增持 ——维持

日期：2020 年 11 月 24 日

行业：医药制造业

证券研究报告/行业研究/年度策略

寻找未来的和可持续的优势品种

——2021 年医药行业投资策略

分析师： 魏赟

Tel： 021-53686159

E-mail： weiyun@shzq.com

执业证书编号：S0870513090001

分析师： 黄施齐

Tel： 021-53686139

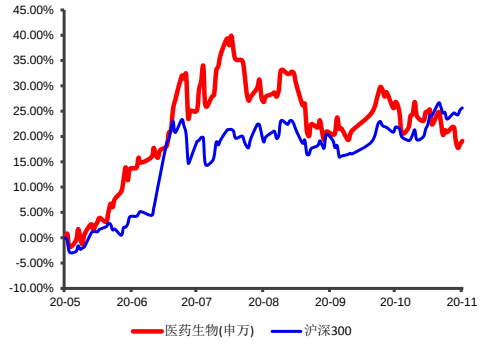
E-mail： huangshiqi@shzq.com

执业证书编号：S0870520090001

行业数据（Y20M09）

累计产品销售收入（亿元）	17,470.20
累计产品销售收入同比增长	1.60%
累计利润总额（亿元）	2,504.90
累计利润总额同比增长	8.20%

近 6 个月行业指数与沪深 300 比较



■ 主要观点

医保控费持续推进，优化医药市场结构

医保是医药市场最大的支付力量，近年来收支压力不断增加。为提高缓解收支压力，国家近年出台多项政策，其中包括职工医保账户改革。以 2019 年的数据计算，如果单位缴纳全部进入统筹账户，统筹账户当年将多收入约 3200 亿元，有效扩大医保统筹基金池。在市场结构优化方面，持续通过带量采购、一致性评价等政策对仿制药存量市场进行产能出清，以及通过提高新药审评审批效率、医保目录调整动态化等政策加速创新药上市并提高其放量速度。整体来看，医保通过持续压缩仿制药利润空间从而加大创新药支付能力，优化市场结构。

海外防控需求仍然存在，疫情推动线上医疗和处方外流

由于全球疫情目前仍未完全得到控制，疫情防控相关用品的出口需求仍然存在，相关企业业绩今年全年乃至明年上半年都有望保持增长。此次新冠疫情暴露出了我国公共卫生应急体系存在短板，医疗新基建拉开大幕，其中主要涉及领域包括 ICU 病房专区建设、生物安全实验室建设，利好相关器械企业等。疫苗作为控制疫情的主要方式，其研发受到广泛关注，考虑到较大接种需求，疫苗上市后有望为相关企业带来较大业绩弹性。此外，此次疫情培养了人们线上诊疗以及购药的习惯，推动医药电商提速发展，也为传统零售行业带来新的发展趋势。

伴随国内疫情平稳，三季度业绩恢复增长态势

2020 年前三个季度，上市公司收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 3.97%、24.67%和 25.11%，伴随疫情平稳企业业绩迅速恢复。从细分业务板块来看，2020 年前三季度医疗器械板块增速较高，营业收入的同比增速达到 48.54%。我们认为，主要是由于疫情期间，防控相关设备和耗材的需求大幅提升，促使相关企业销售收入增加所致。而其他细分行业伴随疫情平稳，营收恢复增长态势。

■ 投资建议

未来十二个月内，维持医药行业“增持”评级

明年我们建议重点关注疫情防控相关主线、零售药店、医疗服务、创新及创新产业链等板块。

■ 风险提示

政策风险；一致性评价不及预期风险；高估值风险；疫情不确定性；商誉减值风险等。

■ 数据预测与估值：

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E		
药明康德	603259	109.10	0.76	1.09	1.40	143.66	100.25	78.20	14.38	增持
爱尔眼科	300015	64.45	0.33	0.41	0.58	192.64	157.92	111.72	36.46	增持
益丰药房	603939	99.31	1.02	1.36	1.79	96.99	72.81	55.63	10.89	增持
迈瑞医疗	300760	346.51	3.85	4.80	5.80	90.00	72.13	59.71	20.85	谨慎增持
智飞生物	300122	119.85	1.48	2.02	2.58	81.03	59.34	46.51	26.44	增持

资料来源：Wind 上海证券研究所股价数据为 2020 年 11 月 20 日收盘价

目 录

一、三医联动之医保：改革触及职工医保 意图激活沉淀资金..... 5
1.1 职工医保改革激活沉淀存量资金..... 5
1.2 医保联动医药/医械：目录常态化调整+药械集采..... 6
1.2.1 医保目录进入常态化调整阶段..... 6
1.2.2 药品集采加速行业集中度提升..... 6
1.2.3 从支架开始，全国耗材集采落地..... 8
1.3 医保联动医疗：支付方式改革深化..... 8
二、三医联动之医药：鼓励创新+一致性评价=改善供给结构..... 9
2.1 研发：审批审评效率再提升，创新药逐步迎来收获期..... 9
2.2 生产：一致性评价持续推进，龙头优势显著.....11
2.3 流通：疫情培养网络购药习惯，新零售逐渐开花..... 12
三、三医联动之医疗：疫情推动线上医疗发展，加速处方外流..... 13
四、疫情：推进医疗新基建，聚焦疫苗研发..... 13
4.1 原料药订单回流 耗材出口持续..... 13
4.2 新基建剑指公卫应急体系建设..... 14
4.3 疫苗是疫情防控关注焦点..... 15
五、1-9 月医药行业收入和利润增速环比回升..... 16
六、近期医药板块表现综述..... 18
6.1 年初至今医药指数大幅跑赢沪深 300，近期已出现大幅回调
..... 18
6.2 医药板块出现回调，但整体估值仍处于历史高位水平.... 19
6.3 医药上市公司 2020 年三季报数据分析..... 20
七、医药行业评级、策略及重点股票..... 23
7.1 重点细分行业板块..... 23
7.1.1 医疗器械..... 23
7.1.2 医药零售..... 24
7.1.3 医疗服务..... 25
7.1.4 创新药及产业链..... 26
7.1.5 疫苗..... 27
7.2 重点跟踪股票..... 28
7.2.1 药明康德：业绩保持快速增长，持续完善业务布局.... 28
7.2.2 爱尔眼科：疫情后业绩快速恢复，外延并购完善布局 29
7.2.3 迈瑞医疗：业绩保持较快增长，抗疫打开海外市场.... 29
7.2.4 益丰药房：业绩保持快速增长，门店数量持续扩张.... 30
7.2.5 智飞生物：业绩增速略超预期，研发管线持续推进.... 31
八、风险及不确定因素提示..... 32

图

图 1 药品注册审批流程修改情况 10
图 2 2019 和 2020 年药审中心药品受理情况（截至 10 月）. 10
图 3 2019 和 2020 年一致性评价受理情况（截至 10 月）..... 12
图 4 各企业一致性评价受理情况（截至 10 月）..... 12
图 5 全球每日新增确诊人数持续增加 14
图 6 美国每日新增确诊人数爆发 14
图 7 2012-2020Q3 医药制造业业绩概况（亿元）..... 17
图 8 2019-2020 年医药制造行业单月营收情况（亿元）..... 17
图 9 2019-2020 年医药制造行业单月利润情况（亿元）..... 17
图 10 近年来医药制造行业主营业务毛利率变化 18
图 11 近年来医药制造行业期间费用率变化 18
图 12 年初至今医药指数走势图（截至 11 月 13 日）..... 18
图 13 最近 1 个月医药指数走势图（截至 11 月 13 日）..... 18
图 14 医药生物板块近年绝对估值（历史 TTM_整体法）..... 19
图 15 医药生物板块近年估值溢价率（历史 TTM_整体法）. 19
图 16 医药细分板块近年绝对估值（历史 TTM_整体法）..... 20
图 17 医药细分板块近年相对估值（历史 TTM_整体法）..... 20
图 18 2015-2020Q3 医药上市公司营业收入概况（亿元）..... 21
图 19 2015-2020Q3 医药上市公司归母净利润概况（亿元）. 21
图 20 2015-2020Q3 医药上市公司扣非净利润（亿元）..... 21
图 21 2019-2020Q3 医药上市公司业绩增速（单季度）..... 21
图 22 部分器械领域的国产化率情况 24
图 23 我国医疗资源使用不均衡 26
图 24 临床医疗需求增速高于三级医院床位增长 26

表

表 1 2020 年获批上市的抗肿瘤新药（截至 2020/9/10）.....11
表 2 相关企业的产能及收入规模测算 15
表 3 近 1 个月、年初至今医药各细分板块的市场表现（截至 11 月 13 日）..... 19
表 4 2014-2020Q3 化学原料药板块财务分析..... 21
表 5 2014-2020Q3 化学制剂板块财务分析..... 21
表 6 2014-2020Q3 生物制品板块财务分析..... 22
表 7 2014-2020Q3 医疗服务板块财务分析..... 22
表 8 2014-2020Q3 医疗器械板块财务分析..... 22
表 9 2014-2020Q3 医药商业板块财务分析..... 22
表 10 2014-2020Q3 中药板块财务分析..... 22
表 11 药明康德预测简表..... 28
表 12 爱尔眼科预测简表..... 29
表 13 迈瑞医疗预测简表..... 30
表 14 益丰药房预测简表..... 31
表 15 智飞生物预测简表..... 32

一、三医联动之医保：改革触及职工医保 意图激活沉淀资金

医保是医药市场最大的支付力量，近年来收支压力不断增加。今年受到疫情影响，压力进一步加大。据国家医保局司长熊先军的公开发言，截至 2020 年 7 月，医保结算新冠肺炎确诊和疑似患者 17.3 万人，涉及医疗费用约 18 亿元，其中 12.7 亿元为基本医保支出。为助力企业复产复工，医保对参保单位减半征收职工医保费，最长达到 5 个月，这一政策导致医保基金收入减少了 1500 亿元左右。尽管上半年常规医药费用支出也有所减少，但是总体来看，医保基金处于紧平衡状态。为了缓解医保压力，提高资金使用效率，医保局近年主要通过调整医保目录来优化支付范围，通过提高对医疗服务性支付和有临床价值品种的支付来优化支付结构，也正在探索 DRGs 付费来优化支付方式。目前，医保局开始对职工医保改革征求意见，意图扩大资金池，激活沉淀资金。

1.1 职工医保改革激活沉淀存量资金

8 月 26 日，国家医疗保障局发布《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见（征求意见稿）》，就医保个人账户改革内容向全社会征求意见。改革的核心是在不增加企业和个人缴费负担的前提之下，通过调整个人账户内部的资金结构，逐步将门诊医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金支付范围，提高医保基金使用效率。改革的方向是：1、增加对部分疾病门诊费用的报销和比例；2、提高单位缴纳部分纳入统筹账户的比例，由 70%调整为 100%；3、个人账户资金可以家庭共享等。未来个人账户规模占比将降低，资金使用效率将得到进一步提升。

