信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

策略报告

医药行业中期策略（2020年）

——大象起舞，前路漫漫

2020年06月16日

杨松　医药行业首席分析师

执业编号：S1500519120003

联系电话：+86 21 61678586

邮　箱：yangsong@cindasc.com

周贤珮　医药行业分析师

执业编号：S1500518020001

联系电话：+86 10 83326737

邮　箱：zhouxianpei@cindasc.com

投资要点：寻找处于中长期趋势向上的行业

- **行业整体增长稳健，强者恒强趋势愈发明显。**从行业整体情况看，2015年至今，多家公司意图通过并购整合实现“业务转型”或者“跨越式发展”，但从回顾分析看，大部分并购未实现预期效果（多家公司计提大额商誉减值），而与此同时，我们观察到龙头公司无论在业绩成长性还是稳定性上均有超越行业的表现，表明医药行业强者恒强的趋势愈发明显。

- **穷则变，变则通，通则久。**医药是最具有长期增长持续性的行业之一，对企业而言，每一个历史阶段都有最契合时代背景的小公司成长为大公司，但成为行业龙头则要求公司结合资源禀赋、行业现状、政策趋势做变革与调整。从2017年开始，行业个股分化开始加剧，在一批公司估值不断突破新高之际，另一批公司持续业绩的成长都抵不住估值的“塌陷”，我们已经观察到部分医药公司积极尝试差异化定位自身业务和发展的特点，以寻求得到更为合理市场估值，对投资而言，不同的资金属性、风险偏好和预期收益率意味着**“由小变大”、“价值重估”、“长情陪伴”**都是可选的策略。

- **寻找可以看3-5年的标的，积极配置。**短期受国内外疫情等多方面因素影响，市场对于医药关注度持续显著提升，尤其是对于细分领域龙头的估值容忍度进一步增加，且高度关注部分有边际变化的公司，我们建议积极配置处于中长期趋势向上的行业：
  - ①战略性看好创新药：**恒瑞医药、信达生物（H）**。
  - ②战略性看好骨科耗材：**三友医疗、春立医疗（H）、爱康医疗（H）、凯利泰等**。
  - ③优质的医疗服务公司将受益于疫情好转：**爱尔眼科、锦欣生殖（H）**。
  - ④业绩确定性优势突出的版块，具有较好的配置价值：**连锁药店、血液制品**。
  - ⑤性价比黑马：**爱帝宫（H）**。

- 风险因素：药品降价的风险、疫情持续时间过长的风险

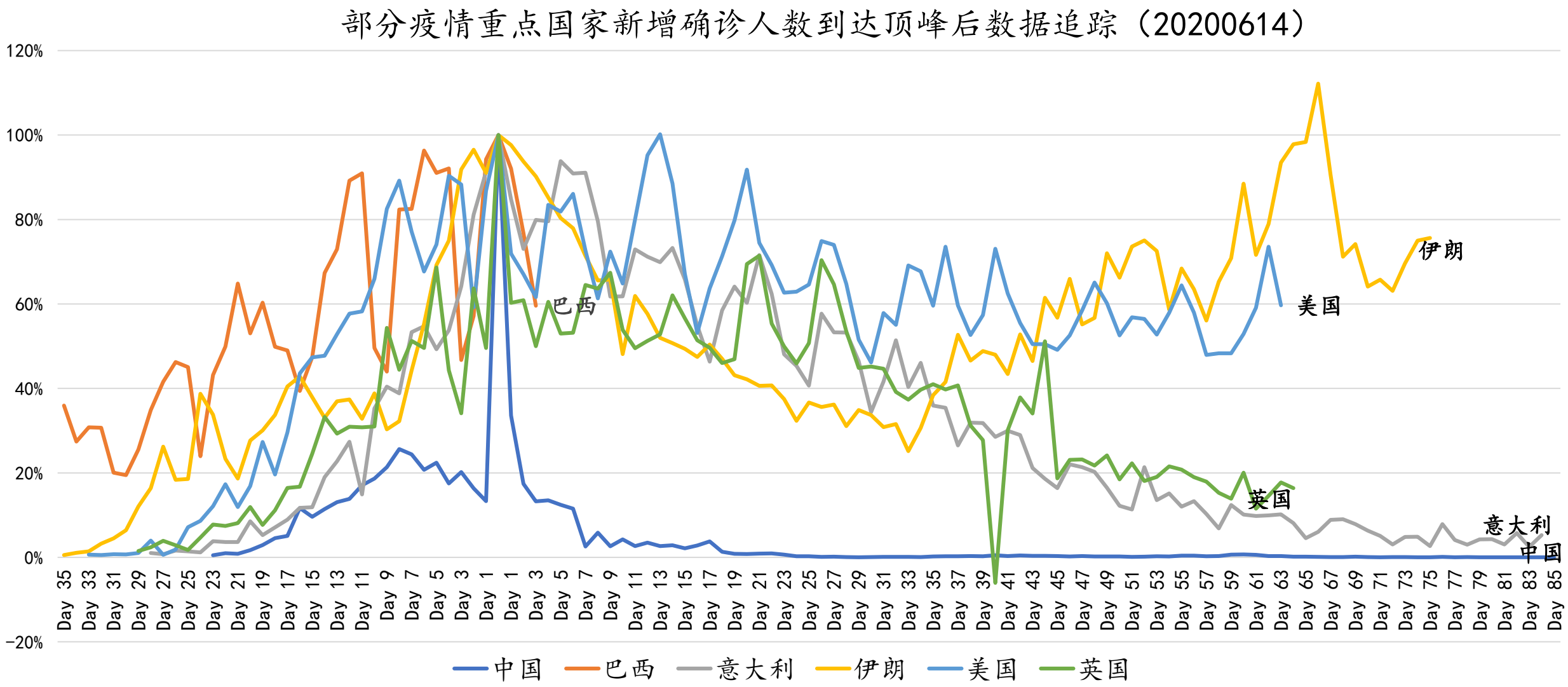
目录

01 医药行业整体回顾：疫情进入新常态

02 细分行业展望：布局长期趋势向好的领域

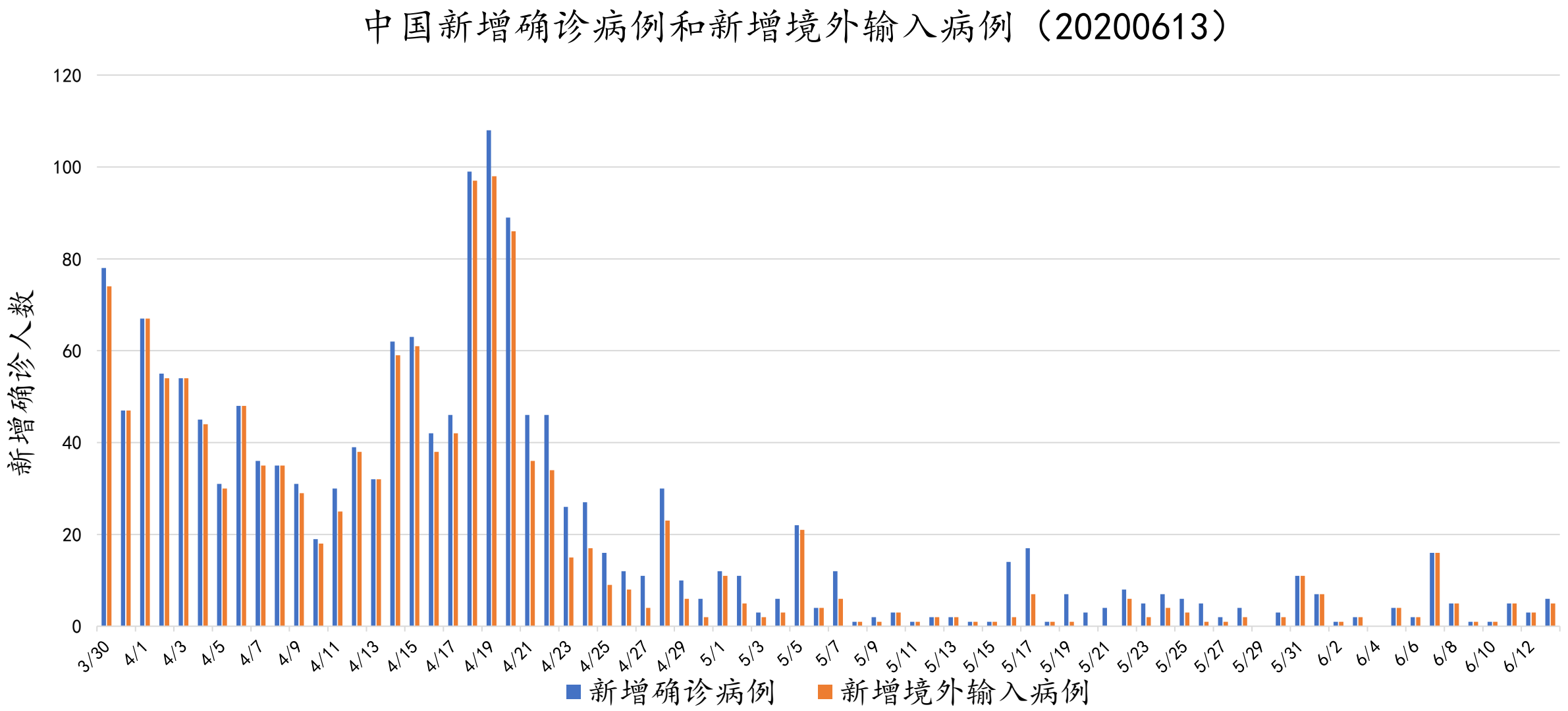
03 重点公司介绍

美国新增确诊人数仍处于较高水平



*资料来源：WHO，美国约翰斯霍普金斯，Worldometer，信达证券研发中心；注：纵坐标为当日数据/顶峰数据*100%，以该国目前新增人数中的最高值作为Day 0:中国（2.12），巴西（6.5），意大利（3.22），伊朗（3.31），美国（4.12），英国（4.11），英国5月21日修订确诊病例数，较前一日下降525例*

