

统筹发展 医路前行

2018 年 12 月 05 日

【投资要点】

- ◆ 随着新医保局的成立，医药行业治理进入新的发展阶段。新医保局整合原人社部(医保目录调整)、卫计委(药品集中采购)、发改委(医药定价)、民政部(医疗救助)等职能，集合了定价、采购和支付的职能，将更加高效协同地推进支付方式改革、医保谈判、医保控费改革等，利好政策有望加速落地。未来，医保将在医药行业发展中扮演越来越重要的角色，平衡患者与企业的关系，平衡药品器械数量、质量、价格等关系，也将体现政府的统筹能力和治理艺术。
- ◆ 医疗器械大有可为。我国大力支持国产器械，鼓励创新，加速医疗器械的审评审批，逐步实现医疗器械的国产化。体外诊断(IVD)是医疗器械中最大的细分领域，主要公司保持快速增长，我们重点看好免疫诊断中具备先进技术的化学发光领域和分子诊断中确定性增长的伴随诊断领域。
- ◆ 11月23日，商务部发布《全国零售药店分类分级管理指导意见(征求意见稿)》，零售药店分类标准在驻店药师数量、门店经营范围、药事服务能力等方面对零售药店提出具体要求，规范经营、提高效率是许多小而散的药店须努力的方向。大型连锁药店龙头“跑马圈地”、行业集中度提升仍然是未来几年药房行业的成长逻辑。随着药店“版图”的不断扩大，效率高和费用管控好的药房将具有竞争优势。
- ◆ CRO行业受益于创新药械的发展与仿制药一致性评价。专科医疗服务或成新的增长点。口腔修复材料是种植牙手术不可或缺的部分，市场规模约40亿元，市场小而美。

【配置建议】

- ◆ 国产优质器械企业，尤其 IVD 中的好赛道；
- ◆ 精细化管理效果好的药房企业；
- ◆ 医疗服务板块，尤其优质 CRO 行业、专科医疗服务企业。

【风险提示】

- ◆ 统筹监管不达预期；
- ◆ 药品安全事件；
- ◆ 器械、CRO、专科医疗服务增长不达预期；
- ◆ 药房、专科连锁医疗并购产生大量商誉的减值风险；

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

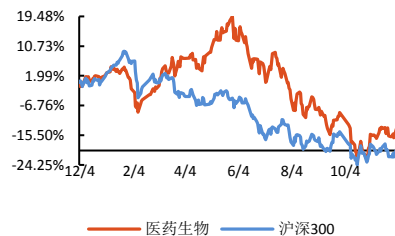
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：支君

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

- 《生物材料助力口腔行业快速发展》
2018. 11. 26
- 《2018 年前三季度全球药品销售额排行榜出炉，药王修美乐雄踞榜首》
2018. 11. 26
- 《带量采购文件正式发布，行业调整在即》
2018. 11. 20
- 《鼓励医疗器械创新政策频出，利好国内器械产业创新发展》
2018. 11. 12
- 《三季报披露完毕，行业净利略有下滑》
2018. 11. 05

正文目录

1. 医药行业 2018 年先扬后抑	5
1.1. 医药生物行情回顾	5
1.1.1. 医药生物略跑赢沪深 300 指数	5
1.1.2. 医药生物相对表现尚可	5
1.1.3. 医药生物六个子行业均下跌	6
1.1.4. 医药行业估值处于历史低位水平	7
1.1.5. 北上资金持续流入 偏爱医药白马	7
1.1.6. 医药生物行业涨/跌幅前列个股	8
1.2. 医药生物上市企业三季报业绩稳中有升	9
1.3. 基金超配医药生物股票	11
1.4. 近年样本医院用药销售额增速放缓	11
1.5. 2018 年医药行业大事记	12
2. 统筹医药行业发展	13
3. 医疗器械大有可为	16
3.1. 政策扶持国产器械, 进口替代加速	17
3.2. 医疗器械审批加快, 鼓励创新	18
3.3. 器械领域增速相对较快	18
3.4. 国内公司研发水平持续进步	19
3.5. 高速发展的体外诊断市场	20
3.5.1. 化学发光	21
3.5.2. 伴随诊断	21
4. 药房集中度提升在即	23
5. 我国 CRO 行业发展态势良好	26
5.1. CRO 提高研发效率	27
5.2. 研发投入带动 CRO 发展	28
5.3. 我国 CRO 发展环境良好	29
6. 专科医疗服务(口腔为例)	31
6.1. 我国口腔服务需求空间大	32
6.2. 口腔修复材料市场小而美	36
6.3. 我国重视口腔医疗卫生工作	37
7. 重点公司	38
7.1. 艾德生物	38
7.2. 安科生物	39
7.3. 科伦药业	40
8. 风险提示	41

图表目录

图表 1: 2018 年医药生物板块与沪深 300 相对指数表现	5
图表 2: 2018 年一级行业整体表现情况	6
图表 3: 医药生物 6 个子行业全年涨跌幅	7
图表 4: 医药生物行业市盈率 TTM 整体法	7
图表 5: 医药生物与上证指数估值溢价率	7
图表 6: 陆股通北上资金持仓股数单位(万股)	8
图表 7: 陆股通北上资金持有金额前十大医药股	8
图表 8: 医药生物板块 2018 年涨幅 TOP15 公司	9
图表 9: 医药生物板块 2018 年跌幅 TOP15 公司	9
图表 10: 医药生物营收及归母净利润增速(%)	10
图表 11: 医药生物行业三费率状况(%)	10
图表 12: 2018 年前三季度医药生物细分子行业营收及归母净利润增长情况	10
图表 13: 基金前十大重仓股医药持仓比例	11
图表 14: 2018Q3 基金前十大重仓股持有申万一级子行业比例	11
图表 15: 近年样本医院药品销售情况(亿元, %)	12
图表 16: 2018 年 Q3 样本医院用药结构	12
图表 17: 2018 年医药行业大事记	13
图表 18: 国务院机构改革后的三大医疗机构	14
图表 19: 我国医保收支情况(亿元, %)	14
图表 20: 近年医药创新相关重大政策	16
图表 21: 《高端医疗器械和药品关键技术产业化实施方案》要点	17
图表 22: 部分地方医疗器械扶持政策	17
图表 23: 我国医疗器械行业销售规模(亿元, %)	19
图表 24: 我国医疗器械前三季度利润增长较快(%)	19
图表 25: 药品&器械上市公司扣非净利润增速(%)	19
图表 26: 国内医疗器械细分领域龙头公司梳理	20
图表 27: A 股 IVD 公司营业收入(亿元, %)	20
图表 28: A 股 IVD 公司归母净利润(亿元, %)	20
图表 29: 免疫诊断技术更迭	21
图表 30: 我国近年化学发光市场份额变化(%)	21
图表 31: 伴随诊断市场扩容因素分析	22
图表 32: 国内肿瘤发病率情况(万人, %)	22
图表 33: 样本医院靶向抗肿瘤药销售情况(亿元, %)	22
图表 34: 我国与欧美国家 EGFR 基因检测试剂盒使用渗透率对比(%)	23
图表 35: 全国零售药店分类分级管理指导意见(征求意见稿)	24
图表 36: 我国药店连锁率相比仍有提升空间(%)	24
图表 37: 我国药店集中度相比很低(%)	24
图表 38: 中美处方药渠道销售格局(%)	25
图表 39: 我国药店总体情况(家, %)	25
图表 40: 2017 年我国连锁药店竞争格局	25
图表 41: 我国零售药店药品销售中处方药增速快于 OTC(亿元, %)	26
图表 42: 2017 年我国上市连锁药店精细化管理情况	26
图表 43: 我国上市药店管理费用率(%)	26
图表 44: CRO 行业相关的产业链	27
图表 45: 目前全球 CRO 市场竞争格局(%)	27
图表 46: 目前我国 CRO 市场竞争格局(%)	27
图表 47: CRO 使用程度与申报延期时间(天)	28
图表 48: 使用 CRO 与否临床试验耗时(周)	28
图表 49: 我国 2017-2022 年研发支出 CAGR 约 22%(十亿美元, %)	28

图表 50: 我国 2017-2022 年 CRO 市场规模 CAGR 约 28%(十亿美元, %)	28
图表 51: 我国制药企业研发支出占比较低(%)	29
图表 52: 我国 CRO 渗透率相比仍存在提升空间(%)	29
图表 53: 近年我国化药创新药注册申请接收与临床试验批准情况(个)	30
图表 54: 国家鼓励 CRO 行业发展	30
图表 55: 我国主要 CRO 上市公司情况	30
图表 56: 2012-2016 年我国医疗卫生机构总诊疗人次(亿人次, %)	31
图表 57: 2016 我国公立医院与民营医院情况(%)	31
图表 58: 2012-2016 年公立医院总收入/药品收入情况(亿元, %)	31
图表 59: 我国主要专科医疗机构上市公司情况	32
图表 60: 我国牙科市场规模小 增长快(亿欧元, %)	32
图表 61: 我国人口老龄化趋势增长(万人, %)	33
图表 62: 外资垄断国内种植牙市场(%)	33
图表 63: 我国城镇居民可支配收入&医疗保健支出(元)	33
图表 64: 我国种植牙市场份额极低(%)	34
图表 65: 外资垄断国内种植牙市场(%)	34
图表 66: 我国种植牙数量与发达国家存在较大差距	34
图表 67: 我国口腔医生资源不足(人/每十万人)	35
图表 68: 近年我国口腔医院诊疗情况(百万人, %)	35
图表 69: 2016 年我国公立医院口腔科收入占比(%)	35
图表 70: 种植牙、正畸为民营口腔机构重点推荐项目	36
图表 71: 种植牙费用分布(%)	36
图表 72: 我国口腔修复材料市场格局(%)	36
图表 73: 近年口腔医疗行业政策	37
图表 74: 维惠健™ 产品伴随诊断位点及用药指导	38
图表 75: 艾德生物盈利预测	38
图表 76: 安科生物重组人生长激素适应症	39
图表 77: 安科生物盈利预测	39
图表 78: 科伦药业盈利预测	40
图表 79: 各子行业一致性盈利预测与估值	41
图表 80: 重点关注上市公司	41

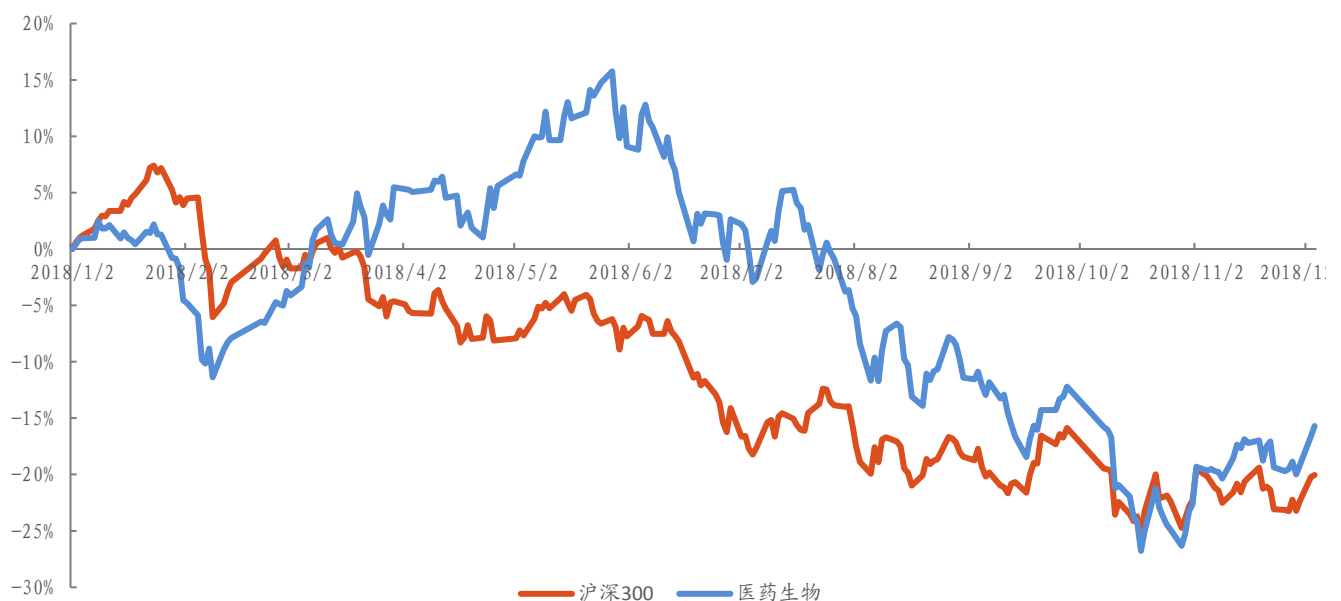
1. 医药行业 2018 年先扬后抑

1.1. 医药生物行情回顾

1.1.1. 医药生物略跑赢沪深 300 指数

2018 年初至今,截止至 12 月 4 日,医药生物(申万)板块整体下跌 16.24%,跑赢同期上证指数(-19.39%)和沪深 300(-18.93%),全年医药生物指数表现整体强于沪深 300 指数。医药生物板块在今年年中出现分水岭,上半年受年报、一季报业绩向好及鼓励药械创新政策的刺激,医药涨势一片向好。年中过后,市场整体景气度急剧下降,同时受到长生生物问题疫苗事件、医保局带量采购等多方面利空因素的叠加影响,医药板块持续走弱。截至 2018 年 12 月 4 日,随着医药板块多方面负面消息的逐步消化,市场景气度有所回升,医药板块开始触底回暖。

图表 1: 2018 年医药生物板块与沪深 300 相对指数表现

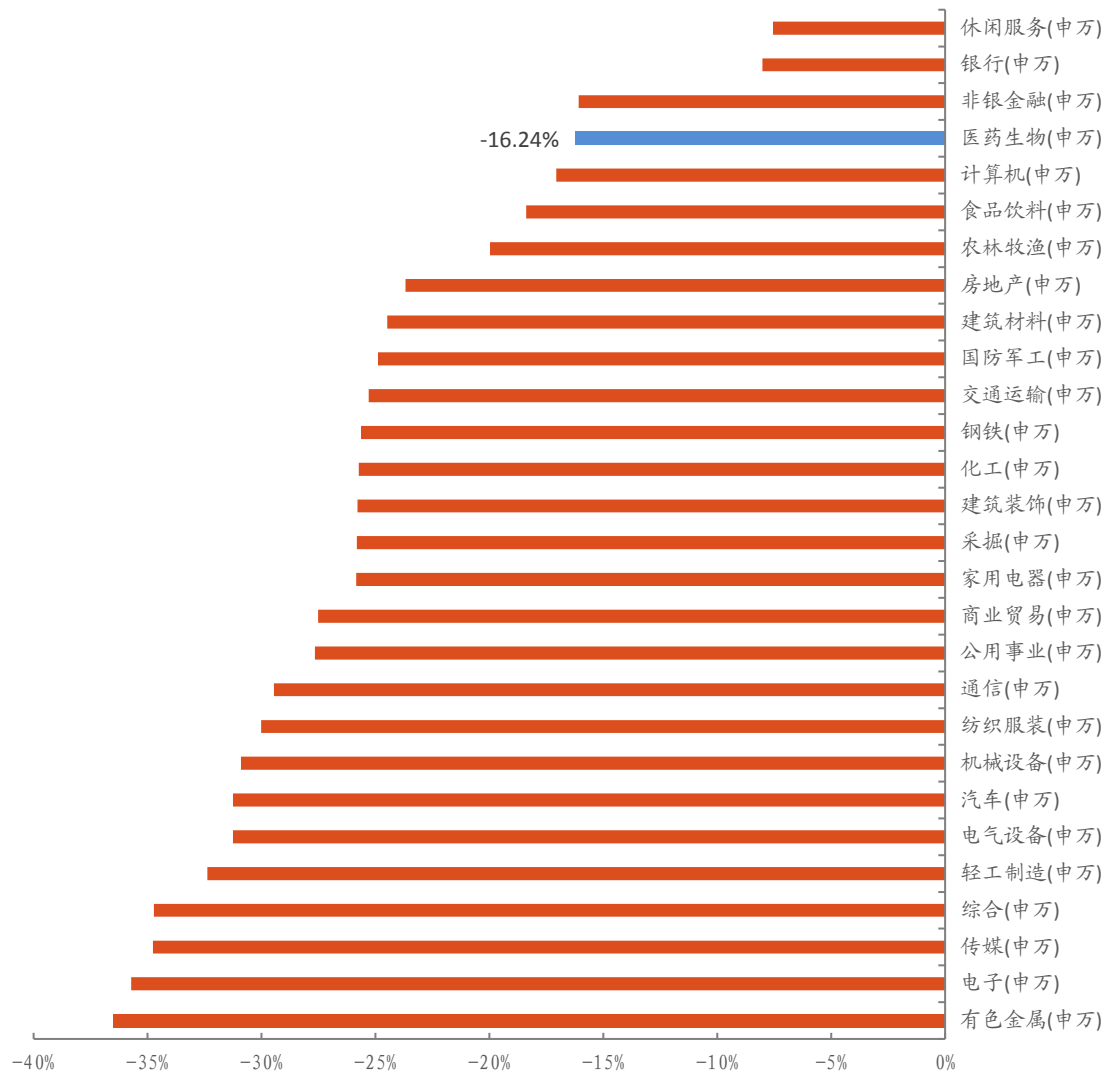


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 数据截至 2018.12.04, 行情数据下同。

1.1.2. 医药生物相对表现尚可

截止至 2018 年 12 月 4 日,申万 28 个一级行业全部下跌。医药生物板全年表现不佳出现了大幅下跌,但整体表现仍好于同期其他板块,在申万 28 个一级子行业中排名第 4 位。

图表 2：2018 年一级行业整体表现情况

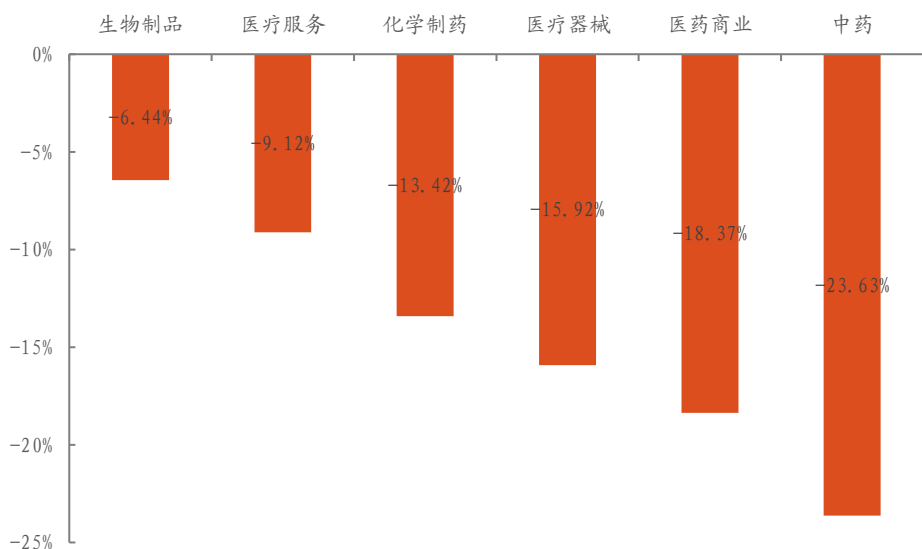


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.1.3. 医药生物六个子行业均下跌

截至 12 月 4 日,医药生物板块 6 个子行业全面走弱,生物制品下跌 6.44%, 医疗服务下跌 9.12%, 化学制药下跌 13.42%, 医疗器械下跌 15.92%, 医药商业下跌 18.37%, 中药下跌 23.63%。

图表 3: 医药生物 6 个子行业全年涨跌幅

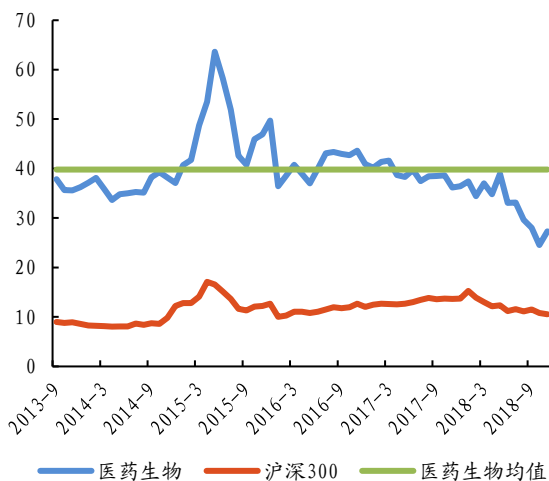


资料来源: 东方财富证券研究所

1.1.4. 医药行业估值处于历史低位水平

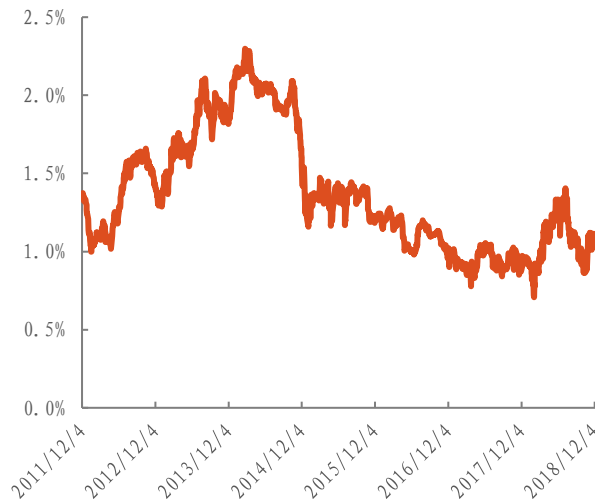
截至 12 月 4 日, 医药生物板块行业市盈率 (TTM) 为 27 倍, 个股市盈率 (TTM) 中位数为 29 倍, 医药生物相对于上证指数的估值溢价率为 110%, 已处于近年历史低位水平。

图表 4: 医药生物行业市盈率 TTM 整体法



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 5: 医药生物与上证指数估值溢价率



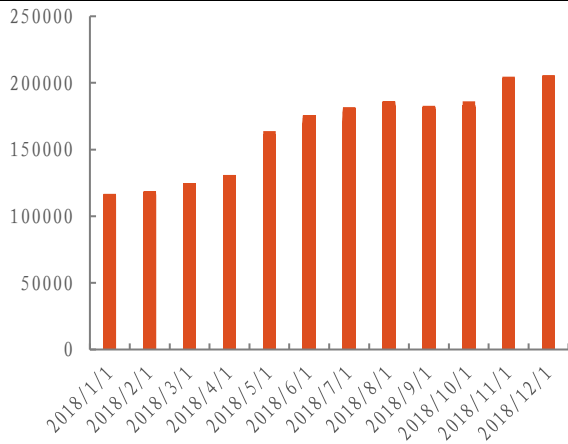
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.1.5. 北上资金持续流入 偏爱医药白马

从北上资金持有医药股仓位变动来看, 今年以来, 虽然医药板块年中之后一直下跌, 但北上资金一直在提高医药股仓位, 截至 2018 年 12 月 3 日, 持股

仓位为 20.48 亿股。个股方面，北上资金偏爱白马股，对恒瑞医药、云南白药、爱尔眼科、通化东宝等公司青睐有加。

图表 6: 陆股通北上资金持仓股数单位(万股)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所 (截至2018.12.03)

图表 7: 陆股通北上资金持有金额前十大医药股

公司	北上资金持股比例 (%)
恒瑞医药	12.48%
通化东宝	8.82%
云南白药	7.61%
东阿阿胶	7.21%
华润三九	6.70%
泰格医药	5.78%
爱尔眼科	5.26%
益丰药房	4.78%
天士力	4.72%
仁和药业	3.92%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所 (截至2018.12.03)

1.1.6. 医药生物行业涨/跌幅前列个股

从个股层面看，截至 12 月 4 日，医药股票的涨跌主要由业绩驱动，业绩高增长和超预期的公司股价涨幅较高，业绩下滑及亏损的公司股价下跌严重。分子板块来看，今年涨幅排名前列的公司中生物制品、医疗器械、医疗服务子板块的较多，而在跌幅排行榜中，中药板块企业较多。总体而言，近年来医改政策多变，行业发展不确定性较大，但是业绩稳定增长仍然是驱动股价上涨的确定性因素。同时国家大力鼓励创新，国内生物药和医疗器械与国际先进技术还有一定差距，目前正处于蓬勃发展，并且医疗服务也受益于此次鼓励创新发展的浪潮。

图表 8: 医药生物板块 2018 年涨幅 TOP15 公司

涨幅 TOP15	公司	涨跌幅	原因
1	药明康德	296.71%	新股上市, 国内 CRO 行业龙头
2	迈瑞医疗	143.98%	新股上市, 国内医疗器械行业巨头
3	明德生物	133.43%	新股上市, POCT 领域细分龙头
4	润都股份	87.50%	新股上市
5	振德医疗	80.47%	新股上市
6	昂利康	78.20%	新股上市
7	正海生物	70.43%	业绩超预期
8	通策医疗	64.25%	业绩高增长
9	智飞生物	58.61%	业绩超预期
10	健帆生物	51.27%	业绩高增长
11	爱尔眼科	49.51%	业绩高增长
12	康辰药业	49.34%	新股上市
13	华兰生物	48.93%	业绩高增长, 疫苗业务表现亮眼
14	泰格医药	46.54%	业绩高增长
15	海辰药业	44.85%	业绩高增长

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 9: 医药生物板块 2018 年跌幅 TOP15 公司

跌幅 TOP15	公司	涨跌幅	原因
1	*ST 长生	-72.14%	问题疫苗事件
2	华大基因	-71.49%	估值回调
3	千山药机	-70.66%	业绩亏损
4	华仁药业	-69.52%	业绩下滑
5	恒康医疗	-63.02%	业绩亏损
6	凯普生物	-61.05%	NA
7	未名医药	-58.63%	业绩下滑
8	国新健康	-56.30%	业绩亏损
9	圣济堂	-54.44%	业绩下滑
10	天圣制药	-51.22%	业绩下滑
11	海南海药	-51.12%	NA
12	圣达生物	-50.65%	业绩下滑, 终止资产重组
13	冠昊生物	-50.65%	业绩下滑
14	乐心医疗	-50.27%	业绩下滑
15	方盛制药	-49.29%	业绩下滑

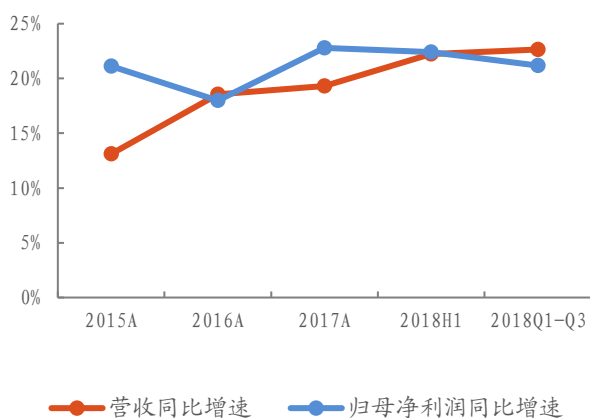
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2. 医药生物上市企业三季报业绩稳中有升

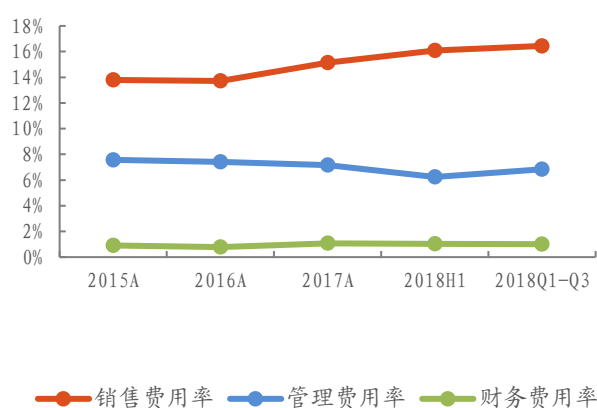
根据 2018 年三季报情况, 医药生物公司营业收入稳中有升, 增速为 22.64%; 归母净利润 (因健康元、丽珠集团和人福医药 2017 年第三季度非经常损益变动较大, 此次将这三家公司剔除) 略有下滑, 增速为 21.18%, 总体而言医药生物行业保持稳定增长态势。三费方面, 两票制的执行导致销售费用增高, 2018

年前三季度总体为 16.44%；管理费用（为了与 2017 年保持一致，此次仍将研发费用加至管理费用中进行比较）为 6.84%；财务费用为 1%。

图表 10: 医药生物营收及归母净利润增速 (%)



图表 11: 医药生物行业三费率状况 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

分子行业来看，化学制剂归母净利润增长 21.47%，化学原料药 57.62%，生物药 8.11%（其中疫苗 286.27%，血制品 22.43%），医疗器械 26.4%（IVD 为 21.84%），医药商业 16.61%（零售药店 19.49%、医药流通 15.26%），医疗服务 54.22%（CRO 为 64.12%，专科医疗连锁 61.44%）。

图表 12: 2018 年前三季度医药生物细分子行业营收及归母净利润增长情况

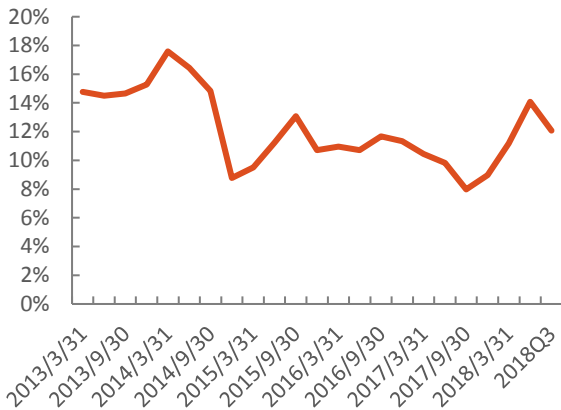
二级子行业	细分领域	2018 年 Q1-Q3	
		收入 YOY	归母净利润 YOY
化学药	化学药	24.25%	19.56%
	其中: 化学制剂	26.54%	21.47%
	其中: 化学原料药	26.52%	57.62%
生物药	生物药	45.38%	8.11%
	其中: 疫苗	178.62%	286.27%
	其中: 血制品	39.40%	22.43%
医疗器械	医疗器械	16.50%	26.40%
	其中: IVD	33.99%	21.84%
医药商业	医药商业	17.62%	16.61%
	其中: 零售药店	46.02%	19.49%
	其中: 医药流通	15.15%	15.26%
医疗服务	医疗服务	38.99%	54.22%
	其中: 专科医疗连锁	56.04%	61.44%
	其中: CRO	25.25%	64.12%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 剔除负值。因健康元、丽珠集团和人福医药 2017 年第三季度非经常损益变动较大, 为保证数据真实反映化药整体情况, 此次将这三家公司剔除。

1.3. 基金超配医药生物股票

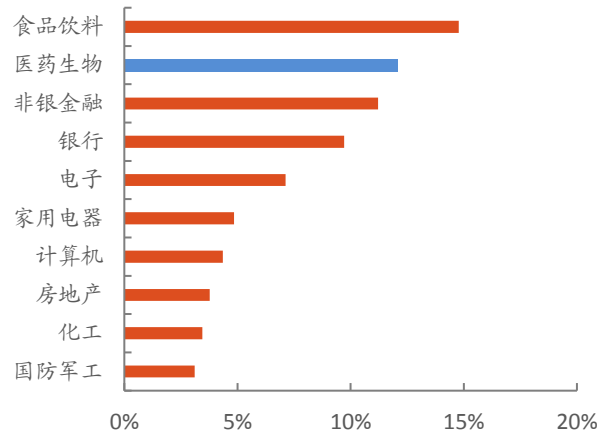
截至 2018 年三季报,基金公司前十大重仓股中持有医药的比例为 12.08%,较去年水平有所提升,同时,横向对比基金前十大重仓股持有申万各一级子行业的比例,医药排名第二。我们认为,随着医改中鼓励创新政策的逐步落地,高质量仿制药的大力发展和创新药的蓬勃发展,我国医药行业将迎来新的春天,基金配置医药的比例也有望继续提升。

图表 13: 基金前十大重仓股医药持仓比例



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 14: 2018Q3 基金前十大重仓股持有申万一级子行业比例

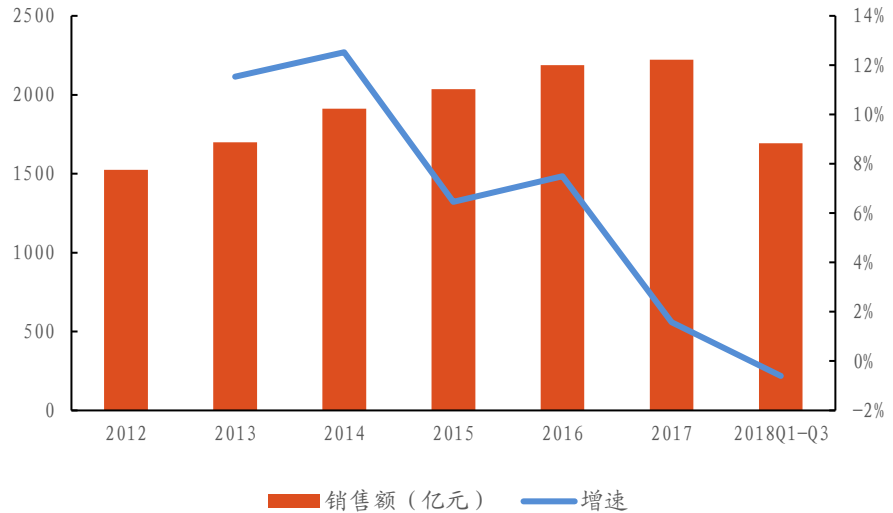


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.4. 近年样本医院用药销售额增速放缓

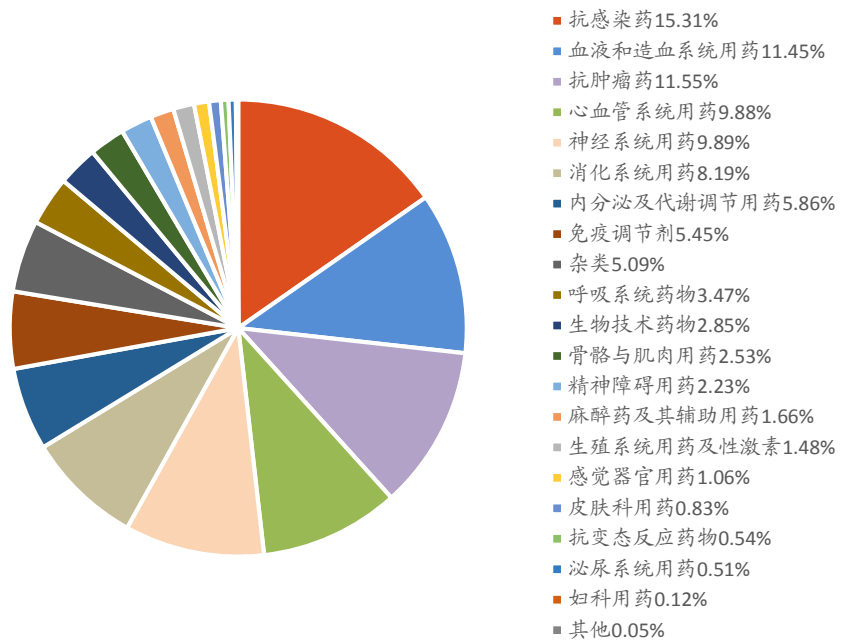
2018 年前三季度, PDB 样本医院药品销售总额为 1693.31 亿元, 比 2017 年同期增长-0.6%。近年来样本医院用药销售额增速放缓, 医保控费、严格控制药占比、药品降价等医药行业改革的执行, 结束了过去医药行业的粗放式增长。从药品销售额结构上看, 2018 年前三季度, 抗感染药物占比最大, 为 15.70%, 其次是血液和造血系统用药和抗肿瘤药, 分别占比 11.44%和 11.40%。

图表 15: 近年样本医院药品销售情况(亿元, %)



