医药开始反弹，有望结束近两个月的调整状态

——医药生物投资周报

投资周报

● **医药开始反弹，有望结束近两个月的调整状态**

上周(9 月 25 日到 10 月 9 日)来看，创业板增长 5.41%，沪深 300 增长 2.59%，医药生物增长 2.59%，医药开始底部反弹，从 8 月初到 9 月底，医药行业指数下降约 15%，调整幅度和时间均较大。上周医药开始反弹，有望结束之前近两个月的调整状态。细分来看，8 月初到 9 月底，生物制品调整幅度最大，约下调了 25%，主要是受疫苗影响；其次是医疗器械板块，下调 15%，医疗服务、化学原料药、化学制剂下调幅度 11%左右，中药、商业调整幅度较低。预计生物制品、医疗器械反弹较快，其次是医疗服务和原料药板块。

长期来看，只要所在的细分行业保持稳定较快的内生增长，公司经营得当。政策的扰动，国际形势的扰动都不会改变大的趋势。因为比如人本的需求，科技进步的外部性都不会因为政策政治的干扰而变化，优质医药股填补之前的价格缺口只是时间问题。

● **三季度预告和财报是十月投资主题**

一方面 CXO 板块预计继续保持高速增长，特别是 cdmo 板块，预计药石科技、博腾股份保持强劲增长，特别出口部分。另外药明康德、昭衍新药等预计也保持高速增长。

其次是器械板块的出口，由于三季度海外疫情的持续，预计设备类迈瑞医疗、理邦仪器、鱼跃医疗、宝莱特等均保持高速增长，另外检测类华大基因、达安基因、新产业、迈瑞医疗、万孚生物仍继续保持强劲增长。低值耗材类的英科医疗和蓝帆医疗预计收入端增长会快速提高。

第三是服务板块，服务板块立足国内，国内三季度处于逐步恢复的状态中。预计爱尔眼科收入同比增速逐步由负转正，通策医疗、美年健康等也逐步好转。

消费零售端如药店，预计仍然可以保持较高的增长速度，内生和外延双轮驱动，如大参林、益丰药房。

● **博雅生物向华润控股定增，华润控股将成为实控人**

博雅生物向华润医药控股发行股票 86,664,972 股，发行价格为 31.43 元/股，募集资金总额不超过 272,388.01 万元，拟全部用于补充营运资金。高特佳集团将其持有的公司发行前 16.00%股票转让给华润医药控股，将 13.17%表决权委托给华润医药控股。本次发行完成后，华润医药控股通过受让原有股份、表决权委托及认购向特定对象发行的股票，将持有公司 155,996,950 股股份，占本次发行后公司总股本的 30.00%，合计将拥有公司 40.97%的表决权，华润医药控股将成为公司控股股东，中国华润将成为公司实际控制人，国务院国资委将成为公司最终实际控制人。

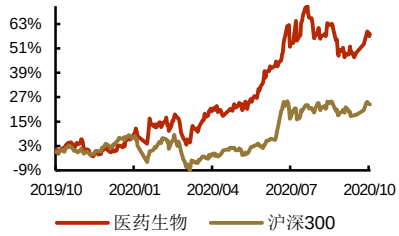
● **风险提示：带量采购政策影响、中美关系影响**

推荐（维持评级）

沈瑞（分析师）

证书编号：S0280520060001

行业指数走势图



相关报告

《收入端受疫情影响增速暂放缓，利润端多个子板块高景气》2020-09-21

《医药继续调整，子板块表现与中报业绩相关性较强》2020-09-08

《医保基金改革加强共济性和监管，龙头药店有望承接统筹基金》2020-09-03

《第三批集采出炉，头部国内企业斩获多，零售市场日渐升温》2020-08-26

《保持定力紧抓优势赛道龙头，疫情股侧重长期影响和疫苗临床进展》2020-08-18

重点公司盈利预测

子行业	证券代码	股票名称	市值（亿元）	ROE	EPS				PE				PB
					2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
CRO 类	603259.SH	药明康德	2,519.69	10.57	0.93	0.76	1.15	1.46	112.02	136.54	90.42	70.86	8.76
	300725.SZ	药石科技	190.41	22.94	0.92	1.05	1.39	1.91	142.77	125.21	94.50	68.54	13.22
	300759.SZ	康龙化成	817.15	16.70	0.43	0.69	1.12	1.43	247.99	153.74	94.71	74.14	5.42
	603127.SH	昭衍新药	220.35	24.35	0.48	0.79	1.17	1.62	203.39	123.53	83.15	59.95	12.92
	300347.SZ	泰格医药	938.62	23.65	0.54	0.96	1.35	1.69	199.54	111.95	80.22	63.91	12.26
	688222.SH	成都先导	155.66	26.68	0.11	0.30	0.23	0.35	346.22	129.43	169.87	112.54	16.06
医疗服务类	300015.SZ	爱尔眼科	2,192.24	22.51	0.24	0.33	0.41	0.56	217.28	158.98	130.11	95.15	19.01
	600763.SH	通策医疗	719.68	29.87	1.04	1.44	1.83	2.40	216.71	155.41	122.70	93.53	18.99
	002044.SZ	美年健康	567.18	-13.84	0.21	-0.22	0.03	0.25	69.11	-65.46	525.00	57.61	6.88
药店类	603939.SH	益丰药房	515.19	12.72	0.78	1.02	1.38	1.80	123.72	94.75	70.55	53.84	6.26
	603233.SH	大参林	536.89	20.39	0.81	1.07	1.49	1.90	100.99	76.41	54.77	42.99	8.10
	603883.SH	老百姓	334.59	15.58	1.06	1.24	1.55	1.93	76.91	65.77	52.74	42.49	5.54
	002727.SZ	一心堂	231.65	14.00	0.88	1.03	1.24	1.48	44.46	38.36	31.63	26.65	3.03
医疗器械（设备类）	300760.SZ	迈瑞医疗	4,353.39	27.91	3.06	3.85	5.05	6.12	117.05	93.01	70.84	58.47	12.56
	300206.SZ	理邦仪器	130.89	10.42	0.16	0.23	0.93	0.96	141.26	99.27	24.22	23.40	3.27
	002223.SZ	鱼跃医疗	335.43	13.07	0.73	0.75	1.39	1.36	46.13	44.57	24.04	24.62	3.36
	300633.SZ	开立医疗	109.36	7.47	0.63	0.25	0.41	0.60	43.29	107.70	65.41	45.32	7.10
医疗器械（IVD 类）	300482.SZ	万孚生物	289.22	18.68	0.90	1.13	2.04	2.30	93.98	74.65	41.47	36.64	8.38
	603882.SH	金域医学	477.04	19.23	0.51	0.88	1.94	1.95	203.74	118.16	53.58	53.33	10.72
	603658.SH	安图生物	666.10	34.81	1.31	1.80	2.05	2.90	118.40	86.04	75.55	53.30	19.00
	300832.SZ	新产业	703.76	28.07	1.68	1.87	2.53	3.20	101.41	91.09	67.36	53.40	15.70
	300676.SZ	华大基因	592.19	6.27	0.97	0.69	6.56	3.70	153.16	214.30	22.58	40.06	6.16
医疗器械（耗材类）	300677.SZ	英科医疗	344.23	13.08	0.54	0.53	18.15	17.76	191.32	192.42	5.67	5.79	2.39
	002382.SZ	蓝帆医疗	241.49	6.04	0.36	0.51	3.71	3.49	69.65	49.25	6.75	7.18	1.40
	300595.SZ	欧普康视	388.21	26.13	0.36	0.51	0.64	0.86	179.53	126.50	100.08	74.29	15.14
	300529.SZ	健帆生物	584.07	30.24	0.50	0.71	0.99	1.32	145.30	102.32	73.91	55.35	15.28
生物药	300357.SZ	我武生物	300.07	26.04	0.44	0.57	0.64	0.86	128.85	100.59	90.04	66.30	18.96
	300009.SZ	安科生物	226.24	5.20	0.19	0.09	0.30	0.38	85.97	181.77	55.10	43.46	5.73
	000661.SZ	长春高新	1,505.56	28.54	2.49	4.39	7.03	9.19	149.58	84.82	52.95	40.47	7.19
	300122.SZ	智飞生物	2,400.00	47.67	0.91	1.48	2.08	2.90	165.36	101.42	72.28	51.73	15.45
	300142.SZ	沃森生物	809.39	3.01	0.68	0.09	0.64	0.99	77.36	570.09	82.05	53.10	10.34
	300601.SZ	康泰生物	1,274.54	25.51	0.64	0.85	1.23	2.05	292.54	221.85	152.29	91.68	23.14
	002007.SZ	华兰生物	1,119.25	19.89	0.62	0.70	0.91	1.07	98.22	87.21	67.50	57.59	7.93
化学药	000513.SZ	丽珠集团	408.00	12.02	1.15	1.38	1.78	2.06	43.25	35.92	27.92	24.03	2.90
	600276.SH	恒瑞医药	4,879.56	24.02	0.77	1.00	1.26	1.62	120.02	91.58	72.72	56.88	16.72
	002019.SZ	亿帆医药	310.27	12.84	0.60	0.73	1.03	1.20	42.07	34.34	24.44	20.97	2.74
中药	600436.SH	片仔癀	1,481.75	23.64	1.89	2.28	2.78	3.43	129.64	107.81	88.49	71.50	10.56

资料来源：Wind，新时代证券研究所（带*为新时代医药行业覆盖标的，其余公司均采用 wind 一致预期，股价为 2020 年 10 月 9 日收盘价）

目 录

重点公司盈利预测.....2
1、 股票组合及其变化.....5
1.1、 医药开始反弹，有望结束近两个月的调整状态.....5
1.2、 三季度预告及财报是十月投资主题.....5
2、 分析及展望.....5
2.1、 对板块发展的总体分析.....5
2.1.1、 继续关注四条主线，内循环下侧重国产替代，出口关注中美关系波动.....5
2.1.2、 上周（9 月 25 日到 10 月 9 日）行情回顾及行业估值水平.....7
2.2、 行业动态跟踪.....13
2.2.1、 2020 年安徽集采开展，采购额前 90%、231 个医院常用药.....13
2.2.2、 企业挖潜互联网慢病管理.....13
2.2.3、 2020 诺贝尔生理学或医学奖揭晓，三名科学家因发现丙肝病毒获奖.....14
2.3、 重点公司跟踪.....14
2.3.1、 凯普生物发布三季度业绩预告.....14
2.3.2、 振德医疗发布 2020 年前三季度业绩预增公告.....14
2.3.3、 大参林发布 2020 年员工持股计划（草案）.....15
2.3.4、 健友股份发布 2020 年第三季度报告.....15
2.3.5、 博雅生物向华润控股定增，华润控股将成为实控人.....15
3、 重要子行业分析.....16
3.1、 CRO 行业正在腾飞，长期繁荣.....16
3.1.1、 研发费用.....16
3.1.1.1、 全球研发支出保持一定增长，药物开发难度加大.....16
3.1.1.2、 国内研发支出未来增速进一步提高.....16
3.1.2、 研发支出外包率提升加快.....17
3.1.3、 创新药销售额增速加快.....17
3.1.4、 全球在研药物稳步增长.....18
3.1.5、 供给端：工程师红利非常显著.....19
3.1.6、 产能及基础设施蓄势待发.....20
3.1.7、 临床机构近年来翻倍，临床病患容易募集.....20
3.1.8、 资本市场迎来春天更加给力.....20
3.1.9、 政策大力支持医药创新.....21
3.2、 药店行业机遇与风险并存.....21
3.2.1、 行业终端增速放缓.....21
3.2.2、 处方药外流大势所趋.....22
3.2.3、 集中度提高空间大，龙头企业优势明显.....22
3.2.4、 互联网零售存在一定的冲击.....22
4、 报告及数据.....23
4.1、 近期报告及调研回顾.....23
4.2、 行业跟踪数据一览（图表）.....23
5、 风险提示.....27

