

“疫”后寻机，长受益+快复苏

——医药生物行业 2020 年下半年投资策略

行业中期报告

◆20M1-5 回顾：医药相对优势突出，板块表现优异

虽因隔离措施严格、医院停诊等影响，20Q1 医药制造业整体受到冲击，但抗疫相关领域结构性受益，医药上市公司 20Q1 业绩总体表现突出。并且医疗产品刚需属性突出，短期受损的领域在疫情之后也有望快速恢复，因此医药板块受到机构青睐，20M1-5 表现优异。

◆以史为鉴：重大疫情往往带来医药产业变革

过往 20 年重大疫情对我国医药产业带来了深远的影响，导致了药品、医疗和支付等几乎产业链全环节的制度变革，继而引发产业变革。以 SARS 为例，医疗设备、疫苗、血制品、安评 CRO、ICL 等行业疫后迎来大发展。

◆展望未来：新冠疫情有望带来长期受益，刚性需求有望快速复苏

3 月以来重磅文件频出，我国医疗体系政策将继续在三个方向加速推进：药品（加强监管、鼓励创新）、医疗（提高医疗规范性、可及性）、支付（提高支付能力、效率）。CXO、疫苗、血制品、医疗防护、医疗硬件、互联网医疗等将大发展；医疗服务和耗材、生长激素等有望快速复苏。

◆投资建议：“疫”后寻机，长受益+快复苏

疫情终将过去，战胜疫情之后社会将更具有韧性。后疫情时代，医药中的多个子行业有望借此实现快速普及、升级，建议关注 CXO、疫苗、血制品、互联网医疗、医疗防护、医疗硬件等长受益方向，推荐药明康德、药石科技、凯莱英、智飞生物、双林生物、大参林、平安好医生（H）、英科医疗、安图生物、迈瑞医疗、润达医疗。另外，因为疫情被暂时延后的需求可能在后疫情时代快速复苏，建议关注医疗服务和耗材、生长激素等快复苏方向，推荐欧普康视、康德莱、威高股份（H）、长春高新。

◆风险分析：控费政策超预期；研发失败风险；政策支持不及预期。

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS (元)			PE (X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
603259.SH	药明康德	81.77	1.12	0.98	1.45	73	83	56	买入
300725.SZ	药石科技	104.50	1.05	1.48	2.13	99	71	49	买入
002821.SZ	凯莱英	222.00	2.39	3.18	4.41	93	70	50	买入
300122.SZ	智飞生物	86.96	1.48	2.16	2.91	59	40	30	买入
000403.SZ	双林生物	67.55	0.59	0.86	1.36	115	78	50	买入
603233.SH	大参林	79.79	1.30	1.77	2.18	61	45	37	买入
1833.HK	平安好医生	96.10	-0.69	-0.65	-0.53	NA	NA	NA	买入
300677.SZ	英科医疗	81.59	0.81	2.40	2.48	101	34	33	买入
603658.SH	安图生物	153.00	1.84	2.21	3.10	83	69	49	买入
300760.SZ	迈瑞医疗	273.83	3.85	4.73	5.66	71	58	48	买入
603108.SH	润达医疗	12.94	0.53	0.65	0.86	24	20	15	买入
300595.SZ	欧普康视	62.49	0.51	0.61	0.86	115	96	68	增持
603987.SH	康德莱	15.17	0.39	0.47	0.59	38	31	25	买入
1066.HK	威高股份	14.01	0.41	0.51	0.61	34	27	23	买入
000661.SZ	长春高新	680.39	8.77	14.38	18.73	78	47	36	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日，汇率 1 港元=0.901 元

增持（维持）

分析师

林小伟（执业证书编号：S0930517110003）
021-52523871
linxiaowei@ebsec.com

宋硕（执业证书编号：S0930518060001）
021-52523872
songshuo@ebsec.com

黄卓（执业证书编号：S0930520030002）
021-52523676
huangz@ebsec.com

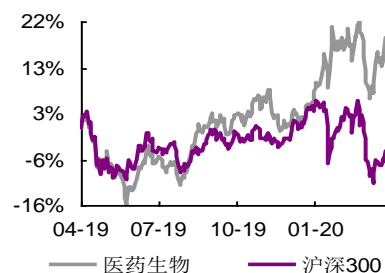
经煜甚（执业证书编号：S0930517050002）
021-52523870
jingys@ebsec.com

吴佳青（执业证书编号：S0930519120001）
021-52523697
wujiaqing@ebsec.com

联系人

王明瑞
wangmingrui@ebsec.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

两会脚步临近，重点关注医药板块“两个体系、四大领域”——医药生物行业跨市场周报（20200510）

..... 2020-05-11

医保新政征求意见，利好高临床价值的创新药——医药生物行业跨市场周报（20200503）

..... 2020-05-05

投资聚焦

研究背景

新冠疫情短期对社会造成了巨大的影响，不过其中大部分仅是一次性的冲击，但有的领域可能就此迎来巨大变革。历史上，SARS 等重大疫情完善了我国的防控体系，并在疫情之后，对医药产业带来了深远的影响。站在当前时点，从投资角度看，后疫情时代的长远变革可能比短期的影响更加值得关注。

我们完整回顾了我国过去 20 年的重大疫情，分析了每次疫情对我国医疗卫生体系及产业的影响。参考发达国家的防控体系以及我国防控体系在本次疫情中暴露出来的不足，我们总结归纳了本次新冠疫情可能带来的长期变化，并预判了我国医疗卫生体系及产业内部不同细分领域的发展方向。我们认为，后疫情时代，医药政策将加速推进，产业将加速升级，建议把握长受益+快复苏。

我们的创新之处

1) 我们首次全面系统地梳理了，过去 20 年的多次疫情对我国防控体系的影响。完整回顾了我国防疫体系在 SARS 中建立，在此后几次疫情中不断完善的历史。

2) 我们首次分析了历史上的疫情对我国医药产业内部各个细分领域的影响，尤其总结了疫情带来的产业深远变革。

3) 我们根据历史经验，结合新冠疫情的现实情况，分析了我国医药产业受到疫情的短期影响，以及长期趋势，指出了一系列子行业可能借助于疫情，迎来发展机遇期。

投资观点

疫情引发大变革，关注长受益+快复苏。疫情终将过去，战胜疫情之后社会将更具有韧性。重大疫情之于社会、产业的冲击影响是短期的，然而其带来的产业变革重塑却是深远的，医药产业更是如此。后疫情时代，医药中的多个子行业有望借此实现快速普及、升级，**建议关注 CXO、疫苗、血制品、互联网医疗、医疗防护、医疗硬件等长受益方向，推荐药明康德、药石科技、凯莱英、智飞生物、双林生物、大参林、平安好医生(H)、英科医疗、安图生物、迈瑞医疗、润达医疗。**另外，因为疫情被暂时延后的需求可能在后疫情时代快速复苏，**建议关注医疗服务和耗材、生长激素等快复苏方向，推荐欧普康视、康德莱、威高股份(H)、长春高新。**

目录

1、 20M1-5：医药相对优势突出，板块表现优异.....	5
1.1、 中观：医药制造业韧性较强，相对优势明显.....	5
1.2、 终端：药店基层渠道占比提升，医院用药结构优化，医保控费压力持续.....	5
1.3、 行情：医药板块表现突出，疫情主题领涨.....	9
2、 新冠疫情有望开启新一轮医药产业变革.....	12
2.1、 SARS 等重大疫情催生和完善了我国防疫体系.....	12
2.2、 历史重大疫情往往带来了医药产业长期变革.....	16
2.3、 新冠疫情有望开启新一轮医药产业变革.....	23
3、 投资主线：长受益+快复苏.....	27
3.1、 CXO：危中有机，有望借助疫情更上一层楼.....	28
3.2、 疫苗：疫情推动大众接种意愿提升，行业转型升级.....	29
3.3、 血制品：危中寻机，疫情后时代期待新一轮增长.....	31
3.4、 互联网医疗、药店：政策趋于完善助推行业进入 3.0 时代.....	33
3.5、 医疗防护：内外需接力大增，产能扩张中关注价格体系维护.....	35
3.6、 医疗硬件：查漏补缺，量质有望齐升.....	37
3.7、 医疗服务及耗材：消费类医疗需求显著回暖，国产龙头有望获益耗材集采.....	39
3.8、 生长激素：刚需诊疗快复苏，长期前景乐观.....	40
4、 投资建议.....	41
5、 重点个股.....	42
5.1、 药明康德 (603259.SH)：新冠疫情危中有机，一体化龙头有望再上台阶.....	42
5.2、 药石科技 (300725.SZ)：立足化药研发痛点，助推全球 better 类创新.....	43
5.3、 凯莱英 (002821.SZ)：化药 CDMO 龙头，业务延伸增长动能强劲.....	44
5.4、 智飞生物 (300122.SZ)：EC 与微卡有望成为大品种，研发管线进入收获期.....	48
5.5、 双林生物 (000403.SZ)：股权激励彰显信心，并购重组有望带来跨越式发展.....	49
5.6、 大参林 (603233.SH)：扎根两广布局全国，加速扩张势头强劲.....	50
5.7、 平安好医生 (1833.HK)：私人医生服务空间广阔，积极对接医保向线下拓展.....	51
5.8、 英科医疗 (300677.SZ)：打造全球领先的一次性医用手套供应商.....	52
5.9、 安图生物 (603658.SH)：疫情中仪器铺货顺利，流水线将于 21 年带来业绩加速.....	53
5.10、 迈瑞医疗 (300760.SZ)：器械龙头强者恒强，疫情助推全球扩张.....	54
5.11、 润达医疗 (603108.SH)：IVD 综合服务龙头，后疫情时代有望持续受益.....	55
5.12、 欧普康视 (300595.SZ)：角膜塑形镜龙头转型视光综合服务商，量价齐升进入发展新阶段.....	55
5.13、 康德莱 (603987.SH)：穿刺输注器械龙头迎戴维斯双击.....	56

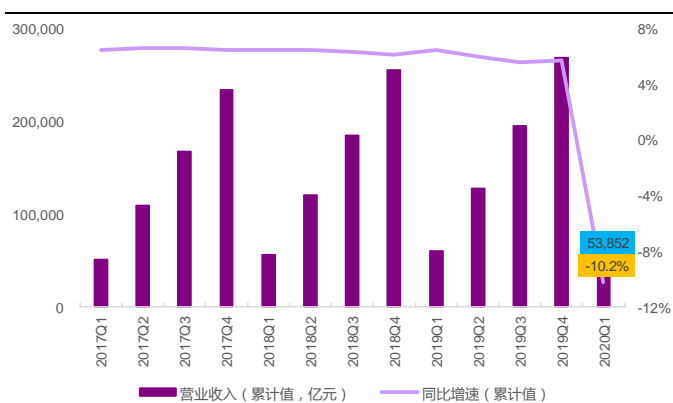
5.14、 威高股份 (1066.HK): 医疗器械整体方案解决者, 龙头价值将迎重估	57
5.15、 长春高新 (000661.SZ): 生长激素维持高增长, 疫苗板块未来可期.....	58
6、 风险分析.....	59

1、20M1-5：医药相对优势突出，板块表现优异

1.1、中观：医药制造业韧性较强，相对优势明显

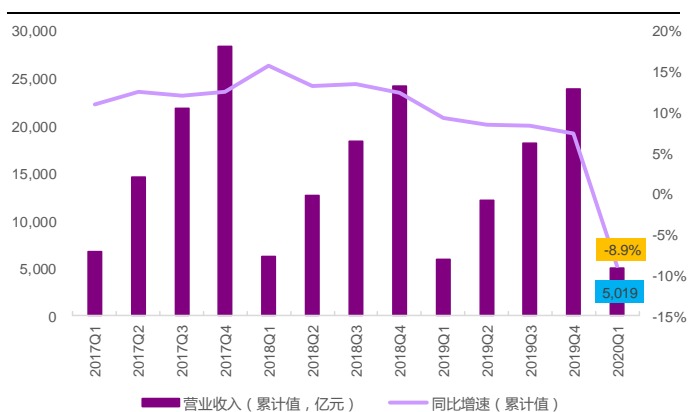
医药制造业收入端承压，但相对优势突出。受疫情期间停工停产以及医疗机构诊疗量大幅下降的影响，2020Q1 医药制造业累计营业收入为 5019 亿元，累计同比下降 8.9%，但仍好于整体工业制造业的水平（累计同比下降 10.2%）。我们认为，随着后续复工复产以及医院诊疗量回升，医药制造业的收入有望恢复，全年有望实现正增长。从上市公司数据来看，在 28 个申万一级行业中，2020Q1 医药生物上市公司总营收为 3841 亿元，同比增速下滑 7.8%，但表现好于整体医药制造业水平和大部分行业，体现了医药龙头企业抗风险能力更强。

