西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

医药行业2021年投资策略

“双循环”背景下，“创新升级+进口替代”引领医药大时代

西南证券研究发展中心
医药研究团队
2020年11月

核 心 观 点

回顾2020年：

- **医药领跑全行业，医疗器械、CXO、疫苗、药店等表现靓丽。2020年，疫情和流动性两大核心因素强化医药板块，多数板块迎来戴维斯双击。**年初至今申万医药指数上涨48.2%，跑赢沪深300指数约32.5个百分点行业涨幅排行第四。年初以来，医药子行业保持全线上涨，医疗器械、CXO、疫苗、药店等涨幅靠前。

- **持仓聚焦医药核心资产，估值中枢上移。**从持仓来看，公募和外资抱团医药核心资产，持续强化医药行情，2020年Q2持仓占比一度高达17.2%、4%。申万医药板块中，其中股价翻倍的约为15%（54/352），其中有19只股票跑赢医药指数100pp。从估值来看，医药行业年初估值约为35倍PE，截止10月底提升至47倍，目前（2020年10月底）相对大盘溢价率达到过去十年的中位数以上。

- **产业、政策、资本助力医药创新大时代。**产业供需两端发力，促进规模扩容。人口老龄化和慢病患病率提升，驱动长期增长；2019年医疗卫生支出GDP占比6.6%，未来有望持续上升；政策方面三医联动创新加速：医药加快药品审批；医保基金“腾笼换鸟”；医疗方面优化用药结构、鼓励民营办医。资本变革开通药械创新时代：医药生物企业明显受益科创板，极大丰富融资渠道。

核 心 观 点

展望2021年：

医药内循环：创新升级和进口替代是核心主线。创新带来三个升级：产品升级、消费升级、模式升级。

口产品升级：创新药及产业链，创新疫苗，创新检测

创新药&产业链迎来最好的“高光时刻”。在医保“腾笼换鸟”的大背景下，集采降价将成为过评仿制药的主旋律，注射剂一致性评价已经启动，预计明后年将可能迎来集采，随着 DRGs付费落地，这将进一步倒逼药企加速转型创新。创新产业链CXO作为卖水人，CXO行业有望持续高景气。**创新药及转型创新**：恒瑞医药、长春高新、中国生物制药、君实生物、我武生物、甘李药业、博瑞医药、泽璟制药、康辰药业、冠昊生物、众生药业、科伦药业、亿帆医药、贝达药业、康弘药业、特宝生物、前沿生物、丽珠集团、健康元等。**产业链CXO：**药明康德、药明生物、凯莱英、康龙化成、博腾股份、昭衍新药、 药石科技、美迪西等；

重磅疫苗品种上市驱动行业快速扩容。我国一类苗批签发占比超过60%，提供基础免疫，但利润微薄。二类苗属于自费品种，重磅品种上市将成为行业的核心驱动力。**创新疫苗**：康泰生物、智飞生物、华兰生物、康希诺、康华生物、万泰生物、华北制药、沃森生物等；

创新检测：三条优质赛道，国内企业尽享红利。我国IVD领域维持在15%以上的较高增长，化学发光、分子诊断和POCT增速均在20%以上，三大优质赛道有望成为未来发展机会较大的细分领域。**创新检测：**迈瑞医疗、安图生物、新产业、金域医学、华大基因、润达医疗、万孚生物、贝瑞基因、艾德生物、凯普生物等。

核 心 观 点

□ 消费升级：血制品，医疗服务，消费中药

在医保控费大背景下，国内医药消费需求持续升级，疫情后相关需求有望回暖，长期看好**血制品**（华兰生物、双林生物、卫光生物、天坛生物、博雅生物等）、**医疗服务**（通策医疗、美年健康、爱尔眼科等）、**消费中药**（片仔癀、云南白药、同仁堂等）。

□ 模式升级：零售药店积极布局互联网医疗

零售药店（大参林、一心堂、老百姓、益丰药房）和**分销商**（上海医药、九州通、柳药股份等）积极探索DTP、O2O等新模式。

□ 消费升级和进口替代是医疗器械行业核心逻辑

一方面，随着全国卫生投入增长、老龄化加剧、分级诊疗推进，中国器械市场规模空间巨大，另一方面，当前大部分器械赛道国产化率较低，消费升级&进口替代有望推动国产器械迎来黄金十年。同时，以全国集采和各省试点相结合的耗材带量采购模式有望常态化进行，格局良好、国产化率低的耗材龙头有望以价换量加速进口替代。建议关注**1）集采避风港领域**：化学发光（迈瑞医疗、安图生物、新产业）、消费性器械（欧普康视、伟思医疗、鱼跃医疗）；**2）创新器械领域：**TAVR（佰仁医疗）、外周介入（心脉医疗）、神经介入、电生理等；**3）耗材集采品种：**如**眼科**（爱博医疗）、**内镜诊疗**（南微医学）、**骨科**（凯利泰、大博医疗、三友医疗）、**肾科**（健帆生物、三鑫医疗）、**心血管**（乐普医疗、微创医疗）、**吻合器**（天臣医疗）。

核 心 观 点

医药外循环：疫情相关物资出口、特色原料药、制剂出口分享全球市场

- **海外疫情尚未出现拐点，出口疫情相关物资企业持续受益**

  疫情相关物资个股：华大基因、振德医疗、英科医疗、东方生物。

- **全球特色原料药产能逐渐向亚太地区转移**

  特色原料药：华海药业、普洛药业、仙琚制药、富祥股份。

- **制剂出口分享全球市场**

  制剂出口：海普瑞、健友股份、普利制药等。

2021年组合推荐：

- **稳健组合：**药明康德(603259)、迈瑞医疗(300760)、康泰生物(300601) 、通策医疗（600763）、恒瑞医药(600276)、长春高新(000661)、凯莱英（002821）、大参林(603233)、华兰生物(002007)、健帆生物（300529）。

- **弹性组合：**我武生物（300357）、康辰药业(603590)、美年健康（002044）、双林生物（000403）、智飞生物(300122)、金域医学(603882)、一心堂(002727)、凯利泰(300326)、康龙化成(300759) 、药石科技(300725)。

- **科创板组合：**博瑞医药（688166）、南微医学（688029）、美迪西（688202）、伟思医疗（688580）、天臣医疗（688013）。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险；研发失败的风险。

目　录

医药行业2020年前三季度表现回顾

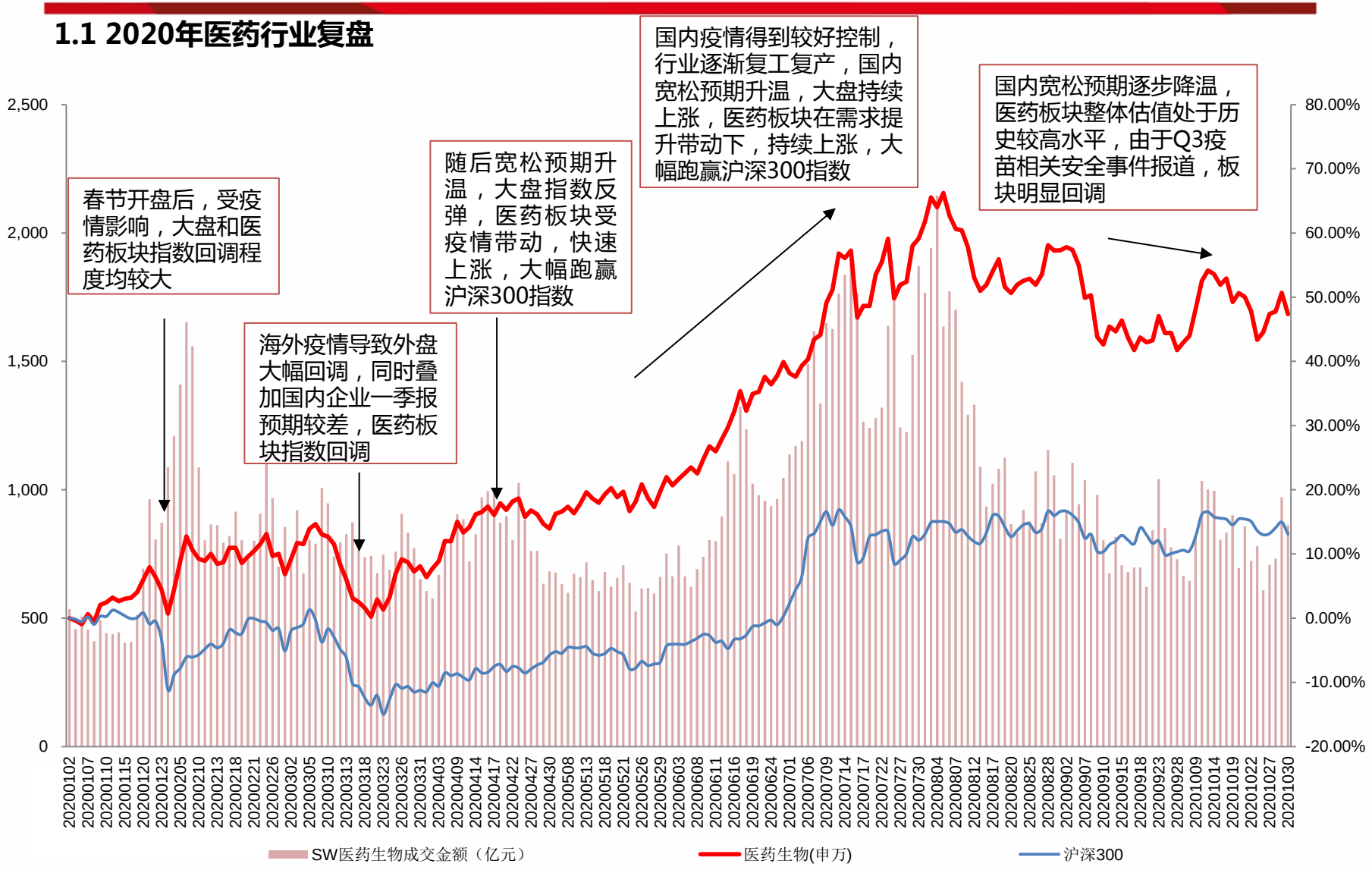
产业、政策、资本助力医药创新大时代

医药子行业2021年年度投资逻辑

医药全行业2021年投资策略及标的

1 医药行业前三季度表现回顾

1.1 2020年医药行业复盘



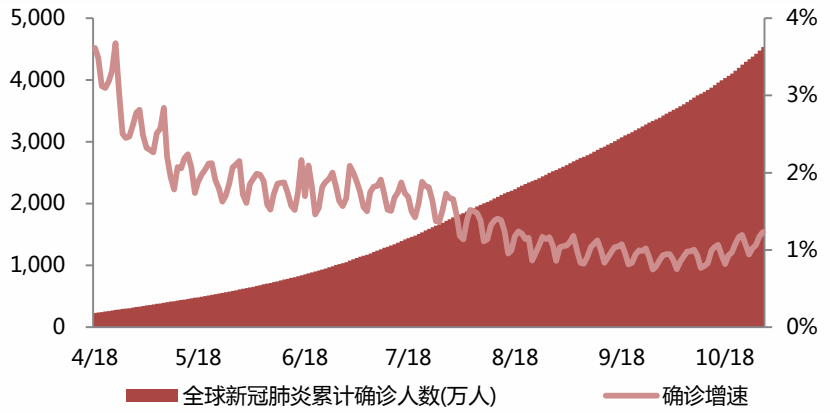
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

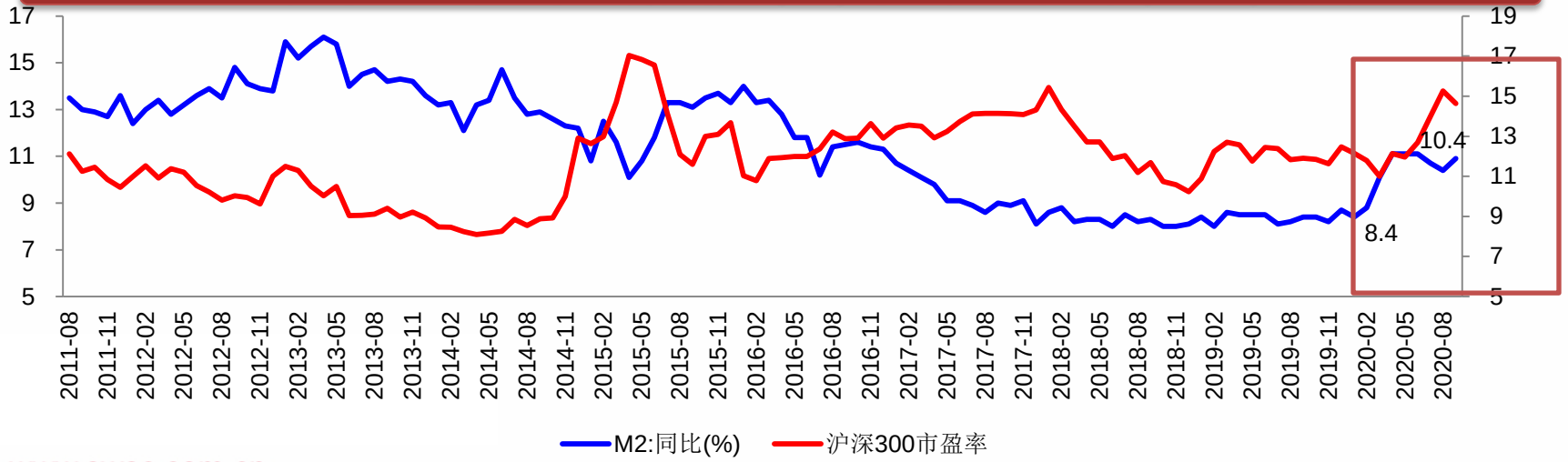
2020年，疫情和流动性两大核心因素强化医药板块，多数板块迎来戴维斯双击

- **疫情和流动性是影响2020年医药板块走势节奏的两个核心因素。**
- 目前来看全球新冠累计确诊增速1%，**疫情拐点仍然没有到来。**
- **流动性与股市估值的相关性：**M2同比增速从3月开始从8.4%上升至10.4%，流动性和沪深300市盈率(TTM)相关性较强。

全球累计确诊人数（万人）



2011年8月-2020年10月M2同比增速（%）与沪深300市盈率（TTM）相关性



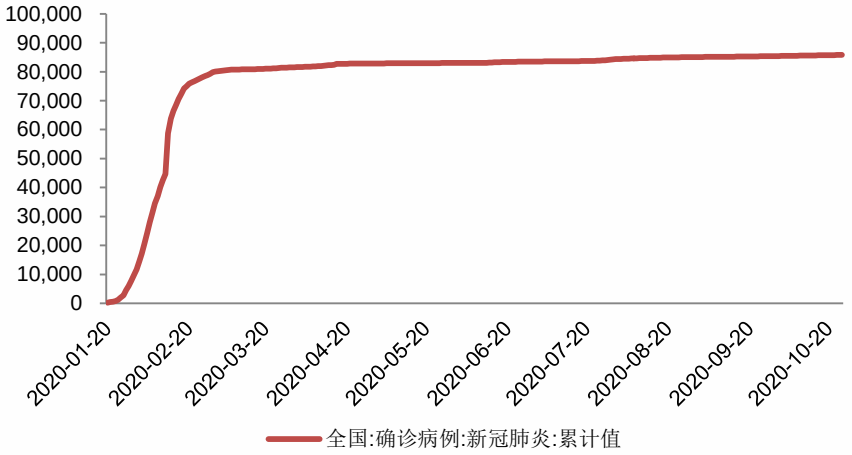
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

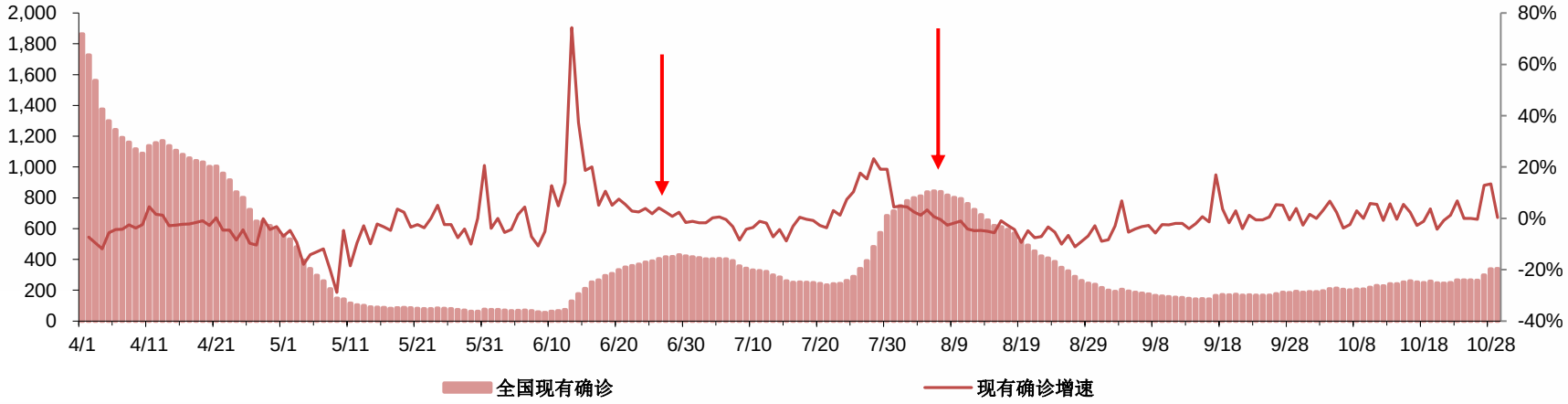
1.1.1 国内疫情防控有效 下半年偶有情绪催化

- 我国新冠疫情防控较早，力度较强，全行业经济活动基本在4月得以逐渐恢复
- **5月开始国内新增确诊人数下降，**6月和8月有局部省份北京、新疆突发情况，在强力的防控下很快得到控制，当前国内现有确诊人数约为300人。

国内新冠确诊累计人数



国内新冠现有确诊新增人数



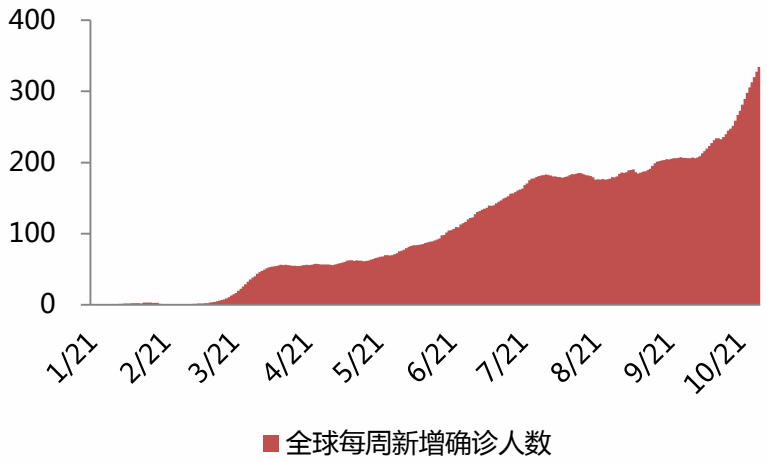
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

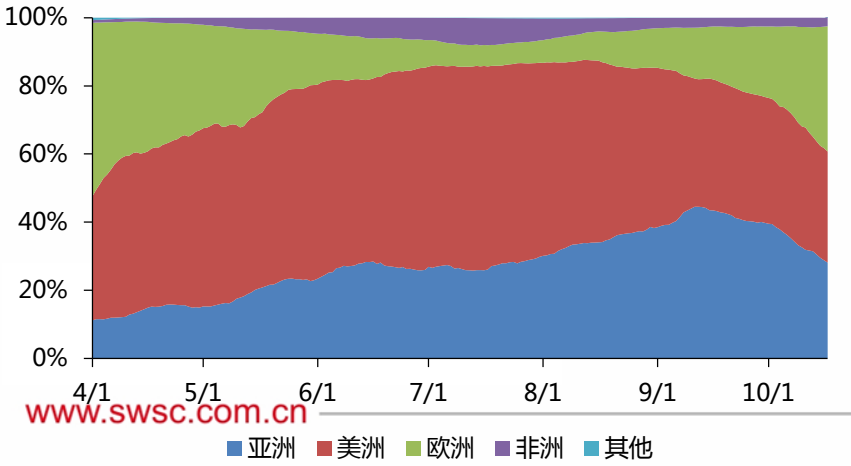
1.1.2 海外疫情拐点尚未出现，10月欧洲复燃

- **每周新增确诊人数呈现再次增长。**整体看，目前**欧洲已经成为海外新冠疫情二次爆发的核心**，一方面国家新冠确诊人数增速较快，同时累计确诊人数基数相对较大，疫情仍比较严重。**10月欧洲**占到新增确诊人数的比例上升约占比**40%。**
- 我们统计截至2020年10月30日，过去一个月全球增速前十的国家分别为突尼斯、荷兰、比利时、尼泊尔、立陶宛、法国、马来西亚、英国、摩洛哥、奥地利，其中有欧洲国家有6个。

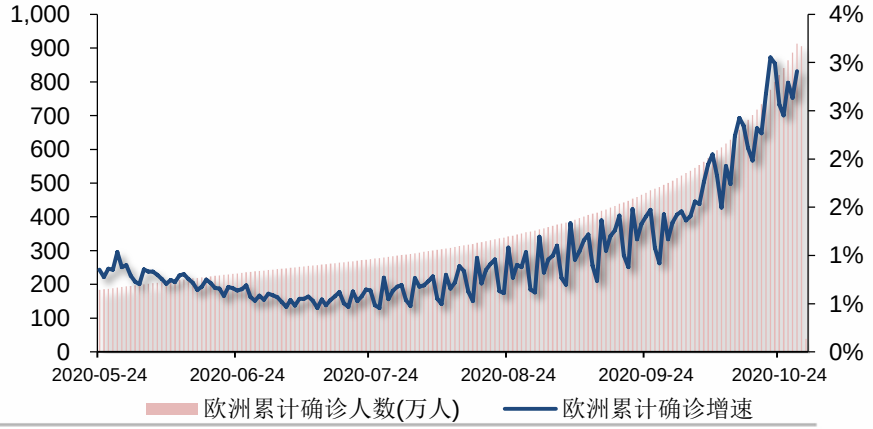
全球每周新增确诊人数



全球每周新增确诊人数（分地区）



2020年5月以来欧洲地区确诊人数及增速



www.swsc.com.cn

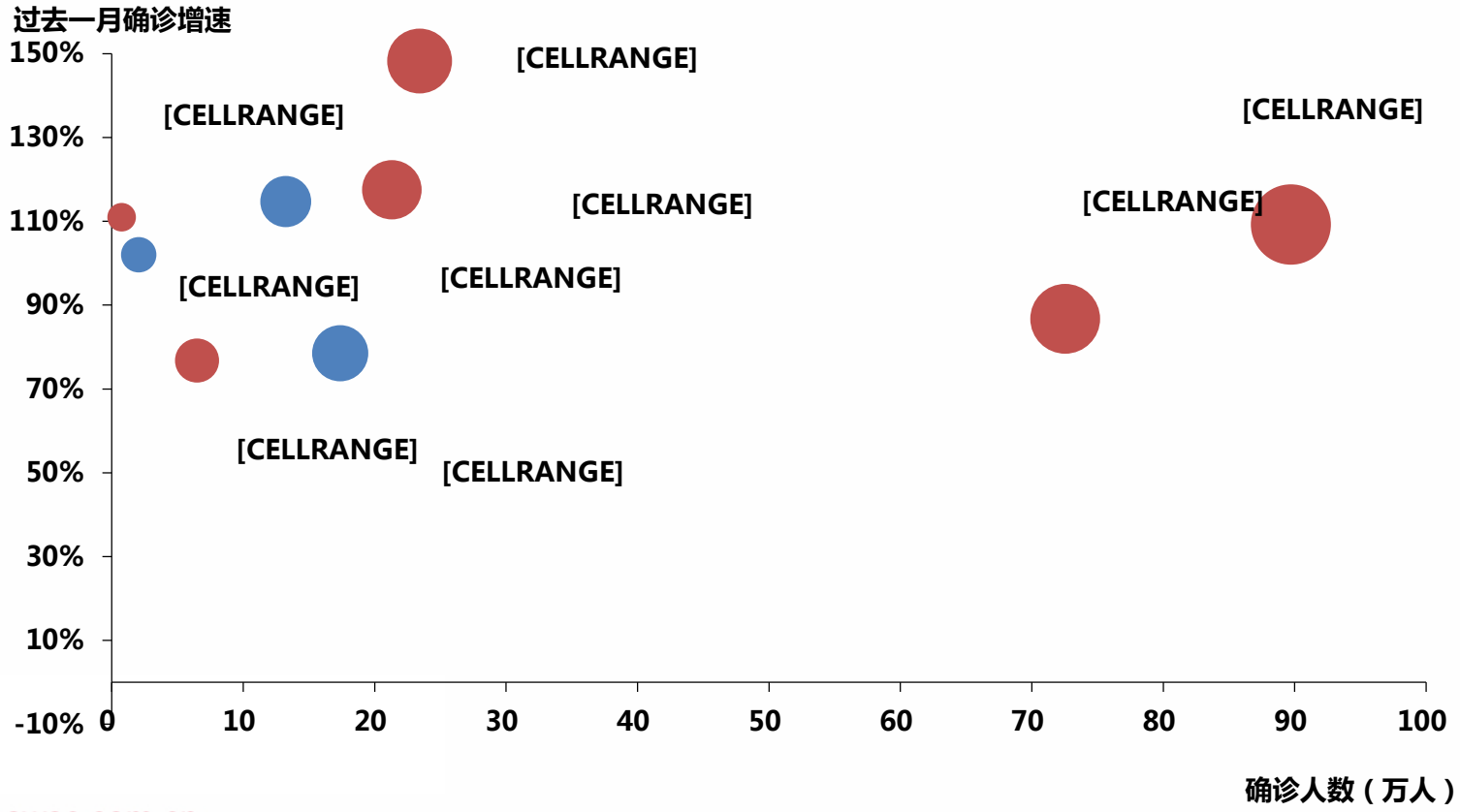
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

1.1.3 疫情 海外疫情拐点尚未出现，10月欧洲复燃

- **法国、英国、荷兰、比利时**等欧洲国家更加严重，累计确诊人数较多，截至2020年10月18日分别为89.7万人、72.5万人、23.4万人、21.3万人。

全球过去一个月确诊增速前十国家（2020.10.19日更新）



数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

2020年， 疫情和流动性两大核心因素强化医药板块，多数板块迎来戴维斯双击

1.2 复盘2020

- 医药领跑全行业,年初至今上涨48.2%，跑赢沪深300指数约32.5个百分点，行业涨幅排行第四，**疫情和流动性两大核心因素强化医药板块**，多数子板块迎来戴维斯双击，医疗器械、CXO、疫苗、药店等涨幅靠前。

1）从涨跌幅来看

- 全行业：年初至今申万医药指数上涨48.2%，跑赢沪深300指数约32.5个百分点，在年初以来行业涨幅排行第四。各医药子行业保持全线上涨。
- 子行业：医疗器械在疫情推动下业绩高速增长，中长期受益于消费升级和进口替代，成为2020年至今涨幅最大的板块，上涨+87% ；药店板块四家连锁龙头业绩表现亮眼，行业集中度提高逻辑得到强化，上涨80%；CXO、专科医院在疫情考验下体现出较强韧性，医疗服务上涨70.2%；新冠疫苗等推动生物制品板块涨幅居前，上涨+70%。
- 个股：其中股价翻倍的约为15%（54/352），其中有19只股票跑赢医药指数100pp。

2）从持仓来看，公募和外资抱团医药核心资产，持续强化医药行情，2020年Q2持仓占比一度高达17.2%、4%。

3）从估值来看，医药行业年初估值约为35倍PE，截止10月底提升至47倍，目前（2020年10月底）相对大盘溢价率达到过去十年的中位数以上。

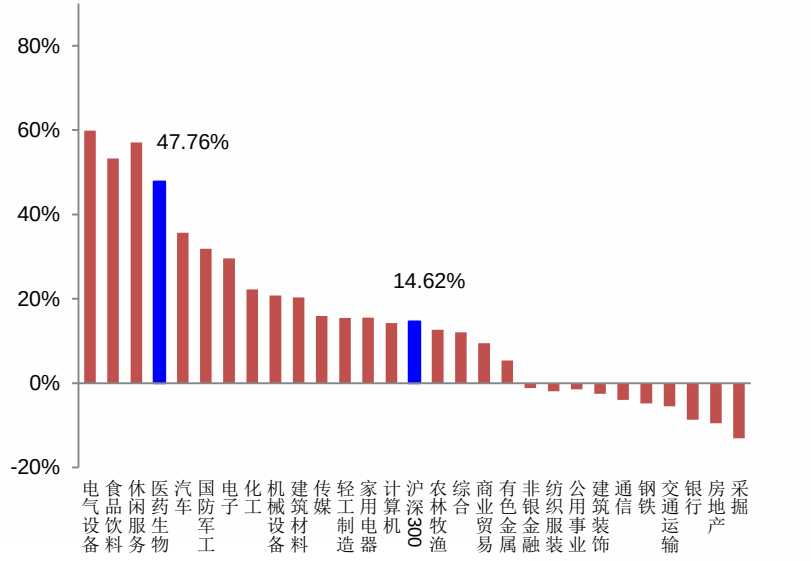
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

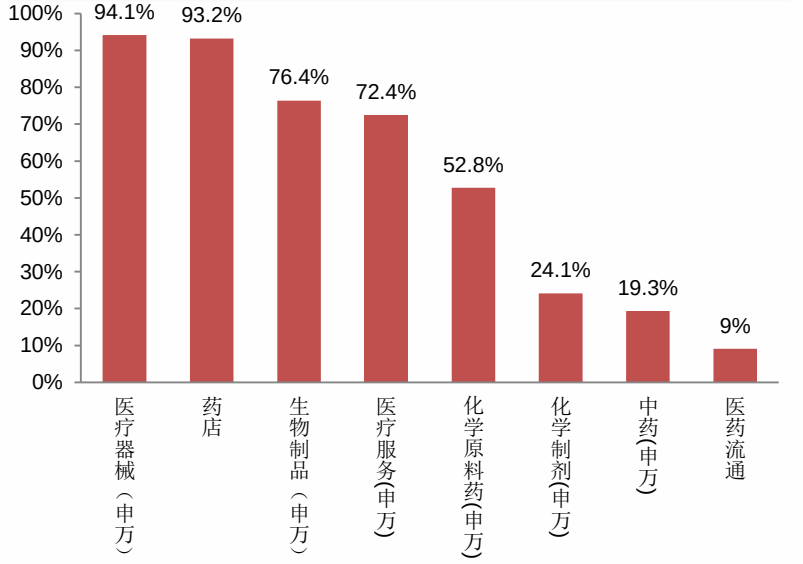
1.2.1 2020年医药行业复盘：从涨跌幅排名来看

- 2020年初以来，申万医药指数上涨48.2%，跑赢沪深300指数约34个百分点，行业涨幅排行第四。
- 年初以来，医药子行业保持全线上涨，医疗器械、药店、医疗服务、生物制品、化学原料药等涨幅靠前，分别为94%、93%、76.4%、72.4%；医药流通涨幅最小（9%）。

年初以来全行业行情



年初以来医药子行业行情



注：药店板块为四家药店单独以加权市值法计算；医药流通为2020年10月29日申万医药商业板块剔除药店后加权市值得到

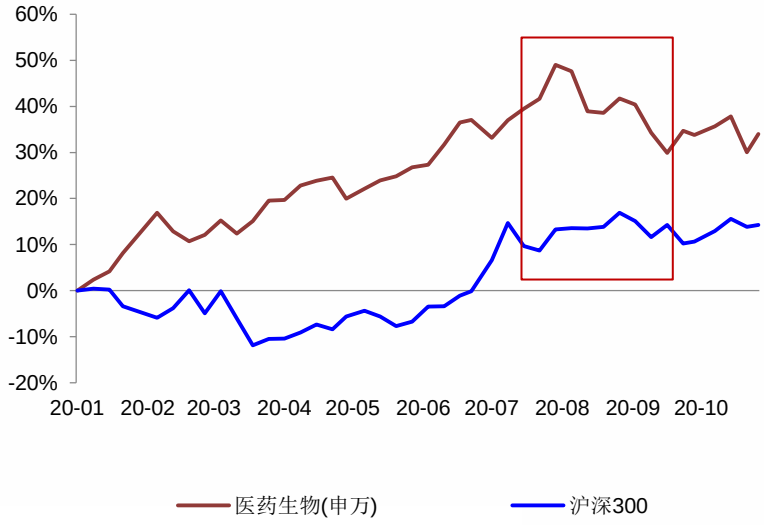
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

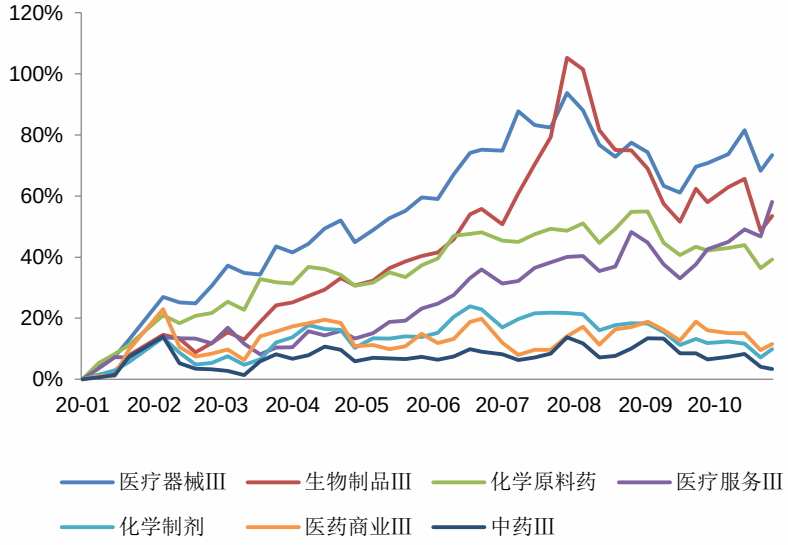
1.2.1 2020年医药行业复盘：从涨跌幅走势来看

- 纵向比较医药行业行情走势，于2020年初疫情开始与大盘拉开并保持超额收益，年初以来累计涨幅约为48.2%，跑赢大盘32.5个百分点。
- 分子行业来看，**医疗器械**自从年初以来就是累计收益率最高的子行业；7月开始受到疫情催化影响，**生物制品**尤其是疫苗板块带动行业走出独立行情；10月开始**医疗服务**相对收益更高。

最近一年医药指数相对沪深300走势



最近一年医药子行业相对沪深300走势



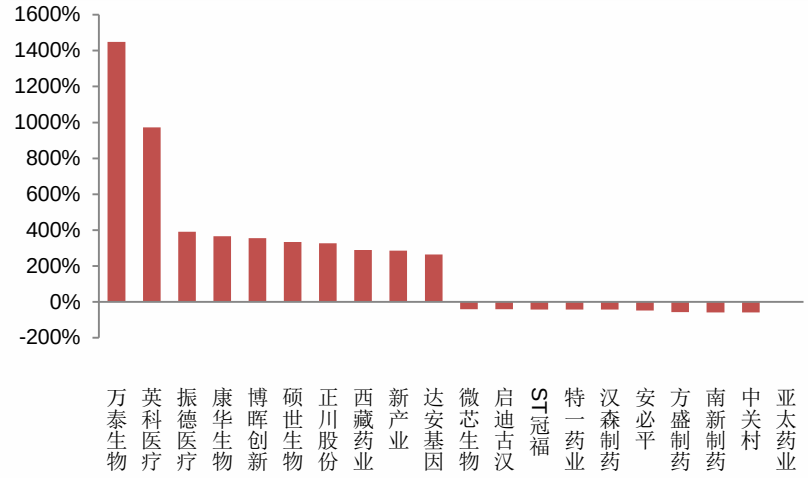
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

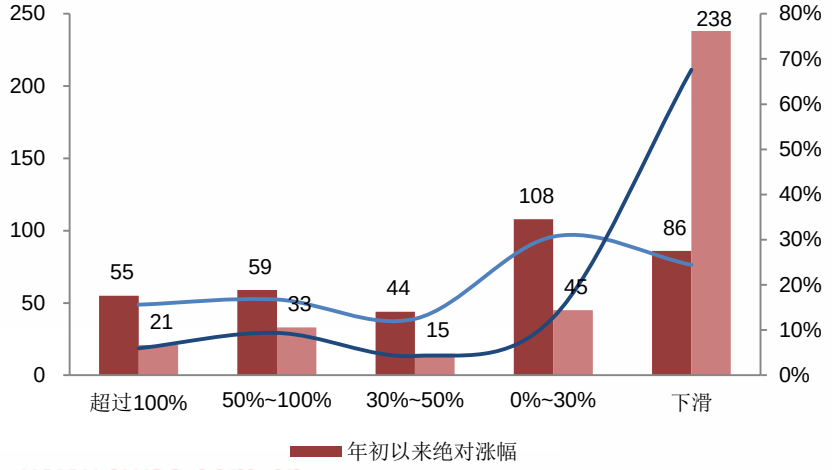
1.2.1 2020年医药行业复盘：从个股涨跌幅来看

- 2020年医药指数大涨接近50个百分点，翻倍的个股数量较多，共有55家，占比约为16%（共352家）。
- **跑赢医药指数超过100pp的有21家，**除了新股上市和次新股公司，还有疫情导致业务需求大涨的如英科医疗（手套）、达安基金（检测），也有受业绩驱动的如博腾股份。

年初以来医药个股涨跌幅排名



年初以来个股涨跌幅区间数量



年初以来个股复盘

跑赢医药指数超过100pp	原因	相同思路的其他个股举例
理邦仪器、英科医疗、达安基因、振德医疗	疫情驱动业绩	海尔生物、佰仁医疗、贵州三力（跑赢医药指数50个pp）
博腾股份、三诺生物、奥翔药业、司太立	疫情免疫领域，业绩实现较快增长	药石科技、康龙化成、凯莱英、昭衍新药等今年实现较大涨幅，延续上市以来的良好市场表现
万泰生物、美迪西、葫芦娃、康华生物、硕世生物、新产业	新股、次新股	
未名医药、智飞生物、西藏药业	新冠疫苗概念股	康泰生物、沃森生物

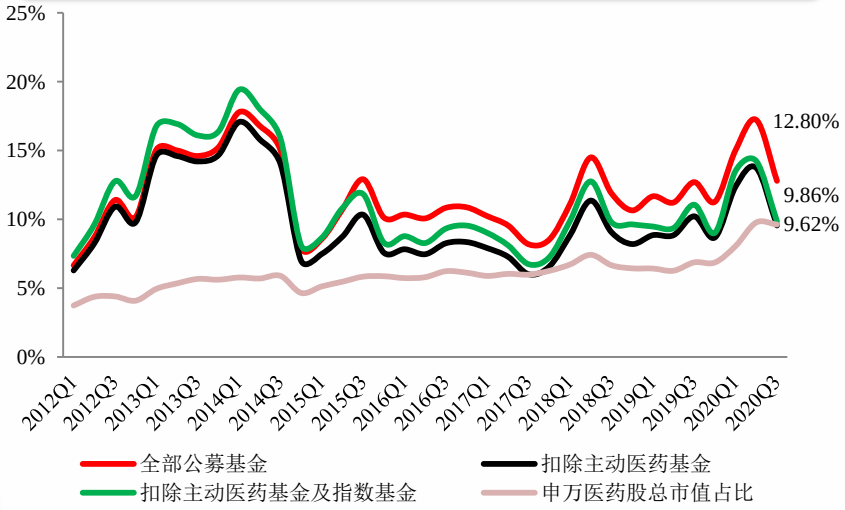
数据来源：Wind，西南证券整理。截止2020年10月28号

1 医药行业前三季度表现回顾

1.2.2 2020年医药行业复盘：从公募基金持仓来看

- **20Q2医药总持仓持续提升，正反馈医药行情**：全部公募基金占比17.23%，环比上升2.19pp；剔除主动医药基金占比13.74%，环比上升1.35pp；再剔除指数基金占比14.23%，环比上升0.70pp；
- 20Q3医药持仓占比有所下降，高于中位数：全部公募基金占比17.23%，环比上升2.19pp；剔除主动医药基金占比13.74%，环比上升1.35pp；再剔除指数基金占比14.23%，环比上升0.70pp；

公募基金A股重仓医药占比概况



20Q3公募基金持仓占比前十

代码	名称	流通股占比	占比变化	全股本占比	占比变化	持股总市值	市值变化	持有基金数	数量变化	涨跌幅	季末总市值
300760.SZ	迈瑞医疗	17%	3%	6%	1%	296	49	379	-77	15%	4702
300601.SZ	康泰生物	15%	-1%	10%	-1%	122	-7	112	-53	17%	1233
600763.SH	通策医疗	14%	4%	13%	4%	97	29	83	-9	35%	722
300529.SZ	健帆生物	13%	-6%	7%	-3%	43	-18	56	-37	10%	634
002044.SZ	美年健康	13%	2%	9%	1%	62	9	46	-10	0%	667
300363.SZ	博腾股份	12%	3%	8%	2%	17	5	21	0	-3%	207
000661.SZ	长春高新	11%	-16%	10%	-13%	144	-204	240	-330	-13%	1516
300298.SZ	三诺生物	11%	4%	10%	3%	24	8	5	-2	25%	231
603259.SH	药明康德	10%	0%	7%	0%	183	6	249	-152	5%	2735
300122.SZ	智飞生物	10%	4%	5%	2%	128	50	210	-27	42%	2563

数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

20Q3持仓市值前20

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

数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

20Q3持仓基金数量前20

持有基金数量新增最多TOP20			持有基金数量减少最多TOP20		
代码	名称	持有基金数（家）	代码	名称	持有基金数（家）
600079.SH	人福医药	27	000661.SZ	长春高新	-330
600196.SH	复星医药	10	600276.SH	恒瑞医药	-319
300832.SZ	新产业	5	603259.SH	药明康德	-152
300452.SZ	山河药辅	4	600529.SH	山东药玻	-142
002262.SZ	恩华药业	3	300558.SZ	贝达药业	-103
000423.SZ	东阿阿胶	2	300347.SZ	泰格医药	-88
002940.SZ	昂利康	2	300760.SZ	迈瑞医疗	-77
300149.SZ	睿智医药	2	002007.SZ	华兰生物	-55
300381.SZ	溢多利	2	300601.SZ	康泰生物	-53
603811.SH	诚意药业	2	600161.SH	天坛生物	-45
002603.SZ	以岭药业	1	603233.SH	大参林	-42
600267.SH	海正药业	1	600867.SH	通化东宝	-41
002223.SZ	鱼跃医疗	0	603883.SH	老百姓	-40
300363.SZ	博腾股份	0	300529.SZ	健帆生物	-37
300244.SZ	迪安诊断	0	300003.SZ	乐普医疗	-36
002030.SZ	达安基因	0	300595.SZ	欧普康视	-36
603987.SH	康德莱	0	300326.SZ	凯利泰	-32
600673.SH	东阳光	0	603939.SH	益丰药房	-31
600085.SH	同仁堂	0	300482.SZ	万孚生物	-31
300143.SZ	盈康生命	0	300142.SZ	沃森生物	-29

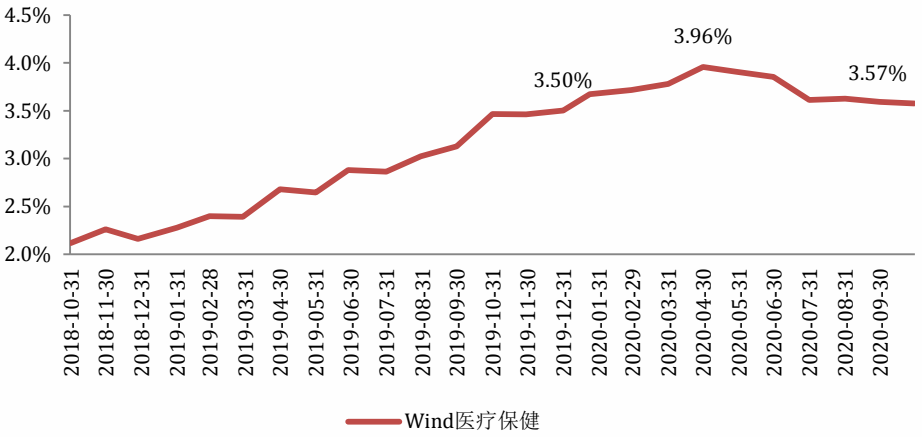
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

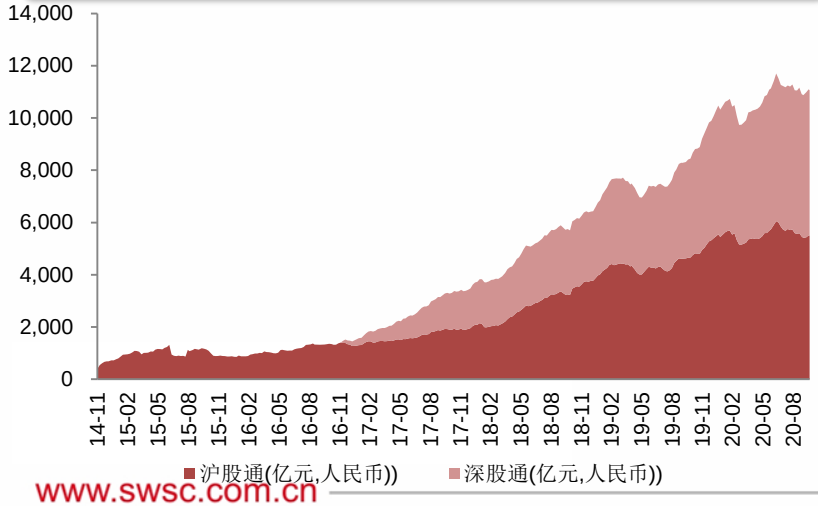
1.2.2 2020年医药行业复盘：从北向资金持仓来看

- **北上资金增持医药板块，**2020年北上资金在医药板块的占比整体上升，从年初3.5%持续上升到四月最高3.96%。
- 2020年3月国内疫情爆发，恐慌情绪下单月北向净流出-679亿元，创下2014年以来单月净买入新低，4月开始连续三个月净流入。**从8月开始北向资金缓流出。**
- 南向资金从年初以来一直保持正流入。

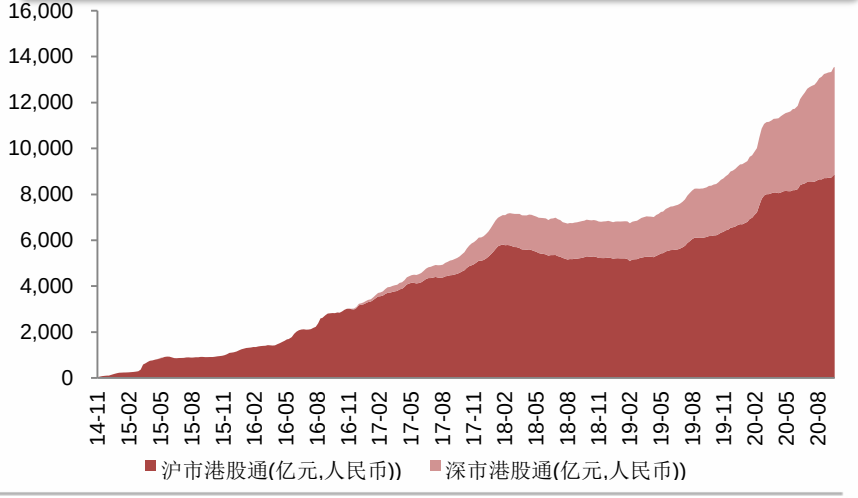
2020年北向资金在医药板块占比(总市值)



2014年末以来北向资金月度累计净买入



2014年末以来南向资金月度累计净买入



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

1.2.2 2020年医药行业复盘：从陆股通持仓来看

- **医药陆股通持仓占比前五分别为**：益丰药房、恒瑞医药、生物股份、金域医学、老百姓;
- **医药陆股通持仓占比增加前五分别为**：金域医学、老百姓、生物股份、山东药玻、健康元;
- **医药陆股通持仓占比减少前五分别为**：康缘药业、大参林、羚锐制药、益丰药房、安图生物。

注：2020年初至2020年10月底。

代码	名称	期末占比-流通A股	占比变动	期末占比-总股本	占比变动	期末市值（亿元）	市值变动（亿元）	期间涨跌幅
陆港通持仓占比前十大								
603939.SH	益丰药房	28.6%	-3.9%	11.1%	-1.0%	60.3	26.7	102.4%
600276.SH	恒瑞医药	19.1%	-0.5%	11.5%	-0.3%	546.0	86.9	26.6%
600201.SH	生物股份	18.7%	6.6%	16.4%	5.8%	43.7	21.3	26.1%
603882.SH	金域医学	18.3%	12.2%	9.4%	6.5%	45.7	38.9	113.1%
603883.SH	老百姓	14.9%	6.7%	6.3%	3.2%	18.5	12.8	59.0%
603259.SH	药明康德	11.0%	1.8%	5.7%	2.2%	157.3	104.7	73.5%
600867.SH	通化东宝	10.1%	2.5%	6.2%	1.6%	18.1	6.2	16.0%
600380.SH	健康元	9.2%	3.7%	5.1%	2.4%	14.9	9.5	51.4%
603658.SH	安图生物	9.0%	-3.2%	2.6%	-0.4%	19.1	7.4	84.7%
600436.SH	片仔癀	7.9%	1.8%	3.3%	0.7%	45.2	28.5	113.1%

数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

代码	名称	期末占比-流通A股	占比变动	期末占比-总股本	占比变动	期末市值（亿元）	市值变动（亿元）	期间涨跌幅
陆港通持仓占比增持前十大								
603882.SH	金域医学	18.3%	12.2%	9.4%	6.5%	45.7	38.9	113.1%
603883.SH	老百姓	14.9%	6.7%	6.3%	3.2%	18.5	12.8	59.0%
600201.SH	生物股份	18.7%	6.6%	16.4%	5.8%	43.7	21.3	26.1%
600529.SH	山东药玻	3.9%	3.9%	3.1%	3.1%	8.2	8.2	63.9%
600380.SH	健康元	9.2%	3.7%	5.1%	2.4%	14.9	9.5	51.4%
600566.SH	济川药业	6.7%	3.1%	1.9%	0.8%	3.7	1.5	0.4%
600993.SH	马应龙	3.7%	2.9%	2.4%	1.8%	2.2	1.8	25.3%
600867.SH	通化东宝	10.1%	2.5%	6.2%	1.6%	18.1	6.2	16.0%
603259.SH	药明康德	11.0%	1.8%	5.7%	2.2%	157.3	104.7	73.5%
600436.SH	片仔癀	7.9%	1.8%	3.3%	0.7%	45.2	28.5	113.1%
陆港通持仓占比减持前十大								
600557.SH	康缘药业	1.9%	-9.8%	1.2%	-5.8%	0.9	-5.2	-11.1%
603233.SH	大参林	3.5%	-4.9%	1.1%	-0.3%	6.8	3.1	125.6%
600285.SH	羚锐制药	3.3%	-4.0%	2.5%	-3.0%	1.3	-1.8	2.6%
603939.SH	益丰药房	28.6%	-3.9%	11.1%	-1.0%	60.3	26.7	102.4%
603658.SH	安图生物	9.0%	-3.2%	2.6%	-0.4%	19.1	7.4	84.7%
600422.SH	昆药集团	2.7%	-2.9%	1.6%	-1.7%	1.2	-1.6	-8.9%
600062.SH	华润双鹤	7.6%	-2.8%	3.1%	-1.1%	4.0	-1.6	1.8%
600216.SH	浙江医药	1.7%	-2.6%	1.1%	-1.6%	1.5	-2.0	16.1%
603579.SH	荣泰健康	3.3%	-1.9%	1.5%	-0.4%	0.7	-0.1	11.9%
603368.SH	柳药股份	0.9%	-1.6%	0.6%	-1.1%	0.5	-1.0	1.2%

数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

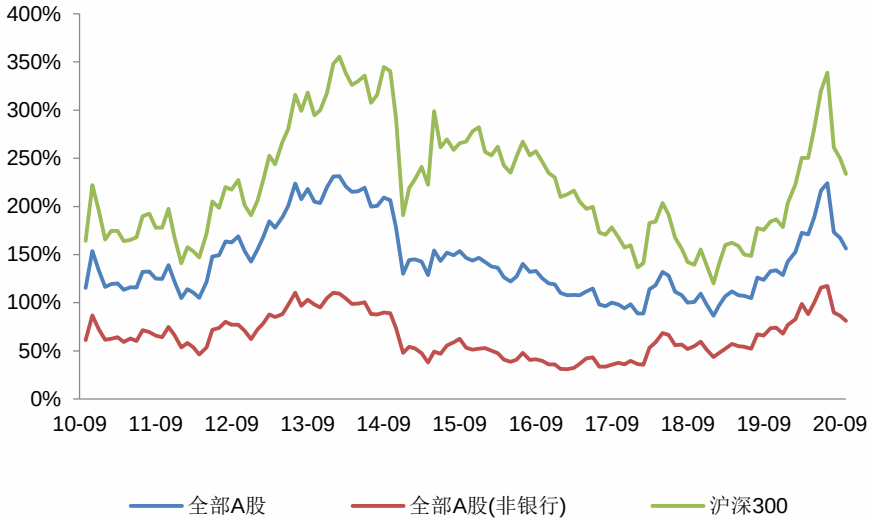
1.2.3 2020年医药行业复盘：从估值来看

- 纵向看：当前医药行业PE(TTM)为47.3倍。
- 溢价率看：当前医药行业相对于全部A股估值溢价率为156%，相对于扣除银行以外所有A股溢价率为81%，相对沪深300指数溢价率为234%，年初以来溢价率上升到7月达到最高，随后进入调整，**目前医药行业溢价率水平处于过去十年中位数水平以上。**

过去十年医药行业估值水平PE（TTM整体法剔除负值)



过去十年医药行业溢价率（TTM整体法剔除负值）



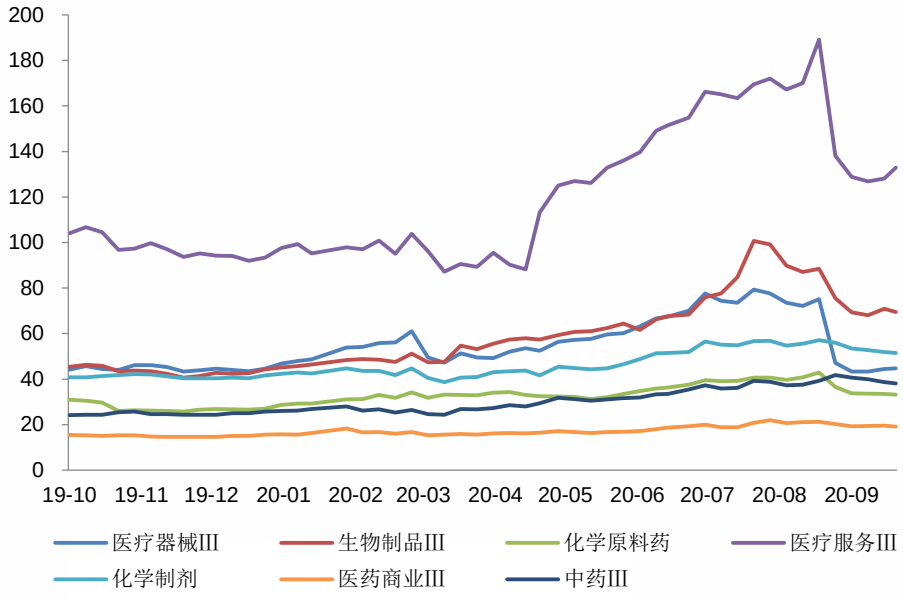
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

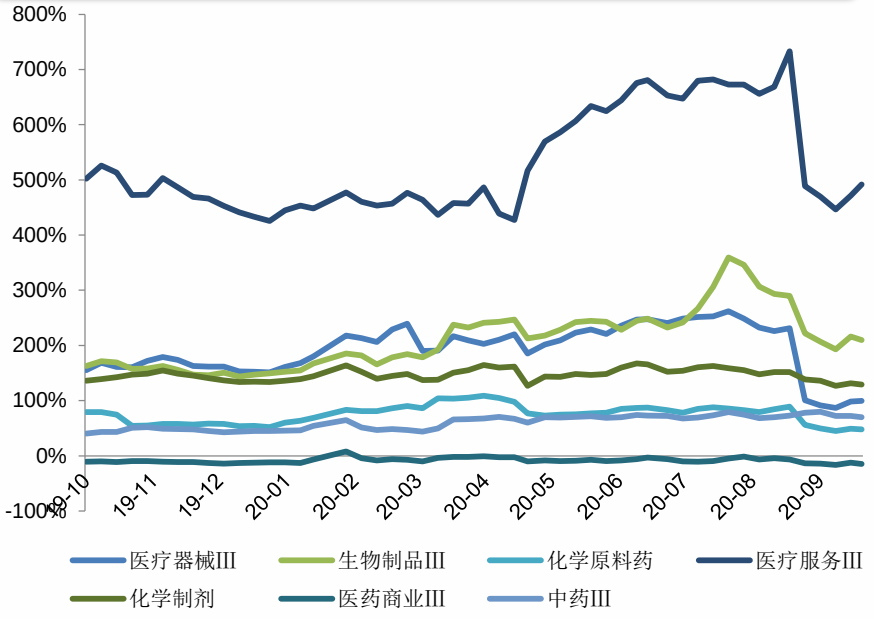
1.2.3 2020年医药行业复盘：从子行业估值走势来看

- 医药子行业市盈率横向看：医疗服务（151倍）和生物制品（68倍）最高，化学原料药（38倍）和医药商业（19倍）最低。
- 纵向来看子行业的估值，医疗服务和生物制品已经恢复至2020年年中水平。

申万医药子行业市盈率（TTM整体法剔除负值）



过去2年医药子行业溢价率（TTM整体法剔除负值）



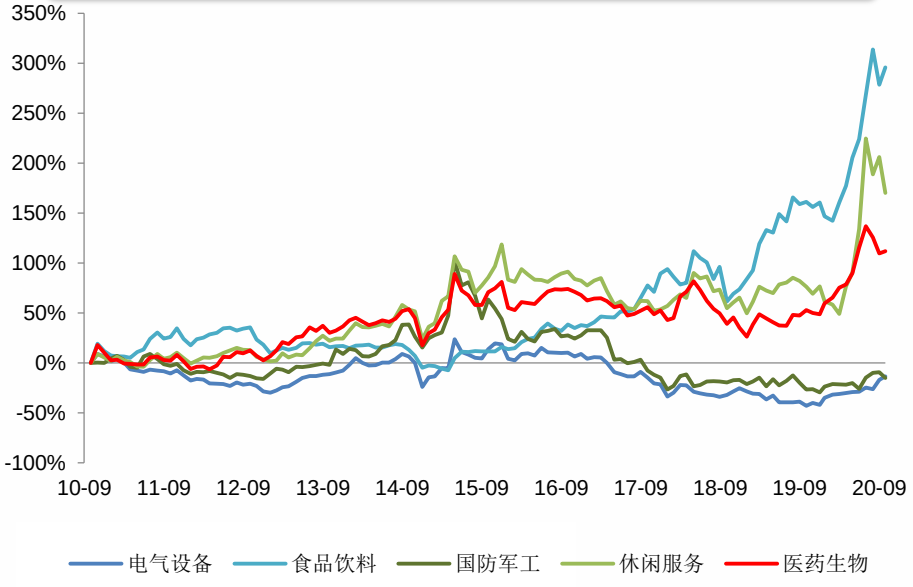
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业前三季度表现回顾