图表目录

图 1： 创业板、沪深 300 和医药生物涨跌幅.....7

图 2: 医药行业各子行业一年来涨跌幅 7
图 3: 一级行业周涨幅对比 8
图 4: 医药子行业周涨跌幅 9
图 5: 上周涨幅前十个股 9
图 6: 上周跌幅前十个股 9
图 7: 医药行业估值及相对沪深 300 溢价率 9
图 8: 医药子行业 PE 估值水平变化 10
图 9: 国内疫情最新情况 10
图 10: 国际疫情最新情况 11
图 11: 欧洲疫情最新情况 12
图 12: 美洲疫情最新情况 12
图 13: 亚洲疫情最新情况 12
图 14: 全球研发支出及预测 16
图 15: 国内研发支出及预测 17
图 16: 国内外创新药销售额增速将提升 18
图 17: 全球在研药物稳步增长 18
图 18: 近年来 FDA 批准新药呈增长态势 19
图 19: 高等教育理工医人才丰富 19
图 20: A 股医药行业融资额显著回暖 20
图 21: 医药行业 PE&VC 融资额 21
图 22: 医药制造业营业收入增速逐步回升，达到去年同期水平 23
图 23: 医药制造业利润总额今年逐步回升，超过去年同期 23
图 24: 总诊疗人次及增长情况 24
图 25: 卫生费用近年来保持 10-15%的增长 24
图 26: 个人支出卫生费用及增长情况 24
图 27: 社会支出卫生费用及增长情况 25
图 28: 政府预算卫生支出及增长情况 25
图 29: 城镇职工医保基金收支情况 26
图 30: 城乡居民医保基金收支情况 26
图 31: 城镇职工医疗保险费收支情况 26
图 32: 城乡居民医保保险费收支情况 27

未找到目录项。

1、 股票组合及其变化

1.1、 医药开始反弹，有望结束近两个月的调整状态

上周(9月25日到10月9日)来看，创业板增长5.41%，沪深300增长2.59%，医药生物增长2.59%，医药开始底部反弹，从8月初到9月底，医药行业指数下降约15%，调整幅度和时间均较大。上周医药开始反弹，有望结束之前近两个月的调整状态。细分来看，8月初到9月底，生物制品调整幅度最大，约下调了25%，主要是受疫苗影响；其次是医疗器械板块，下调15%，医疗服务、化学原料药、化学制剂下调幅度11%左右，中药、商业调整幅度较低。预计生物制品、医疗器械反弹较快，其次是医疗服务和原料药板块。

长期来看，只要所在的细分行业保持稳定较快的内生增长，公司经营得当。政策的扰动，国际形势的扰动都不会改变大的趋势。因为比如人本的需求，科技进步的外部性都不会因为政策政治的干扰而变化，优质医药股填补之前的价格缺口只是时间问题。

1.2、 三季度预告及财报是十月投资主题

一方面CXO板块预计继续保持高速增长，特别是cdmo板块，预计药石科技、博腾股份保持强劲增长，特别出口部分。另外药明康德、昭衍新药等预计也保持高速增长。

其次是器械板块的出口，由于三季度海外疫情的持续，预计设备类迈瑞医疗、理邦仪器、鱼跃医疗、宝莱特等均保持高速增长，另外检测类华大基因、达安基因、新产业、迈瑞医疗、万孚生物仍继续保持强劲增长。低值耗材类的英科医疗和蓝帆医疗预计收入端增长会快速提高。

第三是服务板块，服务板块立足国内，国内三季度处于逐步恢复的状态中。预计爱尔眼科收入同比增速逐步由负转正，通策医疗、美年健康等也逐步好转。

消费零售端如药店，预计仍然可以保持较高的增长速度，内生和外延双轮驱动，如大参林、益丰药房。

2、 分析及展望

2.1、 对板块发展的总体分析

2.1.1、 继续关注四条主线，内循环下侧重国产替代，出口关注中美关系波动

长期来看，医药投资重点需要抓住几条主线。第一是科技创新主线，主要包括创新药、创新器械、CXO板块和互联网医疗。创新是行业发展的主要动力，不断满足新的需求，不断提供更好的临床价值，政策近年来对创新鼓励支持不断，从临床试验支持、临床审批加速，国际数据采纳，纳入医保目录，资本市场支持等多领域给予支持。国内研发支出保持20%左右的增长，预计未来可以达到20%以上，国内IND申报方面，近年来CDE接受的IND申报增速约30%，保持了高速增长。受

益标的有亿帆医药。

CXO 领域来看，外包率不断提高，外包可以降低研发成本，节约研发时间，提供全流程的服务。国内从供给端来看，工程师红利丰富，产能及基础设施完备；临床机构近年来翻倍，临床病患容易募集；资本市场投融资迎来春天。利好药石科技、药明康德、成都先导、维亚生物、昭衍新药、泰格医药和康龙化成。

创新器械角度来看，器械科技属性较强，国际企业优势较为明显，国内企业成本优势较为明显，随着技术进步，不断推进进口替代，部分设备有出口优势。经济内循环逐步占据主导地位，在国内具备创新优势的龙头企业值得关注，国产替代是行业主线，近期广东等地提出要求，在国产可以满足需求的情况下，政府采购项目原则上须采购国产器械，逐步提高公立医院配比，长期利好迈瑞医疗、新产业、理邦仪器、乐普医疗、蓝帆医疗等。

互联网主线主要是互联网医疗的拓展，疫情的发展促进了互联网医疗的发展，网上诊疗、网上药店和网上医保结算逐步推进。利好平安好医生、阿里健康等。

第二条主线是消费服务主线，随着人均收入的增长和消费升级，消费行业一直是二级市场的黄金赛道，消费行业 2C 可以形成较强的议价能力，长期来看提价能力较强。医药消费中新兴、高端消费众多，具备长期潜力。医药消费很多非医保品种，政策免疫能力强。

短期来看，国内疫情控制较好，在全球比较风景这边独好，国内消费板块存在反弹预期，近期中报季是检验的时点。利好欧普康视、我武生物、长春高新、安科生物、片仔癀、爱尔眼科、通策医疗、美年健康等。

第三条主线是疫情主线。截止 8 月 16 日，国际新冠确诊患者累计达到 2100 万人，日新增确诊患者 20 万人，增长绝对值有所放缓。美国新增确诊人数近一个月来持续下降，俄罗斯新增确诊也持续下降，巴西基本稳定，早期病毒扩张的欧洲目前新增人数维持低位。未来应重点关注疫情长期个股，疫苗相关个股继续密切关注研发进展和临床效果，受益标的如康希诺、康泰生物、沃森生物、智飞生物等。

从长期来看，疫情拉动卫生领域的基础设施建设，加大公共卫生防控机制建设，包括检验实验室建设、重症监护病区（ICU）、呼吸、感染等科室建设以及医院的扩建。配置医疗器械设备和耗材，包括了呼吸机、监护仪、内镜、血液净化、除颤仪、影像学、生物医疗低温储存设备、检测设备等一系列医疗器械。主要拉动迈瑞医疗、理邦仪器、鱼跃医疗、健帆生物、开立医疗、宝莱特、万东医疗、海尔生物等。

第四条主线是政策主线。需要避开医保局集采的领域，首当其冲是通过一致性评价的化药，化药注射剂一致性评价正在开展，高值耗材集采正在逐步试点，中药以及生物药集采。首先需要关注非医保品种，如生长激素、脱敏制剂，其次是非进医院品种，如角膜塑形镜和片仔癀等。

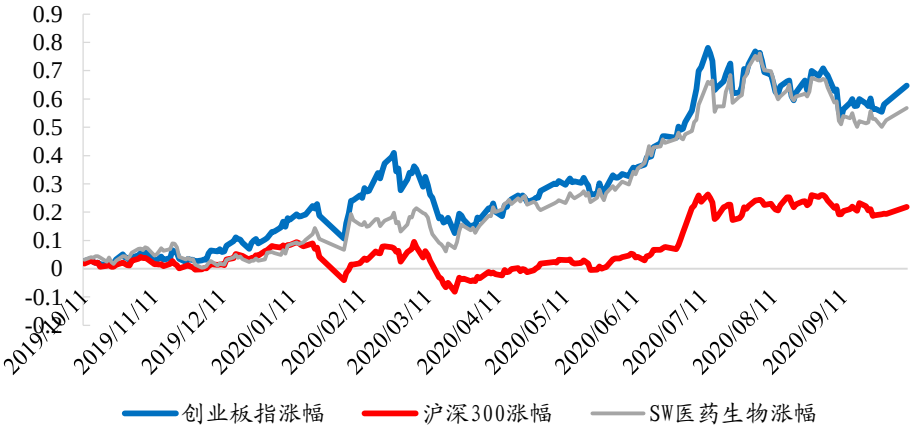
出口产品均不受集采影响，且赚取外汇受到国家鼓励，在内循环下，正如领导人观点，完全关起门搞发展很难，对外开放如同呼吸空气一样，因此出口赚取外汇更加重要，而医药类外贸和技术交流一般需求弹性很低，且符合普世价值，受到政治干扰很少，具有确定性，可关注 CXO 类、设备类、检测类、低值耗材以及原料药及制剂出口等，利好 cxo 中出口占比较高的，比如药石科技、药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药等。设备类出口占比较高的包括迈瑞医疗、理邦仪器、鱼跃医疗。原料药制剂出口利好海普瑞等特色原料药，以及亿帆医药等大宗原料药。最

近有一定的不确定性，主要是川普出于竞选及保就业、赚取贸易盈余的重商主义思想，提出希望把原料药制造转移回美国，限制对中国业务外包。但由于产业向中国转移是大势所趋，互利共赢的结果，政策持续性不会太久。从研究框架的角度，政策需要考虑国际政策的影响。

2.1.2、 上周（9 月 25 日到 10 月 9 日）行情回顾及行业估值水平

上周(9 月 25 日到 10 月 9 日)来看，创业板增长 5.41%，沪深 300 增长 2.59%，医药生物增长 2.59%，医药开始底部反弹，有望结束之前近两个月的调整状态。

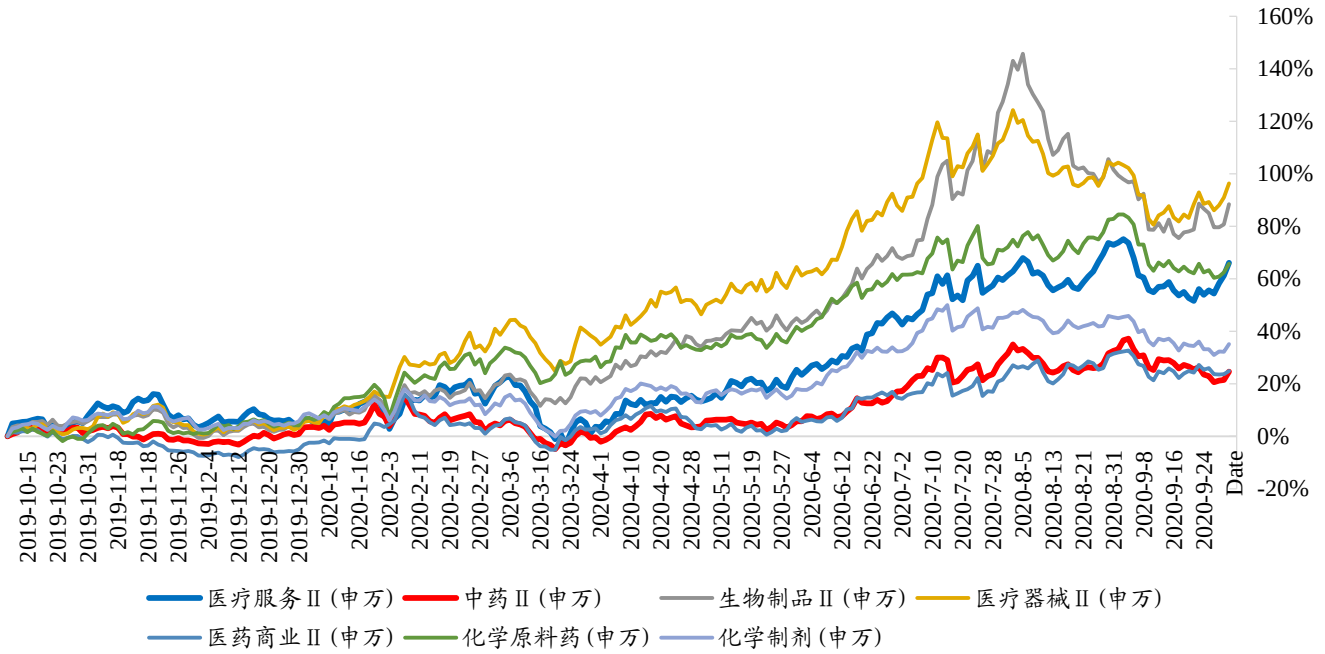
图1： 创业板、沪深 300 和医药生物涨跌幅



资料来源：wind，新时代证券研究所

从医药行业七大子行业年度涨幅来看，截止上周五，生物制品涨幅 88%，医疗器械涨幅 96%，医疗服务涨幅 66%，原料药涨幅 66%，化学制剂涨幅 35%，医药商业涨幅 25%，中药涨幅 25%。