图 1：工业制造业营业收入及增速（17Q1-20Q1）



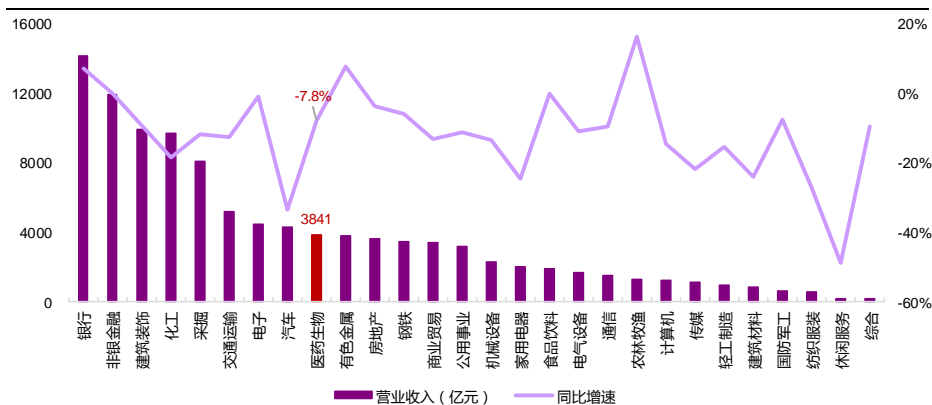
资料来源：WIND，国家统计局，光大证券研究所

图 2：医药制造业营业收入及增速（17Q1-20Q1）



资料来源：WIND，国家统计局，光大证券研究所

图 3：各行业上市公司 2020Q1 营业收入及同比增速



资料来源：WIND，光大证券研究所；注：行业分类采用申万一级行业分类。

1.2、终端：药店基层渠道占比提升，医院用药结构优化，医保控费压力持续

今年以来，从药品不同终端来看，药店和基层渠道占比持续提升，品种结构持续优化，并且由于医保基金暂缓征收，医保基金收入端下滑较大，医保局

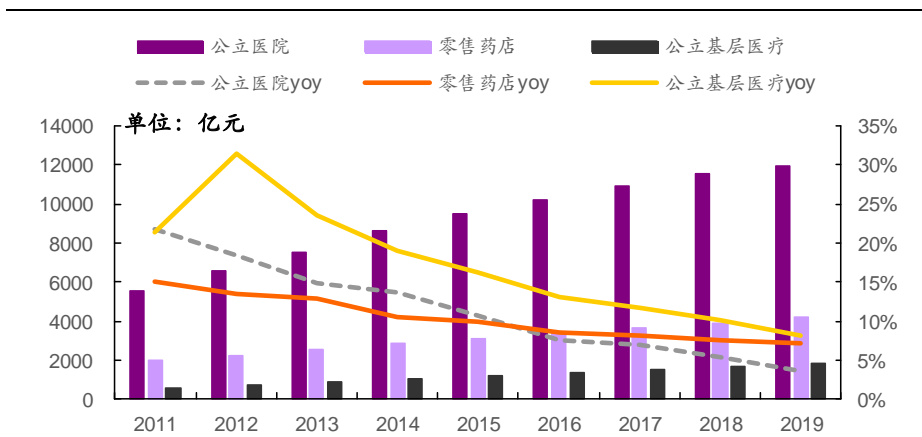
提高医保基金支出效率的诉求将愈加强烈，预计后续渠道结构、品种结构变革将持续。

1) 药品终端销售：药店/基层渠道占比持续提升

药品销售三大终端增速均放缓，零售药店影响相对较小。据米内网终端市场数据，2019年国内药品销售额实现17955亿元，同比增长4.8%，相比2018全年6.3%的同比增速有所放缓，主要原因在于2019年是国家带量采购执行元年。分不同终端来看，2019年公立医院实现销售额11951亿元，同比增长3.6%（VS 2018年为5.4%），零售药店实现销售额4196亿元，同比增长7.1%（VS 2018年为7.5%），公立基层医疗机构实现销售额1808亿元，同比增长8.2%（VS 2018年为10.2%）。

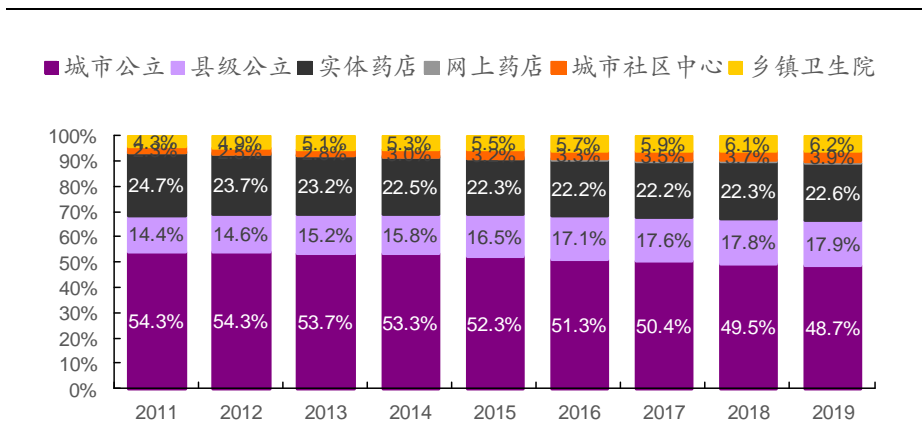
药店端相对优势愈发明显，基层医疗体量尚小。2019年药店端销售额仍实现了7.1%的同比增长，快于药品全终端4.8%的整体增速，更是远快于公立医院终端，仅次于体量尚小的基层医疗终端。主要原因是药店属于处方外流进程中受益的销售终端，包括DTP药品以及各类慢病处方药的外流，均支撑药店终端增长保持在7%以上。随个人账户改革等方案落地执行以及相应的处方外流政策推行，预计药店终端增速可能会维持平稳，冲击和利好有所抵消。

图4：药品三大终端销售情况（2011-2019）



资料来源：米内网，光大证券研究所

图5：药品三大终端六大市场销售占比变化（2011-2019）



资料来源：米内网，光大证券研究所

2) 医院用药：新旧动能转化期，结构优化步伐逐步加快

国内医院用药市场中高临床价值的新药正逐步登上舞台中心。据 IQVIA 统计，2019 年国内医院用药前十药品中，进口创新药基因泰克的赫赛汀和国产创新药东阳光药可威、绿叶制药力朴素新进入榜单，以往销售额靠前的中药注射剂在 2019 年仅剩血栓通，其余如倍通、多普赛均因持续多个季度的销售额负增长而退出榜单。我们认为，随国内和进口创新药审批加速以及医保谈判目录的快速更新，国内药品市场中越来越多的重磅药品将转为创新药（进口+国产），而非原有的“神药”和重磅首仿药。

表 1：国内医院用药市场销售额药品 Top10 变化趋势（2014-2019）

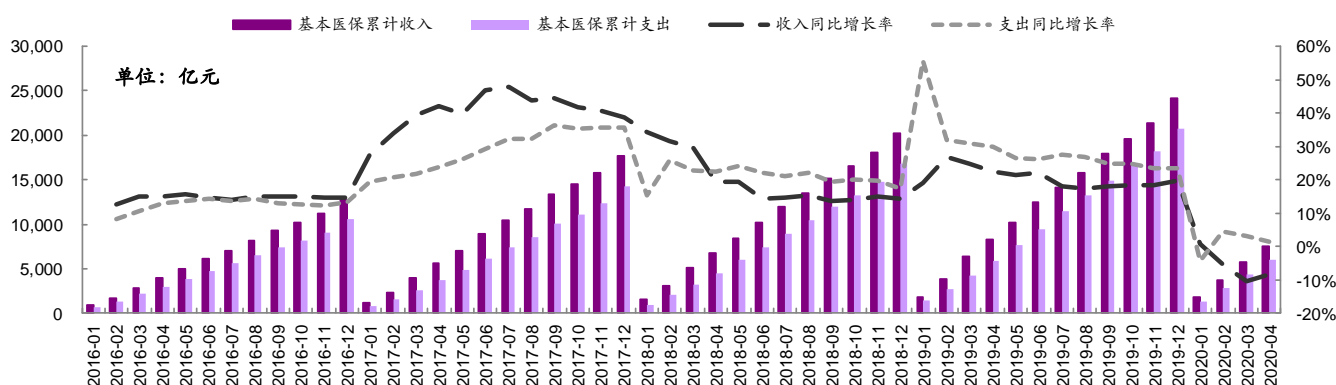
2014	2015	2016	2017	2018	2019
申捷-齐鲁	申捷-齐鲁	波立维-赛诺菲	立普妥-辉瑞	立普妥-辉瑞	地佐辛-扬子江
血栓通-广西梧州	血栓通-广西梧州	立普妥-辉瑞	地佐辛-扬子江	地佐辛-扬子江	普米克令舒-阿斯利康
奥德金-锦州奥鸿	波立维-赛诺菲	申捷-齐鲁	波立维-赛诺菲	波立维-赛诺菲	立普妥-辉瑞
波立维-赛诺菲	倍通-山东丹红	地佐辛-扬子江	倍通-山东丹红	普米克令舒-阿斯利康	舒普深-辉瑞
立普妥-辉瑞	立普妥-辉瑞	血栓通-广西梧州	血栓通-广西梧州	舒普深-辉瑞	波立维-赛诺菲
多普赛-上海绿谷	奥德金-锦州奥鸿	倍通-山东丹红	普米克令舒-阿斯利康	血栓通-广西梧州	赫赛汀-基因泰克
倍通-山东丹红	多普赛-上海绿谷	多普赛-上海绿谷	申捷-齐鲁	恩必普-石药集团	恩必普-石药集团
氯化钠-四川科伦	地佐辛-扬子江	欧迪美-吉林四环	舒普深-辉瑞	倍通-山东丹红	血栓通-广西梧州
喜炎平-江西青峰	喜炎平-江西青峰	奥德金-锦州奥鸿	多普赛-上海绿谷	赫赛汀-基因泰克	可威-东阳光药
欧迪美-吉林四环	欧迪美-吉林四环	舒普深-辉瑞	奥德金-锦州奥鸿	多普赛-上海绿谷	力朴素-绿叶制药

资料来源：Iqvia，光大证券研究所（注：浅绿色为中药注射剂、免疫增强剂等国内特色“神药”；浅黄色为过期原研药或国内仿制药；浅红色为进口创新药和国产创新药）

3) 医保基金：2020Q1 基本医保收入大幅下滑，支出增速放缓

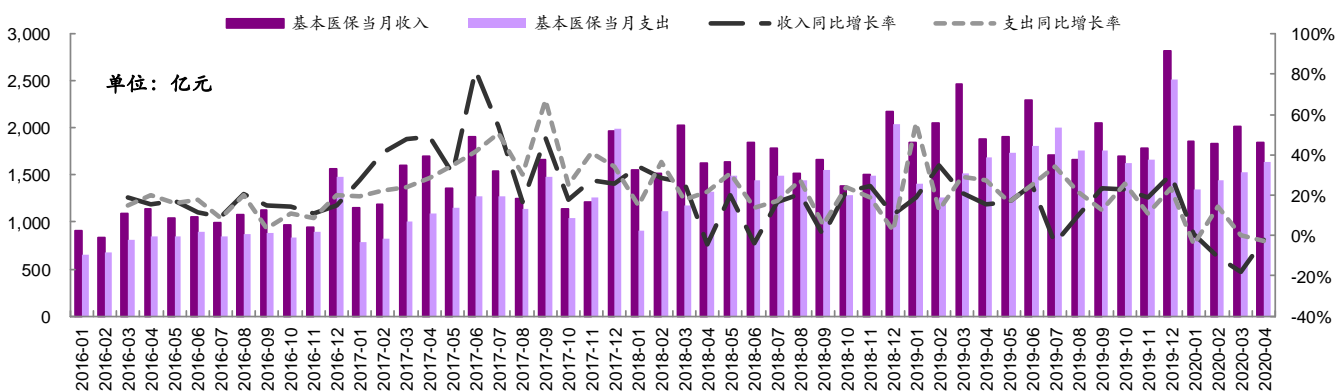
2020M1-4 基本医保收入降幅缩窄，支出增速放缓。疫情期间，受停工停产影响，职工医保暂缓征收，医保基金收入大幅下滑。4 月份以来，随着复工复产的推进，医保征收开始恢复。2020M1-4 基本医保累计收入达 7543 亿元，同比下降 8.5%，相比 20M1-3 同比增速提升 1.9pp，相比 2019M1-4 同比增速大幅下滑 31.0pp，降幅相比 20M1-3 缩窄。2020M1-4 基本医保累计支出达 5947 亿元，同比增长 1.3%，相比 20M1-3 同比增速小幅下滑 1.5pp，相比 2019M1-4 同比增速大幅下滑 28.5pp，支出增速进一步放缓。从单月数据来看，20M4 收入同比下降 2.1%，支出同比下降 2.9%。其中 20M4 收入同比增速相比 20M3 提升 16.2pp，支出同比增速下降 3.3pp。总体来看，2020M1-4 医保累计收入降幅缩窄和累计支出增速放缓，累计结余仍未改善，基本医保的累计支出增速略高于累计收入增速，疫情影响正在改善中。

图 6：基本医疗保险累计收支及增速变动情况（2016.01-2020.04）



资料来源：人社部、国家医保局，光大证券研究所（注：自 2020 年起，不再单列生育保险基金收入，在职工基本医疗保险统筹基金待遇支出中设置生育待遇支出项目。因此，将 2019 年生育保险收支计入职工医保收支中，以计算可比增速。）

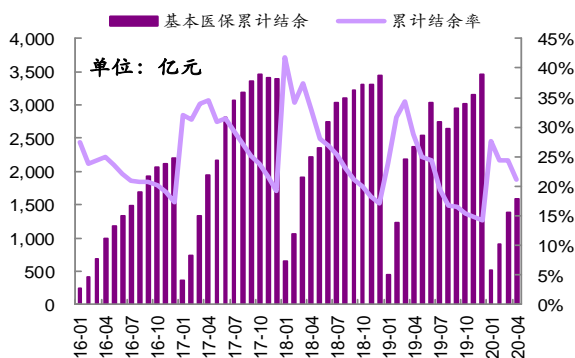
图 7：基本医疗保险当月收支及增速变动情况（2016.01-2020.04）



资料来源：人社部、国家医保局，光大证券研究所

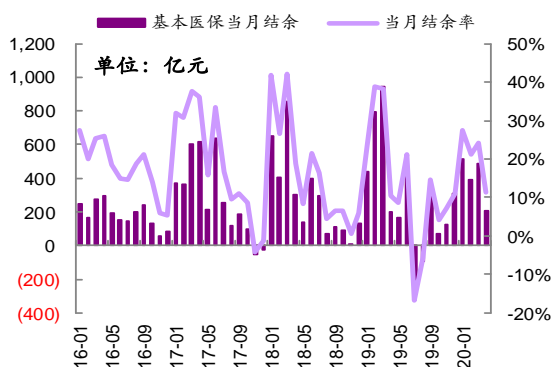
2020M1-4 累计结余率和 2020M4 当月结余率下降。2020M1-4 基本医保累计结余达 1596 亿元，累计结余率为 21.2%，相比 2019M1-4 累计结余率下降 7.7pp，提示后续控费压力仍存。从单月结余率来看，2020M4 为 11.2%，相比 2019M4 提升 0.7pp，医保基金运行压力正在减缓，疫情影响正在改善。