3月中旬后中国境外输入病例为主，6月14日北京本土新增36例

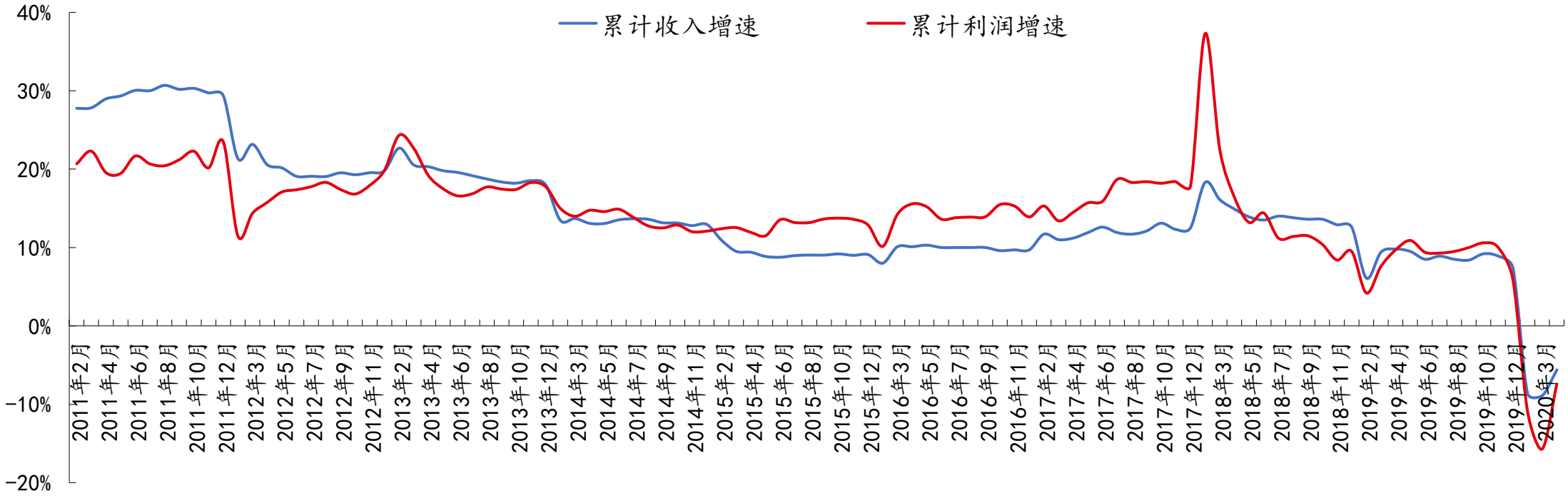


资料来源：国家卫健委，信达证券研发中心

医药制造业累计收入利润增速有所恢复

- 受疫情影响，2020年1-4月医药制造业累计收入增速-5.6%，累计利润增速-7.4%，相比2020年1-3月的-8.8%和-15.7%，增速有所恢复。

图：医药制造业2020年1-4月累计收入利润增速有所恢复



资料来源：国家统计局，信达证券研发中心

医药行业整体：增长稳健，短期受到疫情冲击

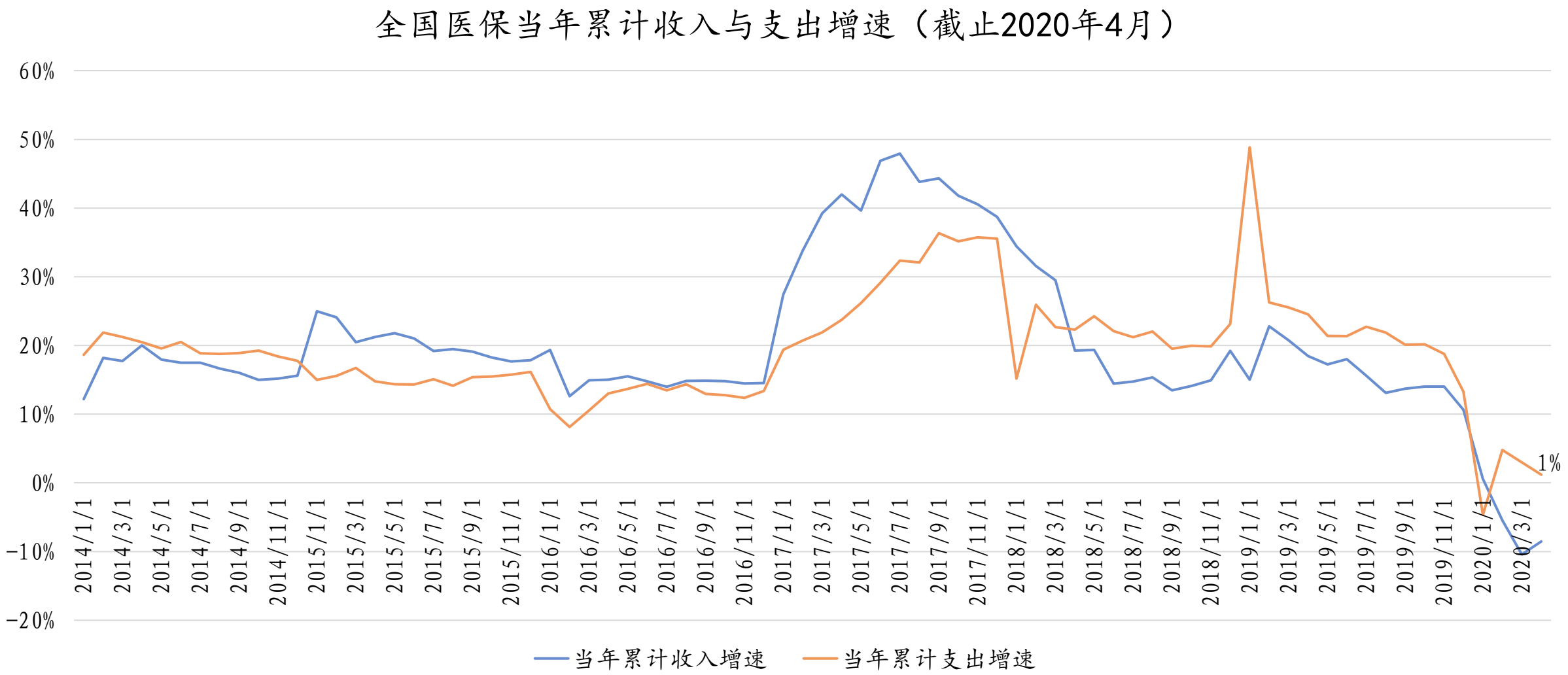
- **2019年医药行业整体收入增长稳健**，营业收入同比增长13.72%，相比2018年增速稍有下降，预计主要受带量采购、重点监控目录等政策的影响，扣非净利润同比减少17.61%，主要受部分公司商誉减值等因素的影响。
- **2020Q1医药行业受新冠疫情短期冲击**，整体收入同比下滑7.48%，扣非净利润同比下滑14.12%。具体而言，连锁药店、血液制品、医疗器械、原料药等疫情相关细分领域高速增长；随着国内疫情逐渐缓解，医院等终端恢复正常，预计CXO、化学制剂、疫苗、医疗服务等细分领域也将陆续恢复正常；中药领域仍持续承压。
- **医药行业整体经营水平基本稳定。**2019年行业毛利率29.90%，相比2018年下降了1.2pp；销售费用率下降0.32pp，但依然保持相对高位；管理费用率基本稳定（+0.06pp），扣除掉研发费用的增加后，则稍有下降；财务费用率亦基本稳定，相比2018年增加了0.06pp。
- **研发驱动未来。**医药行业整体研发费用率由2018年的1.70%提升至2019年的1.80%，预计随着“医保战略价值导向购买”这一趋势的不断深化，整个行业将进一步由销售驱动向研发驱动转变。

表： 医药行业主要财务指标情况（百万元）

	2020Q1	2019A	2019Q1	2018A	2017A
营业收入	324085	1442387	350304	1268383	1077741
营业收入增速	-7.48%	13.72%	18.15%	17.69%	20.30%
毛利率	29.20%	29.90%	30.21%	31.10%	30.19%
销售费用率	13.27%	14.38%	13.94%	14.70%	13.44%
管理费用率	6.09%	6.26%	5.67%	6.20%	6.05%
财务费用率	1.20%	1.18%	1.30%	1.12%	1.00%
研发费用率	1.67%	1.80%	1.44%	1.70%	-
归母净利润	21492	71836	27005	81649	86384
归母净利润增速	-20.41%	-12.02%	20.17%	-5.48%	25.35%
扣非净利润	19495	54893	22700	66627	71437
扣非净利润增速	-14.12%	-17.61%	5.07%	-6.73%	18.63%
应收账款	366716	353601	362501	326843	252566
经营性现金流	-71	112821	-4282	77498	52147
经营性现金流/净利润	-0.31%	139.98%	-14.59%	86.90%	56.50%

资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：管理费用率计算时包括研发费用

全国医保基金累计收支情况（截止2020年4月）



资料来源：国家医保局，信达证券研发中心

2020年下半年医药政策展望（20200615）

事项	具体内容	主体	目前进展预计	后续节奏预估
高值耗材带量采购	冠脉支架	国家整体（医保局）	尚未出台正式方案	2020年三季度落地
高值耗材带量采购	各类产品（关节等）	各地（医改试点省份为主）	已在陆续出台方案	2020下半年
药品带量采购	一致性评价过评品种	国家整体（医保局）	尚未出台正式方案	2020下半年
药品带量采购	存量注射剂过评品种	国家整体（医保局）	尚未出台正式方案	2020下半年（？）
创新药医保谈判	新获批创新药	国家整体（医保局）	尚未启动	2020年底前
常规目录动态调整	已在目录中的部分独家品种	国家整体（医保局）	尚未启动	2020年底前
注射剂一致性评价		国家整体（药监局）	持续推进中	2020年三季度落地
医保个人账户改革		国家整体（医保局）	内部探讨	2020年底前（？）
药品价格和招采信用评价制度		国家整体（医保局）	内部征求意见	2020年底前（？）
基本药物制度完善	目录和使用要求	国家整体（卫健委）		

