信达证券

行稳致远

信达证券2021年度投资策略会



信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

证券研究报告 Research Report

策略报告

信达医药2021年度策略

——不畏浮云遮望眼

2020年11月4日

杨松
医药行业首席分析师
执业编号：S1500519120003
联系电话：+862161678586
邮　箱：yangsong@cindasc.com

周贤珮
医药行业分析师
执业编号：S1500518020001
联系电话：+861083326737
邮　箱：zhouxianpei@cindasc.com

张雪
医药行业分析师
执业编号：S1500520090002
联系电话：+862161678587
邮　箱：zhangxue1@cindasc.com

投资要点：

- **中国医药行业的五个新特点：**随着整体行业的发展、居民收入水平的提高以及监管政策环境的变化，中国的医药行业呈现出一些新的特点：1）患者疾病谱与欧美及全球趋同，但用药结构仍有差距；2）药品审评制度改革推进国内创新药水平全球化，其中每年获批新药数量已与美国相当，新药国内外上市时间差距缩小，此外创新药通过谈判纳入医保节奏加快，创新药放量显著加速；3）A股开放程度不断提高，外资在生物医药领域持股比重不断提升，促进投资风格逐步转变；4）越来越多早期医药公司上市，一级、二级投资亦界限逐渐模糊，企业发展节奏显著改变；5）医生学习曲线爬升速度显著加快。

- **政策由外部冲击变为内生假设。**2020年内对投资影响较大的医药政策包括：第三批药品国家带量采购、医保目录调整（创新药医保谈判）、耗材跨省联盟带量采购以及冠脉支架全国带量采购等；但是随着相关政策规则发明确，市场预期逐渐平稳，相关政策对于二级市场投资的影响趋弱，部分政策已由市场外部冲击演变为估值内生假设。

- **部分细分领域龙头领先优势愈发明显。**骨科植入耗材、连锁药店、IVD、CXO、血液制品、高端化学制剂等多个细分领域龙头企业优势愈发明显，后续有望随着行业政策、竞争格局等的变化进一步提升集中度，实现“强者恒强”。

- **投资建议：**随着中国医药市场所呈现的新的特点，行业政策由外部冲击变为内生假设，部分细分领域龙头的领先优势愈发明显，在此背景下，我们建议从三条投资主线上布局机会：①**胜者为王，平衡收益**：持有行业格局清晰、远景空间广阔的公司，包括爱尔眼科、药明康德、英科医疗、中国生物制药、血液制品、康泰生物、大参林、安图生物等；②**差异为先，潜在惊喜**：布局在细分领域上有望建立新优势的标的，包括三友医疗、南微医学、国际医学等；③**估值打底，静待催化**：挖掘经营稳健但因各种原因被低估的公司，包括一心堂、华东医药、威高股份等。

- **风险因素**：药品/耗材降价风险，研发失败风险，新冠疫情二次爆发风险。

目录

01 **中国医药行业的五个新特点**

02 政策由外部冲击变为内生假设

03 部分细分领域龙头优势愈发明显

04 投资建议：聚焦三条投资主线

中国医药行业的五个新特点

信达证券

患者需求

疾病谱趋同，用药结构仍有差异

监管政策

审评制度改革+医保谈判→创新药水平全球化，但仍存在差距



资本市场

外资在A股市场投入规模增大

企业发展

一二级投资界限模糊，越来越多早期公司上市

医生学习曲线

学习曲线持续爬升速度显著加快

患者需求：国内外疾病谱趋同

信达证券

表：全球十大死因

1990	2016
缺血性心脏病	缺血性心脏病
中风	中风
COPD	COPD
下呼吸道感染	下呼吸道感染
结核	阿兹海默症
早产并发症	气管、支气管、肺癌
气管、支气管、肺癌	糖尿病
疟疾	道路交通意外伤害
营养不良	腹泻
胃癌	结核

资料来源：WHO，信达证券研发中心

表：中国十大死因

1990	2017
下呼吸道感染	中风
新生儿死亡	缺血性心脏病
中风	COPD
COPD	肺癌
先天性出生缺陷	道路交通意外伤害
道路交通意外伤害	新生儿死亡
缺血性心脏病	肝癌
溺水	糖尿病
自杀	颈部疼痛
腹泻	抑郁障碍

资料来源：Lancet，信达证券研发中心

表：美国十大死因

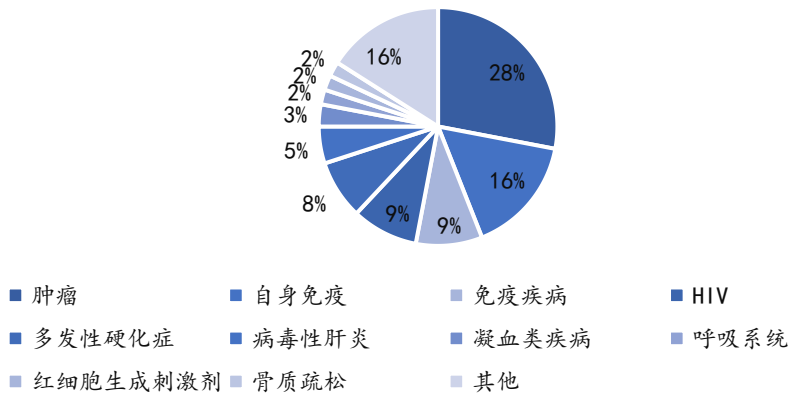
1990	2017
心脏病	心脏病
癌症	癌症
脑血管疾病	意外伤害
意外伤害	COPD
COPD	中风
流感和肺炎	阿兹海默症
糖尿病	糖尿病
自杀	流感和肺炎
慢性肝病及肝硬化	肾病
艾滋病	自杀

资料来源：CDC，信达证券研发中心

患者需求：国内外用药结构仍有较大差异

信达证券

发达国家十大治疗领域（2018）



资料来源：IMS，信达证券研发中心

表：全球十大治疗药物（2019）

排名	商品名	通用名	制造商	治疗领域
1	修美乐	阿达木单抗	艾伯维	自身免疫疾病
2	艾乐妥	阿哌沙班	辉瑞/BMS	静脉血栓栓塞等
3	可瑞达	帕博利珠单抗	默沙东	癌症
4	瑞复美	来那度胺	BMS（新基）	血液癌症
5	亿珂	伊布替尼	艾伯维/杨森	癌症
6	艾力雅	阿柏西普	拜耳/再生元	视网膜病变引起的视力损害疾病
7	安维汀	贝伐珠单抗	罗氏	癌症
8	欧狄沃	纳武利尤单抗	BMS	癌症
9	恩利	依那西普	安进/辉瑞	自身免疫疾病
10	美罗华	利妥昔单抗	罗氏	癌症、自身免疫疾病等

资料来源：医药观澜，信达证券研发中心

表：国内医院用药十大治疗领域（2019）

排名	治疗领域	MAT同比增长率
1	其他（中成药为主）	2.40%
2	全身型抗感染药	7.90%
3	消化道和新陈代谢	10.50%
4	抗肿瘤和免疫调节剂	22.10%
5	心血管系统	3.80%
6	神经系统	6.50%
7	医用溶液	8.70%
8	血液和造血器官	12.70%
9	呼吸系统	15.40%
10	骨骼肌肉系统	13.20%

资料来源：IMS，信达证券研发中心

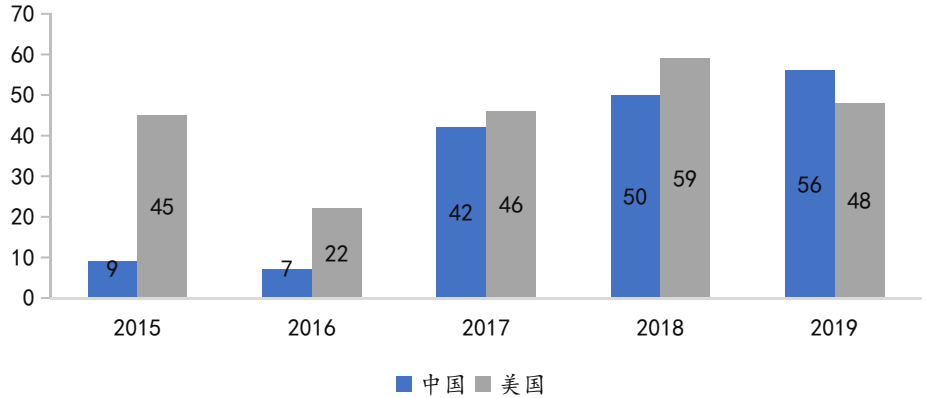
表：国内十大治疗药物（2019）

排名	商品名	通用名	制造商	治疗领域
1	加多宁	地佐辛	扬子江药业	精神麻醉
2	普米克令舒	布地奈德	阿斯利康	呼吸
3	立普妥	阿托伐他汀钙	辉瑞	心脑血管
4	舒普深	注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠	辉瑞	抗感染
5	波立维	硫酸氢氯吡格雷片	赛诺菲	心脑血管
6	赫赛汀	注射用曲妥珠单抗	罗氏	癌症
7	恩必普	丁苯酞软胶囊	石药集团	心脑血管
8		注射用血栓通	梧州制药	心脑血管
9	可威	磷酸奥司他韦颗粒	东阳光	流感
10	力朴素	注射用紫杉醇脂质体	绿叶制药	癌症

资料来源：IMS，信达证券研发中心

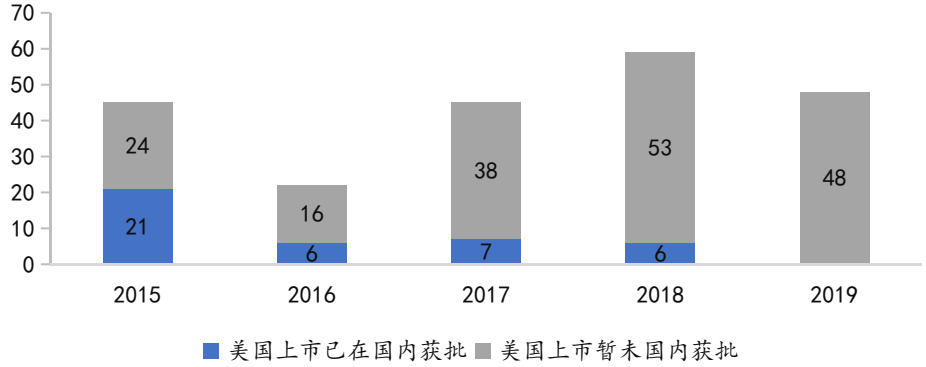
监管政策：审批与纳入医保加快，创新药放量显著加速

中国创新药获批数量与美国相当



资料来源：GBI，信达证券研发中心

美国上市新药仍有较多未在国内上市



资料来源：Insight，信达证券研发中心

创新药国内外上市滞后平均时间缩短



资料来源：德勤，信达证券研发中心

创新药更快纳入医保谈判

2018年8月17日《关于发布2018年抗癌药医保准入专项谈判药品范围的通告》

2018

12家企业的18个品种纳入本次抗癌药医保准入专项谈判范围

2019年4月19日《2019年国家医保药品目录调整工作方案》

2019

2018年12月31日前注册上市的药品

2020年8月17日《2019年国家医保药品目录调整工作方案》

2020

2015年1月1日至2020年8月17日批准上市的新通用名药品/新适应症

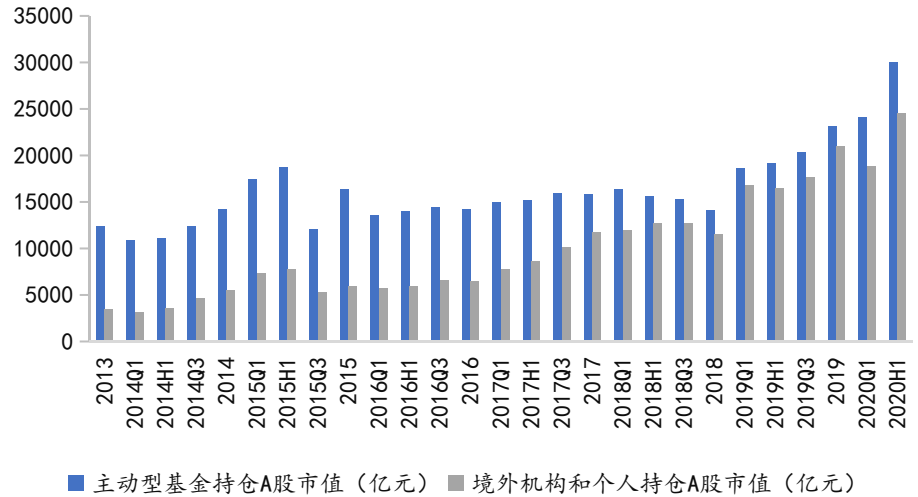
资料来源：医保局，信达证券研发中心

资本市场：外资在医药行业持股增加

图：A股全球化进程

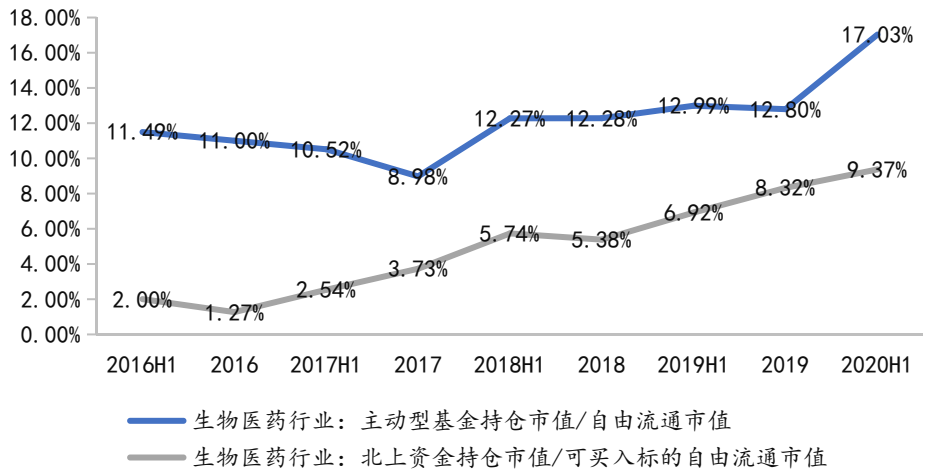


外资与主动型基金投资A股规模逐渐接近



资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：主动型基金包括股票型、偏股混合型、灵活配置型基金

生物医药行业外资持股比例不断提升



资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：主动型基金包括股票型、偏股混合型、灵活配置型基金

企业发展：越来越多早期企业快速上市

- 2018年4月24日，香港交易所发布IPO新规，允许尚未盈利的生物科技公司赴港上市。创新型医药企业迅速响应，截至2020年10月30日，已有23家企业成功上市。

- 2019年6月13日，科创板正式开板，允许符合科创板定位、尚未盈利或存在累计未弥补亏损的企业在科创板上市。其中，上市标准五为“预计市值不低于人民币40亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。”针对医药早期企业，要求需至少**有一项核心产品获准开展二期临床试验**。本标准对收入和净利润均无要求，只要有市场空间大的临床二期在研品种即可。2020年1月，标准五上市第一股泽璟制药以来，已有6家医药公司通过标准五上市。

表：科创板上市标准五上市的生物科技公司

代码	名称	标准	上市日期	市值（亿元）
688266.SH	泽璟制药-U	科创板上市标准五	2020-01-23	227.76
688177.SH	百奥泰-U	科创板上市标准五	2020-02-21	169.77
688520.SH	神州细胞-U	科创板上市标准五	2020-06-22	248.05
688180.SH	君实生物-U	科创板上市标准五	2020-07-15	736.05
688185.SH	康希诺-U	科创板上市标准五	2020-08-13	982.62
688221.SH	前沿生物-U	科创板上市标准五	2020-10-28	90.55

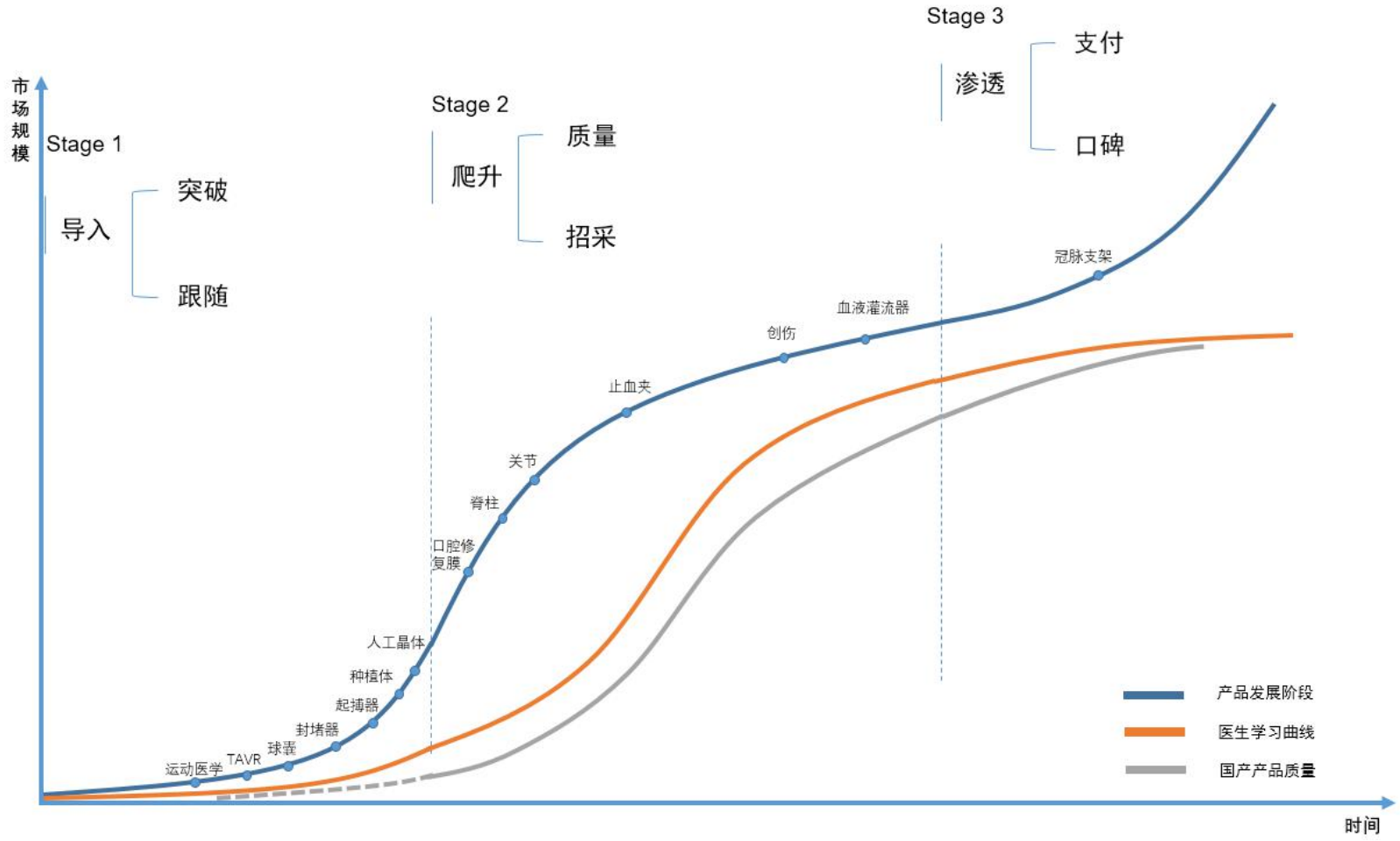
资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：市值数据以2020年10月30日收盘价计算

表：港股上市的未盈利生物科技公司

代码	名称	上市日期
1672.HK	歌礼制药-B	2018-08-01
6160.HK	百济神州	2018-08-08
2552.HK	华领医药-B	2018-09-14
1801.HK	信达生物	2018-10-31
1877.HK	君实生物	2018-12-24
2616.HK	基石药业-B	2019-02-26
6185.HK	康希诺生物-B	2019-03-28
2181.HK	迈博药业-B	2019-05-31
2696.HK	复宏汉霖—B	2019-09-25
6855.HK	亚盛医药-B	2019-10-28
1875.HK	东曜药业—B	2019-11-08
3681.HK	中国抗体—B	2019-11-12
2500.HK	启明医疗-B	2019-12-10
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	2019-12-12
9969.HK	诺诚健华-B	2020-03-23
9926.HK	康方生物-B	2020-04-24
9996.HK	沛嘉医疗-B	2020-05-15
9939.HK	开拓药业-B	2020-05-22
1477.HK	欧康维视生物-B	2020-07-10
6978.HK	永泰生物-B	2020-07-10
9688.HK	再鼎医药-SB	2020-09-28
6998.HK	嘉和生物-B	2020-10-07
1952.HK	云顶新耀-B	2020-10-09

资料来源：Wind，信达证券研发中心

医生学习曲线：爬升速度显著加速（以医用耗材为例）



资料来源：国家卫健委，信达证券研发中心

目录

01 中国医药行业的五个新特点

02 **政策由外部冲击变为内生假设**

03 部分细分领域龙头优势愈发明显

04 投资建议：聚焦三条投资主线

药品国家带量采购规则逐渐完善，预计后续常态化开展

信达证券

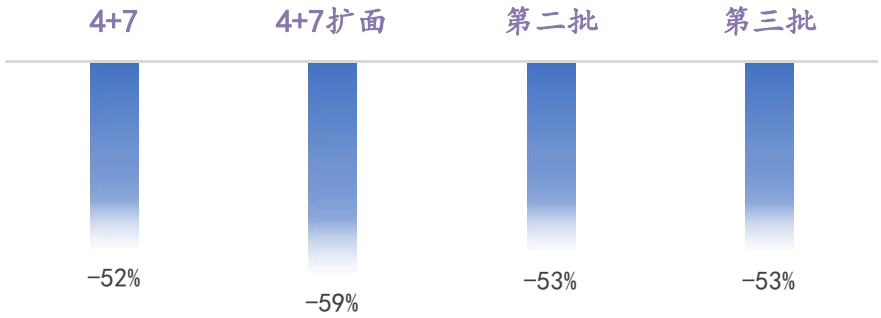
- 自2018年12月4+7试点以来，国家集采的规则不断完善，尤其从第二批和第三批国家集采规则对比来看，基本框架已然确定，只有细节微调，比如：1）纳入国家集采的品种均已有≥3家企业可以申报，以保证相对充分的竞争；2）差额中选，且有1.8倍熔断机制，以确保实现可接受的降幅；3）采购周期和约定采购量与中选企业数挂钩，以适应不同的竞争格局等。国家集采逐渐制度化、常态化。