图 8：基本医保累计结余及结余率情况（截至 20.04）



资料来源：人社部、国家医保局，光大证券研究所

图 9：基本医保当月结余及结余率情况（截至 20.04）



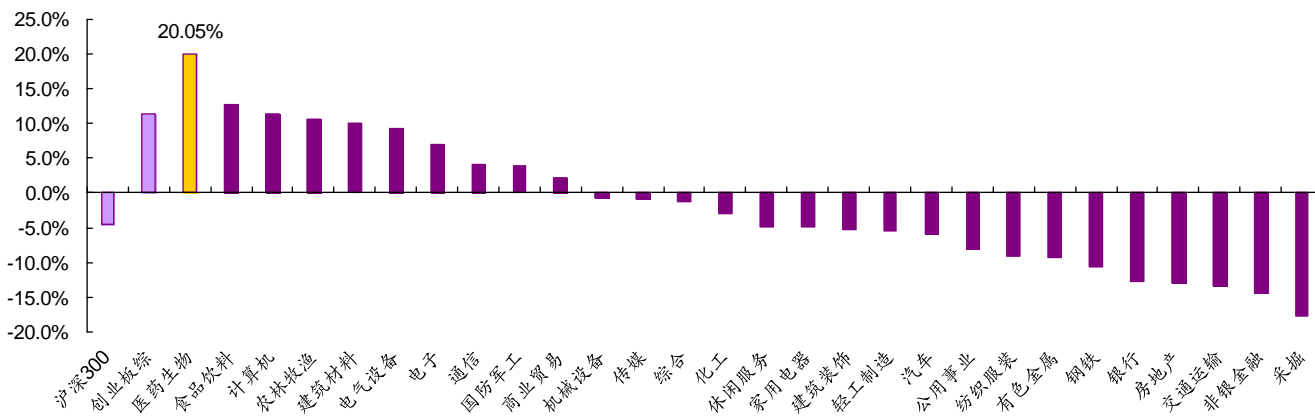
资料来源：人社部、国家医保局，光大证券研究所

1.3、行情：医药板块表现突出，疫情主题领涨

2020年1-5月，整体市场情况：

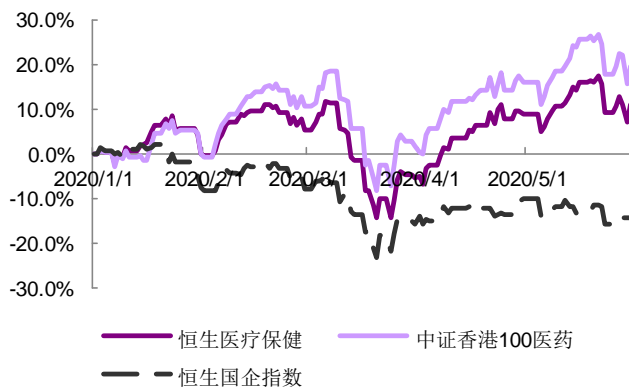
- **A股**：医药生物（申万，下同）指数上涨20.05%，跑赢沪深300指数24.51pp，跑赢创业板综指8.71pp，在28个子行业中排名第1，主要是疫情期间医药板块的抗疫刚需凸显、并且业绩和基本面稳健。
- **H股**：港股恒生医疗健康指数收涨10.9%，跑赢恒生国企指数35.3pp，在11个Wind香港行业板块中，排名第1位。医药板块受疫情影响小，部分抗疫相关标受益于疫情进展，整体来看，板块业绩和基本面稳健。

图 10：A 股大盘指数和各申万一级行业上半年涨跌幅情况（%，1.1-5.31）



资料来源：Wind，光大证券研究所 注：指数选取申万一级行业指数

图 11：H 股医药板块表现突出（20.1.1-20.5.31）



资料来源：Wind，光大证券研究所

分子板块来看，上半年的行情呈现明显的疫情主题轮动节奏：

- 1月：医疗器械涨幅最大，上涨9.12%，在此期间疫情初起，口罩概念、测温概念、病毒检测概念大热，带动医疗器械板块整体迅速拉升；
- 2月：医疗器械涨幅最大，上涨14.89%，在此期间国内疫情持续蔓延，器械板块内的相关概念股持续受益；

3月：生物制品涨幅最大，上涨6.97%，随着疫情逐步得到控制、各家新冠疫苗陆续推进，疫苗企业受到市场高度关注，同时静丙等品种在疫情期间的应用也导致血制品涨幅较大；

4月：生物制品涨幅最大，上涨9.39%，疫情在全球蔓延，新冠疫情“流感化”的预期升温，长期防控需求导致疫苗板块继续拉升，同时部分医药消费品企业因复苏预期开始补涨；

5月：医疗器械涨幅最大，上涨9.75%，抗疫物资出口概念导致口罩、检测相关公司迎来第二波拉升；其次是医疗服务，上涨8.11%，连续两个月涨幅第二，主要是国内疫情逐步得到控制后业务逐步复苏。

表2：A股医药各子板块上半年各月涨跌幅情况

板块名称	1月涨跌幅	板块名称	2月涨跌幅	板块名称	3月涨跌幅	板块名称	4月涨跌幅	板块名称	5月涨跌幅
医药生物	4.67%	医药生物	2.34%	医药生物	1.18%	医药生物	5.43%	医药生物	5.02%
医疗器械	9.12%	医疗器械	14.89%	生物制品	6.97%	生物制品	9.39%	医疗器械	9.75%
化学原料药	7.30%	化学原料药	8.32%	化学原料药	5.08%	医疗服务	9.30%	医疗服务	8.11%
医药商业	6.98%	医疗服务	2.95%	医疗器械	3.56%	医疗器械	6.93%	生物制品	6.86%
生物制品	5.80%	生物制品	2.43%	医药商业	2.04%	中药	4.16%	化学原料药	4.52%
中药	4.03%	化学制剂	-1.62%	化学制剂	1.15%	化学制剂	3.02%	医药商业	2.76%
医疗服务	2.48%	医药商业	-2.51%	中药	-2.16%	化学原料药	1.89%	化学制剂	2.31%
化学制剂	1.74%	中药	-5.26%	医疗服务	-7.76%	医药商业	-0.34%	中药	0.41%

资料来源：Wind、光大证券研究所（注：采用申万行业分类）

个股层面：

- **A股**：涨幅较大的个股多为新冠主题概念股，如医疗防护、检测、疫苗等；跌幅较大的个股多为业绩不佳、被实施退市风险警示等。
- **H股**：涨幅较大的个股多为景气度较高的细分领域；跌幅较大的个股多为业绩不佳或波动较大的小市值公司。

表3：上半年A股医药行业涨跌幅Top20（剔除2020年以来上市次新股，1.1-5.31）

排序	涨幅TOP10	涨幅(%)	上涨原因	排序	跌幅TOP10	跌幅(%)	下跌原因
1	英科医疗	428.03	医疗防护概念	1	延安必康	-55.98	涉嫌信批违法遭立案调查
2	未名医药	268.78	新冠疫苗概念	2	*ST华塑	-55.42	被实施退市风险警示
3	硕世生物	213.51	新冠检测概念	3	*ST恒康	-53.97	被实施退市风险警示
4	以岭药业	119.95	连花清瘟概念	4	*ST交昂	-45.33	被实施退市风险警示
5	奥翔药业	117.47	特色原料药高景气度	5	东阳光	-38.09	NA
6	理邦仪器	107.34	医疗设备概念	6	国新健康	-37.79	业绩不佳
7	昭衍新药	107.34	业绩高增长	7	紫鑫药业	-36.06	业绩负增长
8	司太立	106.99	造影剂高景气度、与恒瑞医药建立合作	8	ST康美	-33.24	业绩亏损、遭证监会行政处罚及市场禁入决定
9	蓝帆医疗	98.18	医疗防护概念	9	ST辅仁	-33.22	业绩负增长、存在面临重大违法违规强制退市的风险
10	美迪西	97.55	业绩稳健增长	10	龙津药业	-32.25	业绩负增长
11	康德莱	95.42	行业集中度提升	11	同济堂	-31.82	业绩负增长、涉嫌信披违规遭立案调查
12	凯利泰	94.69	骨科需求刚需，市占率提升空间大	12	瑞康医药	-30.82	业绩负增长
13	迈克生物	91.69	新冠检测概念	13	尔康制药	-27.71	业绩负增长
14	达安基因	88.70	新冠检测概念	14	吉药控股	-27.16	业绩亏损

15	双林生物	88.14	血制品受益疫情、拟收购派斯菲科	15	亚太药业	-26.44	子公司失控、实控人股份被冻结、计提大额减值准备
16	山河药辅	87.22	药用辅料集中度提升预期	16	ST金花	-25.87	控股股东股份被冻结、年报被出具保留意见、涉嫌信批违规遭立案调查
17	九安医疗	84.06	测温概念	17	ST百花	-25.16	业绩不佳
18	美诺华	84.00	特色原料药高景气度	18	通化金马	-24.62	业绩亏损、控股股东股份被司法冻结
19	振德医疗	83.77	医疗防护概念	19	嘉应制药	-24.03	年报被出具保留意见、业绩负增长
20	三鑫医疗	83.00	血液净化高景气度	20	ST运盛	-23.90	业绩亏损

资料来源：Wind，光大证券研究所（注：采用申万行业分类）

表 1：上半年 H 股医药行业涨跌幅 Top10（%，1.1-5.31）

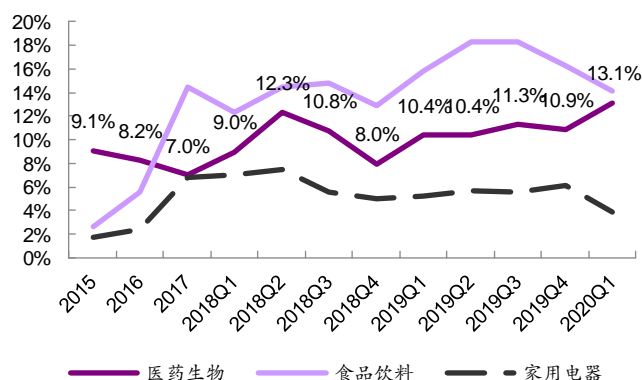
排序	涨幅 TOP10	涨幅 (%)	上涨原因	排序	跌幅 TOP10	跌幅 (%)	下跌原因
1	中国医疗集团	686.41	小市值公司波动	1	北控医疗健康	-48.00	业绩亏损
2	德斯控股	272.67	小市值公司波动	2	盈健医疗	-46.67	小市值公司波动
3	春立医疗	170.12	骨科高景气度	3	HKE HOLDINGS	-46.41	小市值公司波动
4	爱康医疗	169.36	骨科高景气度	4	新世纪医疗	-46.24	业绩亏损
5	微创医疗	142.69	高端器械高景气度	5	培力控股	-46.23	业绩亏损
6	中国先锋医药	131.38	新冠疫情概念	6	兴科蓉医药	-45.21	小市值公司波动
7	阿里健康	101.78	互联网医疗高景气度	7	励晶太平洋	-44.17	业绩亏损
8	吉林长龙药业	85.71	小市值公司波动	8	百信国际	-43.93	业绩亏损
9	平安好医生	79.60	互联网医疗高景气度	9	华润医药	-41.63	流通企业疫情受损
10	君实生物-B	64.04	创新药销售强劲、研发催化	10	REPUBLIC HC	-41.00	小市值公司波动

资料来源：Wind、光大证券研究所（注：采用 Wind 行业分类）

基金持仓层面：医药板块持续受到机构青睐

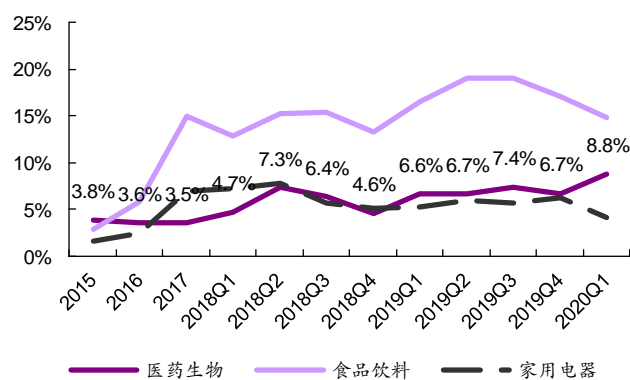
2020Q1，股票型基金重仓医药股的市值占比达 13.1%，剔除医药基金后占比达 8.8%，增持比例在大消费行业中一枝独秀。主要是因为医药行业内的抗疫相关领域结构性受益明显，总体上医药上市公司 20Q1 业绩表现突出，同时因医疗产品刚需属性突出，短期受损的领域在疫情后也有望快速恢复。