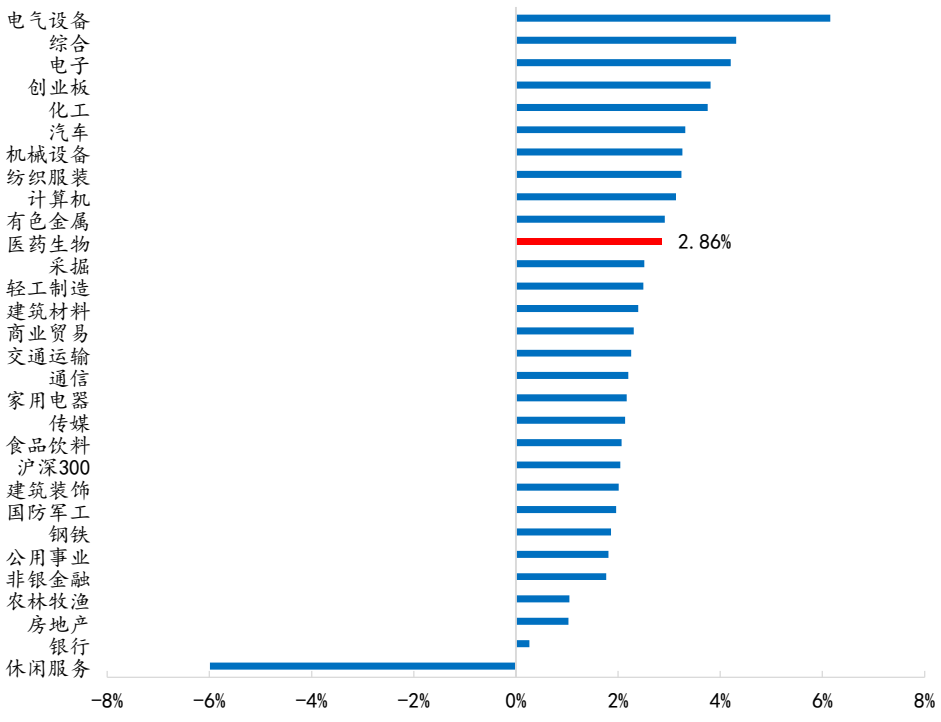
图2： 医药行业各子行业一年来涨跌幅



资料来源：wind，新时代证券研究所

一级行业周行情对比来看，上周（9 月 25 日到 10 月 9 日）医药行业涨幅明显，降幅处于中间略靠前位置。

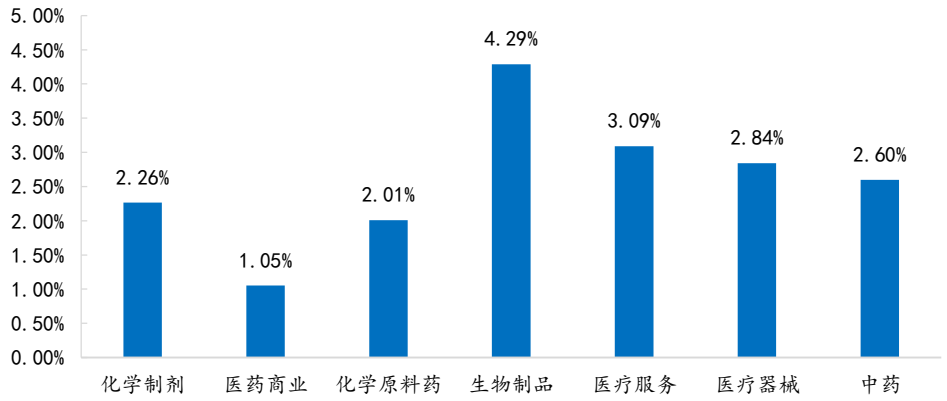
图3： 一级行业周涨幅对比



资料来源：wind，新时代证券研究所

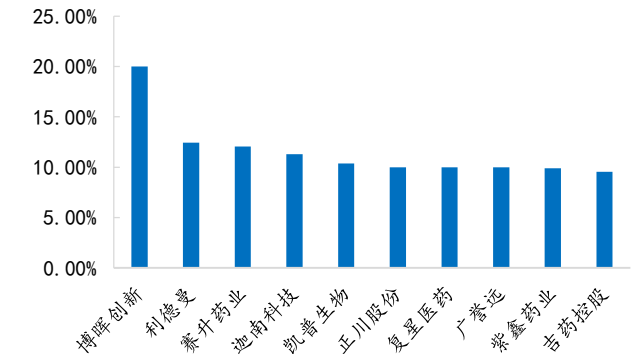
上周（9 月 25 日到 10 月 9 日）医药七大子版块，全面上涨，生物制品涨幅最大，其次是医疗服务、医疗器械等。

图4： 医药子行业周涨跌幅



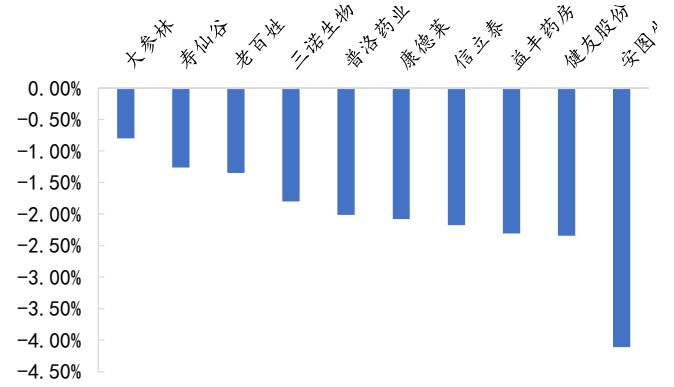
资料来源：wind，新时代证券研究所

图5： 上周涨幅前十个股



资料来源：wind，新时代证券研究所

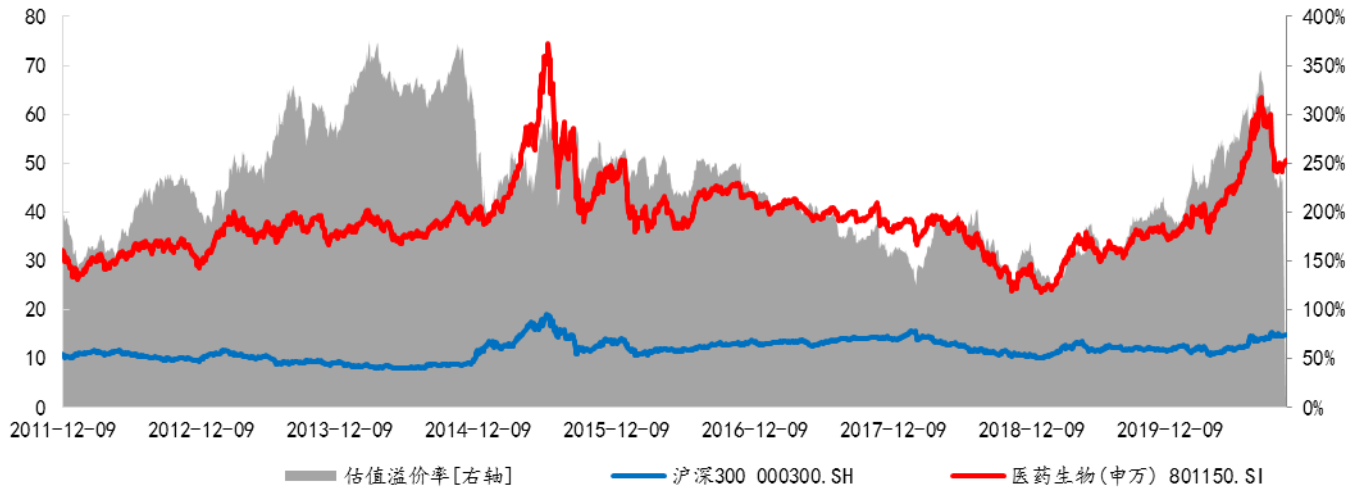
图6： 上周跌幅前十个股



资料来源：wind，新时代证券研究所

上周五（9 月 4 日）医药行业整体 PE（TTM）达到 49.2 倍，相对沪深 300 估值溢价率 235%，较一个月前调整明显。

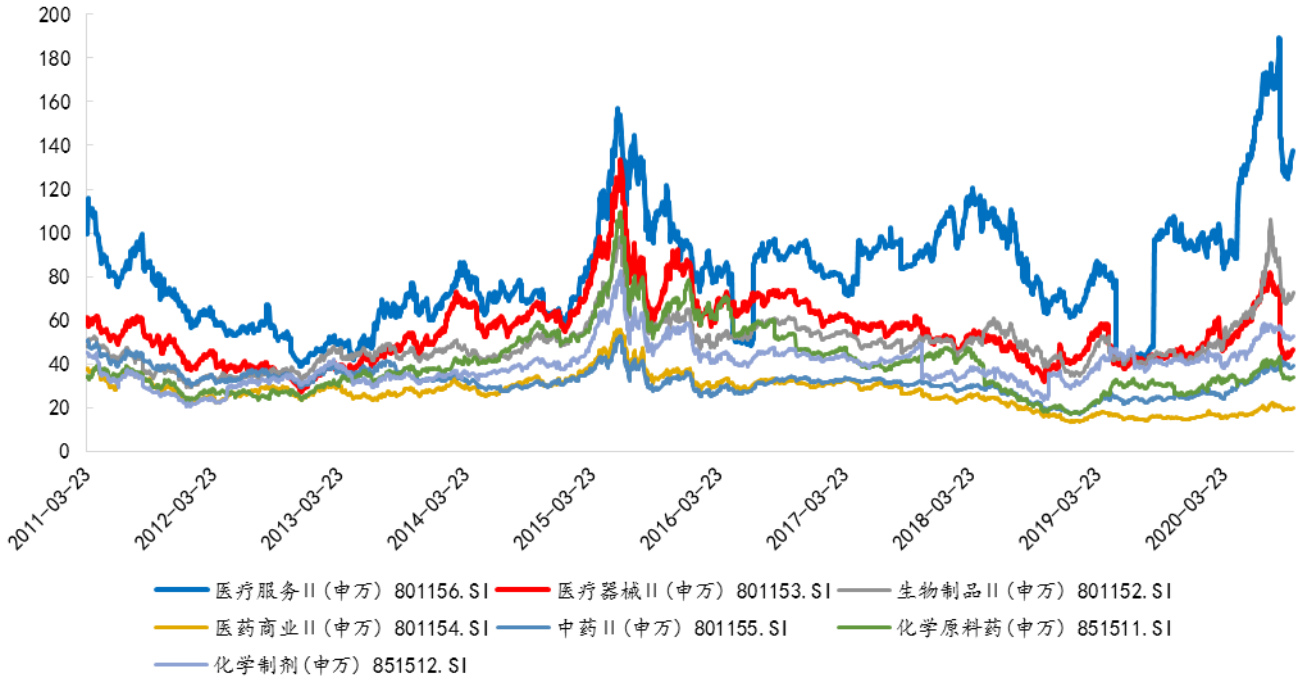
图7： 医药行业估值及相对沪深 300 溢价率



资料来源：wind，新时代证券研究所

从医药子行业移动平均 PE 来看，医疗服务最高，达到 138 倍，其次是生物制品 73 倍，医疗器械 75 倍，化学制剂 47 倍，化学原料药 34 倍、中药 39 倍。估值最低的为医药商业，PE 仅 20 倍。