	第一批第一轮	第一批第二轮	第二批	第三批
地区范围	4+7城市	25省份	全国	全国
采购品种数	31	25（4+7中标品种）	33（符合集采条件企业数≥3）	56（符合集采条件企业数≥3）
申报企业资质	原研、参比制剂、通过一致性评价的仿制药品、按化学药品新注册分类批准的仿制药品	原研、参比制剂、通过一致性评价的仿制药品、按化学药品新注册分类批准的仿制药品、纳入《中国上市药品目录集》的药品		
采购周期	12个月	中选≤2家，则1年 中选3家，则2年	中选1家，则1年 中选2/3家，则2年 中选≥4家，则3年	中选1/2家，则1年 中选3家，则2年 中选≥4家，则3年 三款注射剂品种采购周期为1年
竞标时间	2018年12月6日	2019年9月24日	2020年1月17日	2020年8月20日
中选企业数	1家	不超过3家	不超过6家，大体N-1家入围	不超过8家，大体N-1家入围
中选规则	预中选：报价最低企业进入议价谈判确认过程； 拟中选：申报企业数≥3家，则预中选=拟中选；否则比较降幅； 流标：不参加或不接受议价谈判的企业	拟中选：报价最低的≤3家企业	以采购品种目录中同品种最小规格作为代表规格，按药品差比价规则折算出单位可比价，单位可比价由低到高确认入围企业及顺位 拟中选企业符合以下条件之一： 单位可比价≤同品种最低单位可比价的 1.8 倍； 单位申报价降幅≥50.00%（以最高有效申报价为基数） 单位可比价≤0.1000 元	
约定采购量	各地区报量=约定采购量	首年以各地区报量作为基数，次年以首年实际采购量作为基数，确定约定采购量 中选1家，则50% 中选2家，则60% 中选3家，则70%	首年以各地区报量作为基数，确定约定采购量 中选1家，则50% 中选2家，则60% 中选3家，则70% 中选≥4家，则80%	首年以各地区报量作为基数，确定约定采购量 中选1家，则50% 中选2家，则60% 中选3家，则70% 中选≥4家，则80% 其中8款抗生素品种约定采购量各相应减少10%
区域供应	4+7城市	拟中选企业按报价由低到高依次交替确认供应地区，每个企业每次选择一个地区	报价最低企业优先选择一个区域，之后从报价最低企业开始按照报价由低到高依次交替确认剩余地区，每个企业每次选择一个地区	

资料来源：上海阳光医药采购网，信达证券研发中心

国家+地方药品带量采购全面开展，对股价影响逐渐缓和

图： 集采降幅基本稳定



资料来源：上海阳光医药采购网，信达证券研发中心

针对已过评化学药，尤其是符合申报条件企业数≥3个的品种

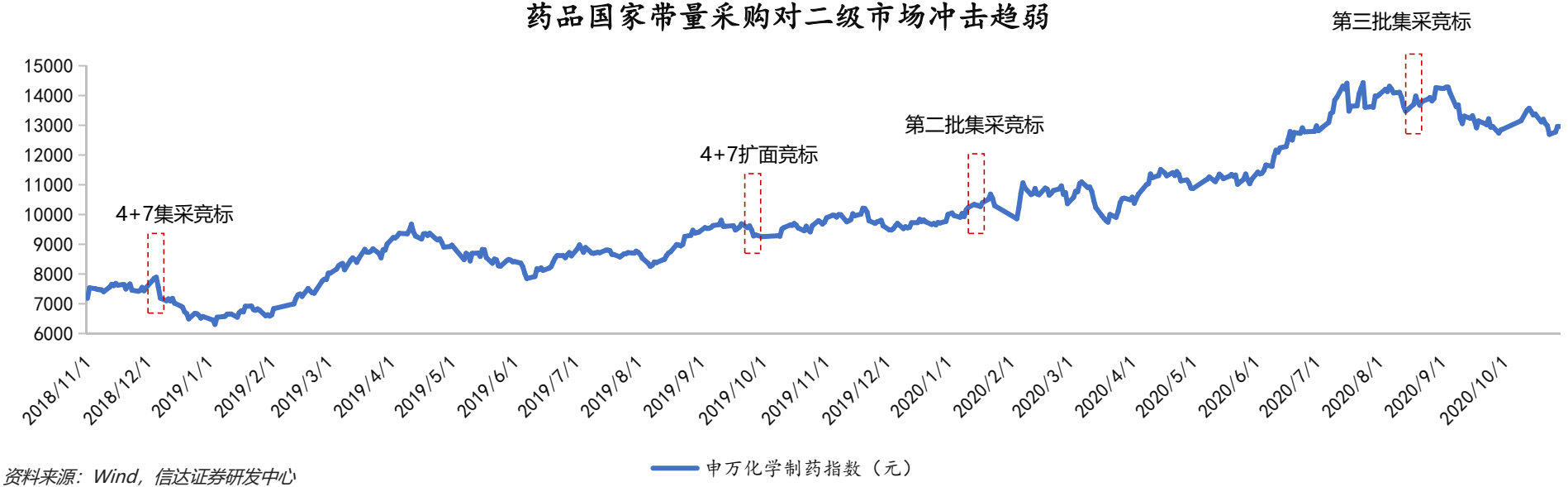
国家集采制度化、常态化

主要针对未过评品种，包括化药、中成药、生物类似药、胰岛素等

地方集采探索方兴未艾

资料来源：信达证券研发中心

药品国家带量采购对二级市场冲击趋弱



资料来源：Wind，信达证券研发中心

国家医保目录建立动态调整机制，三条路径分类管理

信达证券

不纳入《药品目录》

- **主要起滋补作用的药品**
- 含国家珍贵、濒危野生动植物药材的药品
- **保健药品**
- **预防性疫苗和避孕药品**
- 主要起增强性功能、治疗脱发、减肥、美容、戒烟、戒酒等作用的药品
- 因被纳入诊疗项目等原因，无法单独收费的药品
- 酒制剂、茶制剂，各类果味制剂（特别情况下的儿童用药除外），口腔含服剂和口服泡腾剂（特别规定情形的除外）等
- 其他不符合基本医疗保险用药规定的药品

经专家评审后，直接调出

- 被药品监管部门撤销、吊销或者注销药品批准证明文件的药品
- 被有关部门列入负面清单的药品
- **综合考虑临床价值、不良反应、药物经济性等因素，经评估认为风险大于收益的药品**
- 通过弄虚作假等违规手段进入《药品目录》的药品；国家规定的应当直接调出的其他情形

经规定程序后，可以调出

- 在同治疗领域中，价格或费用明显偏高且没有合理理由的药品
- 临床价值不确切，可以被更好替代的药品
- 其他不符合安全性、有效性、经济性等条件药品

资料来源：国家医保局，信达证券研发中心

2020年医保目录调整——尽力为临床价值高的好药腾出空间

信达证券

➢ 2020年8月，国家医保局相关负责人就2020年医保目录调整答记者问时表示，与前几轮调整相比，本次具有以下特点：

01 **以实际行动支持新冠肺炎疫情防控。**将正在实施的国家新冠肺炎诊疗方案中的目录外品种纳入调整范围，全面助力疫情防控，为应对疫情作出应有的贡献。

02 **评审程序方面，首次实行企业自主申报。**今年起，目录外**药品准入一律采取申报制，由企业按要求提交申报资料，**经审查符合申报条件的纳入评审范围。

03 **评审范围方面，纳入评审药品进一步聚焦。**2020年目录外药品调整范围包括7类，如2015.1.1到工作方案发布（2020.8.17）新上市药品及国家基本药物、新冠治疗用药等，**不再将所有已上市药品全部纳入评审，范围更加聚焦、精准。**

04 **释放鼓励创新的信号。**在7类情形中，将2015年1月1日至工作方案发布（2020年8月17日）期间**新上市或者适应症/功能主治发生重大变化的药品均纳入评审范围**，体现了鼓励创新的鲜明导向。

05 **同步确定医保支付标准。**按照《基本医疗保险用药管理暂行办法》要求，本次调整**对所有新准入目录的药品，一律通过谈判、竞价等方式**，同步确定医保支付标准，有利于**提升基金使用效益。**

06 **继续坚持有进有出，优化升级。**经综合考虑被评估认为风险大于收益的药品、目录内的“僵尸药”、国际上普遍退市的药品、可以被替代的价格高但谈判未成功的独家药品等将被调出目录，**为临床价值高的好药腾出空间。**

资料来源：新华社，国家医保局，信达证券研发中心

耗材带量采购：跨省联盟采购成为趋势

- 江苏、安徽、福建率先探索，云南、湖北、浙江省也开始进行不同形式的探索，**山东省**则进行了以**地市级为主体**的多品种的采购。
- 以**京津冀九省联盟**人工晶体带量采购为标志的区域联盟采购于5月落地，**陕西省际联盟、重庆四省联盟**等形成跨省采购联盟。

省际联盟：宁夏、甘肃、青海、新疆、新疆建设兵团、湖南、广西、贵州、海南和陕西	
2020-07-17	人工晶体类

山西省	
2020-01-06	一次性使用静脉留置针（普通型）
2020-01-06	血液透析器（中低通量/高通量）
2020-01-23	冠脉支架
2020-04-29	正压型留置针、普通输液器
2020-04-29	血液透析器（中低通量）

渝黔滇豫：重庆、贵州、云南、河南	
2020-08-[illegible]	吻合器类、胶片类、腹股沟疝气补片

贵州三省联盟：贵州、重庆、海南	
2020-08-04	冠脉扩张球囊（预扩球囊和后扩球囊）

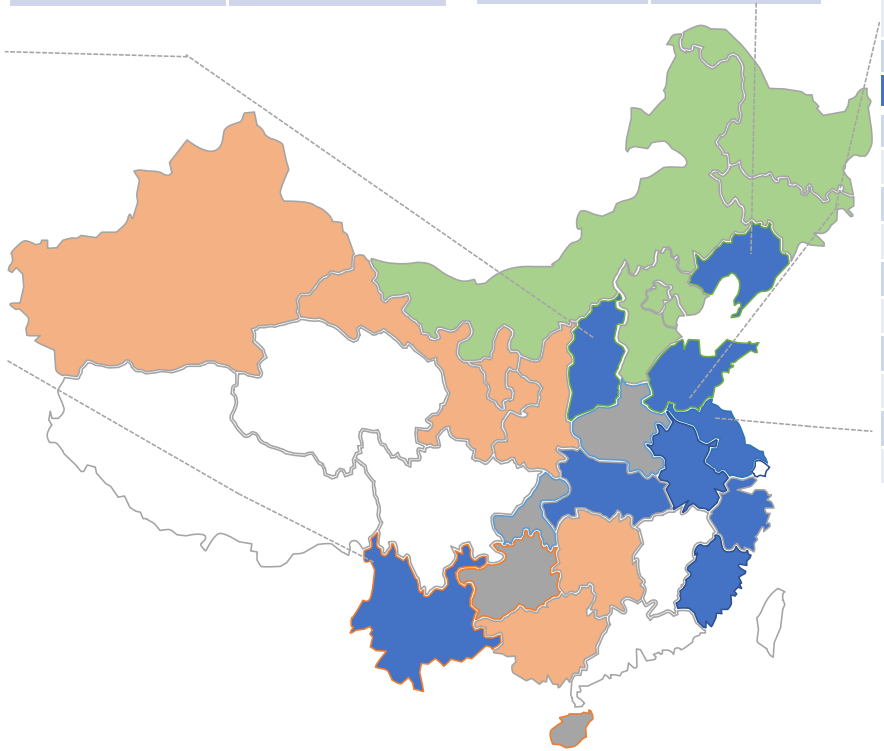
云南省（曲靖市牵头）	
2020-07-23	心血管介入类球囊及起搏器、导管导丝类
2020-08-12	人工髋/膝关节；人工晶状体、眼科术中材料

湖北省	
2020-08-04	冠脉扩张球囊、医用胶片、一次性精密输液器

福建省	
2020-07-01	超声刀、初次置换人工髋关节类/人工膝关节、密闭式留置针、镇痛泵

3+N：京津冀及黑吉辽蒙晋鲁	
2020-05-09	人工晶体类

辽宁省	
2019-09-23	输液器



山东省	
2020-05-28	吸氧装置、注射器、采血针、导尿管/导尿包（淄博等七市）
2020-06-06	创伤固定类（威海市）
2020-06-23	输液器、留置针

江苏省	
2019-05-30	吻合器（南京）
2019-07-24	药物涂层支架、双腔起搏器
2019-08-16	精密输液器等、中心静脉导管、血液透析器
2019-08-16	口腔正畸托槽、普耗、心外、骨科
2019-08-21	髓内钉、止血材料
2019-08-23	超声刀头等
2019-09-20	血管介入球囊类、眼科人工晶体类、骨科人工髋关节类
2019-09-28	骨科骨针、一次套管穿刺器
2019-11-22	腔镜下单发不可吸收夹、人工合成骨类、骨科带线锚钉
2020-07-01	疝修补材料、人工硬脑（脊）膜、初次置换人工膝关节

安徽省	
2019-06-21	骨科植入(脊柱)类、眼科(人工晶体)类
2020-06-30	脊柱、眼科采购结果扩围
2020-08-07	骨科植入—关节类、起搏器—心脏起搏器类

浙江省	
2020-08-03	冠脉介入球囊、骨科髋关节

资料来源：新华社，国家医保局，信达证券研发中心

全国支架集采采购量：规则较严格，关注最终价格

信达证券

1. 采购量

意向采购总量超预期

- **意向采购量：**联盟地区医疗机构报送的首年意向采购总量107万个，采购周期2年。意向采购总量前5的产品由高到低分别为微创的Firebird2和Firehawk、乐普的GuReater、吉威的EXCROSSAL、波科的Promus PREMIER Monorail。
- **注册证数量：**符合条件的12家企业一共有27个注册证，意向采购总量前10的产品占比81%

2. 中选规则

不做分组，整体竞争激烈

- **分组：**本次集采以注册证作为采购单元申报，不设任何分组。
- **注册证分布：**本次有8家企业只有一个注册证，同一企业可入围多个产品，波科（6个）、雅培（6个）、微创（4个）、美敦力（3个），整体竞争压力较大。
- **中选规则：**第一步，所有产品先报价，而后价格由低到高排名，前10名入围（根据企业入围产品数可等量增加）；第二步，入围后，价格不超过2850元（江苏省集采最低价），或者不高于最低价的1.8倍，即可拟中选。

3. 用量分配

存量产品优先，中选才有机会

- **在中选范围：**对应意向采购量全部计入该中选产品的协议采购量。
- **未在中选范围：**则第一名中选产品分配量不少于待分配总量的10%，其余待分配量由医疗机构按相应规则自主决定。
- **全部未在中选范围：**报送的意向采购量作为待分配量由医疗机构自主分配给排名为前五名的中选产品，第一名中选产品的分配量不少于待分配总量的10%。

资料来源：《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》，信达证券研发中心

全国支架集采采购量：意向采购总量超预期

信达证券

序号	公司	商品名	产品名称	注册证号	首年意向采购量（个）	意向采购量占比
1	雅培	Xience Xpedition	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20173466565	57133	5.3%
2	雅培	Xience Prime	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20173466908	32149	3.0%
3	雅培	XIENCE V	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20173461507	12158	1.1%
4	雅培		钴铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	国械注进 20163462140	4623	0.4%
5	雅培		药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20193130202	2051	0.2%
6	雅培	XIENCE Sierra	钴铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	国械注进 20193130313	830	0.1%
7	波士顿科学	Promus PREMIER Monorail	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20153130608	59842	5.6%
8	波士顿科学	Promus Element plus	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20173466661	32251	3.0%
9	波士顿科学	Promus Element Long	铂铬合金可降解涂层依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20173461421	22336	2.1%
10	波士顿科学	Promus Premier	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20153462405	3815	0.4%
11	波士顿科学	Promus Element	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20153463173	2192	0.2%
12	波士顿科学	Synerge Monorail	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20173465008	190	0.0%
13	微创医疗	Firebird2	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	国械注准 20163462305	247940	23.1%
14	微创医疗	Firehawk	冠脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	国械注准 20143132100	128631	12.0%
15	微创医疗		冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	国械注准 20203130662	12176	1.1%
16	微创医疗	FireCondor	冠脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	国械注准 20193130304	3479	0.3%
17	美敦力	Endeavor Resolute	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20173466117	52472	4.9%
18	美敦力	Resolute Integrity	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20163460682	51667	4.8%
19	美敦力	Endeavor Sprint	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20183461753	1816	0.2%
20	乐普医疗	GuReater	钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	国械注准 20173460564	120560	11.2%
21	吉威	EXCROSSAL	药物涂层支架系统（雷帕霉素）	国械注准 20173461407	100690	9.4%
22	金瑞凯利	海利欧斯	药物支架系统	国械注准 20163461174	53441	5.0%
23	易生科技	爱立（Tivoli）	药物洗脱冠脉支架系统	国械注准 20193131802	41865	3.9%
24	信立泰	AlphaStent	药物洗脱冠状动脉支架系统	国械注准 20153130718	20070	1.9%
25	万瑞飞鸿	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	国械注准 20163460595	9774	0.9%
26	百多力	Orsiro	西罗莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20193130494	563	0.1%
27	脉胜医疗		可吸收聚合物涂层雷帕霉素洗脱冠脉支架系统	国械注进 20203030364	8	0.0%
			合计		1074722	100%

资料来源：《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》，信达证券研发中心

目录

01 中国医药行业的五个新特点

02 政策由外部冲击变为内生假设

03 **部分细分领域龙头优势愈发明显**

04 投资建议：聚焦三条投资主线

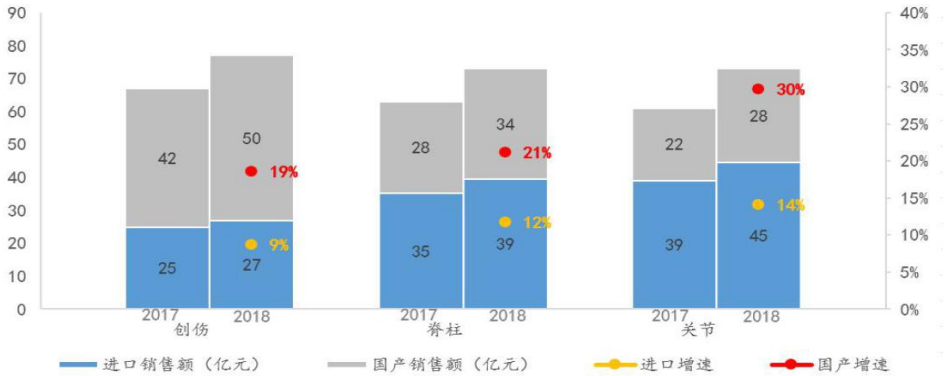
骨科植入物耗材——头部化效应愈发明显

➢ **国内骨科头部企业多迈入10亿收入规模，且行业集中度逐年提升。**从行业内的公司来看，头部企业获得了显著高于行业的增速。

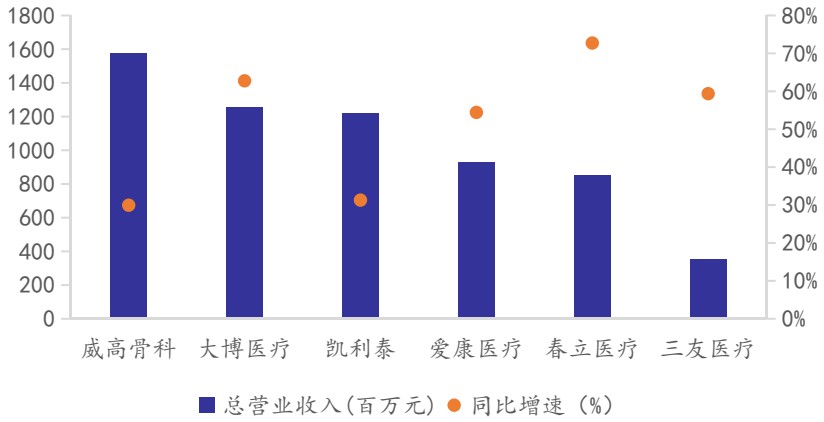
（1）高研发成本及学术推广成本形成准入壁垒，行业集中度持续提升。骨科耗材的产品改进是一个动态化持续的过程，需要高研发投入支持；产品上市后要对医生培训，推广成本对小企业形成较大挑战。

（2）产品品质提升与学术推广提升医生学习曲线双轮驱动进口替代加速进行。国内头部的耗材企业利用先发优势抢占市场，在医工合作中促进产品质量提升，加速了国产产品质量接近进口，并利用价格优势加速替代。

图：骨科耗材细分领域体现出明显的进口替代



图：骨科植入耗材头部企业收入增速超30%



图：骨科植入耗材市场整体以15%左右增速持续快速增长

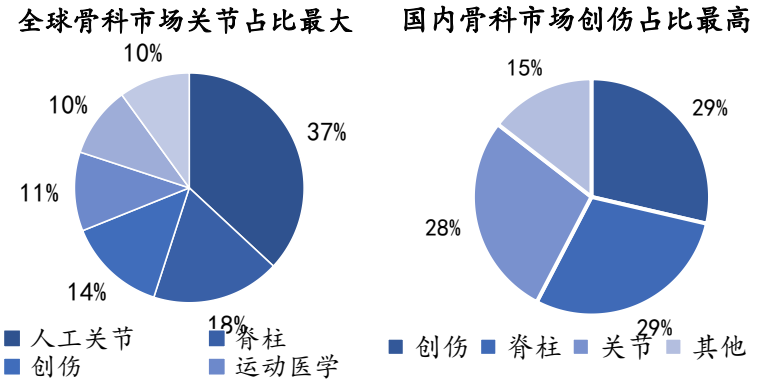


资料来源：公司官网、Wind，信达证券研发中心

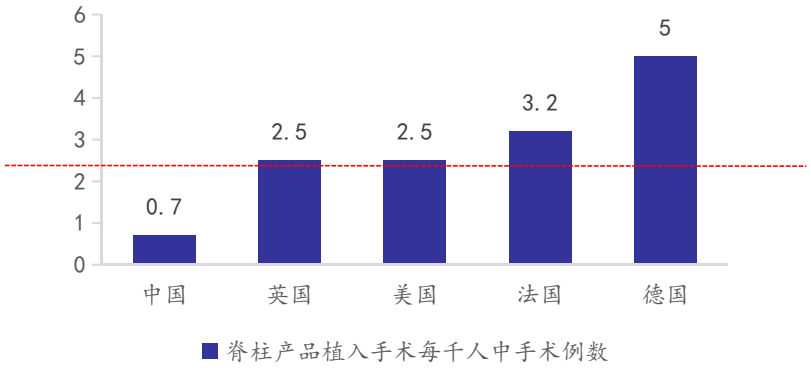
全球对比：渗透率的提升尚有较大增长空间

- **国内骨科耗材市场渗透率仍较低**。跟成熟市场相比，关节植入物占比有望进一步提升。
- **进口替代尚有较大空间**。除创伤市场发展较为成熟，以国产产品为主导外，其他市场仍以进口产品为主，国内头部企业凭借较强的产品质量和学术推广能力，有望持续提升市占率。

