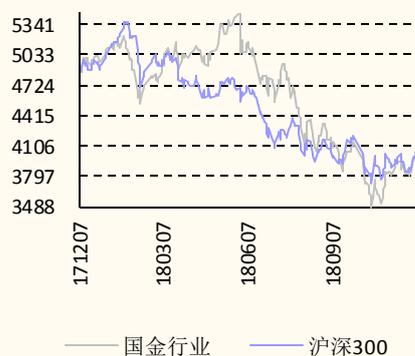


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金医药生物指数	3894.46
沪深300指数	3181.67
上证指数	2605.18
深证成指	7735.05
中小板综指	7900.78



相关报告

- 1.《上海号角吹响，中国首个生物医药国际化创新产业集群-呼之欲出-...》，2018.12.5
- 2.《带量采购方案正式发布，涉及70余亿药品市场-医药行业点评》，2018.11.16
- 3.《行业价值链重新分割，中国API强国崛起-中国医药产业趋势研究》，2018.11.15
- 4.《医疗器械和生物技术企业三季报总结-医疗器械行业行业研究》，2018.11.11
- 5.《口腔连锁行业，区域品牌全国扩张大幕开启-连锁医疗行业深度》，2018.11.8

王建礼 分析师 SAC 执业编号: S1130517040002 (8621)60230221
wjianli@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026 (8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

乘新趋势之浪，享价值重构之华

基本面角度：行业新规则确立，价值链重新分割

- **新规则确立**：从2015年药审改革开始，医药行业在医疗、医保、医药不同角度确立新的行业规则，其中重要特点是和国际接轨，建立新的标准，回归医药行业的本质。
- **优秀企业价值显现，行业价值链重新分割**。与国际接轨的规则和标准确认之后，真正有竞争力的企业优势被扩大，行业由之前的劣币驱逐良币进入优胜劣汰，企业价值回归。在这个过程中，不同环节的价值被重新定义，由此也产生了新的价值分割。
 - **国际价值链分割**：1) CRO、CDMO和API行业具有国际竞争力的企业越来越多的参与到国际的竞争，在国际药品价值链中获取更大的份额。2) 中国本土创新型公司将产品到海外注册，力求在海外实现突破。
 - **国内价值链分割**：
 - 1) **需求端的消费升级**：辅助用药、劣质产品（服务）逐步退出市场，医疗服务、药店、生物等高端产品在消费刚性扩容背景下保持高增长；
 - 2) **需求端的进口替代**：在仿制药、医疗器械等领域，具有国产竞争力的优质产品逐步加速对于进口高价产品的替代；
 - 3) **生产端的技术溢价**：CDMO、高壁垒仿制药、创新药等高壁垒产品（服务）由于高技术附加值和竞争格局良好，在产业优胜劣汰的背景下获取更大份额；
 - 4) **生产端的产业链延伸**：API中具有国际竞争力的企业把握审批加速+一致性评价+集中采购的变革机遇，通过获取高端订单和拓展制剂业务，获得过更高价值份额。

投资面角度：估值进入底部区间，真成长公司有望率先实现双击

- 过去两年是市场估值体系巨变的一年，多数股票估值进行了降维回归。对于成长确定性强的公司，具备了赚取稳定成长收益的前提。
- 对于在变革环境中的优秀公司凭借核心竞争力，在新一轮价值分割的过程中享有更大的蛋糕，业绩兑现的公司有望实现戴维斯双击。
- 同时不可忽视的外资以长期角度增大对于医药个股的配置，定价方式转变。

投资建议：看好高端制造、消费需求、研发创新三个维度的企业

- 行业新规则确立，在行业价值链重新分割过程中我们看好具有核心竞争力的企业获得更大的份额。从子行业角度我们看好 1) 具有国际竞争力，技术依赖高的创新药、CRO/CDMO、API 行业；2) 产品力提高、进口替代空间大的医疗器械行业；3) 需求旺盛，竞争壁垒高受益于消费升级的生物制品行业；4) 商业模式领先的连锁医疗服务和药店行业。
- 个股层面，我们看好在**高端制造、消费需求、研发创新**不同角度具有竞争优势，有望在价值链分割中获得更多份额的公司。恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、复星医药、泰格医药等。（更多标的参见正文）

风险提示

- 政策风险、环保风险、医保控费、降价风险、产品风险、市场风险

内容目录

结论：乘新趋势之浪，享价值重构之华.....	6
基本面角度：新规则确立，价值链重新分割.....	6
投资面角度：估值进入底部区间，真成长公司有望率先实现双击.....	6
投资建议：看好在创新、高端制造和消费三个维度公司.....	6
行业整体趋势：新趋势成立，价值重构开始.....	8
总体策略观点：医政组（许菲菲 孙炜）.....	8
医药行业新趋势：医改重点从供给侧药审转到需求侧医保.....	8
价值重构：医保主导“三医联动”，深化结构调整.....	9
创新药行业：管线变化继续跟踪，商业化落地重点关注.....	10
总体策略观点：医药组（王麟）.....	10
创新方向未变，审评审批加速.....	10
在研品种对比：国产数量优势，肿瘤相对拥挤.....	10
近期关注重磅获批品种，重视商业化兑现能力.....	12
医保谈判日趋常态化，未来新药业绩超预期驱动力.....	14
相关公司.....	16
医药外包服务：具有国际竞争力，行业保持高景气度.....	17
总体策略观点：医药组（王建礼 王班）.....	17
CRO 和 CMO 受益于研发支出+外包比例双提升的背景.....	17
国内政策推动行业景气周期持续.....	20
CRO 行业核心要素：人才、技术积累、行业口碑.....	20
CRO 行业发展趋势：产业链的融合发展.....	21
CMO 核心要素：人才、核心技术能力、产能.....	22
相关公司.....	23
API：行业价值链重新分割，中国 API 强国崛起.....	24
总体策略观点：医药组（王建礼）.....	24
API 市场：全球保持两位数增长，规范市场盈利能力高.....	24
中国有望成为全球 API 中心，全球行业价值链重新分割.....	27
中国 API 产业链向制剂端拓展，国内仿制药行业价值链重新分割.....	28
相关公司.....	29
医疗器械：把握国产替代机遇 龙头优势突出.....	30
总体策略观点：医疗组（袁维）.....	30
人口老龄化和医疗费用增长为医疗器械市场发展奠定基础.....	30
国产替代机遇是实现突破发展最重要动力.....	32
行业走势分化 机遇属于行业和各个子领域头部公司.....	34
控费降价压力相对缓和 大规模统一招采仍需时间.....	35
相关公司.....	36

生物制品：消费属性突出 不受医保控费影响.....	37
总体策略观点：医疗组（袁维）	37
血制品：供应端和销售端双重改善，景气度筑底回升.....	37
生长激素：竞争格局好 消费属性强.....	38
疫苗行业：关注“爆款”品种放量和重磅品种申报.....	39
相关公司	40
医疗服务：消费需求新趋势，连锁医疗价值依旧.....	41
总体策略观点：医疗组（曾秋林）	41
“国家级”标准奠定复制基础，社会办医热度不减.....	41
专科连锁模式：可复制、增长稳定.....	41
“国家级”标准陆续发布，扩张复制更加有据可依.....	43
国民健康医疗需求刚性，民营连锁价值依旧.....	44
新消费观驱动市场扩容，优质龙头成长逻辑延续.....	45
相关公司	46
零售药店行业：压力中前行，危机里机遇	48
总体策略观点：医药组（王麟）	48
药店分级政策逐渐明晰，行业整合信号明显.....	48
龙头企业逐步完善自身能力圈，全国连锁率将继续提升	49
相关公司	50
总结：乘趋势之浪，享价值重构之华	51
基本面角度：新规则确立，价值链重新分割。	51
投资面角度：估值进入底部区间，真成长公司有望率先实现双击	51
投资建议：看好在创新、高端制造和消费三个维度公司.....	51
风险提示	52

图表目录

图表 1：国金医药 2019 年行业投资图谱.....	7
图表 2：国金医药 2019 年个股投资图谱.....	7
图表 3：一图看医药新趋势：改革重点从供给侧转到需求侧.....	8
图表 4：医药行业投资图谱.....	9
图表 5：2013-2018 中国国产药品批件获批数量（个）	10
图表 6：2013-2018 中国进口药品批件获批数量（个）	10
图表 7：进口申报 NDA+II/III 期临床品种统计	11
图表 8：国产申报 NDA+II/III 期临床品种统计	11
图表 9：国产在研品种按注册类别统计（单位：个）	11
图表 10：国内 PD-L1 临床梳理.....	12
图表 11：国内 PD-1 临床梳理.....	13
图表 12：2017 年医保谈判品种季度销售放量数据.....	14

图表 13: 2018 年医保谈判品种详细情况梳理.....	15
图表 14: 2016-2018 历史政府医保谈判相关文件.....	15
图表 15: 医药研发服务行业相关的主要产业链.....	18
图表 16: 全球药物研发投入最近 (亿美元)	18
图表 17: 外包比率的持续提高.....	18
图表 18: 2012 至 2016 年 CRO 行业规模及成长性分析.....	19
图表 19: 2017 至 2021 年 CRO 行业规模及成长性分析.....	19
图表 20: 2012 至 2016 年中国 CRO 行业规模.....	19
图表 21: 2017 至 2021 年中国 CRO 行业规模成长性分析.....	19
图表 22: 2012 至 2016 年全球 CMO/CDMO 行业规模.....	20
图表 23: 2017 至 2021 年全球 CMO/CDMO 行业规模.....	20
图表 24: 2012 至 2016 年中国 CMO/CDMO 行业规模.....	20
图表 25: 2017 至 2021 年中国 CMO/CDMO 行业规模.....	20
图表 26: CRO 行业核心要素.....	21
图表 27: CRO 行业发展趋势: 产业链的融合发展.....	22
图表 28: CMO 核心要素——人才、核心技术能力、产能.....	23
图表 29: CMO 不同发展阶段决定其技术附加值.....	23
图表 30: 全球 API 市场格局.....	25
图表 31: 全球 API 市场格局.....	25
图表 32: 全球 API 生产商分布	25
图表 33: EXPERIENCED API MANUFACTURERS 分布	25
图表 34: 专利到期专利药销售额 (\$BN)	26
图表 35: 全球仿制药市场未来展望 (\$BN)	26
图表 36: 美国 DMF 分布.....	27
图表 37: 欧盟 API 认证.....	27
图表 38: 中国成为全球 API 中心.....	28
图表 39: ESTABLISHED & LESS ESTABLISHED MANUFACTURERS.....	28
图表 40: 产业链纵向发展向制剂端拓展.....	29
图表 41: 印度主要原料药企业净利率.....	29
图表 42: 印度主要原料药企业毛利率一致预期.....	29
图表 43: 日本和中国人均医疗费用、人均 GDP 情况.....	30
图表 44: 日本人口和医疗费用.....	31
图表 45: 世界部分国家老年抚养比情况及未来预测 (65 岁以上人口/15-64 岁人口*100)	31
图表 46: 日本医疗器械市场规模扩张 (单位: 亿日元)	32
图表 47: 我国医学装备市场规模 (亿元)	32
图表 48: 国际医疗器械巨头在国际/国内市场增速差异.....	32
图表 49: 国内医疗器械市场国产化程度.....	33
图表 50: 国内体外诊断市场规模及国产化程度估计.....	33

图表 51: 近十年部分国产器械份额的提升.....	34
图表 52: 我国医学装备生产企业数量 (万家)	34
图表 53: 我国医学装备经营企业数量 (万家)	34
图表 54: 部分医疗器械企业各报告期归母净利润情况 (亿元)	35
图表 55: 2018 年 1-11 月生物制品批签金额计算 (货值为估计值, 万元)	37
图表 56: 国内采浆量情况.....	38
图表 57: 部分血制品企业销售人员数量变化情况.....	38
图表 58: 部分血制品企业存货周转天数.....	38
图表 59: 部分血制品企业应收账款周转天数.....	38
图表 60: 生长激素企业收入同比增速 (%)	39
图表 61: 生长激素企业扣非净利润同比增速 (%)	39
图表 62: 国内部分 13 价肺炎球菌结合疫苗申报情况.....	39
图表 63: 2010-2017 公立与民营医院数量 (家)	41
图表 64: 2005-2017 公立与民营医院就诊人次 (万人次).....	41
图表 65: 民营资本最青睐的连锁服务模式投资金额等要素分析.....	42
图表 66: 口腔 vs 眼科 vs 健康体检: 从业务属性看可复制性对比.....	42
图表 67: A 股龙头连锁专科医疗公司类比	43
图表 68: 已发布 10 类可独立设置医疗机构基本标准与管理规范一览.....	43
图表 69: 我国人均消费支出逐年增长.....	44
图表 70: 我国居民人均医疗保健消费支出逐年增长.....	44
图表 71: 2010-2017 全国健康检查人次 (万人)	44
图表 72: 2010-2017 全国诊疗总人次 (万人)	44
图表 73: 各线城市人均可支配收入增长变化.....	45
图表 74: 连锁医疗需求端: 新消费观驱动市场扩容.....	45
图表 75: 连锁医疗供给端: 增量市场的驱动与制约因素.....	46
图表 76: 连锁医疗行业龙头相关竞争优势梳理.....	47
图表 77: 各省平均单店覆盖患者数 (人)	48
图表 78: 各省平均单店年产出额 (万元)	48
图表 79: 各省执业药师注册数量 (人)	49
图表 80: 各省执业药师社会药店配置比例 (%)	49
图表 81: 2012-2017 中国药店连锁化率稳步提升.....	49
图表 82: 2012-2017 连锁药店数量及平均门店个数.....	49
图表 83: 益丰药房外延并购门店数据梳理 (部分, 2018Q1-2018Q3)	50
图表 84: 老百姓外延并购门店数据梳理 (部分, 2018Q1-2018Q3)	50
图表 85: 国金医药 2019 年行业投资图谱.....	52
图表 86: 国金医药 2019 年个股投资图谱.....	52

结论：乘新趋势之浪，享价值重构之华

基本面角度：新规则确立，价值链重新分割

- **新规则确立**：从 2015 年药审改革开始，医药行业在医疗、医保、医药不同角度确立新的行业规则，其中重要特点是和国际接轨，建立新的标准，回归医药行业的本质。
- **优秀企业价值回归，行业价值链重新分割**。与国际接轨的规则和标准确认之后，真正有竞争力的企业优势被扩大，行业由之前的劣币驱逐良币进入优胜劣汰，企业价值回归。在行业保持两位数增长的同时，行业集中度进一步提升，优势企业市场地位提高。
 - **国际价值链重新分割**：1) CRO、CDMO 和 API 行业具有国际竞争力的企业越来越多的参与到国际的竞争，在国际药品价值链中获取更大的份额。2) 中国本土的创新型企业将产品到海外注册，力求在海外实现突破。
 - **国内价值链分割**：1) 消费升级：辅助用药、劣质产品（服务）逐步退出市场，医疗服务、药店、生物制品（生长激素、血制品、疫苗、胰岛素）等高端产品在消费刚性扩容背景下保持高速增长；2) 进口替代：在仿制药、医疗器械等领域，具有国产竞争力的产品逐步加速对于进口高价产品的替代，价值链重新分割；3) 技术溢价：CDMO、高壁垒仿制药、创新药等高壁垒产品（服务）由于高技术附加值和竞争格局良好，在产业优胜劣汰的背景下获取更大份额；4) 产业链延伸：API 中具有国际竞争力的企业把握审批加速+一致性评价+集中采购的变革机遇，通过获取高端订单和拓展制剂业务，获得过更高价值份额。

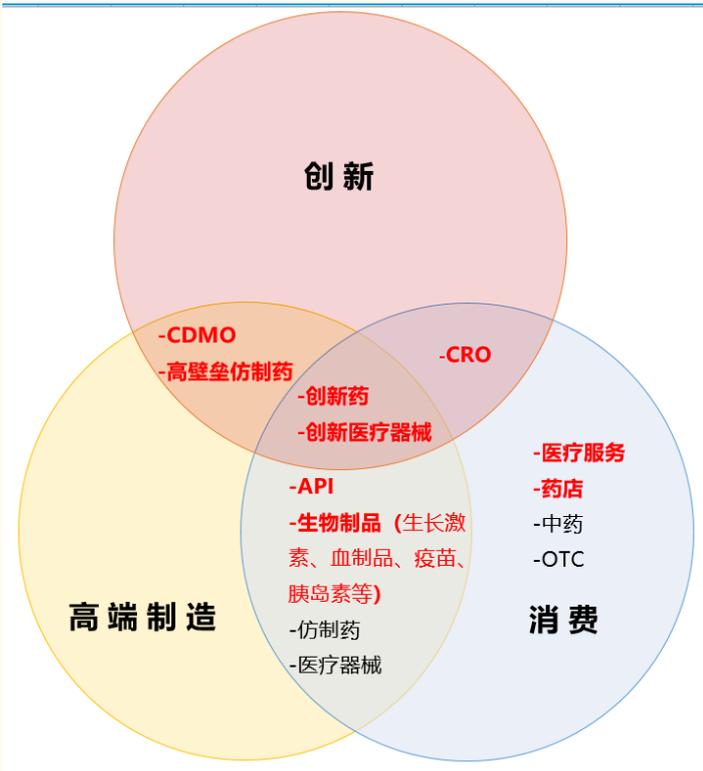
投资面角度：估值进入底部区间，真成长公司有望率先实现双击

- 过去两年是市场估值体系巨变的一年，多数股票估值进入历史底部。对于成长空间大、业绩确定性强的股票将继续增长，分享成长的收益。
- 对于在变革环境中的个股由于自身竞争力的提高，在新一轮价值分割的过程中享有更大的蛋糕，业绩兑现的公司有望实现戴维斯双击。
- 同时不可忽视的外资以长期角度增大对于医药个股的配置，定价方式转变。

投资建议：看好在创新、高端制造和消费三个维度公司

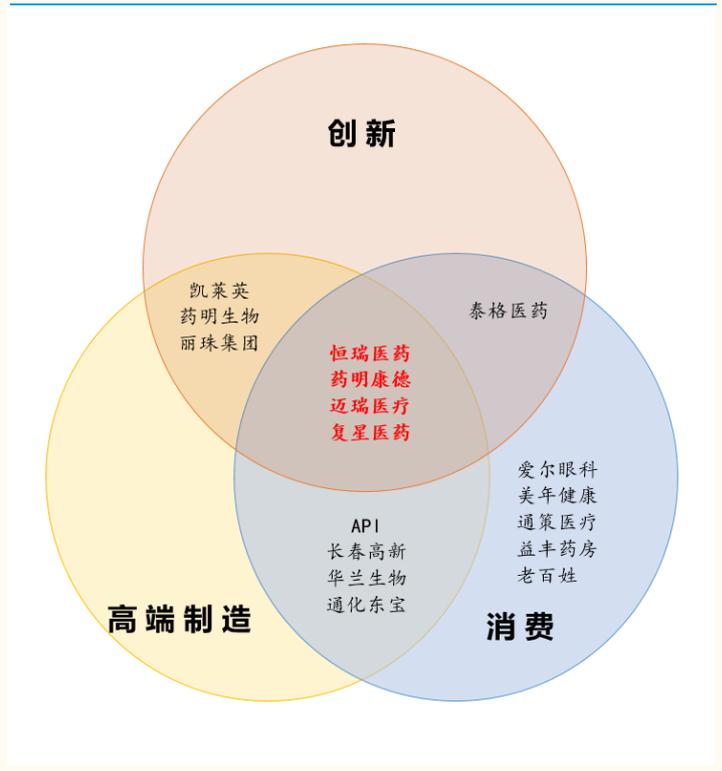
- 行业新规则确立，在行业价值链重新分割过程中我们看好具有核心竞争力的企业获得更大的份额。从子行业角度我们看好 1) 具有国际竞争力，技术依赖高的创新药、CRO/CDMO、API 行业，2) 产品力提高、进口替代空间大的医疗器械行业；3) 需求旺盛，竞争壁垒高受益于消费升级的生物制品行业；4) 商业模式领先的连锁医疗服务和药店行业。
- 个股层面，我们看好在创新、高端制造和消费不同角度具有竞争优势，有望在价值链分割中获得更多份额的公司。相关公司：恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、复星医药、泰格医药等。（更多标的参见正文）

图表 1：国金医药 2019 年行业投资图谱



来源：国金证券研究所

图表 2：国金医药 2019 年个股投资图谱



来源：国金证券研究所

行业整体趋势：新趋势成立，价值重构开始

总体策略观点：医改组（许菲菲 孙炜）

- 新规则确立：从 2015 年药审改革开始，医药行业在医疗、医保、医药不同角度确立新的行业规则，其中重要特点是和国际接轨，建立新的标准，回归医药行业的本质。
- 优秀企业价值显现，行业价值链重新分割。与国际接轨的规则和标准确认之后，真正有竞争力的企业优势被扩大，行业由之前的劣币驱逐良币进入优胜劣汰，企业价值回归。在这个过程中，不同环节的价值被重新定义，由此也产生了新的价值分割。

医药行业新趋势：医改重点从供给侧药审转到需求侧医保

- 过去三年，医改的重点主要围绕着药品领域，通过药审改革提高供给侧质量：
 - 对于增量：优先审评审批+加快进口药品国内上市+加入 ICH+药品上市许可人，鼓励创新、加快审评、标准与国际接轨。
 - 对于存量：开展一致性评价+临床数据自查核查+解决注册积压+加强飞检力度，优化存量品种及存量厂家、提高药品质量。
- 经过三年去芜存菁，供给侧的药品质量总体得到解决，接下来新药、好药则由医保进行承接，医改重点也从供给侧转到了需求侧。新成立的国家医保局集中了定价权、支付权、采购权，从顶层设计上理顺了医保的管理。因此在未来 3~5 年，行业的发展、投资的方向将重点取决于医保局的政策动向。

图表 3：一图看医药新趋势：改革重点从供给侧转到需求侧

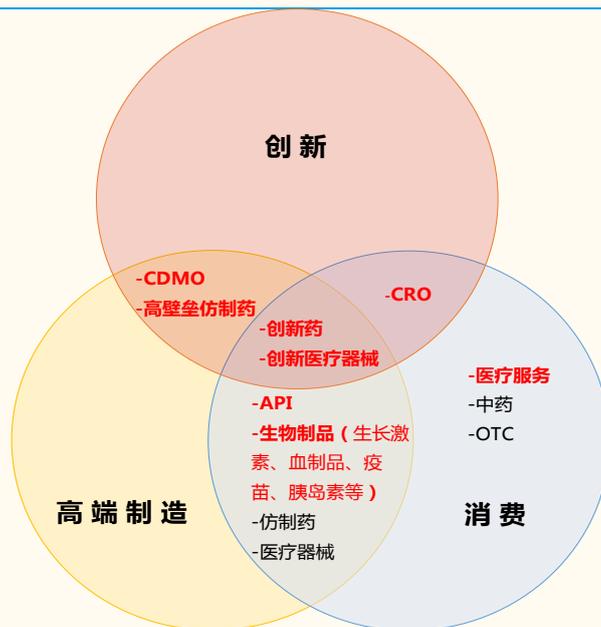


来源：各政府官网，国金证券研究所医药健康研究中心（注：灰色字体代表已完成的事项）

价值重构：医保主导“三医联动”，深化结构调整

- 医保局作为中国医药市场最大单一买方，通过“实施价值导向的战略性购买”联动药品、医疗，将对产业进行价值重构，在整体医保支出稳定在约10%的增速基础上，进行结构性的调整。
- 在药品领域，医保局成立后思路清晰：
 - 对于创新药：通过谈判进入医保目录。今年医保局已公布17个抗癌药名单。由于许多创新药竞争格局较好，通过传统招标方式难以实现较大降幅，未来特效药、创新药要进入医保目录，国家药品价格谈判将成为重要路径。
 - 对于仿制药：带量采购推动降价+医保支付标准推动原研替代。4+7城市集中采购是首次国家层面牵头的带量采购，由于在质量层面已在药审中保证，因此避免了低价中标的药品疗效差、“劣币驱逐良币”的发生。同时国务院20号文提出，“加快制定医保药品支付标准，与原研药质量和疗效一致的仿制药、原研药按相同标准支付。”
- 在医疗领域：
 - 调整全国大结构：通过加大对基层扶持，推动分级诊疗；
 - 调整医院小结构：医保支付方式改革+提高医疗服务价格，规范诊疗行为，进行“腾笼换鸟”。
- 价值如何重构？万变不离其宗的是，真正优质的产品将更好地迎接市场的挑战，享受结构调整后的红利。
 - 在药品领域中，创新药消费比重将提升，重点关注其实际放量情况；仿制药价格整体受到压制，关注具有高壁垒的仿制药，同时仿制药去品牌化过程中更为强调成本及质量控制，API原料药行业确定收益；由于整体药审标准的提升，CRO、CDMO主线明确受益。
 - 在非药领域中，我们持续推荐器械、血制品、生长激素等板块，内生成长逻辑完备，业绩表现良好，不受医保控费等压力影响；消费升级趋势下，医疗服务龙头依然值得关注。
- 我们将医药行业子行业在创新、高端制造、消费三个维度进行细分，下图红字代表我们2019年看好的投资方向。