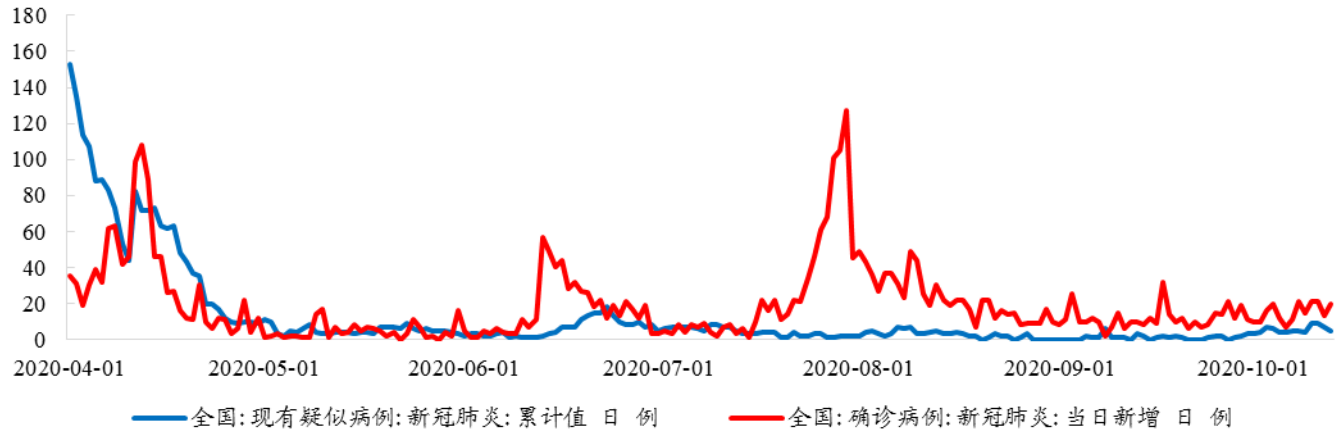
图8： 医药子行业 PE 估值水平变化



资料来源：wind，新时代证券研究所

国内疫情控制很好，每日新增病例控制在约 20 人以下，主要是以输入性病例为主。

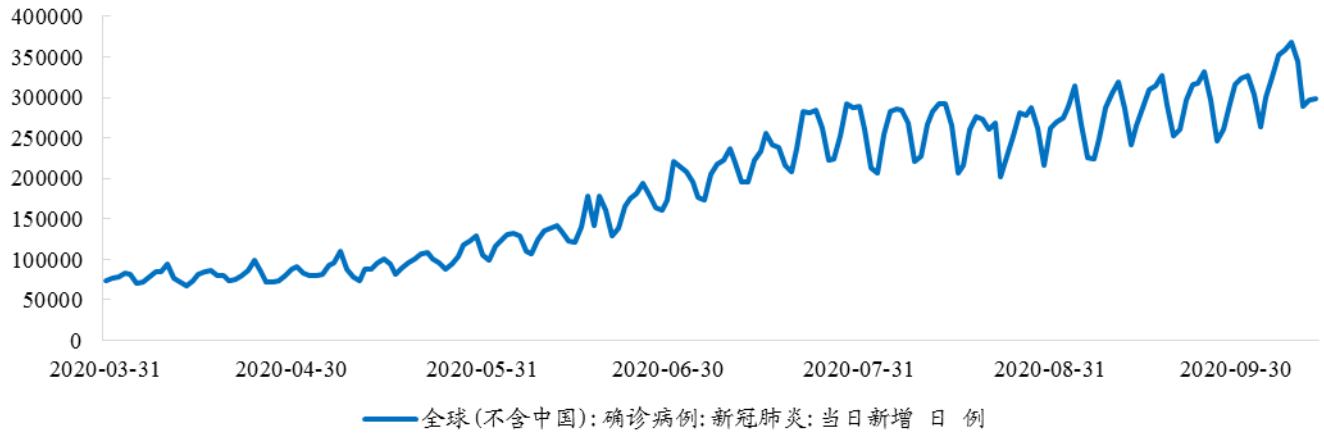
图9： 国内疫情最新情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

国际疫情目前每日新增大约 30 万以上，整体仍然处于缓慢上升状态。整体增速仍然较快。

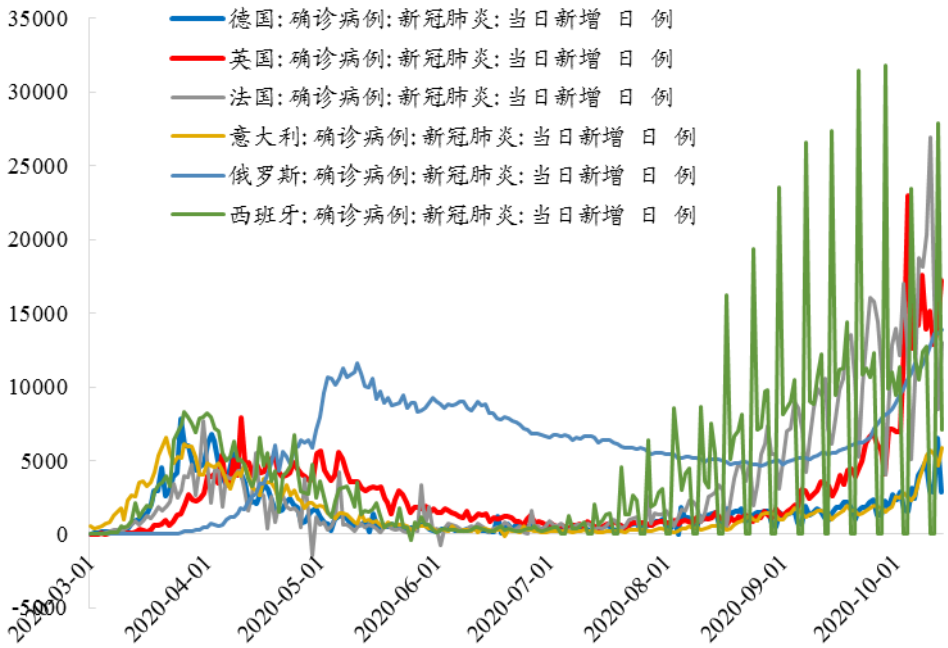
图10： 国际疫情最新情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

欧洲疫情从 8 月以来，第二波疫情快速发展，英国、法国、西班牙、俄罗斯每天增长在 1 万以上。

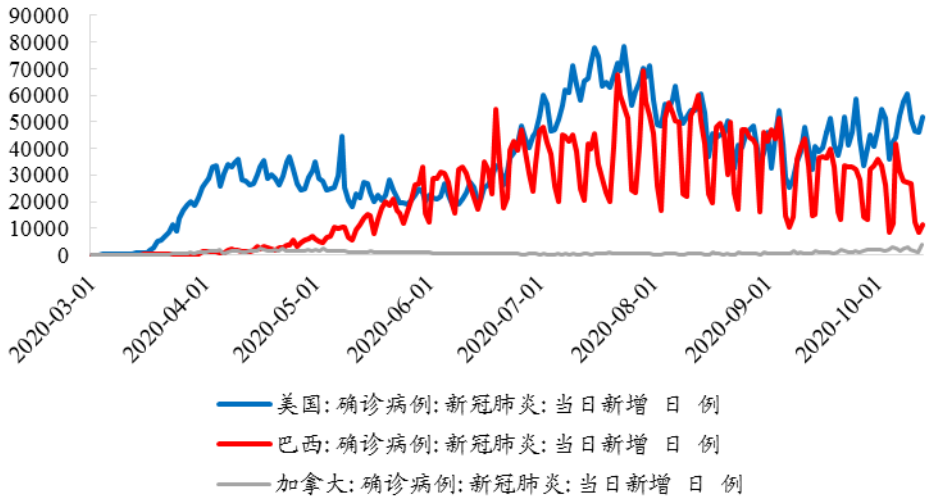
图11： 欧洲疫情最新情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

美国每天新增约 5 万人，仍然处于高位，巴西每日新增 2 万左右，增速有所放缓。

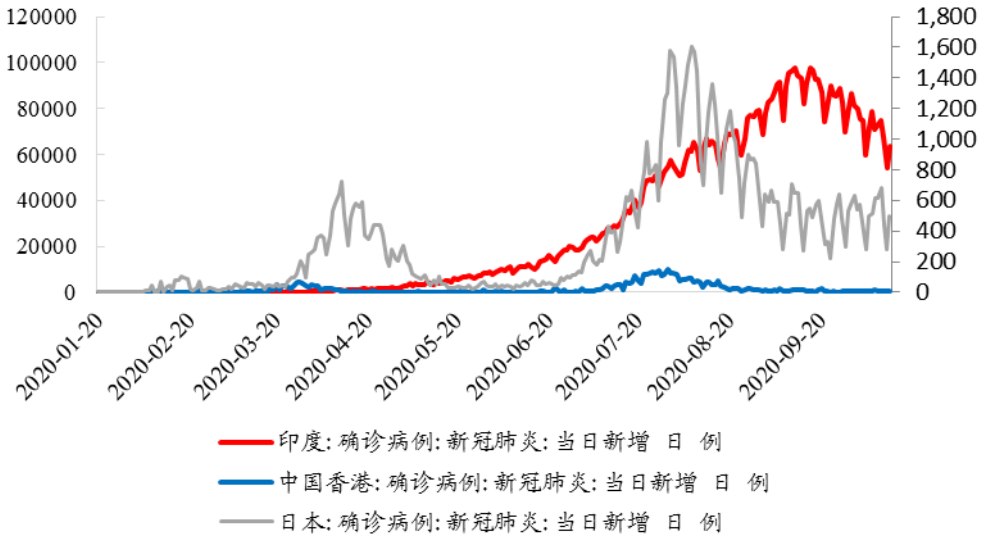
图12： 美洲疫情最新情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

亚洲疫情印度较为严重，每天新增患者约 5 万人，较高峰期有所下降。日本新增患者人数较低，约 500 人左右，远低于之前高发期。香港新增患者为个位数。

图13： 亚洲疫情最新情况



资料来源：wind，新时代证券研究所，备注：日本香港数据为右轴

2.2、 行业动态跟踪

2.2.1、 2020 年安徽集采开展，采购额前 90%、231 个医院常用药

10 月 9 日，安徽省医药集中采购平台发布《关于征求<2020 年安徽省公立医疗机构临床常用药品集中带量采购谈判议价工作公告>意见的通知》(以下简称“征求意见稿”)，将对临床常用呼吸系统用药、抑酸药、肝胆疾病用药及医学影像对比剂四类药品进行集中带量采购谈判议价，拟谈判药品总数多达 231 个。这些药品将分别选取占 2019 年度该省公立医疗机构四类采购额前 90%的产品，并结合临床实际组织专家遴选确定。

根据谈判流程，安徽首先会让企业确认由专家议定的产品入围价，接受谈判的产品将依据专家论证列入相应产品竞争组，分组完成后的企业将按产品申报降幅，以确定谈判基准价，紧接着，安徽将根据竞争组内有效申报降幅产品数，结合产品申报降幅从大到小排序进行淘汰、确定谈判药品及企业。最后，在谈判基准价的基础上，入围谈判产品还将继续与专家组经过两轮的谈判议价，谈判成功后才得以形成带量采购谈判价。征求意见稿提出，带量采购谈判价即为企业的实际供货价，应包括税费、配送费等在内的所有费用。

2.2.2、 企业挖潜互联网慢病管理

中国互联网络信息中心发布了第 46 次《中国互联网络发展状况统计报告》(以下简称《报告》)。《报告》显示，截至 2020 年 6 月，我国网民规模达 9.40 亿，较 2020 年 3 月增长 3625 万，互联网普及率达 67.0%，较今年 3 月提升 2.5 个百分点。截至 2020 年 6 月，在线医疗用户规模已达 2.76 亿，占网民整体的 29.4%。