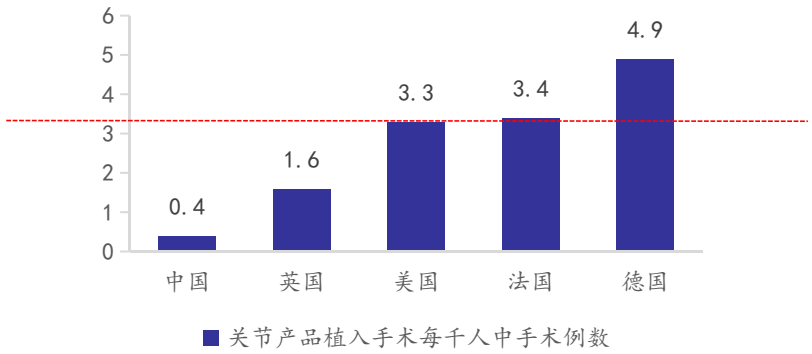
图：国内关节市场占比相对较低



图：国内脊柱渗透率跟美国相差3倍



图：国内关节渗透率跟美国相差8倍

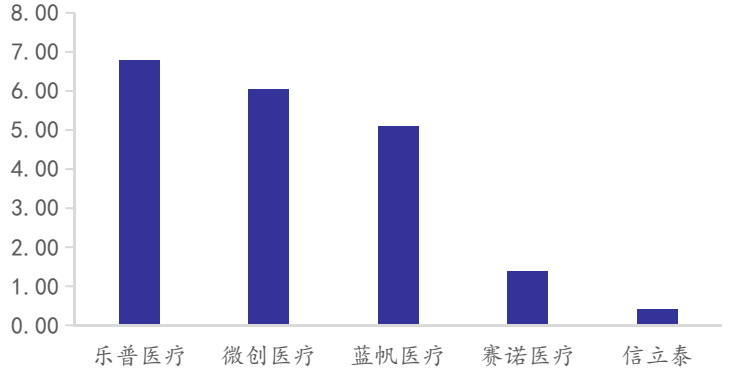


资料来源：ORTHOWORLD，医械研究院，信达证券研发中心

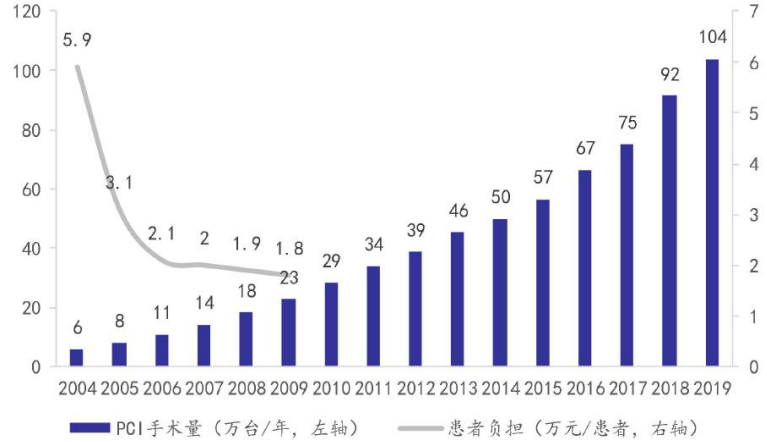
冠脉支架：集采催化行业剧变，成本为基、创新为王

- **集采影响现有竞争格局。**支架作为医用耗材中第一个全国范围进行带量采购的品种，其采购结果将对耗材行业的预期产生重大影响。但我们亦认为不同耗材产品类别差异较大，规则设计会有较大差别，且从推行节奏看，稳步推进仍是主基调。
- **未来或进入创新主导时代。**球囊、可降解产品或加速替代。中长期看，耗材仍处于需求持续向好，国产份额快速提升的大趋势中，受带量采购影响较小的公司，如被支架集采连带影响，将带来投资布局的机会。

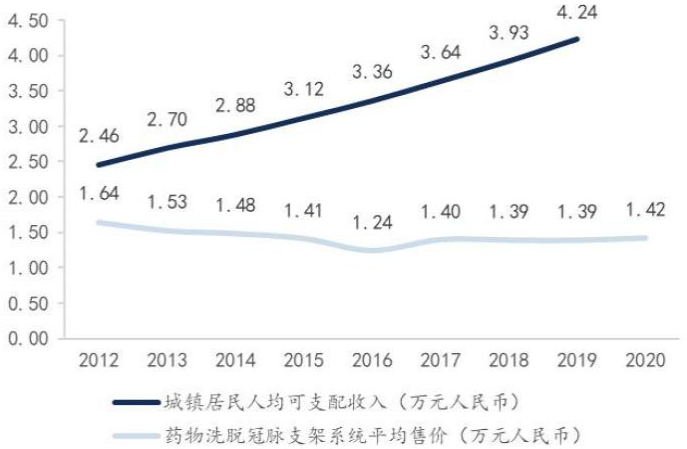
图：国内主要的支架企业头部集中化趋势愈发明显（2020H1收入/亿元）



图：国产化推动冠脉支架渗透率在2004-2009年快速提升



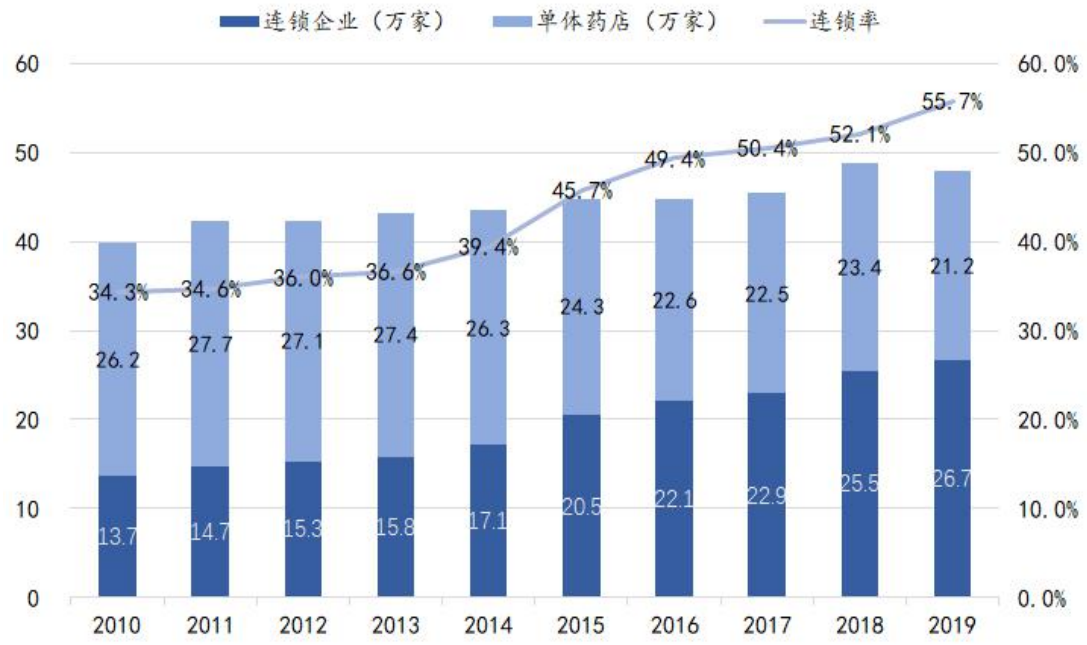
图：相对可支付能力显著提升推动患者渗透率提高

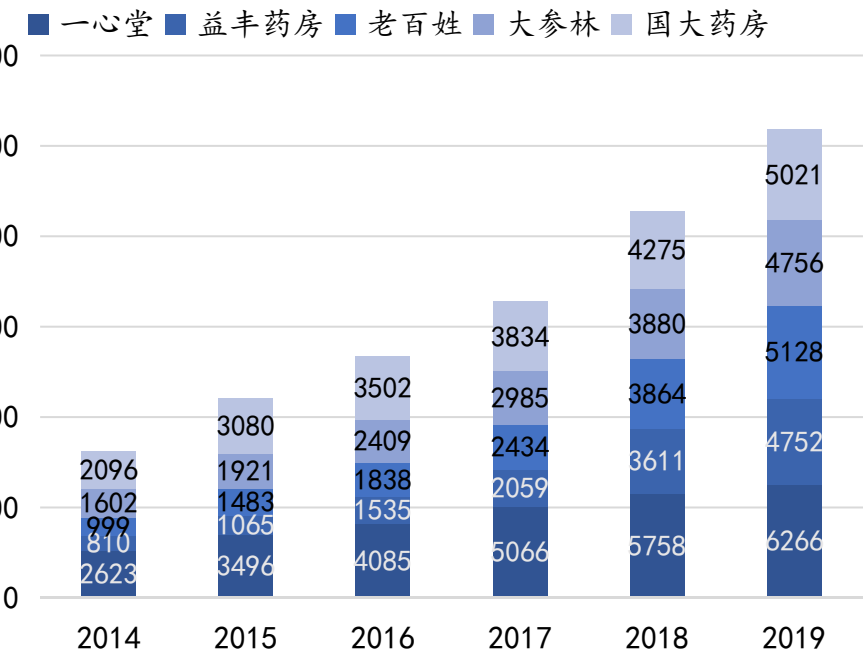


资料来源：CCIF，南方医药经济研究所，信达证券研发中心

连锁药店：行业集中度持续提升，龙头加速扩张

- **药店集中度持续提升。**众多单体药店由于规模小、议价能力弱、专业能力不足，逐步面临淘汰。根据《中国药店》数据，2019年连锁化率达55.7%。
- **药店龙头企业加速扩张，门店数量大幅增长。**2019年五家大连锁药店门店数量占全国总门店数的5.4%，未来仍有较大扩张空间。





资料来源：NMPA，《中国药店》，各公司年报，信达证券研发中心

连锁药店：四大连锁各具优势

信达证券

		一心堂	益丰药房	老百姓	大参林
门店情况	2019年直营门店	6266	4366	3894	4702
	2019年加盟店	0	386	1234	54
	2019年总门店	6266	4752	5128	4756
	2019年净增加门店	508	1141	1264	876
	关店率	1.37%	2.02%	2.67%	1.47%
	日均平效（含税，元/平方米）	44.34	59.43	60.00	85.97
	医保门店比例	83.3%	76.8%	89.5%	76.3%
成长能力	2019年营业收入（亿元）	104.79	102.76	116.63	111.41
	增速	14.2%	48.7%	23.1%	25.8%
	2019年归母净利润（亿元）	6.04	5.44	5.09	7.03
	增速	15.9%	30.6%	16.9%	32.2%
	2019年扣非归母净利润（亿元）	5.91	5.37	4.78	6.90
	增速	16.2%	40.9%	14.9%	35.5%
周转情况	2019年存货周转天数	109.11	93.65	85.97	105.21
	2019年应收账款周转天数	19.40	23.73	31.07	10.22
	2019年应付账款周转天数	76.01	41.76	55.38	58.63
	2019年净营业周期	52.50	75.63	61.66	56.80
盈利能力	销售毛利率	38.7%	39.0%	33.6%	39.5%
	销售净利率	5.8%	5.9%	5.3%	6.3%
	ROE	14.0%	12.7%	15.6%	19.3%
	ROIC	12.4%	12.0%	12.1%	17.3%

资料来源： Wind，各公司2019年报，信达证券研发中心注：大参林的日均平效为月均平效/30;

IVD：内增外拓，历史机遇应把握

信达证券

- **体外诊断(IVD，In Vitro Diagnosis) 是全球医疗器械最大的细分领域，中国IVD市场处在快速成长期**：2019年中国IVD市场规模超700亿元，近五年复合增速为18.64%，远超全球5.34%的平均增长水平。未来政策、技术、渠道多方助力下，行业景气度将持续提升。

图：体外诊断市场驱动力一览

存量迭代
进口替代正当时

- **技术赶超**：中国IVD企业研发投入加大，各细分领域相对国外巨头的技术短板逐渐补齐
- **成本优势**：与国外检测试剂相比，国产试剂性价比更高
- **渠道优势**：国产企业销售体系灵活，国外巨头垄断局面有望被打破。

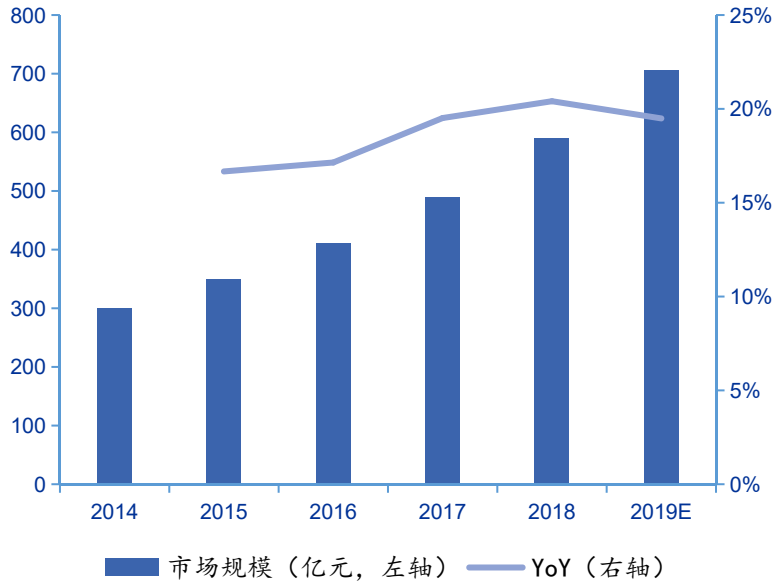
增量扩容
政策红利+消费升级

- **分级诊疗**：基层卫生机构需求井喷，销售网络下沉
- **扶持创新**和**审批加速**：创新产品上市周期大幅缩短
- **医疗消费升级**：中国人均IVD消费额4.6美元,仅为全球平均消费水平的1/2，IVD检测需求远未被满足

集采影响可控

- 相比于其他标准化比较高的冠脉支架等产品，IVD产品分类较为复杂，且定价主要通过服务项目定价，带量采购政策影响较小

图：2019年体外诊断市场规模超700亿元



资料来源：Wind，Allied Market Research，信达证券研发中心

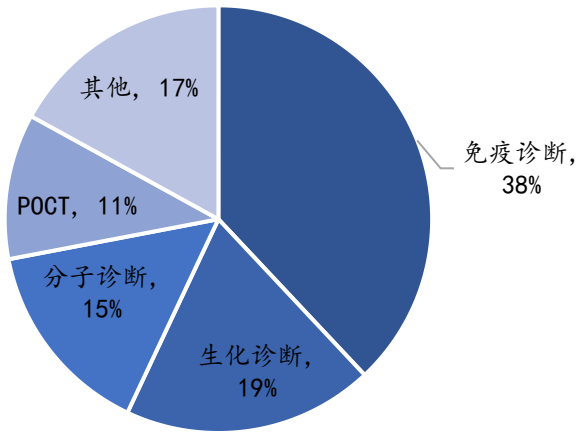
IVD：化学发光、分子诊断及POCT前景可期

信达证券

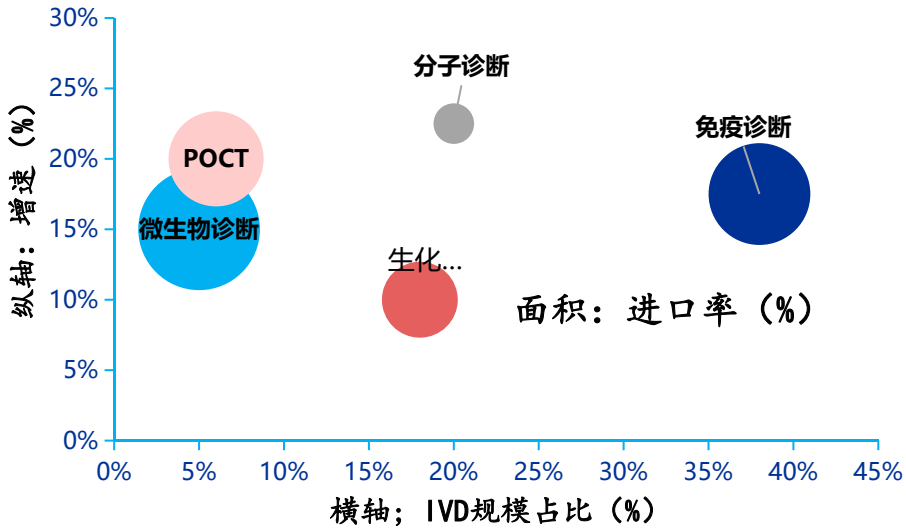
- **IVD细分市场中免疫诊断规模最大，占比达38%。**

- **细分领域中化学发光、分子诊断及POCT保持快速增长。**
  - 免疫诊断的主流检测手段化学发光持续放量，2019年营收增长26.07%；
  - 分子诊断2019年营收增速放缓至6.08%，相关企业在多组学大数据、肿瘤早筛等领域积极布局，潜力巨大；
  - POCT企业2019年营收增速28.25%，在分级诊疗、技术迭代及应用场景拓展的助力下保持高速增长。
  - 生化诊断2019年营收增速下滑至5.32%，毛利率降低，相关企业竞争激烈。

图：体外诊断细分赛道规模占比



图：化学发光、分子诊断及POCT潜力较大

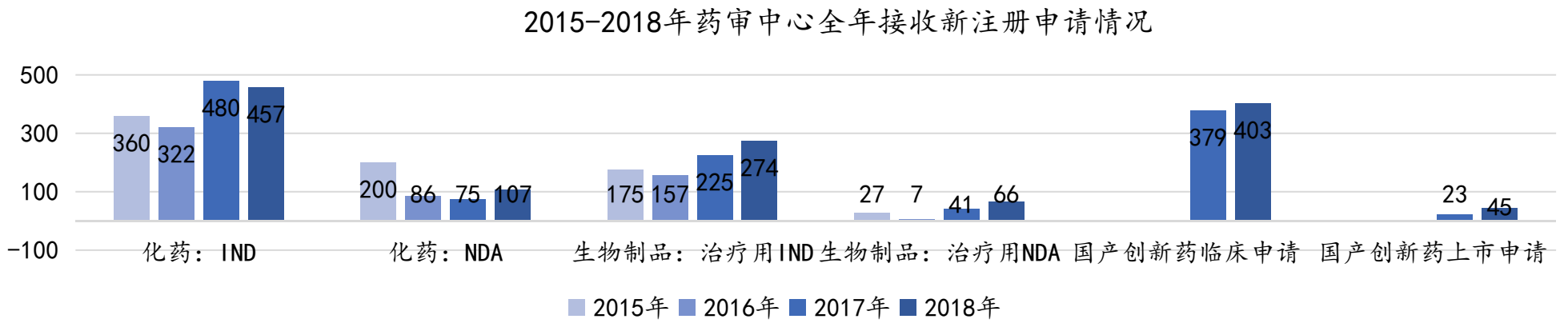


资料来源：中国医疗器械蓝皮书（2019 版），CAVID，CNKI，，信达证券研发中心

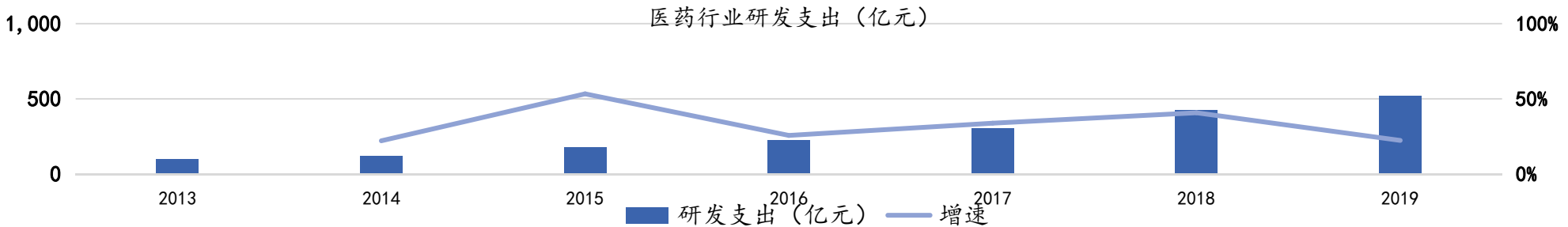
CXO：新药申请数量上升，行业研发投入持续增加

信达证券

- **2017-2018年化药、生物制品IND申请受理数相比2015-2016年大幅上升。**2018年底，药审中心全年完成审评审批的注册申请共9796件，实现中药、化药、生物制品各类注册申请按时限审评审批率已超过90%，



- **政策红利推动研发投入提升。**随着优先审评制度、临床试验默认许可等关键性制度落地，未来审评、核查和检验由“串联”改成“并联”，显著提高药品注册效率和注册时限的预期性，企业自身研发实力将是药品研发创新的核心驱动因素。



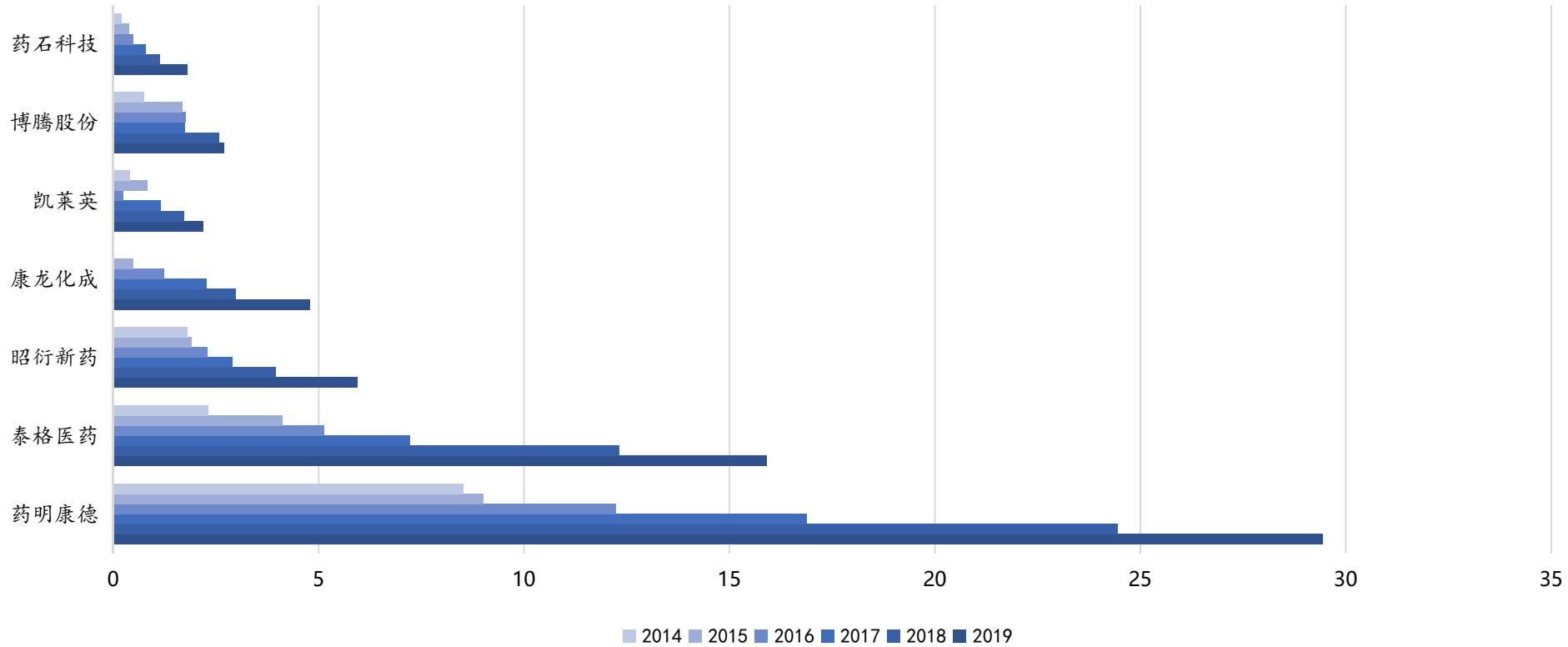
资料来源：药监局药品审评中心，Wind, 信达证券研发中心；注：按申万医药生物行业研发支出统计