资料来源：药监局，医保局，信达证券研发中心

目录

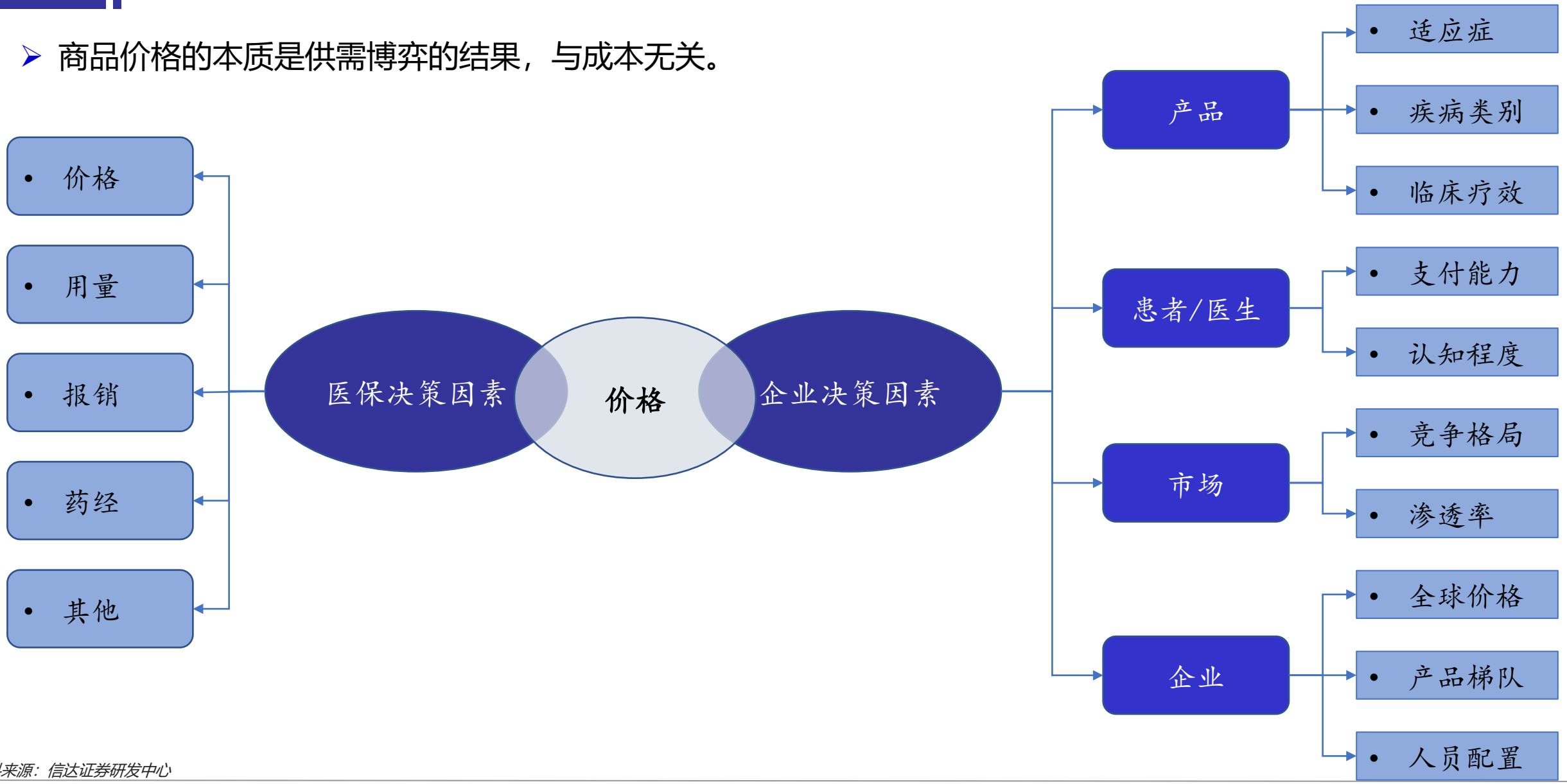
01 医药行业整体回顾：疫情进入新常态

02 细分行业展望：布局长期趋势向好的领域

03 重点公司介绍

创新药：医保准入的再回顾

- 商品价格的本质是供需博弈的结果，与成本无关。



资料来源：信达证券研发中心

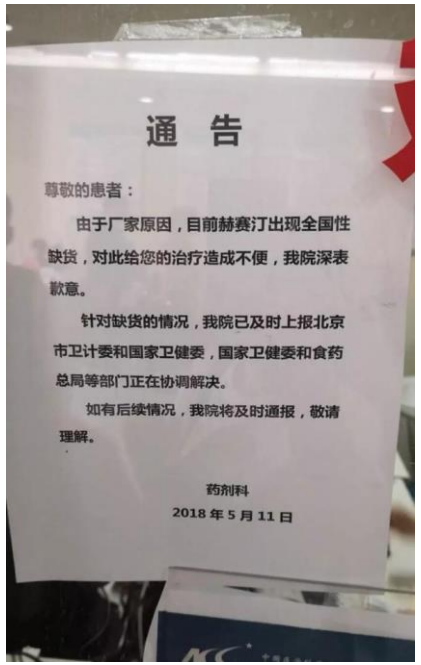
创新药：支付环节的打通具有重要意义

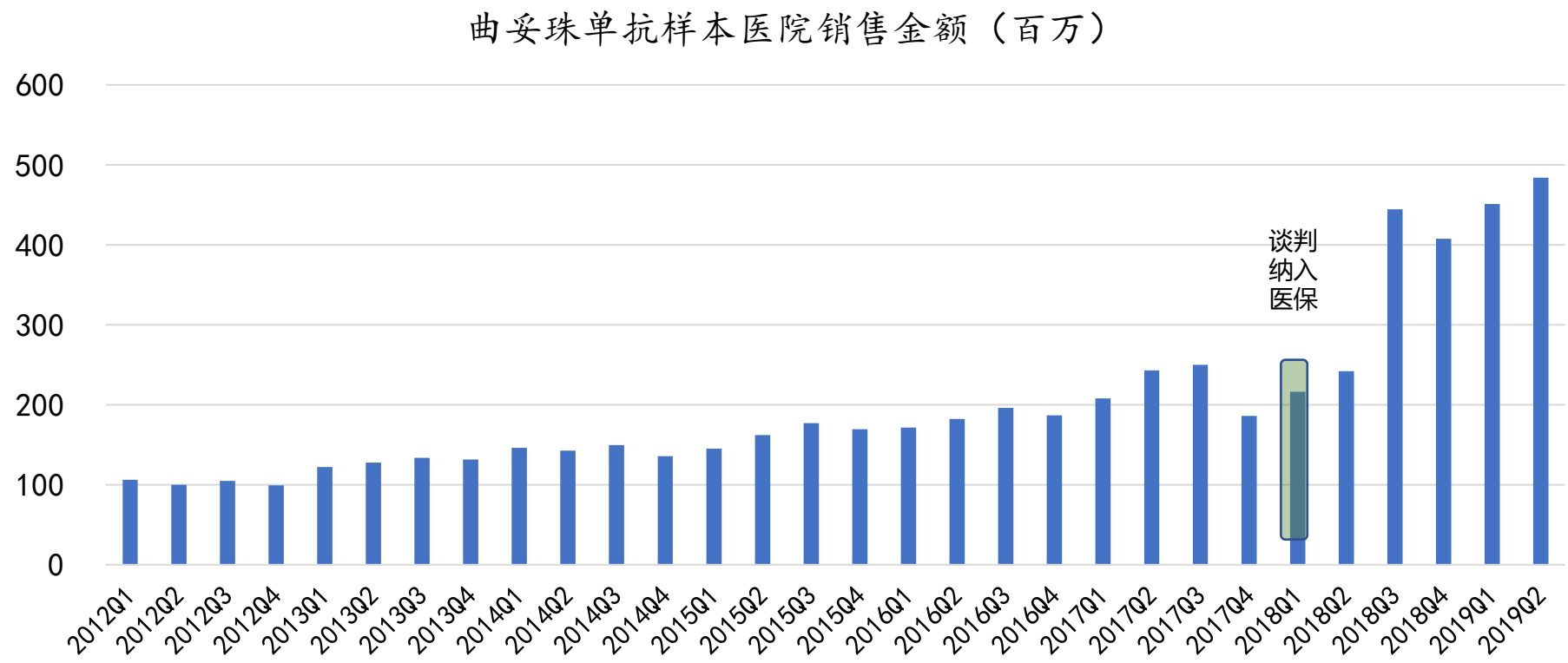
2002年9月，罗氏曲妥珠单抗（赫赛汀）中国获批上市。

2017年7月，罗氏曲妥珠单抗（赫赛汀）谈判纳入医保，谈判后价格为7600元（20ml:440mg），降幅为65%。

2018年3月份起，曲妥珠单抗（赫赛汀）开始出现供应不足。2018年曲妥珠单抗（赫赛汀）中国市场34亿人民币。

罗氏制药2019年上半年在中国业绩为15.87亿瑞士法郎，约合114亿人民币：其中贝伐珠单抗在中国增长61%；利妥昔单抗增长21%；曲妥珠单抗增长144%。





资料来源：药融圈，健康界，PDB，信达证券研发中心

高端化学制剂：仍然具有较大的可为空间

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

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

资料来源：国务院，发改委，药监局，工信部，信达证券研发中心。

高端化学制剂：市场具有巨大前景，国产替代仍有较大空间

- 2019版医保目录中按通用名计算，共收载西药和中成药2643个，其中西药1322个，中成药1321个，中药饮片892个。**据统计，高端制剂（除去普通注射剂）共有113个，占比约10%。**

- 技术要求较高的高端制剂类型如纳米制剂和注射混悬液，国内研发能力仍低于世界水平。高端制剂仍以模仿国外已上市药物品种为主，独立自主研发改剂型或新品种高端剂型药物几乎为0。

剂型分类	剂型	产品名	开发状态	公司
复杂注射剂	微球注射剂	注射用醋酸亮丙瑞林微球	已上市	丽珠集团
		注射用醋酸戈舍瑞林缓释微球	III期	绿叶制药
		注射用罗替戈汀缓释微球	III期	绿叶制药
		氟比洛芬酯注射液	已上市	泰德制药
		前列地尔注射液	已上市	泰德制药
		利培酮缓释微球肌肉注射制剂	已报产	绿叶制药
	脂质体注射剂	注射用紫杉醇脂质体	已上市	绿叶制药
		盐酸多柔比星脂质体注射液	已上市	石药集团
		注射用两性霉素B脂质体	已上市	上海医药
		盐酸伊立替康脂质体注射液	已上市	恒瑞药业
	乳剂注射剂	鸦胆子油乳注射液	已上市	九旭药业
		帕利哌酮缓释混悬肌肉注射剂	临床前	绿叶制药
		丙泊酚乳状注射液	已上市	力邦制药
		氟比洛芬酯注射液	已上市	泰德制药
		注射用前列地尔干乳剂	已上市	药友制药
吸入制剂	吸入溶液剂	复方异丙托溴铵	已上市	健康元
		左沙丁胺醇	已上市	健康元
		富马酸福莫特罗吸入溶液	临床中	健康元
		布地奈德混悬液	已上市	中国生物制药
		妥布霉素吸入溶液	临床中	健康元
		盐酸氨溴索吸入溶液	临床中	健康元
		盐酸氮卓斯汀丙酸氟替卡松鼻喷雾剂	临床中	长风药业
		酒石酸左沙丁胺醇	已报产	长风药业
		鲑鱼降钙素喷鼻剂	已上市	银谷制药有限责任公司
	吸入干粉剂	噻托溴铵干粉	已上市	中国生物制药，仙琚药业
		马来酸茚达特罗吸入粉雾剂	临床中	恒瑞医药
		沙美特罗替卡松	已报产	中国生物制药，恒瑞药业，健康元
口服特殊制剂	缓释混悬剂	右美沙芬缓释混悬液	已上市	现代制药
		布洛芬缓释混悬液	已上市	四川中方制药公司
皮服给药制剂	缓释植入剂	植入氟尿嘧啶	已获批	安徽中人科技有限责任公司
		纳曲酮植入剂	临床中	深圳市思沃生命科技有限公司
		地塞米松玻璃体内植入剂	已上市	华润紫竹
纳米制剂		黄体酮纳米晶体胶囊	临床前	仙琚制药
		注射用白蛋白紫杉醇	已上市	石药集团，恒瑞医药，齐鲁制药

资料来源：长风药业官网，健康元官网，药智网，美通社，医药魔方，一路为王，海邦沣华，药源网，信达证券研发中心。

化学仿制药：国家集采常态化，地方集采积极探索

国家医保局：已过评品种带量采购

第一批带量采购第一轮（2018.12）
- 执行范围：4+7城市
- 中选药品：25个
- 中选规则：独家中标
- 平均降幅：52%

第一批带量采购第二轮（2019.9）
- 执行范围：25个省市
- 中选药品：25个
- 中选规则：最多三家中标
- 平均降幅：59%

第二批带量采购（2020.1）
- 执行范围：31个省市
- 中选药品：32个
- 中选规则：大体N-1家中标
- 平均降幅：53%

地方：非过评品种带量采购

- 对未纳入国家组织集中采购和使用范围的药品，各地要依托省级药品集中采购平台，借鉴国家组织药品集中采购和使用经验，采取单独或跨区域联盟等方式，在采购药品范围、入围标准、集中采购形式等方面加大改革创新力度，形成国家和地方相互促进的工作格局。（国医改发〔2019〕3号，2019年11月29日）
- 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。（国卫医函〔2020〕192号，2020年5月15日）
- 截止目前，已有湖南、山东、广西、山西、河北、福建、江西等多个省级平台，以及武汉等多个市级平台，积极探索非过评药品的带量采购工作。

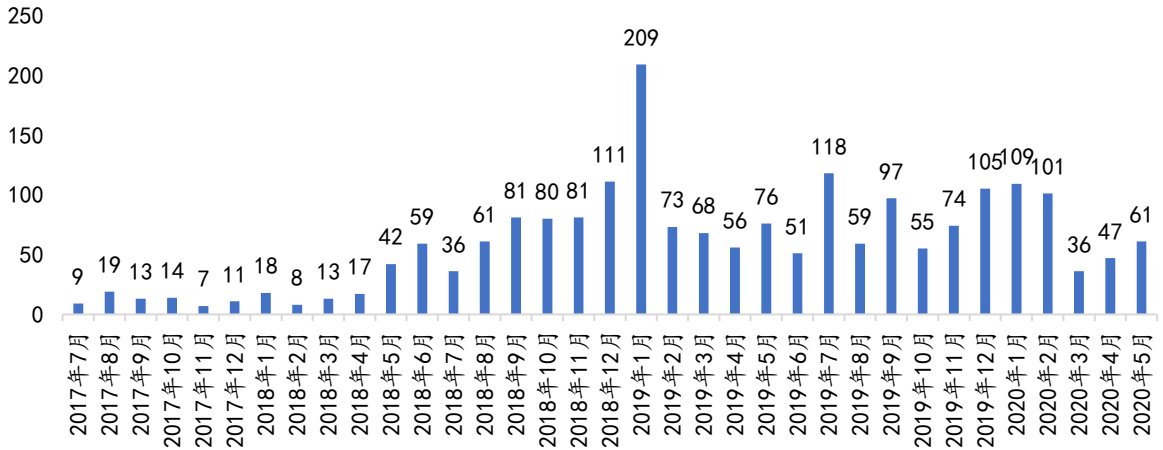
资料来源：上海医药阳光采购网，信达证券研发中心

化学仿制药：一致性评价稳步推进，注射剂一致性评价有望加速

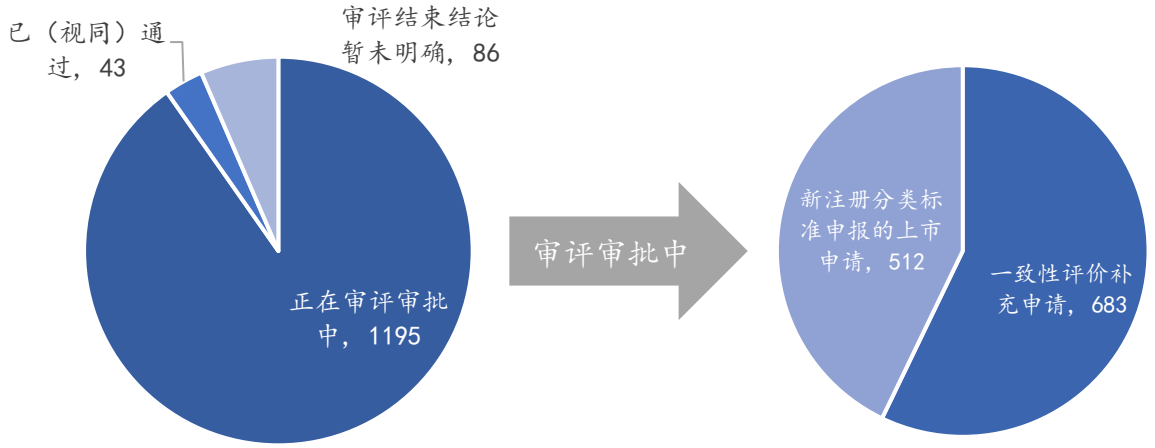
- **存量注射剂一致性评价任重道远。**
  - 根据GBI SOURCE数据，截止2020年5月17日，CDE共已受理1324个注射剂一致性评价。

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

图：一致性评价稳步推进



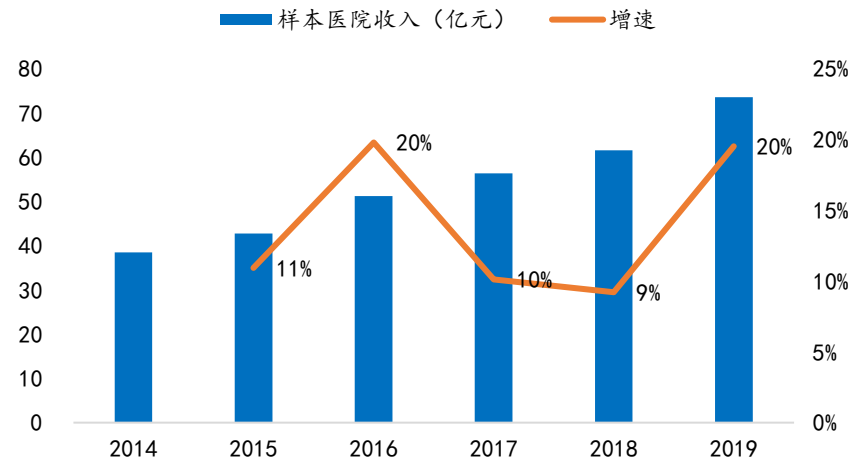
图：已有43个注射剂品规（视同）通过一致性评价



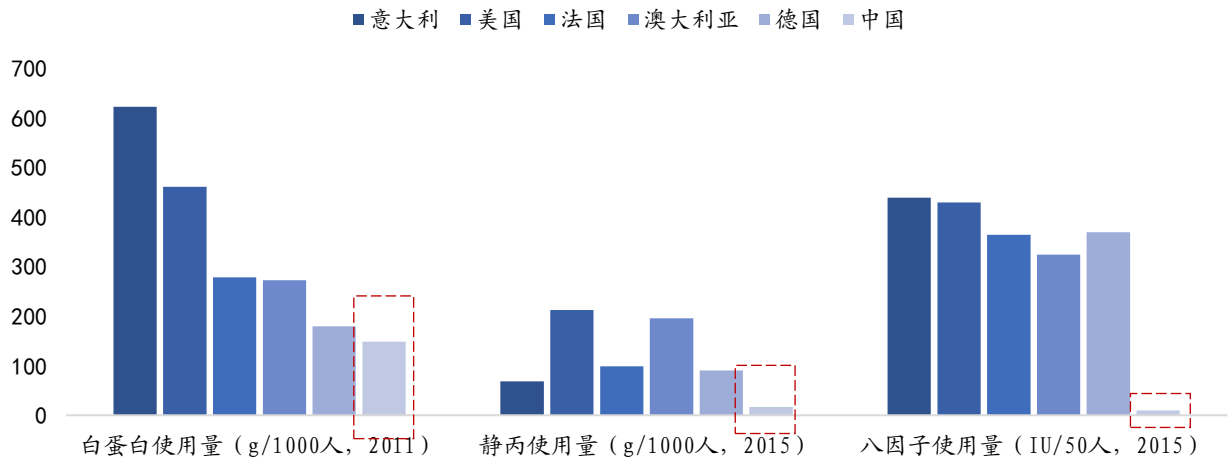
资料来源：CDE，GBI SOURCE，信达证券研发中心

血液制品：终端需求持续旺盛，疫情催化批签发加快

图：血液制品终端需求持续旺盛



图：中国与欧美国家血液制品用量尚有差距



表：2020Q1血液制品大品种批签发高速增长（单位：万瓶/支）

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

资料来源：MRB，Wind，中检所，信达证券研发中心

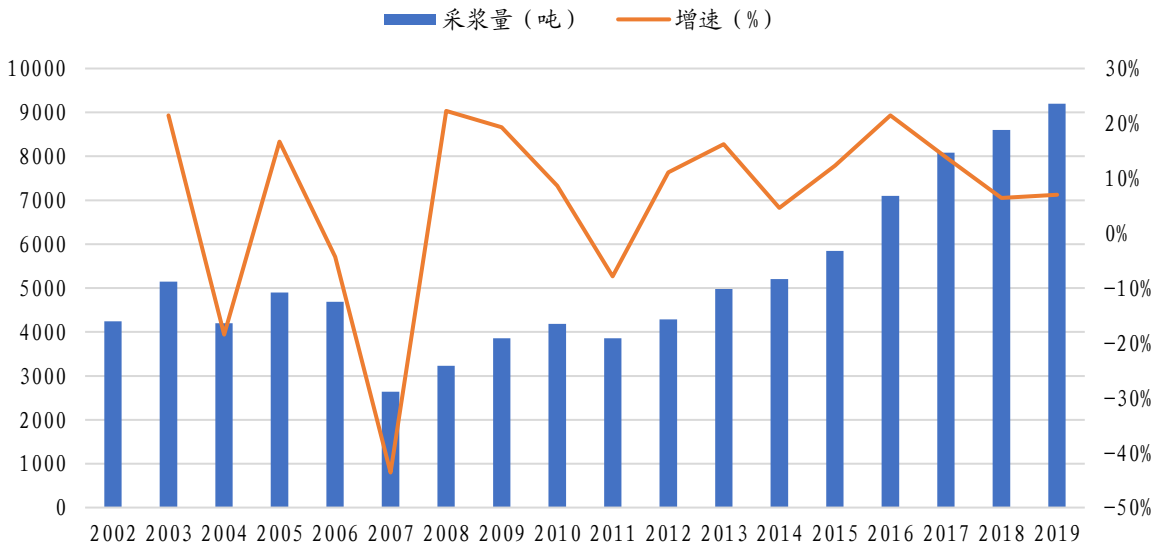
血液制品：供给端浆量为王，疫情导致紧平衡

- **浆站停采可能导致加剧后续供应紧张。**

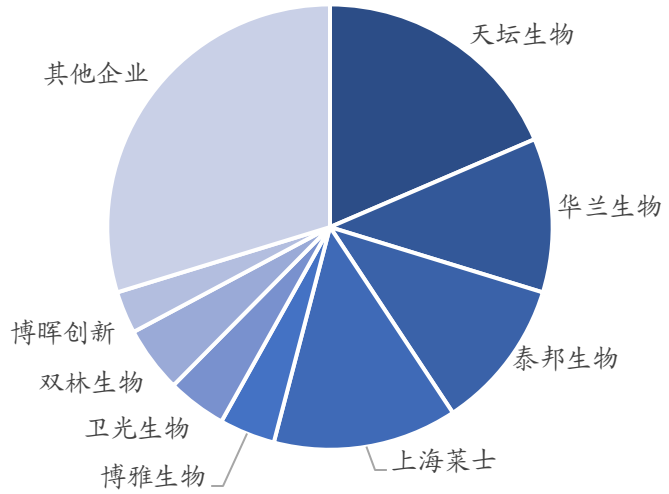
中国：停采1-2月	采浆、投浆、生产、批签发、销售的周期约6个月	预计2020年三季度末或四季度可能出现销售紧张
进口：部分停采	国外血制品在国内销售的周期，约3-6个月后	预计下半年进口蛋白产品可能会出现货源紧张

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

图：血液制品采浆量增长有所放缓

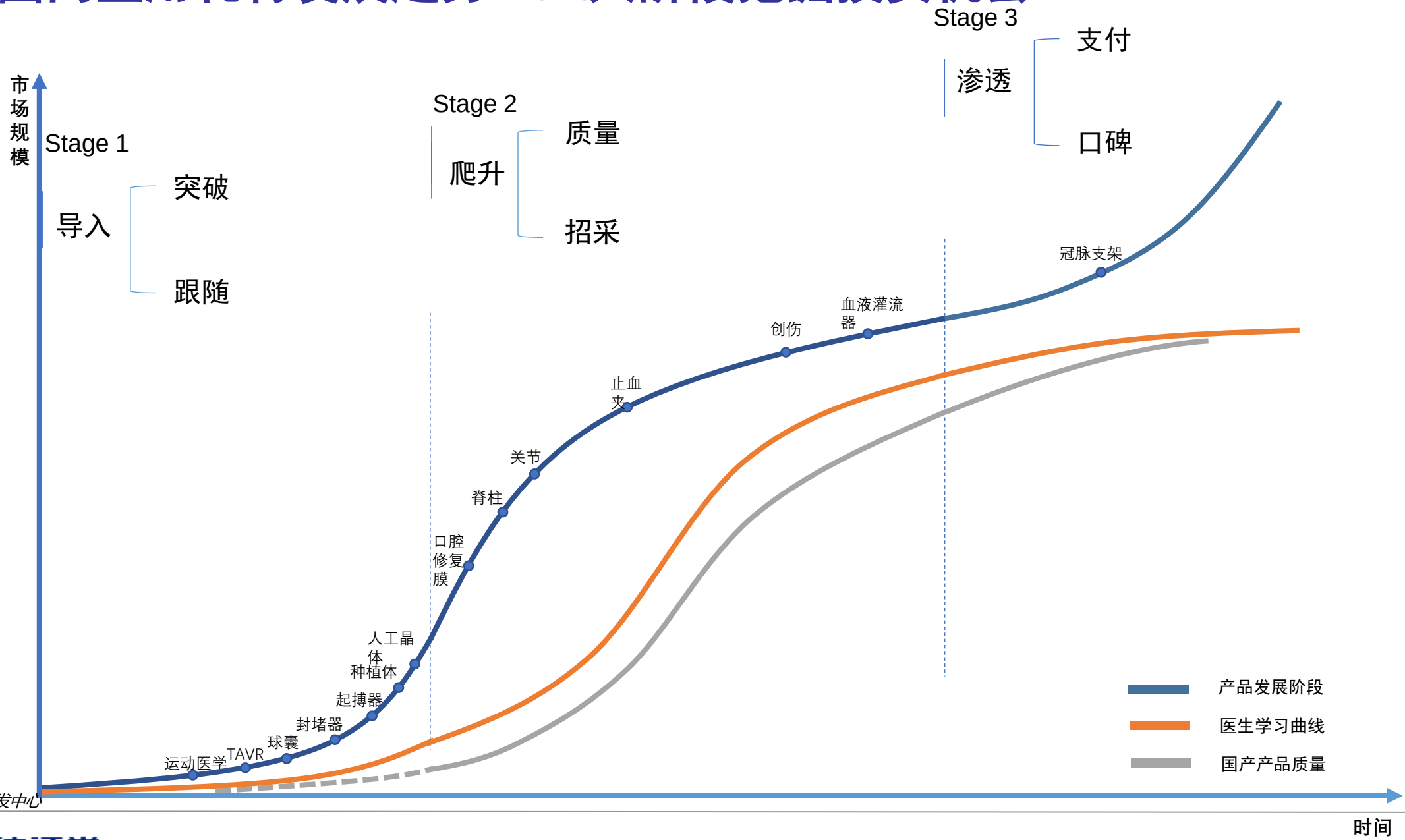


图：血液制品采浆量企业间分布（2019）



资料来源：Wind，卫健委，信达证券研发中心

国内医用耗材发展趋势：三大阶段挖掘投资机会

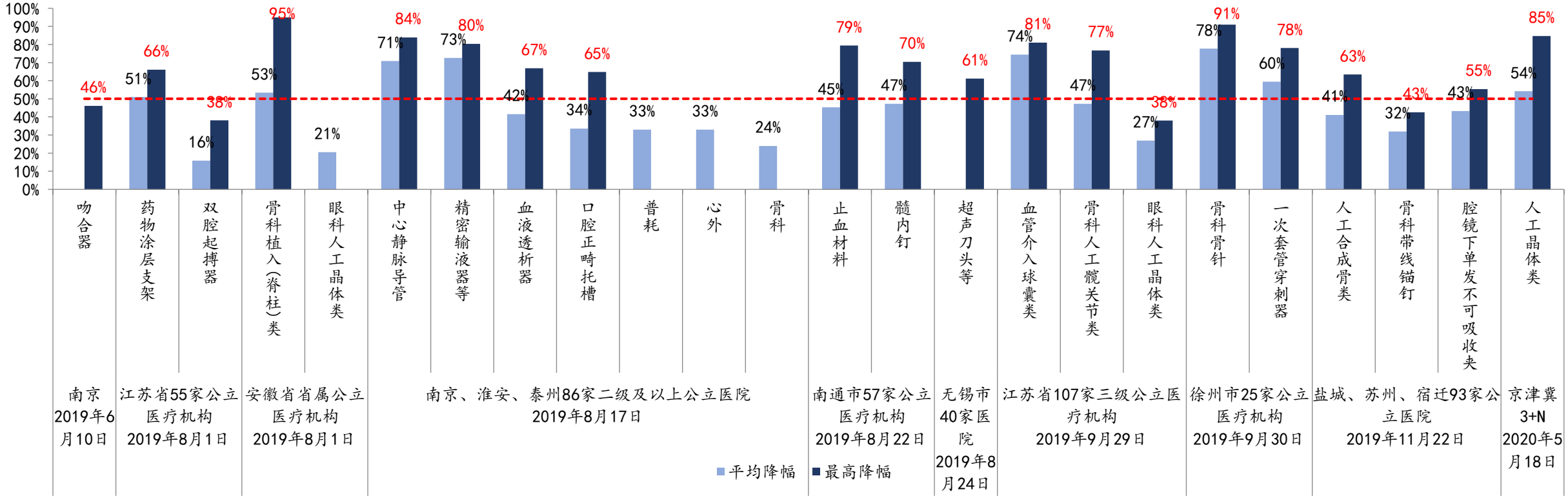


资料来源：信达证券研发中心

高值耗材：带量采购探索推进，产品平均降幅大多低于50%

- **涉及品种：**
  - 吻合器、起搏器、支架、骨科、人工晶体、血透、口腔耗材等产品，最高降幅95%，平均降幅大多低于50%

- **骨科高值耗材带量采购政策对比：**
  - 安徽（2019.8.1）：17家机构，范围小，执行效果相对好，国产使用量大；
  - 江苏（2019.9.29）：将产品按进口和国产分为四组，无议价过程，低价中标；
  - 福建（2020.5.9）：类似江苏，明确的议价程序细化；
  - 浙江（2020.5.27）：增加专家评审环节，最产品质量作出评审；



资料来源：各省招采平台，信达证券研发中心

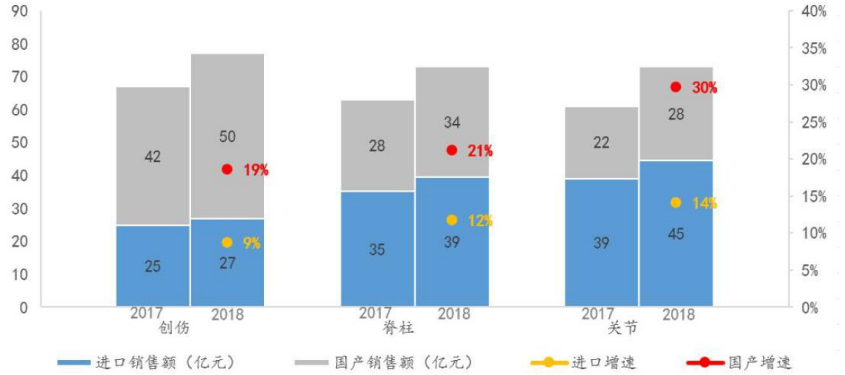
高值耗材：部分品种进口替代明显，渗透率仍较低

- 基层医疗机构的医生水平及消费能力持续提升，骨科耗材未来市场空间广阔；医疗手术对应的耗材价格基本保持稳定，带来居民对于相关手术的相对可支付能力显著提升。

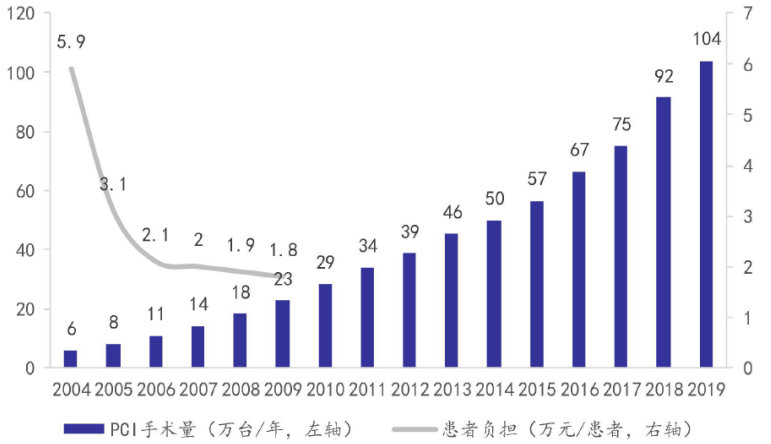
图：骨科植入耗材市场整体以15%左右增速持续快速增长



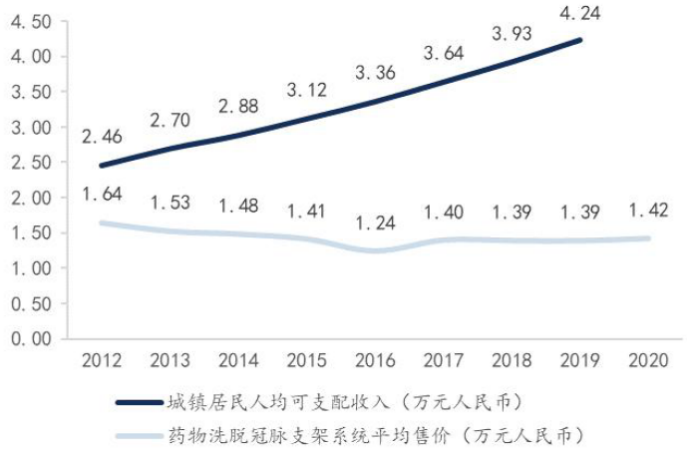
图：骨科耗材细分领域体现出明显的进口替代



图：国产化推动冠脉支架渗透率在2004-2009年快速提升



图：相对可支付能力显著提升推动患者渗透率提高



资料来源：公司公告，CCIF，南方医药经济研究所，信达证券研发中心

IVD：内增外拓，历史机遇应把握

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

图：体外诊断市场驱动力一览

存量迭代
进口替代正当时

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

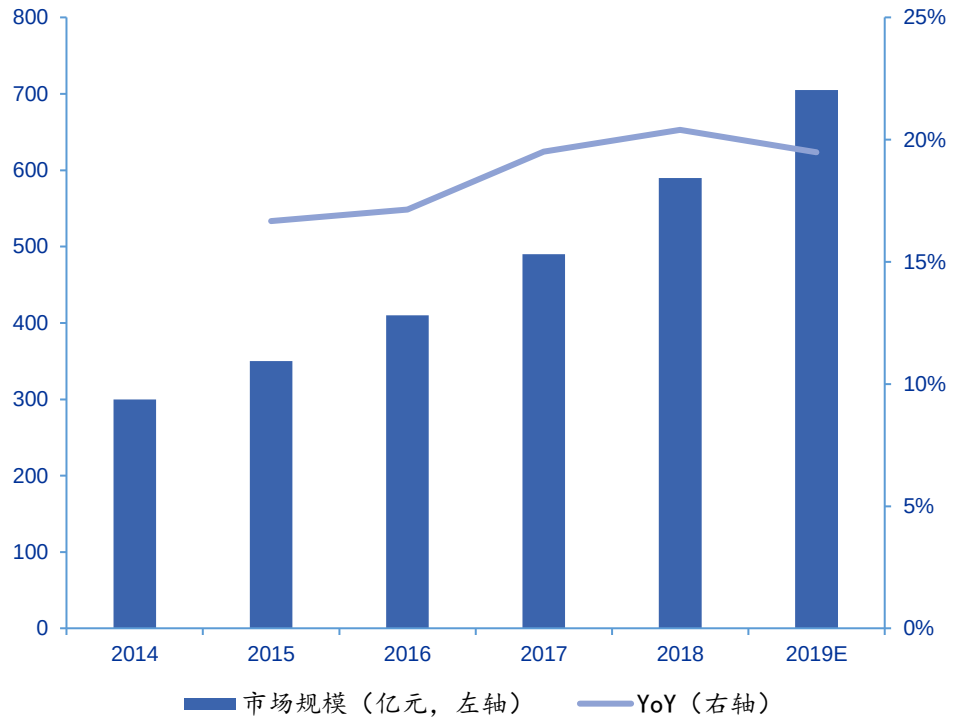
增量扩容
政策红利+消费升级

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

集采影响可控

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

图：2019年体外诊断市场规模超700亿元



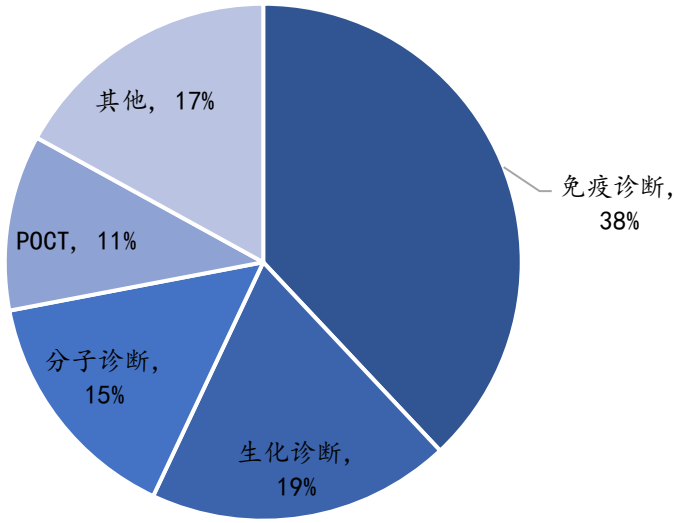
资料来源：Wind，Allied Market Research，信达证券研发中心

IVD：化学发光、分子诊断及POCT前景可期

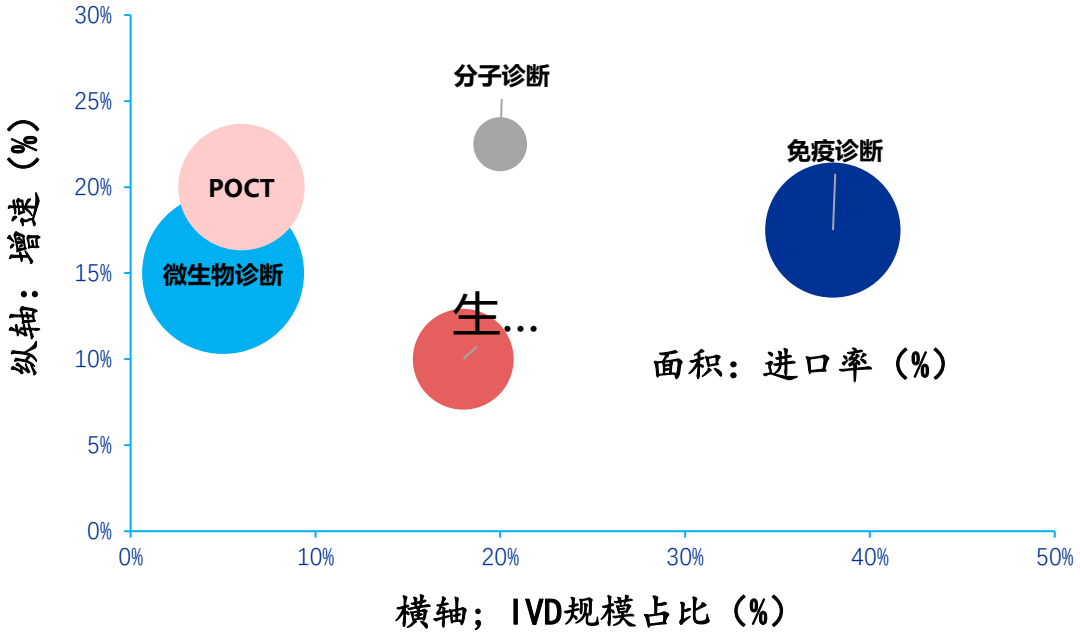
- **IVD细分市场中免疫诊断规模最大，占比达38%。**

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

图：体外诊断细分赛道规模占比



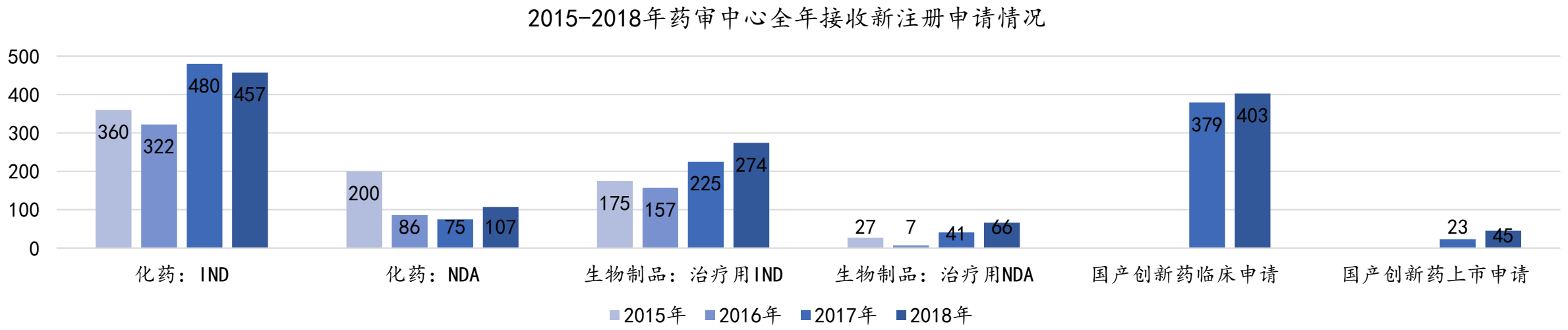
图：化学发光、分子诊断及POCT潜力较大



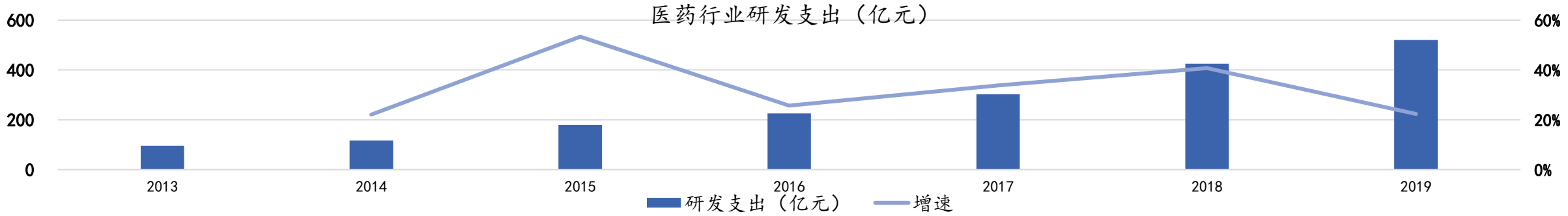
资料来源：中国医疗器械蓝皮书（2019 版），CAVID，CNKI，，信达证券研发中心

CXO：新药申请数量上升，行业研发投入持续增加

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



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

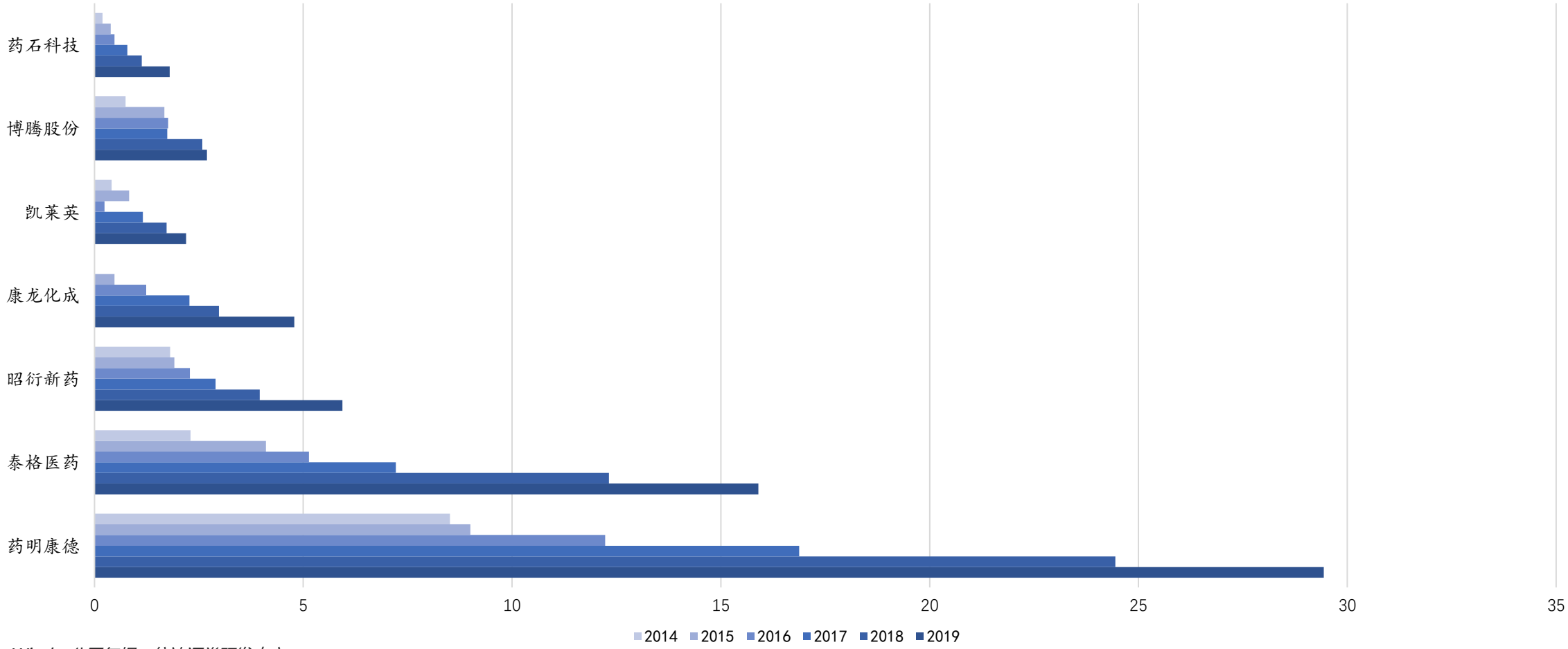


资料来源：药监局药品审评中心，Wind, 信达证券研发中心；注：按申万医药生物行业研发支出统计

CXO:国内业务收入增长迅猛

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

图：CRO/CDMO企业中国大陆营业收入（亿元）



资料来源：Wind，公司年报，信达证券研发中心。

医疗服务：业务需求刚性差别导致疫情后修复分化

- **眼科及口腔科业务陆续恢复，疫情结束后业务或实现反弹。**2020年Q1新冠肺炎疫情对医疗服务机构产生较大影响，口腔及眼科服务自3月起陆续恢复，但部分择期手术仍受到一定影响，预计在疫情结束后或将实现需求的反弹；

- **体检服务营业受限，民营综合医院业务快速恢复。**预计体检服务2月基本不能营业， 3月份开始陆续开业，预期5/6月份业务量将进一步明显回升，预计上半年的整体收入同比下降40%以上；国际医学Q1营业收入实现25%的增长，3月复工复产后，业务快速恢复，截至一季度末，西安国际医学高新医院病床使用已达到满负荷运行状态，西安国际医学中心医院在院人数突破历史新高。

表： 医疗服务企业主要财务指标情况（亿元）

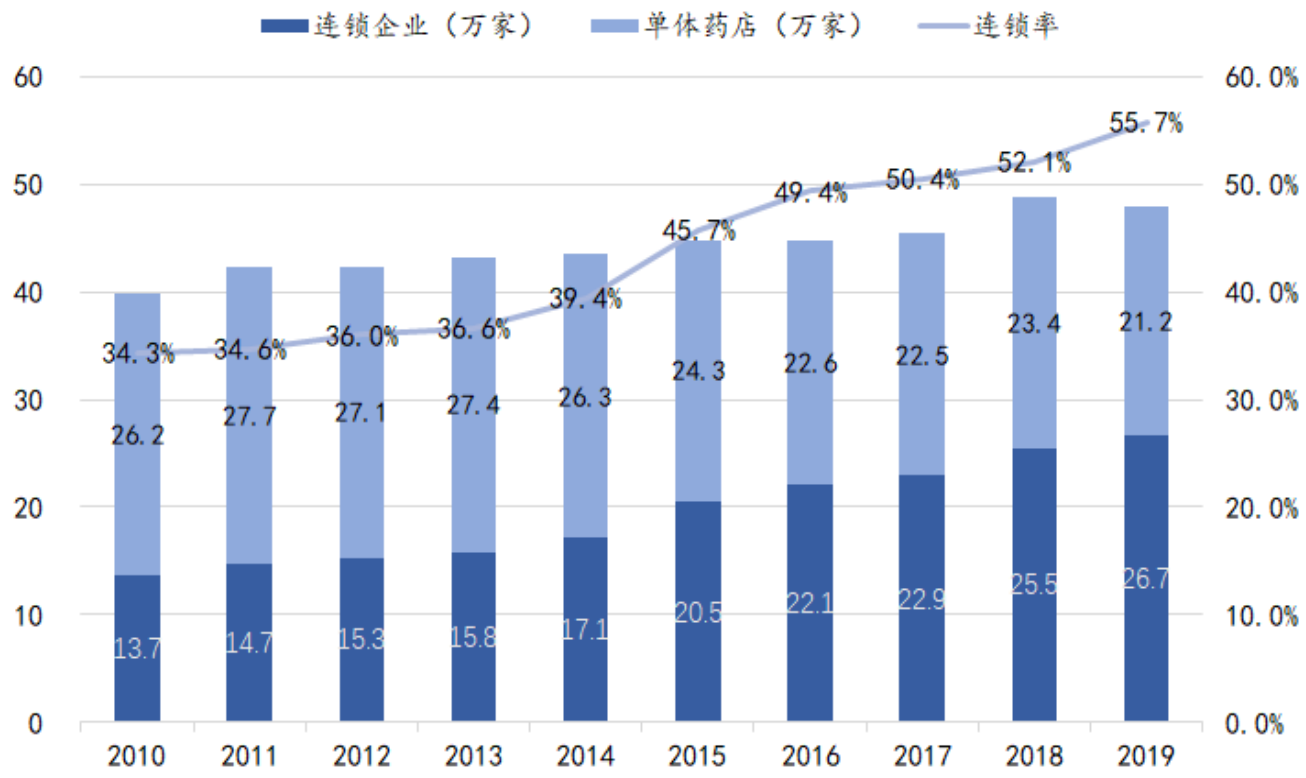
2019年报情况							
		爱尔眼科	通策医疗	美年健康	恒康医疗	国际医学	创新医疗	盈康生命
总营业收入(亿元)		99.90	18.94	85.25	36.84	9.91	8.72	5.73
	增速	25%	23%	1%	-4%	-51%	-18%	14%
归母净利润(亿元)		13.79	4.63	-8.66	-25.20	-4.04	-11.50	-7.03
	增速	37%	39%	NA	NA	NA	NA	NA
扣非净利润(亿元)		14.29	4.53	-8.69	-25.04	-4.69	-10.50	-7.10
	增速	32%	39%	NA	NA	NA	NA	NA
2020一季报情况								
		爱尔眼科	通策医疗	美年健康	恒康医疗	国际医学	创新医疗	盈康生命
总营业收入(亿元)		16.42	1.93	5.35	5.50	2.75	1.53	1.00
	增速	-27%	-51%	-58%	-41%	25%	-36%	-6%
归母净利润(亿元)		0.79	-0.19	-5.99	-0.31	-1.89	-0.36	-0.12
	增速	-73%	NA	NA	NA	NA	NA	NA
扣非净利润(亿元)		0.26	-0.23	-5.99	-0.38	-1.97	-0.36	-0.12
	增速	-91%	NA	NA	NA	NA	NA	NA

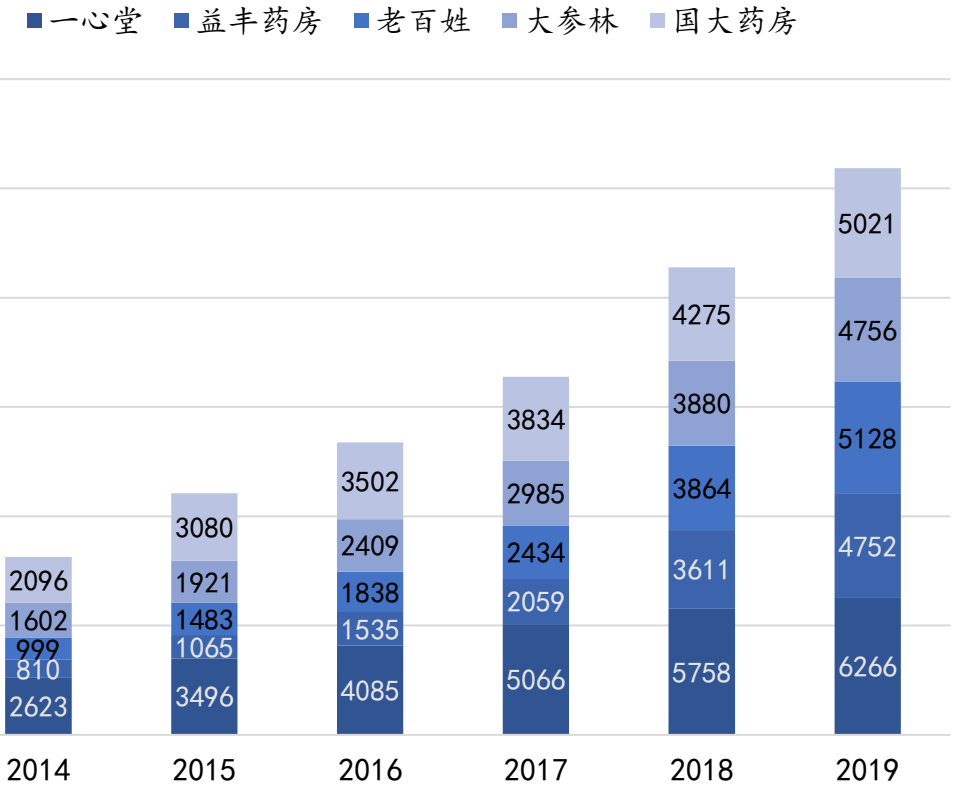
资料来源：Wind，信达证券研发中心；

连锁药店：行业集中度持续提升，龙头加速扩张

- **药店集中度持续提升。**众多单体药店由于规模小、议价能力弱、专业能力不足，逐步面临淘汰。根据《中国药店》数据，2019年连锁化率达55.7%。

- **药店龙头企业加速扩张，门店数量大幅增长。**2019年五家大连锁药店门店数量占全国总门店数的5.4%，未来仍有较大扩张空间。





资料来源：NMPA，《中国药店》，各公司年报，信达证券研发中心

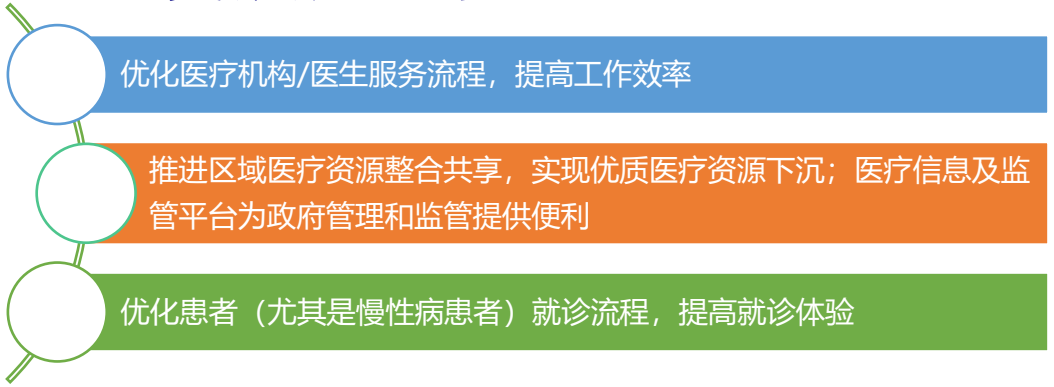
连锁药店：四大连锁各具优势

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

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

互联网医疗进程加快，线上线下融合发展是主要趋势

- **互联网医疗服务的本质是“医疗”，互联网作为“工具”的价值大，但本质是提供软件服务。**互联网医疗服务需要依托于医疗机构或医生展开，因此医疗机构或医生资源是关键要素；能够**提升医疗机构或医生效率，辅助政府进行监管，提升患者就诊体验**是互联网医疗关键价值。



- **医保是互联网医药的关键因素，医保部门对“基金安全”重视程度高，后续政策需持续跟踪。**

项目	内容
医保报销主体	仍是To B属性，依托医保定点医疗机构（含互联网医院）优先，其次为医保定点零售药房
互联网诊疗服务	依托实体医疗机构（互联网医院）开展互联网诊疗服务并纳入医保报销加速
互联网药品报销（处方药）	• 电子处方主要依托于实体医疗机构或互联网医院； • 报销种类首先在糖尿病和高血压等慢性病进行试点； • 医保结算主体首先医保定点医疗机构，其次可能通过处方流转至医保定点零售药房
互联网药品报销（非处方药）	仍有很长的路要走

- **医疗属于特殊领域，线上线下融合发展可能是主流趋势，企业间竞争和合作并存。**

- **线上诊疗需要线下医疗机构配合及提供支撑，且政策倾向于依托实体医疗机构管理；**医药电商具有其便捷性，而线下药店在配送及时性和医保支付上具有优势，**线上线下融合发展是主流趋势。**

资料来源：亿欧，信达证券研发中心

目录

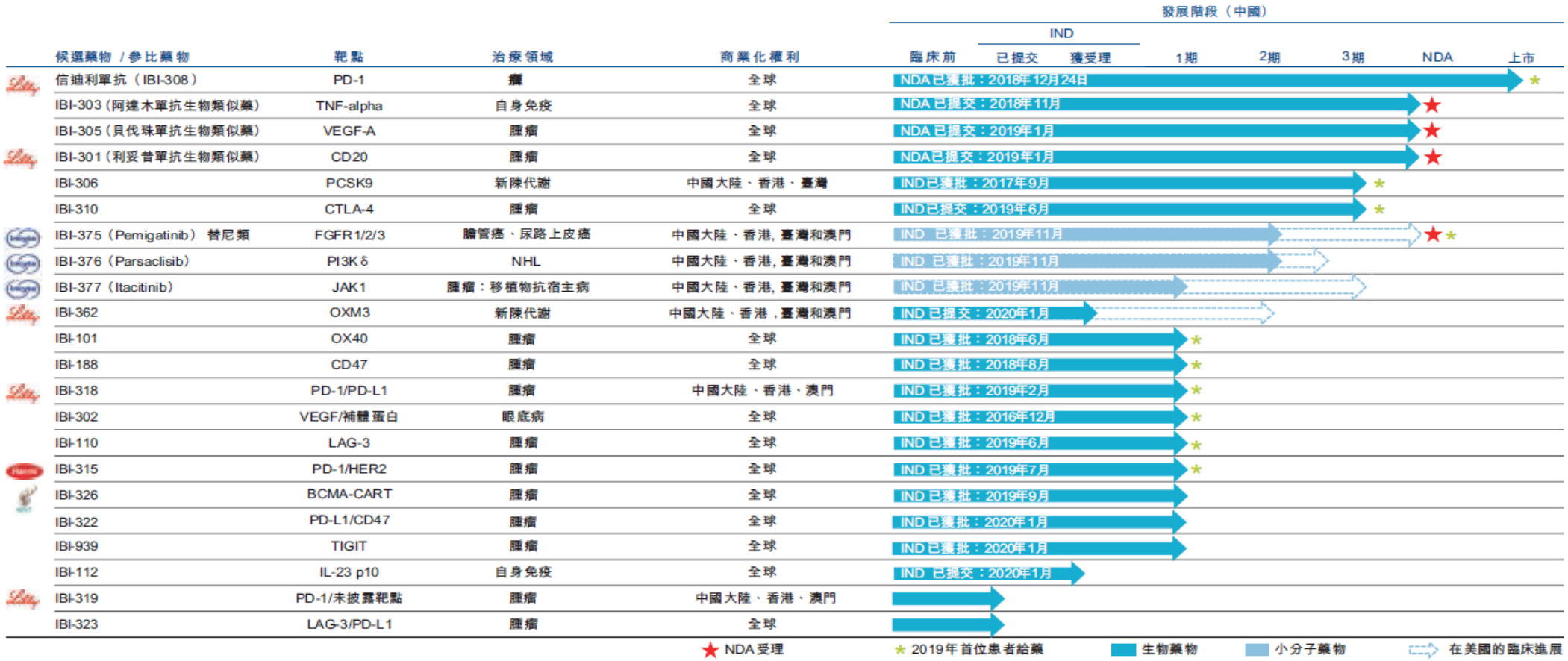
01 医药行业整体回顾：疫情进入新常态

02 细分行业展望：布局长期趋势向好的领域

03 重点公司介绍

信达生物：达伯舒一马当先，后续管线众所期待

- **信达生物首款商业化产品信迪利单抗（达伯舒）2019年上市即为公司带来10亿元人民币的收入**。2019年11月份通过医保谈判纳入医保，是目前唯一纳入医保的PD-1产品。目前公司针对达伯舒的多项临床正在进行中，肺癌、肝癌、胃食道癌等适应症研发进度领先，有望快速抢占市场。
- **三款生物类似药有望今明两年获批，多款创新品种持续推进**，有望在生物药市场的竞争中获得优异的表现。



资料来源：信达生物2019年年报，信达证券研发中心

南微医学：内镜耗材领军者，丰富产品线持续拓宽护城河

- **南微医学经过20年摸索，目前已成为中国内镜诊疗器械领域的龙头企业**。业务逐步从食道支架、胆道支架等单产品研发拓展为内镜诊疗、肿瘤消融、光学相干断层扫描成像三大技术平台全面发展。

- **创新能力铸就丰富产品线，多因素催化高成长发展路径**：内镜诊疗及肿瘤消融市场需求旺盛，南微医学率先布局建立起六大内镜耗材全产品线，市占率已超20%；创新研发能力突出，肿瘤微波消融跻身第一梯队，EOCT有望释放增长新动能。

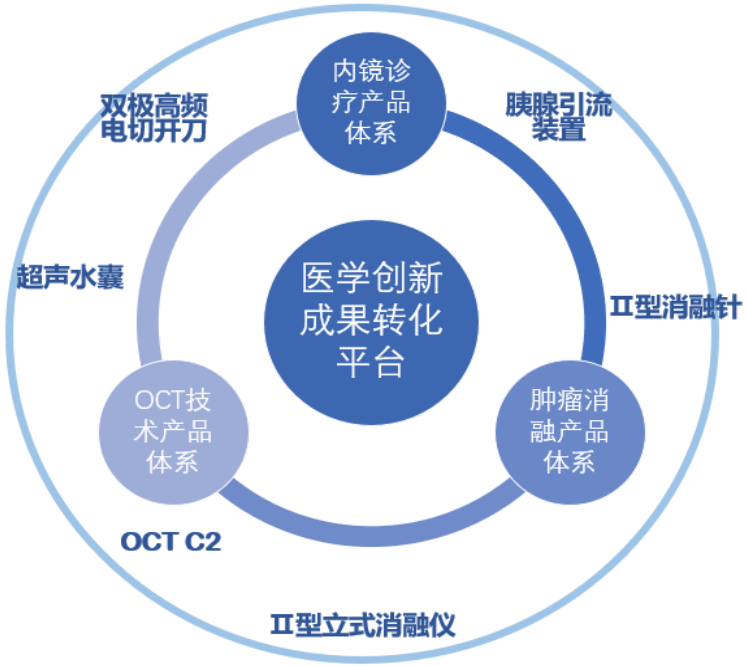
催化因素

需求端：
中国肿瘤发病率居高不下，内镜早筛需求广阔

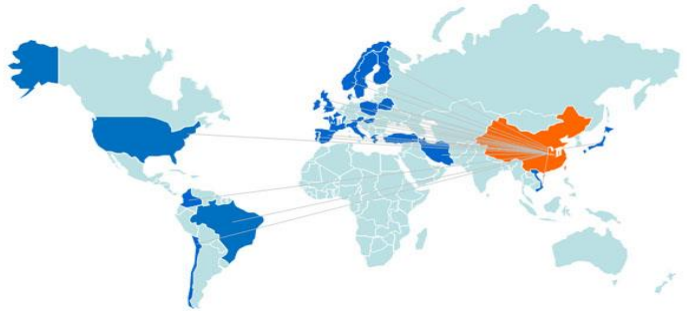
技术端：
屡次技术迭代，中国内镜技术与国际接轨

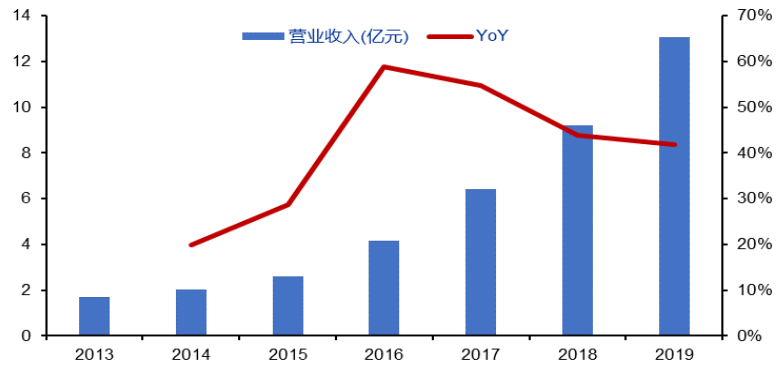
政策端：
鼓励创新、医保控费为国产内镜制造带来机遇

创新体系



双轮驱动



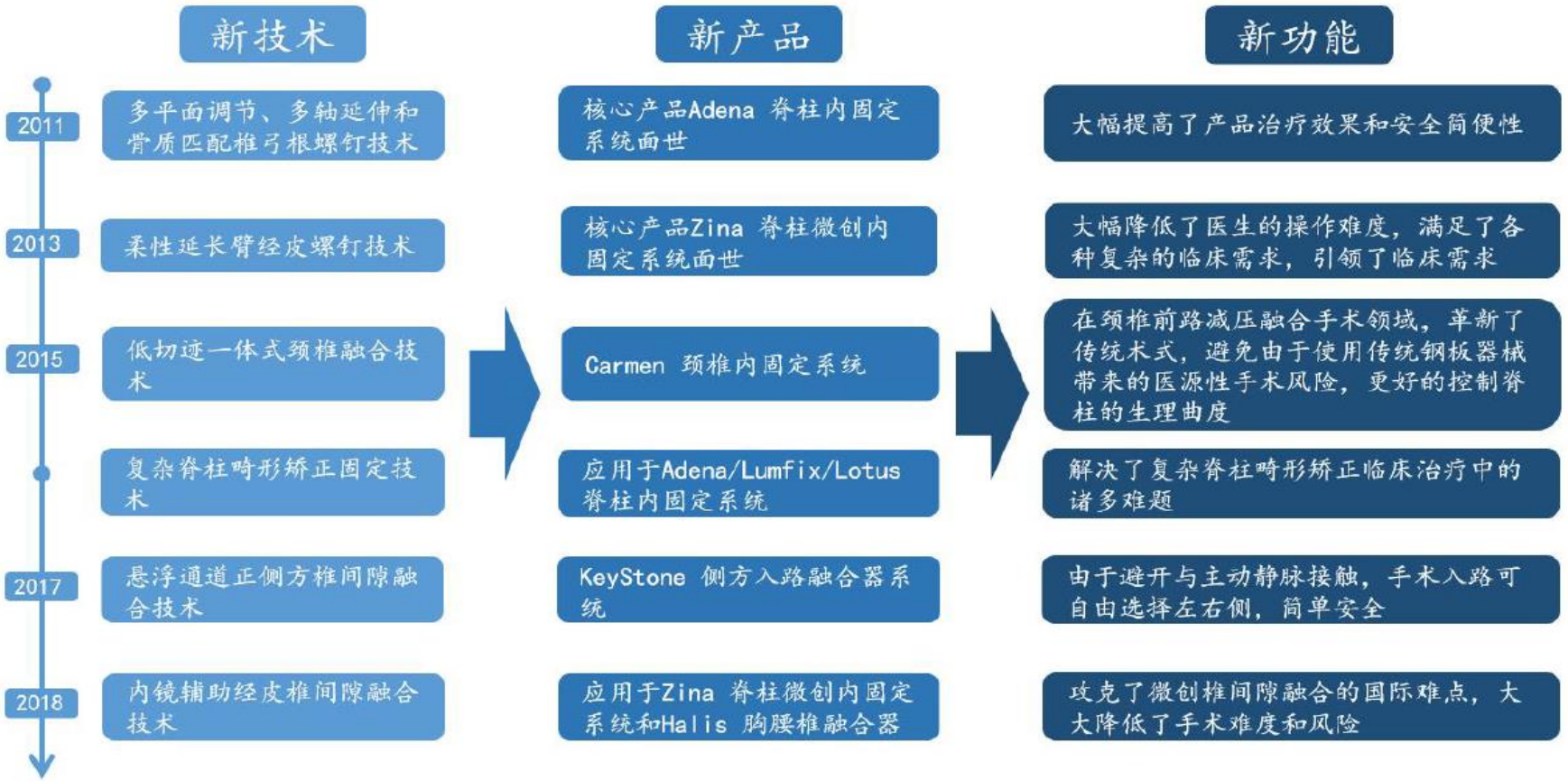


资料来源：南微医学公司公告，公司官网，信达证券研发中心

三友医疗：冉冉升起的骨科新星

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

图：三友医疗持续夯实产品和业务竞争力



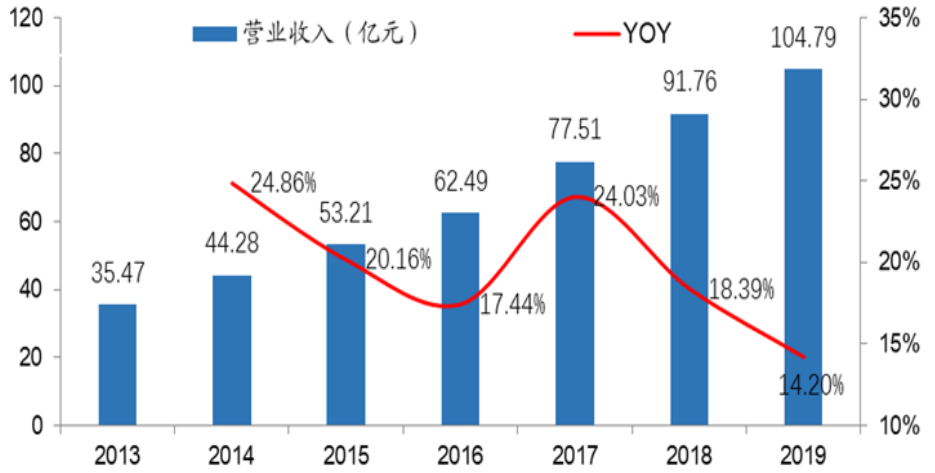
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

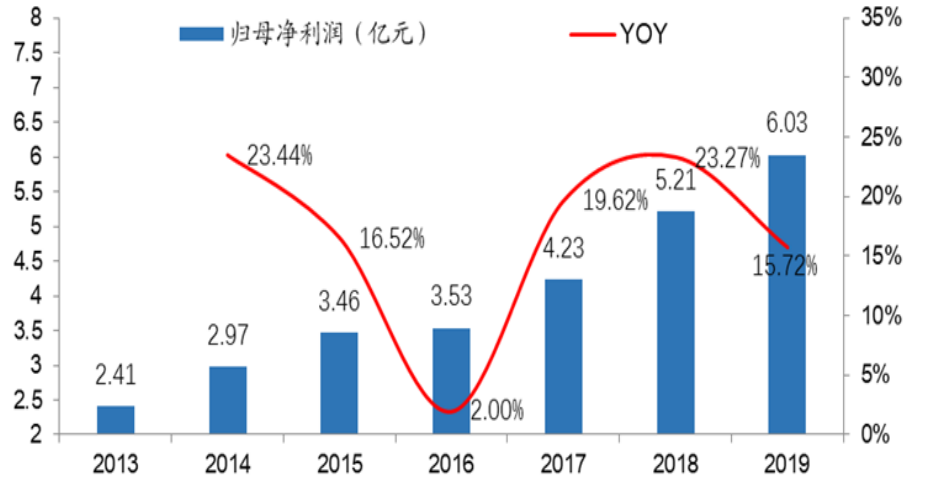
一心堂：深耕西南，蓄势待发

- **西南连锁药店龙头，川渝市场值得期待。**截止2020年3月31日，公司共拥有直营连锁门店6402家，直营网络覆盖10个省份及直辖市。2019年，西南地区收入占比约83%。川渝市场是公司2020年主攻市场。川渝地区2019年市场规模合计约357亿元，是云南地区的三倍，市场空间广阔。

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

地区		2019年门店数量	2020Q1门店数量
西南地区	云南省	3,820	3,929
	四川省	590	765
	重庆市	242	216
	贵州省	756	252
华南地区	广西省	363	583
	海南省	210	256
华北地区	山西省	9	367
	天津市	8	8
华东地区	上海市	252	10
华中地区	河南省	16	16
合计		6,266	6,402





资料来源：一心堂公告，信达证券研发中心

双林生物：血液制品新龙头扬帆起航

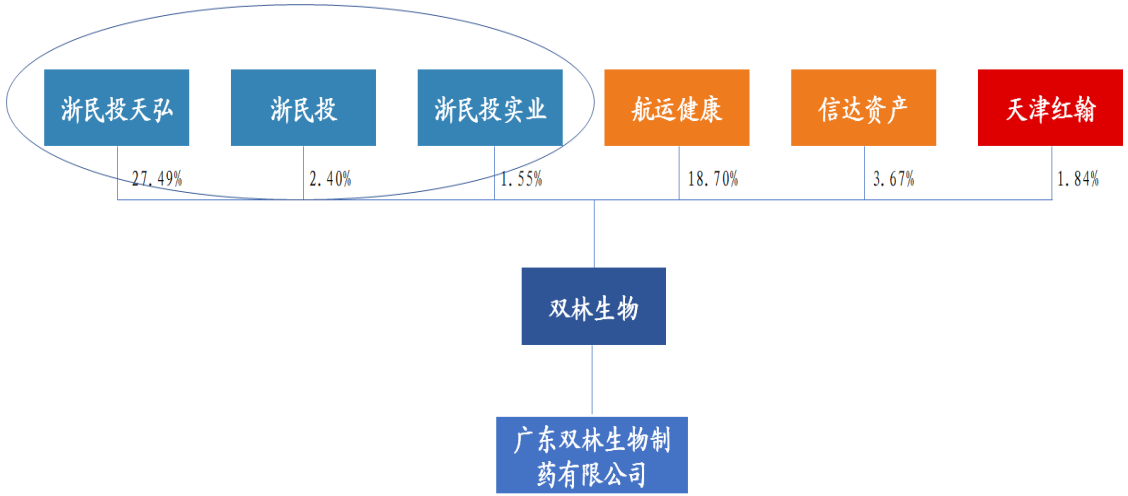
➢ 公司重整股权结构，优化管理体系，经营状况持续好转

- 公司新的大股东浙民投入主后，积极清理历史遗留问题，推动两级架构合并，聚焦血液制品业务，随着经营改革的持续，以及股权激励推行激发员工积极性，预计公司将持续保持快速增长态势。

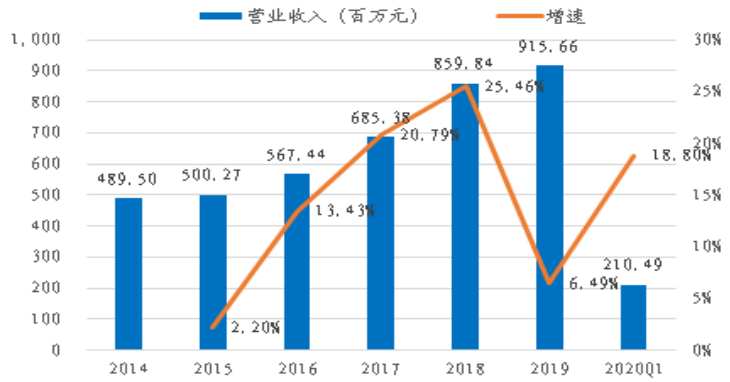
➢ 内生研发+外延并购，剑指血液制品新龙头

- 公司目前共拥有13个浆站，年采浆量已突破400吨。
- 近期与新疆德源签订供浆协议，扩大浆源。公司还充分利用自身产业优势，开展外延并购，已公告拟收购派斯菲科，派斯菲科现有10个运营浆站，2019年采浆量约240吨，后续已获黑龙江卫生部门同意可在另外10个县建设浆站，并购完成后，双林生物旗下将拥有23个浆站，年采浆量预计超过700吨，预计公司有望在未来3-5年内成为年采浆量超过千吨的血液制品行业新龙头。

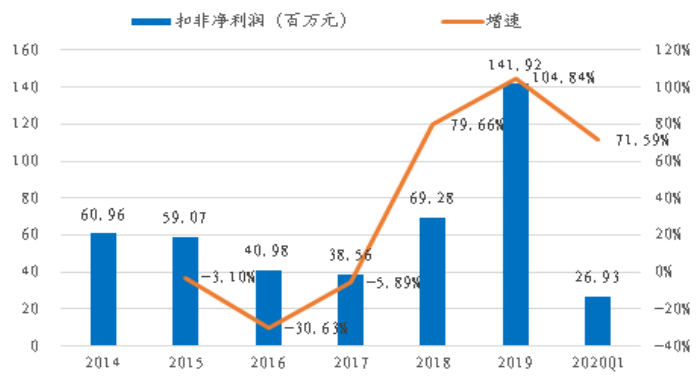
两大股东核心利益一致（2020Q1）



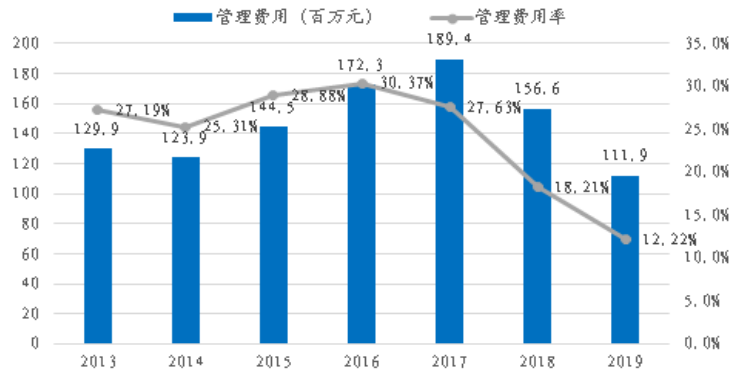
营收增长稳健



净利润高速增长



管理费用率持续下降



资料来源：Wind，信达证券研发中心

风险提示

- 药品降价的风险
- 疫情持续时间过长的风险

研究团队简介、机构销售联系人

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

——周贤珮，信达证券医药行业分析师，美国伊利诺伊理工学院金融学硕士，2015年加入信达证券研究开发中心，曾从事制造业研究，目前负责医药商业和中成药方向研究。

——张雪，信达证券医药行业分析师，上海社科院金融学硕士，两年医药研究工作经验，2020年加入信达证券研究开发中心，目前负责医疗器械和原料药方向研究。

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 邮编：100031

华东地区销售

王莉本：	18121125183	wangliben@cindasc.com
文襄琳：	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
张思莹：	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
吴　国：	15800476582	wuguo@cindasc.com
孙斯雅：	18516562656	sunsiya@cindasc.com
张琼玉：	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
袁晓信：	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com

华北地区销售

袁　泉：	13671072405	yuanq@cindasc.com
张　华：	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
唐　蕾：	18610350427	tanglei@cindasc.com
魏　冲：	18340820155	weichong@cindasc.com

华南地区销售

王留阳：	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
王雨霏：	17727821880	wangyufei@cindasc.com
杨诗茗：	13822166842	yangshiming@cindasc.com
陈　晨：	15986679987	chenchen3@cindasc.com

免责声明

分析师声明

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

免责声明

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

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

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

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

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

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

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

风险提示

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

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数 ：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入： 股价相对强于基准20%以上；

增持： 股价相对强于基准5%～20%；

持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；

卖出： 股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好： 行业指数超越基准；

中性： 行业指数与基准基本持平；

看淡： 行业指数弱于基准。