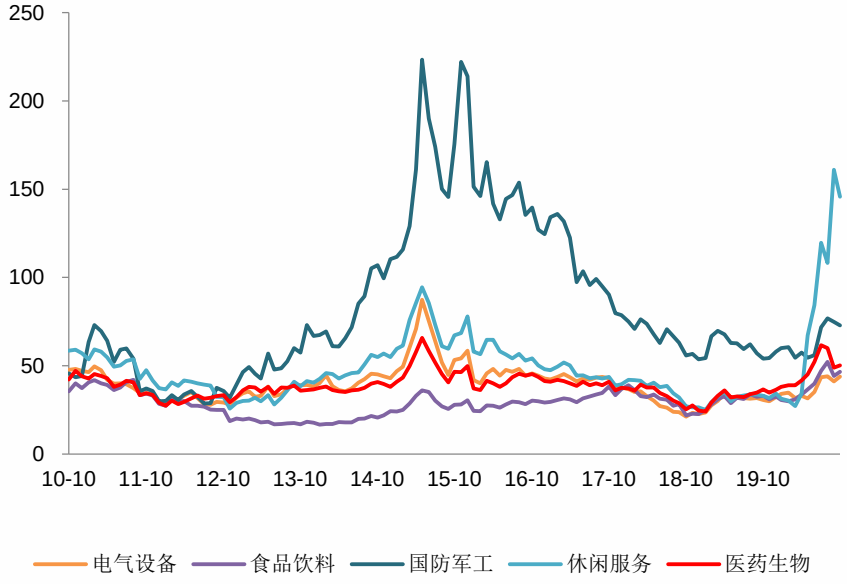
1.2.3 2020年医药行业复盘：从医药相对其他行业估值来看

- 年初以来表现较好、涨幅前五的行业分别为电气设备、休闲服务、食品饮料、医药生物、国防军工。
- 今年表现较好的5个行业，纵观他们过去十年的估值水平可以发现，医药行业整体估值水平较为稳定，2020年受疫情和流动性叠加影响，估值出现一个较高的区间，我们认为长期来看，医药行业的估值仍然是成长+消费的双重属性。

年初以来涨幅前五行业



过去一年涨跌幅前五行业十年估值水平变化



数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

医药行业2020年前三季度表现回顾

产业、政策、资本助力医药创新大时代

2.1产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

2.2政策变革：三医联动，创新加速

2.3资本变革：科创板开通药械创新时代

医药子行业2021年年度投资逻辑

医药全行业2021年医药投资策略及标的

2 产业、政策、资本助力医药创新大时代

2.1 产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

- **需求端：受人口老龄化和慢病患病率提升持续增长。**产业人口老龄化和慢病患病率提升是驱动我国医药行业长期发展的核心驱动力，预计2027年，我国将进入老龄化社会，65岁及以上人口占比将达到30%以上。
- **供给端：医药地位提升，医疗卫生支出有望加大。**我国医疗支出在GDP中占比持续提升，2003年为4.85%，2019年已经达到6.6%，预计未来仍将进一步提升。
- **创新促进行业扩容：**2015年深化医疗行业改革以来，我国新药IND和NDA数量有明显提升，新药进入市场加速，同时企业进行新药研发的积极性大幅提高。中国创新药已逐渐进入license out新阶段，未来创新将成为推动我国医药行业增长的主力。

2.2 政策变革：三医联动，创新加速

- 医药（械）、医保、医疗，三位一体，通过政策的环环相扣，共同达到提高国内药品质量、优化用药结构、节省医保费用的目的。
- 分别来看，医药（械）的政策变革集中于通过集采压缩仿制药/医疗器械市场，创新审评加速新产品上市；医保的政策变革集中于“腾笼换鸟”，促进创新产品扩容；医疗的政策变革集中于推进优化用药结构，鼓励民营开放办医等方面。

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

- 医药行业是科创板上市数量最多行业之一，科创板的推出极大丰富了医药生物企业的融资渠道，为需要大量前期资金投入的创新型药械企业提供资金支持。
- 目前科创板上市的公司中，创新药企业和创新医疗器械企业占比超过50%，医药行业创新明显受益于科创板的推出。

2.1 产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

需求端：受人口老龄化和慢病患病率提升持续增长

- 人口老龄化和慢病患病率提升是我国医药行业长期发展的核心驱动力，我国已经开启老龄化社会，预计2027年65岁及以上人口占比将达到30%以上。人口老龄化进程加快及伴随生活方式的改变，肿瘤、糖尿病、高血压高血脂、神经系统用药、慢性肾病等慢性发病率明显提高，预计病人基数在一个很长的周期里都将呈现稳步增加的趋势。

供给端：医药地位提升，医疗卫生支出有望加大

- 我国医疗支出在GDP中占比持续提升，2003年为4.9%，2019年已经达到6.6%，预计未来仍将进一步提升。发达国家目前的比重在13%左右，发展中国家约6%，中国目前仅占比6.6%，相比之下仍有很大提升空间。
- 截至2020年1-8月累计实现营业收入1.5万亿元，同比+0.1%，略有增长；累计实现利润总额2140亿元，同比增加7.4%，增幅持续扩大。我们预计全年行业增速有望能达到5%左右。

创新促进行业扩容

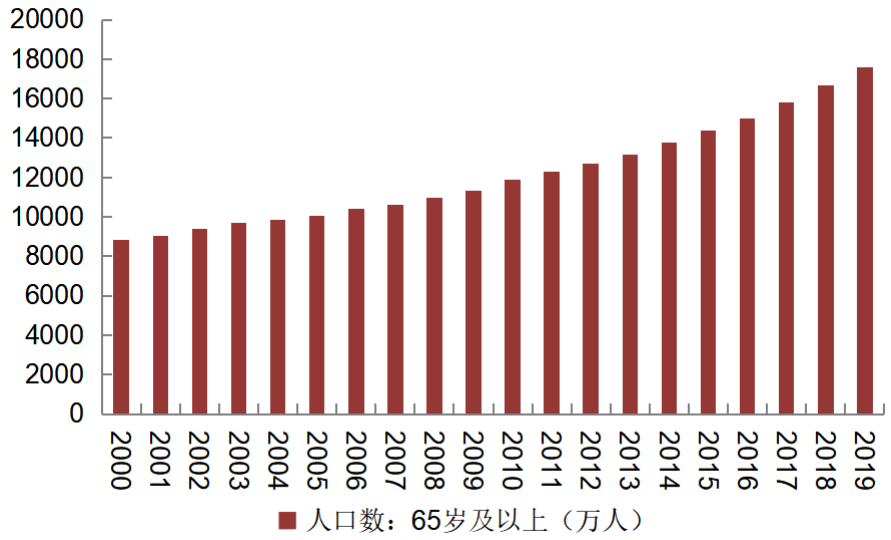
- 2015年深化医疗行业改革以来，我国新药IND和NDA数量有明显提升，新药进入市场加速，同时企业进行新药研发的积极性大幅提高。中国创新药已逐渐进入license out新阶段，未来，创新将成为推动我国医药行业增长的主力。

2.1 产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

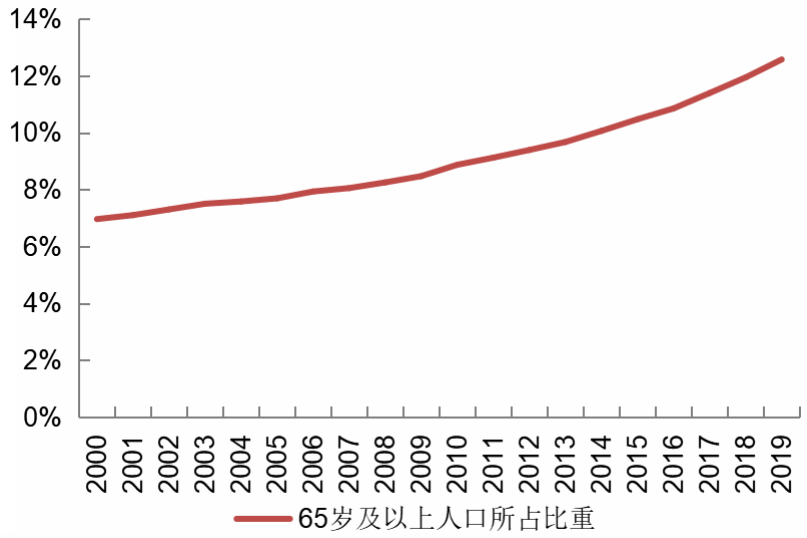
2.1.1 需求端：受人口老龄化和慢病患病率提升持续增长

- 按照联合国标准，一个地区 65 岁以上老人占总人口超过 7%，即该地区视为进入老龄化社会。
- 根据统计局公布数据，中国自 2000 年开始就进入老龄化社会，2019年 65 岁以上老年人占总数达到1.8亿，总人口比重达 12.6%，处于加速上升趋势。随着中国未来老龄化程度的加深，国内医疗服务需求将快速释放，人口老龄化是我国医药行业发展的核心驱动力。

我国历年65岁以上人口总数



我国历年65岁以上人口占总人口比例



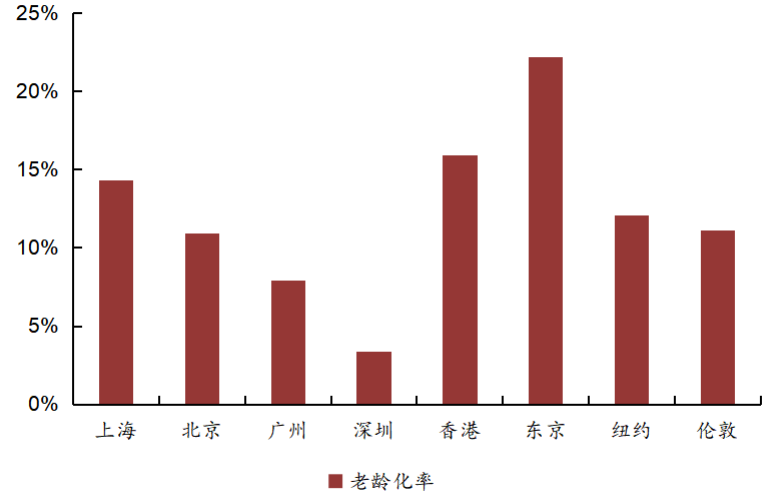
数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.1 产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

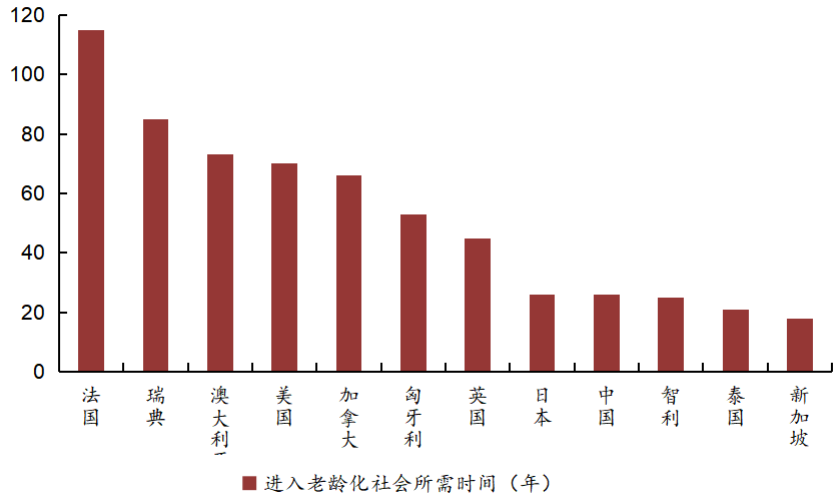
2.1.1 需求端：受人口老龄化和慢病患病率提升持续增长

- 上海老龄化率在国内主要城市（北上广深）中老龄化程度是最高的，与国际上大城市相比，也处于较高水平，北京、广州和深圳的老龄化率相对较低。
- 我国进入老龄化社会所需时间也远远短于其他国家，预计2027年，我国将进入老龄化社会，65岁及以上人口占比将达到30%以上。

全球重要城市老龄化率对比



进入老龄化社会所需时间



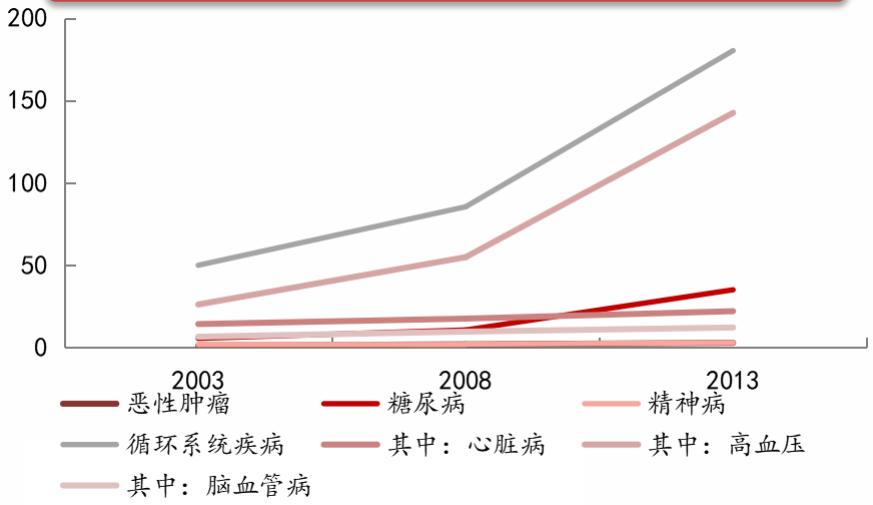
数据来源：政府官网，CNKI，西南证券整理

2.1 产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

2.1.1 需求端：受人口老龄化和慢病患病率提升持续增长

- 近10 年来，人口老龄化进程加快及伴随生活方式的改变，肿瘤、糖尿病、高血压高血脂、神经系统用药、慢性肾病等慢性发病率明显提高，2003-2013 年，我国居民不同年龄段的慢性病患病率持续提升，加之人口的老龄化，总人群的慢病患病率增加了1 倍。
- 我国的疾病谱变迁的路径非常清晰，感染性疾病、消化系统疾病的发病率有望缓步下降，而恶性肿瘤、糖尿病、慢性肾病、老年神经系统疾病、精神障碍等慢性疾病的患病率将持续爆发，病人基数在一个很长的周期里都将呈现稳步增加的趋势。

我国慢性病发病率持续提升（人/百万人）



我国慢性病发病率随着年龄增长快速提高（人/百万人）

	2003	2008	2013
15-24岁	18	20	14
25-34岁	58	51	38
35-44岁	117	122	115
45-54岁	220	260	235
55-64岁	362	420	389
65岁及以上	539	645	539

数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.1 产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

2.1.2 供给端：医药地位提升，医疗卫生支出有望加大

- 医药产业地位提升，经历此次疫情，国家对于公共卫生健康的投入会持续加大。参考2003年SARS疫情对全国卫生投入的刺激，2004-2007年全国卫生总费用增速持续抬升，2003-2007年卫生总费用共增长75.8%。



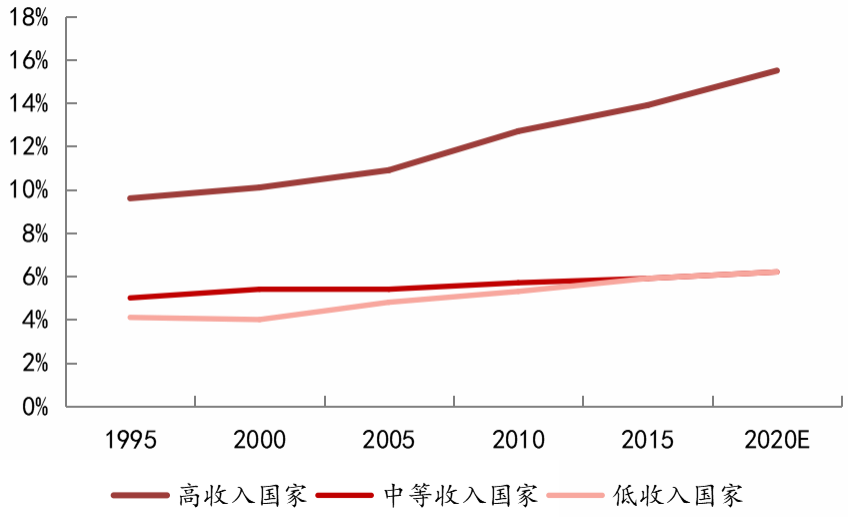
数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.1 产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

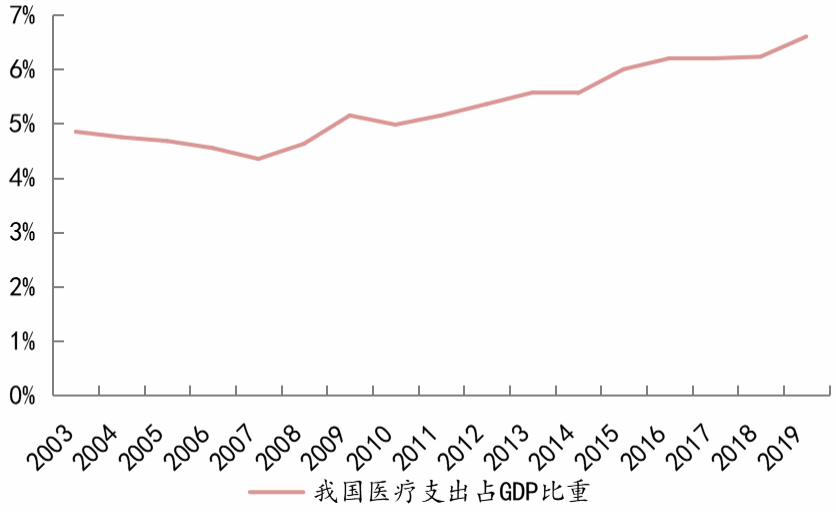
2.1.2 供给端：医药地位提升，医疗卫生支出有望加大

- 我国医疗支出在GDP中占比持续提升，2003年为4.9%，2019年已经达到6.6%，预计未来仍将进一步提升。
- 从全世界来看，医疗支出占GDP的比例都是持续上升的。发达国家目前的比重在13%左右，发展中国家约6%，中国目前仅占比6.6%，相比之下仍有很大提升空间。

不同收入国家医疗支出在GDP中占比



我国医疗支出在GDP中占比持续提升



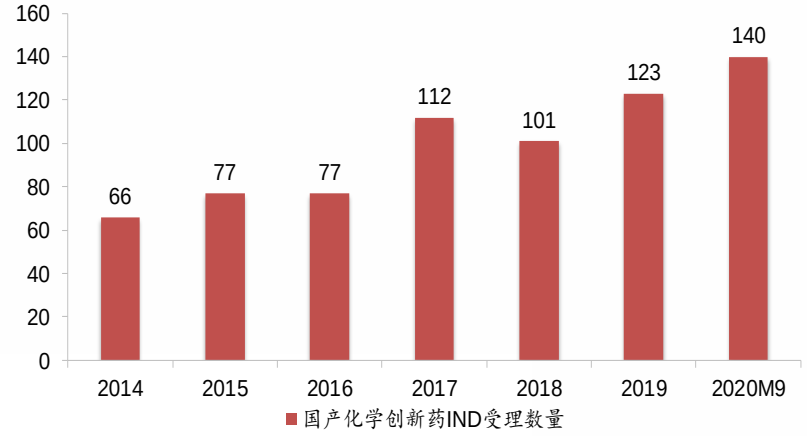
数据来源：国家统计局，CNKI，西南证券整理

2.1 产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

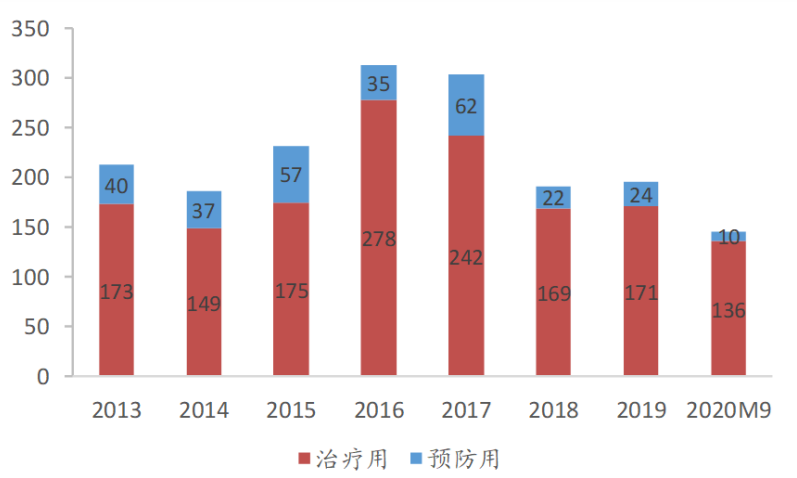
2.1.3 创新促进行业扩容

- 2017年以来，国内创新药崛起势不可挡。从数据看，2014-2018年，经历了2015年“722”事件与2016年的新化药分类改革，国内创新药研发势头已经不可阻挡，2017年CDE受理了国内企业112个创新药的IND，创历史之最，2018全年有所回落有101，2019年申报数量达到123个；截至2020年9月底，国内药企申报的化药创新药IND数量已经达到140个，预计全年能达到160个，创历年申报数量记录。
- 生物制品近两年未受分类改革影响，从受理的生物制品IND数量分析，2016-2017年是处于历史最高水平，从2018年期，申报数量大幅回落，但申报质量高于以往，以创新为主的生物制品申报数量不断增加，传统生物制品数量大幅减少，预计未来生物制品将以提升质量为主。

2014至今国产化学创新药IND受理数量



2013至今国产生物制品IND受理数量



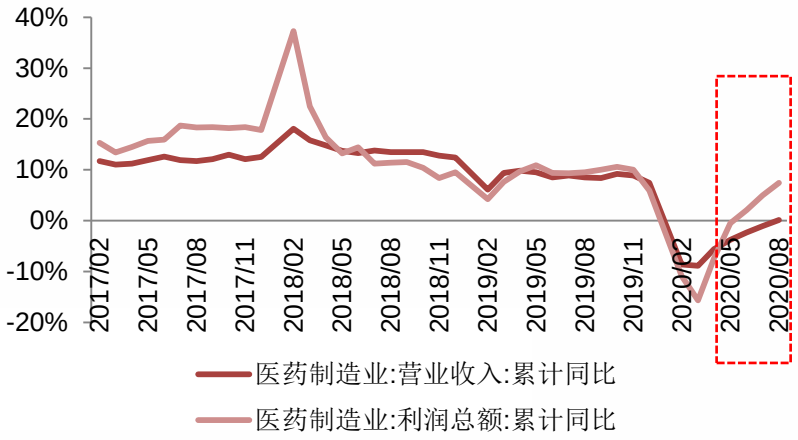
数据来源：药智网，西南证券整理

2.1 产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

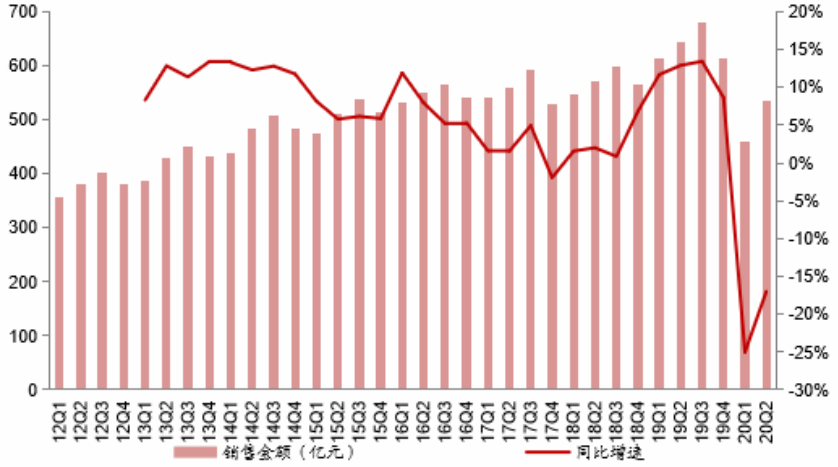
2.1.3 创新促进行业扩容

- **国家统计局规模以上医药制造业数据：**截至2020年1-8月累计实现营业收入1.5万亿元，同比+0.1%，略有增长；累计实现利润总额2140亿元，同比增加7.4%，增幅持续扩大。医药制造业随国内疫情好转正在稳健恢复中，我们预计全年行业增速有望能达到5%左右。
- **PDB样本医院药品销售额数据**：2019年PDB样本医院药品收入同比+11.7%，比2018年提升了9个百分点，我们认为主要是众多创新品种进入医保后快速放量所致。2020Q1，受疫情的影响，PDB样本医院收入下滑25%，进入Q2以来，国内医药行业逐步恢复，预计疫情对全年影响幅度较小，**全年增速有望达到5%左右。**
- **西南观点：**医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。宏观上医药工业收入增速低于10%，但结构上分化愈加明显，上市公司及创新药等或成行业主要增长动力，**全年增速有望能达到5%左右。**

医药工业收入总额及增速（统计局）



医药工业收入总额及增速（PDB）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

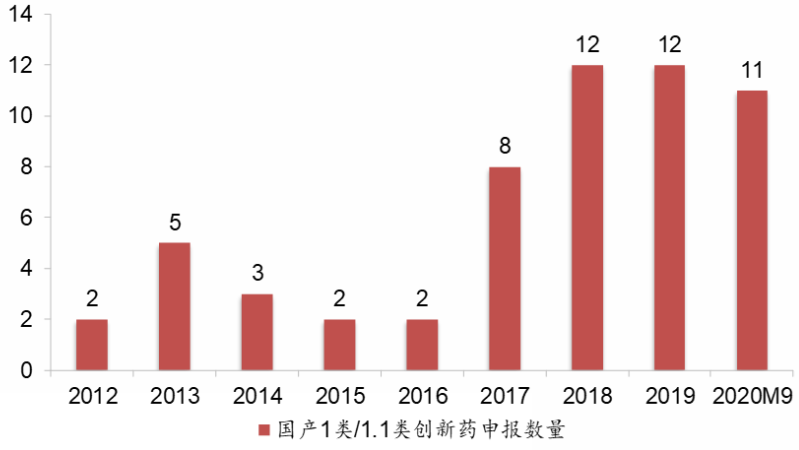
数据来源：PDB，西南证券整理

2.1 产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

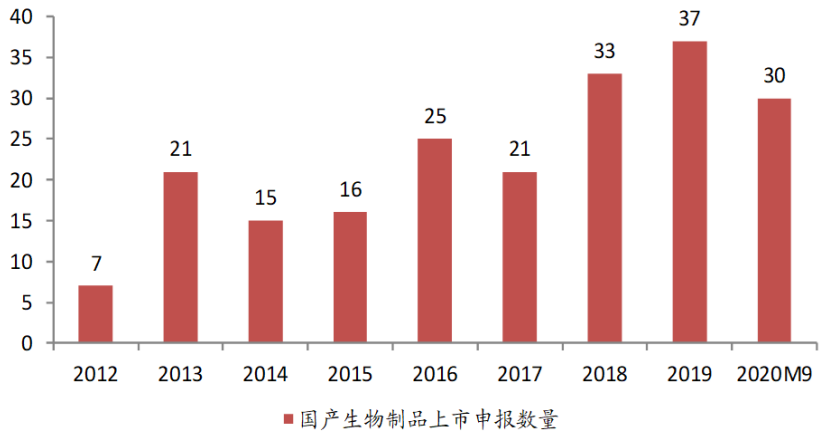
2.1.3 创新促进行业扩容

- 2012-至今，与国内创新药IND申请数量趋势相同是创新药上市申请数量也在快速增长。2017年以前每年化学新药申报上市数量均未小个位数，至2017年开始，每年新申报上市的化学创新药数量超过5个，2018、2019年均达到12个；2020截至9月底，申报上市数量达到11个，预计2020年将创历年之最。
- 国产生物制品申报上市数量也在明显增长，从受理的生物制品NDA数量分析，2013-2017年申报受理号数量比较均匀，2018年数量大幅提高，2020年延续快速增长的趋势，截至9月底，国内治疗用生物制品生产受理号数量为30个。

2014至今国产化学创新药NDA受理数量



2013至今国产生物制品NDA受理数量



数据来源：药智网，西南证券整理

2.1 产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

2.1.3 创新促进行业扩容：中国创新药逐渐进入license out新阶段

序号	授权方	合作方	合作对象	合作方式	交易金额	交易时间	备注
1	微芯生物	美国HUYA	西本达胺（HDAC抑制剂）	中国以外地区全球独家授权	0.28亿美元	2007年3月	
2	和记黄埔医药	阿斯利康	沃利替尼（c-Met抑制剂）	在中国的开发由和记黄埔继续负责，费用由双方承担；阿斯利康负责在全球其他国家和地区的开发并承担所有研发费用	0.20亿美元首付款+1.2亿美元里程金+销售分成	2011年12月	
3	百济神州	默克	Lifirafenib（RAF二聚体抑制剂）	全球独家商业化权利	未披露	2013年5月	已终止
4	和记黄埔医药	礼来	呋喹替尼（VEGFR抑制剂）	共同行使在中国的商业化推广权利	0.865亿美元	2013年10月	
5	百济神州	默克	Pamiparib（PARP1/2抑制剂）	中国以外地区全球独家授权	首付款+2.32亿美元里程金+销售分成	2013年11月	
6	信达生物	礼来	至少3种潜在肿瘤治疗药物	信达负责开发和生产，礼来负责商业化，信达拥有联合推广权	0.56亿美元首付款+4亿美元里程金	2015年3月	
7	恒瑞医药	美国Incyte	卡瑞利珠单抗（抗PD-1单抗）	中国以外地区全球独家授权	0.25亿美元首付款+7.7亿美元里程金+销售分成	2015年9月	已终止
8	信达生物	礼来	3个肿瘤免疫治疗双特异性抗体	信达主导中国市场的开发和商业化，礼来主导国外市场的开发和商业化	10亿美元里程金+销售分成	2015年10月	
9	康方生物	默沙东	AK-107（CTLA-4抑制剂）	全球独家开发和推广权	首付款+2亿美元里程金	2015年12月	
10	正大天晴	强生	乙肝药物AL-034（TLR-7激动剂）	中国大陆以外的开发和推广权	2.53亿美元	2016年1月	
11	复旦大学	美国HUYA	IDO抑制剂	中国以外地区全球独家授权	0.65亿美元	2016年3月	
12	百济神州	新基	替雷丽珠单抗（抗PD-1单抗）	新基获得美国、欧洲、日本以及亚洲以外多个国家和地区开发和商业化的独家授权；百济神州收购了新基公司在中国的商业团队，并获得其在中国已获批商业化产品（ABRAXANE、瑞复美、维达莎）的独家授权	2.63亿美元首付款+1.5亿美元股权投资+9.8亿美元里程金+销售分成	2017年7月	已终止
13	誉衡药业/药明生物	美国Acrus	赛帕利单抗（抗PD-1单抗）	北美、日本、欧洲等区域的独家开发、商业化权利	8.16亿美元	2017年8月	

数据来源：公开资料，西南证券整理

2.1 产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

2.1.3 创新促进行业扩容：中国创新药逐渐进入license out新阶段

序号	授权方	合作方	合作对象	合作方式	交易金额	交易时间	备注
14	南京传奇	西安杨森	LCAR-B38M（CAR-T疗法）	全球共同开发和推广	3.5亿美元首付款+里程金+销售分成	2017年12月	
15	恒瑞医药	美国Arcutis	SHR-0302（JAK1抑制剂）	局部外用制剂在美国、欧盟和日本用于皮肤病治疗的独家临床开发、注册和市场销售的权利独家授权	200万美元首付款+2.205亿美元里程金+销售提成（6%-12%）	2018年1月	
16	恒瑞医药	TG Therapeutics	SHR-1459、SHR-1266（BTK抑制剂）	在日本以及亚洲以外其他全部国家和地区的开发权利	100万美元首付款+里程金+销售提成（10%-12%）	2018年1月	
17	复宏汉霖	英国Accord	HLX02(曲妥珠单抗类似生物)	欧洲、中东、北非地区和部分独联体国家共计70余个国家的独家商业化权利	不超过308万美元里程金	2018年6月	
18	天境生物	ABL Bio	TJ-CD4B（Claudin 18.2和4-1BB的双特异性抗体）	除大中华地区以外的开发和商业化权益	1亿美元+销售提成	2018年7月	
19	科伦博泰	和铂医药	A167（抗PD-L1单抗）	除大中华地区以外的开发和商业化权益	3.5亿美元	2018年8月	
20	博生医药	CBT	ES-072（EGFR抑制剂）	除大中华地区以外的独家权利	未披露	2018年11月	
21	天境生物	TRACON	TJD5（CD73抗体）及未来数个双特异性抗体	TRACON将负责执行在北美地区的临床试验和注册工作，并将独自承担在此地区初期临床开发的所有费用，后期临床的研究和商业化费用则与天境生物分摊。另外，TRACON将与天境生物分享由双方共同开发的双特异性抗体在北美地区的权利，并可在某些其他地区从天境生物授权引进这些双特异性抗体	未披露	2018年11月	
22	亚盛药业	UNITY Biotechnology	UBX1967（Bcl-2系列化合物）	作为其眼科产品线的主要开发候选药物，将进一步开展临床前研究，以推进IND申请	未披露	2019年1月	
23	百奥泰	Cipla Linited	BAT1706（贝伐珠单抗类似物）	部分新兴国家市场的独家商业化权利	未披露	2019年1月	
24	复宏汉霖	PT Kalbe Genexine Biologics	HLX10（抗PD-1单抗）	在菲律宾、印度尼西亚、马来西亚、新加坡等10个国家及相关适应症独家开展商业化的权利	至多6.82亿美元首付款和里程金+销售提成（15%或18%）	2019年10月	
26	成都先导	LEO Pharma	小分子化合物（靶点未披露）	后续开发及商业化权益	未披露	2019年11月	

数据来源：公开资料，西南证券整理

2.1 产业变革：行业需求持续增长，产业创新促进规模扩容

2.1.3 创新促进行业扩容：中国创新药逐渐进入license out新阶段

序号	授权方	合作方	合作对象	合作方式	交易金额	交易时间	备注
25	金斯瑞生物	ABL Bio		授权ABL Bio使用一种靶向肿瘤的单域抗体、一种单克隆抗体以及金斯瑞SMAB双特异性抗体平台开发多个双特异性抗体分子	首付款+里程金+销售提成	2019年11月	
27	成都先导	田边三菱制药	小分子化合物（靶点未披露）	后续开发及商业化权益	未披露	2019年12月	
28	康宁杰瑞/思路迪	Tracon	Envafolimab（抗PD-L1单抗）	美国、加拿大、墨西哥及其各自属地在人类肉瘤治疗方法领域上的独家及不可转让许可	未披露	2019年12月	
29	信达生物	Coherus BioScience	IBI305（贝伐珠单抗类似物）	美国和加拿大的商业化权益	0.45亿美元首付款和里程金+销售提成	2020年1月	
30	成都先导	Kaken	小分子化合物（靶点未披露）	后续开发及商业化权益	未披露	2020年3月	
31	成都先导	田边三菱制药	小分子化合物（靶点未披露）	后续开发及商业化权益	未披露	2020年4月	
32	复宏汉霖	Mabxience	HLX02（曲妥珠单抗类似物）	在阿根廷、乌拉圭及巴拉圭就肿瘤治疗开发和商业化的独家许可	25万美元首付款+50万美元里程金	2020年3月	
33	合一生技/中天生物	LEO Pharma	FB825（抗-CεmX抗体）	全球独家开发和商业化权益	0.4亿美元首付款+5.3亿美元里程金+潜在特许权使用费	2020年4月	
34	恒瑞医药	CrystalGenomics	卡瑞利珠单抗（抗PD-1单抗）	在韩国的独家临床开发、注册和市场销售的权利	8775万美元	2020年4月	
35	君实生物	礼来	JS016（SARS-CoV-2中和抗体）	在大中华地区外开展研发活动、生产和销售的独占许可	0.1亿美元首付款+2.45亿美元里程金+销售提成	2020年5月	
36	加科思	艾伯维	JAB-3068、JAB-3312（SHP2抑制剂）	全球研发的费用由艾伯维承担，以及负责全球的开发和商业化	未披露	2020年6月	
37	康宁杰瑞	赛诺菲	KN026（抗HER2双特异性抗体）	推进KN026与泰索帝(Docetaxel)联合用药的临床试验，在达到特定临床里程碑后，赛诺菲将有权在独占期内协商获得KN026的独家许可引进权	未披露	2020年6月	
38	天境生物	艾伯维	Lemzoparlimab（CD47抗体）	大中华区以外的的国家及地区开发和商业化的许可权，有权优先选择进一步开发和商业化目前天境在研的两款基于lemzoparlimab的双特异抗体	1.8亿美元首付款+17.4亿美元里程金+10亿美元潜在交易	2020年9月	

数据来源：公开资料，西南证券整理

2.2 政策变革：三医联动，创新加速

医药（械）、医保、医疗，三位一体，通过政策的环环相扣，共同达到提高国内药品质量、优化用药结构、节省医保费用的目的。

1、政策变革之-医药（械）：集采压缩仿制药/医疗器械市场，创新审评加速新产品上市。一致性评价&集采成为仿制市场主旋律。口服制剂一致性评价和集采成常态；注射剂一致性评价正式启动，预计明后年有望开始集采；国家正在探索高值耗材的集采。优化创新药械审评，提高创新药械的质量水平，加快创新药械的上市，则是创新领域的主旋律。

- 注射剂一致性评价正式启动，千亿市场面临集采
- 集采稳步推进，仿制药降价放量是大势所趋
- 多地进行高值耗材带量采购，支架国家集采已经启动
- 新版《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》出台，审批效率优化
- 推动创新器械企业发展利好政策出台

2、政策变革之-医保：“腾笼换鸟”，促进创新产品扩容。医保政策通过压缩仿制药支出，扩大创新药支出来鼓励创新。

- 医保明确调出机制，节省医保资金
- 新药医保谈判已成常态，快速进医保利于销售放量

3、政策变革之-医疗：推进优化用药结构，鼓励民营开放办医。医疗政策改革通过优化用药结构，增加创新药的使用来鼓励创新。

- 医院考核：推广基药、集采药物使用，限制抗菌药物、监控药品使用
- DRG政策出台，优化用药结构
- 鼓励民营办医，丰富医疗业态

2.2 政策变革：三医联动，创新加速

2.2.1 政策变革之-医药（械）：集采压缩仿制药/医疗器械市场，创新审评加速新产品上市

- **注射剂一致性评价正式启动，千亿市场面临集采**

- 2020年5月14日，国家药监局发布《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》。CDE官网同步发布了《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》、《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》、《化学药品注射剂（特殊注射剂）仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》三份技术文件正式稿。**标志化学药品注射剂仿制药的一致性评价正式启动。**

- **西南观点**：据insight数据统计，截至10月16日，共有42个注射剂品种通过或视同通过一致性评价，由于此前参比制剂缺乏，这42个品种中绝大部分是按新分类申报的视同通过一致性评价。**截至2020年10月21日，共有304个注射品种已提交一致性评价补充申请或新分类上市申请，大批企业蓄势待发。**

- 注射剂占我国医药用药金额的60%左右，因此注射剂的集采将对医保节省资金有明显促进作用。此前地方集采中已大量纳入注射剂，比如山东省一次性将27个注射剂纳入省级采购。预计随着一致性评价的进行，接下来的带量采购将成为注射剂的主战场。

2.2 政策变革：三医联动，创新加速

2.2.1 政策变革之-医药（械）：集采稳步推进，仿制药降价放量是大势所趋

- **国家鼓励地方进行非过评品种的集采：**6月5日，国家卫生健康委员会、工业和信息化部、公安部、财政部、商务部、国家税务总局、国家市场监督管理总局、国家医疗保障局、国家中医药管理局等九部委联合印发《关于印发2020 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》。文件提到“推动各地开展非过评药品带量采购和高值医用耗材带量采购试点”，这是第一次国家层面提出鼓励非过评药品进入集采，将大幅增加集采品种的可选范围，特别是纳入一大批销售额较大的中成药和注射剂。

- **第三批集采已经启动：**2020年8月20日，第三次国家药品集采中标结果披露，本次集采共及56个品种，中标55个流标1个（拉米夫定片），参与企业数量达到194家企，最终123家企业的191个品种中标。相比第二次集采，本次集采在品种范围、参与企业数量和采购量等方面进一步扩大，集采常态化稳步推进。

- **西南观点**：集采的最终目的是尽可能多的节省医保资金，但一些大品种过评慢，比如仿制药注射剂；另一些大品种没法过评，比如中药注射剂、中成药、其他剂型药物等。为了不让过一致性评价成为这些品种集采的障碍，九部委联合发文鼓励地方尝试非过评品种，先从地方试点来推动这些品种的降价。但国家集采涉及范围广，影响大，为了谨慎起见，仍以过评品种为主。

2.2 政策变革：三医联动，创新加速

2.2.1 政策变革之-医药（械）：多地进行高值耗材带量采购，支架国家集采已经启动

- **目前已经有多个省市正组织医用耗材带量采购。**耗材由于品类规格众多，且用量分散，难以管理。针对该难点，国家建立医疗器械唯一识标识，并上线全国统一登记数据库，接下来进行全国耗材价格共享。梳理好前期工作后，全国集采有望加速开展。

- 品种、采购量、采购周期符合市场预期，拟中选产品的确定比市场预期要温和，首先入围者数量较多，其次满足低于2850价格的产品可以不受1.8倍价格限制。从采购量分配看，以优先保住中选者的量，再去分配未中选者的量为核心原则，医疗结构自主权较大。

时间	省份
2020年3月	国家医保局曾明确要求要在未来6个月内（即9月中旬前），在11个试点省份（江苏、安徽、福建、青海、上海、浙江、湖南、重庆、四川、陕西和宁夏）开展高值耗材带量采购工作，其余23个省份及城市也要积极跟进。
2020年5月	首批人工晶体类眼科耗材集中带量采购会在天津召开，确定了京、津、冀、黑、吉、辽、蒙、晋、鲁九省份联合带量采购人工晶体类眼科耗材工作正式展开。
2020年5月	国家医保局副局长陈金甫主持召开了高值医用耗材集中采购改革座谈会，听取了部分企业和协会代表意见建议。
2020年5月	重庆市、贵州省、云南省、河南省医疗保障局联合发公告，宣告四地医用耗材的跨区域带量采购正式启动，带量采购的品种为吻合器、补片、胶片3类医用耗材。
2020年5月	浙江省药械采购中心拟订《浙江省公立医疗机构部分医用耗材带量采购文件（征求意见稿）》，将冠脉介入药物支架、冠脉介入球囊、骨科髋关节2019年全年交易量的80%纳入带量采购，采购周期为2年。
2020年10月	国家组织高值医用耗材联合采购办公室关于发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件（GH-HD2020-1）》的公告

数据来源：医保局，西南证券整理

2.2 政策变革：三医联动，创新加速

2.2.1 政策变革之-医药（械）：新版《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》出台，审批效率优化

- 2020年3月30日，国家市场监督管理总局官网公布2020新版《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》，两部规章将于2020年7月1日起正式施行。
- **对标美国，四个通道加快新药上市。**为我国鼓励创新和满足临床急需药品，申请人可以申请适用突破性治疗药物、附条件批准、优先审评审批及特别审批程序。突破性治疗药物程序定位于药品临床试验研制阶段；附条件批准、优先审评审批程序定位于药品上市注册阶段。特别审批程序针对在发生突发公共卫生事件的威胁时以及突发公共卫生事件。
- **简化临床试验流程，进一步缩短审评时间。**强调药品注册受理、审评、核查和检验等各环节的衔接。药物临床试验申请改为自受理之日起六十日内决定是否同意，生物等效性试验备案实施即可。药品上市许可申请审评时限为200日，其中优先审评审批为130日，临床急需境外已上市罕见病用药为 70 日；单独申报仿制境内已上市化学原料药为200日；药品再注册审查为120日。
- **全面落实药品上市许可持有人制度。**明确持有人为能够承担相应责任的企业或者药品研制机构等，要求建立药品质量保证体系，对药品的全生命周期进行管理，开展上市后研究，承担上市药品的安全有效和质量责任。
- **强调关联审评，原料药、辅料、药包材等地位显著提升。**国家药品监督管理局建立化学原料药、辅料及直接接触药品的包装材料和容器关联审评审批制度。在审批药品制剂时，对化学原料药、辅料、直接接触药品的包装材料和容器进行关联审评。仿制境内已上市药品所用的化学原料药的，可以申请单独审评审批。

2.2 政策变革：三医联动，创新加速

2.2.1 政策变革之-医药（械）：推动创新器械企业发展利好政策出台

- 国家各层面政策对国产器械和创新器械的引导扶持，推动医疗器械国产化进程，鼓励医疗器械企业加大创新力度和研发投入，优化创新器械注册、审批流程，加速创新器械应用推广

近几年创新器械相关政策

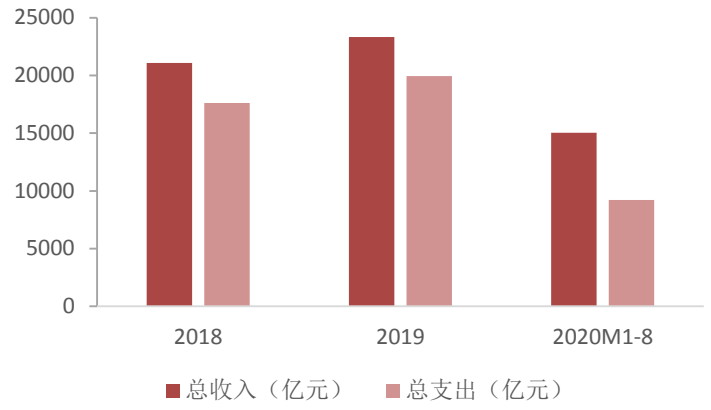
时间	机构	政策	内容
2015.8	国务院	《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	鼓励医疗器械研发创新，将拥有产品核心技术发明专利、具有重大临床价值的创新医疗器械注册申请，列入特殊审评审批范围，予以优先办理。及时修订医疗器械标准，提高医疗器械国际标准的采标率，提升国产医疗器械产品质量
2016.7	国务院	《"十三五"国家科技创新规划》	明确在科技创新重大项目方面，支持精准医疗技术研发。在生物医用材料技术方面，重点布局可组织诱导生物医用材料、组织工程产品、新一代植介入医疗器械等重大战略性产品
2016.1	国务院	《"健康中国2030"规划纲要》	明确要求加强高端医疗器械创新能力建设，推进医疗器械国产化
2016.1	国务院	《"十三五"国家战略性新兴产业发展规划》	发展高品质医疗器械如医学影像设备、先进放射治疗设备、高通量基因测序仪、康复类医疗器械装备。利用增材制造等新技术，加快组织器官修复和替代材料及植入医疗器械产品创新和产业化
2017.5	科技部	《"十三五"医疗器械科技创新专项规划》	提升我国医疗器械自主创新能力、加强国产创新医疗装备的应用示范和推广，是建立高效、分级、协同、均质、可及的医疗和健康服务体系等的重要支撑
2017.1	国家发改委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）》	重点开发全降解血管支架等创新医疗器械，给予优先审评审批
2018.8	国务院	《深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务》	推进医疗器械国产化，促进创新产品应用推广
2018.1	国家药监局	《创新医疗器械特别审查程序》	鼓励医疗器械创新，激励产业创新高质量发展
2019.5	深改组第八次会议	《关于治理高值医用耗材的改革方案》	医药端（提升品质鼓励创新）、流通端（两票制和回款加快）、医院端（零加成和限制滥用）、医保端产业链各环节（编码和准入）

数据来源：国务院、国家药监局，西南证券整理。注：篇幅问题，未完全穷举。

2.2 政策变革：三医联动，行业巨变势不可挡

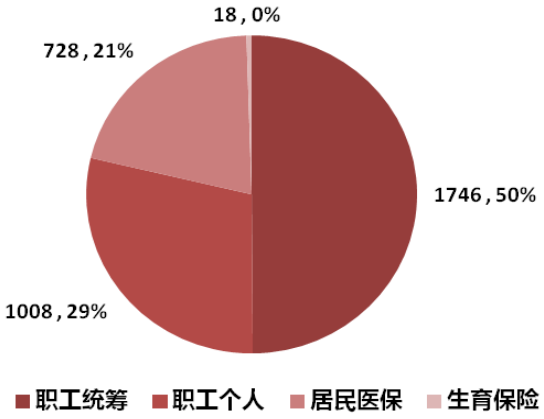
2.2.2 政策变革之-医保：“腾笼换鸟”，促进创新产品扩容

基本医疗保险基金收入及支出（亿元）

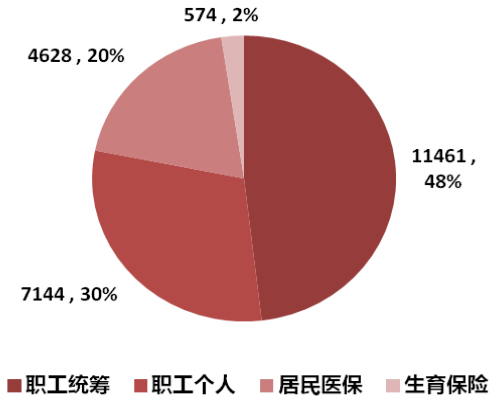


- **医保基金总体运行稳健，腾龙换鸟进入深水区**
- 2019年基本医疗保险基金总收入、总支出分别为2.3万亿元、2万亿元，年末累计结存2.7万亿元，总体运行稳健。2020年1-8月，基本医疗保险基金总收入、总支出分别为为1.5万亿元和1.3万亿元，由于受到疫情影响，医保收入和支出的增速均下降。
- 2019年医保结存中，职工统筹+居民医保占比约为68%，职工个人账户占比30%。

2019年医保基金/当年结存分析



2019年医保基金/累计结存分析



数据来源：国家统计局，西南证券整理

2.2 政策变革：三医联动，创新加速

2.2.2 政策变革之-医保：医保明确调出机制，节省医保资金

2020 年4 月 29 日 ，国家医保局发布《基本医疗保险用药管理暂行办法（征求意见稿）》。该文件提出了几项创新改革：

- **明确调出目录的药品种类。**滋补、保健、乙类OTC等10类药品“不纳入目录范围 “，被有关部门、机构列入负面清单的6类药品”直接调出药品目录” ，价格偏高等3类药品“可以调出目录”。
- **建立动态调整机制。**国家医疗保障行政部门建立完善动态调整机制，原则上每年调整 1 次。
- **同步确定医保支付标准。**独家药品通过准入谈判的方式确定支付标准；非独家药品中，国家组织药品集中采购（以下简称集中采购）中选药品，按照集中采购有关规定确定支付标准；其他非独家药品根据准入竞价等方式确定支付标准。执行政府定价的麻醉药品和第一类精神药品，支付标准按照政府定价确定。

西南观点：该《基本医疗保险用药管理暂行办法（征求意见稿）》进一步明确了“腾笼换鸟”策略中做减法的方向。通过调出品种来减少医保支出，为临床必需药品、创新药等腾出进入空间。同时，规定一年一次的动态调整，以及创新药的医保准入谈判，可加速创新药进入医保的速度，促进新药放量。

2.2 政策变革：三医联动，创新加速

2.2.2 政策变革之-医保：新药医保谈判已成常态，快速进医保利于销售放量

- 医保局至今已经历四次创新药医保谈判，从谈判结果来看，大多数谈判药品进入医保后，虽然价格下降，但销售大幅增长，从而总体销售额也增长不错。

- 我们从2018年医保谈判品种来看，最终谈判成功17个品种，其中13个品种在次年实现了翻倍以上的增长，销售情况优异。

历年医保谈判情况

年份	品种数量	平均降幅	药品种类
2016	3	59%	化药
2017	36	44%	化药、生物药
2018	18	57%	化药、生物药
2019	97	60%	化药、生物药、中药

2018年医保谈判品种在样本医院销售情况

序号	药品名称	厂商	价格降幅	19年样本医院同比增长
1	阿扎胞苷	新基	60%	2448%
2	塞瑞替尼	诺华	60%	2253%
3	阿法替尼	勃林格殷格翰	40%	1969%
4	安罗替尼	正大天晴	45%	1853%
5	瑞戈非尼	拜耳	46%	1795%
6	伊沙佐米	武田制药	46%	1759%
7	维莫非尼	罗氏	46%	1563%
8	伊布替尼	强生	65%	1332%
9	奥希替尼	阿斯利康	71%	1166%
10	培唑帕尼	诺华	65%	793%
11	阿昔替尼	辉瑞	71%	593%
12	克唑替尼	辉瑞	71%	338%
13	西妥昔单抗	默克	69%	152%
14	舒尼替尼	辉瑞	67%	98%
15	尼洛替尼	诺华	68%	39%
16	奥曲肽	诺华	40%	15%
17	培门冬酶	恒瑞制药	40%	12%

数据来源：PDB，西南证券整理

2.2 政策变革：三医联动，创新加速

2.2.3 政策变革之-医疗：推进优化用药结构，鼓励民营开放办医

- **医院考核：推广基药、集采药物使用，限制抗菌药物、监控药品使用**
- 从三级医院考核指标看出主管部门对三级医院的指导方向：1）考核下转患者人数，推进分级诊疗；2）考核抗菌药物使用强度，促进规范使用抗生素；3）考核基本药物使用占比，推广基药使用；4）考核国家集采药品使用比例，配合集采；5）监测比较辅助用药占比。

- 从二级医院考核指标看出主管部门对三级医院的指导方向：1）考核抗菌药物使用强度，促进规范使用抗生素；2）考核基本药物使用占比，推广基药使用；3）考核国家集采药品使用比例，配合集采；4）监测比较重点监控药物占比、医用耗材收入占比，避免过度使用。

国家三级公立医院绩效考核操作手册（2020参考版）

三级公立医院绩效考核部分指标一览表

序号	相关指标	指标属性	指标导向
1	下转患者人次数（门急诊、住院）	定量	逐步提高↑
2	抗菌药物使用强度(逐步降低↓逐步降低↓逐步降低↓s)▲	定量	逐步降低↓
3	门诊患者基本药物处方占比	定量	逐步提高↑
4	住院患者基本药物使用率	定量	逐步提高↑
5	基本药物采购品种数占比	定量	逐步提高↑
6	国家组织药品集中采购中标药品使用比例	定量	逐步提高↑
7	辅助用药收入比例	定量	监测比较

二级医院考核部分指标及指标导向一览表

序号	指标名称	指标来源	指标导向
1	抗菌药物使用强度（逐步降低↓逐步降低↓逐步降低↓s）▲	医院填报	逐步降低↓
2	基本药物采购金额占比	省级药品集中采购平台	逐步提高↑
3	国家组织药品集中采购中标药品金额占比	医院填报	逐步提高↑
4	重点监控药品收入占比	医院填报	监测比较
5	重点监控高之医用耗材收入占比	医院填报	监测比较
6	医疗服务收入（不含药品、耗材、检查检验收入）占医疗收入比例▲	财务年报表	逐步提高↑

数据来源：政府官网，西南证券整理

2.2 政策变革：三医联动，创新加速

2.2.3 政策变革之-医疗：推进优化用药结构，鼓励民营开放办医

- **DRG政策出台：**DRG作为新医改的一套突破性“组合拳”，DRG支付改革的实施，将临床医生的处方行为从“大处方”转为成本控制，可以有效减少不必要的资源浪费。长期来看，DRG付费模式的推出符合我国当前医改的大趋势，以治疗结果为导向，有望在保障老百姓医疗需求的基础上实现医疗成本的精细化管理，提高医保和医药行业的运行效率，让医药行业回归良性发展。
- 随着DRG付费国家试点技术方案和统一的CHS-DRG分组体系的出台，意味着我国DRG付费试点改革已完成了第一个阶段的“顶层设计”任务。

国家三级公立医院绩效考核操作手册（2020参考版）

时间	部门	政策	影响
2020年6月	医保局	《关于印发医疗保障疾病诊断相关分组（CHS-DRG）细分组方案（1.0版）的通知》	从“应用统一的CHS-DRG分组体系”、“规范基础数据使用和采集工作”、“稳妥推进模拟运行”、“完善试点配套政策”四个方面对进一步推进DRG付费国家试点工作提出了新的要求。
2019年10月	医保局	《国家医疗保障 DRG 分组与付费技术规范》	标志着我国DRG付费国家试点顶层设计的完成，是DRG版本从分散走向统一，从无序走向规范的重要一步。
2019年10月	医保局	《国家医疗保障 DRG（CHS-DRG）分组方案》	
2019年6月	医保局、财政部、卫健委、中医药局	《关于按疾病诊断相关分组付费国家试点城市名单的通知》	确定了北京、天津、河北省邯郸市等30个城市作为疾病诊断相关分组(DRG)付费国家试点城市，在全国更大范围内试点。
2017年6月	国务院	《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	医保支付方式改革覆盖所有医疗机构及医疗服务，全国范围内普遍实施适应不 同疾病、不同服务特点的多元复合式医保支付方式，按项目付费占比明显下降。重点推行按 病种付费，开展按疾病诊断相关分组付费试点，完善按人头付费、按床日付费等支付方式

数据来源：政府官网，西南证券整理

2.2 政策变革：三医联动，创新加速

2.2.3 政策变革之-医疗：推进优化用药结构，鼓励民营办医

- **鼓励民营办医**：近年来多项促进民营开放办医政策推出，对民营医疗机构给予税收、用地等多方面政策优惠，充分发挥民营办医对完善我国分级诊疗体系的重要补充作用，弥补我国医疗资源短缺的现状。