CXO:国内业务收入增长迅猛

信达证券

- **国内创新药申请数量大幅增加推动CRO/CDMO国内市场迅速增长。**
- 2019年年底，除博腾股份中国市场营收增长约为4%左右，其余公司2019年中国区营收增长均超过20%，康龙化成达到60%。

图：CRO/CDMO企业中国大陆营业收入（亿元）

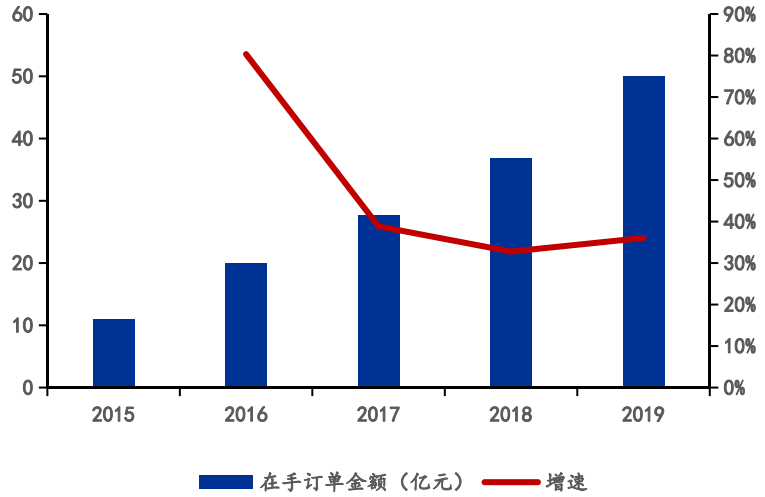


资料来源：Wind，信达证券研发中心。

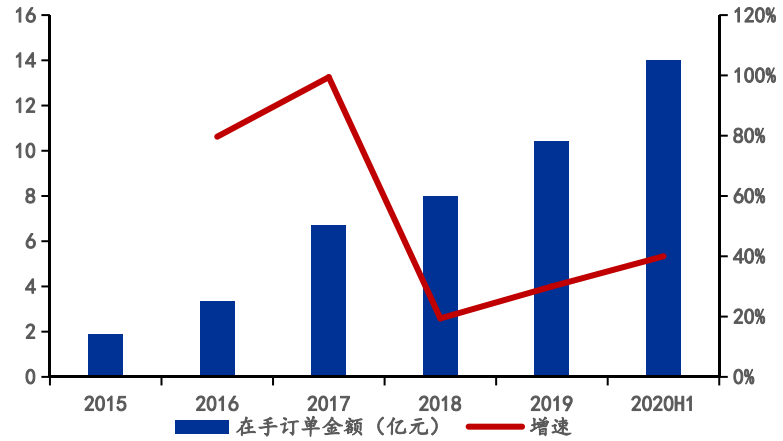
CXO：企业在手订单丰富，业绩确定性强

- **研发需求强烈，在手订单量高速增长。**临床研发需求增多带动CXO企业在手订单持续攀升。泰格医药在手订单量5年来均保持30%以上的高速增长，2019年在手订单金额50.11 亿元，同比增长 36.06%。昭衍新药2020年H1在手订单金额14 亿元，同比增长40%。充足的待执行订单是未来业绩的有力保障。

图： 泰格医药在手订单金额



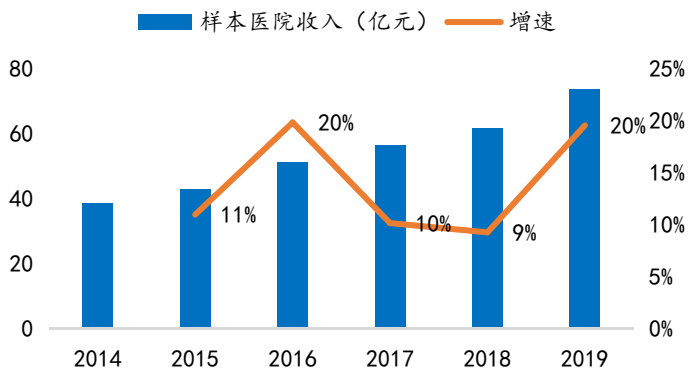
图： 昭衍新药在手订单金额



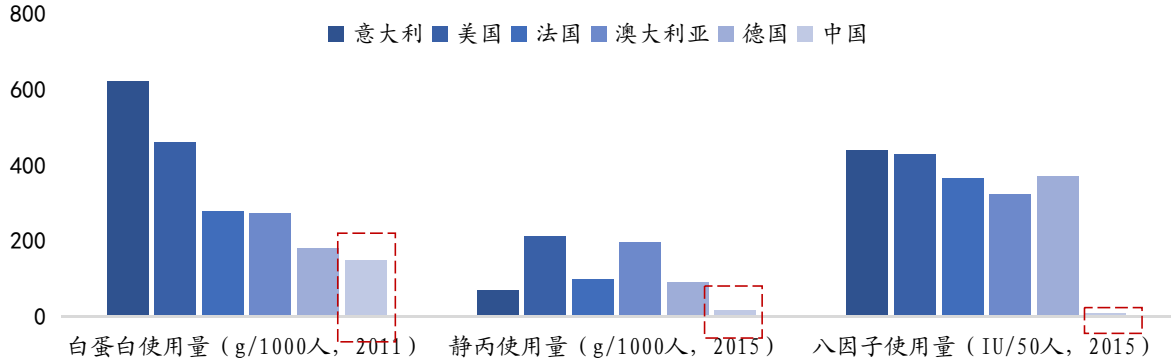
资料来源：Wind，各公司公告，信达证券研发中心；

血液制品：终端需求持续旺盛，疫情催化批签发加快

图：血液制品终端需求持续旺盛



图：中国与欧美国家血液制品用量尚有差距



表：2020Q1血液制品大品种批签发高速增长（单位：万瓶/支）

品种名称	规格	2017 批签发数量	2017 增速	2018 批签发数量	2018 增速	2019 批签发数量	2019 增速	2019Q1 批签发数量	2019Q1 增速	2020Q1 批签发数量	2020Q1增速
人血白蛋白	10g	4220	4%	4815	14%	5392	12%	921	-7%	1612	75%
静注人免疫球蛋白	2.5g	1098	-1%	1084	-1%	1212	12%	240	9%	471	96%
人免疫球蛋白	0.3g	98	-37%	64	-35%	131	105%	24	386%	62	154%
狂犬病人免疫球蛋白	200IU	574	70%	925	61%	1262	36%	206	98%	247	20%
破伤风人免疫球蛋白	250IU	436	10%	356	-18%	633	78%	126	40%	162	29%
乙型肝炎人免疫球蛋白	200IU	194	9%	217	12%	166	-23%	11	-75%	27	160%
人凝血酶原复合物	200IU	107	38%	99	-8%	98	0%	13	-34%	36	170%
人凝血因子Ⅷ	200IU	140	29%	170	21%	172	1%	37	23%	58	57%
人纤维蛋白原	0.5g	94	-3%	89	-5%	87	-2%	30	53%	28	-8%

资料来源：MRB，Wind，中检所，信达证券研发中心

血液制品：供给端浆量为王，疫情导致紧平衡

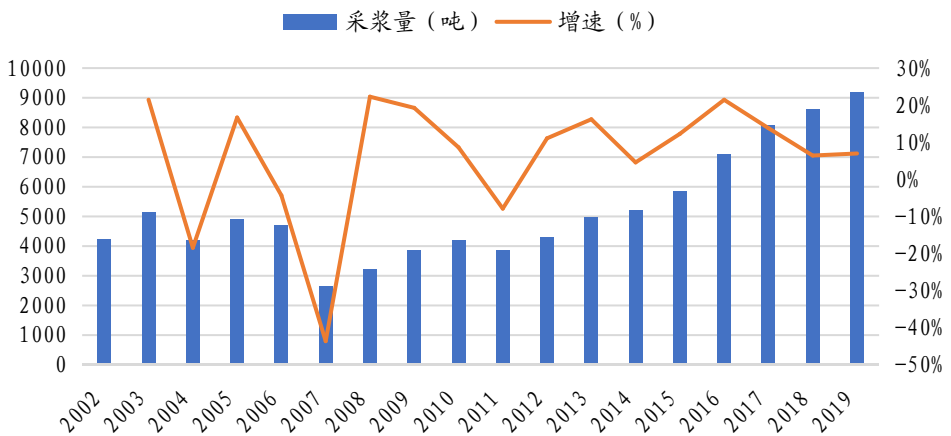
信达证券

- **浆站停采可能导致加剧后续供应紧张。**

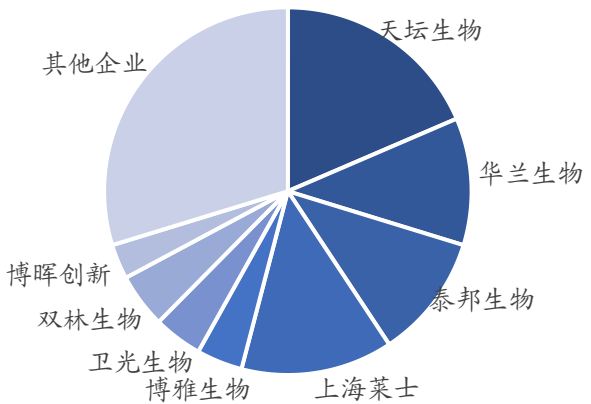
中国：停采1-2月	采浆、投浆、生产、批签发、销售的周期约6个月	预计2020年三季度末或四季度可能出现销售紧张
进口：部分停采	国外血制品在国内销售的周期，约3-6个月后	预计下半年进口蛋白产品可能会出现货源紧张

- **需求增加合并供应紧张，新冠疫情有望催化行业景气度回升**：短期内加速相关产品的库存消化，中期受限于采浆量供给的短缺有望引发相关产品提价，长期促进医生教育利好静丙等产品的未来市场开拓。

图：血液制品采浆量增长有所放缓



图：血液制品采浆量企业间分布（2019）



资料来源：Wind，卫健委，信达证券研发中心

高端化学制剂：仍然具有较大的可为空间

➢ **医药工业发展规划指南（工信部联规〔2016〕350号，2016年11月07日）**

提高产品质量	满足多样化市场需求	推进行业重组整合	优化出口结构，促进出口增长
• 把质量安全作为医药工业发展的生命线，强化企业质量主体责任，健全质量标准体系，严格质量安全监管，促进化学仿制药等重点领域质量提升。药品、医疗器械质量标准提高，各环节质量管理规范有效实施，**通过国际先进水平GMP认证的制剂企业达到100家以上。**	• 鼓励企业在发展重大疾病治疗药物和高性能医疗器械的同时，对已有产品开展各种形式的微创新，改善患者体验，提高患者依从性，满足多层次、个性化的市场需求，**促进我国游客境外购买需求回归**。	• 通过提高注册、质量、节能、环保、安全生产等标准，严格市场准入，形成市场倒逼机制，促进企业重组和落后企业退出。支持企业强强联合，培育具有国际竞争力的大型企业。推动大型医药企业整合中小型创新创业企业，促进新产品、新技术和已有产能对接。	• 巩固化学原料药国际竞争地位，提高精深加工产品出口比重，增加符合先进水平GMP要求的品种数量。立足原料药产业优势，实施制剂国际化战略，**全面提高我国制剂出口规模、比重和产品附加值，**重点拓展发达国家市场和新兴医药市场。**扩大医疗设备出口规模**，借助我国电子信息、装备制造产业基础，培育医疗设备产品的竞争力，建立境外技术服务网络，大力开拓国际市场。

资料来源：国务院，发改委，药监局，工信部，信达证券研发中心。

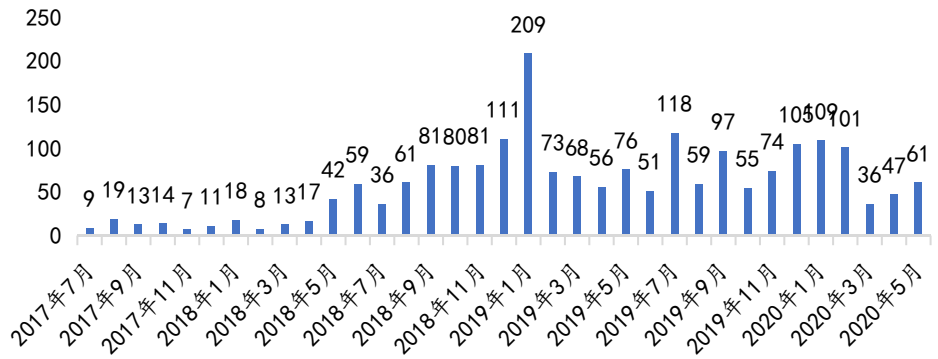
化学仿制药：一致性评价稳步推进，注射剂一致性评价有望加速

信达证券

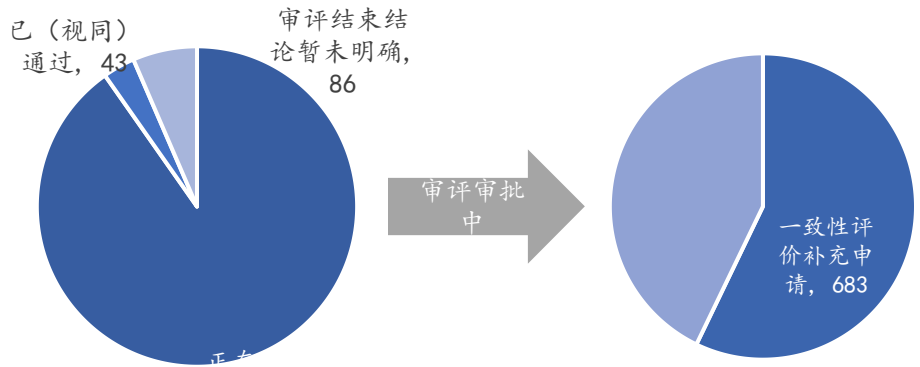
- **存量注射剂一致性评价任重道远。**
  - 根据GBI SOURCE数据，截止2020年5月17日，CDE共已受理1324个注射剂一致性评价。

- **政策基本完善，注射剂一致性评价有望加速，申报较早、企业较多的品种有望率先通过。**
  - 2020年5月14日，国家药品监督管理局药品审评中心发布《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》等文件；与2019年的征求意见稿之间差异很小。

图：一致性评价稳步推进



图：已有43个注射剂品规（视同）通过一致性评价



资料来源：CDE，GBI SOURCE，信达证券研发中心

目录

01 中国医药行业的五个新特点

02 政策由外部冲击变为内生假设

03 部分细分领域龙头优势愈发明显

04 **投资建议：聚焦三条投资主线**

投资逻辑：聚焦三条投资主线

- 随着中国医药市场所呈现的新的特点，行业政策由外部冲击变为内生假设，部分细分领域龙头的领先优势愈发明显，在此背景下，我们建议从三条投资主线上布局机会：：①**胜者为王，平衡收益**：寻找行业格局清晰、远景空间广阔的公司；②**差异为先，潜在惊喜**：挖掘在细分领域上有望建立优势的标的；③**估值打底，静待催化**：发现经营稳健但因各种原因被低估的公司。



资料来源：信达证券研发中心

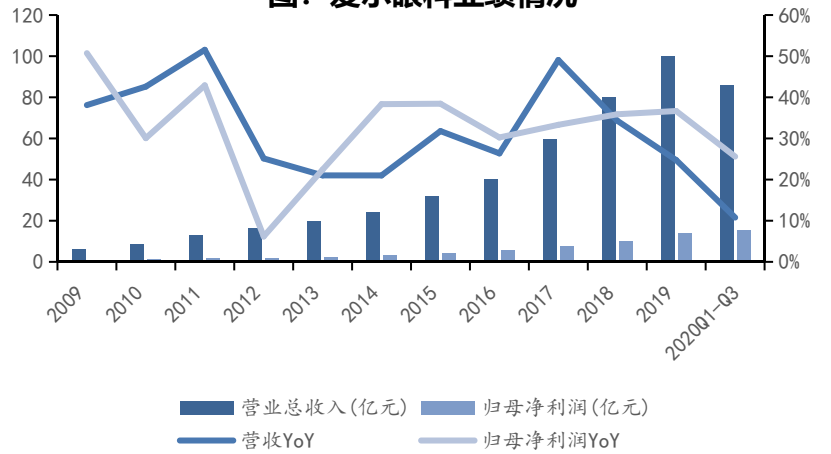
爱尔眼科：惟精惟一深耕眼科，内培外引高速增长

- **眼科医疗服务需求强劲，Q3业绩显著超预期。**公司2020前三季度实现营收85.66亿元，同比增长10.78%；归母净利润15.46亿元，同比增长25.60%。疫情主要影响公司国内外上半年业绩，2020年7月起整体业绩快速提升，Q3单季度实现营收44.02亿元，同比增长47.55%，收入增速环比持续改善；归母净利润8.70亿元，同比大增62.34%。
- **爱尔眼科门诊量及手术量逐年攀升。**2009 年爱尔眼科的门诊量和手术量分别为79.74万人次和9.01万人次，2019年爱尔眼科的门诊量和手术量分别为573.57万人次和56.45万人次，分别增长到上市初的8.3倍和6.8倍。
- **并购重组顺利完成，全球网络持续拓展。**2020年7月公司完成发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项，并购重组收购30家医院，进一步完善了公司在全国的网络覆盖。公司加快各级医院数字化转型，已累计上线网上医院57家。目前爱尔眼科集团在中国内地、欧洲、东南亚拥有3家上市公司，眼科医院及中心数量达600余家。

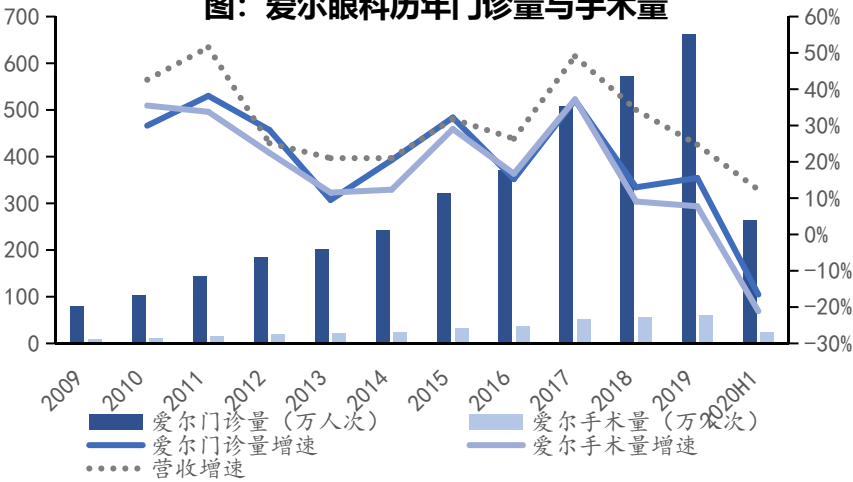
图：爱尔眼科全球医院及中心分布



图：爱尔眼科业绩情况



图：爱尔眼科历年门诊量与手术量

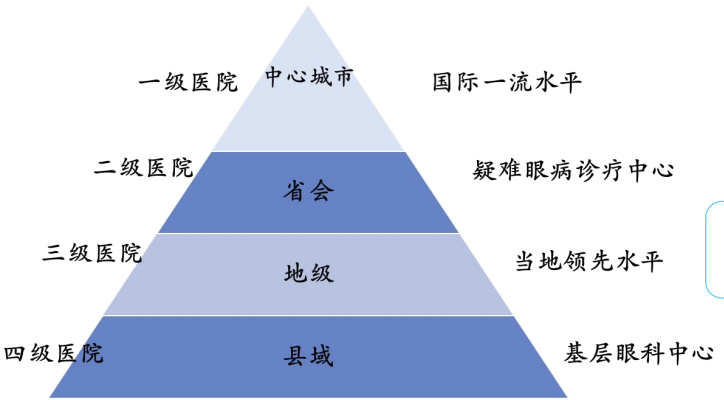


资料来源：爱尔眼科公司公告，公司官网，信达证券研发中心

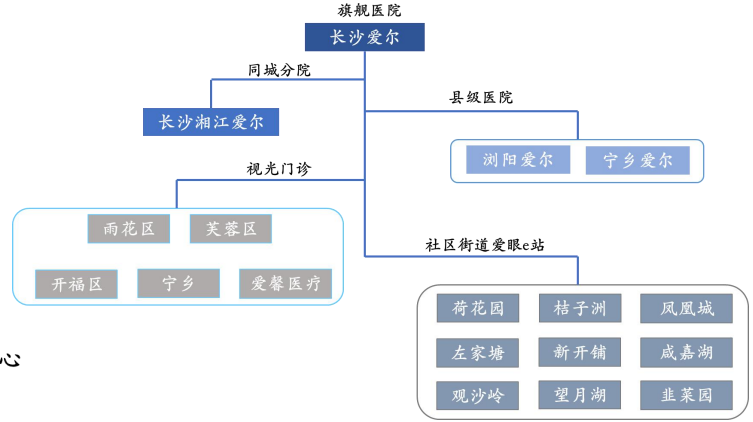
爱尔眼科：分级连锁、同城网络、内外协同共筑全球战略格局

- **爱尔眼科按地域分布打造分级连锁生态。**随着国家基层首诊、分级转诊的逐步推进，医疗需求重心不断下沉，基层的市场机遇和空间将逐步扩大。爱尔眼科根据不同地区医疗需求， 通过建立“中心城市-省会-地级市-县” 分级连锁模式， 一方面打造中心及省会城市的眼科医疗高地，另一方面深度下沉到服务需求基数更大的地县，提高覆盖面和渗透率。
- **公司在已有布局区域建立同城网络生态。**一家眼科医院的诊断容量远不能覆盖日益壮大的眼科市场，爱尔的同城分级诊疗体系可进一步深挖已布局城市的诊疗需求，逐步形成以当地爱尔医院为主体，在同城建立分院，在各区设立门诊部，在社区乡镇设立爱眼 e 站的同城网络，构建多层次和多业态的诊疗毛细血管。
- **公司经多次国际并购打造全球共享生态。**爱尔眼科从2016年开始先后收购香港亚洲医疗、美国MING WANG眼科中心、欧洲ClnicaBaviera.S.A、新加坡 ISEC 等领先的海外眼科机构，成为覆盖亚美欧三大洲的全球最大连锁眼科医疗集团。 通过整合国内及世界的科研、人才、技术创新平台形成世界级的眼科生态圈，推动全球化临床学术科研工作，“共享全球眼科智慧”的力度和深度不断增强。