图表 4：医药行业投资图谱



来源：国金证券研究所医药健康研究中心

创新药行业：管线变化继续跟踪，商业化落地重点关注

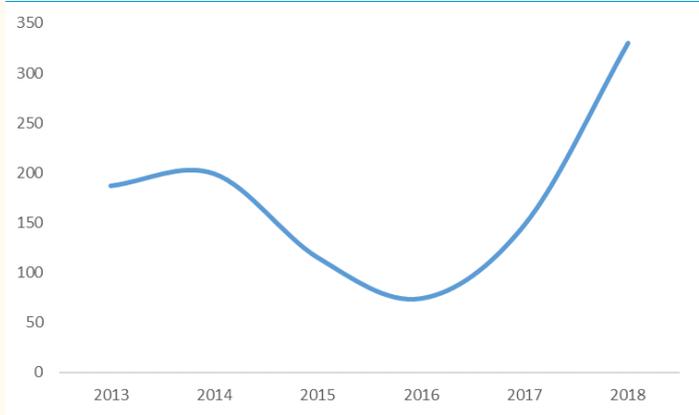
总体策略观点：医药组（王麟）

- 国家鼓励创新方向不改，加速审评通道不变，新药 pipeline 仍有价值。
 - 更加注重管线质量而非数量，外资新药上市/进医保加速，Me-Too 策略压力逐步凸显。
- 在研管线中二三期临床和报生产品种数量国产大于进口，适应症和靶点紧随外资。
 - 非上市公司占有一定比例，继续关注在研管线进展，跟踪香港生物科技板块 Biotech 公司上市进度和相关估值。
- 近期关注重磅靶点新药获批上市进度及上市后商业化销售进展，例如 PD-1 等。
 - 国产在研管线中重点靶点集中研发现象较为明显，选择其中商业化能力较强的新药公司。
- 医保谈判品种放量 2018 年已呈现趋势，例如康柏西普，未来超预期预计来自支付端的变化，关注常态化的医保谈判及其品种。

创新方向未变，审评审批加速

- 自 2015-2016 年以来，药品审评审批加速以及优先审评政策的出台，药审改革对医药产业影响较大。无论进口品种还是国产品种，2015 年之后都呈现了获批药品批文数量快速上升的趋势。

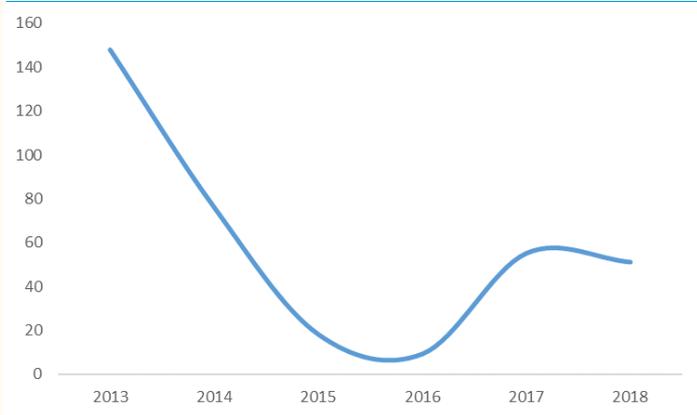
图表 5：2013-2018 中国国产药品批件获批数量（个）



来源：医药魔方，国金证券研究所

注：2018 年获批新药批件仅统计到 11 月底数据。

图表 6：2013-2018 中国进口药品批件获批数量（个）



来源：医药魔方，国金证券研究所

- 进口品种 2013 年获批药品批件数量约 148 个，2016 年下降到最低点约 9 个新批件获批，2018 年截至 11 月底共获批 51 个药品批件。
- 国产片品种 2013 年获批药品批件数量约 187 个，2016 年下降到最低点约 74 个新批件获批，2018 年截至 11 月底共有 330 个药品批件。

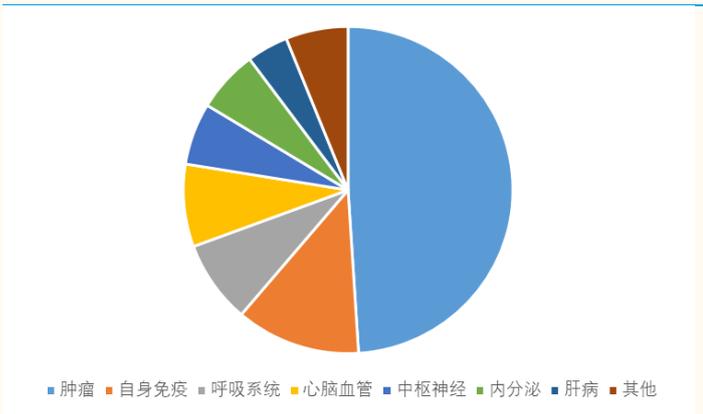
在研品种对比：国产数量优势，肿瘤相对拥挤

- 我们统计了到目前为止，国内处于 II/III 期临床以及申报 NDA 的 1 类或 2 类国产新药，以及同期进口新药品种。从适应症角度，我们发现进口与国

产新药均集中在肿瘤，进口在研品种中约 50%品种集中在肿瘤领域，国产在研品种约 36%集中在肿瘤领域。

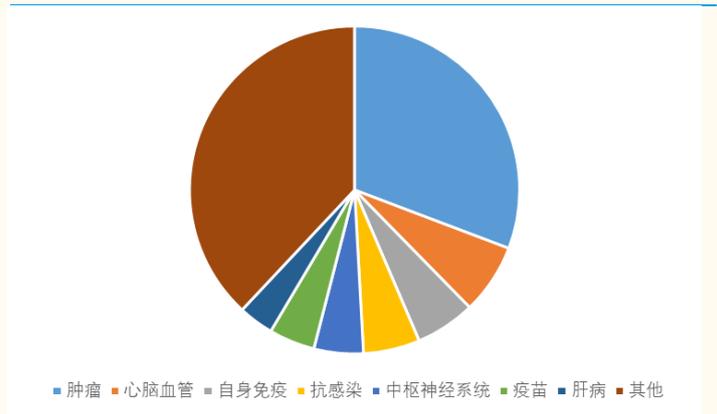
- 进口在研品种约 49 个：肿瘤约 24 个，自身免疫类约 6 个，呼吸系统约 5 个，心脑血管约 4 个，中枢神经系统约 3 个。
- 国产在研品种约 249 个：肿瘤约 89 个，心脑血管约 20 个，自身免疫约 17 个，抗感染约 16 个，中枢神经系统约 14 个，疫苗约 13 个，肝病领域约 10 个。
- 从在研品种的绝对额来看，肿瘤相对较为拥挤，国内企业疫苗和抗感染在研品种表现突出。

图表 7：进口申报 NDA+IV/III 期临床品种统计



来源：医药魔方，国金证券研究所

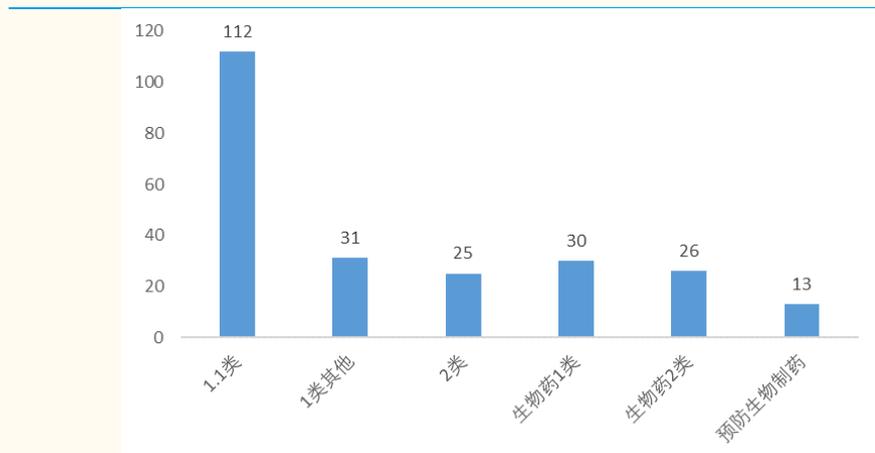
图表 8：国产申报 NDA+IV/III 期临床品种统计



来源：医药魔方，国金证券研究所

- 其次，在国产在研品种当中，真正 1.1 类创新药数量约 112 个，2 类品种约 25 个，生物药 1 类约 30 个，生物药 2 类约 26 个，预防生物制品约 13 个。我们认为整个国产创新药质量在逐步提升，在研发或申报生产的 1.1 类新药数量稳步提升，其中 1.1 类创新药在“申报生产”环节的品种约 23 个，预计明后年陆续上市。

图表 9：国产在研品种按注册类别统计（单位：个）



来源：国金证券研究所

近期关注重磅获批品种，重视商业化兑现能力

- 从长期来看，以上在研管线中处于 IV/III 期临床品种将是国产新药的未来，而展望未来半年到一年，目前处于申报生产的创新药品种，尤其是重磅新药，将会较大影响公司业绩，例如 PD-1 等品种。
- 国内 PD-1/PD-L1 领域在研品种相对较多，上市后先发优势以及商业化销售落地能力有待逐步验证，未来半年到一年时间，重磅品种的销售落地对创新药企业尤为关键，应重点关注。
- 我们预计国内共有 6 个进口品种和 20 个国产品种处于国内上市、报生产、以及临床中等各个阶段。其中外资两个 PD-1 品种已经在国内获批上市，分别是 BMS 的 Opdivo 和 Merck 的 Keytruda；国产 PD-1 进度最快的有四个，均处于申报生产阶段，分别是恒瑞医药、信达生物、君实生物、以及百济神州，我们预计国产 PD-1 有望今年底获批上市销售。

图表 10：国内 PD-L1 临床梳理

研发公司	药物名称	状态	适应症	数量
罗氏	Atezolizumab	IV 期	既往未接受过化疗的 IV 期非鳞状非小细胞肺癌；PD-L1 高表达的既往未接受过化疗的 IV 期非鳞状或鳞状细胞非小细胞肺癌	19
		III 期	三阴性乳腺癌 (TNBC)；未接受过治疗的局部晚期或转移性尿路上皮癌；初治晚期或复发性 (综合治疗难治的 IIIB 期) 或转移性 (IV 期) 非小细胞肺癌；非小细胞肺癌；未经治疗的局部晚期或转移性肝癌；高危局部晚期头颈部鳞状细胞癌根治性治疗后辅助治疗；局部晚期或转移性尿路上皮或非上皮癌；肾细胞癌；转移性去势抵抗性前列腺癌 (mCRPC)；肌层浸润性尿路上皮癌；完全切除的 IB-III A 期非小细胞肺癌患者；含铂化疗治疗失败的非小细胞肺癌	
		III/IV 期	卵巢癌、输卵管癌、原发性腹膜癌和子宫外 Müllerian 来源癌症；经治局部晚期或转移性非小细胞肺癌	
		I/III 期	广泛期小细胞肺癌 III 期	
		I 期	肝癌；局部晚期或转移性实体瘤	
阿斯利康	Durvalumab	IV 期	晚期尿路上皮癌	6
		III 期	不可切除的肝癌；非小细胞肺癌；晚期非小细胞肺癌	
		I 期	难治的或不能耐受的晚期/转移性实体瘤	
基石	CS1001	III 期	同步/序贯放化疗后未发生疾病进展的、局部晚期/不可切除 (III 期) 的非小细胞肺癌	4
		II 期	复发或难治性结外自然杀伤细胞/T 细胞淋巴瘤	
		II 期	复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤	
		I a / I b 期	实体瘤或淋巴瘤	
康宁杰瑞	KN035	III 期	不能手术切除或转移性的胆道癌	4
		II 期	晚期结直肠癌和其他晚期实体瘤；未治疗的不能切除或转移性胃或胃食管结合部腺癌	
		I 期	晚期实体瘤患者	
科伦	KL-A167	II 期	复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤	4
		I b 期	复发或难治性伴 EB 病毒阳性的结外 NK/T 细胞淋巴瘤 (鼻型) 和 B 细胞非霍奇金淋巴瘤	
		I a 期	晚期实体瘤	
		I 期	复发难治性淋巴瘤	
兆科肿瘤	重组全人抗 PD-L1 单克隆抗	I / II 期	尿路上皮癌；骨肉瘤	3
		I 期	宫颈癌	
默沙东	Avelumab	IV 期	非小细胞肺癌一线治疗	3
		III 期	局部晚期头颈部鳞状细胞癌	
		I 期	实体瘤 (剂量递增期)、食管鳞癌 (剂量扩展期)	
恒瑞	SHR-1316	III 期	广泛期小细胞肺癌	2
		I 期	晚期恶性肿瘤	
厚德奥科	LP002	I a 期	晚期实体瘤	1
正大天晴	TQB2450	I 期	晚期恶性肿瘤	1
迈博斯	MSB2311	I 期	晚期实体瘤	1

来源：医药魔方，公开资料整理，国金证券研究所

图表 11：国内 PD-1 临床梳理

研发公司	药物名称	状态	适应症	数量
恒瑞	SHR-1210	其它	肝细胞肝癌；晚期胃癌和肝细胞癌；局部晚期食管鳞癌	26
		IV 期	IV 期鳞状非小细胞肺癌	
		III 期	晚期肝细胞癌；非小细胞肺癌；晚期食管癌；复发或转移性鼻咽癌；晚期肝细胞癌	
		II/III 期	晚期肝细胞癌	
		II 期	小细胞肺癌；转移性结肠癌；晚期非小细胞肺癌；胃癌或胃食管交界处癌；复发或难治性结外NK/T 细胞淋巴瘤（鼻型）；复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤；非小细胞肺癌；晚期肝癌；软组织肉瘤；晚期泌尿系统肿瘤、妇科肿瘤；肝细胞癌；经二线及以上化疗失败的复发或转移的鼻咽癌患者；非小细胞肺癌	
I 期	复发或转移性鼻咽癌；黑色素瘤；晚期实体瘤			
BMS	Nivolumab	IV 期	非小细胞肺癌	18
		III 期	晚期或转移性非小细胞肺癌；晚期肝细胞癌；局限性或广泛期小细胞肺癌；食管癌或胃食管连接部癌；尿路上皮癌；胃癌/Gastric Cancer；晚期食管鳞状细胞癌；局限性肾细胞癌；胸膜间皮瘤；非小细胞肺癌；非小细胞肺癌；尿路上皮癌；广泛期小细胞肺癌；晚期或转移性非小细胞肺癌（EGFR 突变阳性，T790M 阴性，一线TKI 治疗失败）；胃癌或胃食管交界处癌	
		I/II 期	晚期或复发性实体瘤	
		I 期	经治的晚期或复发性实体瘤	
君实	重组人源化抗PD-1 单克隆抗体	III 期	不可切除局部进展或转移性黑色素瘤；复发性或转移性鼻咽癌	16
		II 期	黏膜黑色素瘤；膀胱尿路上皮癌；黑色素瘤；晚期或复发伴EGFR 敏感突变、T790M 阴性非小细胞肺癌	
		I b/II 期	晚期胃腺癌、食管鳞癌、鼻咽癌、头颈部鳞癌	
		I 期	晚期神经内分泌肿瘤；晚期三阴性乳腺癌；晚期肺癌；晚期黑色素瘤；晚期肾癌及黑色素瘤；晚期或复发性恶性肿瘤；晚期非小细胞肺癌；复发难治恶性淋巴瘤；晚期实体瘤	
百济神州	BGB-A317	III 期	食管鳞状细胞癌；肝细胞癌；非鳞状非小细胞肺癌；非小细胞肺癌；鳞状非小细胞肺癌	13
		II 期	食管癌、胃癌或胃食管结合部癌；膀胱尿路上皮癌；肝细胞癌；不可切除或转移性高度微卫星不稳定型（MSI-H）或错配修复缺陷型（dMMR）实体瘤；肺癌；T 细胞和NK 细胞肿瘤；霍奇金淋巴瘤	
		I/II 期	晚期实体瘤患者	
默沙东	Pembrolizumab	其它	一线治疗后发生疾病进展的局部晚期或转移性黑色素瘤受试者的治疗	9
		III 期	治疗转移性非鳞状细胞非小细胞肺癌；PD-L1 阳性、初治的晚期或转移性非小细胞肺癌；含铂药物全身治疗后出现疾病进展且肿瘤PD-L1 表达呈阳性的非小细胞肺癌（NSCLC）受试者；晚期食管癌的二线治疗；晚期食管癌一线治疗；转移性鳞状非小细胞肺癌的治疗；晚期肝细胞癌	
		I 期	非小细胞肺癌	
信达	信迪利单抗	III 期	食管癌；非鳞状细胞非小细胞肺癌；胃及胃食管交界处腺癌；治疗晚期或转移性鳞状非小细胞肺癌；晚期的或转移性鳞状非小细胞肺癌	9
		II 期	复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤；食管癌；复发或难治性结外NK/T 细胞淋巴瘤（鼻型）	
		I 期	实体瘤	
翰中生物	HX008	II 期	经标准治疗失败后的局部进展或转移性的黑色素瘤患者；经一线化疗失败后的局部晚期或转移性胃腺癌以及微卫星高度不稳定或基因错配修复缺陷晚期实体瘤；局部晚期或转移性胃癌（包括胃食管交界处癌）	4
		I a 期	局部晚期或转移性实体瘤	
嘉和生物	GB226	II 期	复发和难治性外周T 细胞淋巴瘤（PTCL）；腺泡状软组织肉瘤；B 细胞非霍奇金淋巴瘤	4
		I 期	中国晚期和/或复发实体瘤/淋巴瘤患者	
康方天成	AK105	III 期	非鳞非小细胞肺癌；鳞状非小细胞肺癌	4
		I b/II 期	不可切除肝细胞癌	
誉衡制药	GLS-010	I/II 期	复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤	3
		II 期	复发或难治性经典霍奇金淋巴瘤	
诺华	PDR001	II 期	晚期实体瘤（三阴性乳腺癌、肝癌为主）；用于治疗晚期实体瘤（胃癌、食管癌为主）	2
		I b/II 期	鼻咽癌	
复宏汉霖	重组抗PD-1 人源化单克隆抗体	I 期	晚期恶性实体瘤	1
山东新时代	重组人源化抗PD-1 单克隆抗体	I 期	晚期肿瘤	1
百奥泰	BAT1306	I 期	实体瘤	1
基石药业	CS1003	I 期	晚期实体瘤或淋巴瘤	1
丽珠	注射用重组人源化抗PD-1 单克隆抗体	I 期	晚期实体瘤	1
丽珠	注射用重组人源化抗PD-1 单克隆抗体	I 期	晚期实体瘤	1

来源：医药魔方，公开资料整理，国金证券研究所

■ 因此，面临如此强的竞争，商业化能力尤为重要。自身没有商业化团队的企业，也可以通过 License out 的方式与国内其他企业合作共同开发 PD-1 及其联合用药方案。除 PD-1 之外，肿瘤领域其他靶点竞争格局也相对较为激烈，例如：目前在研管线中处于 II/III 期临床或报生产的 CD20 靶点在研企业共约 6 家；处于 II/III 期临床或报生产的 VEGF 靶点在研企业共约 15 家；处于 II/III 期临床或报生产的 HER2 靶点在研企业共约 15 家；处于 II/III 期临床或报生产的 TNF- α 靶点在研企业共约 9 家。

图表 13: 2018 年医保谈判品种详细情况梳理

药品名称	公司	剂型	规格	不考虑赠药 降价率	医保支付 标准 (元)	中标价 中值 (元)	中国上市时间	获批适应症	靶点
西妥昔单抗	默克	注射剂	100mg (20ml) / 瓶	70.8%	1295	4432	2006年	结直肠癌	EGFR
阿法替尼	勃林格殷格翰	口服常释剂型	30mg/片	39.1%	160.5	263	2017年	非小细胞肺癌	EGFR/HER2
			40mg/片		200	329			
阿昔替尼	辉瑞	口服常释剂型	5mg/片	70.7%	207	704	2015年	肾细胞癌	VEGF等多靶点
			1mg/片		60.4	206			
奥希替尼	阿斯利康	口服常释剂型	80mg/片	68.5%	510	1760	2017年	非小细胞肺癌	EGFR-T790M
			40mg/片		300	880			
克唑替尼	辉瑞	口服常释剂型	250mg/粒	70.8%	260	890	2013年	非小细胞肺癌	ALK
			200mg/粒		219.2	749			
尼洛替尼	诺华	口服常释剂型	200mg/粒	68.7%	94.7	304	2009年	慢性髓性白血病	Bcr-Abl
			150mg/粒		76	242			
培唑帕尼	诺华	口服常释剂型	400mg/片	67.7%	272	918	2017年	肾细胞癌/软组织肉瘤	VEGF等多靶点
			200mg/片		160	459			
瑞戈非尼	拜耳	口服常释剂型	40mg/片	45.6%	196	360	2017年	肝细胞癌/结直肠癌	VEGF等多靶点
塞瑞替尼	诺华	口服常释剂型	150mg/粒	73.6%	198	749	2018年	非小细胞肺癌	ALK
舒尼替尼	辉瑞	口服常释剂型	50mg/粒	71.4%	448	1815	2008年	肾细胞癌	VEGF等多靶点
			37.5mg/粒		359.4	1361			
			25mg/粒		263.5	908			
			12.5mg/粒		155	454			
维莫非尼	罗氏	口服常释剂型	240mg/片	46.2%	112	208	2017年	黑色素瘤	BRAF
伊布替尼	西安杨森	口服常释剂型	140mg/粒	64.9%	189	539	2017年	塞细胞淋巴瘤/慢性淋巴瘤 白血病/小淋巴细胞淋巴瘤	BTK
伊沙佐米	武田	口服常释剂型	4mg/粒	82.1%	4933	27600	2018年	多发性骨髓瘤	N.A.
			3mg/粒		3957.9	22144			
			2.3mg/粒		3229.4	16977			
奥曲肽	诺华	微球注射剂	30mg/瓶	37.7%	7911	12704	2003年	胃肠道内分泌肿瘤	N.A.
			20mg/瓶		5800	9649			

来源: 医药魔方, 公开资料整理, 国金证券研究所

- 2016 年、2017 年分别由卫计委和人社部都进行了谈判, 2018 年谈判则由医保局接力继续。
 - 医保局成立后思路清晰, 充分利用其战略购买力: 对于仿制药带量采购+医保支付价; 对于创新药医保谈判+以价换量。
 - 2017 年谈判 36 个品种放量明显。
 - 预计未来医保谈判将常态化, 且接受近年上市新药比例越来越高, 未来新药放量谈判目录将主要驱动。

图表 14: 2016-2018 历史政府医保谈判相关文件

时间	部门	名称	内容
2016年5月20日	卫计委	关于公布国家药品价格谈判结果的通知	公布了首批3个药品价格谈判结果。
2016年5月20日	卫计委等7部门	关于做好国家谈判药品集中采购的通知	实行集中挂网采购; 完善配送结算服务(医疗机构从药品交货验收合格到付款的时间不得超过30天); 开展临床综合评价; 完善医保支付范围管理办法, 做好国家药品谈判试点与医保支付政策衔接。
2016年10月14日	卫计委	关于做好国家谈判药品和与新型农村合作医疗报销政策衔接的通知	做好衔接, 2016年10月底前力争纳入新农合报销目录
2016年12月23日	卫计委	各地将谈判药品纳入各类医保合规费用范围的进展情况	已有23个省份将谈判药品纳入各类医保合规费用范围。
2017年7月19日	人社部	关于将36种药品纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知	公布了36个药品价格谈判结果。
2018年10月10日	医保局	关于将17种抗癌药纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知	公布了17个药品价格谈判结果。

来源: 国金证券研究所

相关公司

- 根据我们对创新药行业的梳理和展望，我们坚持看好“在研管线质量较高+商业化落地能力较强”的创新药企，包括：
 - 龙头企业：恒瑞医药、复星医药、石药集团、中国生物制药。
 - 转型创新不断提升研发能力公司：科伦药业等；
 - Biotech 公司：百济神州、复宏汉霖、信达生物等；

