体化，行业景气度延续。
  - API 企业拓展制剂业务，产业升级，API+制剂一体化毛利率有望达到 50-70%，药品价值链重新分割。

全球原料药行业景气度，专利悬崖带来持续增速

- 全球仿制药行业有望维持 5-10%符合增长，其中中国和发展中国家占比逐步提升。仿制药用量的提升，对于原料药（API）行业具有促进作用，尤其在支付能力有限的发展中国家。
- 2013-2030 年间，全球药品共有 1666 个化合物专利到期。其中 2014-2021 年最为集中，平均每年均有过百种化合物专利到期，平均每年到期原研药物销售额在 40-50 亿美金。
- 因此，专利悬崖的集中出现，及全球仿制药行业的稳定增长，有望推动全球原料药行业景气度持续，有望行业增速达到两位数。

图表 42：专利到期专利药销售额（十亿美元）

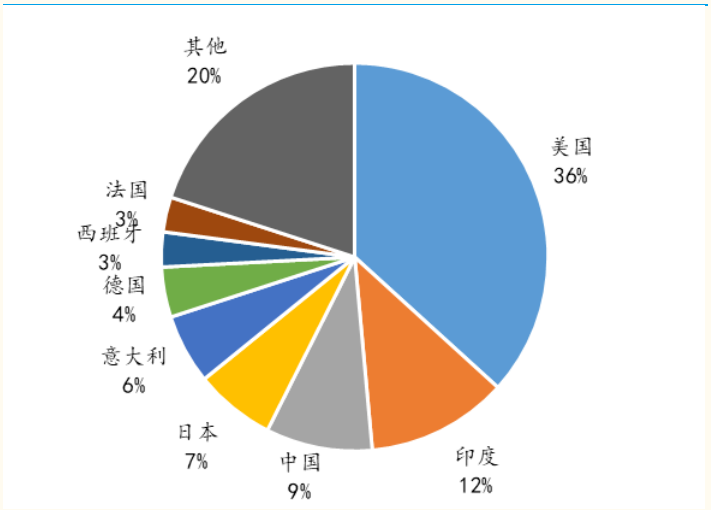


来源：YBL，国金证券研究所

中国原料药企业崛起，具备国际竞争力

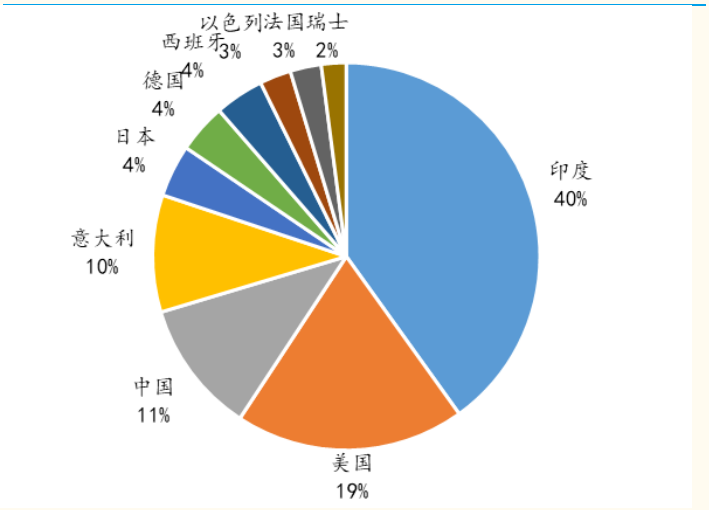
- 过去 10 年，API 产业逐步从欧美等发达国家转移到中心等新兴国家，全球价值链重新分布。中国原料药企业逐步崛起，在技术水平、质量体系、以及 DMF 认证批件等全方面赶超印度，具备国际竞争力。

图表 43：全球原料药生产商分布（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

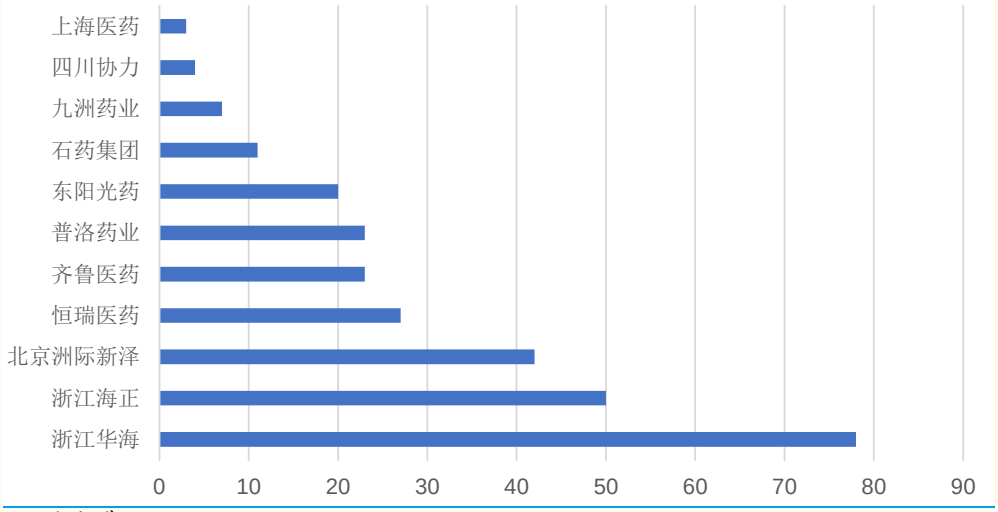
图表 44：全球 DMF 证书数量分布（%）



来源：Bloomberg，国金证券研究所

- 综上，由于中国 API 产业国际竞争力和企业水平的提高，中国 API 企业获取国际和国内高端产品订单，盈利能力改善。

图表 45：中国药企美国DMF（Active）数量排名统计



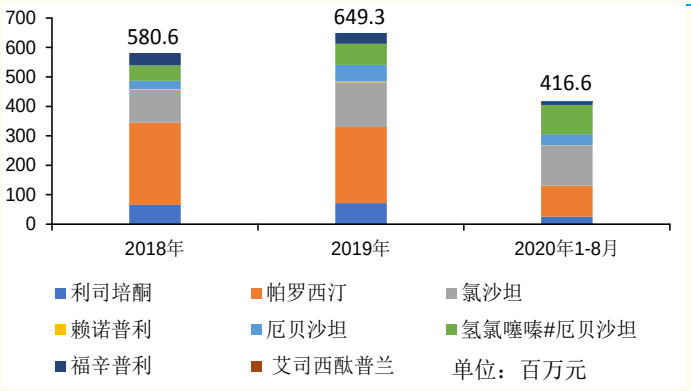
注：数据截止 2020Q3

来源：FDA，国金证券研究所

带量采购未来有望常态化，API-制剂一体化增量业绩强化确定性

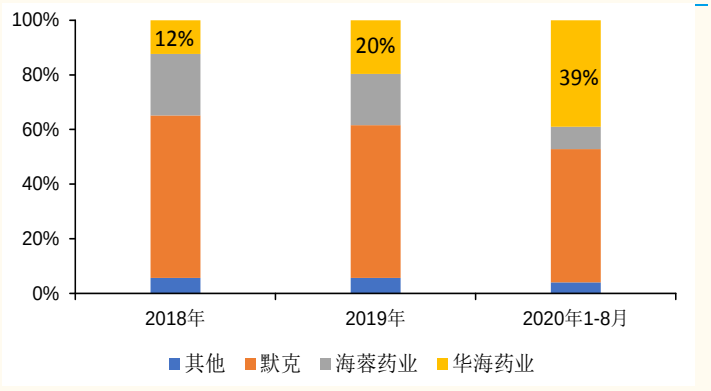
- 2018 年 12 月，国家进行“4+7”试点城市仿制药带量采购，通过一致性评价仿制药降价幅度较大。以华海药业为例，根据 2018.1-2020.8 月份终端样本医院试点城市数据，降价进入带量采购目录品种销售总额明显上升。
- 进入集采的品种市场份额显著增长。例如氯沙坦进入集采后，市场份额由 18 年的 12%增长至 19 年、20 年的 20%、39%；氢氯噻嗪厄贝沙坦市场份额由 18 年的 5%增长至 19 年、20 年的 7%、25%；赖诺普利市场份额由 18 年的 16%增长至 19 年、20 年的 18%、22%。
- 带量采购政策背景之下，原料药企业拥有明显成本优势，有望向下游发展仿制药制剂，在带量采购中受益于销量大幅提升，对业绩增量贡献。

图表 46：华海药业带量采购品种销售额



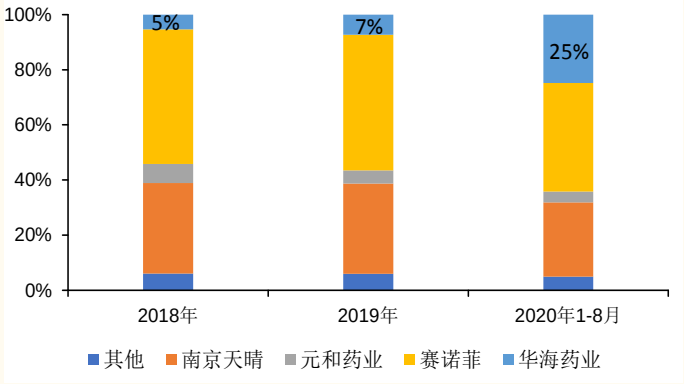
来源：wind，国金证券研究所

图表 47：华海药业氯沙坦市场份额



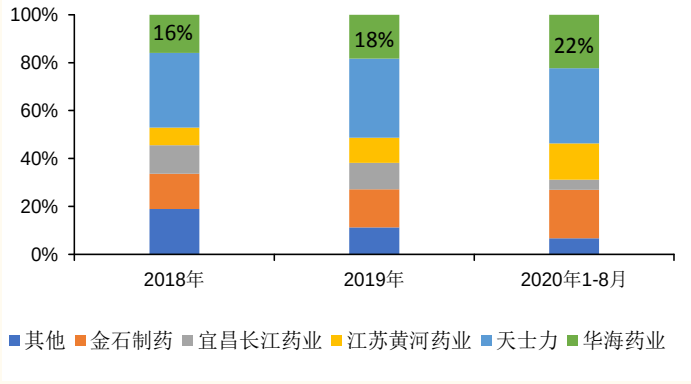
来源：wind，国金证券研究所

图表 48：华海药业氢氯噻嗪厄贝沙坦市场份额



来源：wind 医药数据库，国金证券研究所

图表 49：华海药业赖诺普利市场份额



来源：wind 医药数据库，国金证券研究所

- 因此，我们认为 API 产业将利用自身的原料药成本优势，借助带量采购政策，逐步实现“原料药-制剂”一体化战略，增加未来业绩增长的确定性。

投资建议：

- 综上，我们认为 API 产业将由以前的价格驱动的“类周期”行业到未来以新产品、新技术和新订单获取的成长性行业，产业逻辑持续兑现。看好特色原料药的未来增速，有望持续兑现行业景气度逻辑，未来一年维度版块投资性价比较高。
- 我们推荐关注：业绩+估值匹配的特色原料药企业：司太立、华海药业、普洛药业、美诺华、天宇股份、仙琚制药等。

零售药店：终点确定，稳健前行，短期处方外流加速放量

总体策略观点：医药组（王麟）

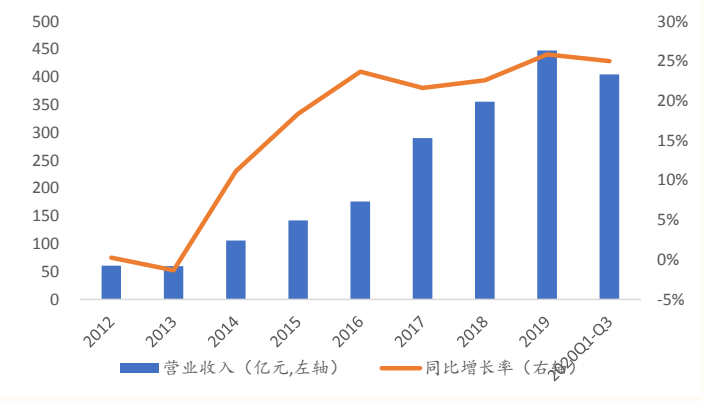
- 集中度提升的终点确定：外延并购+自建整合的扩张逻辑仍然是药店行业主逻辑，整体行业基本面增速稳定较好。
- 处方外流逻辑长期利好医药零售行业，药店通过布局院边店、DTP 药房和慢病管理承接处方外流。
  - 2020 年药店统一参与药品集采，药店行业承接药品流出能力增强，同时对药店盈利能力有所提升。
  - 2020 年新冠疫情的爆发改变群众消费习惯，群众拥有更大意愿进入药店买药而非医院买药，加快了药品从医院流出的速度。
- 线上药店的出现未来会改变行业竞争格局，关键在于个人医保账户改进稳健的进展。

零售药店板块整体业绩加速增长

- 收入：药店行业上市公司 2020Q1-Q3 营业收入 404.1 亿元，同比增长 25.02%。各龙头药房今年前三季度营收益丰 94.37 亿元，老百姓 101.2 亿元，大参林 104.92 亿元，一心堂 92.39 亿元，分别对应同期增速 27.72%、20.91%、30.49%、20.59%。整体行业受益于处方外流加速，呈现高增速状态。
- 归母净利润：行业归母净利润 26.07 亿元，同比增长 37.86%，单三季度净利润达到 8.14 亿元，同比增长 44.1%，进一步加速。

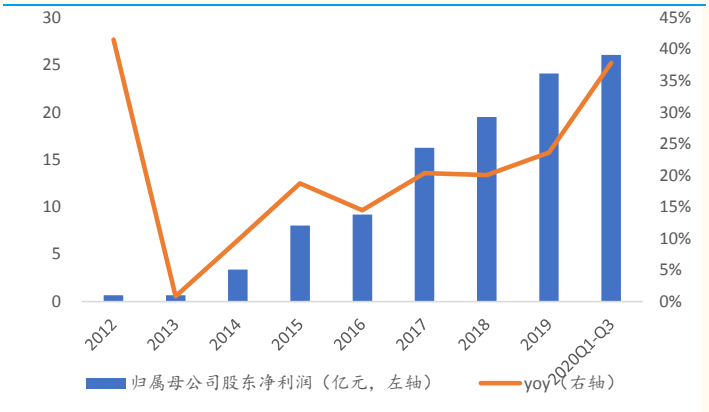
- 今年药店盈利能力受三个因素影响：1. 低毛利的处方药逐渐外流到药店，降低了整体药店行业的毛利率。2. 受 2020 年新冠疫情的影响，行业营销力度下降，销售费用率有所下降。3. 2020 第三季度开始药店统一参与集采，提升了集采品种的毛利率。

图表 50：2012-2020 年药店行业收入及增速



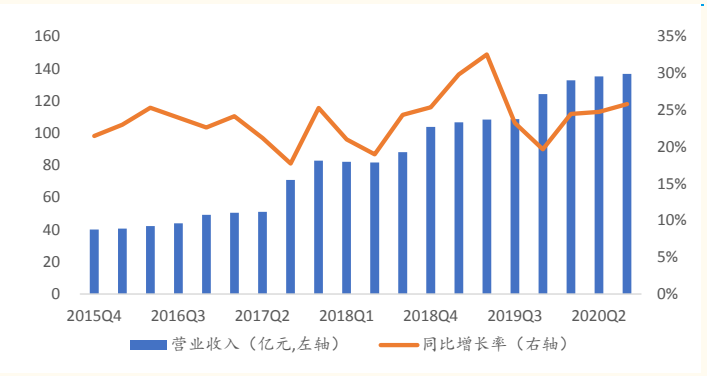
来源：wind，国金证券研究所

图表 51：2012-2020 年药店行业归母净利润及增速



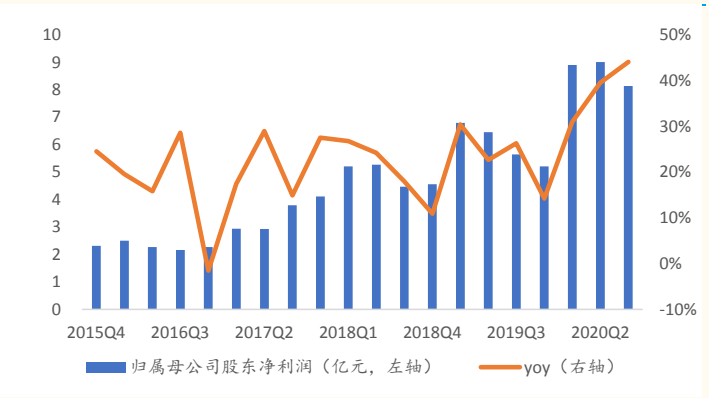
来源：wind，国金证券研究所

图表 52：2015-2020 年药店行业单季度收入及增速



来源：wind，国金证券研究所

图表 53：2015-20 年药店行业单季度归母净利润及增速



来源：wind，国金证券研究所

- 从四大龙头药店业绩表现来看，益丰和大参林在 2020 年利润增速有所提升，益丰前三季度归母净利润增速 41.16%，大参林 55.9%，老百姓一心堂维持在 24%左右的利润增速。可以看出今年开始，龙头药店在扩张上直营门店数增长较快，为未来的业绩增速埋下伏笔。

图表 54：益丰药房及老百姓2020 年业绩表现

类别	细分指标	益丰药房				老百姓			
		2019	2020Q1	2020H1	2020Q3	2019	2020Q1	2020H1	2020Q3
财务数据	营业收入（亿元）	102.76	30.48	62.93	94.37	116.63	32.82	66.87	101.2
	收入yoy	48.66%	23.43%	24.65%	27.72%	23.14%	20.34%	20.84%	20.91%
	归母净利润（亿元）	5.44	1.91	4.12	5.9	5.09	1.96	3.36	4.87
	归母利润yoy	30.58%	29.68%	33.84%	41.16%	17.01%	23.01%	24.39%	23.60%
	经营性现金流净额（亿元）	9.63	2.95	4.12	9.09	10.33	2.01	4.53	10.37
	经营性现金流净额/净利润	1.58	1.37	0.89	1.37	1.68	0.88	1.1	1.731218698
	整体平效（元/日/平方米）	59.43	61.95	66.40	56.56	60.00	61.00	61.00	62.06
	ROE（摊薄，%）	12.06	4.05	8.14	11.24	14.59	5.32	8.15	11.74
	ROIC（%）	12	3.88	7.09	10.5	12.11	4.02	7.06	10.59
	毛利率（%）	39.01	38.18	38.08	38.49	33.59	33.08	32.31	32.5
	净利率（%）	5.93	7.07	7.36	7.04	5.27	7	6.18	5.92
	存货周转（天）	93.65	90.19	85.82	87.2	85.97	87.67	84.1	84.66
	应收账款周转（天）	23.73	22.11	22.16	22.16	31.07	29.45	29.86	30.43
	应付账款周转（天）	41.76	41.94	42.11	47.01	55.38	59.3	56.78	61.05
门店数据	并购门店数量	381	31	45	23	243	34	94	3
	直营门店数量	4366	4450	4644	4885	3894	4115	4365	4636
	报告期内新增直营	1020	108	269	243	709	242	418	292
	加盟店数量	386	419	493	611	1234	1323	1436	1541
	报告期内新增加盟	217	33	108	117	676	114	202	248
	关闭门店数量	96	24	37	24	104	21	41	21
	现有门店总数	4752	4869	5137	5496	3894	4115	5801	4636
	东部占比（%）	42.82%	43.19%	40.61%	44.77%	32.15%	31.35%	31.39%	27.28%
	中部占比（%）	46.30%	45.18%	46.88%	44.60%	31.61%	34.02%	34.07%	39.19%
	西部占比（%）					13.97%	13.32%	13.75%	14.50%
	南部占比（%）					8.81%	8.46%	8.00%	6.89%
	北部占比（%）	11.74%	11.62%	12.51%	10.66%	13.46%	12.86%	12.81%	12.14%
融资数据	融资额度（亿元）		15.8	15.8	15.8	3.3		6.0	
	融资类型（可转债、股权、债券等）		可转债	可转债	可转债	可转债		增发	
	股本（亿股）	3.8	3.8	5.3	5.3	2.9	2.9	4.1	

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 55：大参林及一心堂2020 年业绩表现

类别	细分指标	大参林				一心堂			
		2019	2020Q1	2020H1	2020Q3	2019	2020Q1	2020H1	2020Q3
财务数据	营业收入（亿元）	111.41	33.62	69.4	104.92	104.79	30.87	60.29	92.39
	收入yoy	25.76%	30.39%	32.14%	30.49%	14.20%	19.30%	19.15%	20.59%
	归母净利润（亿元）	7.03	2.8	5.95	8.67	6.04	2.05	4.16	6.04
	归母利润yoy	32.17%	52.28%	56.21%	55.90%	15.90%	16.81%	23.46%	24.80%
	经营性现金流净额（亿元）	17.08	3.21	6.26	13.43	9.83	3.01	5.75	6.73
	经营性现金流净额/净利润	2.45	1.13	1.03	1.52	1.63	1.47	1.38	1.11
	整体平效（元/日/平方米）	85.97	89.25	88.93	87.83	44.34		48.34	
	ROE（摊薄，%）	16.57	5.91	12.58	17.37	13.14	4.27	8.49	11.04
	ROIC（%）	17.33	5.88	12.26	17.53	12.39	3.95	7.93	11.21
	毛利率（%）	39.48	37.84	38.07	38.58	38.7	36.18	36.21	36.23
	净利率（%）	6.25	8.47	8.73	8.39	5.76	6.63	6.91	6.54
	存货周转（天）	105.21	94.14	88.91	95.42	109.11	93.8	96.94	102.76
	应收账款周转（天）	10.22	9.3	9.33	9.52	18.56	17.68	19.07	20.97
	应付账款周转（天）	58.63	61.68	59.38	64.82	76.01	72.76	74.86	80.66
门店数据	并购门店数量	498	3	2	138				
	直营门店数量	4756	4885	5106	5258	6266	6402	6683	6911
	报告期内新增直营	892	147	439	172	718	136	447	363
	加盟店数量	54	76	106	145	-	-	-	
	报告期内新增加盟	41	22	52	39	-	-	-	
	关闭门店数量	70	18	37	20	86	24	30	38
	现有门店总数	4756	4885	5212	5541	6266	6402	6683	6911
	东部占比（%）	9.08%	9.03%	7.25%	5.14%	0.14%	0.16%	0.15%	
	中部占比（%）	7.13%	7.08%	8.91%	7.40%	0.26%	0.25%	0.25%	
	西部占比（%）					80.24%	80.63%	80.68%	
	南部占比（%）	80.21%	80.37%	80.32%	84.36%	16.62%	13.11%	13.15%	
	北部占比（%）	3.57%	3.52%	3.53%	3.11%	5.92%	5.86%	5.76%	
融资数据	融资额度（亿元）	1.0		14.1		6.0			
	融资类型（可转债、股权、债券等	可转债		可转债		可转债			
	股本（亿股）	5.4	5.5	6.6		5.7	5.7	5.7	

来源：公司公告，国金证券研究所

外延并购：注册制影响大型标的减少，各省市仍存在并购空间

- 近年，除了上市药房企业，一级资本亦大量开展药店并购，药店的收购价格从原来的 0.5-0.8 倍 PS 上升至 0.8-1.6 倍 PS。而这个局面从 2018 年末开始放缓，一级资本于 2018 年末暂停收购，进入整合阶段。到如今并购市场冷却，预计估值下调至 0.6-1.2 倍 PS。
- 今年由于注册制的出现，部分大型药店选择自行上市（达嘉维康、漱玉平民、健之佳等），一级资本在整合成功后也偏好资产上市从而退出获得收益，并购市场估值上调，大型标的减少。
- 以云南、山东省为例，各个省份目前会有部分中大型药店选择自行上市，但在当地还有小型标的仍存在并购空间。
  - 云南省：健之佳作为当地市场份额第二的连锁药店，占云南总市场的 5.4%，于 2020 年在 A 股上市，总体药店数 1052 家，收入在 35 亿左右。
  - 山东省：全国四大龙头药店在山东暂未占据较大的市场份额。当地龙头药房漱玉平民 2018 年底药店总数 1744 家，收入 35 亿元，占市场份额的 6.3%，也于 2020 年进入拟上市阶段。除此药店之外，当地其他几家龙头药店立健药店药店数 1460 家，临沂市仁和堂拥有 505 家药店，山东燕喜堂拥有 720 家药店；收入分别为 25 亿元、13.8 亿元和 13.3 亿元。在当地占据 5%、2%、3%左右的市场份额。

图表 56：全国各省市药店行业现状

地区	市场规模	零售药店	是否上市	2018年底药店数	收入（百万元）	市场份额
云南		一心堂	是			
		健之佳	是			
		云南白药大药房	母公司云南白药			
云南合计						
山东		漱玉平民	拟上市			
		立健药店	否			
		临沂市仁和堂	否			
		山东燕喜堂	否			
		青岛医保城	否			
		同方药业	否			
		华信宏仁堂	否			
山东合计						
广西		桂中大药房	母公司柳州医药			
		广西一心	否			
		一心堂	是			
		大参林	是			
		老百姓	是			
		国大药房	是			
广西合计						
吉林		吉林大药房	否			
		益和大药房				
		恒爱大药房				
		中东健康万家医药				
吉林省合计						
四川		德仁堂	否			
		四川杏林	否			
		太极大药房	否			
		芙蓉大药房	否			
		百信大药房	否			
		康贝大药房	否			
		成俗本草堂	否			
		成都				
重庆		重药控股	本土企业			
		国药控股				
重庆合计						
辽宁		成大方圆				
		国大药房				
		天士力大药房				
		东北大药房				
辽宁合计						