图：爱尔眼科分级连锁体系



图：长沙市同城网络构成



图：香港、东南亚及欧美地区布局

地区	收购标的	收购时间	收购价格	收购股权
香港	亚洲医疗集团有限公司	2015	1.82亿元	100%
欧洲	Cl ínica Baviera, S.A	2017	1.52亿欧元	96.83%
美国	AW Healthcare Management	2017	1800万美元	75%
新加坡	ISEC Healthcare Ltd （40T）	2019	1.5亿新元（折合人民币约7.77亿元）	35%-78.22%

资料来源：公司公告，长沙爱尔眼科公司官网，信达证券研发中心

国际医学：多家院区逐步投入运营，床位数翻倍增长

- **陕西大型综合医院集团，打造全国最大单体医院。**公司正在运营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大型综合性医疗机构。**西安高新医院**于2002年正式开诊，2009年西安高新医院获批成为中国第一家社会办医三级甲等医院。**西安国际医学中心医院**于2019年9月25日开诊，作为国内最大单体医院（最大规划床位5037张），正处于业务快速发展期。受益于国际医学中心医院经营爬升顺利，2020年1-9月公司实现营业收入10.72亿元，同比增长59.41%；单三季度营业收入4.32亿元，同比增长88.59%。单三季度经营性现金流净额为0.87亿元，同比增长271.47%。

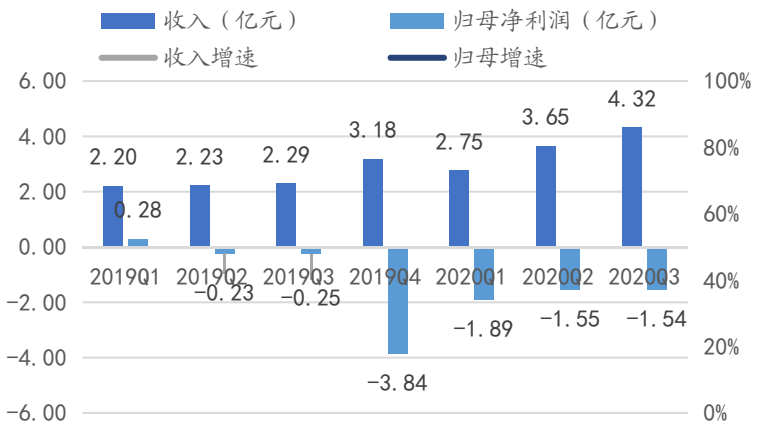
- **多院区开诊在即，2022年床位数有望过万张。**随着国际医学中心医院（目前开放1500张）床位逐步开放，高新医院二期（新增1000床）和商洛医院新院区（床位1800张）投入运营，辅助生殖中心和康复中心（床位3600张，预计2021下半年完成建设）开业，2022年公司总床位有望突破10000张，医疗服务体量大幅提高。

表：国际医学院区建设与床位规划

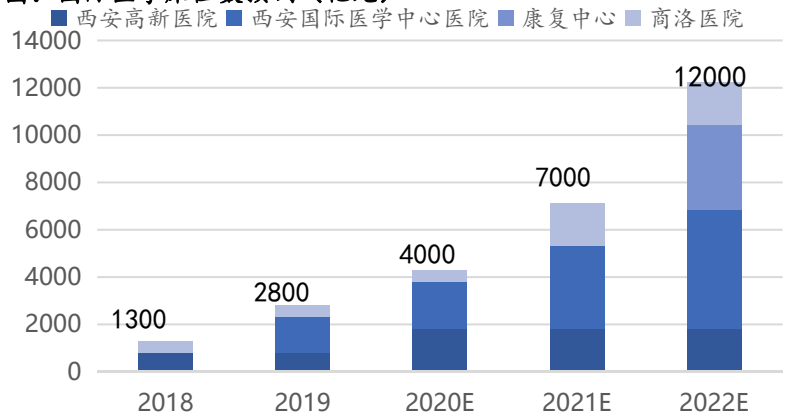
医疗机构	运营主体	最大床位数（张）	状态
西安国际医学高新医院	西安国际医学高新医院	808	已投用
	西安国际医学高新医院（扩建项目）	1000	待投用
西安国际医学商洛医院	西安国际医学商洛医院（老院区）	500	已投用
	西安国际医学商洛医院（新院区）	1800	待投用
西安国际医学中心医院	西安国际医学中心医院	1500	已投用
		3537	待投用
西安国际医学康复医院	妇女儿童医院	1200	建设中
	骨科医院	1200	
	康复、中医、老年病医院	1200	

资料来源：国际医学公告，信达证券研发中心

表： 国际医学单季度收入和净利润（亿元）



图：国际医学床位数预测（亿元）



资料来源：国际医学公告，信达证券研发中心

国际医学：新医院经营爬升迅猛，打造西北医学高地

信达证券

- **国际医学中心医院经营爬升迅猛。**国际医学中心医院在门急诊总量、病床使用率、临床手术总量上屡创新高。截至10月8日，日门诊量已突破1397人次、日住院量已突破1200床，门诊量225645人次；住院24368人次；手术7669台，其中三、四级手术占59.97%。

- **大专科小综合，重磅专家云集。**西安国际医学中心医院内设脑科、心血管、消化、胸科、肿瘤、血液病、骨科、妇科肿瘤、康复、整形、 妇儿11个专科医院及泌尿、肾病、内分泌、眼科、口腔、耳鼻喉等一大批综合门诊科室，拥有影像中心、 放疗中心、检验中心等开放式技术平台等。国际医学中心医院已引进3590余名人才，硕士以上占50.5%，博士、硕士导师55人；曾任或现任省级以上学会、协会主要领导职务的69人；享受国务院津贴11人，长江学者2人。

- **医疗设备先进，技术水平领先。**医学中心医院配有全国首台蔡司ZEISS KINEVO 900 机器人手术显微镜、西北首台西门子MAGNETOM SKyra 3.0T术中磁共振成像设备（MRI）、西北首台飞利浦Ingenia 3.0T MR-RT放疗定位磁共振设备、西门子“准7T” MAGNETOM Prisma 3.0T磁共振成像设备（MRI）等。2020年10月27日，西安国际医学中心医院获质子放射治疗系统准予许可。目前共6家医疗机构获得质子放射治疗系统准予许可，国际医学中心医院是西北地区唯一获得质子放射治疗系统许可的医院，此外，赛博刀也获得准予许可。



资料来源：国际医学公告，信达证券研发中心

资料来源：国际医学宣传资料，信达证券研发中心

一心堂：深耕西南，经营管理改善推动估值修复

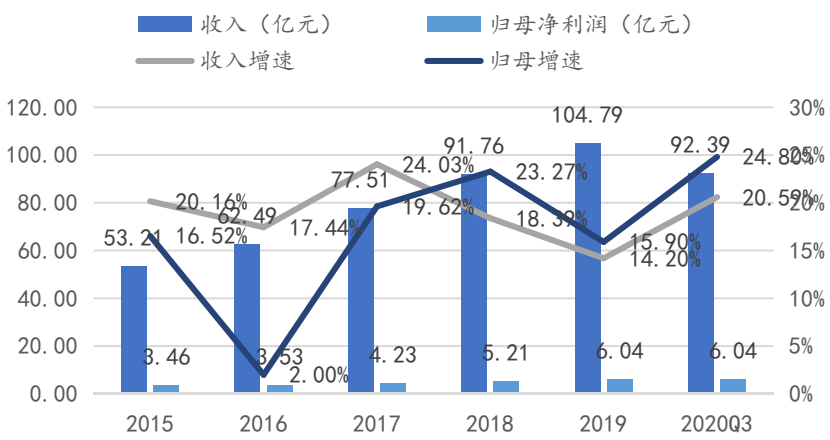
- **西南连锁药店龙头，业绩增长提速。**2020年1-9月公司实现营业收入92.39亿元，同比增长20.6%；归母净利润60.4亿元，同比增长24.8%；扣非净利润5.80亿元，同比增长21.2%。云南以外的区域的零售业务增长超过了25%。

- **开店进展顺利，全年门店拓展有望超预期。**截止2020年9月底，公司共拥有直营连锁门店6911家，较2019年底净增加门店645家，其中云南净增加344家，川渝净增加118家。开店速度较快，全年门店拓展有望超预期。

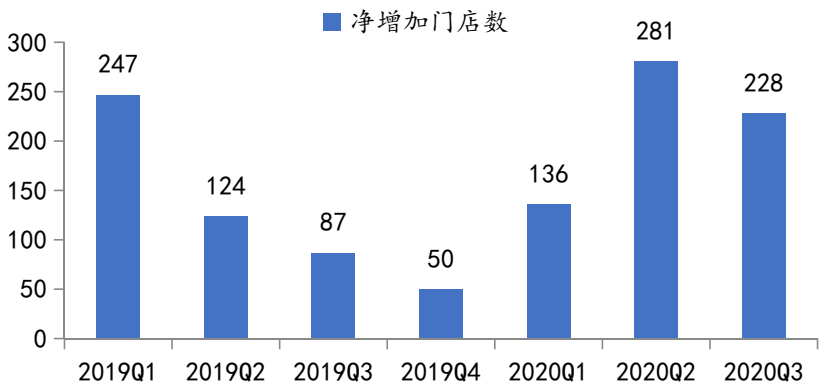
- **管理层换届后推出股权激励，提升业绩确定性。**5月12日完成首次授予。业绩考核指标为以2019年净利润为基数，2020-2022年的净利润增长率不低于20%、40%、65%。股权激励充分激发管理人员及其他核心人员的积极性，内部管理效率显著提升。

地区		2019年门店数量	2020Q3门店数量
西南地区	云南	3820	4164
	四川	756	841
	重庆	210	243
	贵州	242	303
华南地区	广西	590	641
	海南	252	282
华北地区	山西	363	400
	天津	8	9
华中地区	河南	16	18
华东地区	上海	9	10
合计		6266	6911

表：一心堂收入及归母净利润



表：一心堂单季度净增加门店（家）



资料来源：一心堂公告，信达证券研发中心

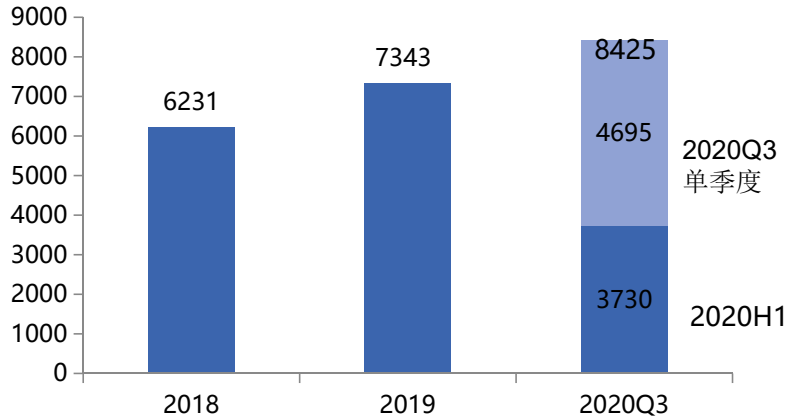
一心堂：电商、特慢病药房、中药产业链齐发力

- **O2O业务增长快速，积极推动电商发展。**公司电商业务主要涉及O2O和B2C，具体细分为一心到家O2O（自营）、第三方O2O，一心到家B2C（自营）、第三方B2C。截止2020年9月30日，已涉及4079家门店开展O2O业务，O2O业务门店数覆盖率接近总门店数60%，覆盖面遍布10个省份及直辖市。单三季度，电商业务销售规模达到4695万元，同比提升143.33%，环比提升47.94%。其中，O2O业务销售2935万元，对比2020年4-6月O2O业务销售1668万元，环比提升75.96%，实现较快增长。

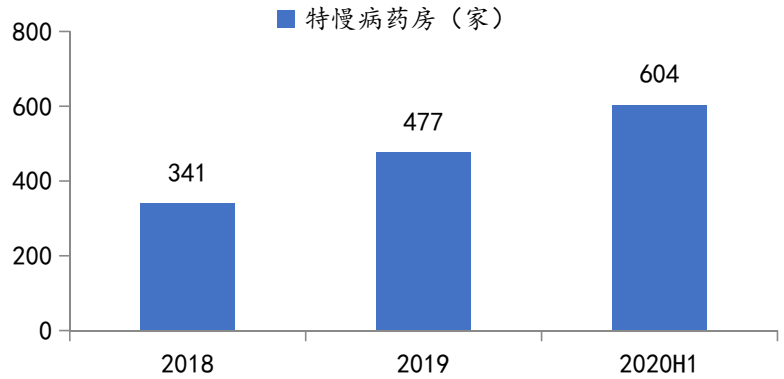
- **特慢病药房快速发展，发展空间广阔。**截至2020年6月底，公司开通各类慢病医保支付门店604家。慢性病医保销售业务在2019年的基础上有了较好的提升。同时，公司在各区域门店建设健康照顾站合计336家，其中2020年2季度公司陆续在250家门店增设健康照顾站，有助于增强老顾客粘性，吸引更多的新顾客新流量。通过从近两年慢病医保刷卡金额和交易次数的两个维度可以看出慢病医保的增长趋势较快，未来具有较大的市场空间。

- **配方颗粒研发有序推进，中药产业链长期发展可期。**目前公司已初步完成建立中药种植、初加工、精加工、批发、医疗机构供应、零售销售业务等完整的产业链。公司全资子公司鸿翔中药科技申报的防风等64个中药配方颗粒品种已完成专家评估、样品检验及标准复核、GMP符合性检查工作，同意对其进行备案并在云南省内医疗机构临床试用。截止2020年9月底，公司完成382个配方颗粒品种备案并取得临床使用资格，在中药的产能、产值上得到进一步提升。

图：一心堂电商业务销售额（万元）



图：一心堂特慢病药房门店数（家）



资料来源：一心堂公告，信达证券研发中心

南微医学：内镜耗材领军者，丰富产品线持续拓宽护城河

- **公司业绩逐步回暖，疫情影响减弱。**受疫情影响2020年Q1-3公司实现营收9.31亿元，同比减少3.08%；归母净利润2.08亿元，同比减少8.19%。随着内镜手术逐步放开，2020年销售收入3.61亿元，同比增加 5.14%，9月单月销售收入创历史新高，超过1.4亿元，Q3归母净利润9457.70万元，同比增加23.09%。Q3营收及归母净利润均转正，疫情影响逐步消除。
- **创新能力铸就丰富产品线，研发投入持续提升。**公司一次性使用高频切开刀正在进行美国 FDA注册；消融手术规划系统已获得国内注册；EOCT产品于2020年2月提交CFDA注册申请；神经外科产品也计划提交注册。公司2020年Q1-3研发费用投入占比为6.97%，较上年同期增加42.12%。
- **专注长远战略发展，中长期向好趋势不变。**公司未受疫情掣肘，公司信息化建设及全球SAP持续推进。大宗耗材生产自动化项目已经基本完成，预计年底之前能够投入运行。公司凭借优越的产品性能、研发能力和战略布局，有望进一步巩固在微创诊疗耗材领域的龙头地位。

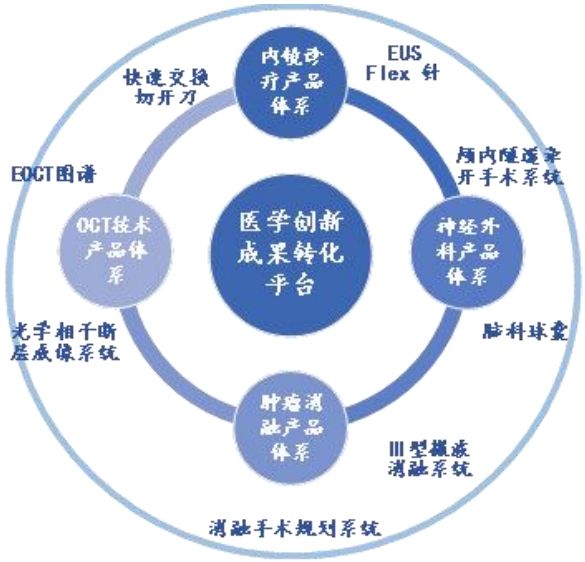
图：内镜耗材增长催化剂

需求端：
中国肿瘤发病率居高不下，内镜早筛需求广阔

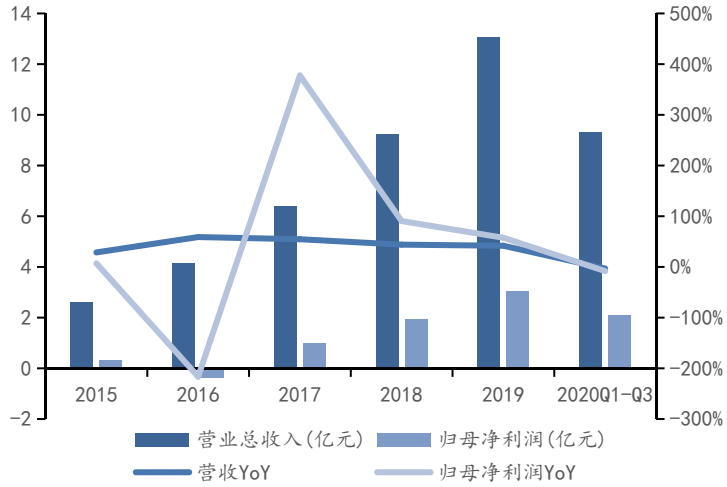
技术端：
屡次技术迭代，中国内镜技术与国际接轨

政策端：
鼓励创新、医保控费为国产内镜制造带来机遇

图：南微医学创新平台



图：南微医学业绩情况

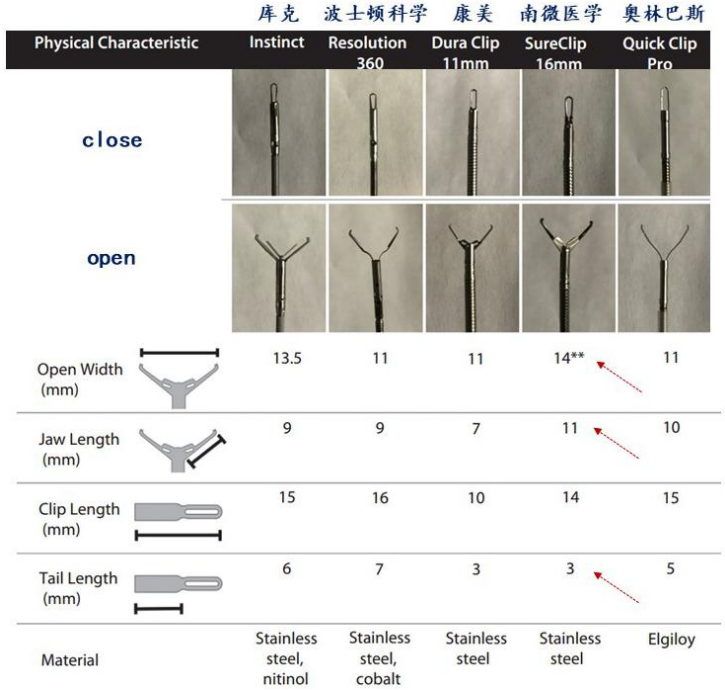


资料来源：南微医学公司公告，公司官网，信达证券研发中心

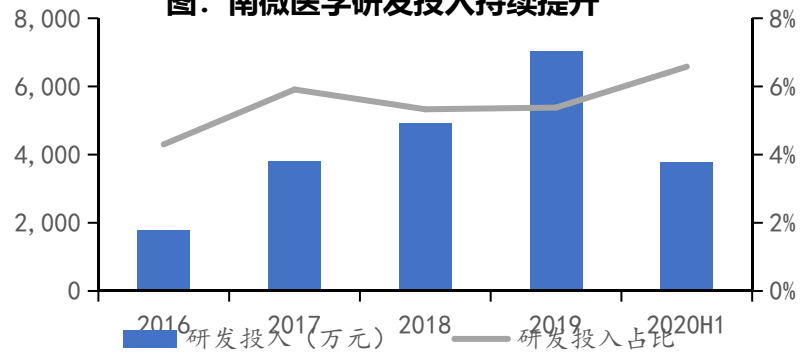
南微医学：创新驱动，产品性能比肩海外

- **创新驱动，依托于研发投入逐年攀升。**2016年至2019年南微医学研发投入从1779.77万元增长到7039.86万元，研发投入占比从2016年的4.30%提升至2020年H1的6.58%，2016年至2020年H1研发人员从132人增长到321人。依托现有在研项目储备和长期发展战略布局，公司研发投入力度将继续加大。
- **科研创新实力突出，部分内镜产品的用途与性能已比肩国际水平。**高研发投入下，南微医学多次获得国家及省部级科技表彰，也是医疗器械行业内少数几家多次获得国家科学技术奖的企业之一。活检钳、软组织夹、扩张球囊等产品的用途与性能已达到与已在美国上市的知名国际医疗器械公司同类产品实质等同的水平。

图：南微医学和谐夹物理性能优异



图：南微医学研发投入持续提升



表：南微医学组织夹性价比较高

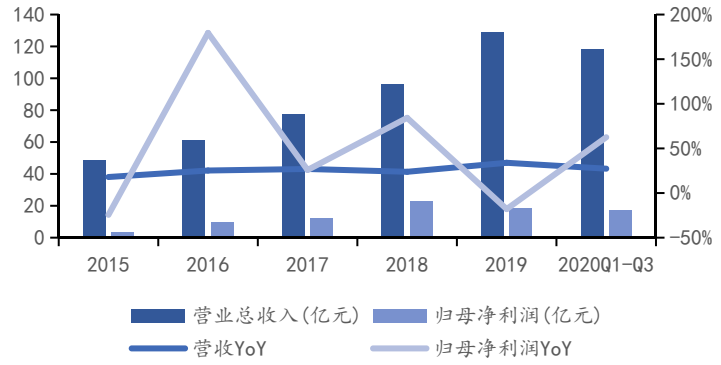
代表企业	南微医学	波士顿科学	库克	奥林巴斯
型号 直径*工作长度（mm）	2.6*(1550/1650/1800/1950/2300/2350/2700)	2.6*（1550/2350）	2.4*2300	2.6*（1650/1950/2300/2700）
性能参数	凸轮结构	弹性悬臂梁结构	连杆结构	弹性悬臂梁结构
	无限次重复开闭	5 次重复开闭	无限次重复开闭	不可重复开闭
	可在弯曲状态下实现 360 度精确旋转	360 度旋转	360 度旋转	可弯曲状态下360 度精确旋转
	残留体内长度 10mm	残留体内长度16mm	残留体内长度15mm	残留体内长度10mm
价格(元)	199/299	1280-1999	1200-1400	——