国家鼓励民营办医相关政策出台

时间	部门	政策	影响
2009.4	国务院	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	积极推进非公立卫生机构的发展，形成一个投资主体多元化、投资方式多样化的医疗体制。
2010.1	发改委、卫生部等五部委	国务院办公厅转发《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》（58号文）	降低社会资本准入门槛，加大对社会办医的政府补贴，提出在新建医院方面要以社会资本为先。
2013.9	国务院	《关于促进健康服务业发展的若干意见》（40号文）	大力支持社会办医，在市场准入、社保定点、职称评定等方面对非公和公立医疗机构要同等对待，给与高新技术企业税收优惠待遇
2014.3	发改委、卫计委、人社部	《关于非公立医疗服务实行市场调节有关问题的通知》	医疗服务价格市场化的起步，价格政策具体化
2015.6	国务院	《国务院办公厅关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》（38号文）	推进社会力量参与公立医院改革，鼓励社会力量以出资新建、参与改革等多种形式投资医疗公立医院资源丰富的城市，可选择部分公立医院引入社会资本进行改制试点
2015.6	国务院	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》（45号文）	从进一步放宽准入、拓宽投融资渠道，促进医疗资源有序有效下沉；到2020年，分级诊疗服务能力全面提升，基本建立符合国情的分级诊疗制度
2015.9	国务院	《国务院办公厅关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》（70号文）	到2017年，分级诊疗政策体系逐步完善，优质医疗资源有序有效下沉，到2020年，分级诊疗服务能力全面提升，基本建立符合国情的分级诊疗制度
2015.1	人社部	《关于完善基本医疗保险定点医疗机构协议管理的指导意见》	取消“基本医保定点医疗机构资格审查”改为直接由医保经办机构与定点医药机构签订服务协议。社会办医机构在符合标准的前提下有更大机会取得基本医疗保险覆盖
2017.5	国务院	《关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》	到2020年，社会力量办医能力明显增强，打造一大批有较强服务竞争力的社会医疗机构
2018.8	发改委、卫健委等9部委	《关于优化社会办医疗机构跨部门审批工作的通知》	制定社会办医疗机构准入跨部门审批流程；进一步简化优化项目建设相关审批条件；
2019.6	卫健委、发改委等10部委	《关于印发促进社会办医持续健康规范发展意见的通知》	进一步加大政府支持社会办医力度，扩大用地供给，推广政府购买服务，落实税收优惠政策完善医疗保险支持政策

数据来源：国务院、发改委、卫计委等政府部门，西南证券整理

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

科创板丰富融资渠道，研发型企业受益明显

- 医药行业成为科创板上市数量最多行业之一。截至2020年10月30日，共有185家科创板企业上市，其中医药生物企业一共有38家，在申报的有28家。38家行业总市值为8070.2亿元，医药生物板块在科创板中占据23%的市值。其中医疗器械20家，生物制品8家，化学制剂8家，医疗服务2家。38家医药生物公司募集资金484.42亿元。
- 创新药&创新医疗器械前期研发费用投入巨大，将受益于科创板制度推出。已上市的16家创新药产业链企业中有7家拥有抗肿瘤研发管线，其余创新药产业布局在抗病毒、抗真菌、心血管疾病、糖尿病等领域。科创板创新药产业链中有2家CRO企业，分别为成都先导和美迪西。已上市医疗器械企业20家，业务广泛布局高值耗材、体外诊断、医学影像等领域。38家科创板医药生物领域研发费用投入比率在2019年和2020H1分别为24%和22%，超过科创板整体企业的研发费用的2倍以上，超过SW医药生物整体研发费用率的7倍以上。
- 科研人才创业，促进医学研究成果转化。科创版生物医药公司董事长或总经理大多数具有化学生物医学硕博背景，同时具有国际化药企的研发经历，科创板推出利于医药研发高技术人才成果转化。

科创板公司估值方法重建：借鉴海外无利润biotech估值方法，DCF模型估值

- 科创板估值体系的重建，为医药类前期需要较大资金投入的公司给与合理的估值。贴现现金流量（DCF）分析是一种内在价值评估方法，分析师预测该业务未来的无杠杆自由现金流量，并以公司的加权平均成本（WACC）将其折算成为今天的价值。搭建DCF模型比较困难，需要很多假设，但通常也会给出最准确的估值。

对标纳斯达克，科创板有望成为“独角兽”的摇篮

- 纳斯达克自1971年开市以来，已经上市接近3000家公司，是美国三大交易所中上市公司数量最多，成交最为活跃的交易所。纳斯达克上市公司多为科技型公司，历年来培育出了多家“独角兽”，生物医药行业的赛诺菲、安进等均在纳斯达克上市。
- 科创板的推出，从企业上市标准、上市退出机制等方面均类似纳斯达克。对企业盈利要求的降低，强调企业创新性是生物医药公司登录科创性的主要条件，在这种引导下，未来科创板有望培育出一批国内生物医药的“独角兽”企业。

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

2.3.1科创板推出背景分析及行业概况

党的十九大报告提出,"要深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力,提高直接融资比重,促进多层次资本市场健康发展"

2019年1月30日，证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，上交所已完成设立科创板并试点注册制的方案草案，召开会员座谈会征求市场意见

2019年03月11日，上交所举办设立科创板并试点注册制全所员工培训，2019年4月11日，上交所聘任第一届科创板股票上市委员会、科技创新咨询委员会、公开发行自律委员会

2019年6月13日，**科创板正式开板**，标志着党中央国务院关于设立科创板并试点注册制这一重大改革任务的落地实施

2017.10 **2018.11** **2019.01** **2019.03** **2019.04** **2019.05** **2019.06**

2018年11月5日，国家主席习近平在首届中国国际进口博览会上提出"**将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制**"

2019年3月1日-7日，证监会、上交所发布与科创板相关的规则制度，包括此前向社会公开征求意见的**8项科创板制度规则、信息披露要求**等

2019-04-30上交所修改《上海证券交易所科创板股票上市规则》，2019-05-27**科创板上市委审议工作正式启动**

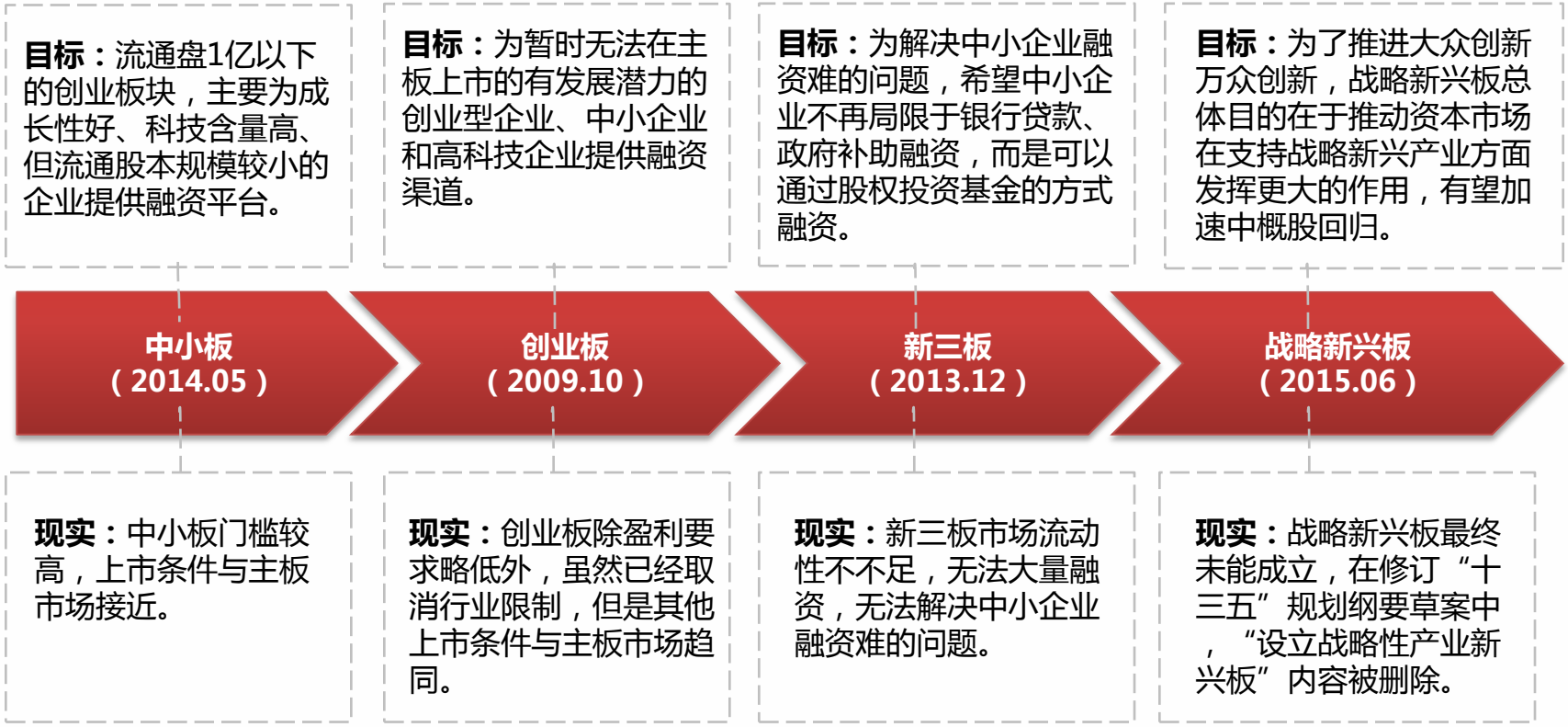
细分领域	个数	已上市公司
生物医药产业	31	华纳药厂、欧林生物、圣诺生物、睿昂基因、亿腾景昂、晶云药物、诺泰生物、泽生科技、科美诊断、诺禾致源、安旭生物、柯菲平、盛诺基、奥泰生物、凯因科技、皓元医药、科兴制药、浩欧博、成大生物、悦康药业、亚辉龙、苑东生物、艾力斯、安杰思、仁会生物、康希诺、键凯科技、三生国健、艾迪药业、前沿生物、科前生物、百合医疗、
生物医学工程产业	21	奥精医疗、威高骨科、康拓医疗、艾隆科技、之江生物、翔宇医疗、锦波生物、爱威科技、康众医疗、健耕医药、海泰新光、尚沃医疗、惠泰医疗、天臣医疗、天益医疗、奕瑞科技、圣湘生物、安必平、伟思医疗、爱博诺德、
生物农业及相关产业	2	秋乐种业、兴嘉生物
其他生物业	1	华恒生物

细分领域	个数	拟上市公司
生物医药产业	31	华纳药厂、欧林生物、圣诺生物、睿昂基因、亿腾景昂、晶云药物、诺泰生物、泽生科技、科美诊断、诺禾致源、安旭生物、柯菲平、盛诺基、奥泰生物、凯因科技、皓元医药、科兴制药、浩欧博、成大生物、悦康药业、亚辉龙、苑东生物、艾力斯、安杰思、仁会生物、康希诺、键凯科技、三生国健、艾迪药业、前沿生物、科前生物、百合医疗
生物医学工程产业	21	奥精医疗、威高骨科、康拓医疗、艾隆科技、之江生物、翔宇医疗、锦波生物、爱威科技、康众医疗、健耕医药、海泰新光、尚沃医疗、惠泰医疗、天臣医疗、天益医疗、奕瑞科技、圣湘生物、安必平、伟思医疗、爱博诺德
生物农业及相关产业	2	秋乐种业、兴嘉生物
其他生物业	1	华恒生物

数据来源：Wind，西南证券整理（截止到2020年6月29日）

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

2.3.1 科创板推出背景分析及行业概况



中国资本市场面临的困境

- 对于拥有技术优势且顺应产业升级需求的科技创新企业，缺失能够充分实现企业价值的融资平台。
- 大批科技创新型企业赴海外上市，国内资本市场竞争力不足。

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

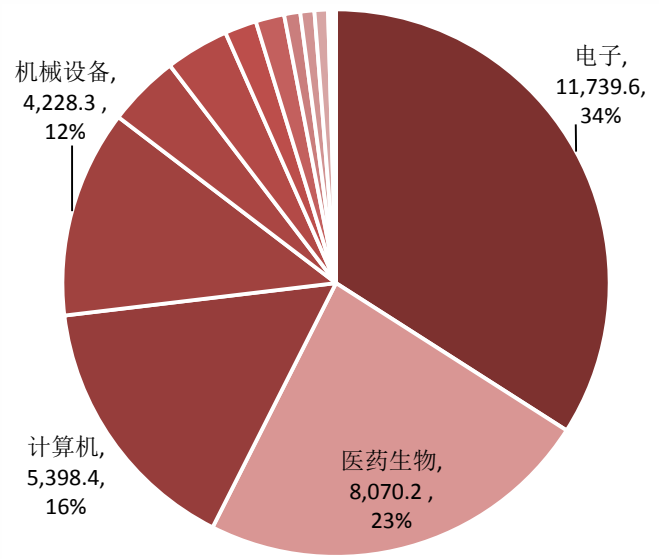
2.3.2 医药行业融资规模扩大，生物医药成科创板重点支持

- **医药行业成为科创板上市数量最多行业之一。**截至2020年10月30日，共有185家科创板企业上市，其中医药生物企业一共有38家，行业总市值为8070.2亿元，**医药生物板块在科创板中占据23%的市值。**其中**医疗器械20家，生物制品8家，化学制剂8家，医疗服务2家。**
- 38家医药生物公司募集资金484.4亿元，科创板推出极大丰富了医药生物企业的融资渠道，为需要大量前期资金投入的创新型药械企业提供资金支持。

科创板医药生物板块市值及募集资金情况

所属行业	上市数量	行业总市值（亿元）	募集资金（亿元）	年初至今涨跌幅
医药生物	38	8,070.2	484.4	5%
机械设备	38	4,228.3	423.8	-1%
计算机	31	5,398.4	375.9	8%
电子	30	11,739.6	928.9	5%
化工	13	1,465.7	175.8	-10%
电气设备	7	1,296.7	123.3	8%
公用事业	7	286.7	52.8	-14%
通信	6	649.5	35.3	-23%
有色金属	6	582.9	50.1	8%
国防军工	4	328.2	37	-20%
农林牧渔	2	274.8	16.7	8%
食品饮料	1	69.6	7.2	29%
钢铁	1	58	7.2	-31%
汽车	1	32.3	2.9	-18%
总计	185	34,481.8	2,721.2	-2%

科创板医药生物板块市值占比(亿元）



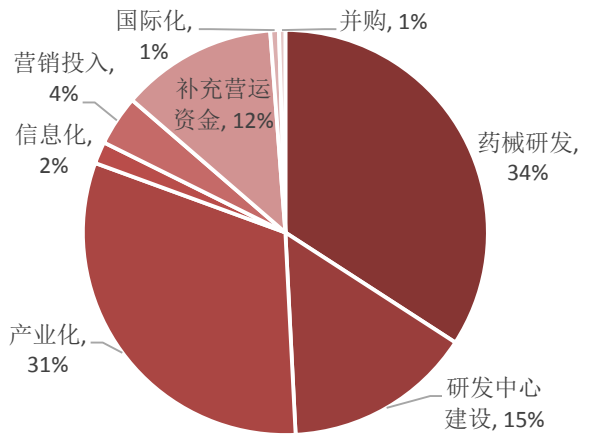
数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

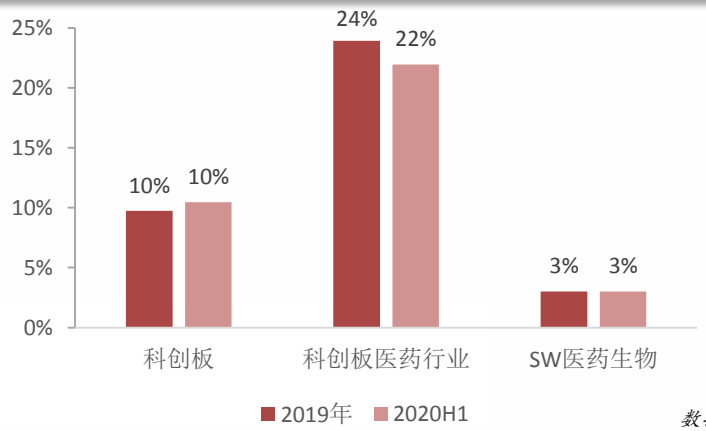
2.3.3 研发投入持续扩大，利好创新药械发展

- 科创板医药生物企业重视研发费用投入。38家科创板医药生物领域研发费用投入比率在2019年和2020H1分别为24%和22%，超过科创板整体企业的研发费用的2倍以上，超过SW医药生物整体研发费用率的7倍以上。科创板38家上市公司研发人员的占比为29%，而SW医药生物360家公司的研发人员占比仅为10%。
- 科创板上市公34%的募集资金用于具体药械临床研发项目，15%的募集资金用于研发中心建设，31%的资金用于产业化项目。

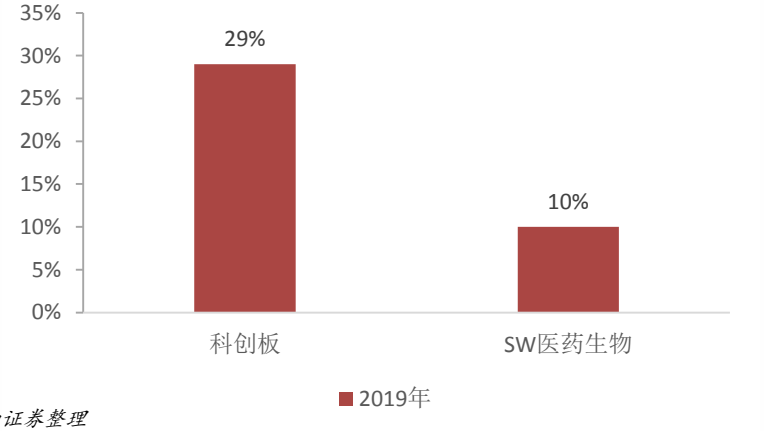
科创板上市公司募集资金投向



各板块上市公司研发费用率对比



各板块上市公司研发人员占比

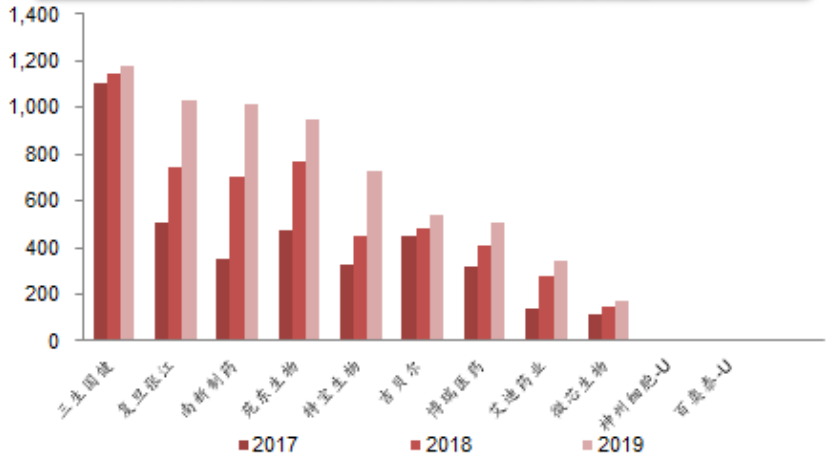


数据来源：Wind，西南证券整理

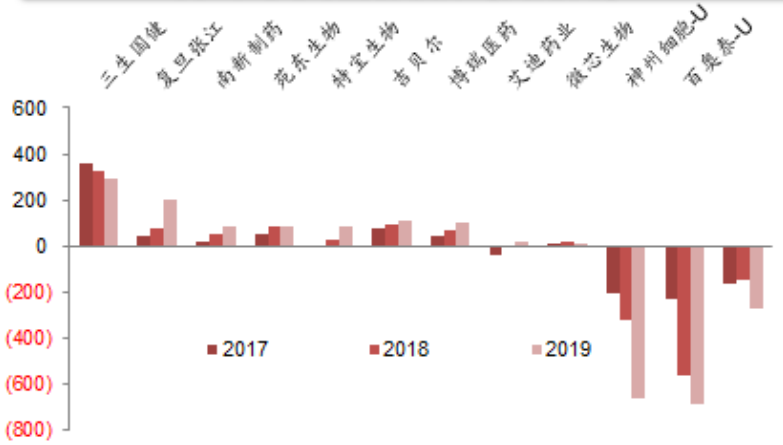
2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

2.3.4 科创板药品企业—研发投入水平较高

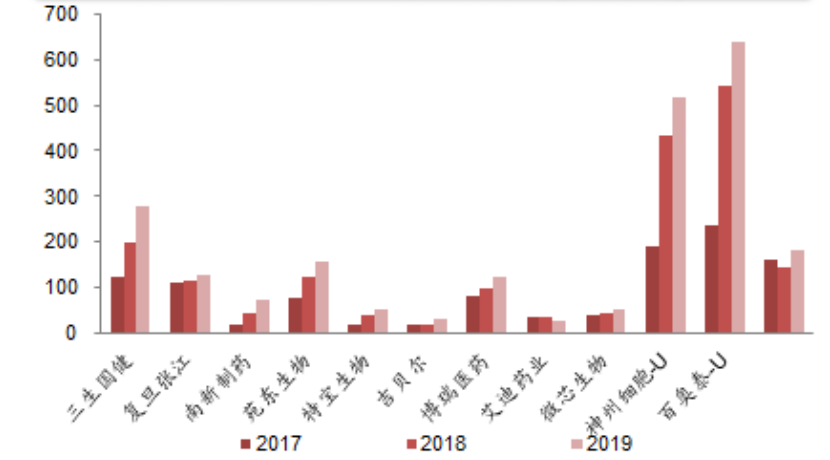
各公司营业收入比较（百万元）



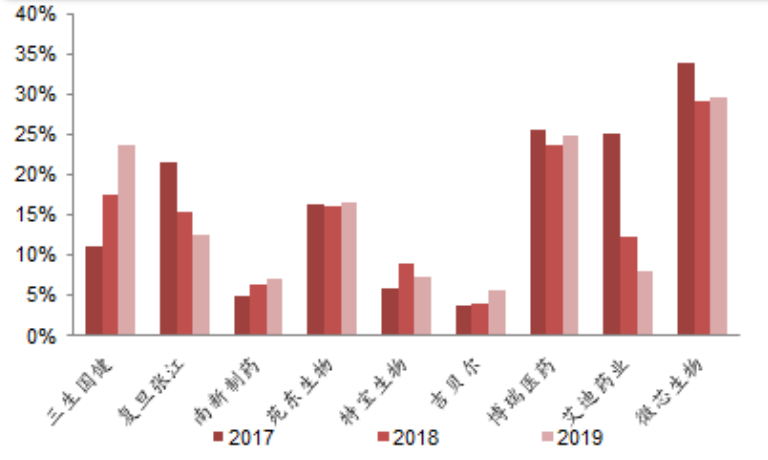
各公司净利润比较（百万元）



各公司研发投入情况比较（百万元）



各公司研发费用率比较



数据来源：wind，西南证券

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

2.3.5 创新药将受益科创板制度

- 创新药前期研发费用投入巨大，将受益于科创板制度推出。截至2020年10月，已上市的12家创新药产业链企业中有7家拥有抗肿瘤研发管线。其余创新药产业布局在抗病毒、抗真菌、心血管疾病、糖尿病等领域。
- 科创板创新药产业链中有2家CRO企业，分别为成都先导和美迪西。



数据来源：wind，各公司招股说明书，西南证券整理

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

2.3.6 器械公司明显受科创板助力

- 我国医疗器械行业近年来虽然增长强劲，行业增速大幅超过全球平均水平，但高端医疗器械领域整体竞争力仍然不足，医学影像、体外诊断、高值耗材等领域仍由进口厂商占据主导地位；
- 国家陆续出台多项医疗器械发展的政策，既有相关产业的鼓励政策，也明确提出重点器械突破方向，其中国家“十三五”关于医疗器械的规划为国内企业提出了重点研发方向；
- 科创板的推出将进一步改善国内企业的融资渠道，为具备持续研发能力的企业提供资金支持，进一步推动国内企业在重点医疗器械领域持续研发创新。

“十三五”医疗器械科技创新专项规划方向

研发方向	产品类型	科创板相关公司
医学影像类	新型数字X射线成像系统、新型超声系统、计算机断层成像系统（CT）、新型超导磁共振成像系统、核医学成像系统、超分辨显微成像系统、复合内窥镜成像系统等	南微医学（内镜领域）、祥生医疗（超声设备）、奕瑞科技（X线探测器）
体外诊断类	新型分子诊断系统、医用多模态流式细胞仪、新型医用质谱仪、全自动微生物分析系统、快速病理诊断系统等	东方基因、浩欧博、热景生物、硕世生物、普门科技
先进治疗类	智能感知交互手术机器人、复合引导放射治疗系统、植入式有源治疗装置、血液净化与透析机及耗材等	天益医疗（血液净化）
生物医用材料类	骨科修复与植入材料及器械、口腔种植修复材料与系统、新型心脑血管植介入器械、中枢神经修复与再生材料等	佰仁医疗（生物瓣膜）、赛诺医疗（心脏支架）、心脉医疗（主动脉支架）、昊海生物（人工晶体）、三友医疗/威高骨科/康拓医疗（骨科植入材料）
健康器械类	健康感知产品、康复护理产品、中医医疗器械等	普门科技、翔宇医疗

数据来源：各公司招股说明书，西南证券整理

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

- 资本面支持给创新型器械公司提供较好的融资渠道，推动医疗器械创新企业进一步发展。截止2020年10月30日，科创板已上市医疗器械企业20家。
- 受益于国内医疗器械行业发展和持续研发投入带来的增长动力，国内科创板上市医疗器械公司主营业务广泛布局高值耗材、体外诊断、医学影像等领域。

科创板医疗器械企业主营业务情况

代码	上市公司	核心产品	疾病领域
688085.SH	三友医疗	医用骨科植入耗材	骨科
688298.SH	东方生物	分子诊断、生物原料、诊断仪器和液态生物芯片	POCT
688198.SH	佰仁医疗	动物源性植介入医疗器械	心脏瓣膜置换与修复、先天性心脏病植介入治疗，外科软组织修复
688399.SH	硕世生物	体外检测：基于多重荧光定量PCR、干化学技术的体外诊断试剂、配套检测仪器	传染病检测、肿瘤筛查、女性生殖道微生态检测
688358.SH	祥生医疗	超声医学影像设备	影像诊断
688389.SH	普门科技	体外诊断设备和试剂：荧光免疫分析仪、蛋白分析仪 健康器械类：光子治疗仪、红外治疗仪、紫外治疗仪。	体外诊断
688366.SH	昊海生科	生物医用材料	
688108.SH	赛诺医疗	高端介入医疗器械，冠状动脉支架系统和球囊扩张导管	心脑血管、结构性心脏病
688139.SH	海尔生物	生物医疗低温存储设备	生物科技综合解决方案服务
688068.SH	热景生物	大型发光检测和诊断试剂	肝脏、心脑血管类以及感染炎症类疾病、早产、类风湿检测
688029.SH	南微医学	内镜诊疗器械和肿瘤消融设备及耗材	肿瘤
688016.SH	心脉医疗	主动脉及外周血管介入医疗器械	血管外科和心胸外科
A20019.SH	天益医疗	体外血液循环装置	血液净化，呼吸科、重症监护室、心胸外科及肿瘤科

科创板已上市医疗器械企业研发支出情况

证券代码	证券简称	市值	上市时间	2019年（百万）			2017年	2018年	2019年
		（亿元）		收入	扣非净利	净利润YOY	研发费用（百万元）		
688085.SH	三友医疗	157	2020-04-09	354.3	88	66%	13	13	18
688298.SH	东方生物	176	2020-02-05	367.4	76	21%	12	19	32
688198.SH	佰仁医疗	101	2019-12-09	146.0	59	23%	12	13	15
688399.SH	硕世生物	136	2019-12-05	288.8	78	39%	21	26	39
688358.SH	祥生医疗	62	2019-12-03	369.8	98	7%	33	41	52
688389.SH	普门科技	130	2019-11-05	422.6	85	66%	50	67	78
688366.SH	昊海生科	135	2019-10-30	1,604.3	357	-5%	76	95	116
688108.SH	赛诺医疗	92	2019-10-30	435.9	87	0%	54	67	90
688139.SH	海尔生物	169	2019-10-25	1,012.5	167	203%	83	90	121
688068.SH	热景生物	40	2019-09-30	210.4	27	-28%	16	18	29
688029.SH	南微医学	321	2019-07-22	1,307.5	277	58%	38	49	70
688016.SH	心脉医疗	238	2019-07-22	3.3	121	45%	20	29	50

数据来源：Wind，各公司招股说明书，西南证券整理

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

2.3.7 科研人才创业，促进医学研究成果转化

- 科创版生物医药公司董事长或总经理大多数具有化学生物医学硕博背景，同时具有国际化药企的研发经历，科创板推出利于医药研发高技术人才成果转化。

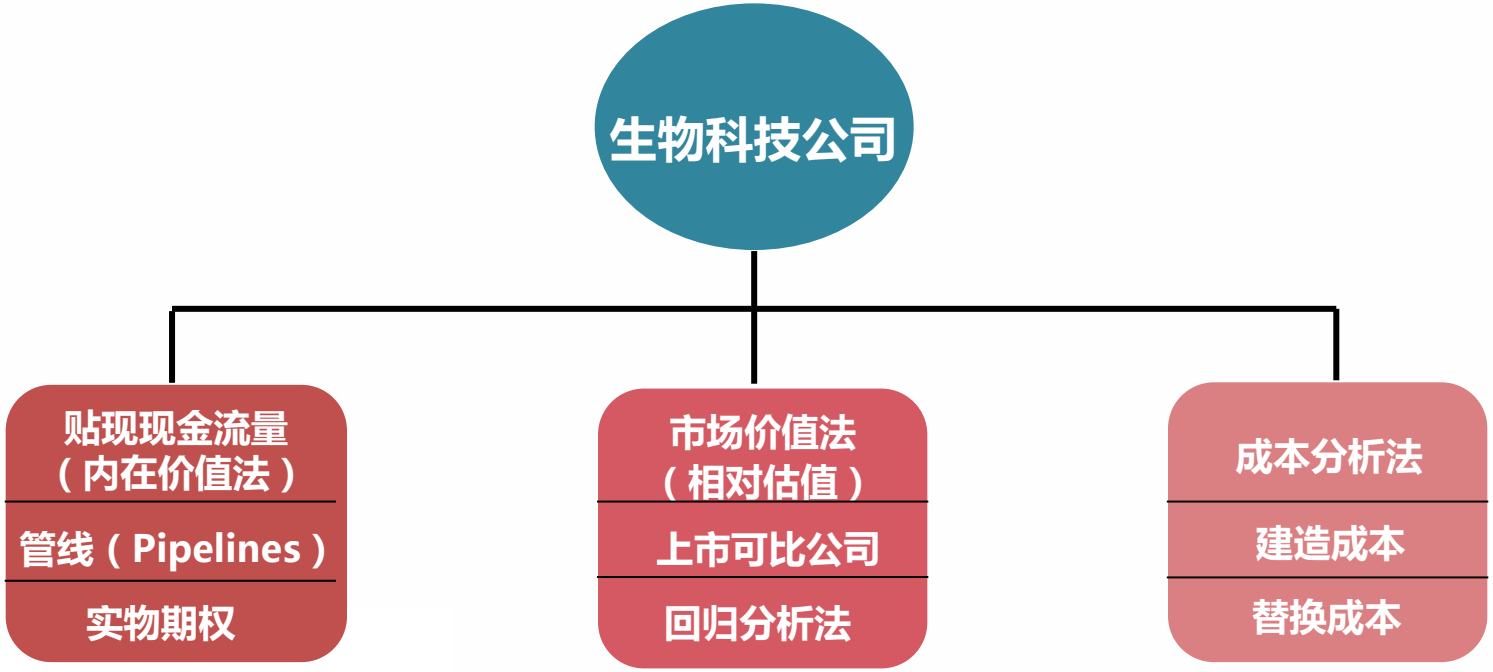
证券简称	董事长
成都先导	JIN LI(李进)：英国国籍，英国阿斯顿大学大分子科学专业博士，英国曼切斯特大学博士后，英国皇家化学学会会士；曾任Protherics UK Ltd.计算化学主任、阿斯利康化学计算与结构化学总监,全球化合物科学主任,计算科学总监.现任科辉先导董事长.
昊海生科	侯永泰：拥有美国永久居留权,博士研究生学历.美国宾州大学药理学系博士后;曾任美国密西根大学细胞和发育生物学系研究调查员、上海华源生命科学研究开发有限公司总经理、其胜生物及昊海有限董事长,2014年12月调任执行董事。
三生国健	LOU JING：安提瓜和巴布达国籍，上海第二军医大学的临床医学专业学士；Fordham University分子生物学博士，美国国家健康研究院博士后，中欧国际工商学院高层管理人员工商管理硕士。三生制药的联合创始人，现任三生制药执行董事、董事长、首席执行官兼总裁。
微芯生物	XIANPING LU（鲁先平）：美国国籍，北京协和医学院理学博士，美国加州大学圣迭戈分校博士后。参与创建美国Maxia药物公司和Galderma Research生物技术公司；曾任美国Galderma药物公司北美研发中心研究部主任、微芯有限首席科学官、总裁和副董事长。2018年3月至今任公司董事长、总经理、首席科学官。
泽璟制药-U	盛泽林：美国国籍，河南医科大学硕士，中欧国际工商学院高层管理人员工商管理硕士，美国迈阿密大学药理学博士，美国加州大学圣地亚哥分校博士后；曾任美国施贵宝公司资深研究员、上海奥纳医药技术有限公司执行董事、白鹭医药技术(上海)有限公司首席运营官(COO)等；
艾迪药业	傅和亮：拥有加拿大、香港居留权，南京大学生物化学专业博士，高级工程师。1993年创建广东天普生化医药股份有限公司。曾任广东华南新药创制中心主任，现任艾迪药业董事长、总经理兼首席执行官。
东方生物	方效良：曾任安吉衡康生物科技有限公司董事长兼总经理、浙江东方基因生物制品有限公司董事长兼总经理等。现任安吉福浪莱工艺品有限公司、加拿大衡通生物科技有限公司及安吉远东竹木制品有限公司董事长。
佰仁医疗	金磊：中国协和医科大学生物化学博士.师从我国著名心脏外科专家朱晓东院士,1994年被中国医学科学院心血管病研究所破格晋升为研究员/教授,1995年赴美国国立卫生研究院(NIH/NIEHS)深造,3年后就职于美国俄克拉荷马医学研究所(OMRF,Senior Scientist),2001年回国创业,致力于人工生物心脏瓣膜的产业化。
伟思医疗	王志愚：拥有加拿大永久居留权.南京大学数学学士、工商管理学硕士.历任心翼电子总经理,瑞翼电子执行董事等。现任好乐医疗执行董事兼总经理,中科伟思董事长、伟思有限执行董事兼总经理。
特宝生物	兰春：清华大学建筑学学士、城市规划硕士，中欧国际工商管理学院EMBA，国家一级注册建筑师、高级工程师，现任北京南平企业商会会长，北京福建企业总商会名誉会长、北京英才房地产开发有限公司总经理、北京新英才投资集团有限公司总裁。
博瑞医药	袁建栋：拥有美国永久居留权,北京大学化学系本科.美国纽约州立大学博士.曾任美国Enzo Biochem Inc.公司高级研究员、广泰生物执行董事.现任信泰制药执行董事兼总经理、博瑞泰兴董事、重庆乾泰董事长等。2001年10月至今任公司董事长兼总经理和药物研究院院长。
赛诺医疗	孙箭华：北京大学生物系生化专业学士;北京大学生物系生化专业硕士;美国佛罗里达州立大学分子生物物理学专业博士，美国Scripps Research Institute博士后.国家“千人计划”专家,曾被中国科技部,天津市政府授予“京津冀生物医药产业化示范区创业领军人才”，2007年9月创办赛诺医疗。
三友医疗	刘明岩：法国国籍,法国国家工艺学院材料与工业结构专业博士。曾任法国美敦力公司研发部设计工程师及骨科首席科学家、上海拓腾医疗器械有限公司副总经理兼首席科学家;2014年5月至今任本公司董事长,首席科学家。
热景生物	林长青：毕业于厦门大学应用生物化学专业，清华大学工商管理专业.教授级高级工程师,曾任厦门大学细胞生物学与肿瘤细胞工程教育部重点实验室实验员、北京万泰生物药业有限公司项目经理,质量控制部经理,市场部经理;现任热景有限、热景生物董事长和总经理。
爱博医疗	解江冰：东华大学化学纤维工程硕士，美国加州大学戴维斯分校农业与环境化学博士。中国医学装备协会眼科分会副主任委员。曾任美国眼力健公司Senior Scientist，美国雅培公司Principal Scientist。2010年4月创立爱博有限；2019年6月至今担任公司董事长、总经理、首席科学家。
洁特生物	袁建华：中国医科大学医学硕士研究生,美国哈佛大学生物及免疫学博士后，主管医师(中级职称).曾任江西省寄生虫病研究所诊断研究室主任，现任拓展投资执行董事兼总经理、麦金顿执行事务合伙人、拜费尔执行董事兼总经理.2014年11月至今在洁特生物担任董事长,首席科学家。

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

2.3.8 科创板公司估值方法重建—借鉴海外无利润biotech估值方法，DCF

科创板估值体系的重建，为医药行业前期需要较大资金投入的公司给与合理的估值。

- 内在估值法：贴现现金流量法（DCF）是内在估值的一种形式，是对估值建模最为详细和彻底的方法。
- 市场价值法：这是一种相对估值方法，在无利润生物科技公司使用不合适。
- 成本分析法：成本分析法关注一项交易或工程的成本。



数据来源：西南证券

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

海外Biotech估值：DCF为海外Biotech估值底层逻辑

- 贴现现金流量（DCF）分析是一种内在价值评估方法，分析师预测该业务未来的无杠杆自由现金流量，并以公司的加权平均成本（WACC）将其折算成为今天的价值。搭建DCF模型比较困难，需要很多假设，但通常也会给出最准确的估值。

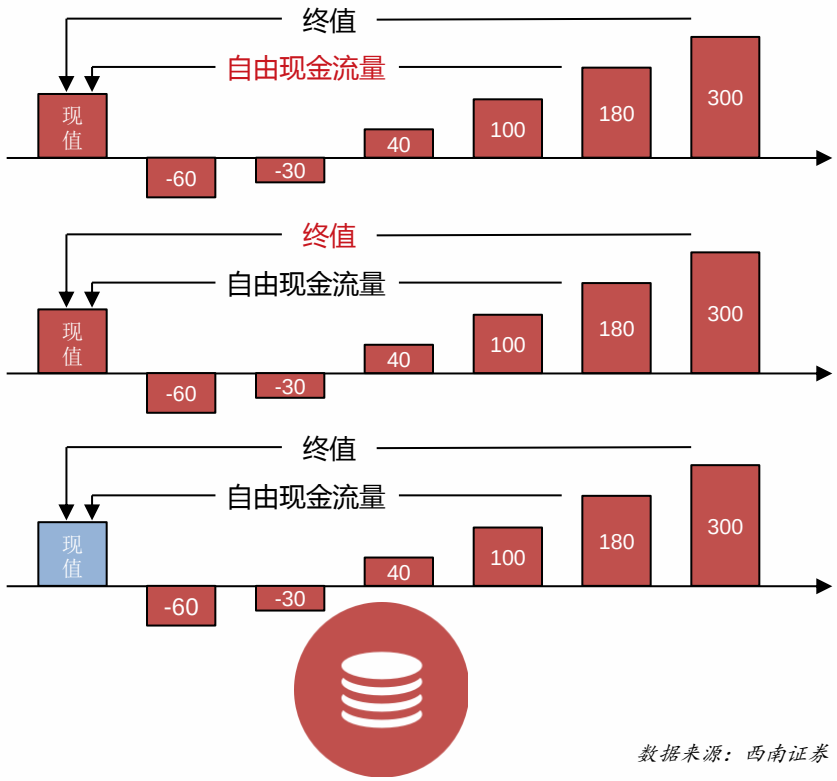
主要步骤

FCF
确定截至第3年/第5年/第10年/...的自由现金流量

终值
计算末尾时间节点终值

贴现得到现值
使用贴现率进行贴现

自由现金流量现值求和
贴现自由现金流量总和



数据来源：西南证券

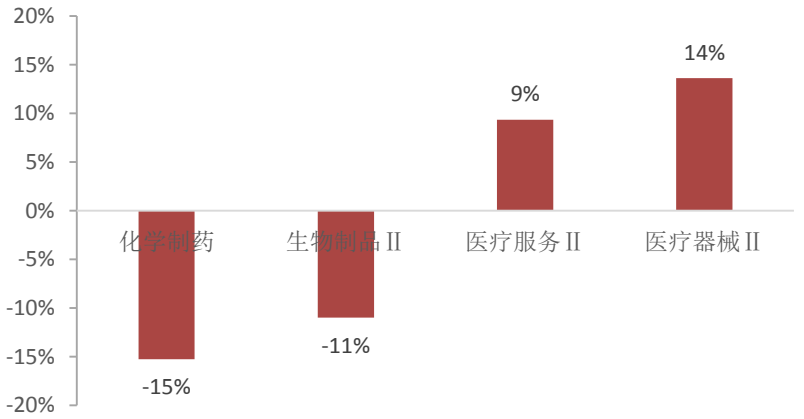
◆ 对于大型企业，通常运用分类加总估值法，即对不同的业务单元进行单独DCF建模并加总。

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

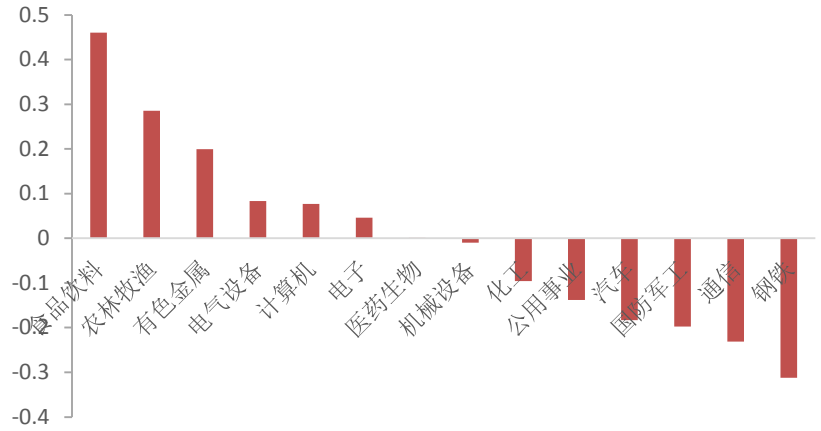
2.3.9 科创板50领涨上证指数

- 科创板成为投资热点。截至2020年10月30日，科创板50从年初至今涨幅为38%，跑赢上证指数31个百分点，跑赢沪深23个百分点。
- 结构性行情持续，年初以来38家医药生物企业上涨0.06%，其中15家医疗器械公司成为涨幅最高企业，年初至今上涨14%，化学制药企业年初至今下跌15%。

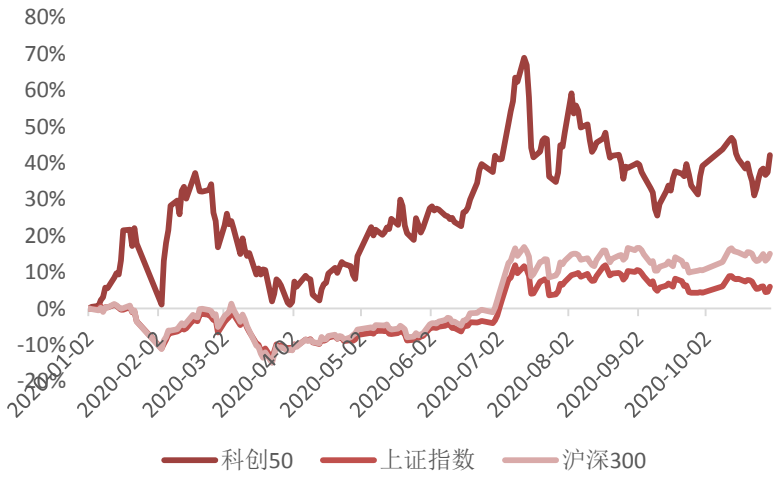
各板块上市公司年初至今涨跌幅



年初以来科创板各板块涨跌幅



年初以来科创50、上证指数、沪深300涨跌幅



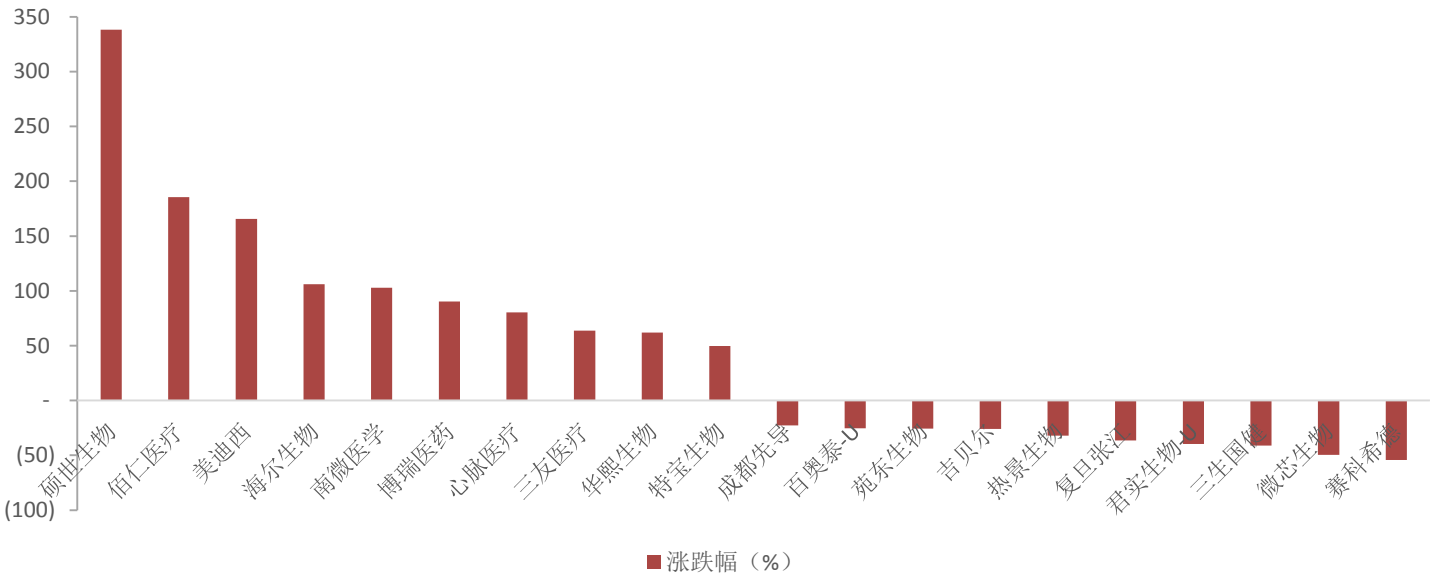
数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

2.3.10 创新医疗药械成为投资热点

- 年初至今涨幅前十的科创板医药生物行业股票为：硕世生物（+338%）、佰仁医疗（+185%）、美迪西（+166%）、海尔生物（+106%）、南微医学（+103%）、博瑞医药（+90%）、心脉医疗（+80%）、三友医疗（+64%）、华熙生物（+62%）、特宝生物（+50%）。

科创板医药生物板块涨跌幅



数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 资本变革：科创板开通药械创新时代

2.3.11 业绩强势增长支撑高估值

- 38家科创板医药生物企业的平均估值（剔除PE为负数的公司）为132倍，上半年收入同比增速为40%，归母净利润增长至22亿元（去年同期-1.8亿元）。

证券简称	营收同比增速（%）	归母净利润同比增速（%）	销售毛利率（%）	归母净利率（%）	PE(TTM)	证券简称	营收同比增速（%）	归母净利润同比增速（%）	销售毛利率（%）	归母净利率（%）	PE(TTM)
圣湘生物	1,159	14,687	83	59	38	佰仁医疗	-3	3	89	50	149
东方生物	388	1,478	83	63	33	热景生物	-4	-83	71	2	120
硕世生物	369	923	84	54	38	吉贝尔	-5	-6	89	19	57
康希诺-U	111	47	91	-2,536	-543	三友医疗	-7	-23	91	25	138
奕瑞科技	92	330	52	28	62	安必平	-7	3	80	23	57
君实生物-U	86	106	84	-104	-75	南微医学	-8	-24	65	20	108
博瑞医药	44	78	59	24	162	苑东生物	-8	9	89	20	58
微芯生物	35	64	95	26	649	赛科希德	-9	-18	57	25	95
海尔生物	35	86	51	26	77	天臣医疗	-14	-24	59	23	75
美迪西	31	73	37	18	128	赛诺医疗	-16	-34	79	18	131
南新制药	28	41	90	9	72	祥生医疗	-19	2	62	30	43
普门科技	27	37	61	27	93	成都先导	-19	-74	77	18	189
键凯科技	26	43	81	42	98	艾迪药业	-21	53	52	19	285
心脉医疗	25	42	79	56	111	三生国健	-32	-430	87	-16	163
华熙生物	17	1	80	28	109	昊海生科	-37	-85	77	6	96
特宝生物	13	200	88	13	227	复旦张江	-40	-68	92	12	147
伟思医疗	12	25	74	34	108	神州细胞-U	-91	-21	82	-212,631	-40
爱博医疗	9	2	85	36	315	泽璟制药-U		-62			-96
天智航-U	7	-43	71	-71	-5,496	百奥泰-U		-66	86	-500	-33

数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

医药行业2020年前三季度表现回顾

产业、政策、资本助力医药创新大时代

医药子行业2021年年度投资逻辑

3.1创新药产业链：长期优质赛道，国际化程度逐步提升
3.2疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键
3.3医疗器械：疫情彰显板块价值，布局器械黄金十年
3.4血制品：行业壁垒高，疫情或导致下半年供不应求
3.5零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强
3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起
3.7生物药：国内生物药迎来爆发期，关注优质细分赛道
3.8药品分销：估值处于历史低位，渠道价值有望重估
3.9原料药：行业迎来戴维斯双击
3.10中药：板块静待恢复，品牌中药仍然是主线

医药全行业2021年投资策略及标的

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

核心观点

- **国产创新药竞争力大幅提升，逐步打开国际市场。**我国医药工业发展时间较短，前期主要生产仿制药，随着近年来在政策 、资本 、人才等多方因素共同促进下 ，进入21世纪，我国制药企业逐步转向fast follow，研发me worse、me too和me better等药物，目前，我国创新药企业已经逐步开始研发first in class药物，逐步进入国际市场。

- **创新药数量快速增加，创新药市场蓬勃发展。**2017年以来，国内创新药崛起势不可挡，创新药IND和NDA数量快速增加，同时，近两年最具代表的创新药PD-1快速上市，同时放量速度远超预期，带动国内创新药市场蓬勃发展。

- **CXO领域持续高景气度，长期发展可期。**从全球医药研发投入、全球创新药管线数量、国内企业创新药研发投入和一级市场创新药融资额等多个角度来看，我国CXO行业仍处于高景气度周期，全球产能的持续转移以及我国创新药的崛起，在未来3-5年仍将持续带到CXO行业快速发展。

投资建议

- 在医保控费的大背景下，药品均面临着降价风险，仅有疗效好、临床稀缺的创新品种具有较强的定价能力，持续创新才是制药企业的长期发展之路。从目前布局的研发管线来看，具有雄厚的研发实力的龙头企业和获得资本市场青睐的新兴创新药企可能在未来药物市场中胜出。建议关注创新药领域重点推荐前期积累雄厚的白马型企业和专注于新药研发的后起之秀，包括：**创新药及转型创新**：恒瑞医药、长春高新、中国生物制药、君实生物、我武生物、甘李药业、博瑞医药、泽璟制药、康辰药业、冠昊生物、众生药业、科伦药业、亿帆医药、贝达药业、康弘药业、特宝生物、前沿生物、丽珠集团、健康元等；**CXO领域重点推荐龙头企业：**药明康德、药明生物、凯莱英、康龙化成、昭衍新药、博腾股份、药石科技、美迪西等。

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

3.1.1 利好政策频出，推动我国创新药发展

- 2015年至今，政府对新药产业大力支持，逐步打破了国内创新药研发的坚冰局势。使临床新药审批进一步加快，国内医药企业和研究机构创新积极性不断提高，我国进入药物创新发展的“加速期”。

近几年相关创新药政策

创新药相关政策和文件	发布机构	时间	主要内容
关于改革药品医疗器械审批制度的意见	CCFDA	2015.8	提高上市药品审批标准，推进仿制药一致性评价，鼓励创新（制度、审评创新）
关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见	CFDA	2016.2	对创新药和临床急需药品进行优先审评
化学药品注册分类改革	CFDA	2016.3	新5类：根据风险程度分为创新药和仿制药，根据原创性分为创新药和改良型新药
药品上市许可持有人（MAH）	国务院	2016.6	生产权和上市权分离（批件持有人和生产企业分离）
关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见	国务院	2017.1	加快临床急需药品和医疗器械的上市审评速度、解决公众用药需求、鼓励创新等6大方面
药品注册管理办法修订意见稿	CFDA	2017.1	对药物临床试验、药品上市许可、药品注册标准和说明书等进行规定
药品临床试验机构管理规定	卫健委	2018.5	境外已对药物临床试验机构条件、备案与运行管理、监督检查等方面进行了规定
关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告	NMPA	2018.7	境外已上市的防治严重违纪生命且尚无有效治疗手段疾病以及罕见病药品可直接申报进口药品再注册程序
接受药品境外临床试验数据的技术指导原则	CDE	2018.7	临床试验数据真实、完整、准确和可溯源
关于调整药物临床试验审评审批的公告	NMPA	2019.5	新药首次临床试验申请之前，申请人影响药审中心提出沟通交流、提交资料，药审中心经审查发出受理通知书
真是世界证据支持药物研发的基本考虑	NMPA	2019.8	提供了真实世界研究的设计方法并评价真实世界证据
药品注册管理办法	NM[A	2020.3	建立以审评为主导，检验、核查、监测与评价等为支撑的药品注册管理体系。
药品生产监督管理办法	NMPA	2020.3	全面落实药品上市许可持有人制度
新版化药&生物制品注册分类出台	NMPA	2020.7	1类创新药可获得优先审评待遇、具有较高的自主定价权、准入通道顺畅

数据来源：政府官网，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

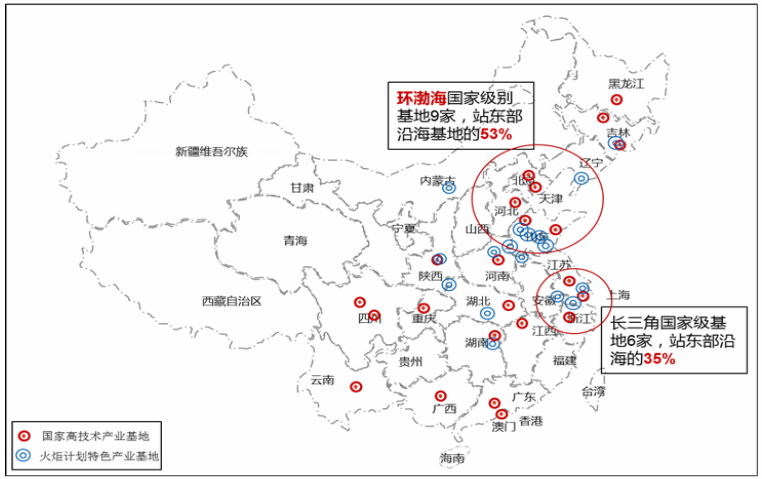
3.1.2 国际化创新人才持续引入，生物医药产业园区发展迅速

- 人才层面，国家采用多渠道引进国际人才，构建高端人才体系，促进原创新药研发产业发展。优秀化学、生物、医药人才的回国创业，创业型的创新药企业数量快速增加，为中国医药的创新注入了强劲动力。
- 在国家政策的大力扶持下，国内生物医药园区建设迅猛发展，随着我国生物产业园区的产业化支撑环境不断优化，新药研发产业链正逐步向生物医药产业园区聚集和延伸，创新型生物医药园区正在成为我国创新药物产业化实施的主体。

国内创新药企业近年来引入国际化人才

公司名称	高管名称	职位	学历	工作经历
恒瑞医药	张连山	首席科学官	范德比尔特大学博后	礼来首席研究科学家
信达生物	刘勇军	总裁	英国伯明翰大学医学院获得免疫学博士	赛诺菲全球研究负责人
百济神州	吴晓滨	董事长	德国康斯坦茨大学生物化学和药物学博士学位	辉瑞中国总经理
君实生物	陈博	总经理	美国爱因斯坦医学院博士	礼来、特里斯生物科学
再鼎医药	任海瑞	首席医学官	德国维尔兹堡大学麻醉学学位	Shionogi临床开发负责人

国内生物医药产业园区



数据来源：政府官网，公司官网，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

3.1.3 创新药企业融资渠道逐步打开，进一步为研发助力

- 港交所针对生物医药企业的绿色通道、科创板以及创业板注册制均为创新药企业打开了融资的大门，资本助力下，创新药研发投入快速增长。
- 近年来随着国内Biotech企业的崛起，越来越多的Biotech类企业进入二级市场，以百济神州、信达生物、基石药业、再鼎医药为代表的Biotech企业研发投入保持高速增长。

注册制改革后的创业板和科创板IPO条件对比

类型	IPO条件	科创板	注册制改革后的创业板	具体对比
非红筹无差异表决权的一般企业	市值+净利润或市值+净利润+收入	➢ 预计市值不低于10亿元； ➢ 最近两年净利润均为正； ➢ 累计净利润不低于5000万元	➢ 最近两年净利润均为正； ➢ 累计净利润不低于5000万元	创业板少了市值10亿元的要求
		➢ 预计市值不低于10亿元； ➢ 最近一年净利润为正； ➢ 最近一年营业收入不低于1亿元	➢ 预计市值不低于10亿元； ➢ 最近一年净利润均为正； ➢ 最近一年营业收入不低于1亿元	相同
	市值+收入+研发投入	➢ 预计市值不低于15亿元； ➢ 最近一年营业收入不低于2亿元； ➢ 最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于15%	无对应条件	
	市值+收入+经营活动现金流	➢ 预计市值不低于20亿元； ➢ 最近一年营业收入不低于3亿元； ➢ 最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1亿元	无对应条件	
	市值+收入	➢ 预计市值不低于30亿元； ➢ 最近一年营业收入不低于3亿元	➢ 预计市值不低于50亿元； ➢ 最近一年营业收入不低于3亿元	创业板对市值要求更高
	市值+技术优势	➢ 预计市值不低于40亿元； ➢ 主药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。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件	无对应条件	
红筹企业	市值+营业收入或市值+净利润	➢ 预计市值不低于100亿元； ➢ 预计市值不低于50亿元，且最近一年营业收入不低于5亿元	➢ 预计市值不低于100亿元，且最近一年净利润为正； ➢ 预计市值不低于50亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于5亿元	创业板少了最近一年净利润为正的条件
未盈利企业		科创板允许未盈利的企业发行上市	创业板在改革初期上市的企业均为盈利企业	