医药外包服务：具有国际竞争力，行业保持高景气度

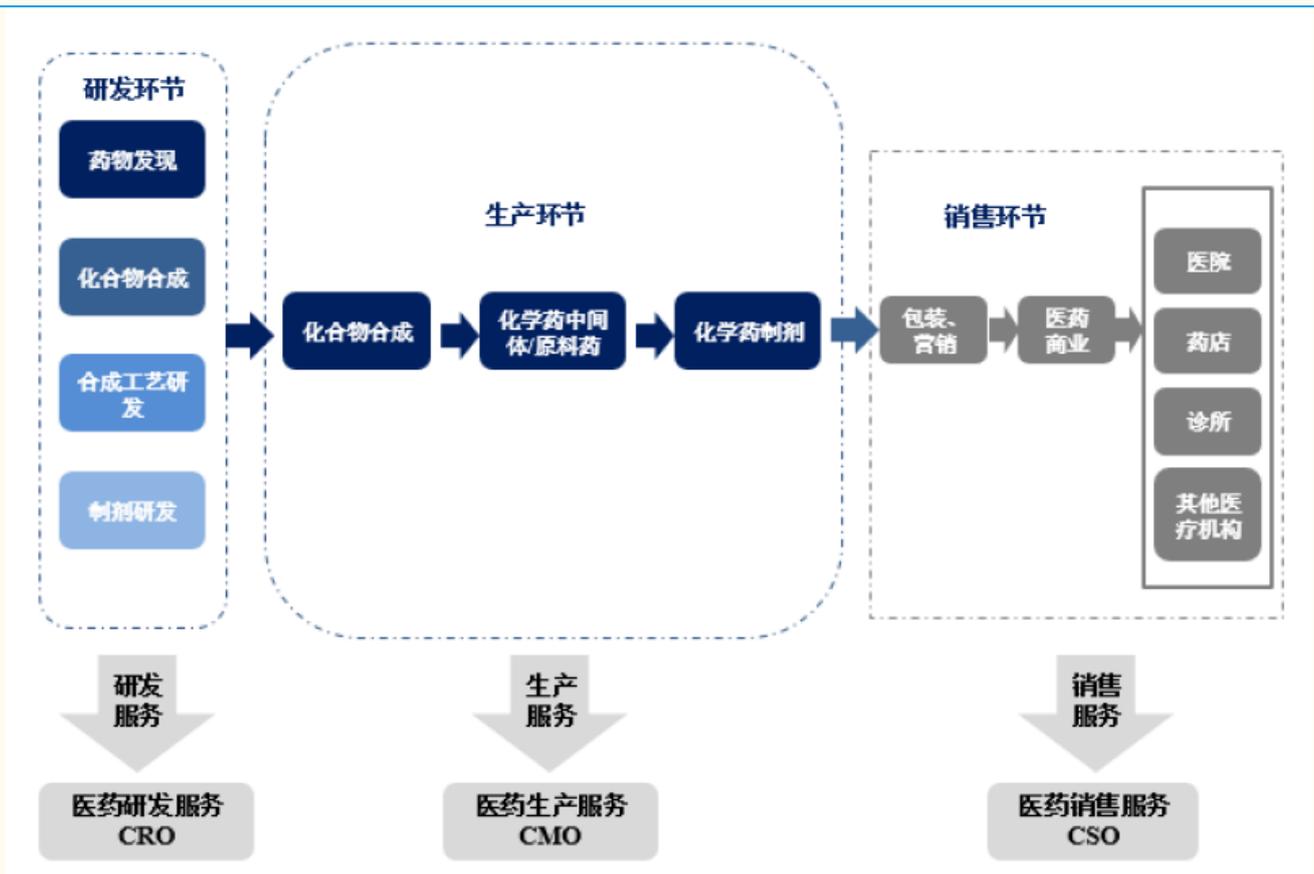
总体策略观点：医药组（王建礼 王班）

- 研发外包服务行业：产业竞争优势和边际优化不变，少有的 5 年以上高景气度板块。
- 中国真正具有全球竞争力的细分领域。
 - 中国工程师红利。中国是全球唯一可以提供庞大数量优秀工程师的国家，并且中国人的勤奋可以大幅提高研发和临床的效率，时效性提高 50% 以上。
 - 中国庞大的患者基数。中国庞大的患者基数成为全球第二大医药市场的潜力，国际制药企业都必须重视的市场，未来我们可以预期国际一线制药企业将逐步加大对于中国的投入。庞大的患者基数可以大幅提高临床研发效率，患者入组效率大幅提高。
- 边际变化提高产业竞争优势。
 - 中国药审改革带来的机会。中国的临床审批的加速、市场准入的提高和 MAH 政策的落地，越来越多海外企业和国内企业加大临床研发投入，提高行业天花板和转化现金流速度。
 - 随着外资加强中国市场投入及外资加速进入中国，叠加医药研发外包渗透率提高，医药研发外包行业市场空间不断提高。
 - 中国企业积累的质量和技术优势。中国企业的技术储备、质量管理体系和管理能力已经可以承接全球高标准的订单，逐步替代。
- 市场规范龙头优势明显。
 - 由于高度依赖客户信任度，先发优势明显；随着行业整顿和行业标准的提高，小企业逐步退出，整个行业集中度提升，龙头企业迎来量价齐升。

CRO 和 CMO 受益于研发支出+外包比例双提升的背景

- 全球医药研支出 2015 年达 1,108 亿美元，预计至 2020 年可达到 1,400 亿美元，预计未来医药产业及 CRO 行业的市场容量将进一步扩大。
- 正是因为全球制药企业研发投资成本加大、研发周期变长、研发成功率降低，生产成本提高和全球供应链布局的需求，医药外包服务迎来发展机遇，外包比率持续提高。

图表 15：医药研发服务行业相关的主要产业链



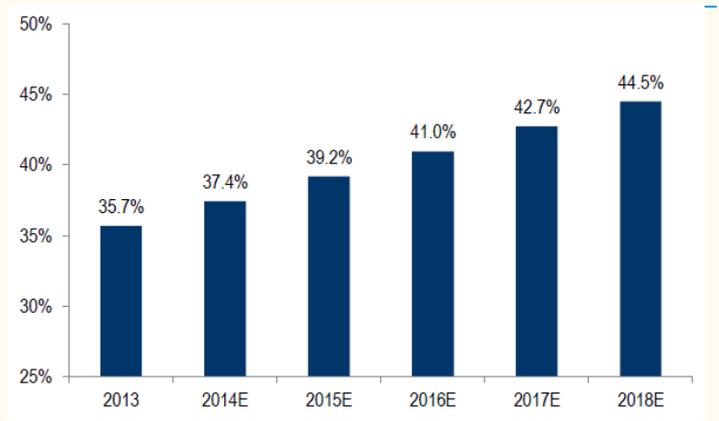
来源：招股说明书、国金证券研究所

图表 16：全球药物研发投入最近（亿美元）



来源：Bloomberg、国金证券研究所

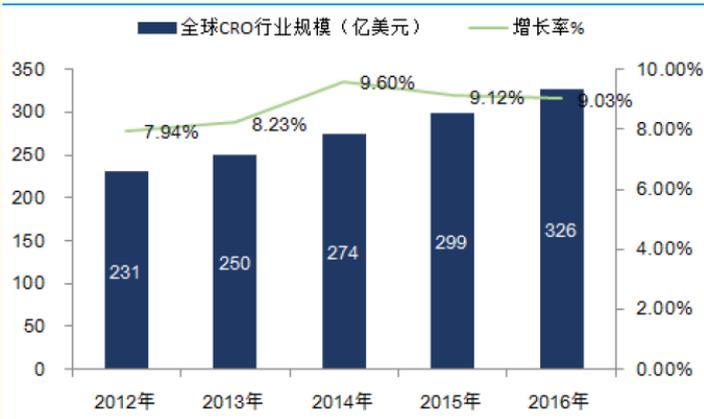
图表 17：外包比率的持续提高



来源：Bloomberg、国金证券研究所

- 根据南方所的统计，2012年至2016年，全球CRO行业的销售额由231亿美元稳步上升至326亿美元，年复合增长率达到8.78%，呈逐年上升趋势。预计未来五年，全球CRO行业仍将保持快速的增长势头。
- 根据南方所的统计，2012年至2016年，我国CRO行业的销售额由188亿元迅速上升至465亿元，年复合增长率达到25.41%。考虑到国际制药企业未来将继续增加CRO服务占整体研发投入的比例，中国CRO企业将在未来较长一段时间内持续受益于该类业务的转移趋势，预计未来五年国内CRO行业仍将在现有基础上继续保持高速增长态势。

图表 18：2012 至 2016 年 CRO 行业规模及成长性分析



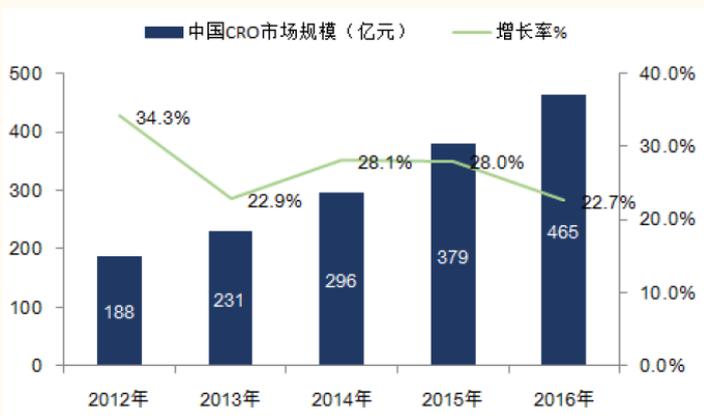
来源：美国药品研究和制造商协会、欧洲制药工业协会联合会、国金证券研究所

图表 19：2017 至 2021 年 CRO 行业规模及成长性分析



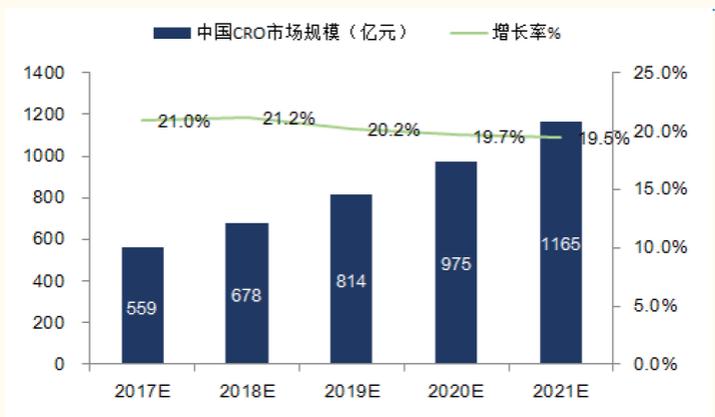
来源：美国药品研究和制造商协会、欧洲制药工业协会联合会、国金证券研究所

图表 20：2012 至 2016 年中国 CRO 行业规模



来源：数据来源于国家统计局、全国医药技术市场协会、国金证券研究所

图表 21：2017 至 2021 年中国 CRO 行业规模成长性分析



来源：南方所、国金证券研究所

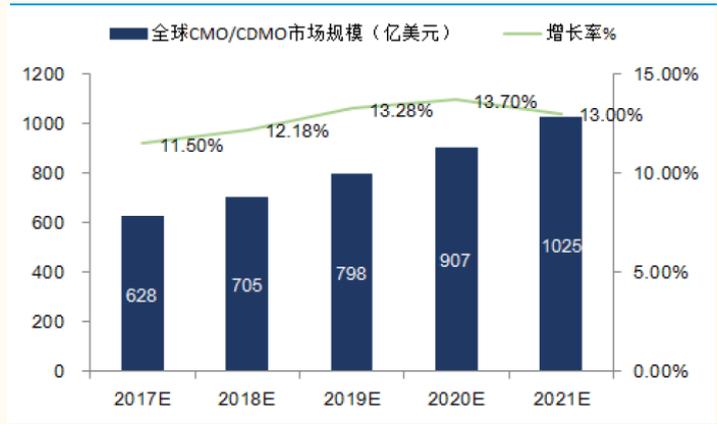
- 为了加快药品上市速度，降低药品研发生产成本，提高内部资产的运营效率，跨国制药公司多数进行了战略调整，不断增加研发支出占比，将内部资源集中于前期研发等具有比较优势的产业链环节。根据南方所统计，2012-2016 年全球 CMO/CDMO 行业市场规模由 357 亿美元增加至 563 亿美元，2012-2016 年的复合增长率为 12.03%。为寻求更加高效率、低成本的生产方式，药企在未来一段时间内继续向专业 CMO/CDMO 公司寻求外部订单支持服务，全球 CMO/CDMO 市场将进一步快速增长。
- CMO/CDMO 行业的门槛较高，故我国进入该细分领域时间较晚。但凭借人才、基础设施和成本结构等各方面的竞争优势，在国际大型药企的带动和中国鼓励新药研发政策的大环境下，我国 CMO/CDMO 企业已成为跨国制药公司的战略供应商并起到日益重要的作用。根据南方所统计，2012-2016 年我国 CMO/CDMO 行业市场规模由 138 亿元增加至 270 亿元，2012-2016 年度年均复合增长率为 15.92%。未来五年，我国 CMO/CDMO 企业仍将持续受益于全球 CMO/CDMO 行业增长及区域性转移等趋势。

图表 22：2012 至 2016 年全球 CMO/CDMO 行业规模



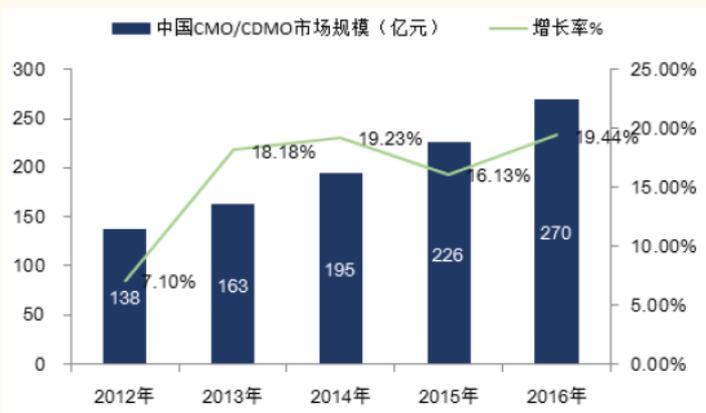
来源：美国药品研究和制造商协会、国金证券研究所

图表 23：2017 至 2021 年全球 CMO/CDMO 行业规模



来源：招股说明书、IMS、国金证券研究所

图表 24：2012 至 2016 年中国 CMO/CDMO 行业规模



来源：南方所、国金证券研究所

图表 25：2017 至 2021 年中国 CMO/CDMO 行业规模



来源：欧洲仿制药协会、汤森路透药物研发综合情报数据库、国金证券研究所

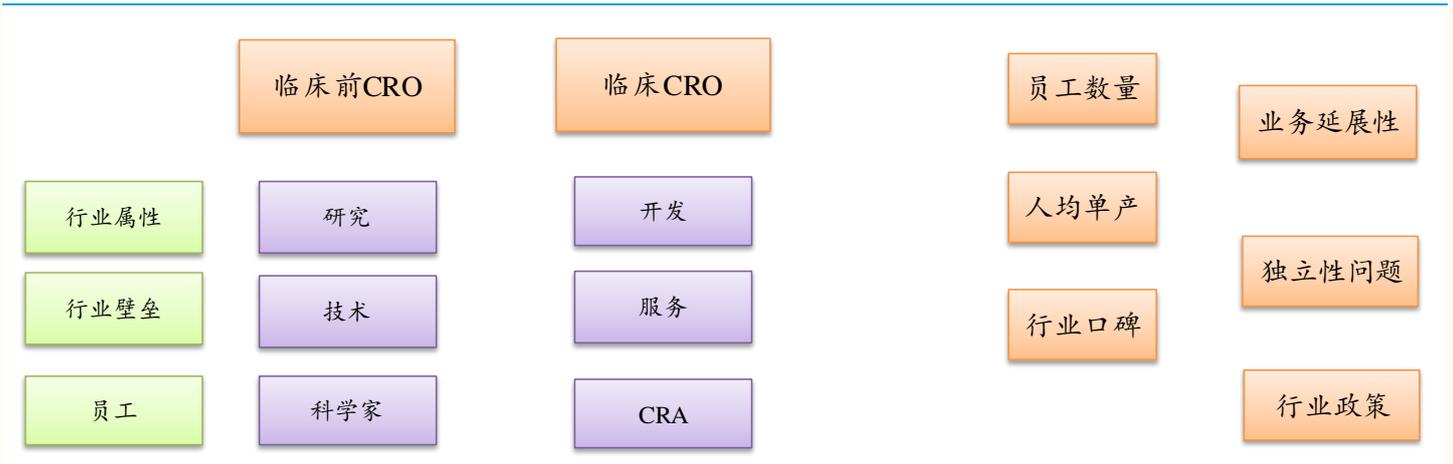
国内政策推动行业景气周期持续。

- 创新药优先审评审批提速（尤其进口新药审评加速），相关外包服务企业受益。
- 一致性评价政策推动，药企研发投入和外包比例提高。
- MAH 落地，更多的企业选择生产外包。
- 整体来看，医药外包服务行业将保持高速增长。

CRO 行业核心要素：人才、技术积累、行业口碑

- 不论是临床前 CRO 还是临床 CRO，主要服务于药企的研究和开发，因此技术积累尤其重要。
- 通常医药研发是药企的核心机密，因此客户的信赖度尤其重要，因此 CRO 是一个先发优势明显的行业。
- 由于 CRO 行业主要员工是科学家和 CRA，因此对于人才的质量和数量要求极高。

图表 26: CRO 行业核心要素

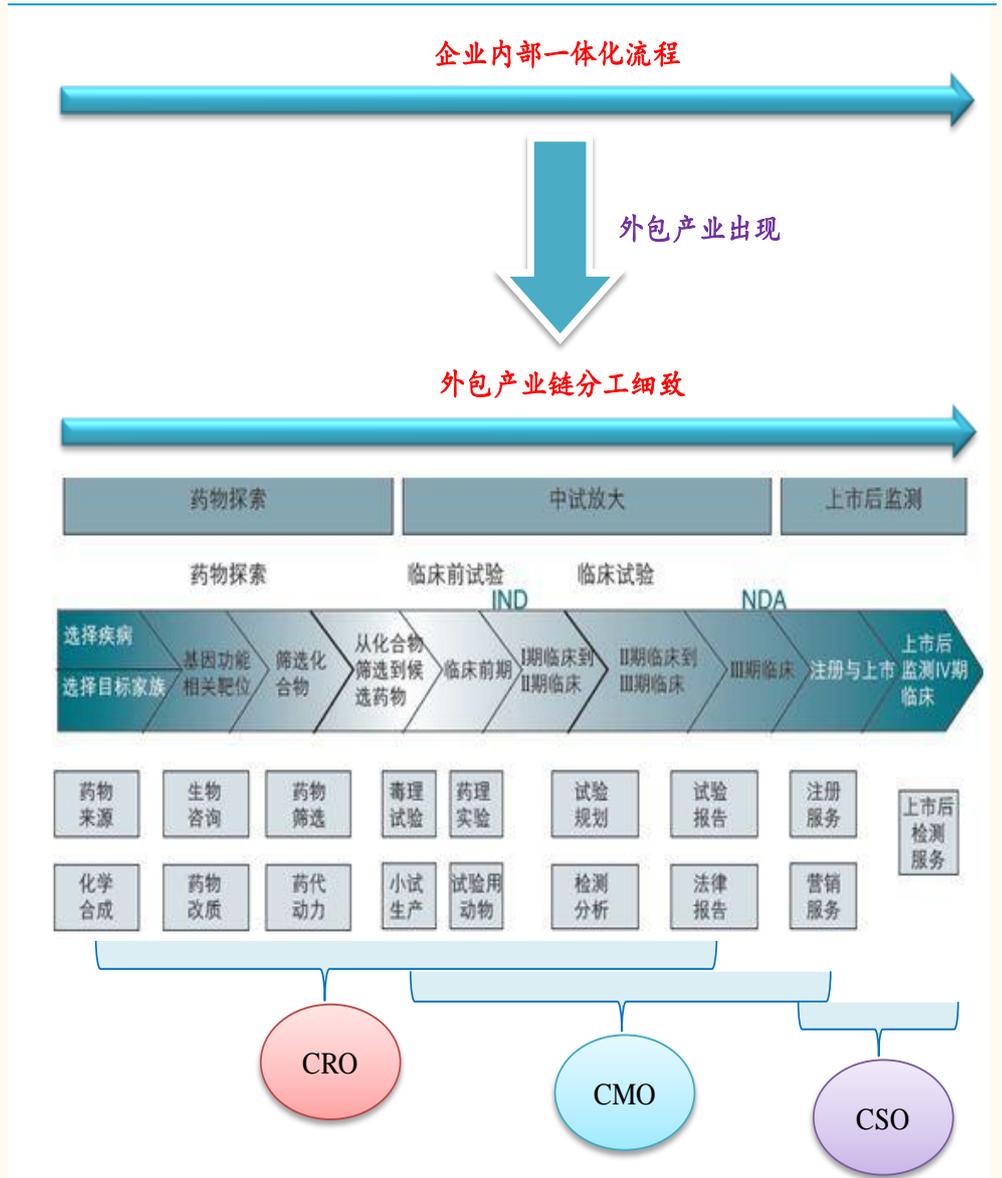


来源：国金证券研究所

CRO 行业发展趋势：产业链的融合发展

- 产业链内部整合
 - 做全 CRO 产业链：1) 临床 CRO 向临床前研发拓展：(泰格收购方达医药)；2) 临床前 CRO 向临床服务拓展：(华威医药成立礼华生物)
 - CRO 与 CMO 融合：药明康德全线布局。
 - CRO 与 CSO 融合：Quintiles 整合 CRO 和 CSO。
- 与相关产业链的融合
 - 与终端产品（服务）相结合：药明康德布局伴随诊断、基因检测产品；
 - 分享药品上市后更大的收益：2002 年——礼来签署欣百达(度洛西汀)里程碑协议，享受上市之后的销售分成。
 - 基于专业判断对新药的风险投资，体现于投资收益。

图表 27: CRO 行业发展趋势: 产业链的融合发展

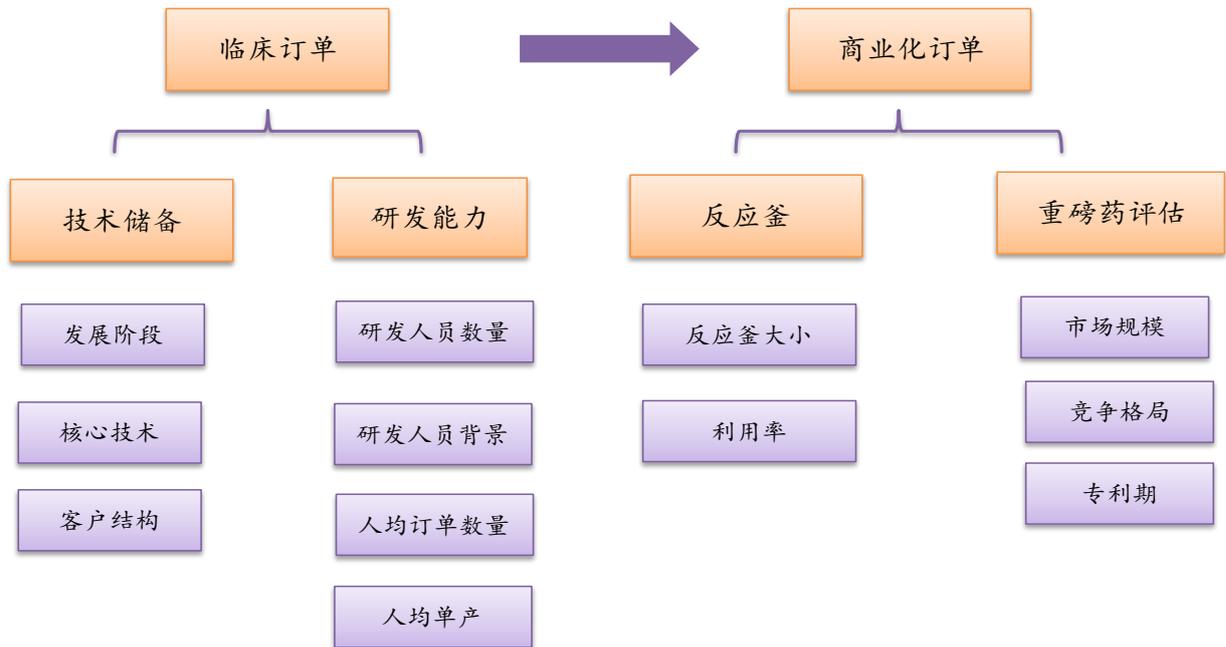


来源: 国金证券研究所

CMO 核心要素: 人才、核心技术能力、产能

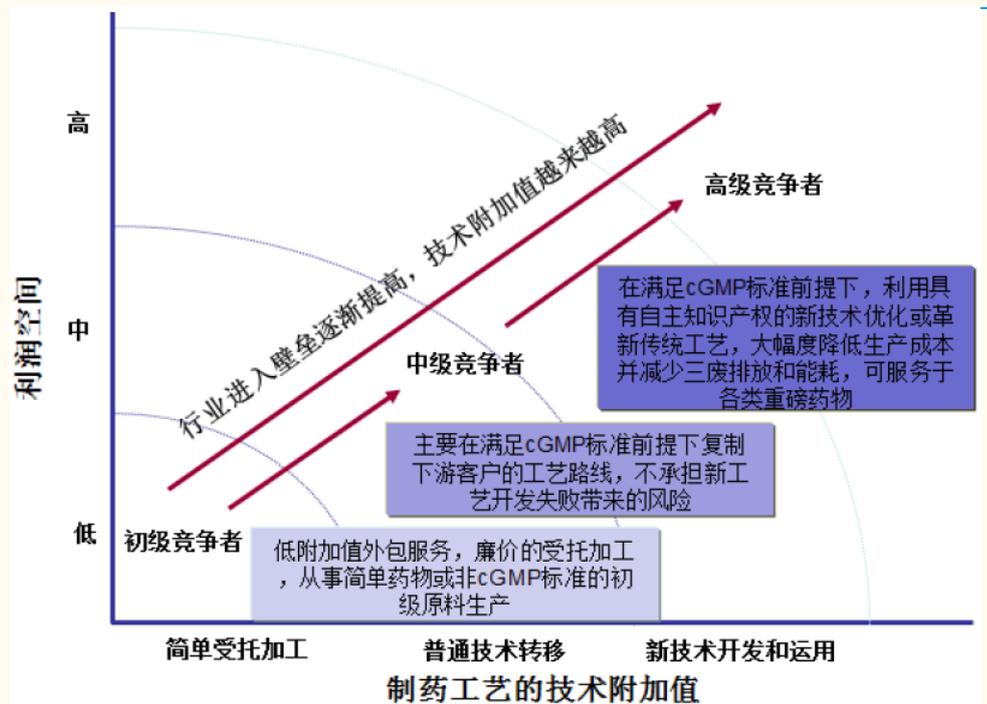
- 研发人员数量与项目承接能力密切相关: (1) 工艺的放大效应: 小试工艺不适用于放大生产, 因此每个阶段都需要重新研发新的工艺。(2) 订单时效性极强: 新药研发是和时间赛跑的过程, 临床项目的订单周期往往在 6 个月内。规模以上的 CMO 公司年承接数量达到 200 个以上, 项目之间差异极大, 一定规模的研发人员规模才有可能高效率的解决不同问题。
- CMO 行业常用核心技术: 生物转化技术、连续性反应技术、酶催化反应、不对称合成技术、超低温反应、高温高压反应技术、结晶技术、高活实验室技术等。企业拥有具有专利的核心技术, 对于客户获取盈利和议价能力大幅提升。
- 由于 CMO 企业与下游企业的配套合作, 因此产能的建设效率、药政部门的认证, 过程的生产监管等方面重点突出。