资料来源：《GASTROINTESTINAL ENDOSCOPY》，公司公告，信达证券研发中心

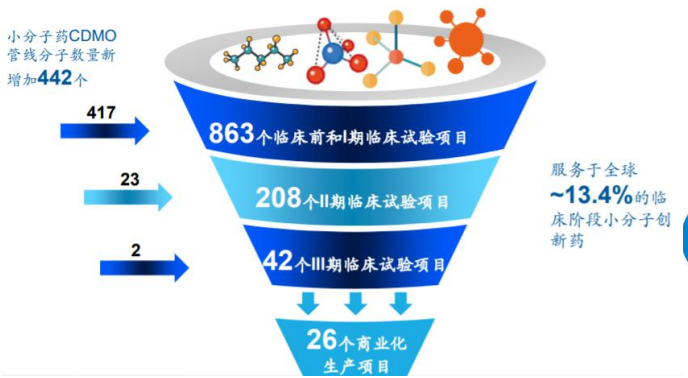
药明康德：医药外包领域龙头，一体化平台赋能全球客户

- **2020年Q1-3业绩亮眼，CXO龙头强者恒强。**公司2020年Q1-3实现营业收入118.2亿元，同比增长27.3%，经调整Non-IFRS归母净利润24.8亿元，同比增长34.4%，归母净利润23.7亿元、同比增长34.2%；第三季度实现营业收入45.8亿元，经调整Non-IFRS归母净利润9.6亿元，归母净利润6.5亿元，同比分别增长35.4%、44.3%、-8.07%。
- **发挥一体化平台优势，赋能全球医药研发创新。**公司“一体化，端到端”研发服务平台可为客户提供一站式的新药研发服务，从“跟随项目发展”到“跟随药物分子发展”。公司发挥一体化平台优势，前三季度通过新药研发申请一体化平台Wind签约78个服务项目，贯彻整个新药服务链并通过eCTD（电子申报）的方式为众多国内外合作伙伴成功进行IND申报，获得FDA的许可，进入临床研究。
- **国际化平台赋能全球医药行业，“长尾客户”拓展顺利。**公司在全球29个营运基地和分支机构共计2.1余万名科研人员。目前全球前20大制药企业占公司整体收入比重约32.8%。公司客户粘性强，公司前十大客户保留率100%。2020年Q3公司新增客户超过900家，活跃客户超过4100家，前三季度全球“长尾客户”和中国客户收入79.4亿元，同比增长28.4%。同时，海外疫情下Top20药企订单显著增加，前三季度收入38.8亿元，同比增长25.1%。

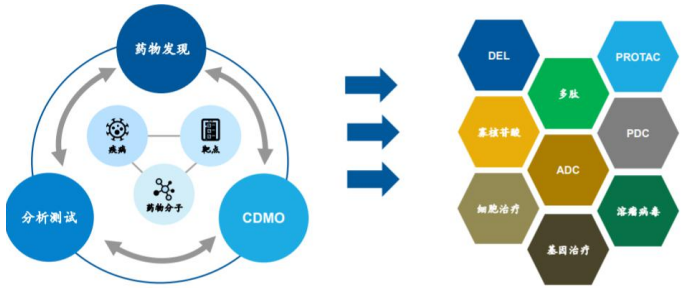
图：药明康德业绩情况



图：药明康德小分子CDMO管线



图：药明康德一体化平台

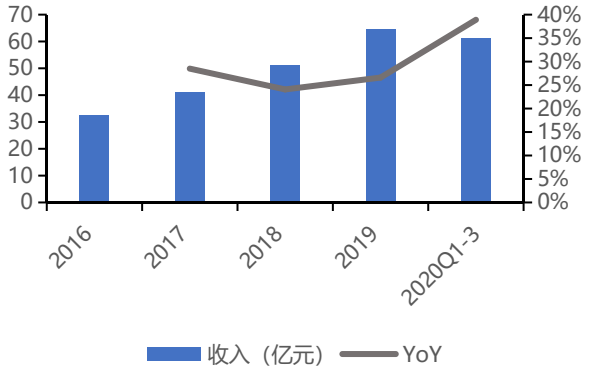


资料来源：药明康德公司公告，公司官网，信达证券研发中心

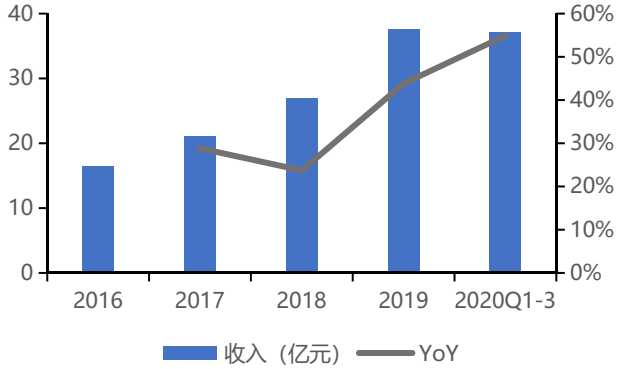
药明康德：中国区实验室和CDMO强劲增长，临床CRO逐步恢复

- **中国区实验室高基数上高增长，展现雄厚实力。**中国区实验室服务2020年前三季度实现收入61.2亿元，同比增长30.9%，增速稳定；其中第三季度实现收入23.38亿元，同比增长38.9%，增长迅速。HitS平台赋能359个全球客户。DDSU项目正在有序进行，2020年前三季度公司助力中国客户完成18个研究型新药的IND申报工作，并获得20个项目的CTA。公司截止Q3累计为中国制药企业完成103个项目的IND申报工作，并获得77个项目的CTA。
- **CDMO项目数量持续增加，首个制剂放量在即。**2020年Q1-3公司CDMO业务实现收入37.1亿元，同比增长36.5%，其中Q3实现收入15.5亿元，同比增长54.9%。合全药业四个基地同时通过NMPA针对合作伙伴一款创新药的批准前检查，药监机构第一次对合全药业一体化CMC平台从原料药到制剂的全面检查，也是公司首个新药制剂项目和喷雾干燥生产工艺的批准前检查。
- **临床CRO订单增长迅速，环比持续改善。**公司CDS团队在中美两地拥有超过810人的临床团队，在手订单同比增长约100%，参与10个中美双报项目。公司 SMO 团队在全国145个城市拥有超过3100名员工，助力客户完成14个药品和医疗器械产品的核查并获批上市，其中包括参与中国首个单克隆抗体生物类似药在欧盟获批上市，在手订单同比增长约45%，保持行业领先地位。

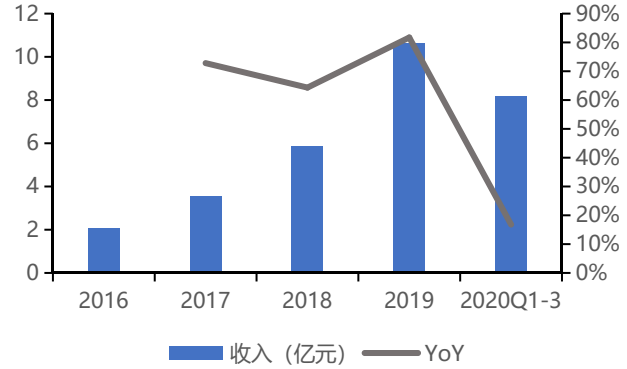
图：中国区实验室服务收入情况



图：CDMO服务收入情况



图：临床CRO服务收入情况



资料来源：药明康德公司公告，公司官网，信达证券研发中心

威高股份：中国领先的医疗器械整体解决方案供应商

信达证券

- **国内医用耗材龙头企业**。产品管线丰富，包括低值耗材、骨科耗材、介入、药包材、血液透析等。
- 2020年上半年，临床护理板块因受到新冠疫情影响而较去年同期有所下降。随着新冠疫情逐渐获得控制将会逐步恢复，继续于临床护理市场保持优势地位。

WEGO威高

低值耗材产品
安全输注系列：注液器、注射器、留置针
临床护理系列、手术室及麻醉耗材、创伤护理

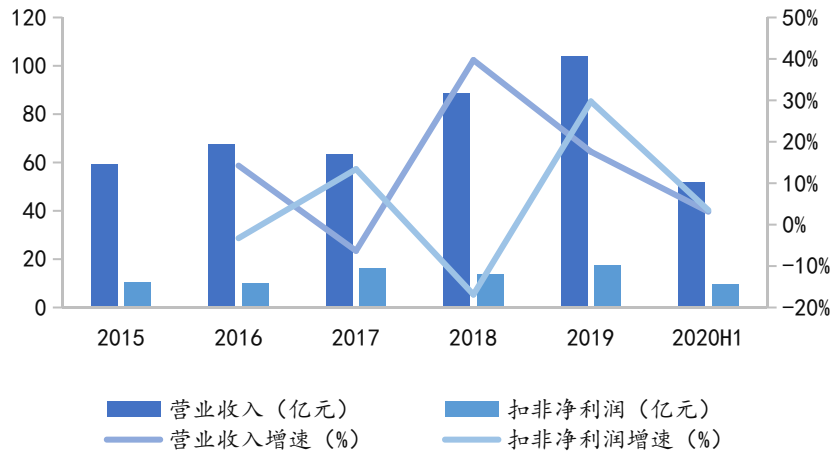
骨科耗材
创伤及骨科耗材系列：关节假体、脊柱固定系统、钉棒系统

其他
血液透析设备、检验诊断、病理产品、牙种植体系统等

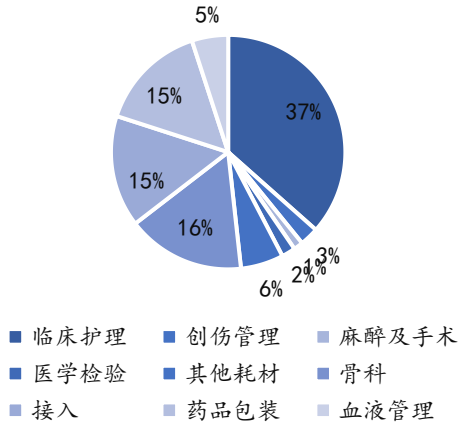
介入耗材
肿瘤介入、血管介入、影像介入

药用包材
预灌封注射器、一次性静脉输液袋、冲管注射器

图：威高股份营收及净利润情况



图：2020H1威高股份收入细分



资料来源：公司官网、公司公告，Wind

威高股份：低值耗材业务国内领先，业务结构优化升级

信达证券

➢ 低值耗材全品类布局，产品不断更新换代推动低值耗材增长，**留置针、注射器、输液器**成为低值耗材主力军。

产品线	包含系列	代表产品
临床护理	安全输注	一次性注射器、输液器、留置针、穿刺针
	输血耗材及设备	输血器、血袋、采血针
	临床护理	防护服、 手术衣、鞋套、引流管、导尿管、药液过滤滤膜、血液过 滤器、肠道插管、医用手套、集尿袋、引流袋等
创伤管理	医用卫生材料及敷料	医用胶带、纱布、绷带、敷贴、海绵、一次性压舌板
麻醉及手术	麻醉及外科产品	一次性麻醉包、喉罩、持续给药输液泵、气管插管、微量化疗泵、麻醉面罩、通气管
	医用消毒	医用酒精、医用消毒液、灭菌指示带
	手术室及ICU产品	医用缝合针、缝合线、一次性手术包、手术刀、灌注器、监护仪

传统输液钢针



一次性使用，需要反复穿刺，患者依从性差

一次性使用留置针



能够保留3-5天，减少穿刺次数减轻病人疼痛

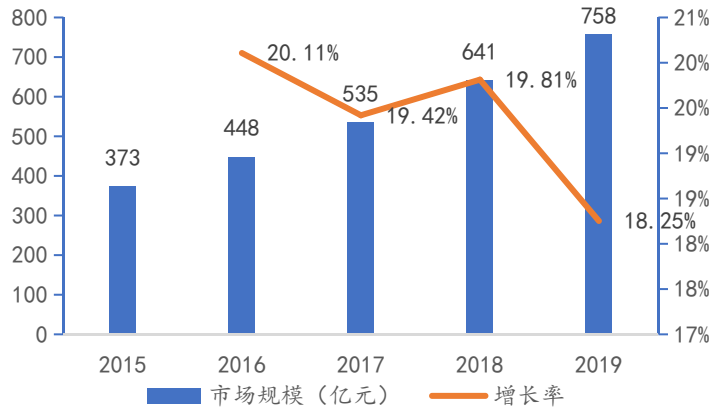
针管回缩式静脉留置针



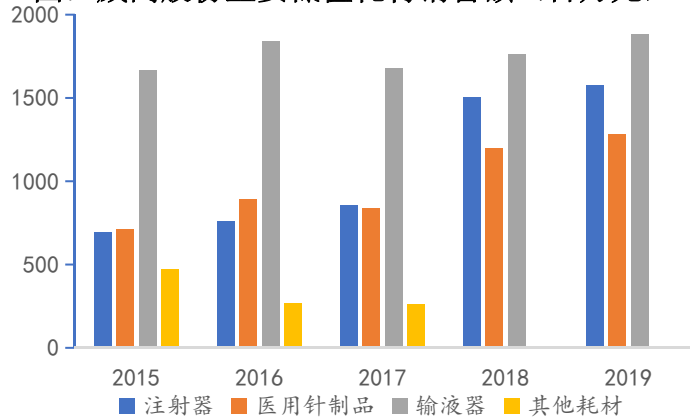
提高医护人员工作效率
套管更加柔韧，不损伤患者血管
保护套系统杜绝针刺伤和血液暴漏
极大的降低了感染血源传播疾病的风险

资料来源：公司官网、公司公报、《中国医疗器械蓝皮书（2019）》

图：中国低值耗材销市场规模及增长情况



图：威高股份主要低值耗材销售额（百万元）



威高股份：多业务协同发力，打造耗材航母

- **介入业务持续发力。**爱琅作为美国介入器械领先企业，未来有望在中国市场实现快速增长，2020上半年国内新增客户48家。

- **预灌封注射器业务快速增长。**具有安全、便捷、准确、药液利用率高的特点，对于一些剂量小、价格高的制剂（如单抗、医美注射剂等）优势十分明显。

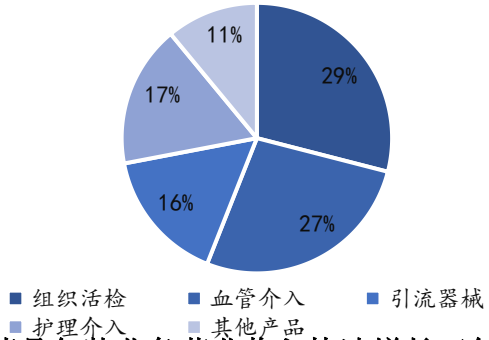
爱琅产品线	主要产品
组织活检	软组织活检产品、骨/骨髓活检产品、心内肌活检产品
血管介入	血栓管理产品、穿刺产品
引流器械	通用型引流管、胆道引流管
护理介入	穿刺、导管附件
其他产品	乳腺定位针、透析导管

图：预灌封注射器应用广泛

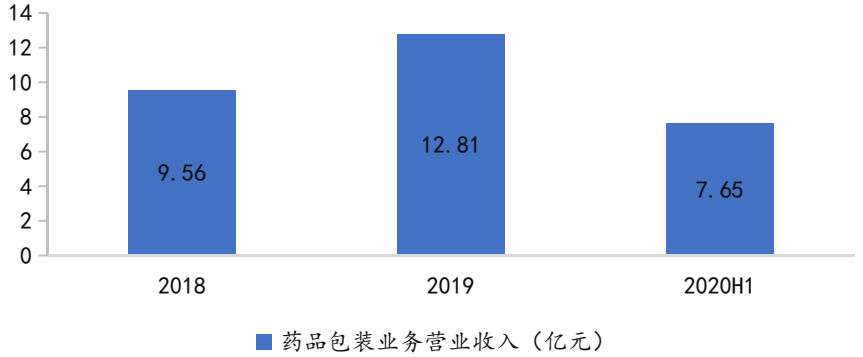
- 生物制剂：疫苗、胰岛素、单抗、生长激素、干扰素等
- 美容产品：透明质酸等
- 肿瘤药物：胸腺五肽等
- 紧急药物：肾上腺素等
- 手术冲洗



图：爱琅各产品线收入占比



图：药品包装业务营业收入快速增长（亿元）

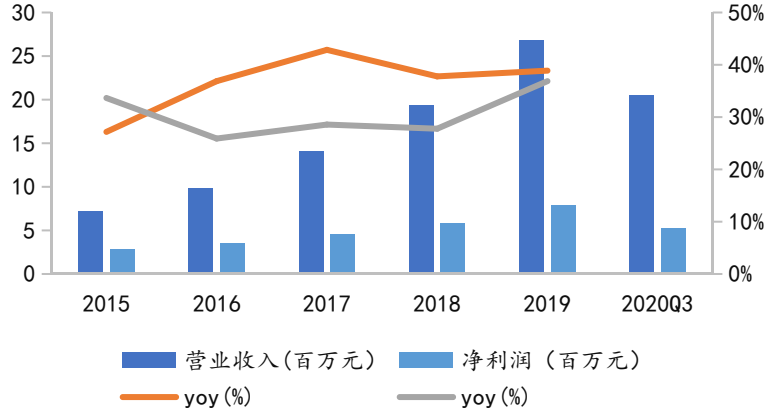


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

安图生物：国产化学发光产业龙头

- **公司以免疫诊断为主，产品线丰富**：公司专业从事体外诊断试剂及仪器的研发、生产和销售，形成了以免疫诊断产品为主、微生物检测产品特色发展的格局，产品品种齐全，能够为临床诊断提供一系列解决方案。
- **公司营业收入和净利润高增长**：2019年公司营业收入26.79亿元，同比增长39%；公司净利润为7.87亿元，同比增长37%。

安图生物营收及净利润情况



图：生化检测产品



图：免疫检测产品



图：微生物检测产品

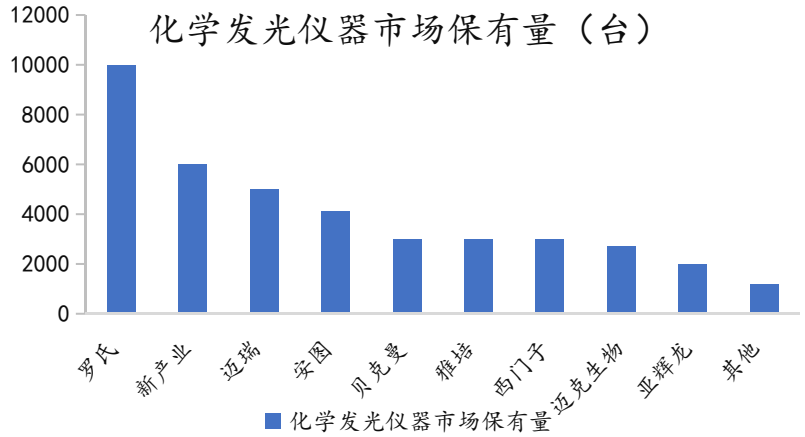


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

化学发光支撑业绩增长，具备渠道优势

信达证券

- **化学发光持续增长**
  - **磁微粒化学发光技术在国产企业中领先**：与板式发光相比，磁微粒发光技术灵敏度高、特异性强、临床检测效率高，已成为国际先进的主流发光技术。公司陆续推出了基于单个检测管理下达200测试/小时和100测试/小时的全自动磁微粒化学发光测定仪。目前公司产品最多支持四模块联机，具有极高的加样精度和灵敏度，公司磁微粒发光技术已成为国产企业中的佼佼者。
  - **新增装机提升**：2020年前三季度，公司发光仪已累计装机约1060台，其中单三季度装机约360台，高装机量将为公司业绩增长带来支撑。
- **完善的营销网络**：截至2019年12月31日，公司产品已进入二级医院及以上终端用户5,600家，其中三级医院1608家，占全国三级医院总量的60%，公司完善的营销网络及客户服务体系，确保公司产品的销售的深度和广度。



资料来源：公司公告，信达证券研发中心；注：数据截至2019年底

图：公司销售终端扩展

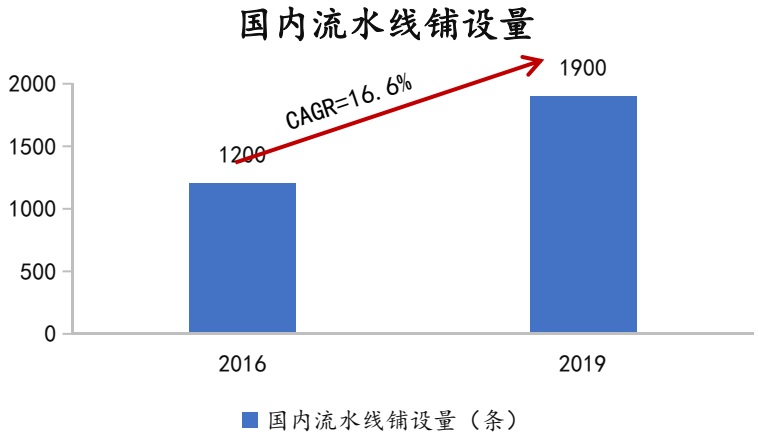
	二级医院及以上终端用户	三级医院	占全国三级医院总量的比重
2017	4500	1381	62%
2018	5,000	1503	60%
2019	5,600	1608	60%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

安图生物：国产流水线市场增长空间大，公司产品竞争力强

信达证券

- **国内流水线市场增长潜力大**：随着医改的进行以及分级诊疗的推进，医疗需求大量增加，流水线潜在需求强烈。国内流水线铺设量2016年为1200多条，2019年达到1900多条，复合增长率达到16.6%。截至目前，整个行业流水线基本由外资占领，国产流水线自然增长及替代空间大。
- **国内第一家落地的流水线企业**：安图生物是国内第一家提供医学实验室磁悬浮全自动流水线产品和服务的企业，公司采用流水线自研自产+国外外包代工模式，推出的产品可以实现医学实验室分析前、中、后的全自动化检测，具有磁悬浮全静音、无需气泵、免疫级别携带污染、智能化循环的三轨道标本运输、iLAS新一代软件B/S架构等特点。
- **产品具有竞争优势：**公司产品具有受到三级医院认可、在二级医院具有先发优势、产品线丰富，客户覆盖广、效率高，降低检测成本四大优势，在市场上竞争力强。2019年已实现流水线装机19条，2020年上半年42条（其中B-1 21条），预计未来流水线业务放量，带来新的业绩增长点。



资料来源：Wind，公司公告，Allied Market Research，信达证券研发中心

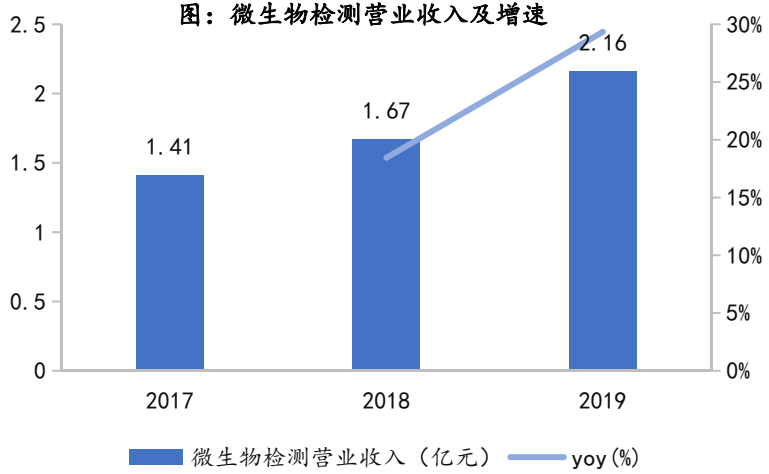
图：公司流水线业务优势

优势	表现
质量受到三级医院认可	“高速生化仪 200 速发光仪”具有日本佳能的高端配置，质量和稳定性优于其他国产高速生化仪
二级医院具有先发优势	公司是国产第一家落地的流水线，在追求性价比的二级医院具有先发优势
产品线丰富，客户覆盖广	公司具有“大流水线”和“小流水线”满足不同的等级的医院需求
佳能生化仪效率高，降低检测成本	安图代理的佳能生化仪的污染率只有0.1ppm，完成操作只需一管血

安图生物：微生物质谱业务优势显著，有望快速放量

- **微生物检测营收增速加快**：2019年微生物检测营业收入2.16亿元，同比增长29.34%。截至2020H1，公司的微生物检测产品拥有115项注册证书，并取得了69项产品的欧盟CE认证。
- **微生物质谱快速、准确、高质量，Autof ms 2000注册上市**：由于感染微生物的复杂程度存在差异，传统生物检测存在检测时间长、检测结果品种受限及准确度不高的问题，而微生物质谱具有快速、准确、高质量的特点，能够有效解决传统生物检测的不足。2019年全自动微生物质谱检测系统Autof ms 2000取得注册证并上市，配套了高精度的微升级点样仪。同时，2019年完成4600种15000株以上的微生物蛋白指纹图谱云数据库构建。
- **预计微生物质谱实现快速装机**：2018 年是公司微生物质谱上市的第一年，成功实现装机 20多台，2019年装机52台（包括30台合作销售），预计微生物质谱仪实装机继续增长。

图：微生物检测营业收入及增速



图：全自动微生物检测系统

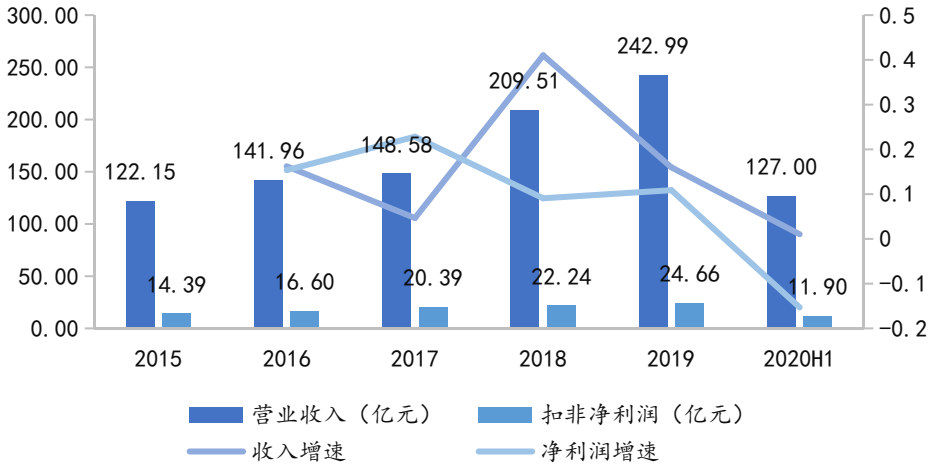


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

中国生物制药：业绩持续稳健，抗肿瘤表现亮眼

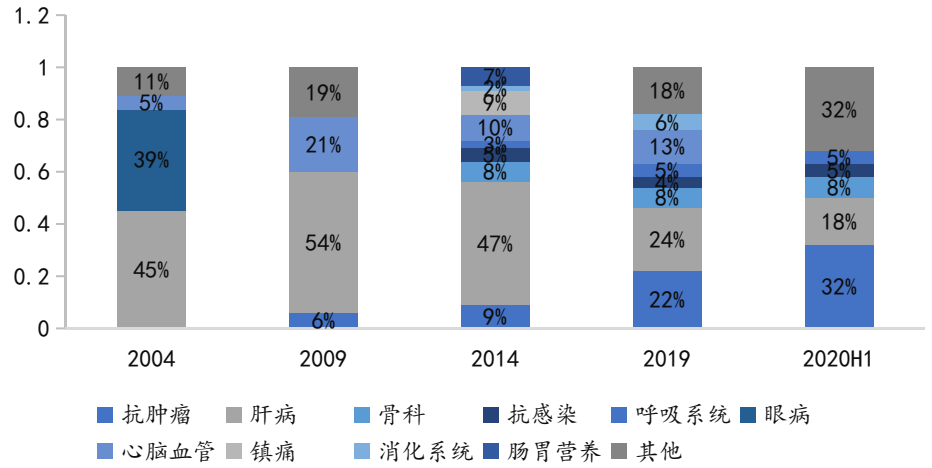
- **业绩持续稳健增长。**中国生物制药近年来收入利润持续稳健增长，2015-2019年营业收入CAGR为18.76%，扣非净利润CAGR为14.42%。2020H1受疫情影响，实现收入127.00亿元，同比增长1.04%，实现扣非净利润11.90亿元，同比减少15.30%。
- **治疗领域布局广泛，抗肿瘤强势崛起。**公司自上市以来持续丰富产品管线，治疗领域布局广泛，包括抗肿瘤、肝病、骨科、抗感染、呼吸系统、心脑血管、镇痛、消化系统、肠胃营养等。近年来，随着安罗替尼2018年上市放量，以及其他肿瘤首仿产品的不断推出，抗肿瘤领域强势崛起、增长迅速，2020年上半年实现收入40.18亿，同比强劲增长56.2%，抗肿瘤领域占总营收的比重也由2014年的9%增长到2020H1的32%。

业绩持续稳健增长



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

抗肿瘤领域强势崛起

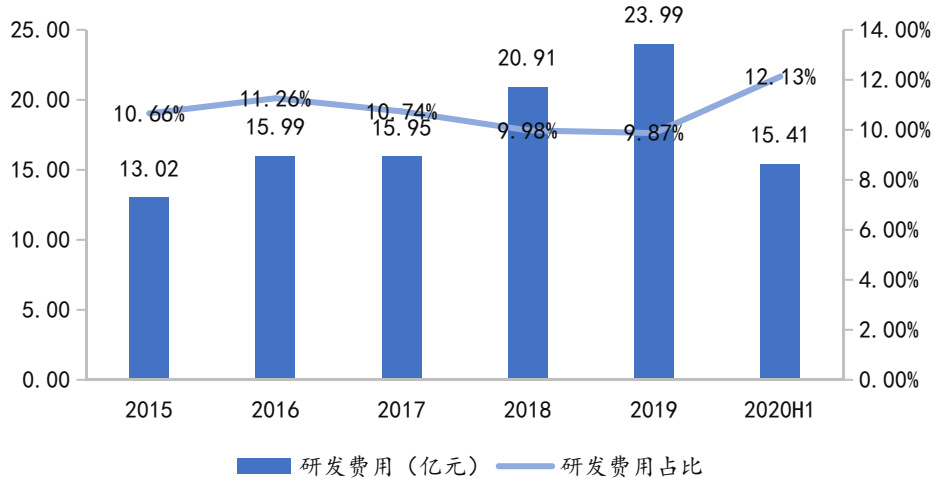


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

中国生物制药：首仿之王名不虚传，创新转型收获在即

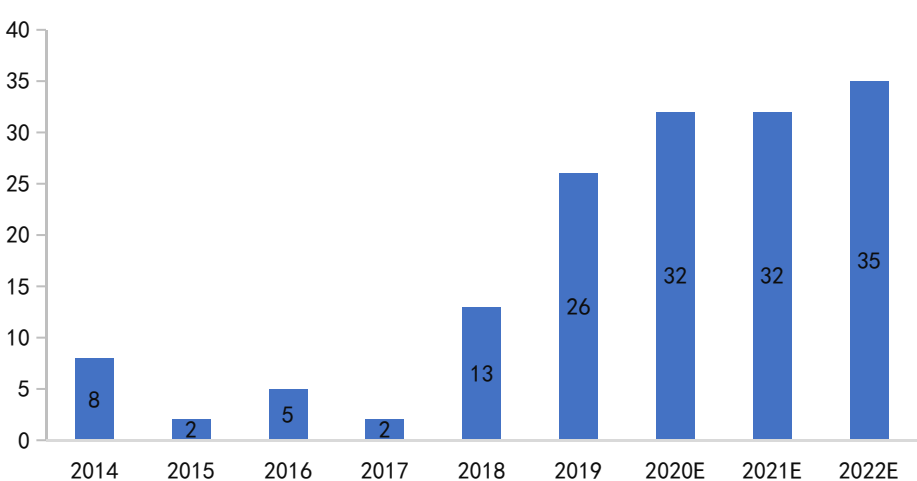
- **研发高投入保证产品持续推出。**近年来公司研发费用绝对规模持续增加，研发费用占总营业收入的比重始终维持在10%左右，而且公司的研发投入持续位于制药领域所有企业的前五之列。2020年上半年虽有疫情影响，公司仍有15.41亿元的研发费用，研发占比达12.13%。不断增加的研发投入保证了公司产品的持续推出。
- **高效研发加速创新升级。**公司研发推进顺利，继续保持较高的研发效率，2019年获得26个产品批文，2020年预计可获得32个批文，其中不乏布地奈德等技术壁垒高、市场空间大的品种。尤其是在创新药与生物药领域，公司前期布局逐渐进入收获阶段，其中PD-1、重组八因子、阿达木单抗已经报产，多款化药新药及生物药正在临床试验中，创新升级不断加速。

研发投入持续增加



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

每年新获批产品数稳定高位

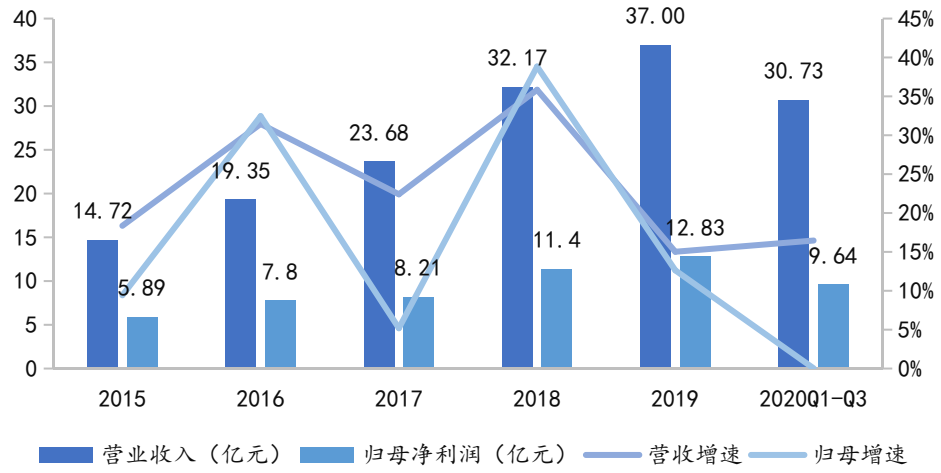


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

华兰生物：血液制品和流感疫苗双重发力

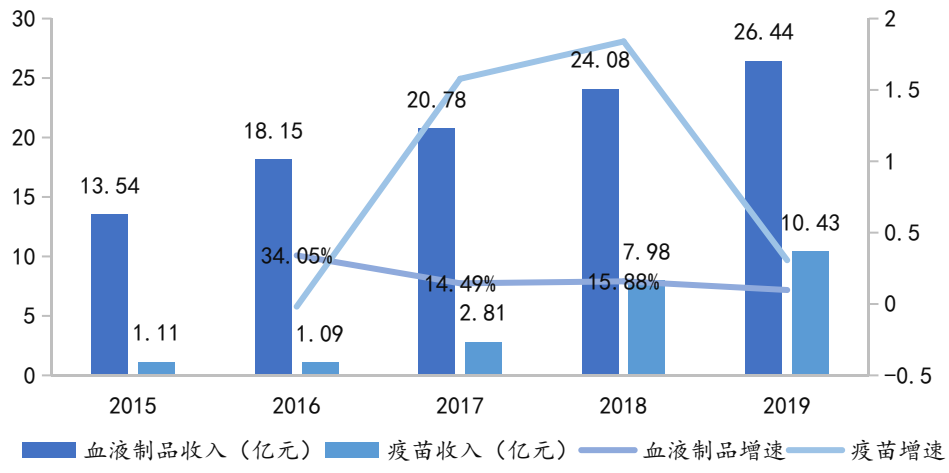
- **血液制品和疫苗均为优质赛道，龙头企业享受红利。**华兰生物业务主要包括血液制品、疫苗制品、创新药和生物类似药三类。受疫情影响，2020前三季度实现营业收入30.73亿元，同比增长16.46%，归母净利润9.64亿元，同比增长0.04%。
- **血液制品业务为主要业务，疫苗业务占比逐年增加。**血液制品自2015年价格放开后，量价齐升催化景气度提高；2017年以后随着“两票制”的推动以及2016年产量加大，血液制品行业库存增加，销售增速有所下滑；2019年华兰生物血液制品营业收入为26.44亿元，同比增长9.8%，营收占比为71.5%；疫苗业务自2018年四价流感疫苗上市以来增长迅速，2019年实现营业收入为10.43亿元，同比增长30.8%，营收占比为28.2%。

收入利润持续增长



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

疫苗占比不断提升

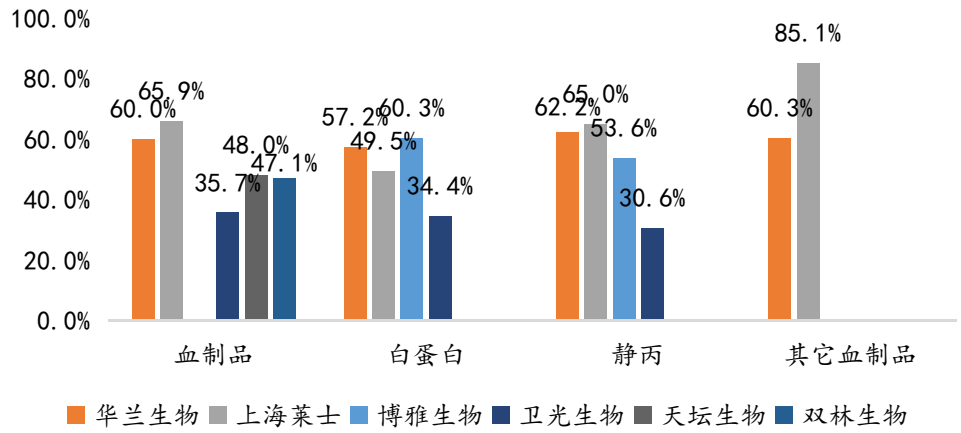


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

华兰生物：血液制品和流感疫苗双重发力

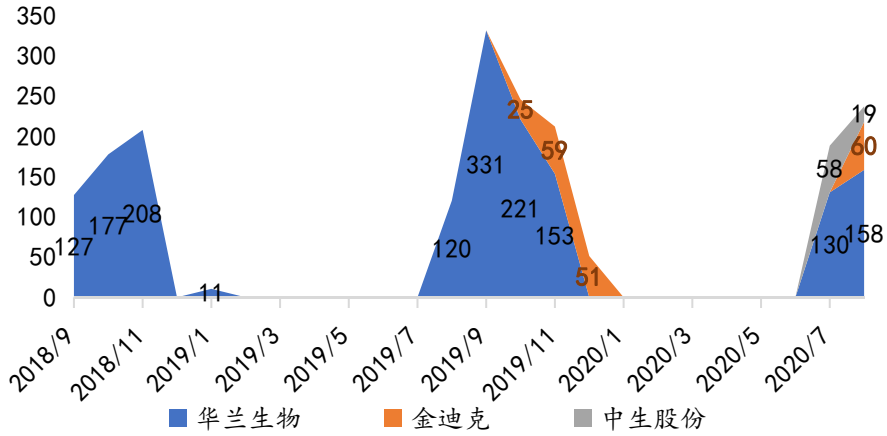
- **血液制品龙头企业，血浆综合利用率高，采浆增长潜力大。**①中国静丙的临床使用率较低，疫情期间静丙和白蛋白的使用增加，有助于静丙临床价值的进一步发现。②血液制品进入壁垒高，属于资源属性行业（原料血浆），行业龙头企业将享受更多红利。中国2019年采浆量约9200吨，华兰生物年采浆量1000吨左右，且其单个浆站采浆效率较高，浆站拓展能力强，浆量增长潜力大。③华兰生物产品品种规格较全，血浆利用率高，且积极进行静丙生产工艺的改进，提升静丙产品浓度和收率。
- **四价流感疫苗迎来放量黄金期。**流感和新冠的双重防控压力，使得流感疫苗的需求增加，华兰生物四价流感疫苗迎来黄金期，预计四价流感疫苗2020年生产销售约1600万支，实现翻倍式增长，增厚公司业绩。此外，华兰疫苗拟分拆至创业板上市，提升企业融资效率，为疫苗后续研发生产提供支撑。长期来看，中国流感疫苗渗透率较低，随着渗透率的提升，市场规模增长空间大。

A股血液制品企业2020H1毛利率对比



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

四价流感病毒裂解疫苗批签发量（单位：万）

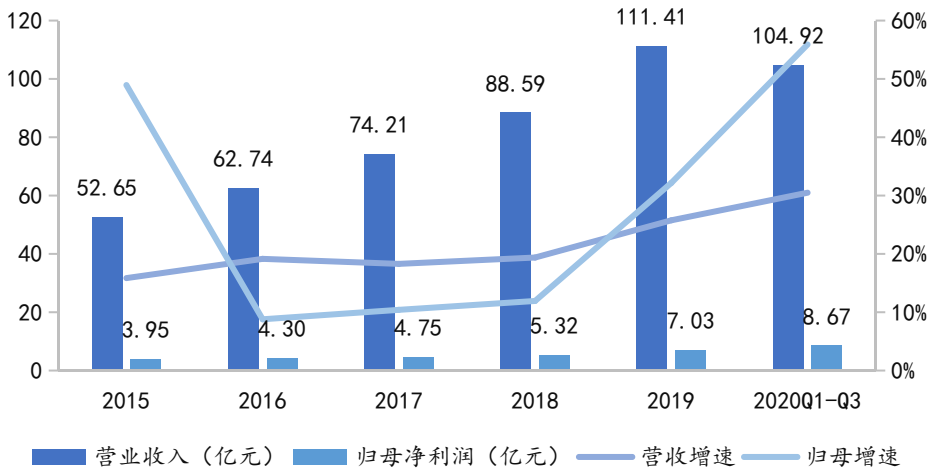


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

大参林：业绩持续超预期，门店扩张加速

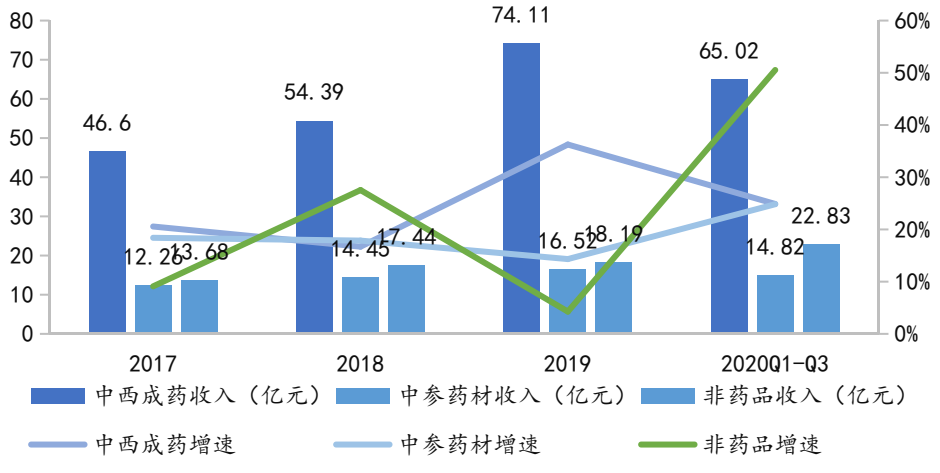
- **业绩持续加速。**近年来公司收入利润持续加速，2019年Q1-Q3实现营收104.92亿，同比增长30.49%；归母净利润8.67亿，同比增长55.90%；扣非净利润8.47亿，同比增长57.70%。
- **疫情推动非药品高速增长，其他品类销售良好。**分品类看，受防疫推动，公司非药品收入高速增长，达22.83亿（+57.61%），其中Q1收入6.48亿（+59.36%），Q2收入9.93亿（+77.93%），Q3收入6.41亿（+32.66%，增速随疫情缓解有所回落）；其他品类随着复工复产亦表现良好，其中中西成药收入65.02亿（+24.88%）、中参药材14.82亿（+24.83%）。