数据来源：政府官网，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

3.1.4 从fast follow到first in class，国产创新药逐步打开国际化市场

- 我国医药工业发展时间较短，前期主要生产仿制药，随着近年来在政策 、 资本 、 人才等多方因素共同促进下 ，进入21世纪，我国制药企业逐步转向fast follow，研发me worse、me too和me better等药物，目前，我国创新药企业已经逐步开始研发first in class药物，逐步进入国际市场。

我国创新药企业研发管线梳理

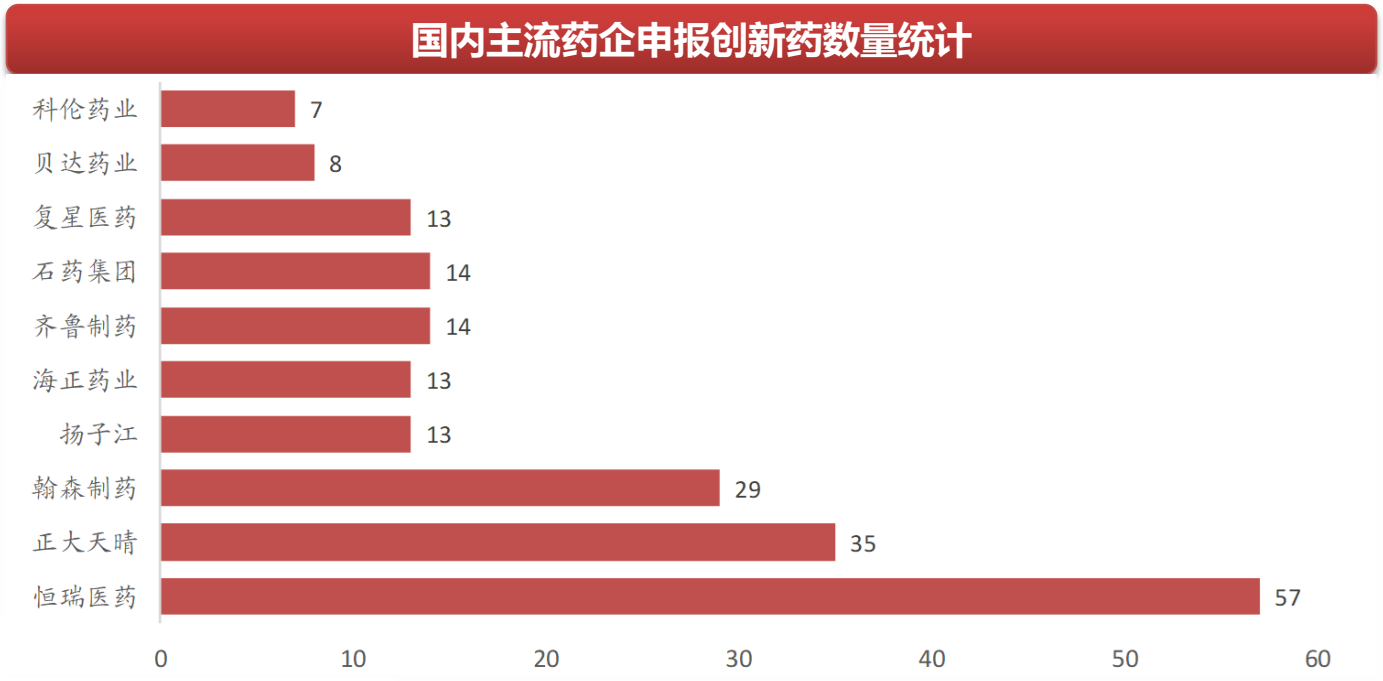
品种数量	公司	项目名称	靶点或适应症	美国IND 时间
7	恒瑞医药	磷酸瑞格列汀	糖尿病	2009 年
		SHR8554	镇痛	2017 年
		SHR-1314	IL-17/银屑病	2017 年
		SHR-1316	PD-LI/抗肿瘤	2017 年
		SHR9146	IDO/肿瘤免疫	2017 年
		SHR0302	风湿性关节炎	2018 年
		阿帕替尼+PD-1	VEGFR-2/抗肿瘤	2018 年
6	复创医药、复星医药	FCN-437c	实体瘤	2019 年
	复宏汉霖、复星医药	HLX07	EGFR/抗肿瘤	2016 年
		HLX06	VEGFR2/抗肿瘤	2017 年
		HLX10	PD-1/抗肿瘤	2017 年
	复星医药	FN-1501	白血病	2017 年
	复星弘创、复星医药	ORIN1001	乳腺癌	2019 年
5	亚盛医药	AT-101	Bcl-2抑制剂/抗肿瘤	2006 年
		APG-115	MDM2-p53/抗肿瘤	2016 年
		APG-1252	Bcl-2抑制剂/抗肿瘤	2016 年
		APG-2575	Bcl-2抑制剂/抗肿瘤	2017 年
		APG-1387	IAP二聚物/抗肿瘤	2017 年
4	和记黄埔医药	索凡替尼	VEGFR/抗肿瘤	2015 年
		呋喹替尼	VEGFR/抗肿瘤	2017 年
		HMPL-523	SyK/抗肿瘤/风湿	2018 年
		HMPL-689	PI3K/抗肿瘤	2018 年
3	信达生物	IBI398	PD-1/抗肿瘤	2018 年
		IBI188	CD-47/抗肿瘤	2018 年
		IBI101	OX-40/抗肿瘤	2018 年

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

3.1.5 国产创新药研发头部化格局初步形成

- 国产创新药研发头部化格局已经形成，从创新药临床申报品种数量来看，恒瑞医药、正大天晴、翰森制药名列前三，且优势明显，恒瑞医药创新格局国内遥遥领先，大幅超过其他企业，处于临床研究的实际品种数量超过30个，国内龙头地位稳固。
- 复星医药、贝达药业等国内创新企业快速发展，近年申报创新药数量快速增加，成为国内创新企业中坚力量。



数据来源：药智网，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

3.1.6 PD-1进一步引领国内创新药上市，放量速度超预期

- 2020年上半年，各家PD-1进入到抢适应症获批的阶段。恒瑞医药的PD-1获批非鳞状非小细胞肺癌（NSCLC）的一线治疗，获批食管鳞癌的二线治疗，肝癌二线治疗。君实生物和信达生物的PD-1第二个适应症也即将获批。目前PD-1的上市企业竞争格局为2家外企（默沙东、BMS）+4家国内企业（恒瑞、君实、信达、百济神州）。
- 小分子抗肿瘤药仍在申报上市的新药中占有一席之地，泽璟制药的多纳非尼片、诺诚健华的BTK抑制剂奥布替尼、三代 EGFR-TKI 艾氟替尼、恒瑞医药的PARP抑制剂氟唑帕利均在近期申报上市。

2020年1-9月申报上市的1类新药

药品名称	申报企业	治疗领域	承办日期
杰诺单抗注射液	嘉和生物	抗肿瘤	2020年7月22日
重组人源抗狂犬病毒单抗注射液	华北制药	抗狂犬病毒	2020年7月4日
瑞基仑赛注射液（暂定）	药明巨诺	抗肿瘤细胞治疗	2020年6月30日
替雷利珠单抗注射液	百济神州、BI	抗肿瘤	2020年6月29日
海曲泊帕乙醇胺片	恒瑞医药	心血管	2020年7月25日
阿兹夫定片	北京协和药厂	抗病毒	2020年7月20日
帕米帕利胶囊	百济神州	抗肿瘤	2020年7月9日
ACC007片	艾迪药业	抗病毒	2020年6月18日
沃利替尼	和记黄埔、合全药业	抗肿瘤	2020年6月6日
派安普利单抗注射液	正大天晴；康方生物	抗肿瘤	2020年5月28日
特瑞普利单抗注射液	君实生物	抗肿瘤	2020年5月21日
甲苯磺酸多纳非尼片	泽璟生物	抗肿瘤	2020年5月15日
信迪利单抗注射液	信达生物	抗肿瘤	2020年4月26日
替雷利珠单抗注射液	百济神州	抗肿瘤	2020年4月23日
奥布替尼片	诺诚健华	抗肿瘤	2020年3月17日
赛帕利单抗注射液	誉衡生物	抗肿瘤	2020年2月21日
ZL-2401对甲苯磺酸盐片	再鼎医药，海正药业	抗感染	2020年2月14日
环泊酚乳状注射液	海思科	麻醉药物	2020年1月22日
康泰唑胺片	华海药业	抗生素	2020年1月4日

数据来源：药智网，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

3.1.6 PD-1进一步引领国内创新药上市，放量速度超预期

- 以恒瑞卡瑞丽珠单抗为代表的国产PD-1销售放量速度惊人，预计2020年，恒瑞、信达、君实的PD-1销售收入超10亿元，恒瑞医药瑞卡瑞丽珠单抗预计销售收入将突破40亿元，大幅超过原研产品国内销售额。

主要PD-1产品销售情况

公司	商品名	通用名	国内获批时间	2018年全球销售额	2019年全球/国内销售额	2020H1全球/国内销售额
施贵宝	欧狄沃	纳武利尤单抗	2018.6.15	全球67亿美元	全球80亿美元	全球34亿美元
默沙东	可瑞达	帕博利珠单抗	2018.7.20	全球72亿美元	全球111亿美元	全球67亿美元
君实生物	拓益	特瑞普利单抗	2018.12.17	NA	7.8亿元（国内）	4.3亿（国内）
信达生物	达伯舒	信迪利单抗	2018.12.24	NA	10.2亿元（国内）	9亿元（国内）
恒瑞医药	艾立妥	卡瑞利珠单抗	2019.5.31	NA	约14亿元（国内）	约18亿元（国内）
百济神州	百泽安	替雷利珠单抗	2019.12.26	NA	NA	2942万美元（国内）
阿斯利康	英飞凡	度伐利尤单抗	2019.12.6	全球8亿美元	全球15亿美元	全球9.5亿美元
罗氏	泰圣奇	阿替利珠单抗	2020.2.11	全球6亿美元	全球19亿美元	全球13.4亿美元

数据来源：公司公告，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

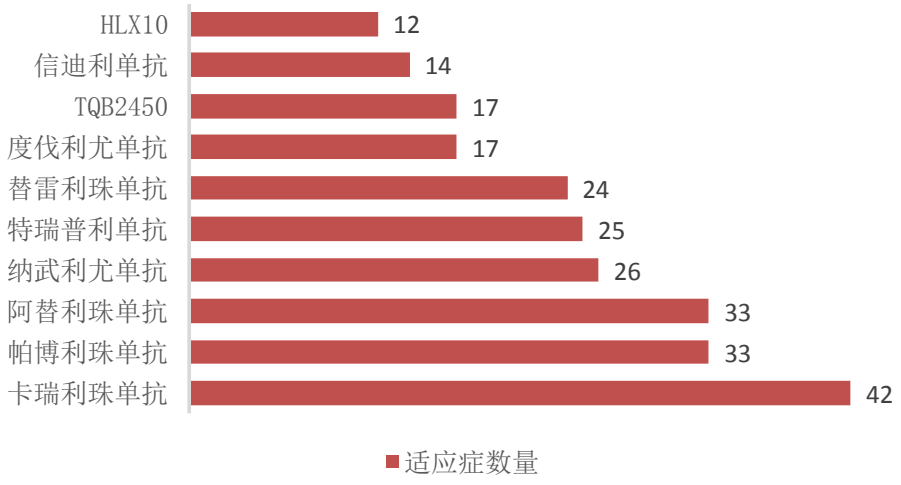
3.1.6 PD-1进一步引领国内创新药上市，放量速度超预期

- 从适应症角度，国产PD-1新增适应症数量不断增加，恒瑞医药以获批4个适应症，仅次于原研K药，其他国产PD-1均已开展数十项临床研究，预计未来将陆续获批不同适应症。
- 从临床开展数量来看，原研与多个国产品种开展临床数量超10个，其中恒瑞医药开展不同适应症临床数量高达42个，超过原研进口品种，百济神州与君实生物开展临床数量超过20个，紧跟进口原研品种。

国内获批的PD-1/PD-L1获批适应症信息

	跨国企业				国内企业			
药品通用名	帕博利珠单抗	纳武利尤单抗	阿替利珠单抗	度伐利尤单抗	卡瑞利珠单抗	特瑞普利单抗	替雷利珠单抗	信迪利单抗
获批适应症	一线鳞状非小细胞肺癌	二线非小细	一线小细胞	维持治疗非	三线霍奇金	二线黑色素瘤	三线霍奇金淋	三线霍奇金
	一线PD-1阳性非小细胞肺癌	线头颈鳞癌		二线肝细胞癌		二线尿路上皮癌		
	一线非鳞状非小细胞肺癌	三线胃癌		二线食管癌				
	二线黑色素瘤				一线非鳞状非			
	二线食管癌							

国内获批的PD-1/PD-L1开展临床数量



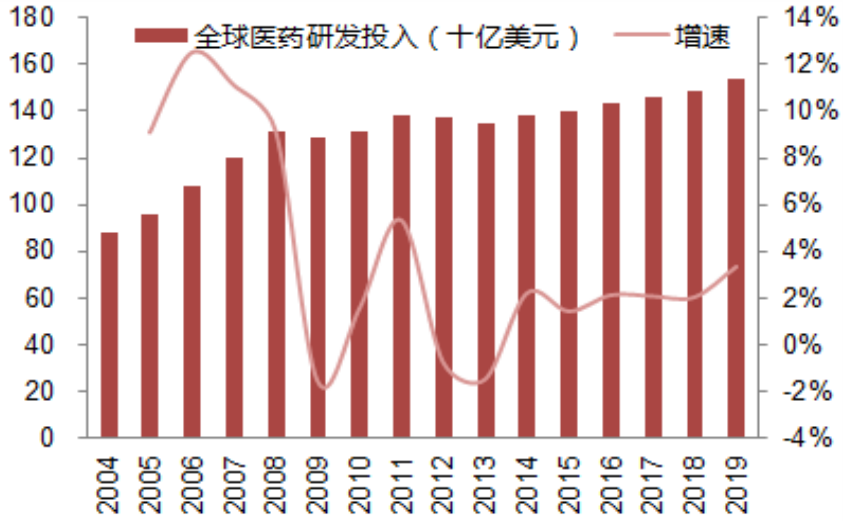
数据来源：药智网，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

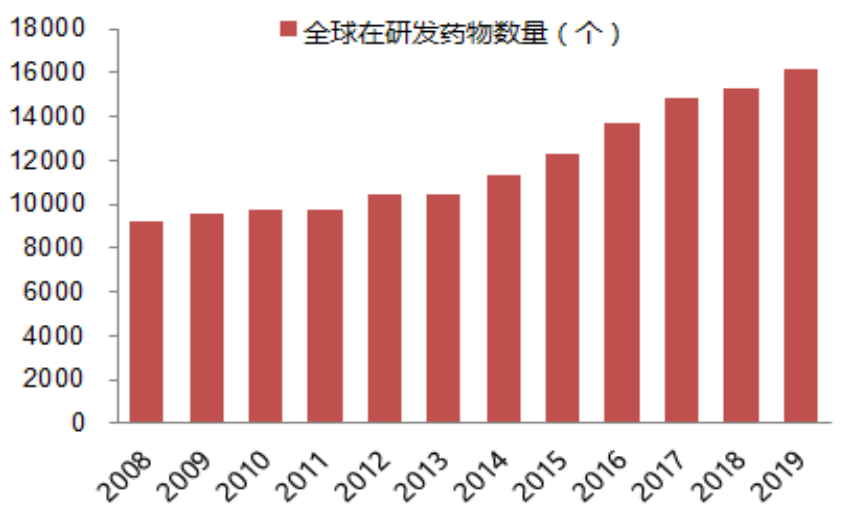
3.1.7 CXO：全球医药研发投入与研发管线数量增速，是全球CXO行业发展的先行指标

- 全球医药研发投入与研发管线数量稳健增长，为全球CXO行业发展奠定基础。随着经济发展、人口老龄化加剧以及卫生健康意识增强等多因素影响，全球药物研发投入也逐渐升温，2019年全球研发投入达到1540亿美元，预计2024年全球研发投入达到2040亿美元，随着研发投入的不断增加，全球医药研发管线数量不断增加，2019年达到16181个，全球医药研发投入与研发管线数量的稳健增长，为全球CXO行业发展奠定基础。

全球医药研发投入



全球在研药物数量及增速



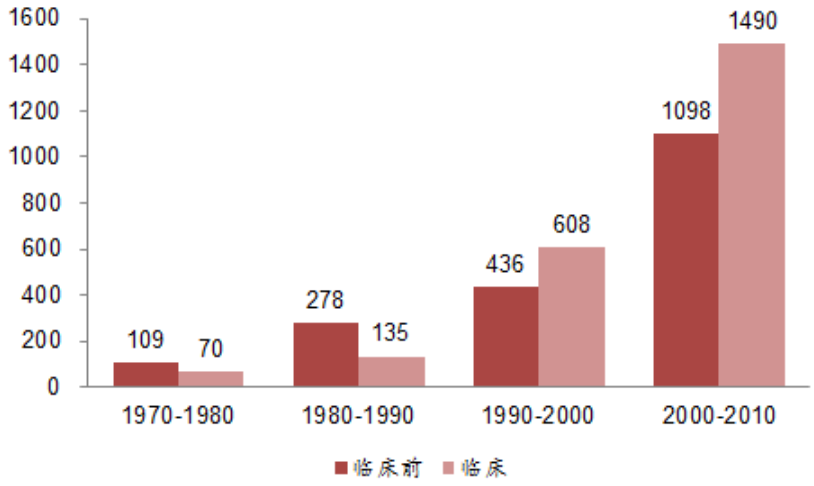
数据来源： Frost & Sullivan，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

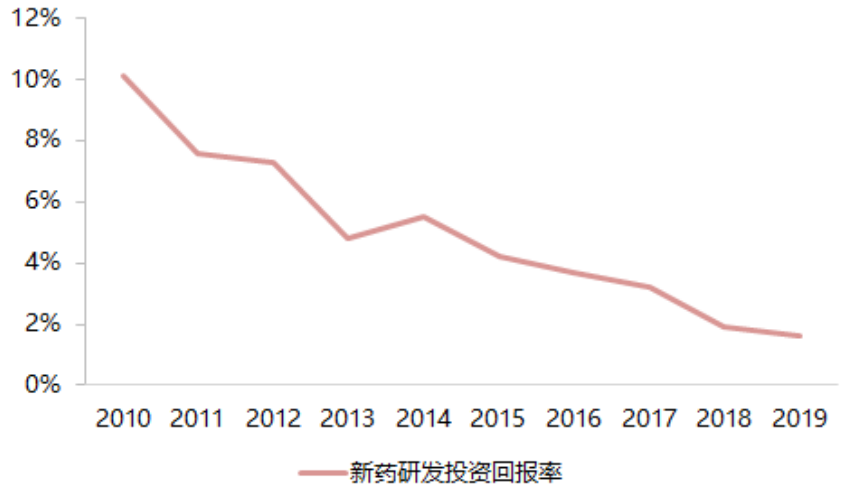
3.1.7 CXO：研发难度不断加大，研发成本上升，迫使药企与CXO企业合作

- 研发难度不断加大，促使药企与CXO企业合作。近几十年，随着疾病的日益复杂，已知靶点的不断消耗，以及政策监管要求的不断升级，医药公司的研发成本不断攀升，研发周期不断增长，研发成功率明显下降，给制药企业的研发带来巨大压力，为提升研发效率与成功率，药企逐步加大与CXO企业合作，促进CXO外包率逐步提升。

创新药研发费用不断增长（百万美元）



创新药投资回报率持续降低



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

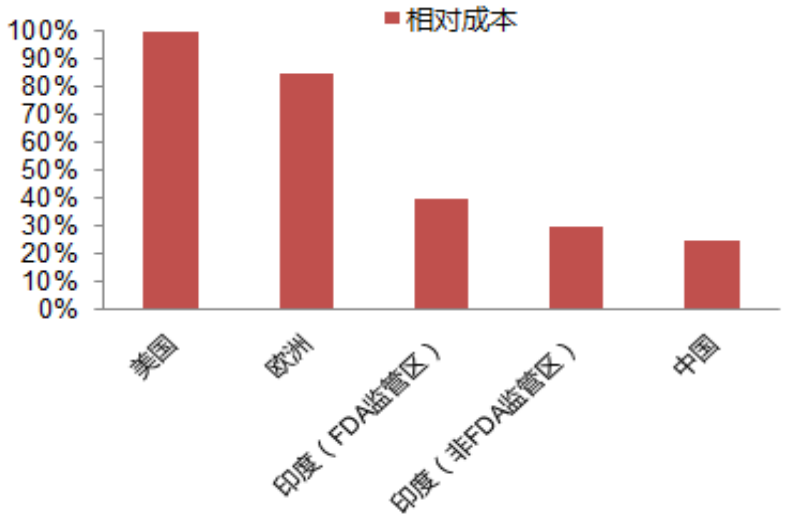
3.1.7 CXO：海外CXO产能持续向我国转移，成为我国CXO行业发展的核心驱动力

- 临床前CRO 领域对人才依赖度较高，我国人才供给充足且人工成本相对较低，带动临床前CRO率先向我国开始转移，并涌现出药明康德和康龙化成等国际化大公司。而对于临床CRO领域，我国庞大的人口基数决定了在各个疾病领域均有相对较多的患者人数，招募患者的成本远低于发达国家，越来越多的国际制药企业选择在中国开展临床，进一步带动了国内临床CRO的发展。
- 中国、印度CDMO行业在原材料和人力成本方面也远低于欧美等发达国家，在成本优势推动下，全球CDMO行业产能逐步从欧美等发达国家向中国、印度等新兴国家转移，2011年我国CDMO市场占全球规模的5.9%，2017年占比已经达到8.9%，转移趋势显著。

我国CRO服务成本相对较低

试验阶段	试验项目	中国试验成本低于发达国家成本比例
临床前	化合物筛选	30%-60%
	毒理试验	30%
	动物试验	30%
临床	一期临床	30%-60%
	二/三期临床	30%-60%

我国CDMO成本远低于欧美等发达国家



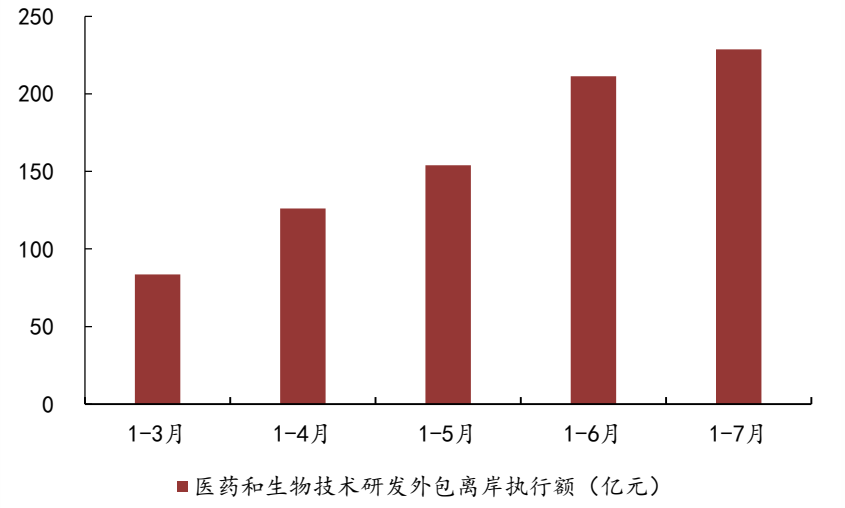
数据来源： Frost & Sullivan，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

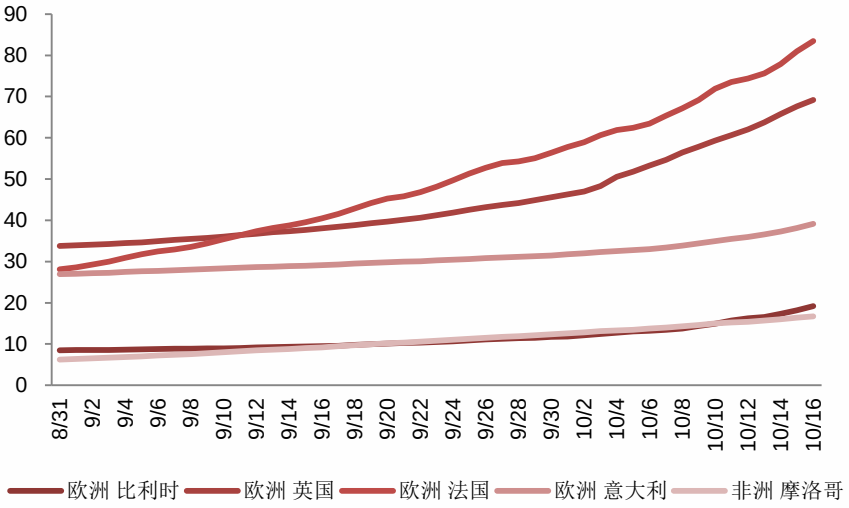
3.1.7 CXO：海外疫情有望进一步加速海外CXO产能向我国转移

- 根据商务部发布的医药和生物技术研发外包离岸执行额，2020年1-7月，离岸执行额已经达到228.6亿元，同比增速超过20%，继续保持高速增长，目前海外疫情持续严峻，预计海外CXO产能将进一步加速向我国转移。
- 进入秋季后，全球疫情迎来第二波增长，全球来看，本周确诊新增增速最高的5个国家为比利时、英国、法国、意大利、摩洛哥，发展中国家疫情蔓延速度较快，其中印度已经确诊超过743.1万人，疫情扩散形势恶劣。

医药和生物技术研发外包离岸执行额加速增长



前五国家10月以来确诊人数趋势（万人）



数据来源：商务部，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

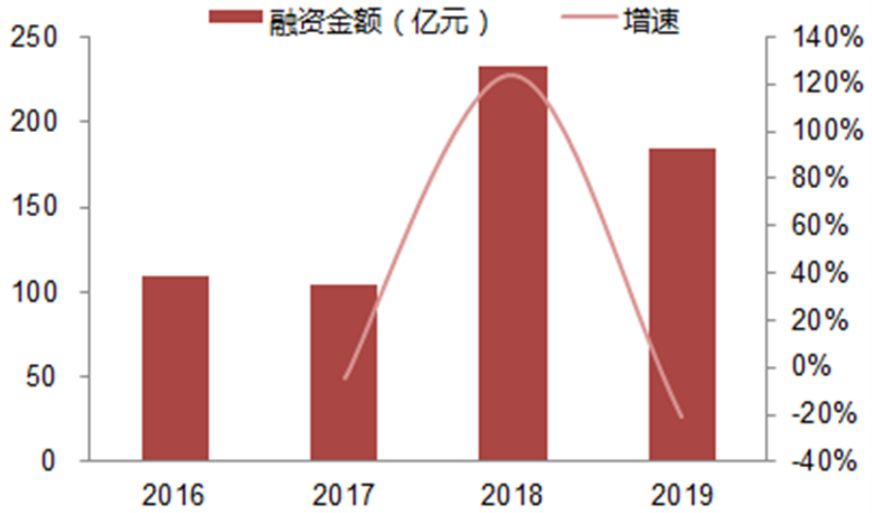
3.1.7 CXO：A股医药企业研发投入与一级市场融资额是我国CXO行业发展的先行指标

- 从我国大型制药企业来看，研发投入占收入比重从2013年的4.6%提升到2018年的5.8%，预计未来仍将进一步提升，恒瑞医药、贝达药业等创新药企业研发投入占收入比重均超过15%。
- 2018年我国一级市场创新药企业融资额大幅增加，2019年融资额仍然接近200亿元，融资事件数量也进一步达到新高，初创型医药企业对研发和生产外包的需求更高，也将进一步带动我国CXO行业发展。
- 从A股医药企业研发投入与一级市场融资额来看，我国CXO行业仍处于高景气度中。

A股医药企业研发投入情况



我国创新药一级市场融资额情况



数据来源：商务部，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

3.1.7 CXO：利好政策不断出台，促进我国CXO行业发展步入快车道

- 2011年开始，我国不断出台利好政策，激发医药产业创新发展活力，推进医药产业供给侧结构性改革。政策的不断出台，极大的鼓励医药企业创新，促进我国CXO行业发展步入快车道。

我国CXO领域政策频出

政策名称	时间	颁布单位	核心内容
《医药工业“十二五”发展规划》	2012	国家工信部	明确鼓励发展合同研发外包服务，推动相关企业在药物设计、新药筛选、安全评价、临床试验及工艺研究等方面开展与国际标准接轨的研发外包服务。
《中国国际服务外包产业发展规划纲要2011-2015》	2013	商务部和发改委	要积极参与全球创新药研发服务，不断提升创新能力，完善医药外包服务链，拓展国际服务外包领域和产品。
《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	2015	NMPA	所有已申报并在总局待审的药品注册申请人，均须按照《药物临床试验质量管理规范》等相关要求，对照临床试验方案，对已申报生产或进口的待审药品注册申请药物临床试验情况开展自查，确保临床试验数据真实、可靠，相关证据保存完整。
《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	2015	国务院	鼓励以临床价值为导向的药物创新，优化创新药的审评审批程序，对临床急需的创新药加快审评。
《化学药品注册分类改革工作方案》	2016	NMPA	对按新注册分类申报的化学药品注册申请实行新的审评技术标准。其中，对于创新药，一是强调“创新性”，即应当具备“全球新”的物质结构，二是强调药物具有临床价值。
《药品上市许可持有人制度试点方案》	2016	国务院	上市许可与生产许可分离，实现药品研发和生产的分离，有利小型研发企业的发展和创新，有利于CMO行业发展
《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	2017	国务院	激发医药产业创新发展活力，推进医药产业供给侧结构性改革，提高中国药品医疗器械质量和国际竞争力，更好地满足公众需求。
《中华人民共和国 药品管理法(2019 修订)》	2019	国务院	自2019年12月1日起，全面实施药品上市许可持有人制度。

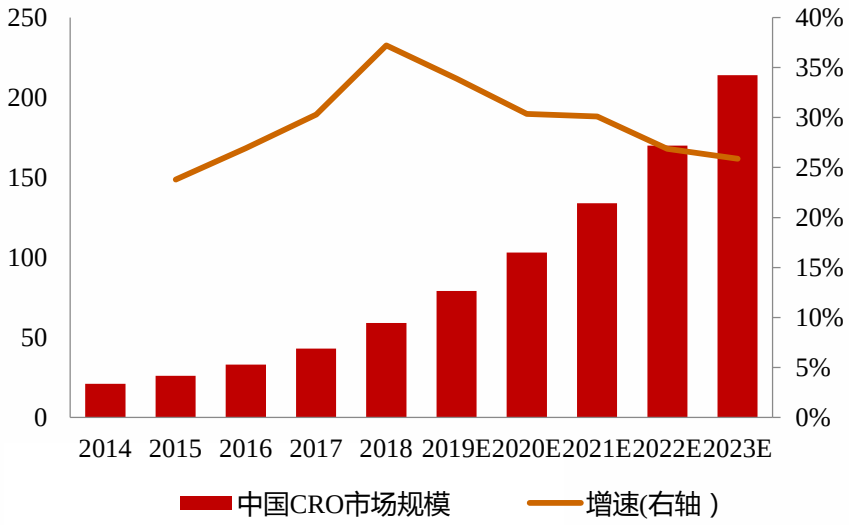
数据来源：商务部，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

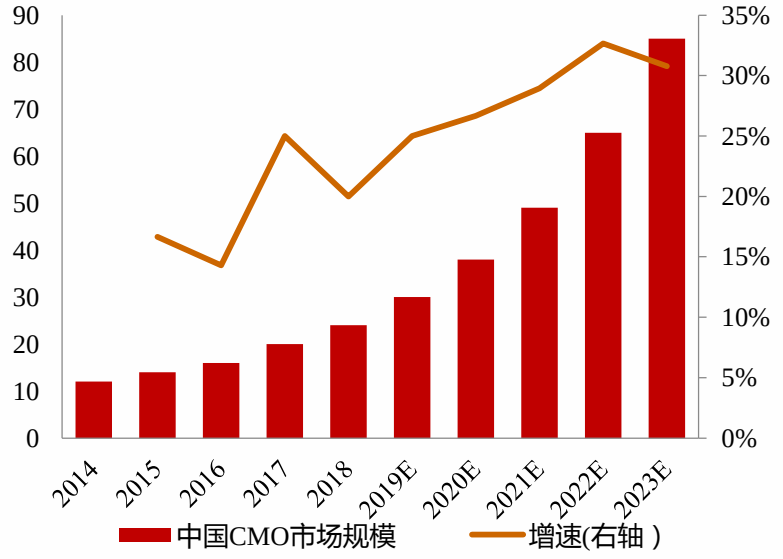
3.1.7 CXO：新药研发“卖水人”，研发外包领域景气度高

- 我国药物研发外包服务市场是医药行业中少数高增速领域之一，药物CRO领域预计在2019年增速仍在30%左右，药物CMO领域在2019年的增速预计在25%。龙头企业药明康德2019年的国内业务增速为20%，药明生物2019年的国内业务增速达到44%。
- 在医保资金腾笼换鸟的改革背景下，持续创新是医药企业的唯一出路，国内药企纷纷加大研发支出。因此，预计国内CRO&CMO市场在未来相当长的一段时间内将维持良好的增长速度。

我国CRO市场规模及增速（亿元）



我国CDMO市场规模及增速（亿元）



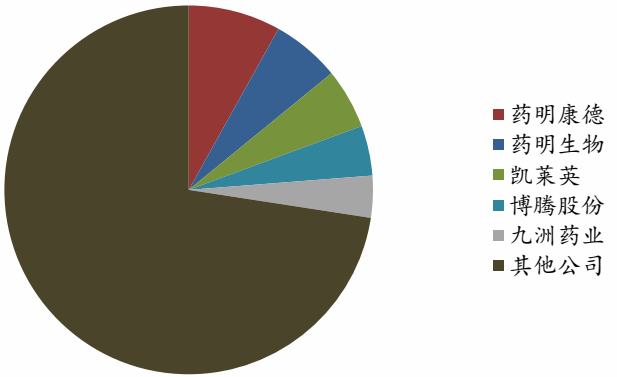
数据来源：商务部，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

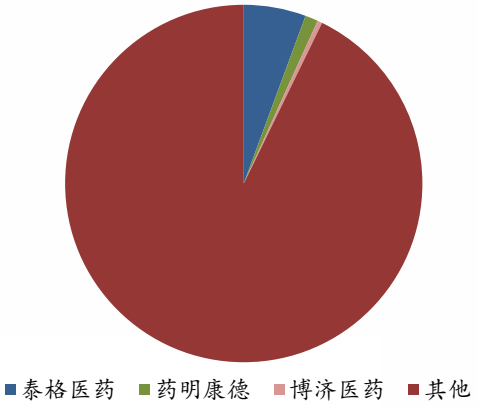
3.1.7 CXO：CMO和临床CRO集中度较低，未来有望提升

- 临床前CRO竞争格局相对集中，龙头药明康德市占率接近30%，临床CRO竞争格局分散，龙头市占率尚不到10%。
- CMO市场竞争格局也相对分散，与前期行业进入壁垒相对较低有一定原因，预计未来集中度有望提升。

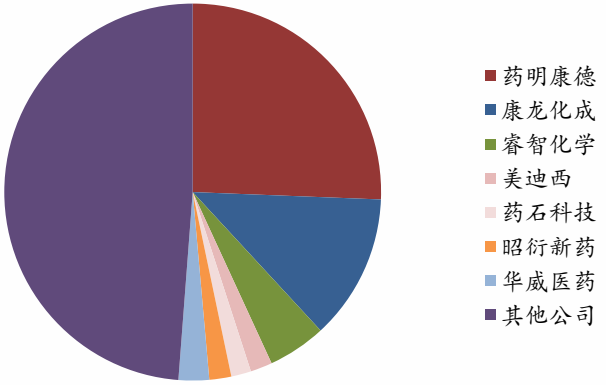
我国CMO市场竞争格局



我国临床CRO市场竞争格局



我国临床前CRO市场竞争格局



数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

3.1 创新药产业链长期优质赛道，国际化程度逐步提升

3.1.7 CXO：CRO+CDMO一体化是我国CXO企业重要发展趋势

- CRO+CDMO一体化是我国CXO企业重要发展趋势。从我国目前CXO企业发展方向来看，CRO+CDMO一体化是重要的趋势，凯莱英、博腾股份、九洲药业等CDMO企业均开始布局CRO业务，而药明康德已经实现了CRO+CDMO的一体化发展，目前随着中小型创新药企业、科研单位和高校研发需求的增加，CDMO企业向CRO领域发展成为必然趋势，向前段的延伸可以更好的建立外包服务生态圈，更深的绑定客户资源，实现客户和项目从前端CRO向后端CDMO的导流。

我国CXO企业业务布局情况

公司名称	药学研究			临床前研究			临床研究	CMO	商业化
	药物发现	原料药	制剂	生物分析	药效、药代动力学	毒理学	临床CRO		
药明康德	√	√	√	√	√	√	CDS、SMO	√	√
康龙化成	√	√	√	√	√	√	早期、放射性药物	√	
量子生物	√	√	√	√	√	√		√	√
昭衍新药				√	√	√	1期、BE、药物警戒		
泰格医药		√	√	√	√	√	√		
美迪西	√	√	√	√	√	√			
维亚生物	√								
成都先导	√								
亚太医药				√	√	√	√		
博济医药				√	√	√	√		
博腾股份		√	√					√	√
九洲药业		√	√					√	√
凯莱英		√	√				√	√	√

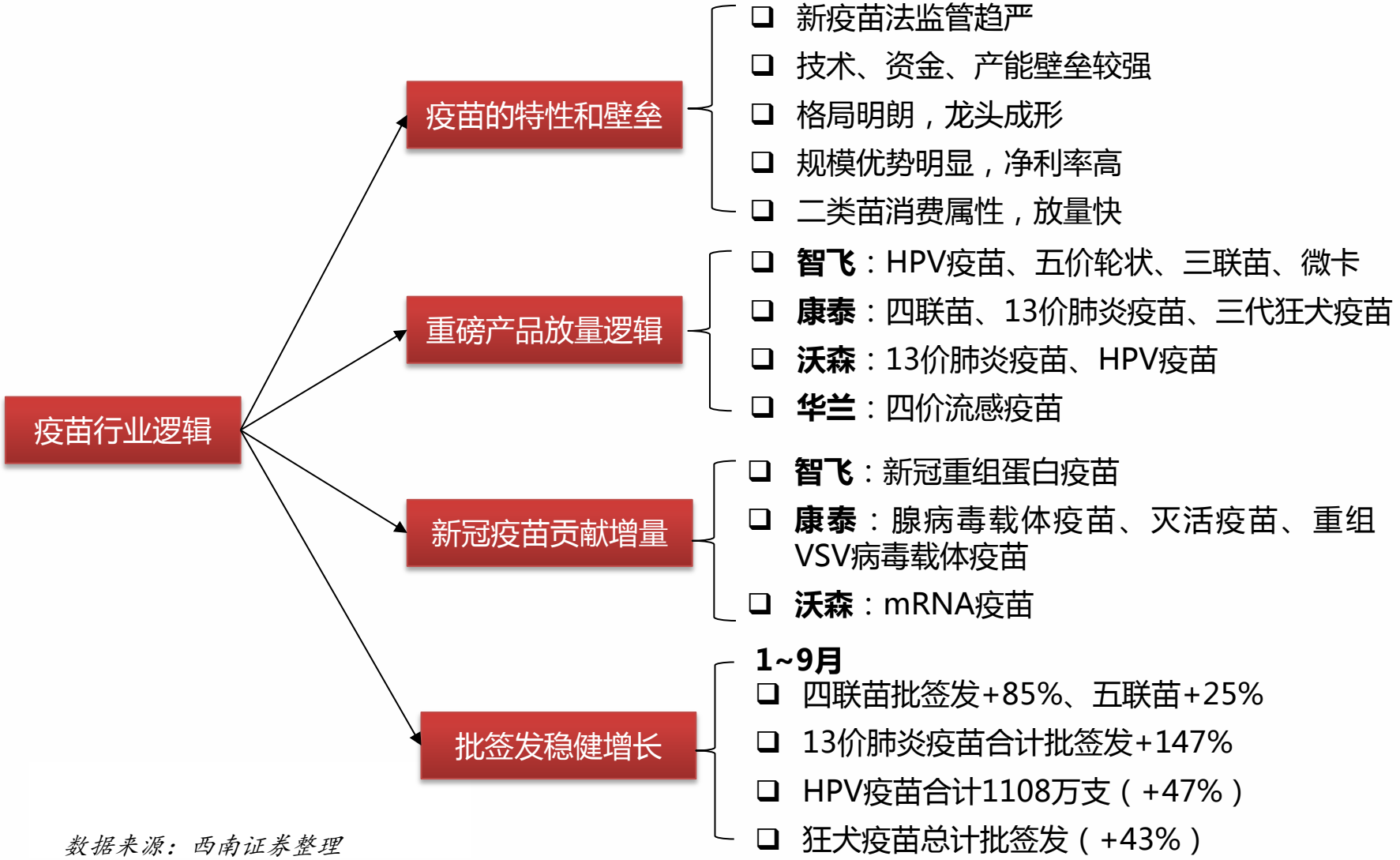
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

投资要点：重磅产品驱动板块维持高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的核心手段

- **疫苗行业投资逻辑关键看重磅品种驱动**：其中一类苗（传统疫苗）竞争激烈，不是成长性行业，安全性是更重要的维度；二类苗重磅品种是主要利润来源，如HPV疫苗、13价肺炎，新型疫苗具消费升级属性，放量比创新药更快，且由于二类苗不占用医保资金，面临控费的压力较小。
- **国内企业重磅疫苗逐渐进入收获期，有望驱动未来多年高增长**：过去十多年以来，随着国内疫苗龙头研发投入逐年增长以及研发不断积累，目前已经能看到部分公司的研发产品管线布局正在不断丰富，我们预计在未来2~3年内，随着国内企业的重点疫苗品种如13价肺炎疫苗、HPV疫苗、人二倍体狂犬疫苗、微卡疫苗等陆续上市并放量，国内疫苗行业景气度将持续提升；
- **政策趋严，龙头集中度提升**：在疫苗管理办法出台的背景下，对疫苗企业的生产管理等各个环节提出了较高的要求，我们认为国内疫苗行业集中度提升是必然趋势，疫苗行业先发优势将越发明显，重点看好以上市公司和中生集团为代表的疫苗龙头。
- **新冠疫苗有望成为防控疫情的核心手段：**目前国内外众多疫苗企业积极布局新冠疫苗的研发，从技术路线看，核酸和重组疫苗占据半壁江山，各路线都有优缺点，其中科兴（灭活疫苗）、武汉所（灭活疫苗）、北生所（灭活疫苗）、康希诺/军科院（腺病毒载体疫苗）、智飞/中微所（重组蛋白疫苗）、沃森/艾博生物（mRNA疫苗）、复星/BioNTech（mRNA疫苗）、康泰/艾棣维欣（DNA疫苗）进展相对较快；海外企业Moderna/NIAID（mRNA）、牛津大学/AZ（腺病毒载体）、BioNtech/辉瑞（mRNA）、强生（腺病毒载体）、 Gamaleya（腺病毒载体疫苗）进展较快。目前海外疫情蔓延趋势加剧，新冠疫苗已经成为疫情防控的核心手段。随着新冠疫苗陆续上市，各国政府有望推动新冠疫苗迅速放量，受益企业业绩弹性较大。
- **投资建议：康泰生物、智飞生物、华兰生物、康希诺、康华生物、万泰生物、华北制药、沃森生物。**

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键



数据来源：西南证券整理

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

3.2.1 疫苗产业链

- 疫苗是将病原微生物（如细菌、立克次氏体、病毒等）及其代谢产物，经过人工减毒、灭活或利用转基因等方法制成的用于预防传染病的**自动免疫制剂**。
- **疫苗分类**：细菌类和病毒类；多糖和结合；单价和多价；单联和多联；减毒和灭活和重组疫苗；细胞基质（如Vero\人二倍体等）

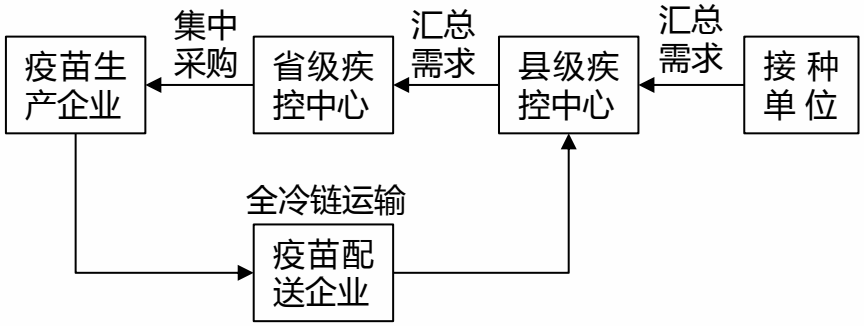
疫苗行业的特性：

- 具有较高的资金壁垒、技术壁垒、监管壁垒、产能壁垒。
- 舆论关注度很高，安全性问题容易发酵。
- 规模优势明显，盈利能力强，成熟的放量品种净利率能到40%以上。
- 新品上市放量很快，比如EV71、HPV、13价肺炎短短几年都成为几十亿重磅品种。
- 消费属性突出，二类苗都是自费品种。

细菌类和病毒类疫苗

分类	种数	疾病
细菌类	13种	白喉、百日咳、破伤风、脑膜炎球菌感染、b群流感嗜血杆菌感染、肺炎球菌感染那、伤寒、鼠疫、布鲁氏菌病、炭疽、霍乱、结核、钩端螺旋体病
病毒类	在产20种	麻疹、腮腺炎、风疹、水痘、带状疱疹、甲型肝炎、乙型肝炎、戊型肝炎、人乳头瘤病毒感染、脊髓灰质炎、狂犬、季节性流感、轮状病毒感染、乙型脑炎、森林脑炎、黄热、流行性脑出血、腺病毒感染、登革热、肠道病毒71型感染（EV71）
	储备3种	天花、甲流H1N1、禽流感H5N1

目前疫苗行业“一票制”流通模式



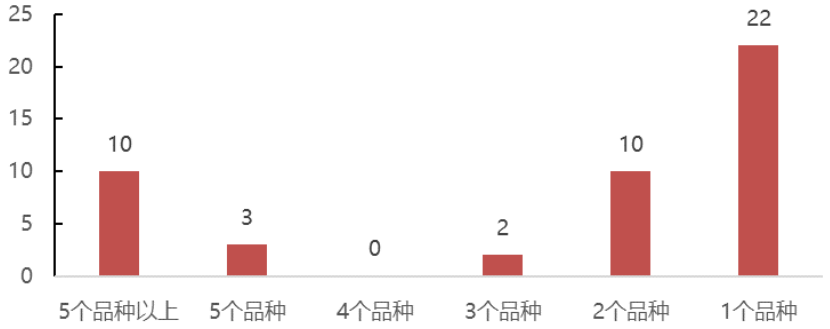
数据来源：知网，西南证券整理

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

3.2.2 疫苗安全事件推动行业变革

- **2016年疫苗管理条例规定一票制**，2019年《疫苗管理法》进行疫苗行业严监管。
- 从国内40多家疫苗企业的产品批文来看，大部分只有1~2个品种，如果不考虑中生集团旗下的六大所，超过5个品种的疫苗企业只有4家，目前背景下**具有优质规范的龙头国企及骨干型民企以及创新型疫苗企业有望胜出。**

剔除中生六大所，超过5个品种的企业只有4家



疫苗安全事件推动行业变革

2005年

- 安徽泗县疫苗违规接种事件；
- 处理结果：当地部门4名主要负责人给予**党纪和行政处分**；3名直接责任人追究刑事责任，对浙江普康生物、泗县大庄镇卫生院防保所进行**罚款处理**；

2009年

- 大连金港安迪疫苗违法添加事件；
- 处理：要求企业召回2008年生产的所有人用狂犬病疫苗，**企业停产整顿**，直接责任人10年内不得从事药品生产经营活动；法人代表、总经理王全峰，副总经理罗火生，采购员于敬庆被刑事拘留；

2016年

- 山东疫苗事件（范围涉及全国）；
- 处理：对国家药监局、国家卫计委和山东等17 个省相关责任人予以问责。
- 后续：国务院修改《疫苗流通和预防接种管理条例》，规定疫苗**一票制**

2018年

- 长生生物疫苗事件；
- 处理：习近平、李克强对长生生物疫苗案件作重要指示；**长生生物罚款91亿元、强制退市**；

2019年

- 2019年6月29日，人大表决通过了《中华人民共和国疫苗管理法》，并将于2019年12月1日开始施行。
- 内容体现**严监管、重刑罚、鼓励创新、价格合理、促进集中度提升。**

数据来源：各部委官网，智研咨询，西南证券整理

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

3.2.3 二类苗消费属性突出，渗透率有望长期提升

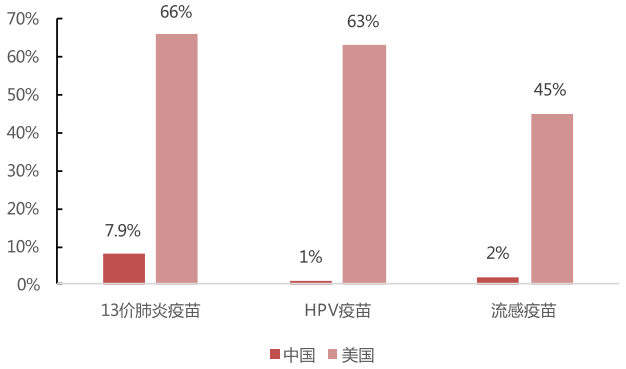
一类苗提供基础免疫，二类苗为利润来源

- 一类苗批签发占比超过60%，提供基础免疫，但利润微薄。二类苗属于自费品种，单只费用较高
- 2016年后，二类苗批签发量逐年上升，二类苗迎来发展新阶段。
- 考虑中国政府财政问题，短期将创新疫苗纳入一类苗的可能性不大，还是以宣传和特定人群免费接种来促进渗透率提升。

二类苗空间大，疫苗升级的接受度有望逐渐提升

- 二类疫苗属于自费品种，消费属性突出。从主要二类疫苗品种来看，我国的渗透率远低于美国等发达国家。以13价肺炎疫苗为例，2019年批签发476万支，仅为119万人份，考虑到我国2019年1500万左右的出生人口，我们预计渗透率仅为7.9%，如果远期渗透率看到50%以上，潜在空间巨大。

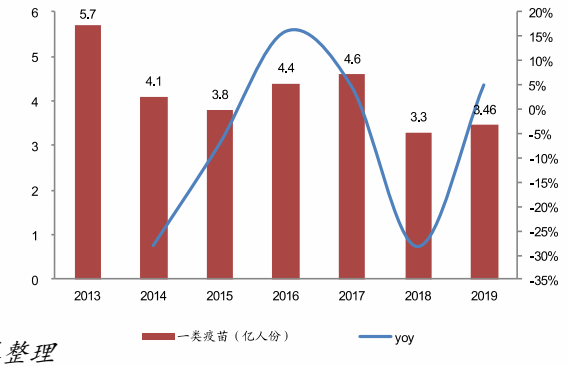
中国和美国部分疫苗渗透率比较



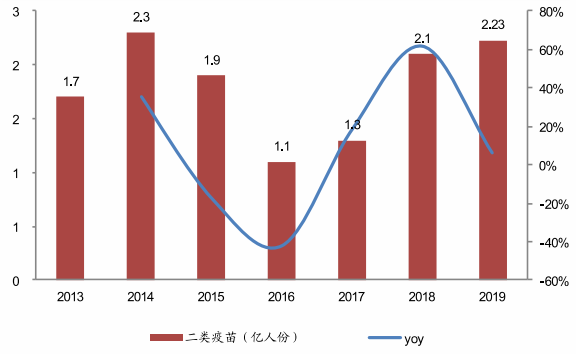
一类苗和二类苗比较

	一类苗	二类苗
2019年批签发占比	60%	40%
2019年收入	31亿元	391亿元
收入占比	7.3%	92.7%
利润空间	很低	很高
支付	免费	自费
每人份均价（元）	9	175

2013-2019一类苗批签发数量



2013-2019二类苗批签发数量



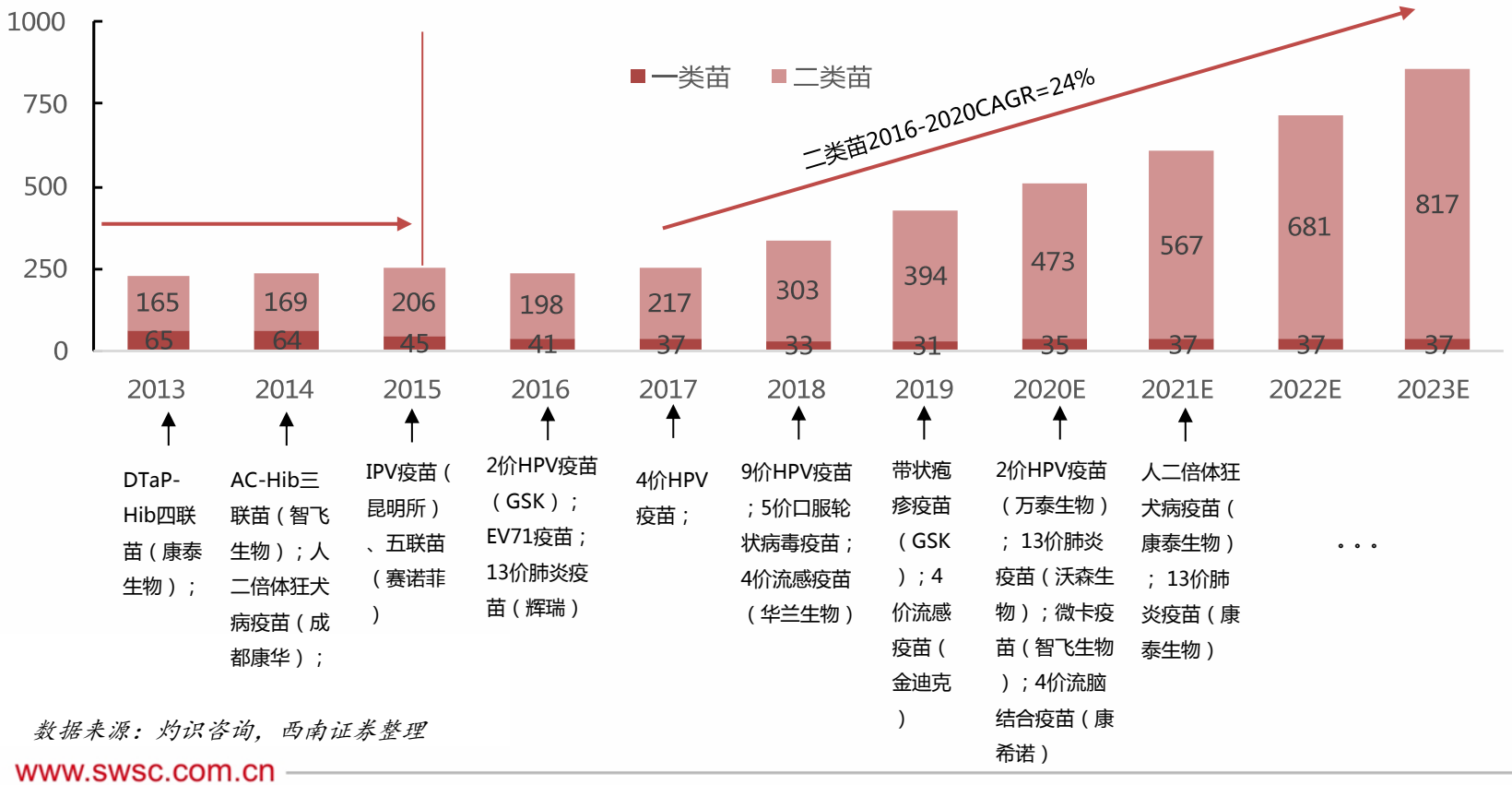
数据来源：中国疾病预防控制中心，美国CDC，西南证券整理

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

3.2.4 国内重磅品种上市推动行业快速扩容

- 从国内市场看，**2016年是个关键节点**，一方面2016年行业一票制变革带动板块低基数，另一方面此节点之后疫苗板块重磅产品逐渐放量，如五联苗、HPV疫苗、13价肺炎疫苗、四价流感疫苗。

2016年以来国内二类苗市场进入高速增长阶段



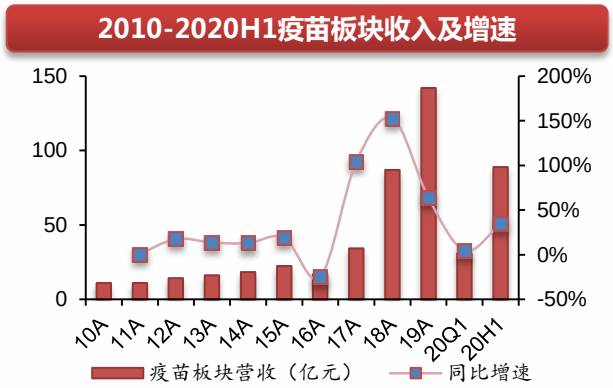
数据来源：灼识咨询，西南证券整理

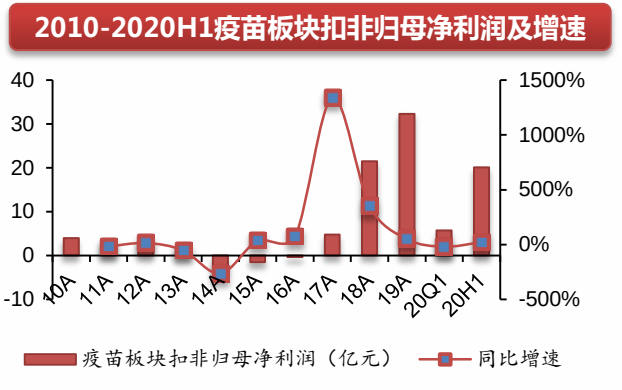
3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

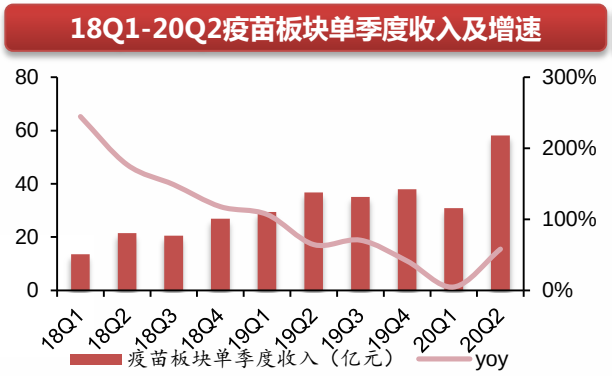
3.2.5 疫苗板块中报总结：2020Q2重回高增长

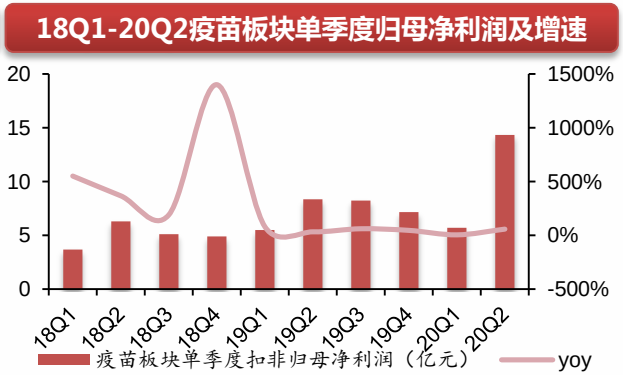
- 根据EvaluatePharma数据，**2018年全球疫苗市场规模达到305亿美元**，预计2019-2024年仍将保持6.6%的复合增速，比2017年以前明显提速，主要因为：1）带状疱疹疫苗等新型疫苗放量、2）中国市场HPV、13价肺炎疫苗的品种渗透率提升。根据灼识咨询数据，**2019年中国疫苗市场规模约425亿**，其中一类苗31亿，二类苗394亿，由于一些全球重磅疫苗品种在国内上市并放量，2018-2019年增速明显提升，预计2030年疫苗市场规模突破1000亿。