个人账户规模缩小，统筹账户收入增加 3200 亿元：

数据显示，目前我国单位缴费的平均费率为职工工资总额的 7.58%，它的 30%约等于职工工资总额的 2.3%。2019 年，职工医保基金收入 15845 亿元，比上年增长 10.7%；基金支出 12663 亿元，比上年增长 10.4%。其中，统筹基金当期结存 2066 亿元，累计结存 14128 亿元；职工医保个人账户收入 5840 亿元，比上年增长 10.3%；个人账户支出 4724 亿元，比上年增长 12.2%；个人账户当期结存 1116 亿元，个人账户累计结存已达 8426 亿元。以 2019 年的数据计算，如果单位缴纳全部进入统筹账户，意味着统筹账户当年将多收

入约 3200 亿元，统筹账户收入比当前再增加近 32%。门诊慢病由统筹账户支付、扩大门诊慢病支付范围以及个人账户家庭共济实施后，个人账户内的资金使用效率将得到有效提升。

1.2 医保联动医药/医械：目录常态化调整+药械集采

1.2.1 医保目录进入常态化调整阶段

11 月 11 日，国家医保局发布《关于 2020 年国家医保药品目录调整专家评审结果查询的公告》，意味着专家评审阶段的工作已经结束，下一步将按照工作程序组织开展谈判等相关工作，预计将于 12 月份公布结果。根据此前公示的《2020 年国家医保药品目录调整通过形式审查的申报药品名单》，此次谈判共涉及 751 个品种，分为七个条件，其中关注度最高的条件是 2020 年 8 月 17 日之前获批上市的创新药品种，共计 171 个，其中 159 个为独家品种，包括几个去年上市的 PD-1/L1 药物。创新药通过降价进入医保目录，能够快速放量，实现以价换量，提升创新药研发的回报速度。去年信达生物的信迪利单抗（非霍奇金淋巴瘤适应症）顺利准入医保，成为首个进入医保目录的 PD-1 产品。该产品从 7838 元降至 2843 元，降幅高达 64%，进医保后实现快速放量，今年前三季度累计实现销售收入超 15 亿元。此次医保目录调整将药物准入门槛的上市时间直接由上一年的年末扩大到方案的公布日期，意味着上市药物进入医保的速度进一步得到加速，提高了创新药的可及性和放量速度，推动创新药行业发展。在政策的推动下，创新药将是长期投资主线。

1.2.2 药品集采加速行业集中度提升

8 月 20 日，上海阳光医药采购网公布了第三批全国药品集中采购拟中选结果。从中选结果来看，此次参与集采的 56 个品种中仅有拉米夫定流标，可能是由于报量有限，企业降价动力不足，最终共 191 个产品拟中选，涉及企业 125 家，此次集采主要有三个特点：

1）降幅延续前两轮趋势，竞争格局是主要影响因素：从各药企报价情况来看，与最高有效申报价相比，最高降幅达到 98.72%（石药集团的美金刚口服常释剂型），平均降幅约 70.89%。与前两轮集采相比，本次集采竞争更为激烈，降价幅度更大。从不同品种来看，竞争格局是影响价格降幅的主要因素。55 个品种中，有 16 个品种降幅超过 90%，主要集中在慢病及常见病等临床需求较大领域，如降压药卡托普利、降脂药匹伐他汀、降糖药二甲双胍、抗血栓药阿

哌沙班及替格瑞洛等。

2）外资企业参与度显著降低，推动进口替代:此次集采中，外资企业的参与度明显降低。本轮集采涉及的 55 个品种中，仅 3 家外企进入拟中选，分别为卫材（甲钴胺片，降幅 76.54%）、辉瑞（利奈唑胺片，降幅 100%）、优时比（左乙拉西坦，降幅 20.32%）。而此前两轮集采中，中选外资企业数量均超过 5 家。目前，部分原研药在国内公立机构的占有率较高，例如维格列汀和替格瑞原研企业的市场份额几乎达到 100%；莫西沙星氯化钠注射剂、非那雄胺、阿那曲唑、美金刚和阿哌沙班口服常释剂型的原研占比也分别高达 96%、89%、87%、86%和 82%。因此，伴随原研企业的集采落选，我国本土企业有望获得更多的市场份额。

3）龙头企业的拟中选品种较多:从各家企业的中选情况来看，国内龙头企业的参与热情较高，中选品种也较多，延续了此前几轮全国药品集采的主体地位。其中，获得拟中选品种最多的是齐鲁制药（8 个）和石药集团（8 个），之后是扬子江药业（7 个）和中国生物制药（共 7 个，其中正大天晴 3、正大清江 2、南京正大天晴 1、正大丰海 1），以及复星医药（5 个）、豪森药业（5 个）、恒瑞医药（4 个）、科伦药业（4 个）和海正药业（4 个）。我们认为，主要是由于龙头企业仿制药品种较多且具备一定成本及规模优势。

我们认为，伴随带量采购的常态化，以及参与集采的产品数量和企业数量的进一步增加，仿制药企业利润空间将被持续压缩，降价成为长期趋势。但由于原研企业目前仍占据重要市场份额，带量采购的推进也有望进一步推动仿制药进口替代，利好国内企业抢占更多市场份额。从集采结果来看，由于龙头企业拥有较多仿制药品种且具备一定成本及规模优势，已在集采中体现出较强的竞争优势，有望能够保持市场份额并且进一步抢占原研企业份额。而质量较差的落后产能将被进一步淘汰，加速行业整合。此次集采中外资企业大规模流标，我们认为并不代表其放弃中国市场，可能将把重心从医院渠道转为零售渠道，原研药品对于零售渠道的覆盖和转移将有利于零售企业的业绩增长。同时，带量采购有望进一步提高原料药的行业地位，提升相关企业在产业链中的议价权。带量采购以及医保目录调整的持续推进，主要是为了加速行业腾笼换鸟的进程，通过压缩仿制药、临床价值不高的药品的支付空间，从而进一步提高创新药和临床必需药品的支付力度以及可及性，推动我国医药产业结构升级。

1.2.3 从支架开始，全国耗材集采落地

伴随各省市耗材集采的持续推进，全国层面耗材集采也开始落地。11 月 05 日上午，天津市医药采购中心发布了国家组织冠脉支架集中带量采购拟中选结果公示。带量采购数量由全国各医疗机构报送采购总需求的 80%累加得出，首年意向采购总量为 1,074,722 个，执行周期为 2 年。此次共 11 家中外企业 26 个冠脉支架产品参与投标，通过公开竞价产生拟中选产品 10 个，支架价格从均价 1.3 万元左右下降至 700 元左右，最低 469 元。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%。按首年意向采购量 107 万个冠脉支架计算，预计节约 109 亿元。

全国冠脉支架集采政策落地，从中标企业情况来看，中标的大部分为本土企业，推动冠脉支架的进口替代进程，助力国产企业打开市场渠道，市场份额将有望进一步提升。从申报价格来看，由于意向采购量较多，考虑到心脏植入类型医疗器械无法在院外销售，因此企业的降价意愿较高，整体降幅较大，超过此前市场预期。我们认为，降价将对相关企业业绩造成一定压制，而微创医疗、乐普医疗这类具备较丰富产品线的企业，其业绩受到的影响将相对较为有限，有望通过不断推出新产品降低集采影响。从行业来看，我们认为，借鉴此前药品集采经验，考虑到龙头企业具备较丰富的产品管线以及较强的规模效应，有望进一步通过集采实现市场份额拓展，行业集中度将进一步提升，落后产能将被出清。而产品利润压缩将进一步倒逼企业做出转型选择，对竞争格局较好的产品领域进行研发布局，或者加大创新力度，推动高端产品的进口替代进程。

1.3 医保联动医疗：支付方式改革深化

10 月 19 日，国家医保局印发了《关于区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案》的通知，要求 10 月中旬之前，各省参考试点城市的条件，选择符合条件的城市，申报国家医保局。10 月底前，国家医保局评估并确定试点城市名单。12 月，各试点城市实行预分组，做好付费技术准备工作。2021 年 3 月起，具备条件的地区备案后可先行启动实际付费；2021 年年底前，全部试点地区进入实际付费阶段。文件指出，要用 1-2 年的时间，将统筹地区医保总额预算与点数法相结合，实现住院以按病种分值付费为主的多元复合支付方式。

点数法就是通过对某一统筹地区一段时间内实际诊疗病种消

耗资源（包括床日、费用、效果等）进行综合评价分析，参考其他地区诊疗该病种的资源消耗，确定该区域的“病种分值”（即点数），某一家医疗机构治疗不同疾病就会得到不同的分值（点数），收治分值高的大病、重病，得到的分值就多。所以，点数法的本质就是按病种（组）分值结算，全称为总额控制下的按病种（病组）分值结算，是一种融合了宏观总额预算管理和按病种（病组）付费的支付制度。以统筹地区为单位设定总额预算，所有医疗机构共享一个总额，实行硬性预算约束、超支不补，超额提供服务则分值单价下降，医院从该病种获得收入下降，最终导致医院利润的下降。这种支付方式能够激励医院加强医疗质量管理，迫使医院为获得利润主动降低成本，减少诱导性医疗费用支付，有利于费用控制。药品、耗材等将转变为成本，促使医疗行为转变，医院、医生成为医保支出优化的同盟，同时能够将临床医疗行为“不可比”变为“可比”，促进医院提升管理效益、运行效率，医疗行为有望从数量扩张型转为质量效益型，进一步缓解医保收支压力。

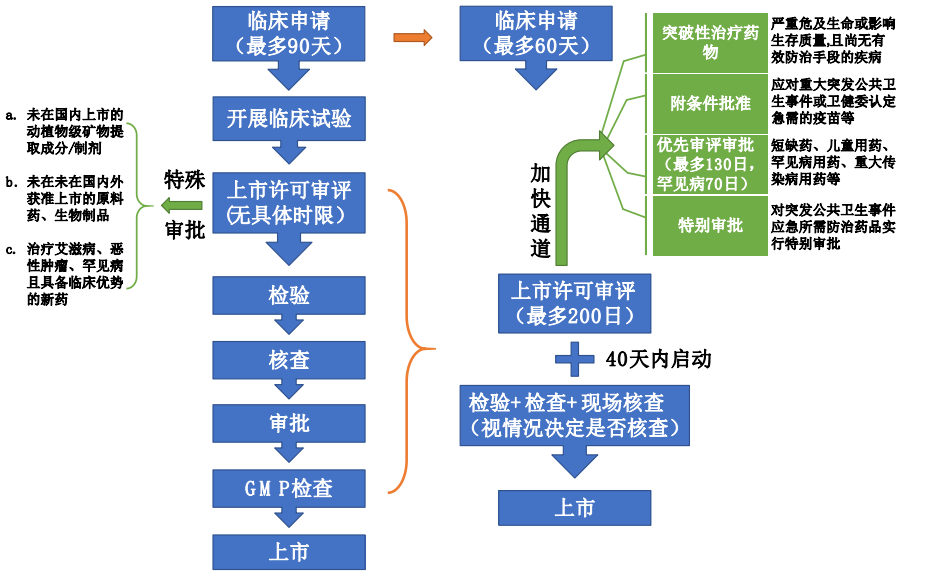
二、三医联动之医药：鼓励创新+一致性评价=改善供给结构

2.1 研发：审批审评效率再提升，创新药逐步迎来收获期

新版《药品注册管理办法》于 3 月发布，为药物审评审批再提速。

与之前的流程相比，此次对药品注册增加了四个加快通道，分别为突破性治疗药物、附条件批准、优先审评审批、特别审批，并明确每个通道的纳入范围、程序、支持政策等要求以及审评时限。将短缺药、儿童用药、罕见病用药、重大传染病用药、疾病防控急需疫苗和创新疫苗等均明确纳入加快上市注册范围。为进一步提升审评速度，《管理办法》将原来的审评、核查和检验由“串联”改成“并联”，并明确规定药品审评中心在受理后四十日内需启动药品注册检验，进一步提高审评审批效率，缩短上市注册总时限，加大对创新研发的支持力度。

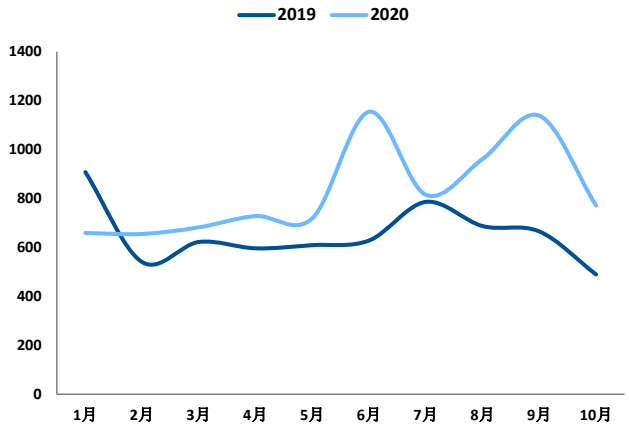
图 1 药品注册审批流程修改情况



数据来源：国家市场监督管理局 上海证券研究所

截至 2020 年 10 月，国家药品监督管理局药品审评中心共计受理 8282 个受理号，同比增长 26.83%，审评效率持续提升，推动国内创新药行业持续发展。

图 2 2019 和 2020 年药审中心药品受理情况（截至 10 月）



数据来源：戎戎数据 上海证券研究所

创新药方面，在 2020 年中国临床肿瘤学会（CSCO）上，国家药品监督管理局药品审评中心杨志敏部长发表了《2020 年中国肿瘤创新药审评审批情况及挑战》演讲。数据显示，截至 9 月份，共有 19 款抗肿瘤新药获批上市，包括第一个获批的 ADC 药物以及国产 TKI 和 BTK 药物，体现了我国创新药正在迎来收获期。

表 1 2020 年获批上市的抗肿瘤新药（截至 2020/9/10）

适应症分类	药品名称	获批时间	临床意义
乳腺癌	注射用恩美曲妥珠单抗	2020/1/21	首个获批的 ADC 药物
	马来酸奈拉替尼片	2020/4/27	
	注射用伊尼妥单抗	2020/6/17	
肺癌	阿替利珠单抗	2020/2/11	小细胞肺癌首个获批 PD-L1 抑制剂
	注射用卡瑞利珠单抗	2020/6/17	
	甲磺酸阿美替尼片	2020/3/17	首个获批的三代 EGFR-TKI 自主创新药物
	塞瑞替尼胶囊	2020/5/26	
头颈部鳞癌	西妥昔单抗注射液	2020/2/25	头颈部鳞癌首个获批靶向药物
黑色素瘤	甲磺酸达拉非尼胶囊	2020/3/03	恶性黑色素瘤联合靶向药物
	曲美替尼片	2020/3/03	
肝癌	注射用卡瑞利珠单抗	2020/3/03	肝癌首个获批 PD-1 抑制剂
食管癌	注射用卡瑞利珠单抗	2020/6/17	食管癌首个获批 PD-1 抑制剂
	帕博利珠单抗注射液	2020/6/17	
胃癌	纳武利尤单抗注射液	2020/3/11	胃癌首个获批 PD-1 抑制剂
血液肿瘤	注射用维布妥昔单抗	2020/5/12	血液肿瘤首个获批的 ADC 药物
	泽布替尼胶囊	2020/6/02	首个获批的国产 BTK 抑制剂
尿路上皮癌	替雷利珠单抗注射液	2020/4/09	尿路上皮癌首个获批 PD-1 抑制剂
生物类似药	贝伐珠单抗注射液	2020/6/17	第二个获批的贝伐珠单抗生物类似药
	注射用曲妥珠单抗	2020/8/12	首个获批的曲妥珠单抗生物类似药

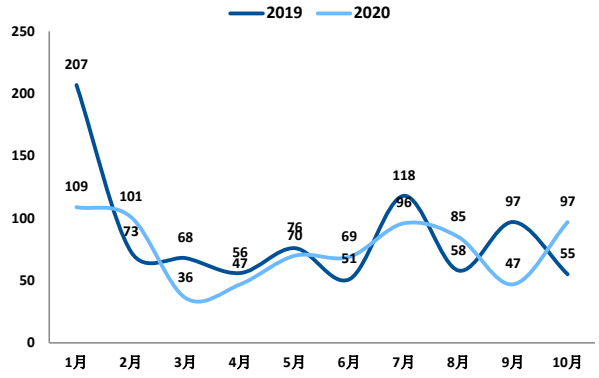
数据来源：CSCO 健康界 上海证券研究所

报告数据显示，在疫情爆发的情况下，2020 年抗肿瘤新药批准的数量同比有所上升，从 15 个上涨到 19 个，同时，国产品种的比例从 26%升高到了 47%。但与去年相比，批准中位时间和平均时间都有所下降，其中中位时间从 6.6 个月延长到 11.1 个月，平均时间由 8.8 个月延长到了 12.8 个月。

2.2 生产：一致性评价持续推进，龙头优势显著

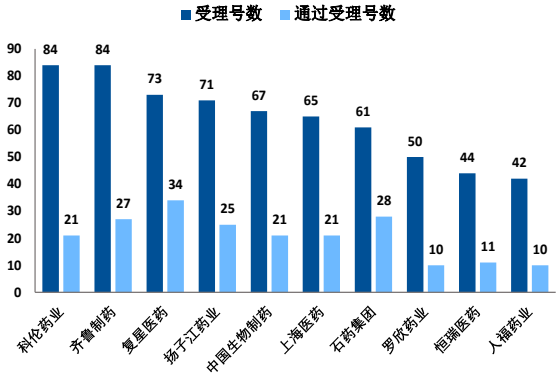
存量市场中，一致性评价工作持续推进。截止 2020 年 10 月，仿制药一致性评价申报的受理号 2489 个，共计 549 个品种，涉及 616 家企业。其中，注射剂受理号 968 个，共计 186 个品种，涉及 211 家企业。企业申报方面，一致性评价受理号最多的是科伦药业和齐鲁制药，总计 84 个。其次是复星医药，受理号数为 73 个。企业通过方面，目前数量最多的是复星医药，共计 34 个通过受理，其次为石药集团，通过受理号数为 28 个，龙头企业优势显著。

图 3 2019 和 2020 年一致性评价受理情况（截至 10 月）



数据来源：戊戌数据 上海证券研究所

图 4 各企业一致性评价受理情况（截至 10 月）



数据来源：戊戌数据 上海证券研究所

2.3 流通：疫情培养网络购药习惯，新零售逐渐开花

这次疫情使得消费者购买药品和卫生用品的习惯发生变化，医药电商模式的崛起以及客户网络购药的习惯培养将会持续给连锁药店带来影响。

线上医药电商的应用人次大幅提升，大量客户的购药渠道从线下转移到线上。例如阿里健康在淘宝 App 上线“买药不出门”服务，通过线上问诊开方、药品配送到家的互联网就医方式，让慢性病患者在家就能买到所需要药品，为医药电商平台带来较大的流量，并培养了患者的使用习惯。

我们认为，线上购药习惯的培育，推动医药电商提速发展，也为传统零售行业带来新的发展趋势。目前是 O2O 和 B2C 增长红利期，从长远来看，由于医药服务的专业性及需求时效的要求，O2O 模式可能更好，因此线下门店布局更多的连锁更具竞争力。同时，O2O 相当于延伸了线下门店的覆盖半径，一方面会强化服务水平更高的门店的获客能力，另外也是对各品牌经营实力的考验，品类结构丰富的优势、成本优势也会转化为线上经营的优势，从而使线上获客更加容易。

此外，集采落标企业对于院外渠道的布局强化也为零售行业带来增量。未中选品种在医院市场的销售面临极大的挑战，为了降低落标影响，以及部分企业考虑定价、市场等因素，会主动寻求医院外市场的销售渠道布局。这对连锁药店来讲，将极大丰富药品品类结构，带来客流及加速处方外流，同时也有助于增加关联销售，提升坪效等，目前我们已经能够看到集采品种在零售连锁销售量和贡献的毛利额快速增长的趋势，这将为零售连锁提供新的业务增量。

三、三医联动之医疗：疫情推动线上医疗发展，加速处方外流

疫情期间，各地医疗部门联合阿里健康、微医、平安好医生等互联网企业，通过各类平台以在线的形式为患者提供诊疗服务，推动患者分流，这也在一定程度上推广了互联网医疗的使用习惯。根据平安好医生数据显示，疫情期间，平安好医生平台累计访问人次达 11.1 亿，APP 新注册用户量增长 10 倍，APP 新增用户日均问诊量是平时的 9 倍。

为进一步规范并助力行业发展，国家出台多项互联网医疗相关政策，包括《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》、《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》，以及《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网”+医保服务的指导意见》。其中《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》强调优先保障门诊慢特病等复诊续方需求，并将逐步扩大医保对常见病、慢性病“互联网+”医疗服务支付的范围，有望显著提升慢性病患者购药的便利性，鼓励加速处方外流。“互联网+”医疗服务复诊处方流转到本统筹地区定点零售药店的发生的药品费用，统筹地区医保经办机构与定点零售药店结算。

我们认为，线上诊疗的发展，将首先利好于对平台型医药电商的发展，通过进一步对用户习惯的培养，未来垂直型、自营型医药电商均会受益。从二级市场的角度来看，除了阿里健康、京东健康之外，投资落地主要还是在零售连锁层面，将进一步强化零售连锁在处方外流承接层面的投资逻辑。

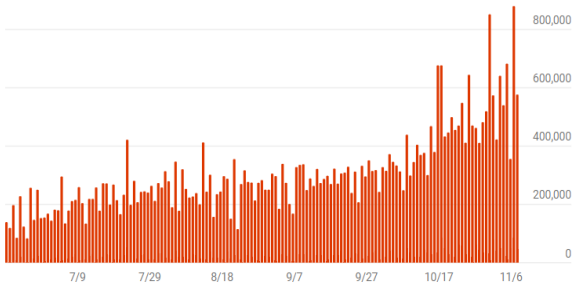
四、疫情：推进医疗新基建，聚焦疫苗研发

4.1 原料药订单回流 耗材出口持续

截至 11 月 13 日，全球累计确诊人数已超过 5,200 万，当天新增确诊人数达到 624,820，其中，美国新增确诊人数再创近 4 个月新高，达到 177,224 例，疫情持续爆发。由于全球疫情目前仍未完全得到控制，疫情防控相关用品的出口需求仍然存在，有望持续推动相关企业打开全球市场，主要包括核酸检测以及防护用品等，相关企业业绩今年全年乃至明年上半年都有望保持增长。此外，海外疫情持续导致国外药企开工受阻，促使部分原料药订单回流国内企

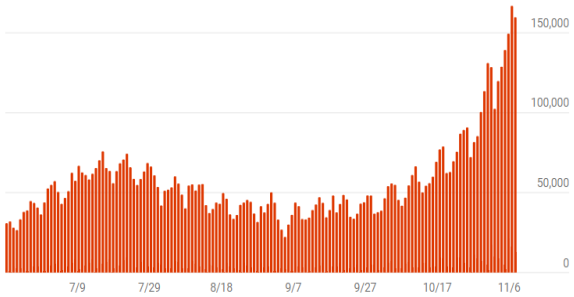
业，有望持续提升国内原料药企业出口，利好相关企业业绩表现。

图 5 全球每日新增确诊人数持续增加



数据来源：WHO 上海证券研究所

图 6 美国每日新增确诊人数爆发



数据来源：WHO 上海证券研究所

为了应对第二波疫情，目前欧洲多国已采取再次封锁的措施，根据财经网统计，目前至少有德国、法国、意大利等 12 国发布封锁令。由于全球疫情目前仍未完全得到控制，疫情防控相关用品的出口需求仍然存在，有望持续推动相关企业打开全球市场，主要包括核酸检测以及防护用品等，相关企业业绩今年全年乃至明年上半年都有望保持增长。

4.2 新基建剑指公卫应急体系建设

此次新冠疫情暴露出了我国公共卫生应急体系存在短板，为了补短板，多部门发布文件，旨在提升医院能力建设，医疗新基建拉开大幕。医疗“新基建”，其中主要涉及领域包括传染病、ICU 病房专区建设、生物安全实验室建设、基层医疗机构的诊疗能力建设以及进一步丰富防疫医疗物资储备等。

- **ICU 病房专区建设**

目前我国每 10 万人拥有的 ICU 病床数仅 3.6 张，远低于发达国家的床位数水平，仍然有较大的建设空间。为进一步补齐我国 ICU 病床方面的短板，此次文件中提到了发展标准，其中，ICU 病床数占总病床数的比例在县级医疗机构中要达到 2-5%，而在城市医院中需要达到 5%-10%，而根据《重症医学：华东地区现状调查》数据，目前该占比仅为 1.7%。因此，为达到要求，各级医疗机构将进一步加大对 ICU 病床及病区建设的投入力度。我们认为，ICU 病区的建设将推动 ICU 相关硬件设备和软件管理系统的市场扩容。其中，硬件设备主要是加大对相关诊疗和监护医疗设备的购买，具体包括呼吸机、X 线机、CT、监护仪、分析仪、ECMO 等设备以及消毒产品

等，主要相关的标的包括迈瑞医疗、鱼跃医疗、万东医疗、理邦仪器等。ICU 信息化管理系统也将受到重视。

➢ **提升各级医疗机构的检测检验能力**

《方案》中提出各级医疗机构要加速建设生物安全二级和三级水平的实验室。此外，基层医疗机构检测能力的提升，也意味着核酸检测将进一步下沉到县级医院，有望进一步带动 IVD 行业景气度提升。同时也有利于第三方实验室（ICL）行业发展。

4.3 疫苗是疫情防控关注焦点

由于目前疫情仍未得到控制，并且有可能将长期存在，为了应对这个局面，疫苗的研发需求目前较为迫切。按照不同的制备工艺，目前新冠疫苗研发路线主要分为五大类：灭活疫苗、减毒疫苗、重组蛋白疫苗、病毒载体疫苗和核酸疫苗。目前，已有多家研发企业公布了各款疫苗在临床试验中的具体数据。从结果来看，受试者在接种几款疫苗后均产生了较好的免疫应答。其中，重组蛋白疫苗和 RNA 疫苗的中和抗体阳转率以及抗体水平较高。近日，BioNTech 和莫德纳分别表示，其 RNA 疫苗的 III 期初步临床结果显示，疫苗的保护性均超过 90%，而根据 FDA 文件，保护性只要达到 50%即可上市，因此疫苗的研发成功率较高，上市后有望加速疫情平稳，恢复全球经济。

新冠疫苗的接种率需要达到约 50%-75%才能实现群体免疫，从而控制住疫情，恢复正常生活。根据该接种率，国内需要接种疫苗的人群数至少将达到 7 亿-10.5 亿人。我们预计，灭活苗会率先进入全国接种流程。由于灭活苗需接种 2 针，因此为达到群体免疫，至少需要 14 亿支疫苗。从目前已公布的 P3 生产车间建设情况来看，全国灭活苗产能大约为 5 亿剂，覆盖人群数量大约为 2.5 亿。我们认为，灭活苗在上市后可能会先覆盖重点人群，而第一梯队中的其他疫苗后续上市后会对灭活苗进行补充。目前灭活苗加上第一梯队其他企业的总产能为 11.2 亿支，约能覆盖 7 亿人，总的来说仍然处于供不应求的状态。

表 2 相关企业的产能及收入规模测算

技术路线	公司	产能（亿支）	接种程序	单价（元）	总收入（亿元）	开发方式
灭活	国药集团	2.2	2 针	300	600	自研
	科兴中维	1	2 针	150	300	自研
	华兰生物	1	2 针	150	300	自研
腺病毒载体	康希诺	2	1 针	100	200	合作

腺病毒载体	康泰生物	1	1 针	100	100	引进
重组蛋白	智飞生物	3	2 针	150	450	合作
RNA	沃森生物	N/A	2 针	150	N/A	合作
RNA	复星生物	N/A	2 针	150	N/A	引进

数据来源：公司公告 上海证券研究所

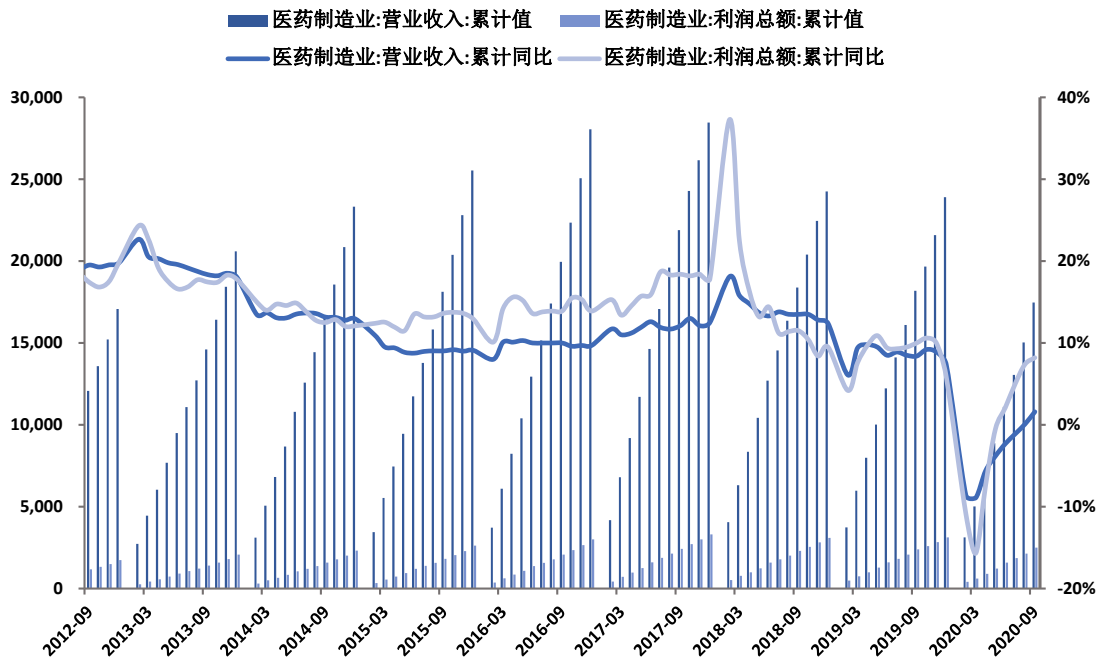
从各个企业已公布的产能来看，目前智飞生物的产能较大，能够生产 3 亿支疫苗。根据我们的假设价格，新冠疫苗将有望为中国疫苗行业带来千亿收入。根据盖茨基金会计算，全球需要至少 100 亿剂疫苗才能实现群体免疫，而这个数量超过全球年疫苗产能的 3 倍，新冠疫苗供应现在仍然存在较大缺口，市场增长的瓶颈主要在于产能。未来伴随在研新冠疫苗的逐步上市以及产能的持续拓展，新冠疫苗市场有望进一步扩大，持续增厚相关企业业绩表现。此外，新冠疫苗的研发还将有望推动整体产业链的快速发展，主要包括上游的研发服务行业、疫苗相关原辅料和下游玻璃瓶及低温储存运输行业。

五、1-9 月医药行业收入和利润增速环比回升

根据国家统计局数据，医药制造业 2020 年 1-9 月实现主营业务收入 17,470.20 亿元，同比增长 1.60%；实现利润总额 2,504.90 亿元，同比增长 8.20%，恢复正常增长态势，说明伴随疫情平稳，医药企业经营逐步恢复。同时由于疫情导致出差减少、企业费用控制以及政府减征减税降费补贴等综合原因，营业费用率降低，利润增速高于收入增速。

全年来看，由于带量采购扩围、非过评品种及耗材也将开始集采等多重因素影响，医药制造业今年全年增速预计将在 10%以内。同时，我们认为未来医药制造业的收入增速和利润增速将长期维持在个位数水平。

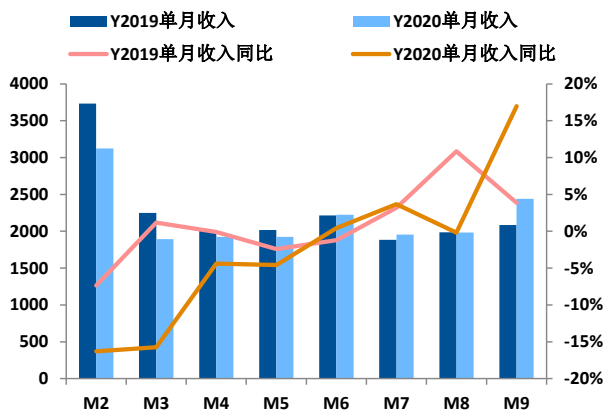
图 7 2012-2020Q3 医药制造业业绩概况（亿元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