收入利润持续加速



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

疫情推动非药品高速增长

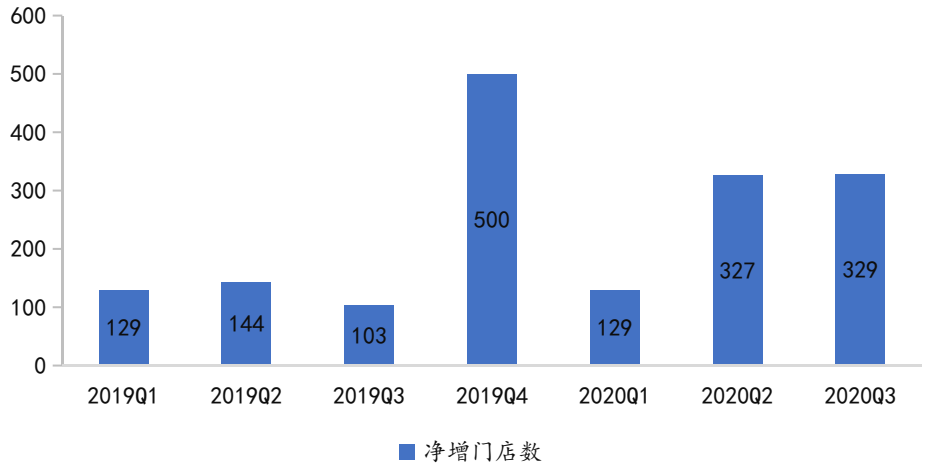


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

大参林：业绩持续超预期，门店扩张加速

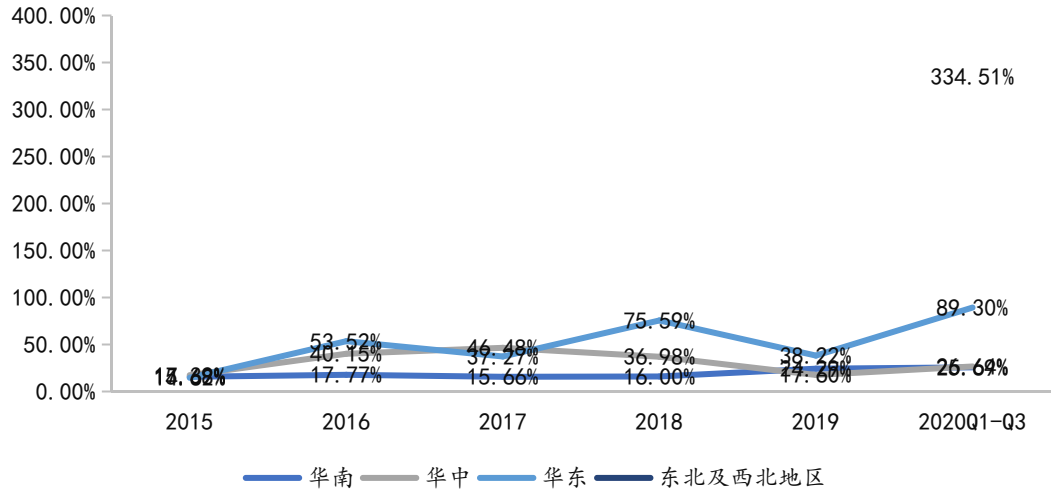
- **门店扩张提速。**公司通过新开+收购+加盟的方式持续扩张，截至2020年9月末，公司共开业门店5541家（含加盟店145家），净增785家（其中Q1净增129家，Q2净增327家，Q3净增329家），门店扩张不断提速。公司现金流充裕，助力中长期并购扩张。
- **继续强化华南市场，加速全国布局。**公司作为华南地区连锁药店龙头，2019年新进入东北及西北地区“深耕华南、布局全国”战略持续发力，推动华南市场销售增长25.69%，华中增长26.64%，华东增长89.30%。公司跨省扩张节奏有望提速，加快布局全国市场。

净增门店数



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

深耕华南、布局全国



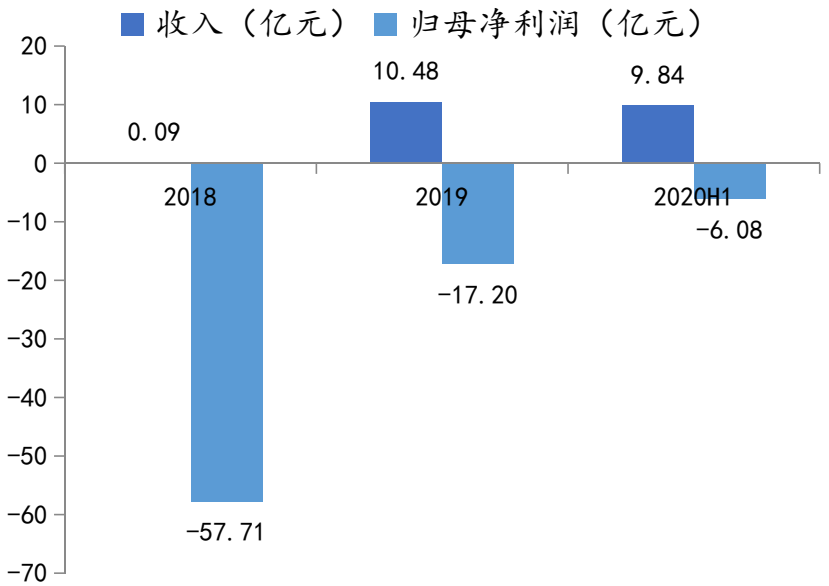
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

信达生物：达伯舒一马当先，后续管线众所期待

- **收入大幅增长，业绩快速减亏。**信迪利单抗正式上市后销售增长迅猛，2019年公司营业收入达10.48亿元，信迪利单抗纳入医保后，进院加速销售增长强劲，2020上半年公司营业收入9.84亿元，单三季度达伯舒销售超过6亿元。公司业绩持续减亏，2019年亏损17.20亿元，2020上半年亏损6.08亿元。

- **信达生物首款商业化产品信迪利单抗（达伯舒）2019年上市即为公司带来10亿元人民币的收入。**2019年11月份通过医保谈判纳入医保，是目前唯一纳入医保的PD-1产品。目前公司针对达伯舒的多项临床正在进行中，肺癌、肝癌、胃食道癌等适应症研发进度领先，有望快速抢占市场。信迪利单抗获批的适应症为经典型霍奇金淋巴瘤（cHL），非鳞状非小细胞肺癌和鳞状非小细胞肺癌适应症已获NMPA受理，肝癌和鳞状非小细胞肺癌有望于2021年获批，市场空间将持续扩大。

- **三款生物类似药产品已获批，管线步入收获期。**2020年6月-10月，公司的贝伐珠单抗生物类似药（达攸同）、阿达木单抗生物类似药（苏立信）、利妥昔单抗生物类似药（达伯华）获批上市，未来公司收入将由多个产品贡献，长期前景可期。



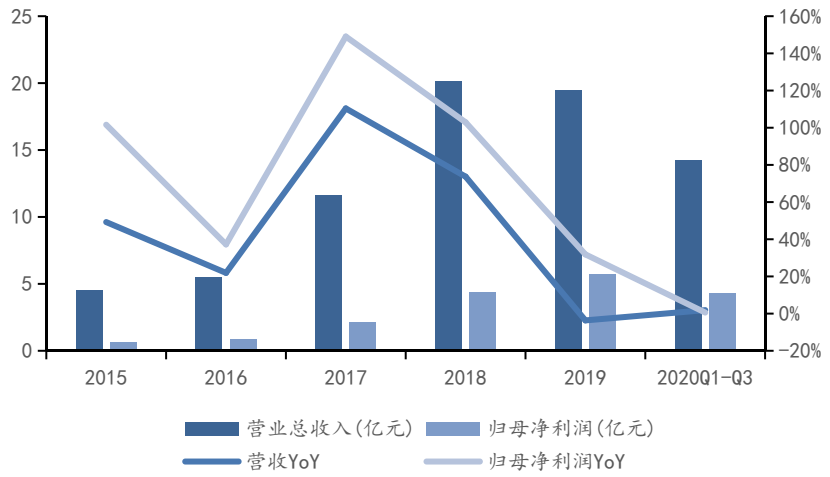


资料来源：信达生物公告，信达证券研发中心

康泰生物：产品布局丰富，持续创新巩固公司护城河

- **公司短期业绩略有波动，Q4有望持续改善。**2020年Q1-3公司实现营收14.2亿元，同比增长1.87%，归母净利润4.33亿元，同比增长0.58%，扣非后归母净利润4.25亿元，同比增长2.06%。 2020年Q3实现收入5.5亿元，同比下降6.17%，归母净利润1.74亿元，同比增长0.49%，扣非后归母净利润1.7亿元，同比下降0.06%，主要受四联苗预充式新包装重新招标影响，预计随着多省份中标，Q4业绩有望进一步改善。
- **产品布局丰富，23价肺炎疫苗表现亮眼。**公司疫苗产品种类丰富，产品涵盖一类疫苗和二类疫苗，已上市的5种疫苗可以用于预防乙肝病毒、麻疹病毒、风疹病毒、百日咳杆菌、白喉杆菌、破伤风梭状芽孢杆菌、b型流感嗜血杆菌和肺炎球菌引起的疾病。2020年H1无细胞百白破b型流感嗜血杆菌联合疫苗实现销售收入6.18亿元，同比增长30.66%，23价肺炎疫苗于2019年8月14日获得首次批签发， 2020年H1实现销售收7701.84万元。

图：康泰生物业绩情况



表：康泰生物获批产品

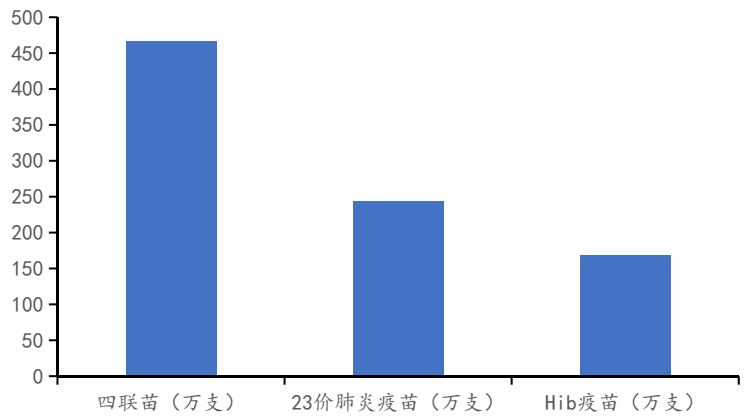
产品		用途
重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）	10μg	用于16岁以下人群预防乙型肝炎
	20μg	用于16岁及以上人群预防乙型肝炎
	60μg	用于16岁及以上无应答人群预防乙型肝炎
b型流感嗜血杆菌结合疫苗		用于预防b型流感嗜血杆菌引起的儿童感染性疾病，如肺炎、脑膜炎、败血症、蜂窝组织炎、会厌炎、关节炎等疾病
麻疹风疹联合减毒活疫苗		用于预防麻疹病毒和风疹病毒感染
无细胞百白破b型流感嗜血杆菌联合疫苗		用于预防百日咳杆菌、白喉杆菌、破伤风梭状芽孢杆菌和b型流感嗜血杆菌引起的多种疾病
23价肺炎球菌多糖疫苗		用于预防23种血清型肺炎链球菌引起的肺炎、脑膜炎、中耳炎和菌血症等疾病
吸附无细胞百白破联合疫苗		用于预防百日咳杆菌、白喉杆菌、破伤风引起的感染性疾病

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

康泰生物：批签发量充足，后续产品进展顺利

- **主要产品批签发量充足**。公司2020年Q1-3四联苗合计规格批签发约466.5万支，与2019年全年基本持平；23价肺炎疫苗前三季度批签发量243.7万剂，同比大增173%；Hib疫苗前三季度批签发约168.9万支，同比下降5%。
- **研发投入稳步提升，后续在研项目稳步推进。**公司2020年Q1-3研发支出1.43亿元，同比增长13%，高研发投入下13价肺炎球菌结合疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）等多个项目稳步推进。2020年前三季度13价肺炎球菌结合疫苗被纳入优先审评，吸附无细胞百白破联合疫苗获得药品注册批件，乙肝疫苗完成生产场地变更并获得补充申请批件，Hib疫苗IV期临床研究符合药品注册的要求并获得药品补充申请批件，2020年10月Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗(Vero细胞)进入Ⅲ期临床。

图：康泰生物主要产品2020年Q1-3批签发量



表：康泰生物在研产品梯队

序号	药品名称	注册分类	注册阶段	临床前	I期	II期	III期	报产
1	13价肺炎球菌结合疫苗	预防用生物制品第1类	已申请药品注册批件					
2	冻干b型流感嗜血杆菌结合疫苗	预防用生物制品第12类	已申请药品注册批件					
3	ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗	预防用生物制品第15类	已申请药品注册批件					
4	冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	预防用生物制品第9类	已获得临床研究总结报告					
5	ACYW135群脑膜炎球菌结合疫苗	预防用生物制品第6类	处于临床研究总结阶段					
6	甲型肝炎灭活疫苗	预防用生物制品第5类	处于临床研究总结阶段					
7	冻干水痘减毒活疫苗	预防用生物制品第13类	已取得临床试验批件					
8	Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero细胞）	预防用生物制品第13类	已获得临床试验批件，正处于临床研究阶段					
9	重组肠道病毒71型疫苗（汉逊酵母）	预防用生物制品第1类	已取得临床试验批件，正处于临床研究阶段					
10	重组乙型肝炎疫苗（汉逊酵母）	预防用生物制品第9类	已取得临床试验批件，正处于临床研究阶段					
11	吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗	预防用生物制品第4类	已获得临床试验通知书					
12	60μg重组乙型肝炎疫苗（酿酒酵母）（免疫调节剂）	补充申请第4类	已撤回药品注册批件申请，目前处于临床数据自查阶段	临床数据自查中				

资料来源：中检所，公司公告，信达证券研发中心

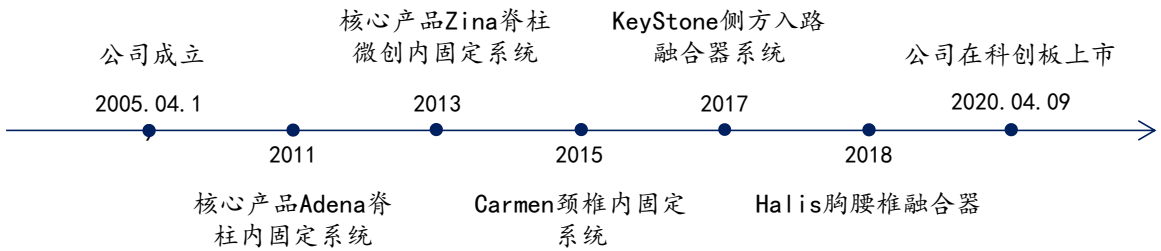
三友医疗：冉冉升起的骨科新星

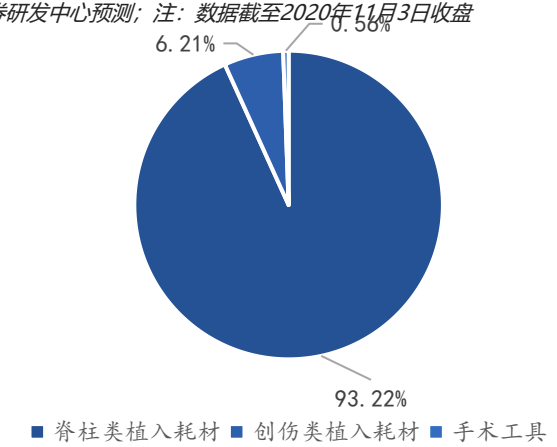
- **三友医疗的主要产品为脊柱类植入耗材、创伤类植入耗材。**主营业务为医用骨科植入耗材的研发、生产与销售。公司是国内脊柱类植入耗材领域少数具备从临床需求出发进行原始创新的企业之一。

- **脊柱内固定系列产品为主，创伤业务加速发力。**公司主要产品为脊柱Adena内固定系列、Halis融合器系列、 Zina 脊柱微创内固定系统，产品可以满足绝大多数脊柱手术的需求，未来公司内固定产品有望通过集采中标快速扩大市场份额，同时公司创新产品不断落地，带来高成长性。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	222.31	354.32	408.46	571.80	830.78
增长率	59%	59%	15%	40%	45%
归母净利润（百万元）	62.14	97.82	120.11	177.92	260.81
增长率	1094%	57%	23%	48%	47%
毛利率（%）	89%	91%	90%	91%	91%
净利率（%）	28%	28%	29%	31%	31%
PE	N/A	N/A	91	62	42

资料来源：公司公告，信达证券研发中心预测；注：数据截至2020年11月3日收盘

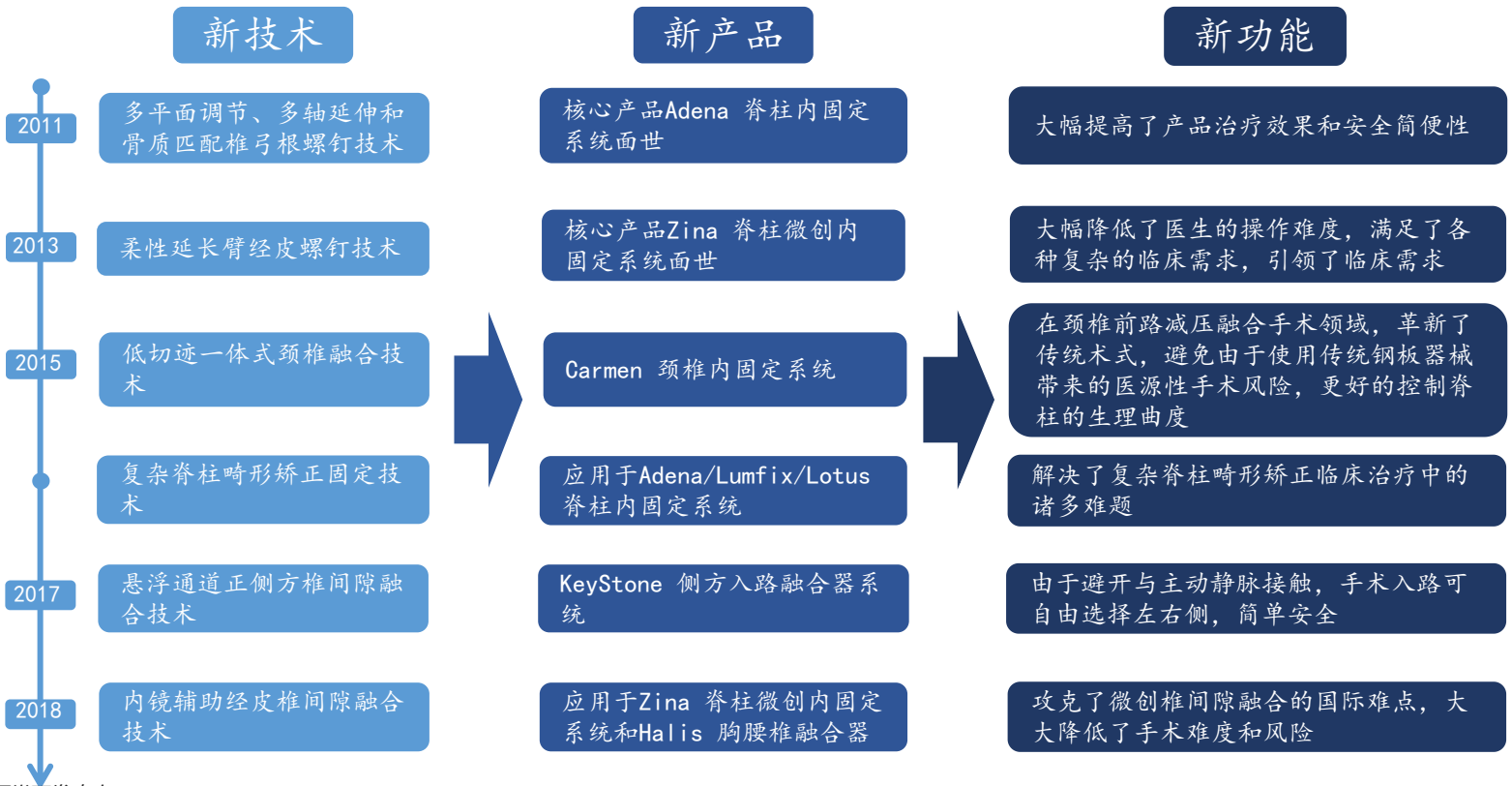




资料来源：公司公告，信达证券研发中心

三友医疗：产品和疗法创新构筑核心竞争力

- 三友医疗作为一家具有产品和疗法创新能力的优质骨科耗材企业，我们认为凭借：①骨科行业整体的快速增长（15-20%），②创始团队丰富的研发设计成功经验（三位创始人多年行业经验），③持续提升的产品销售能力（已在复杂脊柱手术领域形成较强品牌优势），未来3-5年公司收入增速有望取得超越行业的表现（30%+），并成长为国内脊柱植入领域的领先企业之一。



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

盈利预测和估值

信达证券

公司代码	公司名称	市值(亿元)	净利润(亿元)				市盈率(X)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603259.SH	药明康德	1836	18.55	25.84	34.57	44.34	99	71	53	41
300015.SZ	爱尔眼科	1510	13.79	17.05	23.24	30.19	110	89	65	50
688029.SH	南微医学	277	3.04	3.55	5.02	6.57	91	78	55	42
300601.SZ	康泰生物	964	5.75	8.28	14.02	22.04	168	116	69	44
002007.SZ	华兰生物	739	12.83	16.70	19.59	22.73	58	44	38	33
603233.SH	大参林	417	7.03	9.44	12.03	15.23	59	44	35	27
603658.SH	安图生物	611	7.74	9.60	13.02	17.00	79	64	47	36
000963.SZ	华东医药	372	28.13	28.82	33.75	39.87	13	13	11	9
688085.SH	三友医疗	133	0.98	1.25	1.93	2.61	136	106	69	51
002727.SZ	一心堂	166	6.04	7.27	8.62	10.25	28	23	19	16
000516.SZ	国际医学	79	-4.04	-0.82	1.39	5.18	-20	-96	57	15
1177.HK	中国生物制药	1407	27.07	34.21	40.81	48.46	52	41	34	29
1066.HK	威高股份	571	18.45	22.12	26.40	30.86	31	26	22	19
1801.HK	信达生物	538	-17.20	-10.70	-5.94	-9.64	-31	-50	-91	-56

资料来源：Wind，信达证券研发中心;盈利预测采用Wind一致预期，收盘价截至2020年11月3日

风险因素

- **风险因素**：
- 1、药品/耗材降价风险
- 2、研发失败风险
- 3、新冠疫情二次爆发风险

资料来源：Wind，信达证券研发中心;盈利预测采用Wind一致预期，收盘价截至2020年10月30日

研究团队简介、机构销售联系人

信达证券

研究团队简介

——杨松，信达证券医药团队负责人/医药行业首席分析师，毕业于北京大学药学院/CCER（经济学双学位），中国社保学会医保专委会委员，对医药产业发展趋势拥有深刻的理解，曾多次受邀到国内外医药企业、行业协会就医药行业最新趋势和投资策略做交流分享。

——张帅，信达证券医药团队成员，北京大学金融学硕士，两年医药研究工作经验，目前负责药品政策、化学药和血液制品方向研究。

——周贤珮，信达证券医药团队成员，美国伊利诺伊理工学院金融学硕士，五年工作经验，目前负责生物药、医药商业和中成药方向研究。

——张雪，信达证券医药团队成员，上海社科院金融学硕士，两年医药研究工作经验，目前负责器械政策、医疗器械和原料药方向研究。

——李慧瑶，信达证券医药团队成员，中山大学医学博士，目前负责医疗服务、医疗器械及CXO方向研究。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼　　邮编：100031

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售团队	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc. com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com

免责声明

信达证券

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时，提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深300指数（以下简称基准）；	**买入**：股价相对强于基准20%以上；	**看好**：行业指数超越基准；
时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**增持**：股价相对强于基准5%～20%；	**中性**：行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡**：行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	