开源证券

不悲不喜，精选价值

医药行业2021年投资策略

杜佐远（分析师） 蔡明子（分析师） 苑建（分析师） 王斌（分析师） 李蕾（联系人）

证书编号：S0790520050003 证书编号：S0790520070001 证书编号：S0790520070009 证书编号：S0790520070005 证书编号：S0790120070046

duzuoyuan@kysec.cn caimingzi@kysec.cn yuanjian@kysec.cn wangbin@kysec.cn lilei2@kysec.cn

2020年12月8日

投资要点

- **“高估值+控费政策”引发板块调整，目前价位中长期收益有所收敛**

医药板块上半年因疫情引发大幅上涨，Q3面临高估值压力而开始调整，Q4以支架为代表的集采降幅超预期，引发市场对后续高值耗材集采、创新药医保谈判、下一轮药品集采、DRGs/DIP控费的担忧，板块进一步回调。经过测算中长期看好的细分龙头10年后估值，大部分落在10-15 PE区间（1年前大部分在10倍PE左右），可以简单预期10年后是目前市值~3倍左右——源于医药真龙头长期业绩预测性相对较强，从10年后的估值可以理解目前各龙头的短期估值差异原因，但同时目前的价位对应中长期收益有所收敛，对未来收益预期应有所收敛。

- **具备中长期投资价值医药细分板块，景气度有望持续**

我们将具备中长期投资价值的医药板块细分为：1、精密制造——大国制造，护佑全球；2、健康生活——生命不息，追求不止；3、美好生活——消费升级、量价齐升；4、特色行业——寡头垄断、蓬勃发展。总体上景气度有望持续。

- **以史为鉴，医药十倍股是如何练成的**

我们简单分析了医药各细分领域过去典型的十倍股，初步结论：1、业绩贡献为主（所处行业成长+公司份额提升），估值提升为辅；2、细分龙头形成的竞争壁垒/优势：比如药品的前瞻研发+销售驱动、器械的品牌+渠道、CXO的赋能全球研发/生产，医疗服务的商业模式，药店的精细化管理+并购整合能力，低值耗材的成本+渠道、品牌消费品的量价齐升。3、积极进取的管理层。

- **2021年策略：不悲不喜，精选价值**

板块经过调整后，短期估值处在相对合理略偏高位置，政策免疫品种，着眼长远布局，政策受损品种，超跌波段操作为主。2021年看好：1）具有长逻辑、借助疫情实现跨越式发展、业绩有望持续超预期、低估值的英科医疗、振德医疗等；2）厚积薄发、率先打入全球巨头产业链、全球高分子塑胶耗材隐形冠军初显的昌红科技。3）细分龙头估值差异较大，可着眼长远布局，2021年应扩大选股视野，寻找有积极变化，估值具吸引力的个股，追求板块超额收益。

- **风险提示** 集采降价超预期；医保谈判降幅超预期；其他可能的政策风险等。

目 录

CONTENTS

1 **精密制造：大国制造，护佑全球**

2 健康生活：生命不息，追求不止

3 美好生活：消费升级、量价齐升

4 特色行业：寡头垄断、蓬勃发展

5 以史为鉴，医药十倍股是如何练成的

6 风险提示

1 精密制造：大国制造，护佑全球

- 2010年开始中国坐稳制造业第一的宝座，建立了门类齐全、独立完整的产业体系，并通过提升产业规模，优化产业结构和提升盈利能力，稳步向制造强国迈进。《中国制造2025》提出到 2025年中国基本实现工业化，迈入制造强国行列。中国制造业在人才、基础设施、医疗保健体系等方面领先于大多发展中国家，而在劳动力成本和能源成本等方面领先于欧美等发达国家，为培育全球制造业龙头创造了优良条件。

- 2020年新冠病毒肺炎疫情席卷全球，中国严格防控最先成功战胜疫情，并为世界其他国家提供医疗防护手套、口罩、检测试剂、呼吸机、ECMO等防疫物资，为全球抵抗疫情做出巨大贡献，彰显了制造强国风采。今年医药大牛股大部分来自医药制造领域，比如英科医疗、昌红科技、振德医疗。跟大众所认知的不一样，看似简单的产品，实际要做好，非常难，比如医疗手套，比如高端医疗塑胶耗材等，国内一批面向世界的医药制造领域企业的崛起凸显了中国从制造大国向制造强国的转变，**其中部分企业正逐步成长为全球龙一。**

1.1 英科医疗：引领行业变革，彰显制造强国风采

- 英科医疗全产业链布局一次性防护手套引领产业变革，凭借成本、规模、渠道和品牌优势，有望成为全球最具竞争力的医疗防护手套龙头。新冠疫情以来，公司加速产能扩建，2021年一季度有望成为全球最大的非天然橡胶手套供应商，3年产能有望突破1500亿只，跨越式成为行业领头羊。

- 新冠疫情导致丁腈手套需求3倍增量，疫情过后需求有望提速。2014-2019年乳胶手套需求复合增速8%左右，2019年销量约2600亿只，丁腈手套增速10%左右，销量约1600亿只。根据美国供应环节特别工作组报告，2020年3-7月丁腈手套平均单月需求量约90亿只，大约是疫情前的3倍（疫情前单月30亿只左右），其中医院需求从单月10亿只左右，增加至50亿只左右，4倍增量，长期护理和紧急救护均增加1倍以上。我们预测疫情期间全球丁腈手套缺口3400亿只左右，根据贺特佳报告疫情过后，丁腈手套永久性增加约1200亿只，行业增长有望提速。

1.2 昌红科技：积攒十年，终迎来业绩井喷期

- 高分子塑胶高值耗材隐形冠军初显，赋能下游大客户，让客户省心省事。公司目标做全球最优秀的高分子塑胶高值耗材供应商，为全球市场及知名客户提供覆盖基因测序全产业链耗材、辅助生殖耗材及试剂、生命科学实验室耗材、IVD诊断耗材及试剂、标本采集&处理系统及专用设备制造产品及服务，以其世界一流品质、快速响应能力以及卓越的成本控制能力，赋能下游客户。目前已合作主要客户 14 家。

- 潜心多年，率先打入全球巨头产业链，畅享超百亿美元全球市场。公司潜心医疗耗材13年，率先打入欧美大客户全球供应链，2020年开始兑现和爆发，空间大：1）体外诊断全球市场规模700~800亿美元，假设上游耗材占5%~10%，对应40~80亿美元；加上实验室&辅助生殖等其他领域，对应市场规模百亿美元以上级别；2）“每年行业新增规模（行业增速5%，对应超5亿美元）+部分欧美竞争对手供应不稳定导致的转移”将是中短期昌红获取订单的主战场，量大。3）对于一家有具竞争优势的耗材企业来说，一旦进入某一个或某一些大企业的供应链，将带来长期增长和较大的市场份额，与龙共舞。

目 录

CONTENTS

1 精密制造：大国制造，护佑全球

2 **健康生活：生命不息，追求不止**

3 美好生活：消费升级、量价齐升

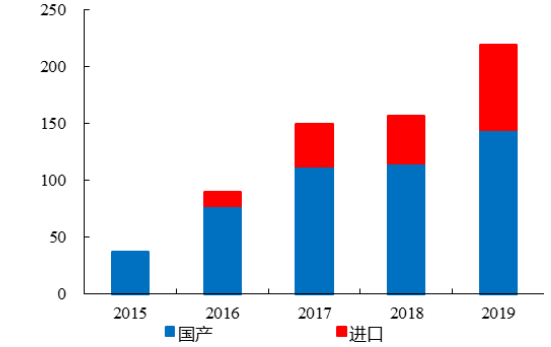
4 特色行业：寡头垄断、蓬勃发展

5 以史为鉴，医药十倍股是如何练成的

6 风险提示

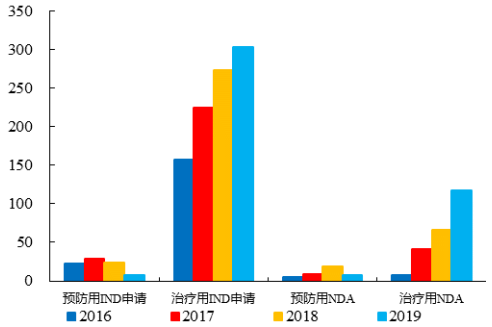
2.1.1 创新药：中国市场进入快速增长期，研发和商业化能力俱优的企业有望胜出

图 1：2015年以来1类化学药创新药申请数量持续增加



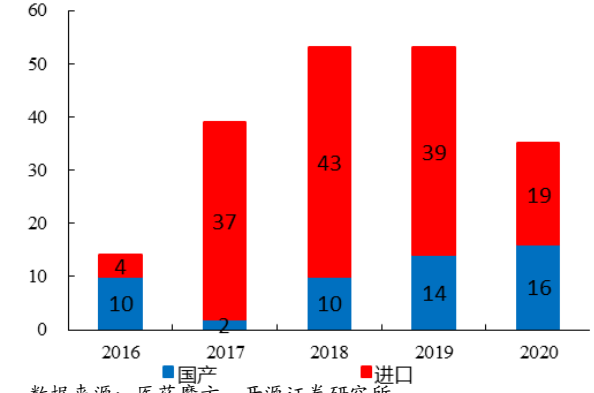
数据来源：CDE、开源证券研究所

图 2：2016年生物制品IND/NDA数量持续增加



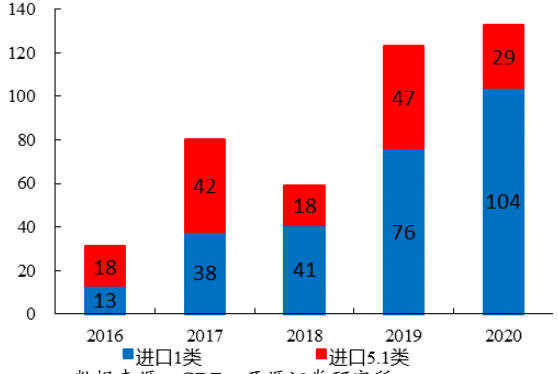
数据来源：CDE、开源证券研究所

图 3：2016年以来获批上市新药数量显著增加



数据来源：医药魔方、开源证券研究所

图 4：2016年进口药物临床试验申请数量显著增加



数据来源：CDE、开源证券研究所

- 2015年以来，中国创新药政策环境发生了积极变化，创新药在研发、审评、医保支付等多个环节均迎来了多项政策利好。在审评环节，通过加强对临床数据真实性核查，提高审评标准，解决注册申请挤压，提高审评速度；临床试验申请由审批制转变为默示许可制、建立突破性药物工作程序/优先审评审批工作程序、接受境外临床试验数据、以II期临床数据有条件批准上市、创新药审评和上市进程加快。**中国创新药研发活跃度持续提升。**

- 2016年以来NMPA批准上市新药数量显著增加，特别是进口创新药获批数量在2017-2019年大幅度增长。进口药物临床试验申请数量也显著增加。

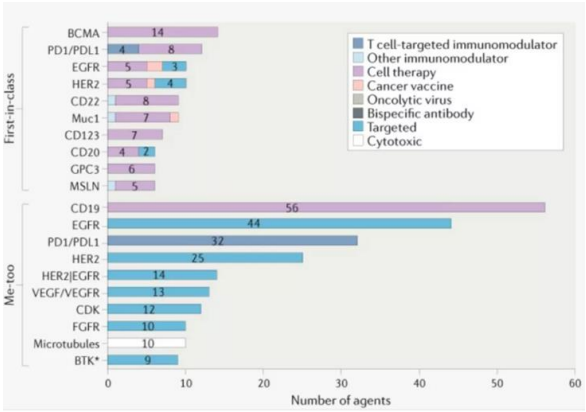
- 按1类新药申报临床研究的进口药物数量快速增长，体现出中国与全球在创新药研发方面进度越来越接近，未来进口创新药在海外与中国开始临床研究和上市时间将拉近，**中国本土创新药将面向迎来全球竞争的新格局。**

2.1.1 创新药：中国市场进入快速增长期，研发和商业化能力俱优的企业有望胜出

- 截至2020年1月我国共有821款处于不同临床开发阶段的抗肿瘤候选药物，其中包括404款me-too/me-better和359款first-in-class药物，first-in-class药物占比达到了44%，表明中国创新药研发模式逐步从“模仿创新”向“源头创新”转变。部分靶点如CD19、EGFR、PD-1/L1等有多个me-too/me-better药物处于研发阶段，竞争较为激烈，我们认为其后续商业化将面临一定考验。2020年中国创新药licence-out数量呈现快速增长态势，表明中国创新药产业自主研发能力逐步增强，国产创新药正加速步入全球医药市场。

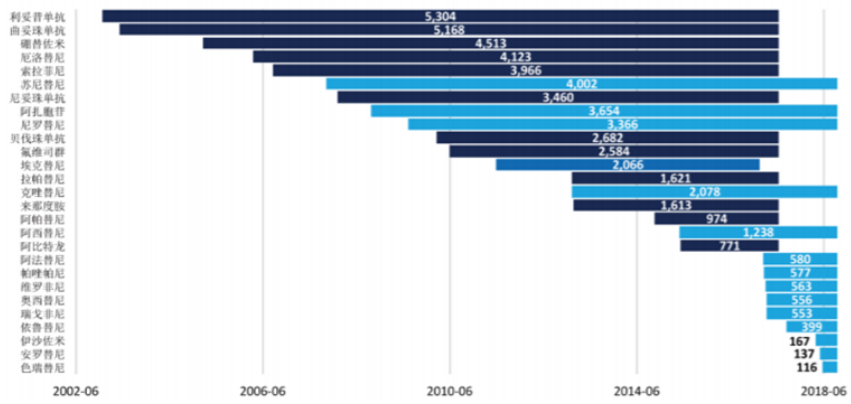
- 在医保支付环节，通过建立国家药品谈判制度，医保目录动态调整，创新药纳入医保进程加快，2017年、2018年和2019年纳入纳入医保谈判范围的药品数量分别为 44 个、18 个和128个，数量逐年增多。加强对中药注射液/辅助用药使用的监测和限制；通过带量采购使仿制药大幅降价。医保支付腾笼换鸟，为创新药医保支付腾挪出空间。根据弗若斯特沙利文的分析，历年在我国上市的抗肿瘤药从获批上市到纳入医保的时间逐步缩短。对于2018年之后获批的抗癌创新药物，从获批上市到进入国家医保目录的平均时间不到 200 天。