相比传统慢病管理方式，互联网慢病平台可以实现分级诊疗、提高患者依从性、降低就诊门槛、优化医疗诊断，从而提升治疗效果、提升医疗资源利用效率。

阿斯利康全球执行副总裁王磊就在第三届中国互联网医药健康高峰论坛上指出，药企很难直接对患者服务，互联网医药平台则可以成为桥梁，帮助药企为慢性

病等患者提供更多的专业化服务。辉瑞生物制药集团中国肿瘤及罕见病业务总经理李进晖也在该会上提出，数字科技赋能正在让抗肿瘤药等创新药的发展获得更多机遇。拜耳处方药事业部全国零售管理高级总监张靖川表示，与医药电商起家的 1 药网签署了战略协议之后，双方的合作充分发挥了各自在医、药领域的独特优势，极大提高了药品可及性，也为患者带来更好的疾病解决方案，实现了 1+1＞2 的共赢效果。

2.2.3、 2020 诺贝尔生理学或医学奖揭晓，三名科学家因发现丙肝病毒获奖

10 月 5 日，据诺贝尔奖官方网站公布的消息，2020 年度诺贝尔生理学或医学奖由 3 位科学家 Harvey J. Alter，Michael Houghton 和 Charles M. Ric 共同获得。据介绍，3 位获奖者取得了开创性发现，鉴定出丙型肝炎病毒，使血液检测和新药物研发成为可能，拯救了数百万人的生命。

此次诺贝尔奖所涉及的丙型病毒可引起丙肝病毒性肝炎，简称丙肝，据 WHO 统计，全球约有 1.8 亿人感染丙肝病毒，每年新增感染病例约 300 万~400 万，每年因丙肝死亡的人数有 3.5 万~5 万人。我国有超过 4000 万人携带该病毒。

丙肝的潜伏期为 2 周-6 个月，感染丙肝病毒后，约 15%的人可以自行清除病毒，但 85%的急性患者会进展为慢性丙肝。如果未经治疗，10%~15%的患者在感染后 20 年左右发展为肝硬化，晚期肝硬化进一步发展可导致肝衰竭或肝癌。

目前仅有约 3%~5%的人能够接受到合理的治疗。2020 年 1 月 1 日，新版医保目录开始实施，很多药品价格大幅下降，在新增的 70 个药品中，“丙通沙”“择必达”“夏帆宁”3 种治疗丙型肝炎的药物首次纳入医保目录，平均降价超过 85%，覆盖到所有基因型患者。

2.3、 重点公司跟踪

2.3.1、 凯普生物发布三季度业绩预告

广东凯普生物科技股份有限公司发布 2020 年前三季度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润预计 26,000 万元-29,000 万元，较上年同期增长：147.63%-176.20%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 25149.05 万元-28,149.05 万元，较上年同期增长：153.43%-183.66%。预计非经常性损益对公司净利润的影响金额约为 850 万元，对本期盈利没有重大影响。

2.3.2、 振德医疗发布 2020 年前三季度业绩预增公告

公司预计实现 2020 年 1-9 月营业收入 79.48 亿元到 83.33 亿元,较上年同期增加 66.63 亿元到 70.48 亿元，增长主要原因为：

公司防疫类防护用品（主要为口罩、防护服、隔离衣产品）销售受疫情影响大幅度增加，2020 年 1-9 月防疫类防护用品实现销售 60.61 亿元到 61.65 亿元，较上年同期增加 60.09 亿元到 61.13 亿元。

公司多年来建立的国内市场医院线、零售线（包括药店零售线、电商线等）全渠道优势和国际客户良好的业务合作体系，结合公司利用在本次疫情期间公司良好的供应能力表现、健康有序的价格管理体系获得的良好行业口碑和 2019 年收购英

国 Rocialle Healthcare Limited 公司 55%股权纳入公司合并报表范围，公司销售渠道得到了进一步快速扩张，提高了整体市场占有率和覆盖率，公司 1-3 季度剔除防疫类防护用品后的销售收入 19.47 亿元到 21.07 亿元，较上年同期增加 7.14 亿元到 8.74 亿元，同比增长 58%到 71%。

预计 2020 年 1-9 月实现归属于上市公司股东的净利润为 20.6 亿元到 21.1 元，与上年同期（法定披露数据）9,511.18 万元相比，增加 19.65 亿元到 20.12 亿元。

2.3.3、 大参林发布 2020 年员工持股计划（草案）

本员工持股计划参加对象为公司及子公司骨干员工，人数不超过 144 人，不包括公司董事、监事及高级管理人员，持股计划总额上限为 45,000 万元（含），持股计划的存续期限为 36 个月。

2.3.4、 健友股份发布 2020 年第三季度报告

南京健友生化制药股份有限公司发布 2020 年第三季度报告，营业收入 21.6 亿，增长 18.08%，主要由于国外制剂销售增加、原料售价上涨、内销市场进一步扩大。归属于上市公司股东的净利润 61.3 亿，增长 36.69%，除了收入保持较快增长外，；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 5.9 亿，增长 35.14%。

2.3.5、 博雅生物向华润控股定增，华润控股将成为实控人

博雅生物向华润医药控股发行股票 86,664,972 股，发行价格为 31.43 元/股，募集资金总额不超过 272,388.01 万元，拟全部用于补充营运资金。高特佳集团将其持有的公司发行前 16.00%股票转让给华润医药控股，将 13.17%表决权委托给华润医药控股。本次发行完成后，华润医药控股通过受让原有股份、表决权委托及认购向特定对象发行的股票，将持有公司 155,996,950 股股份，占本次发行后公司总股本的 30.00%，合计将拥有公司 40.97%的表决权，华润医药控股将成为公司控股股东，中国华润将成为公司实际控制人，国务院国资委将成为公司最终实际控制人。

3、 重要子行业分析

3.1、 CRO 行业正在腾飞，长期繁荣

Cro&cmo 行业主要需求端来自研发费用和研发外包率，有不同的分类维度，按照地域来看主要是国际和国内两块，大部分主流 cro 是做海外市场起家，近年来国内市场兴起也大力发展国内；按照客户分主要是分为 biotech 和 big pharm，小的药企需要提升研发水平，补充研发环节，大的药企需要降低成本外包非核心环节。

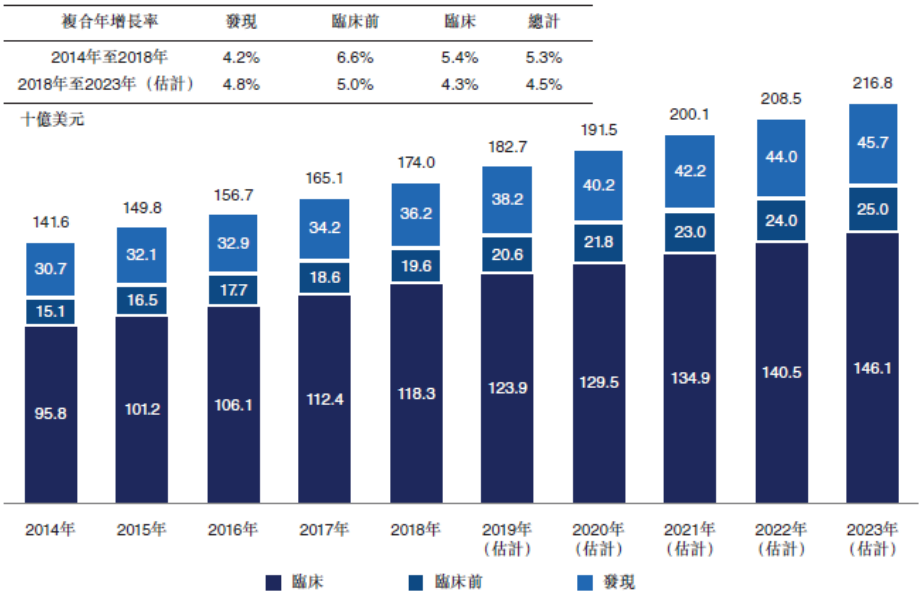
另外也可以通过新药批准数量，IND 申请数量，新药在研数量的维度分析需求端增长。

3.1.1、 研发费用

3.1.1.1、 全球研发支出保持一定增长，药物开发难度加大

全球研发支出增速近年来及未来约保持 5%左右增长。随着药物开发难度加大和时间的拉长，平均每个新药的研发费用仍在快速增长。

图14： 全球研发支出及预测



资料来源：弗若斯特沙利文资料，新时代证券研究所

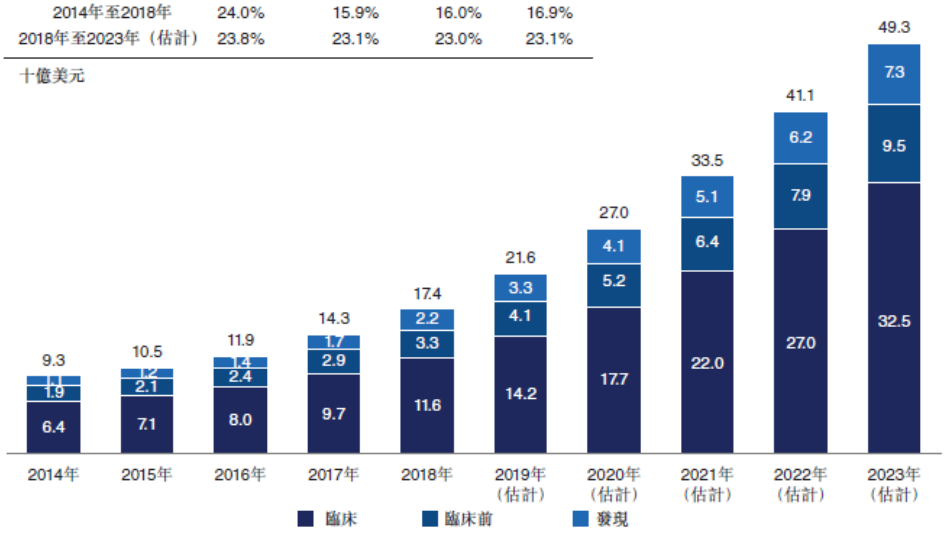
3.1.1.2、 国内研发支出未来增速进一步提高

国内研发支出预计今年 216 亿美元，约为全球市场 1/10，近五年保持 17%的快速复合增速，未来五年预计增速进一步提高达到 23%。主要是临床前试验和临床试验的费用增速明显提高导致。

国内规模以上医药制造业 17 年研发投入占比仅 2%，同期美国研发投入占比超过 15%，国内提升空间很大。

图15： 国内研发支出及预测

複合年增長率	發現	臨床前	臨床	總計
2014年至2018年	24.0%	15.9%	16.0%	16.9%
2018年至2023年（估計）	23.8%	23.1%	23.0%	23.1%



资料来源：弗若斯特沙利文资料，新时代证券研究所

3.1.2、 研发支出外包率提升加快

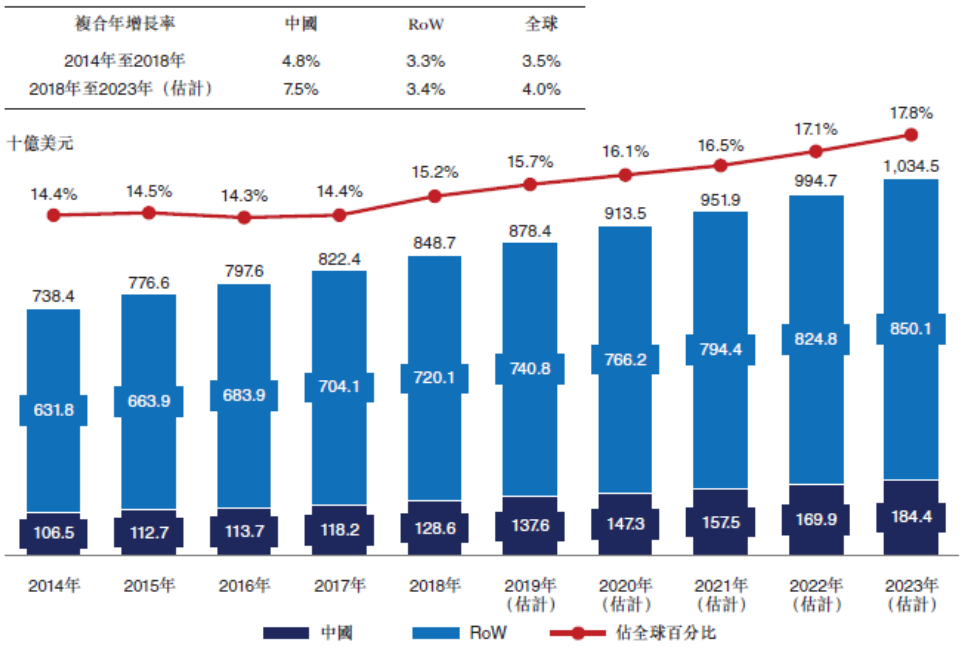
全球 CRO 外包率由 2014 年的 32.6%增至 2018 年的 37.2%，每年增加一个百分点的比例。预计未来 5 年增长加快，每年约提高 2 个百分点，2023 年达到 48.0%。