- 疫苗板块（康泰、智飞、沃森、康华4家公司样本）上半年收入88.9亿元（+34.4%），扣非归母净利润20.1亿元（+21%），其中Q1/Q2收入增速分别为4.7%/58.1%，扣非净利润增速分别为4%/58%。Q1疫情影响接种，Q2业绩重回高增长。









数据来源：EvaluatePharma，灼识咨询，Wind，西南证券整理

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

3.2.6 主要疫苗品种集中度高

- 从中国疫苗批签发产值估算看，肺炎（51亿）、Hib及其多联苗（54亿）、HPV（94亿）、流感（20亿）、麻腮风水痘（29亿）、轮状（22亿）、狂犬病（33亿）、EV71（33亿）等系列疫苗合计产值336亿，占据国内份额85%以上，是重点品种主要诞生的领域。

国内主要疫苗系列重磅产品梳理

类别	主要疫苗品种	2019批签发量（万剂）	同比	均价（元/剂）	美国价格（美元/剂）	2019批签发值估算（亿元）	系列合计收入（亿元）	接种程序（剂/人）	接种量/人份	潜在对象（万人）	接种率	上市厂家	在研企业
肺炎系列	13价肺炎结合疫苗	476	23%	698	137	33.2	51.2	4	119	1500	7.9%	辉瑞、沃森	康泰上市申请，智飞15价III期
	23价肺炎多糖疫苗	947	34%	190	56	18.0		1	947	45000	2.1%	成都所，沃森，默沙东，康泰	科兴上市申请，智飞、兰州所III期
Hib及多联系列	AC-Hib三联苗	428	-34%	210	-	9.0	54.0	4	107	1500	7.1%	智飞独家	罗益、欧林、武汉所获批临床
	DTaP-Hib四联苗	426	-17%	275	40	11.7		4	107	1500	7.1%	康泰独家	武汉所I期，DTaP-IPV北生所、昆明所临床
	DTaP-IPV-Hib五联苗	460	130%	599	58	27.6		4	115	1500	7.7%	赛诺菲独家	武汉所获批临床，康泰I期临床
	Hib疫苗	712	-35%	80	13	5.7		4	178	1500	11.9%	赛诺菲、康泰、沃森、智飞	康泰申请（结合）
HPV系列	四价HPV疫苗	485	27%	798	-	38.7	93.5	3	162	30000	0.5%	默沙东（智飞代理）	成都所III期，上海所II期
	九价HPV疫苗	332	172%	1298	178	43.1		3	111	30000	0.4%	默沙东（智飞代理）	万泰II期，博维、沃森I期
	二价HPV疫苗	201	-5%	580	-	11.7		3	67	30000	0.2%	GSK、万泰	沃森上市申请，康泰临床前
流感疫苗系列	四价流感疫苗	981	92%	120	12	11.8	20.1	1	981	140000	0.7%	华兰、金迪克、科兴、武汉所	长春所上市申请，智飞III期，沃森临床
	三价流感疫苗	2085	90%	40	-	8.3		1	2085	140000	1.5%	华兰、长春所、雅立峰、科兴	-
麻腮风水痘系列	水痘疫苗	2096	2%	140	104	29.3	29.3	1	2096	1500	139.7%	上海所、长春百克、长春祁健	科兴上市申请、万泰、康泰III期，雅立峰临床
	麻腮风-水痘四联苗	未上市						-	-	1500	0.0%	-	康泰临床前
狂犬疫苗系列	二代狂犬疫苗	5352	-16%	50	-	26.8	33.0	5	1070	2000	53.5%	成大、广州诺诚、宁波荣安	华兰（Vero）上市申请
	三代狂犬疫苗	232	4%	270	-	6.3		5	46	2000	2.3%	康华	康泰（人二倍体）III期、智飞临床
手足口系列	EV71疫苗	1884	-37%	175		33.0	33.0	2	942	1500	62.8%	科兴，昆明所，武汉所	康泰、华兰获批临床，沃森、智飞申报临床
轮状病毒系列	五价轮状疫苗	462	484%	280	70	12.9	22.3	3	154	1500	10.3%	默沙东（智飞代理）	兰州所3价上市申请、武汉所6价III期，康泰临床前
	羊轮状减毒疫苗	551	7%	170	90	9.4		3	184	1500	12.2%	兰州所	鑫科贤单价上市申请
带状疱疹	重组带状疱疹疫苗	2020年开始批签发		1598		-		2	-	45000		GSK100%	（减毒)百克III期，上海所II期，（重组）怡道临床
微卡疫苗		预计2020年底上市										-	智飞生物上市申请

数据来源：中检院，药智网，西南证券整理

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

3.2.7 国内疫苗龙头企业产品管线逐步进入收获期

康泰生物、智飞生物、沃森生物核心在研产品一览

公司	产品	首次报临床时间	批准临床时间	I期	II期	III期	报产	预计批准时间
康泰生物	ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗	2011/3/23	2012/12/25					2020年
	吸附无细胞百白破联合疫苗	2012/3/7	2012/12/25					2020.3已获批
	冻干b型流感嗜血杆菌结合疫苗	2012/4/24	2014/1/28					2020年中
	ACYW135脑膜炎结合疫苗	2011/3/23	2013/5/23					
	13价肺炎球菌结合疫苗	2010/3/12	2014/6/25					2020底-2021年初
	冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	2015/3/13	2017/1/23					2021-2022年
	Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero细胞）	2016/9/28	2017/3/15					2021年中
	重组肠道病毒71型疫苗（汉逊酵母）	2017/8/23	2018/1/17					
	吸附无细胞百白破冻干b型流感嗜血杆菌联合疫苗	2015/11/19	2016/5/31					
	五联苗	2020/9/17	-					已受理，预计年底进Ⅲ期
	吸附无细胞百白破（组分）联合疫苗	2017/9/8	2019/4/9					
智飞生物	注射用母牛分枝杆菌（预防）	2012/3/23	2013/1/5					2020年底
	重组结核杆菌ESAT6-CFP10变态反应原	2011/8/5	2013/5/23					2020.4已上市
	23价肺炎多糖疫苗	2012/4/5	2015/7/27					
	15价肺炎结合疫苗	2014/6/5	2017/9/27					
	冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5细胞)	2015/8/26	2017/5/26					
	四价流感病毒裂解疫苗	2015/3/3	2017/1/23					
	三价流感病毒裂解疫苗	2012/3/27	2013/7/19					
	ACYW135脑膜炎结合疫苗	2012/6/11	2014/10/24					
	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	2012/11/30	2015/1/26					
	冻干重组结核疫苗（AEC/BC02）	2013/5/10	2015/5/13					
	15价肺炎结合疫苗	2014/6/5	2017/9/27					
沃森生物	13价肺炎球菌多糖结合疫苗	2011/12/1	2015/4/22					2020.1已上市
	重组人乳头瘤病毒双价（16/18型）疫苗（酵母）	2009/7/24	2011/6/10					2021年
	吸附无细胞百白破+b型流感嗜血杆菌联合疫苗	2010/8/9	2012/4/25					
	ACYW135群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	2012/11/8	2015/2/5					
	4价流感病毒裂解疫苗	2016/3/2	2017/10/26					
	九价HPV疫苗	2016/12/21	2018/1/10					
	重组肠道病毒71型病毒样颗粒疫苗（毕赤酵母）	2019/3/13	2019/6/6					

数据来源：上市公司公告、药智网，西南证券整理

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

华兰生物、康希诺、万泰生物、康华生物核心在研产品一览

公司	产品	临床前	临床试验申请	I期	II期	III期	报产	预计批准时间
华兰生物	四价流感病毒裂解 疫苗							2018年已上市
	冻干人用狂犬病疫苗（Vero细胞）							报产
康希诺	Ad5-EBOV							2017年上市储备
	MCV4							
	MCV2							
	婴幼儿用DTcP							2022年报产
	DTcP加强疫苗							2021年完成III期
	青少年及成人用Tdcp							
	DTcP-Hib联合疫苗							
	结核病加强疫苗							
	PBPV							2020年完成Ia期
	PCV13i							
	结核病加强疫苗							2022年完成III期
	重组新型冠状病毒疫苗（腺病毒载体）							
	CSB012 - 腺病毒							
	CSB015 - 脑膜炎							
	CSB016 - 带状疱疹							
	CSB017 - 脊髓灰质炎							
	CSB013 - 寨卡病毒							
万泰生物	重组戊型肝炎疫苗							2012年已上市
	二价宫颈癌疫苗							2019年12月已上市
	九价宫颈癌疫苗							
	新一代宫颈癌疫苗							
	冻干水痘减毒活疫 苗（V-Oka 株）							
	冻干水痘减毒活疫 苗（VZV-7D ）							
	重组人乳头瘤病毒6/11型双价疫苗（大肠杆菌）							
	重组戊肝人乳头瘤病毒6/11/16/18型 联合疫苗（大肠埃希菌）							
	第三代重组人乳头瘤病毒疫苗（大肠 埃希菌）							
	基因工程轮状病毒疫苗							
康华生物	冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)							2012年上市
	ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗							2010年上市
	吸附破伤风疫苗							
	六价诺如病毒疫苗							
	白喉基因工程疫苗							
	轮状病毒基因工程疫苗							

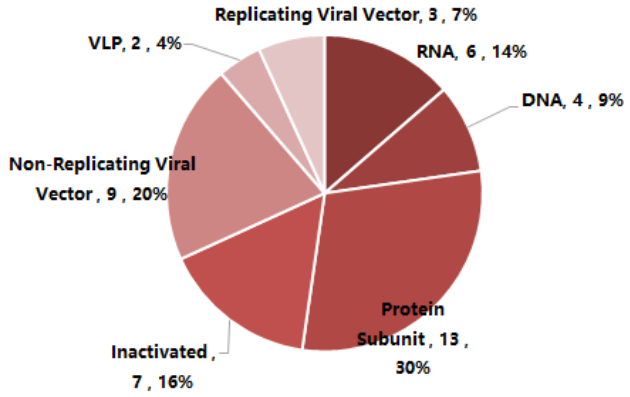
数据来源：上市公司公告、药智网，西南证券整理

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

3.2.8 新冠疫苗参与度高，众多企业多路线并进

- **国内：科技部部署五大新冠疫苗技术路线。**
- **全球：核酸和重组疫苗占据半壁江山。**从进入临床阶段的44个新冠疫苗看，RNA和DNA合计10个，占比23%，重组蛋白13个，占比34%，灭活7个，占比16%，非复制型病毒载体9个，占比20%；
- **中国企业在疫苗研究中占据关键角色**：进入临床阶段的项目中国有12个，占比27%。截止10月19日，进入III期临床的项目共10个，中国四个项目占据40%。

全球44个进入临床阶段新冠疫苗技术路线构成（个）



国内新冠疫苗在研五大技术路线

类型		原理	优点	缺点
腺病毒载体疫苗		以改造过的复制缺陷型腺病毒为载体，搭载上新冠病毒的S基因，进入受试者体内，使人体产生对S蛋白的免疫记忆，刺激人体产生抗体。	1）安全、高效、引发的不良反应少； 2）生产工艺能够很快放大； 3）能够表达更高量的蛋白，表达的时间久。	需要克服“预存免疫”
核酸疫苗	mRNA疫苗	将编码S蛋白的基因，mRNA或者DNA直接注入人体，利用人体细胞在人体内合成S蛋白，刺激人体产生抗体。	开发速度快，同一平台可展开对不同病原的疫苗开发，能够爆发的流行病快速响应	1）无成功先例，递送技术要求高； 2）运输环节对冷链要求较高； 3）DNA疫苗的潜在基因整合风险。
	DNA疫苗			
灭活疫苗		由完整病毒组成，其致病性丧失仍然保持病毒的全部或部分免疫原性，接种后病毒抗原可以刺激机体产生免疫应答，达到保护作用。	传统经典的疫苗制备方式，安全性好，稳定性好，有市场基础	1）接种次数相对较多； 2）免疫维持时间相对较短； 3）目前活病毒培养要求在P3级生物安全条件下进行，产能会受到限制。
减毒流感病毒载体疫苗		利用减毒的流感病毒作为载体，携带新冠病毒S蛋白，共同刺激人体产生针对两种病毒的抗体	接种程序少，免疫相对全面，能引起较强且持久的免疫响应	1）存在毒株毒性复强的风险； 2）对生产环境的生物安全性要求高； 3）研发、生产周期较长。
重组蛋白疫苗		通过基因工程方法，大量生产新冠病毒最有可能作为抗原的S蛋白，把它注射到人体，刺激人体产生抗体。	成分确定，生物安全性较高，开发流程成熟、可规模化生产	抗原性受到所选用表达系统和佐剂的影响

数据来源：WHO，西南证券整理。注：以上数据截止10月19日

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

3.2.9 国内核心疫苗企业积极布局新冠疫苗研发

- 进入III期临床的有北生所、武汉所和科兴的灭活疫苗、**康希诺**的腺病毒载体疫苗；
- 进入II期临床的有医科院的灭活疫苗、**智飞生物**的重组蛋白疫苗；
- 进入I期的有**复星和沃森**的mRNA疫苗、万泰的减毒流感病毒载体疫苗、**康泰**的灭活疫苗。

国内新冠疫苗主要在研项目

公司	技术路径	合作单位	剂数	临床前	1期临床	2期临床	3期临床
北生研	灭活疫苗	-	2	→	→	→	→
武汉所	灭活疫苗	中国科学院武汉病毒研究所	2	→	→	→	→
科兴中维	灭活疫苗	-	2	→	→	→	→
康希诺生物	腺病毒05载体疫苗	军事科学研究院	1	→	→	→	
	mRNA疫苗	Precision NanoSystems(PNI)	-	→			
医科院	灭活疫苗	-	2	→	→	→	
智飞生物	重组蛋白疫苗	中国科学院微生物研究所	2or3	→	→	→	
康泰生物	灭活疫苗	-		→	→		
	腺病毒载体疫苗	牛津大学/AZ	2	→			
	重组VSV病毒疫苗	-		→			
复星医药	mRNA疫苗	BioNTech	2	→	→		
沃森生物	mRNA疫苗	艾博生物、军事科学院	2	→	→		
	重组蛋白疫苗	-	-	→			
三叶草生物	重组蛋白疫苗	GSK/Dynavax	2	→	→		
华兰生物	减毒流感病毒载体疫苗	厦门大学/香港大学	-	→			
	灭活疫苗	广东、河南疾控中心	-	→			
	腺病毒载体疫苗	恩宝生物		→			
西藏药业	mRNA疫苗	斯微生物	-	→			
万泰生物	减毒流感病毒载体疫苗	厦门大学	-	→	→		
冠昊生物	mRNA疫苗	参股公司ZY Therapeutics	-	→			

数据来源：公司公告，网络，药智网，WHO，西南证券整理。注：篇幅问题，未完全穷举

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

3.2.10 国外核心疫苗企业积极布局新冠疫苗研发

- 目前海外疫苗进入临床的以腺病毒、核酸疫苗和重组蛋白疫苗为主；
- 进入III期的有牛津大学/AZ的腺病毒载体疫苗、Moderna和BioNtech的mRNA疫苗、Gamaleya的腺病毒载体疫苗和强生的腺病毒载体疫苗；
- 处于处于II期的有Novavax的重组蛋白疫苗和Curevac的mRNA疫苗；此外还有几个项目进入I期。

国外新冠疫苗主要在研项目

公司	疫苗平台	候选疫苗类型	剂数	研发进度			
				1期临床	1/2期临床	2期临床	3期临床
牛津大学/阿斯利康	非复制型病毒载体	ChAdOx1-S	1	→	→	→	→
Moderna/NIAID	RNA	LNP-encapsulated mRNA	2	→	→	→	→
BioNTech/复星医药/Pfizer	RNA	3 LNP-mRNAs	2	→	→	→	→
Gamaleya Research Institute	非复制型病毒载体	Adeno-based	1	→	→	→	→
强生	非复制型病毒载体	Ad26COVS1		→	→	→	→
Novavax	重组蛋白	全长重组SARS-CoV-2糖蛋白纳米粒疫苗	2	→	→	→	
Curevac	RNA	mRNA	2	→	→	→	
Inovio/International Vaccine Institute	DNA	DNA plasmid vaccine with electroporation	2	→	→		
大阪大学/AnGes/Takara Bio	DNA	DNA plasmid vaccine + Adjuvant	2	→	→		
Cadila Healthcare	DNA	DNA plasmid vaccine	3	→	→		
Genexine	DNA	DNA Vaccine (GX-19)	2	→	→		
Arcturus/杜克-新加坡国立大学医学院	RNA	mRNA	-	→	→		
Kentucky Bioprocessing	重组蛋白	RBD-based	2	→	→		
Bharat Biotech	灭活	Whole-Virion Inactivated	2	→	→		
Medicago	VLP	Plant-derived VLP adjuvanted with GSK or Dynavax adjs.	2	→			
帝国理工学院	RNA	LNP-nCoVsaRNA	2	→			
Vaxine Pty Ltd/Medytox	重组蛋白	Recombinant spike protein with AdvaxTM adjuvant	1	→			
昆士兰大学/CSL/Seqirus	重组蛋白	Molecular clamp stabilized Spike protein with MF59 adjuvant	2	→			
Medigen/NIAID/Dynavax	重组蛋白	S-2P protein + CpG 1018	2	→			

数据来源：公司公告，网络，药智网，WHO，西南证券整理。注：篇幅问题，未完全穷举

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

3.2.11 有疫苗临床数据较为良好，战胜新冠疫情曙光来临

- 部分进展较快的项目公布了初期临床数据，我们对已公布数据进行分析，总体安全性和免疫原性数据良好，部分疫苗能同时诱导体液免疫和细胞免疫。

部分已披露初期结果的新冠疫苗临床试验

临床登记号	NCT04341389	NCT04324606	NCT04352608	ChiCTR2000031809	NCT04368728	NCT04283461	NCT04368988
临床阶段	Ⅱ期	Ⅰ/Ⅱ期	Ⅰ/Ⅱ期	Ⅰ/Ⅱ期	Ⅰ/Ⅱ期	Ⅰ期	Ⅰ期
疫苗类型	重组腺病毒载体疫苗	重组腺病毒载体疫苗	灭活疫苗	灭活疫苗	mRNA疫苗	mRNA疫苗	重组蛋白疫苗
主办方	**康希诺**	**牛津大学/AZ**	**科兴中维**	**武汉所**	**BioNtech**	**Moderna**	**Novavax**
起始时间	2020/4/11	2020/4/23	2020/4/16	2020/4/12	2020/4/29	2020/3/16	2020/05/25
数据披露时间	2020/7/20	2020/7/20	2020/6/14	2020/8/13	2020/7/1	2020/7/14	2020/08/4
披露平台	The Lancet	The Lancet	官网	JAMA	MedRxiv	NEJM	官网
入组人数	508人	1077人	744人	1120人	7600人	155人	131人
受试对象	18岁以上	18-55岁	18-59岁	18-59岁	18-55岁，65-85岁，18-85岁	18-55岁，56-70岁，71岁+	18-59岁
安全性	低剂量组3级不良反应率较低（1%）	不良反应以轻度、中度为主，无严重不良事件发生	不良反应以1级为主	疫苗耐受	疫苗耐受	安全且耐受性良好	耐受性良好，无严重不良反应报告。
免疫原性	中和抗体GMT为**19.5**（高剂量组）和18.3（低剂量组），能产生显著的免疫应答	中和抗体水平**与恢复期患者相当**；疫苗可诱发细胞免疫的发生	0，14天程序中，全程免疫14天后中和抗体阳转率均超过90%	第三剂接种后14天，低、中、高剂量的疫苗在志愿者中诱导产生的血清**中和抗体GMT**（PRNT50）分别为**316、206和297**。	首次接种后第43天，50μg剂量组受试者的中和抗体水平是**恢复期患者的3倍**；可诱发RBD特异T细胞响应。	两级接种后，产生较强中和抗体滴度和T细胞应答，在剂量为100μg时，几何平均滴度（PRNT 80）水平的是恢复期血清的**4.1倍**	100%的受试者产生了中和抗体应答，5μg和25μg辅助剂量均可产生大于1：3300的最大GMT，接种两次剂量为5μg的疫苗产生的中和抗体**GMT达到3906**
目前状态	Ⅲ期（巴基斯坦）	Ⅲ期（巴西）	Ⅲ期开展（巴西）	Ⅲ期（阿联酋）	Ⅲ期	Ⅲ期开展	Ⅱ期临床

数据来源：公司公告，ClinicalTrials，西南证券整理。注：篇幅问题，未完全穷举。

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

3.2.12 新冠疫苗技术指导原则有望加速后续研发

- 8月14日，**药审中心**发布《新型冠状病毒预防用疫苗研发技术指导原则（试行）》、《新型冠状病毒预防用mRNA疫苗药学研究技术指导原则（试行）》等**5个指导原则**。
- **临床研究指导原则**：**1）目标人群**：应分步开展不同年龄人群的试验，首先在成年人中获得初步安全性数据，在保持合理间隔后启动老年人临床试验；**2）研究加速：**可考虑采取合理设计（如适应性设计、试验分期无缝衔接设计等）缩短临床试验的总体时间；**3）免疫原性：**尽早免疫原性指标评价，包括体液免疫、细胞免疫，并暂以末次免后28天作为免疫原性探索的主要评价终点，建议全程免后1年观察免疫持久性；**4）III期有效性主要终点：**新冠疫苗的关键注册临床试验应以保护效力为有效性评价的主要终点指标，如受试人群的传播率、感染率、发病率、重症率、死亡率等数据。**5）境外：**新冠疫苗境外数据可用于境内注册申报。
- **疫苗上市及上市后评价原则：1）适用人群**：候选新冠疫苗最好能适用于所有年龄段，包括孕妇及哺乳期女性，至少应适用于成年人（包括老年人）；**2）安全性要求：**疫苗的安全性结果应足够支持其具有较高的获益风险比，即疫苗的不良反应较轻、持续时间较短，无严重不良反应或发生率极低，同时新冠疫苗不应具有ADE风险；**3）有效性要求：**以安慰剂为对照的试验，目标人群的保护效力最好能达到70%以上，至少应达到50%，95%置信区间下限不低于30%。**4）保护持久性：**疫苗最好能提供1年及以上的保护，至少提供6个月的保护。**5）加速上市：**可以考虑在Ⅲ期临床试验过程中变更免疫程序（如增加接种剂次），或在上市后再行优化；此外中期数据具有明确可接受的保护力，可将数据用于申请附条件批准上市，同时继续完成临床试验。**6）境外临床数据：**境外数据符合要求的，可考虑作为支持疫苗在境内上市的重要依据。**7）上市后：**需继续完成III期临床试验或者必要的境内临床试验
- **指导原则出台，后续新冠疫苗研发有望加速。**新冠疫苗将是本次疫情防控的“胜负手”，全球范围内参与度极高。药审中心出台的5个指导原则，涉及疫苗研发多种技术路线，从临床前到上市各个环节都做出重要指导，有望加快新冠疫苗的研发及上市进度。

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

3.2.13 前三季度重磅疫苗批签发维持高增长

- **多联苗**：1~9月三联苗无批签发；四联苗批签发466万支（+85%）；五联苗批签发498万支（+25%）。
- **肺炎疫苗**：1~9月13价肺炎疫苗合计批签发712万支（+147%），其中辉瑞批签发381万支（+32%），沃森批签发331万支；23价肺炎疫苗批签发1040万支（+55%），其中康泰批签发244万支（+173%），沃森生物批签发213万支（-7%）。
- **HPV疫苗**：1~9月HPV疫苗合计1108万支（+47%），其中万泰二价苗176万支，四价HPV疫苗批签发436万支（10%），九价HPV疫苗批签发459万支（+144%）；
- **带状疱疹**：1~9月批签发104万支；
- **狂犬疫苗**：1~9月总计批签发5771万支（+43%），其中康华生物批签发265万支（+175%）

数据来源：中检院，西南证券整理

3.2 疫苗：重磅产品驱动板块高景气度，新冠疫苗有望成为防控疫情的关键

主要疫苗品种1~9月批签发数据

疫苗名称		企业名称	签批发量（万支）		同比增速	签批发量（万支）		同比增速	签批发量（万支）		环比增速	签批发量（万支）		环比增速
			2019年1-9月	2020年1-9月		2019年9月	2020年9月		2020年8月	2020年9月		2020年Q2	2020年Q3	
AC-Hib（规格0.5ml）		智飞生物	428	0	/	0	0	/	0	0	/	0	0	/
百白破-Hib（规格0.5ml）		康泰生物	252	466	85%	46	99	113%	0	99	/	157	154	-2%
百白破-Hib-IPV（规格0.5ml）		赛诺菲巴斯德	397	498	25%	77	59	-24%	0	59	/	253	140	-45%
肺炎（规格0.5ml）	13价肺炎结合疫苗	辉瑞	288	381	32%	0	70	/	48	70	46%	96	166	73%
		沃森生物	0	331	/	0	76	/	82	76	-8%	106	211	99%
		总计	288	712	147%	0	146	/	130	146	12%	202	377	87%
	23价肺炎多糖疫苗	成都所	255	535	110%	56	131	134%	43	131	207%	202	231	15%
		康泰生物	89	244	173%	0	0	/	76	0	/	168	76	-55%
		默沙东	97	48	-51%	24	48	97%	0	48	/	0	48	/
		沃森生物	230	213	-7%	41	72	73%	68	72	6%	18	149	737%
		总计	671	1040	55%	122	251	106%	187	275	47%	387	504	30%
		总计	959	1752	83%	122	397	226%	317	421	33%	589	881	50%
HPV疫苗（规格0.5ml）	双价HPV	万泰生物	0	176	/	0	75	/	32	75	135%	37	140	282%
		葛兰素史克	170	37	-78%	137	0	/	37	0	/	0	37	/
	四价HPV	默沙东	397	436	10%	45	70	55%	0	70	/	254	70	-72%
	九价HPV	默沙东	188	459	144%	46	170	270%	24	170	596%	175	243	39%
		总计	754	1108	47%	228	315	38%	93	315	238%	465	489	5%
带状疱疹疫苗（规格0.5ml）		葛兰素史克	0	104	/	0	24	/	47	24	-49%	23	82	262%
人用狂犬.（规格0.5ml，1ml）	冻干狂犬（Vero细胞）	成大生物	2624	2720	4%	311	346	11%	269	346	29%	1088	987	-9%
		广州诺诚	472	0	/	0	0	/	0	0	/	0	0	/
		辽宁依生	0	84	/	0	84	/	0	84	/	0	84	/
		宁波荣安	229	1347	487%	123	264	114%	141	264	87%	712	635	-11%
		长春卓谊	112	312	179%	0	39	/	34	39	13%	114	142	24%
	冻干狂犬（人二倍体）	康华生物	97	265	175%	0	20	/	15	20	32%	78	86	10%
		总计	3534	4728	34%	434	753	74%	460	753	64%	1992	1933	-3%
	狂犬疫苗（Vero细胞）	成大生物	202	162	-20%	45	0	/	9	0	/	26	27	2%
		大连雅立峰	101	511	405%	0	117	/	26	117	343%	190	238	25%
		吉林迈丰	24	0	/	0	0	/	0	0	/	0	0	/
	狂犬疫苗（地鼠肾细胞）	河南远大	129	229	78%	10	41	292%	19	41	111%	83	72	-13%
		中科生物	58	141	143%	9	35	289%	7	35	405%	20	84	321%
		总计	514	1043	103%	64	193	201%	62	193	213%	320	421	32%
		总计	4048	5771	43%	498	946	90%	522	946	81%	2312	2354	2%

3.3 医疗器械：疫情彰显板块价值，布局器械黄金十年

疫情彰显板块价值，布局“消费升级+国产替代”下的器械黄金十年

- **疫情彰显板块价值。**疫情期间除了高值耗材受手术量下滑影响增速放缓，IVD和其他器械受益于诊断试剂、呼吸机、监护仪、手套、口罩等抗疫产品放量带动业绩大幅增长，疫情期间，器械板块抗风险的的价值得到凸显，后疫情时代有望持续受益于医疗新基建。
- **消费升级和国产替代共振。**一方面，随着全国卫生投入增长、老龄化加剧、分级诊疗推进，中国器械市场规模突破6000亿，长期看中国医疗器械空间巨大；另一方面，当前大部分赛道国产化率不足40%（高端更低），技术突破+性价比+渠道优势促进国产化率持续提升，未来十年仍将是器械龙头黄金发展的十年。
- **带量采购成为耗材招采新常态，龙头有望以价换量。**人工晶体、支架、骨科、补片等产品在众多省份成为带量采购试点品种，未来高值耗材集采有望常态化。当前建议密切关注降价幅度和品种格局，一方面降价将带来经销商渠道利润和中标者费用的大幅减少，考虑到出厂价往往是终端价的30-40%，适当降价不会影响到企业出厂净价，另一方面，品种格局较好、国产化率较低的品种的，中标者量的增长的将弥补价格的下降，同时低价将带动国内高值耗材渗透率的长期提升，于企业而言，中选是最优结果。
- **国产创新器械扬帆起航。**国产企业研发能力持续提升，在中高端医疗器械领域不断推出产品，打破了外资长期垄断的局面，例如大型医学影像、内窥镜、化学发光分析仪等，并在某些领域开始率先推出新产品，例如可降解支架、介入瓣膜等。集采时代，创新器械有望像创新药一样走出独立的长牛行情。
- **投资建议。**一方面，随着全国卫生投入增长、老龄化加剧、分级诊疗推进，中国器械市场规模空间巨大，另一方面，当前大部分器械赛道国产化率较低，消费升级&进口替代有望推动国产器械迎来黄金十年。同时，以全国集采和各省试点相结合的耗材带量采购模式有望常态化进行，格局良好、国产化率低的耗材龙头有望以价换量加速进口替代。建议关注：**1）集采避风港领域**：化学发光（迈瑞医疗、安图生物、新产业）、消费性器械（欧普康视、伟思医疗、鱼跃医疗）；**2）创新器械领域：**TAVR（佰仁医疗）、外周介入（心脉医疗）、神经介入、电生理等；**3）耗材集采品种：**如**眼科**（爱博医疗）、**内镜诊疗**（南微医学）、**骨科**（凯利泰、大博医疗、三友医疗）、**肾科**（健帆生物、三鑫医疗）、**心血管**（乐普医疗、微创医疗）、**吻合器**（天臣医疗）。

3.3 医疗器械：疫情彰显板块价值，布局器械黄金十年

3.3.1 中国医疗器械市场分析框架

器械行业体量 X **国产化率提升** = **国产龙头黄金十年**

消费升级主线

- 现代医学进步使医生诊疗越来越依赖器械；
- 老龄化带来终端旺盛的需求；
- 人均收入增长和医保报销比例提升；
- 医院收费像服务转移医生医院的动机；
- 新术式带动创新器械渗透率提升
- 多年推广、培训，医生技术水平和数量提升；

进口替代主线

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

前浪与后浪

- 前浪：过去10年医疗器械板块符合增速20%左右，行业持续扩容，部分领域龙头逐渐诞生。
- 后浪：龙头的盛宴——依靠消费升级和进口替代带来的行业大机会，龙头公司预计将保持强势增长。
- 控费主基调：器械领域的控费措施逐渐开展，成为加速进口替代和催生格局变化的重要因素

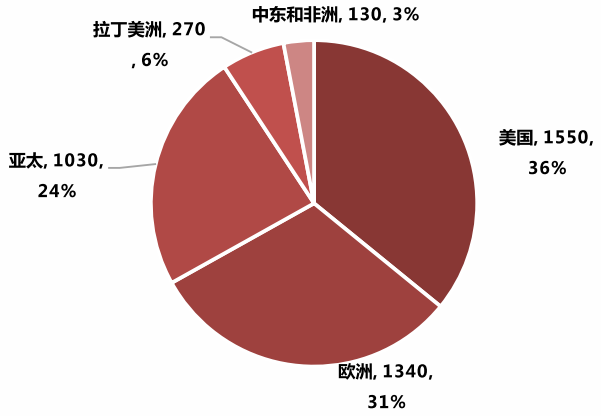
数据来源：西南证券整理

3.3 医疗器械：疫情彰显板块价值，布局器械黄金十年

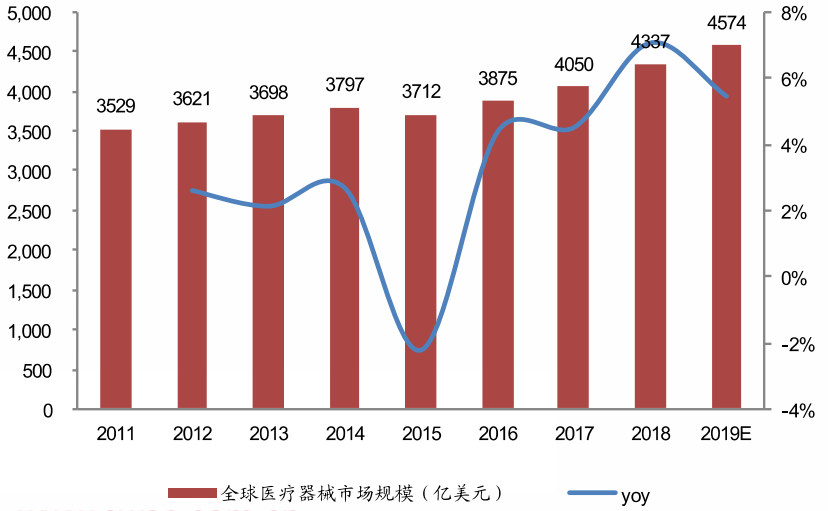
3.3.2 中国医疗器械市场规模未来仍有巨大潜力

- 2019年预计全球医疗器械市场规模为4517亿美元，2017-2019年复合增速5.6%；2019年中国医疗器械市场规模约为6338亿元，2017-2019年复合增速19.7%。
- 根据IQVIA 2017年数据，全球器械市场主要由美国（36%）、欧盟（31%）、日本贡献，而三地总人口不到10亿，2017年中国器械市场4425亿，约占全球14%，考虑到中国人口14亿，未来的潜在空间巨大。

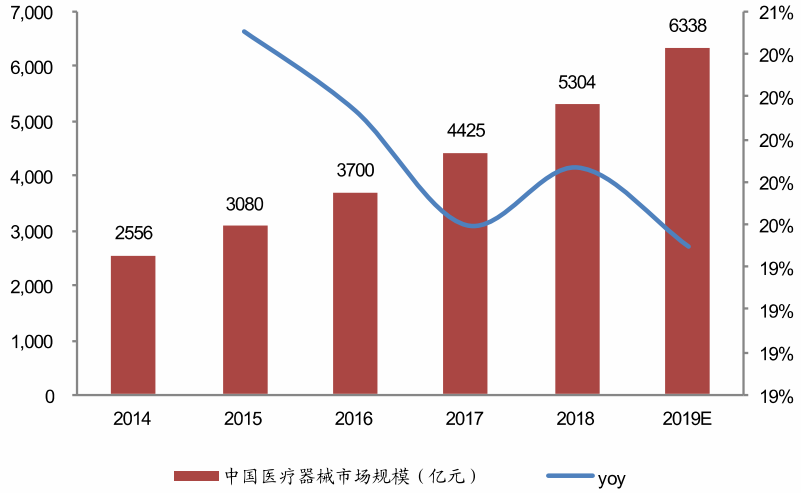
2017年全球器械区域分布（亿美元）



全球医疗器械市场规模



中国医疗器械市场规模



数据来源：药械研究院，EvaluateMedTech，IQVIA，西南证券整理

3.3 医疗器械：疫情彰显板块价值，布局器械黄金十年

- **需求端消费升级**：随着终端健康需求和卫生投入的提升，较为前沿的器械产品有望再中国持续放量，如化学发光、分子诊断、可降解支架、TAVR、脊柱微创、关节假体、运动医学、眼科、牙科等赛道仍有巨大的渗透率提升空间。
- **供给端进口替代**：国产龙头品牌技术突破，凭借性价比和渠道优势，不断提升份额，目前器械整体国产化率40%以内，高端产品更低。

全球与中国医疗器械行业概览（按治疗领域）

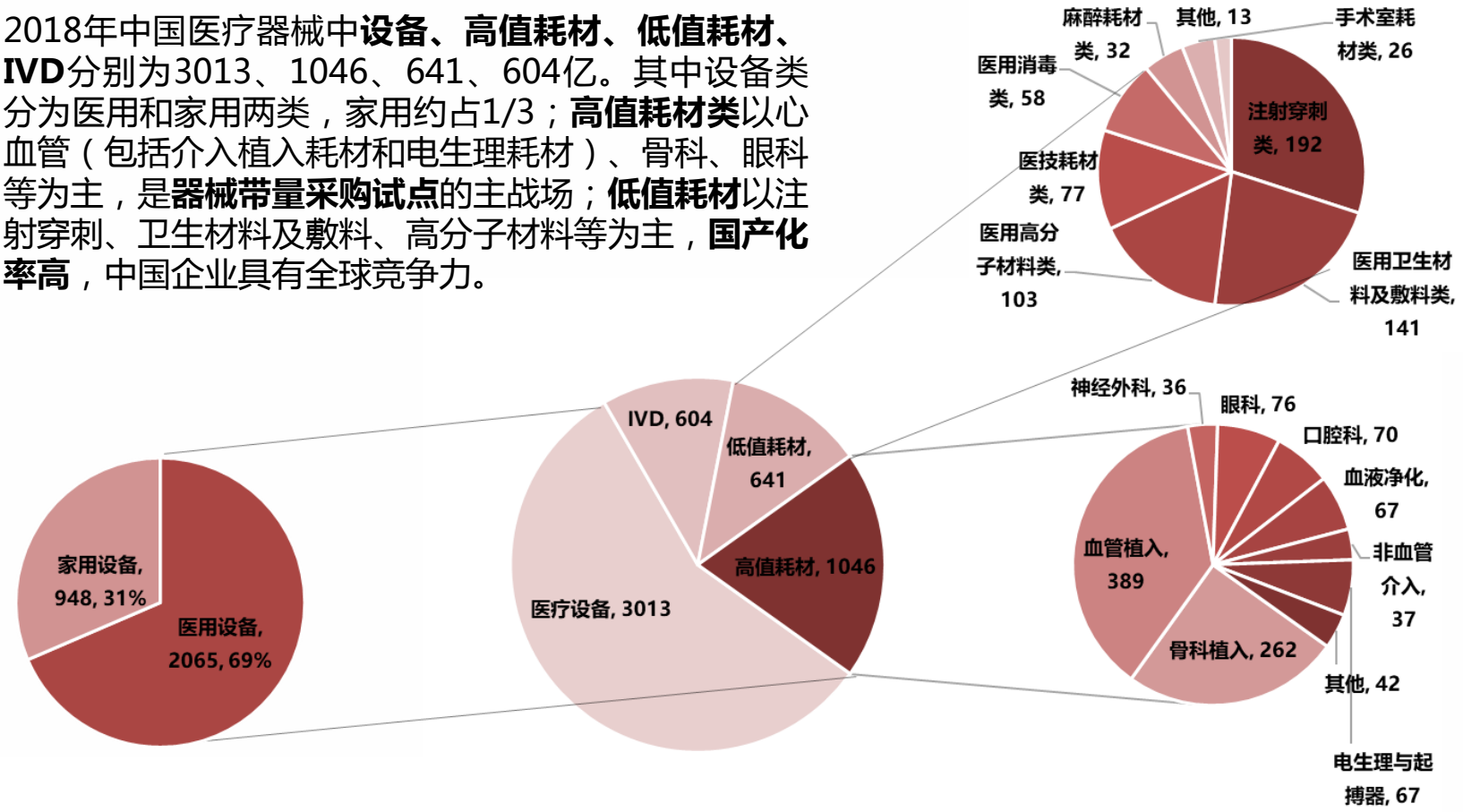
类别	全球（亿美元）			中国（亿人民币）			主要代表产品	国内市场主要竞争者		国产化率（综合）
	2019年规模	占比	CAGR 17~19	2019年规模	占比	CAGR 17~19		进口	国产	
IVD	592	13.1%	6.1%	705	11.1%	17.6%	生化、免疫、分子、POCT等	罗氏、雅培、丹纳赫等	迈瑞、新产业、安图、华大、万孚等	35%，生化高，发光低
心血管	531	11.8%	6.4%	465	7.3%	12.9%	介入耗材、心内科、电生理等	美敦力、波科、强生等	乐普、微创、吉威、先健、心脉、启明等	30%，心脏支架高，其他低
影像设备	425	9.4%	3.7%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

数据来源：药械研究院，EvaluateMedTech，西南证券整理

3.3 医疗器械：疫情彰显板块价值，布局器械黄金十年

中国医疗器械市场规模及2018年主要细分领域（按产品形态分，单位：亿元）

- 2018年中国医疗器械中**设备、高值耗材、低值耗材、IVD**分别为3013、1046、641、604亿。其中设备类分为医用和家用两类，家用约占1/3；**高值耗材类**以心血管（包括介入植入耗材和电生理耗材）、骨科、眼科等为主，是**器械带量采购试点**的主战场；**低值耗材**以注射穿刺、卫生材料及敷料、高分子材料等为主，**国产化率高**，中国企业具有全球竞争力。



数据来源：药械研究院，EvaluateMedTech，西南证券整理

3.3 医疗器械：疫情彰显板块价值，布局器械黄金十年

3.3.3 控费主基调不变，耗材带量采购有望加速进口替代

- **从药品带量采购再到耗材带量采购，控费的主基调不变。**2018年以来药品仿制药带量采购为核心的控费手段逐渐开展并成熟，截止2020年9月30日，已成功开展三批国家组织药品集中采购和使用工作，后续药品带量采购将常态化开展。
- 2019年5月29日，中央深改委第八次会议审议通过《关于治理高值医用耗材的改革方案》，**省级区域及以上耗材带量采购试点方案不断出台。**
- 2020年10月16日，《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》正式出台。

耗材带量采购相关政策梳理

时间	文件	主要内容	部门
2018.3	《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》	推进改革；医用耗材分类**集中采购**；耗材“两票制”	卫计委
2019.5	《关于治理高值医用耗材的改革方案》	医药端（提升品质鼓励创新）、流通端（两票制和回款加快）、医院端（零加成和限制滥用）、医保端产业链各环节（编码和准入）	深改组第八次会议
2019.6	《深化医药卫生体制改革2019 年重点工作任务》	全医药行业改革任务，包括药品、耗材、医院、医保等各环节； 其中耗材方面有编码、高耗重点治理、零加成、完善采购政策；	国务院办公厅
2019.6	《医疗机构医用耗材管理办法（试行）》	明确医耗对象；规定耗材采购要求；建立耗材分级管理制度（I、II、III级）；明确监管措施（全生命可溯源）	卫健委
2019.7	《治理高值医用耗材改革方案的通知》	责权定位，设定时限；完善价格机制；制定器械统一编码（20年底前）；完善分类集中采购办法；耗材零加成；制定医保准入和报销标准	国务院办公厅
2019.11	《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》	加大药品耗材采购改革；及时动态调整医疗服务价格；推进医保精细化管理；严格医疗机构绩效考核和药品耗材监督；加大薪酬改革；开展医疗共同体	国务院办公厅
2020.3	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	完善公平适度的待遇保障机制；建立管用高效的医保支付机制；协同推进医药服务供给侧改革（**招采合一、量价挂钩**）	国务院办公厅
2020.6	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	完善公平适度的待遇保障机制；健全稳健可持续的筹资运行机制；建立管用高效的医保支付机制；协同推进医药服务供给侧改革	国务院办公厅
2020-10	《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》	国家耗材集采正式稿，包括品种、意向采购量、采购中期、中选规则、采购量分配规则，配套政策等	联合采购办公室

数据来源：卫健委、医保局，西南证券整理

3.3 医疗器械：疫情彰显板块价值，布局器械黄金十年

3.3.4 全国医用耗材带量采购形势图



序号	时间	省级平台采购方案	品种
(1)	2019-07-16	安徽省第一批	脊柱植入类、人工晶体
(2)	2019-07-24	江苏省第一轮	雷帕霉素及其衍生物支架、双腔起搏器
(3)	2019-09-20	江苏省第二轮	人工晶体类、血管介入球囊类、人工髋关节类
(4)	2020-01-06	山西省	药物洗脱和药物涂层支架
(5)	2020-04-29	京津冀9省联盟	人工晶体
(6)	2020-05-09	福建省	超声刀、人工关节、留置针、镇痛泵
(7)	2020-05-21	渝黔滇豫4省联盟	吻合器、补片、胶片
(8)	2020-06-01	青海省	留置针、输液器、双腔起搏器
(9)	2020-06-30	江苏省第三轮	人工膝关节、人工硬脑膜、人工硬脊膜、疝修补材料
(10)	2020-07-03	全国耗材集采网传版	冠脉支架
(11)	2020-07-17	陕西10省联盟	人工晶体
(12)	2020-07-28	安徽省第二批	骨科关节类、心脏起搏器
(13)	2020-08-03	浙江省	冠脉介入球囊、骨科髋关节
(14)	2020-08-04	湖北省	冠脉扩张球囊、医用胶片、一次性精密输液器
(15)	2020-08-04	黔渝琼3省	冠脉扩张球囊
(16)	2020-08-21	上海市	人工晶体类
(17)	2020-08-26	湖南省	吻合器、骨科创伤类、冠脉扩张球囊
(18)	即将	四川7省联盟	冠脉扩张球囊
(19)	即将	川渝藏3省联盟	人工晶体
(20)	**2010-10-16**	**全国联盟**	**冠脉支架**

数据来源：各省医保局、药械采购中心，西南证券整理

3.3 医疗器械：疫情彰显板块价值，布局器械黄金十年

3.3.5 国家冠脉支架集中带量采购正式版

- 10月16日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布《国家组织**冠脉支架集中带量采购**文件（GH-HD2020-1）》的公告。
- **采购品种**：为获得注册证的上市冠状动脉药物洗脱支架系统，材质为钴铬合金或铂铬合金，载药种类为雷帕霉素及其衍生物。
- **意向采购量**：首年意向采购总量为 1074722 个，由联盟地区各医疗机构报送采购总需求的80%累加得出。
- **采购周期**：2年。
- **拟中选产品的确定**：按申报价从低到高排序入围前10名（有增补原则），入围产品符合以下条件之一的拟中选：1）申报价≤最低产品申报价 1.8 倍的；2）申报价＞最低产品申报价 1.8 倍，但低于 2850 元的；
- **采购量分配**：1）医疗机构报送需求的产品若在中选范围，对应意向采购量全部计入该中选产品的协议采购量；2）医疗机构报送需求的产品若未在中选范围，对应的意向采购量作为待分配量依照如下顺序分配。首先分配给第一名中选产品，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以下规则自主决定，可分配给本医疗机构报送过需求的中选产品，或比本医疗机构报送过需求的最低价中选产品价格更低的中选产品，或排名为前五名的中选产品；3）如医疗机构报送需求的产品全部未在中选范围，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，其中第一名中选产品的分配量不少于待分配总量的 10%，其余位次中选产品的分配量由医疗机构自主决定。

3.3 医疗器械：疫情彰显板块价值，布局器械黄金十年

- 其中共有**12家企业，27个产品**，前十个品种占比85%。微创4个产品合计39.2万个（占比36.5%），乐普一个产品12.1万个占比11.2%，吉威一个产品10万个占比9.4%，雅培6个产品10.9万个占比10%，波科6个产品12万个占比11.2%，美敦力3个产品10.6个占比9.8%，其余是5家时单产品、市占率较低的企业。

国家组织冠脉支架集中带量采购的产品信息

序号	产品名称	商品名	企业名称	全国最低价	首年意向采购量（单位：个）
1	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	Firebird2（火鸟）	上海微创医疗器械	7500	247940
2	冠脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	Firehawk(火鹰)	上海微创医疗器械	13280	128631
3	钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	GuReater	乐普（北京）医疗器	8400	120560
4	药物涂层支架系统（雷帕霉素）	EXCROSSAL	山东吉威医疗制品	14600	100690
5	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	Promus PREMIER	Boston Scientific	17100	59842
6	药物洗脱冠脉支架系统	Xience Xpedition	Abbott Vascular	17000	57133
7	药物支架系统	海利欧斯	深圳市金瑞凯利生物科技有限公司	4843	53441
8	药物洗脱冠脉支架系统	Endeavor Resolute	Medtronic Inc.	14848	52472
9	药物洗脱冠脉支架系统	Resolute	Medtronic Inc.	19250	51667
10	药物洗脱冠脉支架系统	爱立（Tivoli）	易生科技（北京）	7500	41865
11	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	PROMUS Element Plus	Boston Scientific	11400	32251
12	药物洗脱冠脉支架系统	Xience Prime	Abbott Vascular	13280	32149
13	铂铬合金可降解涂层依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	Synergy II	Boston Scientific	19000	22336
14	药物洗脱冠状动脉支架系统	Alpha Stent	苏州桓晨医疗科技	11800	20070
15	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	Firekingfisher	上海微创医疗器械	7500	12176
16	药物洗脱冠脉支架系统	XIENCE V	Abbott Vascular	12100	12158
17	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	NOYA	万瑞飞鸿（北京）	8850	9774
18	钴铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	XIENCE Sierra	Abbott Vascular	23300	4623
19	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	PROMUS Element	Boston Scientific	14260	3815
20	冠脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	Firecondor	上海微创医疗器械	18500	3479
21	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	PROMUS Element	Boston Scientific	14260	2192
22	药物洗脱冠脉支架系统	-	Abbott Vascular	17000	2051
23	药物洗脱冠脉支架系统	Endeavor Sprint	Medtronic Inc.	12760	1816
24	钴铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	XIENCE Sierra	Abbott Vascular	23500	830
25	西罗莫司洗脱冠状动脉支架系统	-	Biotronik AG	18850	563
26	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	SYNERGY MONORAIL	Boston Scientific	-	190
27	可吸收聚合物涂层雷帕霉素洗脱冠脉支架系统	MiStent	Micell Technologies Ireland Limited	-	8

数据来源：联合采购办公室，西南证券整理

3.4 血制品：行业壁垒高，疫情或导致下半年供不应求

核心观点：下半年血制品供应端可能收紧，产品稀缺度有望提升

- **血制品行业准入壁垒高，奠定长期高景气度。**血制品的原材料来源于单采血浆站，各地政府对单采血浆站的设立持谨慎态度，新增血浆站少，血制品供应端稳定。随着我国肿瘤、各种慢病发病率的提升，血制品下游需求端持续增长。因此血制品行业是一个具有持续高景气度的供方市场，产业竞争格局较好。
- **中国血制品企业经历多次整合并购后，第一梯队四大龙头的格局基本形成。**CR4=56%，相比全球市场CR4=72%，仍有一定提升空间，未来龙头凭借浆站资源、资金、技术、效率和兼并收购有望强者恒强。2020新冠疫情导致一季度采浆量减少（全年影响5-10%），考虑半年的生产周期，以及下半年门诊量需求量的恢复，血制品供应会比较紧张，利好血制品厂商业绩释放（提升出厂价、减少销售费用和返利等），同时疫情提高了医生和患者对血制品作用的认知，尤其静丙的价值被极大挖掘（适应症拓展），长线看血制品渗透率提升有望加速。

投资策略：

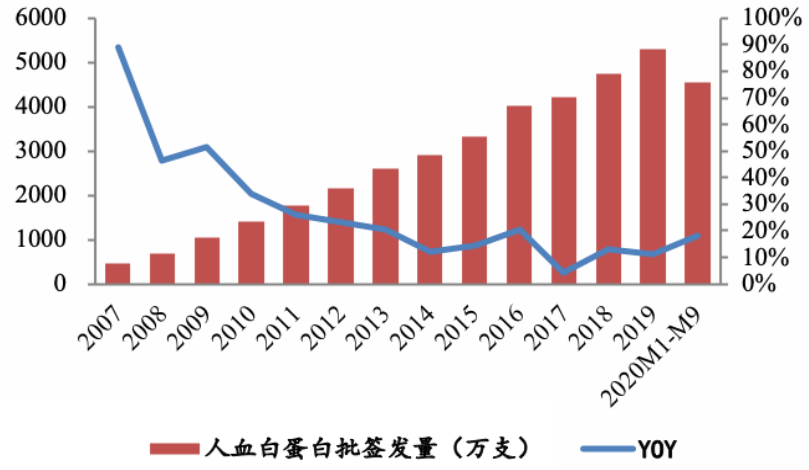
- **推荐标的：**推荐血制品+疫苗双轮驱动的华兰生物（002007）、浆站资源丰富的天坛生物（600161）、并购后有望跻身第一梯队的双林生物（000403）、卫光生物（002880）、博雅生物（300294）。

3.4 血制品：行业壁垒高，疫情或导致下半年供不应求

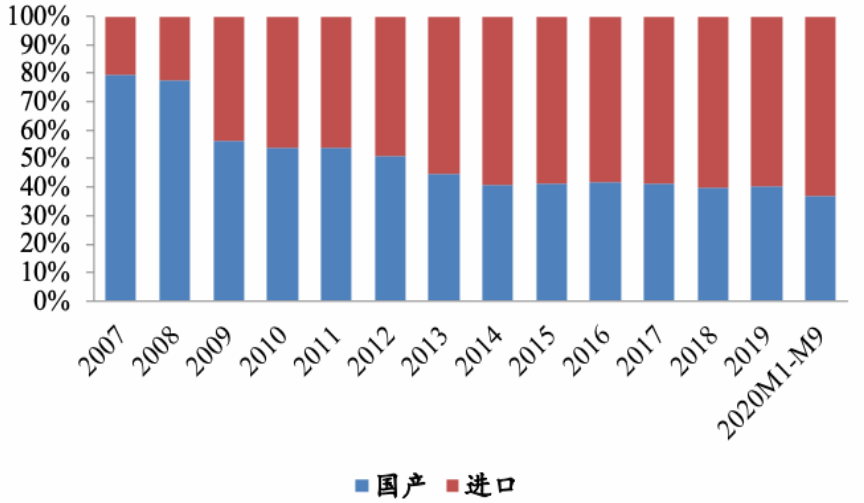
3.4.1 下半年血制品供应端可能收紧，产品稀缺度有望提升

- **我国白蛋白超过60%依赖进口产品。**从2009年开始，进口人血白蛋白批签发主要集中在四家大型的血制品企业。其中批签发占比最高的国外厂商是杰特贝林（CSL）（份额36%~47%）、奥克特珐玛（Octa-pharma）（份额12%~27%）、基立福（Grifols）（份额11%~26%）、百特（Baxter）（份额8%~24%）。
- **从批签发来看，2007-2019年人血白蛋白批签发复合年均增长率(CAGR)为+22%。2019年，国内人血白蛋白批签发量为5285万瓶(+11%)**，其中国产批签发为2120万瓶(+13%)，占比40%，进口批签发为3165万瓶(+11%)，占比60%。（规格换算/10g）

2007-2020M9人血白蛋白批签发总量



2007-2020M9进口与国产人血白蛋白批签发量占比

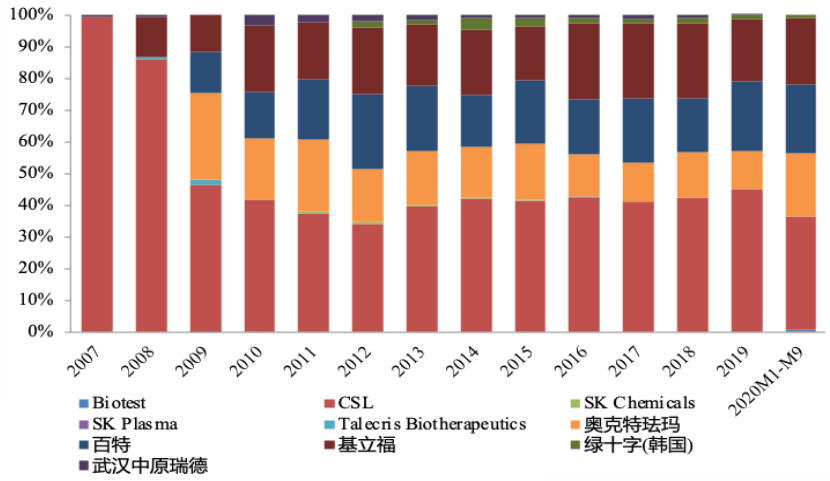


数据来源：药智网，西南证券整理

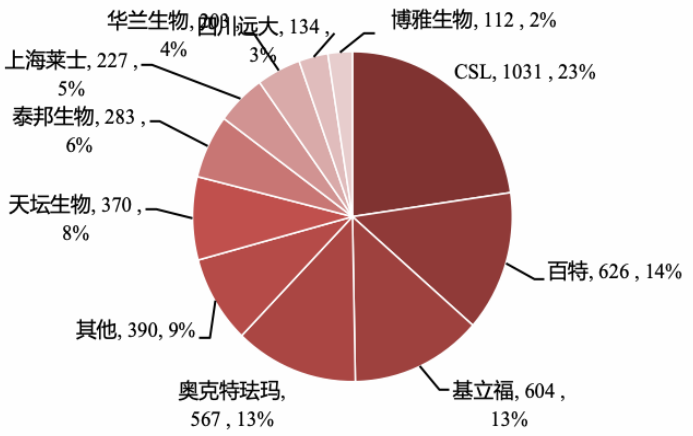
3.4 血制品：行业壁垒高，疫情或导致下半年供不应求

- **2020年1-9月，人血白蛋白批签发总量为4554万瓶(+18%)**，其中国产人血白蛋白批签发总量为1668万瓶(+3%)，占比为37%；进口人血白蛋白批签发总量为2879万瓶(+29%)，占比为63%。**2020年9月**人血白蛋白批签发总量为510万瓶(-22%)，其中国产人血白蛋白批签发量为164万瓶(-19%)，占比32%；进口人血白蛋白批签发量为346万瓶(-23%)，占比68%。
- **8/9月份白蛋白批签发量同比下降明显，未来供给端可能缩量。**2020年9月，杰特贝林获批70万瓶（占进口26%），同比下降73%；奥克特珐玛获批62万瓶（份额23%），同比增长15%；百特获批22万瓶（份额8%），同比下降49%；基立福获批114万瓶（份额42%），同比上升22%。