图 12：2020Q1 股票型基金重仓医药股市值占比大幅提高



资料来源：Wind、光大证券研究所（注：采用证监会分类的股票型基金，下同）

图 13：2020Q1 股票型基金重仓医药股市值占比大幅提高（剔除医药基金）



资料来源：Wind、光大证券研究所

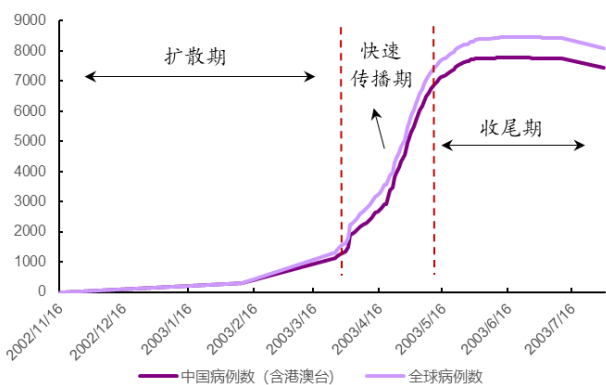
2、新冠疫情有望开启新一轮医药产业变革

历史重大疫情对医药产业长期影响的详细总结，请参考我们于 2020 年 3 月 6 日外发的行业深度报告《疫情之下，医疗卫生体系及产业变革路径》。

2.1、SARS 等重大疫情催生和完善了我国防疫体系

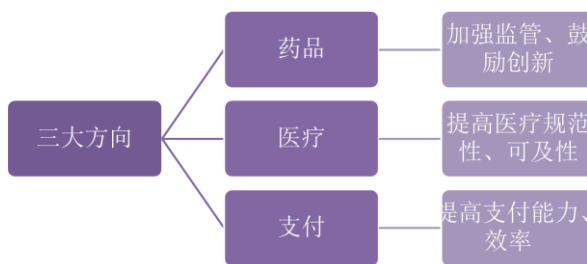
回顾我国医疗体系发展历史，重大疫情对其建设和完善起到了明显的促进作用。我们回顾、总结了我国近 20 年的重大疫情的影响，认为重大疫情主要在药品、医疗和支付三个环节促进医疗体系的完善。我们以 SARS 为例加以说明，虽然 SARS 疫情只持续约半年的时间，但却引发了药品、医疗和支付等几乎医药产业全环节的变革。

图 14：SARS 疫情持续约半年



资料来源：WHO、光大证券研究所

图 15：SARS 疫情引发了药品、医疗和支付等环节变革



资料来源：WHO、光大证券研究所

2.1.1、药品：药监改革加速，“药品加快上市注册”程序应运而生

SARS 之下，药监局借势升格。我国过去 20 年药监领域的改革进度和药监系统的机构设置紧密相关，总的来说，在药监局级别较高的时候，药改进度较快。SARS 来临，SDA 作为抗击疫情的前沿部门，于 2003 年 3 月增加了食品、保健品、化妆品的管理职能，升格为国家食品药品监督管理局(SFDA)，此后药监领域改革加速：

1) SARS 之下，“药品加快上市注册”程序应运而生。面对疫情，2003 年 4 月 21 日，SFDA 印发《关于加强预防诊断治疗非典型肺炎药品和医疗器械监督管理的紧急通知》，建立预防、诊断、治疗“非典”药物快速审批通道，标志着我国药审“药品加快上市注册”程序的正式建立。疫情期间，重组人干扰素 α -2b 喷雾剂、连花清瘟胶囊、注射用乌司他丁等多个品种基于快速审批通道审批进入临床研究。2005 年 11 月，SFDA 印发《国家食品药品监督管理局药品特别审批程序》，针对突发公共卫生事件的特别审批程序实现了制度化。此后，“药品加快上市注册”程序逐步完善，特殊审批程序、优先审评审批程序分别于 2007 年、2016 年建立。值得注意的是，2019 年 12 月 10 日的《药品注册管理办法（征求意见稿）》中提出了“突破性治疗药物”和“附条件批准程序”两种程序。

表 4：“药品加快上市注册”程序

项目	发布时间 相关政策	适用药品范围
特别审批程序	2005 年《药品特别审批程序》	在发生突发公共卫生事件的威胁时以及突发公共卫生事件发生后,国家药品监督管理局可以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。
特殊审批程序	2007 年《药品注册管理办法》中添加 2019 年《药品注册管理办法(征求意见稿)》中删除	药品上市许可申请时,以下具有明显临床价值的药品,可以申请进入优先审评审批程序: (一) 未在国内上市销售的从植物、动物、矿物等物质中提取的有效成分及其制剂,新发现药材及其制剂; (二) 未在国内获准上市的化学原料药及其制剂、生物制品; (三) 治疗艾滋病、恶性肿瘤、罕见病等,且具有明显临床治疗优势; (四) 治疗尚无有效治疗手段的疾病。
优先审评审批程序	2016 年《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》 2017 年《鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	药品上市许可申请时,以下具有明显临床价值的药品,可以申请进入优先审评审批程序: (一) 临床急需的短缺药品、防治重大传染病和罕见病等疾病的创新药和改良型新药; (二) 符合儿童生理特征的儿童用药品新品种、剂型和规格; (三) 疾病预防、控制急需的疫苗和创新疫苗; (四) 纳入突破性治疗药物程序的药品; (五) 符合附条件批准的药品; (六) 国家药品监督管理局规定其他优先审评审批的情形。
突破性治疗药物程序	2019 年《药品注册管理办法(征求意见稿)》	药物临床试验期间,用于防治严重危及生命的疾病或者严重影响生存质量,且尚无有效防治手段或者与现有治疗手段相比有充分证据表明具有明显临床优势的 innovation 药或者改良型新药等,可以申请突破性治疗药物程序。
附条件批准程序	2019 年《药品注册管理办法(征求意见稿)》	药物临床试验期间,符合以下情形的药品,可以申请附条件批准: (一) 治疗严重危及生命且尚无有效治疗手段的疾病的药品,药物临床试验已有数据证实疗效并能预测其临床价值的; (二) 公共卫生方面急需的药品,药物临床试验已有数据显示疗效并能预测其临床价值的; (三) 应对重大突发公共卫生事件急需的疫苗或者国务院卫生健康主管部门认定急需的其他疫苗,经评估获益大于风险的。

资料来源:药监局、光大证券研究所

2) 后 SARS 时代, GLP、GCP 制度建立。SARS 疫情之后, SFDA 继续强势推进药审领域的改革。2003 年 8 月, SFDA 印发了《药物非临床研究质量管理规范》、《药物临床试验质量管理规范》, 建立了(药物非临床研究质量管理规范) GLP、(药物临床试验质量管理规范) GCP 制度。从 1998 年到 2003 年, 短短 5 年时间, SFDA 就在我国建立了 GMP、GSP、GLP、GCP、国家局统一药审等现代化的医药监管制度。但在后期执行中, 暴露出了腐败在内的一系列问题, 导致了 2007 年 SFDA 的降格, 划归卫生部管理。此后, 我国药审领域的改革进度明显放缓, 直到 2013 年, SFDA 升格为 CFDA (部级), 药审改革又重回快车道。

2.1.2、医疗：软硬结合，防疫机制和医疗资源大发展

SARS 疫情中, 我国医疗系统的防疫制剂和硬件都暴露出了诸多问题, 此后, 对症下药, 一系列政策出台:

1) 防疫机制

SARS 是我们国家公共卫生管理的一个分水岭, 从那以后, 我国开始正式建立有关传染病防治的法律体系、人才队伍、平台条件、技术储备和专项研究。SARS 后出台了各类政策法规, 构成了较为完整的突发公共卫生事件应急预案体系。

表 5: SARS 后出台的中国防疫体系相关政策法规

颁布时间	政策法律名称	意义
2003 年 5 月	《突发公共卫生事件应急条例》	突发公共卫生事件被分为重大传染病疫情、群体性不明原因疾病、重大食物和职业中毒以及其他严重影响公众健康的事件
2004 年	修订《传染病防治法》	对新发传染病和不明原因疾病制定了多项指导意见和技术指南
2005 年	国务院《国家突发公共事件总体应急预案》	明确规定了专家咨询委员会的组成与功能,以及在物资储备中各职能部门的职能分工
2006 年 12 月	《突发公共卫生事件社区(乡镇)应急预案编制指南(试行)》	从国家到乡镇逐步形成了相对完整的突发公共卫生事件应急预案
2007 年	《关于加强基层应急管理工作的意见》	对基层应急队伍的组建工作加以规定
2010 年	卫生部《国家卫生应急队伍管理办法(试行)》	进一步规范了应急队伍的建设和管理。
2011 年	《卫生部突发事件卫生应急专家咨询委员会管理办法》	

资料来源: 搜狐新闻、国务院、卫生部等, 光大证券研究所整理

2) 医疗资源

SARS 疫情中, 面对快速增长的肺炎患者, 医疗资源不足的问题突出。另外, 院内感染的情况也时有发生。人才培养、科室建设、设备配置、药品供应, 四位一体, SARS 激发了医疗体系建设浪潮:

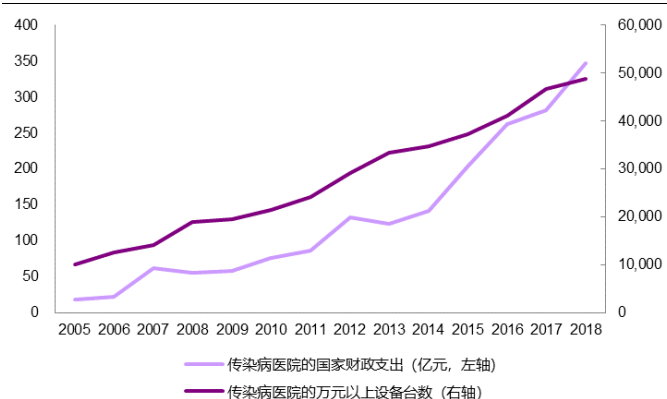
1) 人才培养

我国自 1998 年开始大学扩招, 2002 年起, 每年的医学专业毕业生人数开始大幅增加, 从 2001 年的 7 万人增加到 2018 年的 79 万人。与此同时, 我国的医生人数也开始持续增加, 从 2002 年的 184 万人增加到 2018 年的 361 万人。

2) 科室建设

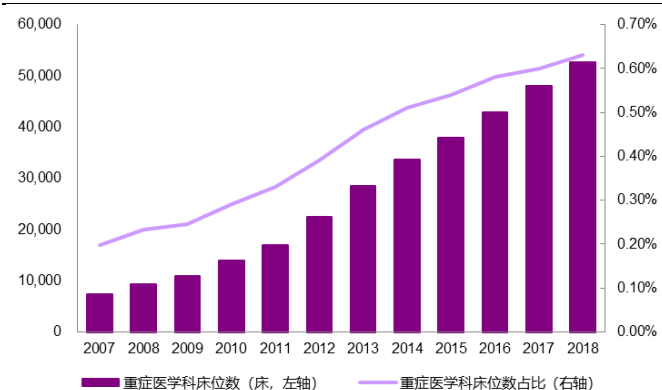
发热门诊及感染病科室/专科医院、重症医学科 (ICU) 等: 发热门诊和感染病专科是初期疫情识别的重要堡垒。2003 年 4 月 15 日起, 卫生部接连发布《关于进一步做好传染性非典型肺炎诊疗工作的通知》、《传染性非典型肺炎防治管理办法》, 提出县级以上医疗机构都要设立专门的热热门诊。非典结束后, 国家要求三甲医院必须配备 ICU 科室。在随后的多年时间里, 国家加大了传染病专科医院、ICU 的财政支持力度。

图 16：传染病医院的财政支出加大



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 17：我国 ICU 建设加速



资料来源：卫健委、光大证券研究所

3) 设备配置

医疗器械及设备采购量激增，国产企业受扶持。非典疫情中暴露出综合医院各项医疗设备储备不足和设施陈旧的问题，如呼吸机除协和等超大型医院外均告急。因此，疫情过后国家加大了医疗设备的采购力度，当年国务院即特批 20 亿元用于采购呼吸机。随后，如螺旋式 CT 机、核磁共振成像系统、功能影像产品、医学影像网络系统、心电监护、心电诊断等设备都经历了一轮更新换代的过程。此外，彼时国产医疗器械厂商生产规模较小，研发投入不足。非典过后从中央到地方均出台了多项扶持政策，部分省份将医疗器械列为地区支柱性产业。

4) 药品供应

基药目录调整+非处方药动态管理，增加药品可及性。SARS 疫情中，暴露出了我国基层渠道药品储备品种不充足的问题，对于基层医院，SFDA 于 2004 年 12 月印发了 2004 年版《国家基本药物》；对于零售药品，SFDA 于 2004 年 4 月印发了《关于开展处方药与非处方药转换评价工作的通知》，对非处方药目录实行动态管理，对于一些副作用小、使用成熟的药物可以转换为非处方药。

2.1.3、支付：政府卫生支出提速，基本医保走向全民覆盖

SARS 期间，我国政府卫生支出不足、医保覆盖面较低的问题充分暴露：

1) 政府卫生支出不足。20 世纪 90 年代中期的财税体制改革，在一定程度上弱化了财政对公共卫生的投入动力。另一方面，政绩考核和财政压力也导致地方政府过分强调经济增长，而忽视民生领域的财政投入。2002 年，我国政府的卫生费用投入占财政支出比重仅为 4.12%，是有统计以来最低的一年。

2) 基本医疗保险覆盖面较低，费用权责不清。截至 2002 年底，全国基本医疗保险参保人数仅 9400 万人，广大农民和城镇非从业居民并未被医保覆盖，而且城镇职工参保率也较低。疫情开始时，由于巨额的医疗费用，一些低收入人群不敢看病。

随着政府卫生支出加大，以及基本医疗保险逐步实现全覆盖，2003 年是我国卫生费用新一轮增长的起点：

1) 政府卫生支出：持续较高增长。自 2003 年起，我国政府卫生支出持续较高增长，相比于财政支出的占比也持续提高。

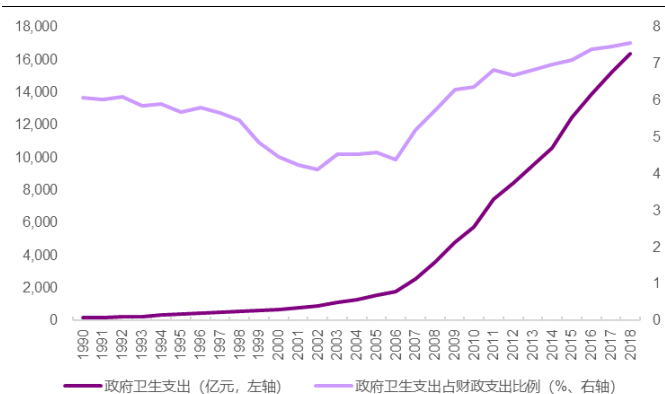
2) 基本医疗保险：加速扩大覆盖面，SARS 治疗费用全额报销。随着疫情的愈演愈烈，全国多数地区陆续出台对 SARS 患者的医疗费用全额报销的政策。并且，基本医疗保险加速扩大覆盖面，截至 2018 年覆盖率达到 96%：

a、城镇职工基本医疗保险：1998 年 12 月，国务院印发《关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》，将职工纳入基本医疗保险，截至 2002 年底，约覆盖 9400 万人。2003 年 5 月，劳动和社会保障部印发《关于城镇灵活就业人员参加基本医疗保险的指导意见》，将灵活就业人员纳入。

b、新农合：2003 年 1 月，国务院印发《关于建立新型农村合作医疗制度意见的通知》，将占据我国当时人口 60% 的广大农民纳入基本医疗保险。

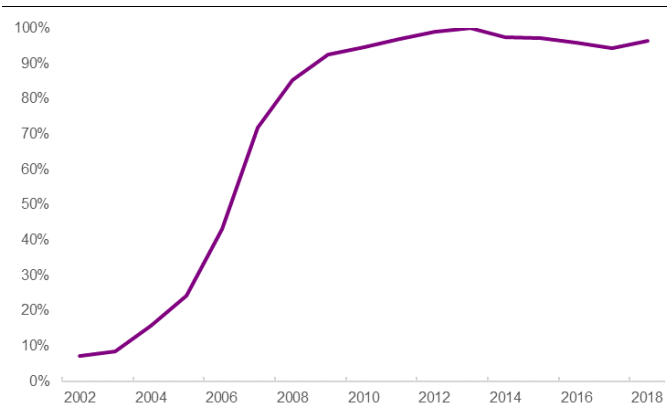
c、城镇居民基本医疗保险：2007 年 7 月，国务院印发《关于开展城镇居民基本医疗保险试点的指导意见》，将城镇非从业居民纳入基本医疗保险。

图 18：政府卫生支出自 2003 年开始持续较高增长



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 19：我国基本医疗保险自 2003 年快速提高覆盖面



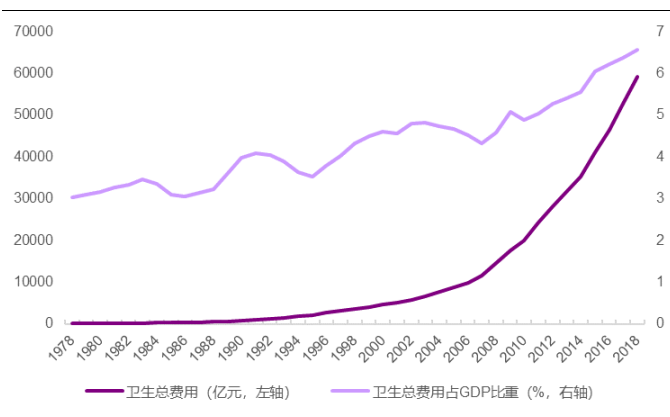
资料来源：Wind、光大证券研究所

2.2、历史重大疫情往往带来了医药产业长期变革

2.2.1、卫生投入加大奠定基础，专项信贷倾斜锦上添花

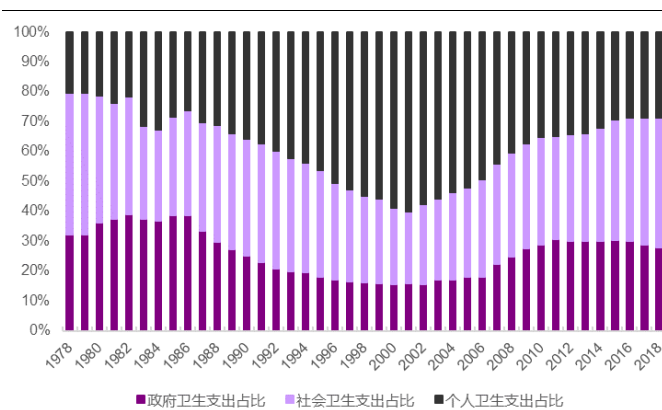
卫生总费用持续增长。自 SARS 疫情之后，随着政府卫生投入的增加，以及基本医疗保险逐步实现全覆盖，我国卫生总费用持续增长，从 2002 年的 5790 亿增加到 2018 年的 5.9 万亿，同时占 GDP 比重也从 4.79% 增加到 6.57%，这奠定了医药产业的景气基础。

图 20：我国卫生总费用持续增长



资料来源：Wind、光大证券研究所

图 21：SARS 后，政府和社会卫生投入占比提升



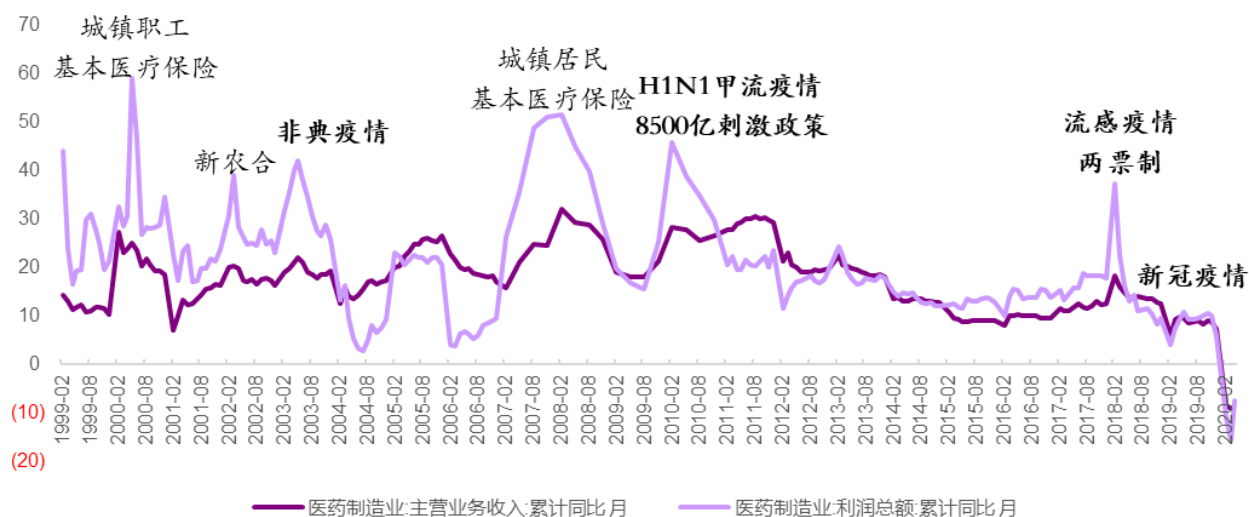
资料来源：Wind、光大证券研究所

2.2.2、生产端：整体提速，利润弹性大

总体而言，历史上的重大疫情时期，医药行业增速整体提速，工业端利润弹性大于收入，我们认为原因在于疫情时期，诊疗相关药械需求大增，对应工业企业在享受需求量大增的同时，压缩渠道费用，使得利润弹性大于收入。但新冠疫情下，情况有所不同，疫情期间我国的医药制造业收入和利润端都明显降速，原因在于：

- 1) 管控力度超过以往：本次新冠疫情下，隔离要求执行更加严格；
- 2) 非急诊科室停诊：为防止院内感染，受感染病例迅速增长期，设有发热门诊的医药的非急诊科室普遍停诊；
- 3) 医药产业结构不同：我国医药产业结构相比于非典时期更丰富，不同专科产品影响大相径庭。

图 22：重大疫情带动医药行业收入、利润整体阶段性波动 (%)



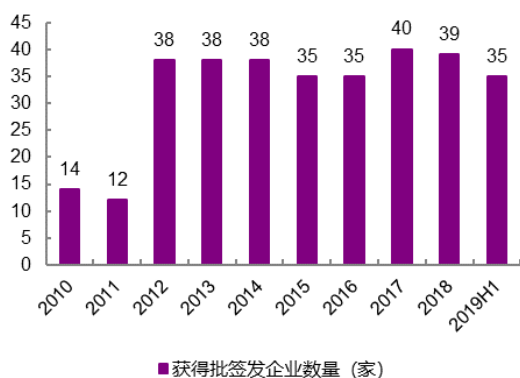
资料来源：Wind、光大证券研究所

注：“8500 亿刺激政策”指国务院《2009~2011 年深化医药卫生体制改革实施方案》，中提出的“预计 3 年内投入 8500 亿元”。

1) 疫苗：市场化时代拉开序幕

1970-2000 年间是中国计划免疫时代, 中生集团垄断着全国疫苗的供应体系, 主要以卡介苗、脊髓灰质炎疫苗、百白破疫苗、麻疹疫苗为主。2003 年 SARS 之后, 资本对疫苗市场放开, 民企纷纷涌入。七大生物制品研究所培养的人才开始走向市场, 民营企业纷纷涉足疫苗领域, 外企默沙东、葛兰素史克、赛诺菲·巴斯德等也进入中国, 疫苗市场经济时代开启了序幕。2000-2010 年间, 中国疫苗企业的数量从不到 10 家猛增到 46 家, 康泰生物、智飞生物、沃森生物等上市疫苗龙头均是在这一时期成立。

图 23: 中国疫苗企业数量显著增多 (按批签发统计)



资料来源: 中检院、光大证券研究所

图 24: 过去十年中国疫苗批签发总量



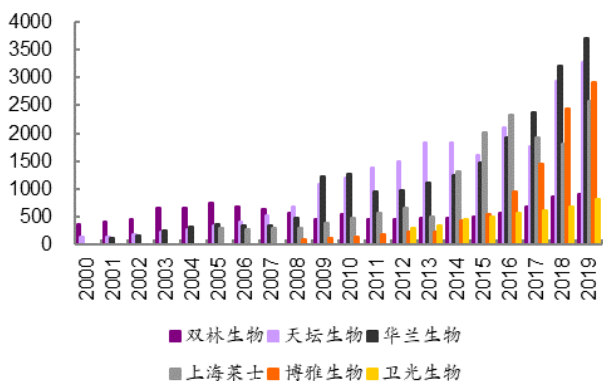
资料来源: 中检院、光大证券研究所

2) 血制品：非典疫情短期拉动业绩，长期促进普及

从历史经营数据来看, 血制品行业在非典疫情期间收入有明显的增长, 当时已上市的企业包括双林生物 (2003 年+39%, 2004 年+3%)、天坛生物 (2003 年+23%, 2004 年+18%)、华兰生物 (2003 年+46%, 2004 年+27%)。疫情期间增长的动力主要是来源于白蛋白和免疫球蛋白在临床上的应用。

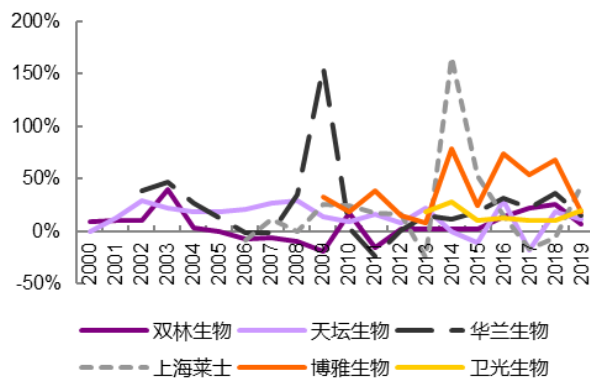
除了短期推动收入增长外, 非典疫情还促进了血液制品在临床上的普及和推广, 对血制品的长期增长产生了深远的影响。

图 25: 血制品公司历史营收情况 (百万元)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图 26: 血制品公司历史营收 YOY

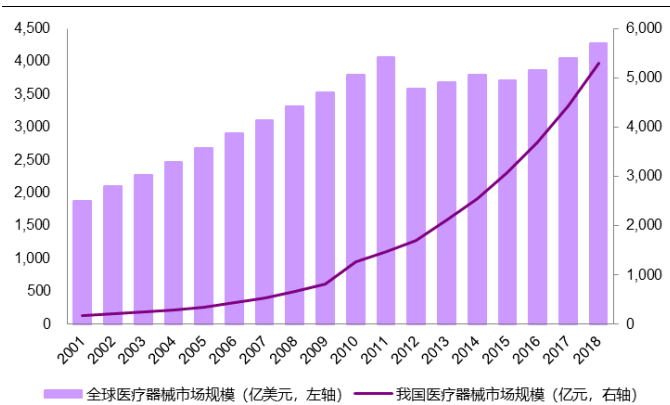


资料来源: Wind、光大证券研究所

3) 医疗设备：疫情激发硬件建设浪潮，潮水退去，龙头胜出

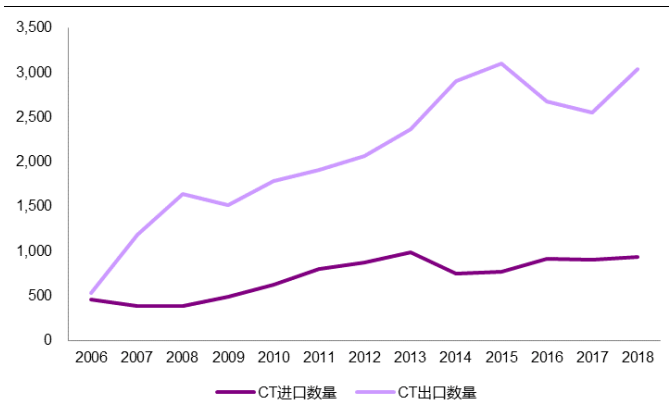
如前所述，重大疫情中，往往暴露出我国医疗系统硬件配置的不足，在疫情中，以及之后的一段时间内，往往会有一波医院硬件建设浪潮，带动医疗设备行业高增长。由于医院硬件建设是由国家层面推动，招采中往往对国产医疗设备会有一定的倾斜，会增强国产医疗设备产业升级。非典之后，我国医疗器械市场规模已从 2001 年 179 亿元增长到 2018 年 5304 亿元，CAGR 为 20.72%，远高于全球市场增速。而另一数据显示，非典后我国 CT 机出口量开始大幅增加，进口量则保持平稳，这从一个侧面也反映出国产医疗器械生产能力的提升。在疫情之后的建设浪潮中，往往相关公司业绩优秀，但由于设备存在使用周期，集中建设意味着需求的集中释放，之后往往伴随着需求疲软。在需求疲软期，往往是优秀的公司脱颖而出的机会。比如迈瑞在疫情之后的需求疲软期，国内业务仍然持续高增长，从监护仪、呼吸机等市场中脱颖而出。

图 27：我国医疗器械市场规模增长迅速



资料来源：wind，光大证券研究所

图 28：CT 机进出口顺差加大 (台)

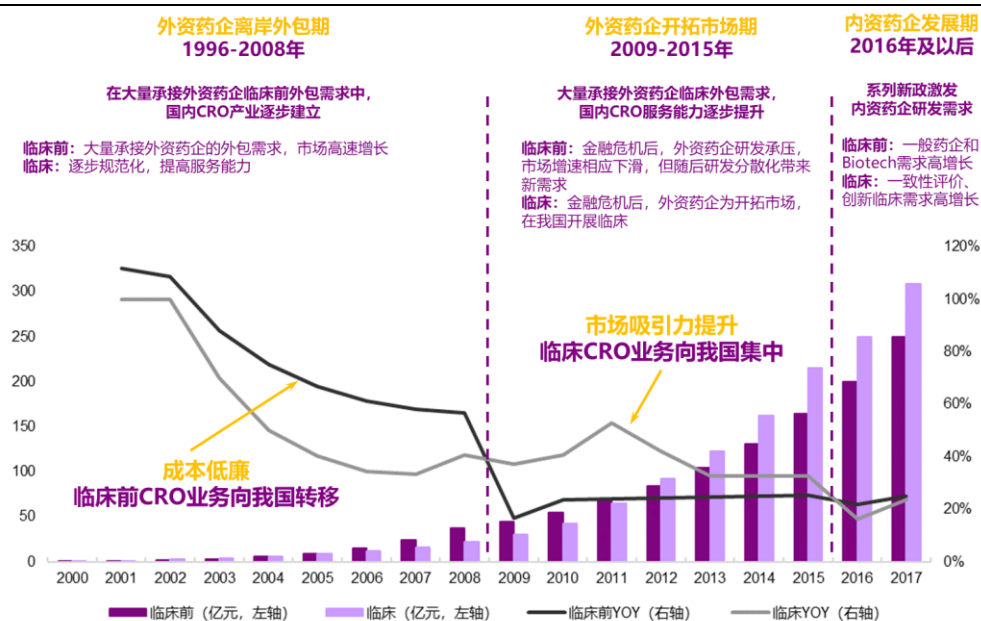


资料来源：wind，光大证券研究所

4) CRO：SARS 加速药改进程，奠定安评格局

SARS 疫情加速了我国药监政策推进，使得 GLP、GCP 制度于 2003 年顺利落地。由于药物研发过程中的合规要求提高，内资药企在药物评价、临床环节的研发外包需求被激发。昭衍新药（成立于 1995 年）和美迪西（成立于 2004 年）充分受益于这波浪潮，成为了国内药物评价 CRO 领域的优势公司。药明康德、泰格医药则分别受益于 21 世纪初开始的外资药企药物发现外包浪潮和 2009 年开始的外资药企的国内临床需求浪潮，分别成为国内药物发现 CRO 和临床 CRO 的龙头。总的来说，由于国内 CRO 产业的订单主要来自海外药企，SARS 疫情带来的 GLP、GCP 制度加速落地，从而奠定安评 CRO 的格局基础，具有历史特殊性，SARS 之后的几次疫情（除新冠疫情）并未对 CRO 产业带来巨大影响。

图 29：我国 CRO 产业历经三个阶段

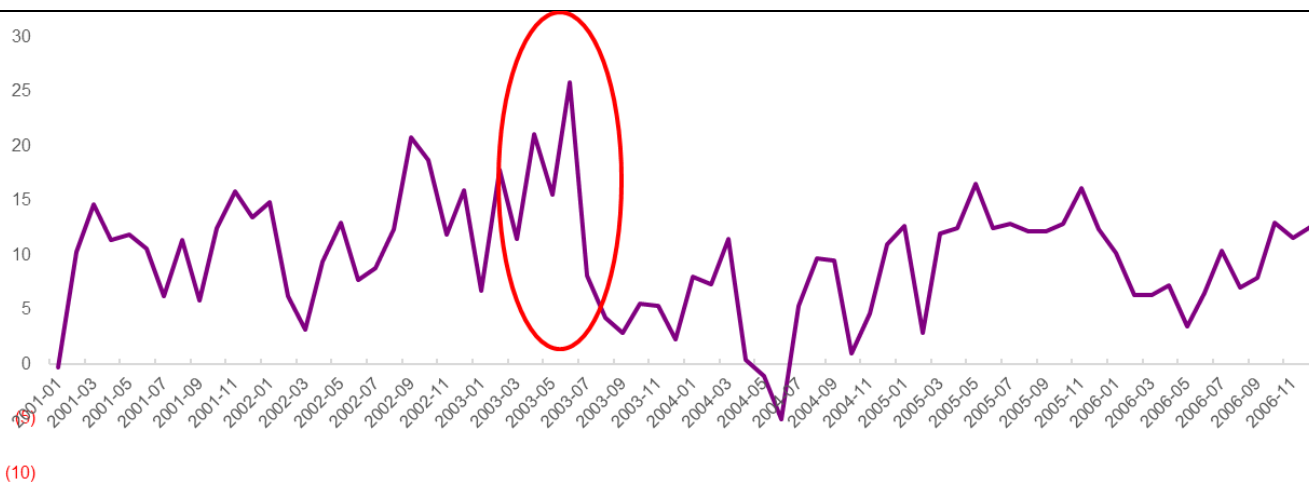


资料来源：商务部、光大证券研究所

2.2.3、流通端：疫情后医药分离加速，零售药店受益

非典期间药品零售额大幅上升。从中西药品类零售额趋势图来看疫情拉动了药品类销售,2003年3-7月间单月同比增速均大于10%,个别月份达到25%,相关流通、零售企业均受益。但随着疫情得到基本控制,药品零售额同比增速因为基数原因出现了下滑。

图 30：非典时期，药店渠道药品收入增速提速明显（%，统计截至 2006 年底）



资料来源：Wind、国家统计局、光大证券研究所

疫情后医药分离制度改革加快，医药零售行业春去春又来。非典前夕，中国药品分销业务对国外资本的准入放开，药品分类管理逐步到位处方药将全凭处方销售，GSP 认证拔高了行业准入门槛迫使药店加大软硬件设施投入。在

医药不分家的背景下，这些政策无疑加大了零售药店的竞争压力。但非典过后，国家迅速意识到大型连锁药店的社会效应，加快了医药分离改革的步伐，多项强调破除“以药补医”的政策出台，鼓励处方外流。此外，疫情后国家大力推进城镇社区卫生建设和“新农合”试点，使得医药阵线向社区和基层前移、基层零售终端兴起，医药零售行业春去春又来。

表 6：非典后国务院多次强调破除“以药补医”，取消药品加成

时间	文件	相关内容
2004	《关于推进经济体制改革意见》	深化药品流通体制改革，探索实行医药收支两条线，改革以药养医的机制，逐步实行医药分开
2010	《医药卫生体制五项重点改革 2010 年度主要工作安排》和《医疗卫生服务单位信息公开管理办法（试行）》	印发了公立医院改革试点工作安排，提出探索多种医药分开的具体途径。
2012.3.14	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》	坚持公立医院公益性质，按照“四个分开”的要求，以破除“以药补医”机制为关键环节，以县级医院为重点，统筹推进管理体制、补偿机制、人事分配、药品供应、价格机制等方面的综合改革
2012.6.14	《关于县级公立医院综合改革试点意见的通知》	遵循上下联动、内增活力、外加推力的原则，围绕政事分开、管办分开、医药分开、营利性和非营利性分开的改革要求，以破除“以药补医”机制为关键，统筹县域医疗卫生体系发展，力争使县域内就诊率提高到 90% 左右，基本实现大病不出县。
2015.5.8	《关于全面推开县级公立医院综合改革的实施意见》	2015 年，在全国所有县（市）的县级公立医院破除以药补医，以管理体制、运行机制、服务价格调整、人事薪酬、医保支付等为重点，全面推开县级公立医院综合改革。
2017.5.5	《印发深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务的通知》	2017 年 9 月底前全面推开公立医院综合改革，所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）。协调推进管理体制、医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付方式等改革。

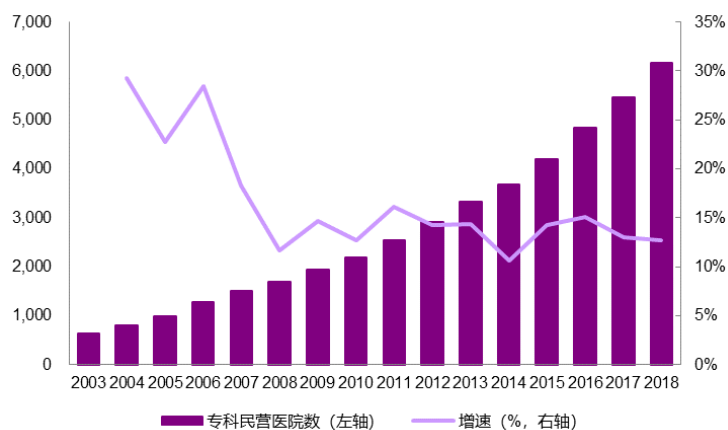
资料来源：政府官网，光大证券研究所

2.2.4、服务端：民营医疗、检验机构加速发展

1) 医疗服务：疫情后社会办医受鼓励，民办医院数量大增

民办专科医院可起到分流和支持作用，疫情后专科医院数量激增。2000 年 7 月 18 日，由卫生部、国家中医药管理局、财政部、国家计委联合制定了《关于城镇医疗机构分类管理的实施意见》，并于同年 9 月 1 日起施行。该《意见》明确指出了非营利性和营利性医疗机构根据经营目的、服务任务，以及执行不同的财政、税收、价格政策和财务会计制度。由此开始，各地医院的改制试点纷纷开始启动，这一政策为社会资本进入医疗机构搭建了大体的架构。疫情中，民营医院不仅可以起到分流综合医院患者避免大量交叉感染的作用还可尽其所能提供医务人员参与救治。非典过后，随着国家鼓励社会办医的步伐不断加快，医疗服务行业也进入了快速发展期，民营专科医院数量由 2003 年的 629 家已上升至 2018 年 6155 家，CAGR 高达 15.33%。

图 31：民营专科医院数量非典后大增（截至 2018 年）

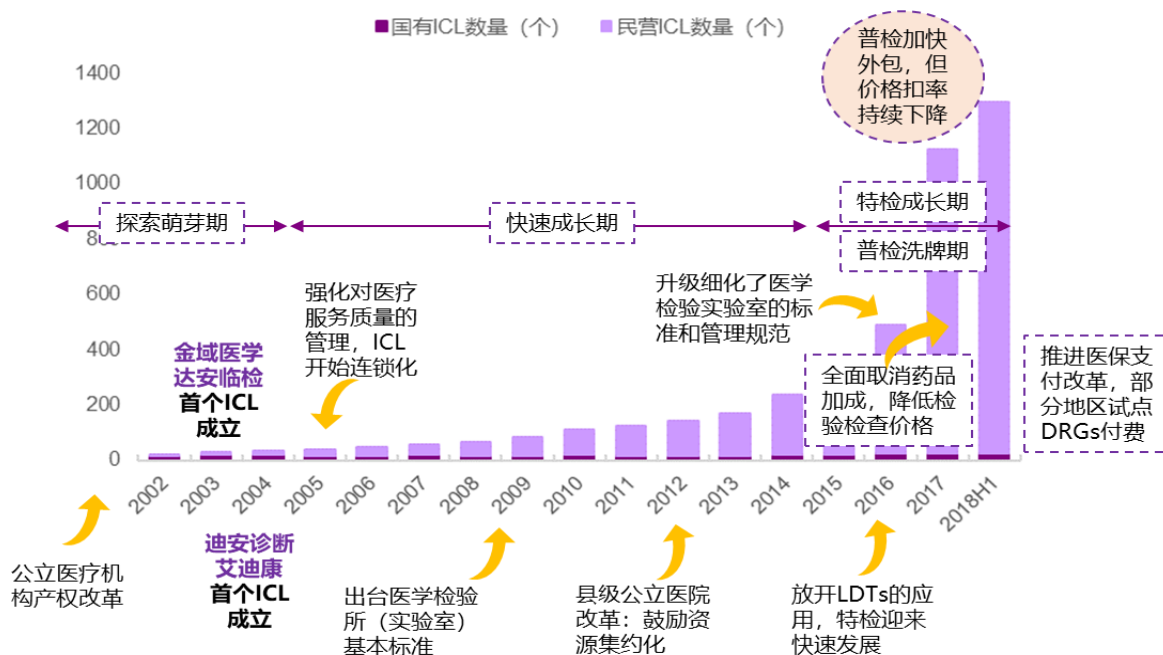


资料来源：Wind、光大证券研究所

2) ICL：SARS 催生产业化“元年”

2000 年，国务院印发了《关于城镇医药卫生体制改革的指导意见》，开启了公立医疗机构的产权制度改革，公立医院开始加大对利润的考核，这为第三方检验中心的发展创造了前提条件。在 SARS 疫情中，暴露了我国基层医疗机构检验能力的不足，促进了 ICL 的发展。2003 年是我国 ICL 产业化的“元年”，金域医学和达安基因的首个独立检验中心都是在 2003 年建立、迪安诊断、艾迪康的首个中心则在 2004 年建立。2003 年之前，国内的临床检验中心仅 20 家，且基本是政府机构和科研院所出于检查和科研目的而设立。此后，2014 年开始的医保控费，加速了行业的发展。总的来说，SARS 催生了 ICL 产业化“元年”。此后由于在新冠疫情之前，并未有类似规模的疫情，所以 ICL 主要在医保控费、特检放开等政策下迎来快速发展。

图 32：SARS 催生 ICL 产业化“元年”



资料来源：前瞻产业研究院、Wind、光大证券研究所

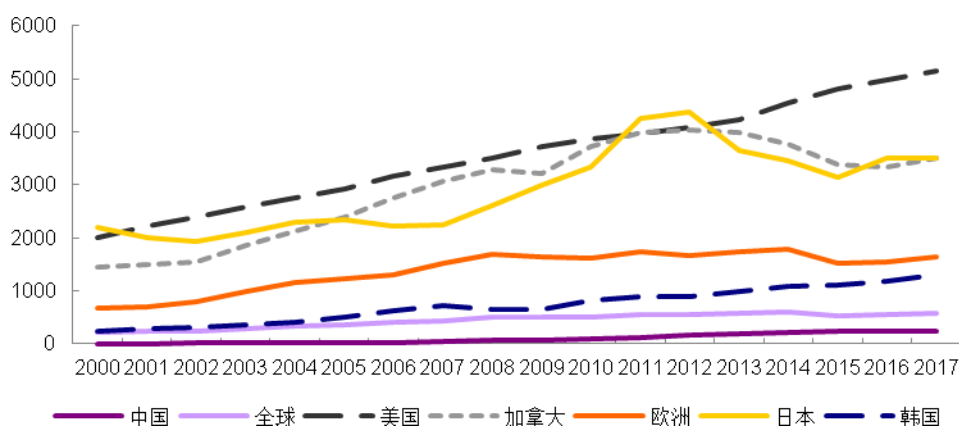
2.3、新冠疫情有望开启新一轮医药产业变革

经过新冠疫情的洗礼，新一轮医药产业变革的大幕正徐徐拉开，众多重磅政策陆续出炉，也为后疫情时代的投资主线指明了方向：

➤ 卫生总费用投入有望加大，专项债发行支持医疗新基建

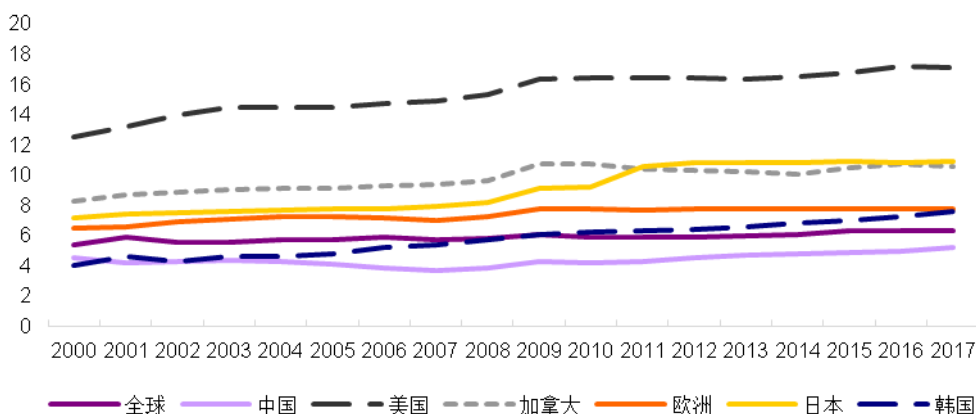
在公共卫生投入方面，我国仍然处于世界欠发达国家水平。根据 WHO 的统计，2017 年我国人均政府卫生支出 (GGHE-D) 仅 250 美元，全球平均水平 527 美元，而发达国家及地区基本都在 1000 美元以上。抛开人口因素看 WHO 统计的卫生总费用在 GDP 中的占比，我国也是远低于发达国家及地区。虽然 WHO 数据和国家卫健委公布的数据口径稍有偏差，但可以反映我国卫生投入力度仍在处于较低水平，仍有较大的提高空间。

图 33：2000-2017 各国/地区人均卫生支出（美元，统计截至 2017 年）



资料来源：WHO、光大证券研究所（Domestic general government health expenditure 缩写：GGHE-D）

图 34：2000-2017 各国/地区卫生总费用/GDP（%，统计截至 2017 年）

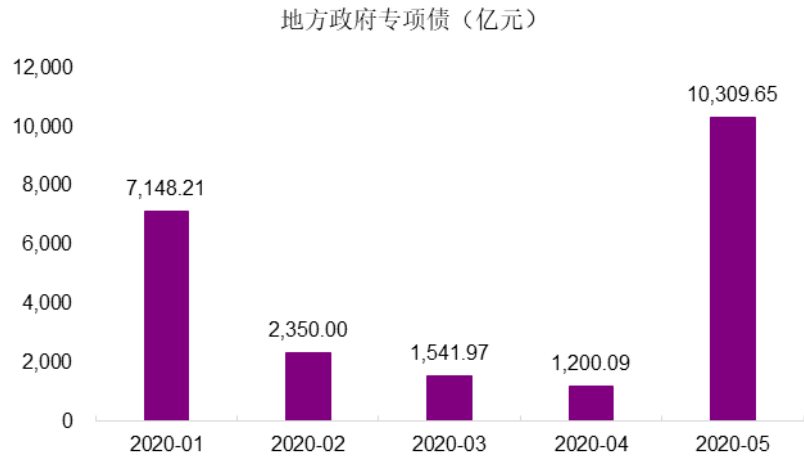


资料来源：WHO、光大证券研究所

专项债支持医疗卫生建设，投资额较 2019 年接近翻倍。2020 年全年专项债投资范围，新增了应急医疗救治设施、公共卫生建设，这意味着新冠疫情之后补短板需求开启。截至 3 月 31 日，全国各地发行新增专项债券 1.08 万亿元，比去年同期增长 63%。在疫情的持续影响下，医疗卫生领域的专项债发行增长较为明显，其占比由 2020 年 1 月的 2.21% 上升至 2 月的 6.12%。两会中则明确提到全年安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比 2019 年增加 1.6 万亿元。

重点将推进医疗新基建在内的新型基础设施投资。

图 35：2020 年各月地方政府专项债发行额



资料来源：Wind、光大证券研究所

➤ 《生物安全法》草案颁布，生物制药迎来黄金发展期

2020 年 2 月 14 日，习近平总书记发表重要讲话：要尽快推动出台生物安全法，加快构建国家生物安全法律法规体系、制度保障体系。

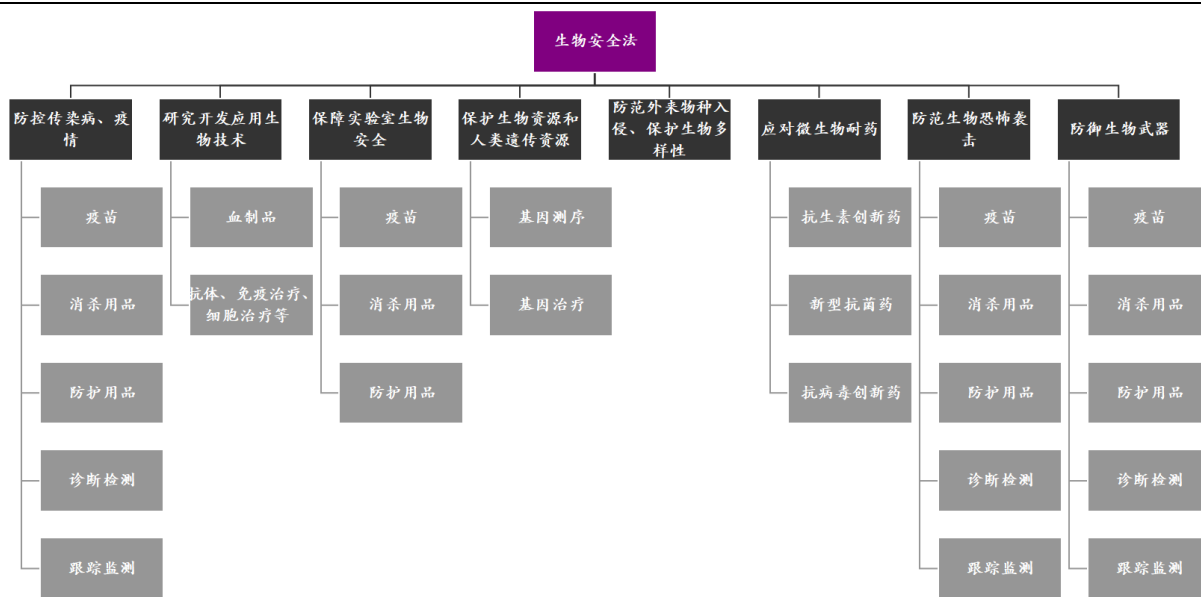
据悉，根据生物安全法草案（2019 年 10 月提交人大），规范、调整的范围分为八大类：

- (一) 防控重大新发突发传染病、动植物疫情；
- (二) 研究、开发、应用生物技术；
- (三) 保障实验室生物安全；
- (四) 保障我国生物资源和人类遗传资源的安全；
- (五) 防范外来物种入侵与保护生物多样性；
- (六) 应对微生物耐药；
- (七) 防范生物恐怖袭击；
- (八) 防御生物武器威胁。

草案设专章规定了生物安全能力建设，主要体现为通过加大经费投入、基础设施建设、人才培养，鼓励和扶持自主研发创新、科技产业发展等途径对生物安全工作给予财政资金支持 and 政策扶持等。

根据草案规范、调整的内容，我们认为可能涉及到医药的重点领域包括疫苗、防护用品、诊断检测、血制品、抗体、基因测序、基因治疗、新型抗菌药、新型抗病毒药等，有望得到重点支持。

图 36：生物安全法草案规范、调整的范围及可能涉及的医药各领域



资料来源：中国人大网、光大证券研究所

➤ 医保支付改革引入互联网医疗，各地政府纷纷响应

2020年3月5日，中共中央、国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，具体包括：

- a、完善公平适度的待遇保障机制：完善基本医疗保险制度、医疗保障待遇清单制度；健全统一规范的医疗救助制度；完善重大疫情医疗救治费用保障机制；促进多层次医疗保障体系发展。
- b、健全稳健可持续的筹资运行机制
- c、建立管用高效的医保支付机制：完善医保目录动态调整机制；创新医保协议管理；持续推进医保支付方式改革。
- d、健全严密有力的基金监管机制
- e、协同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；完善医药服务价格形成机制；增强医药服务可及性；促进医疗服务能力提升。
- f、优化医疗保障公共管理服务：优化医疗保障公共服务；高起点推进标准化和信息化建设；加强经办能力建设；持续推进医保治理创新。

疫情加速互联网+医保模式发展。2020年3月2日，国家医保局和国家卫健委联合印发《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》，明确了常见病、慢性病患者在互联网医疗机构复诊可依规进行医保报销，鼓励定点医疗机构提供“不见面”医疗服务，互联网医疗机构线上为患者开具电子处方，线下医疗服务机构采取多种方式灵活配药，该指导意见将互联网医疗复诊纳入医保支付范围，标志着互联网医疗和线下医院在医保支付上地位等同，未来将推动互联网医疗需求增长。

各地互联网医保支付取得较大进展。福建省在省级互联网医院开展试点医保电子凭证医保在线结算服务，让群众享受到医保可报销的在线诊疗服务。山西省提出，具备资质和条件的定点药店可根据医疗机构处方信息“点对点”为患者上门配送药品。上海、浙江、江苏、武汉等地也已将常见病、慢性病

的线上复诊以及线上购药纳入医保，积极推进互联网诊疗、长处方、网订药送等模式。

表 7：部分开展线上互联网医保支付的地区

地区	适用患者	医保结算情况	接入的医疗机构
上海	常见病和慢性病患者	常见病和慢性病参保患者复诊的“互联网+”医疗服务，纳入医保支付范围。线上线下执行相同的医保支付标准。	华山医院、上海市儿童医院、徐汇区中心医院等
浙江	17 种慢性病患者	杭州等 9 市开通线上医保支付与配送业务。	浙大邵逸夫医院、浙江医院、台州医院等
江苏	常见病和慢病患者	线上、线下医疗服务实行同等的支付政策，与线下医疗服务执行相同的目录、医保支付类别和支付标准。	江苏省人民医院、江苏省中医院等
天津	慢病患者	互联网医院、互联网诊疗平台与其依托的实体定点医院共用一个医保额度管理指标。	天津微医互联网医院
武汉	高血压、糖尿病等 10 个重症慢病患者	互联网医院可为武汉市门诊重症慢病的参保人员，提供线上诊断、处方外配、在线支付和线下药品配送上门服务。	微医互联网总医院
福建	常见病和慢性病患者	依托医保电子凭证身份认证，借助福建融合码实现医保、医疗数据互通，实现互联网医疗机构在线医保结算服务。	福建省省级机关医院
山西	常见病和慢性病患者	具备资质和条件的定点药店可根据医疗机构处方信息“点对点”为患者上门配送药品。参保人员线上支付需个人自付药费，医保报销部分由医保经办机构与配送的定点药店按期结算。	经批准设立的互联网医院或医保定点医疗机构