国金医药

来源：中国药店，国金证券研究所（部分数据为估计值，不为市场准确值）

处方外流：集采推动加速，药店毛利压力有所缓解

- 2020 年药店统一参与药品集采，药店行业承接药品流出能力增强，同时对药店盈利能力有所提升。
  - 1. 原来部分低价药品药店为了引流，通过负毛利出售，现在药店统一参与集采后负毛利压力得到缓解，毛利率有所提升。
  - 2. 中标品种统一集采，价格下降，毛利率下降，但会为药店引流部分客源，带来其他保健品或中药等偏消费品种销量上升
  - 3. 中标品种对应的非中标厂家由于销售渠道会从医院端转向零售端，会加大和零售商的合作力度，提升这部分毛利率
- 据我们测算，龙头药店大参林及益丰 2020 三季度同店增速均超过 10%，预计大参林同店增速中超过 60%来自于客流增量，30%左右来自于客单价的提升；益丰的同店增速中超过 90%来自于客流增量，10%左右来自于客单价的提升。
  - 广东地区大参林与广州药品商业流通公司合作，首批大参林（500+）家药房参与合作。同时基层医疗机构和定点合作药房建立合作关系，广东实现网定店取，网定店送的服务新模式。
  - 华中地区由于湖北市场受疫情冲击最大，群众在消费习惯上的变化更大，客流更愿意留在药店买药，而非进入医院取药，引起更大部分客流流向药店端，从而给益丰带来更大的客流增量。
- 整体而言，我们预计随着集采的进一步推进，药店行业承接处方外流的力度会逐步加大，处方药从医院端的流出将会是药店行业另一大业绩增量。我们预测 2020 年处方外流的增量达到 540 亿元左右。2030 年将会有 5000 亿药品处方外流，假设其中 60%进入零售市场，长期空间预计在 3000 亿左右。

图表 57：处方外流增量估算

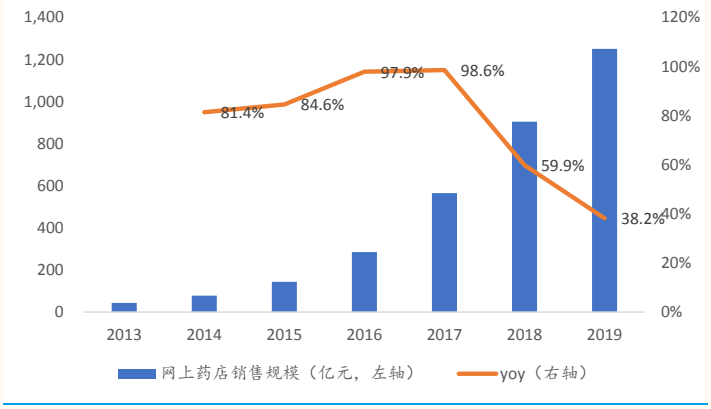
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
国内药品收入（亿元）	16118	17131	17955	18762.98	19513.49	20294.03
YoY		6.3%	4.8%	4.5%	4.0%	4.0%
处方药总收入（亿元）	10743	11266	12209.40	13509.34	14244.85	15017.58
处方药占比	66.7%	65.8%	68%	72%	73%	74%
公立医院处方药收入（亿元）	7863.88	8134.05	8546.58	9186.35	9259.15	9461.08
医院处方药占总处方药比例	73.20%	72.20%	70%	68%	65%	63%
假设公立医院处方药收入占总处方药比例维持2018年水平			8790.77	9726.73	10256.29	10812.66
假设医院占处方药比例			72%	72%	72%	72%
处方外流增量（亿元）			244.19	540.37	997.14	1351.58

来源：卫生统计年鉴，国金证券研究所

线上药店 vs 线下药店相关讨论

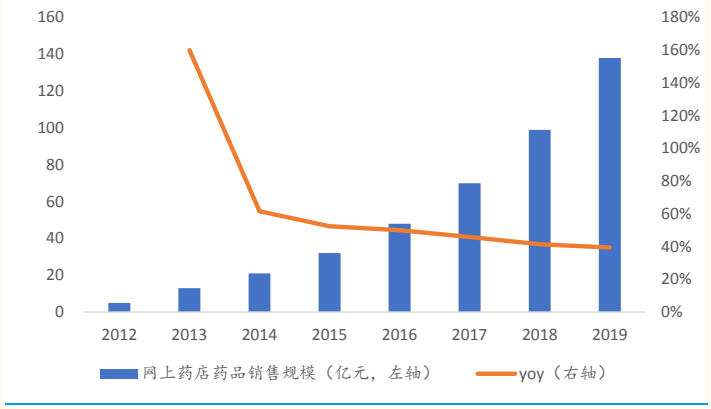
- 随着国内零售行业的线上化，线上药店的新型业态逐渐开始出现。2013-2019 年，线上药店销售额从 43 亿元增至 1251 亿元，线上药品销售额从 5 亿元增至 138 亿元。阿里健康、京东健康的出现，使得未来药店市场会部分从线下走到线上。目前，整个药品端线上销售额占比不及总体药品终端销售额的 1%，长期看来，线上药店将会获得较大一部分市场份额。

图表 58：线上药店规模快速增长



来源：wind，国金证券研究所

图表 59：线上药品销售额快速增长



来源：wind，国金证券研究所

- 对比线上及线下药店而言，线上药店的优势在于符合年轻人的消费习惯以及更低的价格，线下药店的优势在于购药的即时性、服务性和能够医保支付。
  - 短期看来，线上药店无法迅速取代线下药店的原因在于线上药店暂时无法快速将药品送至消费者手中，而很大一部分客户对药品的需求都是即时性的，这使得线下药房目前在承接客流的作用上短期内无法被替代。
  - 除即时性以外，医保的线上支付成为第二大壁垒。医保的线上支付在短期内无法快速开通，而线下药房目前 30%左右的收入都是由医保支付的。从而在线上医保支付全面开通之前，线上药店无法快速抢占市场份额。

图表 60：线上药店 vs 线下药店优劣势对比

	线下药店	线上药店
药品种类全	√	√
诊疗服务	√	○（线上医疗服务）
即时性	√	○（前置仓相关方式解决）
医保支付	√	？
价格便宜	？	√
流量入口	○（通过与O2O合作获得流量入口）	√

来源：国金证券研究所

- 未来长期发展趋势来看，即时性的问题可以逐渐通过线上药房布置前置仓等方式解决；线下药店不符合年轻人的消费习惯问题也能通过发展线上化，和 O2O 平台合作等方式，逐渐拥有线上业务。从而核心问题在于医保政策的突破上，如果未来国内的医保政策从医保资格、医保额度、电子医保凭证普及等方面依次突破后，将会对行业形态造成较大的改变，形成线上、线下共同发展的新局面。

投资建议

- 药店板块业绩整体维持较高增速，在中美贸易摩擦等外部环境的不确定下，我们仍然看好集中度提升和处方外流给上市龙头药店带来的确定性增长。同时线上药店会随着线上相关政策的逐渐放开迎接新的增量。
- 我们推荐关注：大参林、益丰药房、老百姓、一心堂、阿里健康、京东健康等。

药品消费品：三季度部分业绩反弹，部分品种有投资机会

总体策略观点：（医药组：王麟）

- **医美消费品：**
  - 2020 年一季度受疫情影响需求低于预期，从二季度开始需求提升。医美消费品龙头华熙生物前三季度收入 15.96 亿元，同比增长 23.96%，业绩符合预期。医美消费品在疫情后需求反弹，整体业绩保持高增长。
  - 推荐医美消费品龙头：华熙生物、昊海生科等。
- **中药消费品：**
  - 从中药品种来看，中药行业 2020 年前三季度收入增速为-10%，归母净利润增速-17%。行业毛利率 56%，与去年同期对比下降 3pct；净利率 8%，与去年同期对比下降 4pct，整体业绩承压。
  - 部分中药消费品品种有望受益于品牌护城河、国家保密配方及国内健康消费升级，获得业绩增速，提高市场份额获得投资机会。
  - 推荐标的：片仔癀、云南白药等。

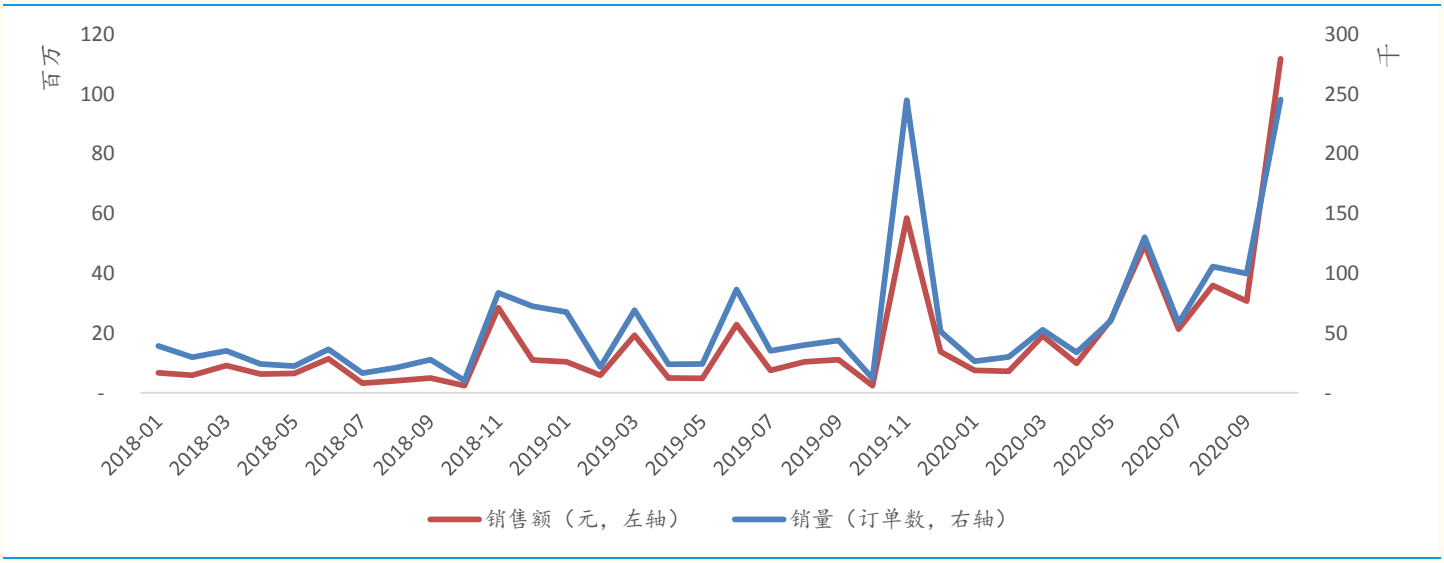
图表 61：药品消费品 2020 年前三季度表现

	收入增速（%）	归母增速（%）	毛利率同比提升（%）	净利率同比提升（%）	ROE同比提升（%）	估值（TTM PE）	估值（2020 PE）	1-9月涨跌幅（%）
片仔癀	17%	20%	-3%	1%	0%	20.94	18.42	18%
长春高新	18%	82%	1%	0%	0%	20.17	15.08	3%
白云山	-6%	-16%	-7%	-3%	-5%	17.72	18.98	-17%
云南白药	11%	20%	-2%	0%	0%	12.95	0.00	2%
东阿阿胶	-28%	-110%	-2%	-1%	-3%	20.40	16.51	-15%
欧普康视	25%	21%	-3%	-2%	-9%	13.43	15.26	-8%
华熙生物	24%	5%	-23%	-60%	-12%	-2.64	0.00	-12%

来源：wind, 国金证券研究所

- **华熙生物：**
  - 作为医美产品及功能性化妆品，目标人群巨大，生意空间较大，公司品牌“润百颜”口碑持续提升，市占率有较大提升空间。
  - 公司受新冠肺炎疫情影响，前半年原料业务收入同去年同期基本持平，医疗终端业务有所下滑，下半年疫情缓解需求提升，从三季度开始业绩相对恢复。原料业务收购佛斯特公司，扩大公司销售区域，随着国内外客户相继复工，加大国内生产后原料业务有望恢复增长。
  - 功能型护肤品收入受疫情影响较小，前三季度实现较大增长，二季度开始增速加快。随着大家对功能性护肤品关注度的提升，及国货品牌“润百颜”的口碑提升，未来公司护肤品业务还将持续高增长，推动业绩放量。

图表 62：2018-2020 年天猫润百颜旗舰店销售额及销售量



来源：国金数据中心，国金证券研究所

- **片仔癀：**
  - 作为医药健康消费品，拥有国家保密配方作为品牌护城河，目前国内渗透率较低，目标人群巨大，生意空间和市值成长空间较大。
  - 核心品种片仔癀收入加速增长，2020Q3 同比增长 48.6%。随着公司对片仔癀的提价以及销售渠道的扩张，预计未来核心品种收入仍将保持较快增长。
  - 日化板块与上海家化合作，新建渠道有望快速放量，有望复制云南白药牙膏的成功模式，为公司提供新板块增速。
  - 化妆品子公司筹划分拆上市，提升公司资源配置效率和经营独立性，未来可期。

投资建议

- 我们推荐关注：华熙生物、片仔癀等。

疫情防护：疫情应对需求仍然是医药板块重要的投资主线

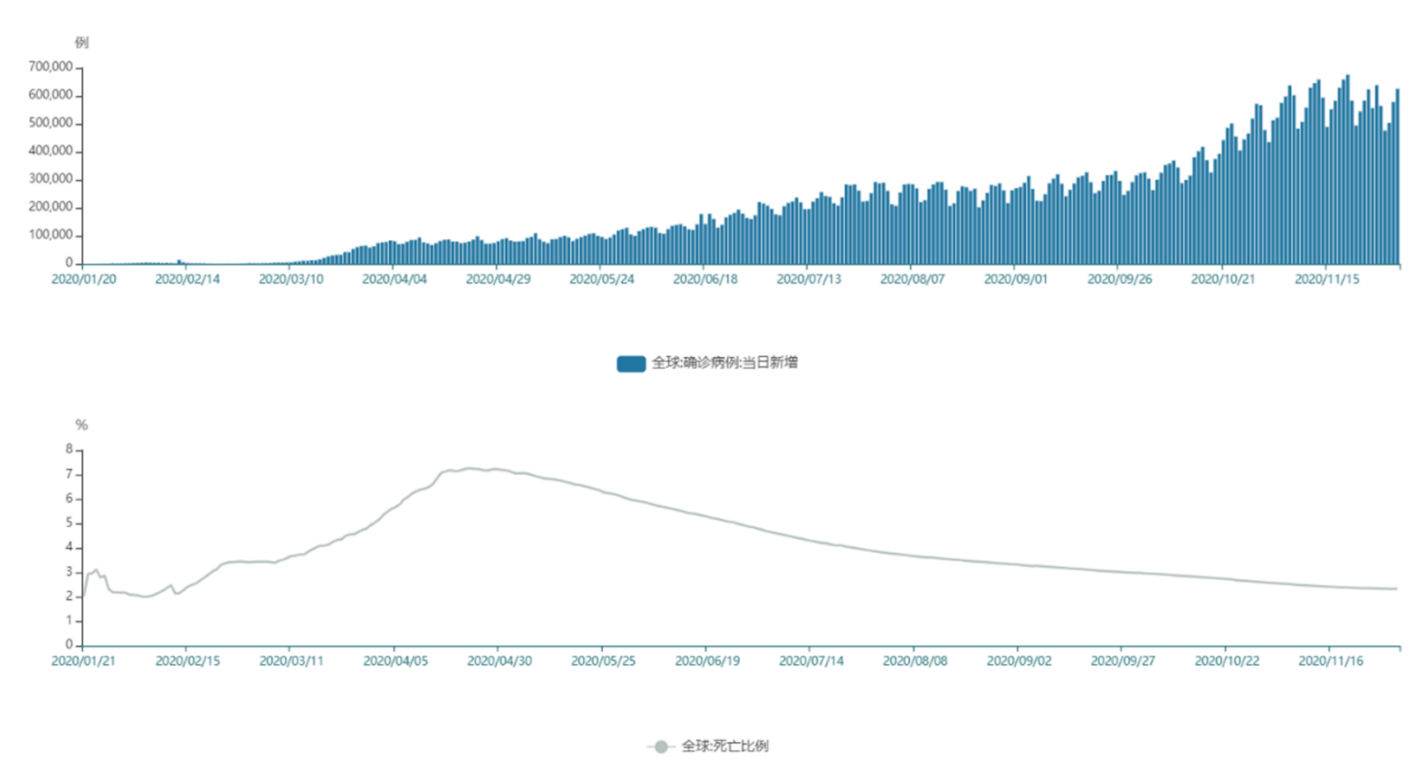
总体策略观点：（医疗组：袁维）

- 我们认为 2021 年医疗板块的投资机会仍将聚焦于疫情防护：
  - 在疫情应对需求中，新冠疫苗上市放量带来的投资机会的把握是最重要命题；疫情对全球民众生活习惯和防疫认知产生较大影响，新冠防控相关需求高峰可能持续相当长的时间，医疗防护和新冠检测领域的机会同样值得关注。

- 2020 年国内新冠疫情迅速得到有效控制，但海外疫情发病持续维持高位，且在 2020 年 10 月北半球天气转冷后有明显上升趋势。根据世卫组织实时统计数据，截至欧洲中部时间 12 月 5 日，全球累计确诊新冠肺炎病例超过 6500 万例，累计死亡病例超过 150 万例。
- **我们认为疫情防治需求的重点投资领域主要包括新冠疫苗、医疗防护、新冠检测、医疗设备等。**

- 回顾 2020 年医疗板块业绩表现，医疗防护、新冠检测等产品需求爆发，相关领域领先企业释放重大业绩弹性；展望未来，全球疫情防控治疗的相关需求在相当长的时间内仍将维持充沛。
- 2020 年 12 月 11 日，国务委员兼外交部长王毅在京出席“2020 年国际形势与中国外交研讨会”开幕式并发表主旨演讲，王毅表示，中国发挥最大医疗物资产能国优势，迄今已向各国提供了 2000 多亿只口罩、20 亿件防护服、8 亿份检测试剂盒。

图表 63：海外疫情死亡率下行趋稳，但新增病例依然高发



来源：Wind，国金证券研究所

图表 64：中国向各国提供大量抗疫医疗物资



首页 外交部长 外交部 外交动态 政府信息公开 驻外机构 国家和组织 资料 服务 移动客户端

首页 > 外交部长 > 相关新闻

王毅谈2020年中国外交：抗疫国际合作有声有色

2020-12-11

[字体：大 中 小] 打印本页

2020年12月11日，国务委员兼外交部长王毅在京出席“2020年国际形势与中国外交研讨会”开幕式并发表主旨演讲。

王毅表示，中国外交积极投身国内和全球抗疫，以实际行动践行人类命运共同体理念，展现了负责任的大国担当。疫情初期，我们在全球范围协助筹集医疗物资，以解国内抗疫斗争之急。面对疫情在全球蔓延，我们与海内外同胞齐心协力，严守疫情防控“国门关”，尽力维护国内来之不易的抗疫成果。复工复产启动以来，我们创造性地设立中外人员往来“快捷通道”、物资运输“绿色通道”，保障产业链供应链稳定畅通，助力国内经济社会的恢复发展。我们积极推动国际抗疫合作，本着公开、透明、科学、负责的态度，最早向世界报告疫情，第一时间发布病毒基因序列等关键信息，坚定支持世卫组织发挥领导作用，向世卫组织和联合国全球人道主义应对计划提供资金援助。组织上百场跨国视频专家会议，毫无保留地与各国分享抗疫经验。开设向所有国家开放的新冠疫情防控网上知识中心，向全球公开发布8版诊疗方案、7版防控方案。发起新中国成立以来规模最大的全球人道主义行动，向150多个国家和9个国际组织提供抗疫援助，为有需要的34个国家派出36支医疗专家组。发挥最大医疗物资产能国优势，迄今已向各国提供了2000多亿只口罩、20亿件防护服、8亿份检测试剂盒。积极推进药物、疫苗研发合作和国际联防联控，加强全球公共卫生治理，推动构建人类卫生健康共同体。

来源：外交部网站，国金证券研究所

图表 65：医疗器械板块部分上市企业收入利润情况（单位：亿元）

简称	2019Q1-Q3收入	2020Q1-Q3收入	yoy	2019Q1-Q3利润	2020Q1-Q3利润	yoy	2019Q3收入	2020Q3收入	yoy	2019Q3归母利润	2020Q3归母利润	yoy
圣湘生物	2.43	36.05	1381%	0.19	20.13	10702%	0.77	15.05	1865%	0.10	7.81	7481%
振德医疗	12.85	81.17	532%	0.95	20.98	2106%	5.23	42.97	721%	0.35	11.09	3068%
英科医疗	15.25	89.45	486%	1.26	43.73	3377%	5.41	44.95	731%	0.55	24.51	4363%
硕世生物	1.91	11.01	477%	0.50	5.82	1069%	0.68	5.28	672%	0.20	2.74	1291%
达安基因	7.68	35.60	364%	0.80	15.37	1817%	2.52	14.27	466%	0.20	7.59	3760%
明德生物	1.40	6.40	358%	0.45	3.56	696%	0.38	2.80	638%	0.05	1.56	3353%
康泰医学	2.47	11.11	351%	0.39	5.15	1209%	1.02	3.60	251%	0.20	1.51	641%
东方生物	2.62	11.01	320%	0.58	6.64	1039%	0.93	2.73	194%	0.25	1.41	459%
华大基因	20.72	67.52	226%	2.70	27.05	902%	7.81	26.44	239%	0.72	10.54	1362%
九安医疗	5.12	16.07	214%	-0.80	3.63		1.90	5.67	198%	-0.30	1.05	
稳健医疗	31.19	95.23	205%	4.05	31.50	679%	10.13	53.43	427%	1.75	21.18	1113%
南卫股份	3.52	9.11	159%	0.33	0.92	177%	1.28	1.81	41%	0.10	0.09	-14%
理邦仪器	8.20	18.95	131%	1.13	6.36	463%	2.77	6.18	123%	0.30	1.63	438%
万泰生物	8.30	15.99	93%	1.25	4.67	273%	3.07	7.56	146%	0.40	2.23	457%
宝莱特	6.09	11.02	81%	0.55	3.15	468%	2.25	3.25	44%	0.28	0.75	169%
奥美医疗	17.12	30.89	80%	2.18	9.59	340%	6.17	8.33	35%	1.06	2.48	133%
蓝帆医疗	25.99	46.55	79%	3.75	18.88	403%	9.12	23.71	160%	1.41	12.67	801%
凯普生物	5.18	9.17	77%	1.05	2.73	160%	2.01	4.11	105%	0.45	1.44	220%
康德莱	12.24	19.48	59%	1.19	1.52	28%	4.74	7.36	55%	0.45	0.58	30%
万孚生物	14.24	21.73	53%	2.90	5.66	95%	4.56	5.66	24%	0.84	1.17	40%
阳普医疗	4.11	6.23	52%	0.23	2.08	806%	1.51	2.21	46%	0.07	1.02	1471%
拱东医疗	3.98	5.89	48%	0.82	1.59	94%	1.46	2.52	72%	0.34	0.69	106%
科华生物	17.67	25.67	45%	2.08	4.02	93%	6.43	11.07	72%	0.70	2.09	201%
三鑫医疗	4.81	6.82	42%	0.40	0.82	105%	1.93	2.45	27%	0.23	0.38	64%
乐心医疗	6.16	8.47	38%	0.25	0.53	112%	2.65	4.02	52%	0.13	0.28	115%
鱼跃医疗	35.56	48.48	36%	7.13	15.10	112%	10.55	14.27	35%	1.80	3.91	118%
健帆生物	9.71	13.15	35%	4.18	6.27	50%	3.12	4.46	43%	1.12	1.87	67%
海尔生物	7.28	9.81	35%	1.33	2.72	104%	2.87	3.87	35%	0.50	1.18	135%
戴维医疗	2.37	3.17	34%	0.40	1.27	214%	0.99	1.37	38%	0.20	0.70	239%
尚荣医疗	11.59	15.46	33%	0.58	1.28	122%	3.63	5.79	60%	0.03	0.34	924%
心脉医疗	2.48	3.28	33%	1.13	1.62	44%	0.76	1.13	50%	0.28	0.42	52%
新产业	11.87	15.70	32%	5.60	6.98	25%	4.47	6.00	34%	2.22	2.23	0%
普门科技	3.00	3.93	31%	0.66	0.93	41%	0.95	1.34	42%	0.15	0.23	52%
迈瑞医疗	123.79	160.64	30%	36.71	53.63	46%	41.74	54.99	32%	13.02	19.10	47%
爱博医疗	1.40	1.82	30%	0.49	0.69	40%	0.45	0.78	72%	0.12	0.31	152%
大博医疗	8.70	11.10	28%	3.43	4.28	25%	3.27	4.37	34%	1.35	1.63	21%
欧普康视	4.85	6.07	25%	2.29	2.78	21%	2.23	3.10	39%	1.13	1.50	33%
三诺生物	12.58	15.29	22%	2.13	2.49	17%	4.44	5.57	26%	0.84	0.91	9%
基蛋生物	6.31	7.63	21%	1.99	1.97	-1%	1.90	3.83	102%	0.45	1.01	125%
迪安诊断	62.10	74.72	20%	3.52	8.99	156%	22.16	29.99	35%	1.04	3.98	284%
维力医疗	7.11	8.42	18%	1.04	1.40	34%	2.57	2.93	14%	0.33	0.42	30%
爱美客	3.96	4.64	17%	2.20	2.90	32%	1.55	2.23	43%	0.92	1.43	56%
艾德生物	4.12	4.84	17%	1.09	1.26	16%	1.47	2.01	37%	0.31	0.45	48%
万东医疗	6.37	7.36	16%	0.91	1.48	63%	2.59	2.33	-10%	0.47	0.43	-8%
伟思医疗	2.25	2.55	13%	0.70	0.86	22%	0.85	0.98	15%	0.27	0.32	18%
佰仁医疗	1.07	1.19	12%	0.48	0.57	18%	0.37	0.52	39%	0.15	0.23	51%
乐普医疗	58.80	63.87	9%	16.12	19.73	22%	19.59	21.49	10%	4.57	8.33	82%
安图生物	18.94	20.47	8%	5.38	5.14	-4%	7.14	8.42	18%	2.18	2.40	10%
博晖创新	4.62	4.99	8%	0.05	0.06	19%	1.68	2.28	36%	0.03	0.22	562%
迈克生物	23.48	25.30	8%	4.14	5.66	37%	8.31	10.77	30%	1.45	2.56	77%
正海生物	2.01	2.16	7%	0.80	0.95	20%	0.69	0.82	19%	0.29	0.40	41%
安必平	2.50	2.65	6%	0.60	0.66	10%	0.94	1.20	27%	0.29	0.34	18%
热景生物	1.38	1.46	6%	0.13	0.05	-62%	0.44	0.56	27%	0.02	0.03	75%
三友医疗	2.55	2.69	5%	0.73	0.80	9%	0.94	1.18	25%	0.24	0.42	77%
新华医疗	63.15	65.32	3%	8.02	2.13	-73%	21.43	25.11	17%	1.09	0.84	-23%
楚天科技	13.21	13.43	2%	0.22	0.46	106%	4.13	5.19	26%	-0.03	0.37	
冠昊生物	3.18	3.19	0%	0.14	0.37	163%	1.11	1.15	4%	0.05	0.10	82%
天智航-U	0.77	0.76	-1%	-0.82	-0.51		0.33	0.29	-13%	-0.23	-0.17	
迪瑞医疗	7.33	7.15	-2%	1.90	2.35	24%	2.39	2.52	6%	0.64	1.27	100%
南微医学	9.61	9.31	-3%	2.27	2.08	-8%	3.43	3.61	5%	0.77	0.95	23%
赛科希德	1.59	1.51	-5%	0.48	0.40	-16%	0.50	0.52	5%	0.17	0.15	-13%
爱朋医疗	2.61	2.45	-6%	0.75	0.58	-23%	0.92	1.10	20%	0.34	0.25	-26%
透景生命	2.91	2.71	-7%	0.98	0.34	-66%	1.17	1.53	31%	0.43	0.42	-3%
贝瑞基因	11.74	10.88	-7%	3.13	1.51	-52%	4.21	3.67	-13%	0.64	0.33	-48%
九强生物	5.71	5.27	-8%	2.18	0.88	-60%	2.17	2.62	21%	0.86	0.53	-38%
祥生医疗	2.37	2.19	-8%	0.61	0.66	8%	0.77	0.89	15%	0.23	0.27	17%
凯利泰	8.60	7.92	-8%	2.22	1.96	-12%	2.92	3.06	5%	0.68	0.77	13%
正川股份	3.86	3.52	-9%	0.47	0.41	-12%	1.18	0.96	-18%	0.15	0.06	-58%
天臣医疗	1.31	1.19	-9%	0.35	0.26	-25%	0.50	0.49	-2%	0.13	0.10	-26%
开立医疗	7.90	7.12	-10%	0.64	0.27	-58%	2.45	2.26	-8%	-0.09	0.02	
利德曼	3.62	3.25	-10%	0.11	0.05	-54%	1.10	1.49	35%	0.03	0.11	322%
赛诺医疗	3.10	2.75	-11%	0.66	0.49	-25%	1.01	0.99	-3%	0.18	0.18	-3%
昊海生科	11.45	8.92	-22%	2.51	1.13	-55%	3.59	3.96	10%	0.68	0.85	24%
和佳医疗	8.30	6.17	-26%	0.80	0.81	1%	2.30	1.94	-15%	0.26	0.35	34%
美康生物	23.54	17.50	-26%	2.05	2.99	46%	8.28	6.31	-24%	0.76	0.73	-3%

来源：Wind，国金证券研究所

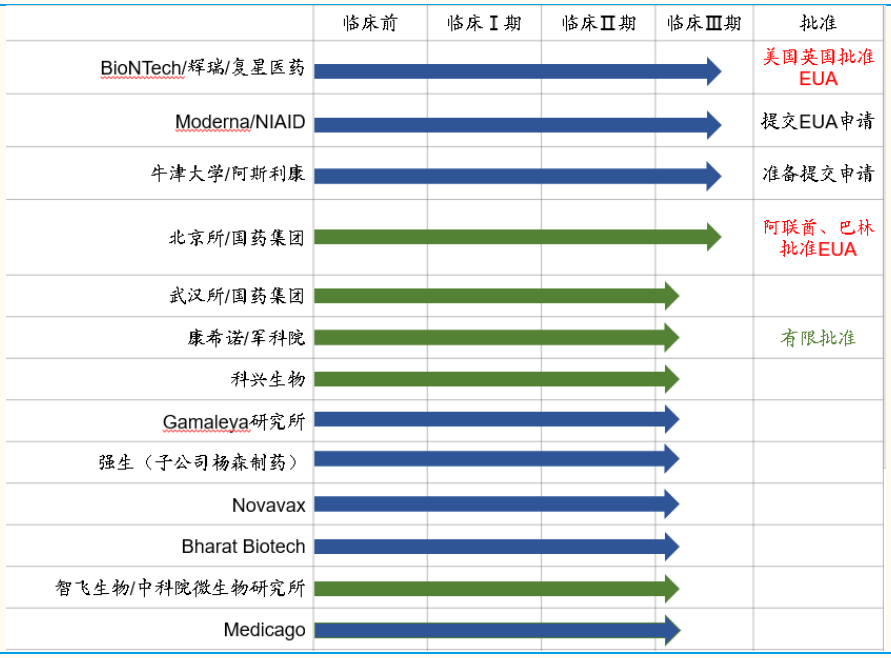
新冠疫苗：研发不断推进，初期产能和可及性更为重要

- 新冠疫苗研发和上市接种对新冠防治具备重大战略意义，全球多家疫苗企业均在积极推动这一进程。
- 截止 12 月 13 日，已有 4 款疫苗公布三期临床有效率数据，辉瑞/BioNtech、Moderna、AZ 、国药中生三期临床期中数据保护率分别为 94.5%、95%、70%（其中一个剂量组有效率达 90%）、86%；

- 12 月 11 日，美国 FDA 获批辉瑞/BioNtech 新冠疫苗 EUA，英国 11 月 27 日已获批其紧急使用；Moderna 已于 11 月 30 日向 FDA 递交 EUA 申请；
- 国内企业方面，12 月 9 日，国药中生北京所研发的新冠灭活疫苗在阿联酋进行了注册，12 月 13 日巴林国家卫生监管局已正式批准国药集团中国生物研发的新冠灭活疫苗在巴林王国注册上市；智飞生物、科兴生物、康希诺生物等企业新冠疫苗三期临床试验正在进行中。

- 国内多家企业采用不同技术路径，自研与海外合作并举，疫苗研发处于国际领先水平并具备充足的生产能力。根据环球时报，国药集团中国生物研发的新冠灭活疫苗 III 期临床试验结果显示，在对 42,299 名接种志愿者进行检测后，数据表明其有效率为 86%，中和抗体血清转化率为 99%，能100%预防中度和重度的新冠肺炎病例。

图表 66：部分企业新冠疫苗研发情况



来源：公司官网，新华社，上市公司公告，国金证券研究所。

注：疫苗研发进展迅速，可能会有更新不及时及不确切之处

图表 67：部分新冠疫苗品种基本情况（疫苗售价为测算值）

生产企业	疫苗名称	保护率	价格	安全性	产能	稳定性
Moderna	mRNA-1273	94.1%；（疫苗组感染11例，对照组感染185例） 11月30日提交EUA申请	25-37美元/dose*2=50-74美元； 大订单25美元以下	第一剂注射后：2.7%的人出现注射部位疼痛； 第二剂注射后：疲劳（9.7%），肌肉痛（8.9%），关节痛（5.1%），头痛（4.5%），疼痛（4.1%）和注射部位红疹大于1厘米（2.0%）	公司预计2020年生产2000万剂次产品，与Lonza、Catalent合作2021年5-10亿剂次。	2-5℃可保存30天；-20℃可保存6个月； 室温下可以保存12个小时
辉瑞&BioNTech	mRNA疫苗BNT162b2	95%； 11月20日提交EUA申请	19.5美元/dose*2=39美元	发生率超过2%的3级以上严重不良反应包括疲劳（3.8%）、头疼（2%）	2021年底超过13亿剂次	2-8℃五天；-80℃超低温冰箱可储存6个月；
阿斯利康	腺病毒AZD1222	半+全剂量：90% 全+全剂量：60%	3.4美元/dose*2=8-10美元	-	2021年底30亿剂次	2-8℃六个月
国药中生	灭活疫苗	有效性86%； 中和抗体转阳率99%；能100%预防中度和重度的新冠肺炎病例	-	无明显副作用	中生武汉+北京2020年3亿剂；2021年底10亿剂	只需要2-8度的存储条件，现有的疫苗冷链就能够满足运输存储需求。

来源：公司官网，路透社，pubmed，学术期刊，国金证券研究所。

注：疫苗行业变化迅速，相关信息可能存在更新不及时、不确切之处；疫苗价格为根据媒体新闻测算，仅供参考

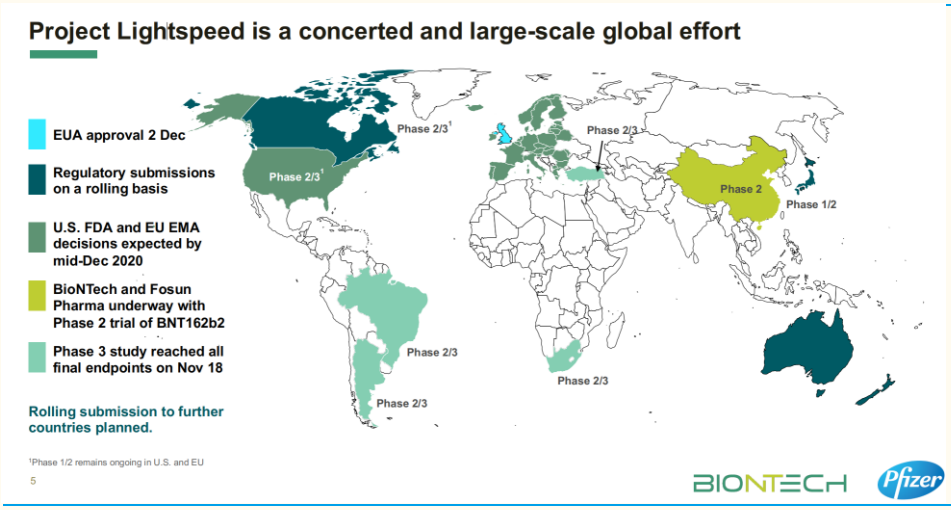
图表 68：国内部分在研新冠疫苗产能和运输条件情况

公司	类型	2020产能（亿剂）	2021产能（亿剂）	运输条件	来源
智飞生物/中科院微生物所	重组蛋白疫苗（CHO 细胞）	/	3	2-8℃	证券时报e公司2020-10-09：智飞生物董事长亲测自家新冠疫苗 年产3亿剂疫苗生产线已建成（http://company.stcn.com/gsxw/202010/t20201009_2412358.htm l）
康希诺生物/军科院	腺病毒载体疫苗	/	3	2-8℃	证券时报2020-07-30：康希诺生物：新冠疫苗规划产能1-2亿剂 计划明年内建成 http://kuaixun.stcn.com/egs/202007/t20200730_2180738.htm l
中生武汉	灭活疫苗	3	10	2-8℃	二期车间年底建成 国药中生新冠疫苗明年产能可达10亿剂/年 2020-12-12证券时报网：二期车间年底建成 国药中生新冠疫苗明年产能可达10亿剂/年（http://kuaixun.stcn.com/egs/202012/t20201212_2621735.htm l）
中生北京	灭活疫苗				
科兴生物	灭活疫苗（克尔来福）	3	6	2-8℃	公司官网新闻：（http://www.sinovac.com.cn/?option id=4688 auto_id=1851）
复兴医药/BioNTech SE	mRNA疫苗（BNT162b2）	国外进口	原液进口，国内灌装	2-8℃：5天；-70℃：长期	2020-12-03：BioNTech新冠疫苗在英获批紧急使用 复星医药国内Ⅱ期临床正在进行财经网（http://industry.caijing.com.cn/20201203/4719844.shtm l）
康泰生物/阿斯利康	腺病毒载体疫苗AZD1222	1	2	2-8℃	（1）2020/11/19 互动平台：康泰生物 在互动平台表示，目前根据与阿斯利康合作，公司仅使用了部分产能以满足至少2亿剂疫苗的生产能力。（2）康泰生物&阿斯利康合作框架协议条款：康泰生物作为技术受让方将确保在2020年底前达到至少1亿剂新冠疫苗AZD1222的生产能，并在2021年底前将该疫苗设计产能扩大至年产至少2亿剂

来源：证券时报，公司官网，财经网，公司互动平台，国金证券研究所

- 考虑到海外面临严峻的新冠疫情压力，新冠疫苗具备庞大的潜在接种人群，同时参考目前海外新冠疫苗采购计划的定价，我们认为新冠疫苗有望为海内外疫苗企业贡献较为突出的业绩弹性。
- 在国内外新冠疫苗获批问世的最初 1-2 年，在安全有效合乎审评质量标准的前提下，由于庞大的需求基数，疫苗的产能和可及性（如运输条件要求、价格）甚至比保护率等参数更为重要。率先获批上市和生产放量的品种具备最大的投资价值。而数年后如果上市品种增加，供应变得更为充分，则疫苗的保护率、保护效果持续时间、副作用控制等性能将逐渐成为决定市场接受度和商业价值的关键因素。

图表 69：BIONTECH/辉瑞新冠疫苗全球临床和批准情况



来源：公司 IR 资料，国金证券研究所

医疗防护行业：国际疫情防控具有持续性，长期需求旺盛

- 一次性防护用品是由化学纤维包括聚酯、聚酰胺、聚四氟乙烯（PTFE）、聚丙烯、碳纤维和玻璃纤维制成的医疗卫生用纺织品，其属于一次性无纺布医疗防护用品。包括一次性口罩、防护服、手术衣、隔离衣、实验服，护士帽、手术帽、医生帽、手术包、产妇包、急救包等一次性医用耗材系列。与传统的纯棉机织医用纺织品相比，医用非织造织物具有对细菌、尘埃过滤性高、手术感染率低、消毒灭菌方便、易于与其它材料复合等特点。
- 受疫情刺激，世界各国对各类医疗防护用品的需求暴增，产品供不应求，带来市场价格大幅上涨，产能极度紧张。且结合当下防疫常态化、防疫长期化的局势，社会对防护的重视程度根本上提高，国际医用防护品市场增速将显著提升，市场空间进一步扩容。
  - 根据稳健医疗投资者交流公告，从 2020 年 1 月 1 日至 5 月 31 日，公司合计向社会供应防护产品包括近 6 亿只口罩、近 650 万件防护服和手术衣；公司整体 1~9 月份防疫物资的销售额在 56 亿左右。

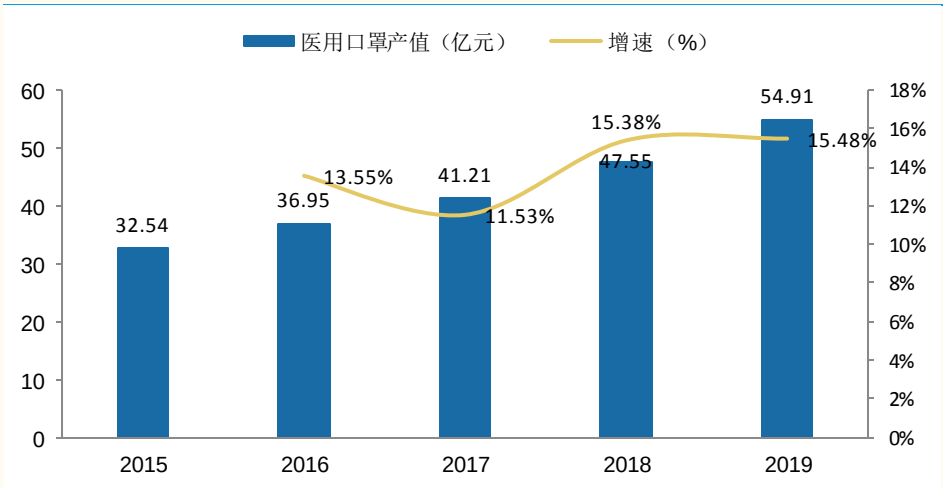
- 2020 年前三季度，振德医疗实现主营业务收入 81.09 亿元，较上年同期增长 531.49%，其中防疫类防护用品实现销售 61.07 亿元。

图表 70：一次性医用防护用品产业链全景图



来源：中商产业研究院，国金证券研究所

图表 71：中国医用类型口罩产值（亿元）



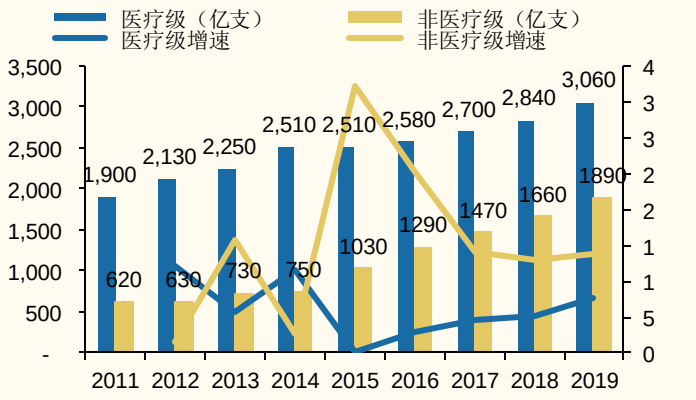
来源：赛迪顾问，国金证券研究所

- 不同医疗防护产品在行业壁垒、竞争格局、需求稳定程度等方面存在一定差异，其中医用手套等行业由于具备规模效应突出、产能建设壁垒较高、产能建设周期长，竞争格局稳定等优点，其投资价值尤其值得关注。
  - 根据全球手套龙头企业马来西亚上市公司 Top Glove 公告预计，全球手套需求强劲，除了疫情期间的需求爆发，疫情后需求增速预计将从疫情前每年约 10%的水平增长至每年约 15%的水平。
  - 马来西亚手套行业协会表示，2020 年全年橡胶手套需求量增速达 20%，2021 年和 2022 年，一次性手套需求仍将保持较快增长，预计增速分别为 25%和 15%。有业内人士表示，一次性手套行业目前仍处于快速增长期，长期来看，手套需求量有望增至 10000 亿只以上。

- 根据 Top Glove 公告资料，截至 2020 年 Q3，现货订单的价格至少在 60 美元以上，交货时间从 40 天增加至 620 天（丁腈手套）和 400 天（天然橡胶）手套。
- 根据英科医疗公告，目前一次性手套供需依然严重失衡，受疫情影响海内外多个大客户均有加大一次性手套采购量的意向，公司 PVC 手套和丁腈手套产品一直处于满产满销状态，部分客户订单已排期至 2021 年二季度。
- 2020 年 11 月，马来西亚 Top Glove 因出现多起员工新冠疫情爆发而暂时关闭部分工厂。公司是全球最大的一次性医用手套生产商，此次顶级手套因疫情关闭部分工厂，会让一次性手套市场本就供需失衡的情况进一步加剧，使得一次性手套价格继续上涨，也会让部分海外客户订单由马来西亚转向国内的手套厂商。

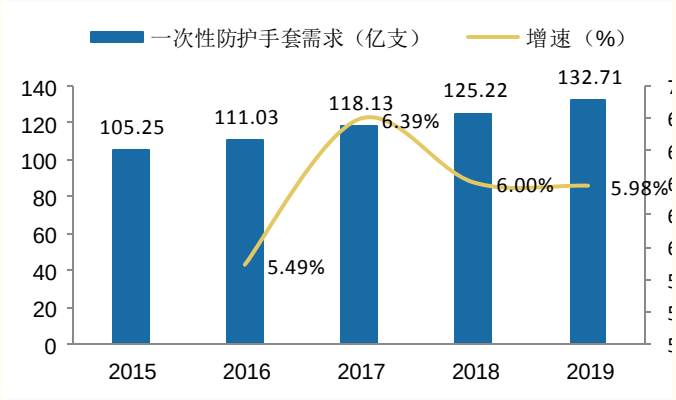
- 为了满足这一迅速增长的需求，国内外企业都在积极补充产能。Top Glove 集团已为未来 5 年（2021 财年至 2025 财年）的资本支出预留 100 亿林吉特，预计将增加 1000 亿只手套的产能。
- 根据蓝帆医疗公告，随着全球感染人数的持续上升和范围的持续扩大、众多国家新冠疫情发展态势的不断反复，新型冠状病毒呈现出可能长期与人类社会共存的趋势，公司预计全球对防护用品的旺盛需求仍将持续相当长一段时间。同时，新冠疫情也结构性地提升了各个国家、社会、机构对健康防护的意识与理念，并开始完善应急能力体系；医用防护手套作为唯一的手部隔离防护用品，起到双向隔离防护作用且没有可替代产品，因此也成为各国健康防护公共卫生应急能力体系中的主要产品之一。疫情发生之前，医疗及防护手套的全球主要产能约三分之二在东南亚，三分之一在中国。医用手套作为产业链配套要素较高的产业，在新冠疫情冲击下，部分国家和地区的产业链配套资源受到较大影响，制约了医用手套产能的有效发挥；而中国作为产业配套要素最齐备的大国，国家优势明显，在全球疫情抗争中发挥了中流砥柱的作用。因此，本次疫情催生出了医疗及防护手套行业发展的重大拐点与战略性机遇
- 我们认为，考虑防疫压力，全球医疗防护手套需求有望在相当长时期内保持高位；同时考虑手套产业经营门槛和扩产成本较高，市场有望维持良好竞争格局。国内头部企业在管理水平、成本控制、技术能力方面具备一定优势，当前环境下有利的市场价格配合产能扩容，国内企业的短期爆发能力和长期增长确定性可观，其全球市场份额也有望进一步提升。需求爆发带来的大额利润能否实现有效投资，将是实现企业长期发展的提速换挡的关键。

图表 72：2011-2019 年全球医疗和非医疗级手套市场



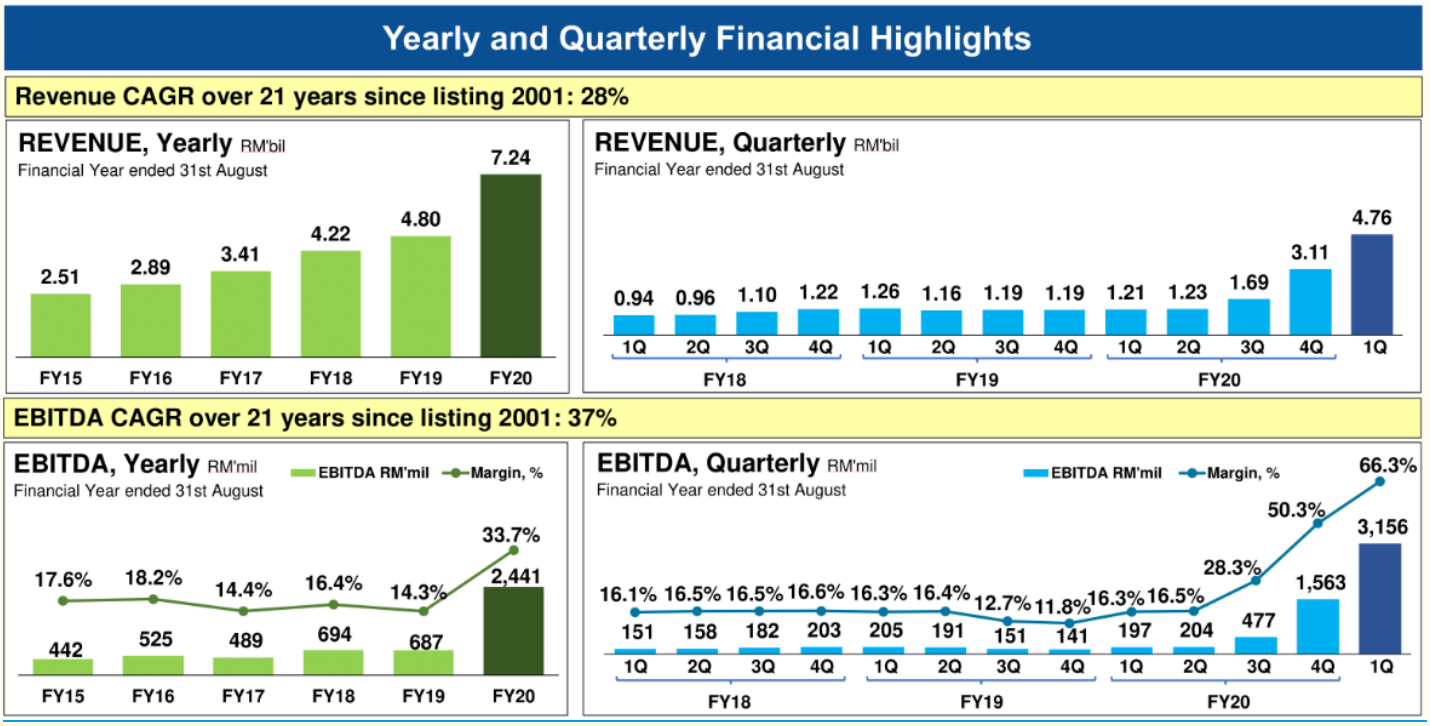
来源：中国塑协、马来西亚手套行业协会，中红医疗招股书，国金证券研究所

图表 73：2015-2019 年中国一次性医用防护手套市场需求



来源：中国塑协、马来西亚手套行业协会，中红医疗招股书，国金证券研究所

图表 74：Top Glove 业绩弹性



来源：公司官网，国金证券研究所

图表 75：Top Glove 产能扩张计划情况

Factories	To commence production by (Calendar Quarter)	Country	Glove type	Number of production lines 1 Double Former (DF) Line = 2 Equivalent Single Former (SF) Lines	Capacity (pcs per annum)
Current: 36 glove factories			All	750 Equivalent Single Former Lines	90 bn
F40 2nd Phase	1st qtr 2021	Klang, Malaysia	Nitrile	8 DF lines	2.4 bn
F8A 1st Phase ***NEW FACTORY***	1st qtr 2021	Sadao, Thailand	Nitrile	14 DF lines	4.2 bn
F35 Block A ***NEW FACTORY***	1st qtr 2021	Klang, Malaysia	Surgical/Nitrile	6 DF lines	1.8 bn
F36 Lines Refurbishment	1st qtr 2021	Kota Bharu, Malaysia	Surgical/Latex	3 SF lines	0.5 bn
F15 New Lines	2nd qtr 2021	Xing Hua, China	PVC	2 DF lines	0.6 bn
F38 Block A2 1st Phase ***NEW FACTORY***	2nd qtr 2021	Kulim, Malaysia	Nitrile	8 DF lines	2.4 bn
F31 Block C New Lines	2nd qtr 2021	Klang, Malaysia	Nitrile	7 DF lines	2.1 bn
F37 Block A New Lines	3rd qtr 2021	Kluang, Malaysia	Nitrile	4 DF lines	1.2 bn
F41 1st Phase Block 2	3rd qtr 2021	Binh Duong, Vietnam	PVC	10 DF lines	2.8 bn
Total new capacity in CY2021				59 DF lines + 3 SF lines	18 bn (+20%)
Grand total by December 2021 : 39 glove factories				**871 Equivalent Single Former Lines**	**108 bn**
F38 Block A2 2nd Phase	1st qtr 2022	Kulim, Malaysia	Nitrile	4 DF lines	1.2 bn
F42 1st Phase Block 1 ***NEW FACTORY***	1st qtr 2022	Banting, Malaysia	Nitrile	12 DF lines	3.6 bn
F45 1st Phase ***NEW FACTORY***	1st qtr 2022	Ipoh, Malaysia	Nitrile	16 DF lines	4.8 bn
F37 Block D New Lines	2nd qtr 2022	Kluang, Malaysia	Nitrile	3 DF lines	0.9 bn
F46 ***NEW FACTORY***	2nd qtr 2022	Klang, Malaysia	Nitrile	13 DF lines	3.9 bn
F8A 2nd Phase	2nd qtr 2022	Sadao, Thailand	Nitrile/Latex	14 DF lines	4.0 bn
F41 2nd Phase Block 3	3rd qtr 2022	Binh Duong, Vietnam	PVC	10 DF lines	2.6 bn
Total new capacity in CY2022				72 DF lines	21 bn (+19.4%)
Grand total by December 2023 : 42 glove factories				**1,015 Equivalent Single Former Lines**	**129 bn**

来源：上市公司公告，国金证券研究所

图表 76：2020 年英科医疗部分公告新产能扩张计划情况（产能单位：亿支）

企业名称	序号	签订日期	合作方	产能					项目投资总额	项目占地	建设周期
				手套类型1	产能	手套类型2	产能	总产能			
英科医疗	1	2020年3月3日	-	高端医用手套	99.8	-	-	99.8	8亿元	192亩	2020-2022
	2	2020年3月12日	彭泽县人民政府	高端医用手套	271.68	-	-	271.68	30亿元		-
	3	2020年6月3日	怀宁县人民政府	高端医用手套项目	400	-	-	400	40亿元	540亩	2020-2023
	4	2020年9月2日	临湘市人民政府、城陵矶新港区管理委员会	高端医用手套	400	-	-	400	40亿元	1000亩	-
	5	2020年12月1日	沂源县人民政府	TPE	50	CPE	50	100	1.2亿美元	200亩	-
	6	2020年12月1日	-	高端丁腈医疗手套	33	丁腈、PVC 高端医用防护手套	500	533	95250万元	3万平方米	33亿部分：2021-2021 500亿部分：2021-2022
	7	2020年12月1日	青州市人民政府	丁腈、PVC高端医用防护手套	500	-	-	500	50亿元	1500亩	2020.12.10前-2022.6.1前
扩增产能总计					2304.48						

来源：上市公司公告，国金证券研究所

图表 77：马来西亚发生国际橡胶手套巨头聚集疫情事件



来源：央视新闻客户端，国金证券研究所

新冠检测试剂和设备：检测产品和检测服务齐飞，核酸检测和免疫检测并重

- 受益于新冠检测需求拉动，诸多 IVD 企业 2020 年前三季度业绩迎来爆发式增长，产品提供企业和服务提供企业均实现了靓丽表现
  - 根据华大基因 2020 年中报，公司新冠检测试剂海外累计发货 3500 万人份。公司的新冠检测产品实现了核酸检测试剂、抗体检测试剂和抗原检测试剂三类产品的组合，其中荧光 PCR 法获得多国市场准入，并被列入 WHO 应急使用清单。
  - 根据东方生物上证互动平台信息，公司新冠抗原检测试剂于第三季度切入欧盟市场，第四季度公司目前以新冠抗原检测试剂订单为主，新冠抗原相关联检产品应用范围广，检测高效便捷，将作为常规呼吸道传染病的检测产品长期存在。
  - 根据金域医学三季报，新冠肺炎疫情爆发后，公司积极参与国家新冠疫情防控工作，依托自身强大的病毒检测能力，充分发挥产能规模大、网络广、资源调度能力强等突出优势，积极参与全国抗击新冠肺炎疫情的战斗，先后在湖北、广东、吉林、北京等全国 30 个省市区开展新冠核酸检测，截至 9 月底，累计检测量超过 2200 万人份，核酸检测收入增长迅猛。
  - 根据迪安诊断官方网站，疫情发生以来，迪安诊断勇担社会责任，参与湖北、东北、北京、新疆、青岛等多地的关键性抗疫战，为隔离、复工复产、返校、就医、入境等各类人群提供筛查，目前在全国的核酸检测量近 2300 万人份，为抗疫发挥了专业力量。

- 根据国家药品监督管理局医疗器械注册管理司有关负责人介绍，截至 12 月 3 日，国家药监局已批准 53 个新冠病毒检测试剂，累计日产能达 2401.5 万人份。从目前获批的检测方法来看，分为核酸检测、抗体检测及抗原检测三大类，涉及荧光 PCR 法、磁微粒化学发光法、胶体金法、联合探针锚定聚合测序法等多种技术。

图表 78：2020Q1-Q3 IVD 上市企业营业收入情况

序号	证券简称	主营业务领域	2019收入 YoY	收入（百万元） 2020 Q1-Q3	YoY	收入（百万元） 2020 Q1	YoY	收入（百万元） 2020 Q2	YoY	收入（百万元） 2020 Q3	YoY
1	迈瑞医疗	生化、发光、血球、医疗设备等	20%	16,064	30%	4,741	21%	5,823	35%	5,499	32%
2	迪安诊断	第三方检测实验室	21%	7,472	20%	1,533	-16%	2,941	36%	2,999	35%
3	华大基因	分子诊断	10%	6,752	226%	791	36%	3,317	368%	2,644	239%
4	金域医学	第三方检测实验室	16%	5,827	49%	1,171	1%	2,304	67%	2,353	71%
5	润达医疗	体外诊断产品流通与服务	18%	4,925	-5%	1,299	-15%	1,644	-7%	1,982	4%
6	圣湘生物	分子诊断	20%	3,605	1381%	400	388%	1,700	1902%	1,505	1865%
7	达安基因	分子诊断	-26%	3,560	364%	589	133%	1,544	487%	1,427	466%
8	科华生物	生化、发光、分子	21%	2,567	45%	537	6%	924	49%	1,107	72%
9	迈克生物	生化、发光、分子、血球、血凝	20%	2,530	8%	519	-28%	934	17%	1,077	30%
10	万孚生物	POCT、发光、分子	26%	2,173	53%	552	22%	1,055	105%	566	24%
11	安图生物	发光、微生物、生化	39%	2,047	8%	550	0%	655	4%	842	18%
12	理邦仪器	智能微流控、生物芯片	14%	1,895	131%	360	33%	918	236%	618	123%
13	美康生物	生化、发光、血细胞、POCT、分子等	0%	1,750	-26%	441	-36%	678	-19%	631	-24%
14	万泰生物	生化、发光、疫苗	20%	1,599	93%	311	24%	533	95%	756	146%
15	新产业	发光、生化	22%	1,570	32%	289	-8%	681	60%	600	34%
16	三诺生物	血糖检测	15%	1,529	22%	423	14%	549	24%	557	26%
17	塞力斯	体外诊断产品流通与服务	39%	1,357	4%	281	-22%	490	2%	585	25%
18	东方生物	POCT、分子、生物芯片	29%	1,101	320%	110	39%	718	694%	273	194%
19	硕世生物	分子诊断	25%	1,101	477%	200	276%	372	440%	528	672%
20	贝瑞基因	分子诊断	12%	1,088	-7%	370	11%	351	-17%	367	-13%
21	凯普生物	分子诊断	26%	917	77%	150	9%	356	97%	411	105%
22	基蛋生物	POCT、发光、生化、胶体金	41%	763	21%	148	-28%	232	-1%	383	102%
23	迪瑞医疗	生化、尿液、发光、血细胞	8%	715	-2%	173	-26%	290	12%	252	6%
24	明德生物	POCT	3%	640	358%	29	-39%	332	506%	280	638%
25	阳普医疗	POCT、凝血	5%	623	52%	147	33%	254	71%	221	46%
26	九强生物	生化、发光、分子	9%	527	-8%	113	-35%	153	-16%	262	21%
27	博晖创新	微流控芯片	1%	499	8%	140	4%	131	-18%	228	36%
28	艾德生物	分子诊断	32%	484	17%	91	-24%	192	31%	201	37%
29	普门科技	发光、尿液、血细胞	31%	393	31%	122	30%	137	24%	134	42%
30	利德曼	生化、发光、凝血	-21%	325	-10%	56	-52%	120	-11%	149	35%
31	透景生命	分子、发光	21%	271	-7%	29	-57%	89	-17%	153	31%
32	安必平	分子、发光、血细胞	16%	265	6%	38	-46%	106	25%	120	27%
33	赛科希德	血栓与止血	15%	151	-5%	-	-	99	-9%	52	5%
34	热景生物	POCT、发光	12%	146	6%	38	4%	52	-10%	56	27%

来源：Wind，国金证券研究所

图表 79：2020Q1-Q3 IVD 上市企业归母净利润情况

序号	证券简称	主营业务领域	2019利润 YoY	利润（百万元） 2020 Q1-Q3	YoY	利润（百万元） 2020 Q1	YoY	利润（百万元） 2020 Q2	YoY	利润（百万元） 2020 Q3	YoY
1	迈瑞医疗	生化、发光、血球、医疗设备等	26%	5,363	46%	1,313	31%	2,140	57%	1,910	47%
2	华大基因	分子诊断	-29%	2,705	902%	140	43%	1,511	1415%	1,054	1362%
3	圣湘生物	分子诊断	484%	2,013	10702%	193	-	1,039	11609%	781	7481%
4	达安基因	分子诊断	-9%	1,537	1817%	186	559%	592	1736%	759	3760%
5	金域医学	第三方检测实验室	72%	1,055	231%	48	13%	508	293%	499	239%
6	迪安诊断	第三方检测实验室	-11%	899	156%	7	-91%	495	182%	398	284%
7	新产业	发光、生化	11%	698	25%	111	-20%	365	82%	223	0%
8	东方生物	POCT、分子、生物芯片	26%	664	1039%	44	263%	480	2175%	141	459%
9	理邦仪器	智能微流控、生物芯片	42%	636	463%	81	121%	391	755%	163	438%
10	硕世生物	分子诊断	31%	582	1069%	104	671%	204	1127%	274	1291%
11	迈克生物	生化、发光、分子、血球、血凝	18%	566	37%	76	-36%	235	55%	256	77%
12	万孚生物	POCT、发光、分子	26%	566	95%	98	35%	351	162%	117	40%
13	安图生物	发光、微生物、生化	38%	514	-4%	93	-23%	181	-9%	240	10%
14	万泰生物	生化、发光、疫苗	-29%	467	273%	70	75%	173	287%	223	457%
15	科华生物	生化、发光、分子	-3%	402	93%	50	1%	143	60%	209	201%
16	明德生物	POCT	-32%	356	696%	2	-88%	198	720%	156	3353%
17	美康生物	生化、发光、血细胞、POCT、分子等	-332%	299	46%	166	131%	60	4%	73	-3%
18	凯普生物	分子诊断	29%	273	160%	20	16%	109	155%	144	220%
19	三诺生物	血糖检测	-19%	249	17%	64	30%	95	18%	91	9%
20	润达医疗	体外诊断产品流通与服务	18%	236	-19%	32	-53%	80	-25%	125	6%
21	迪瑞医疗	生化、尿液、发光、血细胞	17%	235	24%	38	-21%	70	-10%	127	100%
22	阳普医疗	POCT、凝血	-119%	208	806%	11	143%	94	693%	102	1471%
23	基蛋生物	POCT、发光、生化、胶体金	36%	197	-1%	43	-49%	53	-23%	101	125%
24	贝瑞基因	分子诊断	46%	151	-52%	62	-63%	55	-34%	33	-47%
25	艾德生物	分子诊断	7%	126	16%	26	-20%	55	20%	45	48%
26	普门科技	发光、尿液、血细胞	24%	93	41%	38	37%	32	37%	23	52%
27	九强生物	生化、发光、分子	10%	88	-60%	13	-79%	21	-70%	53	-38%
28	安必平	分子、发光、血细胞	20%	66	10%	10	-37%	23	43%	34	18%
29	赛科希德	血栓与止血	25%	40	-16%	-	-	25	-18%	15	-13%
30	透景生命	分子、发光	11%	34	-66%	-19	-	10	-73%	42	-3%
31	塞力斯	体外诊断产品流通与服务	17%	29	-68%	-25	-	33	-6%	21	-36%
32	博晖创新	微流控芯片	-96%	6	19%	-13	-	-2	-	22	562%
33	热景生物	POCT、发光	-30%	5	-62%	1	-	1	-89%	3	75%
34	利德曼	生化、发光、凝血	-84%	5	-54%	-15	-	10	326%	11	322%

来源：Wind，国金证券研究所

- 我们认为当前海外疫情仍然处于高发状态，国内也同样存在规模可观的疫情防控常态化检测需求，检测产品和检测服务提供企业在未来仍然具有相当的业绩持续性。
- 在方法学的选择上，国内市场中核酸检测占据绝对优势；但免疫检测特别是基于 POCT 方法学的免疫检测产品，在海外出口市场拥有大量份额，出口端呈现核酸检测与免疫检测并重的局面。
- 新冠检测产品企业众多，竞争相对激烈。随着行业格局的逐步稳定，无论是在国内还是国际市场，头部企业所拥有的竞争优势正在日益突出，也是未来检测需求行情最大受益者。

图表 80：华大基因检测试剂产品（截止 12 月 15 日）

序号	检测试剂名称	认证情况
1	新型冠状病毒 2019-nCoV 核酸检测试剂盒（荧光 PCR 法）	2 月 3 日获得欧盟 CE 认证，2 月 26 日取得了由丹麦医药管理局颁发的关于欧盟体外诊断医疗器械的自由销售证书，3 月 27 日获得美国 FDA 紧急使用授权，4 月 1 日品通过日本 PMDA 认证，4 月 11 日品获得澳大利亚 TGA 注册，4 月 27 日获得了新加坡 HSA 的临时授权，5 月 4 日获得加拿大卫生部认证，5 月 7 日被列入为世界卫生组织应急使用清单，11 月 13 日获得巴西 ANVISA 认证。
2	新型冠状病毒 2019-nCoV 核酸检测试剂盒（联合探针锚定聚合测序法）	4 月 29 日获得欧盟 CE 认证
3	新型冠状病毒双靶核酸检测试剂盒（PCR-荧光探针法）	4 月 29 日获得欧盟 CE 认证
4	新型冠状病毒抗体 IgM/IgG 检测试剂盒（胶体金）	4 月 29 日获得欧盟 CE 认证
5	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM/IgG 抗体检测试剂盒（酶联免疫法）	4 月 29 日获得欧盟 CE 认证，6 月 18 日取得了国家药监局颁发的医疗器械注册证，
6	新冠、甲流、乙流核酸检测试剂盒（PCR-荧光探针法）	4 月 29 日获得欧盟 CE 认证
7	新型冠状病毒 SARS-CoV-2（orf1ab）	9 月 23 日获得欧盟 CE 认证
8	新型冠状病毒 SARS-CoV-2（orf1ab 和 N）	9 月 23 日获得欧盟 CE 认证
9	新型冠状病毒（2019-nCoV）抗原检测试剂盒（荧光免疫层析法）	12 月 9 日通过国家药品监督管理局应急审批，获得了医疗器械注册证

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 81：万孚生物新冠检测试剂（截止 12 月 15 日）

序号	检测试剂名称	认证情况
1	新型冠状病毒（2019-nCoV）抗体检测试剂盒（胶体金法）	2 月 22 日，通过国家药监局应急审批，正式获得医疗器械注册证，成为国内首批正式获准上市的新冠病毒抗体现场快速检测试剂。
2	2019-nCoV 新型冠状病毒抗体检测试剂（免疫层析法）	3 月 6 日获得欧盟 CE 认证
3	2019-nCoV 新型冠状病毒 IgM 抗体检测试剂（荧光免疫层析法）	3 月 6 日获得欧盟 CE 认证
4	2019-nCoV 新型冠状病毒抗体检测试剂（荧光免疫层析法）	3 月 6 日获得欧盟 CE 认证
5	2019-nCoV 新型冠状病毒抗原检测试剂（免疫层析法）	9 月 7 日获得欧盟 CE 认证
6	新型冠状病毒（2019-nCoV）抗原检测试剂盒（胶体金法）	11 月 5 日获国家药品监督管理局应急审批通过

来源：公司公告，公司官网，国金证券研究所

图表 82：部分国内获批新冠检测产品情况

公司名称	产品名称	技术方法	检测方法
华大生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	联合探针锚定聚合测序法	核酸
华大生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
达安基因	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
达安基因	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
迈克生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
明德生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
硕世生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
东方基因	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
圣湘生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
之江生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
捷诺生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
伯杰医疗	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
博奥晶芯生物	六项呼吸道病毒核酸检测试剂盒	恒温扩增芯片法	
卓诚惠生生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
优思达生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	恒温扩增-实时荧光法	
安邦生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	杂交捕获免疫荧光法	
复星长征	新型冠状病毒（2019-nCoV）核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
仁度生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	RNA捕获探针法	
中帜生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	RNA恒温扩增-金探针层析法	
中帜生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	双扩增法	
金豪制药	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
深圳联合	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
北京纳捷	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
卡尤迪生物	新型冠状病毒2019-nCoV核酸检测试剂盒	荧光PCR法	
万孚生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）抗体检测试剂盒	胶体金法	抗体
万泰凯瑞生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）抗体检测试剂盒	化学发光微粒子免疫检测法	
安图生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM抗体检测试剂盒	磁微粒化学发光法	
安图生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgG抗体检测试剂盒	磁微粒化学发光法	
迈克生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgG抗体检测试剂盒	直接化学发光法	
迈克生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM抗体检测试剂盒	直接化学发光法	
热景生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）抗体检测试剂盒	上转发光免疫层析法	
英诺特生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）抗体检测试剂盒	胶体金法	
博奥赛斯（重庆）	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM抗体检测试剂盒	磁微粒化学发光法	
博奥赛斯（重庆）	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgG抗体检测试剂盒	磁微粒化学发光法	
和信健康	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM抗体检测试剂盒	胶体金法	
诺唯赞医疗	型冠状病毒（2019-nCoV）IgM/IgG抗体检测试剂	胶体金法	
丽珠试剂	型冠状病毒（2019-nCoV）IgM/IgG抗体检测试剂	胶体金法	
丹娜生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgG抗体检测试剂盒	磁微粒化学发光法	
丹娜生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM抗体检测试剂盒	磁微粒化学发光法	
芯超生物	新型冠状病毒(2019-nCoV)抗体检测试剂盒	胶体金法	
新兴四寰生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM抗体检测试剂盒	胶体金法	
博奥赛斯（天津）	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgG抗体检测试剂盒	化学发光法	
博奥赛斯（天津）	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM抗体检测试剂盒	化学发光法	
金豪制药	型冠状病毒（2019-nCoV）IgM/IgG抗体检测试剂	量子点荧光免疫层析法	
华大吉比爱	型冠状病毒（2019-nCoV）IgM/IgG抗体检测试剂	酶联免疫法	
亚辉龙生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgM抗体检测试剂盒	磁微粒化学发光法	
亚辉龙生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgG抗体检测试剂盒	磁微粒化学发光法	
奥德生物	型冠状病毒（2019-nCoV）IgM/IgG抗体检测试剂	稀土纳米荧光免疫层析法	
新兴四寰生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）IgG抗体检测试剂盒	胶体金法	
万孚生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）抗原检测试剂盒	胶体金法	抗原
东方生物	新型冠状病毒抗原快速检测试纸	胶体金法	
金沃夫生物	新型冠状病毒（2019-nCoV）抗原检测试剂盒	乳胶法	

来源：NMPA，国金证券研究所

投资建议：

- 建议关注疫情需求公司：康泰生物、智飞生物、英科医疗、万孚生物、东方生物、华大基因、圣湘生物、鱼跃医疗等；

消费医疗：走出疫情影响，成长确定性高扰动因素少

总体策略观点：（医疗组：袁维）

- 我们认为 2021 年医疗板块的投资机会仍将聚焦于消费医疗：

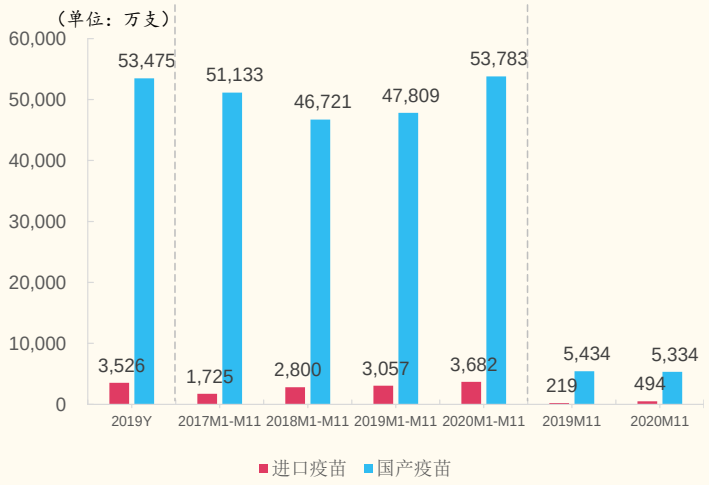
- 消费医疗服务企业长期成长确定性突出，政策风险小。当前生长激素企业性价比突出，常规疫苗、连锁医疗服务、医美行业、血液制品等细分领域优质公司同样具有长期投资价值。

- 医疗消费板块在疫情后快速恢复，同时考虑国内常态化疫情防控已经相对成熟稳健，未来医疗消费板块成长确定性不断增强，各类扰动风险小，未来同样值得重点关注。
- 我们重点看好常规疫苗、生长激素、连锁医疗服务、医疗美容、血液制品等细分赛道投资机会 。

常规疫苗品种需求稳健，国产重磅不断上市

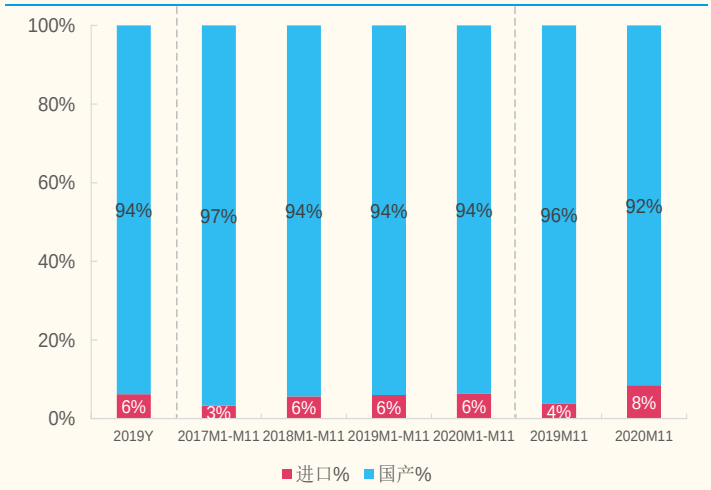
- 除了新冠疫苗研发稳步推进，2020 年疫苗行业克服困难，整体供需增长稳健，进口疫苗增长尤其可观。13 价肺炎球菌结合疫苗、HPV 疫苗、四价流感疫苗等重磅二类疫苗品种批签发实现了较大增长，相关企业业绩弹性突出。
- 展望未来，群众接种意识不断提升，国产重磅疫苗品种不断丰富，消费属性比较强的二类疫苗市场仍然有着广阔的成长机会。我们重点看好产品管线布局丰富，营销渠道成熟全面的头部二类疫苗企业。

图表 83：进口疫苗与国产疫苗批签发量对比（万支）



来源：Wind，中检院，国金证券研究所

图表 84：进口疫苗与国产疫苗批签发竞争格局



来源：Wind，中检院，国金证券研究所

图表 85：HPV 疫苗批签发情况（万支）

疫苗名	生产商	2019	2017M1-M11	2018M1-M11	2019M1-M11	2020M1-M11	YoY	占2019比重	2019M11	2020M10	2020M11	YoY	环比	占2019比重
九价HPV	MSD	332		30	284	483	70%	145%	24	24				
四价HPV	MSD	554	35	380	440	675	53%	122%		49	189		286%	34%
双价HPV	万泰生物					220				44				
	GSK	201	111	211	170	37	-78%	18%						
HPV 疫苗合计		1,088	146	622	893	1,415	58%	130%	24	117	189	688%	61%	17%

来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所，

注：因批签发数据披露机构较多，不同统计口径可能存在一定误差，结果仅供参考

图表 86：肺炎疫苗批签发情况（万支）

疫苗名	生产商	2019	2017M1-M11	2018M1-M11	2019M1-M11	2020M1-M11	YoY	占2019比重	2019M11	2020M10	2020M11	YoY	环比	占2019比重
13价肺炎结合疫苗	Pfizer	475	72	314	360	500	39%	105%	71		120	68%		25%
	沃森生物					384				31	22		-30%	
合计		**475**	**72**	**314**	**360**	**885**	146%	186%	**71**	**31**	**142**		357%	30%
23价肺炎多糖疫苗	MSD	145	47	97	145	48	-67%	33%						
	成都所	355	336	422	312	709	127%	200%	43	57	116	170%	102%	33%
	沃森生物	358	93	140	312	364	17%	102%	65	78	73	12%	-7%	20%
	康泰生物	89			89	347	288%	388%		53	50		-5%	56%
合计		**947**	**476**	**659**	**858**	**1,467**	71%	155%	**108**	**189**	**239**	122%	27%	25%
13价与23价肺炎疫苗合计		**1,422**	**547**	**973**	**1,218**	**2,352**	93%	165%	**179**	**220**	**380**	113%	73%	27%