2007-2020M9进口人血白蛋白外国厂商批签发量占比



2020M1-M9人血白蛋白批签发占比



数据来源：药智网，西南证券整理

3.4 血制品：行业壁垒高，疫情或导致下半年供不应求

3.4.2 2020年1-9月血液制品批签发分析：8/9月多数品种出现不同程度下滑

口分品种来看：

- **人血白蛋白（规格换算/10g）：**2020年1-9月，人血白蛋白批签发总量为4436万瓶(+15%)，其中国产人血白蛋白批签发总量为1634万瓶(+1%)，占比为37%；进口人血白蛋白批签发总量为2802万瓶(+26%)，占比为63%。
- **免疫球蛋白：**2020年1-9月，静丙（规格换算/2.5g）批签发总量为984万瓶，同比增长8%；其中，2020年9月静丙批签发量为69万瓶，同比下降57%。其他品种如狂免（规格换算/200IU）851万瓶(-7%)、破免（规格换算/250IU）411万瓶(-17%)；免疫球蛋白（规格换算/150mg）247万瓶(+116%)。
- **凝血因子类：**PCC（规格换算/200IU） 108万瓶(+36%)、凝血因子VIII （规格换算/200IU）166万瓶(+27%)、纤原（规格换算/0.5g）79万瓶(+13%)。

口分公司来看：

- **华兰生物：**破免获批99万瓶(+24%)，PCC获批41万瓶(+18%)，人白获批193万瓶(+2%)，凝血因子VIII获批43万瓶(-12%)。
- **双林生物：**静丙获批47万瓶(+22%)，狂免获批90万瓶 (-19%) ，人白获批64万瓶（ -12% ）。
- **卫光生物：**狂免获批136万瓶(+43%)，人白获批82万瓶（ +25% ），破免获批5万瓶(-78%)，免疫球蛋白获批27万瓶(+4%)。
- **天坛生物：**狂免获批67万瓶(-15%)，静丙获批248万瓶(+5%)，人白获批359万瓶(+4%)；破免获批51万瓶(-52%)，乙免获批17万瓶(-39%)。
- **博雅生物：**人白获批109万瓶(+76%)，狂免获批70万瓶(+34%)，静丙获批53万瓶(+28%)，纤原获批13万瓶(-53%)。

3.4 血制品：行业壁垒高，疫情或导致下半年供不应求

2020年1-9月血制品主要品种批签发数据统计

血制品名称		企业名称	规格换算后批签发数量(万支)		同比增长	规格换算后批签发数量(万支)		同比增长	规格换算后批签发数量(万支)		环比增长
			2019年1-9月	2020年1-9月		2019年9月	2020年9月		2020年Q2	2020年Q3	
人血白蛋白（规格换算/10g）		进口总计	2231.78	2801.58	26%	449.60	268.48	-40%	1019.55	713.35	-30%
		进口占比	57.89%	63.16%	/	68.92%	67.31%	/	66.29%	55.47%	/
		国产总计	1623.24	1634.15	1%	202.76	130.41	-36%	518.37	572.57	10%
		国产占比	42.11%	36.84%	/	31.08%	32.69%	/	33.71%	44.53%	/
		总计	3855.02	4435.73	15%	652.36	398.89	-39%	1537.92	1285.92	-16%
免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白（规格换算/2.5g）	总计	907.33	983.55	8%	161.75	69.15	-57%	258.14	269.54	4%
	狂犬病免疫球蛋白（规格换算/210IU）	总计	913.86	851.10	-7%	198.16	58.46	-70%	331.97	259.09	-22%
	破伤风免疫球蛋白（规格换算/259IU）	合计	494.33	411.39	-17%	80.58	22.23	-72%	143.14	106.18	-26%
	免疫球蛋白（规格换算/159mg）	合计	114.34	246.58	116%	16.34	31.83	95%	61.99	61.44	-1%
	乙型肝炎免疫球蛋白（规格换算/106IU）	合计	126.25	112.24	-11%	10.00	13.45	35%	31.51	40.43	28%
	冻干静注人免疫球蛋白（规格换算/1.4g）	总计	43.64	87.67	101%	6.24	1.00	-84%	20.00	28.66	43%
	静注乙型肝炎免疫球蛋白（规格换算/2006IU）	四川远大	1.74	2.78	60%	0.00	0.67	/	1.39	0.67	-52%
凝血因子类	凝血因子VIII（规格换算/200IU）	总计	130.16	165.59	27%	15.57	21.96	41%	40.75	64.69	59%
	凝血酶原复合物（规格换算/204IU）	合计	79.40	107.71	36%	7.56	9.74	29%	44.89	26.80	-40%
	纤维蛋白原（规格换算/0.13g）	总计	69.97	79.26	13%	4.62	3.05	-34%	34.91	16.81	-34%

数据来源：药智网，西南证券整理

3.5 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

核心观点：集采大背景下，渠道价值凸显，处方外流加速推进

- **药店是不可或缺的购药渠道。**上半年国内疫情爆发，药店的抗疫产品销量大增，再加上患者从医院转向药店购药，药店的客流量明显增长。以上两个因素促进了药店在上半年特别是一季度的较快增长。
- **集采大背景下，药店渠道价值凸显。**8月20日，第三次国家药品集采中标结果披露，涉及56个品种，中标55个流标1个。参与企业194家，最终123家中标，中标企业中仅有3家外资企业。外资企业战略性放弃标内市场，必然转向零售市场，再加上集采背景之下，部分企业的销售策略开始向零售倾斜，药店上游合作企业增加，渠道价值凸显。
- **多因素促进处方外流，大型连锁药店成主力承接方。**院边店、DTP药房、慢病资质医保药店、带量采购相关品种流向药店、互联网+线下药店等多因素均助力处方流向线下药店。大型连锁药店对客户覆盖面广，具有更强的承接能力，因此吸引众多新增上游厂家、医院、处方平台、流量平台合作。从四家上市公司2019年报显示，处方药销售占比均呈上升趋势。
- **大连锁持续收购整合，促进集中度提升。**政策监管和开店限制趋严，倒逼小连锁和单体药店逐步淘汰出局，留给大连锁更多收购空间和开店机会。一季度的疫情引导客流向大连锁药店集中，对药店的业绩具有正向影响的同时也拖慢了收购和开店步伐，下半年预计将会加速，全年仍将维持较高的扩张速度，四家上市公司药店具有充足的现金流支持扩张。

投资策略：

- 我国连锁药店集中度TOP10市场份额仅为20%，大连锁收购&自建门店空间大，行业集中度持续提升；处方外流才起步，尚有千亿规模可持续流向药店。两大因素均利好大型连锁药店。
- **推荐标的：**推荐大参林（603233）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、益丰药房（603939）。

3.5 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.5.1 药品零售政策分析:多因素推动处方外流

- **多项政策推动行业转型升级及集中度提升。**近年来，随着国家医药卫生体制改革持续推进，医药行业新政频出。带量采购政策的启动推进，减税政策、药店分级政策和个人账户改革等政策的逐步实施将加大中小药店的获客压力，或将利好大型连锁企业，对零售行业洗牌和集中度持续提升有着重大推动作用。
- **各地区推行电子处方服务，强化处方外流主逻辑。**2017年，国家七部委联合发布《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》，要求公立医院药占比控制在30%以内。2018年，国家卫健委禁止公立医疗机构承包、出租药房，禁止公立医院向企业托管药房或开展类似合作。随着上述政策的出台，多个地区积极推进电子处方服务、启用电子处方试点，为后续处方外流奠定了坚实基础。
- **处方流转平台助力处方互联互通。**目前，未来医院、微信智慧医院、益药、卫宁健康、微医、微问诊、易复诊、山大SmartMH智慧医疗、东华医为智慧门诊等处方流转平台已有多家医疗机构上线，医院开出的电子处方可依托处方流转平台流通至药店，从而打通处方外流渠道。

促进零售药店集中度提升的相关政策

带量采购政策	• 带量采购进一步推动药品价格下降，虽然处方药毛利率有降低，但处方药流向药店后可带来新增客流量；上游厂家加大对零售渠道的重视，利好零售企业发展。
减税政策	• 减税政策频出，小规模纳税人政策、服务企业的政策，均有利于药店龙头企业充分受益。
药店分级政策	• 提高开店准入门槛，中小药店的成本压力上升，大型药店规模优势突出。
个人账户改革政策	• 仅将个人缴费部分划入个人账户，部分地区探索家庭成员个人账户共享。部分常见病、慢性病逐步纳入统筹，药店通过纳入慢病医保分享该市场。

数据来源：上海阳光采购网，药监局，国家税务局，西南证券整理

3.5 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.5.2 药品零售政策分析:上半年主要政策及影响

- **第三轮带量采购实行，药店渠道价值凸显。**8月20日，第三次国家药品集采中标结果披露，涉及56个品种，中标55个流标1个。参与企业194家，最终123家中标，中标企业中仅有3家外资企业。外资企业战略性放弃标内市场，必然转向零售市场，再加上集采背景之下，部分企业的销售策略开始向零售倾斜，药店上游合作企业增加，渠道价值凸显。
- **支持抗疫的税收减免，增厚药店利润。**2月份，财政部发布《财政部税务总局关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》，药店属于提供生活服务机构，应免征增值税。几家药店上市公司均享受到2000-4000万左右的税收优惠。

文件类型	时间	文件名称	发布机构	主要内容
带量采购	2020年7月3日	《全国药品集中采购拟中选结果公示》	联采办	第三批国家组织药品集中采购工作的初步落地，加速处方药外流。
	2019年5月15日	《关于民营医药机构试行网上药品集中采购的意见》	山东省医保局、卫健委	医疗保险协议管理民营医疗机构、连锁零售药店可以通过山东省药品集中采购平台网上采购药品。
减税政策	2020年2月10日	《财政部税务总局关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》	财政部	对纳税人提供公共交通运输服务、生活服务，以及为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税。药店属于提供生活服务机构，应免征增值税。
	2020年2月29日	《关于支持个体工商户复工复业等税收征收管理事项的公告》	税务总局	增值税小规模纳税人取得应税销售收入，纳税义务发生时间在2020年3月1日至5月31日，适用减按1%征收率征收增值税的，按照1%征收率开具增值税发票”，“自2020年3月1日至5月31日，对湖北省境内的个体工商户、个人独资企业和合伙企业，代开货物运输服务增值税发票时，暂不预征个人所得税；对其他地区的上述纳税人统一按代开发票金额的0.5%预征个人所得税”
药店分级	2019年10月27日	《山东省药品零售企业分级分类管理办法》、《山东省药品零售连锁企业管理办法》	山东省药监局	将每类药品零售企业分为A、B、C、D四个风险等级。根据企业设置条件与药品经营范围、经营规模的适应程度，核定的经营范围从小到大分为一类、二类和三类。
	2019年12月20日	《关于支持药品流通企业创新转型升级的实施意见（征求意见稿）》	四川省药监局	实施零售药店分级分类管理，鼓励各地开展简化乙类非处方药经营审批手续试点。
	2019年11月29日	《黑龙江省药品批发企业量化分级监督管理办法（试行）》	黑龙江省药监局	按企业经营范围及特殊药品、冷链药品、普通药品风险等级，由高到低分为三个监管类别，并对各类监管企业，采取每年两次或一次的监督检查。
	2020年6月1日	《绥化市药品零售企业量化分级管理办法(试行)》	绥化市药监局	要求药品零售企业实行分类、色标管理，监管级别以有色图板的形式张贴在药店内，量化分级公示板上标明监管检查的动态等级，该等级将结合日常监管实际及时调整。

数据来源：上海阳光采购网，药监局，国家税务局，西南证券整理

3.5 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.5.3 药品零售政策分析:上半年主要政策及影响

- **个人医保账户取消可能减少可用于药店医保支付总额，探索统筹共济有望弥补。**8月26日，医保局发布《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）》，个人医保账户仅来源于个人支付部分。
- **长处方政策促进处方外流。**为了减少患者来回奔波以及疫情期间减少患者去医院次数，各地推出长处方政策，患者可凭长处方就近在药店取药，加速处方外流。
- **互联网医疗蓬勃发展，药店受益O2O取药。**疫情促进各地医院纷纷试行互联网医疗，药店O2O取药成为互联网医疗模式下的首选取药方案。

文件类型	时间	文件名称	发布机构	主要内容
个人账户改革	2020年8月26日	《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）》	国家医保局	一是增强门诊共济保障能力；二是改进职工医保个人账户计入办法；三是规范个人账户使用范围。
长处方及处方流转	2020年7月7日	《海南省医疗机构长期处方管理规范（试行）》、《海南省长期处方药品目录（试行）》	海南省卫健委	长期慢病患者可开具长处方，患者可自主选择在医药机构或者社会零售药店进行调剂取药。
	2020年2月2日	《国家医疗保障局办公室关于优化医疗保障经办服务 推动新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》	国家医保局	疫情期间，实施“长处方”报销政策，支持医疗机构根据患者实际情况，合理增加单次处方用药量，减少病人到医疗机构就诊配药次数;对高血压、糖尿病等慢性病患者，经诊治医院医生评估后，支持将处方用药量放宽至3个月，保障参保患者长期用药需求。
互联网医疗	2020年3月2日	《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》	国家医保局	1.常见病、慢性病“互联网+”复诊服务可纳入医保基金支付范围；2.落实长处方政策；3.参保人员可以在定点零售药店配药；4.探索推进定点零售药店配药直接结算；5.在线处方费实现在线医保结算。
	2020年4月7日	《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	发改委	在卫生健康领域探索推进互联网医疗医保首诊制和预约分诊制，开展互联网医疗的医保结算、支付标准、药品网售、分级诊疗、远程会诊、多点执业、家庭医生、线上生态圈接诊等改革试点、实践探索和应用推广。
	2020年5月21日	《关于“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的实施意见》	重庆医保局	对于正在试点的常见病、慢性病门诊“互联网+”医保服务，高血压、糖尿病特病患者通过网上问诊后，可由医生开出电子处方，医保在线结算，并且允许通过多种方式为患者进行配送。
	2020年7月15日	《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》	发改委等13部门	将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围。
	2020年9月24日	《以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	国务院	积极发展互联网健康医疗服务，大力推进分时段预约诊疗、互联网诊疗、电子处方流转、药品网络销售等服务。

数据来源：上海阳光采购网，药监局，国家税务局，西南证券整理

3.5 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.5.4 药店样本标的经营指标分析：大参林净利率最高

- 2020三季报，大参林的收入增速、利润增速、门店增速都是最高；延续去年趋势大参林的净利率也是四家药店中最高的。老百姓、益丰药房、大参林均发展加盟店业务，一心堂也正在探索中，加盟业务成为推动相应公司业绩增长的重要因素之一。

	2020Q1-Q3				2019Q1-Q3			
	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房
收入（亿元）	104.92	92.39	101.20	94.37	80.41	76.61	83.70	73.89
增速	30%	21%	21%	28%	28%	16%	24%	58%
净利润（亿元）	8.81	6.04	5.99	6.64	5.52	4.84	4.66	4.67
增速	60%	25%	29%	42%	35%	16%	24%	45%
净利率（%）	8.39	6.54	5.92	7.04	6.86	6.32	5.57	6.33
毛利率（%）	38.58	36.23	32.50	38.49	39.83	38.79	33.89	39.63
销售费用率（%）	23.03	24.46	20.04	24.28	25.67	27.08	21.84	25.69
管理费用率（%）	4.22	3.47	4.80	4.12	4.17	3.75	4.51	4.49
财务费用率（%）	(0.07)	0.04	0.39	0.59	0.34	0.20	0.52	0.71
门店数	5541	6911	6177	5496	4256	6216	4808	4416
增速（同比）	30%	11%	28%	24%	16%	14%	33%	36%
增速（环比）	17%	10%	20%	16%	10%	8%	25%	22%
其中：直营门店	5396	6911	4636	4885	4215	6216	3756	4081
加盟店	145		1541	611	41		1052	335
其中：当期自建	611	810	804	512	259	595	389	413
当期收购	140			68	118		147	307
当期加盟	91			225	55			166
当期搬迁		127				89		
当期闭店	57	38	62	61	56	48	69	81
当期净增	785	645	742	744	376	458	467	805

数据来源：Wind，西南证券整理

3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

核心观点：中长期优质赛道不改， 2021年关注医疗服务需求复苏

- **我国医疗服务资源供应不足，**改革开放至2018年以来，我国卫生费用复合增速达到17%，但同期从业人员数量增速仅为1.12%。其中结构失衡更加严重，三甲医院超负荷，8%医院接诊占比达到54%，并且逐年加剧中，经济相对不发达、人口密集中的省份医疗服务缺口更大。医疗服务行业整体供不应求，在三四线城市更加明显，决定长期优质赛道，填补空间巨大。

- **民营医院具有庞大的潜在市场**，社会办医的政策导向降低进入门槛，目前我国共有超过3.3万所医院，民营占比64%，有综合医院约2万家，民营占比62%。在政策支持、行业供不应求的背景下，预计社会办医的趋势将延续下去，有利于形成医疗服务龙头企业。

- **复制性+消费属性两个维度精选专科医院赛道。**我们看好体检、眼科、口腔。

  体检：2018年国内体检渗透率约30-40%，仍有翻倍空间，民营体检市场规模有望维持15%以上的增长。龙头美年健康占据第三方体检机构30%的份额，建议关注短期业绩复苏和长期健康平台价值。

  眼科服务：整体受益于屈光不正和白内障庞大患者基数带来的诊疗人次提升，爱尔眼科龙头优势明显。建议关注2021年预计将有3家眼科服务企业上市（普瑞眼科、华夏眼科、何氏眼科）。

  口腔医疗：至少存在22%医生缺口，高客单价业务正畸、种植牙渗透率均不足2%。行业未来增速有望保持15-20%。建议关注通策医疗，中短期省内下沉可期，中长期看省外模式复制。

  ICL赛道：中长期来看行业渗透率仅为5%，未来增长潜力巨大。2021 年开始，全国30个试点城市将启动按病种付费实际付费阶段，行业渗透率有望进一步提升。

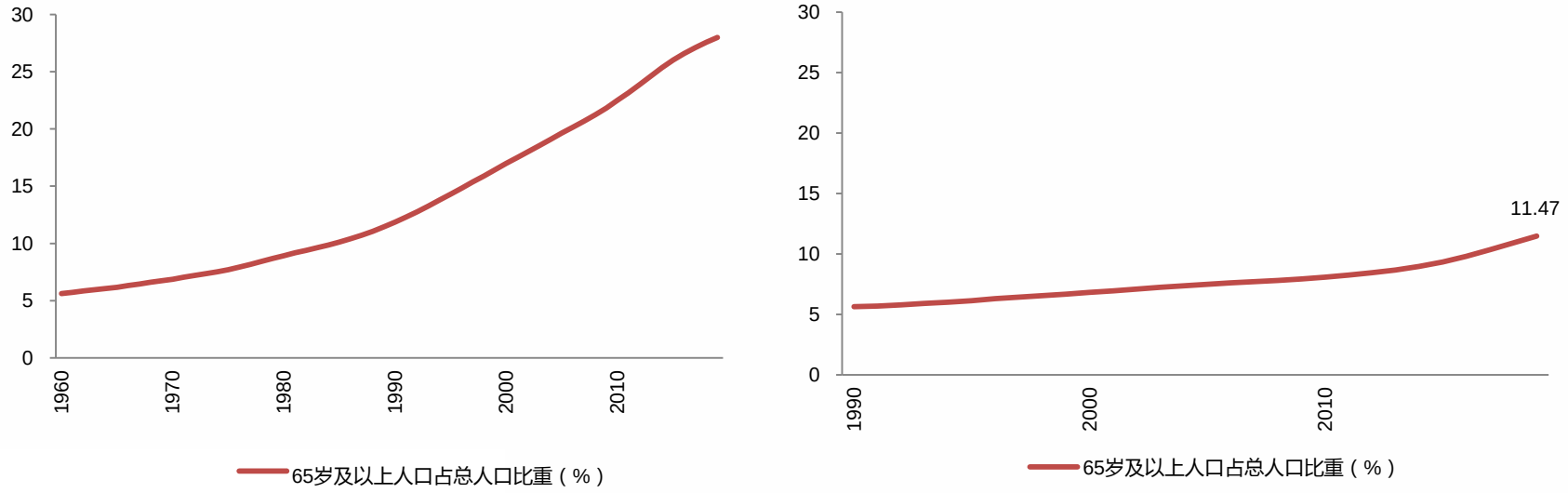
- **建议重点关注**：通策医疗（600763）、爱尔眼科（300015）、美年健康（002044）。

3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.6.1 长期来看，医疗服务受老龄化趋势和伴随经济发展提高的健康意识驱动，市场规模将会在量、价实现共振增长

- **老龄化是长期发展趋势，意味着人口下降、人均寿命变长，退休期延长。慢病管理和健康管理需求上升。**我国2019年65岁以上人口占比为11.5%，相当于日本的1980年代老龄化初期水平，老龄化趋势是我们探讨医疗服务市场趋势的基本变量。

1990~2019年我国人口老龄化趋势：相当于日本1980年代

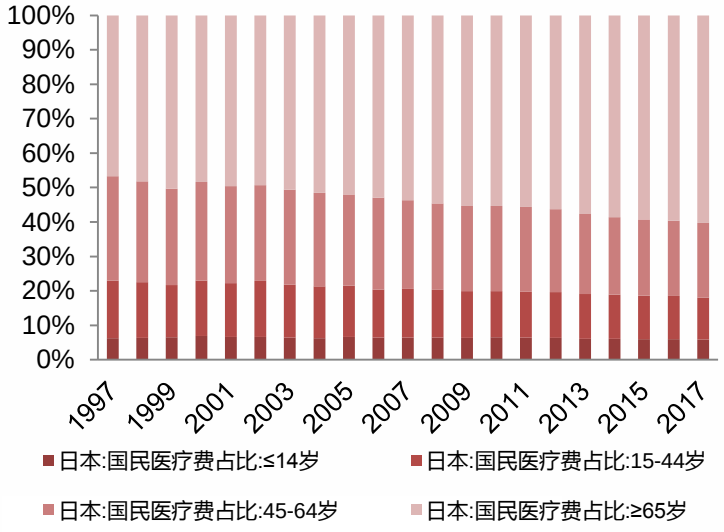


数据来源：国家统计局，西南证券整理

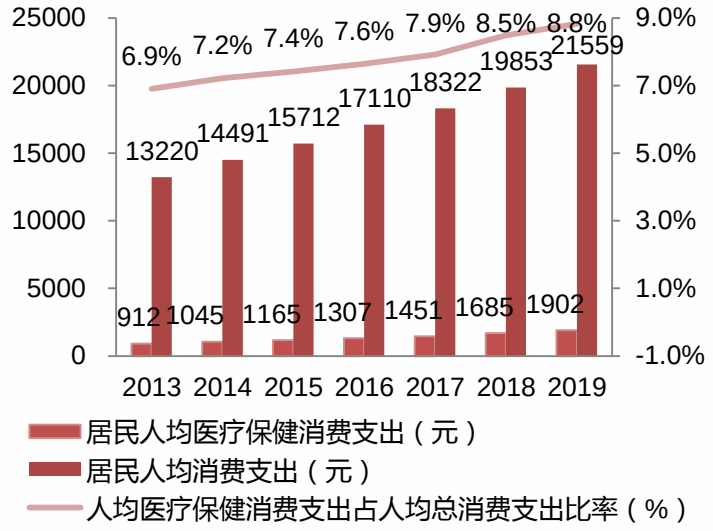
3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

- **参考日本市场看需求端**：老龄人医疗费用占比的上升，同时对长期健康管理要求质量提升。
- 而与此同时，我国医疗服务市场明显呈现**整体供给的不足**，**供需结构性失衡、区域供给失衡**等问题。因此医疗服务赛道具备长期市场潜力。

日本老龄化：老年人医疗费用占比提升



我国居民医疗保健消费支出增长情况



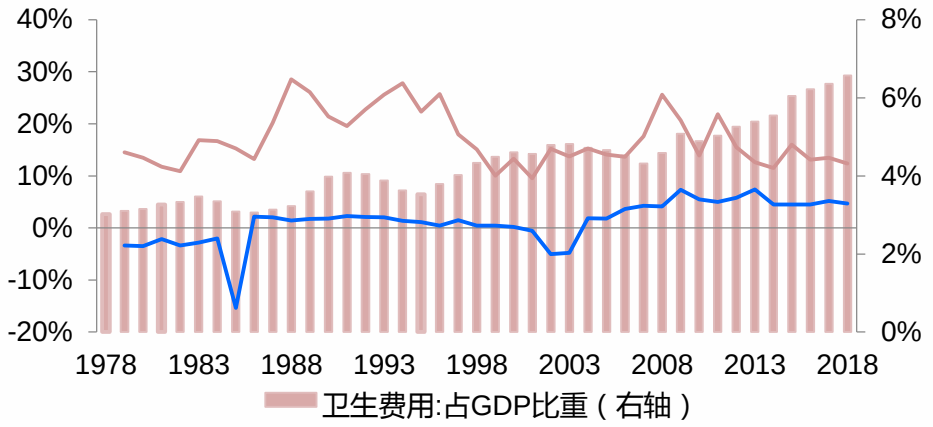
数据来源：国家统计局，西南证券整理

3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

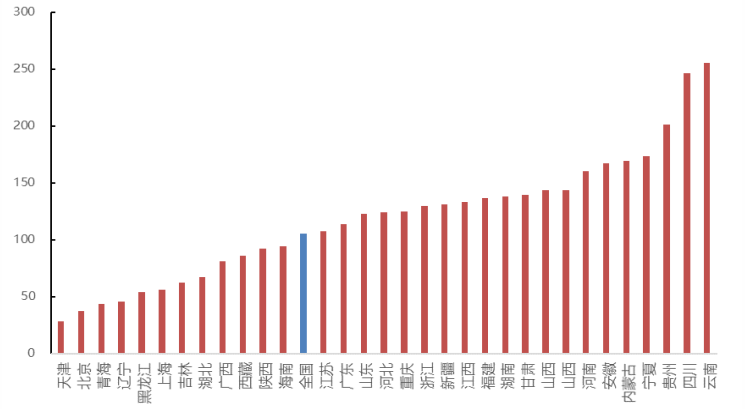
3.6.2 医疗服务资源总量不足，分配不均

- **医疗服务人员与整体医疗行业发展的不匹配,服务缺口大：**改革开放至2018年以来，我国卫生费用复合增速达到17%，占GDP比重持续提升3.55pp达到6.57%，但与此同时从业人员数量增速较低，复合增速仅为1.12%。
- **医疗服务的结构性失衡明显，仍在加剧：**2019年三级医院仅占全国医院总数的**8%**，就诊人数高达20.6亿人次，占全国医院总就诊人数的**53.7%**，相较2016年上升**3.9pp**。三甲医院负荷的现状导致就诊等待时间长和服务体验差等问题。
- **地域分布不均：**部分经济发展程度相对较低，但人口密集中的省份在医疗资源配置方面有较大需求。

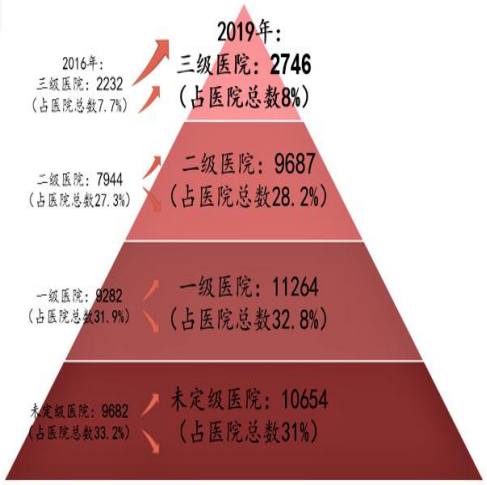
卫生费用快速提升背景下，人员数量增速明显不足



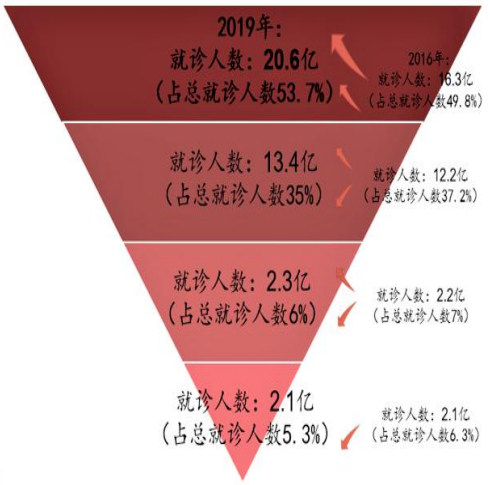
中国各省平均三甲医院覆盖人数不均（万人/家）



医院数量



就诊人次



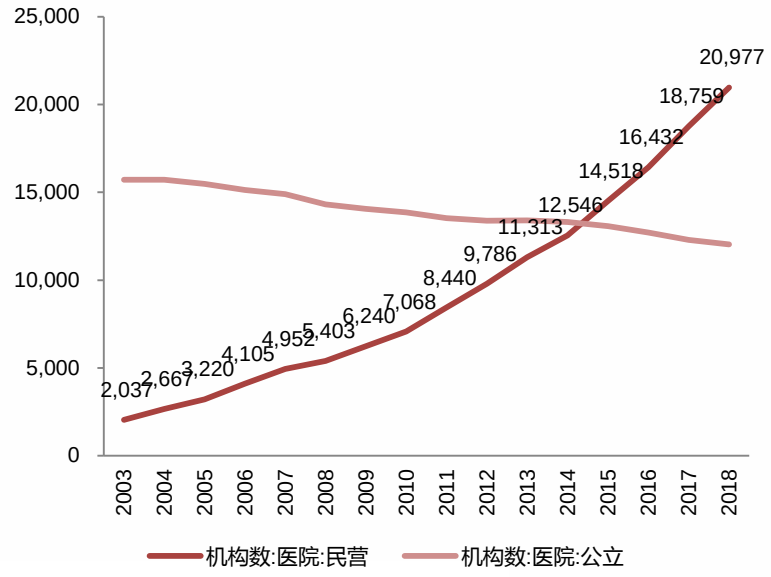
数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

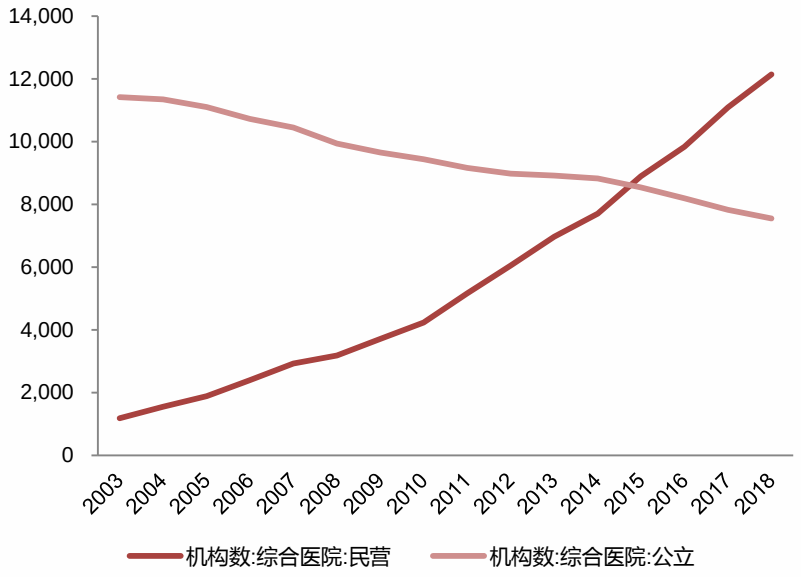
3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.6.3 供需结构失衡下，民营医院大有可为

- **供需的结构性失衡给民营医院带来了庞大的潜在市场**，社会办医的政策导向降低了进入门槛，目前我国共有超过3.3万所医院，民营占比64%，综合医院约2万家，民营占比62%，预计社会办医的趋势将延续下去。

我国民营医院快速发展，占比持续上升(家）





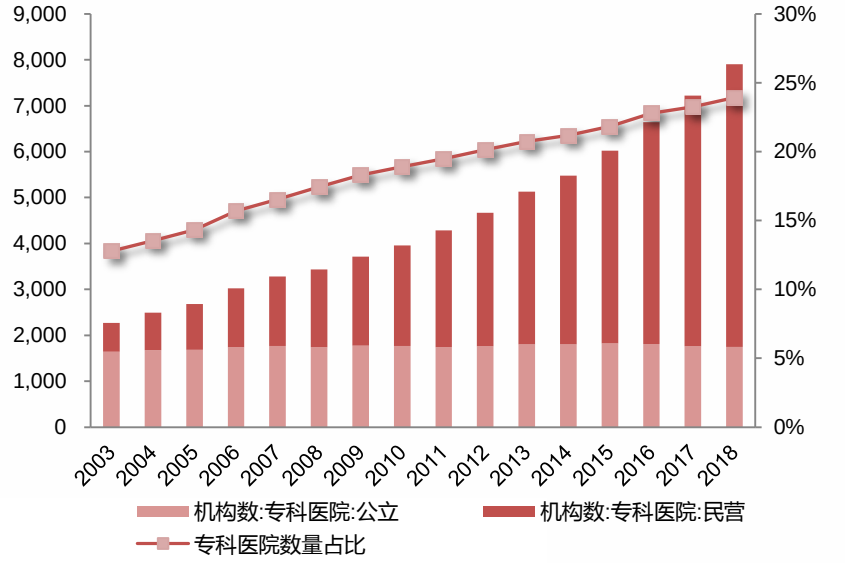
数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

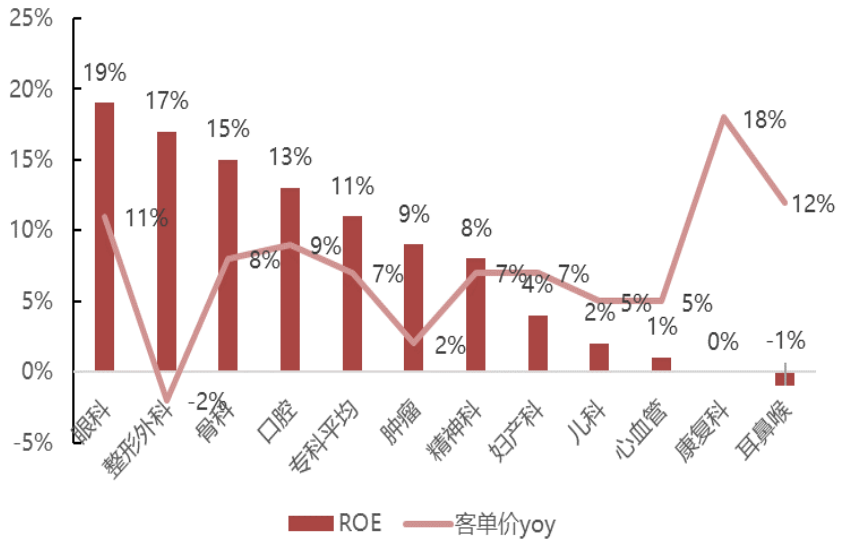
- **ROE高、客单价同比高增长的专科领域壁垒较强**，专科医院数量占比逐年提升，其中新增部分全部是民营专科医院。专科医院经营门槛低于综合医院，在社会办医早期环境中优于综合医院。 从客单价和ROE角度分析，**眼科、整形外科、骨科、口腔等专科医院是优质赛道，其中的龙头以量价齐升的趋势迅速崛起。**

- **管理能力和扩张模式是核心。**单体医院天花板较低，民营医院企业要实现业绩的成长和集中度的提高，要实现单个医院成熟的盈利经营方式，精细化管理以控制成本提高效率；更重要的是探索出强复制性高的商业模式，依托口碑、技术、人才及资金优势等在迅速抢占市场，建立壁垒，产生规模效应。

专科医院数量快速发展（家）



不同专科医院ROE和客单价变化比较



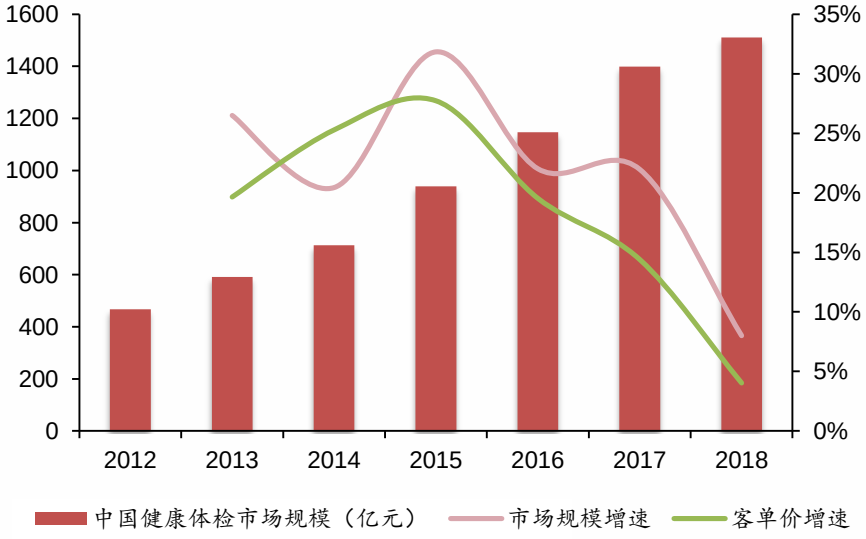
数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

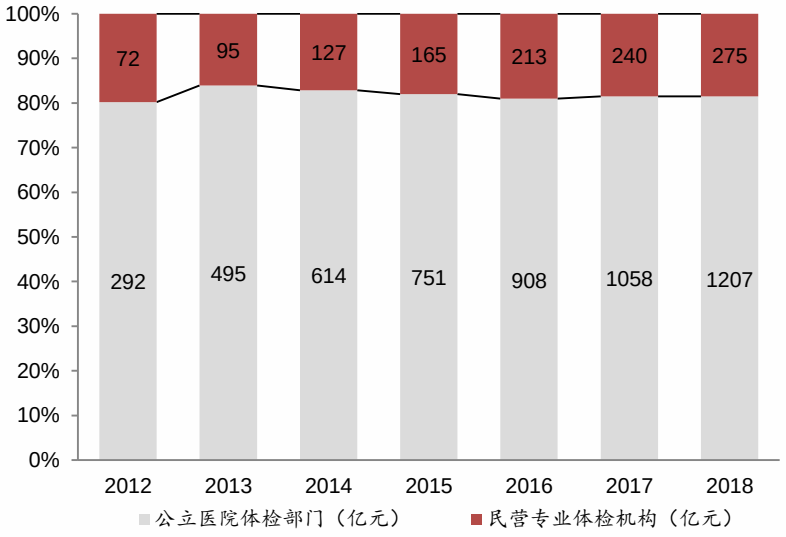
3.6.4 体检（1511亿元，民营占比18%）：看好二三线省份市场蓝海、管理成熟的龙头企业

- 我国2018年体检人次约为4.36亿人次（加上民营的量，约5.6亿人次），**渗透率约30%，具有翻倍空间：美国2016年-74.2%，德国-超过95%。**
- **拆分来看民营体检机构市场2018年约为275亿元，占比仅为18%，**未来渗透率提升+客单价提升+第三方体检占比提升，**民营体检行业规模增速有望维持15%+。**

体检市场规模1500亿元，客单价提升贡献较多



公立和民营体检机构市场规模

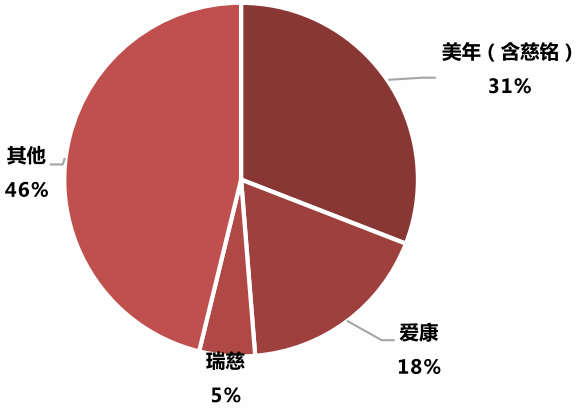


数据来源：Frost & Sullivan，国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

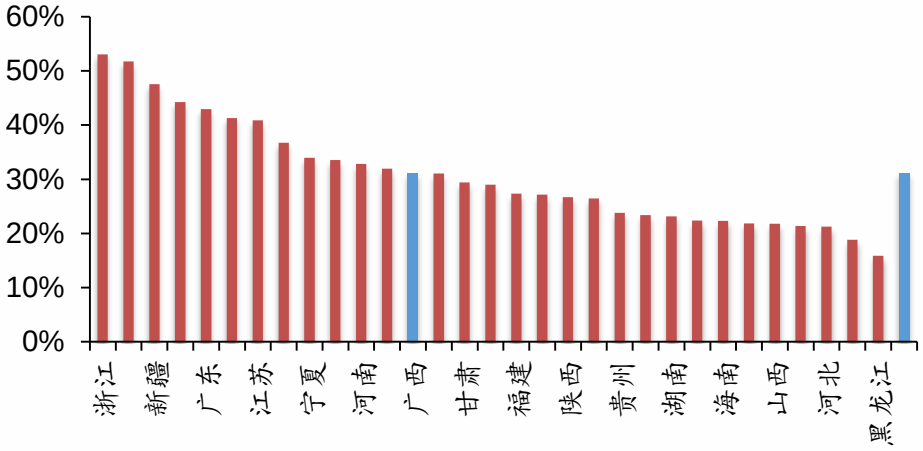
3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

- 分地区来看，大部分为**中西部地区省份**体检渗透率较低，公立医院资源较少，民营体检机构更具优势，有望享受**良好格局和是客单价提升的共振增长。**
- **美年健康民营市占率超过30%，龙头有望享受市场增长红利，**目前全国经营中的体检中心约为595家，规模、品牌显著，经历2018年的富海事件中汲取经验，完善质量管控；2019年获实力战投阿里支持，**建议关注公司的大健康平台价值。**

民营体检竞争格局



各省份体检渗透率对比：欠发达省市场是蓝海



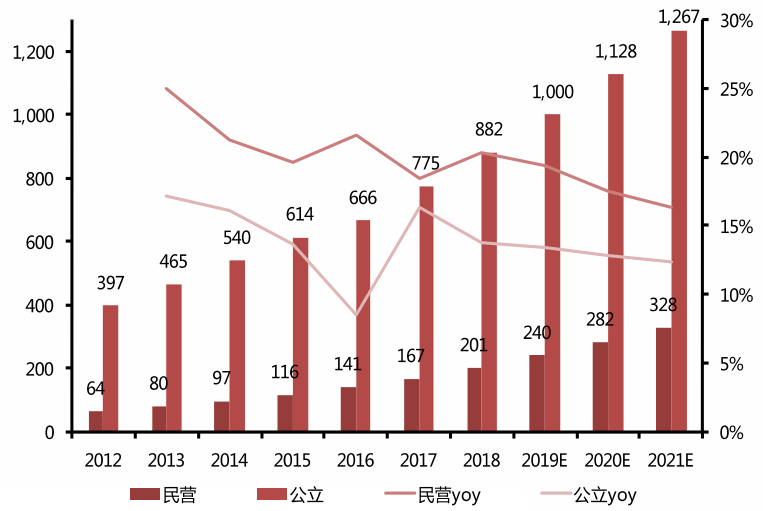
数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.6.5 眼科服务（1083亿元，民营占比18.5%）：行业可复制性较高，百花齐放

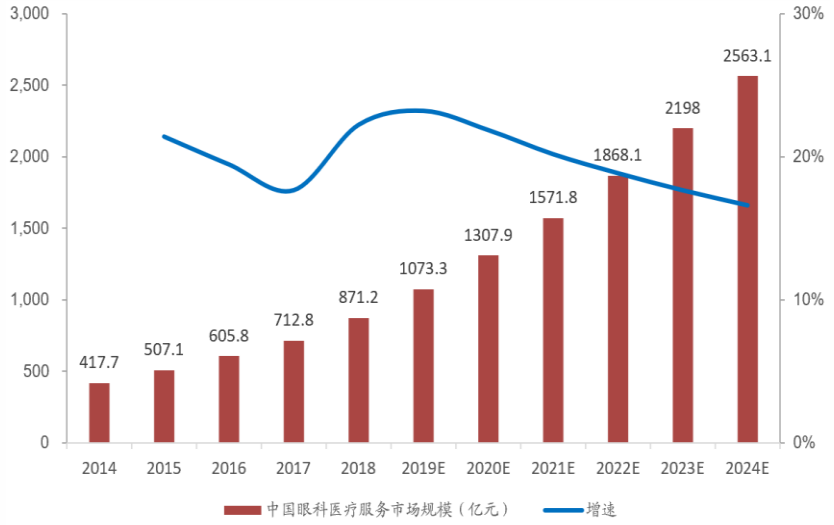
- **眼科门诊数量持续增长，民营增速远高于公立医疗机构。**根据Frost & Sullivan数据，2012-2018年眼科门诊数量从8700万增长到1.21亿，复合增速5.6%，其中民营门诊量从770万增加到1650万，复合增速13.5%。从收入角度，**2012-2018年眼科医疗收入从461亿增长到1083亿，复合增速15.3%，其中2018年民营收入201亿，复合增速21%。**

中国眼科门诊增速变化



数据来源：国家统计局，西南证券整理

中国眼科医疗服务市场已破千亿

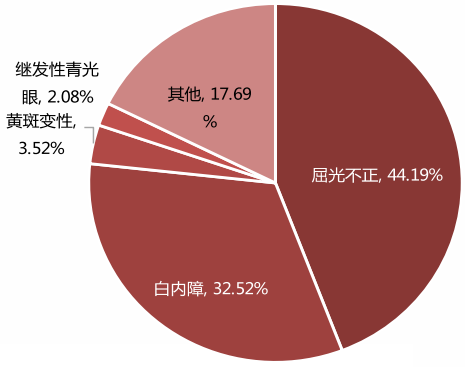


数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

- **屈光不正：我国青少年近视问题严峻,近视率与近视人口高居世界第一。** 。2018年我国儿童青少年总体近视率为53.6%，其中 6 岁儿童为14.5%，小学生为 36%，初中生为 72%，高中生为 81%，**老龄化加剧白内障数量增长，未来渗透率有望提高**，对比日本每百万人有10198手术量，我国仅有1400人，随着医保报销覆盖和政策支持，白内障手术也有望维持高增长。
- **龙头已定，百花齐放。爱尔眼科**是全球最大的眼科专科连锁机构，强大复制模式兑现业绩，截至2020年9月，爱尔眼科省会城市医院有超过50家，地级市医院超过220家，覆盖中国70%的地级城市；县级医院约50家，中国县级城市约2800个。此外，建议关注2020年下半年递交上市申请的三家眼科服务企业：普瑞眼科、华夏眼科、何氏眼科。

眼科服务市场占比



数据来源：公司公告，西南证券整理

眼科上市公司经营规模对比

		成立时间	上市时间	医院数量	门诊量（万人次）	手术量（万例）	分布地区
境内	爱尔眼科（300015）	2003	2009	588（大陆482家）	662.8	60.8	全国大部分省市
	普瑞眼科	2006	2020递交上市申请	18	77.2	7.7	西南、华东、西北、华中、华北
	华夏眼科	2004		51	158.2	26	西南、华东、华中、华南、华北
	何氏眼科	2009		33	100.6	4.5	绝大部分业务集中在辽宁省
香港	德视佳（1846）	1993	2019	27（大陆8家）	1.4	2393（例）	中国、德国、丹麦
	希玛眼科（3309）	2012	2018	10（大陆4家）	-	4989（例）	香港、北京、上海、云南

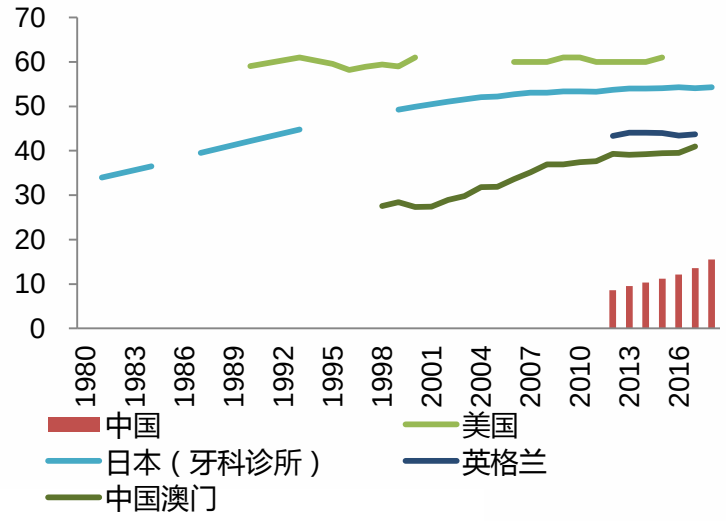
数据来源：国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.6.6 口腔（985亿元，个体诊所市占率55%）：行业渗透率较低，龙头如何实现异地扩张

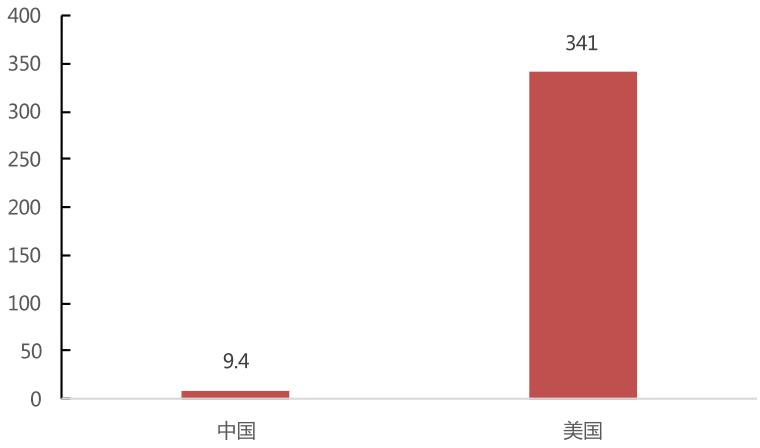
- **口腔疾病患者基数庞大，治疗的需求旺盛。**2017年我国约有口腔患者6.94亿，根据卫计委数据，2017年我国口腔科门、急诊人次数达到1.44亿人次，同比增长9.18%，近十年CAGR为8.62%，**治疗率还有提升空间。**从人均牙医数量上来看，我国不足日本的1/3，未来发展空间大。

世界各国牙医资源对比（每十万人拥有牙医位数）



数据来源:统计年鉴，《2018年口腔行业白皮书》，西南证券整理

2018年中美人均口腔治疗支出比较（美元）

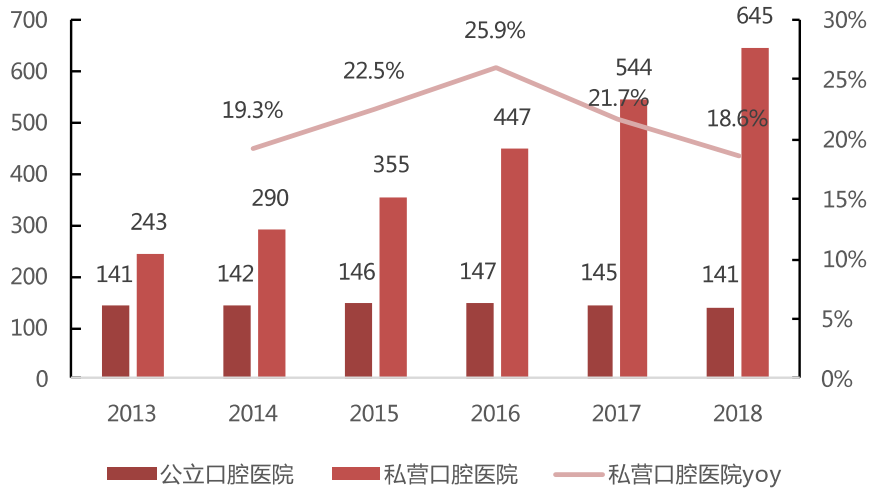


数据来源：各国国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

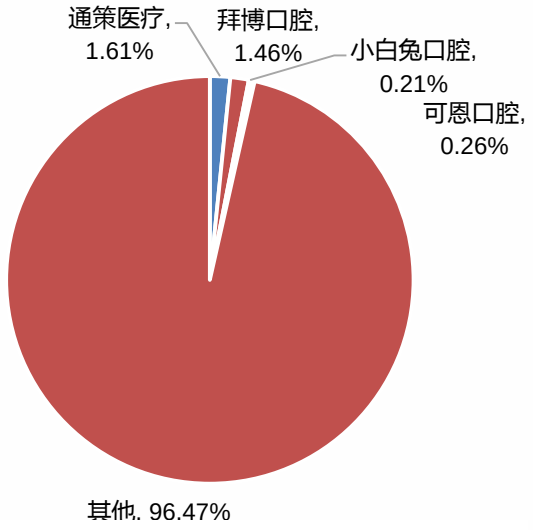
- **民营口腔医院的扩张速度快于公立医院。**由于1）公立医院难以满足口腔疾病治疗持续增长的需求、2）政策鼓励社会资本办医、3）允许医师多点执业、4）牙科利润率高等因素，民营口腔医院数量近年来增速接近20%，而公立口腔医院基本不增长。
- **2019年中国口腔医疗行业收入约为985亿，增速17%，**考虑到中国人均口腔治疗支出为9.4美元，和美国341美元相比仍有极大的空间，未来国内民营口腔医疗龙头有望保持高增长。**建议关注通策医疗，2019年全国市占率约为1.6%，**目前运营中的口腔医院约40家，省内计划三年内新开设100家蒲公英分院，省外旗舰三级医院运营情况较好。

私营和公立口腔医院数量增速比较(亿元）



数据来源：统计年鉴，《2018年口腔行业白皮书》，西南证券整理

国内口腔市场格局分散



数据来源：各国国家统计局，卫健委，Wind，西南证券整理

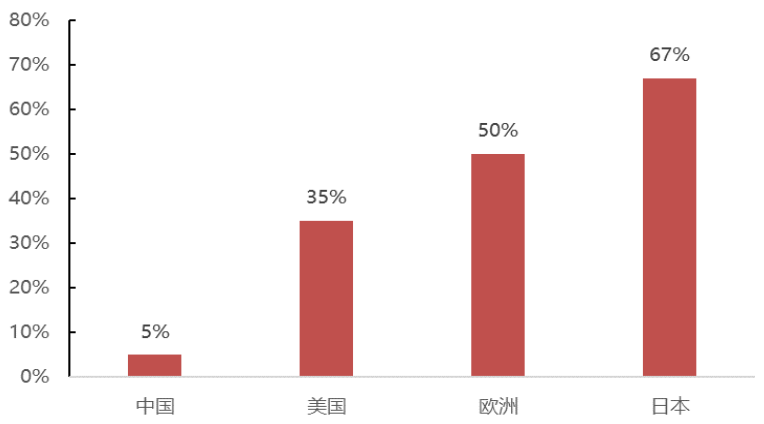
3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.6.7 ICL（186亿元，外包率5%）：控费利好外包率提升，看好龙头企业

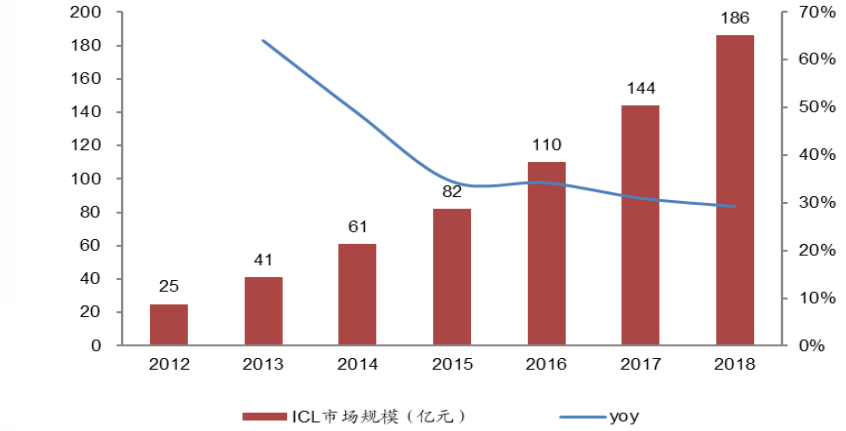
- **ICL相比医院检验科具有成本和效率优势。**根据MassCompareCare数据，美国医院检测项目平均收费是Quest（美国ICL龙头）的2倍以上。**2018年国内ICL规模186亿**，同比增速接近30%，相比国内3500多亿的医院检查收入，**外包率仅5%**，参考美、欧、日还有很大的提升空间；**ICL规模效应显著，**龙头企业具有覆盖广、检测项目多、单价便宜、效率高等优势，在成本端议价能力更强。有望直接受益行业扩围的红利。

- **分级诊疗、DRGS等政策有利于提高检验科外包率**，按病种打包付费后，检验科将成为医院的成本端而非利润端，医院有动力将检验业务外包给第三方，**2021 年全国30个试点城市将启动按病种付费实际付费阶段**，行业集中度有望进一步提升。

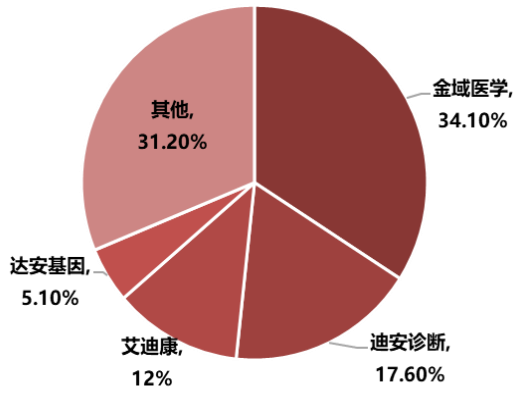
2018年各国ICL渗透率对比



中国ICL市场规模及增速



2018年中国ICL市场竞争格局



数据来源:卫健委，火石研究院，西南证券整理

3.7 国内生物药迎来爆发期，关注优质细分赛道

核心观点

- **全球与我国生物药市场规模占比逐步提升，长期发展空间较大。**2015-2019年全球生物药市场规模由3103亿美元增长至4161亿美元，复合增长率高达12%，从规模占比来看，生物药市占率从2015年的30%增长到2019年的34%，预计2025年有望达到40%。我国生物药发展速度也很快，市场规模占比从2014年的15.6%发展到2019年的27.7%，预计到2023年有望达到39%。
- **我国生物药快速发展，逐步与世界前沿水平接轨。**21世纪之初，我国批准的1类生物药大部分还是重组蛋白和疫苗。随着2015年我国一系列新药政策的推出、海内外资本的涌入、人才的大批回归，生物研发进入了蓬勃发展的阶段，目前我国在CAR-T、PD-1抑制剂和双特异性抗体等研究热点领域逐渐缩小了差距，逐步与世界前沿水平接轨。
- **生物药集采箭在弦上，关注胰岛素以及单抗类生物类似药。**类比化学仿制药集采前后的市场竞争格局，我们认为生物药带量采购将改变目前竞争格局，降价意愿、生产成本、供应能力将成为企业的核心竞争力，而上市时间带来的先发优势将不再明显，生物药后进入者有望实现洗牌、获得市场份额，重点关注品种包括胰岛素以及单抗类生物类似药。