由于大量的创新是小药企完成，必然越来依赖一体化全流程的 cro 公司，因此需要大型 CRO 公司的紧密协作。国内这种情况较多，目前国内药企外包率约 15%，远低于国际水平，未来提升空间较为明显。大药企主要由于单个新药研发费用增加，导致外包需求增加。从研发时间来看，CRO 可以节约 30-40%的研发时间。

3.1.3、 创新药销售额增速加快

国内创新药销售额近五年增速接近 5%，预计未来五年增速显著提升至 7.5%，约为全球（不含中国）增速的 2 倍多。应用端的增长是最终的需求拉动。国内巨大的市场、创新药审批加快以及进入医保加快，促进了销售的快速增长。

图16： 国内外创新药销售额增速将提升

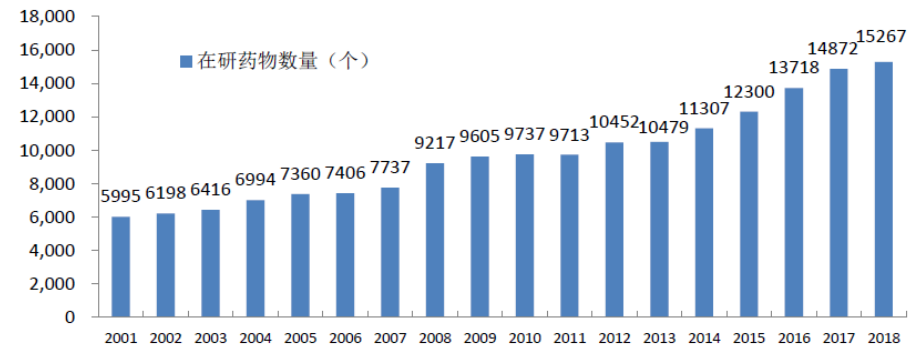


资料来源：弗若斯特沙利文资料，新时代证券研究所

3.1.4、 全球在研药物稳步增长

2011 年以来，全球在研新药数量呈现明显增长势头。2014 年-2017 年全球在研新药数量同比增幅均超过 8.0%，但近两年增速放缓。

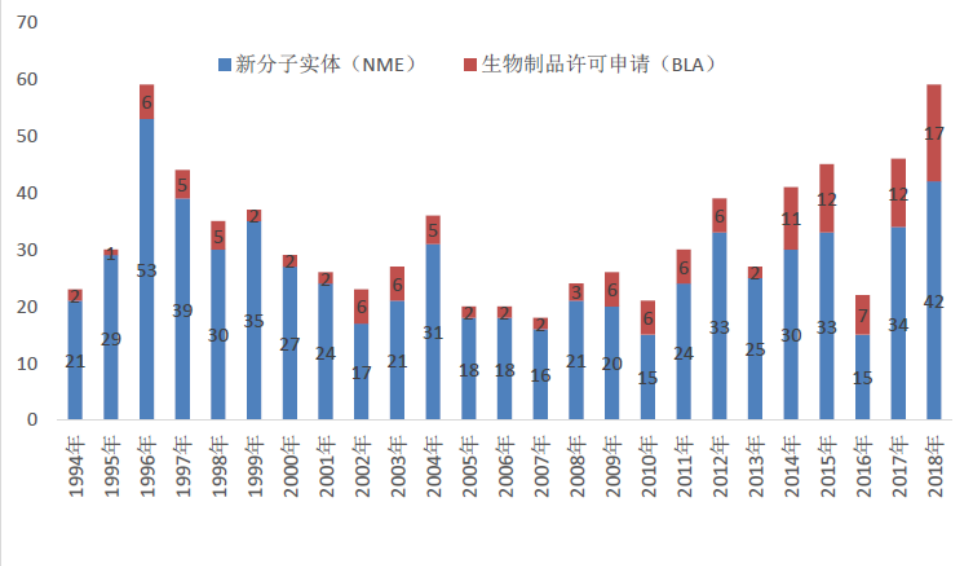
图17： 全球在研药物稳步增长



资料来源：Citeline 公司 Pharmaprojects/Pipeline 数据库，新时代证券研究所

从 FDA 批准上市的新药来看，2011 年起得到改善，获批药物呈现稳步上升的趋势。2011 至 2018 年这段时期 NMEs 的平均获批数量达到 29.5 个，2018 年获批的数量更是达到 42 个，为近 20 年的高峰。预计未来 5 年，每年仍将有 30 到 40 个 NMEs 推出市场。

图18： 近年来 FDA 批准新药呈增长态势



资料来源：FDA，新时代证券研究所

国内 IND 申报方面，近年来 CDE 接受的 IND 申报增速约 30%，保持了高速增长。

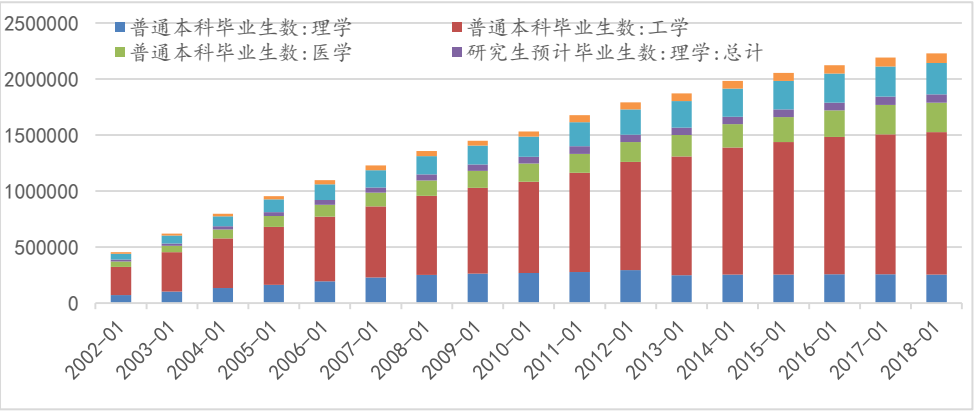
3.1.5、 供给端：工程师红利非常显著

Cro&cmo 行业主要供给端，首先是工程师人才，生物化学大量留学人才，中国人口基数巨大，受几千年传统文化熏陶，非常热度读书研究，人生前二十多年拼尽全力学习考试研究。尽管中国的蓝领劳动力红利有所下降，但工程师红利仍然巨大。中国人非常勤奋、自律、热爱赚钱。留学人才能够搭起中美的桥梁，引进欧美技术，打开欧美市场。

国内人工薪资便宜，化工人才 18 年 64000 元每年，美国化学工程师约 92000 美元，相差约 10 倍。且国内工作时间更长，加班时间长。

国内 CRO 的整体成本约在国际的 30%-50%之间，因此优势明显。特别是不限制工作地点的领域，比如数理统计。

图19： 高等教育理工医人才丰富



资料来源：wind，新时代证券研究所

3.1.6、 产能及基础设施蓄势待发

国内化工产能丰富，可以通过转 CDMO 实现产业升级。目前国内化工及原料药产能达到全球三分之一以上，去产能和环保压力较大，亟需转型升级，提升价值。

3.1.7、 临床机构近年来翻倍，临床病患容易募集

国内临床机构截止今年 8 月，累计认证 738 家，目前约 583 家处于资格证有效期内。17 年之后临床机构数量明显增加，达到了 17 年之前的 2 倍左右。也可以进行国际多中心临床试验，对自己的患者负责即可。

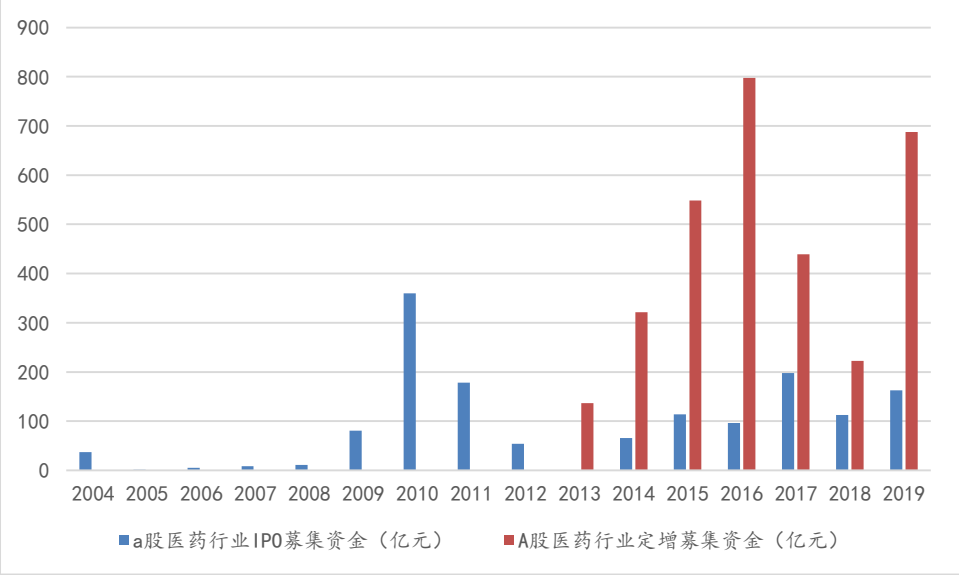
国内人口基数最大，各种病患容易募集，且国内医疗资源高度集中于大城市，遇到大病重疾的患者（罕见病和肿瘤）也往往到大城市就医，因此招募较为容易。

国内临床费用方面一期约 10 万每人，二期约 20 万每人，三期约 20 万每人，假设招募人数比为 1:3:10，各期费用比约为 1:6:20。以肿瘤患者为例，美国的患者招募成本约为国内的 2.5 倍。

3.1.8、 资本市场迎来春天更加给力

资本支持来自金融市场和企业自有资金。近年来鼓励医药创新企业股票市场融资，科创板、港股融资均放开，有力推动医药创新企业的融资。

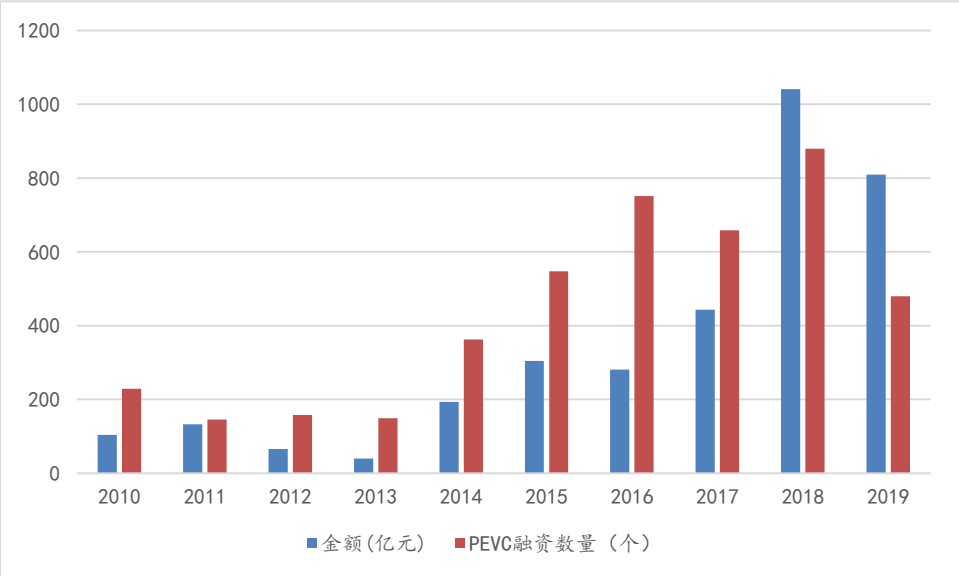
图20： A 股医药行业融资额显著回暖



资料来源：wind，新时代证券研究所

PE 和 VC 投资融资额显著高于 A 股 IPO，与 A 股定增额高峰持平,是创新小药企的主要融资方式，19 年较 18 年有所下降，但整体仍处于高位，预计是金融去杠杆带来了一定的融资压力。