来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所，

注：因批签发数据披露机构较多，不同统计口径可能存在一定误差，结果仅供参考

图表 87：流感疫苗签发量情况（万支）

疫苗名	生产商	2019	2017M1-M11	2018M1-M11	2019M1-M11	2020M1-M11	YoY	占2019比重	2019M11	2020M10	2020M11	YoY	环比	占2019比重
大流行流感疫苗	科兴生物			3										
流感亚单位疫苗	中逸安科		23	26		5				5				
流感疫苗	国光生物	40	60	38	40	30	-25%	75%			30			75%
	华兰生物	457	730	340	457	227	-50%	50%			51			11%
	科兴生物	424	337		424	631	49%	149%		296				
	深圳赛诺菲	574	621	120	574	892	55%	155%	39					
	雅立峰生物		173	163		138				20				
	长春所	612	375	406	612	164	-73%	27%			20			3%
鼻喷流感疫苗	百克生物					157								
四价流感疫苗	华兰生物	836		512	836	1,828	119%	219%	153	389	573	274%	47%	68%
	金迪克生物	135			84	303	262%	225%	59	67	52	-12%	-23%	38%
	长春所					502				96	97		1%	
	科兴生物					316				70	93		32%	
	武汉所					3					3			
合计		3,078	2,319	1,608	3,027	5,198	72%	169%	251	943	918	265%	-3%	30%

来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所，

注：因批签发数据披露机构较多，不同统计口径可能存在一定误差，结果仅供参考

图表 88：狂犬病疫苗批签发量情况（万支）

疫苗名	生产商	2019	2017M1-M11	2018M1-M11	2019M1-M11	2020M1-M11	YoY	占2019比重	2019M11	2020M10	2020M11	YoY	环比	占2019比重
狂犬病疫苗	艾美卫信	424	1,345	878	406	1,685	315%	398%	106	106	232	118%	119%	55%
狂犬病疫苗	百克生物		133	294										
狂犬病疫苗（vero细胞）	成大生物	4,034	2,268	2,279	3,470	3,234	-7%	80%	269	97	264	-2%	172%	7%
狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	康华生物	238	63	181	193	324	67%	136%	79	11	47	-40%	319%	20%
狂犬病疫苗	诺诚生物	472	1,106	1,050	472									
狂犬病疫苗	卫尔赛生物		10	248										
狂犬病疫苗	武汉所		6	4										
狂犬病疫苗	雅立峰生物	128	39	295	101	573	466%	447%		43	18		-57%	14%
狂犬病疫苗（地鼠肾细胞）	远大生物	248	327	154	204	251	23%	101%	49		23	-53%		9%
狂犬病疫苗	长春长生		1,763	674										
狂犬病疫苗（地鼠肾细胞）	中科生物	112	288	361	97	141	45%	126%	29					
狂犬病疫苗	卓谊生物	202		28	162	371	128%	183%	51	28	31	-39%	10%	15%
狂犬病疫苗	迈丰生物	24			24									
狂犬病疫苗	依生生物					141				57				
合计		5,883	7,349	6,445	5,130	6,720	31%	114%	583	342	615	6%	80%	10%

来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所，

注：因批签发数据披露机构较多，不同统计口径可能存在一定误差，结果仅供参考

图表 89：国内企业 HPV 疫苗在研情况

价型	产品名称	企业	临床申请	获批临床	临床I期	临床II期	临床III期	报产	获得批件
九价	重组人乳头瘤病6/11/16/18/31/33/45/52/58型九价疫苗(大肠埃希菌)	万泰生物					进行中(2020)		
	重组人乳头瘤病(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)九价疫苗(汉逊酵母)	上海博唯					进行中(2020)		
	重组九价人乳头瘤病毒(6/11/16/18/31/33/45/52/58型)疫苗(大肠埃希菌)	康乐卫士				进行中(2020)			
	重组人乳头瘤病毒九价病毒样颗粒疫苗(6,11,16,18,31,33,45,52,58型L1蛋白)(毕赤酵母)	沃森生物			已完成(2020)				
	重组人乳头瘤病毒6/11/16/18/31/33/45/52/58型九价疫苗(汉逊酵母)	江苏瑞科			已完成(2020)				
四价	四价重组人乳头瘤病毒疫苗(6,11,16,18型)(汉逊酵母)	成都所				进行中(2018)			
	重组四价人乳头瘤病毒(16/18/52/58型)病毒样颗粒疫苗(毕赤酵母)	上海所				进行中(2019)			
	四价重组人乳头瘤病毒(6/11/16/18型)疫苗(汉逊酵母)	上海博唯			已完成(2018)				
二价	双价人乳头瘤病毒疫苗(大肠杆菌)	万泰生物							已完成(2019)
	重组人乳头瘤病毒双价(16/18型)疫苗(酵母)	沃森生物						审评中(2020)	
	重组人乳头瘤病毒16/18型二价疫苗(汉逊酵母)	江苏瑞科			进行中(2019)				
	重组（毕赤酵母）人乳头瘤病毒双价（16/18型）疫苗	珠海健康元		已批准(2017)					
	重组人乳头瘤病毒6/11型二价疫苗(汉逊酵母)	江苏瑞科		已批准(2018)					
十四价	重组十四价人乳头瘤病毒疫苗（6,11,16,18,31,33,35,39,45,51,52,56,58,59型）（昆虫细胞）	北京诺宁	审评中(2018)						
十一价	11价重组人乳头瘤病毒疫苗(汉逊酵母)	中生集团				进行中(2020)			
六价	六价重组人乳头瘤病毒疫苗（6,11,16,18,52,58型）(汉逊酵母)	成都所	审评中(2014)						
三价	重组三价人乳头瘤病毒(16/18/58型)疫苗(大肠杆菌)	康乐卫士					进行中(2020)		

来源：NMPA，Wind，药智网，国金证券研究所

图表 90：国内肺炎球菌多糖结合疫苗研发情况

价型	产品名称	企业	临床申请	获批临床	临床I期	临床II期	临床III期	报产	获得批件（获批上市）
13价	13价肺炎球菌结合疫苗	辉瑞							已获批(2016)
	13价肺炎球菌多糖结合疫苗	沃森生物							已获批(2020)
	13价肺炎球菌结合疫苗	康泰生物							审批中(2020)
	13价肺炎球菌结合疫苗	兰州所					进行中(2019)		
	13价肺炎球菌结合疫苗	科兴生物			暂停中(2018)				
	13价肺炎球菌结合疫苗(多价结合体)	成都安特金			进行中(2020)				
	13价肺炎球菌多糖结合疫苗(CRM197,TT载体	康希诺			进行中(2020)				
15价	15价肺炎球菌结合疫苗	智飞生物					进行中(2020)		

来源：NMPA，Wind，药智网，国金证券研究所

图表 91：流感疫苗研发情况

价型	产品名称	企业	临床申请	获批临床	临床I期	临床II期	临床III期	报产	获得批件（获批上市）
四价	四价流感病毒裂解疫苗	华兰疫苗							已完成(2018)
	四价流感病毒裂解疫苗	金迪克生物							已完成(2019)
	四价流感病毒裂解疫苗	科兴生物							已完成(2019)
	四价流感病毒裂解疫苗	长春所							已完成(2020)
	四价流感病毒裂解疫苗	武汉所							已完成(2020)
	四价流感病毒裂解疫苗	上海所					已完成(2020)		
	四价流感病毒裂解疫苗	智飞生物					进行中(2019)		
	四价流感病毒裂解疫苗	赛诺菲巴斯德					进行中(2019)		
	四价流感病毒裂解疫苗	江苏中慧元通					进行中(2020)		
	四价流感病毒裂解疫苗	大连雅立峰					进行中(2020)		
	四价流感病毒裂解疫苗	辽宁成大			进行中(2020)				
	四价流感病毒裂解疫苗	长春海基亚			进行中(2020)				
	四价流感病毒裂解疫苗	沃森生物			进行中(2020)				
流感	流感病毒裂解疫苗	大连雅立峰							已完成(2015)
	流感病毒裂解疫苗	艾美汉信							已完成(2017)
	流感病毒裂解疫苗	华兰疫苗							已完成(2018)
	流感病毒裂解疫苗	赛诺菲巴斯德							已完成(2018)
	流感病毒裂解疫苗	上海所							已完成(2019)
	流感病毒裂解疫苗	科兴生物							已完成(2020)
	流感病毒裂解疫苗	兰州所							已完成(2020)
	流感病毒裂解疫苗	康润生物							已完成(2020)
	流感病毒裂解疫苗	长春所							已完成(2020)
	流感病毒裂解疫苗	天元生物							已完成(2020)
	流感病毒裂解疫苗	智飞生物					已完成(2017)		
	流感病毒裂解疫苗	国光生物					进行中(2016)		
	流感病毒裂解疫苗	先声药业			已完成(2016)				
H7N9	H7N9流感病毒裂解疫苗	华兰疫苗				进行中(2017)			
	甲型H7N9流感病毒全病毒灭活疫苗	上海所			进行中(2017)				
	H7N9流感病毒裂解疫苗	天坛生物			进行中(2020)				
其他	流感病毒亚单位疫苗	中逸安科							已完成(2019)
	流感病毒亚单位疫苗	大连雅立峰					已完成(2016)		
	四价流感病毒亚单位疫苗	江苏中慧元通					进行中(2020)		
	大流行流感病毒裂解疫苗	科兴生物							已完成(2016)
	大流行流感病毒灭活疫苗	科兴生物							已完成(2018)
	大流行流感全病毒灭活疫苗	武汉所			已完成(2019)				
	鼻喷冻干流感减毒活疫苗	百克生物							已完成(2020)
	H5N1全病毒灭活疫苗(Vero细胞)	亚泰生物			已完成(2016)				

来源：NMPA，Wind，药智网，国金证券研究所

生长激素：竞争格局良好，新患入组和销售双线恢复

- 我们认为生长激素作为消费性品种，其竞争格局良好且成长预期稳定、政策风险小，领先企业在后疫情时代的业绩恢复值得重点把握。
  - 受疫情影响，2020Q1 生长激素相应客户群体假期调整、跨区域出行受限，客流量相比去年同期有一定减少。
  - 得益于良好的竞争格局和头部企业成熟的销售网络，生长激素公司积极调整销售策略、克服不利因素，新增患者人数平稳回升，确保了经营业绩的稳步增长
  - 根据长春高新网络互动平台披露，由于疫情逐步得到控制，鉴于前期市场开拓基础和产品较高的覆盖程度，新患入组恢复情况较为乐观，从十月份情况来看新患入组恢复情况良好。预计从今年第四季度或者明年第一季度开始，新患入组将会有所恢复和增长。生长激素非儿科适应症在临床，预计在 2023 年或 2024 年会有新适应症投入市场。
  - 根据安科生物投资者交流披露，新冠疫情期间公司营销中心强化“互联网+”的营销模式，通过与国内专家合作开展线上专家直播、联合各地区专家进行全国线上巡讲、邀请全国儿科专家进行云论坛、网络培训和线上交流等方式启动推广新模式，加大对微信公众平台的推送力度，与好大夫在线合作打造名医在行动的线上大型义诊活动，加强学术推广和品牌营销。疫情后，前期推广工作的作用得以显现，**二季度、三季度新患入组人数增长明显**，带动生长激素销售快速恢复。

图表 92：样本医院生长激素销售情况（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

- 入组人数的增加，剂型的丰富，患者平均用药时间的延长，共同促进了生长激素行业的持续增长，未来业绩增长前景持续看好。
  - 从前三季度看，长春高新旗下金赛药业水针营业收入占比增幅相对较大，目前占比近 80%；长效也有一定增幅，占比大概接近 12%。
  - 安科生物水针于 2019 年 9 月中旬上市销售。经过一年时间的市场开发，目前已在全国多个省市完成挂网、备案、补标工作，其他省市的上述工作正逐步推进中。

连锁医疗服务：疫情后迅速恢复，持续看好民营连锁消费扩容

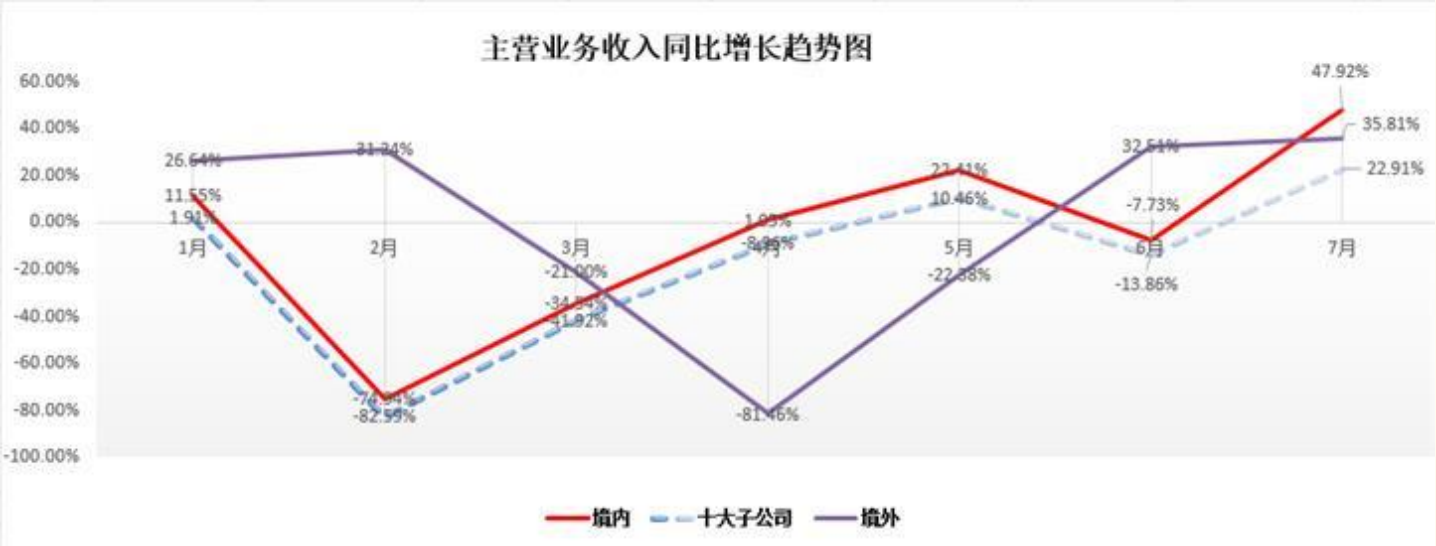
- 疫情后行业快速恢复，行业的商业模式优越性得到体现
  - 眼科、口腔、辅助生殖等刚需在后疫情时期持续释放，国内疫情期间积累的门诊/手术需求成为诊疗回复后流量迅速反弹的势能储备。
  - 疫情期间公立医院流量受到一定限制。民营品牌医院成为更多患者选择。市场需求逐步向头部品牌医院集中，进一步推高了公司业绩；
  - 合理的体外并表和新院拓展节奏，进一步增强了业绩增长的确定性和持续性。

图表 93：医疗服务板块部分上市企业收入利润情况（单位：亿元）

简称	2019Q1-Q3收入	2020Q1-Q3收入	yoy	2019Q1-Q3利润	2020Q1-Q3利润	yoy	2019Q3收入	2020Q3收入	yoy	2019Q3归母利润	2020Q3归母利润	yoy
览海医疗	0.19	0.38	102%	-1.44	-1.22		0.09	0.22	137%	-0.55	-0.39	
国际医学	6.73	10.72	59%	-0.20	-4.98		2.29	4.32	89%	-0.25	-1.54	
金域医学	39.20	58.27	49%	3.19	10.55	231%	13.77	23.53	71%	1.47	4.99	239%
盈康生命	4.02	4.88	21%	0.39	0.43	9%	1.47	2.04	39%	0.15	0.16	1%
爱尔眼科	77.32	85.65	11%	12.31	15.46	26%	29.83	44.02	48%	5.36	8.70	62%
通策医疗	14.21	14.52	2%	4.00	3.96	-1%	5.74	7.14	24%	1.92	2.51	31%
润达医疗	51.93	49.25	-5%	2.92	2.36	-19%	18.98	19.82	4%	1.17	1.25	6%
*ST恒康	27.39	20.08	-27%	-1.69	-0.49		8.86	7.51	-15%	-1.08	-0.01	
创新医疗	7.17	5.22	-27%	-0.61	-0.49		2.31	2.07	-10%	-0.20	0.04	
美年健康	62.78	44.19	-30%	3.91	-5.17		26.36	26.04	-1%	3.74	2.65	-29%
光正眼科	9.90	6.18	-38%	1.21	0.30	-75%	3.55	3.06	-14%	1.10	0.39	-65%

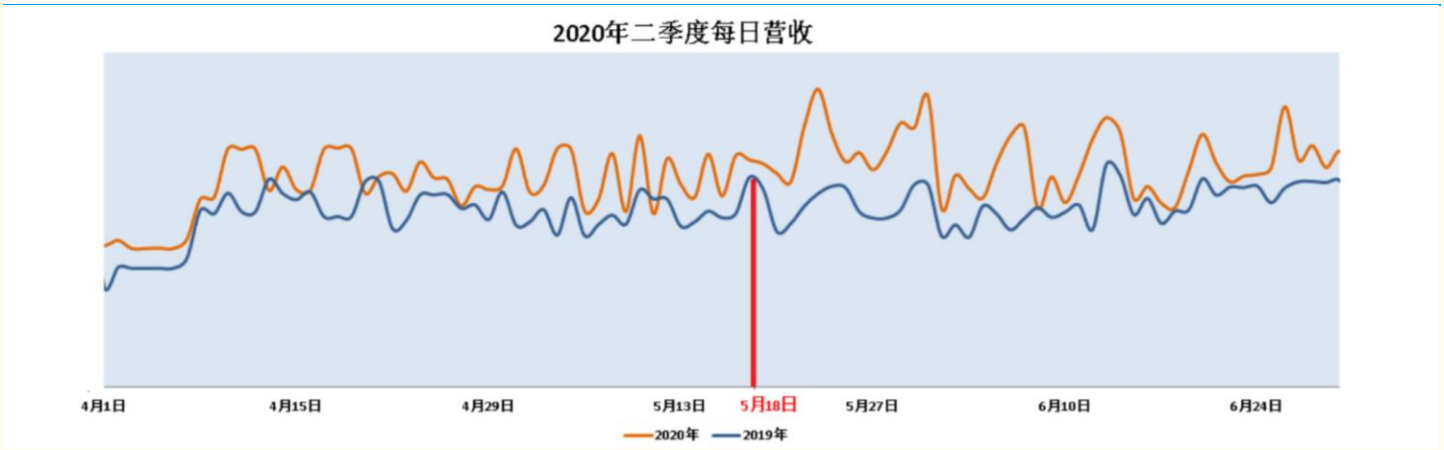
来源：Wind，国金证券研究所

图表 94：爱尔眼科主营收入恢复情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 95：通策医疗营收恢复情况



来源：公司公告，国金证券研究所

- “国家级”标准继续发布，扩张复制更加有据可依：自 2016 年起，在国家卫建委逐步放开社会力量举办独立设置的医疗机构后，已陆续针对 12 类可独立设置的医疗机构分别出台定性且定量的基本标准与管理规范，拓展社会投资领域的同时，有效提高了政府部门监管及督导的可操作性。**“国家级”标准的发布使专科连锁模式在扩张复制层面更加有据可依，专科连锁模式有望成为民营办医的主要业态。**
- 历经 20 余年探索与发展，专科连锁模式优势突出，成为当前民营办医最成功的商业模式。连锁专科模式具有轻资产运营的特点，特点是技术壁垒低，风险小，多采用标准化的治疗流程，可复制性高，易于市场扩张。通常针对公立医院易边缘化或对医保依赖度低的科室。民营专科医院引入先进的管理理念，通过提供更优质的服务或更低的价格与公立医院竞争 。

图表 96：已发布 10 类可独立设置医疗机构基本标准与管理规范一览

发布时间	文件名称	
2016年8月12日	国家卫生计生委关于印发医学影像诊断中心基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2016〕36号
2016年12月21日	国家卫生计生委关于印发血液透析中心基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2016〕67号
2016年12月21日	国家卫生计生委关于印发医学检验实验室基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2016〕37号
2016年12月21日	国家卫生计生委关于印发病理诊断中心基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2016〕65号
2017年2月9日	国家卫生计生委关于印发安宁疗护中心基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2017〕7号
2017年11月8日	国家卫生计生委关于印发康复医疗中心、护理中心基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2017〕51号
2018年6月11日	关于印发医疗消毒供应中心、健康体检中心、眼科医院的基本标准和管理规范（试行）的通知	国卫医发〔2018〕11号
2019年2月12日	国家卫生健康委员会办公厅关于印发国家口腔医学中心和国家口腔区域医疗中心设置标准的通知	国卫办医发〔2019〕120号
2019年10月14日	国家卫生健康委关于印发托育机构设置标准（试行）和托育机构管理规范（试行）的通知	国卫人口发〔2019〕58号

来源：卫健委（原卫计委）官网，国金证券研究所

图表 97：民营资本最青睐的连锁服务模式投资金额等要素分析

	美年健康	爱尔眼科	通策医疗
共同点	医疗属性、受卫健委（原卫计委）监管		
专业领域	体检	眼科	口腔
占地（平米）	2000	3000	3000-3500
初始投资额（万）	1500	3000	2000-2500
培育期（年）	1-2年	省会医院一般3-4年 地级医院2-3年	2-3年
成本回收期（年）	2-3年	5-6年	5-6
单店产能限制因素	B超检线	手术设备台数 视光验配医师数	牙椅数 种植室/手术室
成熟期净利率	25%	30%	30%
单店盈利能力	C端客户转化 C端比重提升	高附加值业务占比： 屈光、视光、白内障	高附加值业务占比： 种植、正畸、儿童口腔
关键因素	品牌、可复制、规模效应		
政策监管	较松		
产业链中的话语权	较强	较强	较强
风险点	管理水平、扩张能力、资金风险		

来源：公司公告，受限于样本的差异仅供参考，国金证券研究所

- 目前民营资本涉及最多的主流专科包括眼科，体检，口腔科，精神科，辅助生殖科以及医疗美容科。

图表 98：口腔 vs 眼科 vs 健康体检：从业务属性看可复制性对比

	眼科	健康体检	口腔
民营办医涉及的业务种类	屈光、白内障、眼前段、眼后段、视光配镜	基于健康状态评价与疾病筛查的各种检查项目	种植、正畸、修复、洁牙、外科（拔牙）、内科（牙周、补牙）
对标公立医疗机构，业务覆盖度	★★★	★★★★★	★★★★☆
其中：高附加值业务比重	★★★★☆	-	★★☆
流程标准化程度	★★★☆	★★★★★	★★
人才依赖度	★★★	★★	★★★★
设备依赖度	★★★	★★★★	★★
服务工作效能	★★★★	★★★★★	★★★
服务效能指标	医师日均担负诊疗人次：10	日均单台B超检查人次：30-40	医师日均担负诊疗人次：7

来源：卫生统计年鉴，国金医药梳理绘制，国金证券研究所

- 相比综合医院，连锁专科还具备初始投资小，回报期较短以及成熟期净利润率高的优点。该模式受资本市场青睐，二级市场给予估值溢价。

图表 99：A 股龙头连锁专科医疗公司类比

	爱尔眼科	通策医疗	美年健康
所在行业	眼科	口腔	健康体检
2018年行业规模	约1100亿	约1100亿	约1200亿
2018年并表门店数量	144	29	256
2018年体外中门店数量	179	6	305
2018年门诊量（万人次）	573.565 （手术量：56.45）	184.22	2,778
2018年平均客单价	全飞秒：18800 白内障：6000 视光：~1000	800	B端：~400 C端：450-3650 综合：479
区域覆盖程度	渠道下沉 全国覆盖	浙江省 牙椅数：1472	渠道下沉 全国覆盖
非公立规模占比	约20%	约30%	约25%
民营替代公立的难度	★	★★	★
民营龙头集中度	★★★	★★	★★★
公司所处发展阶段	稳健成长期，商业模式与成长逻辑验证，业绩确定性强	2019年仍处于高速增长期，预计2020年逐步进入稳健成长期	高速增长向稳健成长的过度转折时期
销售模式	B2C	B2C	B2B2C+B2C
业务是否交叉	否	眼科	口腔
产业链可延展性	★★	★★	★★★
其他业务延展/并购	海外眼科	数字正畸，眼科 综合妇幼，辅助生殖	频繁的新器械、检测技术嫁接
未来关注点	1）受益消费升级的眼科医疗需求扩容（视光，屈光，高端白内障等）； 2）并购基金助力下，公司体系外医院储备丰富，体外项目的有序注入下使得公司成长路径得到充分验证，维持稳定增长； 3）模式创新完善多层次医疗服务需求，协同国际化战略，探索未来新增长点（长沙地区的眼视光门诊部模式，儿童眼科与高端眼科医疗服务）。	1）受益消费升级的口腔医疗需求扩容（正畸，种植等高附加值项目）； 2）蒲公英计划进一步下沉，开发浙江省内口腔医疗需求； 3）诊疗模式的创新带来牙椅单产的提升 4）眼科业务推进成为公司营收新增量 5）体系外异地存济口腔医院的建设	1）随行业规范度提升与信任度修复，民营体检行业有望迎来景气度改善； 2）店龄结构呈优奠定成长性基础，成为当前重要长期逻辑支撑； 3）2020年有望迎起稳预期，实质性经营情况的改善（团检订单恢复、个检发展）仍是当前跟踪重点； 4）阿里战略入股有望在C端导流、量价趋势以及医质管理三方面带来边际改善预期。

来源：公司公告，国金医药整理，国金证券研究所

- 当下，消费升级驱动市场扩容，由于增量项目更加依赖资本投入带来技术提升、高端设备、人才培养和就诊环境改善，进一步提升了连锁复制的可标准化程度，连锁医疗方兴未艾

图表 100：连锁医疗需求端——行业扩容趋势持续

需求端	存量市场	增量市场
口腔	■ **口腔防治意识低，疾病知晓率低，病症明显时就诊** ➢ 以一般综合口腔业务为主 ➢ 口腔外科（拔牙） ➢ 口腔内科（牙周、补牙） ➢ 一般修复（活动义齿修复、烤瓷单冠修复） ➢ 严重牙缺失修复（种植）	■ **保健意识提升，科学护理观念普及，新消费观驱动市场扩容** ➢ 小儿保健性治疗：窝沟封闭、正畸； ➢ 年轻人对美观、保健等消费需求：牙齿美白（洁牙）、牙齿整形（瓷贴面等）、正畸（隐形正畸）； ➢ 中老年牙周健康状况差，牙缺失率高，疾病治疗意识和消费属性双提升，牙种植市场渗透率随患者认知度与接受度提高，空间广阔。
眼科	■ **眼健康意识缺乏，眼病认知以传染性病变为主** ➢ 眼病认知局限，以沙眼，传染性结膜炎等眼表疾病为主； ➢ 用眼习惯差：青少年近视问题严重、白内障、青光眼高发； ➢ 传统致盲性眼病知晓率诊出率低。	■ **眼健康防治观念普及，消费升级驱动视光屈光市场，眼部疾病谱转向退行性病变** ➢ 现代用眼行为改变使各类眼病患病率呈高发态势，退行性病变突出； ➢ 新致盲性眼部疾病谱具有中国特色，代谢相关眼底病发病率增长迅速，具有患病人群大，认知度低，诊出率低，潜在服务需求空间巨大； ➢ 青少年近视防控重视度提高，成年人“摘镜”需求提升。
体检	■ 就业、参军或入学等目的的强制性体检； ■ 企业福利：员工每年例行健康体检。	■ 提早发现健康隐患，疾病防控观念主导的新消费型需求； ■ 健康管理。