投资建议

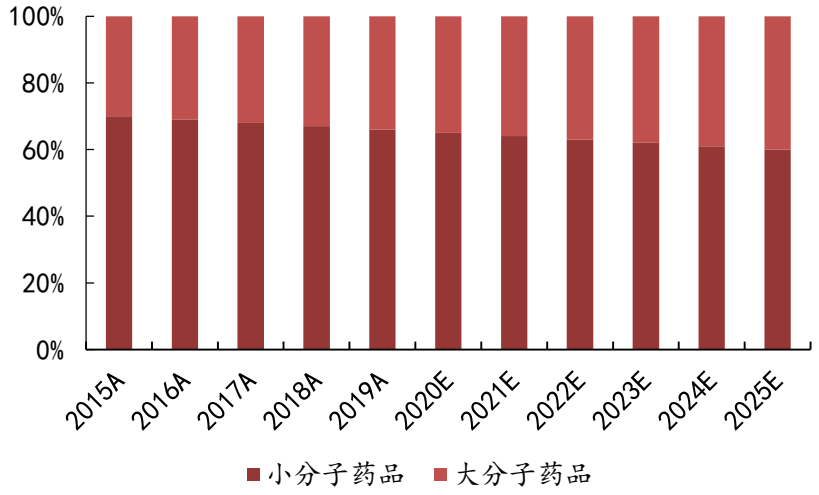
- 我国生物药发展速度快，研发持续加速，上市产品逐步增多，除了传统的重组蛋白类药物，单抗类的生物类似药正处于爆发期，未来将有大量产品上市，建议关注产品空间广阔，渗透率较低，竞争格局较好的赛道。生物药领域重点推荐所处赛道优质，产品竞争格局良好的企业，包括：长春高新（000661）、我武生物（300357）、康弘药业（ 002773）、甘李药业（603087）和通化东宝（600867）。

3.7 国内生物药迎来爆发期，关注优质细分赛道

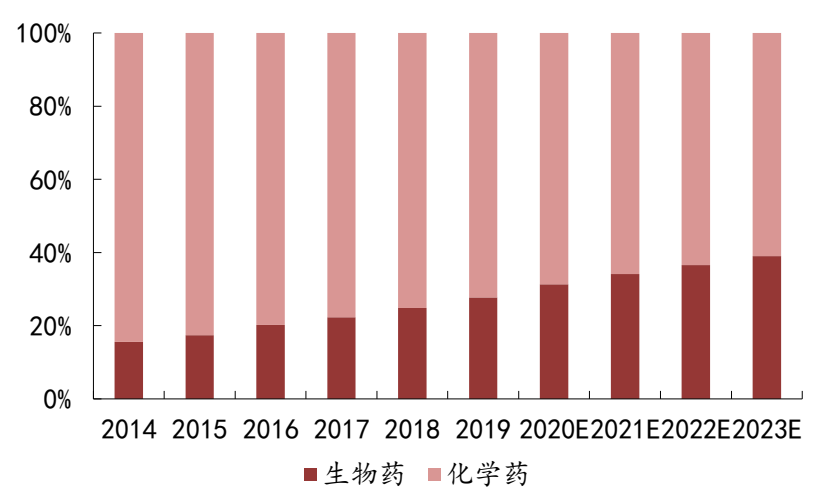
3.7.1 全球与我国生物药市场规模占比逐步提升

- 全球生物药规模占比逐步提升。2015-2019年全球生物药市场规模由3103亿美元增长至4161亿美元，复合增长率高达12%，远高于化学药增速，预计2025年，生物药市场规模有望达到9848亿美元。从规模占比来看，生物药市占率从2015年的30%增长到2019年的34%，预计2025年有望达到40%。
- 我国生物药发展速度也很快，市场规模占比从2014年的15.6%发展到2019年的27.7%，预计到2023年有望达到39%。

全球生物药市场份额占比情况



我国生物药市场份额占比情况



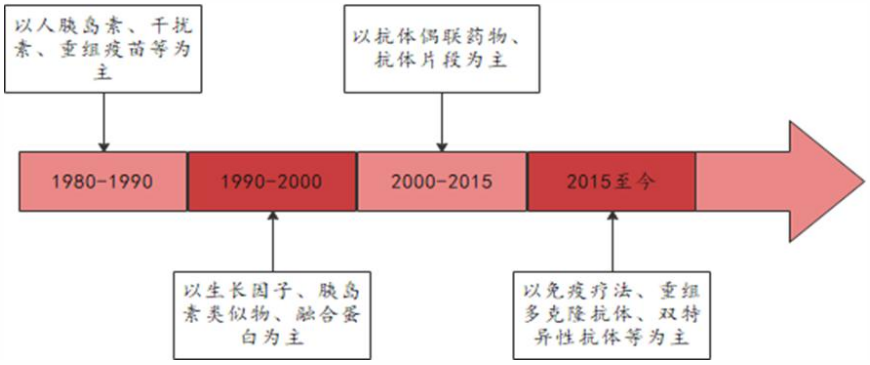
数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

3.7 国内生物药迎来爆发期，关注优质细分赛道

3.7.2 全球生物药发展迅猛，我国生物药进入爆发阶段

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

全球生物药发展历史



我国生物药研发创新历史

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

数据来源：CNKI，西南证券整理

3.7 国内生物药迎来爆发期，关注优质细分赛道

3.7.3 长效化是近年来生物技术发展的重要趋势之一

- 长效化是近年来生物技术发展的重要趋势之一，目前生物药长效技术大致分为化学修饰和生物修饰两大类，其中化学修饰包括聚乙二醇、多具唾液酸以及脂肪酸修饰法，生物修饰包括构建突变体、融合蛋白以及糖基化3大类。全球现已上市了多个代表性长效化药物，正驱动整个重组蛋白市场快速增长。

生物药长效技术分类

	化学修饰		生物修饰				其他
修饰方法	聚乙二醇	脂肪酸	构建突变体	融合蛋白		糖基化	微球/脂质体等
长效原理及优势	1）通过长链PEG增大分子表观半径，降低肾清除率；2）PEG形成屏障，降低酶解；3）掩盖蛋白质表面抗原位点，降低免疫原性；4）PEG为双亲性分子，可提高蛋白质溶解性	1）增加蛋白质与血清蛋白的亲和力从而延长在血液中循环的时间；2）加大蛋白质的疏水性，更适合多肽类药物	将蛋白分子一个位点或多个位点进行突变。1）改善蛋白稳定性；2）提高亲和力或活性；3）降低免疫原性	将两个或多个基因的编码区连接，由统一调控序列控制构成的基因表达产物。通过与受体FcRn结合介导的在循环机制来避免被降解		通过蛋白质表面的糖链影响蛋白质药物的动力学生物活性、稳定性、对蛋白酶的易感性、水溶性凝集性以及免疫原性等	药物分散或被吸附在高分子聚合物基质中而形成的微小球状实体以实现长效释放
				Fc	白蛋白		
代表产品	Neulasta	Victoza	Lantus	Enbrel	Idelvion	Aranesp	亮丙瑞林微球
通用名	培非格司亭	利拉鲁肽	甘精胰岛素	依那西普	凝血因子IX	促红素	亮丙瑞林
生产企业	Amgen	Novo Nordisk	Sanofi	Pfizer	CSL Behring	Amgen	武田制药
获批时间	2002	2010	2000	2004	2016	2001	1994
峰值销售（亿美元）	48.0（2016）	-	71.6（2015）	65.7（2010）	-	41.2（2006）	20.65（2016）
2018年销售及增速（亿美元）	44.8（-1.3%）	36.5（5.0%）	39.9（-22.9%）	58.0（3.6%）	-	18.8（-8.6%）	--

数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

3.7 国内生物药迎来爆发期，关注优质细分赛道

3.7.4 生物药集采有望推出，关注胰岛素和单抗类产品

- 生物药集采箭在弦上，生物药后进入者有望实现洗牌、获得市场份额，重点关注品种包括胰岛素以及单抗类生物类似药。

目前国内获批上市的生物类似药

通用名	原研药	生物类似药	适应症	上市进度	受理时间	获批时间	3期临床
贝伐珠单抗	安维汀（罗氏）	齐鲁制药	NSCLC	获批上市	15/8/2018	11/12/2019	嘉和生物、正大天晴、华兰生物、神州细胞、安科生物、特瑞思药业
		信达生物	NSCLC	获批上市	31/1/2019	19/6/2020	
		恒瑞医药	NSCLC	申报上市	15/4/2020	2021E	
		绿叶制药	NSCLC	申报上市	22/4/2020	2021E	
		贝达药业/海正生物	NSCLC	申报上市	17/6/2020	2021E	
		百奥泰	NSCLC	申报上市	24/6/2020	2021E	
		东曜药业	NSCLC	申报上市	5/9/2020	2021E	
		复宏汉霖	NSCLC	申报上市	9/9/2020	2021E	
阿达木单抗	修美乐（艾伯维）	百奥泰	AS	获批上市	27/8/2018	13/11/2019	嘉和生物、通化东宝、神州细胞、华兰生物
		海正药业	AS	获批上市	25/9/2018	11/12/2019	
		信达生物	AS	获批上市	15/11/2018	3/9/2020	
		复宏汉霖	Pso	申报上市	28/1/2019	2020E	
		君实生物	RA	申报上市	13/11/2019	2021E	
		正大天晴	AS	申报上市	16/6/2020	2021E	
利妥昔单抗	美罗华（罗氏）	复宏汉霖	DLBCL	获批上市	11/12/2017	4/3/2019	海正/天广实、喜康生物、南京优科、正大天晴、华兰生物、上海所
		信达生物	DLBCL	申报上市	1/7/2019	2020E	
曲妥珠单抗	赫赛汀（罗氏）	复宏汉霖	BC	获批上市	29/4/2019	14/8/2020	海正药业、嘉和生物、正大天晴、华兰生物、安科生物、上海所、三星Bioepis、艾迈医疗

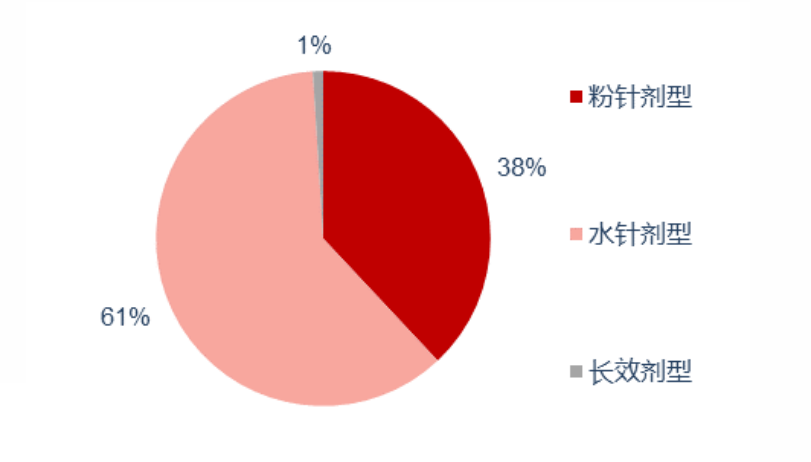
数据来源：CDE，公司公告，西南证券整理

3.7 国内生物药迎来爆发期，关注优质细分赛道

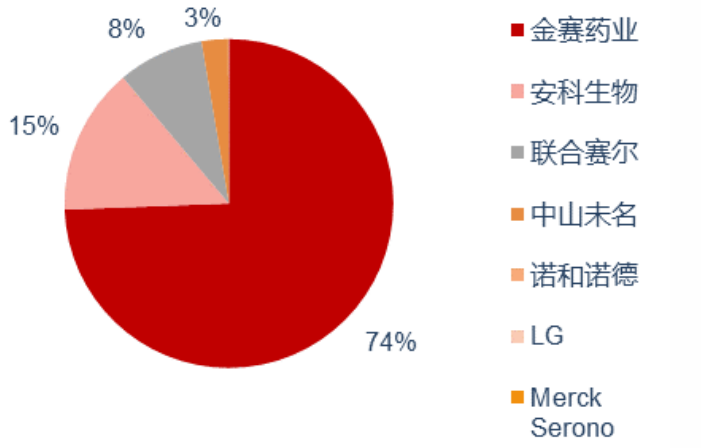
3.7.5 生长激素：市场空间广阔，水针和长效剂型占比持续提升

- 我国生长激素市场起步较晚，仍处于快速发展阶段，生长激素样本医院销售额从2012年的1.9亿元增长到2019年的8亿元，复合增速达到22.8%，2019年生长激素市场总规模达到近60亿元。
- 从剂型角度来看，粉针虽然上市较早，价格较低，但是因安全性、使用便捷性等多种原因，逐步被后来上市的水针取代，长效剂型2014年才上市，但是因为价格较高，市场份额也相对较低。从企业角度来看，2019年金赛药业市场份额达到74%，位居第一，其次为安科生物和上海联合赛尔，诺和诺德、LG和Merck Serono三家外企市场份额很低。建议重点关注长春高新和安科生物。

生长激素不同剂型市占率



生长激素市场竞争格局



数据来源：PDB，西南证券整理

3.7 国内生物药迎来爆发期，关注优质细分赛道

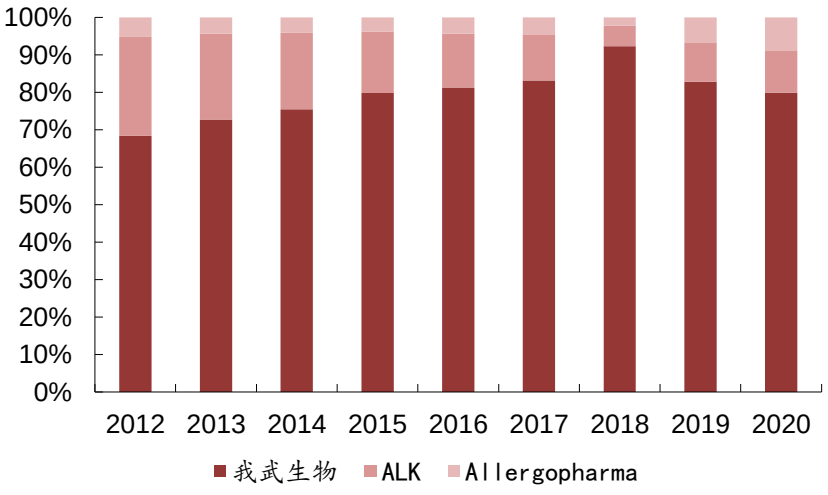
3.7.6 粉尘螨滴剂：市场空间大，渗透率低，我武生物龙头优势显著

- 我国过敏性鼻炎患病率为17%，其中45.6%为尘螨过敏，假设20%患者愿意接受脱敏治疗，即共2142万人潜在治疗人口，脱敏治疗每年3000元/人，脱敏治疗药物的市场空间高达642.6亿元。2019年我国过敏性鼻炎脱敏治疗市场规模约为10亿元，则渗透率仅1.6%，潜在市场空间巨大。
- 从竞争格局来看，我武生物的产品虽然上市时间相对较晚，但从2012年开始，我武生物一直是市场龙头，粉尘螨滴剂市场份额保持在70%以上，市占率占据第一位，龙头优势显著，建议重点关注。

过敏性鼻炎市场空间测算

指标	数值
总人口数（亿人）	14亿
过敏性鼻炎患病率	17%
患过敏性性鼻炎人数（亿人）	2.4
尘螨过敏比例	45.6%
尘螨过敏过敏性鼻炎数量（万人）	10710
年人均治疗费（元）	3000元
使用脱敏治疗人数比例	20%
潜在市场空间（亿元）	642.6

粉尘螨滴剂我国市场竞争格局



数据来源：PDB，公司公告，西南证券整理

3.7 国内生物药迎来爆发期，关注优质细分赛道

3.7.7 胰岛素：国内第三代胰岛素渗透率低，进口替代空间大

- 从国内已上市的胰岛素品种竞争格局来看，二代胰岛素的主要厂家包括2家国内企业（通化东宝、联邦制药）和2家外资企业（诺和诺德、礼来）；三代胰岛素中，诺和诺德布局较全，具有短效、长效预混；甘李药业和赛诺菲有短效和长效；其他3家只有一种类型的三代胰岛素；国内的四代胰岛素仅有诺和诺德的德谷胰岛素诺和达。
- 2019年国内三代胰岛素市场规模约为152.4亿元（+16.8%），诺和诺德和赛诺菲占比最大，甘李药业占比快速增长，2019年达18%，通化东宝三代胰岛素也已上市，建议重点关注。

国内已上市胰岛素竞争格局

公司	第二代			第三代						第四代
				短效			长效		预混	
	短效	长效	预混	门冬胰岛素	赖脯胰岛素	谷赖胰岛素	甘精胰岛素	地特胰岛素	门冬预混 赖脯预混	
甘李药业				锐秀霖	速秀霖		长秀霖		速秀霖25R	
通化东宝	甘舒霖R	甘舒霖N	甘舒霖30R/50R/40R				长舒霖			
联邦制药	优思灵R	优思灵N	优思灵30R/50R				优乐灵			
诺和诺德	诺和灵R	诺和灵N	诺和灵30R/50R	诺和锐				诺和平	诺和锐30/50	诺和达
赛诺菲						艾倍得	来得时			
礼来	优泌林R	优泌林N	优泌林30/70		优泌乐				优泌乐25/50	

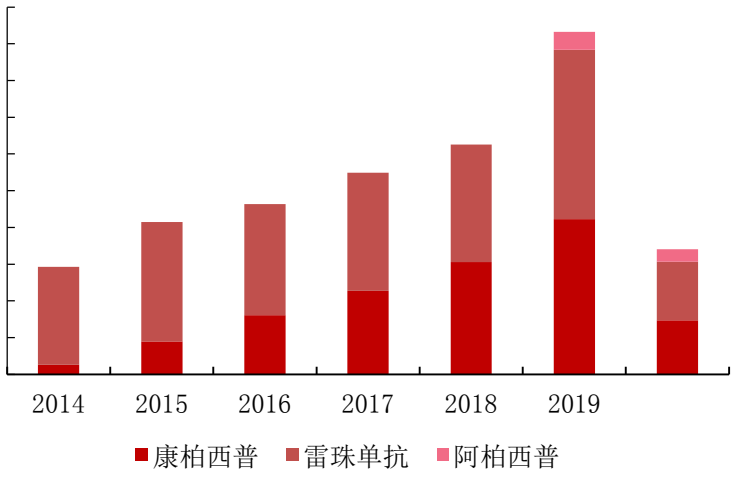
数据来源：CDE，西南证券整理

3.7 国内生物药迎来爆发期，关注优质细分赛道

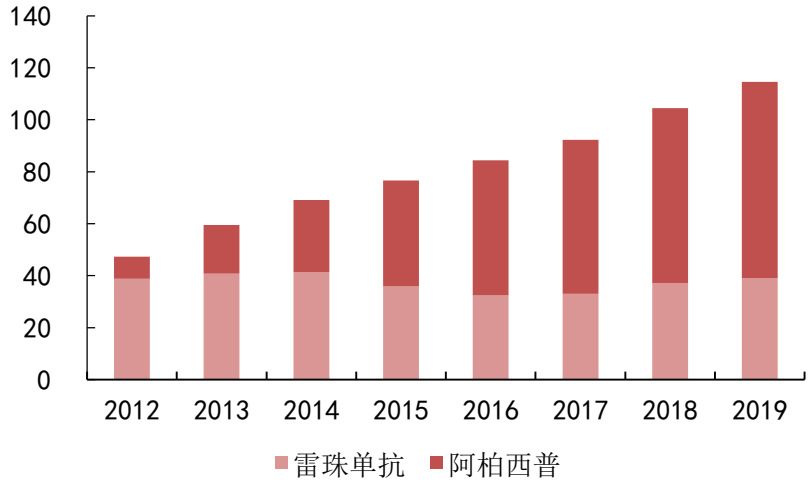
3.7.8 VEGF眼底病用药：国内市场空间广阔，竞争格局良好

- 全球市场规模达到百亿美元，竞争格局良好。目前针对VEGF靶点生物药主要有雷珠单抗、阿柏西普、康柏西普和RTH258，目前雷珠单抗和阿柏西普已分别成为在全球范围内销售40亿美元级和60亿美元级的大品种。上市时间较短，目前销售额较小。整体来看，新生血管眼底病VEGF靶向药市场空间广阔，竞争格局良好。
- 阿柏西普在国内上市，同时雷珠单抗与康柏西普也在加大营销力度，2019三个药物合计样本医院销售额超过9亿元，同比增长高达44%，市场规模又一次快速扩容。

VEGF眼底病用药样本医院销售情况（亿元）



雷珠单抗和阿柏西普全球销售情况（亿美元）



数据来源：PDB，公司公告，西南证券整理

3.8 医药分销：估值处于历史低位，渠道价值有望重估

核心观点：医药流通：行业集中度持续提升，估值性价比高

- **后疫情时代，医院业务恢复推动配送企业业绩持续回暖。**随着疫情影响逐渐褪去，流通企业业绩逐步好转，2020H1流通板块收入总额增速为-1.4%、归母净利润总额增速为3.3% ；预计Q4也将延续回暖趋势。

- **带量采购导致配送商业务重新分配，大企业获得更多品种。**带量采购之后，药品、耗材大幅降价，相应的配送费用也降低，对于配送企业成本控制能力要求较高。大中型配送商由于规模效应明显，成本优势突出，从而获得更多带量采购品种的配送。因此带量采购后，集中度将会提升。带量采购均要求医保资金预付款或30天内付款，大幅缓解了配送企业的资金压力，使得流通商藤萝出更多资金去开展新业务。

- **估值处于历史地位，性价比凸显。**药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，流通企业的业绩仍将维持稳健增长。部分经营能力强的公司，借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。

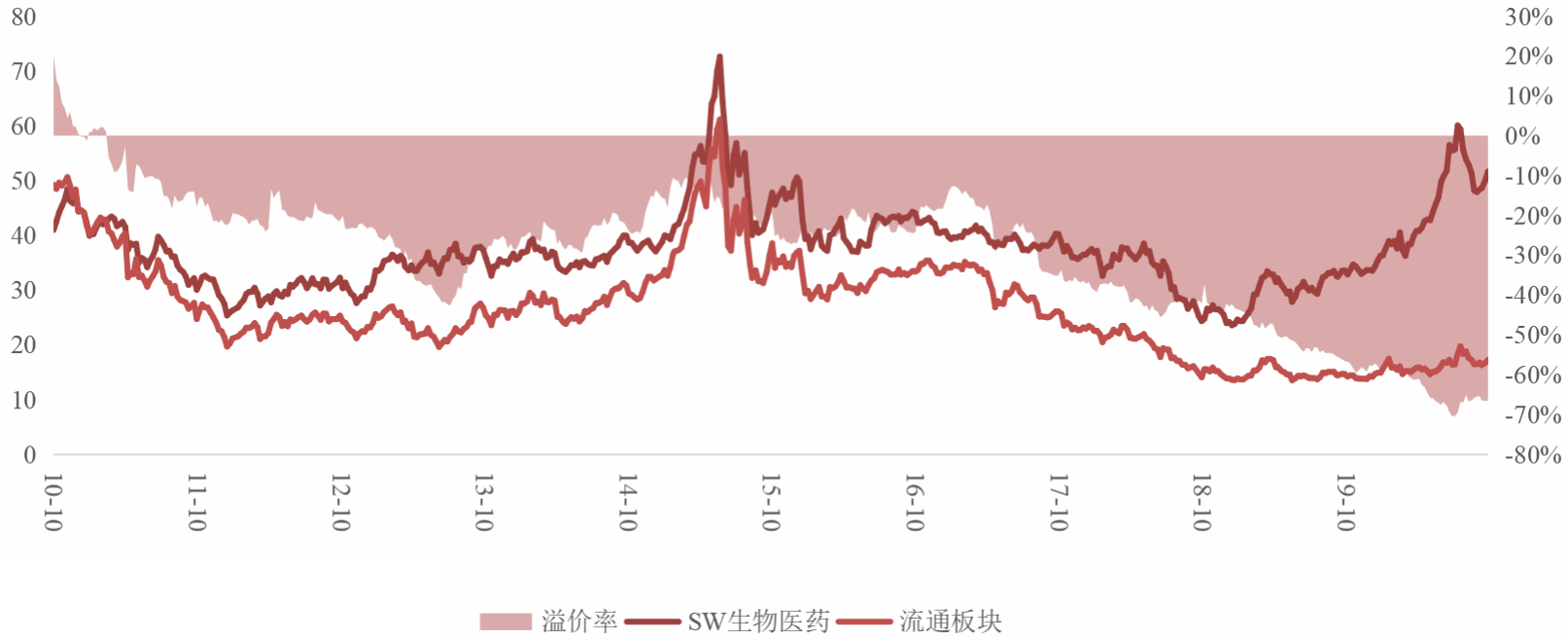
- **投资建议**：全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607）、九州通（600998）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药股份（603368），国药一致（000028 ）等。

3.8 医药分销：估值处于历史低位，渠道价值有望重估

医药流通行业估值处于生物医药行业洼地

- **板块估值处历史底部区间。**自从2018年以后，药品流通板块估值再下一个台阶，目前板块估值仅17.3倍，处于历史底部区间。同期，流通板块相对生物医药行业溢价率持续下跌，目前为-66.6%处于近10年的历史低位。
- 我们认为流通板块的估值回调基本结束，此后随着公司业绩的增长，有望推动板块股价提升。

最近10年SW医药生物板块估值与流通板块估值（剔除4家药店）



数据来源：Wind，西南证券整理

3.9 原料药：行业迎来戴维斯双击

原料药竞争格局持续向好，全球疫情有望带来订单向国内转移

- 上半年原料药供需结构和竞争格局在持续向好，产品价格维持较高水平，企业实现收入和盈利质量双增长。在原料药产能逐步向亚太地区转移，中国和印度作为产能承接方，快速崛起的背景下，国内龙头企业迎来较好发展机遇。短期疫情带来了常用药品如抗生素等需求冲击，以及供给端的印度产能受限，国内龙头企业短期业绩持续增长可期。

提升产业链话语权，三条路径打开行业成长空间

- 原料药产业能力升级，拓展新品种。国内特色原料药企业加速丰富产品管线，提高国际市场竞争力。
- “原料药+制剂“一体化战略，切入下游制剂市场。带量采购背景下，特色原料药企业快速切入下游制剂市场实现“原料药+制剂“一体化，部分原料药企业还可参与下游制剂权益分成；
- 部分特色原料药企业逐步向CMO/CDMO拓展。

投资建议

- **全球特色原料药产能逐渐向亚太地区转移**

  特色原料药：华海药业、仙琚制药、富祥股份。

- **制剂出口分享全球市场**

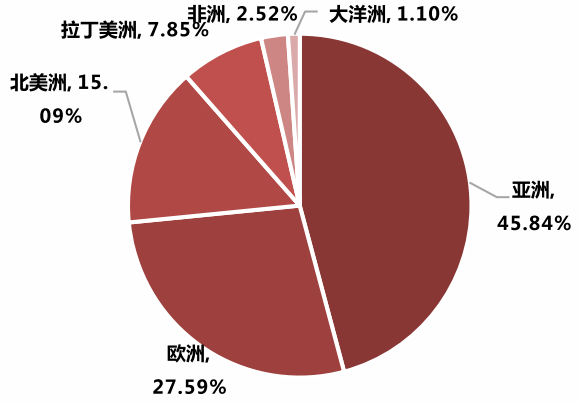
  制剂出口：海普瑞、健友股份等。

3.9 原料药：行业迎来戴维斯双击

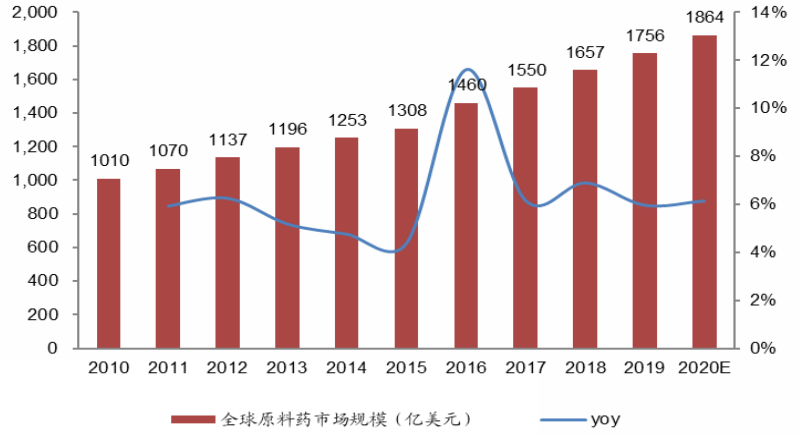
3.9.1 下游需求刚需，原料药行业体量稳健增长

- **原料药市场稳健增长：**虽然全球仿制药价格总体呈现往下走的趋势，但疾病慢性化、老龄化和低价格等因素推动全球药物需求量持续增长，导致对原料药的需求也持续增长；2020年预计全球原料药市场规模接近1864亿美元，增速约6%，未来仍将稳定增长；
- **中国原料药出口额逐渐增长：**2019年中国原料药出口额340亿美元，同比约13%，呈现加速增长。主要目的地为亚洲（印度为主）、欧洲、北美洲。

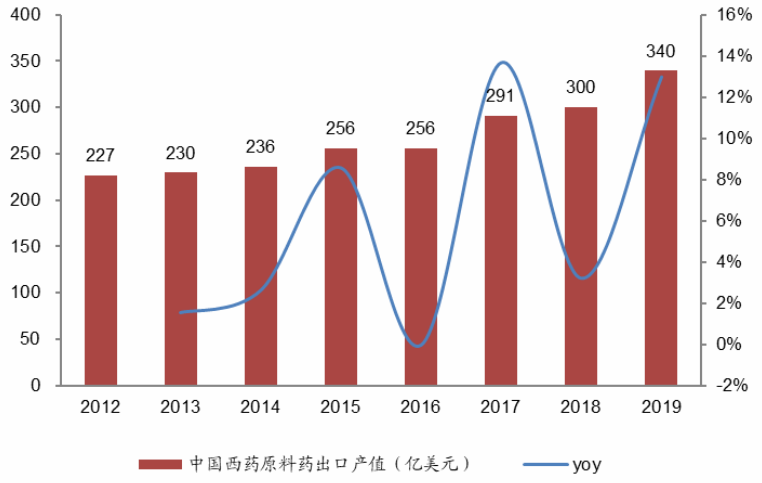
2018年中国原料药出口主要目的地



全球原料药市场保持稳健增长



中国原料药出口逐渐增长



数据来源：CPA，中国医疗保健品进出口商会，西南证券整理

3.9 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.9.2 打破周期板块印象，特色及专利原料药具有成长属性，行业壁垒相对较高

原料药分为大宗原料药、特色原料药及专利原料药。大宗原料药需求相对平稳;**特色原料药和专利药原料药具备成长属性。**

2020年全球原料药市场规模将预计达到1864亿美元，同比增长6.1%，**特色原料药增速预计在6%-10%**。从壁垒来看，大宗原料药门槛低，竞争激烈，而**特色原料药和专利原料药门槛较高；**

不同类型原料药差异情况

阶段	经营模式	主要产品	服务内容	与客户间的关系	业务发展	客户粘性	毛利率
大宗原料药	自产自销	维生素、抗生素等	企业根据市场调研的结果来识别出大众客户的通用需求，并以此为起点开展研发、生产、销售等具体经营活动	企业一般只与大众客户保持常规的沟通，以确保满足大众客户的通用需求	主要依靠将通用产品销售给尽可能多的客户	较低	较低
特色原料药	自产自销	降血压、抗肿瘤药物等	国际仿制药企业在开展专利挑战业务，或者开发独特的工艺路线以形成竞争优势等情况下需要与原料药企业进行合作研发、定制生产	供应商和客户相互考察的时间周期比较长，过程复杂，客户关系同时比较紧密，具有长期稳定性和共赢性的特点	主要依靠与有限的客户建立长期战略合作伙伴关系从而取得更多的定制项目	较高	较高
专利原料药	自产自销/CDMO	各类创新药原料药	在创新药定制模式下，主要根据跨国制药公司和生物制药公司的需求提供定制的研发服务和定制生产的产品	相互考察的时间周期比较长，过程复杂，客户关系比较紧密，具有延伸性、自我强化性	主要依靠与有限的客户建立长期战略合作伙伴关系从而取得更多的定制项目	高	高

- 抗生素：青霉素工业盐、阿莫西林、氨苄西林、6-APA、4-AA、头孢类等等；
- 维生素：维生素C、叶酸、泛酸钙、维生素E、维生素A等等；
- 解热镇痛类：阿司匹林、咖啡因、对氨基苯酚、扑热息痛、布洛芬等等

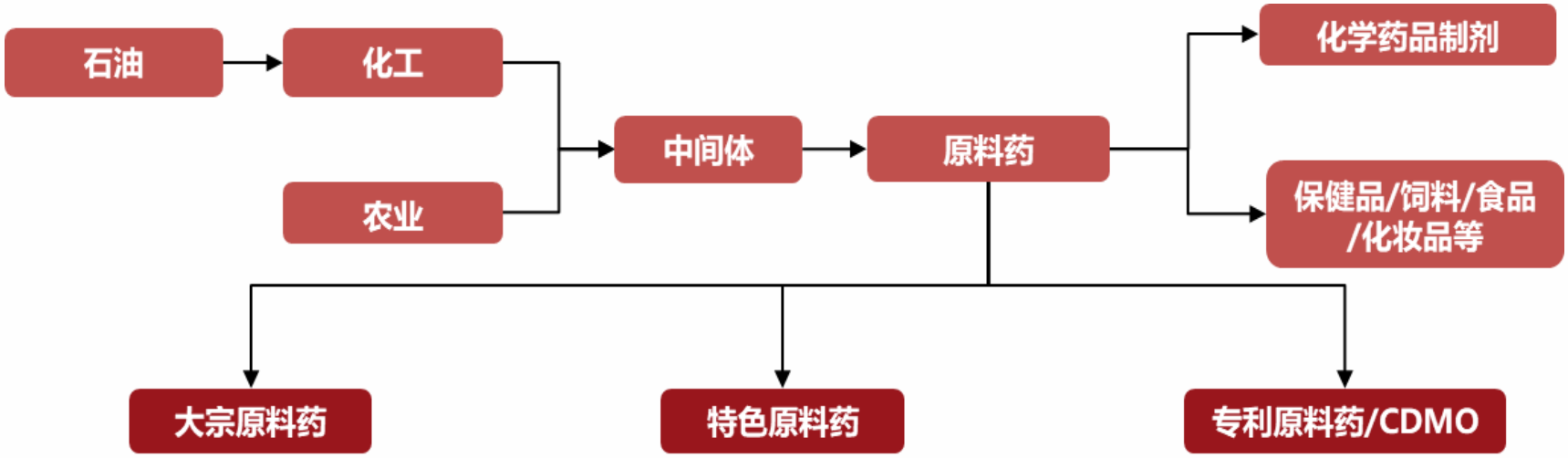
- 降血压：缬沙坦、氯沙坦、坎地沙坦等等；
- 降血脂：阿托伐他汀、瑞舒伐他汀等；
- 降血糖：格列吡嗪、格列齐特达到
- 抗血凝：氯吡格雷等

- 一般为创新药CDMO等

3.9 原料药：行业迎来戴维斯双击

特色原料药核心壁垒体现：

- 在技术层面，生产工艺和研发水平需要不断提高；
- 在客户粘性方面，特色原料药和专利原料药与客户绑定紧密；
- 重资产方面，特色原料药专业化生产线需要较大资金投入，近几年环保成本攀升，进一步提高行业壁垒。

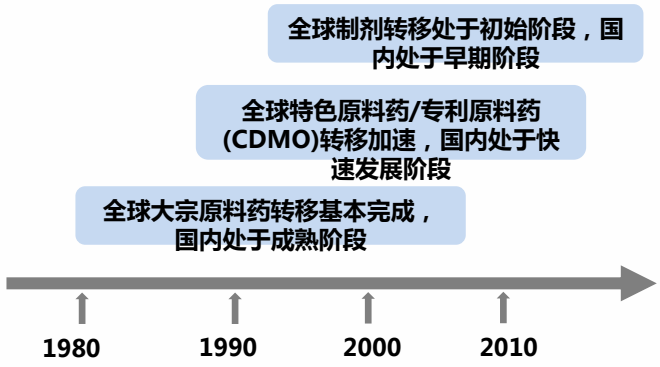


3.9 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.9.3 特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度

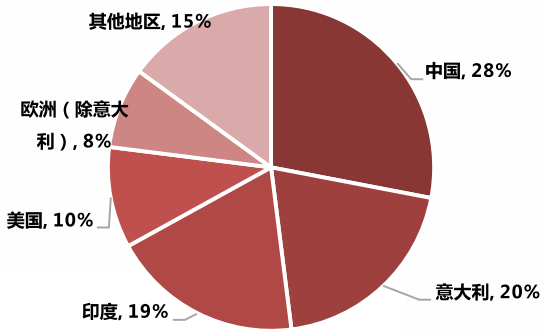
- 基于环保因素和成本考量，全球原料药产能逐渐向亚太地区转移。目前中国和印度约占据全球一半的原料药产能，2016年美国DMF持有人有46%是印度企业；
- 相比印度，中国成为全球原料药供应中心的可能性更大。主要原因有：1）中国有成熟的工业体系和稳定的供应链（疫情期间凸显）；2）充足的医药人才；3）更适合发酵的自然的环境。
- **全球大宗原料药的产能转移已经基本完成，而特色原料药转移正在加速，预计国内特色原料药行业保持较快增长。**此外，随着国内环保趋严、工艺标准提升，订单逐步向龙头集中趋势明显，短期叠加疫情带来的冲击，部分品种价格或有望上涨，国内龙头企业迎来较好发展机遇。

全球医药产业链产能转移趋势图

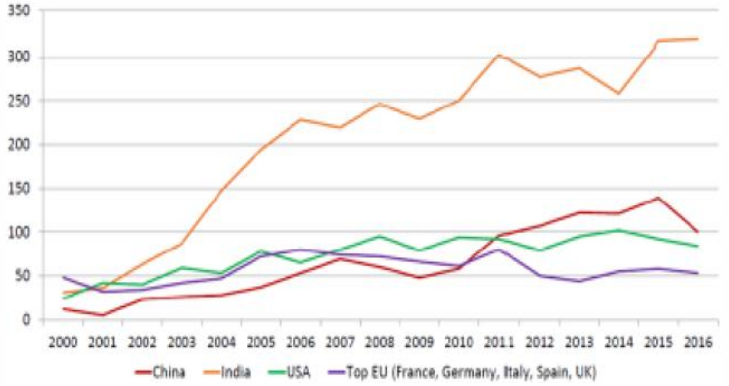


数据来源：美诺华招股书，西南证券整理

2018年全球主要原料药供应地市场份额



2000-2016年美国DMF持有人分布



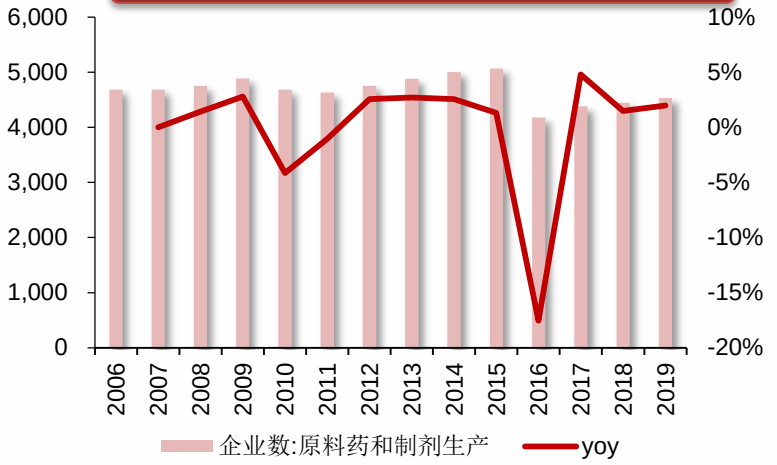
数据来源：中国医疗保健品进出口商会，博瑞医药招股说明书，Clarivate，西南证券整理

3.9 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.9.4 特色原料药的壁垒：技术、客户粘性、高资金和建设周期投入

- **技术壁垒高：**在生产方面，各国政府对药品的安全监管要求极高，近几年缬沙坦、雷尼替丁等事件，对上游原料药和中间体的质量提出了更高的要求。在研发方面，下游药品的创新迭代频率加快，带动原料药品种的创新加速，对原料药企业的创新研发能力提出较高要求。
- **客户粘性强：**下游制剂客户在选择原料药供应商时，考察周期相对较长，对原料药质量要求通常较高，一般选择供应商后不会轻易更换。同时，在欧美等规范市场的现有法规要求下，制剂企业更换原料药供应商的成本也较高，因此下游制剂对特色原料药企业粘性较强。
- **重资产行业，投入较大：**

环保法出台，2016年小产能退出



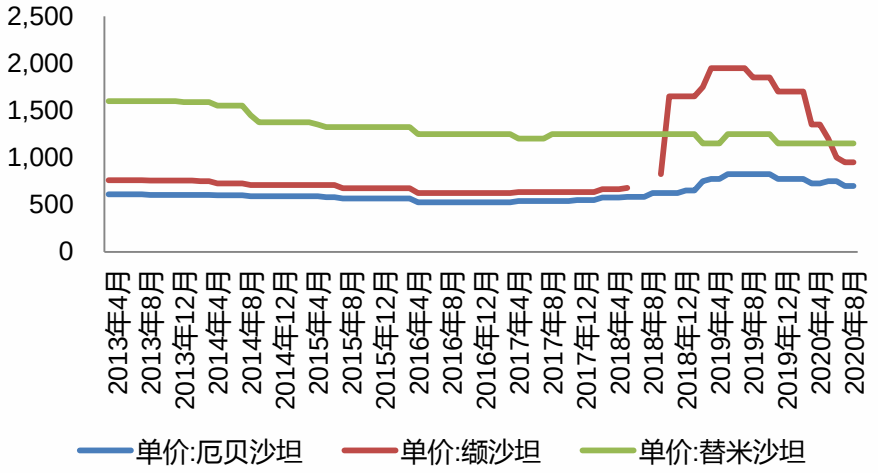
部分原料药企业产能扩建情况

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

数据来源：公司公告、国家食品药品监管局，西南证券整理

3.9 原料药：行业迎来戴维斯双击

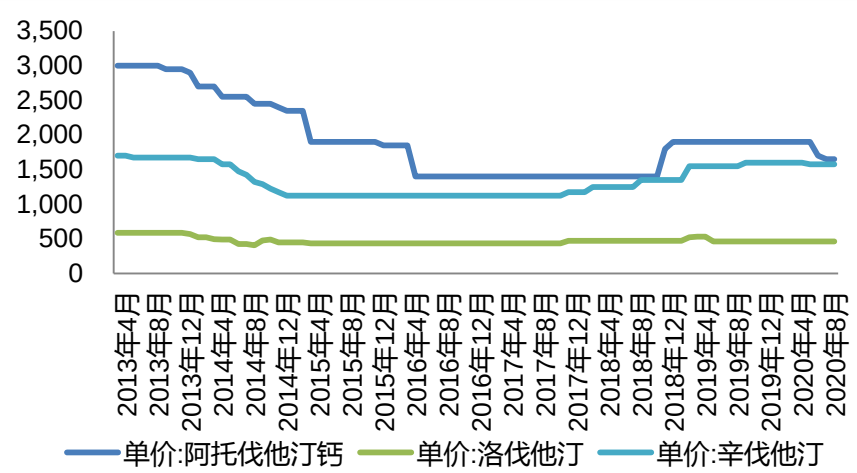
特色原料药-沙坦类价格变化趋势（元/千克）

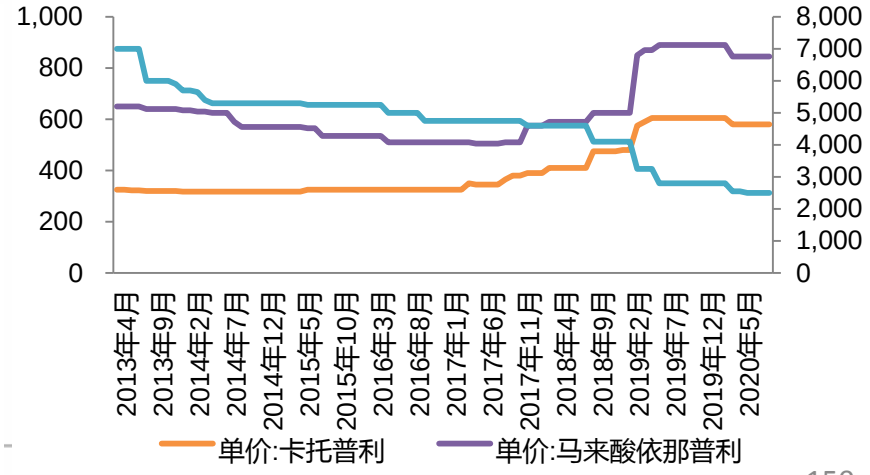


原料药-肝素出口价格变化趋势（美元/千克）



特色原料药-他汀和普利类价格趋势（元/千克）



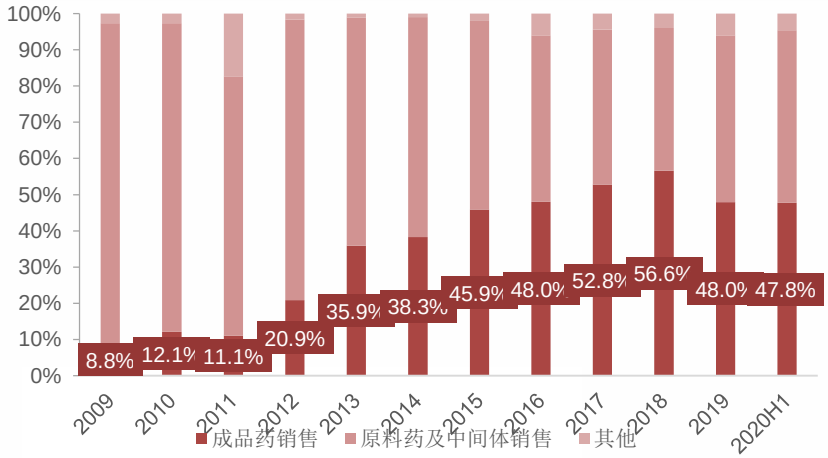


3.9 原料药：行业迎来戴维斯双击

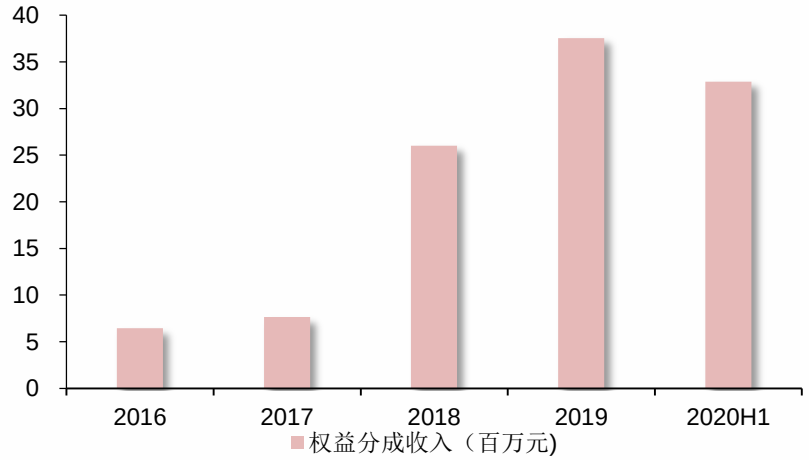
3.9.5 三条路径打开特色原料药成长空间

- **通过丰富产品管线，提升市场竞争力**：对原料药供应商而言，通过研发不断丰富自身产品管线，在一定程度上可提高市场竞争力。以美诺华为例，公司围绕降血压、降血糖、抗感染等领域布局，产品管线不断丰富，在慢病领域形成组合拳，市场竞争力显著提升。
- **下游“原料药+制剂“一体化及制剂权益分成**：在国内医保控费大环境下，国内仿制药价格承压，原料药+制剂一体化可大幅缩减成本，是目前原料药和仿制药企业重点布局方向。如华海药业的**制剂销售**规模持续提升，收入占比从2009年的9%提升至2020年的48%；此外，原料药企业还可参与**下游制剂销售分成**，如博瑞医药等少数企业凭借技术优势具有较强的话语权，凭借原料药技术能够享受制剂上市后的销售分成。
- **向专利原料药（CDMO）领域拓展**：目前国内CDMO正处于快速发展的阶段，我们认为有能力向CMO/CDMO拓展的原料药企业成长空间将进一步打开。

华海药业制剂收入占比持续提升



博瑞医药制剂权益分成收入高速增长



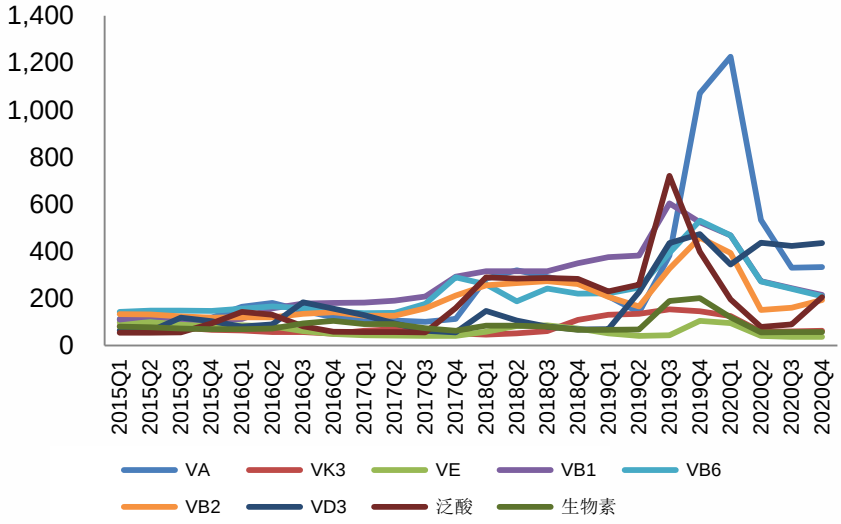
数据来源：Wind，西南证券整理

3.9 原料药：行业迎来戴维斯双击

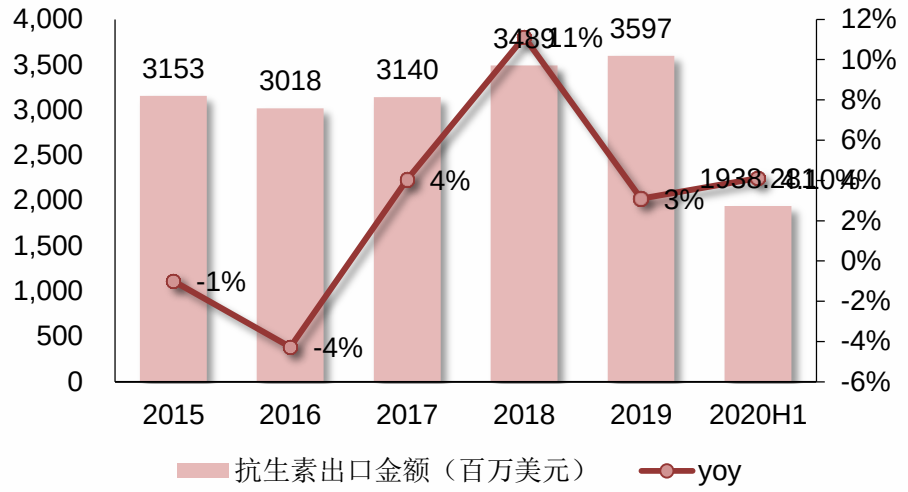
3.9.6 大宗原料药：关注供给端出现短缺的机会

- 大宗原料药下游市场需求大，但是竞争激烈，整体投资逻辑主要在于考察**供给端的变化**（环保、爆炸、停产等因素），和化工品分析逻辑比较类似。大宗原料药主要包含维生素、抗生素中间体、解热镇痛、激素等几类，中国是世界上大宗原料药的主要供应市场。
- **维生素主要产能基本在中国**，但量比较大的品种如VA、VE产能中国占比低于60%，海外帝斯曼和巴斯夫占比较高，疫情之下，海外产能受到一定限制，VA、VE价格有望上涨。
- **抗生素中间体**总体供大于求，难以支撑价格持续上涨。

维生素价格变化趋势（元/千克）

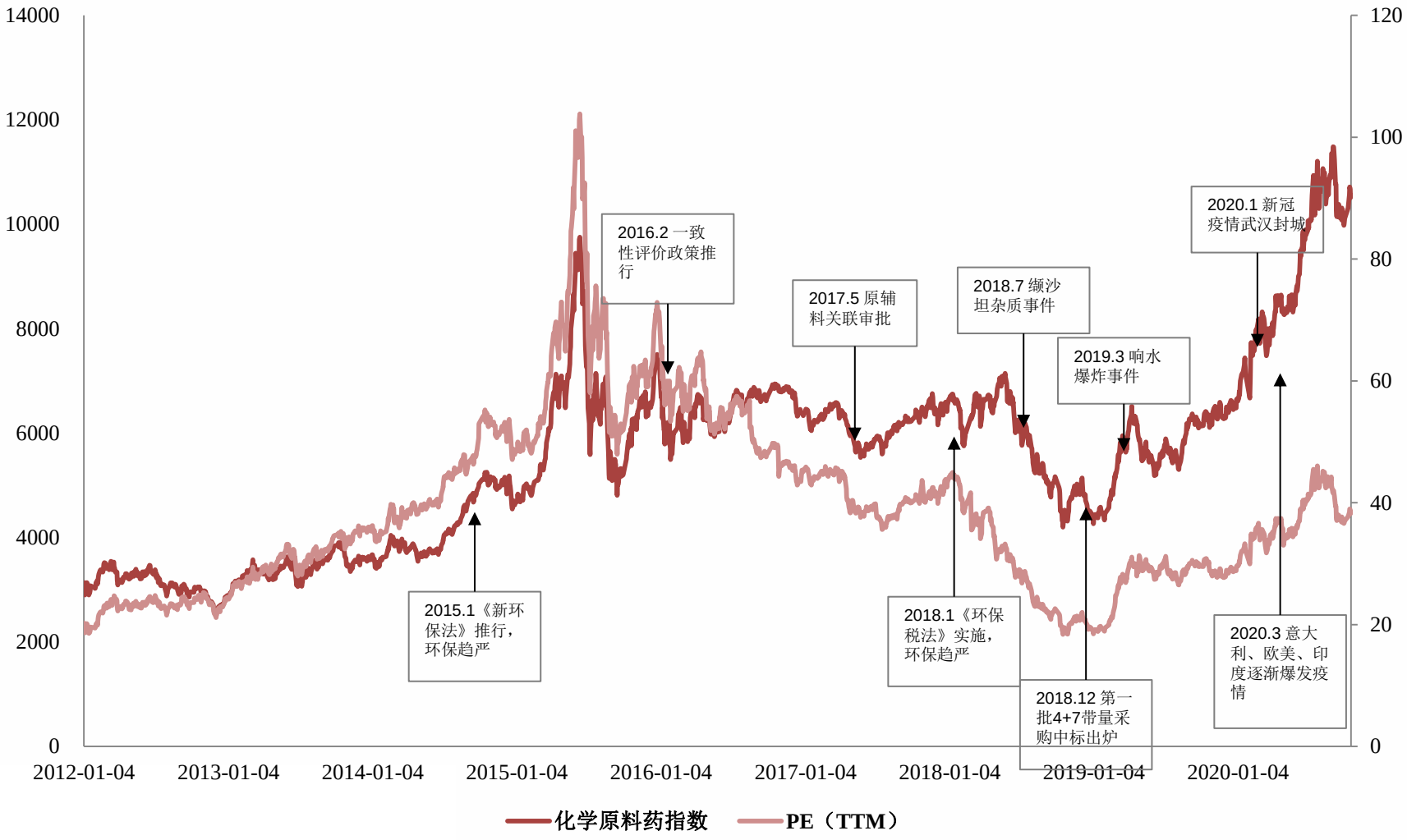


抗生素出口金额变化趋势



数据来源：博亚和讯，中国海关，西南证券整理3

3.9 原料药：行业迎来戴维斯双击



数据来源：Wind，西南证券整理

3.10 板块静待恢复，品牌中药仍然是主线

核心观点：板块恢复尚需时日，重点关注品牌中药

- **中药板块：治疗性中药下滑明显，后疫情时代增速恢复仍需时间** 。中药板块是受新冠疫情影响最大的板块之一，中药板块58家企业，2020H1收入增速为-5.8%，归母净利润增速为-15.8%，扣非归母净利润增速为-8.9%，利润下滑幅度大幅高于化学制剂行业。分季度看，中药板块2020Q1收入与归母净利润增速分别为-6.7%、-17%；2020Q2年收入与归母净利润增速分别为-4.9%、-14.6% ，Q2恢复不明显，相比化学制剂板块，中药板块恢复速度较慢。从盈利水平看，上半年中药板块毛利率43.1%，与去年同期相比略下滑；销售费用率22.3%，短期有持续反弹的趋势；净利率11.7%，维持较高水平。
- **整体增长恢复慢于化学制剂，消费类品牌中药仍是核心。**以以岭药业为代表的极少部分疫情相关产品企业受益明显，大部分企业受疫情冲击大，需要较长时间恢复正常，相对化学制剂的刚需属性，普通中药刚需属性较低。而消费类的品牌中药仍然是中药板块投资的主线，消费属性强，增长趋势稳健。

投资策略

- **少部分疫情相关产品企业受益明显：**在此次新冠疫情的影响下，仅有以岭药业、香雪制药、红日药业等少数企业受益明显，这些企业均有与疫情防控相关的产品，因此受益于此次疫情；除这些企业外，大部分中药企业产品市场需求受疫情抑制明显，且不同于化学药制剂，多数中药产品疫情后的需求恢复速度大幅低于化学制剂板块，Q2单季收入与业绩数据已经显示这个迹象；预计2020H2，中药板块收入与业绩将缓慢恢复增长，全年预期较低。
- **中药行业投资逻辑主要聚焦于消费属性明显的公司：**消费品属性强的中药企业成长持续性明显，受药品政策影响小，品牌优势突出，竞争环境优。因此，我们坚持消费品属性强的品牌中药企业的推荐逻辑，重点关注：片仔癀（600436）、云南白药（000538）、同仁堂（600085）等。