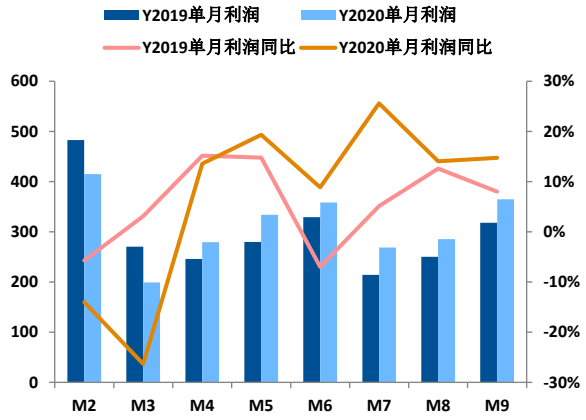
从单月数据来看，年初受到疫情影响，医药制造业收入与去年同期相比下降显著。年中伴随国内疫情逐渐平稳，医药制造业 6 月份收入恢复同比正增长。由于政府为缓解企业压力推行减税降费政策，因此医药制造业利润相比营收先一步于 4 月份恢复增长。

图 8 2019-2020 年医药制造行业单月营收情况（亿元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 9 2019-2020 年医药制造行业单月利润情况（亿元）

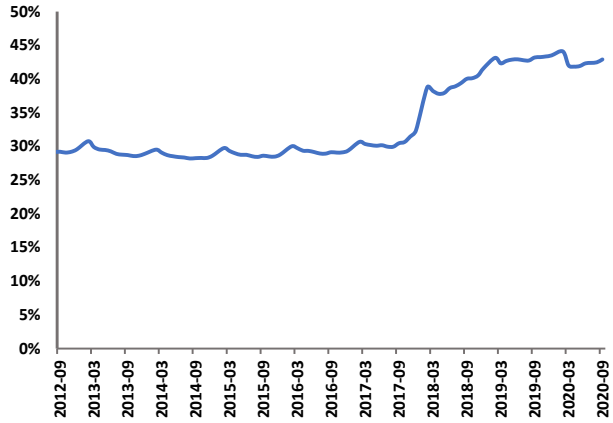


数据来源：Wind 上海证券研究所

从费用率情况来看，2020 年 1-9 月，医药制造业主营业务毛利率为 42.91%，销售费用率为 18.88%，管理费用率为 6.13%，财务

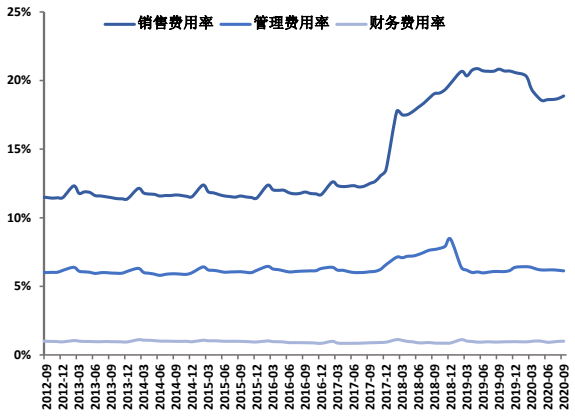
费用率为 1.00%。其中，伴随疫情平稳，销售活动恢复正常，与 Q2 相比，第三季度销售费用率略有提升。

图 10 近年来医药制造行业主营业务毛利率变化



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 11 近年来医药制造行业期间费用率变化



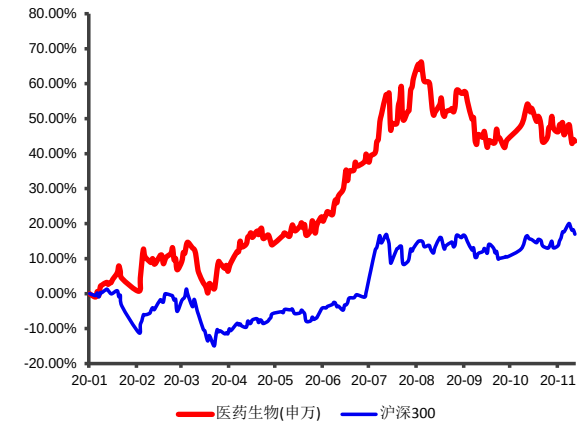
数据来源：Wind 上海证券研究所

六、近期医药板块表现综述

6.1 年初至今医药指数大幅跑赢沪深 300，近期已出现大幅回调

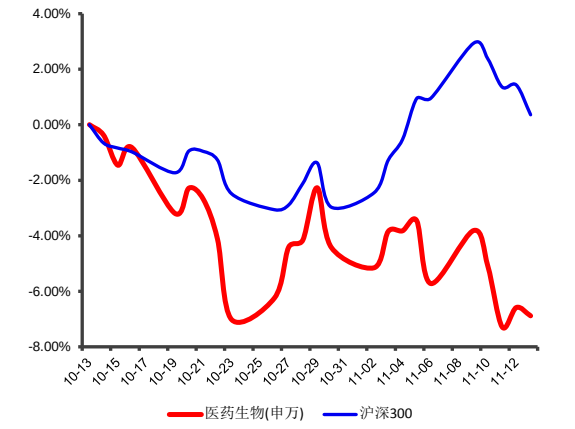
年初至今，医药指数上涨 43.57%，跑赢沪深 300 指数 26.60 个百分点，相比上半年已有较大幅度回调。子板块中，医疗器械板块涨幅最大，上涨 74.88%，中药涨幅最小，上涨 14.66%；以一个月区间统计，医药指数下跌 6.88%，跑输沪深 300 指数 7.24 个百分点，子板块中涨幅最大的是医疗服务板块，上涨 4.54%，跌幅最大的是生物制品板块，下跌 12.18%。

图 12 年初至今医药指数走势图（截至 11 月 13 日）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 13 最近 1 个月医药指数走势图（截至 11 月 13 日）



数据来源：Wind 上海证券研究所

表 3 近 1 个月、年初至今医药各细分板块的市场表现（截至 11 月 13 日）

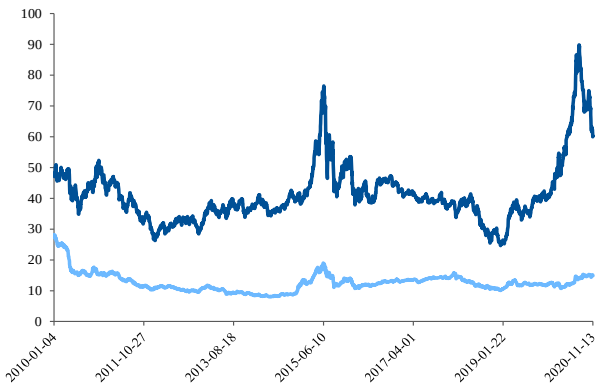
子行业	近一个月			年初至今		
	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300
化学原料药	-9.19%	-2.31%	-9.55%	46.10%	2.53%	29.13%
化学制剂	-6.87%	0.01%	-7.23%	19.06%	-24.51%	2.09%
中药	-7.21%	-0.33%	-7.57%	14.66%	-28.91%	-2.31%
生物制品	-12.18%	-5.30%	-12.54%	62.88%	19.31%	45.91%
医药商业	-0.67%	6.21%	-1.03%	31.08%	-12.49%	14.11%
医疗器械	-10.68%	-3.80%	-11.04%	74.88%	31.31%	57.91%
医疗服务	4.54%	11.42%	4.18%	72.44%	28.87%	55.47%
医药生物	-6.88%	N/A	-7.24%	43.57%	N/A	26.60%
沪深 300	0.36%	N/A	N/A	16.97%	N/A	N/A

数据来源：Wind 上海证券研究所

6.2 医药板块出现回调，但整体估值仍处于历史高位水平

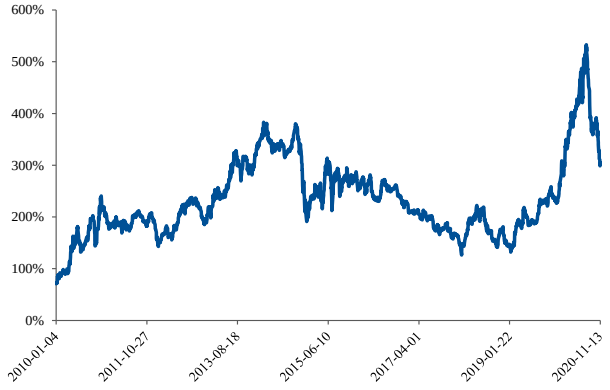
目前医药板块绝对估值为 60.20，相对于沪深 300 的估值溢价率为 305.20%，绝对估值已经回落至近十年的中高位水平，但相对估值仍然处于近十年的较高位水平，我们认为主要是今年上半年疫情催化医药板块关注提升所致。

图 14 医药生物板块近年绝对估值（历史 TTM_整体法）



数据来源：Wind 上海证券研究所

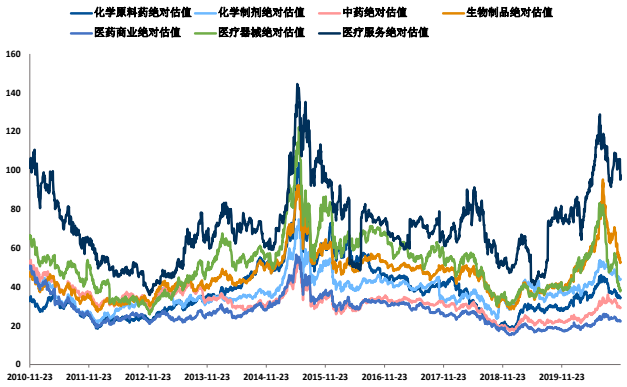
图 15 医药生物板块近年估值溢价率（历史 TTM_整体法）



数据来源：Wind 上海证券研究所

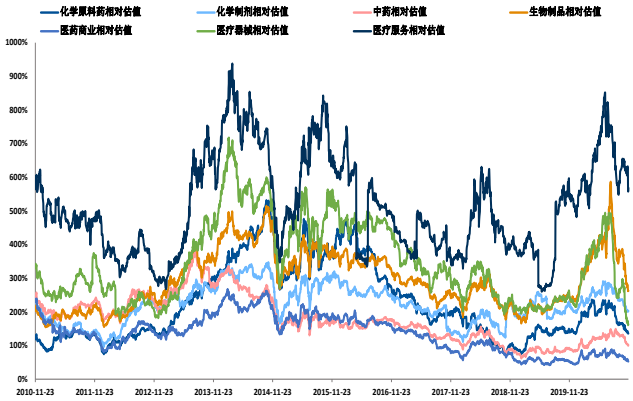
从细分板块估值情况来看，除了中药板块受到政策影响其估值水平从 2010 年的行业内第三下降至倒数第二，其他细分行业基本维持在相同水平，也体现了行业内结构性分化持续存在。我们认为，未来结构化差异仍将存在，高估值的子行业估值水平将持续保持在较高水平，尤其是能够实现业绩增长与估值平衡的板块或公司。

图 16 医药细分板块近年绝对估值（历史 TTM_整体法）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 17 医药细分板块近年相对估值（历史 TTM_整体法）

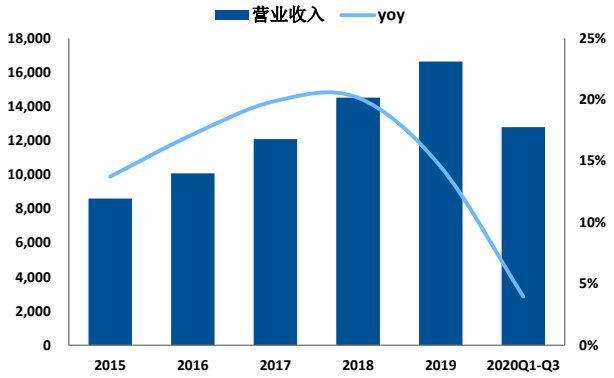


数据来源：Wind 上海证券研究所

6.3 医药上市公司 2020 年三季报数据分析

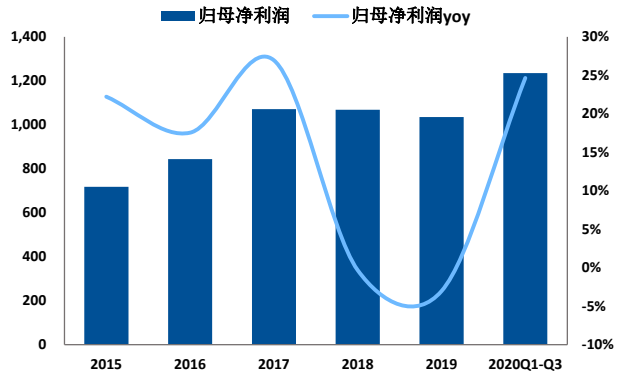
我们对医药生物板块上市公司 2020 年三季报进行统计，剔除部分次新股、数据异常个股后，我们对 289 家医药上市公司进行统计，2020 年前三个季度，上市公司收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为 3.97%、24.67%和 25.11%，伴随疫情平稳企业业绩迅速恢复。从细分业务板块来看，2020 年前三季度医疗器械板块增速较高，营业收入的同比增速达到 48.54%，其次为化学原料药和医疗服务板块，营收同比增速均超过 10%。我们认为，医疗器械企业业绩表现较好主要是由于疫情期间，防控相关设备和耗材的需求大幅提升，促使相关企业销售收入增加所致。此外，由于防控器械的销售主要是政府渠道采购等，因此相关企业的毛利率大幅上升而费用率下降明显。原料药方面，主要是因为上市公司逐步从单纯的原料药生产制造向 CDMO、制剂一体化转型、打造特色品种脱离价格竞争、以及一季度海外备货、价格提升等因素，带来业绩的持续增长。医疗服务方面主要是伴随疫情平稳，前两个季度积压的医疗需求持续释放所致，相关企业业绩表现恢复增长态势。

图 18 2015-2020Q3 医药上市公司营业收入概况（亿元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

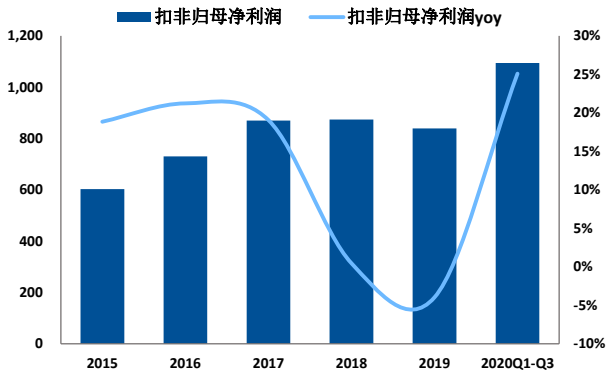
图 19 2015-2020Q3 医药上市公司归母净利润概况（亿元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

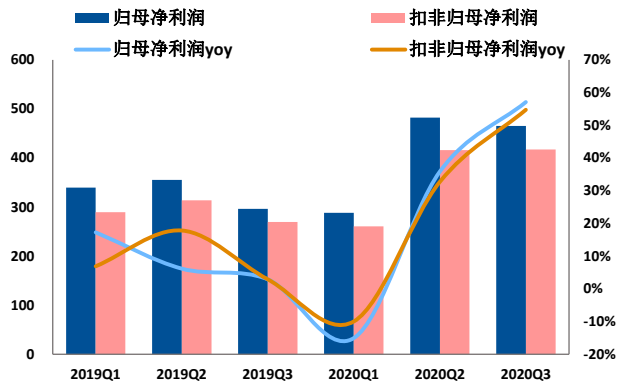
分季度来看，医药上市公司 2020Q3 实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别同比增长 12.43%、57.11%、54.73%。

图 20 2015-2020Q3 医药上市公司扣非净利润（亿元）



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 21 2019-2020Q3 医药上市公司业绩增速（单季度）



数据来源：Wind 上海证券研究所

表 4 2014-2020Q3 化学原料药板块财务分析

板块	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3
毛利率	30.41%	32.41%	37.22%	39.16%	41.58%	40.58%	40.06%	43.08%
销售费用率	4.78%	5.26%	5.38%	6.64%	9.01%	9.34%	9.25%	7.47%
管理费用率	11.76%	13.09%	12.59%	11.97%	7.21%	7.56%	6.90%	7.17%
财务费用率	0.70%	0.04%	-0.24%	2.08%	0.34%	1.00%	0.75%	1.69%
净利率	10.26%	12.21%	15.04%	14.77%	15.92%	15.33%	16.80%	19.87%

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 5 2014-2020Q3 化学制剂板块财务分析

板块	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3
毛利率	39.46%	42.49%	44.38%	48.74%	53.56%	54.51%	54.49%	53.71%
销售费用率	18.47%	19.22%	19.62%	23.53%	28.90%	29.93%	29.40%	27.50%
管理费用率	9.48%	10.45%	10.50%	10.85%	6.70%	6.86%	6.50%	7.11%

财务费用率	1.36%	1.42%	1.14%	1.33%	1.09%	1.34%	1.31%	1.48%
净利率	8.74%	10.80%	11.07%	14.71%	8.58%	7.22%	10.19%	11.11%

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 6 2014-2020Q3 生物制品板块财务分析

板块	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3
毛利率	51.90%	52.19%	54.59%	58.26%	61.06%	61.58%	61.85%	60.24%
销售费用率	19.20%	22.47%	22.97%	26.35%	28.32%	26.76%	26.34%	23.73%
管理费用率	13.83%	13.02%	13.25%	12.49%	8.34%	7.99%	7.42%	7.76%
财务费用率	2.24%	2.10%	1.75%	1.66%	1.41%	1.05%	1.09%	0.79%
净利率	18.22%	15.96%	18.64%	18.51%	12.64%	18.70%	19.68%	21.04%

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 7 2014-2020Q3 医疗服务板块财务分析

板块	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3
毛利率	31.66%	34.64%	36.34%	38.34%	38.98%	38.72%	38.85%	37.02%
销售费用率	6.27%	8.58%	8.50%	9.36%	9.12%	9.05%	8.80%	7.81%
管理费用率	14.12%	14.44%	14.10%	13.10%	11.13%	11.34%	10.98%	10.83%
财务费用率	2.21%	1.53%	1.03%	2.10%	1.75%	1.99%	1.54%	2.72%
净利率	8.23%	10.71%	8.57%	9.87%	16.99%	6.49%	13.28%	14.64%

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 8 2014-2020Q3 医疗器械板块财务分析

板块	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3
毛利率	44.39%	44.71%	46.18%	47.53%	48.69%	50.56%	50.64%	56.32%
销售费用率	14.33%	14.58%	15.27%	15.74%	16.78%	17.65%	16.82%	12.91%
管理费用率	13.35%	13.87%	13.77%	12.82%	7.22%	7.00%	7.01%	5.44%
财务费用率	0.62%	0.28%	0.34%	1.34%	0.69%	0.67%	0.55%	1.02%
净利率	14.80%	13.67%	15.21%	15.06%	15.63%	14.13%	18.35%	27.50%

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 9 2014-2020Q3 医药商业板块财务分析

板块	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3
毛利率	11.71%	11.64%	11.90%	12.57%	13.75%	13.61%	13.41%	13.50%
销售费用率	5.02%	4.82%	5.13%	5.46%	6.42%	6.33%	6.20%	6.17%
管理费用率	2.74%	2.75%	2.60%	2.52%	2.42%	2.31%	2.29%	2.24%
财务费用率	0.73%	0.70%	0.58%	0.67%	0.90%	0.93%	0.98%	0.84%
净利率	2.21%	2.30%	2.47%	2.58%	2.36%	1.89%	2.26%	2.53%

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 10 2014-2020Q3 中药板块财务分析

板块	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3
毛利率	48.47%	48.67%	48.84%	51.45%	49.51%	45.54%	46.29%	44.06%

销售费用率	25.62%	25.58%	25.78%	28.05%	27.89%	26.25%	25.68%	23.62%
管理费用率	7.54%	7.94%	8.03%	7.78%	5.37%	5.58%	5.07%	5.14%
财务费用率	0.88%	0.76%	0.65%	0.62%	0.72%	0.68%	0.73%	0.58%
净利率	13.16%	13.93%	13.02%	13.75%	11.69%	10.25%	12.69%	12.83%

数据来源：Wind 上海证券研究所

七、医药行业评级、策略及重点股票

我们对未来一段时期医药行业的增长仍然持乐观态度： 1）国内老龄化加速、医药消费具有刚需性质，医药行业的需求旺盛，人们对优质医疗资源的追求并没有改变，且对高端产品和服务的需求持续增加；2）仿制药一致性评价等医药供给侧改革政策已经进入稳态，医药行业存量市场的结构调整和创新增量发展会一直持续。带量采购、医保支付结构调整推动下的支付端改革，推动行业集中度迅速提升，龙头企业强者恒强，更加健康的产业环境能够推动医药行业长期向好发展；3）受疫情影响，大部分的医疗需求延期释放，但并不会消除。疫情提升了资金对医药行业的关注度，高端医疗设备的研发将加速，对医疗卫生系统补短板的医疗新基建投资，也将促进医疗软、硬件设备的增长。此外国内疫情控制良好、全面复工复产也提升了国内企业在全球供应链上的地位。我们继续维持医药行业“增持”评级。

从投资策略上，我们认为，国内、国际资金的进入、创业板制度的改革、科创板的设立使得优质个股的市值上限会被打破，行业的估值中枢应该上调，但分化会持续加剧。另外一方面，高估值需要确定性的业绩来平衡，2021 年我们应该自下而上寻找更具确定性的个股，包括在当前行业已经具备竞争优势的龙头企业，或者占据赛道优势的公司，或者有望满足临床尚未满足需求的创新型企业或者潜在龙头。

7.1 重点细分行业板块

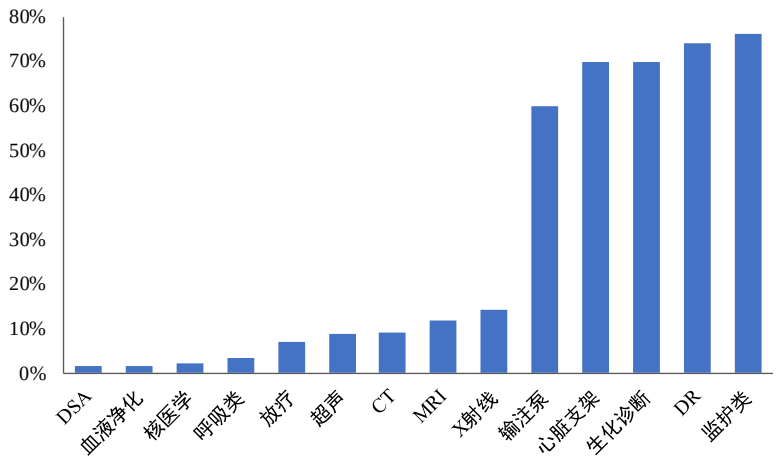
7.1.1 医疗器械

从近期集采政策逐步落地可以看出，降价和规范是医疗器械，尤其是高值耗材领域未来一个阶段的主旋律。两票制甚至一票制、带量采购降价、零加成这些在药品领域已经行之有效的政策措施正在往器械领域复制，市场份额快速集中、龙头强者恒强的局面同样会重演。从目前情况来看，国产化程度较高且相对容易标准化的器械可能将成为集采的对象，例如冠脉支架、血管介入球囊类、骨科

人工髋/膝关节类、骨科脊柱类以及眼科人工晶体类等产品。从中标结果来看，仍然是龙头企业的份额得到强化以及进口替代进程加快。考虑到龙头企业产品管线较为丰富并且在研梯队完善，有望通过其他后续管线为利润带来新的增长点，弱化集采带来的影响。借鉴药品集采经验，我们认为，器械集采的进一步深化将倒逼企业做出转型，选择对竞争格局较好的产品领域进行研发布局，或者加大创新力度，推动高端产品的进口替代进程。

为打破进口企业的垄断地位，提升我国中高端医疗器械的创新研发能力，近年我国密集出台政策支持医疗器械的优先审评、特别审批，提出将符合国家重点专项、临床急需等的产品纳入优先审批的通道，并为具有显著临床应用价值的医疗器械设置特别审批通道，国产替代将有望进一步推进。考虑到较大的临床需求以及政策支持力度加大，我们认为器械行业正在迎来一个创新变革时期。目前国产化率较低、具有技术壁垒的细分赛道，例如影像、分子诊断等，仍有较大的创新发展空间，建议关注相关赛道中具备创新研发能力和较高市场地位的细分龙头企业，其业绩将有望同时受益于行业整合以及市场扩张，具备较高成长性。

图 22 部分器械领域的国产化率情况



数据来源：健康界 上海证券研究所

7.1.2 医药零售

零售业务板块在资本助力、连锁扩张及集中度提升的产业大环境下，加上龙头自身在品类开发、精细化管理等方面的优势，业绩近年保持快速增长。受带量采购的影响，未中选品种在医院市场的销售面临极大的挑战，为了降低落标影响，以及部分企业考虑定价、市场等因素，会主动寻求医院外市场的销售渠道布局。这对连锁药

店来讲，将极大丰富药品品类结构，带来客流及加速处方外流，同时也有助于增加关联销售，提升坪效等，目前我们已经能够看到集采品种在零售连锁销售量和贡献的毛利额快速增长的趋势，这将为零售连锁提供新的业务增量。

互联网医疗的发展旨在提升慢性病患者购药的便利性，伴随线上诊疗发展，处方将进一步通过互联网转移到零售渠道，加速处方外流，为线下药店进行导流，利好零售药店的业绩成长。

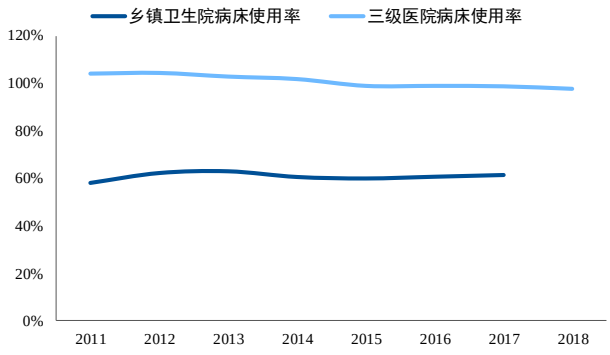
从行业业态来看，近年伴随医保刷卡管理加强以及药店分级制度出台，零售行业整体集中度持续提升，单体和小连锁药店退出的速度加快，连锁龙头的优势进一步强化。慢病患者的特点在于客单价高、复购率高、终身服药，因此，对于慢病患者的管理也将进一步助力零售药店业绩成长。我们认为，处方外流以及网上诊疗的发展将推动零售行业的快速成长，而在发展过程中，具备较强服务能力以及显著规模优势的连锁龙头企业有望获得较大的市场份额，其业绩将有望有益于行业成长以及集中度提升，具备明确成长性。

疫情也加速培育了用户网上购药的习惯，不管是平台型、垂直型还是自营型电商，我们认为目前是 O2O 和 B2C 增长红利期，从长远来看，由于医药服务的专业性及需求时效的要求，O2O 模式可能更好，因此线下门店布局更多的连锁更具竞争力。

7.1.3 医疗服务

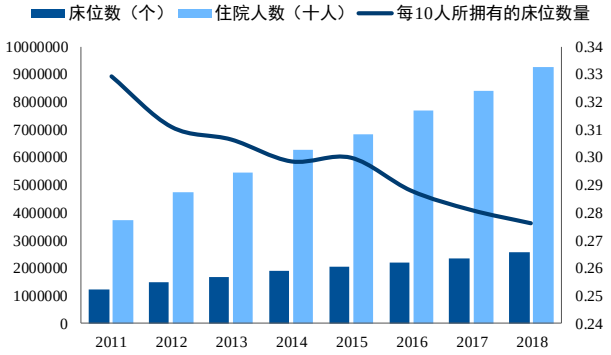
由于政策对多点执业和社会资本办医的松绑，以医生集团为代表的民营医疗的发展在最近几年格外繁荣。但这并不代表医疗资源紧缺的现状有所缓解，实际上绝大部分医生集团的医生来源于公立医院中高端人才，优质的医疗资源在未来很长一段时间都将是持续紧缺、供需失衡、分布不均的状态。根据卫健委数据，我国三级医院的病床使用率已基本饱和，在推进分级诊疗之前甚至达到了104%，然而我国乡镇卫生院的病床使用率仅保持在 60%左右，医疗资源分布仍然处于不均衡的状态。此外，我国三级医院每 10 人拥有的床位数近年一直呈现下降的态势，主要是由于住院人数增速显著高于床位数量增速，反映出我国三级医院资源的供给将逐渐难以满足医疗需求的快速提升，优质医疗资源较为稀缺。

图 23 我国医疗资源使用不均衡



数据来源：卫计委 统计局 上海证券研究所

图 24 临床医疗需求增速高于三级医院床位增长



数据来源：卫计委 上海证券研究所

医保正在提高医生服务性支付标准，公立医院服务的提价将削弱其相对民营医疗机构的价格优势，事实上部分公立医院特需挂号费与医生集团的挂号费基本相当，然而就医体验并没有跟上。因此在刚需及价格敏感度低的领域（眼科、口腔、儿科、生殖等），民营医疗有充分的发展空间。我们认为，具备稀缺属性且自主定价的医疗服务目前是医保控费政策下的避风港，考虑到消费升级以及人口老龄化等因素，未来医疗服务存在量价齐升的发展趋势，行业处于较高景气度，建议关注具备较强管理能力、患者粘性强、运营效率较高并且模式可快速复制的，以及绑定优质医生资源丰富的龙头公司，包括专科连锁以及单体（或医疗集团式）综合医院。

7.1.4 创新药及产业链

近年伴随政策的不断推进，我国医药行业目前处于从仿制药向创新研发的转型阶段：1）受带量采购、医保控费等影响，一般仿制药企业面临较大的价格压力，利润空间被严重压缩，因此行业集中度将进一步提高，洗牌仍将持续，倒逼企业做出转型选择；2）随着医保目录调整动态化以及新药审评速度加快，我国正在逐步建设适合创新药研发的生态环境，为本土医药企业的转型奠定基础。

除审批速度加快上市以及医保谈判助力放量外，资本方面，港交所和科创板的发展也对创新药企的发展有重大利好。允许未盈利医药公司上市规则的推出，有望为优质创新企业提供较便捷的融资渠道，加速药械企业的创新发展，从而驱动我国医药产业快速成长。同时，这也将使一级市场资本的退出途径更为便捷和丰富，从而激发资本市场对于优质创新药械企业的投资热情，进一步推动我国医药产业的升级发展。同时，医保目录动态调整进一步加速了创新药上市后的放量速度以及可及性，提升了创新药企业的回报速率，形

成较为良好的创新反馈机制，因此今年我国创新药行业发展迅猛。但由于目前我国创新药存在部分靶点同质性较高、赛道拥挤的问题，建议关注具备较强研发实力，并且在研管线赛道较好的企业。

此外，全球和国内创新药繁荣的现状将带动研发服务外包产业链的发展。作为创新药研发的“卖水人”，CXO 企业为全球创新药研发提供外包服务，进一步加速研发效率并降低成本投入，其业绩受益于研发投入的快速增长以及外包渗透率的持续提升，具备较高成长性。除研发投入快速提升外，我国医药外包行业发展较快的原因还包括国外临床研发逐步向国内转移以及国内药品、注射剂一致性评价的持续推进等。在该领域中，建议关注布局全产业链具备较强业务协同性的龙头企业，以及在单个领域中具备较强技术实力的细分龙头企业。

7.1.5 疫苗

疫情显著提升了人们对于疫苗的关注度，进一步催化疫苗产业链的快速发展。从需求端来看，此次疫情提升了群众对于疫苗接种的认知度，有望进一步提升疫苗接种意向。未来伴随我国人口老龄化趋势日益显著、人均可支配收入持续提升以及免疫规划疫苗种类拓展，疫苗行业有望迎来接种人群数量增长和渗透率增加，行业景气度持续提升，驶入发展快车道。从供给端来看，此次新冠疫苗研发中，新型疫苗技术表现亮眼，获得了市场和政策较高的关注度。多家企业通过此次对新兴疫苗技术平台进行了布局以及项目积累，有望进一步推动行业的创新技术发展。与发达国家相比，目前我国的疫苗品种还存在较大的创新和升级空间，在新技术平台引进以及政策的不断驱动下，我国创新疫苗将有望不断发展，有利于进一步覆盖目前尚未被满足的市场需求，推动增量市场发展。伴随上市品种的不断丰富，我国疫苗市场规模有望进一步扩容，促进行业的持续发展。因此，我们认为，在供给端和需求端的共同驱动下，我国疫苗行业仍然有较大的发展空间，对行业维持乐观态度。

不同于药物，疫苗面对的是健康人群，要求较为严格，属于强监管行业，壁垒较高。从国外成熟市场的竞争格局来看，疫苗行业的集中度较高，90%的市场由 4 家生产企业占有，相比之下，我国目前行业格局仍然较为分散。为提高行业规范度，我国颁布了《新疫苗法》，其中确立了严于一般药品生产企业的准入制度，并禁止委托生产，提高了疫苗行业的准入门槛。因此，在政策驱动下，我国疫苗行业的集中度有望快速提升。同时，由于疫苗技术迭代较快，同类品种具备一定先发优势，并且多联苗等升级产品较易取代旧产

品，因此对于疫苗企业的创新研发能力的要求较高。我们认为，具备较强研发实力、布局重磅品种管线、积极推进新技术开发的疫苗龙头企业将有望受益于行业整合，业绩表现有望在市场规模不断拓展和新品种快速放量的双重驱动下持续提升。从此次新冠疫苗的研发情况来看，智飞生物、沃森生物等企业具备较强的研发实力，考虑到新冠疫苗较大的需求，我们认为在疫苗研发成功后，有望为相关企业带来较大的业绩弹性，建议持续关注研发动态。

7.2 重点跟踪股票

7.2.1 药明康德（603259）：业绩保持快速增长，持续完善业务布局

公司作为覆盖新药研发全产业链的 CRO 龙头企业，近年受益于全球创新药研发热潮，业绩增长迅速。2020H1 年公司营业收入、归母净利润分别同比增长 22.68%、62.49%。公司拥有庞大、多样且忠诚的客户群，保障公司订单来源稳定。上半年，公司新增客户近 600 家，合计为来自全球 30 多个国家的超过 4000 家客户提供服务。其中，全球前 20 大制药企业占公司整体收入比重约 31.9%。公司客户粘性强，2015 至今，公司前十大客户保留率 100%。为进一步满足客户需求，公司持续完善公司业务布局和产能建设。2020 年 1 月，合全药业开工建设无锡新药制剂开发及生产基地，将进一步提高固体制剂开发和生产能力和产能。公司还扩建了位于美国费城的腺相关病毒一体化悬浮培养平台和 CAR-T 细胞治疗一体化封闭式生产平台，助力客户提高细胞和基因治疗产品研发和生产效率。2020 年 7 月，公司位于成都的研发中心正式投入运营，进一步增强公司中国区实验室服务的产能，赋能全球客户。我们认为，公司产能和业务布局的不断完善，以及长尾客户的逐步成长将有望共同驱动公司的业绩持续成长，我们看好行业和公司未来发展。

风险提示：行业监管政策变化风险；医药研发服务行业竞争加剧风险；科研技术人才流失的风险；知识产权保护风险等。

表 11 药明康德预测简表

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,872.21	16,197.77	20,703.18	26,589.47
年增长率	33.89%	25.84%	27.81%	28.43%
归属于母公司的净利润	1,854.55	2657.68	3407.10	4,382.85
年增长率	-17.96%	43.31%	28.20%	28.64%
每股收益（元）	0.76	1.09	1.40	1.79
PER（X）	143.66	100.25	78.20	60.79

数据来源：Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 11 月 20 日收盘价计算

7.2.2 爱尔眼科（300015）：疫情后业绩快速恢复，外延并购完善市场布局

公司是国内医疗服务领域的龙头企业，通过产业并购基金继续以新建或并购方式加快以地级、县级医院为重点的网点布局，纵向推进省域内分级连锁体系建设，加大医院网络的辐射区域。目前公司共拥有接近 600 家眼科医疗机构，其中包括欧洲 86 家，东南亚 12 家，中国香港 7 家，美国 1 家。为进一步完善市场布局，公司于 6 月 30 日宣布非公开募集 7.1 亿元，将用于并购重组 30 家医院，进一步完善了公司全国网络战略布局，加固了公司行业地位。2020H1 公司营业收入、归母净利润分别同比下滑 12.32%、2.72%，主要是受到一季度疫情导致普通门诊未开放的影响，但二季度已开始加速恢复。此外，公司在糖尿病眼病领域开始布局，在屈光领域新增老花业务，有望成为未来新的增长点。我们认为，由于眼科多属于刚需，公司作为民营眼科医院的龙头企业，在国际+国内深度布局、多业务开展、市场需求持续高增长的共同因素下，公司业绩有望持续提升。

风险提示：行业监管政策变化风险；市场拓展不及预期风险；技术人才流失的风险；并购整合不及预期风险等。

表 12 爱尔眼科预测简表

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,990.10	10,812.58	14,706.77	18,169.48
年增长率	24.74%	8.23%	36.02%	23.55%
归属于母公司的净利润	1,378.92	1682.07	2377.58	3,153.13
年增长率	36.67%	21.98%	41.35%	32.62%
每股收益（元）	0.33	0.41	0.58	0.77
PER（X）	192.64	157.92	111.72	84.24

数据来源：Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 11 月 20 日收盘价计算

7.2.3 迈瑞医疗（300760）：业绩保持较快增长，抗疫打开海外市场

公司作为国内医疗器械的龙头企业，目前已具备良好的市场基础和销售网络。伴随我国医疗器械市场近年的快速成长，以及行业集中度的进一步提升，公司将有望突显龙头优势，迅速抢占市场份额，业绩具备明确成长性。2020H1年公司营业收入、归母净利润分别同比增长28.75%、45.78%。2020年上半年，随着新冠疫情在全球

范围的爆发，国内和国际市场对监护仪、呼吸机、输注泵的需求量大增，从而拉动生命信息与支持业务整体大幅增长。公司的品牌影响力和认知度得到了极大的提升，实现了众多高端市场的客户群突破，给公司未来的增长带来了更多的机会。随着疫情防控进入常态化，我国出台了相关政策以完善我国疫病防控和公共卫生应急体系，主要是集中在全面提升县级医院救治能力以及加强重症监护病区（ICU）、呼吸、感染等科室建设，有望进一步推动相关医疗器械市场扩容，包括床旁监护系统、呼吸机等设备。此外，为协助提升各级医疗机构实验室应急能力和质量体系化建设，公司布局标准化实验室，有望进一步提升基层医疗机构的检验和诊疗水平。公司作为医疗器械龙头企业，拥有较全的产品先以及较强的竞争优势，长期业绩有望进一步受益于公共卫生体系建设。

风险提示：行业监管政策变化风险；产品研发风险；产品价格下降风险；境外经营及国际政策变动风险；汇率波动风险等。

表 13 迈瑞医疗预测简表

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	16,555.99	20,072.36	24,121.85	28,799.06
年增长率	20.38%	21.24%	20.17%	19.39%
归属于母公司的净利润	4,680.65	5,840.01	7,055.20	8,454.11
年增长率	25.85%	24.77%	20.81%	19.83%
每股收益（元）	3.85	4.80	5.80	6.95
PER（X）	90.00	72.13	59.71	49.83

数据来源：Wind 上海证券研究所 按最新股本摊薄 11 月 20 日收盘价计算

7.2.4 益丰药房（603939）：业绩保持快速增长，门店数量持续扩张

今年上半年，公司在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京九省市共开设了5,137家连锁门店（含加盟店493家）。2020H1，公司净增门店385家，其中，新开门店377家（含新开加盟店108家），收购门店45家，关闭门店37家。2020H1年公司营业收入、归母净利润分别同比增长24.65%、33.84%。公司精细化管理带来坪效的持续提升，门店日均坪效66.40元/平方米，22家旗舰店的日均坪效142.46元/平方米。公司15.8亿元可转债申请获批，为持续并购带来支撑。此外，公司还持续推进医药新零售体系建设，积极推进慢病管理和线上诊疗服务，会员深度服务项目取得阶段性进展，盈利模式基本落地，新媒体运营和内容运营能力快速提升，医药电商运营逐步升级到集团化医药新零售体系，并将成为公司未来业绩增长的新动力。报告期内，公司O2O多渠道多平台上线门店

超过3,500家，覆盖公司线下所有主要城市，在O2O和B2C双引擎的策略支撑以及上半年疫情的推动下，2020H1，公司实现互联网直营业务销售2.37亿元，同比增长77.42%。

风险提示：行业监管政策变化风险；并购门店经营不达预期的风险；快速拓展影响短期业绩的风险等。

表 14 益丰药房预测简表

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,276.17	13,294.76	17,142.59	21,983.16
年增长率	48.66%	29.37%	28.94%	28.24%
归属于母公司的净利润	543.75	724.38	948.09	1,220.14
年增长率	30.58%	33.22%	30.88%	28.69%
每股收益（元）	1.02	1.36	1.79	2.30
PER（X）	96.99	72.81	55.63	43.22

数据来源：Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 11 月 20 日收盘价计算

7.2.5 智飞生物（300122）：业绩增速略超预期，研发管线持续推进

今年前三个季度，公司实现营收110.50亿元，同比增长44.14%，略超我们此前预期；实现归母净利润24.79亿元，同比增长40.59%。自主产品中，ACYW135多糖疫苗、AC结合疫苗、Hib结合疫苗前三季度的批签发数据分别为423.98万支、201.79万支和340.48万支，同比增长462%、782%和1140%，并且完成了预灌封升级优化，实现量价齐升，市占率提升显著，减少了AC-Hib三联苗的停产影响。代理产品中，四价、九价HPV疫苗和轮状病毒疫苗批签发量分别为436.48万支、458.74万支和301.02万支，同比增长10%、144%和-2%，代理产品中九价HPV疫苗批签发量保持快速增长，持续增厚业绩表现。公司自研产品已迎来收获期。其中，重组结核杆菌融合蛋白（EC）诊断试剂已获得药品注册批件，并已顺利准入超过8个省份，其中包含多个人口大省。母牛分枝杆菌疫苗仍处于上市生产审评之中，有望在年内获批。这两个均为国家一类新药，市场前景较大，将成为公司近年业绩的核心增长点。新冠疫苗方面，公司与中国科学院微生物研究所共同开发的重组蛋白新型冠状病毒疫苗正在进行临床III期试验，进度处于第一梯队。一旦疫苗研发成功，考虑到全球巨大的接种需求以及公司较大的产能，有望为公司带来丰厚利润。

风险提示：行业监管政策变化风险；产品推广不及预期风险；产品研发不及预期风险；市场竞争加剧风险；疫情加剧风险。

表 15 智飞生物预测简表

至 12 月 31 日（￥.百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,587.32	14,835.67	19,117.75	23,023.62
年增长率	102.50%	40.13%	28.86%	20.43%
归属于母公司的净利润	2,366.44	3,231.70	4,122.91	5,104.49
年增长率	63.05%	36.56%	27.58%	23.81%
每股收益（元）	1.48	2.02	2.58	3.19
PER（X）	81.03	59.34	46.51	37.57

数据来源：Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 11 月 20 日收盘价计算

八、风险及不确定因素提示

风险因素包括但不限于：

1）政策风险：新的医保政策、药械的带量采购的执行情况将对行业及公司产生重大影响。

2）一致性评价不及预期风险：关注后续政策走向及执行力度。

3）高估值风险：医药行业整体估值及估值溢价率目前处于历史较高位水平，存在高估值风险。

4）疫情不确定性。

5）商誉减值风险等。

分析师声明

魏赟 黄施齐

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。