来源：国金医药整理绘制，国金证券研究所

■ 口腔、眼科、辅助生殖、健康体检等细分领域是我们未来看好的受益消费升级的朝阳行业。当下，由于消费医疗确定性突出，在刚性医疗需求主导下，我们维持对连锁医疗业态的成长空间与发展逻辑的看好判断。资本助跑后时代下，竞争格局随之加剧，我们持续看好优质资产属性突出，内生增长优秀，品牌力强，上下游议价能力突出，扩张战略清晰，具有持续强化竞争壁垒能力的公司。

图表 101：成长逻辑延续，优质龙头价值突出



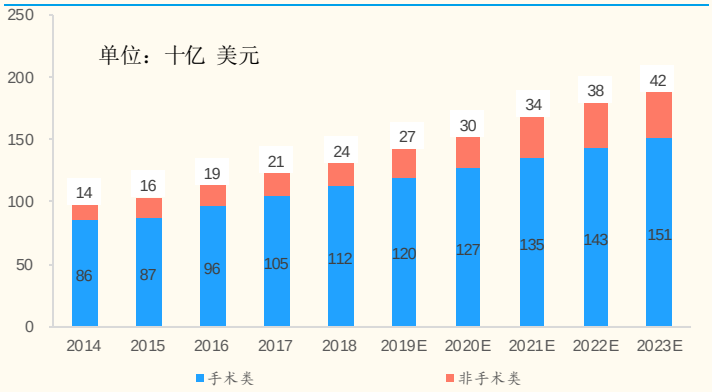
来源：国金医药绘制整理，国金证券研究所

医美板块：监管升级+非手术市场扩容，看好产品平台化头部企业

- **全球医美行业走向成熟，我国市场多元驱动领跑全球：**全球医疗美容服务市场在 2018 年总规模达到 1362 亿美元，较 2014 年的 993 亿美元有显著的增长，期间复合年增长率为 8.2%；疗程总量从 2014 年的 6680 万增加到 2018 年的 9110 万，复合年增长率为 8.0%。
  - 由于欧美医美产业发展较早，医生手术水平高，叠加文化偏好和人种差异，致使手术类细分市场占据了主要份额。
  - 但非手术类医疗美容项目具有风险低、效果自然、重复性消费较多、可修复、消费者接受度高等特点，加之近年研发创新加速，其市场规模、疗程量的增速与预期增速均远高于手术类。
- 根据弗若斯特沙利文，中国医疗美容服务市场处于高速发展期，2015 年-2019 年市场规模复合年增长率达 22.5%，疗程量复合年增长率达 24.1%，预期未来五年内仍能保持高增长，想象空间大。
  - 从结构上看，中国市场受东亚文明圈影响，对皮肤项目更青睐，叠加能操作复杂手术的医师资源短缺，中国非手术类项目市场规模、疗程量占比均高于全球水平。2019 年，中国非手术类项目疗程量占据总体比例达 72.1%，市场规模占比达 41.8%。非手术类医美市场规模由 2015 年的 249 亿元增长到 600 亿元，复合年增长率为 24.6%，增速高于手术类项目。
  - 从市场规模看，中国医疗美容市场已跻身世界第二，2018 年市场规模达到 183.8 亿美元，占据全球市场份额的 13.5%；非手术类占比达 41.1%，远高于其他世界主要国家。未来市场增速方面，2018 年-2023 年市场规模复合年增长率预计 24.2%，增速领跑全球。

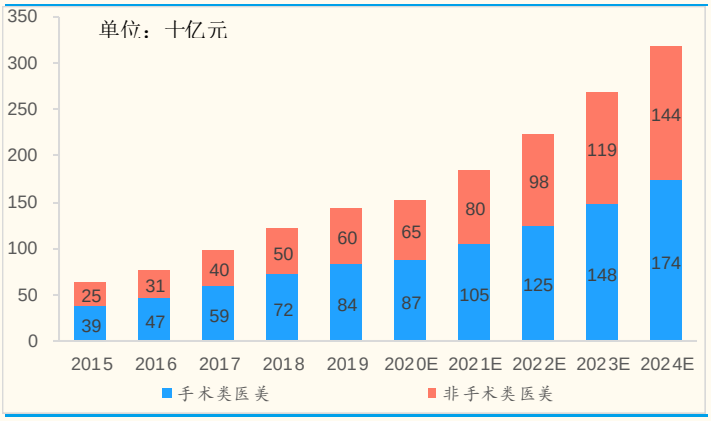
- 从医疗美容服务市场的渗透率看，与其他主要国家相比，中国医疗美容市场渗透率仍然较低，2018 年每千人疗程量仅为 14.5，未来仍有较大的增长空间，新一线城市和二线城市医美市场的发展将成为主要驱动因素。

图表 102：全球医疗美容服务市场规模



资料来源：ISAPS，ASAPS，沙利文分析，国金证券研究所

图表 103：中国医疗美容服务市场规模



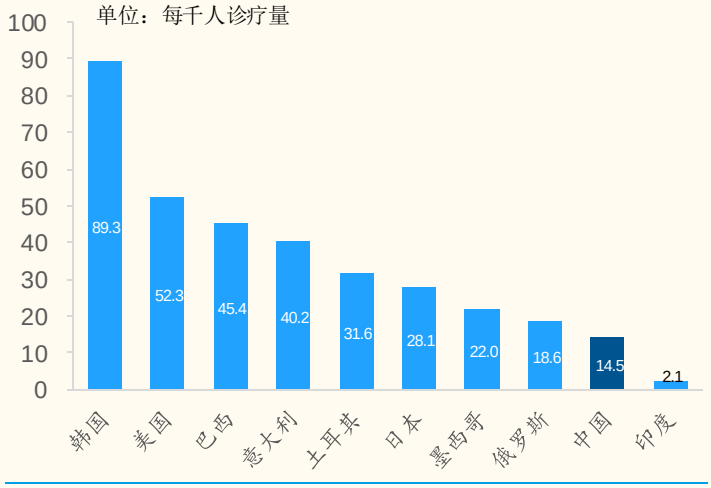
资料来源：ISAPS，ASAPS，沙利文分析，国金证券研究所

图表 104：世界主要国家医疗美容服务市场规模对比（2018 年）

国家	医疗美容市场规模排名	医疗美容市场规模（百万美元）	手术类医美市场规模（百万美元）	非手术类医美市场规模（百万美元）	2018-2023E 医美市场复合年增长率
美国	1	31376.0	25344.2	6031.8	3.7%
中国	**2**	**18379.3**	**10827.4**	**7551.8**	**24.2%**
巴西	3	14653.5	13033.3	1620.2	5.3%
韩国	4	7466.1	5865.0	1601.1	7.0%
俄罗斯	5	4923.1	4494.3	428.9	8.3%
意大利	6	4139.9	3258.3	881.6	3.1%
日本	7	4020.5	2471.8	1548.7	2.7%
土耳其	8	3299.0	2584.2	714.8	7.9%
墨西哥	9	3019.8	2471.8	548.0	2.3%
印度	10	2570.4	2022.4	548.0	11.5%

资料来源：国际美容整形协会，沙利文分析，国金证券研究所

图表 105：世界主要国家医疗美容服务市场渗透率对比（2018 年）

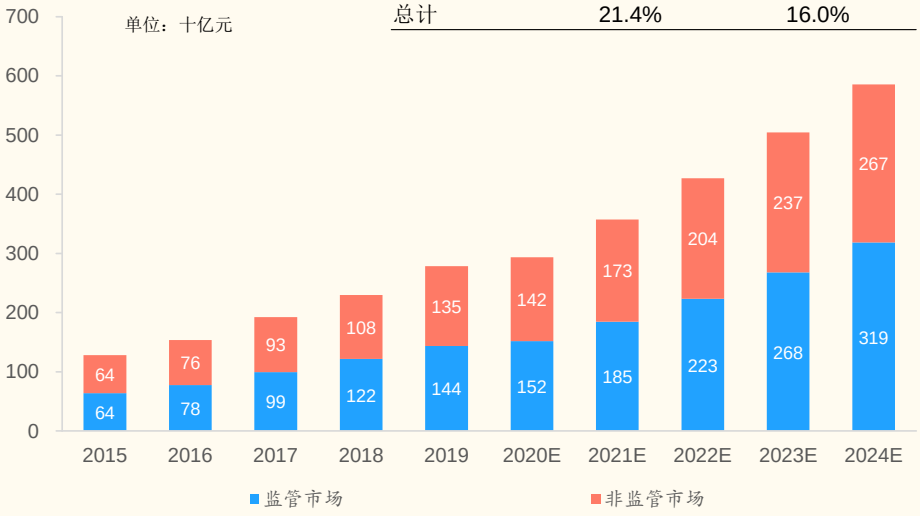


来源：国金证券研究所

- 需求端+供给端+政策端共同驱动我国医美市场欣欣向荣
  - 需求端：人均可支配收入增加、医美消费者年龄结构扩张及医美接受度提升
  - 供给端：我国整形外科医院、美容医院的职业医师数、床位数不断增加
  - 政策端：推进医美监管向纵深发展，行业走向合规是大势所趋
- 随着医疗美容技术的进步、医美项目安全性的提高、受监管市场的扩容、非手术项目的流行，以及消费群体的不断扩大，我们认为中国医美产品市场蕴藏着巨大的成长机**遇，重点看好管线储备丰富，产品开发平台化能力初现，具备成熟规范营销能力的头部企业。**

图表 106：监管市场占比不断提升，头部企业优势凸显

CAGR	2015-2019	2019-2024E
监管市场	22.5%	17.3%
非监管市场	20.4%	14.7%
总计	21.4%	16.0%

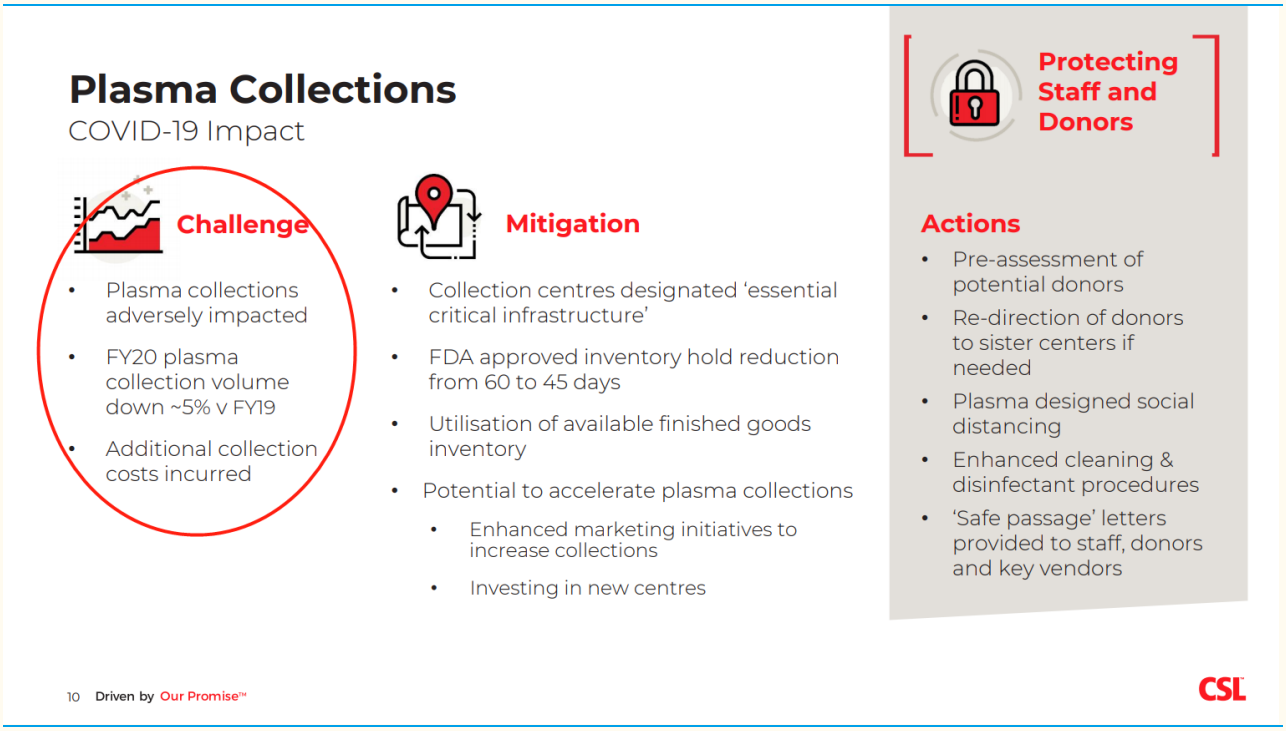


资料来源：沙利文分析，国金证券研究所

血液制品，需求稳健，行业筑底等待恢复

- 新冠疫情对全球血液制品行业原料血浆采浆产生一定影响，国内外血液制品企业普遍面临采浆压力，正处于积极恢复中：
  - 以国内血液制品龙头天坛生物为例，截至 2020 年 1 季度末，公司所属浆站均已恢复采浆业务，但各地仍根据疫情防控需要，采取系列有关日均献浆人数、采浆区域、出行管控等限制性措施，导致复工复采后参与献浆的总人数下降，日均采浆量未达到疫情前水平。2020 年上半年天坛生物采集血浆 697 吨，2019 年同期为 802.55 吨；但公司积极管理浆源，保障血浆供应，2020 年第二季度采浆量已恢复到正常水平。
  - 根据上海莱士公告，由于一季度疫情的原因，公司浆站采浆量受到一定影响，公司通过调整政策、加大激励措施等逐步恢复采浆，于二季度已全面恢复采浆。
- 由于血液制品从血浆采集到通过和形成销售存在一定周期（我们估计在 6-9 个月），因此尽管上半年血浆采集受到影响，整体批签发出货继续保持充足供应，血液制品市场整体平稳。未来如原料供应趋紧（如海外采浆变化导致白蛋白进口量的波动），行业批签发下行，则可能带来一定价格弹性。
- 此外由于院内诊疗流量的下降，白蛋白静丙等品种的院内需求也在前期受到一定削弱，正处于恢复进程当中。
- 总的来看，考虑到企业和渠道库存对行业短期波动的平滑，以及上市公司血浆采集的逐步恢复，我们认为血液制品未来整体趋势大概率仍是平稳发展，血液制品长期稳健成长，防守性强，确定性高的特点并没有发生根本性变化。

图表 107：国际血制品头部企业CSL 预计采浆将受到影响



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 108：Grifol 预计全年血浆采集量下行

In this same regard, the Hospital Division's revenues fell by 8.8% (-8.0% cc) to EUR 57.9 million and were negatively impacted by a slowdown in hospital investments and treatments.

The Bio Supplies Division recorded EUR 126.7 million in sales, denoting a 21.6% (19.0% cc) increase from the previous year thanks to the growth in sales of biological products for non-therapeutic use, which continues to grow significantly.

As anticipated in June and based on the information available to date, Grifols recognized an estimated impact of EUR 205 million in the 2020 fiscal year to adjust its inventory value mainly due to COVID-19. This impact stems primarily from lower-than-expected capacity utilization and has been recognized in the gross margin line in the second-quarter profit and loss account.

Although Grifols has taken every measure necessary to protect the safety of donors and personnel in all of its facilities, the efforts to boost plasma centers during the COVID-19 outbreak, and the fact that plasma industry has been called "essential infrastructure", collections have been impacted by stay-at-home orders and social-distancing measures, amongst others. The situation is still uncertain and difficult to predict in the long run but, based on the information today, it is estimated that Grifols plasma collection expect to have a net impact of 10% in terms of plasma availability in 2020 compared to 2019.

Grifols will also continue to enhance plasma sourcing and global product distribution to make sure that patients who need its plasma-derived medicines receive them.

Over the last years, Grifols has heavily been investing in plasma capabilities and has added plasma centers, up to 300 today, in the US and Germany. In Germany, Grifols' plasma centers are witnessing a fast recovery and plasma collected to date exceed plasma volumes for the same period of 2019.

来源：公司公告，国金证券研究所

- 2020 M1-M11，白蛋白、静丙、人免疫球蛋白、八因子、纤原、PCC 等核心品种均实现正增长，整体发展平稳。其中，白蛋白合计批签发 5365 万瓶，同比增长 10.4%；静丙合计批签发 1193 万瓶，同比增长 2.0%；人免疫球蛋白合计批签发 342 万瓶，同比增长 100%；八因子合计批签发 187 万瓶，同比增长 10.2%；纤原合计批签发 117 万瓶，同比增长 44%；PCC 合计批签发 130 万瓶，同比增长 52.6%。

图表 109：国内血制品批签发量

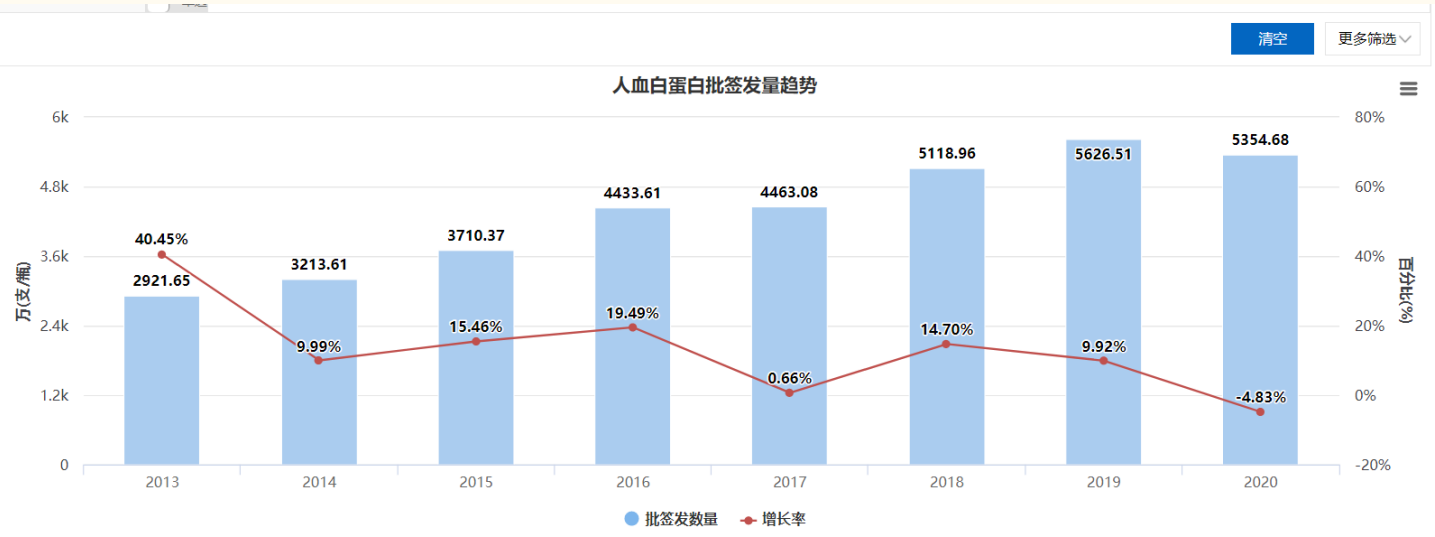
	2019年	2017M1-M11	2018M1-M11	2019M1-M11	2020M1-M11	YoY
人血白蛋白（折算10g/瓶）	5442.50	3876.04	4308.16	4859.29	5364.87	10.4%
静丙（折算2.5g/瓶）	1259.62	999.70	1006.39	1169.91	1192.91	2.0%
人免疫球蛋白（折算150mg/瓶）	262.12	168.49	119.62	170.49	341.65	100.4%
人凝血因子(Ⅷ)（折算200IU/瓶）	179.79	124.74	163.41	169.93	187.31	10.2%
人纤维蛋白原（折算0.5g /瓶）	87.10	90.98	83.52	81.26	117.03	44.0%
人凝血酶原复合物（折算200IU/瓶）	94.37	103.60	89.04	85.33	130.18	52.6%
狂犬病人免疫球蛋白（折算200IU/瓶）	1296.90	482.50	869.98	1182.96	1053.99	-10.9%
破伤风人免疫球蛋白（折算250IU/瓶）	693.29	390.83	358.00	607.20	580.98	-4.3%
乙型肝炎人免疫球蛋白（折200IU/瓶）	109.78	131.18	136.70	93.75	88.23	-5.9%

来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所，

注：因批签发数据披露机构较多，不同统计口径可能存在一定误差，结果仅供参考

- 2020 M1-M11，白蛋白合计批签发 5365 万瓶，同比增长 10.4%。其中，进口白蛋白合计批签发 3417 万瓶，同比增长 19.7%；国产白蛋白合计批签发 1948 万瓶，同比下滑 2.9%。
- 2020M1-M11，国产企业中，泰邦生物批签发 300 万瓶，同比下滑 18.2%；天坛生物批签发 418 万瓶，同比增长 1.8%；华兰生物批签发 229 万瓶，同比下滑 11.5%；博雅生物批签发 132 万瓶，同比增长 103.9%；上海莱士批签发 281 万瓶，同比增长 16.1%；博晖创新批签发 51 万瓶，同比增长 24.4%。
- 2020M1-M11，进口企业中，Baxter 批签发 692 万瓶，同比增长 12.1%；CSL Behring 批签发 1246 万瓶，同比下滑 7.0%；Grifols 批签发 699 万瓶，同比增长 42.5%；Octapharma 批签发 725 万瓶，同比增长 96.6%。

图表 110：历年人血白蛋白批签发趋势



来源：Wind，国金证券研究所。

注：不同口径来源批签发统计数据可能有所出入。

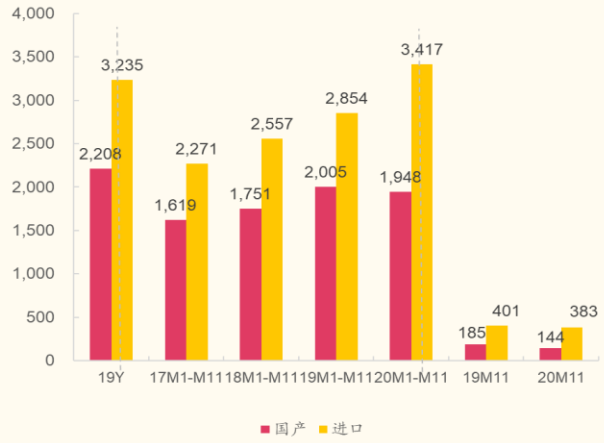
图表 111：国内人血白蛋白批签发情况

	2019年	2017M1-M11	2018M1-M11	2019M1-M11	2020M1-M11	YoY
博雅生物体系合计	**85.92**	**72.68**	**78.28**	**64.53**	**131.57**	***103.9%***
博雅生物制药集团股份有限公司	85.92	64.04	78.28	64.53	81.91	
博雅生物制药（广东）有限公司		8.65			49.66	
华兰生物体系合计	**290.86**	**223.86**	**229.79**	**258.69**	**228.96**	***-11.5%***
华兰生物工程股份有限公司	130.64	113.63	134.82	115.47	98.53	
华兰生物工程重庆有限公司	160.21	110.24	94.96	143.22	130.43	
天坛生物体系合计	**431.97**	**289.70**	**337.23**	**410.16**	**417.52**	***1.8%***
成都蓉生药业有限责任公司	210.66	161.16	156.13	191.62	190.28	
国药集团贵州血液制品有限公司	32.91	4.11	32.07	31.53	26.39	
国药集团上海血液制品有限公司	70.79	36.30	48.03	70.79	77.39	
国药集团武汉血液制品有限公司	65.33	58.57	61.35	63.94	67.32	
兰州兰生血液制品有限公司	52.28	28.22	39.64	52.28	56.14	
上海生物制品研究所有限责任公司		1.35				
泰邦生物体系合计	**403.34**	**278.47**	**269.09**	**367.17**	**300.23**	***-18.2%***
山东泰邦生物制品有限公司	273.08	150.33	184.47	245.31	215.76	
贵州泰邦生物制品有限公司	99.85	74.77	61.81	91.45	84.47	
西安回天血液制品有限责任公司	30.41	53.37	22.81	30.41		
上海莱士体系合计	**264.53**	**216.02**	**219.60**	**242.03**	**281.07**	***16.1%***
上海莱士血液制品股份有限公司	107.86	101.19	103.51	95.89	154.54	
同路生物制药有限公司	141.87	98.03	108.90	132.57	111.68	
浙江海康生物制品有限责任公司	14.80	8.95	7.19	13.57	14.84	
郑州莱士血液制品有限公司		7.85				
博晖创新体系合计	**47.84**	**50.74**	**48.35**	**41.00**	**50.99**	***24.4%***
广东卫伦生物制药有限公司	26.84	17.68	29.11	23.99	29.53	
河北大安制药有限公司	21.00	33.06	19.24	17.01	21.46	
双林生物	**119.62**	**75.83**	**89.81**	**109.39**	**98.43**	***-10.0%***
哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公	**92.88**	**0.00**	**25.54**	**77.58**	**49.12**	***-36.7%***
南岳生物制药有限公司	**81.59**	**53.36**	**66.78**	**81.59**	**51.07**	***-37.4%***
山西康宝生物制品股份有限公司	**77.51**	**65.57**	**77.79**	**71.87**	**40.87**	***-43.1%***
卫光生物	**107.49**	**64.29**	**85.45**	**95.44**	**105.11**	***10.1%***
上海新兴医药股份有限公司	**2.33**	**17.04**	**19.94**	**2.33**		
绿十字(中国)生物制品有限公司	**20.54**	**13.99**	**9.58**	**18.90**	**18.02**	***-4.7%***
四川远大蜀阳药业有限责任公司	**163.52**	**143.96**	**151.88**	**146.35**	**165.20**	***12.9%***
武汉中原瑞德生物制品有限责任公司	**3.38**	**34.22**	**24.96**	**3.38**		
新疆德源生物工程有限公司	**14.53**	**4.99**	**17.37**	**14.53**	**9.52**	***-34.5%***
国产总计	**2,207.86**	**1,604.74**	**1,751.44**	**2,004.95**	**1,947.67**	***-2.9%***
Baxter	**675.55**	**468.38**	**407.69**	**617.11**	**691.98**	***12.1%***
Baxter AG	414.81	314.31	407.69	369.54	357.98	
Baxalta US Inc.	241.62			241.62	232.90	
Baxter Manufacturing S.p.A.	19.12			5.95	101.11	
Baxter Healthcare Corporation		106.90				
Baxter Healthcare Corporation Drug Delivery Division		47.17				
CSL Behring	**1,476.76**	**936.06**	**1,122.37**	**1,339.61**	**1,246.28**	***-7.0%***
CSL Behring AG	1,098.42	602.02	669.14	961.26	954.74	
CSL Behring GmbH	220.64	193.34	229.02	220.64	242.82	
CSL Behring L.L.C	157.71	140.70	224.21	157.71	48.73	
Grifols	**622.49**	**542.82**	**610.31**	**490.49**	**699.08**	***42.5%***
Grifols Biologicals Inc.	316.64	346.50	288.97	240.21	383.57	
Instituto Grifols, S.A.	305.85	196.32	321.33	250.28	315.51	
Octapharma	**421.65**	**294.11**	**383.50**	**368.93**	**725.18**	***96.6%***
Octapharma AB	144.87	114.57	236.06	144.87	266.56	
Octapharma Pharmazeutika Produktionsg	106.58	179.54	147.44	72.91	262.39	
Octapharma Produktionsgesellschaft Deu	170.19			151.15	196.23	
SK Plasma Co., Ltd.		**1.27**				
Biotest Pharma GmbH					**19.90**	
绿十字韩国	**38.20**	**28.66**	**32.85**	**38.20**	**34.77**	***-9.0%***
进口总计	**3,234.64**	**2,271.31**	**2,556.72**	**2,854.34**	**3,417.19**	***19.7%***
总计	**5,442.50**	**3,876.04**	**4,308.16**	**4,859.29**	**5,364.87**	***10.4%***

来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所，

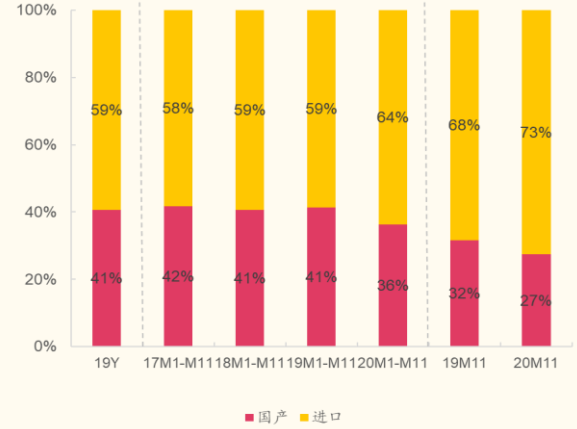
注：因批签发数据披露机构较多，不同统计口径可能存在一定误差，结果仅供参考；注：按上市公司体系整理，10g/瓶折合，单位为万瓶。

图表 112：人血白蛋白进口与国产批签发总量比较



来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所

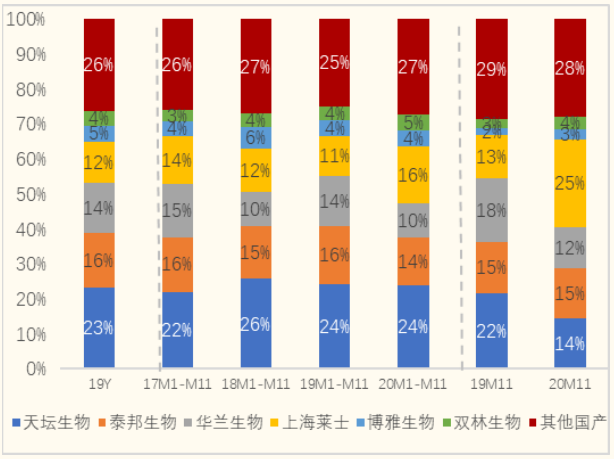
图表 113：进口国产白蛋白份额比较



来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所

- 2020 M1-M11，静丙合计批签发 1193 万瓶，同比增长 2.0%；2020M11，静丙合计批签发 88 万瓶，同比下滑 32.4%，环比增长 19.4%。
- 2020M1-M11，天坛生物批签发 290 万支，同比增长 1.7%；泰邦生物批签发 165 万支，同比下滑 15%；华兰生物批签发 117 万支，同比下滑 30.9%；莱士批签发 199.6 万支，同比增长 49.2%。

图表 114：静丙批签发竞争格局



来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所

图表 115：静丙批签发情况

	2019年	2017M1-M11	2018M1-M11	2019M1-M11	2020M1-M11	YoY
天坛生物体系合计	**296.72**	**221.42**	**261.07**	**285.90**	**290.56**	*1.6%*
成都蓉生药业有限责任公司	146.14	133.17	137.06	140.89	138.66	
国药集团贵州血液制品有限公司	23.51	6.47	23.52	22.37	19.96	
国药集团上海血液制品有限公司	51.58	24.47	36.74	51.58	43.25	
国药集团武汉血液制品有限公司	41.18	37.06	40.39	36.74	42.94	
兰州兰生血液制品有限公司	34.31	20.24	23.36	34.31	45.75	
泰邦生物体系合计	**197.36**	**158.03**	**152.15**	**193.89**	**164.86**	*-15.0%*
贵州泰邦生物制品有限公司	42.98	51.93	51.95	40.53	54.39	
山东泰邦生物制品有限公司	143.90	96.46	86.66	142.89	110.46	
西安回天血液制品有限责任公司	10.47	9.64	13.53	10.47	0.00	
华兰生物体系合计	**182.22**	**151.82**	**101.32**	**169.82**	**117.27**	*-30.9%*
华兰生物工程股份有限公司	79.89	74.82	70.91	78.04	52.00	
华兰生物工程重庆有限公司	102.32	77.01	30.42	91.77	65.27	
上海莱士体系合计	**150.80**	**140.22**	**125.99**	**133.77**	**199.62**	*49.2%*
上海莱士血液制品股份有限公司	80.99	72.28	74.11	73.48	119.21	
同路生物制药有限公司	64.83	54.98	50.22	56.15	72.56	
浙江海康生物制品有限责任公司	4.97	6.33	1.67	4.15	7.85	
郑州莱士血液制品有限公司		6.63			0	
博雅生物	**57.83**	**42.53**	**62.66**	**52.73**	**53.14**	*0.8%*
双林生物	**53.35**	**30.21**	**37.64**	**47.85**	**56.20**	*17.4%*
哈尔滨派斯菲科生物制药股份有限公	**43.86**		**4.90**	**38.85**	**42.22**	*8.7%*
绿十字(中国)生物制品有限公司	**8.48**	**7.25**	**5.70**	**7.61**	**8.21**	*7.8%*
南岳生物制药有限公司	**37.82**	**28.93**	**30.95**	**37.82**	**48.73**	*28.9%*
山西康宝生物制品股份有限公司	**49.17**	**53.29**	**43.45**	**42.86**	**40.25**	*-6.1%*
上海新兴医药股份有限公司		**10.12**	**13.08**		**0.00**	
卫光生物	**62.75**	**42.65**	**52.64**	**54.80**	**64.16**	*17.1%*
四川远大蜀阳药业有限责任公司	**104.65**	**88.46**	**83.61**	**93.29**	**86.31**	*-7.5%*
武汉中原瑞德生物制品有限责任公司	**1.74**	**17.09**	**21.08**	**1.74**	**0.00**	
博晖创新	**12.87**	**7.68**	**10.14**	**8.98**	**20.30**	*125.9%*
广东卫伦生物制药有限公司	12.87	7.68	10.14	8.98	20.30	
新疆德源生物工程有限公司					**1.09**	
国产总计	**1259.62**	**999.70**	**1006.39**	**1169.91**	**1192.91**	*2.0%*

来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所

图表 116：人凝血因子 VIII 批签发情况

	2019年	2017M1-M11	2018M1-M11	2019M1-M11	2020M1-M11	YoY
华兰生物体系合计	**62.86**	**48.12**	**62.02**	**62.19**	**47.42**	*-23.7%*
华兰生物工程股份有限公司	62.86	48.12	62.02	62.19	47.42	
绿十字(中国)生物制品有限公司	**25.99**	**23.64**	**42.15**	**23.77**	**31.27**	*31.5%*
上海莱士体系合计	**38.76**	**28.30**	**21.33**	**35.84**	**60.46**	*68.7%*
上海莱士血液制品股份有限公司	36.72	28.30	21.33	33.80	57.06	
同路生物制药有限公司	2.04			2.04	3.39	
泰邦生物体系合计	**52.18**	**22.84**	**35.31**	**48.12**	**47.79**	*-0.7%*
山东泰邦生物制品有限公司	52.18	22.84	35.31	48.12	47.79	
天坛生物体系合计					**0.37**	
国药集团上海血液制品有限公司					0.37	
上海新兴医药股份有限公司		**1.85**	**2.60**			
国产总计	**179.79**	**124.74**	**163.41**	**169.93**	**187.31**	*10.2%*

来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所，

注：因批签发数据披露机构较多，不同统计口径可能存在一定误差，结果仅供参考；

注：按上市公司体系整理，200IU/瓶折合，单位为万瓶。

图表 117：人凝血酶原复合物批签发情况

	2019年	2017M1-M11	2018M1-M11	2019M1-M11	2020M1-M11	YoY
华兰生物体系合计	**43.00**	**62.14**	**45.40**	**33.95**	**48.49**	***42.8%***
华兰生物工程股份有限公司	43.00	62.14	45.40	33.95	48.49	
天坛生物体系合计		**0.03**			**0.00**	
上海生物制品研究所有限责任公司		0.03			0.00	
泰邦生物体系合计	**49.88**	**33.99**	**29.60**	**49.88**	**81.69**	***63.8%***
山东泰邦生物制品有限公司	48.85	32.85	26.19	48.85	69.24	
贵州泰邦生物制品有限公司	1.03	1.14	3.41	1.03	12.45	
上海新兴医药股份有限公司	**1.49**	**7.44**	**14.04**	**1.49**	**0.00**	
南岳生物制药有限公司					**7.80**	
国产总计	**94.37**	**103.60**	**89.04**	**85.33**	**137.99**	***61.7%***

来源：中检院及各地方检验所，国金证券研究所，

注：因批签发数据披露机构较多，不同统计口径可能存在一定误差，结果仅供参考；

注：按上市公司体系整理，300IU/瓶折合，单位为万瓶。

- 国际血液制品行业市场集中度高，国内市场集中度较低。目前，全球年采浆量超过 50000 吨，其中美国采浆量占比约 80%；全球血液制品企业不到 20 家(不含中国)，前五家企业占据约 85%的全球市场份额；而国内总采浆量仅 9000 吨左右，其中仅 4 家血液制品企业采浆量超过 1000 吨。参考国际市场经验，我们认为中国血液制品行业持续整合，效率提升仍然是长期方向。效率优秀，规模靠前的行业龙头值得重点把握，中小型血制品企业浆源整合带来的弹性机遇，同样值得关注。

投资建议：

- 建议关注消费医疗公司；长春高新、安科生物、爱尔眼科、通策医疗、爱博医疗、万泰生物、锦欣生殖、爱美客、华兰生物、天坛生物等；

院内诊疗：常规 IVD 的恢复是机遇，高值耗材靠创新谋出路

总体策略观点：（医疗组：袁维）

- 我们认为 2021 年医疗板块的投资机会仍将聚焦于三大主线，
  - 在疫情应对需求中，新冠疫苗上市放量带来的投资机会的把握是最重要命题；疫情对全球民众生活习惯和防疫认知产生较大影响，新冠防控相关需求高峰可能持续相当长的时间，医疗防护和新冠检测领域的机会同样值得关注；
  - 消费医疗服务企业长期成长确定性突出，政策风险小。当前生长激素企业性价比突出，常规疫苗、连锁医疗服务、医美行业、血液制品等细分领域优质公司同样具有长期投资价值。
  - 院内医疗板块业绩基数低，未来恢复可观，同样较强具备投资价值。重点看好体外诊断领域，特别是优势赛道如化学发光免疫诊断；高值耗材领域短期面临集采控费压力，但从长期来看具备创新优势、品种集采风险小的企业价值依然突出。

- **新冠肺炎疫情对 2020 年（特别是上半年）国内院内诊疗产生了一定影响，诊疗人次低于往年同期，但已在恢复进程中**。根据国家卫健委信息统计中心数据，截至 2020 年 12 月 4 日更新，

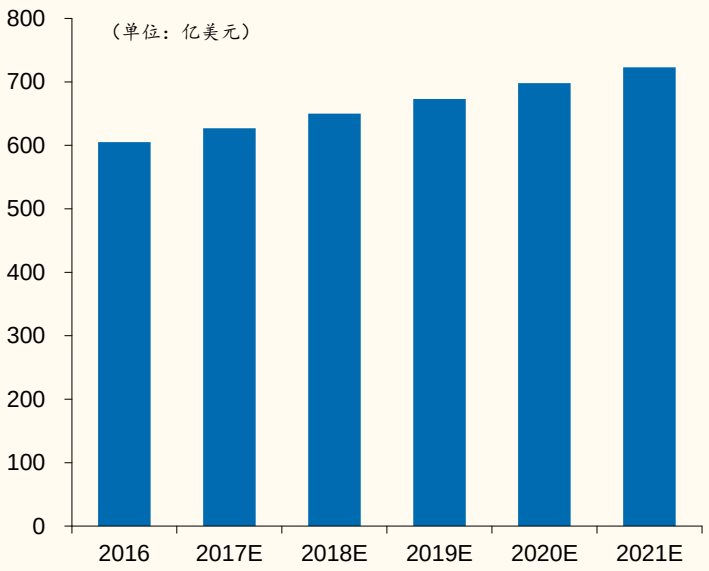
- 2020 年 1-8 月全国医疗卫生机构总诊疗人次达 33.9 亿人次（不含诊所、医务室、村卫生室数据），同比下降 16.1%。
- 医院 20.4 亿人次，同比下降 17.2%，其中：公立医院 17.2 亿人次，同比下降 17.8%；民营医院 3.2 亿人次，同比下降 13.8%。
- 基层医疗卫生机构 11.7 亿人次（不含诊所、医务室、村卫生室数据），同比下降 13.8%，其中：社区卫生服务中心（站)4.2 亿人次，同比下降 19.8%；乡镇卫生院 6.6 亿人次，同比下降 8.7%。
- 从单月看，**单月恢复趋势明显**。2020 年 6 月份，全国医疗卫生机构诊疗人次 6.3 亿人次，同比下降 9.7%，环比上升 5.9%，其中：公立医院 2.4 亿人次，同比下降 7.8%。
- 2020 年 7 月份，全国医疗卫生机构诊疗人次 4.9 亿人次（不包含诊所、医务室、村卫生室数据），受新冠肺炎疫情影响，同比下降 6.8%，环比上升 4.0%。其中：公立医院 2.6 亿人次，同比下降 7.8%，环比上升 6.0%。
- 2020 年 8 月份，全国医疗卫生机构诊疗人次 5.0 亿人次（不含诊所、医务室、村卫生室数据），受新冠肺炎疫情影响，同比下降 2.9%，环比上升 2.6%。其中：公立医院 2.6 亿人次，同比下降 4.2%，环比上升 1.7%。

- 院内诊疗人次的下行和院内感染防控措施的提升，使院内诊疗产品和服务的需求受到了一定的限制，上半年部分医疗设备、高值耗材、常规体外诊断板块业绩承压。但随着国内常态化疫情防控进入正轨，医院流量也在逐步恢复，而 2020 年的低基数也将为 2021 年的良好增长打下基础。

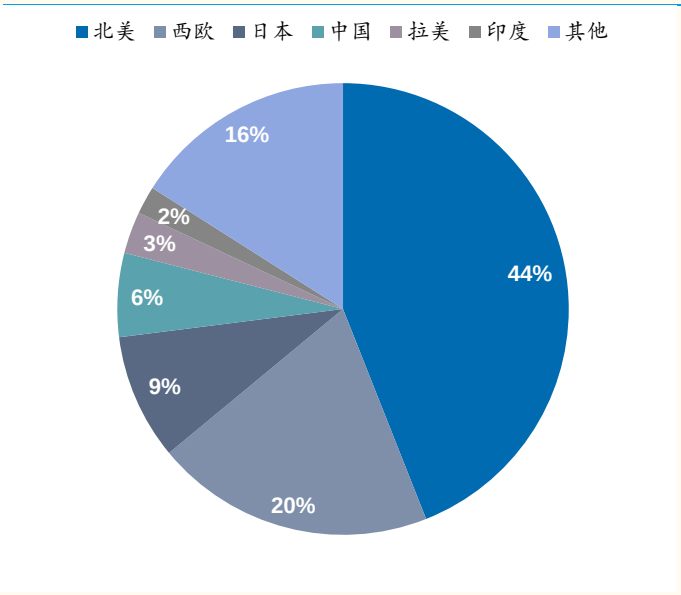
常规体外诊断：化学发光等优秀赛道成长好风险小

- 体外诊断行业在 2020 年受到疫情双重影响，一方面新冠疫情检测需求带来新冠检测产品爆发增长机遇，另一方面医院常规流量的减少，导致院内常规体外诊断产品需求受到压制。
- 但我们认为从长期来看，体外诊断依然是医疗器械板块市场最大、成长最为稳定，盈利模式最为先进的子行业之一。在 2020 年低基数基础之上，我们注意到化学发光、POCT 等潜力赛道国产品牌装机超出预期，2021 年实现高增长是大概率事件。成长好，风险小，空间足够大，国产替代逻辑强，是 2021 年医疗板块的投资重点之一。

图表 118：2016-2021 全球体外诊断市场规模



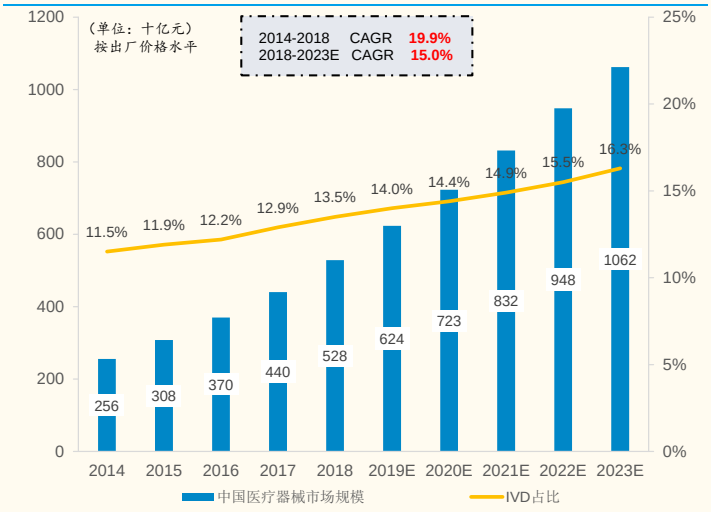
图表 119：2018 年全球主要区域体外诊断市场份额



来源：新产业招股说明书，Kalorama Information，国金证券研究所

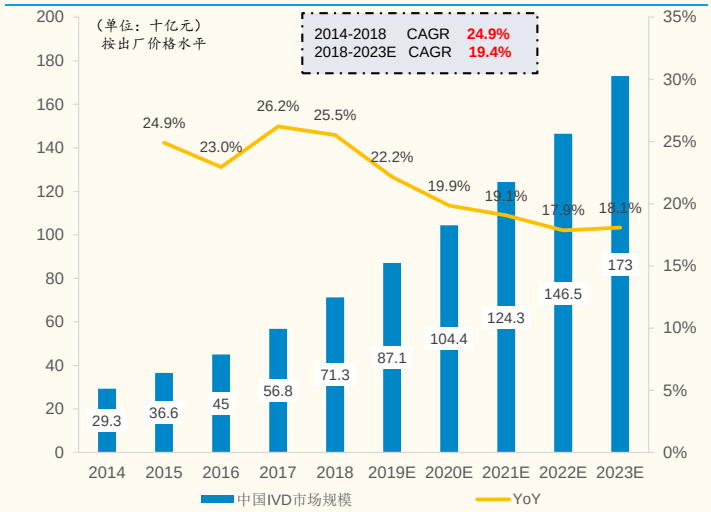
来源：新产业招股说明书，Kalorama Information，国金证券研究所

图表 120：IVD 在中国医疗器械市场占比不断提升



来源：Frost & Sullivan，华检医疗招股书，国金证券研究所

图表 121：中国 IVD 行业增速快于医疗器械行业平均增速



来源：Frost & Sullivan，华检医疗招股书，国金证券研究所

- 科创板医药生物行业上市企业中医疗器械企业占据一半，诸多 IVD 企业借助科创板登录资本市场。

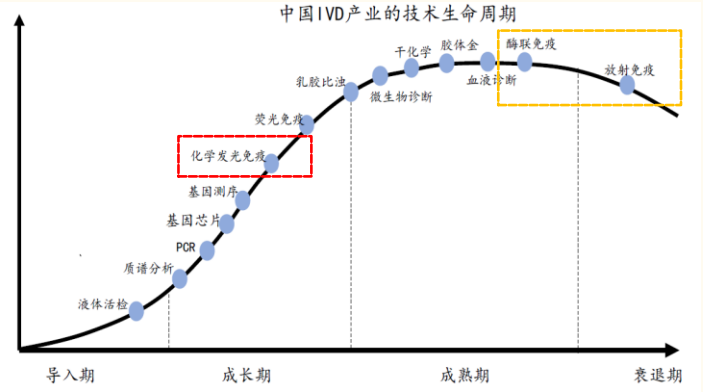
图表 122：多家 IVD 企业登录科创板

序号	Wind代码	证券简称	受理日期	审核状态	上市标准	拟募集资金(亿元)	保荐机构及主承销商	注册地
1	A20557.SH	博拓生物	2020-10-12	已问询	上市标准一	8.91	国泰君安	浙江
2	A20512.SH	奥普生物	2020-09-25	已问询	上市标准一	2.63	华泰联合	上海
3	A20160.SH	科美诊断	2020-06-08	待发行	上市标准一	6.35	中信证券	北京
4	A20156.SH	诺禾致源	2020-06-04	待发行	上市标准三	5.04	中信证券	北京
5	A20152.SH	安旭生物	2020-06-02	待发行	上市标准一	4.59	民生证券	浙江省
6	A17323.SH	之江生物	2020-06-01	待上会	上市标准一	13.56	海通证券	上海
7	A19279.SH	奥泰生物	2020-05-28	待发行	上市标准一	3.98	申万宏源	浙江省
8	A20134.SH	爱威科技	2020-05-26	待上会	上市标准一	3.80	西部证券	湖南省
9	A19114.SH	浩欧博	2020-05-11	待上会	上市标准一	6.09	华泰联合	江苏省
10	A20072.SH	尚沃医疗	2020-04-24	待发行	上市标准一	3.28	中信证券	江苏省
11	A20069.SH	亚辉龙	2020-04-22	待发行	上市标准一	7.33	中信证券	广东省
12	688289.SH	圣湘生物	2020-03-04	已发行	上市标准一	5.57	西部证券	湖南省
13	688393.SH	安必平	2019-12-27	已发行	上市标准一	3.74	民生证券	广东省
14	688298.SH	东方生物	2019-05-09	已发行	上市标准一	5.62	光大证券	浙江省
15	688399.SH	硕世生物	2019-04-22	已发行	上市标准一	4.03	招商证券	江苏省
16	688389.SH	普门科技	2019-04-16	已发行	上市标准一	6.32	国信证券	广东省
17	688068.SH	热景生物	2019-04-04	已发行	上市标准一	2.88	中德证券	北京

来源：Wind，国金证券研究所

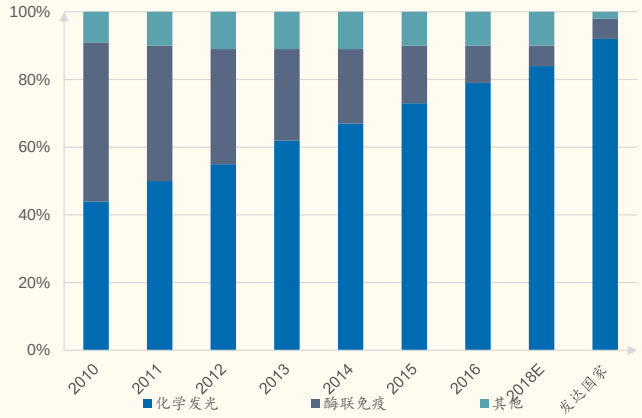
- 化学发光是免疫诊断增长最快的细分领域。我国化学发光处于高速成长期，且在逐步替代落后的定性和半定量的酶联免疫、放射免疫检测方法。

图表 123：中国化学发光处于高速成长期



来源：华夏基石《上市公司发展白皮书-体外诊断篇》，国金证券研究所

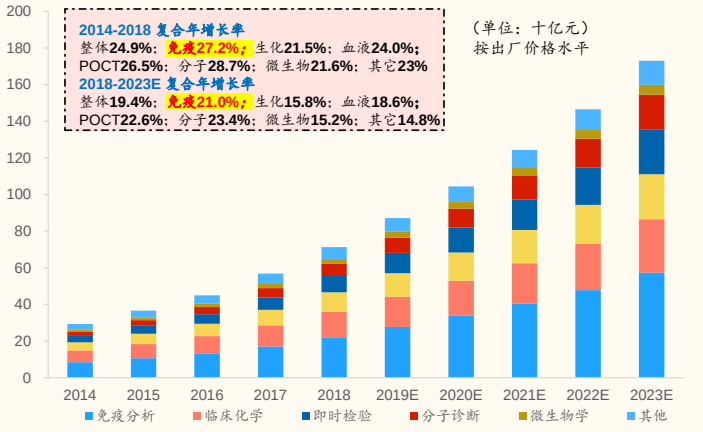
图表 124：化学发光逐步替代酶联免疫



来源：Kalorama Information，国金证券研究所

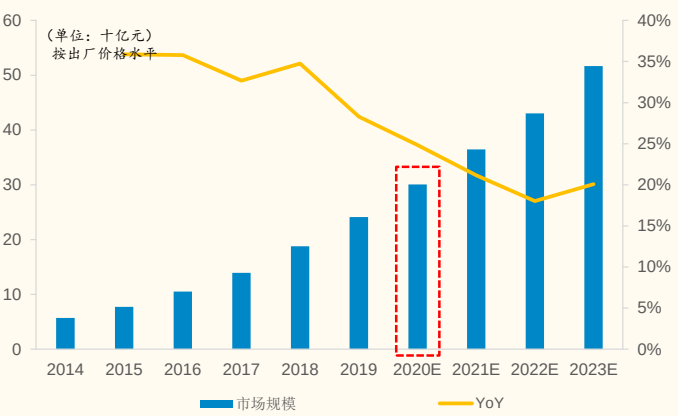
- 化学发光占据免疫诊断最大的市场份额，预计 2020 年出厂规模约 300 亿元。化学发光是免疫诊断升级迭代的方向，是免疫诊断的主流技术。根据 Frost & Sullivan，免疫诊断占据 IVD 30%以上市场，是 IVD 最大的子领域，而化学发光约占免疫诊断 85%以上市场，且国产企业仅占约 20%市场份额，国产替代具备较大的想象空间。