图21： 医药行业 PE&VC 融资额



资料来源：wind，新时代证券研究所

从企业自有资金的投入来看，一方面国内仿制药龙头纷纷转型创新药、生物类似药等，大大加大了研发投入占比，往往超过 10%，转型成败成为药企的生死攸关的转折点。另一方面由于国内带量采购的国家、省、市三个层面的全面铺开，非一致性评价品种、非医保品种、注射剂、生物药也被纳入带量采购，药店价格也受到控制，因此药企的利润受到了一定影响，对药企利润投研发有一定影响。

3.1.9、 政策大力支持医药创新

政策是重要催化剂，1、出台大量鼓励药品创新的政策，最有代表性的是 17 年 10 月印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》。包括知识产权保护的加权；各地政府的产业政策对生物制药的创新的补贴以及税收减免；新药研发与国际接轨，加入 ICH，新药要求全球新概念；推进 MAH 制度；放开临床试验机构的申请备案。2、加快创新药审批和国际创新药引进。3、加快医保目录谈判，医保资金腾笼换鸟，谈完保证进入医院。4、一致性评价推进 CRO 发展，不通过一致性评价也难逃带量采购，这样一定程度促进了 BE 的积极性，避免药企认为做不做都一样。5、创新不容易被政策直接干预，往往是发糖，因为创新不好监管，不像仿制药已经被政府强力监管控制起来，手段包括加强集中度，取消差异化，核算成本，几乎唯一终端全力压价，压缩销售环节控制销售费用等。6、cxo 很大一块针对海外市场，出口创汇政府也是欢迎的。而且相当一部分需求端不会受到国内政策的冲击（比如医保控费等）。

3.2、 药店行业机遇与风险并存

3.2.1、 行业终端增速放缓

根据我们的判断，医药制造业增速逐步放缓，19 年预计 8.5%，20 年预计 7%。行业零售端整体增速也逐渐放缓，预计 19 年 4%，20 年仅 3%。三块主要细分医院、基层、药店来看，医院低于整体，基层较快。19 年药店数量首次下滑，近五年药店零售额缓慢下降，从 14 年的 10.6%下降到 18 年的 7.5%，根据我们的判断，药店 19 年销售额预计增速 4.7%，20 年增速预计 3.8%。

3.2.2、 处方药外流大势所趋

国内目前医院住院销售额、门诊销售额和零售销售额各占三分之一，也就是零售药店占三分之一，比例远远低于美国，处方药外流是行业增长的一个动力。

国内在药占比、DRGS、零加成和带量采购控制销售费用等多个重磅政策影响下，预计 2020 年有 2400 亿左右处方药外流。

当然处方药外流也有一定的困难，4+7 带量采购后导致的院内市场和院外市场的巨大价格差也可能导致短期的处方药内流。

另外就是基层医疗最近发展较快，也是保基础的主要手段，基层医疗机构也是以慢性病为主，且医疗服务属性更强，对药店形成了一定的竞争。

未来慢性病仍将是药店的主要方向，由于带量采购影响，相关品种的价格可能会在集采价格基础上有一定的加成，否则价格严重倒挂的情况下，处方药倒流，医院压力更大，也不符合政策初衷。从目前来看，慢病处方药是药店增长最好的一个品类，但毛利率偏低，可以发挥引流的作用。具体还可以看下文提到的慢病纳入统筹医保的分析。

3.2.3、 集中度提高空间大，龙头企业优势明显

行业集中度不够高，国内目前单个药店平均服务人数约 3000 人，低于国际水平如美国，整体密集度偏高，需要整合。国内前十连锁药店占据市场 20%左右，而美国高达 90%，英国超过 40%。集中度提高能够提高规模效应，降低采购成本，打造品牌效应，利好龙头药店。也反映了龙头药店的增长空间较大。

随着政策监管的加强，龙头企业更加规范化，更容易获得医保资质，药师远程审方降低成本，配合互联网医院开方等，容易获得竞争优势。

龙头上市药企融资能力强，资本实力突出，促进了龙头药店的做大做强。龙头药店近年的新增门店数（自建+并购）基本在 20-40%之间，与公司营收增长相关性较强。

并购资本加剧了药店行业洗牌，主要包括上市四大药店、制造业药企、PE&VC（高瓴资本）、互联网资本（阿里）。

3.2.4、 互联网零售存在一定的冲击

2018 年实体药店销售额（含药品和非药品）5200 亿元，增速 4.4%，较前年下降近 3 个 pp，降幅明显。同期网上药店（含药品和非药品）达到 905 亿，增速高达 60%，尽管增速也较前年下降 40pp。可以看出网上药店销售占据了一定的市场份额，且增速远高于实体药店。