图 5：first-in-class药物占比提高，部分靶点研发竞争激烈



数据来源：医药魔方

图 6：抗肿瘤创新药从获批上市到纳入医保的时间逐渐缩短（单位：天）



数据来源：弗若斯特沙利文

图 7：奥希替尼在纳入医保后快速放量



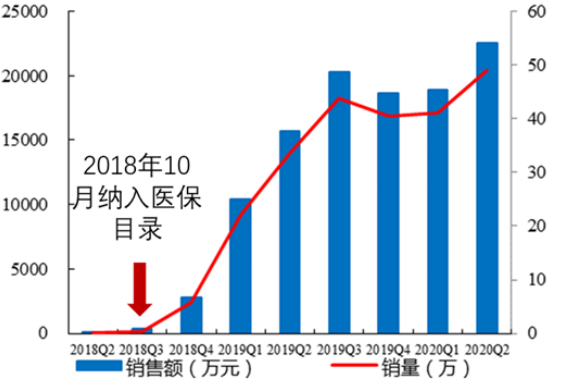
数据来源：PDB、开源证券研究所

图 8：曲妥珠单抗在纳入医保后快速放量



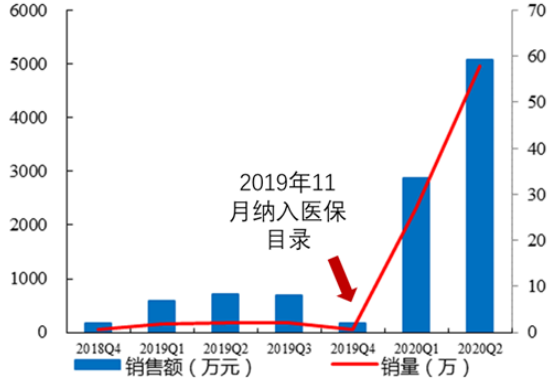
数据来源：PDB、开源证券研究所

图 9：安罗替尼在纳入医保后快速放量



数据来源：PDB、开源证券研究所

图 10：吡咯替尼在纳入医保后快速放量



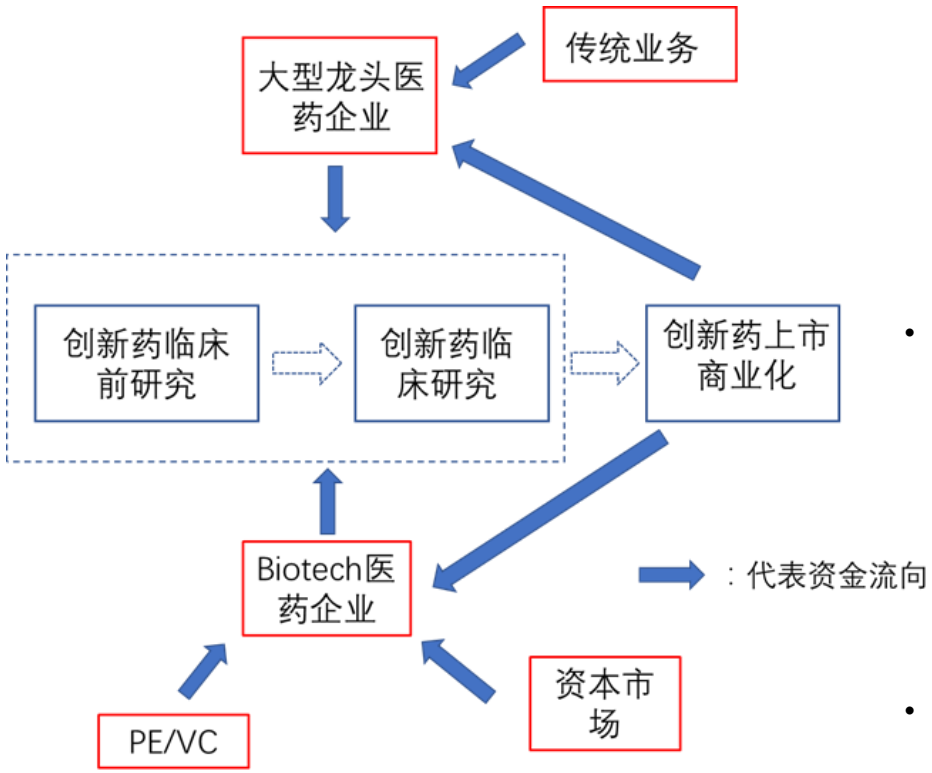
数据来源：PDB、开源证券研究所

- 我们对几种创新药在纳入医保目录前后销售情况进行了分析，可以看出在纳入医保目录后由于患者经济负担的减轻，药品销量均呈现快速提升的态势，虽然价格有所降低，但销量的大幅增长较好得弥补了售价降价的损失，销售额仍呈现出快速增长的态势。

- 总体来看，创新药审批和上市进程加速、从获批上市到纳入医保目录时间缩短大幅度提高了中国创新药的投资回报率。

2.1.1 创新药：中国市场进入快速增长期，研发和商业化能力俱优的企业有望胜出

图 11：中国创新药行业已经形成良性正循环



资料来源：开源证券研究所

- 创新药研发具有周期长、投入大且早期无盈利的特点，通常一个创新药（FIC药物）从药物发现阶段到最终上市往往需要8-10年时间，资金投入约10亿美元。目前国内创新药研发主体可分为两类：1）大型龙头医药企业，利用仿制药等存量业务的利润提供现金流，支撑自身创新药研发，代表公司为恒瑞医药、复星医药、中国生物制药等；2）初创型biotech公司，早期主要依靠一级市场融资作为研发资金的主要来源，代表公司为信达生物、君实生物等。

- 近年来国内和香港资本市场对无收入未盈利的初创型生物医药企业的IPO进行了重大改革，在港股可以依据上市规则第18A章要求进行IPO，在科创板可以采用第5套上市标准进行IPO。资本市场的制度变革为初创型biotech企业在自有资金投入、PE/VC投资、海外二级市场融资等以外开辟出一条全新的融资路径，有力得支持了创新药研发，另一方面也拓宽了生物医药PE/VC退出途径，提高了投资回报率，有助于持续吸引后续新增资金进入创新药研发领域。

- **我们认为通过药审、医保支付等一系列制度改革，中国创新药行业已经形成了良性正循环，预计中国创新药的研发热度仍将延续。**

2.1.1 创新药：中国市场进入快速增长期，研发和商业化能力俱优的企业有望胜出

- 2019年中国药品终端总销售额则超过20000亿元。创新药方面，单抗和蛋白激酶抑制剂（主要是替尼类抗肿瘤药）总额仅400亿元左右，再加上近二十年审批的各类新药，合计不足1000亿元，只占到公立医疗机构药品终端总销售额13759亿元的7.3%左右。而美国创新药销售额占比近80%，日本创新药销售额占比超50%，中国创新药销售额市场占比与发达国家相比差距显著。

- 中国创新药销售额占比远低于发达国家，主要是由于：1）国内企业创新能力不足，创新药上市品种少；2）药品审评审批速度缓慢，国外创新药无法在获批后及时进入中国市场；3）医保目录更新频率偏低，创新上市后很长一段时间无法纳入医保，影响放量速度。随着中国医药行业创新能力近年来大幅增强，创新药研发热度不断提升、药品审评和上市速度提升、医保支付向创新药倾斜等诸多利好。我们认为中国医药市场销售结构将发生重大变化，创新药销售额占比将不断提升。2019年中国创新药销售额约1000亿元，占所有药品销售额比例为5%，保守假设到2030年中国创新药销售额占所有药品销售额比例提高到30%，创新药销售额有望达到10360亿元，复合增速为23.68%。

表1:创新药销售额额占比逐步提升

年份	中药	中药注射液	口服中药	非中药	创新药	其他药物	合计
2019	5200	982	4218	14800	1000	13800	20000
当年占比	26.00%	4.91%	21.09%	74.00%	5.00%	69.00%	
2030E	5646	499	5147	28888	10360	18528	34534
当年占比	16.35%	1.45%	14.90%	83.65%	30.00%	53.65%	
复合增速	0.75%	-5.97%	1.83%	6.27%	23.68%	2.71%	5.09%

数据来源：米内网、开源证券研究所

2.1.1 创新药：中国市场进入快速增长期，研发和商业化能力俱优的企业有望胜出

- 综合以上分析，我们认为受益于本土企业创新研发能力提升、药品审批审评、医保支付制度改革、资本市场制度创新等多重利好，中国创新药市场将进入快速增长阶段。另一方面，进口创新药进入中国市场加速、本土创新药研发出现同质化趋势也让创新药行业的竞争格局发生新的变化，对于企业而言，研发平台技术实力、研发立项的战略前瞻性、临床研究推进速度和商业化能力等一系列综合能力将成为决定性因素。

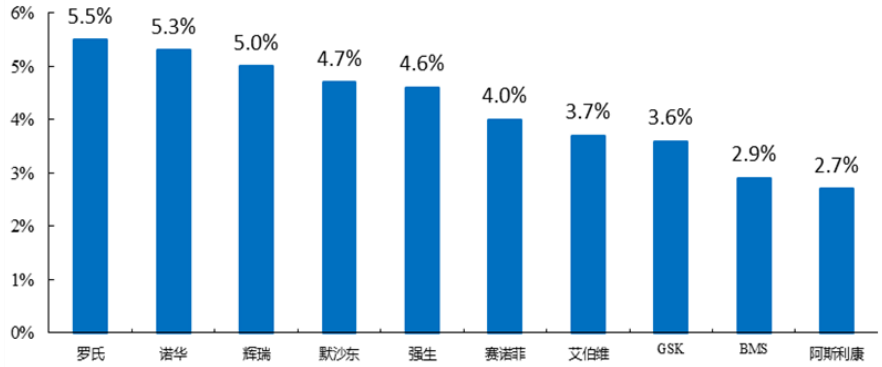
- **我们认为随着竞争加剧，未来具有商业化能力和真正创新的公司才能走得更远更好。有3类企业有望脱颖而出，一是深耕中国市场，商业化与研发实力俱优的大型医药龙头企业，受益标的为恒瑞医药等，二是商业化能力得到验证，从biotech公司向综合性医药企业加速蜕变的公司，受益标的为信达生物，三是技术实力出众，平台型biotech公司，受益标的为康方生物、荣昌生物等。**

2.1.2 恒瑞医药：前瞻进取的中国创新药龙头

- 恒瑞医药创新药研发进度领先，多数上市和在研药物进度在国内处于前5位，若仅考虑国内企业同靶点在研/已上市药物，多个产品位于前3位甚至首位，显示出公司的研发和临床研究效率高，执行力强。公司已上市、在研创新药囊括了PD-1/L1、HER2、JAK、IL-17A等多个市场潜力大的靶点，其中多个同靶点已上市药物销售额超过30亿美元以上(如PD-1、CDK4/6、IL-17A等），显示出公司在创新药立项具有独到超前的战略眼光。

- 与全球医药市场目前的竞争格局相比，中国医药市场集中度还有较大提升空间，由于创新药销售占比提升、集采持续推进、辅助用药占比下滑等因素，产品梯队健全、研发管线丰富的大型医药企业受益明显，我们认为未来中国医药市场集中度将逐步提升。恒瑞医药。若公司创新药国际化取得突破（如创新药在海外上市销售)，将打开收入和利润规模天花板。

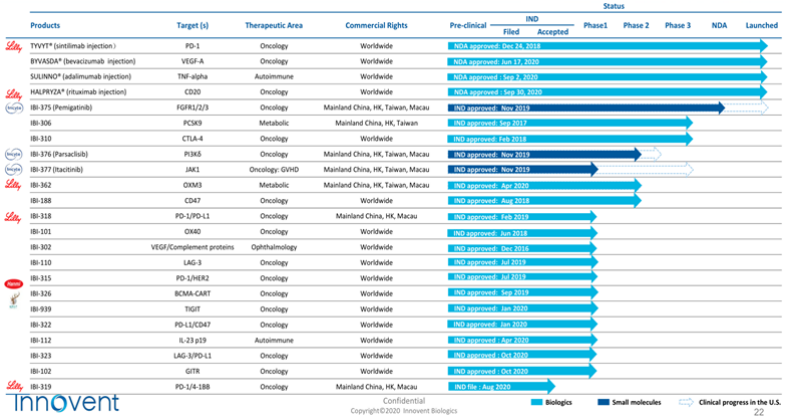
图 12:2019年罗氏在全球处方药市场中市占率最高



数据来源：Evaluate Pharma、开源证券研究所

2.1.4 信达生物：从biotech向综合性医药企业加速蜕变

图 13：信达生物研发管线不断丰富，公司即将步入产品线快速丰富期



资料来源：公司公告

图 14：信迪利单抗销售额持续增长

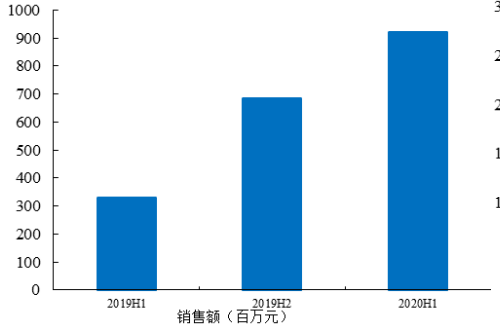
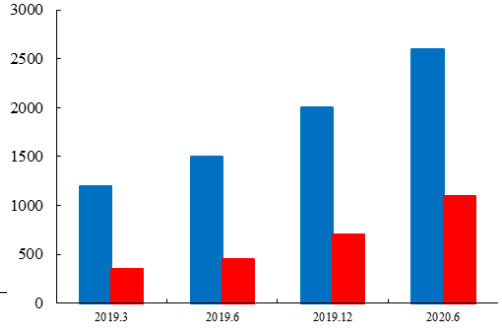