图表 28: CMO 核心要素——人才、核心技术能力、产能



来源: 国金证券研究所

图表 29: CMO 不同发展阶段决定其技术附加值



来源: 凯莱英招股说明书、国金证券研究所

- CRO 和 CMO 行业对于人才、技术和产能的依赖都是中国具有国际竞争力的要素领域, 我们认为整个行业短期受益于国内企业投入的加大和政策推动。未来随着凭借中国的要素比较优势, 中国医药外包服务行业有望对于海外竞争对手的替代, 实现国际化。

相关公司

- 药明康德、泰格医药、凯莱英、药明生物。

API：行业价值链重新分割，中国 API 强国崛起

总体策略观点：医药组（王建礼）

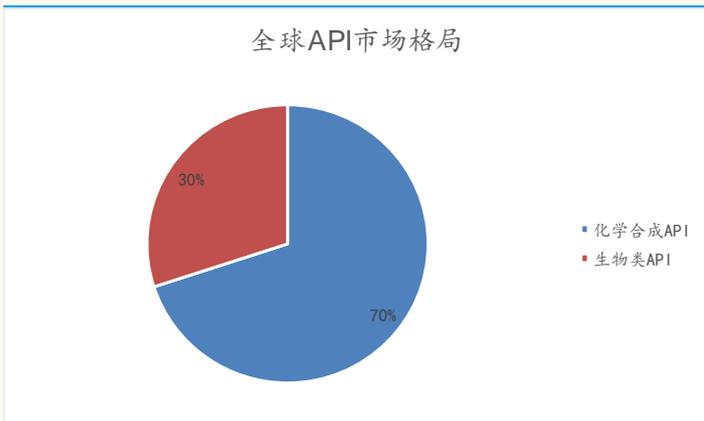
- **涨价：**由环保和一致性评价导致行业竞争格局改善，我们认为格局改善将长期持续，API 行业利润率回归合理水平，优秀 API 企业价值回归。
 - 环保带来整个行业落后企业和产能的出清，并且由于环保标准提高和监管的常态化，API 供给侧改革。
 - 一致性评价提高 API 行业对于质量水平要求，优秀 API 产品定价权提高。
 - API 行业由以前的劣币驱逐良币到优胜劣汰。
- **新订单：**由于中国 API 产业国际竞争力和企业水平的提高，中国 API 企业获取国际和国内高端产品订单，盈利能力改善。
 - 从产业链完整程度、发酵类产品优势、中国基建水平的综合因素对比，我们认为中国将成为全球的 API 中心。
 - 中国 API 企业技术和工艺水平进步，cGMP 体系、EHS 体系等自身实力的不断完善，中国开始获取国际规范市场、定制化产品等高端订单，盈利能力提高。
- **制剂拓展：**API 企业拓展制剂业务，产业升级，API+制剂一体化毛利率有望达到 70%，药品价值链重新分割。
 - 一致性评价、审批加速等政策提高 API 企业的研发效率。
 - 集中采购政策重新定义仿制药核心竞争要素，API+制剂一体化企业在成本和供应链安全等方面具有明显优势，国内仿制药价值链重新分割。

我们认为 API 产业将由以前的价格驱动的“类周期”行业到未来以新产品、新技术和新订单获取的成长性行业。行业的盈利和估值有望同步提升，实现戴维斯双击。

API 市场：全球保持两位数增长，规范市场盈利能力高

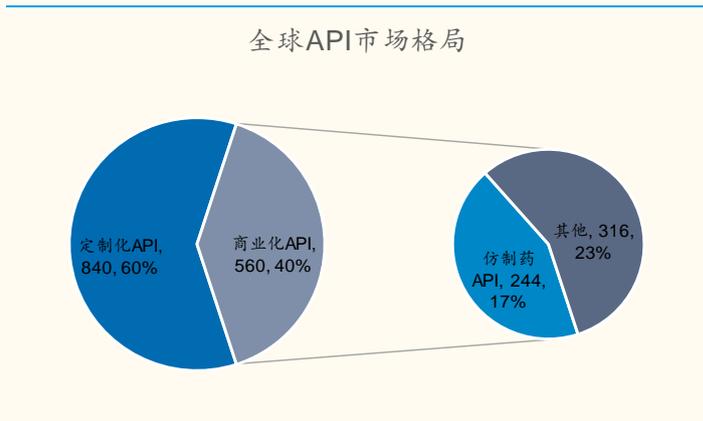
- 据欧洲精细化学品集团（EFCG），到 2017 年底，全球对 API 的需求估计将达到 920 亿美元。根据 Clarivate，目前 API 制造市场超过 1400 亿美元，到 2020 年将达到 1860 亿美元。
 - 其中 70%是化学合成 API，另外 30%是生物类 API。
 - 其中 40%是商业化产品，60%属于定制化产品。商业化产品中 43.5%是仿制药 API。
- 从全球 API 生产厂商来看，根据法规要求和成熟度的不同。
 - 跨国性 Big Pharma、Established 由于技术和准入门槛，产品毛利率比较高，一般在 40%以上。
 - 从 Established API Manufacture 来看，美国占据全球 36%的份额，印度其次，中国位居第三。

图表 30: 全球 API 市场格局



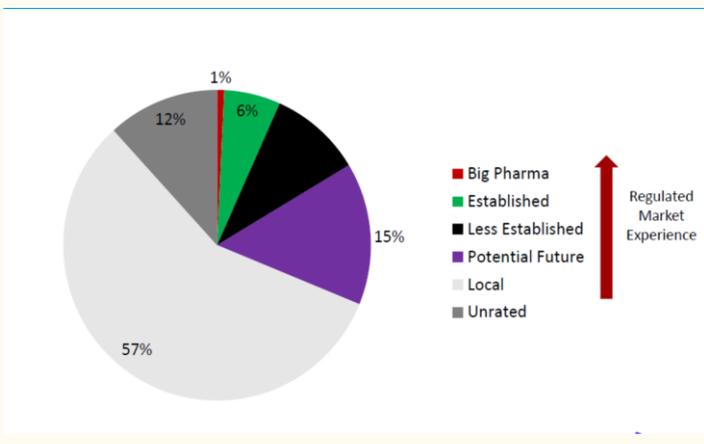
来源: Thomson Reuters、国金证券研究所

图表 31: 全球 API 市场格局



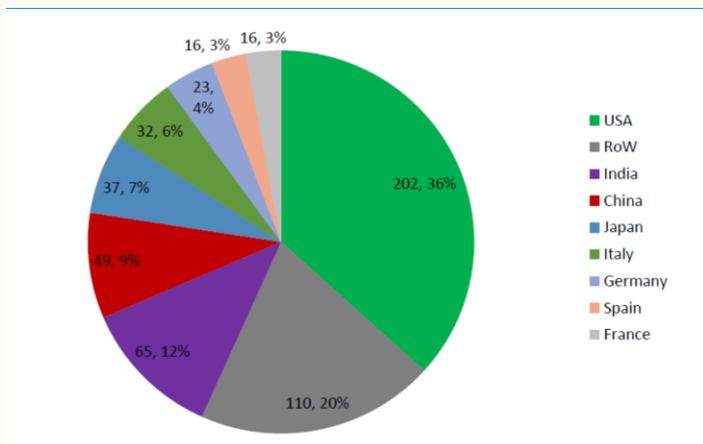
来源: Thomson Reuters、国金证券研究所

图表 32: 全球 API 生产商分布



来源: clarivate、国金证券研究所

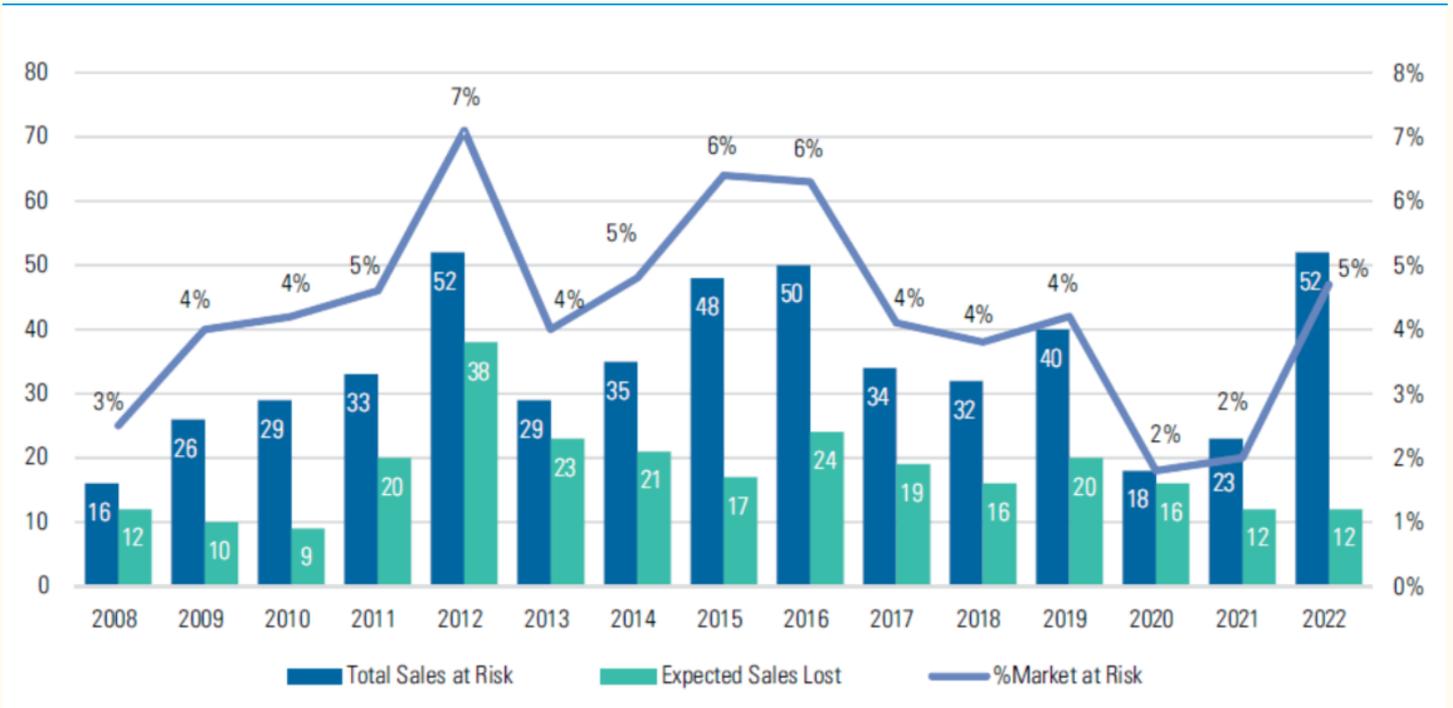
图表 33: EXPERIENCED API MANUFACTURERS 分布



来源: clarivate、国金证券研究所

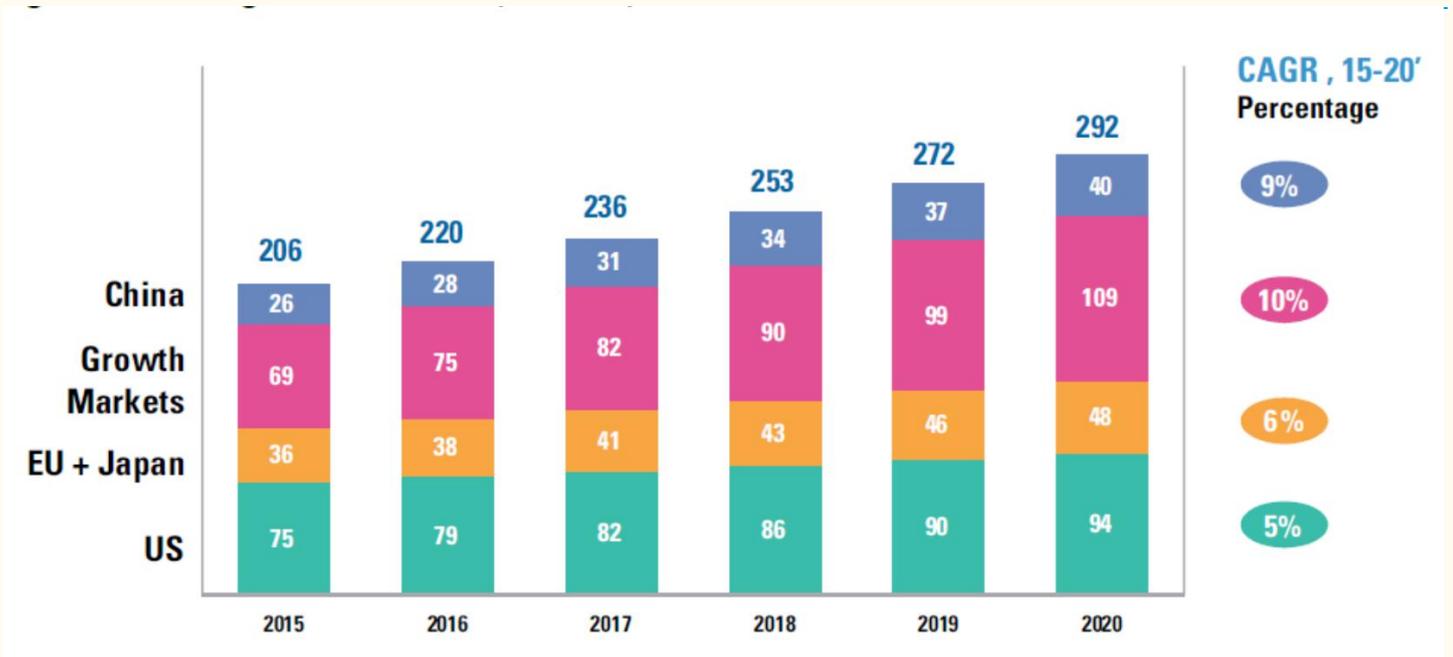
- 专利悬崖推动仿制药市场持续增长，带来 API 行业两位数以上增长。
 - 2013~2030 年间，全球药品中共有 1666 个化合物专利到期。其中，2014~2021 年最为集中，平均每年都有过百种化合物专利到期。平均每年到期原研药销售额在 40-50 亿美金。
 - 大批世界级畅销专利名药相继专利到期为国际通用名药市场的繁荣提供了强大原动力，进而带动 API 用量提高。
 - 全球仿制药市场有望保持 5-10% 的复合增长，其中中国和发展中国家占比逐步提高。仿制药用量的提高将带来 API 市场的繁荣。特别的，针对支付能力有限的发展中国家，仿制药的渗透率将迅速提高。
 - 由于 API 行业集中度和议价能力的不同，API 行业增长有望超过仿制药行业保持两位数以上的增长。

图表 34: 专利到期专利药销售额 (\$BN)



来源: YBL、国金证券研究所

图表 35: 全球仿制药市场未来展望 (\$BN)

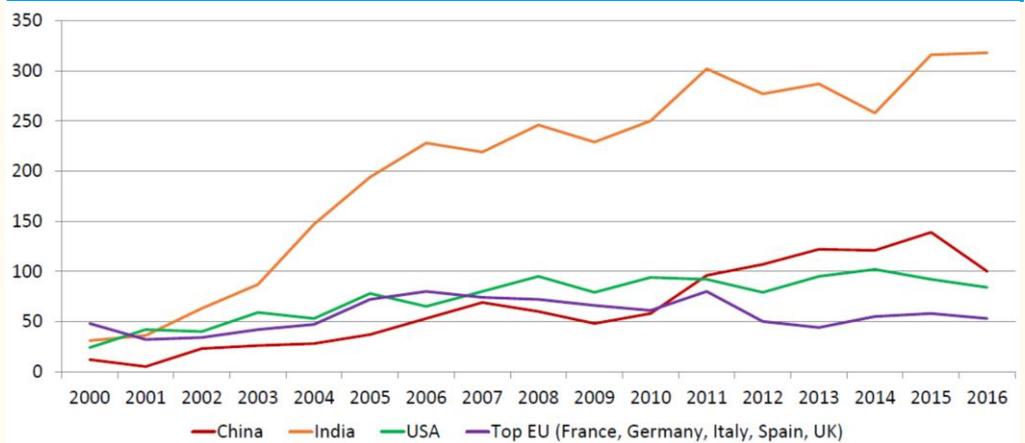


来源: Teva、国金证券研究所

中国有望成为全球 API 中心，全球行业价值链重新分割

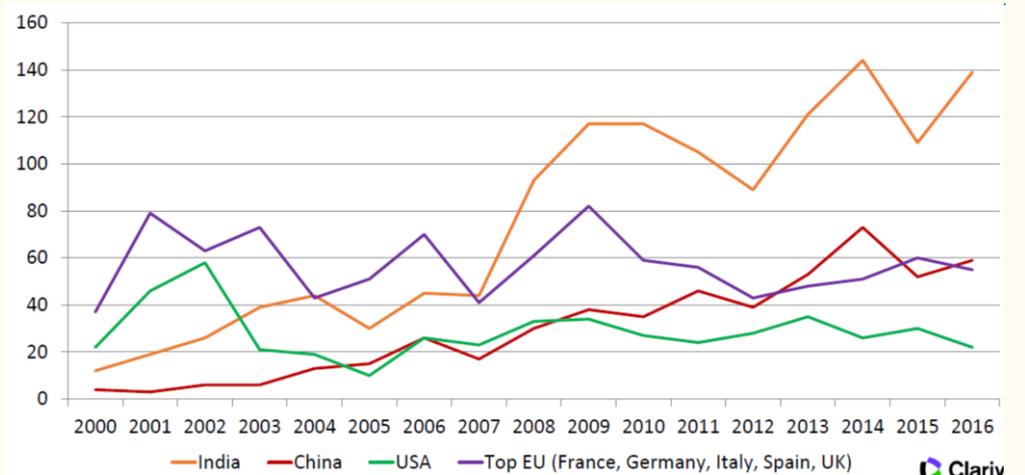
- 过去 10 年，API 产业逐步从欧美等发达国家转移到中心等新兴国家，全球价值链重新分布。
- 从产业竞争角度而言，我们认为未来 10 年转移趋势将继续，中国将逐步取代印度成为全球 API 供应中心
 - 中国的成本优势：中国的 API 成本比印度低 15-20%。印度 65-70% 的 API 从中国进口。
 - 中国的基础化工优势：中国拥有印度无法比拟的基础化工产品的品类，产业链更加完备，一体化优势明显。
 - 中国的基础设施建设优势
 - 中国的发酵优势：由于气候问题，印度无法进行高效的发酵类 API 生产。
 - 中国在技术、质量体系和 DMF 认证等不同角度赶超印度。

图表 36：美国 DMF 分布



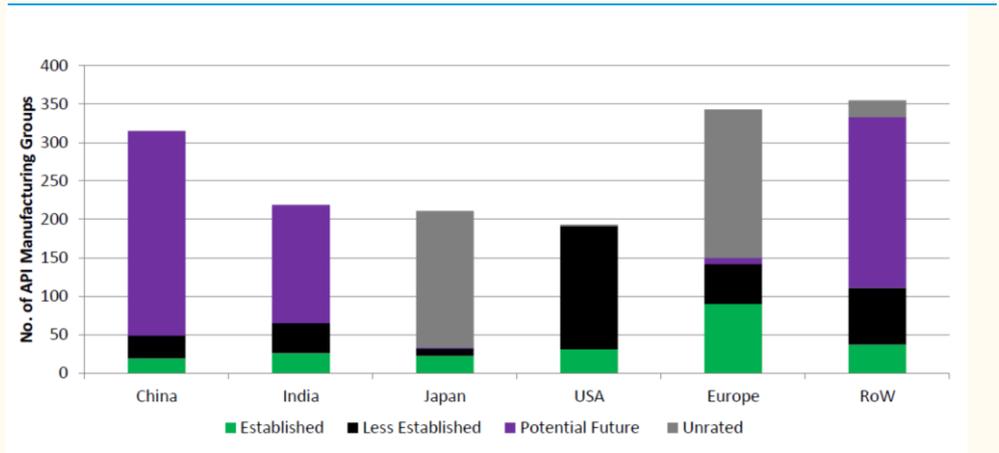
来源：Newport Premium、国金证券研究所

图表 37：欧盟 API 认证



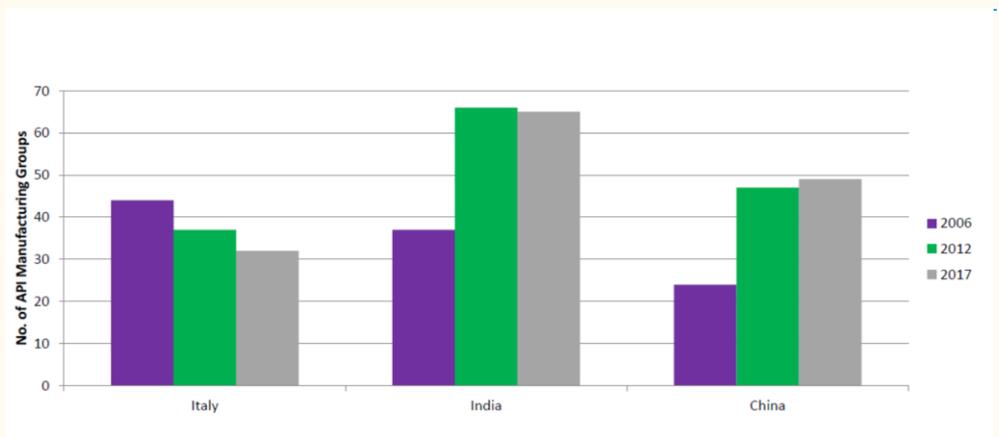
来源：Newport Premium、国金证券研究所

图表 38：中国成为全球 API 中心



来源：Newport Premium、国金证券研究所

图表 39：ESTABLISHED & LESS ESTABLISHED MANUFACTURERS



来源：Newport Premium、国金证券研究所

中国 API 产业链向制剂端拓展，国内仿制药行业价值链重新分割

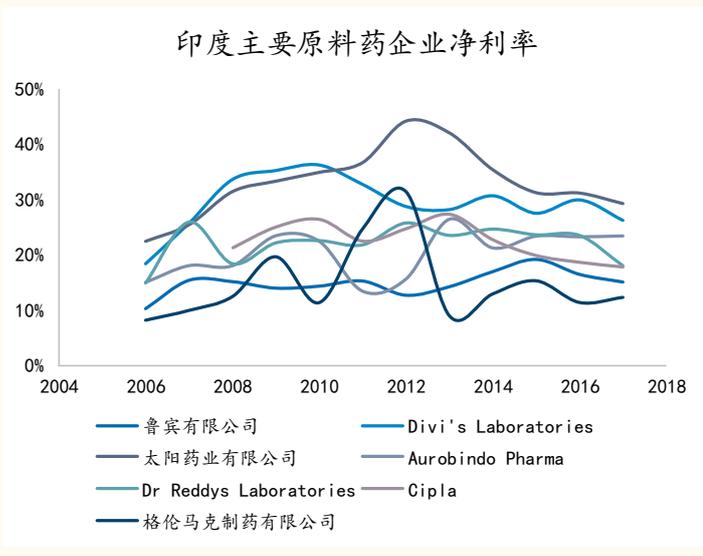
- 审批加速：仿制药准入门槛降低，API+制剂一体化企业研发效率优势。
- 一致性评价：仿制药质量门槛提高，API 重要性提高。
- 审批加速+一致性评价+集中采购重新定义仿制药核心竞争要素，API 企业产业链优势体现。
 - 研发效率
 - 成本竞争：原料药+制剂一体化。
 - 供应链稳定性成为核心因素之一。
- 整体来看，在新一轮医药变革中，API 企业的重要性和竞争力逐步提高，通过进入制剂领域或者和制剂企业联合等模式提高价值链话语权。

图表 40：产业链纵向发展向制剂端拓展

	时间	机构	政策	内容	影响
加快审评审批	2016年2月26日	CFDA	总局关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见	对于新药/临床急需/质量疗效明显改进的药品实行优先审评审批	利好创新药企业及上游相关原料药企业
	2017年10月8日	国务院办公厅	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	加快上市审评审批，对临床急需、罕见病有条件批准上市、优先审评，原辅料包材监管开始与MAH制度匹配	
带量采购	2018年9月11日	国家医保局	带量采购	入围企业若为3家以上，采取招标采购；若入围2家，采取议价采购；若入围1家，采取谈判采购。不区分质量层次，以最低价中标。采购量方面，中标企业将获得试点地区所有公立医疗机构年度药品总量的60%-70%份额。	促进行业回归产品的质量、技术、市场竞争度等良性发展轨道，对于原料药和原料药制剂一体化的企业会有积极作用

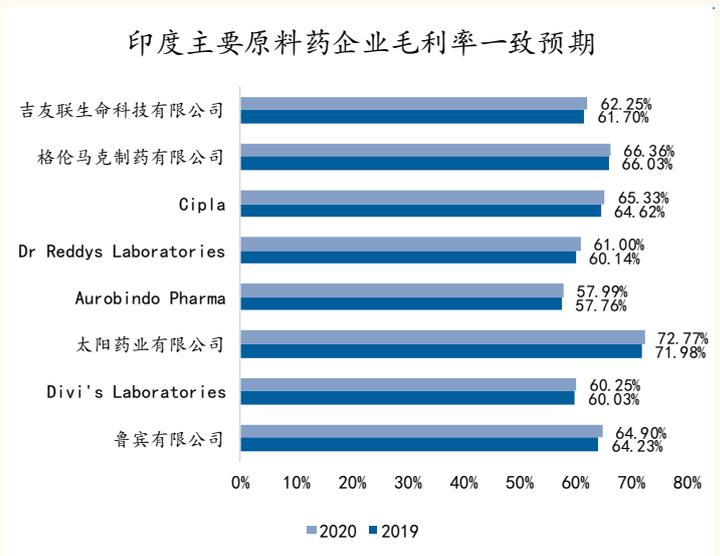
来源：政府官网、国金证券研究所

图表 41：印度主要原料药企业净利率



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 42：印度主要原料药企业毛利率一致预期



来源：Bloomberg、国金证券研究所

- 我们认为 API 产业将由以前的价格驱动的“类周期”行业到未来以新产品、新技术和新订单获取的成长性行业。行业的盈利和估值有望同步提升，实现戴维斯双击。

相关公司

- 普洛药业、仙琚制药、司太立、天宇股份、健友股份、美诺华、凯莱英、科伦药业。

医疗器械：把握国产替代机遇 龙头优势突出

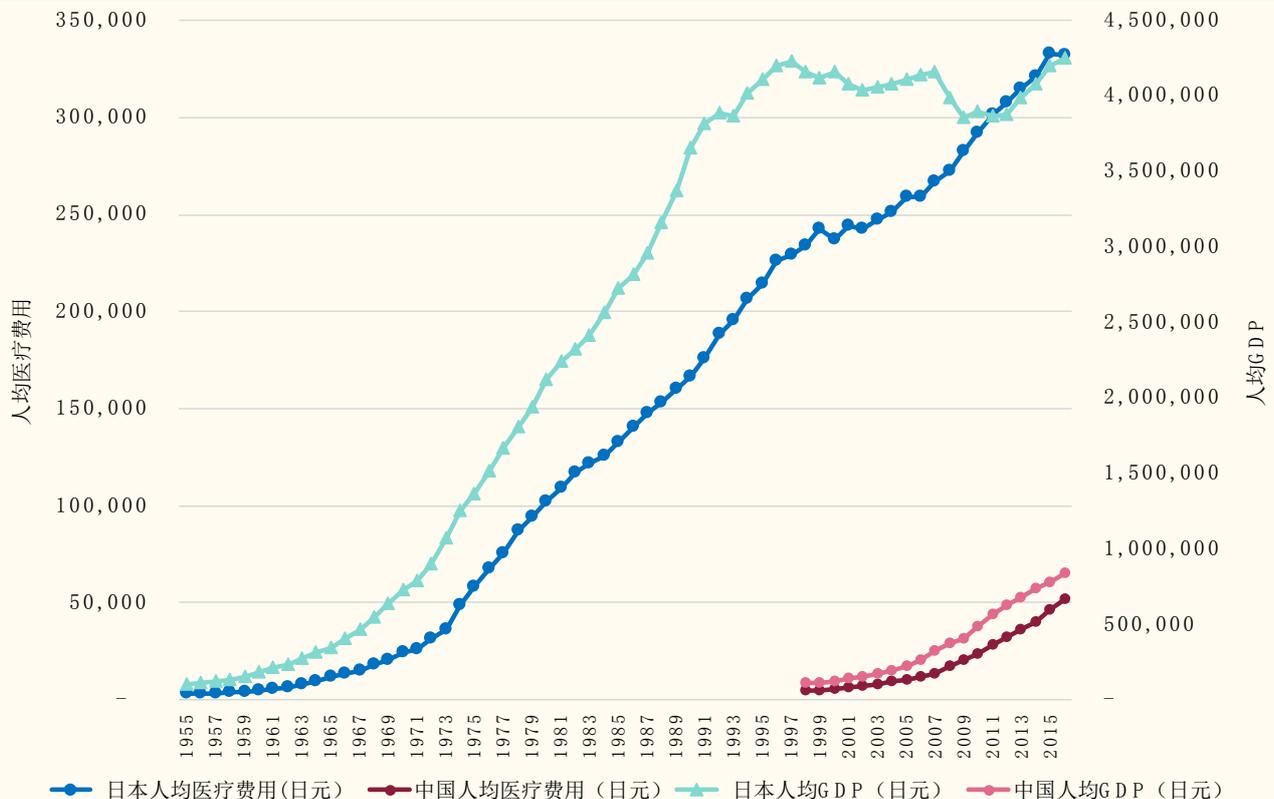
总体策略观点：医疗组（袁维）

- 医疗费用的持续增长有力推动医疗器械市场持续扩张，不受人口及经济增长变化影响。
- 对进口器械设备的替代是国内企业的重大发展机遇，在把握这一机会时应当选择合适的切入口（国产品牌比例适中的子领域，有能力初步立足，同时有足够替代空间）。
- 行业分化明显，在国内企业整体空间广阔的前提下，龙头拥有最好的确定性与发展能力，国产替代机遇并非国内企业均沾，大概率只属于版块龙头及各子领域龙头。
- 医疗器械行业的产品属性、较高的年化成长能力、定价和收费模式、销售模式等因素决定了行业医保控费和降价压力相对较轻，大规模大面积集中招采的可能性很小，进口医疗器械的国产替代也是所有价格压力的有效对冲因素，国产化率较低的领域有优势。

人口老龄化和医疗费用增长为医疗器械市场发展奠定基础

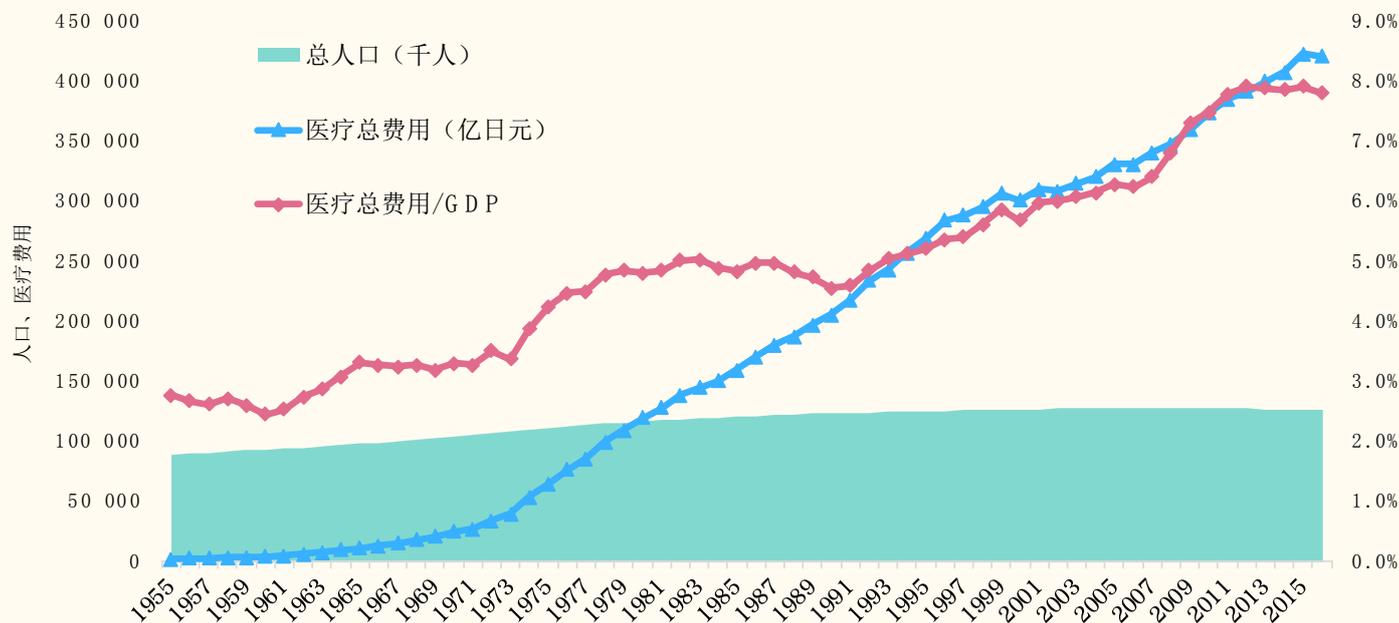
- 参考国际经验，20世纪90年代以后，日本人口和人均GDP增长已经陷入停滞，但随着老龄化的进展，日本人均医疗费用和总医疗费用依然能保持持续增长势头，医疗行业的防守性得到最充分的体现。
- 同时我们注意到部分东亚国家（如中国、韩国、新加坡）老龄化趋势同样在加速（二战后婴儿潮的老去+经济发展水平提升后生育率下行），未来大概率将面临同样的人口、经济与卫生课题。
- 日本卫生费用的持续攀升为医疗器械规模扩张和本土企业的发展奠定了基础。考虑中国情况，我们认为中国在人均GDP、卫生费用方面还有充足成长空间，医疗器械市场保持快速成长的概率极大。

图表 43：日本和中国人均医疗费用、人均GDP情况



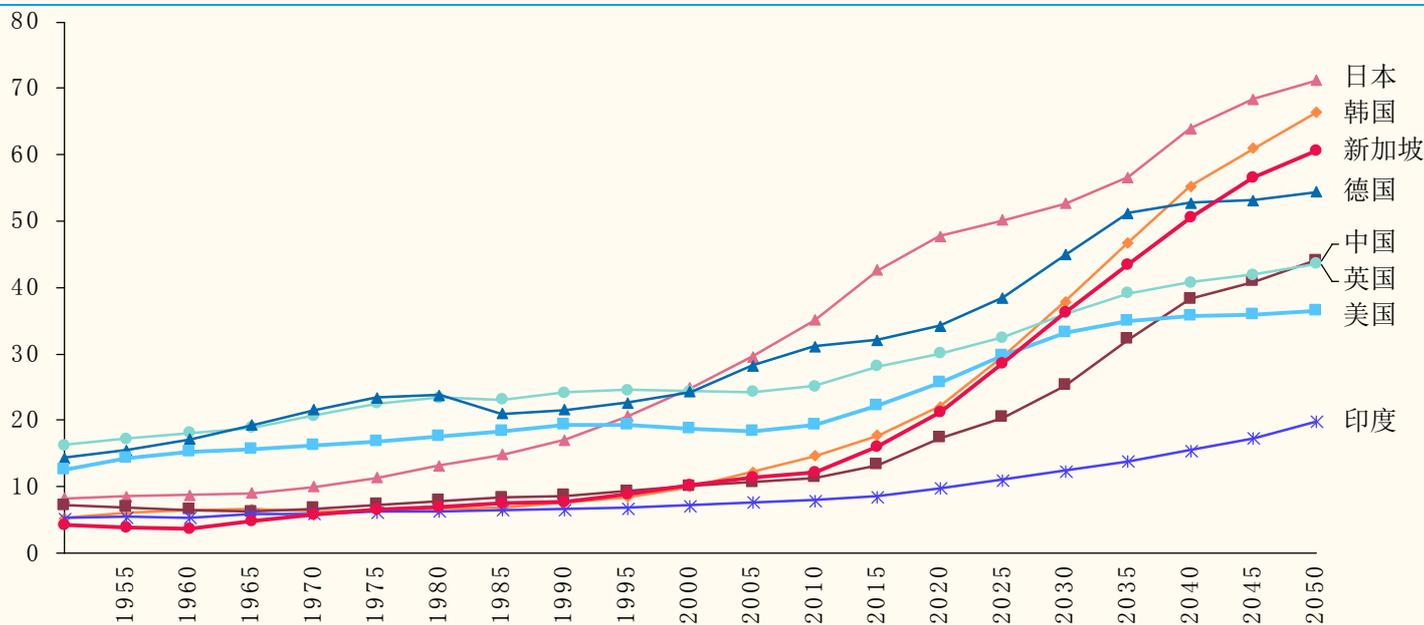
来源：日本统计局，国家统计局，国金证券研究所

图表 44：日本人口和医疗费用



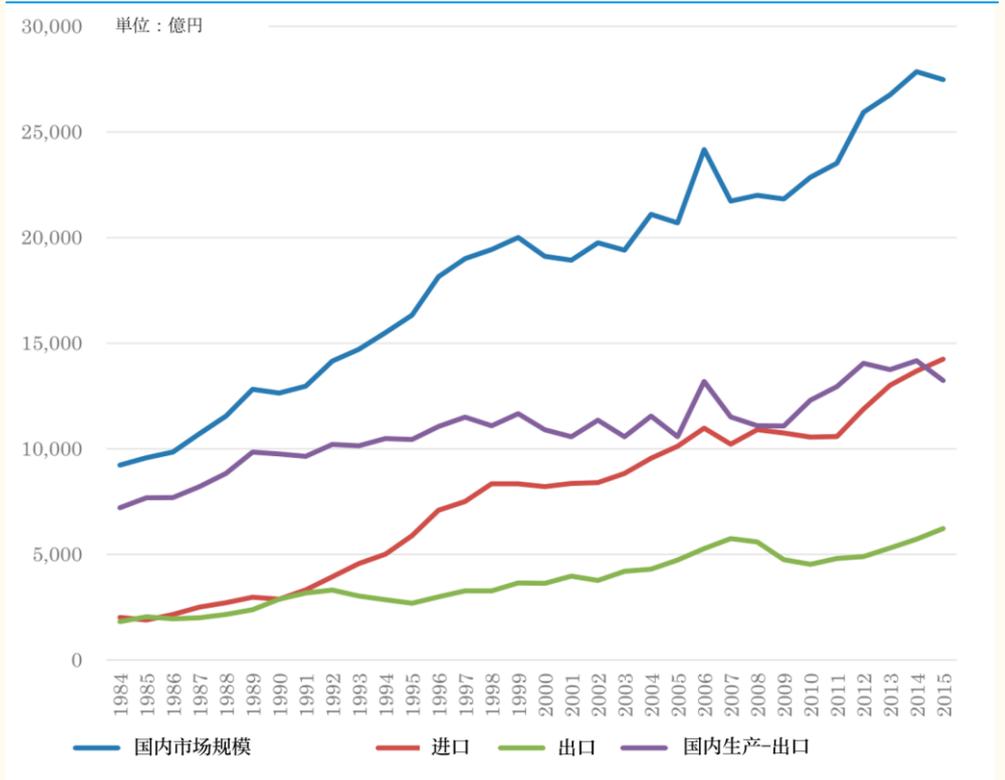
来源：日本厚生劳动省，国金证券研究所

图表 45：世界部分国家老年抚养比情况及未来预测 (65 岁以上人口/15-64 岁人口*100)



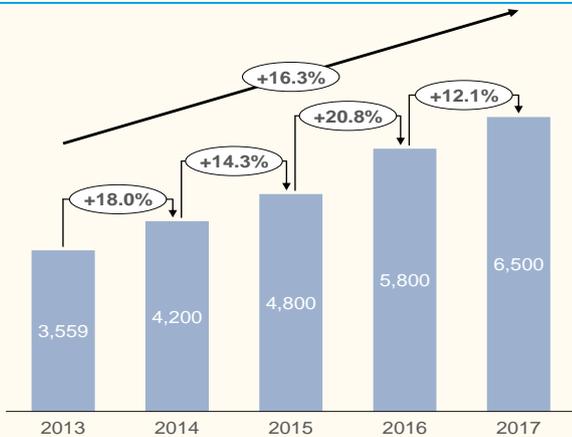
来源：联合国人口司，国金证券研究所

图表 46：日本医疗器械市场规模扩张（单位：亿日元）



来源：厚生劳动省，国金证券研究所

图表 47：我国医学装备市场规模（亿元）



来源：中国医学装备协会，国金证券研究所

图表 48：国际医疗器械巨头在国际/国内市场增速差异

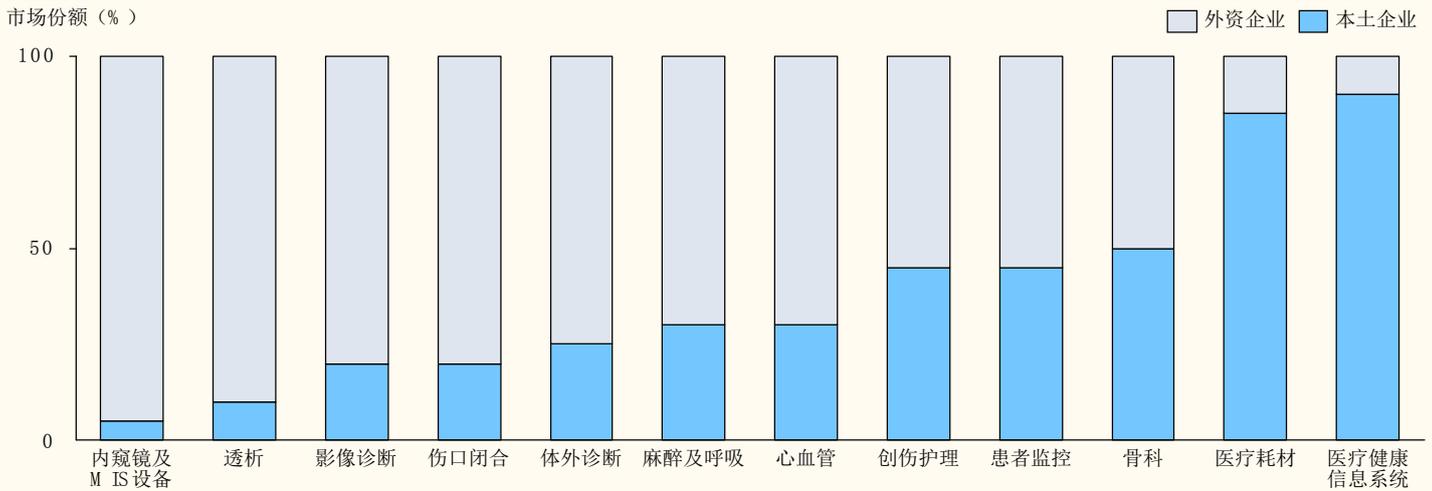
	国际市场	中国市场
美敦力	5%	15%
强生医疗	0%	10%
GE医疗	4%	19%
西门子	5%	7%
罗氏诊断	7%	23%
飞利浦	5%	7%
波士顿科学	12%	17%
平均增长率	5%	14%

来源：中国医学装备协会，国金证券研究所

国产替代机遇是实现突破发展最重要动力

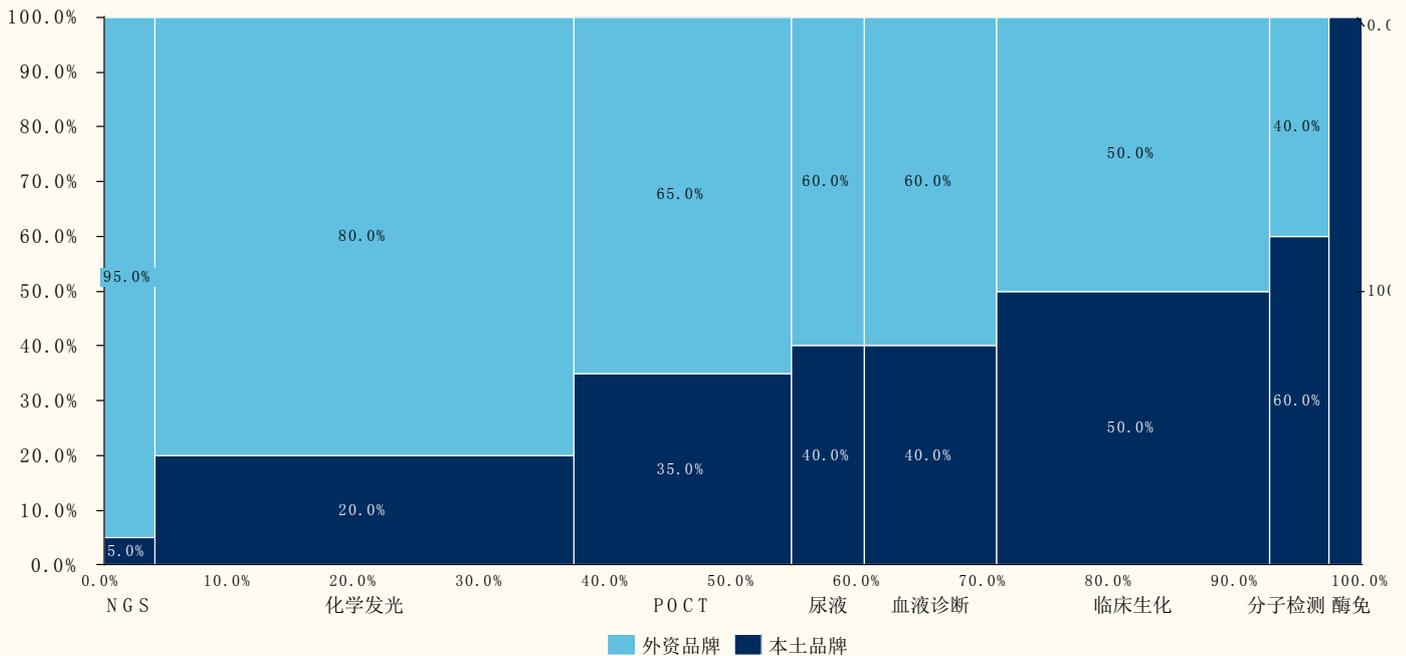
- 我们认为除了经济发展和卫生费用的持续增长外，医疗器械行业关键性的机遇在于国产对进口产品的替代。

图表 49：国内医疗器械市场国产化程度



来源：国际体外诊断产业高峰论坛，国金证券研究所

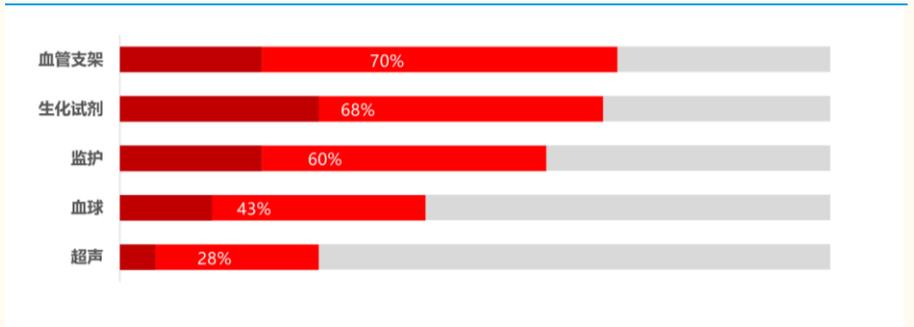
图表 50：国内体外诊断市场规模及国产化程度估计



来源：行业访谈，草根调研，国金证券研究所

- 在近十年中，酶联免疫诊断、冠脉支架、生化试剂、监护等部分医疗器械细分领域已经完成了 50% 以上国产替代；血球、超声正处于高速替代进程中，未来国内企业极有可能逐步取得优势市场份额。国内企业在上述领域的成功有望在其他领域重复。
- 在可能实现国产替代的领域上，我们认为不同子领域节奏和速度有较大差异，选择合适的切入点至关重要。外资份额过高的子领域国内企业缺乏市场和技术基础，要取得突破仍需要较长时间；而国产已经占据较大比例的领域，则后续成长空间相对受限。因此，我们认为未来 3-5 年有望取得重大突破的国产替代切入机遇可能包括部分体外诊断（如化学发光、血球等）、超声、麻醉和呼吸、部分心血管和骨科耗材等领域。

图表 51: 近十年部分国产器械份额的提升

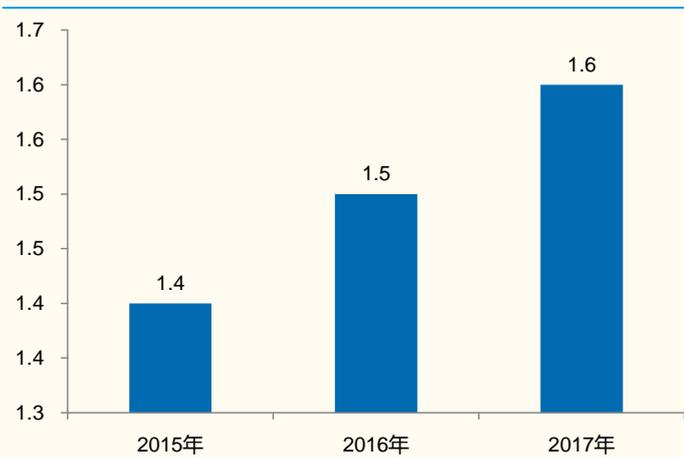


来源: 迈瑞医疗上市公司交流公开材料, 国金证券研究所

行业走势分化 机遇属于行业和各子领域头部公司

- 国内医疗器械行业整体实力仍然偏弱, 除少数头部企业已经具备较强综合竞争力外, 大部分企业收入利润体量小, 研发投入、市场份额仍然十分有限。因此, 在强调国产替代机遇的同时, 我们认为这一机遇并非国内企业均享, 只属于各子领域最有竞争力的国内龙头。
- 国内医疗器械行业规模分化明显, 2018 年三季报显示, 行业前两大企业 (迈瑞医疗、乐普医疗) 贡献行业 38% 以上归母净利润, 行业前五大企业 (迈瑞、乐普、鱼跃、安图、迈克) 贡献行业 53% 以上归母净利润。
- 医疗器械产品品类数量极多, 细分行业多, 技术差异大, 产品迭代快; 企业要保持长久竞争力, 实现持续增长, 必然要在多产品线甚至多个器械子领域建立优势。这对企业的内生研发投入水平、外延整合能力都提出了很高的要求。在这些方面, 龙头企业相对其他企业有突出优势。
- 因此我们认为医疗器械领域投资应当重视规模和产品竞争力有优势的综合性龙头、行业细分龙头。

图表 52: 我国医学装备生产企业数量 (万家)



来源: 中国医学装备协会, 国金证券研究所

图表 53: 我国医学装备经营企业数量 (万家)



来源: 中国医学装备协会, 国金证券研究所

图表 54：部分医疗器械企业各报告期归母净利润情况（亿元）

	2014/3/31	2014/6/30	2014/9/30	2014/12/31	2015/3/31	2015/6/30	2015/9/30	2015/12/31	2016/3/31	2016/6/30	2016/9/30	2016/12/31	2017/3/31	2017/6/30	2017/9/30	2017/12/31	2018/3/31	2018/6/30	2018/9/30		
迈瑞医疗	0.9	2.1	3.2	13.6	4.2	1.3	2.9	4.2	5.2	1.8	3.8	5.4	6.8	2.3	5.0	19.9	25.9	8.1	18.7	29.0	
乐普医疗	0.9	1.9	2.5	3.0	1.1	2.5	3.3	3.6	1.4	3.3	4.3	5.0	1.9	4.0	5.3	5.9	2.1	4.7	6.3	11.4	
鱼跃医疗				2.1	1.1	2.0	2.8	0.5	1.5	2.5	3.5	0.7	1.9	3.2	4.5	1.0	2.5	4.1	1.0	2.5	4.1
安图生物	0.4	1.2	1.8	2.3	0.5	1.4	1.9	2.5	0.7	1.6	2.5	3.1	0.8	1.9	3.0	3.7	1.0	2.3	3.6	3.6	
迪安生物				0.3	0.8	0.8	2.6	0.8	1.5	2.6	3.3	0.9	1.9	3.1	4.0	1.0	2.1	3.2	1.0	2.1	3.2
华大基因				1.6	0.4	0.8	1.4	2.0	0.5	1.0	1.4	2.0	0.6	1.5	2.0	2.8	0.9	2.1	3.1	3.1	
健帆生物				1.2	0.3	0.9	1.2	1.7	0.4	1.4	1.9	2.6	0.6	1.8	2.5	3.5	0.6	2.0	2.9	2.9	
迪安诊断	0.2	0.6	0.9	1.4				1.9			1.7	2.2	0.6	1.3	2.1	3.0	0.7	1.8	2.8	2.8	
大博医疗				1.2	0.3	0.7	1.1	1.5	0.4	0.9	1.3	1.9	0.6	1.3	2.0	2.6	0.8	1.7	2.6	2.6	
山东药玻	0.3	0.7	1.0	1.2	0.3	0.7	1.1	1.5	0.4	0.9	1.3	1.9	0.6	1.3	2.0	2.6	0.8	1.7	2.6	2.6	
贝瑞基因	0.0	0.0	-0.1	0.1	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0	-0.1	1.6	2.3	0.7	1.5	2.4	2.4	
三诺生物	0.3	0.8	1.5	2.0	0.3	0.8	1.3	1.4	0.4	0.5	1.2	1.2	0.4	0.9	2.1	2.6	0.8	1.7	2.4	2.4	
万孚生物				1.0	0.2	0.6	0.9	1.3	0.3	0.8	1.2	1.4	0.4	1.1	1.5	2.1	0.6	1.6	2.2	2.2	
科华生物	0.7	1.6	2.5	2.9	0.5	1.3	1.9	2.1	0.6	1.4	2.0	2.3	0.4	1.3	1.9	2.2	0.5	1.4	2.0	2.0	
美康生物	0.3	0.6	1.0	1.4	0.3	0.7	1.1	1.6	0.4	0.9	1.4	1.8	0.4	0.9	1.6	2.1	0.6	1.3	2.0	2.0	
九强生物	0.5	1.0	1.6	2.1	0.5	1.1	1.7	2.5	0.6	1.2	1.9	2.7	0.5	1.1	1.8	2.7	0.6	1.1	1.9	1.9	
基蛋生物				0.8	0.2			1.1		0.6	1.0	1.4	0.4	0.9	1.4	1.9	0.7	1.3	1.8	1.8	
开立医疗				1.3	0.1			1.1	0.1	0.3	0.5	1.3	0.1	0.7	1.1	1.9	0.2	1.2	1.7	1.7	
欧普康视				0.6			0.7	0.9	0.2	0.4	0.9	1.1	0.3	0.6	1.1	1.5	0.4	0.8	1.7	1.7	
凯利泰	0.1	0.3	0.4	0.6	0.5	0.7	0.9	1.2	0.3	0.7	1.2	1.6	0.4	1.0	1.5	1.9	0.5	1.1	1.6	1.6	
迪瑞医疗	0.2	0.4	0.7	1.0	0.2	0.5	0.8	1.1	0.2	0.6	0.9	1.3	0.3	0.9	1.4	1.7	0.3	1.0	1.6	1.6	
新华医疗	0.9	1.6	2.4	3.3	0.8	1.4	2.0	2.8	0.4	0.9	1.5	0.3	0.4	0.8	0.1	0.7	0.3	0.6	1.5	1.5	
奕科医疗				0.3				0.6		0.5	0.6	0.9	0.2	0.6	1.1	1.5	0.2	0.7	1.3	1.3	
康德莱				0.6		0.4	0.7	0.9	0.2	0.5	0.8	1.0	0.2	0.5	0.9	1.2	0.2	0.6	1.1	1.1	
高华医疗	0.3	0.5	0.9	1.0	0.3	0.7	1.2	1.4	0.5	0.8	1.3	1.1	0.5	1.0	1.4	1.8	0.5	1.0	1.0	1.0	
透景生命				0.4		0.3		0.7	0.1	0.4	0.6	1.0	0.1	0.5	0.8	1.3	0.1	0.5	0.9	0.9	
理邦仪器	0.1	0.2	0.1	0.1	-0.2	0.1	0.2	1.0	0.1	0.2	0.1	0.3	0.3	0.5	0.7	0.4	0.3	0.6	0.9	0.9	
万东医疗	-0.1	0.1	0.1	0.3	-0.2	0.2	0.3	0.4	-0.1	0.3	0.4	0.7	0.0	0.3	0.6	1.1	0.0	0.4	0.9	0.9	
和佳股份	0.5	1.0	1.8	2.2	0.7	1.3	1.5	1.1	0.5	1.0	2.3	0.9	0.4	0.5	0.7	0.9	0.6	0.7	0.9	0.9	
振德医疗				0.2				0.8				0.8	0.2	0.5	0.7	1.2	0.2	0.5	0.9	0.9	
凯普生物				0.6				0.7	0.1	0.3	0.5	0.8	0.1	0.4	0.7	0.9	0.1	0.5	0.8	0.8	
正川股份				0.7				0.6		0.4	0.6	0.7	0.2	0.4	0.6	0.8	0.2	0.5	0.7	0.7	
东富龙	0.7	1.6	2.2	3.4	1.0	2.0	2.8	3.9	0.9	1.4	1.9	2.3	0.5	0.8	1.1	1.2	0.2	0.4	0.7	0.7	
楚天科技	0.4	0.7	1.1	1.6	0.3	0.5	0.9	1.5	0.3	0.5	0.9	1.2	0.3	0.6	1.1	1.6	0.2	0.5	0.7	0.7	
福瑞股份	0.1	0.2	0.4	0.9	0.1	0.4	0.5	0.9	0.1	0.4	0.5	1.2	0.1	0.4	0.5	0.7	0.1	0.5	0.6	0.6	
南卫股份				0.5		0.2		0.5		0.5	0.4	0.5	0.1	0.3	0.4	0.5	0.1	0.4	0.5	0.5	
宝莱特	0.1	0.2	0.2	0.3	0.1	0.1	0.3	0.2	0.1	0.3	0.5	0.7	0.2	0.4	0.6	0.6	0.2	0.3	0.5	0.5	
明德生物				0.2		0.2		0.4		0.3	0.3	0.6	0.6	0.3	0.5	0.7	0.1	0.4	0.5	0.5	
维力医疗	0.1	0.3	0.5	0.7	0.1	0.4	0.7	0.9	0.1	0.4	0.6	0.8	0.1	0.4	0.5	0.6	0.1	0.3	0.4	0.4	
戴维医疗	0.2	0.3	0.4	0.5	0.2	0.3	0.4	0.4	0.2	0.3	0.5	0.6	0.2	0.4	0.5	0.5	0.1	0.3	0.4	0.4	
三鑫医疗				0.2		0.3	0.5	0.1	0.2	0.4	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4	0.1	0.2	0.3	
迪南科技	0.0	0.2	0.3	0.4	0.0	0.2	0.4	0.5	0.1	0.3	0.4	0.6	0.1	0.2	0.4	0.4	0.0	0.2	0.3	0.3	
冠昊生物	0.1	0.2	0.3	0.5	0.1	0.2	0.3	0.6	0.1	0.2	0.3	0.7	0.1	0.3	0.5	0.6	0.1	0.1	0.3	0.3	
博晖创新	0.1	0.2	0.3	0.4	0.0	0.2	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.0	0.2	0.2	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	
乐心医疗				0.5		0.1		0.5		0.2	0.4	0.6	0.8	0.1	-0.1	0.0	0.2	0.0	0.1	0.2	
附庸医疗	0.1	0.2	0.4	0.5	0.1	0.2	0.3	0.4	0.1	0.1	0.2	0.3	0.1	0.1	0.2	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	
九安医疗	0.0	-0.1	-0.3	0.1	-0.2	-0.4	-0.7	-1.5	-0.1	-0.4	-1.0	0.1	-0.2	-0.5	-0.9	-1.7	-0.3	-0.5	-0.6	-0.6	
千山药机	0.1	0.1	0.5	1.3	0.2	0.4	0.6	0.3	0.2	0.1	0.2	0.6	-0.6	0.3	0.4	-3.2	-0.8	-2.1	-4.0	-4.0	
总计	8.3	19.5	29.8	66.8	10.4	25.8	37.0	68.2	13.5	32.3	51.0	82.6	16.5	40.2	82.3	103.3	28.4	67.8	102.0	102.0	

来源：Wind，国金证券研究所

控费降价压力相对缓和 大规模统一招采仍需时间

- 在当前控费形势下，我们认为器械未来同样会要面临一定降价压力，但相对来说这一压力远小于药品版块，且不会改变优秀器械企业高速成长的逻辑：
 - 从产品属性看，器械产品是装置和系统而非药物分子，标准化程度差于药品，没有通用名，除了少数高值耗材（比如冠脉支架）外大部分类型的医疗器械产品型号复杂，性能和配置上可比性较差；
 - 从决策成本来看，器械产品种类极多，而单品销售额却不大，如果要组织覆盖面较大医疗器械统一招标或集中采购，必定付出极大的决策成本，对应的产品销售规模和医保占用却相对有限；
 - 从收费模式看，药品和高值耗材是顺加成模式，而大部分医疗设备和体外诊断等是项目收费制，设备招采价格不会直接受到冲击。虽然收费项目的价格在未来同样有下降可能性，但考虑国内大量器械国产化率很低，收费价格的下降必然对进口器械形成更大压力，从而进一步加速国产替代进程；
 - 从定价因素来看，大部分器械产品配送和服务成本很高，单位价格与订单大小、服务要求、地域等因素密切相关，因此价格形成往往是碎片化的，具体医院具体确定，大面积范围招采定价同样缺乏可操作性。
- 基于上述分析，我们认为医疗器械未来在行业医保控费压力下受压较小，同时成长逻辑清晰，具备避险价值。这一逻辑源于医疗器械企业较高的年化成长能力、医疗器械的产品属性和商业模式特点。
- 因此在价格及招采政策压力方面，我们认为器械普遍低于药品，而器械中体外诊断、医疗设备优于高值耗材。
- 进口医疗器械的国产替代也是所有价格压力的有效对冲因素，国产化率较低的领域有优势。

相关公司

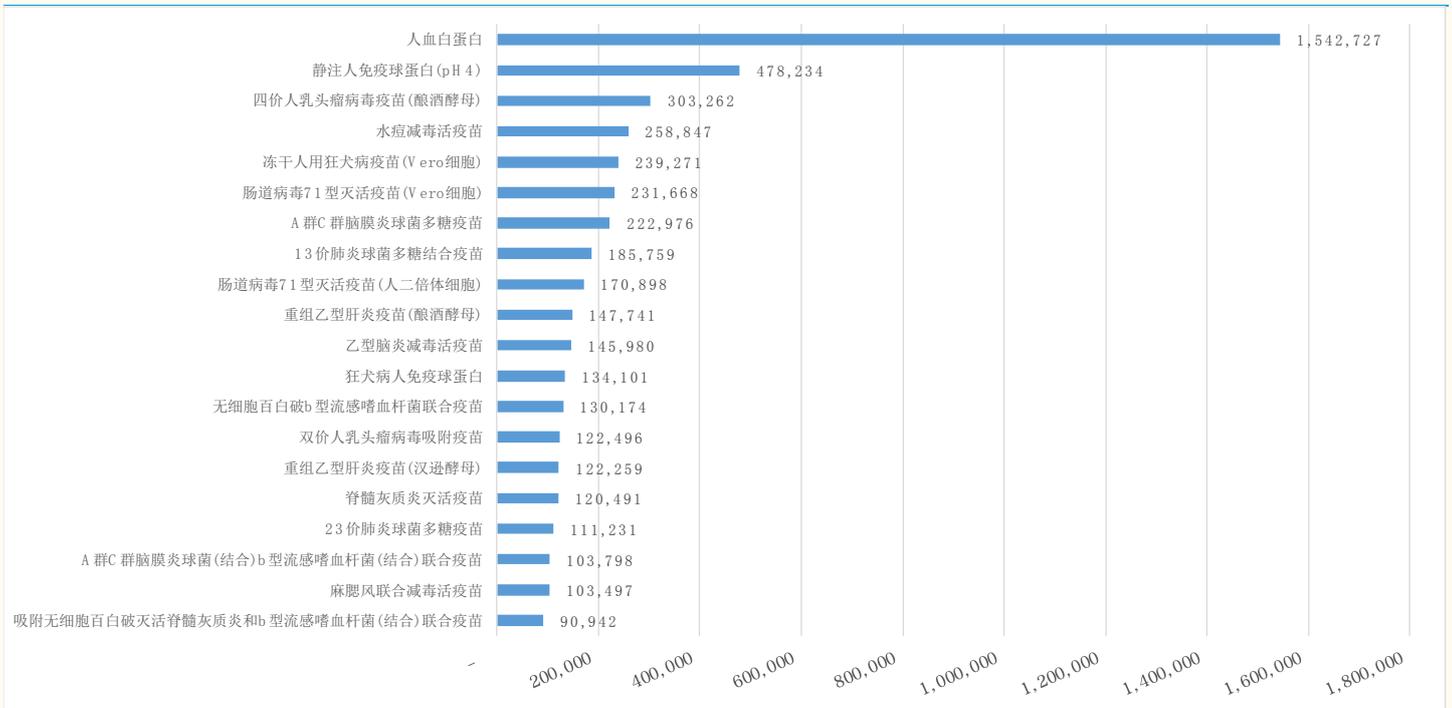
- 板块龙头：迈瑞医疗、乐普医疗
- 细分领域龙头：安图生物、凯利泰、健帆生物、开立医疗、欧普康视

生物制品：消费属性突出 不受医保控费影响

总体策略观点：医疗组（袁维）

- 我们认为血制品、生长激素、疫苗等等领域重要品种自费比例高，消费属性突出，在当前政策环境下不仅具备较强成长性，避险价值也值得重视。
- 血制品迎来供应端和销售端的双重改善，血液制品使用量与经济发展水平密切相关，国内经济较发达地区使用量也远高于欠发达地区。随着国内人均 GDP 和人均医疗费用的增长，未来血制品使用水平持续提升是极大概率趋势。
- 生长激素行业兼有高增速、高净利润率、竞争格局好、自费比例高基本不受医保控费影响等特点，因此虽然行业相对细分，但消费成长投资价值突出。
- 疫苗行业在长生事件短期的冲击过后，行业将在申报、生产、销售等环节进一步规范化，从长期看这一变化对于研发和生产条件有优势的企业是催化市场集中度提升的利好。重点关注已获批重磅品种的放量（HPV、四价流感疫苗）和潜在重磅品种（13 价肺炎结合疫苗、人二倍体细胞狂犬疫苗）的审批进程。

图表 55：2018 年 1-11 月生物制品批签金额计算（货值为估计值，万元）



来源：药智网，国金证券研究所

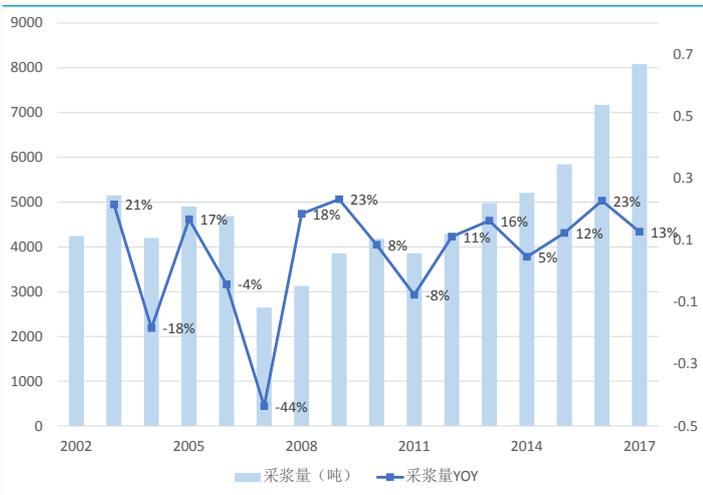
血制品：供应端和销售端双重改善，景气度筑底回升

- 血制品在 2016 年下半年至 2017 年上半年出现了较明显的销售压力，我们认为这一变化的根本原因是 2015、2016 年国内浆站数量的审批加速，原料血浆供应快速增加，以及行业供需关系改变。同时两票制落地、药占比的考核压力增加等也导致短期内院内市场对血制品的消化能力出现瓶颈，放大了这一波动。
- 但从长期看，我们认为血制品的短期压力是相对过剩（短期供应量超过原来渠道的消化能力），我国血液制品人均用量依然远低于发达国家水平，终端需求也保持有力增长（我们估计在两位数以上）。国际和国内历史经验表明，血液制品使用量与经济发展水平密切相关，国内经济较发达地区使用

量也远高于欠发达地区。随着国内人均 GDP 和人均医疗费用的增长，未来血制品使用水平持续提升是极大概率趋势。

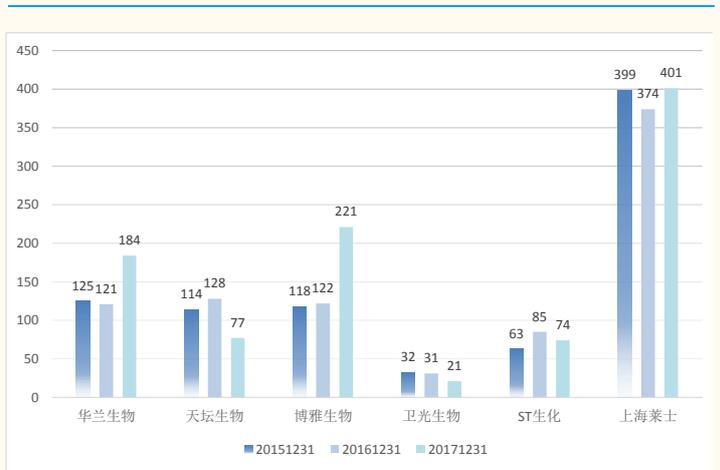
- 2017-2018 年，随着销售压力的增加，国内采浆量整体增速明显放缓，预计未来血制品行业的原料血浆供应增长压力将逐步减轻，血浆原料稀缺性有望重新显现。
- 同时销售端同样取得突破，血制品企业加强了对销售工作的重视，扩充销售队伍，提高销售费用投入，逐步消化了渠道变化和两票制、药占比控制带来的政策压力，重回增长通道。
- 在观测血制品行业景气度的变化上，应收账款和存货周转情况是重要的先行指标，具备重要关注价值。
- 龙头企业如华兰生物由于叠加有流感疫苗放量等其他业务弹性，其成长价值尤其值得关注。

图表 56：国内采浆量情况



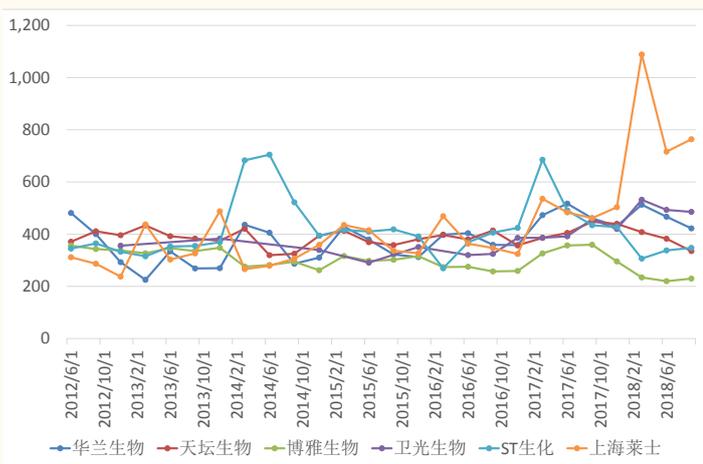
来源：卫健委官网，行业访谈和草根调研，国金证券研究所

图表 57：部分血制品企业销售人员数量变化情况



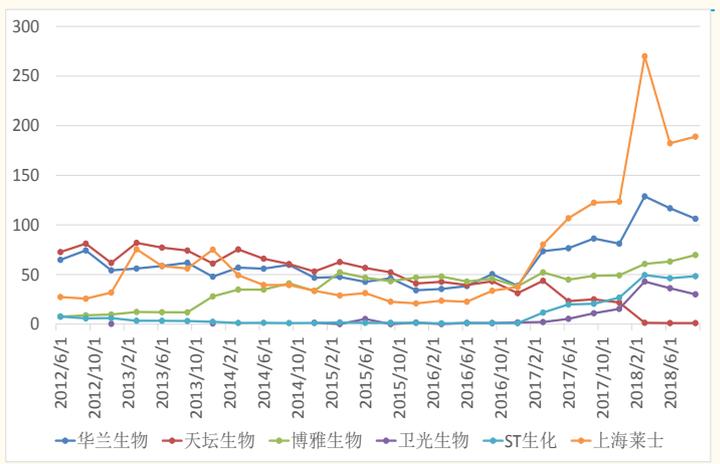
来源：公司公告，国金证券研究所，天坛生物 2017 年进行了疫苗业务的剥离，对销售人员数量产生较大影响

图表 58：部分血制品企业存货周转天数



来源：Wind，国金证券研究所

图表 59：部分血制品企业应收账款周转天数



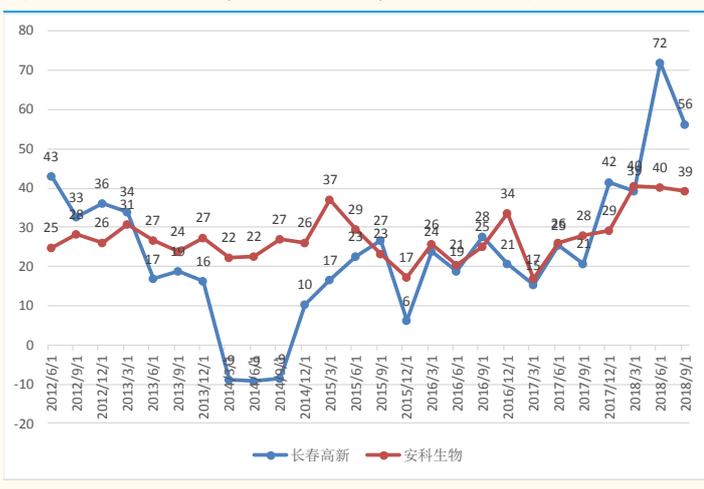
来源：Wind，国金证券研究所

生长激素：竞争格局好 消费属性强

- 生长激素行业兼有高增速、高净利润率、竞争格局好、自费比例高基本不受医保控费影响等特点，因此虽然行业相对细分，但消费成长投资价值突出。

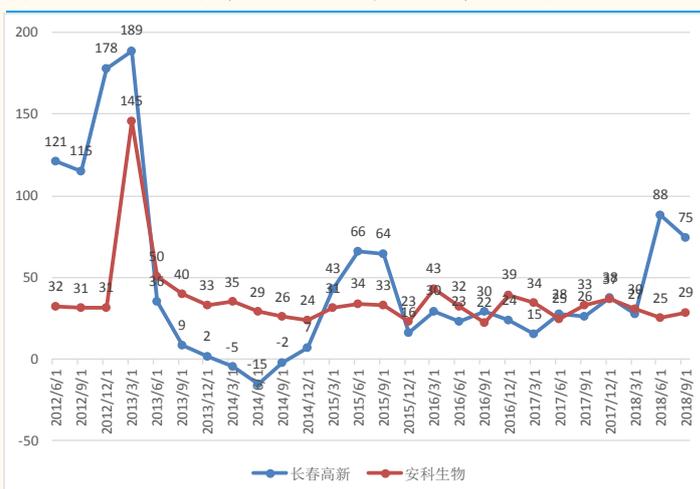
- 长春高新、安科生物新患者人数和销售队伍继续保持快速扩张，未来新剂型（长春高新长效剂型结束 IV 期临床，安科生物水剂已经报产等待现场检查）产生业绩贡献是大概率预期。考虑我国生长激素销售总规模（估计 2018 年 40 亿元左右）及市场渗透率仍然与较大提升空间，生长激素在中长期的成长前景继续看好。
- 在主业快速发展的同时，新品种的丰富（安科生物 CAR-T 细胞治疗和单抗药物研发、长春高新鼻喷流感疫苗、促卵泡激素等）是公司价值的另一看点。

图表 60：生长激素企业收入同比增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 61：生长激素企业扣非净利润同比增速 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

疫苗行业：关注“爆款”品种放量和重磅品种申报

- 长生事件对 2018 年国内疫苗行业的发展产生了重大的影响。我们认为这一事件不改变长期对疫苗的看好逻辑：在短期的冲击过后，行业将在申报、生产、销售等环节进一步规范化，这一变化从长期看对于研发和生产条件有优势的企业是催化市场集中度提升的利好。
- 我们认为疫苗行业未来投资重点主要在于两大方向：
 - 国内业已获批的重磅消费属性品种的放量带来的重大业绩表现：例如四价流感病毒裂解疫苗、四价/九价人乳头瘤病毒疫苗等；这一类机遇基本不受单一事件影响，且在业绩面有清晰的反映，相对容易把握机会，最重要的是对放量的持续性和竞争格局变化有准确判断；
 - 国内在研重磅品种的研发推进和上市：如未来可能发生的 13 价肺炎结合疫苗国内企业获批上市、人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)上市等。长生事件后，新疫苗品种的申报上市进程整体有所放缓，但我们认为上述重要品种具备相对刚性的需求和消费升级空间，依然是企业价值支撑的核心因素，长期预期不会改变。

图表 62：国内部分 13 价肺炎球菌结合疫苗申报情况

药品名称	企业名称	本企业进度
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	辉瑞投资有限公司	已上市
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	玉溪沃森生物技术有限公司	申请上市
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	北京民海生物科技有限公司	临床研究 (III 期)
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	兰州生物制品研究所有限责任公司	临床研究 (II 期)
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	北京科兴中维生物技术有限公司	临床研究 (I 期)
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	成都安特金生物技术有限公司	临床研究
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	武汉博沃生物科技有限公司	申请临床

来源：医药魔方，国金证券研究所

- 经过近年来新品种的结构丰富和长生事件的影响，我们认为疫苗行业未来的竞争中，销售能力的重要性将有所下降，而研发能力、产能规模、生产条件、管理水平等因素将在疫苗企业的价值判断中获得比以往更多的重视。

相关公司

- 血液制品：华兰生物、天坛生物
- 生长激素：长春高新、安科生物
- 疫苗：华兰生物、智飞生物、康泰生物、沃森生物

医疗服务：消费需求新趋势，连锁医疗价值依旧

总体策略观点：医疗组（曾秋林）

■ 国民健康医疗需求刚性，下沉具备客观条件：

- 国民医疗支出意识尚浅，未来随着人口老龄化、医保支付压力的逐渐显现，国民医疗健康支出占家庭支出的比重将大幅提升。非一线城市的人均可支配收入提升，国民医疗健康消费需求下本具备客观条件

■ 新消费观驱动市场扩容，增量需求亟待开发，连锁医疗方兴未艾：

- 健康体检、眼科以及口腔细分领域是我们未来看好的受益消费升级的朝阳行业。当下，消费升级驱动市场扩容，由于增量项目更加依赖资本投入带来技术提升、高端设备、人才培养和就诊环境改善，进一步提升了连锁复制的可标准化程度，连锁医疗方兴未艾。

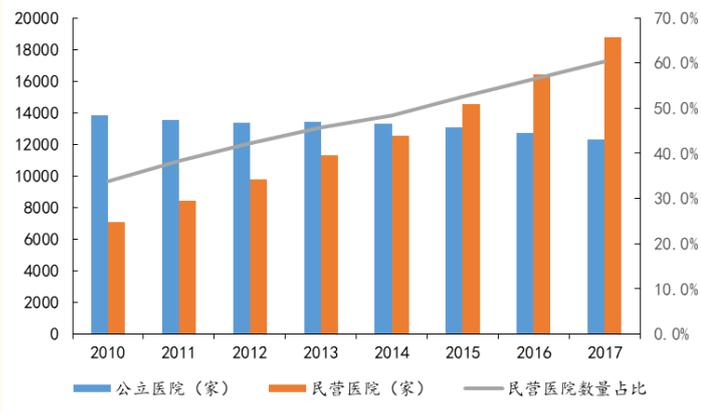
■ 健康体检与眼科服务行业格局出清，口腔服务可复制性提升驱动产业链价值重构，成长逻辑延续，优质龙头价值依旧：

- 以美年健康（体检连锁）、爱尔眼科（眼科连锁）、通策医疗（口腔连锁）为代表的优质龙头价值依旧，竞争优势显著，以其专业度、可复制化模式维持稳定增长，成长逻辑延续。

“国家级”标准奠定复制基础，社会办医热度不减

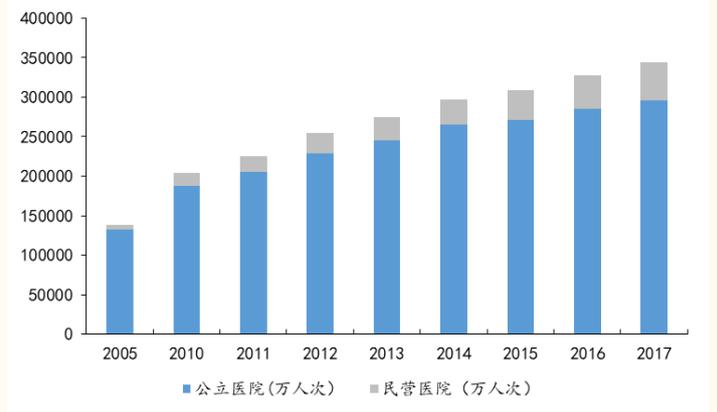
- 自新医改启动以来，多元化的医疗体制得到大力的推动和发展，政策的放开加之监管环境的优化，为民营医疗机构提高了较好的发展机遇。
- 近三年，我国民营医疗资源和服务量迅速增长，医疗卫生服务新产业、新业态、新模式不断涌现，社会投资领域拓展。
- 根据卫计委数据披露，截止 2018 年 6 月，医学影像诊断中心、医学检验实验室、病例诊断中心和血液透析中心分别达到 427 家、862 家、226 家、274 家，较 2017 年增长 7.6%、13.6%、9.2%和 53.1%。其中，社会办医学检验实验室和血液透析中心占 90%以上。

图表 63：2010-2017 公立与民营医院数量（家）



来源：卫生统计年鉴，国金证券研究所

图表 64：2005-2017 公立与民营医院就诊人次（万人次）



来源：卫生统计年鉴，国金证券研究所

专科连锁模式：可复制、增长稳定

- 历经 20 余年探索与发展，专科连锁模式优势突出，成为当前民营办医最成功的商业模式。

- 连锁专科模式具有轻资产运营的特点，特点是技术壁垒低，风险小，多采用标准化的治疗流程，可复制性高，易于市场扩张。通常针对公立医院易边缘化或对医保依赖度低的科室。民营专科医院引入先进的管理理念，通过提供更优质的服务或更低的价格与公立医院竞争。

图表 65：民营资本最青睐的连锁服务模式投资金额等要素分析

	美年健康	爱尔眼科	通策医疗
共同点	医疗属性、受卫健委（原卫计委）监管		
专业领域	体检	眼科	口腔
占地（平米）	2000	3000	3000-3500
初始投资额（万）	1500	3000	2000-2500
培育期（年）	1-2年	省会医院一般3-4年 地级医院2-3年	2-3年
成本回收期（年）	2-3年	5-6年	5-6
单店产能限制因素	B超检线	手术设备台数 视光验配医师数	牙椅数 种植室/手术室
成熟期净利率	25%	30%	30%
单店盈利能力	O端客户转化 O端比重提升	高附加值业务占比： 屈光、视光、白内障	高附加值业务占比： 种植、正畸、儿童口腔
关键因素	品牌、可复制、规模效应		
政策监管	较松		
产业链中的话语权	较强	较强	较强
风险点	管理水平、扩张能力、资金风险		

来源：公司公告、草根调研，受限于样本的差异仅供参考，国金证券研究所

- 目前民营资本涉及最多的主流专科包括眼科，体检，口腔科，精神科，辅助生殖科以及医疗美容科。

图表 66：口腔 vs 眼科 vs 健康体检：从业务属性看可复制性对比

	眼科	健康体检	口腔
民营办医涉及的业务种类	屈光、白内障、眼前段、 眼后段、视光配镜	基于健康状态评价与疾病筛查 的各种检查项目	种植、正畸、修复、洁牙、 外科（拔牙）、 内科（牙周、补牙）
对标公立医疗机构，业务覆盖度	★★★	★★★★★	★★★★☆
其中：高附加值业务比重	★★★★☆	-	★★☆
流程标准化程度	★★★★☆	★★★★★	★★
人才依赖度	★★★	★★	★★★★★
设备依赖度	★★★	★★★★★	★★
服务工作效能	★★★★★	★★★★★	★★★
服务效能指标	医师日均担负诊疗人次：10	日均单台B超检查人次：30-40	医师日均担负诊疗人次：7

来源：卫生统计年鉴，公开资料整理，国金医药梳理绘制，国金证券研究所

- 相比综合医院，连锁专科还具备初始投资小，回报期较短以及成熟期净利润率高的优点。该模式受资本市场青睐，二级市场给予估值溢价。

图表 67: A 股龙头连锁专科医疗公司类比

	美年健康	爱尔眼科	通策医疗
所在行业	健康体检	眼科	口腔
现有行业规模	约1200亿	约1000亿	约900亿
总市值(亿元)	467.61	700	143.23
2018H并表中心数量	228	100	26
2018H体外中心数量	202	150+	6
2017年门诊量(万人次)	2000+	500 (手术量: 52)	158
2017年平均客单价	B端: ~400	全飞秒: 18800	750
	C端: 400-3650	白内障: 6000 视光: ~1000	
非公立规模占比	约25%	约20%	约50%
民营替代公立的难度	★	★	★★
民营龙头集中度	★★★	★★★	★★
销售模式	B2B2C+B2C	B2C	B2C
业务是否交叉	口腔	否	眼科
产业链可延展性	★★★	★★	★★
其他业务延展/并购	频繁的新器械、 检测技术嫁接	海外眼科	数字正畸, 眼科 综合妇幼, 辅助生殖

来源: 公司公告, 国金医药整理, 国金证券研究所

“国家级”标准陆续发布, 扩张复制更加有据可依

- 近两年鼓励社会办医政策逐步细化, 监管环境持续优化。
- 自 2016 年起, 在国家卫计委逐步放开社会力量举办独立设置的医疗机构后, 已陆续针对 10 类可独立设置的医疗机构分别出台定性且定量的基本标准与管理规范, 拓展社会投资领域的同时, 有效提高了政府部门监管及督导的可操作性。
- “国家级”标准的发布使专科连锁模式在扩张复制层面更加有据可依, 专科连锁模式有望成为民营办医的主要业态。

图表 68: 已发布 10 类可独立设置医疗机构基本标准与管理规范一览

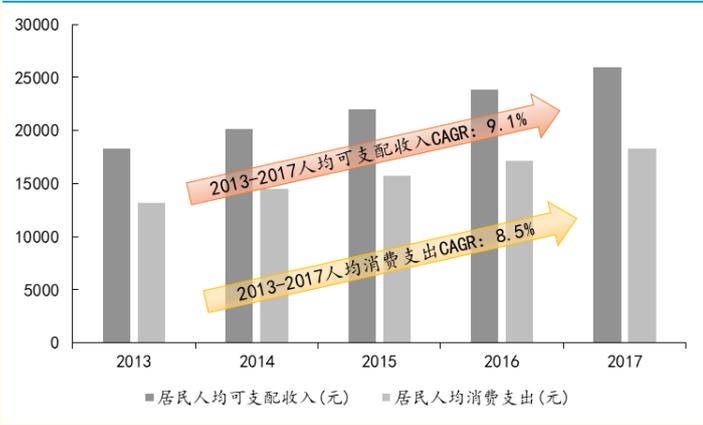
发布时间	文件名称	
2016年8月12日	国家卫生计生委关于印发医学影像诊断中心基本标准和管理规范(试行)的通知	国卫医发〔2016〕36号
2016年12月21日	国家卫生计生委关于印发血液透析中心基本标准和管理规范(试行)的通知	国卫医发〔2016〕67号
2016年12月21日	国家卫生计生委关于印发医学检验实验室基本标准和管理规范(试行)的通知	国卫医发〔2016〕37号
2016年12月21日	国家卫生计生委关于印发病理诊断中心基本标准和管理规范(试行)的通知	国卫医发〔2016〕65号
2017年2月9日	国家卫生计生委关于印发安宁疗护中心基本标准和管理规范(试行)的通知	国卫医发〔2017〕7号
2017年11月8日	国家卫生计生委关于印发康复医疗中心、护理中心基本标准和管理规范(试行)的通知	国卫医发〔2017〕51号
2018年6月11日	关于印发医疗消毒供应中心、健康体检中心、眼科医院的基本标准和管理规范(试行)的通知	国卫医发〔2018〕11号

来源: 卫计委(原卫计委)官网, 国金证券研究所

国民健康医疗需求刚性，民营连锁价值依旧

- 国民医疗支出意识尚浅，未来医疗支出将大幅提升。
- 未来随着人口老龄化、医保支付压力的逐渐显现，国民医疗健康支出占家庭支出的比重将大幅提升。在国家“预防为主、防治结合”的指导方针下，国民在健康防治的花费意识和消费比重提升。

图表 69：我国人均消费支出逐年增长



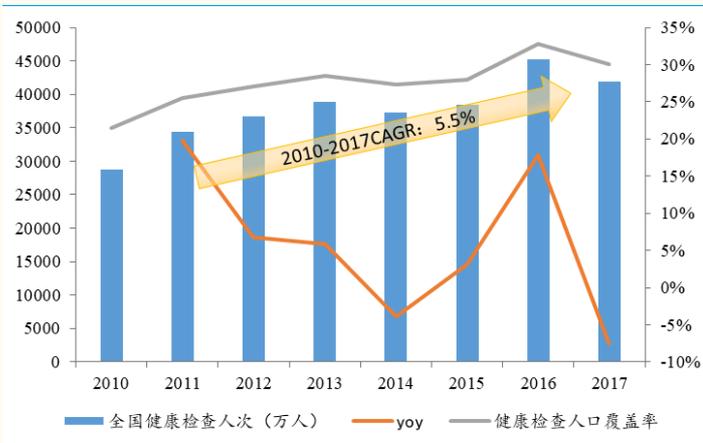
来源：卫生统计年鉴，国金证券研究所

图表 70：我国居民人均医疗保健消费支出逐年增长



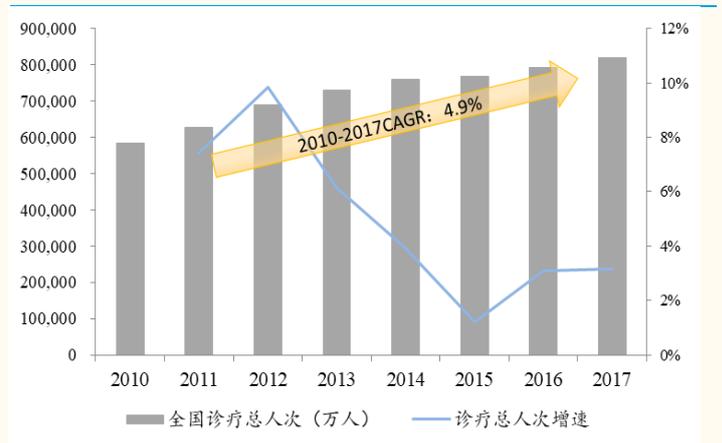
来源：卫生统计年鉴，国金证券研究所

图表 71：2010-2017 全国健康检查人次 (万人)



来源：卫生统计年鉴，国金证券研究所

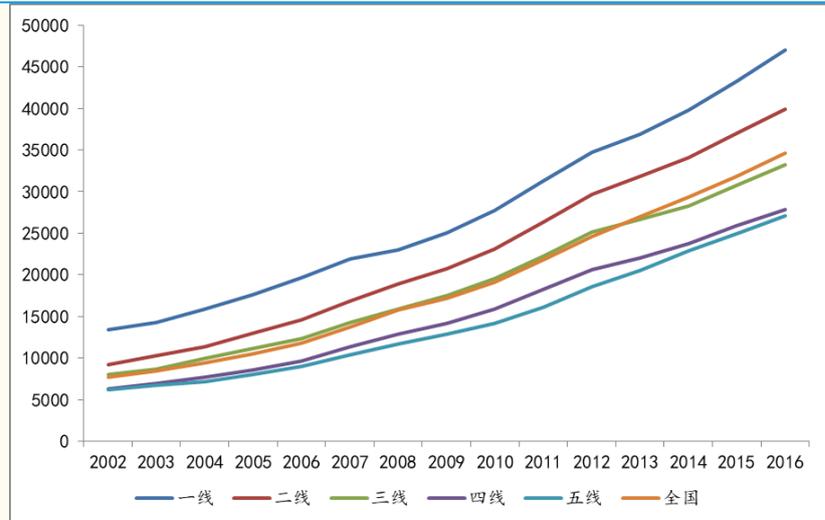
图表 72：2010-2017 全国诊疗总人次 (万人)



来源：卫生统计年鉴，国金证券研究所

- 国民医疗健康消费需求下沉具备客观条件。我们对 200 多个城市取样分析，过去 14 年里，三线、四线、五线城市的人均可支配收入提升速度快于一二线城市。
- 最近 5 年里，这一趋势更为明显：我们针对 5 线城市的样本分析，人均可支配收入过去 5 年里年复合增速达到 11%，高于一二线城市的 8.5% 水平。非一线城市的人均可支配收入提升，将带来国民医疗健康消费需求的下沉。

图表 73：各线城市人均可支配收入增长变化



来源：国家统计局，国金证券研究所

新消费观驱动市场扩容，优质龙头成长逻辑延续

- 健康体检、眼科以及口腔细分领域是我们未来看好的受益消费升级的朝阳行业。当下，消费升级驱动市场扩容，由于增量项目更加依赖资本投入带来技术提升、高端设备、人才培养和就诊环境改善，进一步提升了连锁复制的可标准化程度，民营连锁方兴未艾。

图表 74：连锁医疗需求端：新消费观驱动市场扩容

需求端	存量市场	增量市场
口腔	<ul style="list-style-type: none"> 口腔防治意识低，疾病知晓率低，病症明显时就诊 以一般综合口腔业务为主 口腔外科（拔牙） 口腔内科（牙周、补牙） 一般修复（活动义齿修复、烤瓷单冠修复） 严重牙缺失修复（种植） 	<ul style="list-style-type: none"> 保健意识提升，科学护理观念普及，新消费观驱动市场扩容 小儿保健性治疗：窝沟封闭、正畸； 年轻人对美观、保健等消费需求：牙齿美白（洁牙）、牙齿整形（瓷贴面等）、正畸（隐形正畸）； 中老年牙周健康状况差，牙缺失率高，疾病治疗意识和消费属性双提升，牙种植市场渗透率随患者认知度与接受度提高，空间广阔。
眼科	<ul style="list-style-type: none"> 眼健康意识缺乏，眼病认知以传染性病变为主 眼病认知局限，以沙眼，传染性结膜炎等眼表疾病为主； 用眼习惯差：青少年近视问题严重、白内障、青光眼高发； 传统致盲性眼病知晓率诊出率低。 	<ul style="list-style-type: none"> 眼健康防治观念普及，消费升级驱动视光屈光市场，眼部疾病谱转向退行性病变 现代用眼行为改变使各类眼病患病率呈高发态势，退行性病变突出； 新致盲性眼部疾病谱具有中国特色，代谢相关眼底病发病率增长迅速，具有患病人群大，认知度低，诊出率低，潜在服务需求空间巨大； 青少年近视防控重视度提高，成年人“摘镜”需求提升。
体检	<ul style="list-style-type: none"> 就业、参军或入学等目的的强制性体检； 企业福利：员工每年例行健康体检。 	<ul style="list-style-type: none"> 提早发现健康隐患，疾病防控观念主导的新消费型需求； 健康管理。

来源：国金医药整理绘制，国金证券研究所

图表 75：连锁医疗供给端：增量市场的驱动与制约因素

供给端	驱动因素	制约因素
口腔	<ul style="list-style-type: none"> ■ 医疗技术突破，种植、正畸等国际先进技术与设备的引进与普及； ■ 3D数字化系统与影像设备（CBCT）作为辅助技术，在种植、正畸等的运用，加强了诊治精准性，提高医生效率； ■ 国产创新起步，医疗影像设备、牙种植系统、隐形正畸等国产替代趋势初显； ■ 社会资本介入，快速补充区域市场 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 区域强势公立口腔机构独大，民营机构分散，形成区域集中度高，全国品牌割裂的格局； ■ 口腔人才紧缺，培养周期长； ■ 业务属性可复制性低； ■ 个体差异大，依赖医生度高，技术创新无法完全替代临床综合诊治能力； ■ 患者依从性高，独立品牌粘性难建立。
眼科	<ul style="list-style-type: none"> ■ 引进国际领先的学术理念、药物以及医疗设备实现手术等医疗技术的突破，西医眼科已逐步与国际接轨，具备复杂疑难眼病诊治能力； ■ 传统致盲性眼病（白内障，青光眼，黄斑变性）、屈光角膜激光矫正手术等常见眼病手术及耗材实现普及； ■ 社会资本介入，突破公立医院引进大型高值眼科医疗设备困难； ■ 中医眼科国际学术影响力逐步提升，眼内科临床运用与治疗效果显著。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 眼科人才培养周期长，尤其眼底病医生； ■ 我国眼科学和临床学术起步晚，视光屈光等新兴学科人才紧缺，学科建设有待完善； ■ 优质眼科医疗资源分布不均，基层眼健康服务能力亟待提高
体检	<ul style="list-style-type: none"> ■ 填补国内全科医生空白的商业逻辑，社会资本运作，推动专业体检业态快速扩张下沉； ■ 疾病检测技术与医疗影像设备不断迭代升级； ■ 互联网及信息技术助力，完善检前检后服务； ■ 大型医疗设备许可管理审批下放； ■ 第三方独立实验室等产业链配套业态发展。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 影像医师短缺，体检医师紧缺 ■ 多点执业尚未完全落地 ■ 行业规范度与体检质量有待提高

来源：国金医药整理绘制，国金证券研究所

相关公司

- 以美年健康（体检连锁）、爱尔眼科（眼科连锁）、通策医疗（口腔连锁）为代表的优质龙头价值依旧，竞争优势显著，以其专业度、可复制化模式维持稳定增长，成长逻辑延续。

图表 76：连锁医疗行业龙头相关关键竞争优势梳理

行业龙头	健康体检 美年健康	眼科 爱尔眼科	口腔 通策医疗
	全国性品牌	全国性品牌	区域医院集团战略
品牌定位	打造多品牌战略，实现从大众体检到高端体检市场的全面布局，服务能力多维化 大众品牌：美年健康、慈铭体检 中端品牌：慈铭奥亚 高端品牌：美兆医疗	眼健康生态圈 连锁网络生态、眼健康互联网+生态、国际化生态、科技创新生态、医疗金融生态	区域医院集团战略：旗舰总院+分院 浙江省：杭口+宁口优势旗舰医院 全国：存济医学院附属口腔医院
	参股模式+并购基金 撬动社会资源	体外并购基金+合伙人计划 助力医院城市布局下沉	投资基金助力全国发展 蒲公英计划加快省内下沉
资本运作	利用并购基金盘活资金，加速布局美年、慈铭、奥亚、美兆多个子品牌上市公司以参股的方式与大股东/产业并购基金/投资机构一同出资设立体检机构。待体检机构符合上市公司收购要求时就注入上市公司	公司于2014年开始设立并购基金，在体外开设医院。体外医院达到一定成熟期后，再分批注入上市公司。首批体外培育眼科医院纳入上市公司，并购基金孵化项目落地	浙江省内：1) 赢湖创造与赢湖共享共参与投资了9家口腔医院，其中杭口分院有7家，宁口分院2家；2) 蒲公英计划推行加速省内扩张 全国：通策口腔医疗投资基金定向投资建设北京、武汉、重庆、成都、广州和西安六家大型口腔医院
门店数量	400+	250+	30+
成熟门店内生增速	平均客单价提升5-10%	2018H1前十大医院收入增长约24%	成熟期牙椅单产增速15-20%
扩张战略	各线城市门店布局均衡，网点集中于一二线城市，三线、四线城市已实现多点布局，并已优先下沉到五线城市	并购基金注入 近三年增长点看地级市医院	未来3-5省内蒲公英计划下沉 体系外培育异地大学口腔医院
管理体系	长期成本优势，标准化管理，集采优势，HIS系统、ERP系统等管理系统支持，规模效应等		
医疗技术	横纵向产业链延伸的平台与渠道价值： 体现在筛查项目，集约读片，专科医联体等多维度体检质量的提升	“产、学、研”一体化的战略布局，“两院、两所、两站”+“角膜研究所”造就强势科研平台，国际合作联动。通过集团学术委员会各学组的日常组织和医院的高效联动，持续增加人才储备，完善人才培养体系	公司已与国内外八所院校建立了战略合作关系，形成丰厚的人才储备和临床技术积累。与院校共建医学院附属口腔医院一方面内化人才培养体系，形成核心技术的人才建设梯队，另一方面教研体系的大医院平台有助于人才吸引。

来源：公司公告，公司资料，国金医药整理绘制，国金证券研究所

零售药店行业：压力中前行，危机里机遇

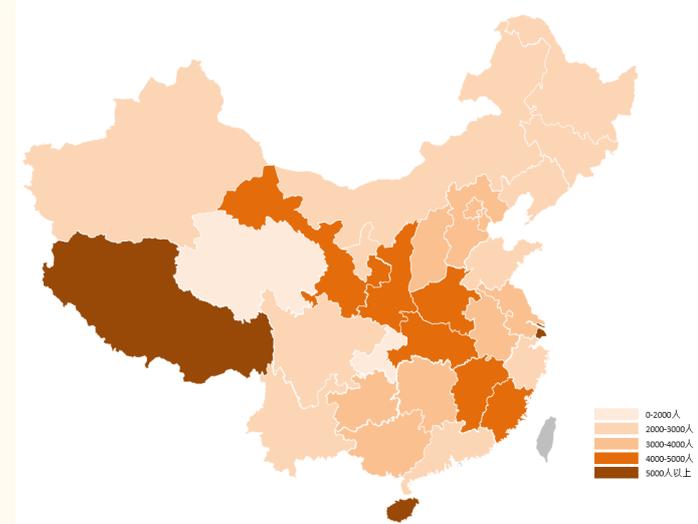
总体策略观点：医药组（王麟）

- 《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》落地，规范执行细节，行业集中度持续提升信号明显。
- 外延并购+自建整合的扩张逻辑依然是药店行业主逻辑，各家根据自身优势和短板进行战略设置，整体行业基本面增速预计较好。
 - 连锁率持续提升，自建+并购的扩张逻辑继续进行。
- 处方外流逻辑长期利好医药零售行业。

药店分级政策逐渐明晰，行业整合信号明显

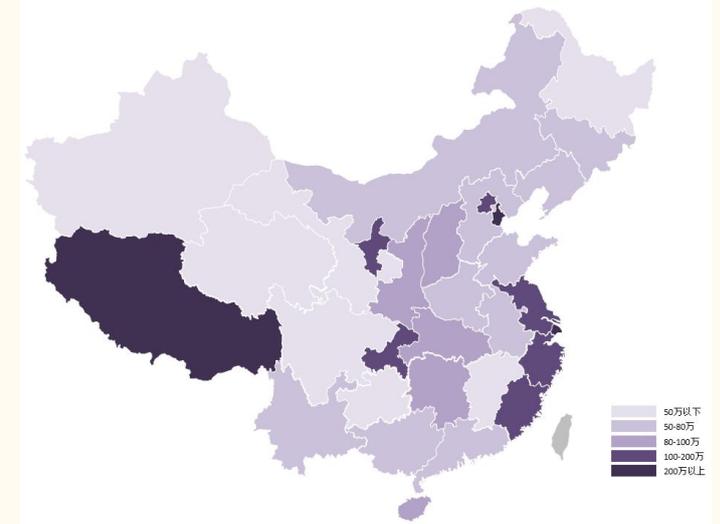
- 近日，商务部发布《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，明确全国药店分类分级实施细则，个别细节有别于 1.19 日商务部发布的《关于零售药店分类分级管理试点的指导意见（征求意见稿）》和 4.15 日广东省药监局发布的《药品零售企业分级分类的管理办法（试行）》。
 - 药店分类分级趋势不变，整体节奏更为缓和，分类分级更为细致，更有利于行业整体整合趋势，利好药店龙头企业。
 - 各省情况不一，分类分级是偏中长周期任务，基本面与各家企业外延和自建密切相关。

图表 77：各省平均单店覆盖患者数（人）



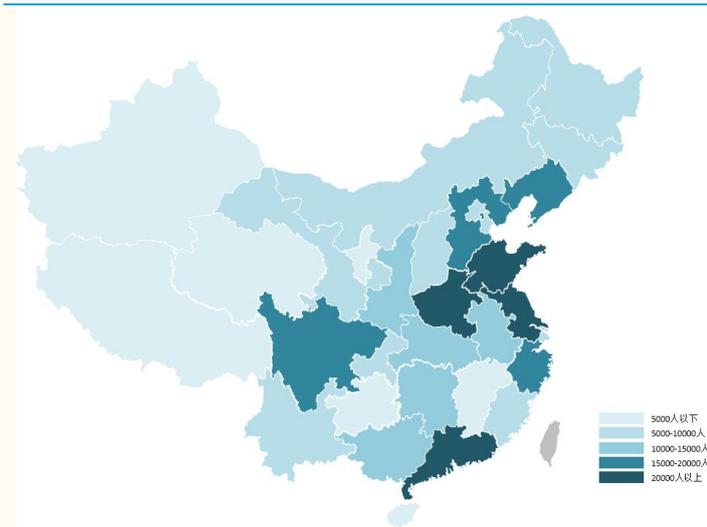
来源：各省药监局、卫计委、《中国药店》，公开数据整理，国金证券研究所

图表 78：各省平均单店年产出额（万元）



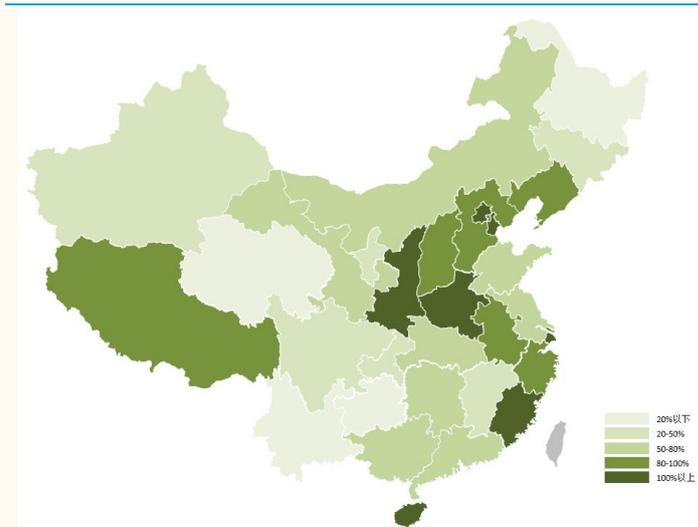
来源：各省药监局、卫计委、《中国药店》，公开数据整理，国金证券研究所

图表 79：各省执业药师注册数量（人）



来源：各省药监局、卫计委、《中国药店》，公开数据整理，国金证券研究所

图表 80：各省执业药师社会药店配置比例（%）



来源：各省药监局、卫计委、《中国药店》，公开数据整理，国金证券研究所

- 综上，在该分级政策背景下，各个省份之间存在较大差异，有利于龙头企业对小型连锁药房进行整合并购，未来药店主旋律依然是行业整合和外延并购。

龙头企业逐步完善自身能力圈，全国连锁率将继续提升

- 连锁化率不断提升，仍存改善空间：
 - 截止 2017 年，中国零售药店共约 45.37 万个门店，其中连锁药店约 22.97 万个门店，连锁化率已超 50%，连锁药店数量约 6021 家，平均单个连锁药店下属门店数量约 38 个。
 - 近年来中国零售药店行业连锁化率不断提升，连锁化率从 2012 年的 36% 提升至 2017 年的 50.5%；连锁药店数量从 2012 年的 3107 家提升至 2017 年的 6021 家。整体连锁药店数量和连锁化率都有较大幅度提升，然而单个连锁药店下属门店数量却在近年来逐步有所下滑，从 2012 年的平均 49 家门店下滑至 2017 年的 38 家门店。

图表 81：2012-2017 中国药店连锁化率稳步提升



来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，商务部，国金证券研究所

图表 82：2012-2017 连锁药店数量及平均门店个数



来源：《药品流通行业运行统计分析报告》，商务部，国金证券研究所

- 我们认为药店连锁化率和连锁药店数量的提升是行业发展趋势，而平均连锁药店下属门店数量下滑值得注意，原因预计有以下两点：(1) 在零售药店连锁化趋势大背景下，大量单体药店转型低质量连锁药店，该类转型跟原来相比并无本质区别；(2) 监管趋严。
- 综上，在维持药店行业连锁化率和药店连锁数量提升的同时，还应尽量提高单个连锁药店的平均店数，保证连锁化率和连锁药店提升的质量。
- 龙头企业逐步完善自身能力圈，积极应对现有行业变化。
 - 益丰药房门店方面，截止 2018Q3 季度，前 3 季度公司拥有门店总数 3242 家（含加盟店 130 家），净增加 1183 家。其中，新开门店 404 家（含加盟 50 家），并购门店 813 家，关闭门店 34 家。
 - 老百姓门店方面，截止 2018Q3 季度，公司共有门店 3110 家，前三季度自建门店共 421 家，并购新增门店约 303 家，关店 48 家。
 - 益丰药房更加注重自己并购门店的数量与质量（新开门店 404 家（含加盟 50 家），并购门店 813 家），而老百姓则更加注重自建门店的数量和质量（自建门店共 421 家，并购新增门店约 303 家）。

图表 83：益丰药房外延并购门店数据梳理（部分，2018Q1-2018Q3）

公告时间	交割时间	收购标的	股权比例	收购价格	当年营收	当年净利	当年净利率	次年营收	次年净利	次年净利率	次年PS	次年PE	药店数	医保店数	经营面积	单店面积
20180106		江西天顺大药房	60%	4,020	15,479	232	1.5%	14,475	260	1.8%	0.46	25.77	139	82	17,264	124
20180326	20180501	泰州市博爱大药房	65%	3,445									18			
20180326		泰州市百姓人大药房	65%	3,575									16			
20180326	20170701	石家庄新兴大药房	4.96%	6,120	123,387											
20180623		石家庄新兴大药房	86%	138,359	90,492	4,399	4.9%	81,442	6,500	8.0%	1.97	24.66	462			
20180804	20180804	上海上虹大药房	51%	14,280	25,217	1,340	5.3%						53	25	9,900	187
20180825		江苏市民大药房	53%	13,250	16,724	1,887	11.3%	14,092	1,300	9.2%	1.77	19.23	14			
20180828	20180601	祁东县国大健康大药房	100%	1,438									11			
20180828	20180701	湖南欣百康医药连锁等	100%	5,500									21			
20180828	20180701	长沙市芙蓉区庆元堂大药房	100%	1,128									13			
20180828	20180701	如东日晖大药房	65%	2,872												
20180828		长沙市芙蓉区泰来森炎堂	100%	1,015									11			
201809		衡阳济世堂大众健康大药房	100%	3,350									10			
201809		南县世纪康大药房	100%	290									3			

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 84：老百姓外延并购门店数据梳理（部分，2018Q1-2018Q3）

公告时间	交割时间	收购标的	股权比例	收购价格	当年营收	当年净利	当年净利率	次年营收	次年净利	次年净利率	次年PS	次年PE	药店数	医保店数	经营面积	单店面积
20180331	20171001	扬州妙手大药房	100%	80									1			
20180331	20171001	白银华盛大药房	100%	18									1			
20180331	20171201	李晚辉	100%	220									3			
20180831	20180101	广西源芝堂医药	100%	610									11			
20180831	20180101	老百姓大药房连锁	40%	2,500												
20180831	20180301	江苏常州市6家单体药店	100%	1,460									6			
20180831	20180401	宁夏福德堂医药连锁	100%	490									13			
20180831	20180801	郴州市华盛仁康大药房	100%	700									13			
20180831	20180701	湖南达嘉维康医药产业	5%	5,098												
20180831	20180701	有湖南药简单科技	60%	1,500												
20170901		镇江华康大药房	65%	6,760									37			
20171101		隆泰源医药连锁	51%	6,732									40			
20171201		安徽省邻加医康复大药房	51%	5,100									68			
20171201		老百姓北京	25%	600												
20171218		江苏新普泽	51%	11,730	16,068	1,150	7.2%	18,961	1,357	7.2%	1.21	16.95	42	37	6,015	143
20180719		无锡三品堂	55%	3,300	4,531	300	6.6%	5,211	330	6.3%	1.15	18.18	24	12	2,900	121
20180831	20180601	芜湖市新民大药房	51%	1,388												
20180831		常州金坛新千秋大药房	65%	1,755												
20180831	20180701	江苏海鹏医药连锁	55%	7,975												
20180831		广西参芝林药业	100%	2,200	2,146	65	3.0%						16			
20180831		安徽药膳堂大药房连锁	100%	2,500	1,483	-323							16			
20180919		安徽政通大药房连锁	100%	3,200	2,018	-114							12			

来源：公司公告，国金证券研究所

相关公司

- 益丰药房、老百姓、一心堂、大参林等

总结：乘趋势之浪，享价值重构之华

基本面角度：新规则确立，价值链重新分割。

- **新规则确立：**从 2015 年药审改革开始，医药行业在医疗、医保、医药不同角度确立新的行业规则，其中重要特点是和国际接轨，建立新的标准，回归医药行业的本质。
- **优秀企业价值回归，行业价值链重新分割。**与国际接轨的规则和标准确认之后，真正有竞争力的企业优势被扩大，行业由之前的劣币驱逐良币进入优胜劣汰，企业价值回归。在行业保持两位数增长的同时，行业集中度进一步提升，优势企业市场地位提高。
- **国际价值链重新分割：**1) CRO、CDMO 和 API 行业具有国际竞争力的企业越来越多的参与到国际的竞争，在国际药品价值链中获取更大的份额。2) 中国本土的创新型企业将产品到海外注册，力求在海外实现突破。
- **国内价值链分割：**1) 消费升级：辅助用药、劣质产品（服务）逐步退出市场，医疗服务、药店、生物制品（生长激素、血制品、疫苗、胰岛素）等高端产品在消费刚性扩容背景下保持高速增长；2) 进口替代：在仿制药、医疗器械等领域，具有国产竞争力的产品逐步加速对于进口高价产品的替代，价值链重新分割；3) 技术溢价：CDMO、高壁垒仿制药、创新药等高壁垒产品（服务）由于高技术附加值和竞争格局良好，在产业优胜劣汰的背景下获取更大份额；4) 产业链延伸：API 中具有国际竞争力的企业把握审批加速+一致性评价+集中采购的变革机遇，通过获取高端订单和拓展制剂业务，获得过更高价值份额。

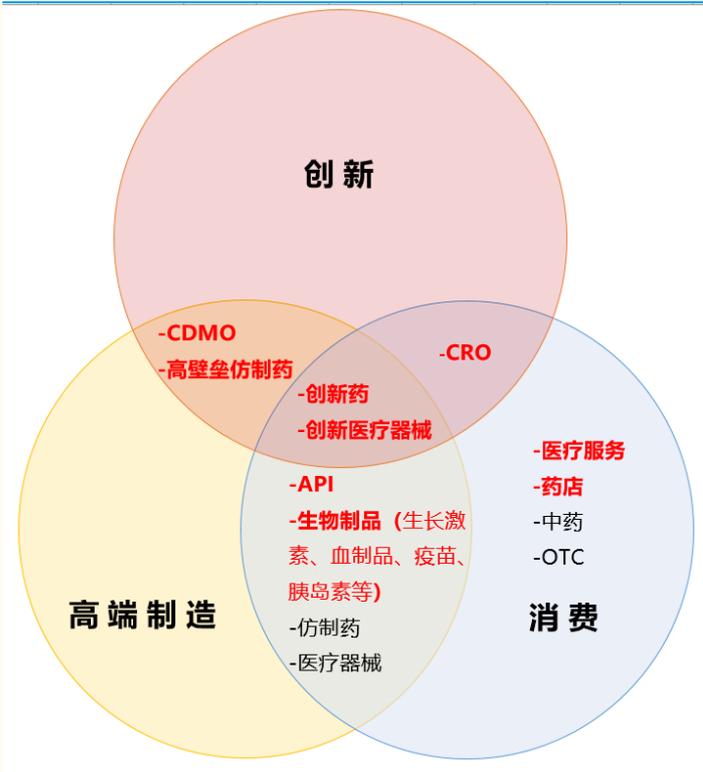
投资面角度：估值进入底部区间，真成长公司有望率先实现双击

- 过去两年是市场估值体系巨变的一年，多数股票估值进入历史底部。对于成长空间大、业绩确定性强的股票将继续增长，分享成长的收益。
- 对于在变革环境中的个股由于自身竞争力的提高，在新一轮价值分割的过程中享有更大的蛋糕，业绩兑现的公司有望实现戴维斯双击。
- 同时不可忽视的外资以长期角度增大对于医药个股的配置，定价方式转变。

投资建议：看好在创新、高端制造和消费三个维度公司

- 行业新规则确立，在行业价值链重新分割过程中我们看好具有核心竞争力的企业获得更大的份额。从子行业角度我们看好 1) 具有国际竞争力，技术依赖高的创新药、CRO/CDMO、API 行业，2) 产品力提高、进口替代空间大的医疗器械行业；3) 需求旺盛，竞争壁垒高受益于消费升级的生物制品行业；4) 商业模式领先的连锁医疗服务和药店行业。
- 个股层面，我们看好在创新、高端制造和消费不同角度具有竞争优势，有望在价值链分割中获得更多份额的公司。相关公司包括：
 - 综合龙头：恒瑞医药、复星医药、科伦药业、丽珠集团。
 - 医疗器械：迈瑞医疗、健帆生物、凯利泰。
 - CRO/CDMO 领域：药明康德、泰格医药、凯莱英。
 - API：普洛药业、仙琚制药、司太立、天宇股份、美诺华、健友股份。
 - 生物药领域：长春高新、华兰生物、通化东宝。
 - 医疗服务：爱尔眼科、美年健康、通策医疗。
 - 连锁药店：益丰药房、老百姓。

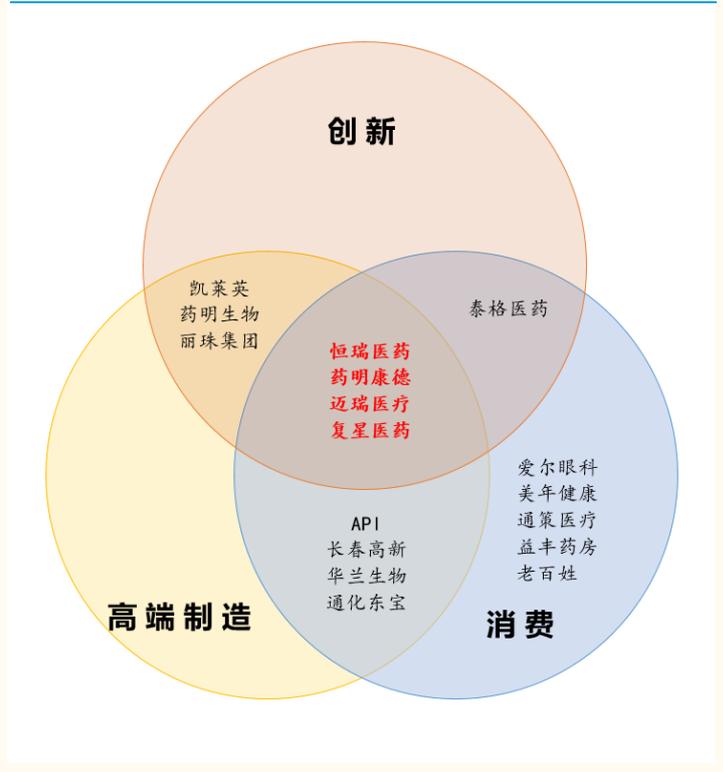
图表 85：国金医药 2019 年行业投资图谱



来源：国金证券研究所

具体盈利预测及最新投资建议，请以最新公司研究报告为准

图表 86：国金医药 2019 年个股投资图谱



来源：国金证券研究所

风险提示

- 政策执行低于预期：行业价值链重新分割非常依赖政策的执行，药品审批加速、一致性评价、集中采购等政策都有执行落地的不确定性。
- 环保风险：在环保标准、飞行检查和海外审计增多的背景下，企业的环保存在环保问题。
- 医保控费：虽然目前医保收支相抵，但是存在医保控费政策进一步加剧的风险。
- 年度策略主要做年度投资思路梳理，并不代表具体公司即时观点。
- 产品及服务质量风险，销售规范性风险，出口风险。
- 市场波动及估值风险。
- 研发失败风险。
- 宏观系统性风险。
- 公司管理风险、股权变动风险。
- 商誉减持等财务性风险。
- 价格下降、成本等风险。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH