

增持

——维持

日期：2020年06月02日

行业：医药生物



分析师：魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

SAC证书编号：S0870513090001

研究助理：黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.com

SAC证书编号：S0870119030007

证券研究报告/行业研究/中期策略

# 下半年布局三条主线： 防疫、创新、原料药

——2020年医药行业中期投资策略

## ■ 主要观点

### 创新产业链政策支持再加码 医保支付结构优化继续

新版《药品注册管理办法》出台，审评审批再提速。相关配套文件征求意见稿发布，注册分类办法对2类改良型新药进行了更具体的定义。在当前行业政策环境和发展环境下，许多具有一定资源、渠道积累的企业谋求转型，我们认为，2类改良型新药或是其比较现实、易于实现的转型途径，同时也将进一步优化行业供给结构。带量采购扩围，第三轮药品集采年内或启动，耗材集采各省正在试点推进。集采降价，叠加医保支付价格调整、医保支付方式改革和医保目录调整，从支付端进一步提高医保资金使用效率，优化医保支付结构。

### 疫情防控：医疗新基建加速 疫苗成为焦点

疫情凸显出国内公卫应急体系存在短板，补短板将着眼于加强疾控体系能力建设、提升基层医疗机构救治能力，完善传染病救治网络，提升检验检测能力等，医疗新基建大幕拉开，高端设备、检验检测相关产业链将受益于此。作为疫情的终极解决方案，疫苗研发正在加速推进。在研项目中，国内已有4项进入临床试验阶段。未来很长一段时间，疫苗及上下游和相关产业链将是关注的焦点。

### 医药制造业收入增速和利润增速将长期在个位数

医药制造业1-4月实现主营业务收入6,943.50亿元，同比下降5.60%；实现利润总额893.6亿元，同比下降7.40%。收入和利润增速大幅下滑，主要是受疫情影响，但环比增速已经有所回升，提示复工复产后医药企业经营逐步恢复。全年来看，由于带量采购扩围、非过评品种及耗材也将开始集采等多重因素影响，医药制造业今年全年增速预计将在10%以内。同时，我们认为未来医药制造业的收入增速和利润增速将长期维持在个位数水平。

### 近六个月医药指数跑赢沪深300 医疗器械板块表现亮眼

以六个月区间统计，医药指数上涨21.78%，跑赢沪深300指数22.55个百分点，医疗器械子板块涨幅最大，上涨52.10%，这与疫情爆发使得防控治疗相关的器械板块业绩确定、关注度提升有关。目前医药板块绝对估值和估值溢价率均处在历史高位水平。

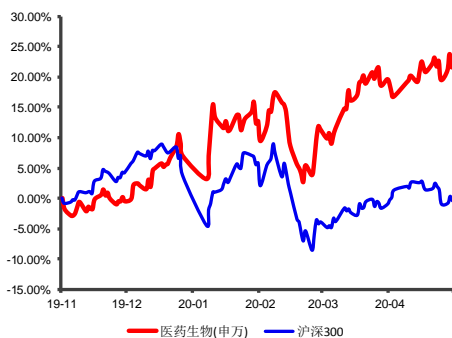
## ■ 投资建议

我们维持医药行业“增持”评级。下半年从确定性出发，建议重点关注三条投资主线：1) 疫情防控相关主线：疫情防控常态化。着眼于公共卫生应急系统补短板、加强国家生物安全建设的医疗新基建拉开大幕，未来较长一段时间，与ICU、传染病病床、检验检测相关的软硬件需求均会释放。疫苗将成为长期关注的热点。2) 创新及创新产业链：医药行业供给侧改革持续深化。创新再次得到政策扶持，创新及创新

## 行业经济数据跟踪 (Y20M4)

|              |          |
|--------------|----------|
| 累计产品销售收入(亿元) | 6,943.50 |
| 累计产品销售收入同比增长 | -5.6%    |
| 累计利润总额(亿元)   | 893.60   |
| 累计利润总额同比增长   | -7.40%   |

## 近6个月行业指数与沪深300比较



产业链会持续繁荣，包括药品和器械。3) 原料药产业链：注射剂一致性评价启动，将再次提升原料药在整个医药产业链上的重视程度。疫情也使产业链供需发生波动，产业链格局可能发生变化。我国原料药产业链比较完善，能够迅速互补或替代，总体供应能够保持稳定，有利于在全球范围保持竞争力。同时原料药企业业绩具有确定性，值得持续关注。

### ■ 风险因素

政策风险；一致性评价不及预期风险；降价风险；个股高估值风险。

### ■ 数据预测与估值：

| 公司名称 | 股票代码   | 股价     | EPS  |      |      | PE     |       |       | PBR   | 投资评级 |
|------|--------|--------|------|------|------|--------|-------|-------|-------|------|
|      |        |        | 19A  | 20E  | 21E  | 19A    | 20E   | 21E   |       |      |
| 康龙化成 | 300759 | 63.72  | 0.69 | 0.89 | 1.20 | 92.51  | 71.37 | 53.32 | 16.90 | 增持   |
| 爱尔眼科 | 300015 | 49.29  | 0.45 | 0.57 | 0.76 | 110.73 | 86.63 | 64.68 | 30.80 | 增持   |
| 健友股份 | 603707 | 59.51  | 0.83 | 1.15 | 1.52 | 71.98  | 51.92 | 39.16 | 15.25 | 谨慎增持 |
| 迈瑞医疗 | 300760 | 276.95 | 3.85 | 4.68 | 5.63 | 71.93  | 59.21 | 49.22 | 19.12 | 谨慎增持 |
| 智飞生物 | 300122 | 81.81  | 1.48 | 2.09 | 2.65 | 55.31  | 39.10 | 30.93 | 25.45 | 增持   |

资料来源：Wind 上海证券研究所股价数据为2020年5月27日收盘价

## 目 录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>一、供给端：创新产业链再获政策支持</b> .....                   | <b>6</b>  |
| 1.1 创新产业链政策支持再加码.....                            | 6         |
| 1.1.1 新版《药品注册管理办法》出台 审评审批再提速.....                | 6         |
| 1.1.2 药品分类进一步细化 探索创新以外的转型方向.....                 | 7         |
| 1.2 一致性评价正式纳入注射剂.....                            | 8         |
| <b>二、支付端：优化医保效率 明确支付价格</b> .....                 | <b>10</b> |
| 2.1 医保改革十年发展目标确定.....                            | 10        |
| 2.2 细化医保目录调整方法和支付价格.....                         | 11        |
| 2.3 带量采购持续扩围 耗材集采多省推进.....                       | 12        |
| 2.3.1 药品带量采购稳步推进.....                            | 12        |
| 2.3.2 耗材带量采购多省推进.....                            | 14        |
| <b>三、疫情防控：医疗新基建加速 疫苗成为焦点</b> .....               | <b>15</b> |
| 3.1 新基建剑指公卫应急体系建设 聚焦高端设备和 ICL 市场.....            | 15        |
| 3.2 疫苗是疫情防控关注焦点.....                             | 17        |
| <b>四、1-4 月医药行业收入和利润增速环比回升</b> .....              | <b>19</b> |
| <b>五、近期医药板块表现综述</b> .....                        | <b>20</b> |
| 5.1 近六个月医药指数大幅跑赢沪深 300 器械板块表现亮眼.....             | 20        |
| 5.2 医药板块整体估值处在历史高位水平.....                        | 21        |
| 5.3 医药上市公司 2020 年一季报数据分析.....                    | 22        |
| <b>六、医药行业评级、策略及重点股票</b> .....                    | <b>24</b> |
| 6.1 维持医药行业“增持”评级.....                            | 24        |
| 6.2 重点跟踪股票.....                                  | 25        |
| 6.2.1 康龙化成（300759）：业绩保持快速增长，业务布局持续完善.....        | 25        |
| 6.2.2 爱尔眼科（300015）：营收保持快速增长，外延并购完善市场布局.....      | 26        |
| 6.2.3 健友股份（603707）：业绩持续快速增长，推进海外制剂业务布局.....      | 27        |
| 6.2.4 迈瑞医疗（300760）：业绩保持较快增长，疫情提升产品需求.....        | 27        |
| 6.2.5 智飞生物（300122）：代理产品推动营收高速增长，自主产品即将迎来收获期..... | 28        |
| <b>七、风险及不确定因素提示</b> .....                        | <b>29</b> |

图

|   |    |
|---|----|
| 图 1 药品注册审批流程修改情况 .....                  | 7  |
| 图 2 注射剂一致性评价申报数量排名前五的品种 .....           | 10 |
| 图 3 注射剂一致性评价申请数量排名前十的企业 .....           | 10 |
| 图 4 “4+7”药品集中带量采购试点地区完成情况 .....         | 13 |
| 图 5 2012-2019Q3 医药制造业业绩概况（亿元） .....     | 19 |
| 图 6 近年来医药制造行业主营业务毛利率变化 .....            | 20 |
| 图 7 近年来医药制造行业期间费用率变化 .....              | 20 |
| 图 8 近 6 个月医药指数走势图（截至 5 月 27 日） .....    | 20 |
| 图 9 最近 1 个月医药指数走势图（截至 5 月 27 日） .....   | 20 |
| 图 10 医药生物板块近年绝对估值（历史 TTM_整体法） .....     | 21 |
| 图 11 医药生物板块近年估值溢价率（历史 TTM_整体法） .....    | 21 |
| 图 12 2015-2020Q1 医药上市公司营业收入概况（亿元） ..... | 22 |
| 图 13 2015-2020Q1 医药上市公司净利润概况（亿元） .....  | 22 |
| 图 14 2015-2020Q1 化学原料药板收入增速情况 .....     | 22 |
| 图 15 2015-2020Q1 化学原料药板块财务分析 .....      | 22 |
| 图 16 2015-2020Q1 化学制剂板收入增速情况 .....      | 23 |
| 图 17 2015-2020Q1 化学制剂板块财务分析 .....       | 23 |
| 图 18 生物制品板收入增速情况 .....                  | 23 |
| 图 19 生物制品板块财务分析 .....                   | 23 |
| 图 20 医疗服务板收入增速情况 .....                  | 23 |
| 图 21 医疗服务板块财务分析 .....                   | 23 |
| 图 22 医疗器械板收入增速情况 .....                  | 24 |
| 图 23 医疗器械板块财务分析 .....                   | 24 |
| 图 24 医药商业板收入增速情况 .....                  | 24 |
| 图 25 医药商业板块财务分析 .....                   | 24 |
| 图 26 中药板收入增速情况 .....                    | 24 |
| 图 27 中药板块财务分析 .....                     | 24 |

**表**

|   |    |
|---|----|
| 表 1 《药品注册管理办法》主要修改内容 .....                        | 6  |
| 表 2 18 个《征求意见稿》进一步细化了药品分类 .....                   | 7  |
| 表 3 注射剂一致性评价相关政策 .....                            | 8  |
| 表 4 注射剂一致性评价通过情况 .....                            | 8  |
| 表 5 《关于深化医疗保障制度改革的意见》总体改革框架的主要内容 .....            | 10 |
| 表 6 《基本医疗保险用药管理暂行办法（征求意见稿）》重要内容 .....             | 11 |
| 表 7 已有三家以上企业通过一致性评价的品种（剔除已参与国家集采品种） .....         | 12 |
| 表 8 各省市开展耗材带量采购的具体政策 .....                        | 14 |
| 表 9 《公共卫生防控救治能力建设方案》主要内容 .....                    | 15 |
| 表 10 急救治物资参考储备清单及相关上市公司 .....                     | 17 |
| 表 11 近 6 个月、近 1 个月医药各细分板块的市场表现（截至 5 月 27 日） ..... | 20 |
| 表 12 医药各细分板块的 PE 估值（TTM_整体法，剔除负值） ..              | 21 |
| 表 13 康龙化成预测简表 .....                               | 26 |
| 表 14 爱尔眼科预测简表 .....                               | 26 |
| 表 15 健友股份预测简表 .....                               | 27 |
| 表 16 迈瑞医疗预测简表 .....                               | 28 |
| 表 17 智飞生物预测简表 .....                               | 29 |

## 一、供给端：创新产业链再获政策支持

### 1.1 创新产业链政策支持再加码

#### 1.1.1 新版《药品注册管理办法》出台 审评审批再提速

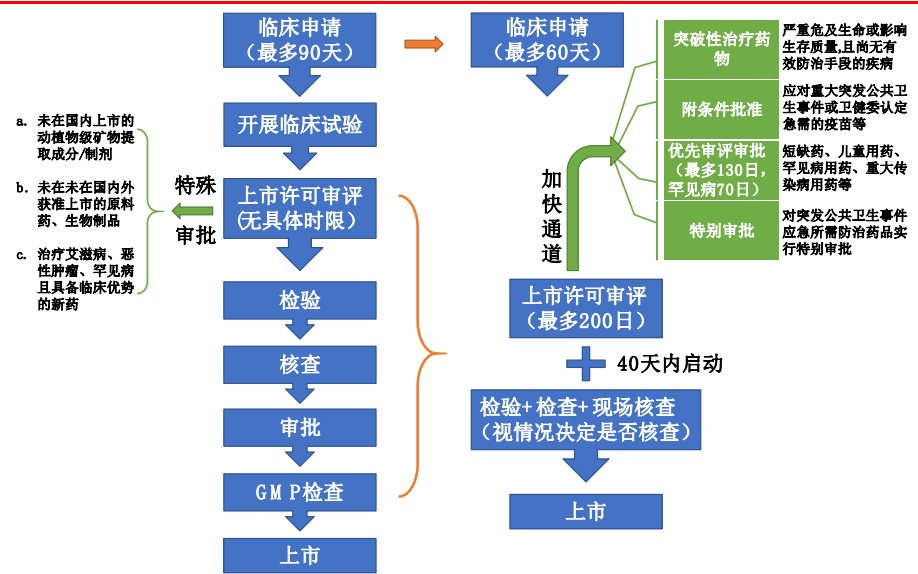
3月30日，新版《药品注册管理办法》发布，为药物审评审批再提速。与之前的流程相比，此次对药品注册增加了四个加快通道，并明确规定药品审评中心在受理后四十日内需启动药品注册检验，进一步提高审评审批效率，缩短上市注册总时限，加大对创新研发的支持力度。

表1 《药品注册管理办法》主要修改内容

| 修改目的           | 具体内容  |
|----------------|---|
| 全面落实药品MAH制度    | 明确申请人为能够承担相应责任的企业或者药品研制机构等，要求建立药品质量保证体系，承担上市药品的安全有效和质量责任                                |
| 优化审评审批工作流程     | <b>为药物审评、审批再次提速。</b> 药品注册检验可以在受理前启动，将原来的审评、核查和检验由“串联”改成“并联”                             |
|                | <b>进一步鼓励创新。</b> 设立突破性治疗药物、附条件批准、优先审评审批、特别审批四个加快通道，并明确每个通道的纳入范围、程序、支持政策等要求以及审评时限         |
|                | <b>加快具备临床价值药品的审批程序。</b> 将短缺药、儿童用药、罕见病用药、重大传染病用药、疾病防控急需疫苗和创新疫苗等均明确纳入加快上市注册范围             |
|                | <b>优化药品注册现场核查模式。</b> 不再实施“逢审必查”的核查模式，对于药品注册研制现场核查，根据药物创新程度、药物研究机构既往接受核查情况等决定是否开展，加速药品上市 |
| 落实全生命周期管理要求    | 强化药品研制、注册和上市后监管。增加对药物非临床研究机构、药物临床试验机构的监管以及药品安全信用档案的相关要求                                 |
| 强化责任追究         | 细化处罚情形，严厉打击数据造假等违法违规行为，营造鼓励创新的良好环境  |
| 完善应对突发公共卫生事件能力 | 可依法决定对突发公共卫生事件应急所需防治药品实行特别审批，限定在一定期限和范围内使用  |

数据来源：国家市场监督管理总局 上海证券研究所

图 1 药品注册审批流程修改情况



数据来源：国家市场监督管理总局 上海证券研究所

1.1.2 药品分类进一步细化 探索创新以外的转型方向

作为前述《办法》的配套文件，国家局同时发布了 18 个征求意见稿，包括 5 个化学药品注册及变更相关配套文件、6 个中药注册及变更相关配套文件和 7 个生物制品注册及变更相关配套文件，进一步明确了更详细的药品分类。

此次征求意见稿，对 2 类改良型新药进行了更具体的定义：境内外均未上市的改良型新药。指在已知活性成份的基础上，对其结构、剂型、处方工艺、给药途径、适应症等进行优化，且具有明显临床优势的药品。在当前行业政策环境和发展环境下，许多具有一定资源、渠道积累的企业谋求转型，我们认为，2 类改良型新药或是其比较现实、易于实现的转型途径，同时将进一步优化行业供给结构。

表 2 18 个《征求意见稿》进一步细化了药品分类

| 细分领域 | 具体内容   |
|------|--|
| 化学药品 | 在 2020 新版《药品注册管理办法》上有了更新：除已有的创新药、改良型新药和仿制药三类外，还增加了“境外已上市境内未上市化学药品”的分类。和 2016 年公布的化学药品注册分类基本一致，在 4.1 类中增加了“药品应与参比制剂的质量和疗效一致”，在 5.1 类中增加了“改良型药品应具有明显临床优势”的内容 |
| 中药   | 在 2020 新版《药品注册管理办法》的基础上，明确了同名同方药的定义，并指出若申请注册的同名同方药与对照同名同方药的药材基原、饮片炮制、出膏率、有效（或指标）成份的含量及含量转移率、指纹或特征图谱等保持一致的，则可豁免临床试验   |
| 生物制品 | 在 2020 新版《药品注册管理办法》的基础上，明确了将生物制品分为预防用生物制品（疫苗）、治疗用生物制品和按生物制品管理的体外诊断试剂三类。与 2017 版的《生物制品注册分类和申报资料要求（试行）》相比，其中新佐剂疫苗从改良型疫苗改为归类到 1 类创新型疫苗中管理，要求更为严格              |

数据来源：NMPA 上海证券研究所

## 1.2 一致性评价正式纳入注射剂

仿制药一致性评价继续深化，注射剂一致性评价加速落地。5月14日，国家药监局发布《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作公告》。此次发布的文件和此前发布的征求意见稿内容基本一致，维持了较高标准，意味着一致性评价工作将加速在化药注射剂领域开展。

表 3 注射剂一致性评价相关政策

| 时间      | 部门  | 政策名                               |
|---------|-----|-----------------------------------|
| 2016.02 | 国务院 | 《国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》      |
| 2017.12 | 药监局 | 《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿）》   |
| 2018.03 | 药监局 | 《药物注射剂研发技术指导意见》                   |
| 2019.10 | 药监局 | 《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》 |
| 2020.05 | 药监局 | 《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》   |

数据来源：各部门官网 上海证券研究所

根据数据显示，截至目前，仅有 33 个注射剂品规通过仿制药一致性评价，而超过三家企业通过的品种只有注射用紫杉醇（白蛋白结合型）（100mg）。

表 4 注射剂一致性评价通过情况

| 名称                 | 规格                          | 公司                     |
|--------------------|-----------------------------|------------------------|
| 注射用紫杉醇<br>(白蛋白结合型) | 100mg                       | 石药集团欧意药业、石药集团中诺药业、恒瑞医药 |
| 布洛芬注射液             | 8ml:0.8g、4ml:0.4g           | 四环制药、苑东生物              |
| 氟比洛芬酯注射液           | 5ml:50mg                    | 大安制药、泰德制药              |
| 盐酸莫西沙星氯化钠注射液       | 250ml:盐酸莫西沙星 0.4g；氯化钠 0.2g  | 红日药业、爱科制药              |
| 左乙拉西坦注射液           | 5ml:500mg                   | 仁合益康、济川药业              |
| 注射用阿扎胞苷            | 100mg                       | 正大天晴、汇宇制药              |
| 盐酸氨溴索注射液           | 2ml:15mg                    | 康华康药业                  |
| 多索茶碱注射液            | 10ml:0.1g                   | 石家庄四药                  |
| 多西他赛注射液            | 1ml:20mg、4ml:80mg           | 四川汇宇                   |
| 盐酸罗哌卡因注射液          | 10ml:100mg                  | 石家庄四药                  |
| 盐酸罗哌卡因氯化钠注射液       | 100ml:盐酸罗哌卡因 0.2g；氯化钠 0.86g | 华信制药                   |
| 那曲肝素钙注射液           | 0.6ml:6150IU                | 健友生化制药                 |
| 注射用培美西塞二钠          | 0.1g、0.5g                   | 汇宇制药                   |



|             |   |         |
|-------------|---|---------|
| 酮咯酸氨丁三醇注射液  | 1ml:30mg、1ml:15mg   | 倍特药业    |
| 依诺肝素那注射液    | 0.8ml:8000A X aIU、0.6ml:6000A X aIU、<br>0.4ml:4000A X aIU、0.2ml:2000A X aIU | 千红制药    |
| 注射用阿奇霉素     | 0.5 g   | 普利制药    |
| 注射用头孢唑林钠    | 粉体室：按头孢唑林计 1.0g；液体室：氯化钠<br>注射液 100ml:0.9g                                   | 大冢制药    |
| 碘海醇注射液      | 75ml:26.25g 等 10 个品规  | 通用电气药业  |
| 碘美普尔注射液     | 75ml:30g、100ml:40g  | 博来科信宜药业 |
| 复方氨基酸注射液    | 500ml:37.925mg  | 绿十字制药   |
| 枸橼酸咖啡因注射液   | 1ml:20mg  | 华润双鹤    |
| 盐酸右美托咪定注射液  | 1mg:0.1mg、2mg:0.2mg   | 扬子江药业   |
| 注射用替莫唑胺     | 0.1g  | 恒瑞医药    |
| 注射用比伐芦定     | 0.25g   | 齐鲁制药    |
| 注射用福沙匹坦双葡甲胺 | 0.15g   | 豪森药业    |
| 注射用盐酸苯达莫司汀  | 25mg  | 正大天晴    |
| 盐酸艾司氯胺酮注射液  | 2ml:50mg  | 恒瑞医药    |
| 唑来膦酸注射液     | 100ml:4mg   | 科伦药业    |
| 盐酸阿芬太尼注射液   | 5ml:2.5mg、2ml:1mg、10ml:5mg  | 人福药业    |
| 依达拉奉氯化钠注射液  | 100ml:依达拉奉 30mg；氯化钠 855mg   | 中国生物制药  |
| 曲前列尼尔注射液    | 20ml:20mg   | 兆科药业    |
| 注射用西维来司他钠   | 0.1g  | 汇伦江苏药业  |
| 注射用盐酸头孢吡肟   | 粉体室：盐酸头孢吡肟 2.0g/1.0g；液体室：氯<br>化钠注射液 100ml:0.9g                              | 大冢制药    |

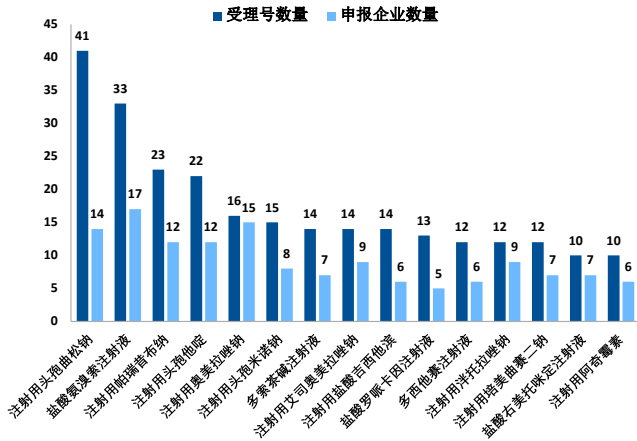
数据来源：Insight 数据库 医药云端工作室 上海证券研究所

从整体申报情况来看，截至 5 月 20 日，共 155 个注射剂有企业提交补充申请，其中，申报数量排名前五的品种 2019 年终端销售额均超过了 10 亿元，而申报数量排名前五的均为终端销售超 20 亿的大品种，竞争尤为激烈。在递交申请的企业方面，目前科伦药业、齐鲁制药、中国生物制药、扬子江、恒瑞医药等行业内龙头企业递交的申报数量居前，其中递交注射剂一致性评价受理号最多的企业为科伦药业，共涉及 30 个品种。一致性评价对于企业而言，将是品种选择、资源分配、产能实力、开发效率等全方位的考验，未来过评品种不可避免将进行带量集采，市场迅速集中的趋势不可逆转。

此外，由于注射剂给药途径的特性，处方设计、辅料选择比口服制剂的重要性更显著，我们认为注射剂一致性评价的推进，也将

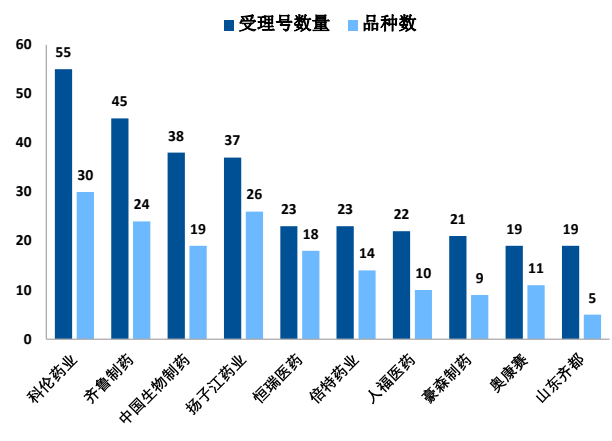
带动原、辅、包产业链的结构调整和优化。同时，注射剂一致性评价的启动，也将持续为 CRO 公司带来订单。

图 2 注射剂一致性评价申报数量排名前五的品种



数据来源: Insight 数据库 上海证券研究所

图 3 注射剂一致性评价申请数量排名前十的企业



数据来源: Insight 数据库 上海证券研究所

## 二、支付端：优化医保效率 明确支付价格

医保作为医药市场最大的支付力量，在收支压力不断增加的情况下，医保局通过多种改革手段，来降低不合理支出，通过提高医疗服务性支付、提高对创新药和临床急需品种支付等，实现支出结构优化和支付效率优化。

### 2.1 医保改革十年发展目标确定

3月05日，国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，其中共包含了28条内容，明确了医保改革未来5-10年的发展方向和目标，提出了“1+4+2”的总体改革框架。

表 5 《关于深化医疗保障制度改革的意见》总体改革框架的主要内容

| 框架       | 目标  | 措施  | 具备内容                  |
|----------|---|---|-----------------------|
| 1        | 力争到 2030 年，全面建成以基本医疗保险为主体，医疗救助为托底，补充医疗保险、商业健康保险、慈善捐赠、医疗互助共同发展的多层次医疗保障制度体系 |   |                       |
| 2        | 完善公平待遇保障  | 健全统一规范的医疗救助制度   | 全面落实资助重点救助对象参保缴费政策    |
|          |   | 完善重大疫情医疗救治费用保障机制  | 在突发疫情等紧急情况时，确保先救治、后收费 |
|          | 健全筹资运行机制  | 完善筹资分担和调整机制   | 均衡个人、用人单位、政府三方筹资缴费责任  |
|          |   | 巩固提高统筹层次  | 全面做实基本医疗保险市地级统筹       |
| 优化医保支付效率 | 完善医保目录动态调整机制  | 将临床价值高、经济性评价优良的药品、诊疗项目、医用耗材纳入医保支付范围。健全医保目录动态调整机制，完善医保准入谈判制度。合理划分中央与地方目录调整职责和权限，逐步实现全国医保用药范围基本统一 |                       |

|   |             |                     |   |
|---|-------------|---------------------|---|
|   |             | 创新医保协议管理            | 支持“互联网+医疗”等新服务模式发展  |
|   |             | 持续推进医保支付方式改革        | 推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式，推广按疾病诊断相关分组付费，医疗康复、慢性精神疾病等长期住院按床日付费，门诊特殊慢性病按人头付费。<br>探索医疗服务与药品分开支付   |
|   | 健全基金监管机制    | 改革完善医保基金监管体制        | 实施跨部门协同监管，积极引入第三方监管力量   |
|   |             | 完善创新基金监管方式          | 实施基金运行绩效管理，建立医保基金绩效评价体系   |
| 3 | 推进医药服务供给侧改革 | 深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革 | 坚持招采合一、量价挂钩，全面实行药品、医用耗材集中带量采购   |
|   |             | 完善医药服务价格形成机制        | 建立以市场为主导的药品、医用耗材价格形成机制，建立全国交易价格信息共享机制。治理药品、高值医用耗材价格虚高。完善医疗服务项目准入制度，加快审核新增医疗服务价格项目，建立价格科学确定、动态调整机制，持续优化医疗服务价格结构                              |
|   |             | 增强医药服务可及性           | 健全全科和专科医疗服务合作分工的现代医疗服务体系。加快发展社会办医，规范“互联网+医疗”等新服务模式发展。补齐护理、儿科、老年科、精神科等紧缺医疗服务短板。做好仿制药质量和疗效一致性评价受理与审评，通过完善医保支付标准和药品招标采购机制，支持优质仿制药研发和使用，促进仿制药替代 |
|   |             | 促进医疗服务能力提升          | 规范医疗机构和医务人员诊疗行为，推行处方点评制度，将考核结果与医保基金支付挂钩，促进合理用药  |
|   | 优化医疗保障服务    | 优化医疗保障公共服务          | 加快完善异地就医直接结算服务  |
|   |             | 高起点推进标准化和信息化建设      | 实现全国医疗保障信息互联互通，加强数据有序共享   |

数据来源：国务院 上海证券研究所

从整体趋势来看，接下来的几年内改革重点还是侧重于持续推进医保支付结构优化：主要是控制药、械支付比例，驱动医疗服务能力提升和价格优化。

## 2.2 细化医保目录调整方法和支付价格

为完成医保制度改革，持续深化支付端改革，4月29日，国家医保局发布《基本医疗保险用药管理暂行办法（征求意见稿）》，对基本医疗保险用药范围的确定、调整，以及基本医疗保险用药的支付、管理和监督等做出了明确规定，进一步推动改革政策落地。

表6 《基本医疗保险用药管理暂行办法（征求意见稿）》重要内容

| 目的        | 具体内容   |
|-----------|--|
| 明确了目录调整时间 | 原则上每年调整1次  |
| 确定医保支付标准  | 独家药品通过准入谈判的方式确定支付标准；非独家药品中，集采中选药品，按照集中采购有关规定确定支付标准；其他非独家药品根据准入竞价等方式确定支付标准。 |

|                |  |
|----------------|--|
| 确定谈判续约规则       | 原则上谈判药品协议有效期为2年，2年后若仍为独家，根据另行规则降价续约2年，所有谈判药品原则上只续约1次。第一个协议期不得议价，第二个协议期允许医院议价，第二个协议期过后纳入目录，医保部门按照支付标准有关规定调整支付标准               |
| 明确各级医保管理机构权限范围 | 国家医保部门负责明确全国范围内基本医疗保险用药范围、支付原则等，组织制定、调整、发布国家《药品目录》并编制代码。省级医疗保障行政部门负责以国家《药品目录》为基础，按照调整权限和规定程序将符合条件的民族药、医疗机构制剂、中药饮片纳入本地区《药品目录》 |

数据来源：国家医保局 上海证券研究所

## 2.3 带量采购持续扩围 耗材集采多省推进

### 2.3.1 药品带量采购稳步推进

第二轮全国药品集采于2020年1月17日开标，32个品种共100个产品中选，相关拟中选企业共77家。此次集采平均降价幅度53%，最高降幅达93%，其中降糖药阿卡波糖、格列美脲等慢性病常用药较大幅度降价。预计第三轮集采将在今年年内开展。根据Insight数据库统计，目前通过一致性评价3家及以上的品种共有71个，除去已经参加4+7和第二轮集采的品种外，还有28个品种未被国家集采，这些品种很有可能被纳入第三轮集采。

表7 已有三家以上企业通过一致性评价的品种（剔除已参与国家集采品种）

| 品种        | 规格     | 通过企业数 |
|-----------|--------|-------|
| 盐酸二甲双胍片   | 0.25g  | 26    |
| 阿莫西林胶囊    | 0.25g  | 17    |
| 阿莫西林胶囊    | 0.5g   | 3     |
| 盐酸二甲双胍缓释片 | 0.5g   | 15    |
| 卡托普利片     | 25mg   | 8     |
| 头孢氨苄胶囊    | 0.25g  | 7     |
| 头孢氨苄胶囊    | 0.125g | 6     |
| 非那雄胺片     | 5mg    | 7     |
| 替格瑞洛片     | 90mg   | 7     |
| 阿奇霉素片     | 0.25g  | 6     |
| 左乙拉西坦片    | 0.25g  | 5     |
| 左乙拉西坦片    | 0.5g   | 5     |
| 布洛芬颗粒     | 0.2g   | 4     |
| 盐酸西替利嗪片   | 10mg   | 5     |
| 奥美拉唑肠溶胶囊  | 20mg   | 4     |
| 维生素B6     | 10mg   | 4     |
| 缬沙坦胶囊     | 80mg   | 4     |
| 盐酸曲美他嗪片   | 20mg   | 4     |
| 阿那曲唑片     | 1mg    | 3     |
| 阿哌沙班片     | 2.5mg  | 3     |

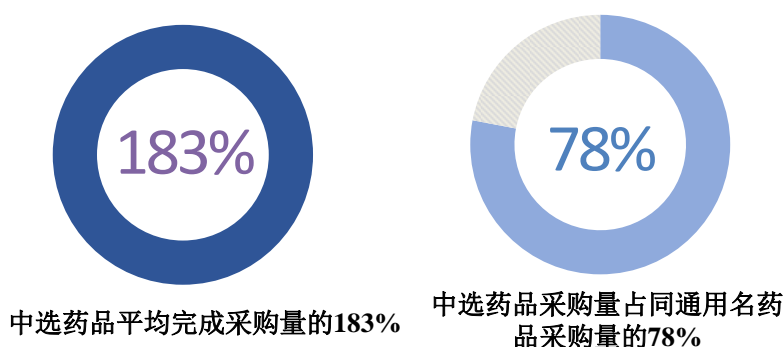
|            |                  |   |
|------------|------------------|---|
| 布洛芬缓释胶囊    | 300mg            | 3 |
| 拉米夫定片      | 0.1mg/0.15g/0.3g | 3 |
| 孟鲁司特钠咀嚼片   | 4mg/5mg          | 3 |
| 头孢克洛胶囊     | 0.25g            | 3 |
| 维格列汀片      | 50mg             | 3 |
| 盐酸美金刚片     | 10mg             | 3 |
| 盐酸坦索罗辛缓释胶囊 | 0.2mg            | 3 |
| 盐酸乙胺丁醇片    | 0.25g            | 3 |
| 右佐匹克隆片     | 3mg              | 3 |
| 盐酸环丙沙星片    | 0.25g            | 3 |
| 左乙拉西坦注射液   | 5ml:500mg        | 3 |

数据来源: Insight 数据库 上海证券研究所

目前多省市也已开展了针对非过评品种的带量采购。其中，3月20日，三明对8个非过评品种进行集采，包括复方甘草酸苷口服常释剂型、米力农注射剂型、亚胺培南西司他丁注射剂型、氯沙坦钾氢氯噻嗪口服常释剂型和甲泼尼龙琥珀酸钠注射剂型等，都是抗菌药、质子泵抑制剂、降压药等领域大品种。

带量采购的品种范围进一步扩展，意味着行业供给侧改革不留死角、持续深化。从模式来看，未来带量采购可能将会分成两类：1) 对于通过一致性评的品种，纳入国家集采范围内实行国家集采；2) 未开展或无法开展一致性评价的品种可能会放在省地市甚至医联体等层面操作。伴随带量采购的持续覆盖，仿制药原有的营销模式走向终结，其价格体系被重塑，未来比拼的是成本控制、精细化管理、品种的临床价值和技术壁垒。仿制药行业将持续向头部集中，强者恒强的趋势将得到强化。

图4 “4+7”药品集中带量采购试点地区完成情况



数据来源: 《2019年医疗保障事业发展统计快报》 上海证券研究所

### 2.3.2 耗材带量采购多省推进

根据国务院发布的《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》，2020年9月底前，综合医改试点省份要率先进行探索高值耗材的带量采购。目前全国已超过20个省市开始推进耗材带量采购方案。

表8 各省市开展耗材带量采购的具体政策

| 时间      | 省市          | 涉及品种                               | 平均降幅  |
|---------|-------------|------------------------------------|---|
| 2019.07 | 江苏          | 血管介入类（支架和起搏器）                      | 支架：51.01%；起搏器：15.86%                                  |
| 2019.08 | 安徽          | 眼科人工晶体类、骨科脊柱类                      | 眼科人工晶体类：20.50%；骨科脊柱类：53.40%                           |
| 2019.09 | 江苏          | 眼科人工晶体类、血管介入球囊类、骨科人工髋关节类           | 眼科人工晶体类：26.89%；血管介入球囊类：74.37%；骨科人工髋关节类：47.20%         |
| 2019.10 | 济南          | 就输液器、留置针等15种低值耗材                   | NA  |
| 2019.07 | 临沂、菏泽       | 静脉留置针、气管插管、镇痛泵、PICC导管              | NA  |
| 2019.09 | 南通          | 髓内钉、止血材料                           | 髓内钉：47.21%；止血材料：45.26%                                |
| 2019.08 | 南京、泰州、淮安    | 植入式给药装置、预充式导管冲洗器、精密输液器、密闭留置器       | 72.61%  |
| 2019.08 | 无锡          | 超声高频外科集成系统超声刀头、透析液、中心静脉导管、高分子夹板    | 48%-61.2%   |
| 2019.09 | 徐州          | 骨科骨针、一次性使用套管穿刺器                    | 骨科骨针：77.70%；穿刺管：59.50%                                |
| 2019.12 | 苏州          | 人工合成骨、带线锚钉、腔镜下单发不可吸收夹              | 最高降幅63%   |
| 2019.12 | 常州、连云港、扬州   | 一次性喉罩、一次性静脉留置针、一次性精密输液器、乳房旋切穿刺针及配件 | 喉罩：51.56%、静脉留置针：79.34%、精密输液器：74.97%、乳房旋切穿刺针及配件：16.34% |
| 2019.09 | 辽宁          | 一次性使用输液器                           | 57.67%  |
| 2019.12 | 青岛、淄博、烟台等五地 | 输液器、留置针、预充式导管冲洗器                   | 60.93%  |
| 2020.03 | 聊城          | 输液器、留置针、预充式导管冲洗器                   | NA  |
| 2019.12 | 山西          | 骨科类、心脏介入类、眼科类                      | NA  |
| 2019.12 | 临汾          | 血液透析器、一次性使用静脉留置针                   | 血液透析器：31.30%；静脉留置针：70.60%                             |
| 2019.12 | 运城          | 一次性使用静脉留置针、一次性使用腔内切割吻合器组件          | NA  |
| 2020.01 | 京津冀等9地      | 人工晶体类眼科耗材                          | 平均降幅为54.21%   |
| 2020.01 | 陕西14省联盟     | 人工晶体、心脏起搏器、吻合器、透析管、超声刀             | NA  |
| 2020.04 | 云南          | 血管介入类、骨科植入类、眼科材料                   | NA  |
| 2020.05 | 重庆、贵州、云南、河南 | 吻合器、补片、胶片                          | NA  |

|         |    |                       |    |
|---------|----|-----------------------|----|
| 2020.05 | 浙江 | 冠脉介入药物支架、冠脉介入球囊、骨科髋关节 | NA |
|---------|----|-----------------------|----|

数据来源：各省官网 医疗器械经销商联盟 上海证券研究所

尽管医用耗材非标化程度较高，但目前情况来看，带量采购依然能够换来较大的降幅，尤其是国产化程度较高的品种。在全国层面，未来随着医用耗材全国带量采购的推进，耗材及医疗器械行业集中度进一步提升，头部企业受益，同时也有利于推动进口替代。

### 三、疫情防控：医疗新基建加速 疫苗成为焦点

此次新冠疫情暴露出了我国公共卫生应急体系存在短板，为了补短板，多部门发布文件，旨在提升医院能力建设，医疗新基建拉开序幕。此外，疫苗研发进度也是关注焦点。

#### 3.1 新基建剑指公卫应急体系建设 聚焦高端设备和 ICL 市场

发改委于5月20日发布《公共卫生防控救治能力建设方案》，旨在加强疾控机构、传染病医院、综合性医院和基层医疗卫生机构能力建设。

表9 《公共卫生防控救治能力建设方案》主要内容

| 目标   | 具体内容   |
|--|--|
| <b>疾病预防控制体系现代化建设：</b><br>每省至少有一个达到生物安全三级（P3）水平的实验室，每个地级市至少有一个达到生物安全二级（P2）水平的实验室          | 县级疾控中心重点提升疫情发现和现场处置能力，加强基础设施建设，完善设备配置                                  |
|  | 地市级疾控中心重点提升实验室检验检测能力，加强仪器设备升级和防护能力建设。鼓励配置移动 P2 实验室，整合市县两级检测资源          |
|  | 国家/省级疾控中心重点提升检测和快速响应能力，推进中国疾控中心菌毒种库和实验室升级，支持省级疾控中心菌毒种库、P3 实验室建设        |
| <b>全面提升县级医院救治能力：</b><br>重点改善 1 所县级医院（含县中医院）基础设施条件，充分发挥县级医院龙头作用，辐射带动县域内医疗服务能力整体提升         | 改善县级医院发热门诊、急诊部、住院部等业务用房条件，更新换代医疗装备                                     |
|  | 提高县级医院传染病检测和诊治能力，重点加强感染性疾病科和传染病病区建设                                    |
|  | 建设可转换病区，扩增重症监护病区（ICU）床位，一般按照编制床位的 2-5% 设置重症监护病床，按照不同规模和功能，配置呼吸机等必要医疗设备 |
| <b>健全完善城市传染病救治网络：</b><br>构建分级分层分流的传染病救治网络，直辖市、省会城市、地级市要建有传染病医院或相对独立的综合性医院传染病区，实现 100% 达标 | 扩大传染病集中收治容量，加强基础设施建设和设备升级，配置负压救护车、负压担架等，强化物资储备                         |
|  | 加强重症监护病区（ICU）建设，配置床旁监护系统、呼吸机、体外膜肺氧合（ECMO）等相关设备                         |
|  | 提高传染病检验检测能力，配备聚合酶链式反应仪（PCR）等检测设备，建立达到 P2 水平的实验室                        |

|   |  |
|---|--|
|   | 加强中医药科室建设，提升中西医结合防治传染病能力   |
| 传染病床及ICU病床数量要求  | 县级：30万人口以下，病床不低于20张；30-50万人口，不低于50张；50-100万人口，不低于80张，100万以上人口，不低于100张。ICU数占比达编制床位的2-5% |
|   | 城市：100万人口以下，病床60-100张；100-500万人口，病床100-600张；500万人口以上，病床不少于600张。ICU床位占比达到医院编制床位的5-10%   |
| 改造升级重大疫情救治基地：<br>每省份建设1-3所重大疫情救治基地，承担危重症患者集中救治和应急物资集中储备任务 | 加强ICU建设。按照医院编制床位的10-15%（或不少于200张）设置重症监护病床，设置负压病房和负压手术室，配置心肺复苏、呼吸机、ECMO等必要设备            |
|   | 建设可转换病区，改造现有病区和影像检查用房  |
|   | 改善呼吸、感染等专科设施条件。重点加强检验、发热门诊等业务用房建设，按医院床位的2-3%设置急诊观察床，加强血液保障能力建设                         |
|   | 提升公共卫生检验检测和紧急医学救援能力。建设达到P2或P3实验室、PCR实验室  |
|   | 加强应急救治物资储备。储备重症患者救治、普通患者监护、方舱医院设备等物资   |

数据来源：《公共卫生防控救治能力建设方案》 上海证券研究所

从《方案》的具体内容来看，政策将进一步推动医疗机构的诊疗能力提升，推进医疗“新基建”，其中主要涉及领域包括传染病、ICU病房专区建设、生物安全实验室建设、基层医疗机构的诊疗能力建设以及进一步丰富防疫医疗物资储备等。

#### ➤ ICU病房专区建设

目前我国每10万人拥有的ICU病床数仅3.6张，远低于发达国家的床位数水平，与发达国家相比，我国的ICU病床仍然有较大的建设空间。为进一步补齐我国ICU病床方面的短板，此次文件中提到了发展标准，其中，ICU病床数占总病床数的比例在县级医疗机构中要达到2-5%，而在城市医院中需要达到5%-10%，而根据《重症医学：华东地区现状调查》数据，目前该占比仅为1.7%。因此，为达到要求，各级医疗机构将进一步加大对ICU病床及病区建设的投入力度。我们认为，ICU病区的建设将推动ICU相关硬件设备和软件管理系统的市场扩容。其中，硬件设备主要是加大对相关诊疗和监护医疗设备的购买，具体包括呼吸机、X线机、CT、监护仪、分析仪、ECMO等设备以及消毒产品等，主要相关的标的包括迈瑞医疗、鱼跃医疗、万东医疗、理邦仪器等。ICU信息化管理系统也将受到重视。

#### ➤ 提升各级医疗机构的检测检验能力

《方案》中提出各级医疗机构要加速建设生物安全二级和三级水平的实验室。此外，基层医疗机构检测能力的提升，也意味着核酸检测将进一步下沉到县级医院，有望进一步带动IVD行业景气度提升。同时也有利于第三方实验室（ICL）行业发展。



表 10 急救治物资参考储备清单及相关上市公司

| 设备名称     | 相关公司      | 设备名称     | 相关公司  | 设备名称       | 相关公司           |
|----------|-----------|----------|-------|------------|----------------|
| 无创呼吸机    | 鱼跃医疗      | 营养泵      | 迈瑞医疗  | CT         | 万东医疗           |
| 有创呼吸机    | 迈瑞医疗      | 除颤仪      | 迈瑞、鱼跃 | 移动 DR      | 万东医疗           |
| 转运呼吸机    | 迈瑞医疗      | 制氧机      | 鱼跃、乐普 | 生物安全柜      | 海尔生物           |
| 监护仪      | 迈瑞、理邦、宝莱特 | 便携式彩超    | 迈瑞、祥生 | 离心机        | NA             |
| 可视喉镜     | 开立医疗      | 心电图机     | 迈瑞、乐普 | 超低温冰箱      | 海尔生物           |
| 电子气管镜    | 开立医疗      | 震动排痰仪    | 普门科技  | 荧光定量 PCR 仪 | 达安基因、华大基因、凯普生物 |
| 呼吸湿化治疗仪  | 鱼跃医疗      | 咳痰仪      | NA    | 核酸提取仪      | NA             |
| 连续性血液透析机 | 健帆生物      | 降温机      | NA    | 床旁血气分析仪    | 理邦、万孚生物        |
| ECMO     | NA        | 移动式空气消毒机 | NA    | 额温枪        | 鱼跃医疗           |
| 注射泵      | 迈瑞医疗      | 过氧化氢消毒机  | NA    | 脉搏血氧仪      | 鱼跃医疗           |
| 输液泵      | 迈瑞医疗      | 紫外线消毒车   | NA    | 核酸检测系统     | 万孚生物           |
| 生化分析仪    | 迈瑞、安图生物   | 移动中药房    |       |            |                |

数据来源：《公共卫生防控救治能力建设方案》 上海证券研究所

此前国家领导人曾指出，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。5月08日，广东省高性能医疗器械创新中心已获批升级为国家高性能医疗器械创新中心，这也是全国首家医疗器械创新中心，该中心由中科院、迈瑞医疗、联影医疗、先健科技和哈工大等牵头组建成立，通过整合医疗器械产业链龙头企业和高校科研院所、行业协会等创新资源，着力发展与医疗健康密切相关的预防、诊断、治疗、康复领域的高端医疗设备需求，提升我国高性能医疗装备研发和制造能力，高端医学影像、ECMO、高端治疗设备、直介入器械等优质赛道的企业有望受益于政策红利，有望在创新领域先下一城。

### 3.2 疫苗是疫情防控关注焦点

目前仍然未出现治疗新冠肺炎的特效药，新冠病毒或将成为长期问题。作为疫情的终极解决方案，目前全球药企和科学家们也在持续推动疫苗研发，

在研的新冠疫苗项目中，国内已有4项进入临床试验阶段：

1) 研发进展最快的是康希诺与军事科学院军事医学研究院生物工程研究所合作腺病毒载体疫苗项目，这是全球首款进入II期临床的新冠病毒疫苗。同时康希诺已经获得加拿大对重组新型冠状

病毒病疫苗（腺病毒载体）（Ad5-nCoV）临床试验批准。根据公司公告，I期临床试验结果显示，重组5型腺病毒载体 COVID-19 疫苗接种后 28 天可耐受，并具有免疫原性。健康成人中，对 SARS-CoV-2 的体液反应在接种后第 28 天达到峰值，接种后第 14 天产生快速的特异性 T 细胞反应。5 月 20 日，康希诺还宣布与加拿大的 Precision NanoSystems (PNI) 公司联合开发 mRNA 新冠核酸疫苗。康希诺将获得该疫苗在亚洲的授权。

2) 国药集团中国生物武汉生物制品研究所的在研灭活病毒疫苗于 4 月 12 日获得国家药品监督管理局 I/II 期合并的临床试验许可，4 月 24 日正式进入 II 期临床研究；4 月 27 日，中国生物北京生物制品研究所研发的新冠灭活疫苗也获得国家药监局临床试验批件。

3) 北京科兴中维生物技术有限公司研制的灭活疫苗于 4 月 13 日取得许可，16 日开展临床试验。临床前试验结果显示，该疫苗可以在动物体内诱导出较强的中和抗体反应，可以阻止 10 种新冠病毒株的感染，且具备较好的安全性。

4 月 19 日，中国医学科学院医学实验动物研究所所长秦川等多个科学家团队，联合在生物科学预印本论文平台 bioRxiv 发表了研究论文 Rapid development of an inactivated vaccine for SARS-CoV-2。

研究团队包括科兴控股生物技术有限公司、中国疾病预防控制中心传染病预防控制所、北京协和医学院比较医学中心、中国科学院生物物理研究所感染与免疫院重点实验室等多个重点科研单位。科研人员通过试验规模的生产得到了一种纯化灭活的 SARS-CoV-2 病毒候选疫苗 PiCoVacc，能够在非人类灵长类动物中引发有效的体液免疫应答，对 SARS-CoV-2 病毒株提供完全保护。该疫苗可在小鼠、大鼠和非人类灵长类动物中诱导 SARS-CoV-2 特异性中和抗体，且在恒河猴体内未观察到感染增强或免疫病理恶化。

当前全球在研新冠疫苗项目已超过 100 项，分别依据灭活疫苗/佐剂、减毒活疫苗、蛋白亚单位疫苗/佐剂、载体疫苗、核酸疫苗 5 大技术路线展开。通常临床研究分为 3 期。I 期主要评价安全性。II 期主要评估疫苗的安全性，探索接种免疫程序。III 期主要评估疫苗的安全性和有效性。安全性评价贯穿整个临床研究全过程。在疾病流行的背景下，完成免疫原性评估需要 6 个月以上时间，完成保护力试验需要更长的时间，因此完成 III 期临床试验，最后得出疫苗安全、有效的结论，可能需要一年的时间。

目前国内疫情基本控制，国外疫情形势依然严峻，疫苗将是人类战胜新冠病毒的终极武器。但疫苗的研发迄今为止还很难保证成功，道阻且长，我们认为，如果人类不得不与新冠病毒长期共存的

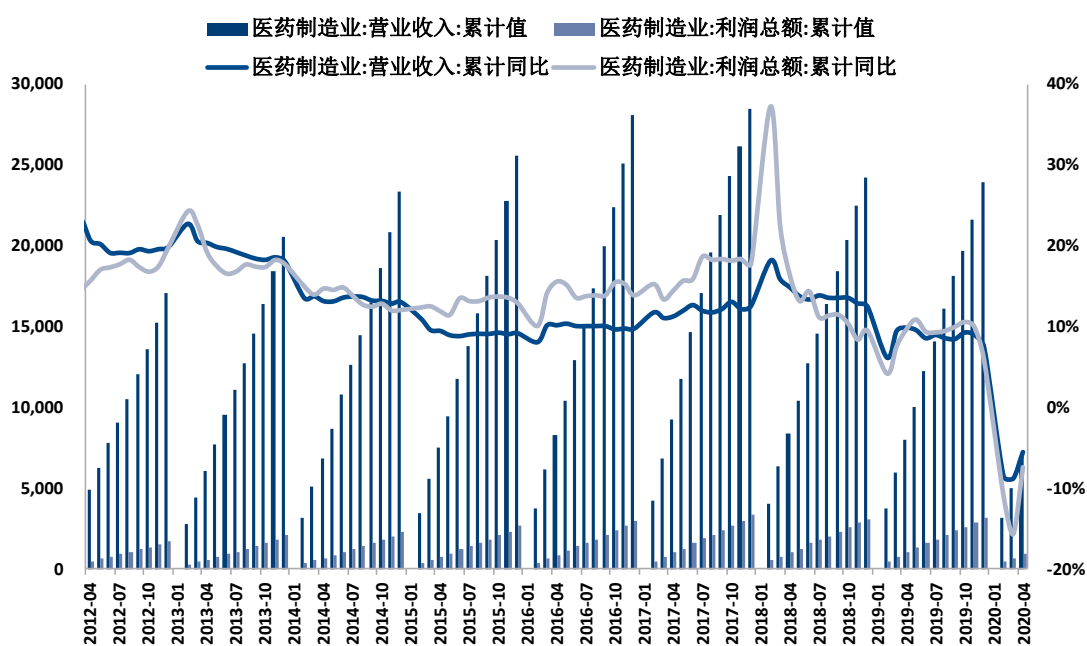
话，疫苗的研发将是持续关注的焦点，疫苗上下游及相关产业链也会同时受到关注。

#### 四、1-4 月医药行业收入和利润增速环比回升

根据国家统计局数据，医药制造业 2020 年 1-4 月实现主营业务收入 6,943.50 亿元，同比下降 5.60%；实现利润总额 893.6 亿元，同比下降 7.40%，从费用率情况来看，2020 年 1-4 月，医药制造业主营业务毛利率为 41.85%；销售费用率为 18.88%；管理费用率为 6.25%；财务费用率为 1.02%。

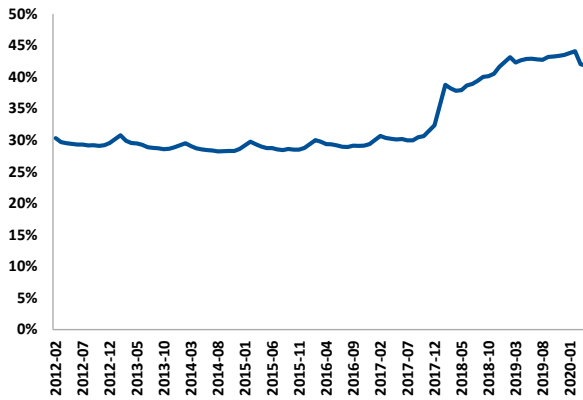
医药行业收入和利润同比增速大幅下滑，主要是由于一季度受到疫情影响，但环比增速已经有所回升，提示复工复产后医药企业经营逐步恢复。全年来看，由于带量采购扩围、非过评品种及耗材也将开始集采等多重因素影响，医药制造业今年全年增速预计将在 10% 以内。同时，我们认为未来医药制造业的收入增速和利润增速将长期维持在个位数水平。

图 5 2012-2019Q3 医药制造业业绩概况 (亿元)



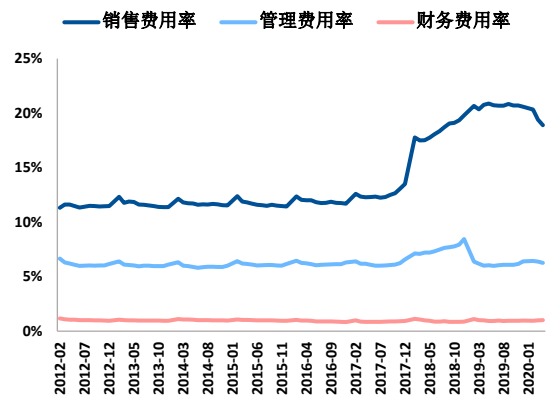
数据来源: Wind 上海证券研究所

图6 近年来医药制造行业主营业务毛利率变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

图7 近年来医药制造行业期间费用率变化



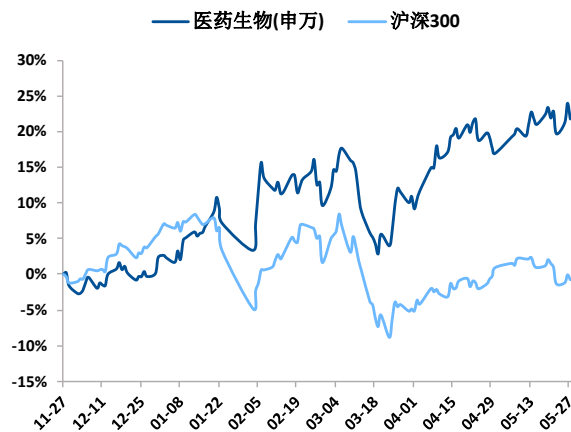
数据来源: Wind 上海证券研究所

## 五、近期医药板块表现综述

### 5.1 近六个月医药指数大幅跑赢沪深300 器械板块表现亮眼

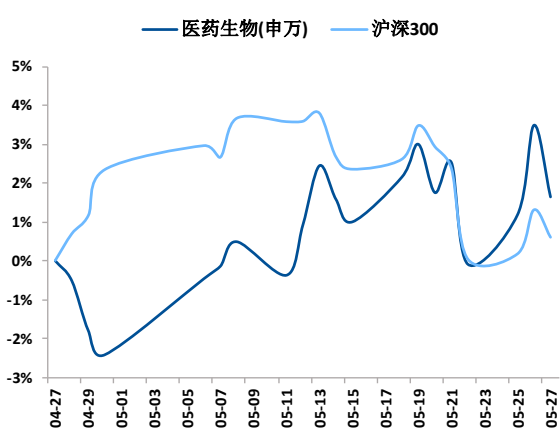
截至5月27日,以六个月区间统计,医药指数上涨21.78%,跑赢沪深300指数22.55个百分点,子板块中,医疗器械板块涨幅最大,上涨52.10%,中药涨幅最小,上涨1.25%;以一个月区间统计,医药指数上涨1.64%,跑赢沪深300指数1.04个百分点,子板块中涨幅最大的是医疗器械板块,上涨4.30%,跌幅最大的是医药商业板块,下跌4.87%。

图8 近6个月医药指数走势图(截至5月27日)



数据来源: Wind 上海证券研究所

图9 最近1个月医药指数走势图(截至5月27日)



数据来源: Wind 上海证券研究所

表11 近6个月、近1个月医药各细分板块的市场表现(截至5月27日)

| 子行业   | 近6个月   |        |         | 近1个月   |        |         |
|-------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
|       | 涨幅     | 跑赢医药指数 | 跑赢沪深300 | 涨幅     | 跑赢医药指数 | 跑赢沪深300 |
| 医疗器械  | 52.10% | +      | +       | 4.30%  | +      | +       |
| 中药    | 1.25%  | -      | -       | -      | -      | -       |
| 医药商业  | -4.87% | -      | -       | -4.87% | -      | -       |
| 医药指数  | 21.78% | +      | +       | 1.64%  | +      | +       |
| 沪深300 | -0.63% | -      | -       | 0.60%  | -      | -       |

|        |        |         |        |        |        |        |
|--------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 化学原料药  | 35.03% | 13.25%  | 35.80% | 1.30%  | -0.34% | 0.70%  |
| 化学制剂   | 8.67%  | -13.11% | 9.44%  | -0.41% | -2.05% | -1.01% |
| 生物制品   | 38.43% | 16.65%  | 39.20% | 3.39%  | 1.75%  | 2.79%  |
| 医疗服务   | 11.88% | -9.90%  | 12.65% | 4.07%  | 2.43%  | 3.47%  |
| 医疗器械   | 52.10% | 30.32%  | 52.87% | 4.30%  | 2.66%  | 3.70%  |
| 医药商业   | 8.23%  | -13.55% | 9.00%  | -4.87% | -6.51% | -5.47% |
| 中药     | 6.25%  | -15.53% | 7.02%  | 0.33%  | -1.31% | -0.27% |
| 医药生物   | 21.78% | N/A     | 22.55% | 1.64%  | N/A    | 1.04%  |
| 沪深 300 | -0.77% | N/A     | N/A    | 0.60%  | N/A    | N/A    |

数据来源: Wind 上海证券研究所

## 5.2 医药板块整体估值处在历史高位水平

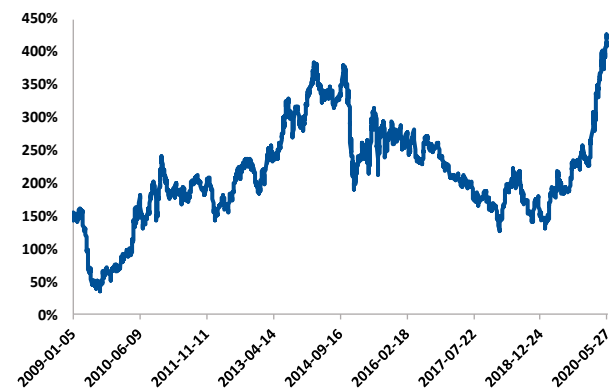
医药板块估值水平近期有所上涨。目前医药板块绝对估值为 62.03（历史 TTM\_整体法，不调整），处于近十年的中位水平，相对于沪深 300 的估值溢价率为 421.13%，刷新十年以来最高位水平。

图 10 医药生物板块近年绝对估值（历史 TTM\_整体法）



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 11 医药生物板块近年估值溢价率（历史 TTM\_整体法）



数据来源: Wind 上海证券研究所

各子板块估值分化明显，医疗服务子板块估值较高，PE 为 94.88。医药商业板块估值较低，PE 为 19.83。

表 12 医药各细分板块的 PE 估值（TTM\_整体法，剔除负值）

| 板块名称  | PE    | 溢价率     |
|-------|-------|---------|
| 化学原料药 | 35.03 | 203.00% |
| 化学制剂  | 43.10 | 272.82% |
| 中药    | 26.01 | 124.96% |
| 生物制品  | 61.83 | 434.85% |
| 医药商业  | 19.83 | 71.49%  |
| 医疗器械  | 61.50 | 431.92% |
| 医疗服务  | 94.88 | 720.65% |

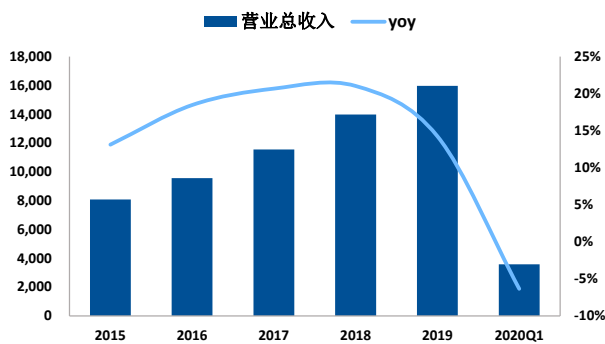
|        |       |         |
|--------|-------|---------|
| 医药生物   | 43.68 | 277.79% |
| 沪深 300 | 11.56 | N/A     |

数据来源: Wind 上海证券研究所 数据截至 5 月 27 日

### 5.3 医药上市公司 2020 年一季报数据分析

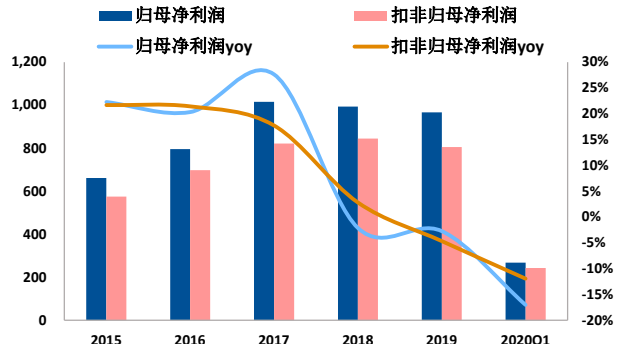
我们对医药生物板块上市公司 2020 年一季报进行统计,剔除部分次新股、数据异常个股后,我们对 282 家医药上市公司进行统计,2020 年第一季度,上市公司收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为-6.33%、-17.03%和-11.95%,主要是受到新冠疫情影响。从细分业务板块来看,由于突发新冠疫情,2020 年第一季度仅有医疗器械板块和化学原料药板块营收增速为正,其他板块业绩均呈现同比下滑态势。医疗器械企业业绩表现较好主要是由于疫情期间,防治医疗设备需求提升导致相关企业销售收入增加所致。而原料药方面,主要是因为国内外产能受限导致出口增加,以及供需紧张导致价格提升所致。

图 12 2015-2020Q1 医药上市公司营业收入概况 (亿元)



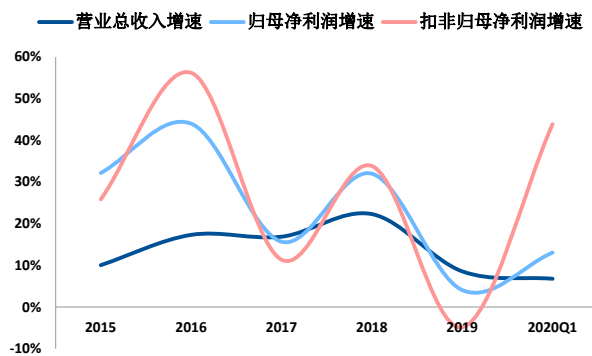
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 13 2015-2020Q1 医药上市公司净利润概况 (亿元)



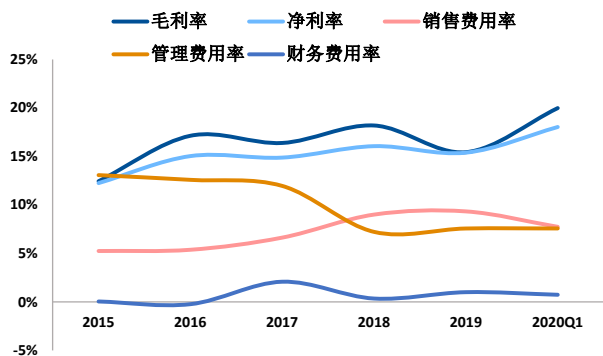
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 14 2015-2020Q1 化学原料药板收入增速情况



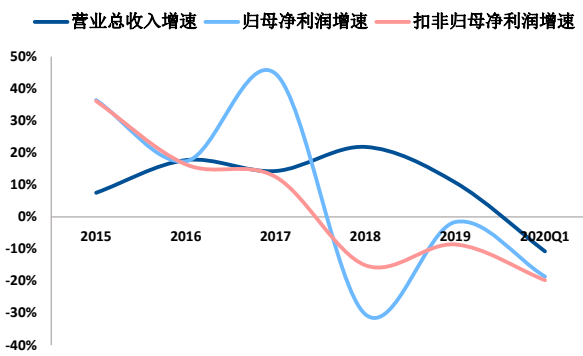
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 15 2015-2020Q1 化学原料药板块财务分析



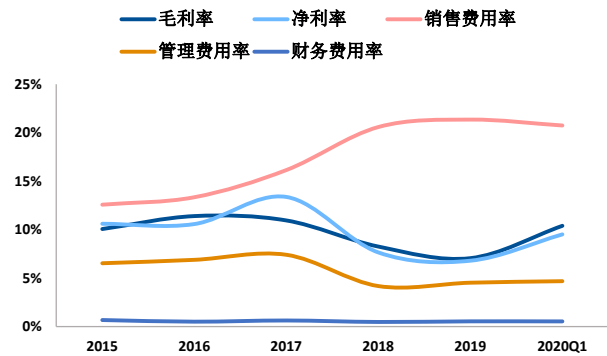
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 16 2015-2020Q1 化学制剂板收入增速情况



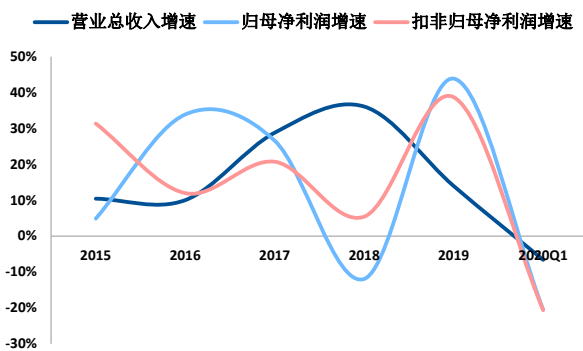
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 17 2015-2020Q1 化学制剂板块财务分析



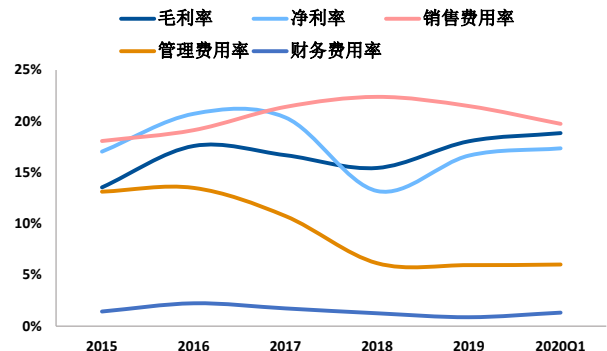
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 18 生物制品板收入增速情况



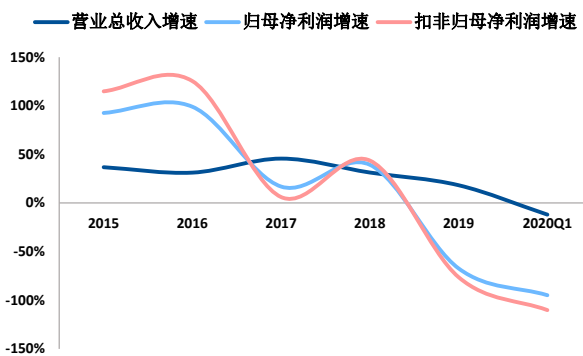
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 19 生物制品板块财务分析



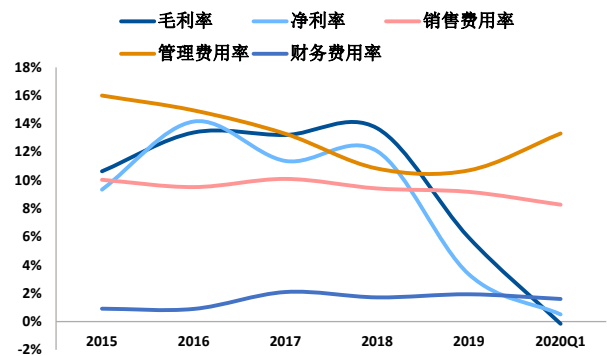
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 20 医疗服务板收入增速情况



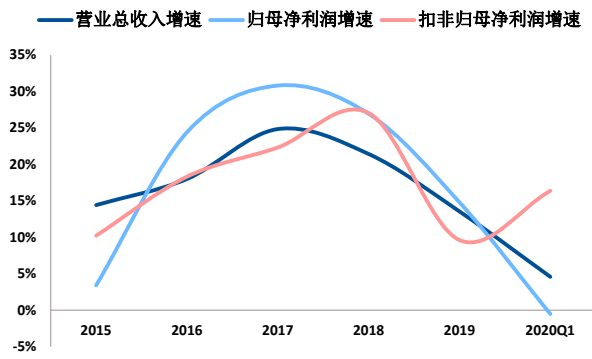
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 21 医疗服务板块财务分析



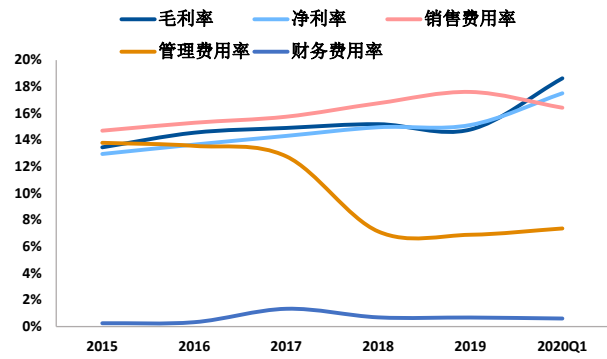
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 22 医疗器械板收入增速情况



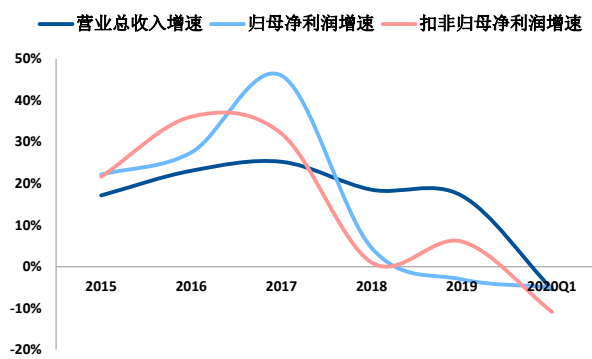
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 23 医疗器械板块财务分析



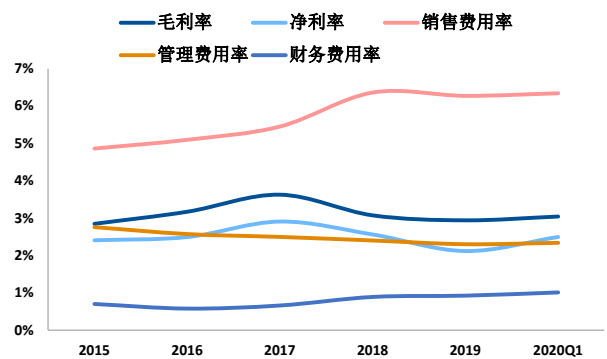
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 24 医药商业板收入增速情况



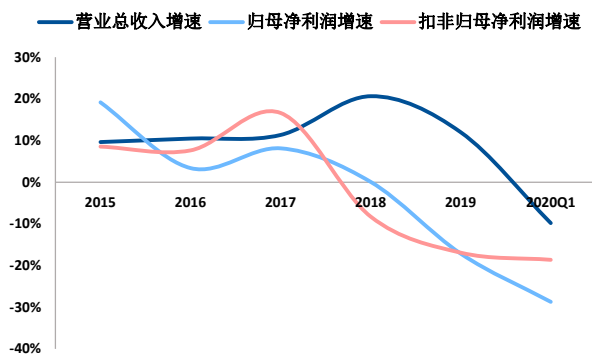
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 25 医药商业板块财务分析



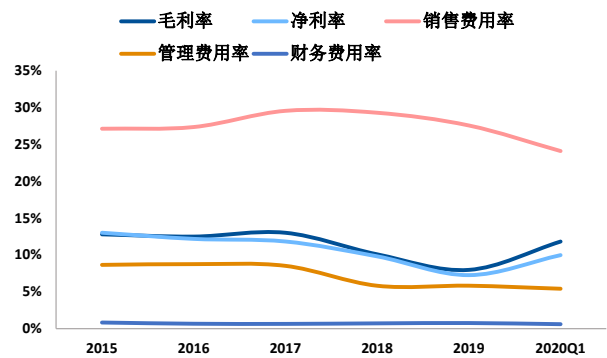
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 26 中药板收入增速情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 27 中药板块财务分析



数据来源: Wind 上海证券研究所

## 六、医药行业评级、策略及重点股票

### 6.1 维持医药行业“增持”评级

我们对未来一段时期医药行业的增长仍然持乐观态度: 1) 国内老龄化加速、医药消费具有刚需性质, 医药行业的需求旺盛, 人

请务必阅读尾页重要声明



们对优质医疗资源的追求并没有改变，且对高端产品和服务的需求持续增加；2) 审评审批制度进一步优化、药品注册管理法修订、仿制药一致性评价等医药政策调控下的供给侧改革，使医药行业在存量市场的结构调整和创新驱动的行业的增量发展中稳步前行。在带量采购、医保支付结构调整推动下的支付端改革，推动行业集中度迅速提升，龙头企业强者恒强，更加健康的产业环境能够推动医药行业长期向好发展；3) 受疫情影响，大部分的医疗需求延期释放，但并不会消除。疫情同时提升了医药行业的关注度，对高端医疗设备的研发将加速。对医疗卫生系统补短板的医疗新基建投资，也将促进医疗软、硬件设备的增长。我们继续维持医药行业“增持”评级。

一季度受疫情影响，行业内公司业绩发生分化。目前国内疫情得到控制，企业全面复工复产，有望逐步消除疫情的不利影响。国外疫情还比较严峻，全球产业链供需发生变化，下半年，我们从确定性出发，建议重点关注三条投资主线：

1) 疫情防控相关主线：国内疫情得到控制，疫情防控常态化。着眼于公共卫生应急系统补短板、加强国家生物安全建设的医疗新基建拉开大幕，未来较长一段时间，与ICU、传染病病床、检验检测相关的软硬件需求均会释放。疫苗将成为长期关注的热点。

2) 创新及创新产业链：医药行业供给侧改革持续深化。创新再次得到政策扶持，创新及其产业链会持续繁荣，包括药品和器械。

3) 原料药产业链：注射剂一致性评价启动，将再次提升原料药在整个医药产业链上的重视程度。疫情也使产业链供需发生波动，产业链格局可能发生变化。相对而言，我国原料药产业链比较完善，能够迅速互补或替代，总体供应能保持稳定，有利于在全球范围保持竞争力。同时原料药企业业绩具有确定性，值得持续关注。

## 6.2 重点跟踪股票

### 6.2.1 康龙化成 (300759)：业绩保持快速增长，业务布局持续完善

公司作为具备较全面产业链的 CRO 龙头企业之一，近年受益于全球创新药研发热潮，业绩增长迅速。2019 年公司营业收入、归母净利润分别同比增长 29.20%、64.30%。2020 年 Q1 公司营业收入、归母净利润分别同比增长 25.66%、87.16%。伴随公司逐步完成一体化研发平台的建设，业务间的协同作用愈发明显，其中，2019 年药物安全性评价实验业务与 CMC 业务的客户重合度进一步提升至 68%，协同效应较为显著。未来伴随各学科业务能力的不断加强，业务之间的引流效应将更加明显，保障公司业务成长。为满足日益

增长的客户需求，公司继续加大产能建设。药物安全评价中心扩增 3500 平米动物实验设施；上海分部正式投入运营；英国和美国分部均进一步扩充实验面积和设施，公司现有产能进一步扩大，提升公司未来的业务承接能力。

风险提示：行业监管政策变化风险；医药研发服务行业竞争加剧风险；科研技术人才流失的风险；知识产权保护风险等。

表 13 康龙化成预测简表

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入                | 3,757.16 | 4,781.67 | 6,069.33 | 7,619.13 |
| 年增长率                | 29.20%   | 27.27%   | 26.93%   | 25.54%   |
| 归属于母公司的净利润          | 547.19   | 709.21   | 949.32   | 1,303.52 |
| 年增长率                | 61.31%   | 29.61%   | 33.86%   | 37.31%   |
| 每股收益 (元)            | 0.69     | 0.89     | 1.20     | 1.64     |
| PER (X)             | 92.50    | 71.37    | 53.32    | 38.83    |

数据来源：Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 5 月 27 日收盘价计算

### 6.2.2 爱尔眼科 (300015)：营收保持快速增长，外延并购完善市场布局

公司是国内医疗服务领域的龙头企业，通过产业并购基金继续以新建或并购方式加快以地级、县级医院为重点的网点布局，纵向推进省域内分级连锁体系建设，加大医院网络的辐射区域。到 2020 年年初，公司共拥有 590 家眼科医疗机构，其中中国内地 484 家，欧洲 86 家，东南亚 12 家，中国香港 7 家，美国 1 家。2019 年公司营业收入、归母净利润分别同比增长 24.74%、36.67%。2020 年 Q1 公司营业收入、归母净利润分别同比下降 26.86%、73.41%，主要是受到一季度疫情导致普通门诊未开放的影响。我们认为，由于眼科多属于刚需，因此需求只是因此疫情推迟而并不会消失。伴随疫情稳定，需求将会逐步释放，推动公司业绩增速恢复。公司作为民营眼科医院的龙头企业，伴随公立医院价格优势的逐渐消除，民营医院的服务优势显现，未来受市场需求提升的驱动以及全球化布局的日益完善，公司业绩将有望持续提升。

风险提示：行业监管政策变化风险；市场拓展不及预期风险；技术人才流失的风险；并购整合不及预期风险等。

表 14 爱尔眼科预测简表

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2019A    | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|---------------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入                | 9,990.10 | 11,829.44 | 15,341.53 | 19,337.81 |
| 年增长率                | 24.74%   | 18.41%    | 29.69%    | 26.05%    |

|            |          |          |          |          |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 归属于母公司的净利润 | 1,378.92 | 1,705.02 | 2,324.05 | 3,018.93 |
| 年增长率       | 36.67%   | 23.65%   | 36.31%   | 29.90%   |
| 每股收益 (元)   | 0.45     | 0.42     | 0.58     | 0.75     |
| PER (X)    | 88.87    | 89.55    | 65.70    | 50.58    |

数据来源: Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄5月27日收盘价计算

### 6.2.3 健友股份 (603707): 业绩持续快速增长, 推进海外制剂业务布局

公司是国内少数同时通过美国 FDA 和欧盟 EDQM 认证的肝素原料药生产企业之一, 也是国内唯一同时拥有依诺肝素钠、达肝素钠、那屈肝素钙三种低分子肝素制剂批件的生产企业, 2019 年公司营业收入、归母净利润分别同比增长 45.25%、42.50%。2020 年 Q1 公司营业收入、归母净利润分别同比增长 20.35%、37.30%。公司肝素业务保持高速增长态势的同时, 海外制剂业务发展进度顺利, 最新进展度骨化醇注射液和肝素钠注射液 USP 共 9 个规格已经获得 FDA 批准。未来 2-3 年国际制剂业务方面将为公司贡献新的利润增量。此外, 伴随注射剂一致性评价的推进, 公司有望借助带量采购实现出口转国内, 带动国内业绩快速增长, 提供新的成长点。

风险提示: 汇率波动、市场竞争加剧、原料药订单量低于预期、海外市场销售推进缓慢、新产品获批进度不及预期、财务投资者减持风险、国际贸易环境变化等。

表 15 健友股份预测简表

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|---------------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入                | 2,469.67 | 3,547.65 | 4,571.59 | 5,943.65 |
| 年增长率                | 45.25%   | 43.65%   | 28.86%   | 30.01%   |
| 归属于母公司的净利润          | 604.96   | 848.94   | 1,125.39 | 1,521.06 |
| 年增长率                | 42.50%   | 40.33%   | 32.56%   | 35.16%   |
| 每股收益 (元)            | 0.84     | 1.18     | 1.57     | 2.12     |
| PER (X)             | 49.26    | 50.36    | 37.99    | 28.11    |

数据来源: Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄5月27日收盘价计算

### 6.2.4 迈瑞医疗 (300760): 业绩保持较快增长, 疫情提升产品需求

公司作为国内医疗器械的龙头企业, 目前已具备良好的市场基础和销售网络。伴随我国医疗器械市场近年的快速成长, 以及行业集中度的进一步提升, 公司将有望突显龙头优势, 迅速抢占市场份额, 提升市占率, 业绩具备明确成长性。2019年公司营业收入、归母净利润分别同比增长20.38%、25.85%。2020年Q1公司营业收入、

归母净利润分别同比增长21.39%、30.58%。由于公司长期注重创新投入，每年不断推出创新产品，满足各层级客户的更新换代及产品普及需求，伴随产品覆盖面的拓展延伸，公司业绩将持续增厚。此外，伴随全球新冠疫情的持续加剧，公司的监护仪、呼吸机、DR以及血球等产品的出口需求量大幅提升，将对公司今年业绩以及全球市场的扩张带来积极影响。而从长期来看，由于此次疫情暴露了我国在公共卫生系统建设上仍不完善的情况，其中ICU病房和隔离病房的人均数量相较发达国家仍然较少。因此，我们认为，疫情结束后，国家对于公共卫生应急管理体系展开的新基建将大幅提升与ICU相关的医疗器械销售，公司作为相应领域的龙头企业，业绩将有望进一步受益于公共卫生体系的建设。

风险提示：行业监管政策变化风险；产品研发风险；产品价格下降风险；境外经营及国际政策变动风险；汇率波动风险等。

表 16 迈瑞医疗预测简表

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2019A     | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入                | 16,555.99 | 20,072.36 | 24,121.85 | 28,799.06 |
| 年增长率                | 20.38%    | 21.24%    | 20.17%    | 19.39%    |
| 归属于母公司的净利润          | 4,680.65  | 5,680.47  | 6,822.26  | 8,177.83  |
| 年增长率                | 25.85%    | 21.36%    | 20.10%    | 19.87%    |
| 每股收益 (元)            | 3.85      | 4.67      | 5.61      | 6.73      |
| PER (X)             | 71.93     | 59.27     | 49.35     | 41.17     |

数据来源：Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 5 月 27 日收盘价计算

### 6.2.5 智飞生物 (300122)：代理产品推动营收高速增长，自主产品即将迎来收获期

公司作为具备较强实力的疫苗供应商，将逐步迎来自研发产品的收获期。未来伴随疫苗市场的景气度提升以及不断规范，业绩具备明确成长性。2019年公司营业收入、归母净利润分别同比增长102.50%、63.05%。2020年Q1公司营业收入、归母净利润分别同比增长14.87%、2.85%。公司自成立以来，一贯注重研发与技术创新，持续加大研发投入力度，也为公司可持续发展提供了根基。截至目前，公司共有研发基地2个，研发中心1个。研发管线方面，目前公司自主研发项目共计28项，16项已处于临床试验阶段，其中用于结核感染诊断的重组结核杆菌融合蛋白 (EC) 和母牛分枝杆菌疫苗均已完成临床现场和生产现场核查，这两个均为国家一类新药，并且是世界领先产品，市场前景较大，因此上市后有进一步增厚公司业绩，逐步迎来收获期。此外，此次疫情爆发后，群众对疫苗研发

的认识程度大幅提升，未来伴随接种意愿的不断提升以及国家加大对疫苗行业的发展推动力，公司作为具备丰富二类苗管线的龙头企业之一，业绩将有望受到积极影响，具备明确成长性。

风险提示：行业监管政策变化风险；产品推广不及预期风险等。

表 17 智飞生物预测简表

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2019A     | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入                | 10,587.32 | 14,835.67 | 19,117.75 | 23,023.62 |
| 年增长率                | 102.50%   | 40.13%    | 28.86%    | 20.43%    |
| 归属于母公司的净利润          | 2,366.44  | 3,347.51  | 4,232.46  | 5,207.26  |
| 年增长率                | 63.05%    | 41.46%    | 26.44%    | 23.03%    |
| 每股收益 (元)            | 1.48      | 2.09      | 2.65      | 3.25      |
| PER (X)             | 55.31     | 39.10     | 30.93     | 25.14     |

数据来源：Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 5 月 27 日收盘价计算

## 七、风险及不确定因素提示

风险因素包括但不限于：

1) 政策风险：医保局组建后新的医保政策、带量采购的执行情况将对行业及公司产生极大影响。

2) 一致性评价不及预期风险：关注后续政策走向及执行力度。

3) 降价风险：国家试点药品集中采购将对相应品种进行价格谈判、议价及招标，药品或再次走入降价趋势，对业利润产生压力。

4) 个股高估值风险：虽然医药行业整体估值目前处于历史中位水平，但部分个股估值较高，存在高估值风险。

## 分析师声明

魏赟 黄施齐

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                |
|------|-------------------|
| 增持   | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性   | 股价表现将介于基准指数±10%之间 |
| 减持   | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                     |
|------|------------------------|
| 增持   | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性   | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5% |
| 减持   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。