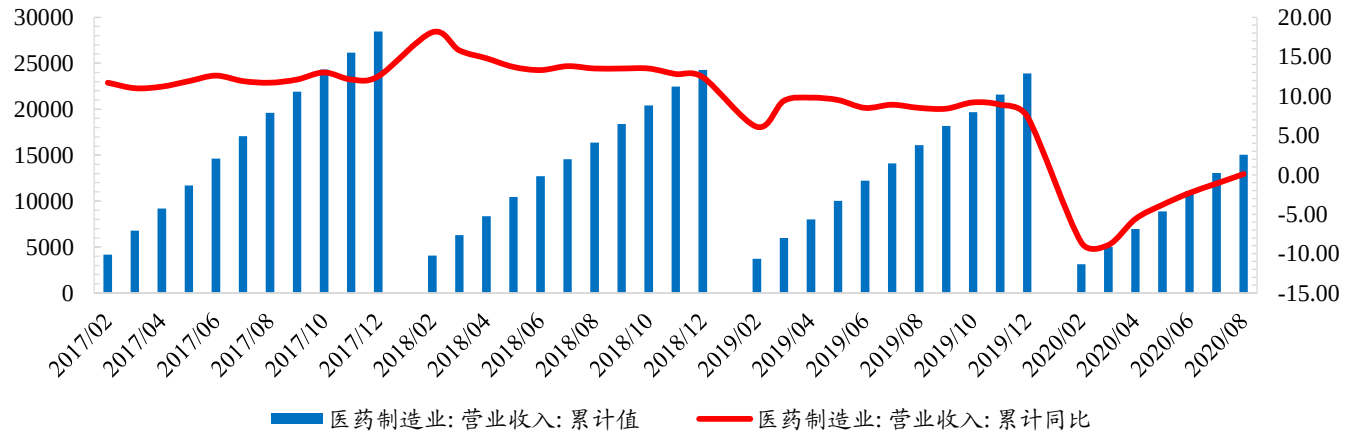
4、 报告及数据

4.1、 近期报告及调研回顾

新时代_投资周报_医药继续调整，子板块表现与中报业绩相关性较强_医药生物研究团队。2020 年 9 月 8 日

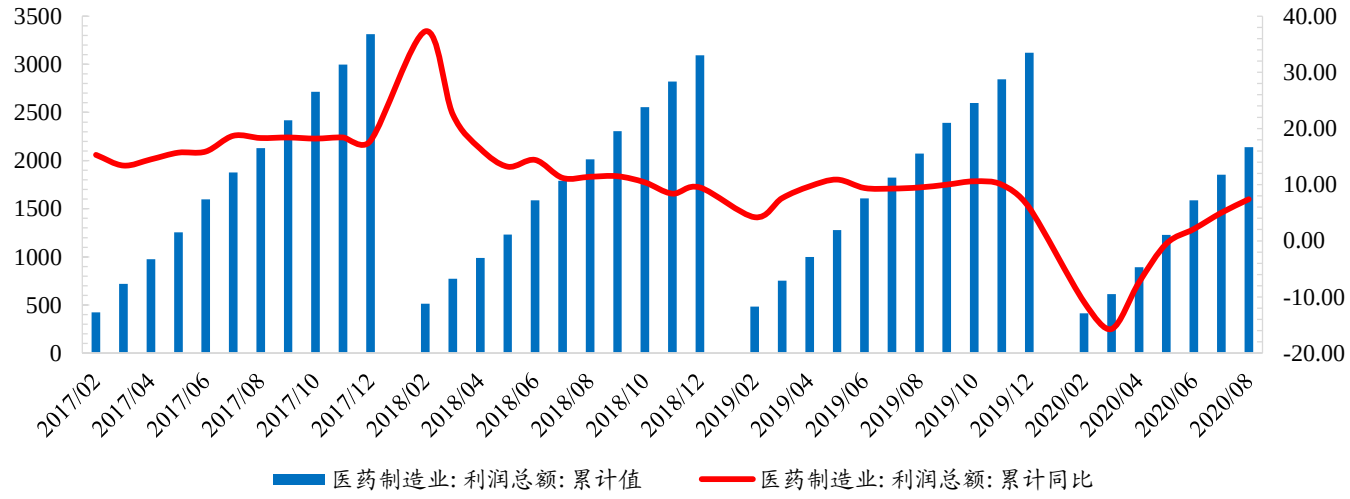
4.2、 行业跟踪数据一览（图表）

图22： 医药制造业营业收入增速逐步回升，达到去年同期水平



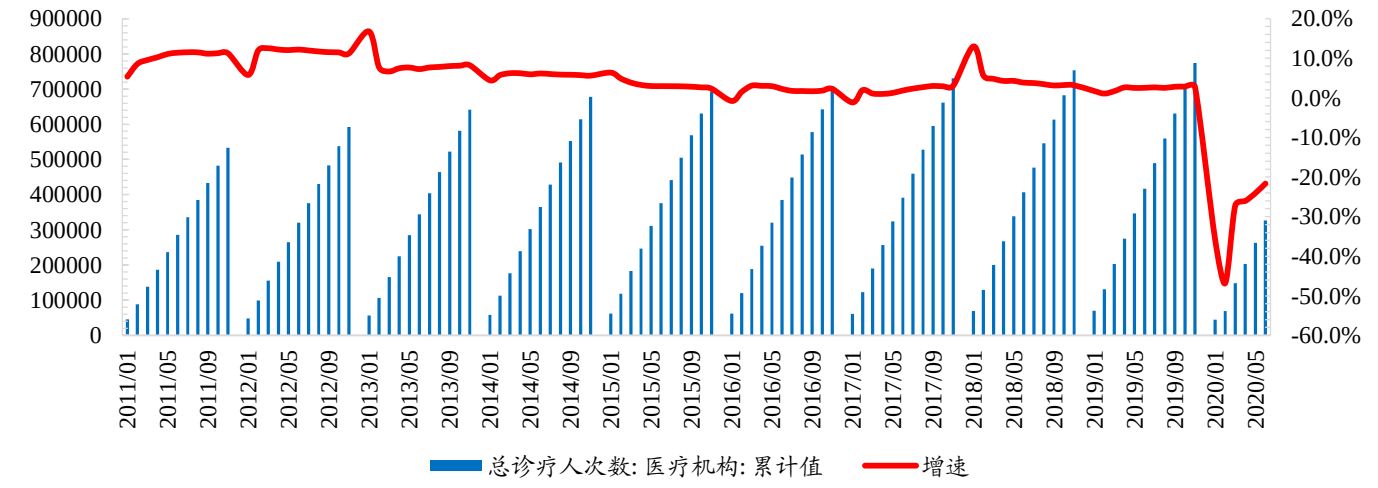
资料来源：wind，新时代证券研究所

图23： 医药制造业利润总额今年逐步回升，超过去年同期



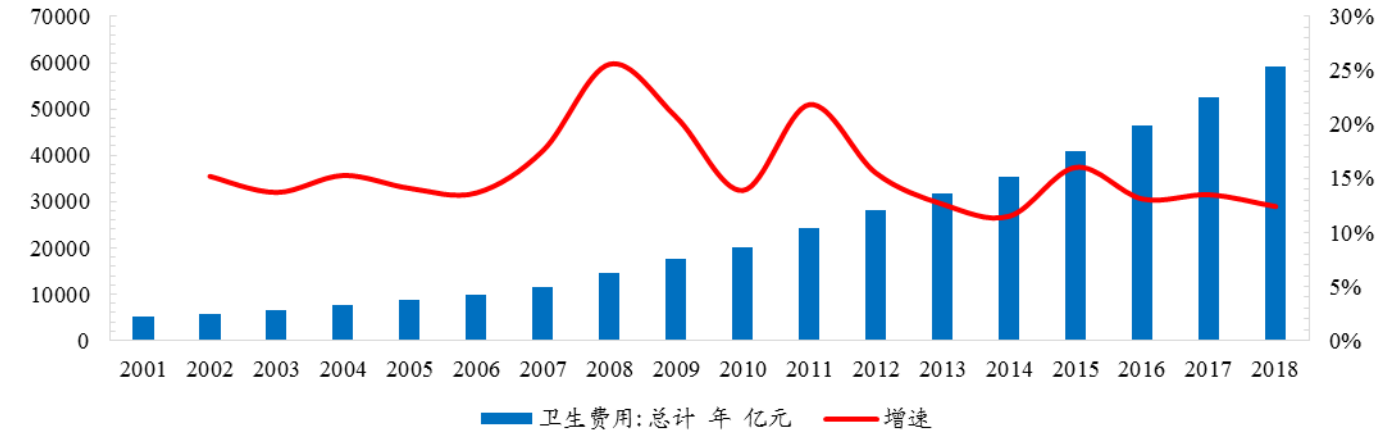
资料来源：wind，新时代证券研究所

图24： 总诊疗人次及增长情况



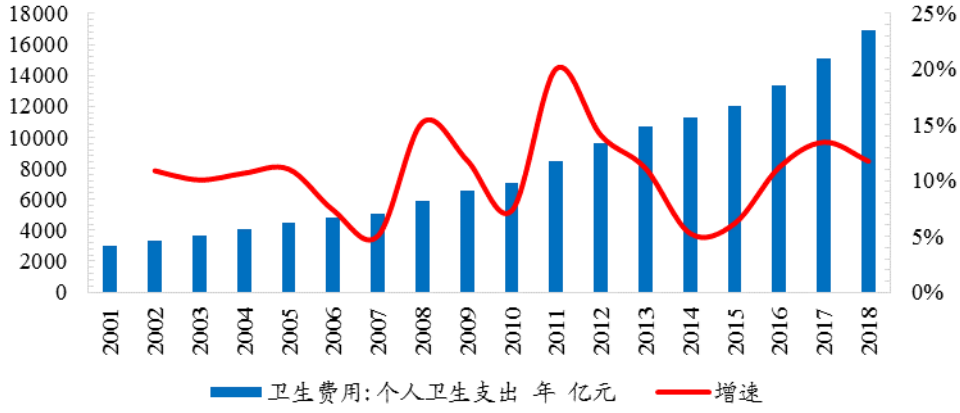
资料来源：wind，新时代证券研究所

图25： 卫生费用近年来保持 10-15%的增长



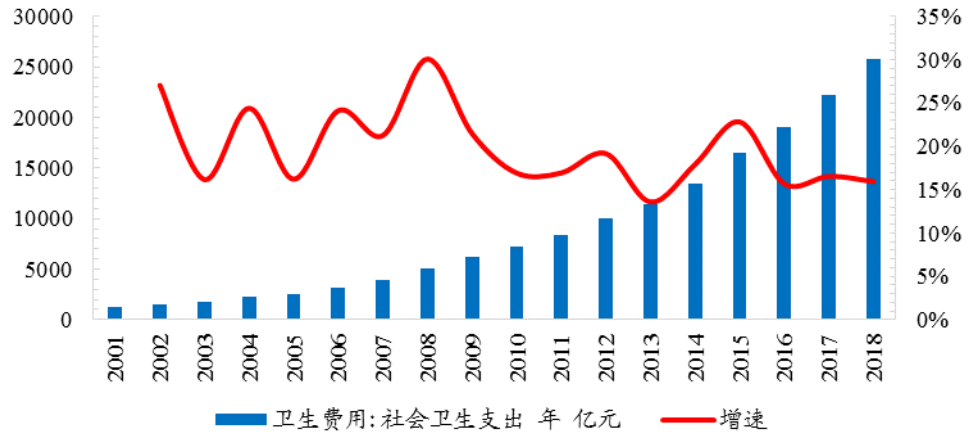
资料来源：wind，新时代证券研究所

图26： 个人支出卫生费用及增长情况



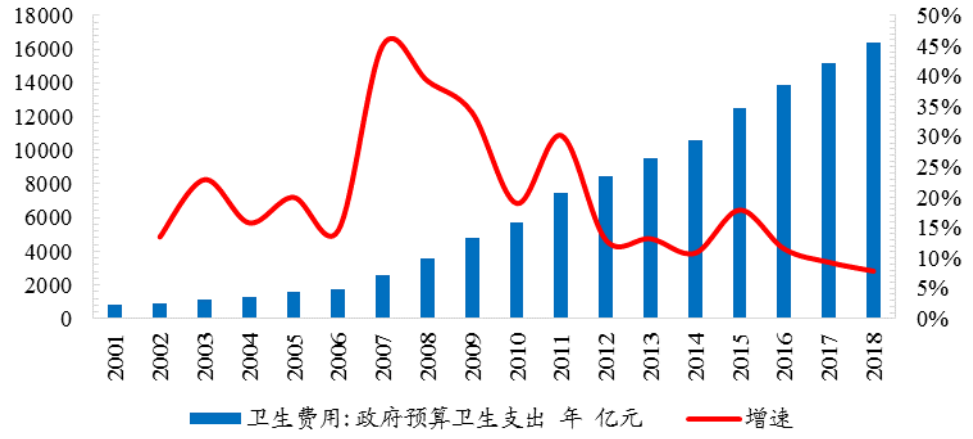
资料来源：wind，新时代证券研究所

图27： 社会支出卫生费用及增长情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

图28： 政府预算卫生支出及增长情况



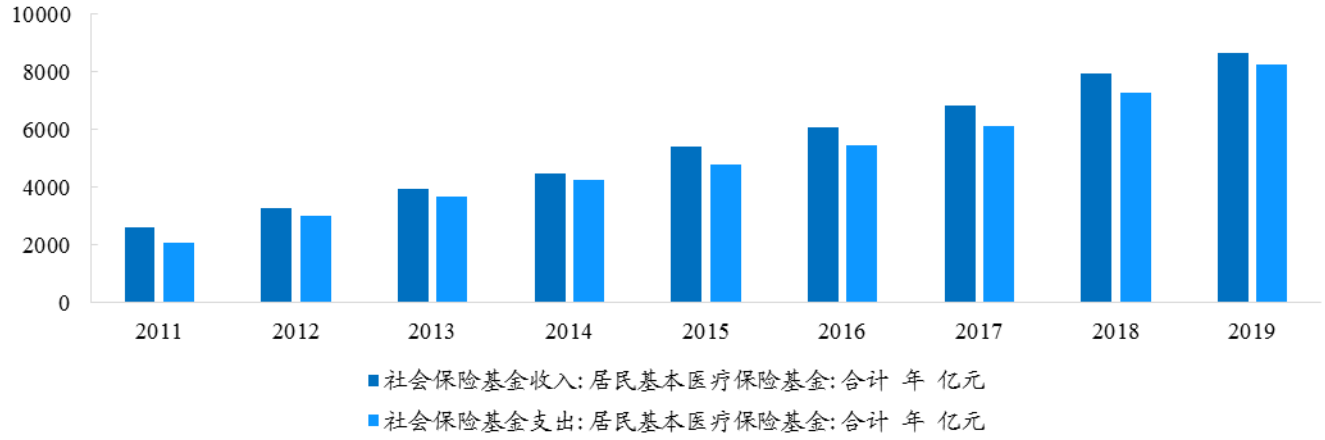
资料来源：wind，新时代证券研究所

图29： 城镇职工医保基金收支情况



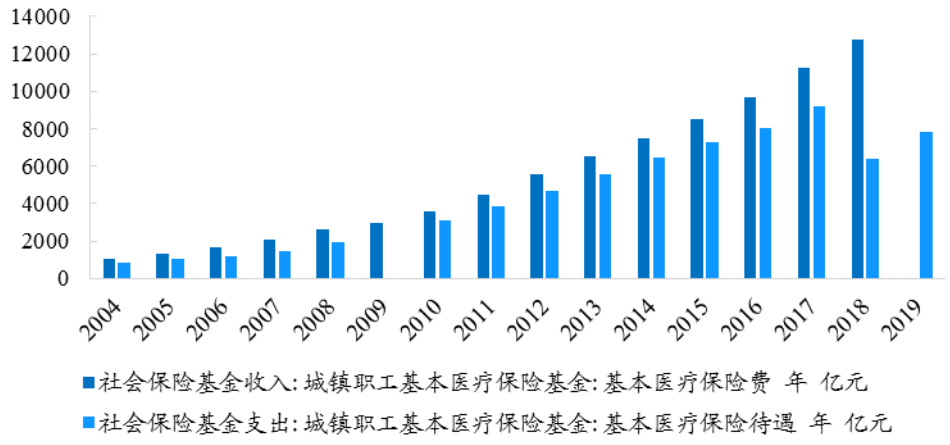
资料来源：wind，新时代证券研究所

图30： 城乡居民医保基金收支情况



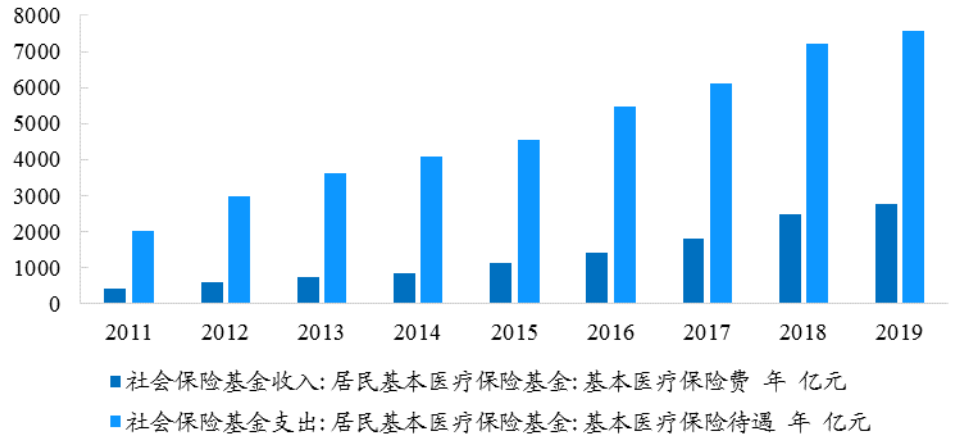
资料来源：wind，新时代证券研究所

图31： 城镇职工医疗保险费收支情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

图32： 城乡居民医保保险费收支情况



资料来源：wind，新时代证券研究所

5、 风险提示

带量采购政策风险，中美关系不确定性

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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

分析师介绍

沈瑞，中山大学生物与会计双学士，北京大学金融学硕士，中山大学会计硕士。09 年进入国信证券研究所从事医药宏观及相关课题研究，17 年进入财通证券研究所担任医药资深分析师，20 年加入新时代证券研究所，担任医药行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

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

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/