资料来源: PDB, 东方财富证券研究所

图表 16: 2018 年 Q3 样本医院用药结构

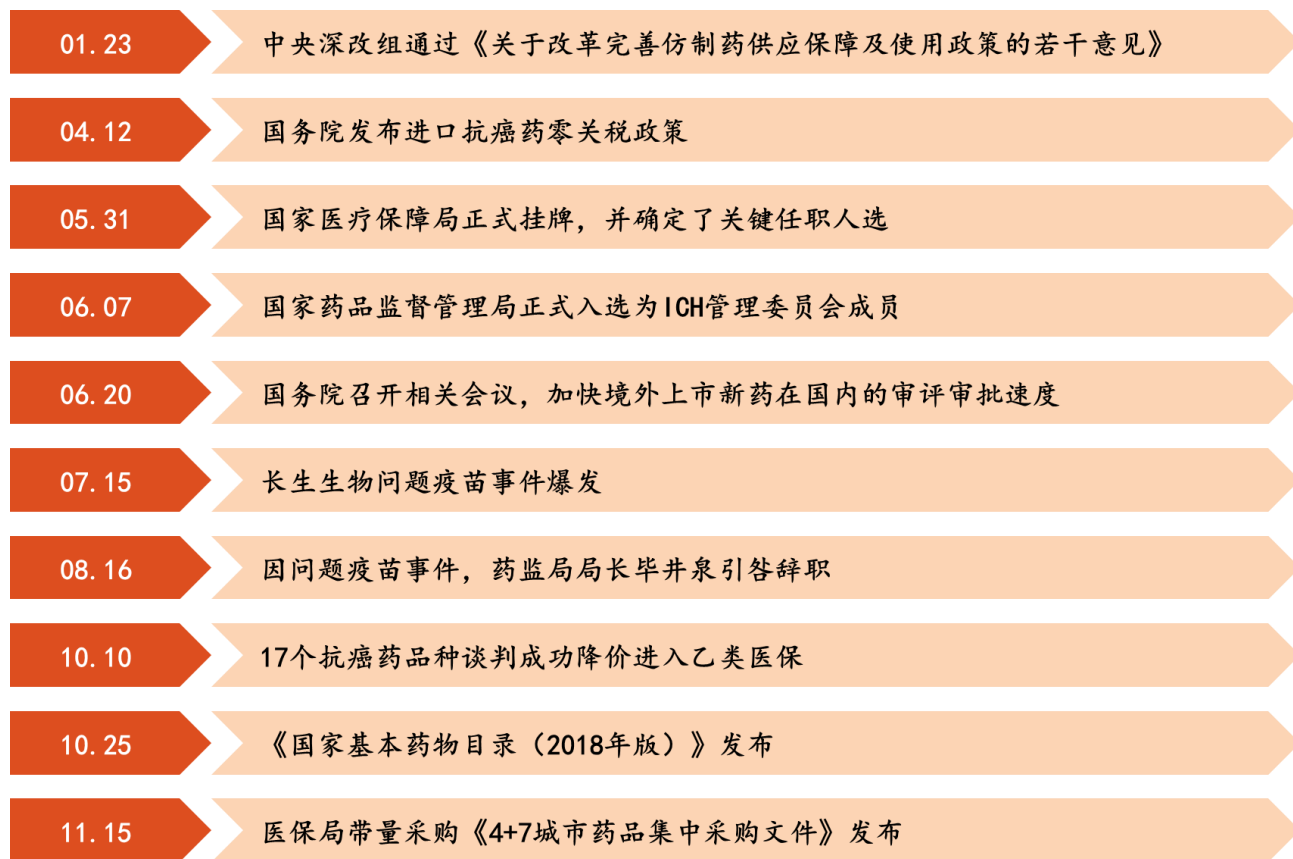


资料来源: PDB, 东方财富证券研究所

1.5. 2018 年医药行业大事记

近年来医药新政纷纷发布,我国医药改革也进入了深水区。2018 年是医药行业中不平凡的一年,国家医保局的成立实现三医联动、长生生物问题疫苗事件牵动着全国人民的心、带量采购新政策的出台使得医药行业大洗牌等。总体而言,“药品降价”是全年医药改革的主基调,同时对药品安全性和性价比(高质量仿制药)的要求也越来越高,随着医改的推进落地,医药行业也将朝着健康稳定的方向发展。

图表 17: 2018 年医药行业大事记



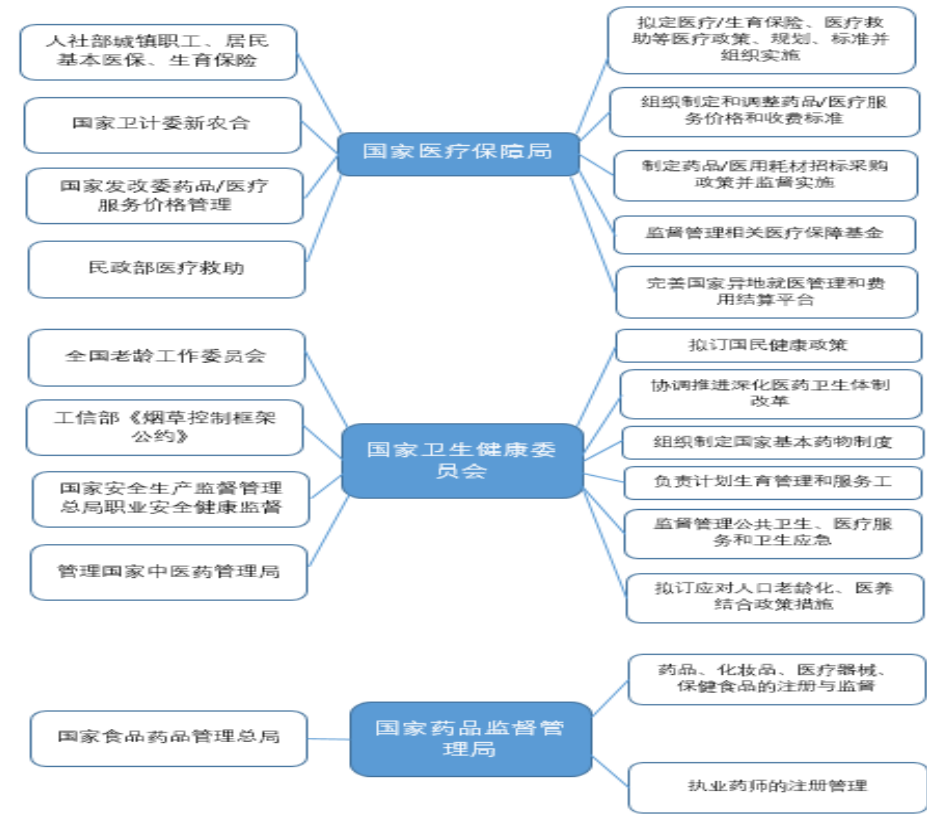
资料来源：公开数据整理，东方财富证券研究所

2. 统筹医药行业发展

2018 年 3 月，国务院机构设置发生重大变革，原先医药卫生系统相关职能部门，包括国家食品药品监督管理局 CFDA、卫计委和人社部均被拆分重组，形成了国家药品监督管理局 CNDA、国家医保局、卫健委三大全新机构。另外，国家药品监督管理局加入 ICH 管理委员会与国际接轨。

随着新医保局的成立，医药行业治理进入新的发展阶段。新医保局整合原人社部（医保目录调整）、卫计委（药品集中招标采购）、发改委（医药定价）、民政部（医疗救助）等职能，集合了定价、采购和支付的职能，将更加高效协同地推进支付方式改革、医保谈判、医保控费改革等，利好政策有望加速落地。未来，医保将在医药行业发展中扮演越来越重要的角色，平衡患者与企业的关系，平衡药品器械数量、质量、价格等关系，也将体现政府的统筹能力和治理艺术。

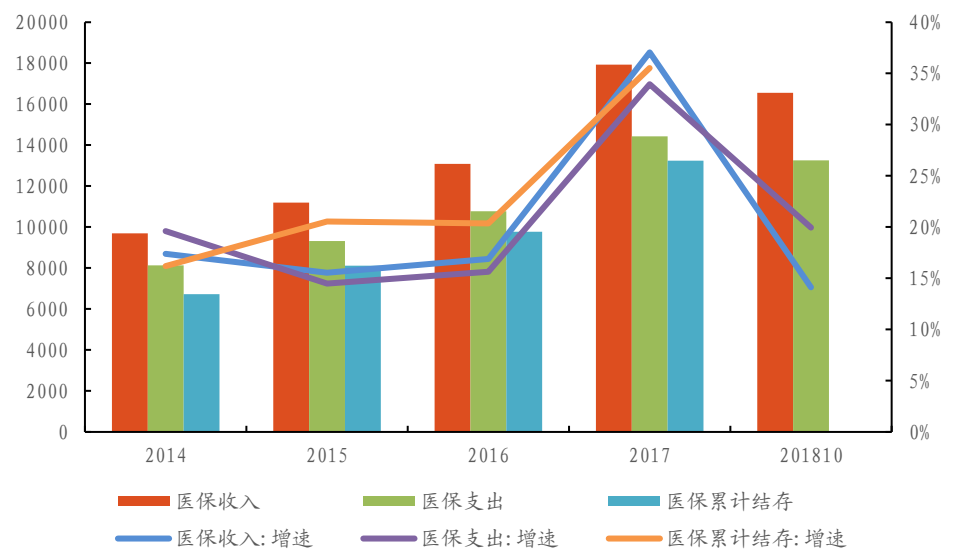
图表 18: 国务院机构改革后的三大医疗机构



资料来源: 国务院, 公开资料, 东方财富证券研究所。

截止到 2018 年 10 月, 我国医保收入为 16559 亿元, 同比增长 14.12%; 医保支出为 13253 亿元, 同比 19.96%。2017 年, 我国医保累计结存为 13234 亿元。由于医保支付价的出现, 未来医保资金的支出结构会发生变化, 药品的医保支出比例会降低, 创新药、优质仿制药、医疗服务等占比或将提高。

图表 19: 我国医保收支情况(亿元, %)



资料来源: 人力资源与社会保障部, 东方财富证券研究所。注: 2017 年统计口径变化, 城乡居民基本医疗保险数据包括原城镇居民基本医疗保险和已整合的新型农村合作医疗数据。

在我国总体医保持费、药品器械价格管制、医药反商业贿赂、打击药品安全事件等一系列政策举措下，凭借产业链终端刚需强势地位，医疗服务加固行业壁垒，预期获得稳定的投资回报。

根据 2018 年三季报情况，医药生物上市公司营业收入稳中有升，增速为 22.64%；归母净利润略有下滑，增速为 21.18%，总体而言医药生物行业保持稳定增长态势。分子行业来看，2018 年前三季度，我国化学制剂归母净利润增长 21.47%，化学原料药 57.62%，生物药 8.11%（其中疫苗 286.27%，血制品 22.43%），医疗器械 26.4%（IVD 为 21.84%），医药商业 16.61%（零售药店 19.49%、医药流通 15.26%），医疗服务 54.22%（CRO 为 64.12%，专科医疗连锁 61.44%）。

北上活水看好医药白马。从北上资金持有医药股仓位变动来看，今年以来，虽然医药板块年中之后一直下跌，但北上资金一直在提高医药股仓位。北上资金偏爱白马股，对恒瑞医药、云南白药、爱尔眼科、通化东宝、泰格医药等公司青睐有加。

仿制药行业或存在较大的不确定性。11 月 15 日，带量采购试点地区正式方案落地，其为仿制药一致性评价通过后实现原研替代的重要政策，从上海带量采购的经验来看，其对于药品的价格、销量以及格局的产生一定的影响。带量采购执行效果直接决定了一致性评价工作的走向和仿制药格局，因此仿制药行业仍然存在较大的不确定性。

医疗器械大有可为。我国大力支持国产器械，鼓励创新，加速医疗器械的审评审批，逐步实现医疗器械的国产化。从我国医药工业各子板块今年前 9 个月的数据来看，医疗器械行业的利润增速超过 20%，高于医药工业行业整体，仅次于生物制品和化学原料药。从 A 股上市公司的统计数据来看，在药品和器械领域中，医疗器械板块的扣非净利润增速是最快的。体外诊断（IVD）是医疗器械中最大的细分领域，主要公司保持快速增长，我们重点看好免疫诊断中具备先进技术的化学发光领域和分子诊断中确定性增长的伴随诊断领域。

11 月 23 日，商务部发布《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，目标到 2020 年，全国大部分省市零售药店分类分级管理制度基本建立；到 2025 年，在全国范围内统一的零售药店分类分级管理法规政策体系基本建立。我国药店连锁率相对仍低、集中度不高；未来处方外流的趋势将加强；我国注册于社会药房的执业药师仍存在较大缺口；我国药店处方药销售仍然有很大空间。

《意见》中的零售药店分类标准在驻店药师数量、门店经营范围、药事服务能力等方面对零售药店提出具体要求，规范经营、提高效率是许多小而散的药店须努力的方向。大型连锁药店龙头“跑马圈地”、行业集中度提升仍然是未来几年药房行业的成长逻辑。随着药店“版图”的不断扩大，效率高和费用管控好的药房将具有竞争优势。

CRO 行业受益于创新药械的发展与仿制药一致性评价。随着新药研发难度的增加、国际药企专利悬崖到期的加剧，国际制药企业逐步将 CRO（研发外包）企业纳入其医药研发环节中，以控制成本、缩短周期、减少研发风险。医药创新、仿制药一致性评价都将加大药品研发过程中对于药品安全性、有效性的检验需求，从而带动国内 CRO 市场的持续增长。

专科医疗服务或成新的增长点。2016 年公立医院总收入为 2.33 万亿，同比增长 11.6%；其中药品收入为 7970 亿元，同比 5.7%，低于医院总收入增长速度。**这说明医院服务性收入增速较快。**人口老龄化加剧，儿童龋患率逐渐上升，口腔医院接待患者稳定增长，我国口腔正畸、种植牙、坏牙治疗等口腔护理需求巨大。同时，我国口腔医生资源仍然缺乏，种植牙数量、人均口腔个人护理年消费与发达国家仍存在较大差距。

随着口腔保健意识不断增强、国民可支配收入逐渐提升，正畸、种植牙等高附加值业务未来 3 年将带动整体牙科市场保持 20-30% 的增长。其中，种植牙预计将成为口腔市场发展的重要业务。**口腔修复材料是种植牙手术不可或缺的部分，市场规模约 40 亿元，市场小而美。**

图表 20: 近年医药创新相关重大政策

时间	部门	政策	主要内容
2016-02	CFDA	《总局关于解决药品注册申请积压实行有限审评审批的意见》	加快药品评审，减少注册积压
2016-03	国务院	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	明确提出推进医药生物领域创新突破，鼓励支持创新药研发
2016-07	国务院	《“十三五”国家科技创新规划》	新药创新是 13 个国家科技重大专项之一，推动我国新药研发的综合能力和整体水平进入国际先进进行列
2017-04	人社部	《关于公开征求建立完善基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录动态调整机制有关意见建议的通知》	动态调整医保药品目录
2017-10	中办、国办	《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》	全面鼓励创新
2017-10	CFDA	《中华人民共和国药品管理法修正案(草案征求意见稿)》	全面落实 MAH
2017-12	CFDA	《关于调整药物临床试验审评审批的公告(征求意见稿)》	规定临床试验审核时限
2017-12	CFDA	《临床急需药品有条件批准上市技术指南(征求意见稿)》	临床急需药品有条件批准上市
2018-01	CFDA	《药品审评审批信息公开管理办法(征求意见稿)》	药品审评审批信息公开
2018-02	人社部	《人力资源和社会保障部办公厅关于发布医疗保险按病种付费病种推荐目录的通知》	公布《医疗保险按病种付费病种推荐目录》
2018-03	CFDA	《药物研发与技术审评沟通交流管理办法(修订稿)》	明确罗列适应不同研发阶段的沟通交流会议类型及相应细则
2018-10	国务院	《国家基本药物目录(2018 年版)》	多种创新药、特效药进入目录

资料来源: 各部委官网, 公开数据整理, 东方财富证券研究所

3. 医疗器械大有可为

我国大力支持国产器械，鼓励创新，加速医疗器械的审评审批，逐步实现医疗器械的国产化。从我国医药工业各子板块今年前 9 个月的数据来看，医疗器械行业的利润增速超过 20%，高于医药工业行业整体，仅次于生物制品和化学原料药。从 A 股上市公司的统计数据来看，在药品和器械领域中，医疗器械板块的扣非净利润增速是最快的。体外诊断（IVD）是医疗器械中最大的细分领域，主要公司保持快速增长。

3.1. 政策扶持国产器械，进口替代加速

近年，我国在政策上鼓励扶持国产器械，国产医疗器械加速进口替代，快速扩大市场份额。2017 年 12 月 26 日，国家发展改革委办公厅印发《〈增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）〉重点领域关键技术产业化实施方案的通知》。《通知》制定了 9 个重点领域关键技术产业化实施方案，其中一个就是《高端医疗器械和药品关键技术产业化实施方案》，《方案》明确重点支持以下 5 大类医疗器械发展，详见下表。

图表 21: 《高端医疗器械和药品关键技术产业化实施方案》要点

器械种类	政策内容
影像设备	鼓励国内空白的 PET-MRI、超声内窥镜等创新设备产业化。推动具备一定基础的 PET-CT、CT、MRI、彩色超声诊断设备、电子内窥镜、数字减影血管造影 X 线机 (DSA) 等设备升级换代和质量性能提升。
治疗设备	鼓励国内空白的腹腔镜手术机器人、神经外科手术机器人等创新设备产业化。推动具备一定基础的高能直线加速器及影像引导放射治疗装置、血液透析设备(含耗材)、治疗用呼吸机、骨科手术机器人、智能康复辅助器具等产品的升级换代和质量性能提升。
体外诊断产品	鼓励国内空白的全实验室自动化检验分析流水线 (TLA) 等创新设备产业化。推动具备一定基础的高通量基因测序仪、化学发光免疫分析仪、新型分子诊断仪器、即时检验系统 (POCT) 等体外诊断及试剂升级换代和质量性能提升。
植入介入产品	推动全降解冠脉支架、心室辅助装置、心脏瓣膜、心脏起搏器、人工耳蜗、神经刺激器、肾动脉射频消融导管、组织器官诱导再生和修复材料、运动医学软组织固定系统等创新植入介入产品的产业化。
专业化技术服务平台	建设医疗器械专业化咨询、研发、生产、应用示范服务平台，为医疗器械行业提供信息咨询、核心技术研究及产业化、已上市产品质量跟踪评价和应用示范等公共服务，推动行业全面转型升级，促进产品质量性能提升

资料来源：《高端医疗器械和药品关键技术产业化实施方案》，东方财富证券研究所

《方案》明确提出，要促使这 5 大国产医疗器械所在领域实现：

- ◆ 10 个以上国产创新医疗器械填补国内空白；
- ◆ 10 个以上国产高端医疗器械品牌实现升级换代，质量性能显著提升，销量进入同类产品市场份额前三位。

2018 年 10 月 30 日，卫健委正式发布《2018-2020 年大型医用设备配置规划的通知》。通知指出，到 2020 年底，全国规划配置大型医用设备 22,548 台，其中新增 10,097 台，分 3 年实施。测算下来，大型设备数量的年复合增速 CAGR 为 22%。对质子治疗肿瘤系统、PET/MR、高端放疗设备、PET-CT、手术机器人、伽玛射线立体定向放射治疗系统等大型设备的采购需求构成利好。

图表 22: 部分地方医疗器械扶持政策

所在地	时间	政策
四川	2017 年 1 月	四川省政府采购网挂出的《四川省财政厅关于公布 2017 年度省级政府采购进口产品清单的通知》，在列入“允许采购进口产品的医疗设备清单”的 93 种医疗设备中，二甲（含）以下医院（或单位）使用国产，二甲以上医院（或单位）允许进口，而清单中包括超声刀、麻醉机、体外循环机、腔镜系列、PET-CT、DR、MRI，甚至手术机器人等大型设备。

浙江	2017 年 3 月	除 183 项器械允许采购进口外（14 种尚无国产品牌的设备，169 种可以采购进口设备），其他都必须使用国产设备。并且正式提出，拟到“十三五”（2016 年至 2020 年）末，全省医疗机构采购国产医疗设备比例翻一番。
广东	2018 年 7 月	广东省卫计委发布《广东省卫生计生委关于省级卫生计生机构政府采购医疗器械允许进口和控制进口目录清单的公示》。其中 121 种医疗器械允许进口，55 种设备控制进口。
安徽	2017 年 8 月	安徽省政府办公厅正式印发了《促进医药产业健康发展实施方案》。明确国产药品和医疗器械能够满足要求的，政府采购项目原则上须采购国产产品，不得指定采购进口产品，不得设置针对性参数。

资料来源：各地方官网，东方财富证券研究所

3.2. 医疗器械审批加快，鼓励创新

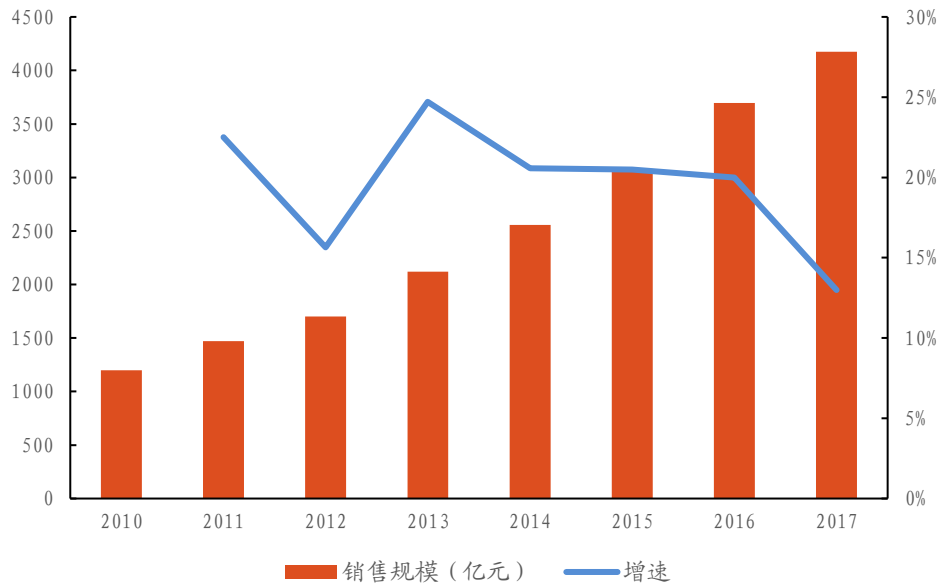
同创新药物一样，近年监管给予器械领域的创新企业诸多良好政策，加快创新型器械产品的研发和上市进度。2014 年 2 月 7 日，原国家食品药品监督管理总局发布了《创新医疗器械特别审批程序（试行）》，自 2014 年 3 月 1 日起施行。针对具有我国发明专利、技术上具有国内首创、国际领先水平，并且具有显著临床应用价值的医疗器械设置特别审批通道。该程序的实施对医疗器械研发创新、新技术推广应用、产业高质量发展起到了积极推动作用。

2018 年 6 月，《医疗器械监督管理条例修正案（草案送审稿）》公开征求意见，本次《送审稿》修订的地方包括完善医疗器械上市许可持有人，加快审评审批，接受境外开展临床试验，允许临床试验拓展性应用等制度。医疗器械上市许可持有人制度的完善，有利于激发医疗器械创新企业的积极性，使其专注于产品研发。同时将生产委托给具备资质和生产能力的企业，这种分工可以减轻创新型医疗器械企业在生产设备方面的资金投入，加快创新产品的上市步伐。

3.3. 器械领域增速相对较快

近年来，我国医疗器械领域保持高速增长，2017 年销售规模为 4176 亿元，同比增长 12.99%。

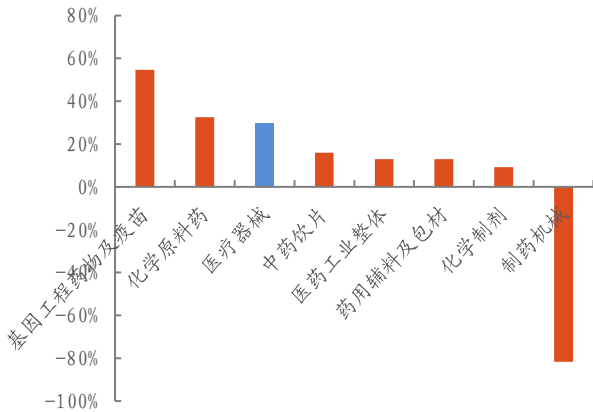
图表 23: 我国医疗器械行业销售规模(亿元, %)



资料来源: 中国医疗器械行业发展蓝皮书, 东方财富证券研究所

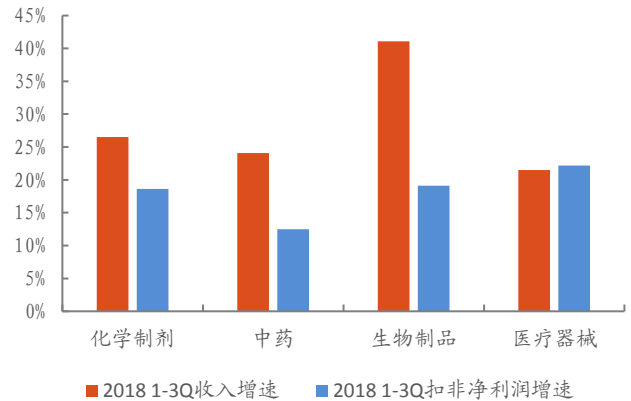
从今年前 9 个月我国医药工业各子板块的数据来看, 医疗器械行业的利润增速超过 20%, 高于医药工业行业整体, 仅次于生物制品和化学原料药。从 A 股上市公司的统计数据来看, 在药品和器械领域中, 医疗器械板块的扣非净利润增速是最快的。

图表 24: 我国医疗器械前三季度利润增长较快 (%)



资料来源: 中国化学制药工业协会, 东方财富证券研究所

图表 25: 药品&器械上市公司扣非净利润增速 (%)



资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

3.4. 国内公司研发水平持续进步

要实现器械领域的进口替代, 政策扶持只是一方面, “打铁还需自身硬”, 关键在于我国的国产厂家自身技术要能够追上甚至赶超国外企业。医疗器械属于多领域交叉学科, 通常要融合医学、电子、材料、机械等方面的知识, 国内企业整体上与外企技术实力差距较大, 但同时也有部分领域我国已有一些龙头企业走在世界前列。

图表 26: 国内医疗器械细分领域龙头公司梳理

产品	国内龙头	简介
CT	东软医疗	东软医疗为国内首家 CT 国产化企业，目前市场份额第五，国产厂商中排名第一。
超声	迈瑞医疗、开立医疗	国内超声市场仍以外资品牌为主，迈瑞和开立在国产品牌当中占有第一和第二的市场份额，并且具有自主研发核心零部件的能力。
支架	乐普医疗、微创医疗	心血管支架领域国产厂家的市场份额已经约占七成，技术能力逐渐追上国际先进水平。
骨科	威高骨科、大博医疗、春立医疗、爱康医疗	在创伤领域，国产厂商已占据大部分市场份额；在脊柱和关节领域，外资品牌为主导。
IVD	安图生物、艾德生物	安图生物为国产化学发光龙头公司，艾德生物是深耕肿瘤用药伴随诊断。

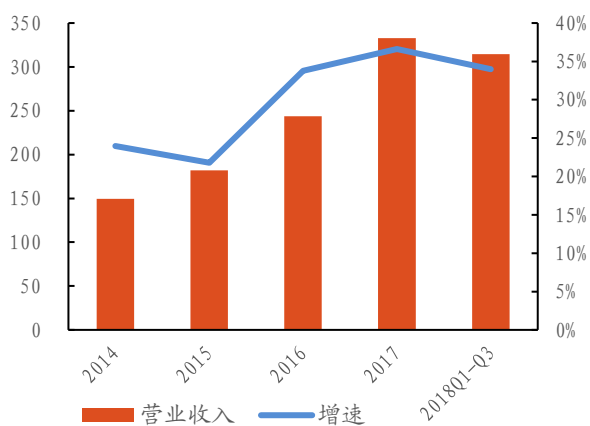
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.5. 高速发展的体外诊断市场

体外诊断 (IVD) 是医疗器械中最大的细分领域，根据 IQVIA 的统计数据，2016 年全球 IVD 市场规模为 562 亿美元，预计到 2021 年市场规模将达到 694 亿美元。根据中国医疗器械行业协会 IVD 分会统计的数据，2016 年我国 IVD 市场营收超过 600 亿元。我们选取 A 股中 24 家 IVD 公司进行营收和归母净利润分析统计 (剔除负值)，从数据上看，近年 IVD 公司营收和归母净利润保持高速增长。

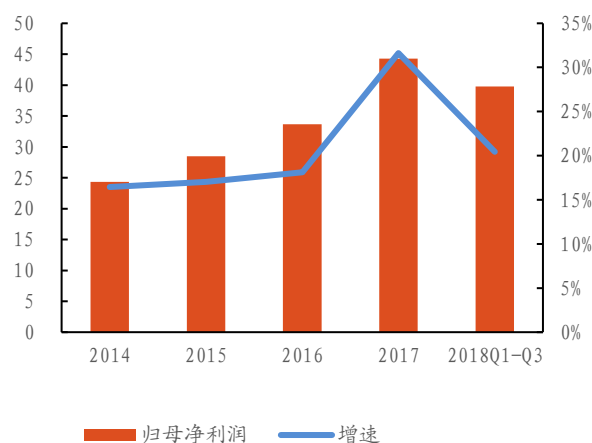
(24 家 IVD 公司分别为: 博晖创新、透景生命、贝瑞基因、艾德生物、美康生物、科华生物、基蛋生物、迪瑞医疗、三诺生物、凯普生物、迪安诊断、迈克生物、华大基因、万孚生物、明德生物、金域医学、塞力斯、润达医疗、九强生物、九安医疗、阳普医疗、安图生物、利德曼、达安基因)

图表 27: A 股 IVD 公司营业收入 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 28: A 股 IVD 公司归母净利润 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

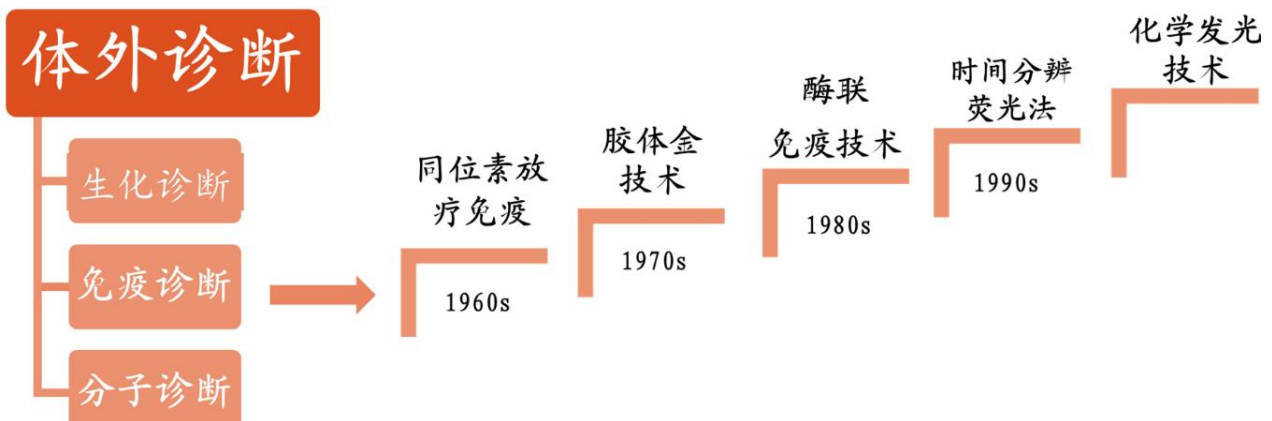
体外诊断是临床诊疗信息的重要来源，通过体外诊断手段能够影响 60% 的临床治疗方案，但其费用只占整个临床治疗费用的 2%。体外诊断主要分为生化诊断、免疫诊断和分子诊断。在国家鼓励国产器械创新、加快审批速度等多方面政策支持下，以及分级诊疗政策的推进，基层存量市场逐步打开，鼓励精准医学模式的推行，体外诊断迎来了新的发展机遇。

在 IVD 行业中我们重点看好免疫诊断中的化学发光领域和分子诊断中的伴随诊断领域。

3.5.1. 化学发光

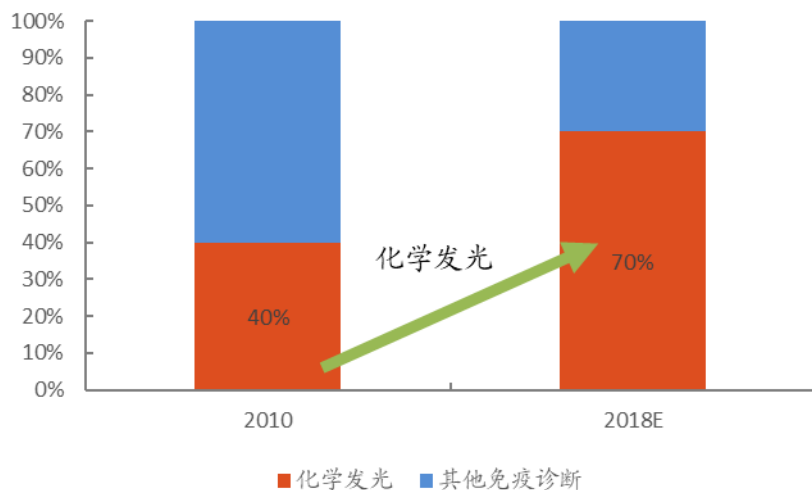
免疫诊断占据体外诊断市场中 40% 的市场份额，随着免疫诊断技术的更迭，化学发光是目前最先进的技术。在欧美发达国家，化学发光技术已占据 90% 的免疫诊断市场。我国化学发光市场发展迅速，从 2010 年占据免疫诊断 40%，发展到目前占据约 70%，按比例折算现有规模超百亿元。随着技术的不断普及，以及国产产品占有率的提高，我国化学发光市场还将得到进一步发展。

图表 29: 免疫诊断技术更迭



资料来源：公开数据整理，东方财富证券研究所

图表 30: 我国近年化学发光市场份额变化 (%)



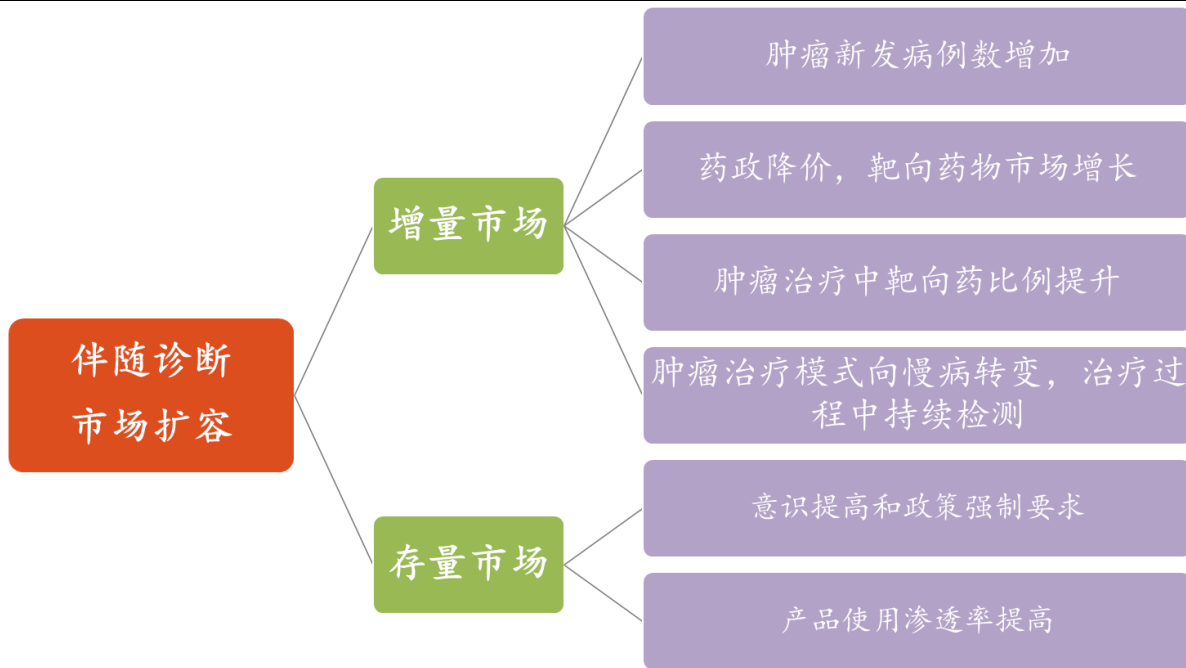
资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

3.5.2. 伴随诊断

伴随诊断 (Companion Diagnostics, 简称 CDx) 是一种体外诊断技术，与某种特定的药物相关联，用于确定该药物的获益人群。目前在肿瘤用药领域，

伴随诊断搭上了靶向药发展的快车，目前处于快速发展的阶段，是 IVD 行业的优质赛道，推广伴随诊断是患者、医生、政府、药企等多方共赢的局面，未来行业具有确定性的增长趋势。

图表 31: 伴随诊断市场扩容因素分析



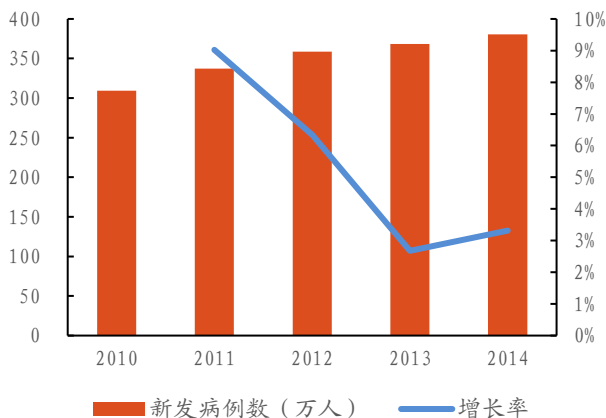
资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

伴随诊断的发展来源于存量市场与增量市场的同时发展:

■ 存量市场

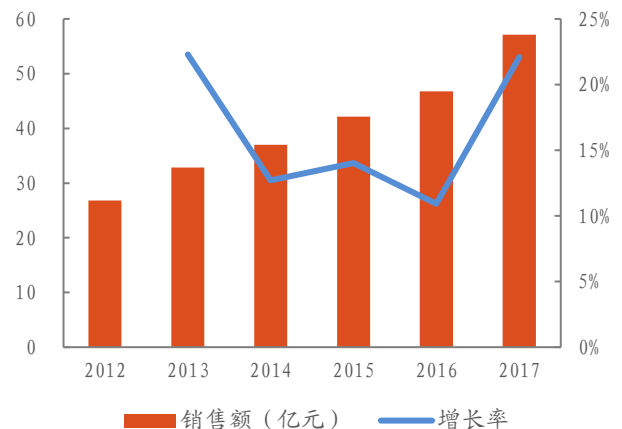
- a. 肿瘤新发病例数增长;
- b. 肿瘤靶向药物市场增长;
- c. 肿瘤治疗模式逐步向慢病模式转变;
- d. 药政降价拉动靶向药物进一步放量增长。

图表 32: 国内肿瘤发病率情况(万人, %)



资料来源: 国家癌症中心, 东方财富证券研究所

图表 33: 样本医院靶向抗肿瘤药销售情况(亿元, %)



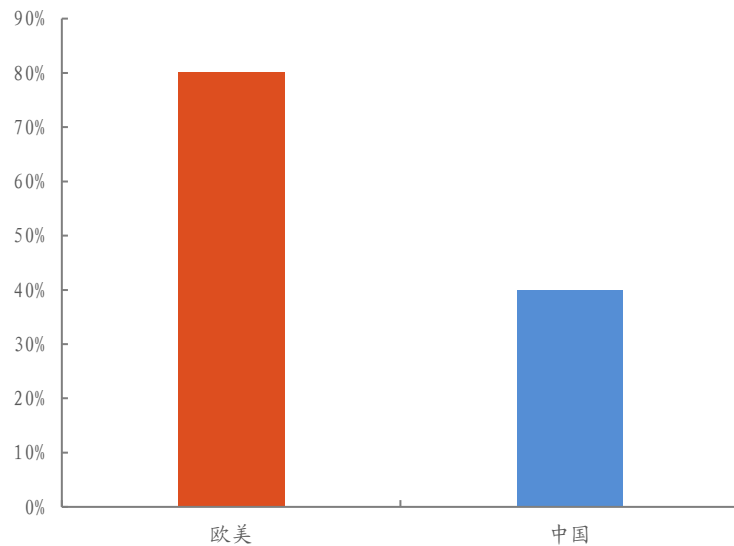
资料来源: 国家癌症中心, 东方财富证券研究所

■ 增量市场

- a. 意识提高及政策强制要求;
- b. 伴随诊断产品使用渗透率的提升。

同时，我们要以动态的目光看待伴随诊断行业未来的发展空间。全球靶向药研发热情的高涨，以及检测技术向价格高的 NGS 技术转变，都将带动伴随诊断行业市场规模的增长。

图表 34：我国与欧美国家 EGFR 基因检测试剂盒使用渗透率对比 (%)



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

4. 药房集中度提升在即

11 月 23 日，商务部发布《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，目标到 2020 年，全国大部分省市零售药店分类分级管理制度基本建立；到 2025 年，在全国范围内统一的零售药店分类分级管理法规政策体系基本建立。《意见》要求，根据现行法律法规，按照经营条件和合规状况将零售药店划分为三个类别：一类药店可经营乙类非处方药；二类药店可经营非处方药、处方药（不包括禁止类、限制类药品）、中药饮片；三类药店可经营非处方药、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片。《意见》中的零售药店分类标准在驻店药师数量、门店经营范围、药事服务能力等方面对零售药店提出具体要求，规范经营、提高效率是许多小而散的药店须努力的方向。大型连锁药店龙头“跑马圈地”、行业集中度提升仍然是未来几年药房行业的成长逻辑。

图表 35: 全国零售药店分类分级管理指导意见(征求意见稿)

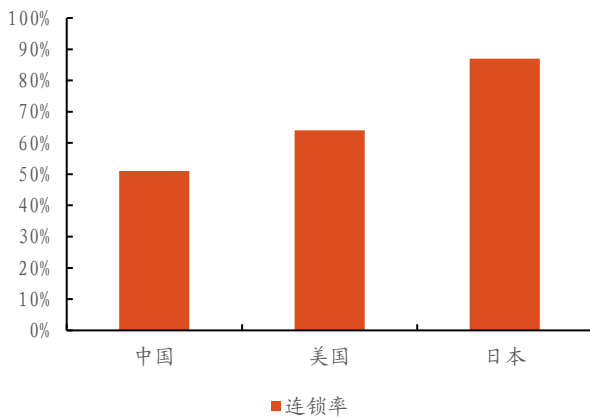
门店分类	经营范围	人员配置
一类店	乙类处方药	至少 1 名药师或以上职称药学技术人员
二类店	非处方药、处方药(不包括禁止类、限制类药品)、中药饮片	至少 1 名执业药师(含执业中药师)和 1 名药师或以上职称药学技术人员
三类店	非处方药、处方药(不包括禁止类药品)、中药饮片	至少 2 名执业药师和 2 名药师或以上职称的药学技术人员, 网上集中审方可视为配有 1 名执业药师

资料来源: 商务部, 东方财富证券研究所。注: 经营范围包括“中药饮片”的还应配备至少 1 名执业中药师; 上述人员配备与门店经营范围、经营规模相适应。

我国注册于社会药房的执业药师仍存在较大缺口。截至 2018 年 9 月底, 全国执业药师注册人数为 454357 人, 平均每万人口执业药师人数为 3.3 人。注册于社会药房的执业药师 405673 人, 占注册总数的 89.3%; 注册于药品批发企业、药品生产企业、医疗机构的执业药师分别为 35003、3782、9899 人。近年来, 注册于社会药房的执业药师人数同比增速均高于同期全国执业药师注册人数的增速, 注册于社会药房的执业药师占比持续扩大。截至 2017 年 11 月, 全国零售药房达 45.4 万家, 同期注册于社会药房的执业药师达 35.8 万人, 平均每家零售药房拥有执业药师 0.79 人。

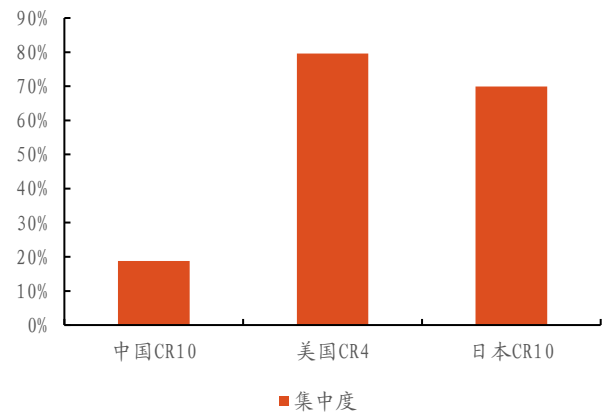
我国药店连锁率相对仍低、集中度不高。2017 年, 我国药店总共有 453738 家, 其中连锁药店占比 51%, 而美国为 64%, 日本达到 87%; 中国药店 CR10 集中度为 18.8%, 而日本 CR10 为 69.9%, 美国 CR4 高达 79.6%。与美日成熟药店市场相比, 国内药店连锁率和集中度均较低, 未来龙头企业市占率仍有较大的提升空间, 也是未来几年增长的主要逻辑。

图表 36: 我国药店连锁率相比仍有提升空间 (%)



资料来源: 国家癌症中心, 东方财富证券研究所

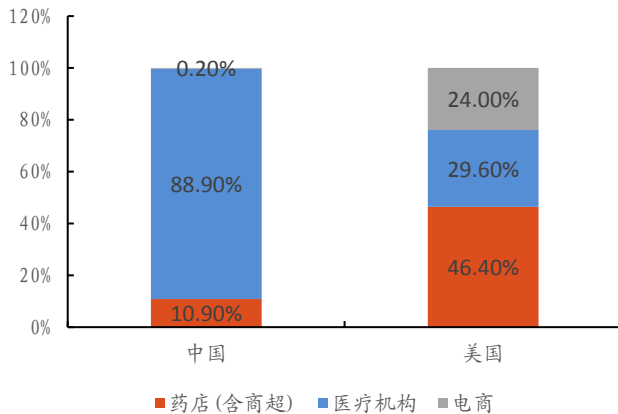
图表 37: 我国药店集中度相比很低 (%)



资料来源: 国家癌症中心, 东方财富证券研究所

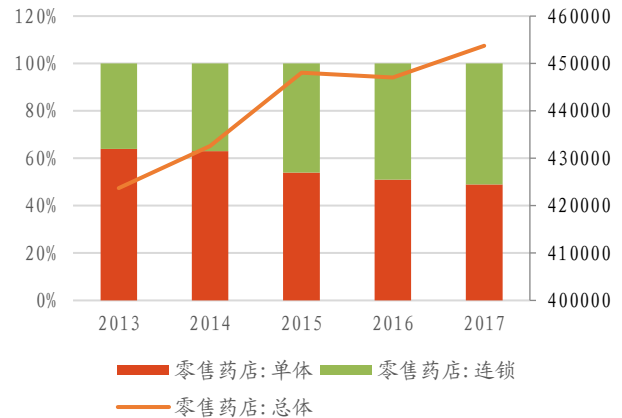
我国药店处方药销售仍然有很大空间。目前, 我国处方药市场销售渠道中医疗机构仍然占有绝对份额, 达到 89%, 而药店占比只有 11%左右。对比美国, 处方药销售医疗机构占比 30%, 药店占比 46%。

图表 38: 中美处方药渠道销售格局 (%)



资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

图表 39: 我国药店总体情况(家, %)



资料来源: 商务部, 东方财富证券研究所

未来处方外流的趋势将加强。取消 15% 的药品加成, 药占比由 40% 降到 30% 的政策指标强行推进, 将加快处方药向院外转移。药店开展慢病管理, 提供健康增值服务, 布局 DTP 药房, 处方承接能力加强。而药企方面中标难度加大, 议价能力减弱, 院内推广风险加大, 促使企业方向调整转向 OTC 市场。

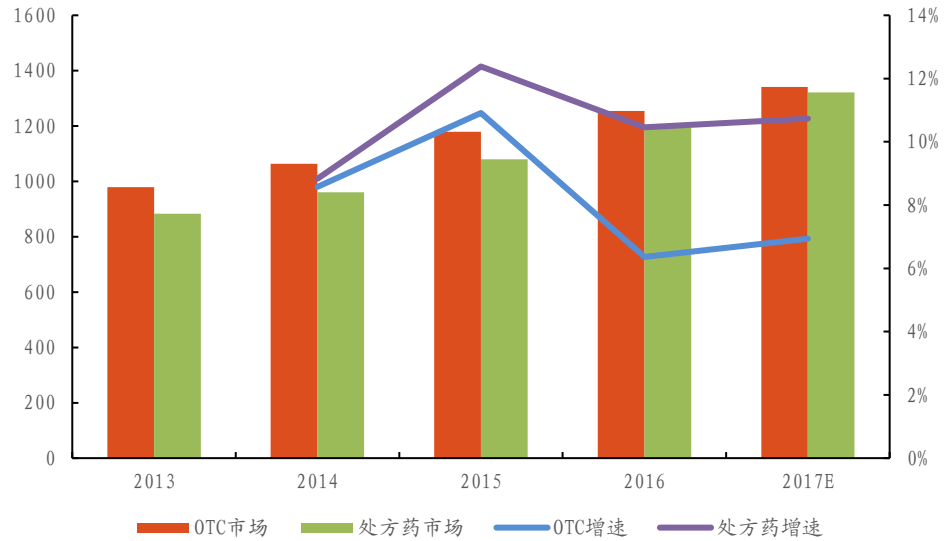
2017 年药店终端总规模约为人民币 4000 亿元 (含电商), 其中药品销售约 3100 亿元, 是国内药品销售第二终端, 占全国 1.4 万亿药品终端销售的 22% 左右。其中实体药店约 3700 亿元, 药品销售占比约 80%; 线上药店规模约 300 亿元, 药品销售占比约 45%。随着处方外流的放开未来药店可能成为第一终端, 潜在空间 8000 亿元。而从近几年零售药店药品销售来看, 处方药的增速要快于 OTC 药品, 2017 年或分别为 11%、7%。

图表 40: 2017 年我国连锁药店竞争格局

排名	公司	销售额 (亿元)	市场份额	直营门店 (家)	单店收入 (万元)
1	国大药房	116	3.1%	2801	414
2	一心堂	85	2.3%	5066	168
3	大参林	84	2.3%	2985	281
4	老百姓	80	2.1%	2434	329
5	同仁堂	79	2.1%	675	1170
6	上海医药	66	1.8%	1247	529
7	益丰药房	54	1.4%	1979	273
8	全亿健康	53	1.4%	1601	331
9	甘肃众友	42	1.1%	1906	220
10	华润医药	42	1.1%	788	533
TOP10		701	18.8%	21482	326
其他		3023	81.2%	426492	71
合计		3724	100%	447974	83

资料来源: 公开资料整理, 《中国药店》, 东方财富证券研究所

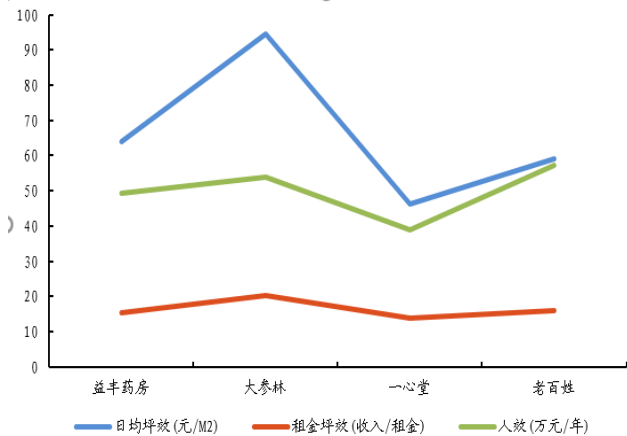
图表 41: 我国零售药店药品销售中处方药增速快于 OTC (亿元, %)



资料来源: 中康 CMH, 公开资料整理, 东方财富证券研究所

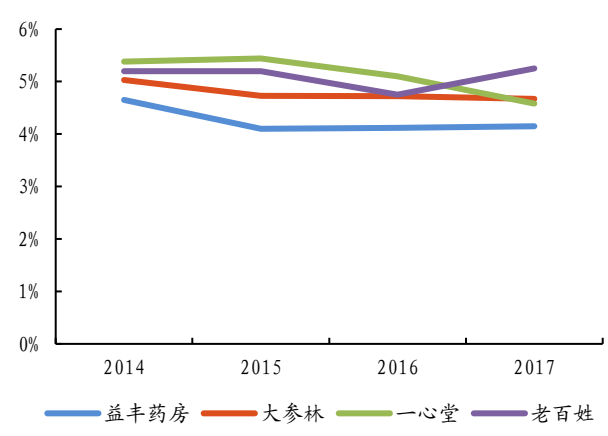
随着药店“版图”的不断扩大, 未来药房竞争更强调精细管理, 需要提高效率 and 管控好费用, 提高坪效、人效和降低管理费用率。

图表 42: 2017 年我国上市连锁药店精细管理情况



资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

图表 43: 我国上市药店管理费用率 (%)



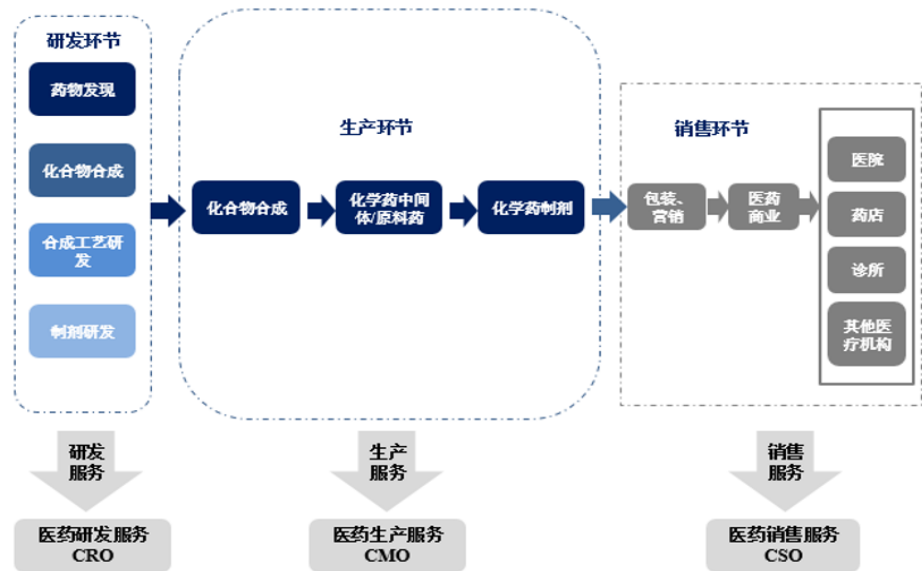
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

5. 我国 CRO 行业发展态势良好

随着新药研发难度的增加、国际药企专利悬崖到期的加剧, 国际制药企业逐步将 CRO (研发外包) 企业纳入其医药研发环节中, 以控制成本、缩短周期、减少研发风险。CRO 可以分为临床前 CRO 和临床试验 CRO。

新药研发主要特点是成本大、周期长、成功率低: 研发新药的平均总成本 70 年代的不足 2 亿美元, 飙升到 2010 年的 25 亿美元; 目前美国制药企业的新药品种从实验室发现到进入市场平均需要 10-15 年; 平均进入药物开发管道的 5000-10000 个先导化合物中, 只有 1 个能最终获得监管部门的新药批准。

图表 44: CRO 行业相关的产业链

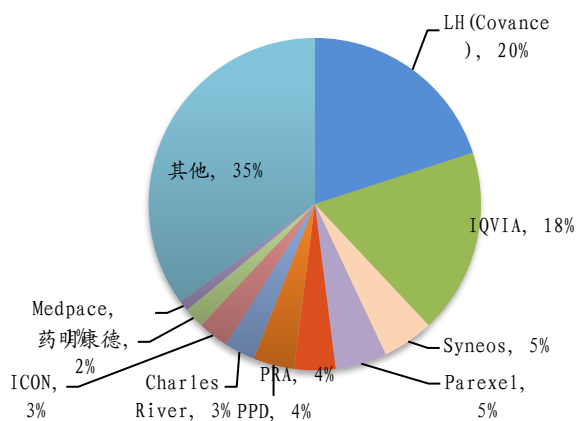


资料来源: 药明康德招股说明书, 东方财富证券研究所

◆临床前 CRO: 主要从事药学研究服务和临床前研究服务, 其中前者包括先导化合物和活性药物中间体的合成及工艺开发, 后者包括非临床安全性评价(即毒理学试验)、药效学研究、动物药代动力学研究等服务。国内外公司主要有 Charles River、Covance、药明康德、昭衍新药、康龙化成等。

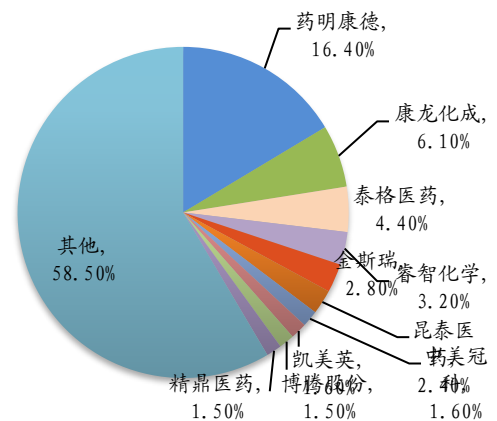
◆临床试验 CRO: 主要以临床研究服务为主, 包括 I 至 IV 期临床试验技术服务、临床试验数据管理和统计分析、注册申报以及上市后药物安全监测等。国内外公司主要有 Quintiles IMS、Covance、ICON、PAREXEL、泰格医药、博济医药等。

图表 45: 目前全球 CRO 市场竞争格局 (%)



资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

图表 46: 目前我国 CRO 市场竞争格局 (%)



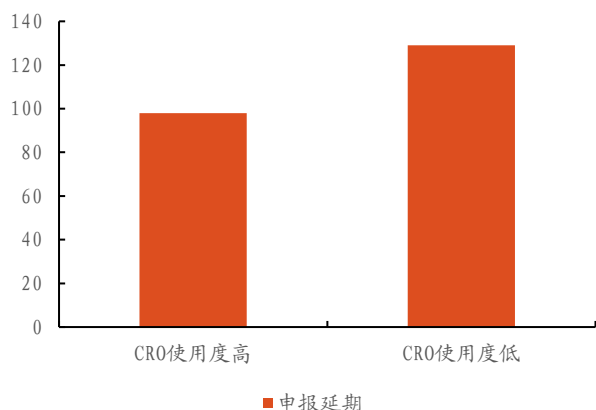
资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

5.1. CRO 提高研发效率

据统计企业选择 CRO 可以节省 30% 以上的研发时间。目前全球有超过 50%

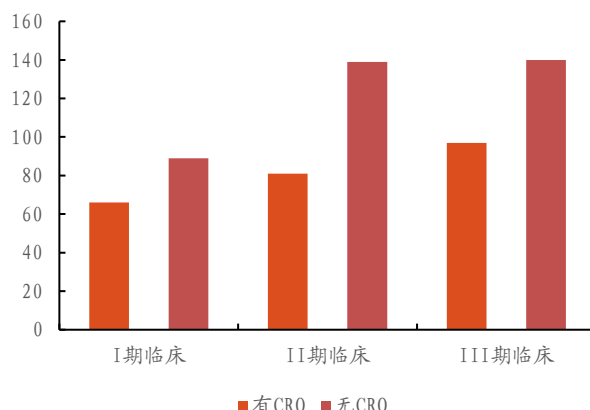
药企选择 CRO 企业协助其新药研发，以降低研发费用并控制风险。

图表 47: CRO 使用程度与申报延期时间(天)



资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

图表 48: 使用 CRO 与否临床试验耗时(周)

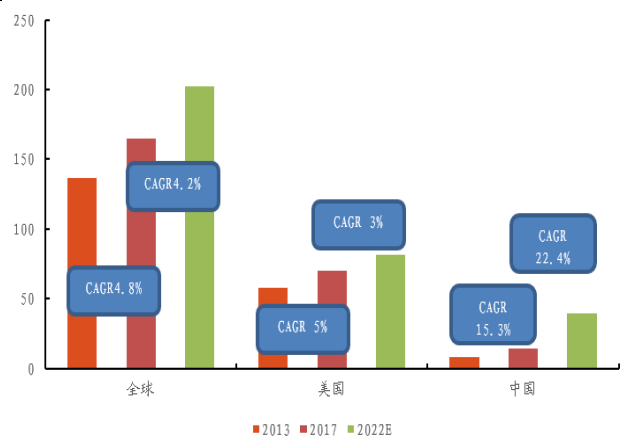


资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

5.2. 研发投入带动 CRO 发展

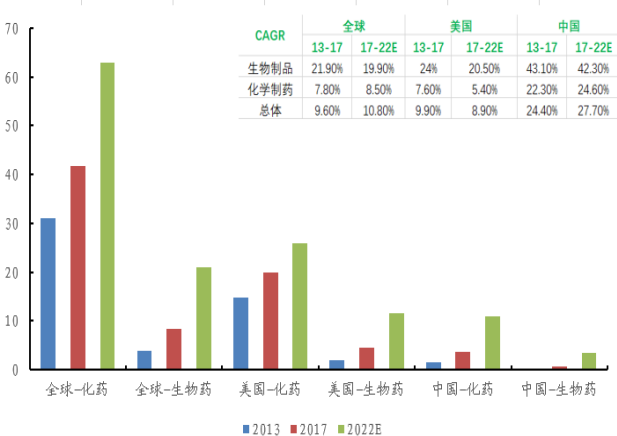
2017 年全球医药研发支出达到 1651 亿美元, 我国医药研发支出约 143 亿美元, 2017-2022 年 CAGR 分别约 4.2%和 22.4%; 同时, 制药行业研发支出占比持续保持较高水平, 全球制药龙头企业研发投入占比营业收入比重均值达到 21%。2017 年全球 CRO 市场规模约 502 亿美元, 我国 CRO 市场规模约 42 亿美元, 2017-2022 年 CAGR 分别约 10.8%和 27.7%。

图表 49: 我国 2017-2022 年研发支出 CAGR 约 22%(十亿美元, %)



资料来源: 方达控股招股说明书, 东方财富证券研究所

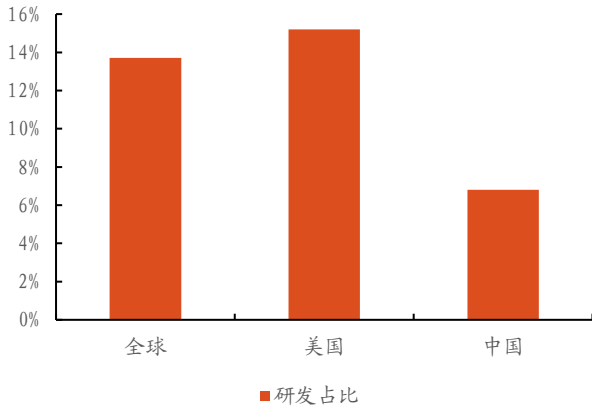
图表 50: 我国 2017-2022 年 CRO 市场规模 CAGR 约 28%(十亿美元, %)



资料来源: 方达控股招股说明书, 东方财富证券研究所

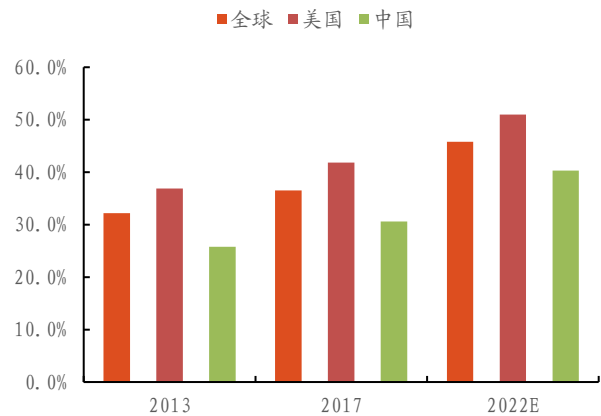
我国制药企业研发支出占比相对较低, 比例为 6.8%, 全球为 13.7%, 而美国达到 15.2%。根据 Frost&Sullivan 数据, 全球 CRO 行业的渗透率稳步提高, 由 2013 年的 32%提高到 2017 年的 37%, 预计 2022 年将达到 46%。

图表 51: 我国制药企业研发支出占比较低 (%)



资料来源: 方达控股招股说明书, 东方财富证券研究所

图表 52: 我国 CRO 渗透率相比仍存在提升空间 (%)



资料来源: 方达控股招股说明书, 东方财富证券研究所

5.3. 我国 CRO 发展环境良好

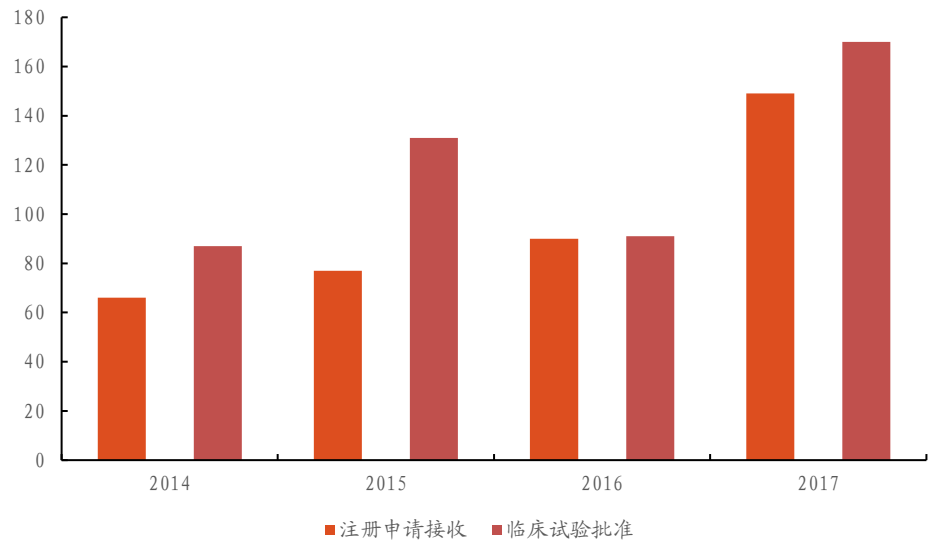
医药创新、仿制药一致性评价都将加大药品研发过程中对于药品安全性、有效性的检验需求, 从而带动国内 CRO 市场的持续增长。

近十年来, 国家发展战略层面鼓励与支持医药的创新发展。“十二五”和“十三五”期间, 国家逐步加大医药创新的投入, 国内制药企业重点布局创新药物研发。2017 年 10 月, 中办、国办联合发布《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》, 该文件从改革临床试验管理、优化临床试验审批程序、加快临床急需药品医疗器械审评审批、推动 MAH 全面实施等方面鼓励创新。

一致性评价增加 BE 订单需求。2016 年 3 月, 国务院发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》, 明确规定国家基本药物目录 (2012 年版) 中 2007 年 10 月 1 日前批准上市的化学药品仿制药口服固体制剂 (共 289 个品种), 应于 2018 年底前完成一致性评价。据医药魔方估算, 一致性评价潜在市场规模最低约 150 亿元。

在药审新政的推动下, 我国药品审评审批提速明显, 尤其 2016 年 1 月 CDE 开始实施优先审评制度, 药物上市速度大大提升。2017 年, CDE 共接收化药创新药注册申请 147 个 (其中国产 112 个), 同比增长 66%。另外, CDE 共批准了 170 个国产化药 1.1 类新药临床试验申请, 同比将近翻番。

图表 53: 近年我国化药创新药注册申请接收与临床试验批准情况(个)



资料来源: CDE, 公开资料整理, 东方财富证券研究所

图表 54: 国家鼓励 CRO 行业发展

时间	部门	政策	主要内容
2012-01	工信部	《医药工业“十二五”发展规划》	鼓励发展合同研发服务, 推动相关企业在 新药筛选、安全评价等工作, 开展与国际标准接轨的 CRO 服务
2012-12	商务部、发改委	《中国国际服务外包产业发展规划纲要 2011-2015》	积极参与全球创新药研发服务, 完善 CRO 服务链, 拓展国际 CRO 领域和产品
2015-01	国务院	《国务院关于促进服务外包产业加快发展的意见》	加快发展高技术、高附加值 CRO 产业, 推动“中国服务”再上台阶、走向世界
2018-06	发改委、工信部、CFDA、卫健委	《关于组织实施生物医药合同研发和生产服务平台建设专项的通知》	重点支持一批高水平、国际化的综合性生物医药 CRO/CMO 平台建设。符合标准的 CRO (2017 年合同金额超过 2 亿元) 和 CMO (2017 年合同金额超过 3 亿元) 的优质企业, 单个项目国家补助原则上为项目总投资的 30% 左右, 金额不超过 1 亿元。

资料来源: 各部委官网, 公开数据整理, 东方财富证券研究所

图表 55: 我国主要 CRO 上市公司情况

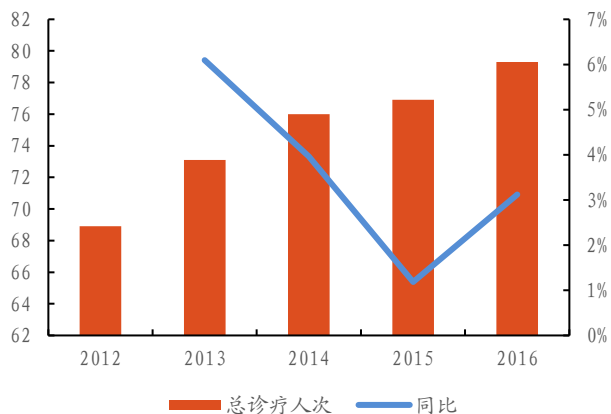
业务类型	公司	2017 年营收与同比 (亿元, %)	2017 年归母净利润与同比 (亿元, %)	2018Q3 年营收与同比 (亿元, %)	2018Q3 年归母净利润与同比 (亿元, %)	2018Q3 净利率
临床 CRO	泰格医药	16.87, 43.63%	15.94, 35.7%	3.01, 114.01%	3.18, 58.67%	21.46%
临床前 CRO	药明康德	77.65, 26.96%	69.21, 21.9%	12.27, 25.86%	19.28, 81.4%	28.6%
	昭衍新药	3.01, 24.59%	2.44, 43.58%	0.76, 47.9%	0.57, 65.09%	23.46%

资料来源: 公司公告, 公开数据, 东方财富证券研究所

6. 专科医疗服务(口腔为例)

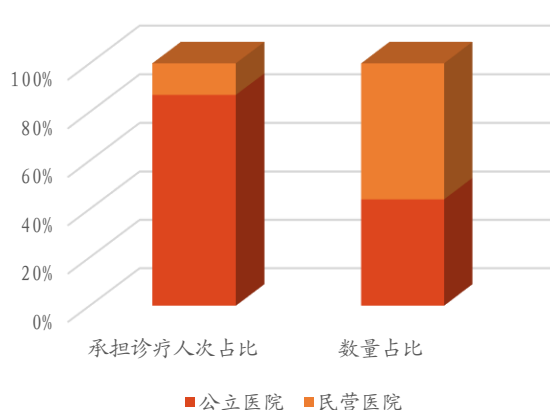
2016 年,我国医疗卫生机构总诊疗人次达到 79.3 亿人次,同比增长 3.1%。其中,民营医院数量占比 56%,公立医院数量占比 44%;民营医院承担诊疗人次占比 13%,公立医院占比 87%。随着分级诊疗的推进、医师多点执业的放开,民营医院接待患者的空间仍然很大。

图表 56: 2012-2016 年我国医疗卫生机构总诊疗人次(亿人次, %)



资料来源: 卫生统计年鉴, 东方财富证券研究所

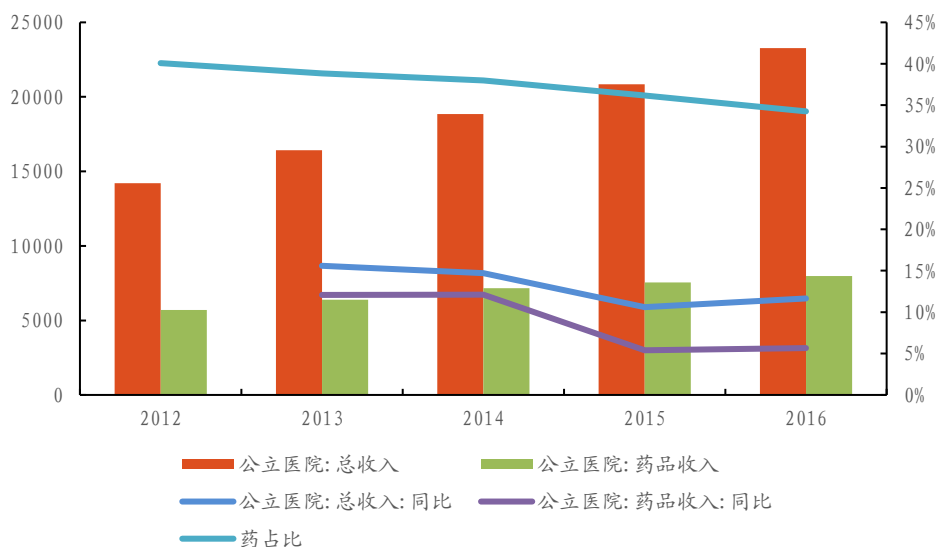
图表 57: 2016 我国公立医院与民营医院情况 (%)



资料来源: 卫生统计年鉴, 东方财富证券研究所

根据卫计委《中国卫生和计划生育统计年鉴(2017)》, 2016 年公立医院总收入为 2.33 万亿, 同比增长 11.6%; 其中药品收入为 7970 亿元, 同比 5.7%, 低于医院总收入增长速度。公立医院药占比从 2012 年的 40.1% 下降到 2016 年的 34.3%。这说明公立医院服务性收入增速较快。

图表 58: 2012-2016 年公立医院总收入/药品收入情况(亿元, %)



资料来源: 卫计委, 东方财富证券研究所

由于医保支付价的出现, 未来医保资金的支出结构会发生变化, 药品的医

保支出比例会降低，创新药、优质仿制药、医疗服务等占比或提高。近年我国医疗服务优惠政策不断，包括分级诊疗、医师多点执业和支持民营资本进入，分别解决了民营医疗机构患者来源、医生资源和资本来源等关键问题。凭借专业化、品牌知名度、可复制、资本充裕等优势，优质专科医疗服务或将发挥更重要的角色，在眼科、口腔、体检专科上表现尤为明显。

图表 59: 我国主要专科医疗机构上市公司情况

公司	专科领域	2017 年营收与 同比(亿元, %)	2017 年归母净 利润与同比(亿 元, %)	2018Q3 年营收 与同比(亿 元, %)	2018Q3 年归母 净利润与同比 (亿元, %)	连锁规模
爱尔眼科	眼科	59.63, 49.06%	7.43, 33.19%	61.24, 39.75%	8.95, 41.43%	270+
通策医疗	口腔/生殖	11.8, 34.25%	2.17, 59.05%	11.63, 33.71%	2.75, 51.33%	25+
美年健康	体检	62.33, 102.25%	6.14, 81.11%	58.19, 94.66%	4.14, 91.55%	600 左右

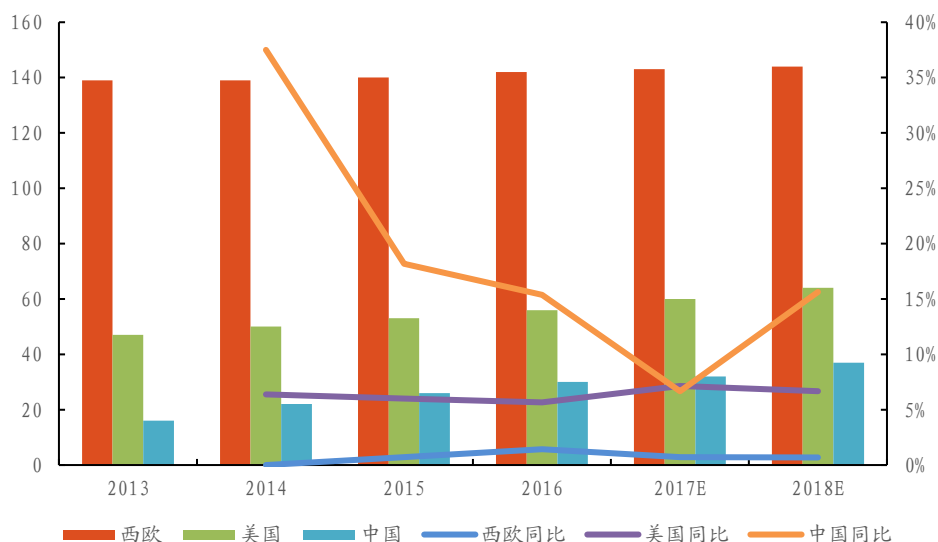
资料来源: 公司公告, 公开数据, 东方财富证券研究所

6.1. 我国口腔服务需求空间大

人口老龄化加剧，儿童龋患率逐渐上升，口腔医院接待患者稳定增长，我国口腔正畸、种植牙、坏牙治疗等口腔护理需求巨大。同时，我国口腔医生资源仍然缺乏，种植牙数量、人均口腔个人护理年消费与发达国家仍存在较大差距。

2016年我国牙科市场规模达约217亿元（约30亿欧元），近5年CAGR达到13.88%。而同期西欧CAGR为0.89%，美国CAGR为6.37%。

图表 60: 我国牙科市场规模小 增长快(亿欧元, %)

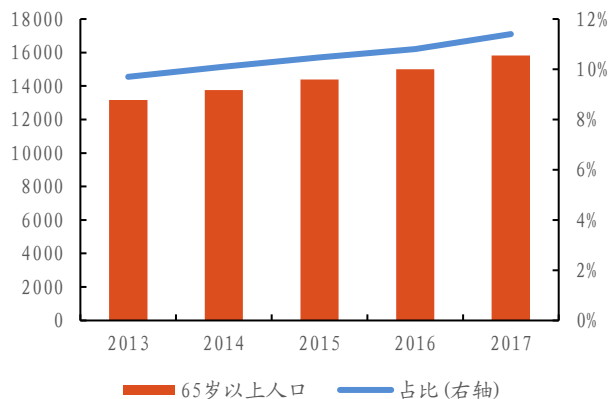


资料来源: Bloomberg, EDGE, 东方财富证券研究所。注: 人民币化为欧元按最后一日汇率中间价计算。

人口老龄化加剧，我国牙科疾病的发病率呈现上升趋势。根据第三次全国口腔流行病学调查数据，2016年我国口腔疾病患者为6.87亿人，其中，35-44岁年龄段人群和65-74岁中老年人分别高达88.1%、98.4%。中年人群牙周健康呈恶化趋势，35-44岁年龄组牙龈出血检出率为87.4%，较十年前上升10.1个百分点。另外，中老年人的牙齿缺失率较高。

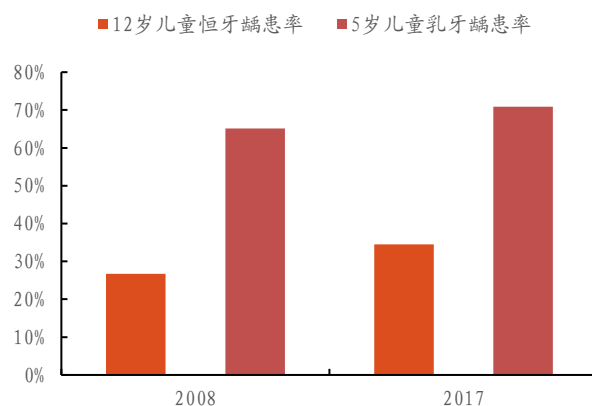
自我保护较弱、用牙不健康，儿童龋患率逐渐上升。2017年全国第4次口腔健康流行病学调查数据显示，12岁儿童恒牙龋患率为34.5%，比十年前上升7.8个百分点；5岁儿童乳牙龋患率为70.9%，比十年前上升5.8个百分点，儿童患龋情况呈现增加趋势。

图表 61: 我国人口老龄化趋势增长(万人, %)



资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

图表 62: 外资垄断国内种植牙市场 (%)

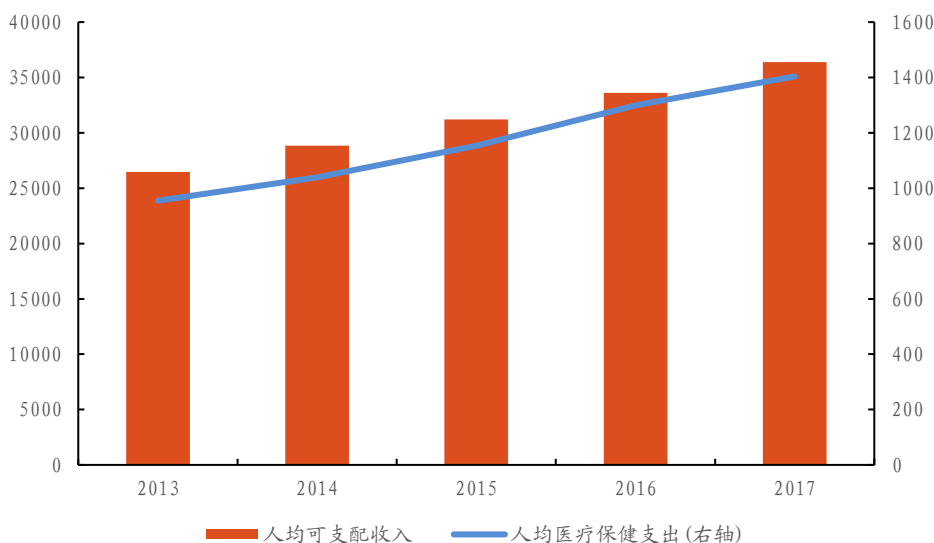


资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

随着口腔保健意识不断增强、国民可支配收入逐渐提升，正畸、种植牙等高附加值业务未来3年将带动整体牙科市场保持20-30%的增长。其中，种植牙预计将成为口腔市场发展的重要业务。

我国居民可支配收入增长、居民口腔护理意识增强将加速牙科产业的发展。数据显示，各国居民可支配收入的增长与牙科消费增长相关性明显，特别是种植牙等疗效好但收费较高的高端项目（8000-60000元/颗），人均可支配收入在2万美元以上的高收入国家，其每万人种植牙数量水平具有明显较高的表现。近年来我国人均可支配收入逐年增加，2017年城镇居民可支配收入达到36396元，近几年年均增长保持在10%左右水平。

图表 63: 我国城镇居民可支配收入&医疗保健支出(元)

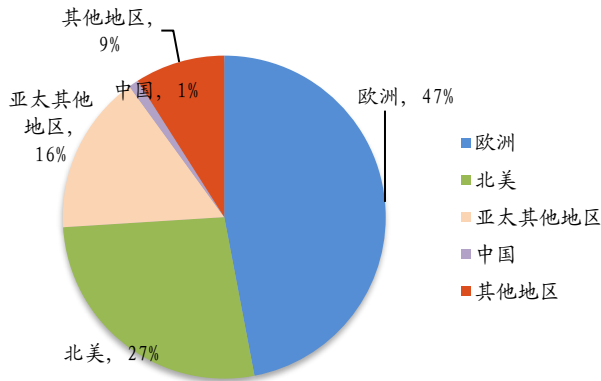


资料来源: 国家统计局, 东方财富证券研究所

目前，亚洲地区种植牙全球市场份额大约为15%-20%，而中国大陆约占亚

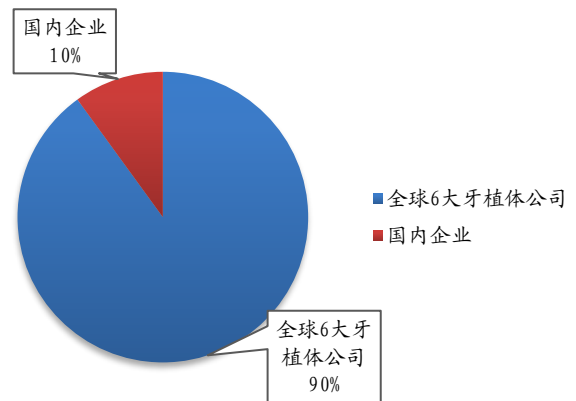
洲份额的3%，占全球不到1%的份额。2013年我国种植牙市场规模(包括种植体、牙冠的手术业务)在15-30亿元左右。当前欧美发达国家的种植牙渗透率高达90%，我国的渗透率不到10%。全球6大牙植体生产商(瑞典Noble Biocare、瑞士Straumann、美国Dentsply Friadent、美国Biomet 3i、美国Zimmer、韩国Osstem)占据国内90%以上的市场，国内企业的份额不到10%。

图表 64: 我国种植牙市场份额极低 (%)



资料来源: 生物材料研究所, 东方财富证券研究所

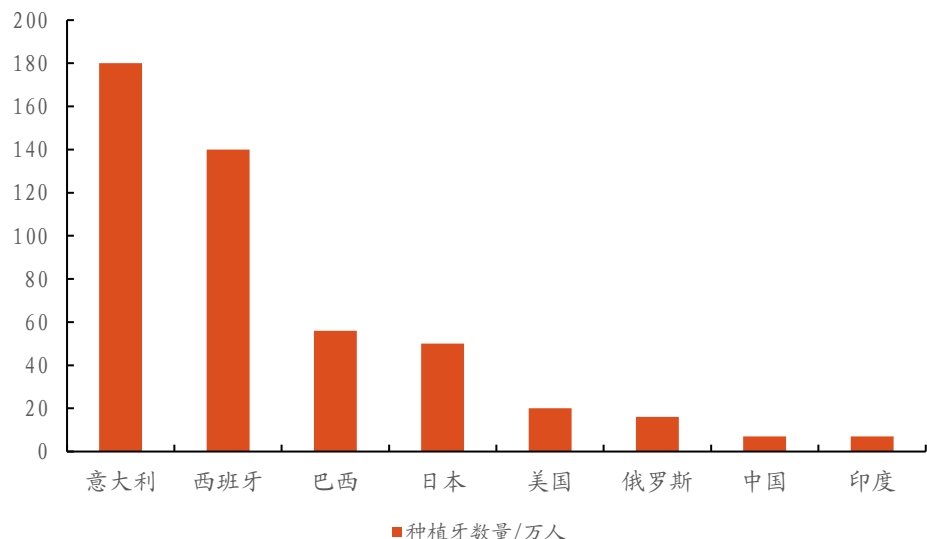
图表 65: 外资垄断国内种植牙市场 (%)



资料来源: 生物材料研究所, 东方财富证券研究所

据瑞士种植牙巨头公司Straumann估算, 2013年我国销售了约57.4万颗种植牙, 2015年这一数据达到98万颗, 从4.1颗/万人上升到了7颗/万人, 三年CAGR达到30.66%。对标海外来看, 意大利、西班牙分别达到180颗/万人、140颗/万人, 巴西、日本均在40颗/万人以上, 我国种植牙渗透率很低。2017年我国种植牙数量约为200万颗, 2013-2017年CAGR达到36.62%, 辅助完成种植牙的生物材料市场也在快速增长。

图表 66: 我国种植牙数量与发达国家存在较大差距

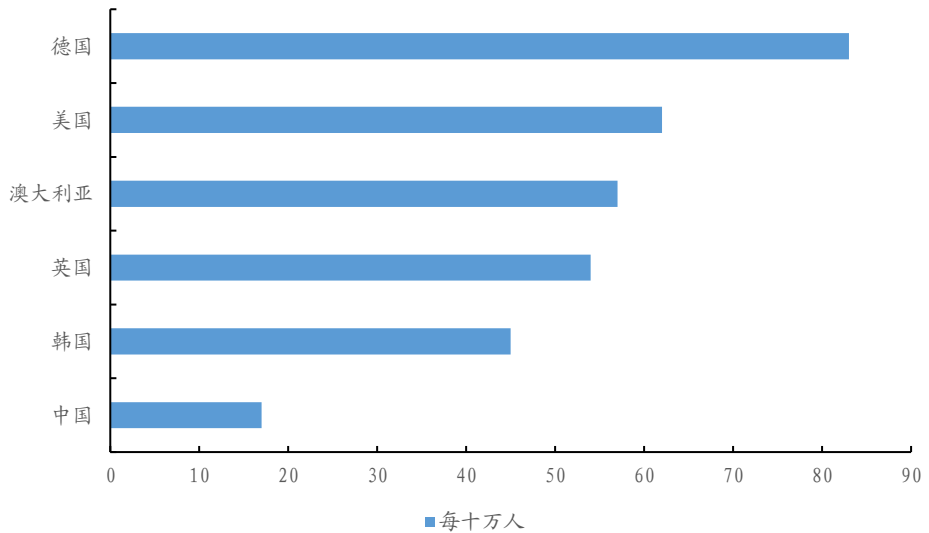


资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

预计到2020年, 我国口腔医疗机构数量将超过40000家。目前我国口腔医疗机构分类中, 有42%为民营口腔诊所, 57%为公立医院口腔科, 1%为类似华西口腔医院的专科医院。我国口腔医院接待患者稳定增长, 而口腔医生资源仍然缺乏。

2016年我国医疗机构总诊疗人次79.3亿人次，医院32.7亿人次。其中，口腔科患者达到1.32亿人次，占医疗机构总诊疗人次的1.66%。公开数据显示，我国每年的口腔诊疗人次约为3亿人次，人均客单价300-400元，口腔服务市场规模为900-1200亿元。2016年底，我国共有口腔执业医师(含助理医师)167227人，占全部执业医师(含助理医师)的5.3%，平均每十万人拥有口腔医生17人，远低于国际平均水平(韩国为45名，英国54名，澳大利亚57名，美国62名，德国83)。

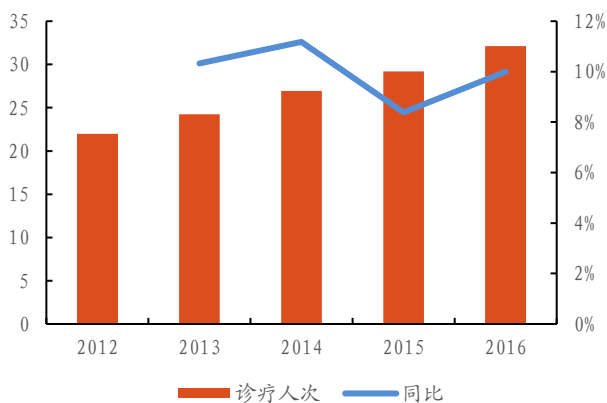
图表 67: 我国口腔医生资源不足(人/每十万人)



资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

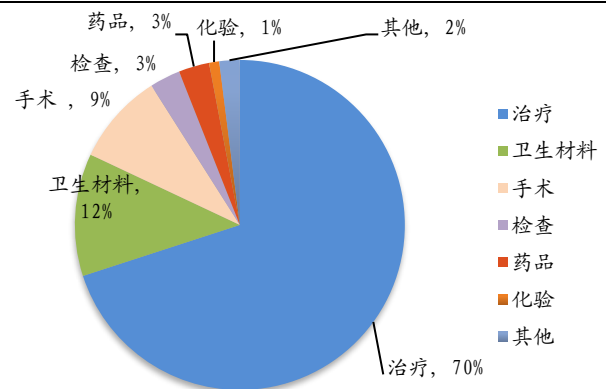
2016年, 全行业口腔专科医院接待患者3212.8万人, 同比增长10%, 近年年均增长在10%左右。从公立医院口腔科收入来看, 治疗费用70%、卫生材料12%、手术9%为主要收入项。

图表 68: 近年我国口腔医院诊疗情况(百万人, %)



资料来源: 公开卫生数据, 东方财富证券研究所

图表 69: 2016 年我国公立医院口腔科收入占比 (%)



资料来源: 东软望海, 东方财富证券研究所

高附加值业务地位凸显, 连锁化、品牌化成趋势。从目前的民营口腔机构的项目来看, 种植牙、正畸等业务是重点推荐的诊疗项目, 这显示出高附加值业务已经成为驱动民营口腔医疗发展的重要业务支柱。从价格来看, 种植牙的价格要远高于制作义齿和牙桥, 对于提升医疗机构的服务附加值有重要推动作用。儿童齿科利润贡献虽然相对较小, 但其对于口腔保健教育和未来客户群的

培养具有重要意义。

图表 70: 种植牙、正畸为民营口腔机构重点推荐项目

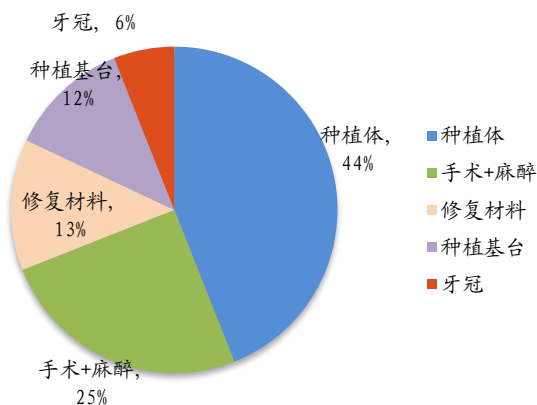
分类	具体项目	计价单位	价格(元)
外科	拔牙	颗	20-400
牙周	洗牙	次	150
修复	普通补牙	颗	200-400
	镶牙	颗	固定修复 1500-6000
牙体	根管治疗龋齿	颗	前牙 400-500, 前磨牙 700-800, 磨牙 1500-1800
	活动假牙	颗	300-1000
	全口义齿	副	600-4000
种植	种植牙	颗	15000
正畸	矫正	疗程	20000

资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所。注: 以上价格为参考价格, 材料不一价格变化大。

6.2. 口腔修复材料市场小而美

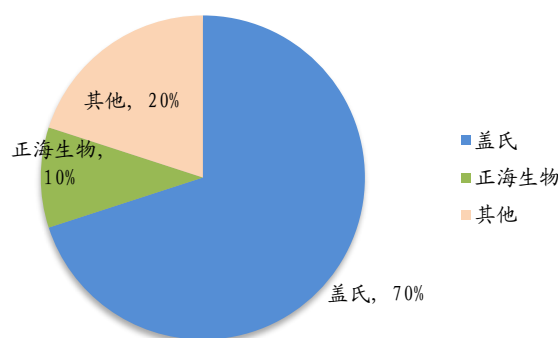
口腔修复材料市场规模约40亿元。种植牙手术的主要耗材包括种植体、种植基台、牙冠、修复材料。口腔修复膜和骨修复材料主要应用于种植牙领域, 2017年我国种植牙数据约200万颗, 以当前一台种植牙手术中口腔修复膜+骨粉平均2000元来看, 口腔修复材料在种植牙领域终端市场规模达到40亿元。而修复材料在种植牙手术中的成本占比较小, 容易被医疗机构和患者忽略, 降价压力较小。目前国内口腔修复材料市场中, 外资占据绝对优势, 瑞士盖氏独占70%的市场份额, 正海生物占比10%。

图表 71: 种植牙费用分布 (%)



资料来源: 公开数据整理, 东方财富证券研究所

图表 72: 我国口腔修复材料市场格局 (%)



资料来源: 正海生物公告, 东方财富证券研究所

国内口腔核心上市企业主要有正海生物、通策医疗、现代牙科等。正海生物(300653.SZ)主要包括口腔修复膜、生物膜、皮肤修复膜和骨修复材料。口腔修复膜产品主要应用于口腔相关科室的口腔内软组织浅层缺损修复, 市场占有率均居于行业前列; 骨修复材料主要用于牙(颌)骨缺损的填充和修复, 如: 种植体周围骨缺损、牙槽嵴的扩展/改建等。2018年三季度报显示, 公司实现营收1.65亿元, 同比增长25.15%; 实现归母净利润6515.51万元, 同比增长

68.56%；扣非后归母净利润6400.28万元，同比增长69.04%。公司预计2018年全年归属于上市公司股东的净利润为8,633.74万元至9,867.14万元，同比增长40%-60%。其中，口腔修复膜和生物膜对应的市场均保持较快速而稳定的增长，公司该产品2018年前三季度的收入保持20%-30%的速度增长。

通策医疗（600763.SH）为国内第一家以口腔、辅助生殖医疗等服务为主营业务的主板上市公司，其中口腔医疗服务主要包括种植、正畸、修复等医疗服务，辅助生殖服务主要包括不孕不育诊疗、辅助生殖（IVF）等医疗服务。公司自2006年转型至医疗服务领域，已拥有不同规模的专科医院及医疗网点共30家。截至2017年底，公司拥有各类连锁口腔医院达到23家，牙床数量达到1411张，医护人员达到1944人，其中医学博士16人，医学硕士311人。2018H1，公司种植业务收入1.09亿元（+29.05%），正畸业务收入1.22亿元（+50.52%）。

现代牙科（03600.HK）作为全球领先的义齿生产商，向欧洲、北美、澳大利亚和大中华区等的全球市场提供固定义齿器材和活动义齿器材。2017年度，公司录得收益约21.8亿港元，同比增长32.8%；年内溢利约1.57亿港元，同比增长52.4%。其中，固定义齿器材业务收入约15.76亿港元（+39%），活动义齿器材收入约4.17亿港元（+17.1%）。公司产品的销量及平均售价分别为1,738,966件及每件1,245港元，分别增加24.8%及6.7%。

6.3. 我国重视口腔医疗卫生工作

从近年国家口腔医疗政策来看，我国十分重视口腔医疗卫生工作，从健康教育、防治结合、分类指导、人才培养、社会力量等诸多方面支持口腔医疗行业的长足发展。

图表 73：近年口腔医疗行业政策

时间	政策	主要内容
201711	关于印发“十三五”健康老龄化规划重点任务分工的通知	老年口腔疾病的筛查干预和健康指导。
201707	关于深化医教协同进一步推进医学教育改革与发展的意见	深化口腔医学等专业学位研究生教育改革，加强职业素质和临床能力考查；积极探索和完善接受住院医师规范化培训、专科医师规范化培训的人员取得口腔医学硕士和博士专业学位的办法。
201706	医疗机构基本标准（试行）	对包括口腔医院在内的各种医疗机构的标准进行了明确规定。
201701	中国防治慢性病中长期规划（2017—2025年）	明确指出慢病病包括口腔疾病。在策略与实施计划中提出：全面加强幼儿园、中小学口腔保健等健康知识和行为教育；在开展口腔专项行动中，提出推广健康适宜技术和支持工具；通过社区卫生服务中心和乡镇卫生院逐步提供口腔预防保健服务；开展针对儿童和老年人的个性化干预，加大牙周病、龋齿等口腔常见疾病的干预力度，实施儿童局部用氟、窝沟封闭等口腔保健措施。
201610	“健康中国2030”规划纲要	提出全民健康生活方式行动健康口腔专项行动，到2030年基本实现以县级为单位的全覆盖；明确要求加强口腔卫生，将12岁儿童龋齿率在2030年控制到25%以内。

数据来源：公开数据整理，东方财富证券研究所

7. 重点公司

7.1. 艾德生物

艾德生物是我国首家专业化的肿瘤精准医疗分子诊断试剂研发生产企业。艾德生物自成立之处，就致力于研发生产符合国家法律及行业规范、服务于肿瘤精准医疗的基因检测系统解决方案/系列产品，以满足肿瘤患者的临床检测需求。产品主要用于检测肿瘤患者相关基因状态，为肿瘤靶向药物的选择和个体化治疗方案的制定提供服务。

拥有多个独家多联基因检测试剂盒，组织检测与液体活检双线并行。公司的伴随诊断产品在国内获批最早并且产品线最全。目前公司主推多联基因检测试剂盒，拥有多个独家多联检测产品，主要覆盖非小细胞肺癌和结直肠癌等高发病率癌种。新获批的 5 种突变基因检测试剂盒（荧光 PCR 法）可检测包括 EGFR、ALK、ROS1、KRAS、BRAF 等基因在内的多个肺癌核心驱动基因，满足现有已上市肺癌靶向药的伴随诊断需求。同时，公司独家获批的液体活检 ctDNA 产品，在国内具有重要意义，彰显了公司国际领先的技术优势。

公司国内首个跨癌种 NGS 伴随诊断产品获批，检测突变涵盖 10 个基因。公司人类 10 基因突变联合检测试剂盒（可逆末端终止测序法）——“维惠健™”是国内获批的首个跨癌种的 NGS 伴随诊断产品，可用于检测非小细胞肺癌和结直肠癌 2 种癌症患者中 EGFR 等 10 个基因的变异，覆盖 5 个伴随诊断位点，用于指导奥希替尼等药物的使用，并且涵盖了已上市及未来 3-5 年内可能上市靶向药物所有需要检测的基因变异。目前，国内共有 4 个 NGS 伴随诊断产品获批，公司虽然不是国内 NGS 伴随诊断首个获批的，但是维惠健™是国家药监局批准的首个跨癌种的 NGS 产品，与上市的其他 NGS 产品相比，维惠健™获批基因最多，伴随诊断位点最多，产品竞争优势明显。

公司 BRCA1/2 检测产品处于审批最后阶段。公司 BRCA1/2 基因检测产品可作为 PRAP 抑制剂伴随诊断产品和乳腺癌/卵巢癌风险预测产品，BRCA1/2 检测产品也处于审批最后阶段，未来上市若能顺利投放体检市场，我们认为是公司营收的另一个爆发增长点。

图表 74：维惠健™产品伴随诊断位点及用药指导

肿瘤类型	检测位点	突变类型	指导用药
非小细胞肺癌	EGFR	19 号外显子缺失	吉非替尼
		L858R 点突变	
		TM790M 点突变	奥希替尼
	ALK	基因融合	克唑替尼
ROS1			
结直肠癌	KRAS	基因野生型	西妥昔单抗

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 75：艾德生物盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	330.37	435.20	576.40	755.63

增长率 (%)	30.59	31.73	32.44	31.09
EBITDA (百万元)	127.98	156.44	200.13	257.26
归母净利润 (百万元)	94.07	121.02	157.35	204.99
增长率 (%)	40.33	28.65	30.03	30.27
EPS (元/股)	0.65	0.84	1.09	1.42
市盈率 (P/E)	77.90	60.56	46.57	35.75
市净率 (P/B)	11.29	9.63	8.08	6.66
EV/EBITDA	55.97	45.02	34.63	26.32

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

7.2. 安科生物

稳扎稳打传统主业生长激素。生长激素是公司的传统主业,公司近年来在不断开拓新业务的同时,在传统主业的发展上也是步步为营稳扎稳打。公司今年获批新增注射用重组人生长激素(生长激素粉针)五种适应症,大力拓宽生长激素的临床使用范围,为公司生长激素的销售放量注入新的增长动力。同时,公司生长激素水针处于现场审核阶段,预计将于2018年年底上市,长效制剂临床试验也在顺利开展中。我们认为水针的上市销售将为公司的业绩带来大幅增长,期待公司在生长激素产品上研发成果的转化落地,继续看好公司传统主业的强劲增长力。

图表 76: 安科生物重组人生长激素适应症

	适应症	获批时间
原有适应症	内源性生长激素缺乏所致的儿童生长缓慢	2000 年左右
	重度烧伤	
免临床新获批适应症	Noonan 综合征引起的儿童身材矮小	2018 年 7 月
	SHOX 基因缺陷所引起的儿童生长障碍	2018 年 11 月
	FGFR3 突变的软骨发育不全	
	成人短肠综合征	
获批临床试验适应症	特纳综合征	2018 年 11 月
	Prader-Willi 综合征	
	慢性肾病肾移植前儿童生长障碍/迟缓	

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

加大研发投入, 各项研发项目稳步推进。2018年前三季度,公司继续加大研发投入力度,研发投入7271万元,同比增长16.50%。公司各项研发项目稳步推进,HER2单抗目前处于临床3期研发阶段,研发进度趋于国内公司前列;VEGF单抗正式启动了临床1期试验,并顺利召开了临床3期研究者会议;PD-1单抗预计今年下半年申报临床。博生吉安科的CAR-T疗法已申报临床获得受理,目前正在按照CDE的要求补充相关资料。同时,2018年9月,公司6.8亿元定增方案获得证监会批准,该资金将有效补充公司生长激素扩大产能资金来源,以及研发项目落地产业化。

图表 77: 安科生物盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1096.27	1487.40	1950.98	2570.29

增长率 (%)	29.09	35.68	31.17	31.74
EBITDA (百万元)	387.01	479.10	631.28	828.42
归母净利润 (百万元)	277.74	363.26	487.33	652.26
增长率 (%)	40.77	30.79	34.15	33.85
EPS (元/股)	0.28	0.36	0.49	0.65
市盈率 (P/E)	57.10	43.65	32.54	24.31
市净率 (P/B)	9.45	8.20	6.98	5.84
EV/EBITDA	40.76	31.93	23.61	17.39

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

7.3. 科伦药业

“限输”政策不改大输液产品临床不可替代性，普通输液和治疗输液齐头并进巩固王者地位。大输液由于直接输入体内的药量较大、药效迅速及适于急救等优点而在临床上具有不可替代的作用，“限输”政策导向早已明确且多个省份已执行，行业阵痛期渐进尾声将加速产能出清、供需回归平衡。公司深耕大输液行业多年，保持普通输液和治疗输液双线发展的同时侧重点各有不同，对普通输液，由于附加值较低且竞争格局稳定，主要靠渠道“走量”，实现业绩稳扎稳打，未来看点在包材升级增厚利润；对治疗输液，由于附加值较高且竞争格局良好，凭借确切疗效通过现有渠道快速放量，实现业绩再创新高，未来看点在肠外营养产品线丰富带来较大的业绩弹性。

大输液行业步入深度整合阶段，寡头格局已现，龙头价值凸显。随着公司的横向输液并购整合以及纵向上下游产业链整合过程推进，其在大输液行业的竞争优势愈发显著，叠加与石四药实现强强联合，大输液行业寡头格局已现，由市场竞争走向深度整合，话语权提升，龙头价值凸显。

川宁项目满产满销释放成本优势，叠加下游布局好转，步入抗生素全产业链竞争时代。凭借落址伊犁拥有得天独厚的资源与成本优势，公司的抗生素中间体通过巨大的环保投入和技术攻关成功强势入局竞争已是红海的抗生素行业。随着川宁项目满产的成本优势释放以及下游广西科伦情况好转，公司的抗生素全产业链布局价值将日益显现。

仿创结合丰富研发管线，多项成果逐步兑现形成投入产出良性循环。公司围绕“以仿制为基础，创新驱动未来”的产品线战略布局，近年来仿制药、NDDS、创新小分子、生物大分子等各项在研项目同步推进，近年来不断有高质量仿制药获批上市叠加通过一致性评价品种的进口替代，以科瑞舒、多特、多蒙捷和百洛特等为代表的优质品种正处于快速放量中，为公司提供新的业绩增长点，形成投入产出良性循环，利于公司长远健康发展。

图表 78: 科伦药业盈利预测

项目\年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	11434.95	15461.75	18049.32	20062.53
增长率 (%)	33.49	35.21	16.74	11.15
EBITDA (百万元)	2500.38	2680.34	3231.43	3799.47
归母净利润 (百万元)	748.54	1237.93	1585.22	1979.45
增长率 (%)	28.04	65.38	28.05	24.87
EPS (元/股)	0.52	0.86	1.10	1.37
市盈率 (P/E)	45.47	27.50	21.47	17.20

市净率 (P/B)	2.88	2.66	2.41	2.15
EV/EBITDA	16.08	14.82	11.82	9.57

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

根据 Choice 一致性盈利预测 (148 家公司已有), 医药生物行业 2018-2019 年归母净利润增长率分别为 25.3% 和 22.8%, 对应 PE 分别为 51 倍、41 倍。其中, 化学制药归母净利润分别增长 2.5%、22.4%, 对应 PE 分别为 66 倍、54 倍; 中药 (25.2%、15.9%, 36 倍、31 倍)、生物制品 (28.9%、35.2%, 67 倍、49 倍)、医药商业 (18.7%、19.1%, 33 倍、28 倍)、医疗器械 (84.1%、27%, 36 倍、28 倍)、医疗服务 (122.8%、36.1%, 46 倍、34 倍)。

图表 79: 各子行业一致性盈利预测与估值

子板块	归母净利润增速		PE	
	2018E	2019E	2018E	2019E
医疗服务	122.8%	36.1%	46	34
医疗器械	84.1%	27%	36	28
生物制品	28.9%	35.2%	67	49
中药	25.2%	15.9%	36	31
医药商业	18.7%	19.1%	33	28
化学制药	2.5%	22.4%	66	54

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 80: 重点关注上市公司

代码	简称	总市值 (元)	归母净利润增速		PE (倍)		股价 (元)	评级
			2018E	2019E	2018E	2019E		
300685.SZ	艾德生物	70.20	35.78%	35.79%	54.96	40.48	48.75	买入
300009.SZ	安科生物	163.77	30.48%	32.40%	45.19	34.13	16.42	买入
002422.SZ	科伦药业	370.18	67.38%	29.83%	29.55	22.76	25.71	买入
603233.SH	大参林	189.64	17.73%	22.77%	33.92	27.63	47.41	增持
603939.SH	益丰药房	195.00	36.74%	35.37%	45.49	33.60	51.75	未评级
603259.SH	药明康德	898.26	60.95%	15.08%	45.48	39.52	85.69	未评级
603127.SH	昭衍新药	58.53	39.96%	41.39%	54.70	38.69	50.9	未评级
600763.SH	通策医疗	170.10	39.19%	31.90%	56.43	42.78	53.05	增持

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。截止日期: 2018-12-04

8. 风险提示

统筹监管不达预期;
药品安全事件;
器械、CRO、专科医疗服务增长不达预期;
药房、专科连锁医疗并购产生大量商誉减值风险;

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。