目　录

医药行业2020年前三季度表现回顾

产业、政策、资本助力医药创新大时代

医药子行业2021年年度投资逻辑

医药全行业2021年投资策略及标的

核 心 观 点

回顾2020年：

- **医药领跑全行业，医疗器械、CXO、疫苗、药店等表现靓丽。2020年，疫情和流动性两大核心因素强化医药板块，多数板块迎来戴维斯双击。**年初至今申万医药指数上涨48%，跑赢沪深300指数约33个百分点，行业涨幅排行第四。年初以来，医药子行业保持全线上涨，医疗器械、CXO、疫苗、药店等涨幅靠前。

- **持仓聚焦医药核心资产，估值中枢上移。**从持仓来看，公募和外资抱团医药核心资产，持续强化医药行情，2020年Q2持仓占比一度高达17.23%、3.96%。申万医药板块中，其中股价翻倍的约为16%（55/352），其中有21只股票跑赢医药指数100pp。从估值来看，医药行业年初估值约为35倍PE，截止10月底提升至45倍，相对大盘溢价率达到过去十年的中位数以上。

- **产业、政策、资本助力医药创新大时代。**产业供需两端发力，促进规模扩容。人口老龄化和慢病患病率提升，驱动长期增长；2019年医疗卫生支出GDP占比6.6%，未来有望持续上升；政策方面三医联动创新加速：医药加快药品审批；医保基金“腾笼换鸟”；医疗方面优化用药结构、鼓励民营办医。资本变革开通药械创新时代：医药生物企业明显受益科创板，极大丰富融资渠道。

核 心 观 点

展望2021年：

医药内循环：创新升级和进口替代是核心主线。创新带来三个升级：产品升级、消费升级、模式升级。

口产品升级：创新药及产业链，创新疫苗，创新检测

创新药&产业链迎来最好的“高光时刻”。在医保“腾笼换鸟”的大背景下，集采降价将成为过评仿制药的主旋律，注射剂一致性评价已经启动，预计明后年将可能迎来集采，随着 DRGs付费落地，这将进一步倒逼药企加速转型创新。创新产业链CXO作为卖水人，CXO行业有望持续高景气。**创新药及转型创新**：恒瑞医药、长春高新、中国生物制药、君实生物、我武生物、甘李药业、博瑞医药、泽璟制药、康辰药业、冠昊生物、众生药业、科伦药业、亿帆医药、贝达药业、康弘药业、特宝生物、前沿生物、丽珠集团、健康元等。**产业链CXO：**药明康德、药明生物、凯莱英、康龙化成、昭衍新药、博腾股份、药石科技、美迪西等；

重磅疫苗品种上市驱动行业快速扩容。我国一类苗批签发占比超过60%，提供基础免疫，但利润微薄。二类苗属于自费品种，重磅品种上市将成为行业的核心驱动力。**创新疫苗**：康泰生物、智飞生物、华兰生物、康希诺、康华生物、万泰生物、华北制药、沃森生物等；

创新检测：三条优质赛道，国内企业尽享红利。我国IVD领域维持在15%以上的较高增长，化学发光、分子诊断和POCT增速均在20%以上，三大优质赛道有望成为未来发展机会较大的细分领域。**创新检测：**迈瑞医疗、安图生物、金域医学、华大基因、润达医疗、万孚生物、贝瑞基因、艾德生物、凯普生物等。

核 心 观 点

- **消费升级：血制品，医疗服务，消费中药**

在医保控费大背景下，国内医药消费需求持续升级，疫情后相关需求有望回暖，长期看好**血制品**（华兰生物、双林生物、卫光生物、天坛生物、博雅生物等）、**医疗服务**（通策医疗、美年健康、爱尔眼科等）、**消费中药**（片仔癀、云南白药、同仁堂等）。

- **模式升级：零售药店积极布局互联网医疗**

零售药店（大参林、一心堂、老百姓、益丰药房）和**分销商**（上海医药、九州通、柳药股份等）积极探索DTP、O2O等新模式。

- **消费升级和进口替代是医疗器械行业核心逻辑**

一方面，随着全国卫生投入增长、老龄化加剧、分级诊疗推进，中国器械市场规模空间巨大，另一方面，当前大部分器械赛道国产化率较低，消费升级&进口替代有望推动国产器械迎来黄金十年。同时，以全国集采和各省试点相结合的耗材带量采购模式有望常态化进行，格局良好、国产化率低的耗材龙头有望以价换量加速进口替代。建议关注**1）集采避风港领域**：化学发光（迈瑞医疗、安图生物、新产业）、消费性器械（欧普康视、伟思医疗、鱼跃医疗）；**2）创新器械领域：**TAVR（佰仁医疗）、外周介入（心脉医疗）、神经介入、电生理等；**3）耗材集采品种：**如**眼科**（爱博医疗）、**内镜诊疗**（南微医学）、**骨科**（凯利泰、大博医疗、三友医疗）、**肾科**（健帆生物、三鑫医疗）、**心血管**（乐普医疗、微创医疗）、**吻合器**（天臣医疗）。

核 心 观 点

医药外循环：疫情相关物资出口、特色原料药、制剂出口分享全球市场

- **海外疫情尚未出现拐点，出口疫情相关物资企业持续受益**

  疫情相关物资个股：华大基因、振德医疗、英科医疗、东方生物。

- **全球特色原料药产能逐渐向亚太地区转移**

  特色原料药：华海药业、普洛药业、仙琚制药、富祥股份。

- **制剂出口分享全球市场**

  制剂出口：海普瑞、健友股份、普利制药等。

2021年组合推荐：

- **稳健组合：**药明康德(603259)、迈瑞医疗(300760)、康泰生物(300601) 、通策医疗（600763）、恒瑞医药(600276)、长春高新(000661)、凯莱英（002821）、大参林(603233)、华兰生物(002007)、健帆生物（300529）。

- **弹性组合：**我武生物（300357）、康辰药业(603590)、美年健康（002044）、双林生物（000403）、智飞生物(300122)、金域医学(603882)、一心堂(002727)、凯利泰(300326)、康龙化成(300759) 、药石科技(300725)。

- **科创板组合：**博瑞医药（688166）、南微医学（688029）、美迪西（688202）、伟思医疗（688580）、天臣医疗（688013）。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险；研发失败的风险。

推荐组合盈利预测与估值表

	代码	公司	总市值（亿元）	股价（元）	归母净利润（亿元）			归母净利润同比增速			EPS（元）			PE（倍）			投资评级
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
稳健组合	603259.SH	药明康德	2,735.40	112.72	18.55	26.99	35.41	-18.0%	45.5%	31.2%	0.76	1.11	1.45	139	95	73	买入
	300760.SZ	迈瑞医疗	4,702.29	386.80	46.81	65.98	78.75	25.9%	41.0%	19.4%	3.85	5.43	6.48	85	60	51	买入
	300601.SZ	康泰生物	1,232.53	181.32	5.75	8.87	15.41	31.9%	54.4%	73.8%	0.85	1.32	2.29	251	163	94	买入
	600763.SH	通策医疗	722.27	225.26	4.63	5.98	8.06	39.4%	29.2%	34.7%	1.44	1.87	2.51	153	119	88	买入
	600276.SH	恒瑞医药	4,736.70	88.84	53.28	64.53	80.95	31.1%	21.1%	25.5%	1	1.22	1.53	91	75	60	买入
	000661.SZ	长春高新	1,515.76	374.52	17.75	28.16	34.84	76.4%	58.7%	23.7%	4.39	6.96	8.61	50	40	31	买入
	002821.SZ	凯莱英	664.81	274.13	5.54	7.38	9.51	29.3%	33.3%	28.8%	2.28	3.04	3.92	120	90	70	买入
	603233.SH	大参林	620.24	94.50	7.03	9.78	12.04	32.2%	39.2%	23.1%	1.07	1.49	1.83	75	54	44	买入
	002007.SZ	华兰生物	934.08	51.20	12.83	16.06	18.66	12.6%	25.1%	16.2%	0.7	0.88	1.02	86	69	59	持有
	300529.SZ	健帆生物	633.69	79.30	5.71	8.44	10.85	42.0%	47.8%	28.6%	0.71	1.06	1.36	105	71	55	买入
弹性组合	300357.SZ	我武生物	316.56	60.46	2.98	3.35	4.62	12.2%	38.0%	31.1%	0.64	0.88	1.16	95	69	52	买入
	603590.SH	康辰药业	61.41	38.38	2.66	2.06	2.52	0.8%	-22.6%	22.5%	1.66	1.29	1.58	24	31	25	买入
	002044.SZ	美年健康	666.99	17.04	-8.66	0.08	10.47	-205.6%	100.9%	13494.4%	-0.22	0	0.27	-68	7618	56	买入
	000403.SZ	双林生物	178.75	36.30	1.60	1.79	2.50	11.8%	39.5%	22.1%	0.37	0.51	0.72	93	67	48	买入
	300122.SZ	智飞生物	2,562.88	160.18	23.66	33.06	44.99	63.1%	39.7%	36.1%	1.48	2.07	2.81	106	76	56	买入
	603882.SH	金域医学	484.02	105.34	4.02	11	10.56	72.4%	173.5%	-4.1%	0.88	2.4	2.31	100	37	38	买入
	002727.SZ	一心堂	237.07	40.25	7.31	8.75	10.49	21.0%	19.8%	19.9%	1.24	1.49	1.78	31	26	21	买入
	300326.SZ	凯利泰	136.64	18.90	3.39	4.78	6.13	12.1%	41.2%	28.1%	0.47	0.66	0.85	55	39	31	买入
	300759.SZ	康龙化成	889.48	115.00	9.83	11.88	15.66	79.7%	20.8%	31.8%	1.24	1.5	1.97	95	79	60	持有
	300725.SZ	药石科技	196.94	135.65	1.52	1.99	2.54	14.0%	30.8%	28.0%	1.05	1.37	1.76	122	93	73	买入
科创板组合	688166.SH	博瑞医药	241.49	58.90	1.11	1.7	2.51	51.8%	53.2%	47.5%	0.27	0.42	0.61	205	134	91	持有
	688029.SH	南微医学	277.80	208.34	3.04	2.75	4.05	57.6%	-9.4%	47.3%	2.28	2.06	3.04	92	101	69	买入
	688202.SH	美迪西	107.09	172.73	0.98	1.41	1.97	47.6%	43.2%	40.0%	1.58	2.27	3.18	113	86	60	持有
	688580.SH	伟思医疗	80.65	118.00	1	1.32	1.92	57.4%	32.6%	45.5%	1.46	1.93	2.81	128	97	66	买入
	688013.SH	天臣医疗	28.54	35.67	0.42	0.37	0.57	81.6%	-11.2%	54.2%	0.53	0.47	0.72	-	-	-	-

数据来源：Wind，西南证券（截止2020/10/30）

药明康德（603259）：中国医药外包龙头，引擎澎湃动力充足

□ 投资逻辑：

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

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为27亿元、35.4亿元、44.8亿元，对应PE分别为95倍、73倍、58倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

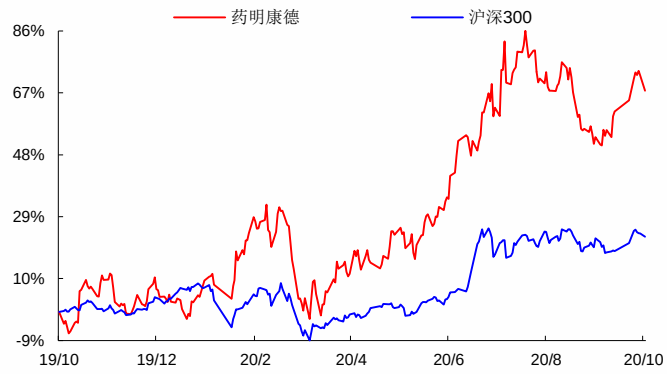
项目进度不及预期的风险；汇率波动风险；投资收益波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	12872.21	16414.66	20903.98
营业收入增长率	33.89%	27.52%	27.35%
归母净利润（百万元）	1854.55	2699.20	3540.73
净利润增长率	-17.96%	45.54%	31.18%
EPS（元）	0.76	1.11	1.45
P/E	139	95	73

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

迈瑞医疗（300760）：业绩加速恢复，中长期成长空间广阔

□ 投资逻辑：

1）受疫情影响监护线高增长，IVD和影像业务明年值得期待；2）国内外医疗新基建和补短板将带动公司呼吸机、监护仪、输注泵等产品的放量，由于疫情对经济的影响，为公司高性价比的产品提供了国际化的新机遇；3）公司也积极创新投入布局新的业务，兽用器械、硬镜、关节镜、超声刀、骨科、分子诊断等领域有望逐渐贡献新的增长点。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为65.2亿元、78.5亿元、99.9亿元，对应PE分别为72倍、60倍、47倍，“买入”评级。

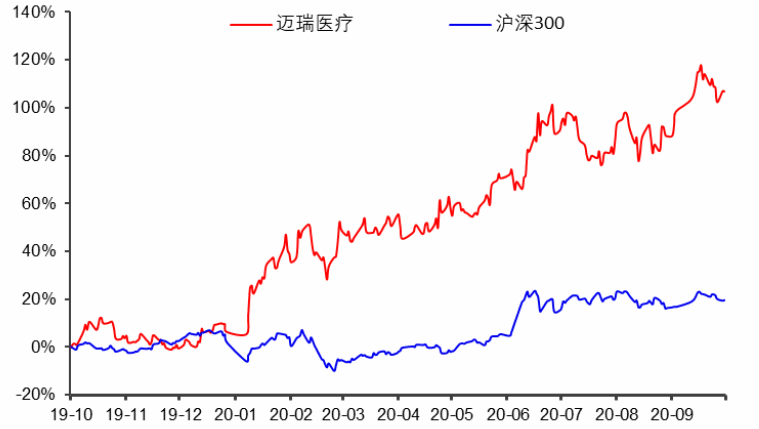
□ 风险提示：

行业政策变化、产品研发失败、后疫情时代相关业务复苏不及预期等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21393.37	25928.36	32079.25
营业收入增长率	29.22%	21.20%	23.72%
归母净利润（百万元）	6522.92	7846.28	9989.34
净利润增长率	39.36%	20.29%	27.31%
EPS（元）	5.37	6.45	8.22
P/E	72	60	47

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

康泰生物（300601）：疫情凸显价值，在研产品逐渐步入收获期

□ 投资逻辑：

1）4联苗预灌封全国换标基本完成，乙肝疫苗恢复市场供应，后续有望量价齐升，23价肺炎疫苗有望延续Q3超预期表现；2）多路线积极布局新冠疫苗研发，和阿斯利康合作的AZD1222有望借用海外III数据实现国内较快上市，新冠灭活疫苗目前已在江苏淮安开展I期临床试验，重组VSV病毒载体疫苗处于临床前研发；3）研发端，多产品进展顺利，2021-2022年预计有4-5个新品种获批，奠定公司未来多年成长的基础，13价肺炎疫苗审评进展正产，预计2021H1获批，人二倍体狂苗年底前报产，预计2021年底获批。

□ 业绩预测与投资建议：

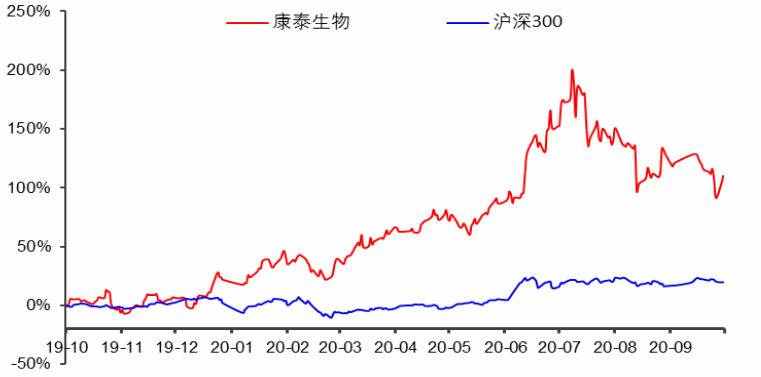
预计2020-2022年归母净利润分别为7.9亿元、14.2亿元、23.3亿元，对应PE分别为155倍、87倍、53倍，“买入”评级。

□ 风险提示：合作进展不及预期、研发失败风险、疫苗安全事故风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2494.33	4305.24	6613.67
营业收入增长率	28.35%	72.60%	53.62%
归母净利润（百万元）	794.50	1417.16	2327.79
净利润增长率	38.29%	78.37%	64.26%
EPS（元）	1.17	2.08	3.42
P/E	155	87	53

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

通策医疗（600763）：扩张模式成熟复制性高，省内市场下沉可期

□ 投资逻辑：

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

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为6亿元、8.1亿元、11亿元，对应PE分别为119倍、88倍、65倍，“买入”评级。

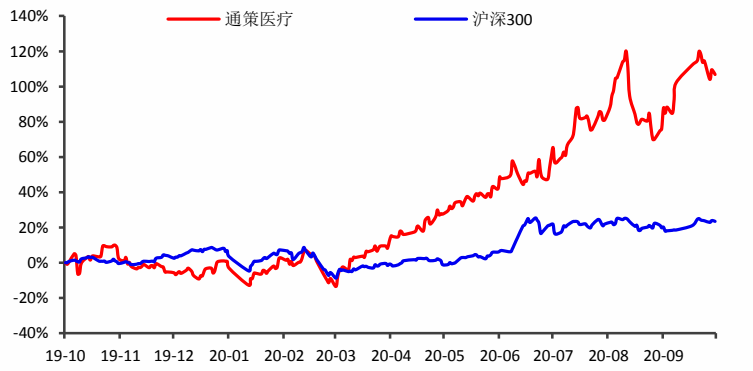
□ 风险提示：

医生流失和人才短缺风险；跨区域发展风险；并购进展不及预期；医疗事故风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1894.22	2277.45	2933.76
营业收入增长率	22.52%	20.23%	28.82%
归母净利润（百万元）	463.07	598.05	805.84
净利润增长率	39.44%	29.15%	34.74%
EPS（元）	1.44	1.87	2.51
P/E	153	119	88

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

恒瑞医药（600276）：刚需属性不改，创新驱动增长快速恢复

□ 投资逻辑：

1）国内创新药绝对龙头企业，创新正驱动公司加速成长。公司在研发与已获批创新药品种数量国内遥遥领先，也是创新转型最彻底、创新成果最丰富，未来对仿制药业务依赖程度越来越低，是受仿制药降价趋势影响最小的标的，随着19K、吡咯替尼、PD-1等重磅创新产品获批，我们认为从2018年开始创新将强势推动公司进入新的增长周期。

2）创新转型加速，积极防御仿制药带量采购影响。公司核心仿制药品种均为注射剂，在一致性评价进程中要晚于固体口服制剂；我们认为，仿制药带量采购对公司影响比其他企业延迟1-2年，而未来2年公司创新药即将从数量和销售额上快速崛起，快速实现仿制向创新的战略转型，将有效抵御仿制药降价带量采购对公司收入和业绩造成的负面影响。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为64.5亿元、81亿元、100.1亿元，对应PE分别为75倍、60倍、49倍，“买入”评级。

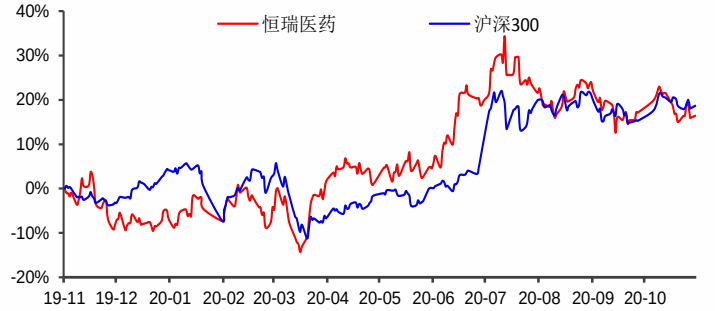
□ 风险提示：

肿瘤药集中采购降价、药品研发进度不达预期等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	23288.58	27924.41	33564.55
营业收入增长率	33.70%	19.91%	20.20%
归母净利润（百万元）	5328.03	6452.91	8095.29
净利润增长率	31.05%	21.11%	25.45%
EPS（元）	1.00	1.22	1.53
P/E	91	75	60

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

长春高新（000661）：业绩增长符合预期，核心产品持续放量

□ 投资逻辑：

1）生长激素市场空间大，增速快，竞争格局好，金赛药业是行业龙头，业绩有望持续快速增长；2）百克生物鼻喷流感疫苗上市，有望贡献较大业绩弹性，值得期待；3）公司的房地产和中成药业务平稳增长，有望继续贡献稳定现金流。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为28.2亿元、34.8亿元、44.5亿元，“买入”评级。

□ 风险提示：

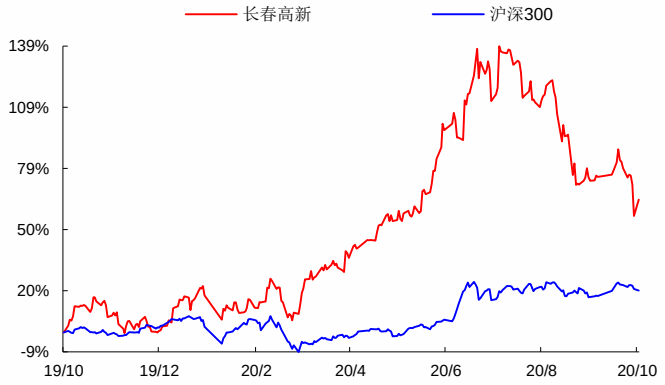
生长激素放量不及预期的风险；在研产品进度不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	7373.70	9327.73	11877.93
营业收入增长率	37.19%	26.50%	27.34%
归母净利润（百万元）	1775.01	2816.46	3484.23
净利润增长率	76.36%	58.67%	23.71%
EPS（元）	4.39	6.96	8.61
P/E	50	40	31

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

凯莱英（002821）：业绩加速增长，长期发展可期

□ 投资逻辑：

1）受益国内创新药崛起，国内CDMO业务进入收获期。公司的首个MAH项目再鼎医药的尼拉帕利已经进入商业化阶段，同时，国内NDA项目在手订单达到20个，预计随着NDA项目的逐步进入商业化阶段，公司的国内CDMO业务收入有望继续保持高速增长，盈利能力也有望持续提升；2）激励逐步常态化，长期发展动力强劲。推出第四轮股权激励计划，解锁条件为2020-2022年三年复合增速在20%以上，持续的股权激励对提升员工积极性、保留和吸引人才具有重要意义，有利于公司长期发展。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为7.4亿元、9.5亿元、12.1亿元，对应PE分别为90倍、70倍、55倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

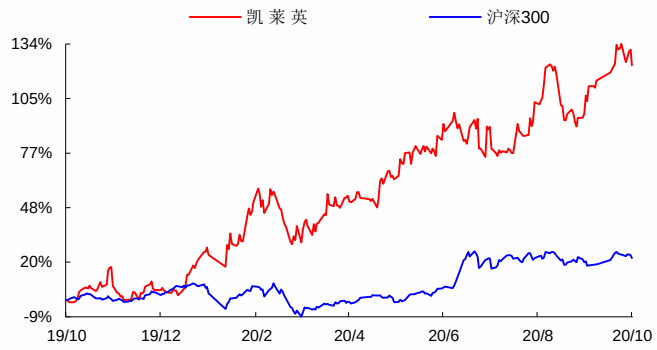
商业化订单不及预期；临床阶段项目订单不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2459.99	3219.07	4160.75
营业收入增长率	34.07%	30.86%	29.25%
归母净利润（百万元）	553.86	738.32	950.58
净利润增长率	29.32%	33.30%	28.75%
EPS（元）	2.28	3.04	3.92
P/E	120	90	70

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

大参林（603233）：门店加速扩张，拥抱互联网医疗新趋势

□ 投资逻辑：

1）公司营销网络集中于华南地区，并由此向外持续扩张；2）公司在短期内门店结构将改善，利润将会迎来高速增长；3）中长期将受益于处方外流带来的行业市场规模增加，叠加公司互联网医疗布局打开公司成长空间。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为10.5亿元、12.9亿元、16.1亿元，对应PE分别为54倍、44倍、35倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

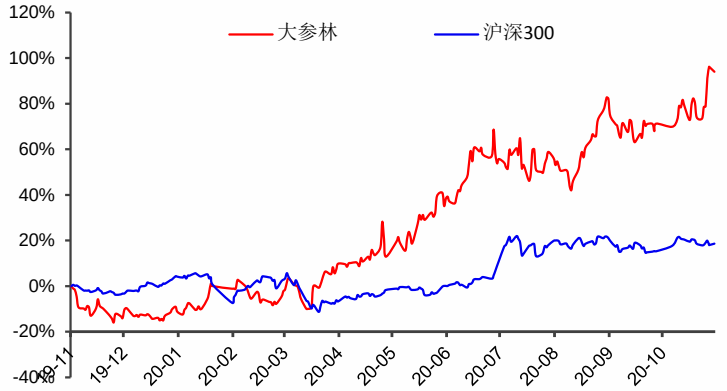
门店扩张不达预期，特慢病业务增长不及预期，药品降价风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	14531.34	17799.28	21713.01
营业收入增长率	30.43%	22.49%	21.99%
归母净利润（百万元）	1045.51	1286.16	1614.66
净利润增长率	48.79%	23.02%	25.54%
EPS（元）	1.59	1.96	2.46
P/E	54	44	35

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

华兰生物（002007）：采浆逐步恢复正常，期待下半年流感疫苗放量

□ 投资逻辑：

1）血制品行业为稳健增长的高壁垒赛道，公司为龙头之一；2）疫情导致流感疫苗供不应求，公司四价流感疫苗具有行业最大产能，有望带来较大的业绩增量；3） 生物药临床进展顺利，进一步打开公司成长空间。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为16.1亿元、18.7亿元、21.5亿元，对应PE分别为69倍、59倍、52倍，“持有”评级。

□ 风险提示：

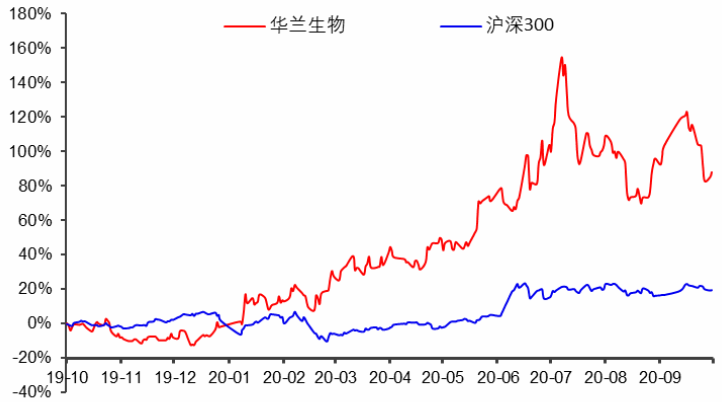
疫苗业务竞争加剧的风险；血制品放量不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3699.94	4536.19	5262.62
营业收入增长率	15.02%	22.60%	16.01%
归母净利润（百万元）	1283.45	1605.98	1866.14
净利润增长率	12.63%	25.13%	16.20%
EPS（元）	0.70	0.88	1.02
P/E	86	69	59

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

健帆生物（300529）：国内血液灌流行业龙头企业

□ 投资逻辑：

1）公司在国内血液灌流领域市占率超过80%，为绝对龙头，2019年透析患者中的灌流渗透率为24%，随着透析患者增长和灌流渗透率提升，行业潜在空间巨大；2）肾病领域治疗需求刚性，疫情影响有限，全年有望维持35%以上的增长，肝病领域，公司的人工肝技术临床地位日益突显，纳入疫情相关临床治疗指南有助于产品推广，预计全年有望维持高增长。3）公司拟发行可转债募集资金布局血液透析业务，完善血液净化产品线，长期看公司将在产能、产品线、渠道将形成更强的壁垒。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为8.4亿元、10.9亿元、14.2亿元，对应PE分别为71倍、55倍、42倍，“买入”评级。

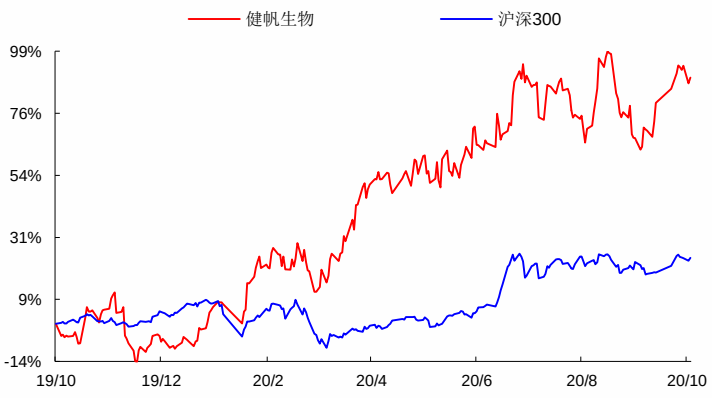
□ 风险提示：

产品结构单一风险、血液透析产品进展不及预期、产品降价风险、肝病拓展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1431.82	1928.13	2531.40
营业收入增长率	40.86%	34.66%	31.29%
归母净利润（百万元）	570.82	843.93	1084.99
净利润增长率	42.00%	47.84%	28.56%
EPS（元）	0.71	1.06	1.36
P/E	105	71	55

股价表现



www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

我武生物（300357）：国内脱敏治疗龙头，发展空间巨大

□ 投资逻辑：

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

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为3.4亿元、4.6亿元、6.1亿元，对应PE分别为95倍、69倍、52倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

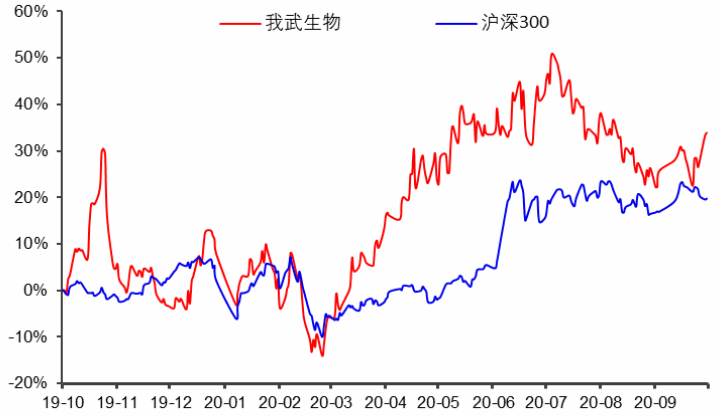
收入依赖单一品种风险；市场竞争加剧风险；新药开发风险；产业政策风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	639.35	698.01	965.98
营业收入增长率	27.68%	9.18%	38.39%
归母净利润（百万元）	298.30	334.62	461.89
净利润增长率	28.09%	12.18%	38.04%
EPS（元）	0.57	0.64	0.88
P/E	106	95	69

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

康辰药业（603590）：业绩逐步回升，募投布局骨科抗癌新领域

□ 投资逻辑：

1）公司拥有国内血凝酶临床止血药物市场唯一的国家一类新药，价格是同类仿制药的3倍，毛利率保持高位水平，“苏灵”核心专利保护期至2029年，竞争格局良好。疫情消退，手术需求反弹;2）布局抗癌管线及骨科领域，外延拓展增长新空间。通过非公开发行募投创新药和引入特立帕肽，进一步丰富公司产品线。特立帕肽是国内外唯一上市的骨形促进剂处方药，2018年全球市场规模已达19.3亿美元，且国内市场同类竞品较少。公司目前主要在研新药包括CX1003、CX1026和KC1036等多个项目，均为靶向抗肿瘤领域的一类创新药，奠定未来增长潜力。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为2.1亿元、2.5亿元、2.8亿元，对应PE分别为31倍、25倍、23倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

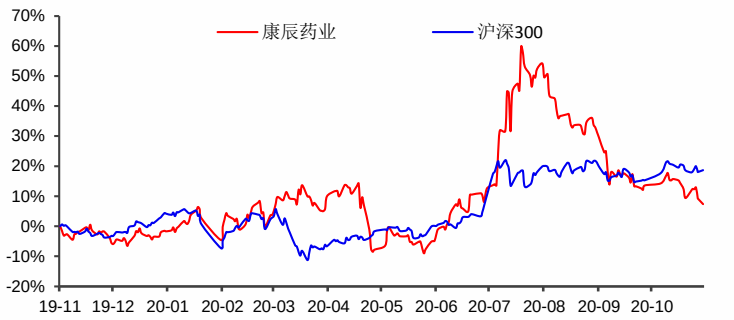
市场竞争风险、药品价格下行风险、新药研发风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1065.92	856.65	976.00
营业收入增长率	4.28%	-19.63%	13.93%
归母净利润（百万元）	266.08	206.05	252.45
净利润增长率	0.81%	-22.56%	22.52%
EPS（元）	1.66	1.29	1.58
P/E	24	31	25

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

美年健康（002044）：牵手战投再出发，打造健康生态圈

□ 投资逻辑：

（1）公司作为民营体检机构龙头企业，综合实力较强，充分享受行业发展红利，2019年全国市占率约为6%，尤其在公立医院资源相对稀缺的三四线城市，公司相对优势更加明显，广阔市场支持业绩稳健增长；（2）公司提升医质，有望成功重塑专业民营体检龙头品牌形象，继续建设健康生态圈打造平台优势，构建品牌和管理护城河；（3）引入实力战投阿里有望获得高流量平台支持，低成本引入大量C端客户，助力实现高质量业绩增长。预计2020年至2022年公司收入复合增速约为14%，归母净利润复合增速约为34%。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为770万元、10亿元、12亿元，对应PE分别为7618倍、56倍、 48倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

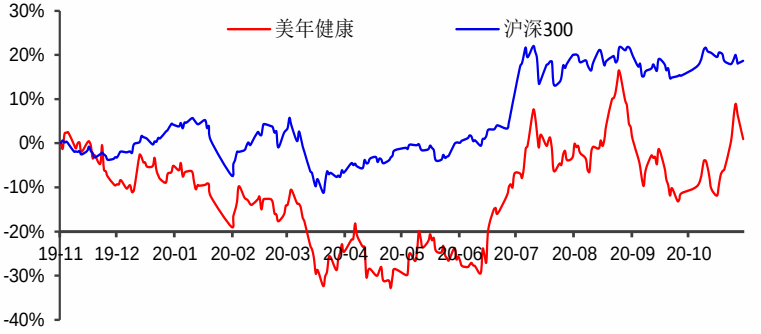
疫情降低体检门店到检率的风险；医疗事故风险；商誉减值风险；市场规模测算存在假设不达预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8525.03	8968.85	11369.81
营业收入增长率	0.79%	5.21%	26.77%
归母净利润（百万元）	-866.47	7.70	1047.03
净利润增长率	-205.58%	100.89%	13494.42%
EPS（元）	-0.22	0.00	0.27
P/E	-68	7618	56

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

双林生物（000403）：资产重组+新品获批+合作供浆打开成长空间

□ 投资逻辑：

（1）整体采浆量有望在2022年突破1000吨，进入国产血制品第一梯队。2021年派斯菲科并购完成带来每年约300吨血浆增量，加上新疆德源供浆协议约180吨血浆；（2）积极推进产品上市和新品研发，人凝血因子 VIII和纤原产品获批后分别有望给公司吨浆净利人带来8-10万元的提升。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为1.8亿元、2.5亿元、3.1亿元，对应PE分别为93倍、67倍、48倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

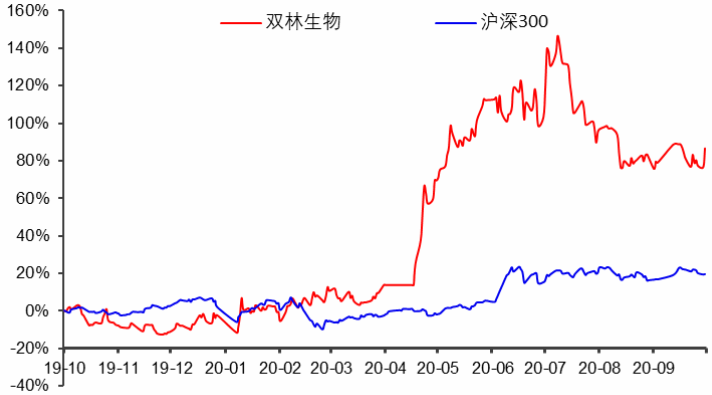
采浆量不达预期；血制品降价风险；国内疫情发酵风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	915.66	1004.83	1319.06
营业收入增长率	6.49%	9.74%	31.27%
归母净利润（百万元）	160.45	179.39	250.21
净利润增长率	100.60%	11.80%	39.48%
EPS（元）	0.33	0.37	0.51
P/E	105	93	67

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

智飞生物（300122）：代理产品强势增长，自主产品逐步回暖

□ 投资逻辑：

1）代理产品强势增长，预计前三季度代理产品收入突破百亿元，增速超过50%，其中以9价HPV疫苗贡献的收入增量最多，目前HPV疫苗仍供不应求，代理产品有望维持高速增长。2）自产产品调结构弥补三联苗断档期。1~9月份，预充装ACYW135多糖疫苗、预充装AC结合疫苗以及预充装Hib疫苗等升级优化产品大幅批签发，同时销售大幅放量有望弥补三联苗再注册的断档期，预计这三个产品全年有望贡献超过10亿元。3）研发储备充足，重磅产品EC诊断试剂和微卡疫苗明年有望贡献业绩增量，流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗、15价肺炎球菌结合疫苗研发也有望逐渐推进，将为公司中长期发展蓄势。重组新冠疫苗研发进展靠前，后续有望带来业绩弹性。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为33.1亿元、45亿元、61.4亿元，对应PE分别为76倍、56倍、 41倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

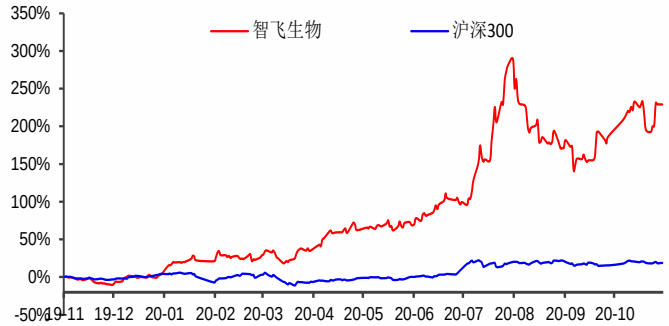
新冠疫苗研发进展不及预期、代理产品无法续期风险、疫苗安全事故风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10587.32	15244.08	19699.08
营业收入增长率	102.50%	43.98%	29.22%
归母净利润（百万元）	2366.44	3306.42	4499.05
净利润增长率	63.05%	39.72%	36.07%
EPS（元）	1.48	2.07	2.81
P/E	106	76	56

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

金域医学（603882）：核酸检测增厚业绩，股权激励调动团队积极性

□ 投资逻辑：

1）新冠核酸检测增厚业绩，前三季度新冠核酸累计检测量超过2200万例，常规业务逐季恢复，全年增长可期；2）ICL渗透率低，参考美、欧、日还有很大的提升空间，疫情提升政府和医疗机构对第三方检测作用的认知，后续医保控费将持续利好“检测外流”；3）股权激励将留住优秀人才，调动核心团队积极性，有利公司长期优质发展。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为13.7亿元、10.7亿元、12.8亿元，对应PE分别为38倍、48倍、40倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

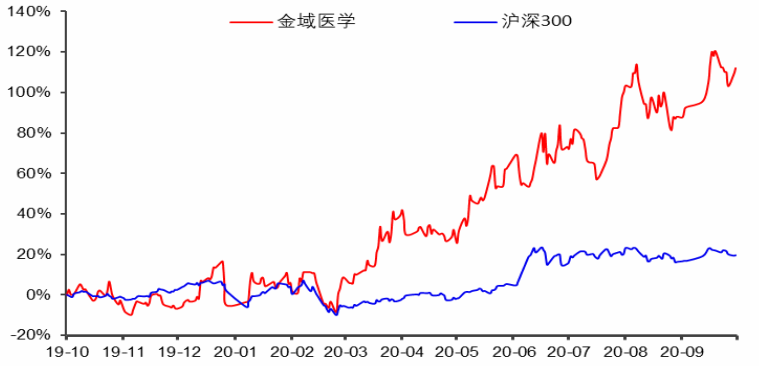
分级诊疗政策执行力度或低于预期的风险、公司外延全国四级网络实验室扩张进度或低于预期的风险、公司毛利率或大幅下行的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	8073.43	8186.97	9740.41
营业收入增长率	53.22%	1.41%	18.97%
归母净利润（百万元）	1372.93	1073.16	1283.72
净利润增长率	241.24%	-21.83%	19.62%
EPS（元）	2.99	2.34	2.79
P/E	38	48	40

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

一心堂（002727）：股权激励激发经营活力，特慢病打开成长空间

□ 投资逻辑：

1）慢病业务收入高、市场潜力大，公司已有慢病门店基础，未来成长空间大；2）公司电商业务发展态势良好，线上线下协同增厚公司业绩；3）限制性股票激励计划调动核心员工积极性，刺激公司业绩稳健增长。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为7.3亿元、8.7亿元、10.5亿元，对应PE分别为31倍、26倍、 21倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

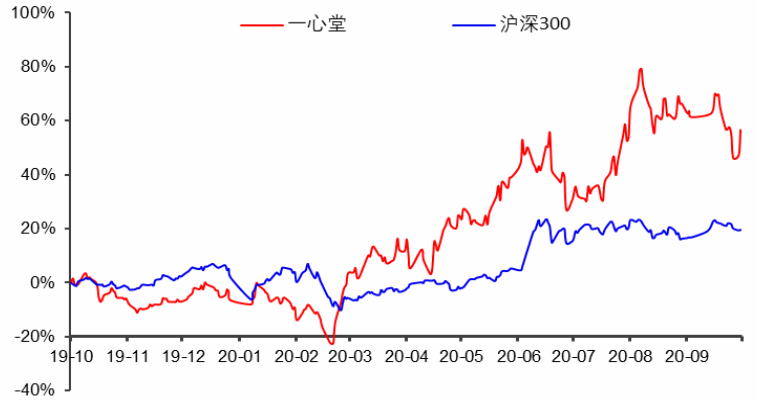
门店扩张不达预期，特慢病业务增长不及预期，药品降价风险等。

业绩预测和估值指标

指标	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	12353.88	14167.68	16479.93
营业收入增长率	17.89%	14.68%	16.32%
归母净利润（百万元）	730.64	874.94	1048.84
净利润增长率	20.98%	19.75%	19.88%
EPS（元）	1.24	1.49	1.78
P/E	31	26	21

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

凯利泰（300326）：疫情和激励费用拖累业绩，长期成长趋势不改

□ 投资逻辑：

1）骨科手术量受到疫情影响下滑，叠加激励费用摊销的影响，使得短期业绩承压，但目前已经逐季好转；2）公司目前覆盖骨科创伤类、 脊柱类、关节微创、运动医学等多领域的骨科医用高值耗材产品线，产品品种齐全，覆盖面广，未来将以关节镜手术系列产品为切入点，重点发展运动医学领域骨科微创产品。3）引入淡马锡富敦投资与高瓴资本作为战略投资者，共同推进未来的长期发展。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为3亿元、4.2亿元、5.7亿元，对应PE分别为45倍、33倍、 24倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

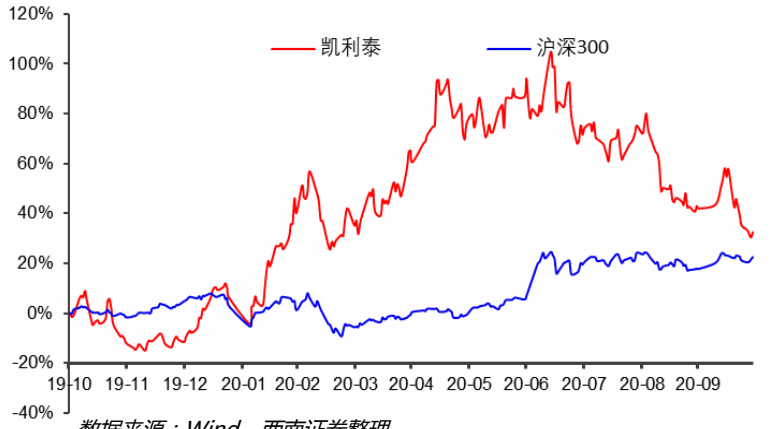
门诊手术恢复不及预期、高值耗材带量采购降价超预期、Elliquence整合不及预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1221.90	1586.11	2018.77
营业收入增长率	-0.03%	29.81%	27.28%
归母净利润（百万元）	302.46	418.47	567.16
净利润增长率	0.05%	38.35%	35.53%
EPS（元）	0.42	0.58	0.78
P/E	45	33	24

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

康龙化成（300759）：业绩增长超预期，盈利能力提升显著

□ 投资逻辑：

1）CXO行业在我国处于起步阶段，受益于产能转移和国内创新药崛起，未来三年增速有望保持在20%。2）公司临床前CRO竞争力较强，未来有望继续保持稳健增长。3）公司产业链逐步延伸，向临床CRO和CDMO领域拓展，未来有望打造一体化布局，新业务也有望贡献较大业绩弹性。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为9.8亿元、11.9亿元、15.7亿元，对应PE分别为95倍、79倍、60倍，“持有”评级。

□ 风险提示：

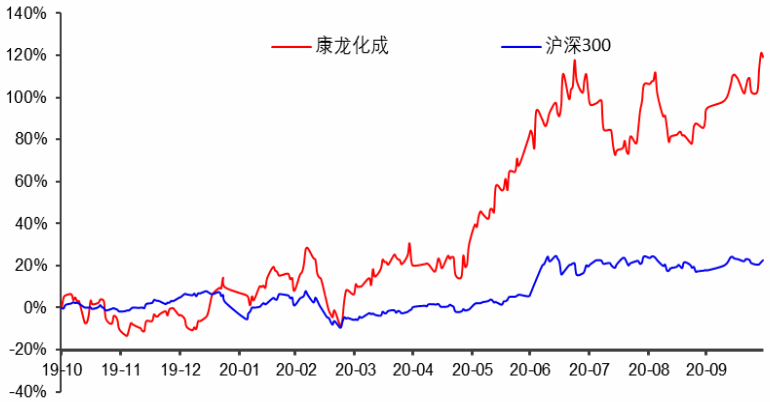
订单数量下滑或波动、产能投运不及预期、业务拓展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5034.47	6731.96	8733.12
营业收入增长率	34.00%	33.72%	29.73%
归母净利润（百万元）	983.35	1188.16	1565.92
净利润增长率	79.71%	20.83%	31.79%
EPS（元）	1.24	1.50	1.97
P/E	95	79	60

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

药石科技（300725）：业绩恢复快速增长，砌块龙头成长趋势不变

□ 投资逻辑：

1）公司小分子砌块业务拥有自主知识产权、高毛利率、竞争格局优异等显著特点；2）公司现有砌块库规模为8万余个，与全球最大拥有25万个小分子库企业Sigma-Aldrich相距甚远，公司仍有很大的建库发展空间。3）在砌块业务的协同作用下，公司通过收购新产能积极向下游CMO与创新药产业链延伸，拓展新的业务模式。预计公司未来3年内将持续处于高速发展趋势，3年业绩复合增速有望超50%；4）公司分子砌块技术处于创新医药研发的最前端，具有明显的市场先发优势，可协同中下游的CMO业务。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为2亿元、2.5亿元、3.2亿元，对应PE分别为93倍、73倍、 58倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

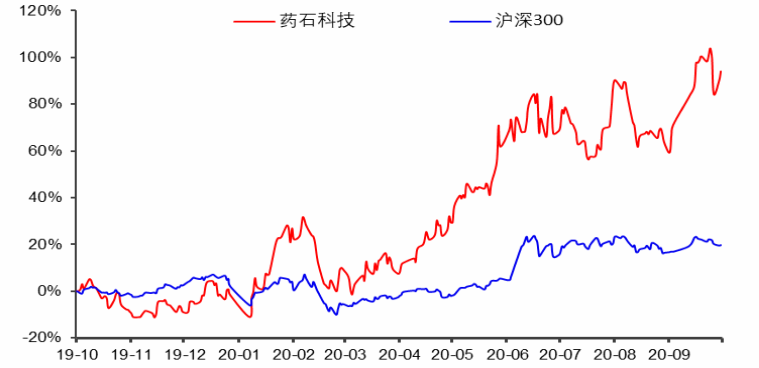
汇兑损益风险、高环保要求风险、砌块产品研发低于预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	662.23	894.09	1165.80
营业收入增长率	38.47%	35.01%	30.39%
归母净利润（百万元）	152.07	198.86	254.45
净利润增长率	14.03%	30.77%	27.95%
EPS（元）	1.05	1.37	1.76
P/E	122	93	73

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

博瑞医药（688166）：高技术壁垒塑造多元业务，在研产品静待结果

□ 投资逻辑：

1）公司技术实力突出，曾助力正大天晴实现恩替卡韦的首仿；2）产品技术得到国内外大型制药企业的认可，国内一线制药企业恒瑞医药、华东医药、扬子江药业、齐鲁制药，以及国外仿制药巨头TEVA等均是公司的下游客户。3）国内外多个品种待放量，公司业绩有望继续维持高速增长。国外：恩替卡韦ANDA即将放量；国内:四个制剂待放量，重磅品种奥司他韦已申报。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为1.7亿元、2.5亿元、3.7亿元，对应PE分别为134倍、91倍、61倍，“持有”评级。

□ 风险提示：

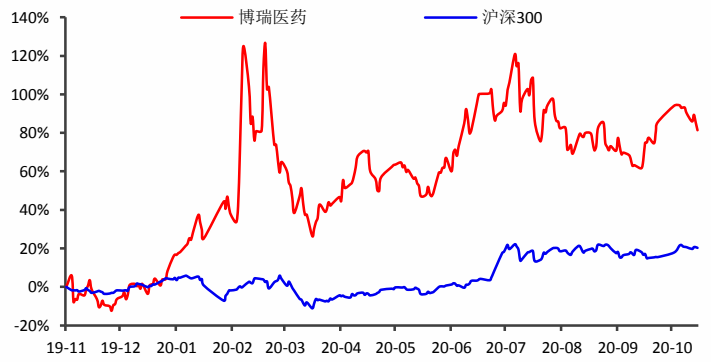
药品降价的风险，国际医药政策变动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	503.16	664.38	858.42
营业收入增长率	23.47%	32.04%	29.21%
归母净利润（百万元）	111.08	170.16	250.90
净利润增长率	51.75%	53.18%	47.45%
EPS（元）	0.27	0.42	0.61
P/E	205	134	91

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

南微医学（688029）：内镜诊疗领域领军者，三大技术平台奠定高成长

□ 投资逻辑：

1）全球内镜诊疗器械市场空间巨大，消融耗材和 EOCT 产品蓝海市场有望打开。2） 公司研发创新能力强，产品性价比优异。重点创新产品的研发、注册和上市工作取得阶段性进展。一次性使用高频切开刀已在国内获批，2020 年上半年正在进行美国FDA 注 册；公司自主研发的快速交换切开刀已完成欧盟 CE 注册，ERCP 和 EMR/ESD 产品不断增加新功能，性能持续改进，预计2020年仍能逆势取得高速增长。3）销售网络遍及全球，三大平台构建长期竞争力。公司产品销售网络遍及全球，产品远销美国、德国、日本等发达国家，自主品牌产品的竞争力在海外市场稳步提升，现已具备与国际一流医疗器械厂商竞争的能力。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为2.8亿元、4.1亿元、5.8亿元，对应PE分别为101倍、69倍、48倍，“买入”评级。

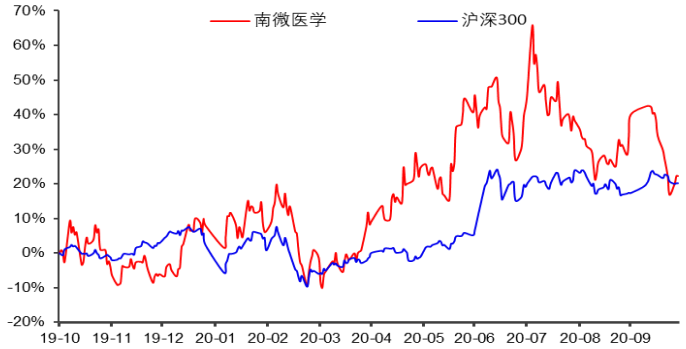
□ 风险提示：

疫情影响超过预期风险、公司产品研发及销售进度不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1307.47	1349.90	1840.62
营业收入增长率	41.79%	3.24%	36.35%
归母净利润（百万元）	303.60	275.02	405.15
净利润增长率	57.55%	-9.41%	47.31%
EPS（元）	2.28	2.06	3.04
P/E	92	101	69

股价表现



数据来源：Wind，西南证券

数据来源：Wind，西南证券整理

美迪西（688202）：经营业绩稳健增长，高研发投入保障长远发展

□ 投资逻辑：

1）新签订单快速增长，业绩保障可期；2）物发现与研究+临床前服务两板块稳定增长，订单量快速增长下公司溢价能力不断提升，公司规模效应凸显，毛利率持续提升；3）持续加大海外市场扩展和研发投入，推进新实验园区建设，募投项目逐步投产，产能持续扩大，加之新签订单和新客户数快速增长，公司业绩增长动力强劲。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为1亿元、1.4亿元、2亿元，对应PE分别为113倍、79倍、56倍，“持有”评级。

□ 风险提示：

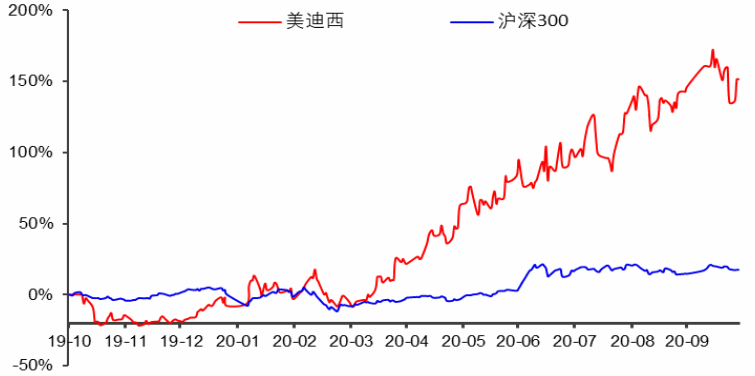
医药行业政策变动风险；创新药发展不及预期风险；订单波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	449.39	620.07	842.24
营业收入增长率	38.30%	37.98%	35.83%
归母净利润（百万元）	66.57	98.24	140.71
净利润增长率	9.54%	47.56%	43.23%
EPS（元）	1.07	1.58	2.27
P/E	166	113	79

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

伟思医疗（688580）：新型康复器械前景广阔，国产龙头快速成长

□ 投资逻辑：

1）公司是国内新型康复器械的龙头将受益于康复医疗需求快速增长。2019年我国康复医疗器械市场达343亿元， 2014~2019CAGR为24.4%。公司所处的电刺激、磁刺激、电生理、康复机器人四个新型康复器械领域技术发展迅速，尤其磁刺激康复医疗器械和康复机器人市场刚刚起步，是康复器械中高壁垒、高技术的前沿的领域；2）电刺激类迭代升级再出发，公司的电刺激类产品主要用于盆底及产后康复和神经康复，Myonyx和瑞翼系列升级产品将支撑公司耗材产品高增长；3）磁刺激仪迅速放量。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为1.3亿元、1.7亿元、2.3亿元，对应PE分别为66倍、50倍、38倍，“买入”评级。

□ 风险提示：

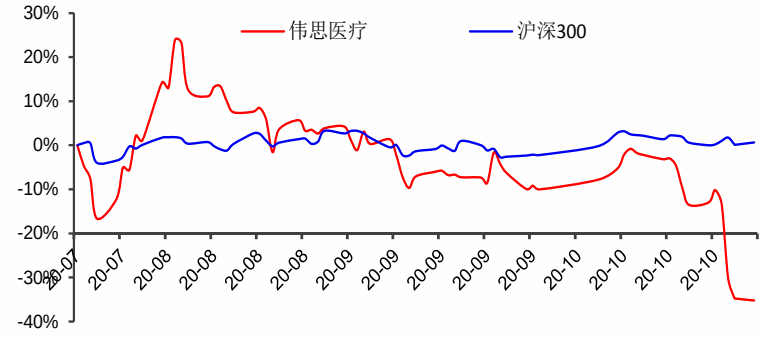
原材料供应商集中、产品调整不及预期、外协风险、研发失败风险。

业绩预测和估值指标

指标	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	383.87	507.48	662.99
营业收入增长率	20.38%	32.20%	30.65%
归母净利润（百万元）	130.74	173.54	226.62
净利润增长率	31.11%	32.74%	30.59%
EPS（元）	1.91	2.54	3.32
P/E	66	50	38

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

www.swsc.com.cn

天臣医疗（688013）：高端外科手术吻合器龙头，境内境外双线发力

□ 投资逻辑：

1）公司是专注于高端外科手术吻合器研发创新和生产销售的高新技术企业，吻合器作为一种替代传统手工缝合来闭合手术切口的医疗器械，具有广阔市场，发展空间；2）“MWS+MVP+PK”模式促进高效研发，创新产品布局微创手术市场；3）出口先锋领航高性能医疗器械进军国际市场，公司建立了较完善的境外营销体系，通过签订长期业务及经销协议加速扩展国际营销网络，实现终端快速对接，逐步加强品牌建设与市场影响力。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年归母净利润分别为3729万元、5748万元、8564万元，建议关注。

□ 风险提示：

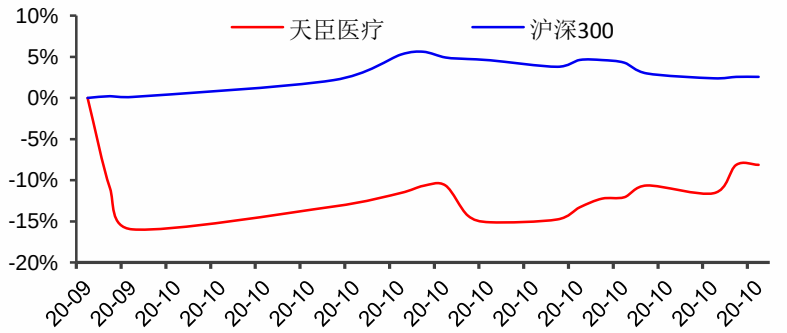
1）高值耗材带量采购未中标或大幅降价风险；2）全球新冠疫情蔓延致境外销售业绩下滑的风险；3）新产品研发失败的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	172.76	172.59	239.44
营业收入增长率	45.14%	-0.10%	38.73%
归母净利润（百万元）	42.01	37.29	57.48
净利润增长率	81.60%	-11.23%	54.15%
EPS（元）	0.53	0.47	0.72

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

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

分析师：陈进
执业证号：S1250517100002
邮箱：cj@swsc.com.cn

分析师：张熙
执业证号：S1250520070005
邮箱：zhangxi@swsc.com.cn

分析师：马云涛
执业证号：S1250520090001
邮箱：mayt@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

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

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

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

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

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

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

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

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

重庆
地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼
邮编：400023

深圳
地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼
邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn