

医药生物行业 2020 年第二季度策略

短期关注海外疫情受益股，中长期看好中国创新+中国消费 增持（维持）

2020 年 04 月 04 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 李颖睿

执业证号：S0600519090002

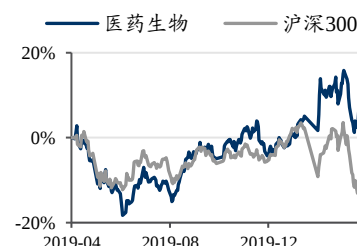
021-60199793

liyr@dwzq.com.cn

投资要点

- **世界疫情分析：关注海外疫情蔓延：**美国累计新冠病毒确诊病例数暴增，确诊人数全球最多，已成为此次全球疫情的“震中”。美国目前检测量总数多，但仍然不足，未来美国确诊病例数仍会较快增长。意大利、西班牙为欧洲疫情最严重国家，但已接近疫情拐点，法国、德国、英国有望四月中下旬达到拐点
- **医药行情：年初至今（截至 3 月 27 日）医药指数上涨 8.99%，板块表现好于沪深 300。**医药指数 2020 年至今累计涨幅为 8.99%，表现好于沪深 300 的 9.44% 的跌幅。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发至今，中央领导高度重视，多次讲话中提到对公众卫生健康领域要高度重视，在此基础上，医药行业整体走强。近期全球疫情爆发，美股指数波动较大，恐慌情绪明显，A 股受其影响有所波动，前期涨幅较好的医药板块出现回调。近期，国内疫情逐渐消退，内需恢复，医药指数伴随沪深 300 回升。
- **海外疫情升温，国内疫情消退，各行业影响不同。**疫情对医药各细分行业影响有所不同，从 2020 年一季报预期看，受益于疫情的包括：医疗器械、血制品、连锁药店、原料药。受损于疫情的包括：医疗服务、医药消费、慢性病药、CRO、疫苗、医药商业。考虑到目前国内疫情驱渐消散，海外疫情仍在升温。我们认为应当根据短中长期医药细分行业景气度变化，建议短期关注海外疫情受益股，积极关注边际变化明显的医疗服务、医药消费、疫苗、创新药等。
- **投资逻辑：短期关注海外疫情受益股，中长期看好中国创新+中国消费。**重点关注医疗器械、原料药、血制品、药店等一季报有望快速增长的板块。相关标的：1) 医疗器械：迈瑞医疗、鱼跃医疗、安图生物等。2) 原料药：博瑞医药、华海药业、天宇股份等。3) 血制品：天坛生物、博雅生物、华兰生物。4) 药店：大参林、老百姓、益丰药房。
- **国内疫情消退，积极关注边际变化明显的医疗服务、医药消费、疫苗、创新药和创新器械、CRO 等。**虽然一季度受到疫情冲击，但随着国内疫情消退，医药需求较为刚性，我们认为后疫情时期这些板块有望快速恢复。相关标的：1) 医疗服务：通策医疗、爱尔眼科。2) 医药消费：长春高新、片仔癀、欧普康视、我武生物。3) 疫苗：康泰生物、智飞生物。4) 创新药/创新器械：恒瑞医药、乐普医疗等。5) CRO：药明康德、泰格医药等。
- **风险提示：**疫情在国内控制情况超预期、医改政策推进速度超预期、国际业务受外围市场波动影响超预期等

行业走势



相关研究

- 1、《医药生物行业：国产新冠疫苗研发和国际同步，建议关注康希诺、复星医药、智飞生物》2020-03-22
- 2、《医药生物行业：后疫情时代医药五大细分领域新变化，关注互联网医疗新逻辑》2020-03-08
- 3、《医药生物行业点评：国家层面肯定互联网医疗的地位和作用，互联网医疗和药店行业有望受益》2020-03-05

表 1：重点公司估值（2020 年 3 月 31 日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2018A	2019A/E	2020E	2018A	2019A/E	2020E	
300760	迈瑞医疗	3,181.46	261.70	3.34	3.85	4.67	78.35	67.97	56.04	买入
600276	恒瑞医药	4,070.32	92.03	1.10	1.2	1.57	83.66	76.69	58.62	买入
600763	通策医疗	345.59	107.78	1.04	1.49	1.96	103.63	72.34	54.99	买入
000661	长春高新	1,108.93	548.00	5.92	8.77	13.72	92.57	62.49	39.94	买入
600436	片仔癀	749.92	124.30	1.89	2.28	3.31	65.77	54.52	37.55	买入

资料来源：Wind，东吴证券研究所

内容目录

1. 世界疫情分析：关注海外疫情蔓延	5
1.1. 美国为全球疫情“震中”，确诊数量暴增，拐点未至	5
1.2. 欧洲疫情分析：意大利、西班牙为欧洲疫情最严重国家，但已接近疫情拐点，法国、德国、英国有望四月中下旬达到拐点	7
2. 医药行情：年初至今医药指数上涨 8.99%，板块表现好于沪深 300	11
2.1. 年初至今医药指数上涨 8.99%	11
2.2. 医药市盈率追踪：医药指数市盈率为 39.65，接近历史均值	12
2.3. 医药子板块追踪：年初至今医疗器械子板块涨幅 32.63%居各板块榜首	12
2.4. 个股表现：表现强势的个股主要集中在疫情领域	13
2.5. 港股医药指数跟踪：年初至今恒生医疗保健指数上涨 21.20%，好于恒生指数 7.16%的涨幅。	14
3. 投资逻辑：短期关注海外疫情受益股，中长期看好中国创新+中国消费	15
3.1. 海外疫情升温，全球对中国制造医疗物资设备依赖度高	16
3.2. 医疗器械领域“新基建”：加强医院科室建设、分级诊疗、加速进口替代以及发展检验实验室	18
3.2.1. 医院科室建设、分级诊疗促使医疗器械市场扩容	18
3.2.2. 加速进口替代，推动国产设备高端化，打开国产医疗器械在高端市场的增长空间。	20
3.2.3. 检验实验室增长空间广阔	21
3.3. 全球 API 产能逐步从欧美向新兴市场转移，关注特色原料药企业	22
3.3.1. 专利悬崖推动国际通用名药物市场持续增长	22
3.3.2. 全球 API 产能逐步从欧美向新兴市场转移，中国逐渐赶超印度	24
3.3.3. “一致性评价+带量采购”促使医药行业格局加速洗牌，重新定义仿制药核心竞争要素，API 企业产业链优势凸显	26
3.3.4. 建议关注具备上下游产业链优势的原料药/API 企业，包括华海药业、仙琚制药、博瑞医药，天宇药业、司太立、普洛药业等	27
3.4. 血液制品中、短、长期或都将迎来快速增长	29
3.5. 把握药店行业集中度提升和盈利能力双螺旋提升机会	30
3.5.1. 外延为基：行业集中度将持续提升	30
3.5.2. 内生为翼：连锁药店渠道价值重塑，盈利能力有望进一步提升	33
3.6. 医疗服务后疫情时代或将进入加速发展期，专科民营医疗机构发展可期	35
3.7. 消费领域后疫情时代将恢复增长，居民健康意识加强推动其加速增长	37
3.8. 疫苗企业后疫情时期有望继续快速增长，新冠疫苗研发有序进行	39
3.9. 承接全球市场迁移和国内市场空间释放共同助力国内研发外包行业步入黄金发展期	43
4. 风险提示	49

图表目录

图 1: 美国累计确诊病例数和病死率 (截至 3 月 30 日)	5
图 2: 美国新增病例数 (截至 3 月 30 日)	5
图 3: 美国新冠病毒检测阳性测出率 (去掉每日待定结果数量) (截至 3 月 30 日)	6
图 4: 纽约州疫情 (截至 3 月 30 日)	6
图 5: 新泽西州疫情 (截至 3 月 30 日)	6
图 6: 欧洲主要疫情国家累计确诊病例 (截至 3 月 30 日)	7
图 7: 欧洲主要疫情国家新增确诊病例 (截至 3 月 30 日)	8
图 8: 欧洲主要疫情国家病死率 (截至 3 月 30 日)	8
图 9: 2019 年欧洲主要国家每十万人 ICU 数量	11
图 10: 医药行业 2020 年初以来市场表现 (截至 2020 年 3 月 27 日)	11
图 11: 2007 年 7 月至今医药板块绝对估值水平变化 (截至 2020 年 3 月 27 日)	12
图 12: 医药板块估值情况 (截至 2020 年 3 月 27 日)	13
图 13: 恒生医疗保健指数 (截至 2020 年 3 月 27 日)	14
图 14: 医疗市场 ICU 占普通病房比重	19
图 15: 部分高端医疗器械国产及进口比重对比	20
图 16: 疫情前我国医疗器械扶持国产政策梳理	20
图 17: 美国检验实验室和 CDC 检测样本数量	21
图 18: 全球仿制药市场有望保持 10% 复合增长	23
图 19: 美国 DMF 持有人分布情况	24
图 20: 欧盟 API 认证分布情况	24
图 21: 我国化学原料药规模企业收入 & 利润情况	25
图 22: 2015 至 2020 Q1 静丙批签发情况汇总	29
图 23: 2019 年中国药品终端市场结构 (亿元)	31
图 24: 不同国家药品销售渠道占比 (%)	31
图 25: 2010-2018 全国公立医院药品收入占比持续下降	32
图 26: 2011-2018 新店盈利周期拉长同时投资额上升	32
图 27: 2014-2018 全国连锁药房关店率优于行业关店率	32
图 28: 中国药店渠道中处方药 RX 占比低	33
图 29: GPO 后药店行业导流和利润品类划分	33
图 30: 2009-2018 行业不同品类收入占比	33
图 31: 2010-2018 行业不同品类利润占比	33
图 32: 2012-2018 年上市药店中西药收入占比	34
图 33: 2012-2018 年上市药店中西药利润占比	34
图 34: 我国人口年龄结构图	35
图 35: 公立医院 & 民营医院占比	35
图 36: 2012-2018 年公立和民营医院医师日均负担诊疗人次 (人)	36
图 37: 2003-2018 年民营专科医院数量变化情况	36
图 38: 人均可支配收入变化情况 (元)	37
图 39: 中国人均卫生费用 (元) 情况	37
图 40: 自主消费类 4 家公司净利润情况 (亿元)	39
图 41: 2012-2019 年我国流感疫苗批签发情况	40

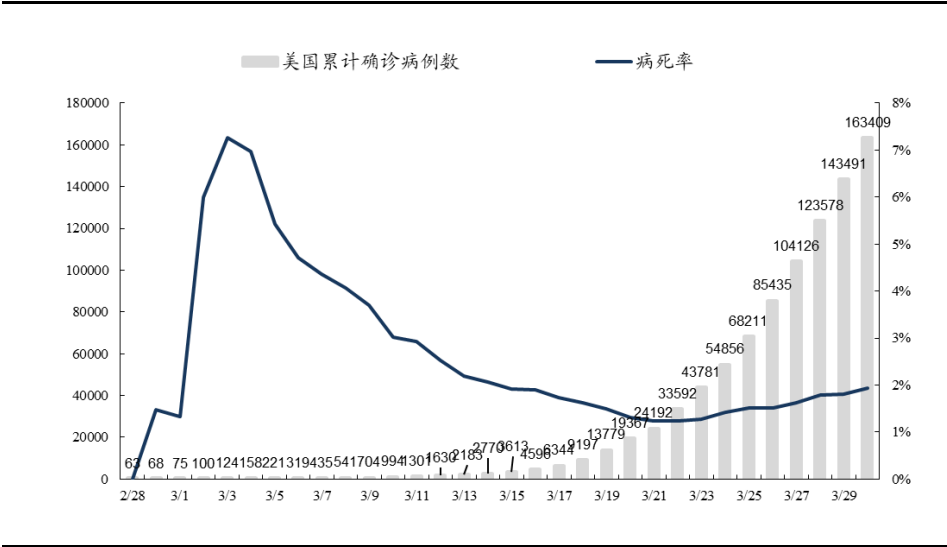
图 42: 美国 1998-2016 年 IPD 在 5 岁以下儿童中发病情况.....	40
图 43: 美国 1998-2016 年 IPD 在 19-64 岁人群中发病情况	41
图 44: 进口 13 价肺炎球菌疫苗 (Prevenar 13) 近年来在我国批签发情况	42
图 45: 全球&中国 CRO 行业规模及增速	43
图 46: 各 CRO 公司人工成本占整体成本比例	44
图 47: 中美印人均薪酬对比 (美元/年)	44
图 48: 中国医学类硕博研究生毕业生人数.....	44
图 49: 1.1 类化学新药临床申请数 (个)	45
图 50: 一、二类生物药申报临床及获批临床情况 (个)	45
图 51: 我国 1 类抗体新药申报情况 (个)	45
图 52: 欧美、中国、印度 CDMO 企业竞争力比较分析.....	46
图 53: 全球 CDMO 行业向新型市场迁移 (2011-2017)	47
表 1: 重点公司估值 (2020 年 3 月 31 日)	1
表 2: 美国抗疫措施.....	7
表 3: 意大利防控措施.....	9
表 4: 西班牙防控措施.....	10
表 5: 法国、德国、英国社会隔离措施对比.....	10
表 6: 子版块表现 (%) (截至 2020 年 3 月 27 日)	13
表 7: A 股涨跌幅前十公司 (截至 2020 年 3 月 27 日)	13
表 8: 科创板医药相关公司年初至今涨跌幅 (截至 2020 年 3 月 27 日)	14
表 9: 港股 2020 年初至今涨幅前十 (截至 2020 年 3 月 27 日)	15
表 10: 疫情期间医疗器械上市公司产品出海情况.....	16
表 11: ICU 配备医疗器械以及相关生产厂商.....	19
表 12: 医疗器械相关标的情况 (2020 年 3 月 31 日)	22
表 13: FDA 批准 ANDA 批文分布	26
表 14: 特色原料药/API 相关标的介绍 (2020 年 3 月 31 日)	27
表 15: 血液制品行业相关标的情况 (2020 年 3 月 31 日)	30
表 16: 目前中国药店与美日药店对比差距较大 (均为 2018 年数据)	31
表 17: 药店行业相关标的情况 (2020 年 3 月 31 日)	35
表 18: 医疗服务相关标的情况 (2020 年 3 月 31 日)	37
表 19: 自选消费相关标的情况 (2020 年 3 月 31 日)	39
表 20: 国内新冠病毒疫苗研发企业及进展.....	42
表 21: 疫苗行业相关标的情况 (2020 年 3 月 31 日)	43
表 22: CRO 行业相关标的情况 (2020 年 3 月 31 日)	47

1. 世界疫情分析：关注海外疫情蔓延

1.1. 美国为全球疫情“震中”，确诊数量暴增，拐点未至

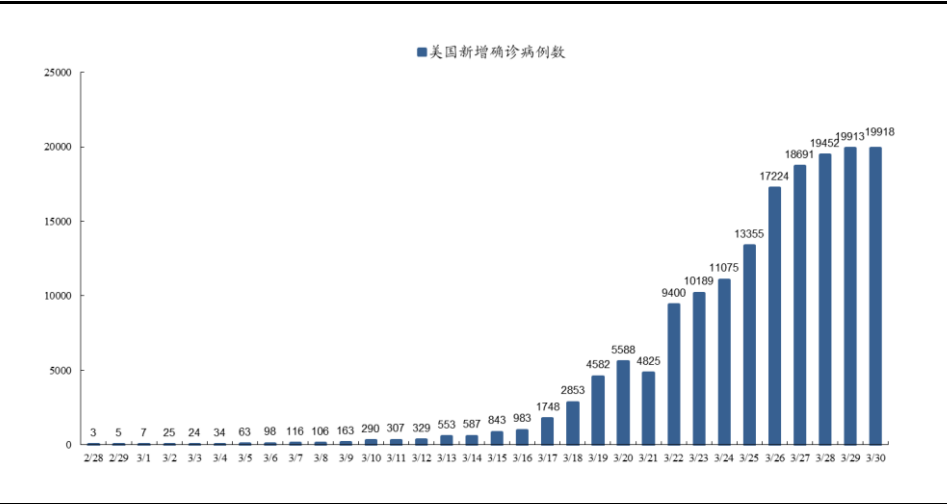
美国累计新冠病毒确诊病例数暴增，确诊人数全球最多，已成为此次全球疫情的“震中”。3月26日，美国累计新冠病毒确诊病例超过意大利，为全球最多，截至3月30日，根据 Worldometers 统计，美国确诊人数达到 16.3 万，死亡病例达到 3148 例，新增 565 例。随着美国在三月份加大检测量，确诊人数暴增，确诊翻倍天数最快达到 4 天。3月30日，美国新增病例 19918 人，对比前一天新增数量无下降趋势，说明疫情拐点仍未到来。

图 1：美国累计确诊病例数和病死率（截至 3 月 30 日）



数据来源：Worldometers，东吴证券研究所

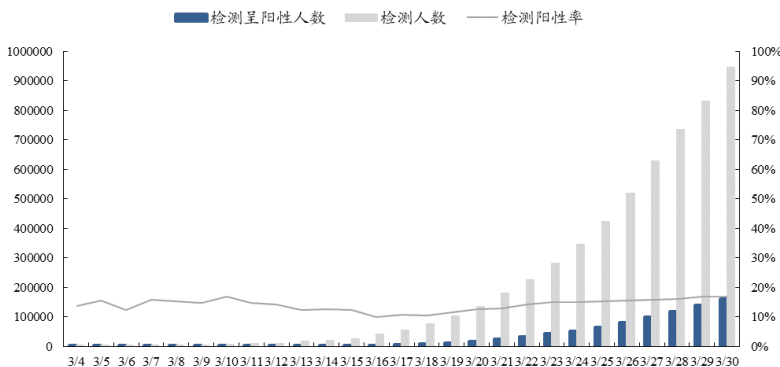
图 2：美国新增病例数（截至 3 月 30 日）



数据来源：Worldometers，东吴证券研究所

美国目前检测量总数多，但仍然不足，未来美国确诊病例数仍会较快增长。美国检测数量目前居全球第一，每天检测总数不断增加，截至3月30日，全国已经检测869857人次，但是阳性检出率也非常高，并且不断上涨，一直在15%的水平左右（去掉待定结果数量），目前已经达到了16.99%，可以看出美国确诊病例数随着检测数量的扩大仍然会继续呈快速增长态势。

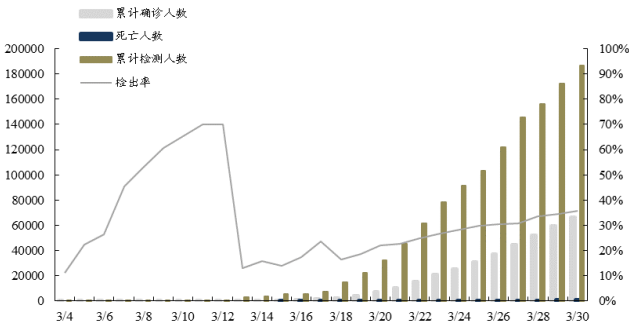
图3：美国新冠病毒检测阳性测出率（去掉每日待定结果数量）（截至3月30日）



数据来源：美国 CDC, THE COVID Tracking, 东吴证券研究所

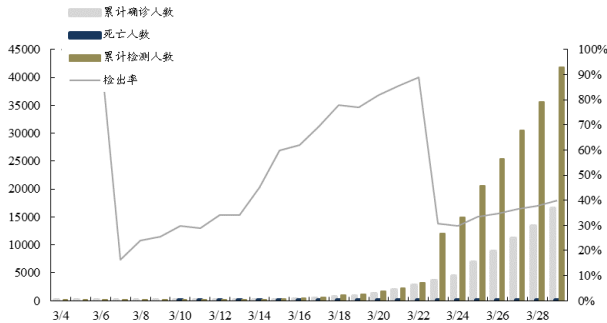
纽约州成为美国疫情“震中”，确诊病例远多于其他州，纽约州和新泽西州确诊病例增长最快。目前纽约州累计确诊人数达到了66497人，是全美最严重的地区，新泽西州确诊人数达到了16636人，增长较快，仅次于纽约州。两个州的阳性检出率都在30%到40%之间，我们认为目前两个州仍然有很大的检测空间，预计近期确诊病例增速不会下降。

图4：纽约州疫情（截至3月30日）



数据来源：美国 CDC, THE COVID Tracking, 东吴证券研究所

图5：新泽西州疫情（截至3月30日）



数据来源：美国 CDC, THE COVID Tracking, 东吴证券研究所

美国防疫政策早期反应较慢导致失去最佳防控时机，后期抗疫力度较大。

3月13日，美国总统特朗普宣布进入“国家紧急状态”以应对新冠疫情，随后美国政府采取一系列措施进行防控。

表 2: 美国抗疫措施

时间	措施
3月13日	美国总统特朗普宣布进入国家紧急状态
3月15日	美国 CDC 宣布建议美国各州各城的官员禁止 50 人以上的大型聚会至少 8 个星期，以阻止病毒的传播，学校、高校和必须维持日常运作的企业除外。
3月15日	各州采取大规模的社交隔离措施、学校停课
3月27日	五角大楼表示，美国陆军已经评估了 81 个地点，包括酒店、运动场、会展中心、大学宿舍和游乐场，这些地点可以接受或治疗未感染新型冠状病毒的病人，以减轻医院的负担。
3月27日	美国总统特朗普签订 2 万亿美元经济刺激法案
3月29日	中央公园内开始搭建“方舱医院”，用于收治新冠肺炎患者。
3月29日	美国总统特朗普宣布，为抑制新冠肺炎疫情蔓延，将全国范围内的“社交隔离”措施延长至 4 月 30 日。

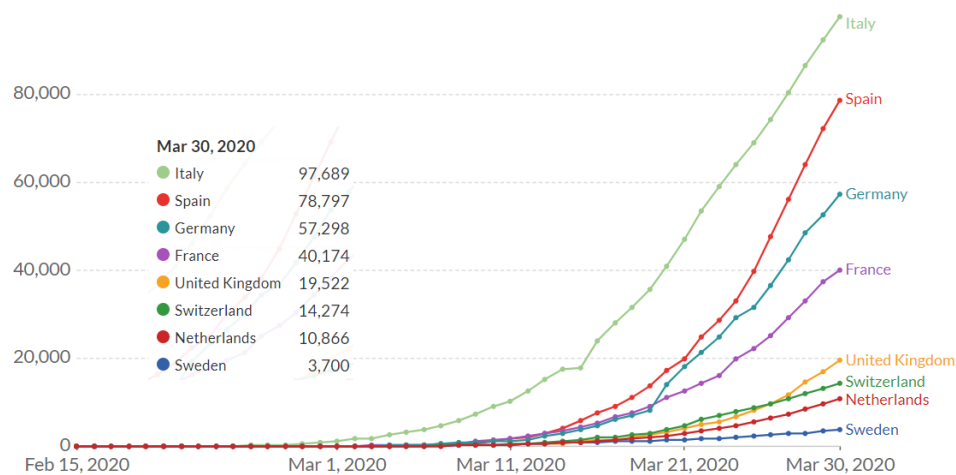
数据来源：美国政府公告，东吴证券研究所

由于前期缺乏有效封锁控制，美国失去防控新冠病毒的最佳时机，目前尚未见到疫情拐点，疫情达到峰值所用时间也将长于中国疫情达到峰值时间。美国政府最高传染病专家安东尼·福奇博士预测，10 万或更多美国人可能死于冠状病毒大流行，是目前死亡人数的 50 倍。哥伦比亚大学的研究人员通过数学模型对美国新冠肺炎疫情发展进行了预测，研究显示目前（3 月 20 日）美国疫情仅处于起步阶段，峰值最早也要到 5 月份才能到来。如果不加控制，新冠病毒将遍及全美，峰值日新增病例可达到 50 万。由于目前美国检测量上升迅速，大规模快速检测有利于尽快隔离与收治，基于此我们预计峰值可能要早于哥伦比亚大学研究人员预测的时间，但由于没有采取严格的隔离政策，美国疫情达到峰值所用时间也将长于中国疫情达到峰值时间。

1.2. 欧洲疫情分析：意大利、西班牙为欧洲疫情最严重国家，但已接近疫情拐点，法国、德国、英国有望四月中下旬达到拐点

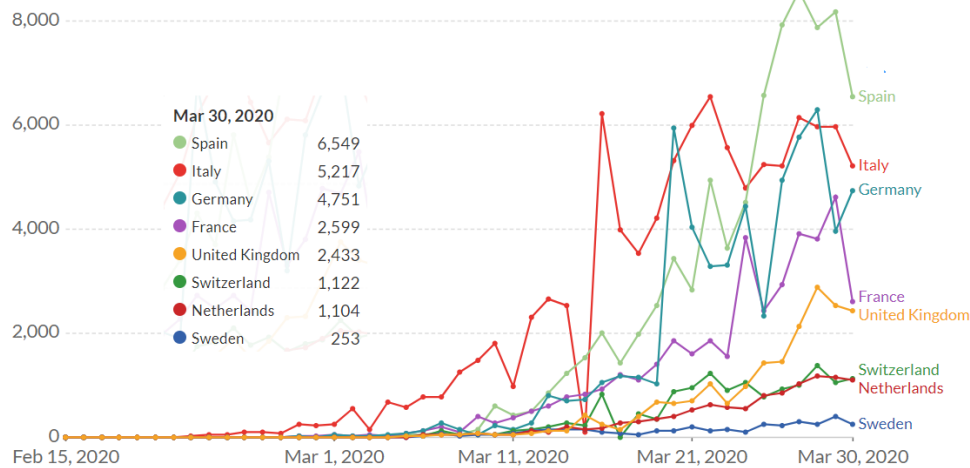
意大利、西班牙为欧洲疫情最严重国家，但已接近疫情拐点，法国、德国、英国有望四月中下旬达到拐点，但未来仍有医疗系统超载、病死率上升的压力。

图 6: 欧洲主要疫情国家累计确诊病例（截至 3 月 30 日）



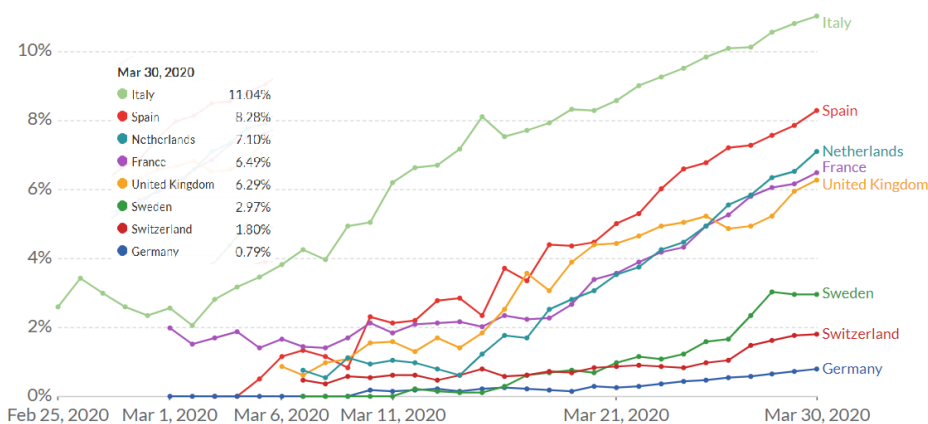
数据来源：欧洲 CDC，东吴证券研究所

图 7：欧洲主要疫情国家新增确诊病例（截至 3 月 30 日）



数据来源：欧洲 CDC，东吴证券研究所

图 8：欧洲主要疫情国家病死率（截至 3 月 30 日）



数据来源：欧洲 CDC，东吴证券研究所

目前欧洲新型冠状病毒疫情扩散较快，意大利、西班牙仍然是欧洲疫情最严重的国家，尚未达到峰值，但目前已经接近拐点。意大利3月30日确诊人数达到97689，逼近十万，西班牙确诊人数达到78797，为欧洲最严重的两个国家，同时由于感染基数暴增、医疗物资不足造成医疗资源挤兑两个国家死亡率也居于欧洲最高，并且不断攀升，3月30日分别为11.04%和8.28%。但是从3月27日起，意大利、西班牙新增确诊人数开始连续下降，确诊病例总数增长放缓，意味着两国防控措施开始有效。3月30日，世卫组织卫生紧急项目负责人迈克尔·瑞安表示虽然意大利和西班牙都采取了“封城”措施，但其效果体现在新增病例曲线上需要一定时间。两国目前疫情曲线实际上应是至少两周前状况的反映。另外，世卫组织助理总干事拉涅利·古埃拉之前在3月25日也表示，意大利的某些大区疫情已经接近拐点。根据西班牙瓦伦西亚理工大学研究小组数学模型的预测，西班牙疫情达到峰值的时间区间在5月20日至6月6日，最多感染人数可达到120万人。

表 3：意大利防控措施

时间	防控措施	确诊病例
1月31日	停飞中国航空，宣布国家进入紧急状态	2
2月23日	疫情爆发小镇宣布隔离，取消大型聚会和足球赛事	3089
3月4日	关闭学校	7375
3月9日	封闭全国所有城镇	9172
3月11日	关闭所有餐厅及酒吧	12462
3月22日	关闭工厂，停止所有不必要的生产	59138
3月28日	入境意大利人员需填写个人说明，说明旅行目的、进行隔离的住址。此外交通承运方应给入境人员测量体温，提供口罩。	86498

数据来源：政府公告，东吴证券研究所

表 4：西班牙防控措施

时间	防控措施
3 月 15 日	西班牙政府宣布实施全面封城
3 月 28 日	西班牙政府宣布暂停非关键性生产活动

数据来源：政府公告，东吴证券研究所

德国、法国、英国疫情仍在爆发中，新增确诊人数无明显下滑，仍然未见拐点，到达峰值的时间要晚于意大利、西班牙。虽然目前确诊病例增速均低于意大利、西班牙，但是新增确诊人数未见下滑。由于实施社会隔离措施要晚于意大利、西班牙两国，法国、德国和英国还处于疫情爆发的初期阶段，社会隔离措施有可能在两周之后产生控制疫情的效果，德国、法国、英国的疫情拐点来临要晚于意大利、西班牙，可能在四月中下旬接近拐点。

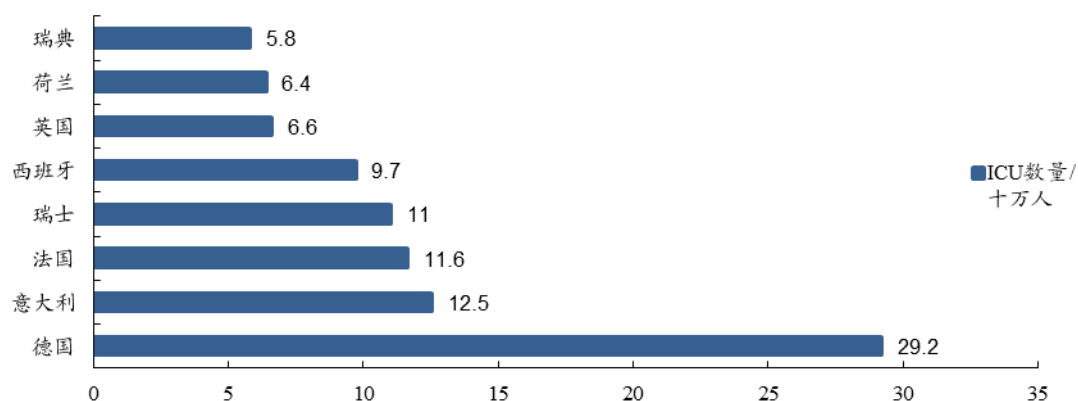
法国、德国、英国未来可能出现医疗设备物资紧张情况，有病死率升高压力。德国、法国、英国均处于疫情爆发初期阶段，医疗设备和物资均在所承受范围内，因此目前病死率均低于意大利、西班牙，然而根据数据法国和英国对于意大利和西班牙的 ICU 床位数并无明显优势，英国每 10 万人 ICU 床位数为 6.6，低于西班牙和意大利，因此未来随着重症患者数量增加，可能出现医疗系统超载情况。

表 5：法国、德国、英国社会隔离措施对比

国家	隔离措施实施时间	社会隔离措施
法国	3 月 17 日	在全国范围内实行严格的封锁，禁止所有公共聚会，居民仅可去杂货店购物和其他满足基本生活需求地点。除了关闭所有不必要的商店外，还命令关闭露天市场。出行必须填写表格，说明离开原因。 每天仅允许一次户外运动，并且必须独自进行且不超过一小时。允许家人散步，但必须保持距离住宅 1 公里以内。
德国	3 月 22 日	除家人或同居者外，禁止超过两个人的公共聚会。提供送餐和接送服务除外的餐馆需关闭。居民之间至少保持 1.5 米的距离。但仍允许在外面单独运动。
英国	3 月 23 日	限制居民采购物资、或工作之外的非必要出行。 禁止社交聚会和人群聚会。允许单独的锻炼方式，例如跑步或骑自行车。警察将采取封锁措施，居民可以证明出行理由时不需要随身携带文件。

数据来源：各国政府公告，东吴证券研究所

图 9：2019 年欧洲主要国家每十万人人口 ICU 数量



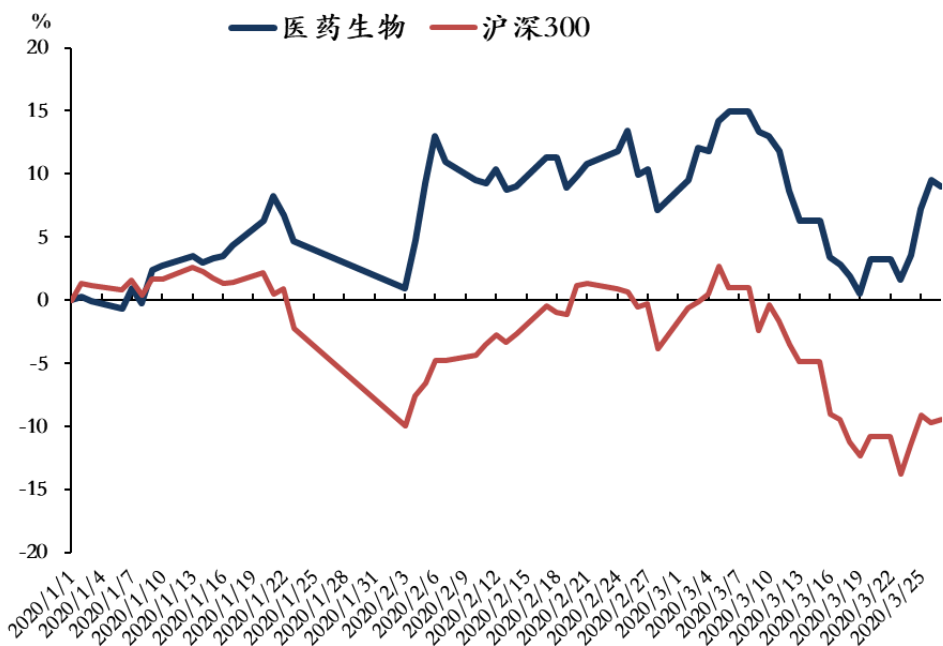
数据来源：Forbes，东吴证券研究所

2. 医药行情：年初至今医药指数上涨 8.99%，板块表现好于沪深 300

2.1. 年初至今医药指数上涨 8.99%

医药指数 2020 年至今累计涨幅为 8.99%，表现好于沪深 300 的 9.44% 的跌幅。2020 年初，新冠肺炎疫情爆发至今，中央领导高度重视，多次讲话中提到对公众卫生健康领域要高度重视，在此基础上，医药行业整体走强。近期全球疫情爆发，美股指数波动较大，恐慌情绪明显，A 股受其影响有所波动，前期涨幅较好的医药板块出现回调。近期，国内疫情逐渐消退，内需恢复，医药指数伴随沪深 300 回升。

图 10：医药行业 2020 年初以来市场表现（截至 2020 年 3 月 27 日）

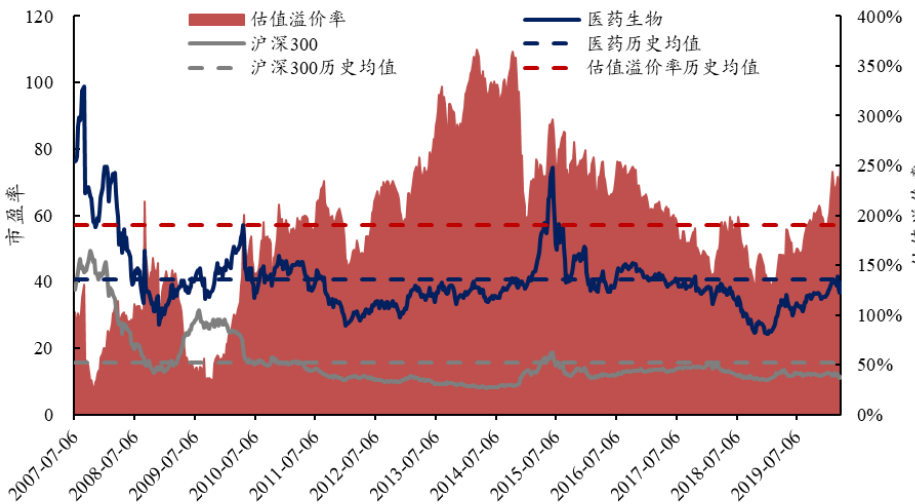


数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.2. 医药市盈率追踪: 医药指数市盈率为 39.65, 接近历史均值

截至 2020 年 3 月 27 日, 医药指数市盈率为 39.65, 环比上周上升 2.90 个单位, 低于历史均值 1.07 个单位; 沪深 300 指数市盈率为 11.18, 医药指数的估值溢价率为 254.6%, 环比上升 22.5%, 高于历史均值 64.0 个百分点。

图 11: 2007 年 7 月至今期医药板块绝对估值水平变化 (截至 2020 年 3 月 27 日)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

2.3. 医药子板块追踪: 年初至今医疗器械子板块涨幅 32.63%居各板块榜首

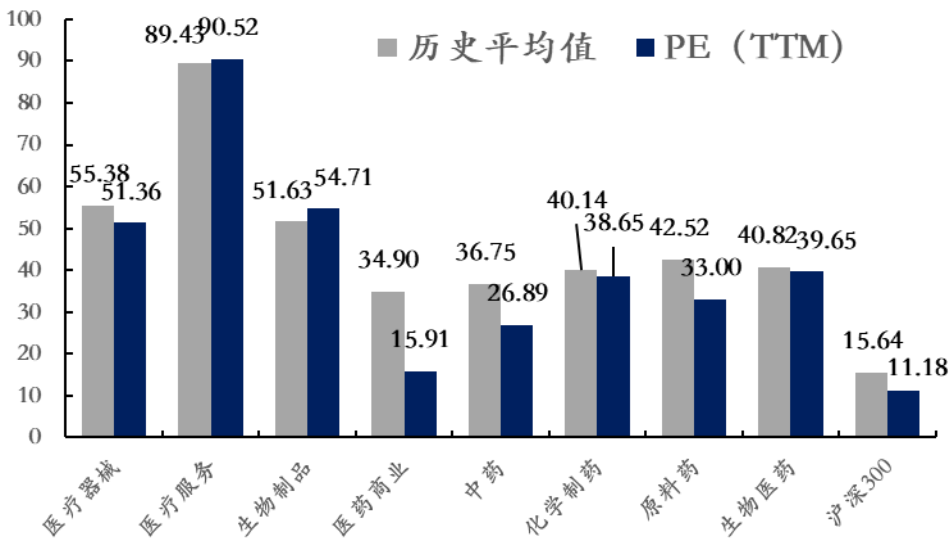
2020 年至今，表现最佳的子板块为医疗器械，涨幅为 32.63%，优于医药指数 8.99% 的涨幅。涨幅最小的子板块为中药，跌幅 2.14%，但仍好于沪深 300 指数 9.44% 的跌幅。

表 6：子板块表现（%）（截至 2020 年 3 月 27 日）

行业代码	行业	周涨跌幅	年初至今
801156.SI	医疗服务	3.72	-1.33
851511.SI	原料药	0.25	20.71
801151.SI	化学制药	5.48	5.45
801150.SI	生物医药	5.61	8.99
801153.SI	医疗器械	8.68	32.63
801152.SI	生物制品	6.34	15.29
000300.SH	沪深 300	1.56	-9.44
801155.SI	中药	3.87	-2.14
801154.SI	医药商业	2.92	6.01

数据来源：wind，东吴证券研究所

图 12：医药板块估值情况（截至 2020 年 3 月 27 日）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2.4. 个股表现：表现强势的个股主要集中在疫情领域

年初至今，表现强势的个股主要集中在疫情领域，总体来看，疫情催生了部分医用手套、防护服、口罩、测温仪、呼吸机、制氧机、疫苗和治疗中药的需求，带动一季报高增长的预期，带动了公司股价上扬。

表 7：A 股涨跌幅前十公司（截至 2020 年 3 月 27 日）

公司	涨跌幅	主营业务	公司	涨跌幅
英科医疗	176.6%	医用手套、口罩	延安必康	-46.3%
尚荣医疗	122.5%	防护用品	棒杰股份	-29.4%
九安医疗	90.2%	测温计	华东医药	-28.8%
理邦仪器	88.0%	监护仪	交大昂立	-27.8%

鱼跃医疗	87.5%	呼吸机、制氧机	瀚叶股份	-26.8%
博腾股份	87.4%	CDMO	瑞康医药	-25.9%
以岭药业	82.8%	莲花清瘟胶囊	华北制药	-24.5%
海特生物	82.1%		东阿阿胶	-23.7%
未名医药	75.4%	疫苗	龙津药业	-23.0%
新华制药	68.2%		ST 运盛	-22.9%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 8：科创板医药相关公司年初至今涨跌幅（截至 2020 年 3 月 27 日）

公司	涨跌幅
祥生医疗	40.1%
硕世生物	38.4%
博瑞医药	37.6%
普门科技	25.5%
美迪西	20.2%
海尔生物	10.6%
心脉医疗	9.8%
热景生物	7.6%
南微医学	5.2%
申联生物	2.3%
佰仁医疗	2.0%
赛诺医疗	1.8%
华熙生物	-5.5%
卓越新能	-5.6%
嘉必优	-11.8%
微芯生物	-18.5%
昊海生科	-18.8%

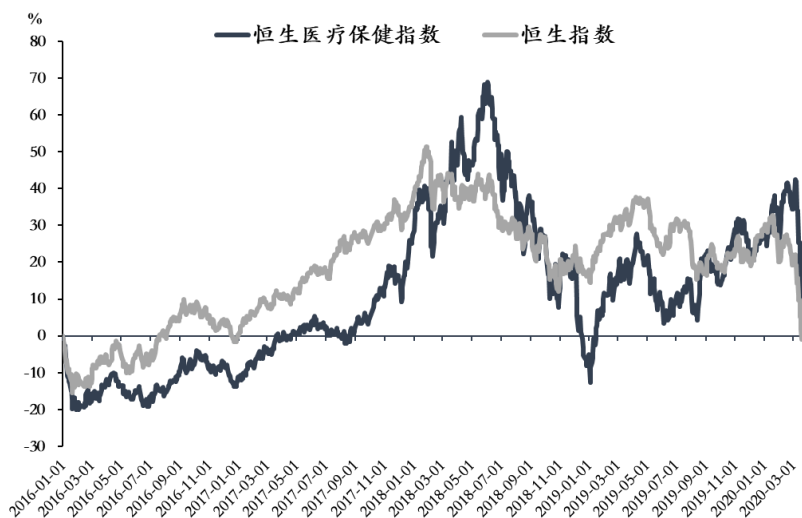
数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.5. 港股医药指数跟踪：年初至今恒生医疗保健指数上涨 21.20%，好于恒生指数 7.16% 的涨幅。

年初至今恒生医疗保健指数上涨 21.20%，好于恒生指数 7.16% 的涨幅。

涨幅较大的主要集中在医疗器械和互联网医疗板块。

图 13：恒生医疗保健指数（截至 2020 年 3 月 27 日）



数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 9: 港股 2020 年初至今涨幅前十 (截至 2020 年 3 月 27 日)

证券代码	证券简称	年初至今涨幅	PE
1789.HK	爱康医疗	93.62%	114
0853.HK	微创医疗	90.03%	162
0241.HK	阿里健康	44.00%	-1,638
1833.HK	平安好医生	27.18%	-74
1302.HK	先健科技	18.79%	55
1513.HK	丽珠医药	17.73%	22
3759.HK	康龙化成	15.98%	104
0719.HK	山东新华制药 股份	13.61%	8
3933.HK	联邦制药	10.04%	13
2196.HK	复星医药	8.51%	21

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 投资逻辑: 短期关注海外疫情受益股, 中长期看好中国 创新+中国消费

疫情对医药各细分行业影响有所不同, 从 2020 年一季报预期看, 受益于疫情的包括: 医疗器械、血制品、连锁药店、原料药。受损于疫情的包括: 医疗服务、医药消费、慢性病药、CRO、疫苗、医药商业。考虑到目前国内疫情逐步消散, 海外疫情仍在升温。我们认为应当根据短中长期医药细分行业景气度变化, 建议短期关注海外疫情受益股, 积极关注边际变化明显的医疗服务、医药消费、疫苗、创新药等。

国内后疫情时代, 我们认为: 一方面, 国家将加大医药卫生支出, 加强医院建设和医护人员的待遇; 另一方面, 民众健康意识和自我防护意识也将提

高。我们认为，应当重点关注疫情带来政府投入提升和消费者需求扩容带来的长期景气度提升的细分板块机会，重点关注医疗器械、原料药、血制品、药店等一季报有望快速增长的板块。相关标的：1) 医疗器械：迈瑞医疗、鱼跃医疗、安图生物等。2) 原料药：博瑞医药、华海药业、天宇股份等。3) 血制品：天坛生物、博雅生物、华兰生物。4) 药店：大参林、老百姓、益丰药房。积极关注边际变化明显的医疗服务、医药消费、疫苗、创新药、CRO 等。

3.1. 海外疫情升温，全球对中国制造医疗物资设备依赖度高

目前已多家国内医疗器械领域企业接到大量海外订单，进一步弥补了一季度医疗器械公司非疫情相关产品业绩损失。目前国内新冠疫情得到有效控制，各行业都在有序复工复产，而随着海外疫情蔓延升温，全球对中国的医疗物资设备产品依赖度进一步提高。由于疫情严重国家确诊人数暴增，医疗系统已逼近超载，海外市场对医疗物资例如口罩、额温枪、防护服、呼吸机、监护仪等产品需求激增，使相关产品量价齐升。

鱼跃医疗抗疫相关产品订单增长迅猛。呼吸机从疫情之前的日产 300 台，已经提升至日产 700 台以上，目前海外订单在五千台左右，增长势头比较快。额温枪需求大增，目前鱼跃医疗日产量达到了 3.2 万支，现在已经为海外市场提供了超过 50 万只的额温枪。鱼跃医疗制氧机、电子血压计、康复产品中均有通过美国食药监局 (FDA) 认证款型。此外西班牙对外银行向鱼跃医疗采购 2000 台呼吸机、400 台制氧机。

迈瑞医疗收到了大量海外订单，包括亚太地区、欧洲和中东，其中意大利的订单中包含 8000 台监护和 1500 台呼吸机。

试剂盒方面，华大基因的检测试剂盒国际订货量已超过 60 万人份，覆盖 50 余个国家和地区，并已陆续运抵日本、文莱、泰国、阿联酋、埃及、秘鲁等地。

表 10：疫情期间医疗器械上市公司产品出海情况

产品	上市公司	详细
试剂盒	迪瑞医疗	2 项医疗器械产品于近日取得了 CE 认证证书
试剂盒	迪安诊断	新型冠状病毒检测产品获得英国 MHRA 注册的公告
Protective Mask (防护口罩) 和 Medical Mask (医用口罩)	翰宇药业	公司全资子公司口罩产品获得欧盟 CE 认证
试剂盒	安科生物	全资子公司新型冠状病毒检测产品获得欧盟 CE 认证
试剂盒	安科生物	关于新型冠状病毒检测产品获得欧盟 CE 认证
试剂盒	科华生物	新型冠状病毒检测相关产品取得欧盟自由销售证书

试剂盒	华大基因	新型冠状病毒核酸检测试剂盒产品已启动美国食品药品监督管理局（FDA）的 EUA 申报，目前 Pre-EUA 已被正式受理
皮肤黏膜消毒系列产品	康恩贝	公司获得了消毒剂产品的欧盟 CE 认证
试剂盒	康恩贝	康恩贝参股的浙江检康生物技术公司的新型冠状病毒快速检测试剂盒成功获得欧盟 CE 认证
防护口罩	巨星科技	公司的防护口罩已在欧盟完成了医疗器械备案注册
试剂盒	新邦制药	全资子公司产品获得欧盟准入资格
一次性使用医用口罩	三鑫医疗	一次性使用医用口罩通过 CE 符合性
防护口罩	巨星科技	产品获得美国 FDA 批准
试剂盒	乐普医疗	新型冠状病毒抗体检测试剂盒（胶体金免疫层析法）取得欧盟 CE 认证
试剂盒	三诺生物	新型冠状病毒检测产品获得欧盟准入资格
试剂盒	硕世生物	新型冠状病毒（2019）核酸检测试剂盒（荧光 PCR 法）获得欧盟 CE 认证
试剂盒	万孚生物	三款新型冠状病毒检测产品取得了欧盟颁发的 CE 认证
试剂盒	迈克生物	公司新型冠状病毒核酸检测试剂盒已获得欧盟 CE 认证
试剂盒	凯普生物	新型冠状病毒 2019-nCoV 核酸检测试剂盒（荧光 PCR 法）获得欧盟 CE 认证
试剂盒	达安基因	公司新型冠状病毒核酸检测试剂盒已获得欧盟 CE 认证
试剂盒	美康生物	新型冠状病毒 COVID-19 抗体(IgM/IgG)联合检测试剂盒（乳胶法）3 月 2 日获得欧盟准入资格
试剂盒	华大基因	全资子公司产品取得欧盟自由销售证书
试剂盒	美康生物	新型冠状病毒 COVID-19 核酸检测试剂盒（荧光 PCR 法）已获得欧盟准入资格
试剂盒	复星医药	控股子公司上海复星长征医学科学有限公司有若干新型冠状病毒检测试剂盒已通过欧盟 CE 认证
呼吸机、额温枪、制氧机、电子血压计、康复产品	鱼跃医疗	抗疫产品呼吸机的订单增长势头比较快； 额温枪疫情爆发后产品需求大增； 公司制氧机、电子血压计、康复产品中均有通过美国食药监局（FDA）认证款型；西班牙对外银行向鱼跃医疗采购 2000 台呼吸机、400 台制氧机。
监护仪、呼吸机	迈瑞医疗	公司收到了许多海外订单，包括亚太地区、欧洲和中东，其中意大利最为紧急。 订单中包含 8000 台监护和 1500 台呼吸机。
监护仪	宝莱特	收到意大利订单超过 1000 台高端监护仪
血气产品、病人监护、心电诊断、超声影像等	理邦仪器	意大利血气产品订单达 20 余台。公司产品远销全球 170 多个国家和地区，涉及公司全部业务产线，即病人监护、心电诊断、超声影像等。

额温枪、电子体温计、便携式消毒包、KN95 口罩	奥佳华	因全球防疫需求激增，公司增设生产线，赶工生产额温枪、电子体温计以及便携式消毒包、KN95 口罩等防疫检测类产品。目前相关产品已获得欧盟 CE 认证，并已陆续接到来自德国、英国、意大利等欧洲国家的防疫产品订单。
莲花清瘟颗粒	以岭药业	独家药品莲花清瘟颗粒已随中国医疗专家支援伊拉克和意大利两国，投入全部生产线生产莲花清瘟系列药品。
检测试剂盒	华大基因	截至 3 月 16 日，华大基因的检测试剂盒国际订货量已超过 60 万人份，覆盖 50 余个国家和地区，并已陆续运抵日本、文莱、泰国、阿联酋、埃及、秘鲁等地。
口罩	振德医疗	公司口罩日产能接近 200 万只，目前海外订单较多，还在购置设备加大产能。
口罩、防护手套	蓝帆医疗	公司口罩项目一期产能是 0.5 亿只/年；主要出口的防疫物资是医疗及防护手套，目前已收到美国、阿联酋、法国、英国等众多国家的订单，预计医疗及防护手套海外订单将增加。

资料来源：公司公告、公开资料、东吴证券研究所整理

3.2. 医疗器械领域“新基建”：加强医院科室建设、分级诊疗、加速进口替代以及发展检验实验室

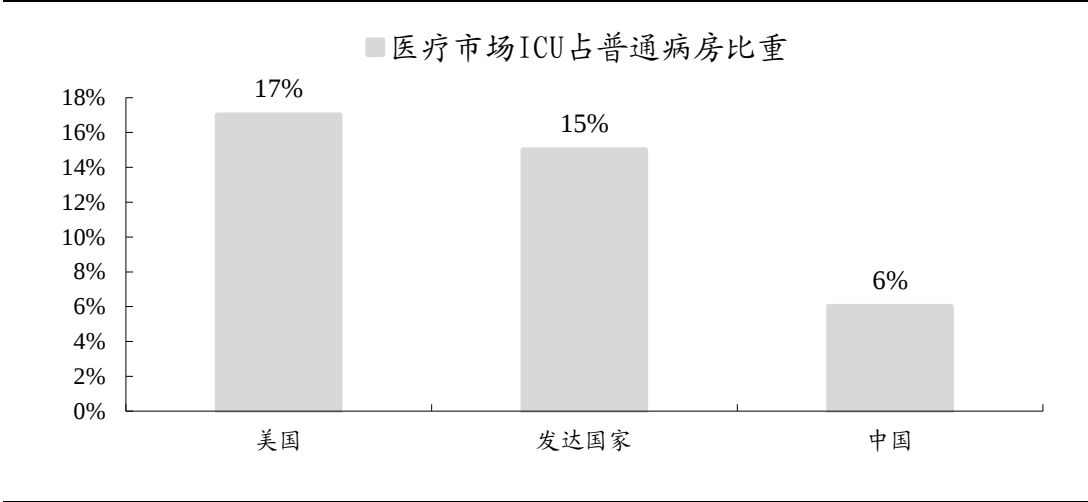
疫情期间，中央多次会议强调从体制机制上健全国家公共卫生应急管理体系，创新和完善重大疫情防控举措，提高应对突发重大公共卫生事件的能力水平，表明在疫情稳定过后，国家一定会加大力度推进公共卫生制度改革。在国家逐步完善公共卫生体系的背景下，未来在政策层面上的改革将会很大程度上影响医疗器械领域。加强医院科室建设、推动分级诊疗将有利于医疗器械市场进一步实现放量；疫情暴露的医疗器械国产化率低、自主应急保障能力不足的问题加大了国家扶持国产的决心，利好国产医疗器械企业抢占市场份额；疫情过后医疗卫生领域的数字化建设也将重塑医疗器械行业格局，医疗器械企业加速完成数字化转型迫在眉睫。

3.2.1. 医院科室建设、分级诊疗促使医疗器械市场扩容

疫情期间的经验教训将是加强医院科室建设成为疫情过后的重要任务，推动分级诊疗政策、促进各级医院科室设备配置升级、医院加大采购将促使医疗器械市场扩容。疫情期间由于医院患者数量暴增，暴露了我国医院重症科室数量少、医疗设备仍然非常欠缺、难以满足临床需要的问题，重症科室建设迫在眉睫。目前，我国医疗市场 ICU 仅占普通病房约 6%，远远低于发达国家的 15%，国内医疗资源发达地区的 ICU 服务病床数为医院病床总数的不到 2%，医生/护士人数与床位数比例分别低于 0.8:1 和 2.5:1，均不满足卫生

部发布的《中国重症加强治疗病房（ICU）建设和管理指南》规定的标准。

图 14： 医疗市场 ICU 占普通病房比重



数据来源：中国医学院，东吴证券研究所

疫情过后，随着国家大力推进各级医院重症科室的建设，并逐步升级科室相关医疗设备配置，未来利好监护仪、呼吸机、输注泵、除颤仪、超声仪器等相关科室急需配备的产品以及相关生产厂商。此次疫情期间，核酸检测试剂盒在对新冠病毒的检测和筛查中发挥了至关重要的作用，未来国家对流感检测试剂的需求有望进一步加大，利好试剂生产企业，检测更高效更准确的试剂产品将占有更大市场。同时，国家将更加重视分级诊疗政策的推进和实施，促进医疗资源的下沉，医疗器械基层市场有望进一步扩容。

表 11： ICU 配备医疗器械以及相关生产厂商

分类	ICU 配备医疗器械	相关生产厂商
诊断	DR	上海联影、深圳安科、迈瑞医疗、万东医疗
	CT 机	上海联影、深圳安科、迈瑞医疗、万东医疗
	血球仪	迈瑞医疗、理邦仪器
	核酸提取仪	科华生物
	荧光 PCR 仪	科华生物
监护	监护仪	迈瑞医疗
	血氧仪	迈瑞医疗、理邦仪器、鱼跃医疗
	血气分析仪	迈瑞医疗、理邦仪器
	血液分析	开立医疗
治疗	呼吸机	迈瑞医疗、鱼跃医疗
	制氧机	迈瑞医疗、鱼跃医疗
	除颤仪	迈瑞医疗、鱼跃医疗
	输注泵	迈瑞医疗
检测	检测试剂盒	华大基因、硕世生物、达安基因、西陇科学、科华生物、万孚生物等

治疗耗材

血滤耗材

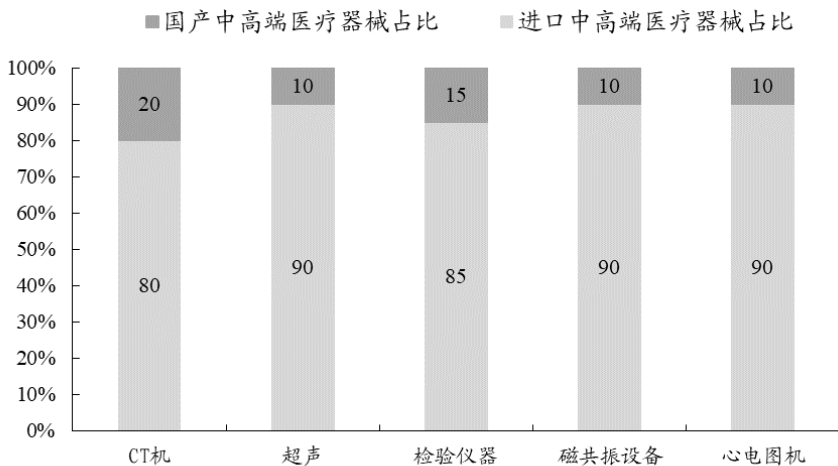
健帆生物、宝莱特

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2.2. 加速进口替代，推动国产设备高端化，打开国产医疗器械在高端市场的增长空间。

疫情稳定后推进进口替代的政策将加速实施，将推动国产设备高端化，有利于打开国产医疗器械在高端市场的增长空间。此次疫情暴露出我国医疗设备国产化率仍然比较低的问题，新冠病毒肺炎应用的重要治疗和诊断设备核心技术和品牌主要掌握在外资企业手中，并且国产医疗器械以中低端产品为主，在中高端市场占有率仍然偏低，以检测试剂细分领域为例，高端检测试剂的上游核心原材料主要由罗氏等外资龙头企业所垄断。国产的中高端 CT 机、超声设备、检验仪器、磁共振设备以及心电图机的市场占有率均低于 30%。

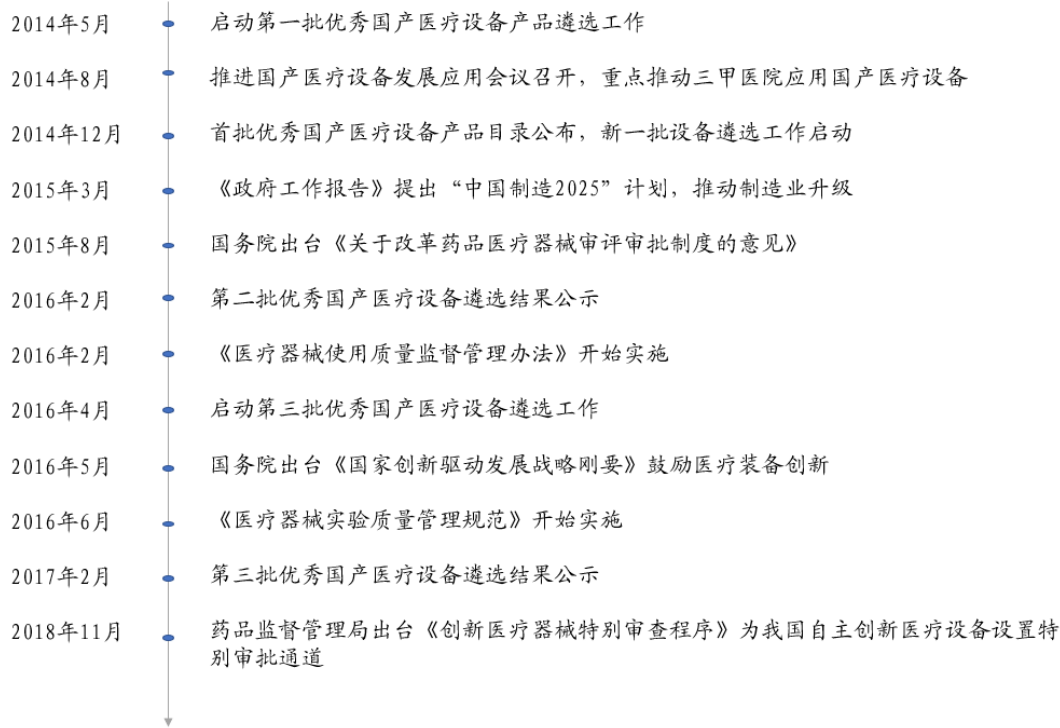
图 15：部分高端医疗器械国产及进口比重对比



数据来源：火石创造，东吴证券研究所

习近平主席在北京考察新冠肺炎防控科研攻关工作时指出“要加快补齐我国高端医疗装备短板，加快关键核心技术攻关，突破技术装备瓶颈，实现高端医疗装备自主且可控。疫情过后，随着国家加大对医疗卫生领域的投入，鼓励国产医疗器械企业加强科技创新，未来在医疗设备高端领域有望看到更多国产核心技术和品牌的出现。

图 16：疫情前我国医疗器械扶持国产政策梳理



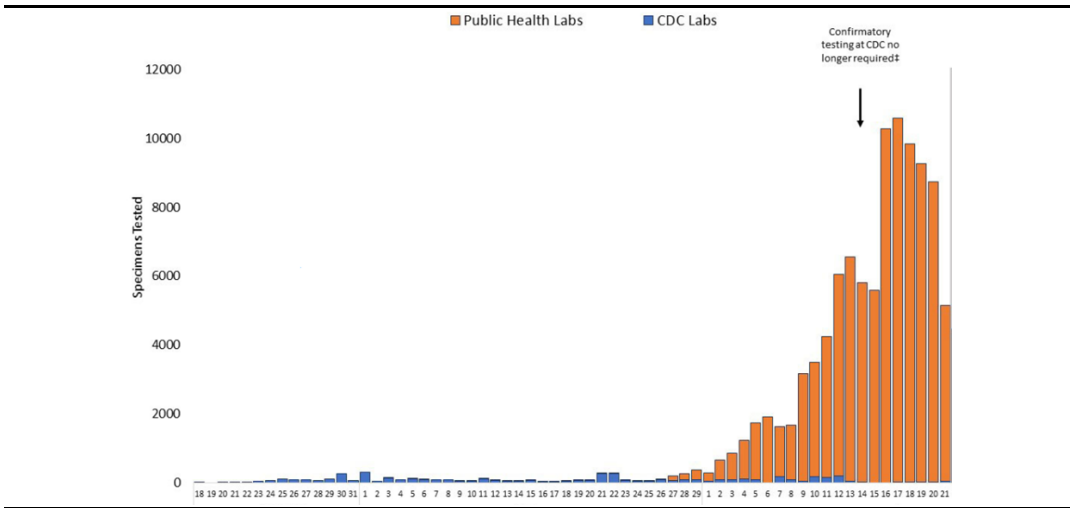
数据来源：政府官网、公开资料整理，东吴证券研究所

3.2.3. 检验实验室增长空间广阔

新冠疫情中无论在中国还是在海外，检验实验室都在疫情的检测、预防、控制等方面发挥了重要的作用。此次疫情湖北省先后分五批扩充核酸检测机构的数量，包括 66 家医疗机构、18 家疾控中心和 13 家第三方机构，共有 97 家检测机构开展核酸检验检测。检验实验室已经成为预防、检测疾病的不可或缺的社会力量。以武汉金域为例，疫情期间，武汉金域停止了其他所有检测业务，只进行新冠病毒的检测，以武汉金域实验室相关团队为基础，在当地又派出了 114 名相关专业人员，日均检测量达 3000 例左右，1 月 30 日湖北全省检测能力单日 4000 例。

此次美国新冠疫情检测数量已经达到全世界最多，而绝大部分检测是由检验实验室完成。

图 17：美国检验实验室和 CDC 检测样本数量



数据来源：美国 CDC，东吴证券研究所

截至 2018 年末，我国共有独立医学检验实验室 1495 家，比 2017 年同比增长 73.4%。目前我国第三方医学检验市场规模在 140 亿元左右，占整个医学检验市场份额的比例不足 5%，未来增长空间大。

相关标的：短期看，推荐海外疫情严重国家所急需如呼吸机、试剂盒等产品相关公司，长期推荐 ICU 重症科室建设所需产品相关公司、第三方检验实验室，建议关注：迈瑞医疗、鱼跃医疗、万孚生物、金域医学、迪安诊断。

表 12：医疗器械相关标的情况（2020 年 3 月 31 日）

股票代码	公司名称	主营产品	市值（百万元）	PE（2020 年）	年初至今涨跌幅
300760.SZ	迈瑞医疗	监护类产品、呼吸机、除颤仪、化学发光产品、彩超	318,146	56.68	43.87%
002223.SZ	鱼跃医疗	呼吸供氧、康复护理、手术器械、高值耗材、中医诊疗器械	36,370	39.45	78.54%
300482.SZ	万孚生物	体外诊断产品	26,566	49.69	49.74%
603882.SH	金域医学	第三方检验实验室	25,774	48.93	9.90%
300244.SZ	迪安诊断	第三方检验实验室	14,562	25.72	6.06%

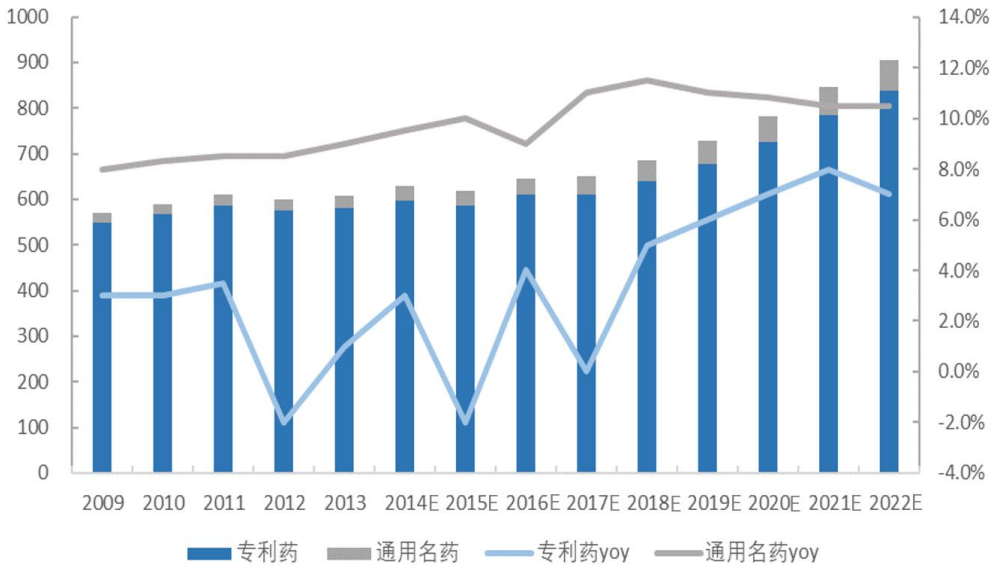
资料来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

3.3. 全球 API 产能逐步从欧美向新兴市场转移，关注特色原料药企业

3.3.1. 专利悬崖推动国际通用名药物市场持续增长

根据 Evaluate Pharm 发布的统计报告，在 2014 年至 2020 年的 7 年时间里，将有 2590 亿美元的药品面临专利到期的风险，其中预期有 46% 的市场份额会被仿制药侵蚀。大批世界级畅销专利名药相继到期为国际通用市场的繁荣提供了强大原动力，进而带动 API 需求量持续增加。目前，欧美日等发达国家在政府的倡导和支持下，仿制药市场占有率已经达到了 50% 以上，全球仿制药市场有望保持 10% 左右复合增长，是创新药增速的 2 倍。

图 18: 全球仿制药市场有望保持 10% 复合增长



数据来源：Evaluate Pharm，东吴证券研究所

美国是仿制药替代率最高的国家，从美国仿制药学会发布的报告来看，2015 年美国仿制药在处方量当中的占比是 89%，金额只占 27%。

欧洲各国的医疗政策“天平”总体偏向于仿制药发展。按药品数量计算，一半以上的欧洲市场已被仿制药所占据。2011 年欧洲仿制药协会 (EGA) 估算，仿制药每年为欧盟节省约 300 亿欧元的医疗开支。2008 年后，欧债危机下欧洲各国财政紧缩，部分国家通过大幅提高仿制药的使用比例，从而降低医疗财政支出。其中，法国、西班牙、意大利和葡萄牙 4 个国家仿制药市场占有率上升比较明显。

日本不断推进鼓励使用仿制药。根据 2018 最新版《药价基准目录》，目前日本已上市的处方药数量 16438 种，其中仿制药、原研药分别有 9254 种、3946 种，已上市处方药有 56.3% 是仿制药，且仿制药是原研药数量的 2.4 倍。而以价格计算，仿制药份额仅占有所有处方药的 15.0%，是所有原研药合计份额的 1/5，但与已有仿制药的原研药 22.5% 的份额相比，差距不大。经过三次仿制药质量再评价，以及厚生省等对于终端医院、医生药房的奖励，仿制药替代率达到 70% 以上。

在发展中国家，印度是快速增长的医药新兴市场之一，2010 年印度医药市场规模为 250 亿美元，2013 年增长到约 400 亿美元，年复合增长率约为 17%。相对于国内市场，印度制药企业在国际仿制药市场上有很大的影响力，被誉为“世界药房”，涌现出多家世界级的仿制药企业，如 SunPharma、Dr.Reddy's、Cipla、Wockhardt、Lupin 等，这些药企通过多年努力，积累了较为丰富的资本和经验，产品进入欧美市场，在海外市场获得较大成功，出口成为印度医药产业发展的主要驱动力。2015 年，印度药品出口额达 120.54 亿美元，增长 7.55%，超过我国 5.3% 的增长率，2016 年印度药品出口额达到了 130.70 亿美元。

全球范围内仿制药市场有望保持两位数的增速，其中中国和其余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。特别地，针对支付能力有限的发展中国家，仿制药在未来一段时间内仍将是临床用药的主要选择。IMS Health 预测，2018 年全球医药支出相比 2013 年将增长 3,050-3,350 亿美元，其中仿制药支出增长贡献 52%；在新兴医药市场增长中，83% 是仿制药的增长。

3.3.2. 全球 API 产能逐步从欧美向新兴市场转移，中国逐渐赶超印度

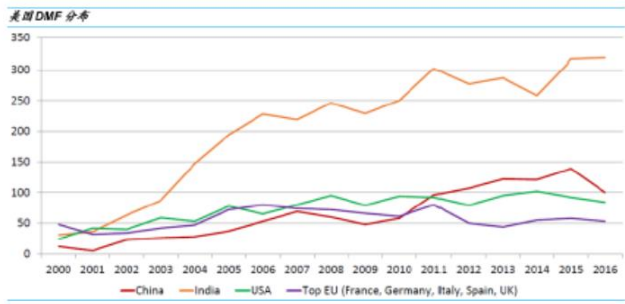
过去十年中，全球 API 产能逐步从欧美向新兴市场转移，印度和中国成为主要承接者，目前印度是 API 产能转移的最大受益者，但中国凭借在技术和质量方面的优势，正快速缩小与印度的差距。目前欧洲 80%，美洲 70% 的通用名产能由中印两国提供。印度由于语言和技术优势，成为过去十年 API 产能转移的最大受益者。

截至 2016 年底，美国 DMF 中 46% 由印度企业持有。从发展轨迹看，随着欧美日等国即将有大量产品的专利保护到期，以及印度的 DMFs 和 ANDAs 数量大幅增加，印度 API 逐渐从大宗原料药发展到技术含量和附加值更高的特色原料药，销售重点从非规范市场转移到规范市场，从单纯做 API 延伸到 API+制剂，扩大市场话语权和毛利润。

图 19: 美国 DMF 持有人分布情况

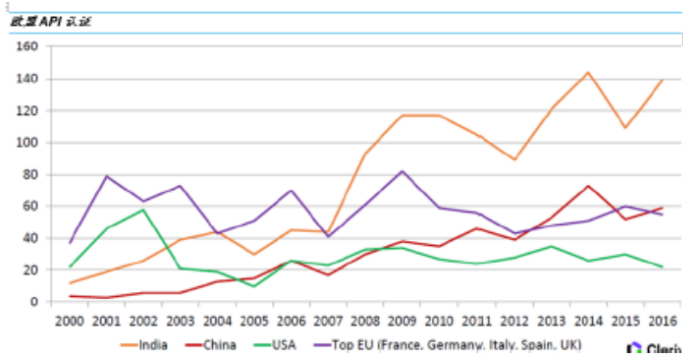
图 20: 欧盟 API 认证分布情况

2000-2016 年美国 DMF 持有人分布情况



数据来源：博瑞招股书，东吴证券研究所

2000-2016 年欧盟 API 认证分布情况



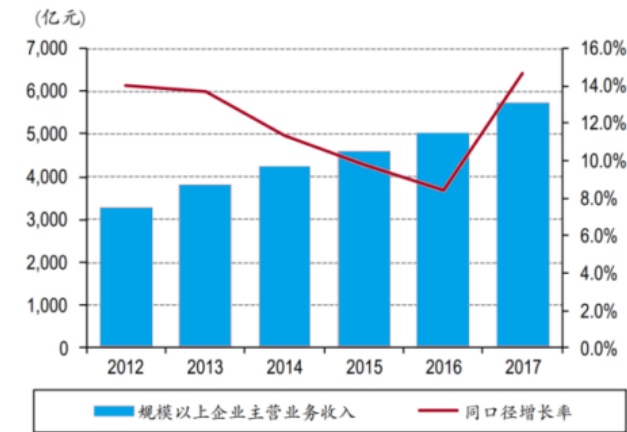
数据来源：博瑞招股书，东吴证券研究所

目前，中国凭借更为成熟的基础工业体系、成本优势以及发酵类产品优势，正在技术、产品质量体系和 DMF 认证等方面快速追赶印度。中国目前拥有全球数量最多的 API 生产基地，截至 2017 年底中国拥有 1474 个 API 生产基地，印度为 688 个。过去十年中国在美国注册的 DMF 数量迅速增长。2000 年前中国每年获得的 DMF 注册号基本只有个位数，2010 年后每年 100 个以上。近几年来中国每年新增获得的 DMF 注册仅次于印度，已经超过了美国和欧洲五国的数量。

目前，我国已经成为全球第一大原料药生产国与出口国，产品种类齐全，产能旺盛，且价格低廉，主要集中在大宗原料药。2017 年我国原料药出口量达 896.15 万吨，同比增长 8.33%，出口额达 291.17 亿美元，同比增长 13.71%。但我国原料药企由于早期欠缺研发能力，有优势的主要是一些技术成熟、产品链长的大宗原料药产品，品种主要集中在维生素类、解热镇痛类、抗生素类以及皮质激素类。

图 21：我国化学原料药规模企业收入&利润情况

我国化学原料药规模企业收入规模及增长率



我国化学原料药规模企业利润总额规模及增长率



数据来源：国家统计局，发改委，东吴证券研究所

特色原料药需求提升，国内部分技术强的企业有望享受行业红利。仿制药市场规模扩大，对于新型特色原料药的需求也随之迅速扩大，极大地推动了特色原料药的国内生产转移进程，特色原料药在出口产品中所占比重也较快增加。在此过程中，国内部分技术实力较强的企业逐步进行产品管线升级，在特色原料药和专利原料药领域逐渐扮演更加重要的角色。

国内厂家获批 FDA 的 ANDA 数量快速提升，成为国际仿制药企市场的有力竞争者。尽管过去 30 年，印度企业凭借成本等优势在仿制药出口方面取得快速提升，2017 年获批 337 个 ANDA 批件，占 FDA 整体 ANDA 批件数 40% 以上。中国 2002 年仅有 3 个 ANDA 批件，到 2017 年达到 49 个，尽管相比印度有距离，但是已经获得极大的提升。预计未来随着国内药审政策逐步与国际接轨，加上民族企业逐步走向全球，中国药企有望在国际医药市场上扮演越来越重要的角色。

表 13: FDA 批准 ANDA 批文分布

单位：个	1990	2002	2017
FDA 批准 ANDA 批文数	34	221	825
中国	0	3	49
印度	5	22	337

数据来源：Newport，科睿唯安，东吴证券研究所

3.3.3. “一致性评价+带量采购”促使医药行业格局加速洗牌，重新定义仿制药核心竞争要素，API 企业产业链优势凸显

2016 年 3 月，国务院办公厅发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的通知》，明确提出：1）国家基本药物目录（2012 年版）中化学药品仿制口服固体剂，应在 2018 年底之前完成一致性评价，其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种，应 2021 年底前完成一致性评价，否则不予再注册；2）化学药品新注册分类实施前批准上市的其他仿制，自首家通过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种原则上应在 3 年内完成一致性评价，否则不予再注册；3）鼓励企业开展一致性评价工作，同品种达到 3 家以上通过一致性评价的，在集采中不再选用未通过一致性评价的品种。

与此同时，4+7 带量采购要求通过招标形式确定价格的原则为量价挂钩。首批带量采购降价平均降价幅度超过 50%，2019 年带量采购全国推广，与去年底“4+7”试点城市中选价格水平相比，平均降幅 25%。

一致性评价及带量采购政策的出台，对仿制药行业将产生深远影响，对药企质量和成本管控提出了更高要求，API 质量稳定性、研发技术实力和效率、成本和产能稳定性在整个制药产业链中的重要性进一步凸显。

过去十几年，部分原料药尤其是江浙地区由原料药、API 起家的企业逐步向下游延伸，寻求产业链末端的高毛利，包括华海药业、仙琚制药、浙江医药、海正药业等，并逐步建立成熟的制剂部门。本轮医药政策改革，尤其是带量采购全国推行，对于产业链布局靠前的 API、原料药企业是顺应变革的重要契机。

原料药/API 供应质量及供应量是带量采购的重要竞争优势。原料药、API 企业在打通上下游产业链后，具有更高的成本优势及产品供应能力，在量价博弈的带量采购中有望以“赤脚”冲击者的身份抢夺更多的存量市场。

3.3.4. 建议关注具备上下游产业链优势的原料药/API 企业，包括华海药业、仙琚制药、博瑞医药，天宇药业、司太立、普洛药业等

基于上述对于国内原料药/API 行业的分析以及仿制药带量采购的大环境，我们推荐关注国内逐步往下游制剂端布局的企业，建议关注华海药业、仙琚制药、博瑞医药，天宇药业、司太立、普洛药业等。

表 14：特色原料药/API 相关标的介绍（2020 年 3 月 31 日）

股票代码	公司	主营产品	市值(百万元)	PE(2020 年)	年初至今涨跌幅	核心逻辑	产能扩张情况
600521	华海药业	3S,4R 还原物、业 N-甲基帕罗西汀、苄酯、苄酯磺酸盐、厄贝沙坦、厄贝沙坦片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片、福辛普利钠片、富马酸铜替芬、卡托普利等	33,985	36.96	48.90%	公司缬沙坦原料药 CEP 于 12 月 16 日批准恢复，缬沙坦事件影响逐步消退，公司原料药业务逐步恢复正常。 公司持续获得 ANDA 批文，美国制剂业务有望扭亏。 国内制剂 ANDA 转报国内，有望持续收益于带量采购，快速放量。	生物园区制药及研发中心项目、原料药产业升级
000739	普洛药业	康裕百士欣、康裕康迈欣、康裕立安、康裕盐酸金刚烷胺、康裕盐酸屈他维林、康裕伊特安、康裕裕君先、康裕裕力兴、普洛阿法骨化醇、普洛阿昔洛韦胶囊等	23,382	31.42	52.97%	API、CDMP、制剂“三驾马车”齐头并进拉动公司业绩。 制剂：中标左乙拉西坦片的全国联盟集采，后续仍有 16 个品种在进行一致性评价工作，另外海外首个 ANDA 也于 9 月获批。	

2332	仙琚制药	宝丽婷(克霉唑阴道片)、醋酸环丙孕酮片、醋酸可的松、醋酸泼尼松、醋酸泼尼松龙、醋酸泼尼松龙注射液等	12,790	24.81	41.44%	公司在甾体原料领域的行业龙头地位稳固，国内无竞争对手，优势明显。公司制剂产品已经具备了一定的体量，快速发展，麻醉、呼吸、皮肤产品竞争格局好。	
300702	天宇股份	2,6-二氯苯胺、ACTC、B0021、B0031、C0051、C0091、DCC、EF001、F0071、N0043、S0031、X0054、X0063、奥美沙坦酯原料药及中间体、厄贝沙坦原料药及中间体等	15,580	23.03	70.59%	原料药受益于欧盟 CEP 恢复，沙坦类原料药产能释放及价格上涨带动公司业绩。 CMO 及制剂：CMO 新基地预计近期建设完毕，目前项目储备丰富，潜力大；次序投入制剂开发，上下游联动优势大，有望成为未来业绩增长重要弹性。	豪博产线安装
603520	司太立	碘海醇原料药	9,903	39.03	38.78%	公司是全球造影剂 API 龙头，产能翻倍释放业绩在即，有望享受行业高景气红利。 API 及制剂一体化联动，碘造影剂全球化布局，有望与核心客户共同抢占庞大原研市场。	2350t 产能 X 射线造影剂原料药技术改造项目
688166	博瑞医药	阿尼芬净、安丝菌素、靶向高分子偶联平台、多拉菌素、恩替卡韦、磺达肝癸钠、卡泊芬净、米卡芬净、子囊霉素	17,593	116.55	35.06%	公司拥有多项核心技术平台，掌握 40 多个复杂 API 及中间体的制备技术，产品市场竞争力优势明显。 逐步打通“原药起始物-cGMP 高难度中间体-特色原料药-制剂产品”的全链条，进一步向制剂产品领域拓展。	
603538	美诺华	阿托伐他汀、埃索美拉唑、坎地沙坦、氯吡格雷、氯沙坦、培哌普利、瑞舒伐他汀、缬沙坦	4,428	21.23	19.81%	公司特色原料药核心品种主要为缬沙坦、瑞舒伐他汀、阿托伐他汀、氯吡格雷、等慢性主流大品种，需求稳健增长。 子公司宣城美诺华（年产 1600 吨原料药项目）获先	宣城 1600t 原料药一期项目、浙江美诺华东扩、安徽美诺华北扩项目

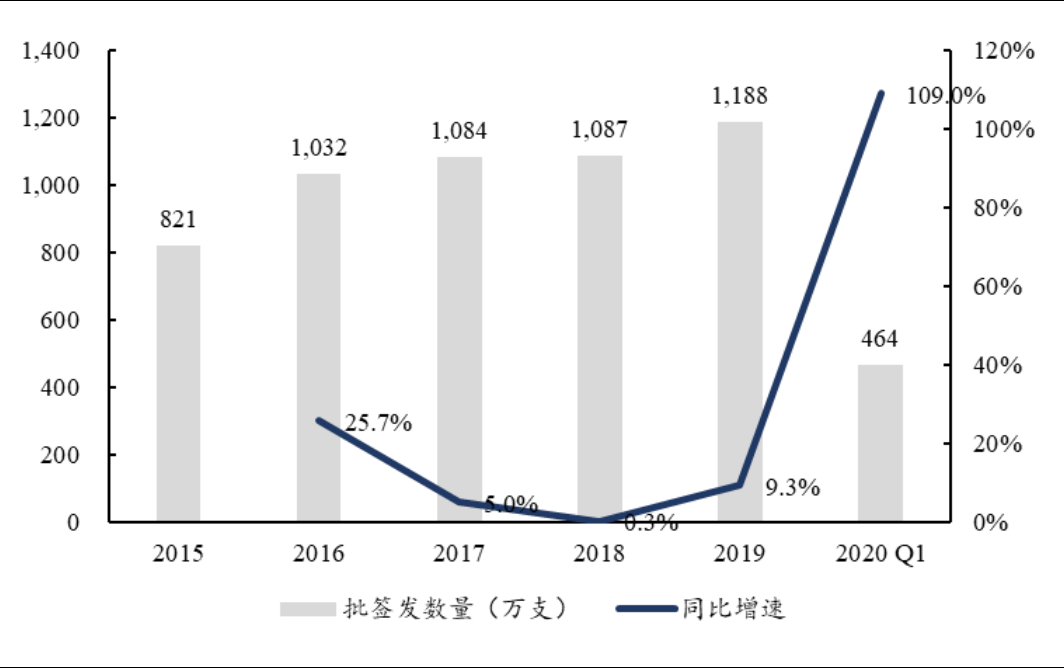
						声药业投资 1.12 亿元，未来将有更多产品合作或深化战略合作，帮助公司实现中间体-原料药-制剂一体化全产业链战略。	
--	--	--	--	--	--	--	--

资料来源：wind，公司公告，东吴证券研究所

3.4. 血液制品中、短、长期或都将迎来快速增长

短期看，由于静丙在此次疫情中广泛应用，一季度将迎来销量的增长。血液制品在此次疫情中起到了缓解症状、提高免疫力的作用，疫情中在患者和医护人员中均有使用。静丙含有广谱抗病毒、细菌或其他病原体的 IgG 抗体，具有免疫替代和免疫调节的双重治疗作用。经静脉注射后，能迅速提高受者血液中的 IgG 水平，增强机体的抗感染能力和免疫调节功能。北京协和医院关于“新型冠状病毒感染的肺炎”诊疗建议方案 V2.0 提出：人免疫球蛋白，重症患者依据病情可酌情早期使用 IVIG 0.25g/kg/d，疗程 3-5 天。柳叶刀近期发表了武汉金银潭医院对 99 例新冠肺炎患者的治疗情况：其中 27% 的患者使用了静丙进行治疗，临床显示患者的免疫力得到了显著提升。从批签发数据可以看出，2020 年一季度静丙批签发数量为 464 万支，同比增速达到 109%，实现高速增长。

图 22：2015 至 2020 Q1 静丙批签发情况汇总



数据来源：中检所、东吴证券研究所

中期看，静丙短期需求端的激增，将快速消化渠道和公司内部的库存。库存出清，将为静丙在接下来 1-2 年的加速增长奠定基础。根据草根调研我们推

测，此次疫情已经消化掉静丙 3-6 个月的渠道库存，目前渠道库存已经出清完毕，血液制品企业内静丙的库存亦被加速消化，2020 年静丙或将实现量价齐升。

长期看，我国血液制品行业的结构或将变化，静丙长期将加速增长。在 SARS 流行期间，静丙用量增长明显。根据《SARS 流行期间珠三角地区 39 家医院用药变化分析》的数据分析，2003 年二季度静丙销售额同比增长了 29%，而 2002 年同比增速仅为 -9%。根据草根调研，我们发现北京和广州是静丙用量相对较高排名最前的两个城市，我们认为主要原因为当年非典疫情爆发两个城市最严重。通过非典疫情，静丙的临床认知得以提升。我们认为，此次疫情涉及地区广泛，患者数量多。随着静丙在疫情中的广泛应用，我们认为患者与医护人员对静丙的认知会进一步提升。这将有利于静丙适应症的拓展，同时提升静丙的销量。静丙在国际血液市场上为核心的驱动力，带动国际血液制品行业的增长。我国静丙占比较国际市场低，同时增速较缓慢。此次疫情后，我国或将迎来静丙推动血液制品增长的时代，从而带来血液制品行业的长期增长。

我们主要的建议关注的标的为以下三家：华兰生物、天坛生物及博雅生物。三家公司的主要产品均包括静丙。华兰生物和天坛生物采浆量位居行业前列，血浆库存多，业绩弹性大。博雅生物近年来增长稳定，静丙与白蛋白批件齐全，未来增长可期。

表 15：血液制品行业相关标的情况（2020 年 3 月 31 日）

股票代码	公司名称	主营产品	市值（百万元）	PE（2020 年）	年初至今涨跌幅
002007	华兰生物	白蛋白、静丙、八因子、4 价流感疫苗、3 价流感疫苗	67,235	42	36.33%
600161	天坛生物	白蛋白、静丙等	38,030	50	30.21%
300294	博雅生物	白蛋白、静丙、纤维蛋白原	13,645	21	0.83%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

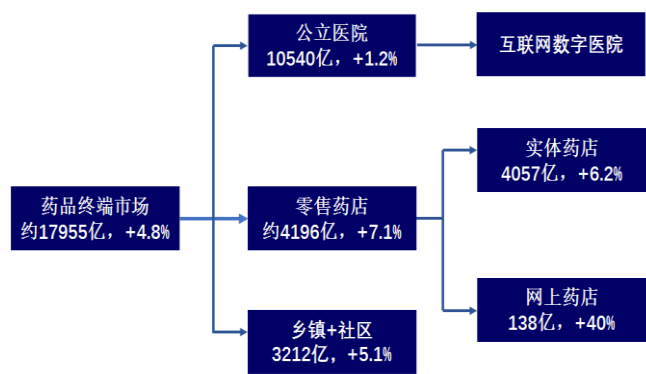
3.5. 把握药店行业集中度提升和盈利能力双螺旋提升机会

3.5.1. 外延为基：行业集中度将持续提升

- 1) 药店渠道占药品零售终端比例只有 23.4%，提升空间大。2019 年我国零售药店约 4196 亿市场规模，占整个药品终端市场规模的 23.4%，和海外成熟市场规模仍然有较大差距。2015 年美国零售药店终端占

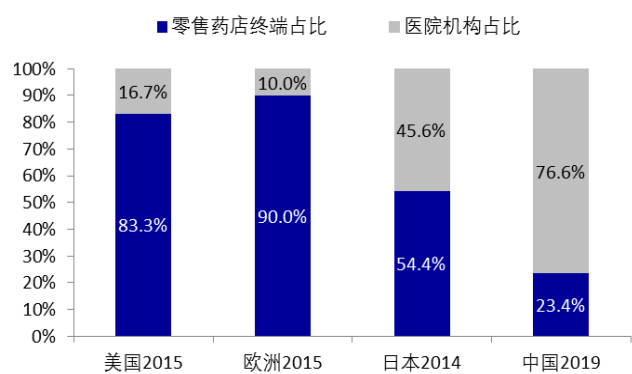
比 83.3%、欧洲 90%、日本 54.4%，中国药品终端市场占比 23.4%与美国等成熟市场药店渠道占比差距大。

图 23：2019 年中国药品终端市场结构（亿元）



数据来源：商务部，米内网，东吴证券研究所

图 24：不同国家药品销售渠道占比（%）



数据来源：老百姓招股书，米内网，东吴证券研究所

2018 年国内零售药店药店数量达到 48.9 万家，连锁率 52.4%，叠加人口密度是美国三到四倍，与美国目前 74.5% 的连锁率相差较远；中国平均每万人执业药师注册数仅为 3.43 人/万，与日本 24.6 人/万和美国 12.4 人/万相比还有提升空间；中国药房日均单店销售收入 316 美元与日本药妆店 8725 美元、美国药店 11291 美元相差明显；行业集中度 CR5 仅有 10.5%，相较日本药妆 CR10=72%、美国 CR4=83% 仍还有较大提升空间。

表 16：目前中国药店与美日药店对比差距较大（均为 2018 年数据）

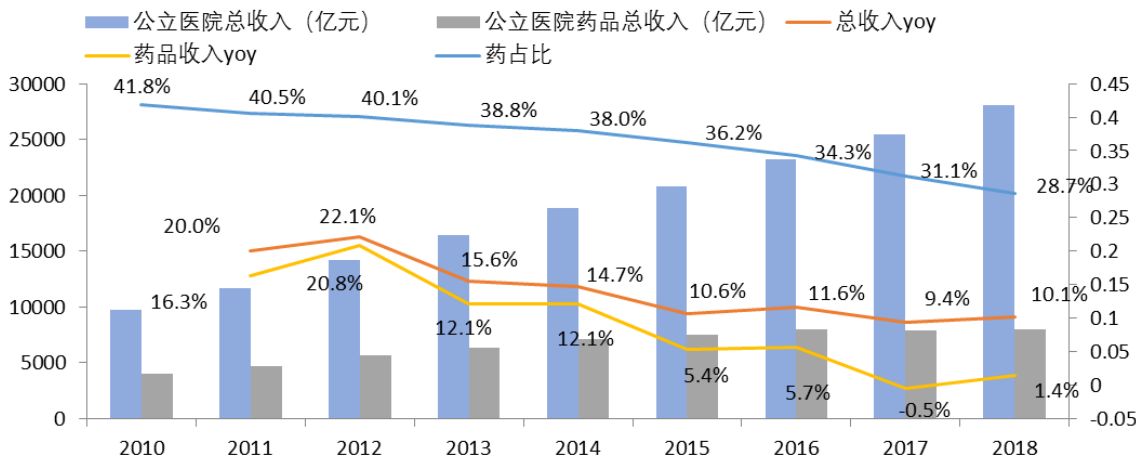
国家	人口 (亿)	药店销售 规模	门店业态	家数 (万)	行业集中 度	连锁 率	执业药师 人数	每万人 执业药师 数	店均服 务人数	日均销 售(美元 /店/日)
中国	13.9	约 560 亿 美元	药店	48.9	CR5=10.5%	52.4%	468200	3.43	2854	316
			便利店	12					11628	728
日本	1.3	约 629 亿 美元	调剂药局	5.5	CR10=14%	NA	311289	24.6	2299	3158
			药妆店	2	CR10=72%				6285	8725
			便利店	5.5	NA				2329	4373
美国	3.2	2635 亿美 元	药店	6.2	CR4=83%	74.5%	40100	12.4	5250	11291
			便利店	15.5					2093	8948

数据来源：中国统计局、IMS、Mac-advisory、日本特许经营协会、日本总务省统计局、NACDS、东吴证券研究所

2) 国家政策引导公立医疗机构降低药占比，中国处方药品销售市场每年保持稳定流出至院外渠道。2018 年国家公立医院总收入为 2.81 万亿元（同比+10.1%），药品总收入为 0.8 万亿（同比+1.4%），2010-2018 年中国公立医疗机构药占比从 41.8%逐年下降至 28.7%，随着药占比政策趋严，处方外流趋势确立并不断加强，我们认为连锁药店行业作为院外主要零售渠道有望承接处方加速外流而受益。

同时，疫情期间国家政策针对常见/慢病网售处方药放开印发指导意见，短期因支付环境及监管条件尚未成熟，以及受众错配而冲击有限，线上放开销售反而将促进处方药品加速流出。

图 25：2010-2018 全国公立医院药品收入占比持续下降



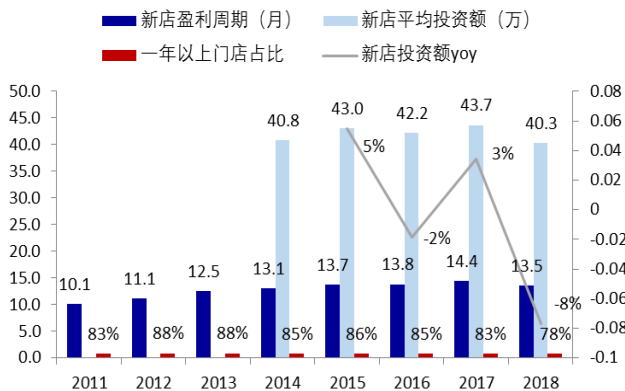
数据来源：2019 中国卫生健康统计年鉴，东吴证券研究所

两票制+药品集采，供给侧改革带动药店集中度提升。2017 年底及 2018 年底分别实施的两票制和降价集采降低了药品在流通环节利润，成本价中标后定量供应直接导致上游制药企业调整销售策略关注连锁药店销量占比，所以连锁药店有望进一步整合单体药店。

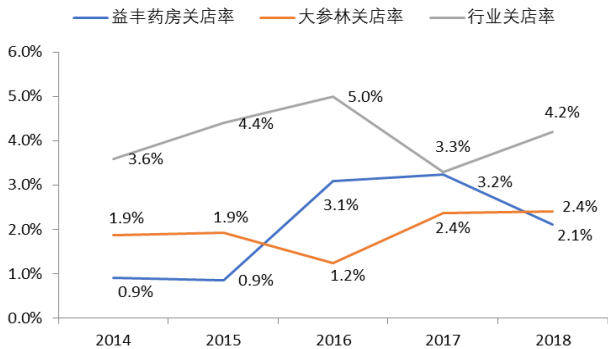
3) 激烈竞争下单体药店生存环境越发艰难。连锁零售药房因具规模优势，在品类扩展和议价、物流储备周转、以及配送成本上与单体药房相比拥有较大优势。2018 年新店盈利周期小幅下降至 13.5 个月，新店平均投资额为 40.3 万，但新版 GSP 要求认证一店一师推升人工成本，租金压力导致即使非疫情期间新开单店平均投资额呈逐年上升趋势，平均盈利周期越来越长，单体药店经营压力仍较大；同时，连锁药店拥有较大成本优势和经营协同，过去五年上市连锁药房关店率远低于行业平均关店率，营运质量良好，行业连锁率有望继续提升。

图 26：2011-2018 新店盈利周期拉长同时投资额上升

图 27：2014-2018 全国连锁药房关店率优于行业关店率



数据来源：中国药店，东吴证券研究所



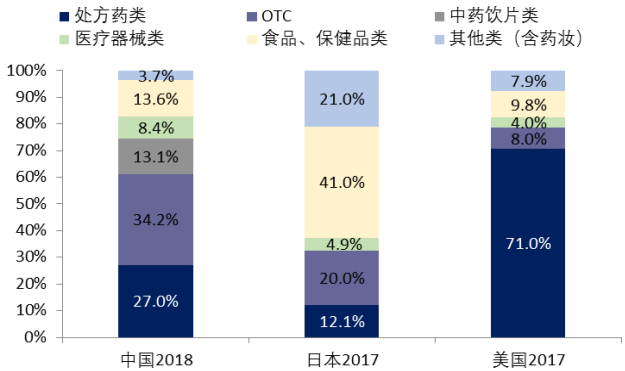
数据来源：中国药店，公司公告，东吴证券研究所

3.5.2. 内生为翼：连锁药店渠道价值重塑，盈利能力有望进一步提升

1) 连锁药店品类体系将得到优化和丰富。相比美国医药分离完成后处方药占比 71%和日本药妆店的药妆+保健品占比 62%，中国药店承接处方外流未来渠道将不断拓宽，药妆和保健品占比也有很大空间。

目前国内处方药在药店利润贡献占比小于收入贡献，主要是由于国家集采政策取消药品加成导致，其他品类中 OTC 利润贡献最高，其次是保健品和中药饮片利润贡献较高。GPO 挤压处方药利润且入选有限，药店成为集采掉标品种、原研品种、辅助用药、OTC 药品的重要销售渠道。处方药体量大，是药店定位引流品种。

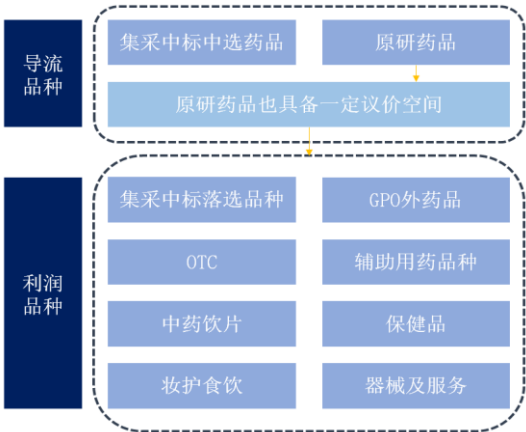
图 28：中国药店渠道中处方药 RX 占比低



数据来源：中国药店，东吴证券研究所

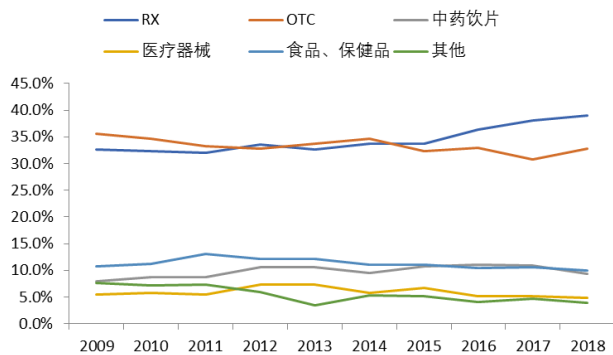
图 30：2009-2018 行业不同品类收入占比

图 29：GPO 后药店行业导流和利润品类划分

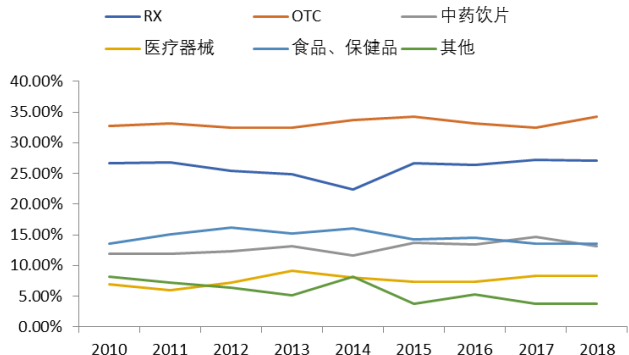


数据来源：中国药店，东吴证券研究所

图 31：2010-2018 行业不同品类利润占比



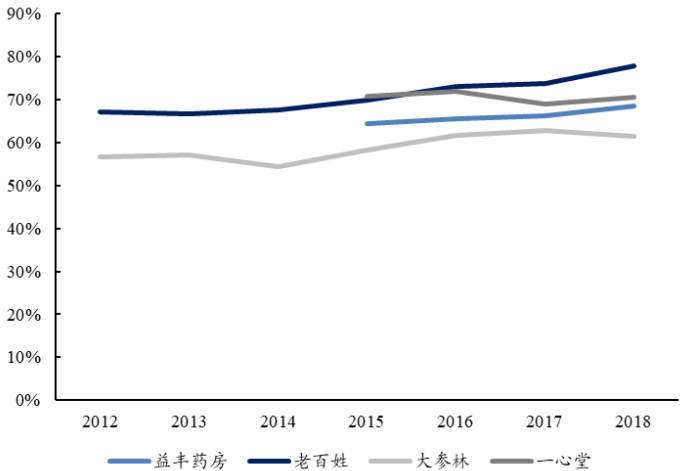
数据来源：中国药店，东吴证券研究所



数据来源：中国药店，东吴证券研究所

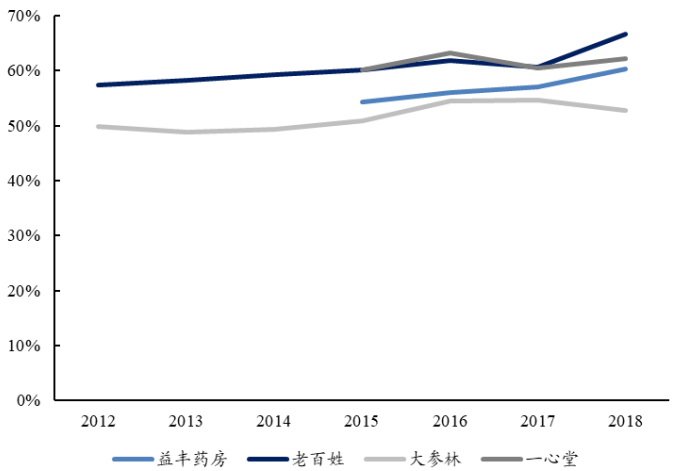
从品类贡献收入占比看，2009 年至 2018 年期间处方药品在行业收入占比一直保持 30%以上，2015 年后由于处方药外流加快，OTC 占比排名低于处方药品成为收入贡献第二大品类；从品类贡献利润占比看，由于支付方性质不同，OTC 类产品的药品属性及定价不受限，多年来利润贡献占比（2018 年 34.22%）排名居首，处方药虽然受到定价限制但由于其刚需属性利润贡献占比排名仅次于 OTC 品类（2018 年达 27.03%）；中药饮片、保健品的收入利润还有较大提升空间，未来行业收入利润结构也将根据连锁药店议价能力和对品类的把控能力提升而继续优化。

图 32：2012-2018 年上市药店中西药收入占比



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 33：2012-2018 年上市药店中西药利润占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2) 连锁药店渠道价值重塑。2018 年连锁药房上市公司品类中西成药收入占比最低为大参林 63%，最高为老百姓占比 79.9%，利润占比最低为大参林 52.8%，最高为老百姓 66.6%，且 2012 年至 2018 年期间收入和利润占比均维持高位。

中西成药涵盖处方药、OTC、辅助用药、集采掉标、原研药品等品类，未

来随着医药分离政策推进加深，院内市场对于辅助用药、集采范围外品种挤出至院外销售，连锁药店中西成药占比贡献持续优化提升企业盈利能力。我们认为连锁药房是药品流通渠道中不可或缺的环节，连锁药店的品牌及渠道价值将随着行业发展得到重塑。

表 17：药店行业相关标的情况（2020 年 3 月 31 日）

股票代码	公司名称	主营产品	市值（百万元）	PE（2020 年）	年初至今涨跌幅
603883	老百姓	“老百姓”药品零售药店	22,326	34	21.57%
603939	益丰药房	保健品零售、药品零售、医疗器械零售、与健康相关的日用便利品零售	35,278	47	27.15%
603233	大参林	保健品、参茸滋补药材、中西成药、中药饮片	34,458	39	20.57%
002727	一心堂	医药零售连锁、医药批发	14,683	20	11.18%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

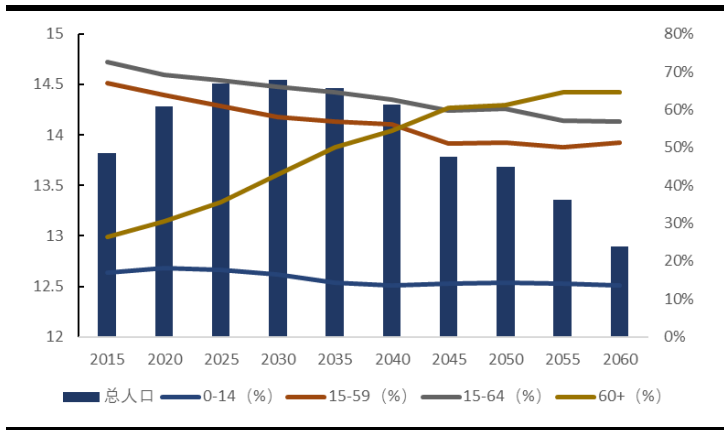
3.6. 医疗服务后疫情时代或将进入加速发展期，专科民营医疗机构发展可期

《“十三五”规划纲要》、“健康中国 2030”、“十三五”卫生与健康规划与限制公立医院扩张的政策相继出台，“抓预防、治未病”的健康管理方式成为政策主导的大方向，非公立医疗机构迎来政策红利带动快速发展的机遇。

中国老龄化社会加速到来，对健康的需求群体不断扩大。2030 年中国人口将达到峰值，60+人口比例将达到 43%。2004~2015 年期间，公立医院占比从 86%下降到 47%，民营医院逐渐成为满足人们健康需求的重要终端。

图 34：我国人口年龄结构图

图 35：公立医院&民营医院占比



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

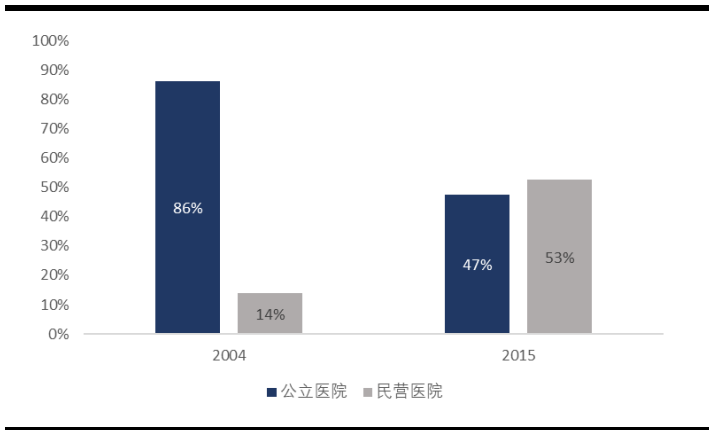
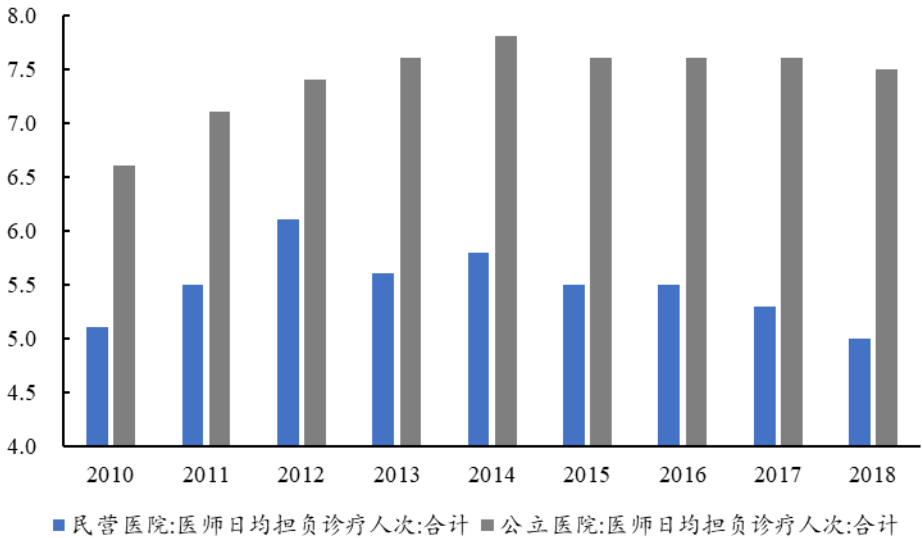


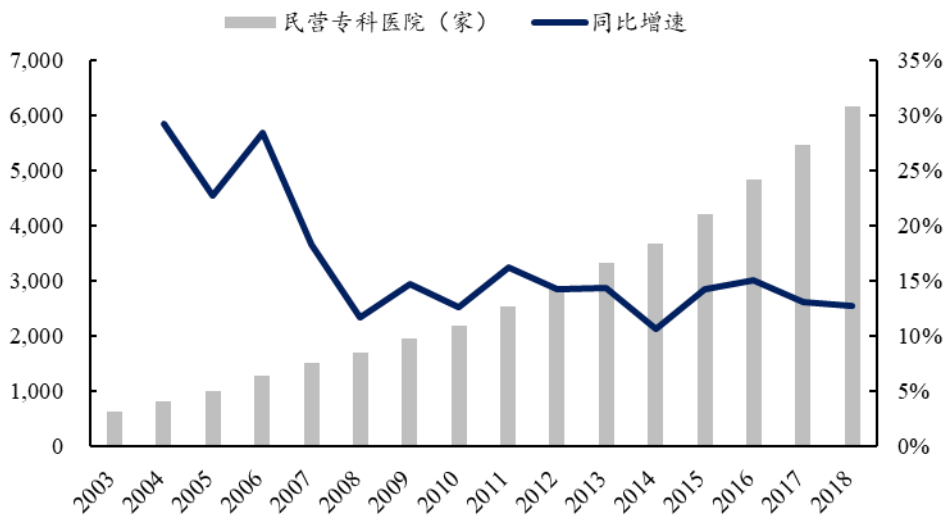
图 36: 2012-2018 年公立和民营医院医师日均负担诊疗人次（人）



数据来源：中国卫生统计年鉴、ADA、东吴证券研究所

因此我们认为，医疗服务下层，就医患者的分流将作为医疗服务领域的重点工作，其中民营专科医院作为公立医院患者分流的主力，或将迎来快速增长。2003 年非典疫情后三年，民营专科医院进入快速增长的三年，2004、2005 和 2006 年民营专科医院数量的增速分别达到 29%、23%和 29%，增长迅速。此次疫情后，民营专科医院或将迎来快速发展的黄金时期。

图 37: 2003-2018 年民营专科医院数量变化情况



数据来源：中国卫生统计年鉴、东吴证券研究所

医疗服务领域我们推荐关注的标的主要有通策医疗、爱尔眼科及美年健康。通策医疗主要覆盖口腔医疗服务领域，爱尔眼科为眼科医疗服务连锁机构，美年健康所在领域为体检行业。

表 18: 医疗服务相关标的情况（2020 年 3 月 31 日）

股票代码	公司名称	主营产品	市值（百万元）	PE（2020 年）	年初至今涨跌幅	2020 年净利润
600763	通策医疗	口腔科医疗服务	34,559	55	5.12%	628
300015	爱尔眼科	眼科医疗服务	121,992	67	-0.46%	1830.55
002044	美年健康	体检中心	46,294	34	-20.69%	1353

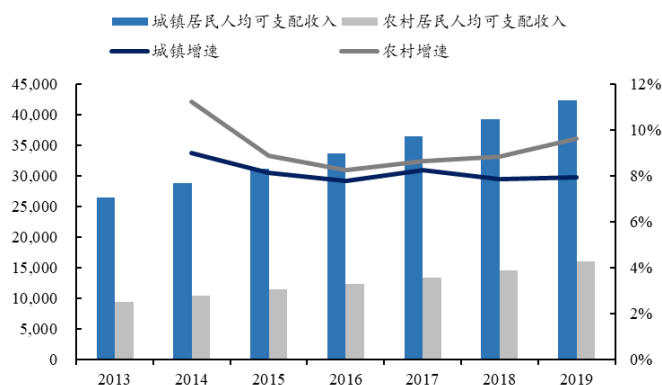
资料来源：Wind、公司公告、东吴证券研究所

3.7. 消费领域后疫情时代将恢复增长，居民健康意识加强推动其加速增长

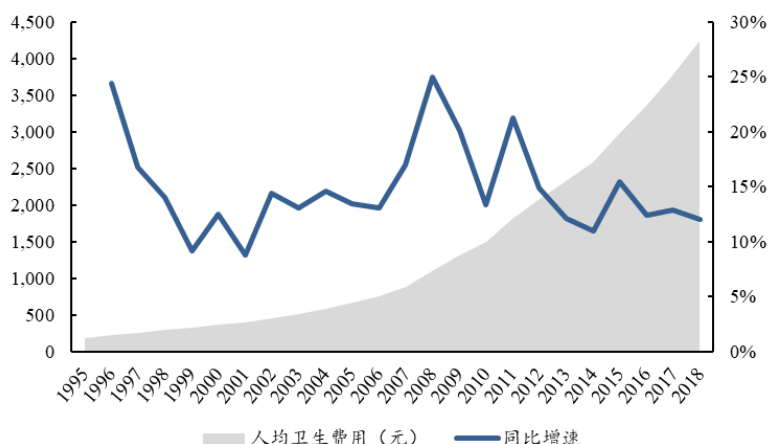
改革开放 30 年以来个人收入水平大幅提高，到 2019 年我国人均可支配收入达到 3.0 万元/年，比 2013 年的 1.8 万元/年提高了 67%。其中可以看出，农村居民的人均可支配收入增速大于城镇居民，随着个人可支配收入的大幅提高，人们的健康理念也发生了翻天覆地的变化，集中体现在年人均医疗保健支出的大幅提高。随着近年来我国经济的发展和居民对医疗健康意识的逐步提升。可以看出，随着国民健康意识的逐渐加强，我国人均卫生费用也呈现逐年上市的趋势，2018 年人均卫生费用达 4237 元，同比增长 12%。

图 38: 人均可支配收入变化情况（元）

图 39: 中国人均卫生费用(元) 情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

随着健康意识与消费能力的快速提高，医药自主消费类产品与服务的需求呈现了快速上升的趋势，通过加大消费支出水平享受更好的健康服务和医药产品已经成为了我国居民提高生活水平的必选消费需求。同时，随着农村居民可支配收入的快速增长，市场下沉的空间广阔。

我们推荐重点关注 4 家具有典型自主消费产品标的，重点推荐**长春高新**、**我武生物**、**欧普康视**和**片仔癀**。

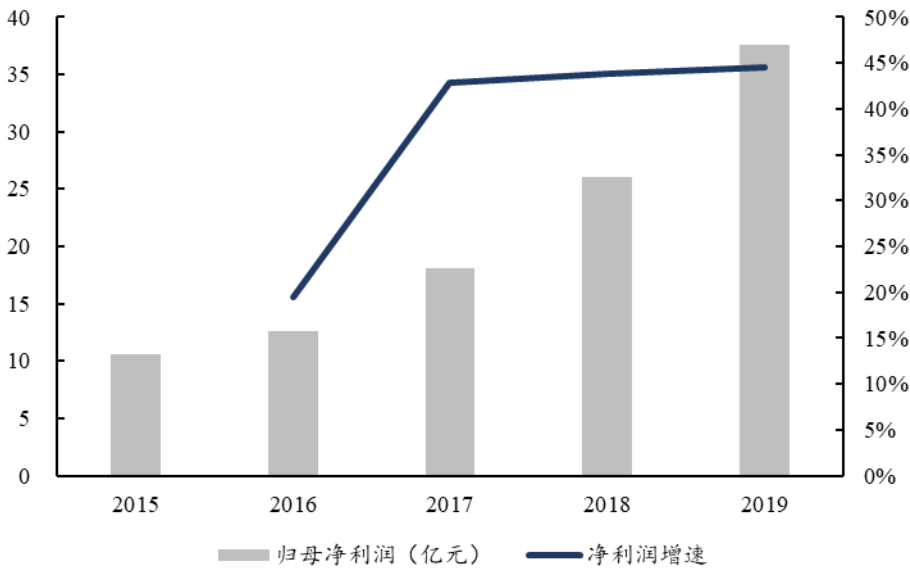
标的产品具备共同的自主消费特点：

- 1) 产品单价高；
- 2) 产品使用人群少，但适用人群广，渗透率低；

产品属于可选消费，但其疗效显著，具备一定的刚需属性。

从 4 家公司近年来的业绩可以看出，2017 年至 2019 年均实现快速增长。2019 年全年，4 家公司净利润总计为 37.54 亿元，同比增长 44.48%。2020 年一季度，由于疫情的爆发，这四家公司的业绩受到不同程度的负面影响，但随着医院恢复正常营业，上述四家公司的产品将继续维持快速增长。同时，我们认为，此次疫情加强的居民整体的健康意识，未来自主消费类企业或将迎来加速增长。

图 40：自主消费类 4 家公司净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

我们主要的推荐标的为以下四家：长春高新、我武生物、欧普康视及片仔癀。我们认为这四家标的均为自选消费领域具有代表性的标的，且所处行业均处于快速发展阶段，未来增长可期。

表 19：自选消费相关标的情况（2020 年 3 月 31 日）

股票代码	公司名称	主营产品	市值（百万元）	PE（2020 年）	年初至今涨跌幅
000661	长春高新	生长激素、水痘疫苗、促卵泡激素	110,893	40	22.60%
300357	我武生物	粉尘螨滴剂	23,347	28	1.00%
300595	欧普康视	OK 镜	22,352	26	16.71%
600436	片仔癀	片仔癀	74,992	38	13.13%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

3.8. 疫苗企业后疫情时期有望继续快速增长，新冠疫苗研发有序进行

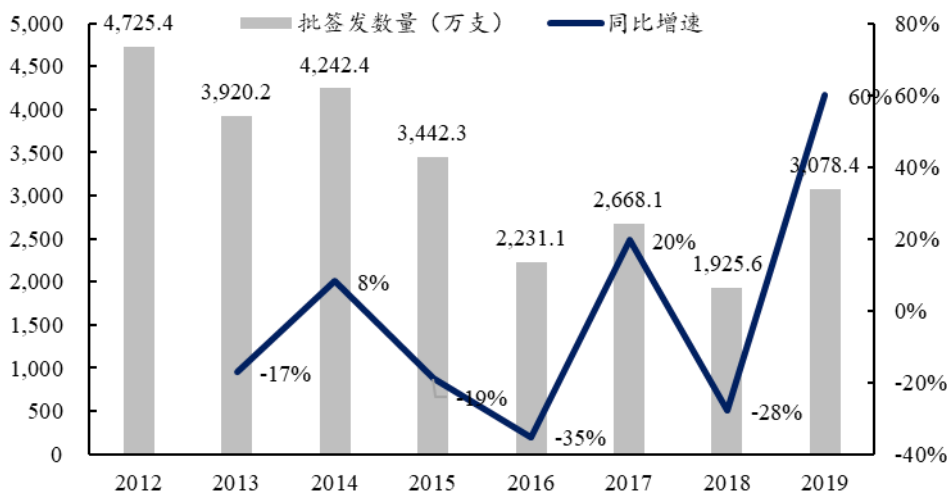
此次疫情使得居民的卫生安全意识进一步加强，对疫病预防的关注度上升。疫苗，作为疾病预防最有效的手段，我们对其接下来的发展持积极的态度。

我们认为此次疫情将带来传染病相关的二类苗加速增长，其中流感疫苗及肺炎球菌疫苗未来的增长值得关注。流感疫苗及肺炎疫苗均为二类疫苗，因此并非强制接种的疫苗品种，均需要居民自发接种自付费用。

流感疫苗 2019 年全年批签发数量为 3078 万支，相较于我国 14 亿人口的

基数，渗透率仅为 2.2%。根据 CDC 的数据，2019 年 9 月至 2020 年 1 月 3 日，美国共接种流感疫苗 1.7 亿支，这代表美国 2019 年一年的流感疫苗接种量就为 1.7 亿，考虑期 3.3 亿的人口基数，渗透率高达 52%。随着我国居民疾病预防意识的上升，我们认为流感疫苗的渗透率将进一步提升，从而带动流感疫苗加速增长。

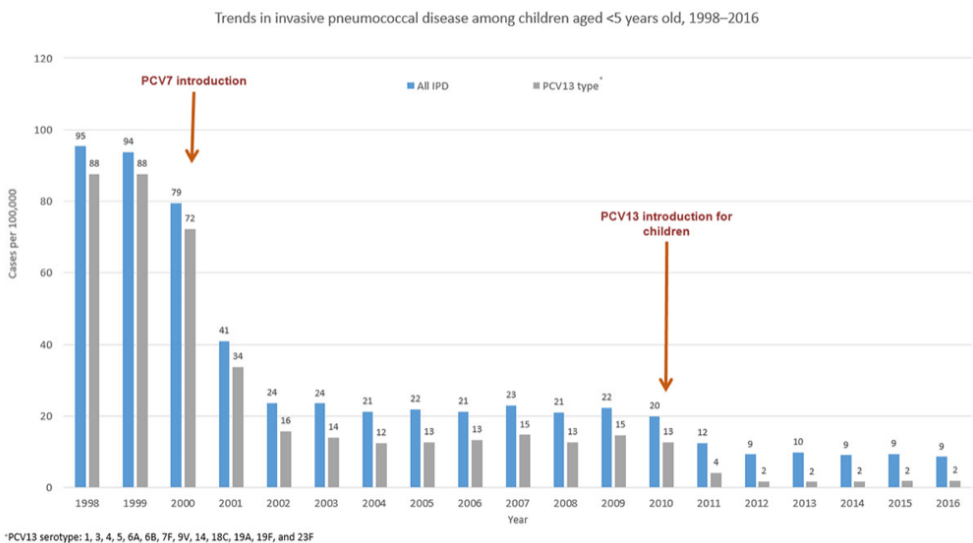
图 41：2012-2019 年我国流感疫苗批签发情况



数据来源：中检所、东吴证券研究所

肺炎球菌多糖疫苗，作为预防侵入性肺炎链球菌疾病（IPD）的最主要手段，在全球广泛应用，其中 13 价肺炎球菌多糖疫苗是目前预防 IPD 种类最多的品种。沃森生物为第一家国内获批生产销售该产品的企业，康泰生物的产品或将第二个获批上市销售。该产品有效预防 IPD，在美国，1998 年，每 10 万 5 岁以下儿童中有 95 人患 IPD，随着 7 价和 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗的上市，该数据在 2016 年下降到 9 人。

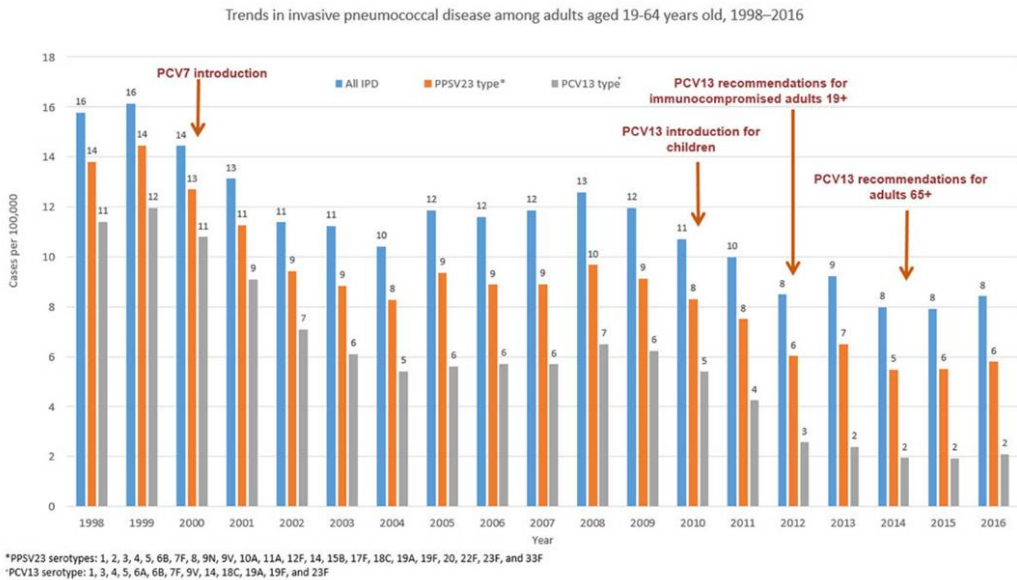
图 42：美国 1998-2016 年 IPD 在 5 岁以下儿童中发病情况



数据来源：CDC、东吴证券研究所

该疫苗对成人预防 IPD 同样有帮助,19-64 岁人群患 IPD 的数量亦从 1998 年的 16 人/10 万人下降到了 2016 年的 8 人/10 万人。辉瑞在美国获批的适应接种人群中,13 价肺炎球菌多糖结合疫苗在 2 月至 2 岁儿童中需要接种 4 针; 2 岁以上、65 岁以下并未接种过该疫苗的人群建议接种 1 针; 65 岁以上人群结合自身身体状态和疾病史遵医嘱接种,为名副其实的全年龄接种疫苗品种。

图 43: 美国 1998-2016 年 IPD 在 19-64 岁人群中发病情况

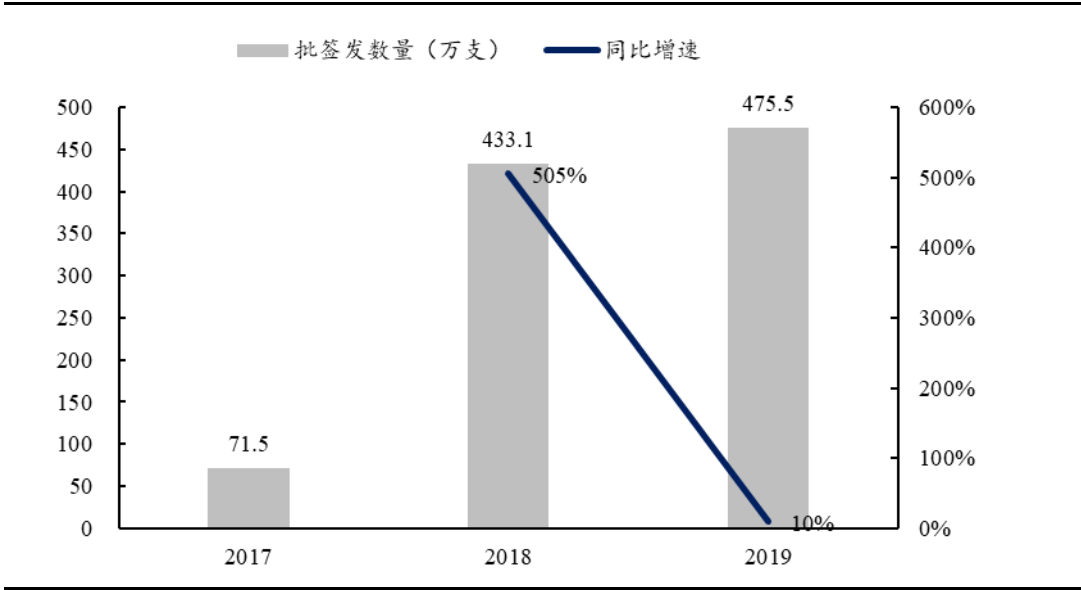


数据来源：CDC、东吴证券研究所

沃森的产品获批适应接种人群为 6 周龄至 15 月龄婴幼儿,未来有望实现适应人群的扩展。随着国产 13 价肺炎球菌疫苗的相继上市,我们认为其将实

现爆发式增长，从而推动我国疫苗行业的快速增长。

图 44：进口 13 价肺炎球菌疫苗（Prevenar 13）近年来在我国批签发情况



数据来源：CDC、东吴证券研究所

其次，此次疫情使得国家更加重视疾病的防控，尤其是流行病传染病的防控成为公众卫生健康领域工作的重点之一。在此背景下，我们认为优质安全有效的新疫苗产品有望实现加速上市，而在研产品储备丰富的疫苗企业值得关注。

同时，新冠疫苗的研发工作正在应用多种路径有序进行。目前国内众多企业均参与到新冠病毒疫苗的研发中。其中研发进度相对较快的为康希诺，其已经进入 I 期临床实验阶段。另外，智飞生物正在申请临床实验，复星医药与 BioNTech 合作，独家开发、商业化基于其 mRNA 技术平台研发的针对 COVID-19 的疫苗产品，目前处于临床前阶段，并计划在 4 月底在中国、德国和美国开始临床试验。浙江普康生物目前处于动物试验阶段。

表 20：国内新冠病毒疫苗研发企业及进展

公司名称	路径	进展	备注
康希诺	腺病毒载体疫苗	I 期临床	与军事科学院合作
复星医药	mRAN 疫苗	临床前	与 BioNTech 合作
浙江普康生物	基因工程重组亚单位疫苗、腺病毒载体疫苗	动物实验	
智飞生物	基因工程重组亚单位疫苗	临床申请	与中科院微生物研究所合作
三叶草生物	基因工程重组亚单位疫苗		
康泰生物	DNA 疫苗		与艾棣维欣生物制药合作
成大生物	多肽疫苗		与清华大学药学院合作
冠昊生物	mRAN 疫苗		与 ZY Therapeutics Inc 合作

斯微生物	mRAN 疫苗		与同济大学合作
武汉博沃生物	MVA-VLP 病毒载体		与杭州医学院合作
国药集团中生研究院	基因工程重组亚单位疫苗、灭活疫苗		与中国疾病预防控制中心合作
国药成都生物制品研究所	基因工程重组亚单位疫苗、mRNA 疫苗		与华西医院、浙江特瑞斯药业合作
华兰生物	-		
沃森生物	-		
罗益生物	-		
步长制药	-		与浙江大学合作
北京科兴生物	-		与 GeoVax Labs 合作

资料来源：公司官网、公司公告、研发客、东吴证券研究所

我们主要的推荐标的为以下三家：康泰生物、智飞生物及华兰生物。三家公司的主要产品均处于快速放量的阶段，康泰生物即将上市的 13 价肺炎球菌疫苗为重磅产品，上市后有望推动整个行业加速增长。

表 21：疫苗行业相关标的情况（2020 年 3 月 31 日）

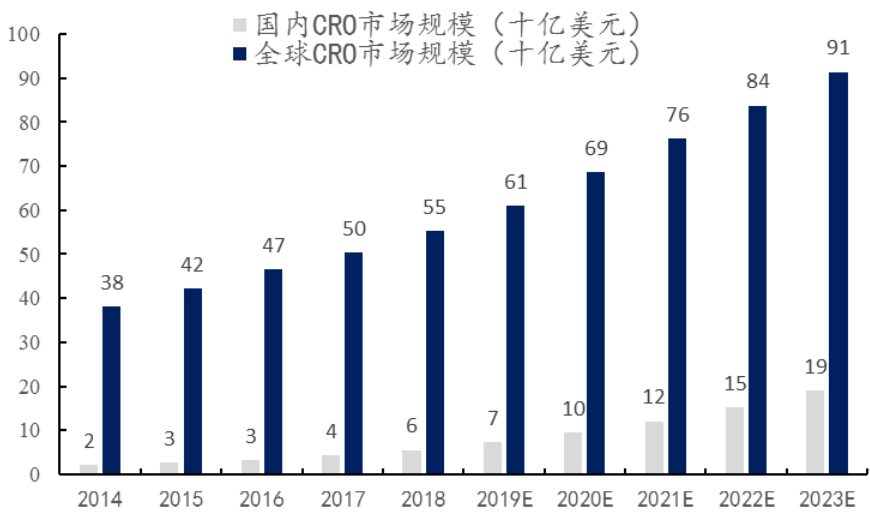
股票代码	公司名称	主营产品	市值（百万元）	PE（2020 年）	年初至今涨跌幅
300601	康泰生物	四联苗、23 价肺炎球菌疫苗、	73,942	33	30.54%
300122	智飞生物	三联苗、代理销售 4 价及 9 价 HPV	107,824	31	35.70%
002007	华兰生物	白蛋白、静丙、八因子、4 价流感疫苗、3 价流感疫苗	67,235	42	36.33%

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

3.9. 承接全球市场迁移和国内市场空间释放共同助力国内研发外包行业步入黄金发展期

根据 Frost & Sullivan 的预测，2014 年-2018 年期间，全球 CRO 销售额年复合增速为 9.6%，2020 年全球 CRO 行业规模预计达到 687 亿美元，CRO 行业将占整体研发投入支出的 58.3%。在国际制药企业研发外包往新兴国家转移，生物医药园区、人才以及创新药 VC/PE 井喷式发展，一致性评价落地、CRO 行业全球化趋势进一步加强等因素影响下，我国 CRO 行业实现跨越式发展。根据 Frost & Sullivan 预测，2016~2020 年期间我国 CRO 行业年复合增长率为 21%，至 2020 年末我国 CRO 行业市场规模或将超过 600 亿元。

图 45：全球&中国 CRO 行业规模及增速

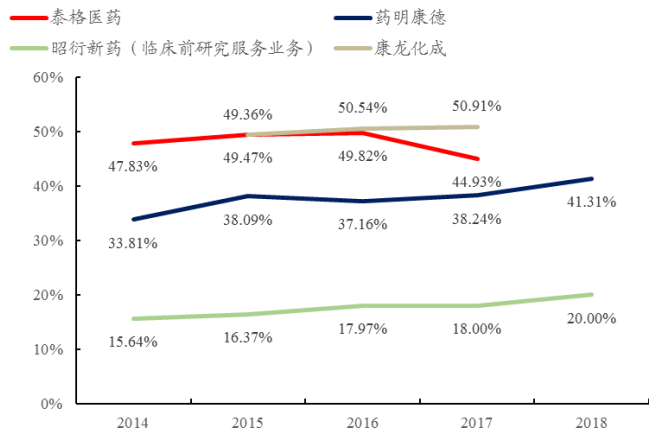


数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

我们认为未来几年将迎来本土 CRO 的黄金发展期, 逐渐占据更重要的地位, 主要原因有以下几点:

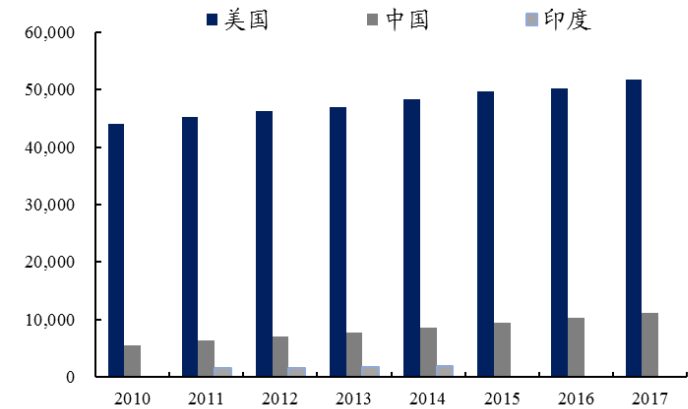
- 1) 本土 CRO 熟悉国内市场, 可提供大部分临床前或临床试验研究服务, 研究成本更加低廉。考虑到临床 CRO 的成本高, 周期长, 是研发支出的重要组成部分, 企业在选择 CRO 供应商方面更加注重性价比。CRO 行业是人力资源密集型行业, 中国的劳动力资源更加丰富, 价格较美国而言更加低廉。

图 46: 各 CRO 公司人工成本占整体成本比例



数据来源: wind, 东吴证券研究所

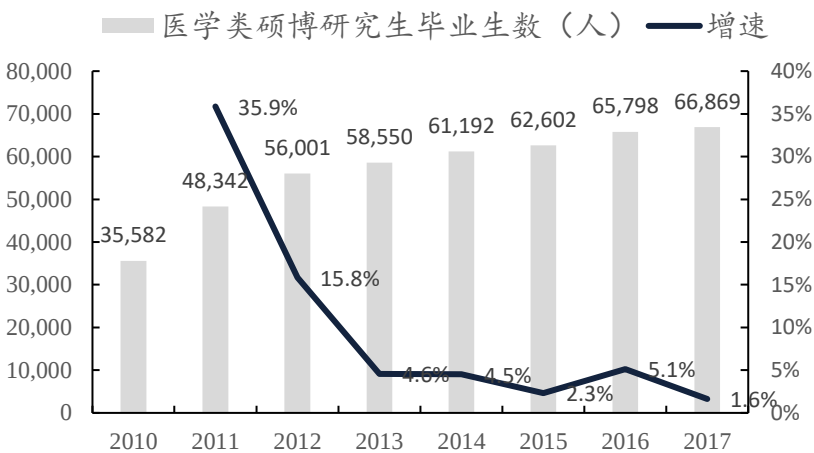
图 47: 中美印人均薪酬对比 (美元/年)



数据来源: 国家统计局, 美国劳工部, 东吴证券研究所

国内人工资源丰富, 2014 年后, 医学类硕博研究生毕业生人数均在 6 万以上, 为行业提供充足的人力基础。

图 48: 中国医学类硕博研究生毕业生人数

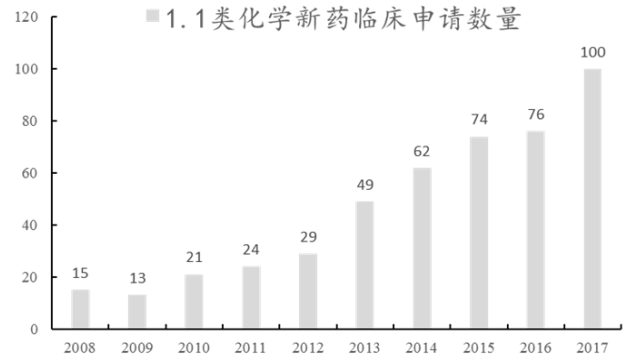


数据来源：wind，东吴证券研究所

2) 中国创新药崛起，科创板为医药创新助力。

鼓励创新药相关政策的出台，使新药申报数量、IND 批件数量增长迅速，药品临床试验开展增多。

图 49: 1.1 类化学新药临床申请数 (个)



数据来源：CDE，东吴证券研究所

图 50: 一、二类生物药申报临床及获批临床情况 (个)

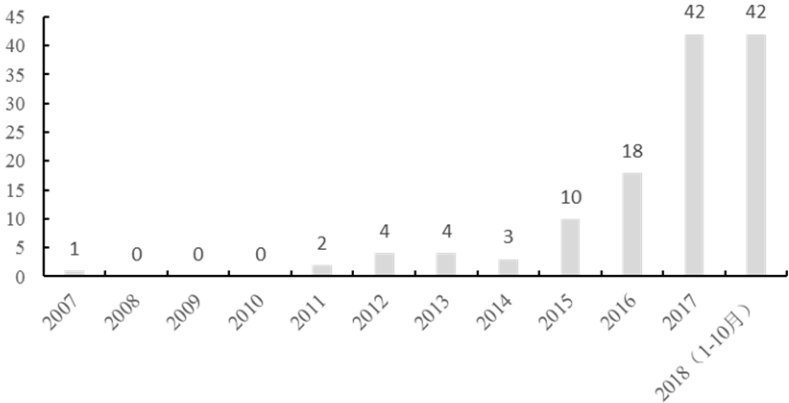


数据来源：CDE，东吴证券研究所

以抗体为代表的国内生物创新药临床申报逐步迎来快速增长。主要由于目前 4+7 带量采购影响，仿制药目前价格承压大，以恩替卡韦为例，价格降幅超过 90%，而目前全球前十大销售药品中，抗体药物占据 6 位，其中阿达木单抗销售额达 199 亿美元，目前国内 PD1、CD20、VEGFR、HER2 的靶点药物研发开展如火如荼。

图 51: 我国 1 类抗体新药申报情况 (个)

■ 我国1类抗体新药申报情况



数据来源：CDE，东吴证券研究所

承接全球市场迁移和国内市场空间释放共同助力国内 CDMO 行业步入黄金发展期。成本优势是 CDMO 行业由欧美成熟市场向国内迁移的最初动因，近年来国内在医药技术研究、产权保护制度和管理体系等方面的进步明显、服务能力得到提升，使得国内 CDMO 企业受到众多跨国药企的青睐，并参与到全球新药创制的浪潮中。

全球 CDMO 市场已由西方成熟市场向亚洲等新兴市场转移，中国受益最为明显。欧美成熟市场劳动力及环保成本日趋昂贵，叠加以中国为代表的亚洲药品市场需求爆发，以及在药品专利保护制度建设上逐步完善，中国和印度等发展中国家在固有的成本效益优势的基础上，随着科研和制造实力的提升，全球 CDMO 市场已陆续开始从西方成熟市场向亚洲等新兴市场转移。Roots Analysis 预计 2028 年亚太地区 CDMO 市场份额将达到 34%，接近北美。

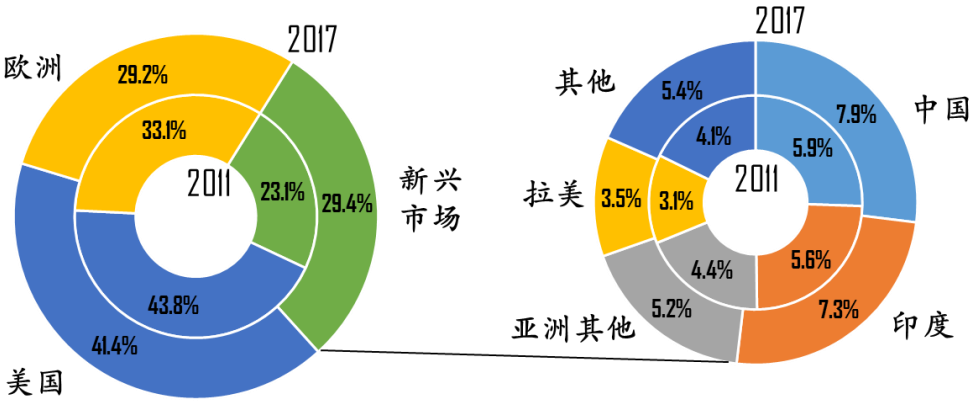
在国内市场，国内药企向创新药研发转型，及众多新兴创新型药企的涌现，为 CDMO 企业提供了新的业务增长。此外，近年来国内鼓励创新政策频出，特别是 MAH 制度的推行极大地激发了中国制药行业发展的内在驱动力。MAH 制度的施行，改变了药品上市许可与生产许可的“捆绑式”管理模式，CDMO 企业可为国内药企同时提供研发和生产服务，充分享受国内制药行业需求增长的红利，开始步入快速发展的轨道。

图 52：欧美、中国、印度 CDMO 企业竞争力比较分析

地 区	欧 美	中 国	印 度
优 势	研发能力强 客户渠道利用率高 知识产权保护制度完善 管理体系完善	研发能力较强 产业链完善，制造业基础扎实 知识产权保护制度日趋完善 人力原材料成本低 管理体系尚可 人力资源储备丰富 研发能力较强 市场需求大，成长速度快	人力原材料成本低 研发能力尚可 语言优势，沟通能力强 市场需求大，成长速度快
劣 势	人力原材料成本高 市场成熟，成长缓慢	客户渠道利用率低 沟通能力较弱	知识产权保护制度不完善 管理水平较弱 客户渠道利用率低 气候条件不利于合成化学

数据来源：东吴证券研究所整理

图 53：全球 CDMO 行业向新兴市场迁移（2011-2017）



数据来源：Informa，东吴证券研究所

表 22：CRO 行业相关标的情况（2020 年 3 月 31 日）

股票代码	公司名称	主营产品	市值（百万元）	PE（2020 年）	年初至今涨跌幅
603259	药明康德	CMO/CDMO 业务、临床研究及其他 CRO 服务、美国区实验室服务、中国区实验室服务	149,410	48	-1.77%
300347	泰格医药	临床试验技术服务、临床试验统计分析服务	48,006	43	1.43%
300725	药石科技	药石科技药物分子砌块	10,497	46	6.10%

002821	凯莱英	DS 定制生产服务、分析服务、酶的生产、数据服务、知识产权保护、制剂服务	39,726	53	32.58%
603456	九洲药业	奥卡西平原料药及中间体、格列齐特原料药及中间体、马西平原料药及中间体、酮洛芬原料药及中间体	16,597	64	47.78%
300363	博腾股份	多客户产品生产业务、医药定制研发生产业务、医药化工商贸业务	15,251	62	96.37%
300759	康龙化成	14C 放射性标记和加速器质谱 (AMS) 用于生物制剂、14C 放射性标记化合物的合成、3H 和 14C 放射性标记生物大分子(RadioTag 技术)、3H 放射性标记化合物的合成、3H 和 14C 放射性标记 (RadioTag)、PD/PK、PK/PD、QA/RA、安全药理学、病理、动物疾病模型、放射性标记化合物的合成等	47,131	64	15.11%
1521.HK	方达控股	公司主要协助药物公司实现药物开发，主要客户分布在中国和美国。公司美国的业务主要包括药品研发的药物代谢、药物动力学、安全性、毒理学及化学、制造和控制。公司在美国及中国的业务主要包括药物研发、重点生物分析服务。	5,786	196	-28.96%
2269.HK	药明生物	公司主要从事生物制品的发现、研发、制造和销售。公司向制药及生物技术公司提供全面服务，上述客户可以在药品开发过程中的任何阶段和公司启动药物研发项目。	124,956	86	1.88%
688202	美迪西	蛋白靶标验证、毒理学安全性评价研究、化合物活性筛选及优化、化学合成、结构生物学、药代动力学、药效学、原料药	4,029	43	11.38%

与制剂工艺研究、质量标准和
稳定性研究

资料来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所

4. 风险提示

疫情在国内控制情况超预期：疫情在我国进一步扩散，从而冲击制造业的风险。

医改政策推进速度超预期：医改政策加速推进，从而带来药品进一步降价的风险。

国际业务受外围市场波动影响超预期等：国外疫情带来国外企业生产业务收到影响，从而带来整个市场波动从而影响国内市场的风险。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>