图 15：信达生物员工和销售人员数量持续增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

- 信达生物近年来公司员工和销售人员数量持续增长，截至2020年中公司拥有约2600名员工，商业化销售及推广团队也在持续拓展，拥有约1100人的商业化团队，已经覆盖300个城市的3500 家医院和900家DTP/药房。信迪利单抗在上市后销售额持续增长，2020年上半年销售额为9.21亿元，同比增长178%，2020年3季度信迪利单抗销售额超6亿元，同比和环比均保持增长态势。信迪利单抗的快速放量标志着商业化运营能力已经逐步成熟，销售能力得到初步验证，公司正逐步从biotech向综合性医药企业加速蜕变。2020年公司还有阿达木单抗、利妥昔单抗和贝伐珠单抗3个生物类似药上市，将成为创新药之外的另一业绩增量。

- 在肿瘤治疗领域，公司重点布局于肿瘤免疫疗法、靶向药物、下一代抗体技术（ADC、双抗等）；在其他治疗领域，公司重点布局于眼科、代谢和自身免疫性疾病治疗药物。公司针对信迪利单抗开展了多项临床研究，截至2020年中共计27项临床研究，12项已完成或在进行注册或关键性临床。信迪利单抗在大适应症上进度处于领先地位，其中一线治疗非鳞状非小细胞肺癌已经与2020年4月提交NDA申请，进度仅落后于默沙东和恒瑞医药，一线治疗鳞状非小细胞肺癌也已经提交NDA申请，进度仅落后于默沙东。肝癌、胃癌和食管癌等适应症的临床研究也处于快速推进阶段。我们认为公司未来将是PD-1/L1单抗市场中强有力的竞争者。

2.2.1 爱尔眼科：疫情不改量价齐升趋势，成熟医院净利率稳定提升

- 眼科服务为黄金赛道，消费升级、互联网、政策助推行业成长。2018年眼科行业规模1010亿元，预计未来10年保持CAGR10-15%，到2029年有望突破3000亿元。虽然目前公立占80%份额，但民营连锁复制性强、规模优势明显，凭借差异化竞争快速崛起，增速快于公立。在民营机构中，细分化、专业化的眼科医院盈利能力更强，获客成本更低，具备完善眼科人才培养和激励机制的医疗机构将具有较强品牌优势和获客优势。未来行业在强基层、去中心化、互联网+等趋势下，眼病患者需求从治疗向预防转变，日间手术成为新趋势，患者就医更加方便，视光、屈光、白内障将持续受益需求释放、政策支持、消费升级、高端替代等因素。

- 量价齐升的长期驱动因素：国家近视防控战略推动、高端术士及高端晶体应用增加、消费升级、眼保健意识提升等。预计视光、屈光、干眼等需求将持续增长，看好全年业绩增长。

2.2.2 通策医疗：省内支撑千亿市值，省外打开天花板

- 口腔服务行业市场化程度高，目前行业维持较快增速。口腔医疗服务行业随着居民健康意识的增强和人均治疗支出的增加，近年来迅速扩容，2018年口腔服务市场规模968亿元，区间复合增速达18%，经历2012年前后20%以上的高速增长后，目前处于15%左右的增速水平。口腔行业就诊人次目前增速10%左右，客单价增速5%左右，人次变化对行业影响更显著。与其他医疗服务子行业相比，口腔医疗的安全性较高，口腔诊所固定资产投资较低，患者对口腔医生黏性强，所以行业集中度很低。此外，近年来的政策扶持引来产业资本聚焦，而口腔医疗行业的强地域性，使得口腔连锁多以参股当地品牌或者与高校合作的模式异地扩张。又由于牙科医生是口腔服务行业核心战略资源，所以获医能力强的机构获客能力就强。

- 通策医疗创始人省内资源深厚，股权结构稳定集中。公司采取“区域总院+分院”模式+“蒲公英计划”打造强品牌辐射力，保障获客能力，业绩增长稳定。公司通过多举措提升单张牙椅产值。

2.2.3 美年健康：提质增效成效显现，体检龙头价值回归

- 健康体检行业发展空间大，国家战略、健康观念与消费升级助推行业成长。健康体检行业的市场需求旺盛，呈现井喷发展的趋势，在2018年超过1500亿规模。2017年“健康中国”国家战略进一步深化实施，将健康促进和疾病预防提高到国家战略层面。随着健康消费升级，大众对“早发现、早治疗、早预防、早健康”的健康观念大幅提升，行业增长潜力大。2017年我国居民体检渗透率从2016年的27%提升至36%，但与德国、美国、日本等的高体检覆盖率相比，存在较大差距。且近年体检行业规模及体检人次增长有放缓的趋势，我们认为历史数据反映的基本是城市居民的体检状况，随着基数的扩大将进入瓶颈期，因此体检人次提升空间在基层市场。在国家战略支持、渗透率持续提升、消费升级的推动下，我们预计2030年健康体检市场规模将达到4586亿元

- 疫情影响背景下，美年健康2020Q3收入基本追平同期，净利率恢复至正常水平。引入阿里巴巴，助力美年健康二次腾飞。2019年10月，阿里巴巴成为美年健康战略股东，与公司战略协同、互相赋能，助力行业稳健发展，进一步提升公司在中国预防医学领域的龙头地位，夯实根基，全面提升公司核心竞争力。美年健康持续引进高端项目打造技术护城河，提升检验质量，打造核心竞争力。

2.2.4 金域医学：盈利能力持续提升，高研发投入铸造技术护城河

- ICL行业正迎来新一轮高速发展阶段。2019年ICL行业规模179.94亿元，预计未来10年保持CAGR10-15%，到2030年有望超700亿元。ICL行业在2015年“社会办医”的政策推动下开始快速发展，随着医保控费持续推进，更多医疗机构将其检验科外包给第三方，ICL行业渗透率不断提升。ICL行业目前已形成了以金域医学、迪安诊断、艾迪康、达安基因4家为主的竞争格局，2018年CR4达到约70%，虽然行业集中度高，但4家公司旗下实验室合计仅100家左右，而2019年ICL实验室已经超过1500家，大量小实验室由于ICL行业初期投入高、回报周期长常面临资金紧张的困境，由此，ICL行业集中度仍有提升空间，行业头部企业市场份额将进一步扩大。

- 金域医学实验室逐步进入盈利期,新冠疫情下核酸检测量不断攀升。规模效应显现，议价能力提升，期间费用率下降。股权激励助力未来4年业绩较快增长。

2.2.5 迪安诊断：新5年战略目标逐步落地

- 迪安诊断“服务+产品”共发力，具备深厚科研及优秀人才基因。迪安诊断已经完成 38 家省级医学实验室中心的全国性布局，同时进一步加速推进区域检验中心下沉，50%的实验室是2015-2017年成立的，预计平均需要4-5年盈亏平衡，2019 年起2015-2016 年成立的实验室逐步扭亏，2020年将叠加2017 年成立的实验室逐步扭亏。新冠疫情让实验室经营拐点提前到来。

- 特检业务成公司业绩新增长动力。规模效应显现，保障长期盈利能力提升，毛利率、净利率呈现上升趋势，销售费用率、管理费用率不断下降。公司通过持续收购渠道商为服务端做铺垫，服务网点覆盖率提高，放大协同效应。

2.2.6 国际医学：医院产能有较大的提升空间，打造综合医疗服务体系

- 公立综合性医院医院受限，国家鼓励社会资本办医。社会办医机构成为解决医疗资源结构性失衡的突破口。国家政策明确了支持优质社会办医扩容，支持符合条件的高水平民营医院跨区域办医，民营医院迎来前所未有的发展机遇。

- 国际医学以医疗服务为主业，旗下主要医疗服务机构属优质医疗资产。公司2018年剥离零售资产，目前专注于综合医疗服务板块。目前旗下拥有西安国际医学高新医院、西安国际医学中心医院、西安国际医学商洛医院等医疗机构，实现了旗下“三大医疗服务院区”的发展布局，3家机构辐射范围至中国中西部地区，公司医疗服务连锁网络基本形成。

- 国际医学营收增长总趋势稳定，净利润受疫情及新建医院影响波动较大。2019年9月25日国际中心医院的开诊，医院门诊、住院病人快速增加，2020年收入高速增长，尤其是Q2医院逐步恢复正常开诊后，加速提升，Q3收入端环比持续提升，利润端呈现减亏趋势。前三季度营业成本11.82亿元（+59.41%），毛利率-10.26%，主要与疫情及中心医院开业后，新增营业成本有关，为暂时性因素。

2.2.7 锦欣生殖：通过收购和自建成为国内第三/民营第一、美国西部第一的辅助生殖医疗机构

- 辅助生殖行业预计未来较快增长，行业集中度高，渗透率提升空间大。2014-2018年中国辅助生殖市场规模从140亿元增长到252亿元，CAGR为13.6%。

- 渗透率提升助推行业市场规模扩容：目前中国渗透率较低，仅为7%，美国渗透率为30%，但由于其中15-20%为代孕，中国不允许代孕，所以美国剔除代孕的渗透率为24-25.5%。通过对渗透率的不同假设，可以了解未来辅助生殖潜在市场规模范围。我们假设三种场景：1）谨慎：渗透率维持2018年的7%不变；2）中性：渗透率按照弗若斯特沙利文在锦欣生殖招股书的假设逐年上升0.4-0.5%；3）乐观：渗透率在2019-2023年为25%。在谨慎场景下，2023年总周期数达到113万个，行业市场规模达到303.82亿元。在中性场景下，2023年总周期数达到148万个，行业市场规模达到399.31亿元。在乐观场景下，2023年总周期数达到403万个，行业市场规模达到1085.08亿元。

- 锦欣生殖管理层从业经历丰富，医生团队经验丰富。公司拥有稀缺牌照，进入壁垒高，且成功率排名较高，具有获客优势。公司管理层脚踏实地，稳步扩张以企中长期更稳健的回报。公司不断拓展新业务，并持续进行人才储备。

2.2.8 麦迪科技：医疗信息化龙头进军辅助生殖服务，品牌、牌照、医疗、运营等基础已打好

- 麦迪科技股权结构清晰，管理架构稳定，员工持股激励充分。公司医疗信息化业务运营稳健，连续收购辅助生殖医院驱动新一轮成长。公司牌照资源丰富，专家资源丰富，利于扩张。按照目前公司已收购、拟收购的公告，公司已收购海南玛丽医院，拟收购北京国卫医院、黑龙江天元医院，预计收购完成后将拥有3张辅助生殖中心牌照。3家医院分别位于一线城市和2个省会城市，形成了从南到北的布局，区位优势明显。

- 专业运营团队通过建设医疗信息化、互联网医疗、AI突破地域性、提升运营效率。在专家资源方面，公司邀请上海第九人民医院匡延平教授作为公司的特邀顾问，与业界其他知名专家也开展合作，较大提升了公司在辅助生殖领域的专业水平。此外，收购的三家辅助生殖医院拥有专业医生团队。

2.2.9 爱帝宫：十余年深耕月子服务，品牌优势助力全国扩张

- 月子中心盈利门槛高、强品牌特性、消费者对价格及服务等敏感度高。2018年，国内月子中心市场规模约93亿，2016-2018年复合增长率为17.06%，其中客单价预计增速在5%左右，人次增速贡献更明显。根据弗若斯特沙利文的数据，中国大陆月子中心的市场渗透率不到5%，内地的渗透率还有较大提升空间。按照2019-2025年CAGR 17%预测，2025年中国月子中心行业市场规模有望达281.2亿元。

- 爱帝宫核心高管专业互补，医疗运营两手抓。目前爱帝宫由两位联席主席带领发展，朱总是爱帝宫创始人，曾任产科护士长，具有丰富的产后护理经验；张总主要负责爱帝宫的战略规划、资源整合。两位核心高管专业互补性强，医疗、运营两手抓，助力公司健康发展。

- 标准化运营，爱帝宫通过良好口碑传播与多样化营销方式迅速提升入住率。爱帝宫目前已开业5家月子中心，2016-2019年合计房间数分别为170、309、381、435间，面向行业中高端消费群体，知名度高，获客成本低，形成母婴健康照护技术体系、标准化运营体系、拥有健康照护专家团队、专有健康护理产品，保准化和专业性拉开了与普通月子中心的差距。公司成长空间大，异地扩张复制能力强，“内生+外延”双品牌策略拓展客户群体。爱帝宫用多年时间实现体系标准化，依托卓越的管理能力及标准化运营，实现品牌异地扩张。

2.3 零售药店：强者恒强，上市药房进入全国扩张收获期

- 药店销售额增长率两级分化严重，药店份额在加速向头部集中。2019年，药品零售市场销售额增速3.9%，2020年初受疫情影响，Q1同比增速仅为0.6%，Q2增速升温至2.8%。相比之下4家上市药房Q1平均23%的收入增速，Q2平均25%的收入增速。

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

- **集中度有较大提升空间，行业整合持续，推动行业规范化发展**：对比美国CR3 80%和日本CR10 70%，我国CR10仅为22%，行业集中度仍有巨大提升空间。随着税收、药监局监管趋严，中小药房发展受限，行业整合持续，推动行业规范化发展，集中度有望进一步提升。

- 零售药店终端市场份额增长，印证**处方外流趋势**，未来处方药及慢病品类占比有望提升，专业服务成为核心竞争力。短期看，带量采购对药店行业整体有一定影响，阶段性的药店价格倒挂可能导致药店客流量减少；但龙头连锁药店在供应链、价格、品种、厂家资源支持等方面领先中小药店；长期来看，随着处方外流规模扩大，客流量回升，整体毛利额增加，龙头药店将因此受益。

- **互联网医药趋势明朗，主流零售药房积极布局医药电商（B2C，O2O）。**在线下门店面临毛利率下降、客流量减少的形势下，各零售药店应当积极布局线上业务，在医药咨询、远程诊疗、在线购药、健康管理等4大场景中挖掘更多商业机会，拓宽业务领域，利用线上流量为线下导流，最终形成线上+线下闭环发展。

2.3.1 益丰药房：密集布局华东中南华北，稳健全国扩张

- 营业收入和净利润总体增长，盈利水平提升。2011-2019年营业收入CAGR 26.67%，归母净利润CAGR 28.77%。益丰药房“区域聚焦、稳健扩张”的发展策略与“重点渗透、深度营销”的经营方针，在重点地区营造区域优势。同时，通过建立高效的信息化管理体系与智能系统，降低对员工的专业性要求与工作量，管理效率提升，管理费用率维持在行业较低水平，推动净利率上升。

- 聚焦中南、华东华北，稳健全国扩张。2020Q3新增并购投资门店168家，其中125家门店处于交割阶段,新增门店在精细化管理下迅速度过资源整合期而实现净利润提速增长。前三季度，公司的零售业务覆盖湖南、湖北、江苏、上海、浙江、江西、河北省、北京市等 9 个省级市场，已开业门店共6107家（含加盟店 611家）。其中，中南地区2578家，华东地区2312家，华北地区606家，新开门店中华东地区、中南地区比例稳定，中南地区、华东地区竞争优势稳固，全国稳健扩展。

2.3.2 大参林：深耕华南、布局全国带动业绩增长

- 2019年起进入业绩加速期。大参林上市之后，由于IPO带来充裕资金同时顺应行业集中度提升趋势，其新增门店数于逐年增加，加速开店及并购，提升区域市占率。2015年末公司老店（除新店外的门店）数量占比82%，收入占比96%，业绩增长基石稳固。2016-2019净增加门店2835家，2016-2018年收入每年约20%增长，利润由于前期开店投入较多，增速约10%。2019年利润增长开始提速，拐点确立，全年利润增长超过30%，2020年业绩进一步提速。

- 华南地区药品零售龙头企业，前三季度已开业门店共 5541 家（含加盟店 145 家），其中，华南地区4195家。公司在华南地区借助原有品牌与规模优势迅速占领市场，现已经逐渐进行覆盖两省大部分的县城、乡镇。

- 拟进行员工持股计划，均为骨干员工，将有效维护省内外扩张胜利果实：2020年10月11日，公司发布2020年员工持股草案，总额上限4.5亿元。作为人力密集型企业，随着公司规模扩张及省外布局取得阶段性成效，实施骨干员工持股计划将充分调动员工积极性，增强凝聚力，维护扩张胜利果实。

- 公司积极打造参茸类产品产业链，参茸滋补药材体现经营差异化。积极承接处方外流，精密布局医药电商。

2.3.3 老百姓：星火模式深度覆盖市场，业绩增速稳定

- 收入稳定增长，长期盈利能力有望提升。2020上半年实现营收66.87亿，同比增长20.84%；归母净利润3.36亿，同比增长24.39%；扣非净利润3.07亿，同比增长20.16%；经营现金流净额4.53亿，同比增长2.24%。上半年收入增速保持在20%以上，增速稳定。

- 并购+自建+加盟+联盟”多管齐下，推动区域集中度快速提升。2020Q3,公司门店数达到6177家，其中直营4636家、加盟1541家，较2020年初新增1111家，加盟业务遍及18个省级市场，商品实现100%配送，以星火模式深度覆盖遍布江苏、甘肃、内蒙、安徽、湖南、山东、山西、湖南8个省份。

- 公司大店拆小店策略成效明显，各类直营门店坪效提升。大店拆小店，即关闭1家大店（500平米以上、周边无医院等），在原址周边开2-3家中小店，承接原有大店的客流同时通过降租、搬迁等方式降低成本，提升净利率。从坪效来看，公司大店拆小店以及提升门店专业服务能力、拥抱新零售取得了明显成效，公司各类门店坪效均在提升。2018/2019/2019上半年/2020上半年公司旗舰店坪效分别为128/142/131/149，大店分别为74/84/69/85，中小成店39/46/40/48（元/平米）。

2.3.4 一心堂：省外加速扩张和立体、纵深布局并行，业绩进入提速期

- 省外加速扩张，纵深布局。前三季度，一心堂门店数达到6911家，其中新开业门810家，提前完成年初计划全年新开800家的计划。新开店主要集中在云南（441家）、川渝（147家）、广西（74家）、贵州（64家）、山西（42家）等地，云南省以外区域门店数量占比39.75%，逐步形成云南以外的川渝、桂琼、山西三个重点突破区域。

- 利润增速略超预期，业绩逐渐提速。一心堂2020年Q1/Q2/Q3收入分别为30.87亿(+19.30%)、29.42亿(+18.99%)、32.1亿(+23.39%)；归母分别为2.05亿(+16.81%)、2.12亿(+30.67%)、1.88亿(+27.87%)；扣非分别为1.99亿(+15.25%)、2.01亿(+23.87%)、1.8亿(+25.28%)；经营现金流净额分别为3.01亿(+205.59%)、2.75亿(+35.51%)、0.98亿(-70.60%,系2019年Q3基数较高和支付职工的现金增加所致)。预计三季度老店增速在12%左右，主要依靠客流增长。

- O2O业务规模及体量逐步扩大，销售势头递增迅速。2020年Q3公司电商业务销售规模4695万元，同比提升143.33%，涉及门店4079家。医保跨省异地结算及线上结算正式落地，客流提升潜力进一步显现。配方颗粒项目进展顺利，在中药产能、产值上得到进一步提升。

2.3.5 阿里健康：中国最大第三方医药电商平台，核心自营业务加速发展

- 阿里健康布局医疗产业链，形成合围。阿里健康2014年借壳上市，2019年全产业链布局已经成型，推动着中国健康产业的革新；从2015-2017财年布局期连续亏损，到2018财年经调整净利润首次为正，阿里健康证明了其商业模式可行性。

- 公司核心优势在于背靠阿里巴巴，导流和协同效应明显，同时团队具备较强创新能力及业务拓展能力，使得公司能够在产品价格、服务、便捷性上持续领先并形成客户认知。医药电商平台对天猫医药馆实现了全覆盖，增速由并表贡献转变为GMV贡献。

- 新零售模式不是简单送药，而是“互联网医院+药店”模式，且全面上线O2O处方药业务。医药自营（B2C）为阿里健康“起家”业务，在处方药、非处方药销售方面皆具有优势。公司聚焦医疗服务，数字基建业务全面赋能医药医疗合作伙伴。

2.4.1 迈瑞医疗：未来的全球医疗器械龙头

- 公司的主营业务覆盖生命信息与支持、体外诊断（IVD）、医学影像三大领域，主要产品包括监护仪、除颤仪、麻醉机、灯床塔、IVD仪器和试剂、彩超产品。拥有国际领先的医疗产品创新体系与产学研一体化合作模式，旗下产品例如N系列监护设备、太行血液分析流水线、Resona系列超声设备，均在中高端市场的国产替代中占据可观份额，是当之无愧的医疗器械龙头。

- 疫情加速需求爆发，但天花板仍然遥远。本次疫情大幅度提升了公司生命信息与支持板块的收入和业绩增长，需求或提前爆发，但天花板尚高。据公司估计目前ICU床位国内10万张，至少还有9万张的空间，意味着新增的市场空间仍有百亿级别，并且存量的产品有更新需求，包括产品使用年限到期和功能升级。迈瑞医疗汲取海外高端市场的经验，在国内该领域具有绝对的统治地位。

- 新品布局拓展公司成长边界，新老需求共满足。公司高度重视研发方面的布局，按照3年规划的布局进行研发，预计每年有10-15个新产品的推出，保证持续增长动力不断。

2.4.2 华大基因：未来潜在的全球IVD龙头

- 新冠疫情大幅提升华大全球地位，有望借火眼实验室打造全球体外诊断/IVD龙头。过去，市场把华大定位于基因测序的龙头，此次新冠疫情，展现了公司IVD领域多技术平台的优势和潜力。新冠试剂对公司而言不仅是一次性的业绩贡献，将产生深远的影响和思考：1）此次新冠疫情，我们预计全年公司有望在海外建设超过100个火眼实验室，以新冠试剂为基础，未来将源源不断的输出公司产品线和全方位的服务——生育健康、肿瘤、感染防控等，将掘金目前全球700亿美元IVD市场。火眼实验室，主要由华大作为承建方和运营方，当地政府作为所有者，结合当地的实际需求，可合作和探索的模式和空间非常大，值得期待。2）此次新冠疫情，公司将转变过去一味追求高通量测序等高端技术，更多考虑用性价比更高的技术来解决实际问题，因地制宜。

- 我们预计新冠检测也将常态化，持续为公司感染业务做贡献；公司将重点在肿瘤的筛、诊、监的全景防控领域加速发布新产品，以正式注册和LDT产品两种形式尽快商业化。公司目前在伴随诊断和肿瘤早筛上皆有布局，伴随诊断以EGFR、BRAC和NGS大panel等为代表，而早筛则以肝癌和结直肠癌产品为代表，我们认为整体策略是“fast follow”。未来感染和肿瘤业务至少可以比肩生育健康板块，是公司强有力的增长点。

2.4.3 威高股份：医用耗材航母持续前行

- 威高股份（1066.HK）成立于1988年，是国内领先医疗器械龙头之一。2020年全年预计实现营业收入约110.90亿元，归母净利润约20.13亿元。公司目前拥有丰富的产品线，业务涵盖四大领域（物理耗材、骨科产品、介入产品、药品包装）、八大产品线，其中不乏诸如骨科、介入等高附加值产品层出不穷的领域，具备强劲的增长潜力。

- 公司早期的收入结构仅是几类简单耗材产品，说明公司的产品线在不断丰富、升级，在低值耗材的优势巩固的同时引入越来越多高值耗材以实现持续高质发展。细分来看，公司在骨科植入物等产品上，已逐渐打破进口垄断局面，形成一定程度的国产替代，产品线齐全，产品毛利率较高，并开始向大型三甲医院等中高端客户渗透；药品包装主要为冲管注射器和预灌封注射器，预充式注射器用于生物制药企业包装疫苗和生物制药产品，当前国内生物制品行业需求旺。

- 子公司威高骨科已提交科创板上市招股书，单独融资有望推动产品研发及产能扩张加速，优化骨科子公司管理层的激励，强化威高骨科于中国市场的竞争力。部分耗材尽管有集采风险，但考虑威高的成本优势、渠道下沉、行业优胜劣汰下集中度提升以及新产品的补充，有望贡献稳定现金流。

2.4.4 九强生物：掘金病理诊断的生化老将

- 九强生物主要从事研发、生产和销售生化诊断试剂，是国内体外检测领域的先驱企业，尤其在生化试剂领域具有较高市场份额。

- 2017年，公司通过收购北京美创拥有了完整血凝仪器及试剂产线，正式进军血凝赛道。2020年，九强生物联合中国医药投资有限公司收购迈新生物95.55%的股权。此次收购不仅使公司业务覆盖到肿瘤筛查领域，同时深度绑定国药集团，放大协同作用，提升综合实力。2020年，九强生物通过非公开发行股份引入国药投资，持股比例14.68%，并成为公司第一大股东。国药投资现金支付12.00亿，锁定期3年。国药投资是中国医药集团总公司的全资子公司，国药投资入主九强，有望在销售渠道、产品整合等方面为九强生物提供有力支持。

- 免疫组织化学检测也可称为免疫细胞化学检测，简称“免疫组化”，这是近代病理学发展的一项重要技术，常用于鉴别诊断和指导治疗。2019年免疫组化出厂价规模约20亿元，未来每年增长15%-20%，来自肿瘤患者增加和单次检测项目增加（制片自动化提升了检测项目数量）。自动化提高了病理诊断的收费，医生看片收费也提升，促进了病理诊断的发展。

目 录

CONTENTS

1 精密制造：大国制造，护佑全球

2 健康生活：生命不息，追求不止

3 **美好生活：消费升级、量价齐升**

4 特色行业：寡头垄断、蓬勃发展

5 以史为鉴，医药十倍股是如何练成的

6 风险提示

3.1 疫苗：国产新型疫苗时代来临，行业持续高景气

- 2020年中国疫苗产业开启国产新型疫苗主导时代，13价肺炎（沃森生物）、国产HPV（万泰生物）上市销售，预防用微卡（智飞生物）、康泰生物13价肺炎、二倍体狂犬疫苗2020-2021年有望陆续获批，国产新型疫苗进入密集获批和快速放量阶段。此外，受新冠疫情影响，消费者主动接种疫苗意愿提升，当前四价流感、23价肺炎、13价肺炎和宫颈癌疫苗等供不应求，中长期疫苗接种率有望持续提升。

- 2020年新冠肺炎全球大流行，截至11月25日全球累计确认感染人群超6000万，累计死亡人数超140万，且仍在以单日50万人以上感染者的速度增。大范围接种新冠疫苗达到群体免疫有望成为结束疫情最有效的方法。国内新冠疫苗路径包括灭活、重组、病毒载体和核酸疫苗等路径，国药集团新冠灭活疫苗已申报上市，此外智飞生物重组新冠疫苗和康希诺腺病毒载体新冠疫苗处于临床三期，康泰生物和阿斯利康合作开发的腺病毒载体疫苗国内即将开展临床，自主研发的灭活苗处于1/2期临床。

- “需求未满，消费升级”为行业主逻辑。疫苗行业是创新药“兑现”最快的板块，可选消费品，且不受支付端的束缚：1）新型疫苗放量很快，快则3年，慢则5年达到销售峰值；2）不受医保控费影响，企业自主定价：产品升级（预填充替换西林瓶）和技术创新（多联多价）的新产品具备提价空间，新型疫苗净利润率40-50%，甚至更高；3）竞争格局好：国内疫苗壁垒极高，且未来行业集中度有望持续提升，同时相比药品，产品数量有限，研发周期长，更新换代慢，从全球来看，四家巨头占了绝大部分。

- 继续看好“智飞生物+康泰生物”。未来2-3年是国产“新型疫苗”集中获批期，相关上市公司业绩将启动新一轮高增长。推荐：在“四联苗+三代狂苗+13价肺炎疫苗”引领下未来净利润将超60亿的康泰生物；在“三联苗+HPV+五价轮状疫苗+预防性微卡”带领下未来净利润将超80亿的智飞生物。关注：二价HPV疫苗快速放量的万泰生物，四价流感疫苗持续放量的华兰生物，国产13价肺炎首家获批的沃森生物，新型疫苗管线丰富的康希诺。

3.1.1 康泰生物：技术为本，突破在即

- 以自有产品起家，自主研发四联苗突破百白破系列联苗技术，实现快速发展。同时公司加大研发力度，储备了13价肺炎结合疫苗、二倍体狂犬疫苗、麻腮风-水痘疫苗等重磅品种，成为国内研发管线最为丰富的疫苗龙头企业。公司通过新冠疫苗牵手全球制药巨头阿斯利康，双方互补性极强，未来国际化前景值得期待。

- 扩充直销团队，持续提升终端接种点覆盖率。公司成立初期产品线单薄，收入体量小，销售以代理为主。随着疫苗一票制落地和四联苗放量，公司收入体量快速提升，公司自己开始组建直销队伍，目前直销和推广商团队超1000人，国内覆盖接种点40%左右。未来随着13价肺炎、二倍体狂苗等上市，公司直销队伍有望突破千人。

- 研发顺利推进，重磅品种进入收获阶段。公司研发顺利推进，产品管线储备上堪比全球疫苗巨头。13价肺炎、二倍体狂苗有望在2021-2022年获批，公司业绩有望在2022年启动新一轮高成长，预计中长期疫苗净利润有望突破60亿元：1）独家品种百白破+Hib四联苗受益于逐步替代Hib、百白破，而自研的五联苗已申报临床，未来打造最强“百白破、Hib、脊灰”联苗，有望贡献超20亿净利润；2）13价肺炎报产在审评中，预计2021年中获批，有望贡献10亿以上净利润；3）二倍体狂苗报产在即，2022年有望获批，有望贡献20亿净利润；4）考虑临床前阶段的“麻腮风+水痘四联苗”等品种，未来疫苗业务净利润或将超60亿元。

3.1.2 智飞生物：疫苗龙头，行稳致远

- 与默沙东合作顺利，HPV代理续约有望近期落地。智飞生物与默沙东关于HPV的采购协议2021年上半年到期，目前已启动新一轮采购协议谈判，我们判断智飞大概率负责默沙东HPV疫苗国内代理，主要原因：1）默沙东国内销售推广人员仅有20人，协助智飞负责国内学术推广，尚未有扩建团队，自己销售的计划（我们判断，建立覆盖全国的销售团队至少2年以上时间）；2）国内疫苗学术推广能力智飞最强，国内其他企业短期内很难追赶，公司拥有约2000人，覆盖全国3万多接种点的疫苗直销团队，且三联苗、HPV和五价轮状等品种的成功已证明公司强大学术推广实力。

- 研发进入收获阶段，自主重磅品种“微卡、三代狂苗和15价肺炎”等业绩贡献存预期差。EC诊断试剂2020年已获批，预防用微卡进入审批最后流程，获批在即，预计峰值有望贡献超20亿净利润；二倍体狂苗、四价流感和15价肺炎疫苗临床3期，预计2022-2023年有望陆续获批。我们保守测算未来“三联苗&微卡&三代狂苗&四价流感和15价肺炎”峰值可贡献超50亿净利润，考虑到代理HPV等峰值30亿净利润，公司疫苗业务有望突破80亿净利润。此外，大股东控股、智飞参股的智睿投资积极布局单抗、CAR-T和治疗型肿瘤疫苗等生物药，未来生物药若取得突破，公司将打破长期成长天花板。

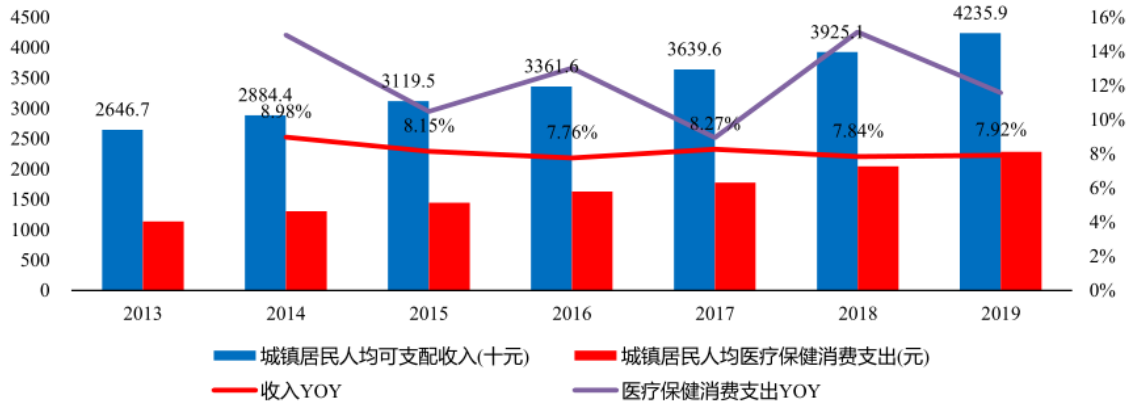
- 市场对智飞销售能力有认知，却忽视了公司强大的产品线（自有+代理），疫苗企业当中有望最先突破50亿净利润，中期疫苗业务有望贡献超80亿净利润，若治疗性生物药取得突破，将打开长期成长空间。

3.2.1 品牌OTC行业：消费升级驱动行业长期成长

- 由于消费升级、医疗保健需求较快增长，品牌OTC需求量具备持续增长趋势。随着我国城镇居民人均可支配收入不断提升，实现消费升级，且城镇居民人均医疗保健消费支出增速高于收入增速，表明人民对医疗保健的消费需求呈现较快增长的趋势。品牌OTC为药品中最具备消费属性的品类，例如阿胶、片仔癀等除了药用外，常作为礼品被大众购买，在消费升级、医疗保健需求较快增长的发展趋势下，品牌OTC的需求有望持续增长。

- 从销售渠道来看，品牌OTC主要销售渠道为零售药店。部分品牌OTC由于其原料/处方稀缺性、定价能力强，被纳入集采可能性小，更受零售药店欢迎。

图16：我国城镇居民人均医疗保健消费支出增速高于城镇居民人均可支配收入增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2.2 片仔癀：从中药到大健康板块，量价齐升为公司长期增长逻辑

- 片仔癀核心产品为业绩增长主推力，量价齐升为公司长期增长逻辑。公司核心产品片仔癀属于国家级绝密配方，是允许使用天然麝香的少数药品之一。2012年公司加大麝香产业基地投资建设，至2013年底与公司签约的农户林麝存栏数超过2000头，有效缓解了产能瓶颈。2014年，新董事会进行营销改革，聚焦提升终端销量。自2014年以来，公司提升销量方面主要围绕3个方面：1）于2015年在国内开展“片仔癀体验馆”销售模式，主要用于销售公司的系列产品，通过体验馆提高社会消费群体对片仔癀品牌的忠诚度和产品购买欲，重点布局范围覆盖国内名胜风景区、机场、动车站、城市文化街区与繁华商业区等，目前该模式全国布局超过200家；2）海外采用总经销制积极开拓“一带一路”沿线国家市场，片仔癀品牌在海外享有很高的美誉度，连续多年位居全国单项中成药出口金额首位，并积极探索海外开展“片仔癀旗舰店”；3）对片仔癀进行二次开发，通过自主研发创新及与科研机构合作，转化片仔癀产品临床应用成果，进一步深化其产品效用，加大产品渗透率。

- 化妆品+日用品“两翼”业务逐步成为未来发展中坚力量。公司两翼业务以牙膏产品、化妆品为主。在牙膏方面，2015年公司与上海家化合作成立公司，公司持股51%，整合双方优质资源。化妆品板块在2018、2019年收入规模分别增长56.95%、57.09%；公司在2020年4月筹划化妆品子公司分拆上市，发挥资本市场优化资源配置的作用，进一步提升片仔癀化妆品的核心竞争力。由此，公司化妆品、日化产品版块逐步成为公司业绩增长的中坚力量，预计能够为公司后续发展带来强大推动力。

3.2.3 云南白药：混改成效显著，健康产品成为公司大健康领域发展主要发展动力

- 云南白药混改成效显著。自2016年底新华都以254亿元入股白药控股后，公司开启改革，管理机制逐渐市场化，并在2017年6月引入江苏鱼跃作为白药控股战投，彰显管理层改革决心。公司于2017年11月调整高管薪酬，建立管理层与股东利益紧密结合的长效考核与激励机制；于2019年2月吸收合并白药控股，整合优势资源、缩减管理层级、提高运营效率，提升了公司整体核心竞争力；于2019年10月发布员工持股计划，于2020年3月继续回购股份用于员工激励，于2020年4月对董事、高管、中管、核心技术/业务骨干发布股票期权激励计划。从以上情况来看，公司混改成效显著，数次激励能够吸引优秀人才，不断提升员工积极性，助推业绩。

- 健康产品成为公司大健康领域发展主要发展动力。云南白药牙膏业务保持快速增长，自2019年起市场占有率位居全国第一，除牙膏市场外，公司逐步进入洗护、美肤、个人卫生用品等市场领域并打造多个重磅产品，利用其精准产品定位、品牌影响力快速打开市场。

- 云南白药独家品种增长稳健。公司白药系列作为独家品种，目前增长稳健。白药系列在经历2017-2018年的渠道去库存后，虽然仍然面临医保控费压力，但由于其原料稀缺性，在带量采购中被降价的可能小，且随着公司股权激励实施，员工积极性提升，再加上持续探索“爱跑538”、“云南白药健康操”、“白药生活+”等大IP场景化营销模式，预计白药系列将稳定增长。

3.2.4 同仁堂：品牌影响力强，产能有望逐步提升

- “同仁堂”中华老字号拥有强大品牌影响力。公司品种资源、产品剂型丰富，大兴基地逐渐释放产能，2020上半年营销模式改革形成新合力。

- 安宫牛黄丸疫情受推荐，叠加2019年底提价39%，预计迎来量价齐升。安宫牛黄丸为公司王牌品种，其安宫牛黄系列一直保持公司各大产品系列营业收入第一名，是母公司的主力品种。安宫牛黄丸在2012年中提价约70%后，2019年12月24日提价39%。从2020前三季度以安宫牛黄丸为主力产品的母公司业绩来看，由于北京疫情较为严重，导致2020前两季度业绩同比下降，但Q3实现了同比7.22%的增长。在国内疫情逐渐好转的趋势下，预计安宫牛黄丸能够再次迎来量价齐升。

- 同仁堂科技主要与海外从事生产、销售及批发中药产品业务，自2018年来因产能不足业绩持续下降，截至2020H1，其新建的大兴分厂、同仁堂科技唐山2家工厂正式投产，公司中成药产量同比增长30%以上，解决了产能瓶颈，但2020H1业绩受疫情影响，由于其中成药主要在零售药店销售，零售药店客流大量减少导致业绩下降。同仁堂国药于2013年5月在香港创业板发行上市，主要在海外发展分销网络以及制造销售中药产品，业务覆盖 20 个国家及地区，由此在新冠疫情中业绩受损较为严重。从2020Q3业绩情况来看，公司合并报表营业收入同比增长8.83%，净利润增长25.5%，高于母公司营业收入7.22%，净利润12.05%的增速，表明子公司业绩已经开始恢复，若海外疫情逐渐好转，预计子公司业绩将快速恢复。此外，同仁堂国药的三天然安宫牛黄丸已经通过了香港卫生署审批，目前因疫情未投产，预计未来投产后将增厚业绩，提升国药盈利能力。

目 录

CONTENTS

1 精密制造：大国制造，护佑全球

2 健康生活：生命不息，追求不止

3 美好生活：消费升级、量价齐升

4 **特色行业：寡头垄断、蓬勃发展**

5 以史为鉴，医药十倍股是如何练成的

6 风险提示

4.1 人福医药：开启内生驱动的高质量发展

- 麻醉药为政策壁垒极高的医药细分子领域。由于政策限制企业数量和不受医保控费影响，行业竞争格局稳定，景气度高。2019年麻醉镇痛药样本医院销售金额51.7亿元，同比增速16.6%，预计终端市场规模约230亿元，2015-2019年复合增速18.8%。行业持续增长主要受益于手术量增加，以及在ICU、肿瘤等麻醉科以外市场渗透率提升，我们预计未来五年行业有望维持15%左右复合增速，2025年麻醉镇痛药市场有望超500亿元。

- “麻醉镇痛”向“大麻药” 布局，业绩有望持续高增长。多科室推广成效显著，优势品种芬太尼系列持续稳健增长，两个独家产品纳布啡和氢吗啡酮持续高速放量。2020年阿芬太尼和瑞马唑仑陆续获批，磷丙泊酚有望2020年上半年获批，三个新品有望贡献40亿以上净利润。公司将实现“大麻药”布局。我们预计未来三年收入端复合增速18%-20%，研发和销售投入高峰期已过，预计利润端复合增速20%以上。

- 宜昌人福机制理顺，股权绑定利益各方。人福医药收购宜昌人福管理层手中13%股权意义重大：1）新管理层将进一步聚焦归核化，降低资产负债率，提升研发效率，坚持走国际化道路，丰富人次梯队，传递中长期发展信心；2）宜昌人福管理层实现换股，公司核心人物李杰大幅增持上市公司股权，同时任公司董事长，深度绑定管理层利益，中长期稳健发展可期。归核化顺利推进，公司负债规模有望持续下降，财务费用有望大幅降低。2017年以来坚定实施“归核化”战略，剥离非核心资产已经收回50亿以上现金，2020年陆续剥离四川人福和乐福思，有望回收20亿左右现金，并降低有息负债规模此外资产重组募集配套资金不超过10亿，有望用于偿还部分贷款，中长期负债规模和财务费用将持续降低。

4.2.1 诊断性和治疗性药物双轮驱动，中国核医药行业持续增长

- 与普通药物相比，核药通常都具有放射性，因此从事核药生产、销售和使用除了需要接受药监部门监管意外，还需要获得国家或省级环保部门颁发的的辐射安全许可证。获得辐射安全许可证需要经过技术审评、现场核查、专家审查等环节，此外还需要取得药监部门颁发的放射性药品生产许可证和经营许可证，对企业的生产运营和内部管理能力要求较高。

- 核药中的放射性核素也有半衰期，对于部分短半衰期的核药（如18F半衰期为109.8分钟、99mTc半衰期为6.01小时），无法像普通药物一样进行大量生产后存储或长距离运输医疗机构，因此短半衰期核药物生产必须靠近医疗机构，根据需求进行即时生产、配送和使用。业内企业通常会建设多个核药房来满足终端需求，核药房作为核素药物生产、配送的场所，覆盖范围可达数百公里。单个核药房建设周期在3年以上，投资约3000-5000万元。从资金投入、运营核监管等多个角度来看，核药行业具有较高的进入壁垒，拥有全国性核药房覆盖网络的企业将具有明显的先发优势。

- 从核医学检查量来看，我国每1000人检查量仅为全球平均水平的1/3，检查总量远小于欧盟和美国，每1000人检查量分别仅为欧盟的8.3%，美国的2.9%。随着PET-CT、SPECT配置量的增加和配置管理政策松绑，设备数量这一制约检查量增长的重要压制因素有望解除，中国核医学检查量有较大提升空间。

表2：中国核医学检查量与发达国家相比有较大差距

地区	总检查量	按核素分类			按检查类别分类			每 1000 人检查量
		^{99m}Tc	^{18}F	其他	心脏病学	肿瘤学	其他	
欧盟	12.0	10.1	1.1	0.8	3.6	8.1	0.3	24
美国	22.3	18.0	2.1	2.2	11.0	10.7	0.6	68
亚洲	11.0	9.1	1.2	0.7	1.3	9.6	0.1	2
全球其他地区	3.5	3.0	0.4	0.1	0.2	3.2	0.1	2
中国	2.62	2.10	0.52	——	——	——	——	2
全球	48.8	40.2	4.8	3.8	16.1	31.6	1.1	6

数据来源：MEDraysIntell、核医学现状普查简报、开源证券研究所（备注：中国总检查量是根据2018年核医学现状普查简报中的数据推算）

表3：2019年中国8个主要核药品种市场规模合计约为46-48亿元

药物	适应症	医保	19年市场规模	竞争格局	增速预期
锝[^{99}Tc]亚甲基二膦酸盐注射液（云克注射液	类风湿性关节炎、强直性脊柱炎、甲亢突眼、肿瘤骨转移等免疫性疾病和骨性疾病。	核医学科以医疗技术报销；部分地方医保增补。	约4.5亿元	云克药业独家	10%-15%
碘[^{125}I]密封籽源	对射线低至中性敏感的肿瘤永久性植入治疗；也适用于经放射线外照射。	全国医保乙类	9-10亿元	上海欣科18.30%；北京智博高科21.74%；原子高科27.45%；天津赛德26.03%；宁波君安4.78%；成都云克药业1.60%；深圳拉尔文0.11%。	15%-20%
碘[^{131}I]化钠口服液	甲亢、甲状腺癌及转移癌以及其他甲状腺相关疾病诊断和治疗。	全国医保乙类	3亿元以上	原子高科51.86%；中核高通47.25%。	10%左右
氯化锶[^{89}Sr]	治疗癌症骨转移疼痛	全国医保乙类	约1亿元	中核高通82.11%；原子科兴14.74%。	10%-15%
氟[^{18}F]脱氧葡糖注射液（^{18}F-FDG）	PET/CT检查中显像	未进入医保	5.28亿元	安迪克18F-FDG收入约2.9亿元，市场份额为55%；中国同辐旗下企业（原子高科+原子科兴）收入2.38亿元，市场份额为45%。	25%-30%
锝[^{99m}Tc]标记药物	SPECT检查中显像	全国医保乙类	约2.5亿元	中国同辐收入1.65亿元，市场份额约67%；上海欣科收入约8000万元，市场份额约33%。	20%-25%
尿素[C-14]胶囊	幽门螺旋杆菌感染检测	未进入医保	13亿元以上	终端市场主要由海德威销售	25%-30%
尿素[C-13]胶囊	幽门螺旋杆菌感染检测	未进入医保	8-9亿元	海德威销售额4亿元以上；2019年东诚药业与以色列Exalen公司签署协议，独家经销尿素[13C]呼气试验产品。	25%-30%

- 根据我们的测算，2019年中国8种主要核药市场规模合计约为46-48亿元（出厂价口径），一些品种如18F-FDG、锝[99mTc]标记药物等还存在医院自制的部分，实际市场规模更大。按7%的增速推算，2019年全球核药市场规模为54.96亿美元，中国核药市场规模按照47亿元，汇率按6.9：1计算，则当年中国核药市场规模为6.81亿美元，占全球市场规模比例为12%，还有较大提升空间。
- 从竞争格局来看，目前东诚药业和中国同辐占据了中国核药市场大部分市场份额，核药行业呈现出双寡头垄断态势。我们长期看好中国核药行业的前景，受益标的为东诚药业、中国同辐和远大医药。

数据来源：公司公告、中国同辐招股书/公告、PDB、开源证券研究所（备注：1.2020年受疫情影响各类核药出现销售额下滑/增速放缓情况，上表中增速为中长期增速预测；2.云克药业、上海欣科和安迪科为东诚药业旗下企业，原子高科、原子科兴、中核高通、宁波君安和海德威为中国同辐旗下子公司）

4.2.2 东城药业：布局领先的民营核药龙头

- 2015年起公司先后收购云克药业、GMS（现更名为东诚欣科）、益泰医药和安迪科等企业，实现了对单光子和正电子诊断药物、治疗药物的全覆盖，并搭建了研发、生产和销售配送在内的核医药全产业链平台，完成了对国内主要核医药民营企业的整合，实现从生化原料药到核医药的华丽转型。

- 公司在黑河-腾冲人口分布线以东加速布局国内核药中心，目前安迪科已经建成14家核药房，仍有14家在建，预计共有28个核药房将在2022年底或2023年初全部投入运营，建成后可基本覆盖国内93.5%人口的核医学的需求。我们对公司子公司安迪科建成、在建核药房以及各省PET-CT配置规划情况进行了对比研究分析。可以看出安迪科核药房主要分布于PET-CT新增规划配置数量、规划配置总量多、人口密集、经济发达的地区，特别是对于山东、江浙沪皖、广东等重点地区均布局2个及以上核药房。我们认为公司核药房布局合理，未来将持续受益于相应区域检查量提升，确保业绩高速增长。

4.3 特色原料药：前景广阔的成长性行业，我国在全球产业链中的地位不断增强

- 我们测算全球原料药市场规模在1800亿美元左右。根据弗若斯特沙利文测算，全球医药市场规模受老龄化人口增加和医疗支出增长趋势的影响，到2022年将达到15953亿美元，2018-2023年复合增速为4.7%；其中仿制药市场规模为5608亿美元，复合增速为6.01%，创新药市场规模为10345亿美元，复合增速为4.04%。我们预计特色原料药市场增速与下游仿制药制剂增速相当，约为6%。

- 根据科睿唯安的统计，2017年全球有约3000家企业活跃在原料药生产领域。6%的企业被归为“Established”级别，是指那些拥有多年经验，向欧洲、北美和日本等规范药政市场提供API产品的公司。仅有16%被评为“Established”和“Less Established”级别的企业有能力满足药政市场。由此可见，从全球范围内来看，能够提供符合规范市场要求产品的原料药产能是稀缺资源。**全球“Established”和“Less Established”原料药企业中有37%位于美国，印度、中国和意大利占比分别为11%、9%和7%。4国合计占比为64%，全球优质原料药产能分布较为集中。**

- 由于人力成本高企及环保压力巨大，欧美原料药产能正逐步向中印两国转移，截至 2016 年底，在美国FDA注册DMF中46%由印度企业持有。目前欧洲 80%，美洲 70%的通用名药物产能由中印两国提供。

- **与印度相比中国在成本、产业链完整性、成本等方面均具有一定优势**。具体包括：1）产能充足，拥有全球数量最多的 API 生产基地，截至 2017 年底中国拥有 1474 个 API 生产基地，印度为 688 个；2）中国工业体系齐全，特别是基础化工产业优势明显，产业链更为完整，根据Fiercepharma的报道，印度有70%中间体或原料药来自于中国，然后制成原料药或制剂再次出口；3）中国的自然条件更适宜生产发酵类的原料药产品，占据了世界 70%的产能；4）每年我国普通本专科毕业生数量已经超过700万人，毕业研究生数量超过60万人，在高层次人才方面，我国每年理学专业（原料药行业所需人才主要属于化学等专业，归入理学范围内）研究生超5万人，可以为行业提供持续的人才支持，另外在高难度中间体/药物合成方面具有较大优势。

- 随着我国原料药企业质量体系建设加强，技术水平不断提高，未来我国原料药在规范市场占有率将逐步扩大，产品方面将逐步从以大宗原料药、中间体为主向API 和API+制剂延伸，在全球API产业中的话语权不断提高。

4.3 特色原料药：前景广阔的成长性行业，我国在全球产业链中的地位不断增强

- 中共中央和国务院于2020年3月5日印发《关于深化医疗保障制度改革的意见》，明确提出：坚持招采合一、量价挂钩，全面实行药品、医用耗材集中带量采购，截至2020年8月，国家医保局在2020年内已经组织了两次全国范围内的集采，分别有32个和55个品种被纳入，预计未来集采将逐步制度化、常态化。

- 有能力和意愿向制剂进行产业链发展的原料药企业受益最大，原因包括：1）仿制药价格大幅下降后，产品成本在售价中占比大幅度提升，成本控制能力、产能规模等决定企业业绩的核心因素，行业逐步回归制造业属性，盈利模式发生重大变化，这恰恰是特色原料药企业的优势所在；2）集采模式大幅度弱化对于企业“销售能力”的要求，而这往往是以生产见长的特色原料药企业的短板，特色原料药企业可以向下游制剂进行产业链延伸，贡献额外的业绩增量。

- 2017年10月中办国办联合印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，明确提出实行药品与药用原辅料和包装材料关联审批。在关联审评审批制度实施之前，制剂与原料药、辅料研发之间的关系较为松散，制剂企业切换成本不高。关联审评审批制度实施之后，制剂在申报阶段就与原料药同时启动审评，制剂企业质量责任的主体地位更为突出，制剂企业切换成本大幅提升，原料药在制剂研发中地位进一步提升。

4.3 特色原料药：前景广阔的成长性行业，我国在全球产业链中的地位不断增强

图17：特色原料药上市公司收入增长，固定资产周转率较为稳定

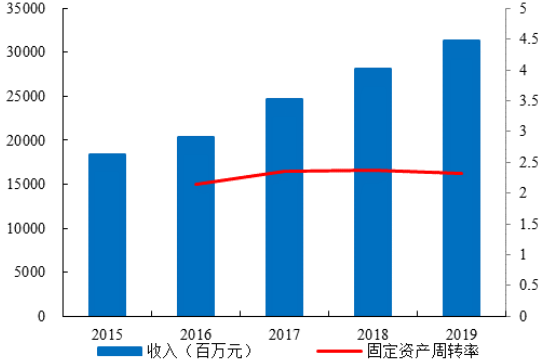
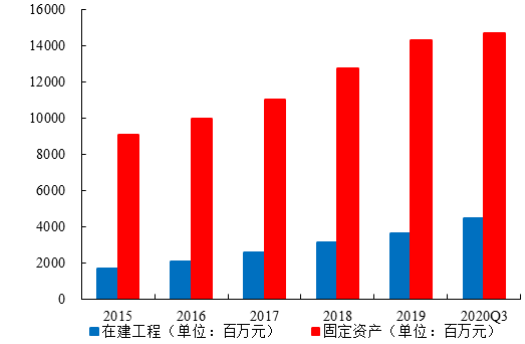


图18：特色原料药上市公司在建工程余额处于近年来的高位



数据来源：公司公告、开源证券研究所

- 特色原料药属于重资产型制造业，而单个生产设施的设计产能和产能利用率存在上限，因此特色原料药公司增长主要依靠产能扩张和产品种类拓展来驱动，而在建工程和固定资产的增长可作为公司业绩的先行指标。

- 我们选择了11家具有代表性的特色原料药或者原料药+制剂一体化上市公司进行分析（包括美诺华、天宇股份、仙琚制药、司太立、金城医药、富祥股份、奥翔药业、同和药业、普洛药业、新华制药和华海药业，未剔除并购等因素）。2015年至2019年，上述公司合计收入从183.44亿元增长到313.83亿元，同期固定资产从90.90亿元增长到143.07亿元，2016年至2019年固定资产周转率平均值为2.30，历年之间波动也较小，表明上述收入增长主要依靠固定资产规模提升驱动。

- 上述公司在建工程余额在近年来也持续增长，目前处于近年来高位，未来随着在建工程陆续转固，特别是近3年内进行IPO公司募投项目投产，随着新增产能陆续转固，监管机构认证和客户审计等逐步完成，预计未来2-3年多个特色原料药行业的公司将进入业绩释放期。2020年2月证监会对再融资规定进行调整以来，已经有多家公司通过定增、可转债等方式进行融资，扩厂产能。长期来看，我们认为较为宽松的融资环境有利于特色原料药企业加快产能扩张步伐，推动业绩持续增长。我们看好特色原料药企业产能扩张、API品种拓展和向制剂延伸带来的业绩弹性，**受益标的包括普洛药业、华海药业、美诺华、天宇股份、富祥药业、司太立等。**

4.4 中药配方颗粒：需求侧有望放开，市场空间有望逐步扩大，行业龙头受益明显

图19：中药配方颗粒市场规模快速增长

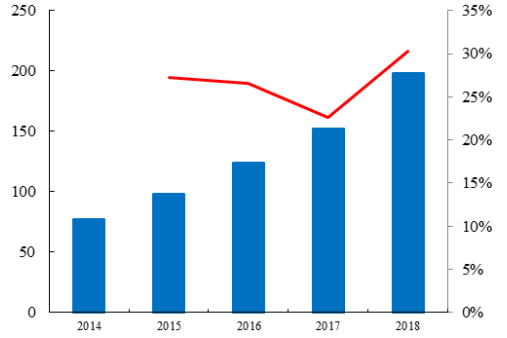
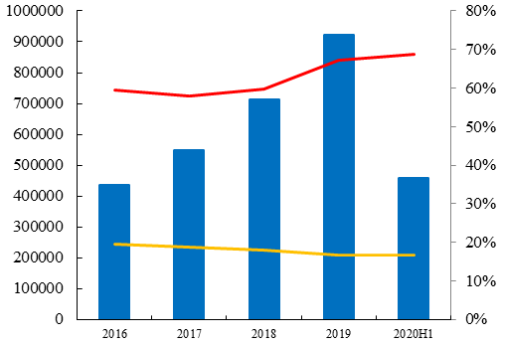


图20：中国中药配方颗粒业务收入持续增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

- 中药配方颗粒是对传统中药饮片的补充，是对传统饮片进行现代化改革与创新。与中药饮片相比，中药配方颗粒的质量控制更为严格，在上游原材料溯源、加工过程和产品质量检测等方面均有更高要求。

- 2019年修订后颁布的新版《药品管理法》中规定：中药饮片生产企业履行药品上市许可持有人的相关义务，对中药饮片生产、销售实行全过程管理，建立中药饮片追溯体系，保证中药饮片安全、有效、可追溯。近年来中药饮片行业质量安全事件频发，多家企业的GMP证书被收回，在质量要求提高和监管升级的政策背景下，中药饮片行业将进入优化整合阶段，中药配方颗粒有望迎来替代良机。

- 中药配方颗粒行业竞争格局良好，呈现出寡头垄断的格局，6家国家试点企业中国中药（江阴天江、广东一方）、红日药业（康仁堂）、华润三九、新绿色、培力药业居龙头地位，此外还有多家企业获得省级试点资格。中药配方颗粒市场规模呈现出快速增长态势，2018年市场规模为198亿元（终端市场价），目前预计市场规模超200亿元。目前中药饮片市场规模约2000亿元，其中医疗饮片市场规模超1000亿元，中药配方颗粒具有较大的替代空间。中国中药是中药配方颗粒行业龙头企业，2019年公司配方颗粒收入为92.27亿元，2016-2019年复合增速为28%。

- 随着未来《中药配方颗粒管理办法》正式文件出台中药配方颗粒需求侧将放开，市场空间有望逐步扩大，中国中药在中药全产业链和市场销售方面的布局处于国内领先地位，作为行业龙头受益明显。

目 录

CONTENTS

1 精密制造：大国制造，护佑全球

2 健康生活：生命不息，追求不止

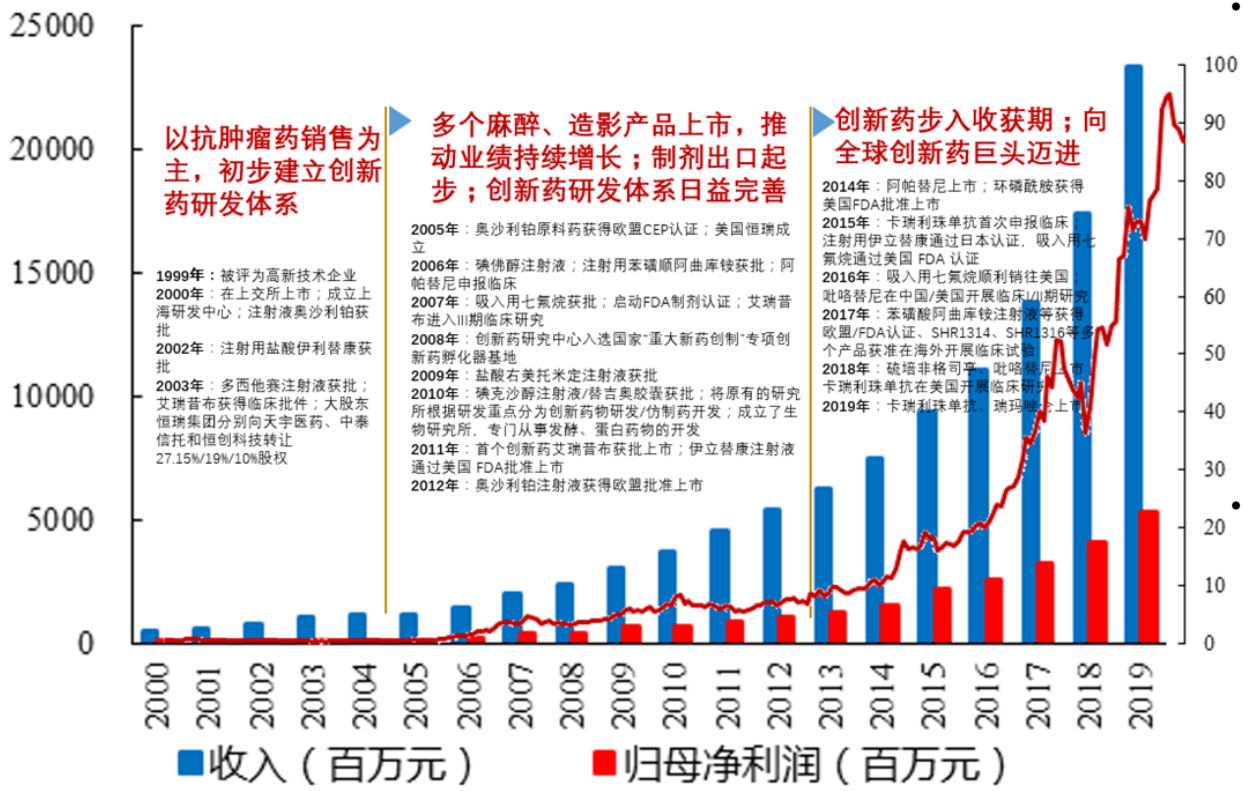
3 美好生活：消费升级、量价齐升

4 特色行业：寡头垄断、蓬勃发展

5 **以史为鉴，医药十倍股是如何练成的**

6 风险提示

图21：恒瑞医药业绩持续增长，创新药步入收获期

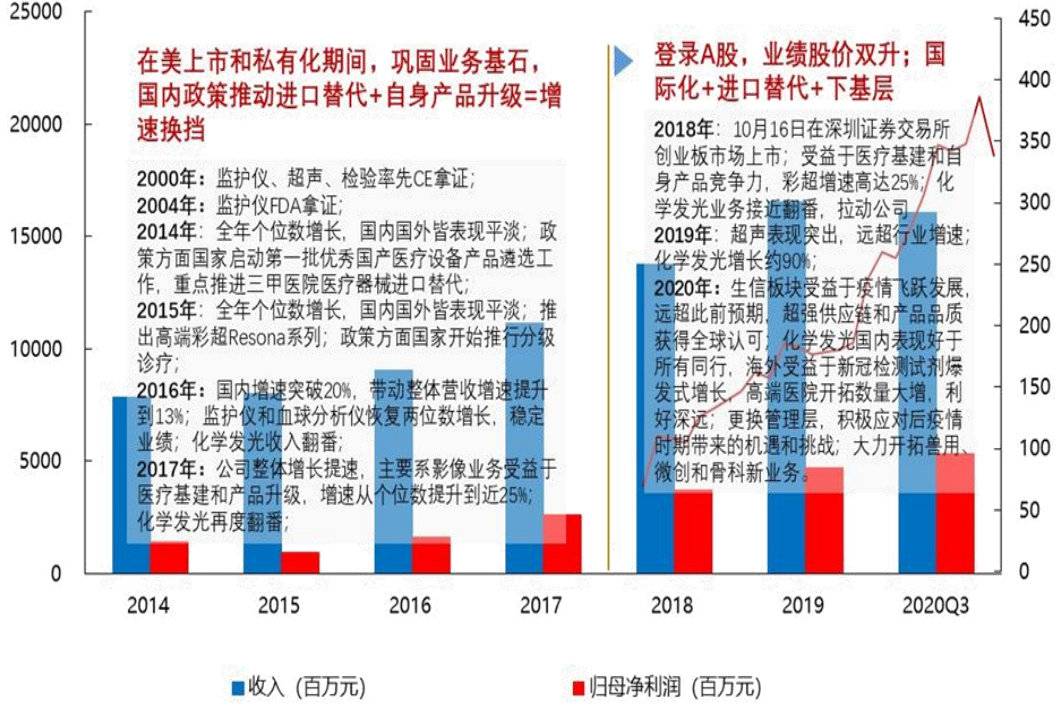


- 2009年-2013年公司收入增速放缓，但公司仍然持续保持较高强度的研发投入，2010年以来研发费用占营业收入比例总体呈不断增长态势，体现出管理层的战略眼光。前瞻性研发投入和布局为2018年后创新药的相继上市奠定了坚实的基础。在仿制药时代，公司多个核心品种如多西他赛、苯磺酸顺阿曲库铵、伊立替康和七氟烷等市占率稳步提升，体现出公司强大的销售推广能，也为公司进入到创新药主导时期后，产品上市后的承接、市场导入和快速放量奠定了扎实基础。

- 公司PE(ttm)在2016年以后突破了长期以来30-60倍的波动区间并长期保持在50倍以上，主要是由于：1）政策环境发生重大变化，创新药盈利模式逐步清晰；2）公司前期在研创新药陆续上市，业绩具有较高的确定性；研发管线仍处于不断丰富阶段，公司长期受益于中国创新药市场扩容。

数据来源：公司公告、开源证券研究所

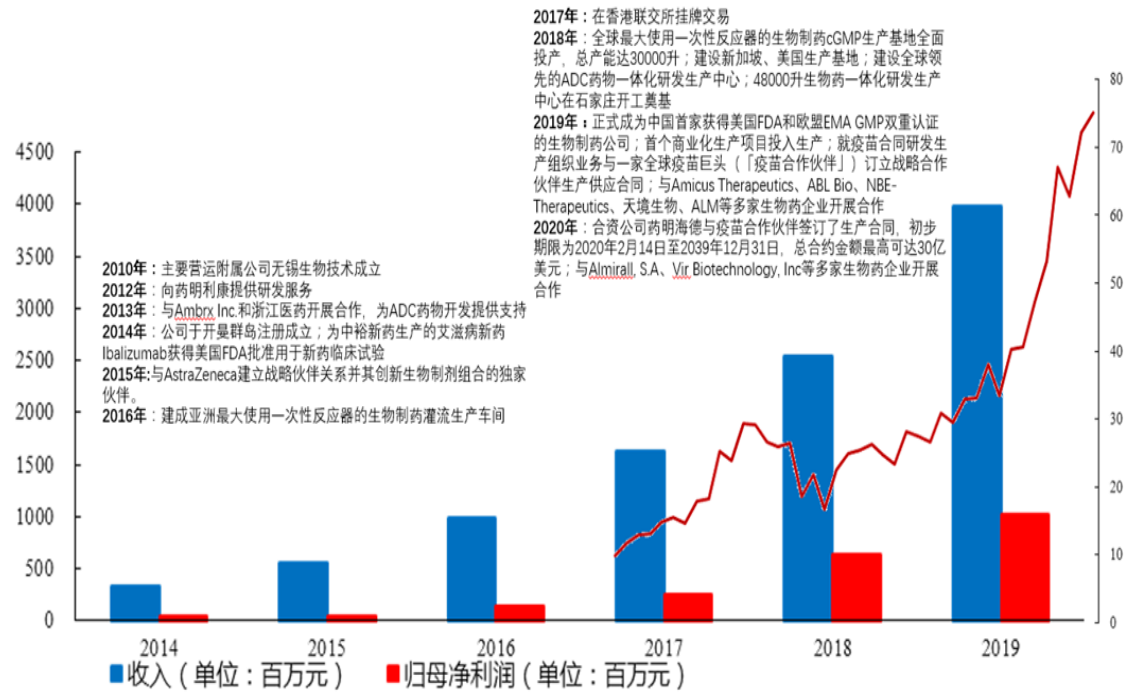
图22：迈瑞医疗：业绩持续增长，产品线持续拓展



- 公司建立的全方位、全时段、全过程售后服务体系增强了客户粘性，也为后续的产品迭代升级打下坚实的临床经验基础，良性循环使得客户更信赖迈瑞品牌。
- 公司重视制度建设和管理梯队建设，管理层皆具有深厚的行业理解和企业经营经验。公司从企业内部积极变革，不断加强生产弹性和营销覆盖，用过硬的产品竞争力和组织行动力获得社会各界的认可和支持。

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：药明生物收入和利润爆发式增长



- 药明生物是全球领先的开放式生物药技术平台公司，能够为生物药研发发现、开发和生产提供一体化解决方案。公司顺应药物开发客观规律，建立起了跟随药物分子发展阶段扩大业务的策略，公司在首先介入到早期研发项目的服务之中，客户对服务的需求一般会随着其生物药通过生物药开发过程推进并最终实现商业化生产而增加，公司来自于单个项目的收益会随着项目推进逐渐增长。

- 2014-2019年收入从3.32亿元增长到39.84亿元，复合增速为64%，归母净利润从0.42亿元增长到10.14亿元，复合增速为89%，呈爆发式增长态势。主要是由于：1)生物药研发具有资本、技术密集、复杂性高等特点，外包需求大；2）此外中小型biotech公司在全球药物研发中占据越来越重要的地位，该类公司进行研发外包的意愿更为强烈；3）公司技术能力在业内领先，紧随全球生物药研发发展趋势，不仅可以为客户新药研发赋能，还可以在服务费用以外收取里程碑，款和销售分成，盈利模式更加多元化。

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：爱尔眼科已迈入全球化布局阶段



- 体内+体外”模式发展全国医疗网络：单体医院面临经营天花板的风险，发展连锁医院模式能带来规模效应和分级连锁优势。目前爱尔眼科旗下有并表的“体内”医院和未并表的“体外”医院，体内医院通过新建或收购而得，体外医院前期由合资的产业基金控股，待其盈利之后逐步并表。从爱尔眼科近5年不断复制发展新医院的活动来看，“体内+体外”的发展模式体现了3S的特征，即简单化、标准化和专业化。截止2020年7月，爱尔眼科国内营业机构522家，其中医院409家，门诊107家，配镜公司6家，上市公司体内174家机构，并购基金旗下348家机构。

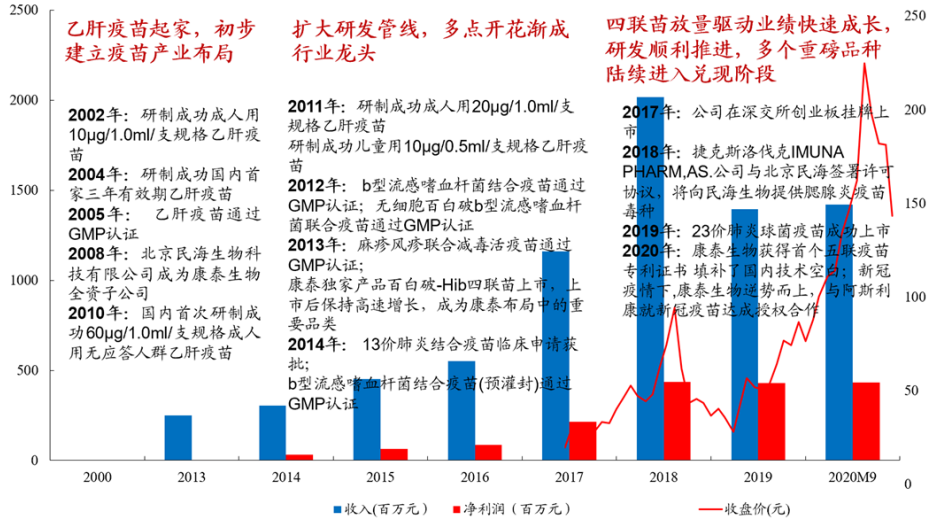
- 爱尔眼科采用“中心城市医院-省会医院-地级医院-县级医院”四级连锁的分级诊疗模式，以地、县市为重点建设医疗网络，同时完善横向同城分级诊疗体系，加快以省会城市一城多院、眼视光门诊部（诊所）以及爱眼e站的城市分级诊疗网络建设。

- 公司收入每年稳定增长，从2009年的6.1亿元提高到2019年的99.9亿元，复合增长率达到32.3%。其主要原因是：1）眼科行业需求不断增长，规模扩张；2）公司不断进行收购及新设连锁机构，提高市场覆盖率。由于收入的稳定增加以及净利率常年稳定，使得公司归母净利润也在稳步增长，由2009年的9200万提高到2019年的13.8亿元，复合增长率为31.4%。10年来归母净利润增长14倍，业绩优异。

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.5 康泰生物：3年十倍的新型疫苗龙头——前瞻研发+销售驱动

图25：康泰生物核心品种放量&研发管线价值推动股价最高涨幅超十倍



- 2017年9月-2020年9月康泰生物股价十倍涨幅，市值从140亿上涨至1400亿，站在2017年公司市值，我们认为3年十倍核心原因主要有几个方面原因：
- 公司业绩成长空间大，2017-2019年收入端复合增速32.5%，利润端复合增速61.8%。2017年四联苗放量初期，且公司二倍体狂苗和13价肺炎等重磅在研品种研发进度处于行业领先地位，管线数量也遥遥领先，我们测算中期疫苗净利润有望到30亿元（利润15倍涨幅），长期疫苗业务净利润60亿元（利润30倍涨幅），业绩成长空间大。
- 行业壁垒高，疫苗事件提升行业准入壁垒，龙头受益。
- 行业快速扩张，无医保控费影响。2017年国内疫苗主要以免疫规划品种为主，行业规模200亿元左右，我们测算疫苗市场空间约2000亿元，存十倍空间，且随着新型疫苗上市放量，行业进入加速成长阶段。
- 公司前瞻性通过自主研发和技术引进等途径储备了丰富的新型疫苗管线，国内领先。

数据来源：公司公告、开源证券研究所

益丰药房：强大的精细化管理能力和并购整合能力驱动业绩稳健增长

图26：益丰药房持续自建+并购全国扩张



- 公司的零售业务覆盖湖南、湖北、江苏、上海、浙江、江西、河北省、北京市等 9 个省级市场，已开业门店共6107家（含加盟店611家）。其中，中南地区2578家，华东地区2312家，华北地区606家。

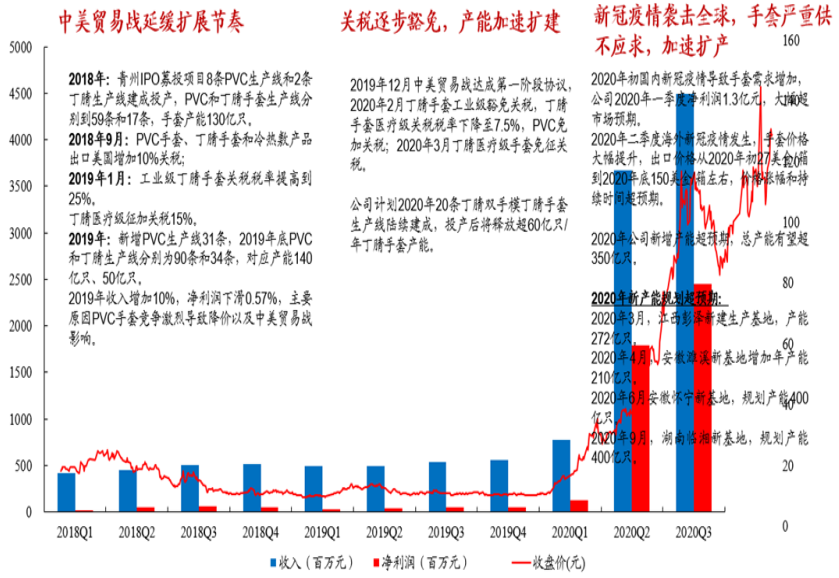
- 大数据赋能会员精准营销，提供业绩增长空间。2020H1，益丰药房O2O 上线门店超过 3,500 家，会员数量达4000万，线上销售比例达 84%。会员、大数据、生态化的医药新零售信息系统成为未来益丰药房业绩增长的新动力。

- 密集布局打造成熟门店网络，深度渗透市场形成区域内竞争优势。管理层重视公司执行力与客户需求洞察力。多举措提升专业服务能力、承接处方外流。

数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.7 英科医疗：跨越式发展的世界级医疗防护手套龙头——成本+渠道

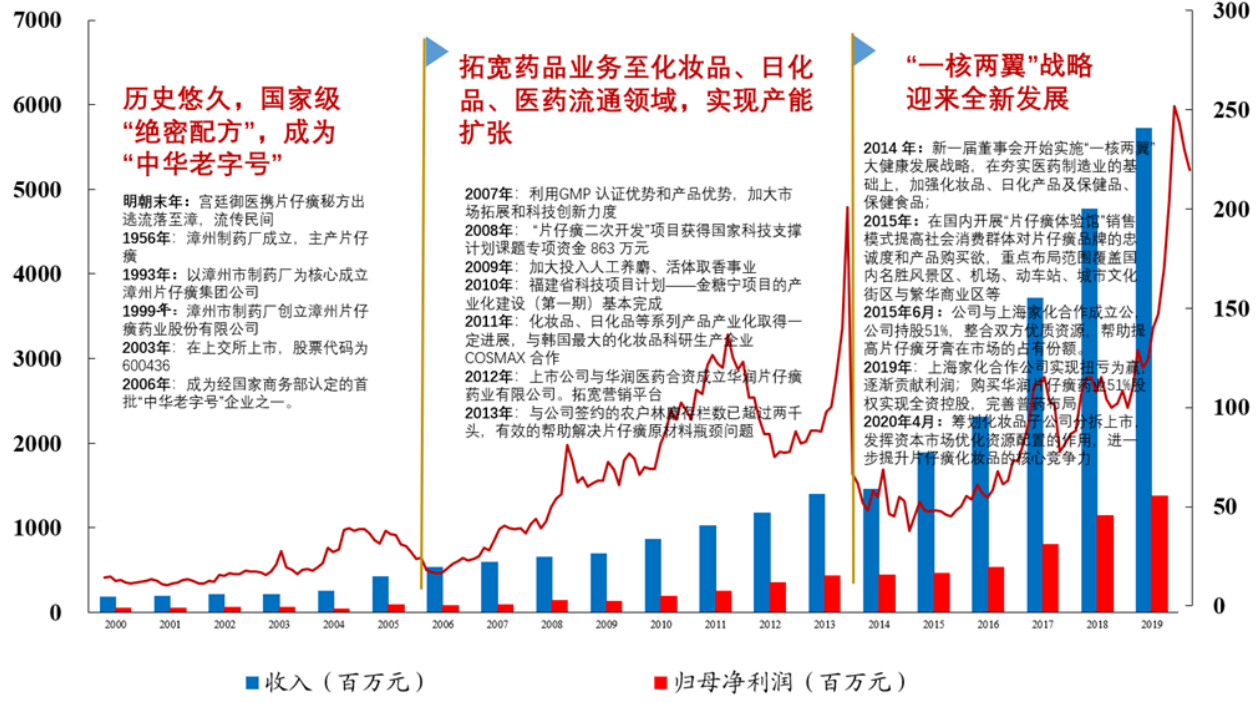
图27：英科医疗准确判断市场和加速扩产有望跨越式发展为全球手套龙头



数据来源：公司公告、开源证券研究所

- 国内一次性医疗防护手套龙头，2017年上市后凭借资本优势持续扩产和扩建销售团队，目前已覆盖全球120多个国家和地区。2019年底产能190亿只（丁腈50亿只，PVC140亿只），预计2020年底产能突破350亿只，2021年有望成为全球最大的PVC手套供应商，2年内有望成为全球最大的丁腈手套供应商，总产能突破1000亿只，中长期产能有望到3000亿只。
- 2020年1月-2020年11月，英科医疗股价涨幅超十倍，市值从40亿上涨到430亿，站在2020年初位置，我们认为英科医疗十倍涨幅原因有几点：
- 量价齐升，公司业绩爆发式成长。2019年英科医疗收入20.8亿元，净利润1.78亿元，2020年量价齐升，预计收入140亿元，净利润75亿元左右。中长期产能有望到3000亿只（PVC1000亿只，丁腈2000亿只），行业低谷时公司净利润有望在70亿以上，相比2019年1.8亿净利润近38倍涨幅。
- 手套优势产能壁垒高，扩产周期长。
- 丁腈手套为成长性行业，全球市场格局集中度不高，头部企业尚未建立起主导优势。行业格局集中度不高，马来西亚前五大企业市占率约50%，预计30-40%市场被马来西亚等东南亚落后小产能占据，行业格局存巨大优化空间。
- 管理层对行业理解深刻，积极进取致力成为全球龙头。

图28：片仔癀发展历程：量价齐升，从药品拓展至大健康板块



- 片仔癀核心产品为业绩增长主推力，量价齐升为公司长期增长逻辑。2013年之前，公司受产能限制，片仔癀整体收入在价格不断提升下并没有实现快速增长，2012年公司加大麝香产业基地投资建设，至2013年底与公司签约的农户林麝存栏数超过2000头，有效缓解了产能瓶颈。2014年，新董事会进行营销改革，聚焦提升终端销量。
- 在价格方面，由于片仔癀原料稀缺，天然麝香、天然牛黄价格皆呈现不断上升趋势，导致片仔癀价格在成本上升压力下被动提升。
- 化妆品+日用品“两翼”业务逐步成为未来发展中坚力量。

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

风险提示

集采降价超预期；医保谈判降幅超预期；其他可能的政策风险等。

分析师声明

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

特别声明

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

股票投资评级说明

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

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

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

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

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

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

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

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

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

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

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券