图表 125：免疫诊断占据我国 IVD 市场最大份额



来源：Frost & Sullivan，华检医疗招股书，国金证券研究所

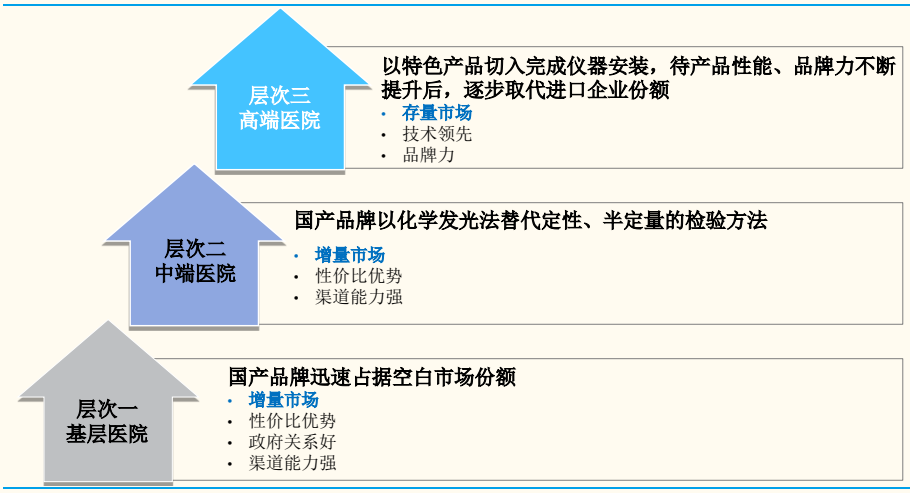
图表 126：2020 年中国化学发光出厂规模预计 300 亿元



来源：Frost & Sullivan，Kalorama Information，国金证券研究所

- 我国化学发光行业的国产替代是长线工程，需分层次逐步推进完成。策略是自下而上，在未定级及一级的基层医疗机构，国产化学发光企业先占据空白增量市场；在二级等中层的医疗机构，国产企业以性价比优势用化学发光法替代落后的定性、半定量检验方法，占据增量市场；最后，在三级医院等高端市场，国产企业先以特色项目切入，完成仪器安装，待仪器、试剂性能不断完善，品牌力不断提升，再逐步取代进口企业夺取三级医院市场份额。

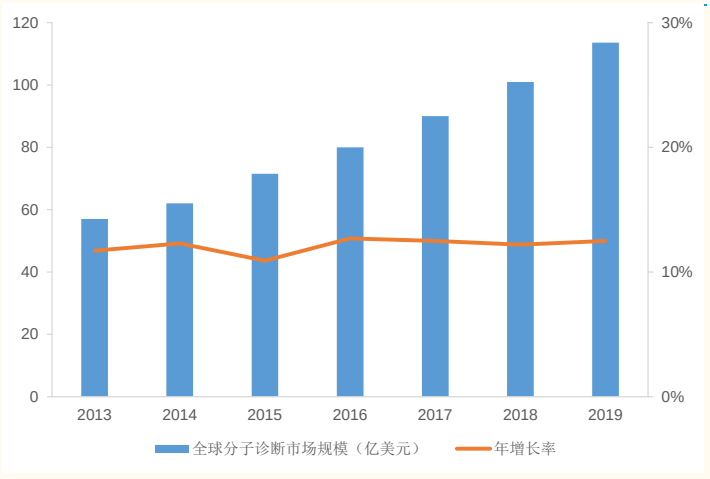
图表 127：化学发光国产替代分层逐步推进



来源：公司调研，国金证券研究所

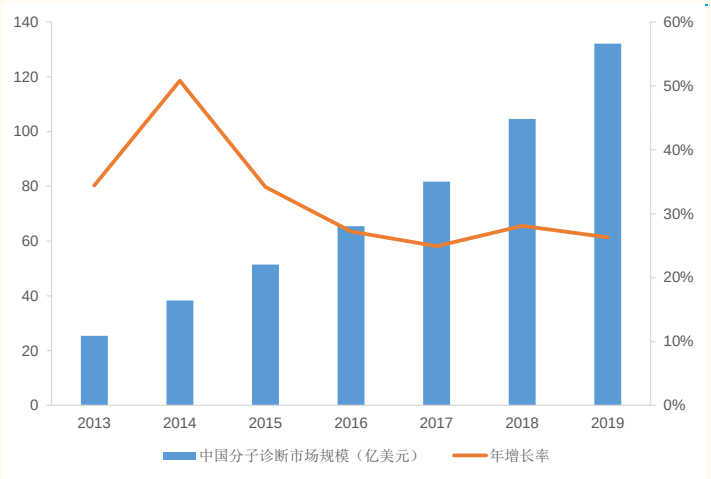
- 虽因疫情影响化学发光常规检测试剂需求受到压制，但国内大部分化学发光企业借助疫情实现超预期装机，为后续试剂放量奠定坚实的基础。以新产业为例，2020 年上半年，公司国内实现装机 611 台，海外装机 932 台，前三季度，海内外累计装机超过 2400 台。
- 分子诊断是 IVD 技术壁垒高、增速最快的子领域之一，预计疫情后分子诊断将加速发展。全球分子诊断市场加速扩容，2013-2019 年，市场规模由 57 亿美元增长至 113.6 亿美元，CAGR 为 12%。北美占据了全球分子诊断市场的最大份额，其次是欧洲，亚太地区增长潜力巨大。在医疗保障投入和人均医疗消费支出持续增长，精准医疗、个性化医疗等背景的不断催化下，分子诊断市场规模有望持续扩增。
- 分子诊断在我国起步较晚但增速快，2013-2019 年，我国分子诊断市场规模由 25.4 亿元增加至约 132 亿元，年均增速约为全球增速的两倍。在分子诊断技术进步迭代、政策支持以及资本青睐等多重因素的共同推动下，我国分子诊断行业正加速发展，前景良好。

图表 128：2013-2019 年全球分子诊断市场规模



来源：火石创造，国金证券研究所

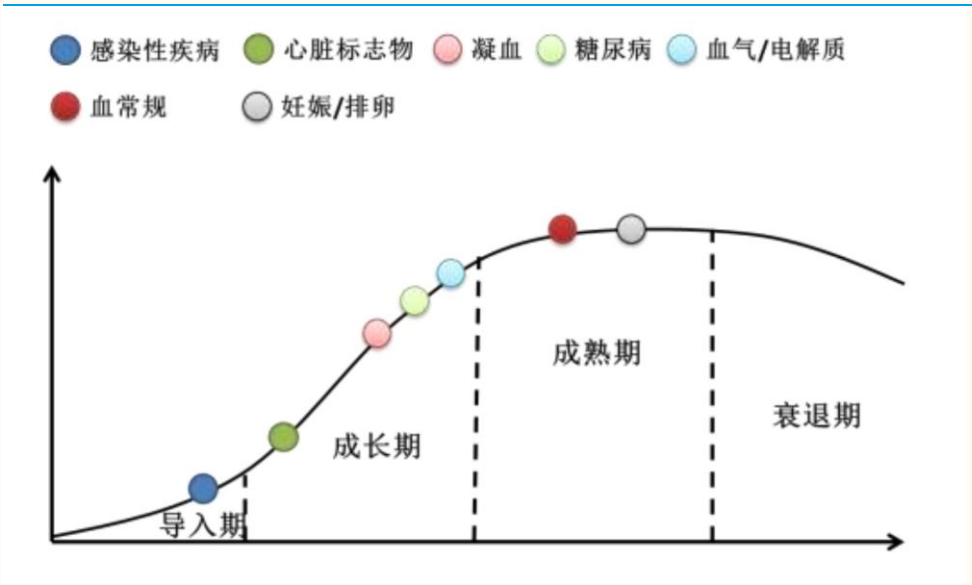
图表 129：2013-2019 年我国分子诊断市场规模



来源：火石创造，国金证券研究所

- POCT 区别于大型传统的实验室 IVD 检测，增速快，有望成为未来主流的 IVD 诊断方法之一。根据万孚生物公司年报，国内 POCT 目前整体市场规模约占到体外诊断总体市场的 10%以上，增速超过 25%。POCT 技术已经得到学术界和产业界的高度关注，成为体外诊断领域发展最快，创新最活跃，商业价值最突出的子领域之一。

图表 130：国内主要 POCT 项目的发展情况



来源：基蛋生物招股说明书，国金证券研究所

- 相比其他体外诊断品类，POCT 行业虽然子领域众多，单品市场空间却相对有限，POCT 企业的长期成长不依赖于大市场容量的明星项目，而在于产品序列的全面性和产品迭代的及时性；广覆盖且不断升级，打造综合成长能力是 POCT 企业长期发展的合理路径。

图表 131：部分 POCT 企业产品序列比较（按应用领域）

	心脏标志物	感染因子	妊娠生育	毒品/药物滥用	血气	糖化血红蛋白	肿瘤	甲状腺	肝功	肾功
万孚生物	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√
东方基因	√	√	√	√		√	√		√	√
明德生物	√	√	√		√	√	√	√		√
基蛋生物	√	√	√			√		√	√	√
热景生物	√	√	√	√			√	√	√	√

来源：公司官网，国金证券研究所

图表 132：部分 POCT 企业产品序列比较（按技术平台）

	胶体金	免疫荧光	化学发光	电化学	干式生化	分子诊断	生化液体	液态生物芯片	生物原料	上转发光
万孚生物	√	√	√	√	√	√			√	
东方基因	√	√	√		√	√	√	√	√	
明德生物	√		√		√	√				
基蛋生物	√	√	√		√				√	
热景生物	√		√			√			√	√

来源：公司官网，国金证券研究所

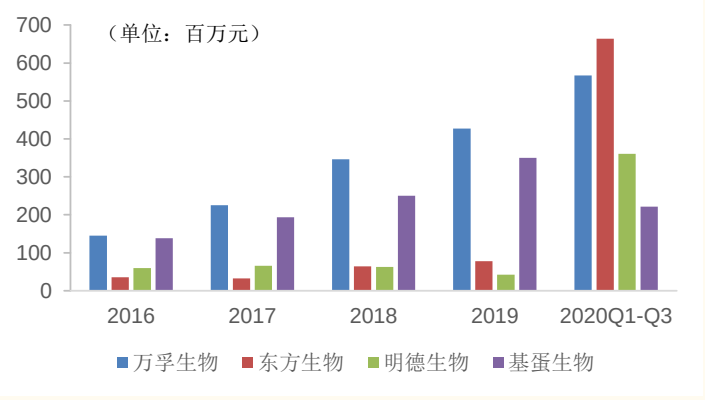
- POCT 具备差异化优势，受益于分级诊疗基层市场大有可为。

图表 133：POCT 检测与检验科实验室检测比较

项目	检验科、实验室	POCT
周转时间	慢	快
样本处理	通常需要	不需要
血标本	血清血浆	全血
矫正	频繁且繁琐	不频繁、简单
试剂	需要配置	随时
消耗品	相对少	相对多
检测仪	复杂	简单
操作要求	专业	非专业
实验结果质量	高	接近实验结果

来源：万孚生物招股说明书，国金证券研究所

图表 134：2016-2020Q3 国内 POCT 企业归母净利润情况



来源：Wind，国金证券研究所

高值耗材板块：国家集采逐步落地是预期，向创新要价值

■ 高值耗材国家集采落地，降价幅度可观

- 2020 年 10 月，按照《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》精神，落实《国务院办公厅关于印发治理高值医用耗材改革方案的通知》（国办发〔2019〕37 号）要求，全面深化医用耗材集中带量采购制度改革，推进构建全国性联盟采购机制，减轻群众就医负担，按照国家组织、联盟采购、平台操作的总体思路，全国各省（自治区、直辖市）、新疆生产建设兵团作为采购联盟，委派代表组成国家组织高值医用耗材联合采购办公室（以下简称联合采购办公室），代表各地区公立、军队医疗机构及自愿参加的医保定点社会办医疗机构等实施冠脉支架集中带量采购，由天津市医药采购中心承担联合采购办公室日常工作并负责具体实施。
- 2020 年 11 月，国家组织高值医用耗材联合采购办公室公告国家组织冠脉支架集中带量采购拟中选结果，8 家企业的 10 个品种成为拟中选品种。根据人民日报报道，本次集采支架价格从均价 1.3 万元左右下降至 700 元左右。与 2019 年相比，相同企业的相同产品平均降价 93%，国内产品平均降价 92%，进口产品平均降价 95%。预计全国患者将于 2021 年 1 月用上国家集采降价后的中选产品。
- 利益链条压缩，行业集中度进一步提高。本次国家集采标志着冠脉支架正式步入“千元以内”时代，利润空间压缩可能淘汰一批成本控制能力弱、产品管线单一、研发储备不足的企业，进一步提高行业集中度。同时，终端价格和出厂价格的压缩，也将提升产业链效率，挤压不合理渠道空间，对行业的经销体制、推广方式、竞争格局产生深远影响。

图表 135：冠脉支架集采和拟中选情况（中选份额变动不考虑剩余份额分配，估计值仅供参考）

企业	商品名	产品名称	意向采购量排名排名	首年意向采购量（单位：个）	意向采购量占比	意向采购量合计量	意向采购量合计占比	是否拟中选	官网拟中选结果排名	拟中选产品意向采购量占比	拟中选份额合计	中选份额变动	份额排名
上海微创医疗器械（集团）有限公司	Firebird2®	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	1	247940	23.1%	392226	36.5%	是	3	23.1%	24.2%	-12.3%	1
	Firehawk®	冠脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	2	128631	12.0%			否	-	-			
	Firekingfisher®	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	15	12176	1.1%			是	6	1.1%			
	FireCondor®	冠脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	20	3479	0.3%			否	-	-			
Boston Scientific Corporation	PROMUS® PREMIER	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	5	59842	5.6%	120626	11.2%	是	8	5.6%	8.6%	-2.7%	4
	PROMUS Element® Plus	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	11	32251	3.0%			是	9	3.0%			
	SYNERGY®	铂铬合金可降解涂层依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	13	22336	2.1%			否	-	-			
	PROMUS Element®	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	19	3815	0.4%			否	-	-			
	PROMUS Element® Long	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	21	2192	0.2%			否	-	-			
	SYNERGY® MONORAIL	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	26	190	0.0%			否	-	-			
乐普（北京）医疗器械股份有限公司	GuReater ®	钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	3	120560	11.2%	120560	11.2%	是	4	11.2%	11.2%	0.0%	2
Abbott Vascular	XIENCE Xpedition®	药物洗脱冠脉支架系统	6	57133	5.3%	108944	10.1%	否	-	-	-	-10.1%	-
	XIENCE PRIME®	药物洗脱冠脉支架系统	12	32149	3.0%			否	-	-			
	XIENCE V®	药物洗脱冠脉支架系统	16	12158	1.1%			否	-	-			
	XIENCE Alpine®	钴铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	18	4623	0.4%			否	-	-			
	XIENCE Xpedition 48®	药物洗脱冠脉支架系统	22	2051	0.2%			否	-	-			
	XIENCE Sierra®	钴铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	24	830	0.1%			否	-	-			
Medtronic Inc.	Endeavor Resolute®	药物洗脱冠脉支架系统	8	52472	4.9%	105955	9.9%	否	-		4.8%	-5.1%	6
	Resolute Integrity®	药物洗脱冠脉支架系统	9	51667	4.8%			是	5	4.8%			
	Endeavor Sprint®	药物洗脱冠脉支架系统	23	1816	0.2%			否	-				
山东吉威医疗制品有限公司	Excrossal®	药物涂层支架系统（雷帕霉素）	4	100690	9.4%	100690	9.4%	是	1	12.6%	9.4%	0.0%	3
深圳市金瑞凯利生物科技有限公司	Helios®	药物支架系统	7	53441	5.0%	53441	5.0%	是	7	5.0%	5.0%	0.0%	5
易生科技（北京）有限公司	Tivoli®	药物洗脱冠脉支架系统	10	41865	3.9%	41865	3.9%	是	2	3.9%	3.9%	0.0%	7
苏州桓晨医疗科技有限公司	AlphaStent®	药物洗脱冠状动脉支架系统	14	20070	1.9%	20070	1.9%	否	-	-	-	-1.9%	-
万瑞飞鸿（北京）医疗器材有限公司	NOYA®	冠状动脉钴铬合金可降解涂层雷帕霉素药物洗脱支架系统	17	9774	0.9%	9774	0.9%	是	10	0.9%	0.9%	0.0%	8
Biotronik AG	Orsiro®	西罗莫司洗脱冠状动脉支架系统	25	563	0.1%	563	0.1%	否	-	-	-	-0.1%	-
Micell Technologies Ireland Limited	MiStent®	可吸收聚合物涂层雷帕霉素洗脱冠脉支架系统	27	8	0.0%	8	0.0%	否	-	-	-	0.0%	-
待分配余量	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	**32.1%**	-	-

来源：天津市医药采购中心，国金证券研究所

- **未来高值耗材集采可能扩围：**根据《经济参考报》，日前相关部门下发《关于开展高值医用耗材第二批集中采购数据快速采集与价格监测的通知》，第二批医用耗材信息采集将包括人工髋关节、人工膝关节、除颤器、封堵器、骨科材料、吻合器，涉及产品信息 1 万余条，具体到规格型号信息约 32 万条。同时还将对第一批血管介入类、非血管介入类、起搏器类、眼科类产品进行增补。上述通知要求，各省于 12 月 31 日前完成第二批医用耗材清单与本省平台医用耗材的比对关联工作，并完成 2020 年数据上传，于 2021 年 2 月 28 日前完成历史数据补传工作。
- **在全国高值耗材集采之外，各地也根据自身情况组织了部分品类区域高值耗材集采。**

图表 136：部分地方高值耗材集采政策

状态	省份	品种	平均降幅	最高降幅
谈判完成	江苏第二批	骨科人工髋关节类	47.20%	76.70%
	江苏第三批	初次置换人工膝关节	67.30%	81.90%
	福建	人工髋关节类	35.32%	62.19%
		人工膝关节类	35.12%	61.48%
	安徽第一批	骨科脊柱类	51.40%	单个组件95%
	安徽第二批	骨科关节类	81.97%	-
	浙江	髋关节	-	-
	重庆-贵州-云南-河南	吻合器	73.13%	97.76%
	山东	骨科创伤类	67.30%	94.00%
	青海	骨科关节类	-	-
	江苏第四批	吻合器类	-	-
正在进行	湖南	吻合器类、骨科创伤类		
	山西第二批	吻合器类		

来源：各地医药采购中心官网，各地医保局网站，国金证券研究所

- 创新才是硬道理：冠脉支架国家集采是医保在高值耗材领域打破控费降价阻碍的一个重要事件。在冠脉支架试点的经验之上，未来高值耗材领域的集采有可能。
  - 着眼未来，高值耗材由于其行业特殊性，集采降价的推广进程大概率是渐进的、长期的、存在地域差异的，不必对短期压力过于悲观；
  - 而对于医疗器械企业来说，无论在哪个国家，何种医保环境下，新品种、创新医疗器械都具有较大的定价优势。
  - 传统利益链条的打破进一步提升了企业产品研发创新的重要性，源源不断的新产品、新品类才是企业长期创造价值的关键。
- 国内高值耗材市场品类繁多，创新活跃，高值耗材领域投资建议把握创新色彩较强、竞争格局良好、短期集采风险较小的特色优势品种企业（如外周血管介入、内镜和微创外科、角膜塑形镜等）。

图表 137：高值医用耗材国家集采可能扩围



来源：新华网，国金证券研究所

投资建议：

- 建议关注院内诊疗公司：安图生物、迈瑞医疗、新产业、南微医学、心脉医疗等。

综上：医药改革降本增效，寻找确定可持续增长

基本面角度：

- **医药改革降本增效，新时代已来临：**药审改革开启后，医药行业在医疗、医保、医药不同角度确立新的行业规则，其中重要特点是回归医药行业的本质，并逐步和国际接轨，开启医药新时代，随着一致性评价、药品集采、创新药医保谈判、耗材集采、以及 DRGS 等重磅政策逐步落地推出，医改进入深水区，医药新时代已确定来临。我们认为“降本增效”为中国医药新时代的目标，“去伪存真”为中国医药新时代的结果；在此基础上，寻找确定+可持续增长的投资机会尤为重要。
- **寻找细分行业的确定性增长，消费+创新+制造三条主线逐渐清晰，本土+出海两个维度层层突破。**过去一年是行业基本面变化较大的一年，主要波动来自于新冠疫情影响，随着疫苗有效获批，我们预计新冠疫情的负面影响将逐步褪去，行业基本面趋势也逐渐清晰。在新的格局背景下，寻找基本面的壁垒+确定性增长是首选，消费、创新、制造三条主线将延续，本土、出海两个维度层层突破。
  - **创新类：**
  - 研发创新技术：1）创新药、创新疫苗、及创新器械等高壁垒产品，有望延续高增速和演绎进口替代逻辑；2）在 2017 年 6 月中国加入 ICH 后，海外临床逐年递增，2021H2-2022H1 中国创新药海外临床集中进入兑现期，出海虽困难重重，但值得期待，时间点明确；3）CRO 作为创新产业链外包服务方，同样受益于产业景气周期。
  - 制剂出口溢价：药审改革之后中国医药市场逐步与国际接轨，越来越多药企的研发和生产技术受国际规范市场认可，制剂出口大有可为。
  - **消费类：**
  - 连锁医疗服务：驱动因素并未改变，社会办医参与度提升，可复制及稳定增长核心驱动。
  - 医药零售：行业集中度较低，外延并购、DTP 药房、处方外流行业逻辑不变，终点相对确定；另，线上医药零售快速崛起，增长确定性高。
  - 消费类药+械：政策免疫，不依赖医保，消费属性较强，稳定增长,。
  - **制造类：**
  - CDMO：服务业务由于高技术附加值和全球创新趋势，产业优胜劣汰，将获取更大份额；
  - 特色原料药：把握审批加速+一致性评价+集中采购的变革机遇，通过获取高端订单和拓展制剂业务，获得过更高价值份额。
  - 医药包材：凭借生产端技术壁垒和高端产品替代低端产品趋势，在注射剂一致性评价的政策催化下，有望结构调整，龙头受益，行业终点相对确定。

投资面角度：3-5 年持续景气、4-6 个季度产业拐点、高性价比

优选未来 3-5 年持续景气细分行业，供给受限，或不受产品周期波动影响，例如医疗服务、创新服务 CXO、医药消费品、医美等。

寻找未来 4-6 个季度存在产业拐点，或打开海外新空间细分行业，提前布局大产品周期或产业周期，例如创新药、创新器械、创新疫苗等。

布局当下性价比相对较高细分领域，选择优质资产，重视确定性可持续增长，例如原料药、医药零售、生物制剂等。

投资建议：寻找确定可持续增长

行业角度，我们看好：1）景气持续+不受产品周期波动影响：医疗服务、CRO/CDMO、医药消费；2）存在产业拐点+海外新空间：创新药、化学发光体外诊断、创新疫苗；3）高性价比+“买的便宜”：原料药、生物制剂。

个股层面，我们看好：壁垒清晰、供给受限、可持续确定性增长的优质公司。药明康德、爱尔眼科、迈瑞医疗、恒瑞医药、长春高新等。（更多标的参见正文）

个股层面，我们建议关注：

创新药：恒瑞医药、中国生物制药、翰森制药、复星医药、石药集团、百济神州、信达生物、贝达药业、君实生物、荣昌生物、康方生物等。

CRO/CDMO：药明生物、药明康德、凯莱英、泰格医药、康龙化成，药石科技、九洲药业等。

疫情需求：康泰生物、智飞生物、英科医疗、万孚生物、东方生物、华大基因、圣湘生物、鱼跃医疗等。

院内诊断：迈瑞医疗、安图生物、新产业等。

原料药：司太立、普洛药业、华海药业等。

医药消费：长春高新、华兰生物、片仔癀、爱美客、华熙生物等。

零售药房：益丰药房、老百姓、大参林、阿里健康、京东健康等。

医疗服务：爱尔眼科、通策医疗、美年健康、锦欣生殖等。

医药包材：山东药玻等。

风险提示

- 年度策略主要做年度投资思路梳理，并不代表具体公司即时观点。
- 政策存在不确定性：行业政策的执行存在不确定性，药品审批加速、一致性评价、带量采购等政策都有执行落地的不确定性。
- 医保控费：存在医保控费政策进一步加剧的风险，例如通过医保谈判呈现在创新药的价格，通过带量采购呈现在仿制药价格。
- 环保风险：在环保标准、飞行检查和海外审计增多的背景下，企业的环保存在环保问题。
- 创新药获批及商业兑现存在不确定性，尤其生物科技版块公司的销售变现能力有可能低于预期。
- 新冠疫情反复肯能会对临床相关细分领域带来负面影响，存在不确定性。
- 商誉减持等财务性风险。
- 冬春季低温导致疫情防控压力上升，压制院内医疗和消费医疗的需求。
- 疫苗上市接种普及后海外疫情退潮，疫情相关需求下降。
- 产品及服务质量风险，销售规范性风险，出口风险。
- 研发失败风险。
- 宏观系统性风险。
- 公司管理风险、股权变动风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402