资料来源：各地政府官网、光大证券研究所

➤ 疫情未改集采大趋势，国产企业机遇与挑战并存

疫情过后集采政策频出，集采范围扩大。2020 年 1 月，我国完成第二批全国药品集中采购谈判，本次集采的 33 个品种，32 个品种采购成功，共 100 个产品中选。平均降价幅度达 53%，最高降幅达 93%，覆盖高血压、糖尿病等重大慢性病用药，以及价格比较昂贵的抗肿瘤和罕见病用药。疫情过后，各地已经于 2020 年 4 月全面启动实施第二批集采结果。据了解，第三批国家集采有望于 2020 年 7 月启动。在此之前，已有福建、江西、山西、河北、三明联盟等多个省份/地区率先试点非一致性评价药品和药械带量采购。6 月 5 日国家卫生健康委员会、工业和信息化部、公安部、财政部、商务部、国家税务总局、国家市场监督管理总局、国家医疗保障局、国家中医药管理局等九部委联合印发《关于印发 2020 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》，具体内容包括纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风，对虚开发票、商业贿赂等加大查处力度；推动各地开展非过评药品和高值医用耗材带量采购；完善疫苗集中采购政策等。目前，集采范围已从药品和高值耗材逐步扩散至普通耗材、注射剂和疫苗类。

从长远来看，国产企业机遇与挑战并存，药品、器械等医药制造业未来可行的发展路径有两种：

- 1) **追求高临床价值。**创新药或创新器械企业若能够研发出相比现有临床治疗方案具有明显获益的高临床价值产品，则可在谈判定价的过程中获得较好的定价水平，实现较高的利润率。我们判断未来创新药或器械可能基于经济学进行价格谈判，临床价值将成为商业价值的基石。关于创新药定价详见我们于 2020.5.22 发布的深度报告《从药物经济学看创新药定价逻辑的重塑——创新药深度研究系列四》
- 2) **追求规模经济。**对于仿制药品或器械耗材，由于彼此临床价值具有一致性或相差不大，在带量采购的政策环境下，未来可能面临激烈的价格战。

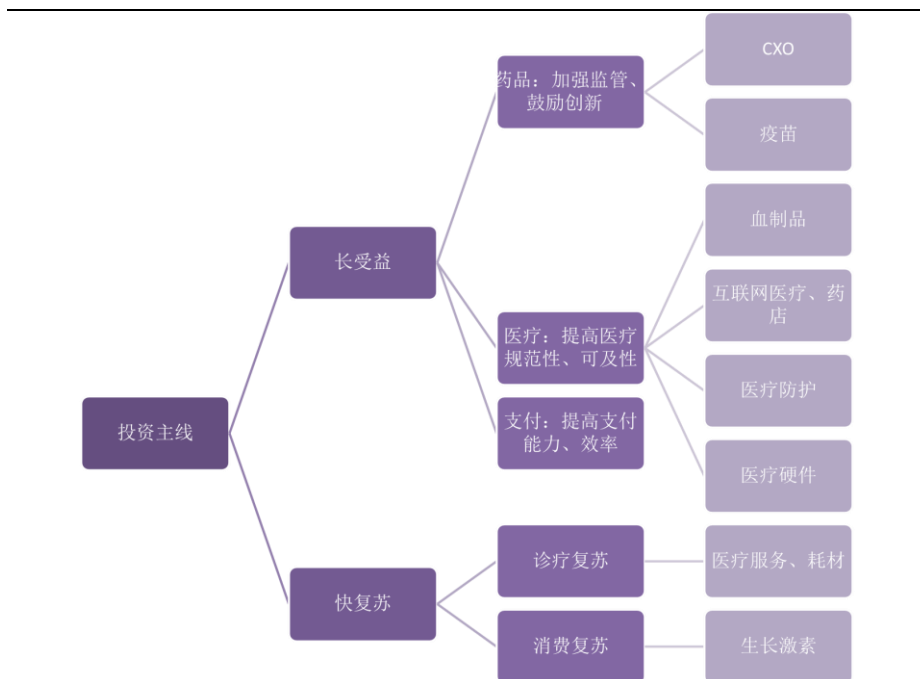
该产品则要求企业做到：①产能大可保证大范围供应；②生产成本低拥有更大价格战空间。规模经济将成为仿制药品或器械耗材企业未来的核心竞争力。

进一步医药产业变革有望在政策支持下开启。深圳市3月3日发布《促进生物医药产业集聚发展若干措施》。两会期间涉及医疗新基建、医疗防护、生物制药、高端医疗装备等方面的提案众多，我们预计，后续完善防疫体系、定向支持医药产业的政策将陆续出台，我国医药产业新一轮变革将开启。

3、投资主线：长受益+快复苏

疫情终将过去，疫情之后，我国社会将更加具有韧性。回顾历史，重大疫情往往加速国内医疗体系药品、医疗、支付三个环节的政策推进，继而引发医药产业在更长时间维度上的深刻变革。本次新冠疫情也不例外，我们认为在后疫情时代，我国医疗体系政策将继续在三个方向上加速推进：药品方面，加强监管、鼓励创新；医疗方面，提高医疗规范性、可及性；支付方面，提高支付能力、效率。在政策加速推进的过程中，医疗防护、疫苗、CXO、医疗硬件、血制品、互联网医疗等子行业将持续受益。另外，随着疫情走向尾声，医疗服务和耗材、生长激素、角膜塑形镜等子行业有望快速回复。总体而言，在后疫情时代，建议把握“长受益+快复苏”两大主线。

图 37：投资主线：长受益+快复苏



资料来源：光大证券研究所

3.1、CXO：危中有机，有望借助疫情更上一层台阶

CXO 板块股价和中期维度行业景气度关系较大。市场对于 CXO 板块短期业绩波动容忍性较高，股价和中期维度的行业景气度关系较大：

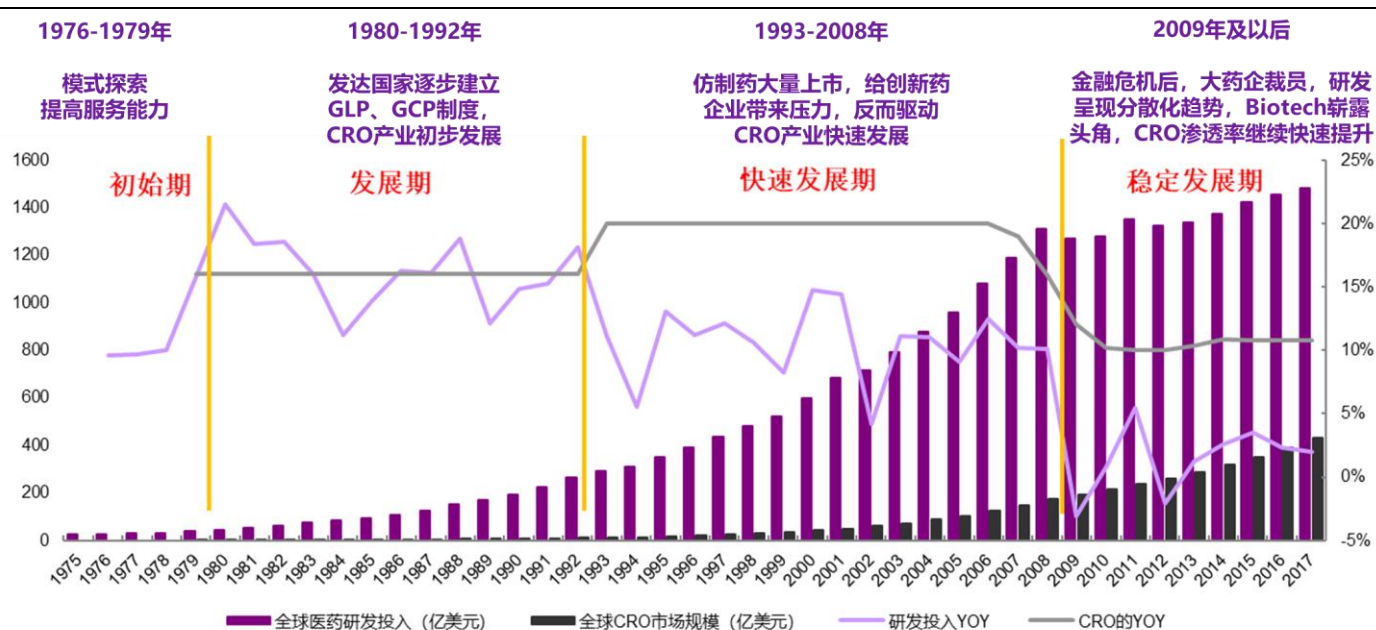
2 月份，疫情主要在国内蔓延，由于上市公司再融资要求有一定程度放宽，而上市药企普遍是依靠仿制药贡献收入的传统药企，转型创新诉求强烈，在完整融资后，普遍需要同 CXO 公司合作开发创新药。并且 CXO 公司融资难度下降，也将加快其发展。中期维度逻辑的强化，导致 CXO 公司股价普遍创历史新高。

3 月份，全球疫情持续扩散，市场担忧影响公司海外客户订单。另外，疫情可能对全球经济造成冲击，继而影响全球一级市场 Biotech 融资，可能会导致研发分散化的趋势出现波动。中期维度逻辑的弱化，导致 CXO 板块整体明显回调。

时至今日，CXO 板块股价已经一定程度反映了疫情的影响，更重要的是，危中有机，国内的 CXO 公司有望借助疫情更上一层台阶：

1) **外包率提升**：药企收入的承压，反而促进外包率的提升，这一因素带来了全球 CRO 产业从 20 世纪 90 年代开始的高景气。

图 38：全球 CRO 产业历经四个阶段



资料来源：Wind、PharmaProjects、Frost&Sullivan、光大证券研究所

注：2008 年之前的 CRO 行业规模数据为依据相关文献估算得出，可能存在偏差，旨在展示 CRO 行业发展阶段

2) **全球市占率提升**：海外疫情扩散下，可能影响外资 CXO 业务开展，国内 CXO 有望借此进一步扩大全球市场份额。另外，龙头公司也将借机完成行业整合。在 08 年经济危机中，药明康德就是借机快速整合行业，收入反而持续增长，迅速成为内资中的绝对龙头。

3) 国内需求增加：上市公司的再融资渠道拓宽。另外，国家科技成果转化引导基金将加大对新药、医疗装备、检测、疫苗等领域的科技型中小企业的融资支持。

4) 长期趋势不改：疫情下，药品研发更加值得重视。在全球研发分散化浪潮下，CXO 作为全球研发生产新生态中的重要一环，在药物研发生产过程中愈发重要，行业长期趋势不变。

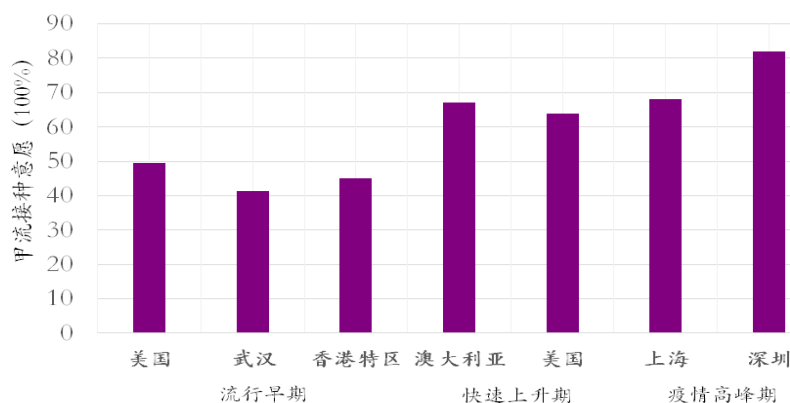
重点推荐：药明康德、药石科技、凯莱英。建议关注：维亚生物（H）、康龙化成、昭衍新药、泰格医药、药明生物（H）、方达控股（H）、博腾股份、美迪西、成都先导等。

3.2、疫苗：疫情推动大众接种意愿提升，行业转型升级

急性传染病流行期间，接种意愿迅速提升

综合国内外研究可以发现，疾病大流行期间居民接种疫苗意愿通常会迅速提升并随着疫情发生发展有所变化。新冠事件发生后，居民对疫苗关注度较往日显著上升。

图 39：2009 年甲型 H1N1 流感大流行期间不同地区居民接种意愿变化

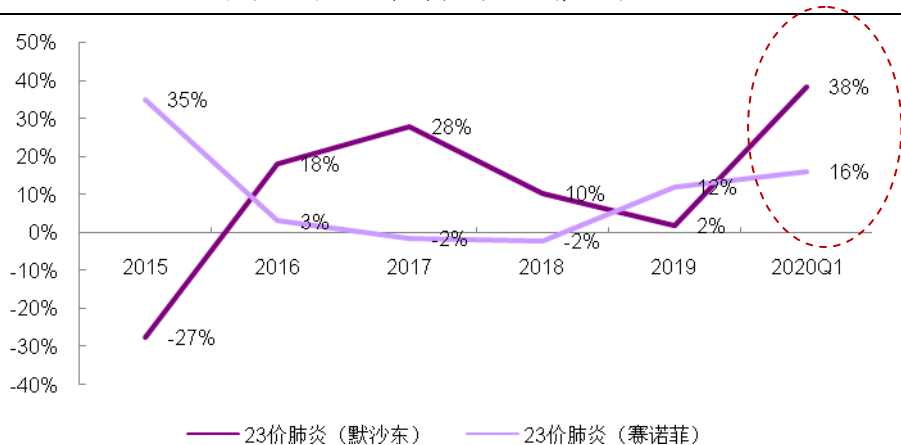


资料来源：综合 Maurer J, 封小林, Lau JT, K Eastwood, Horney JA, 许振慧, 成蔡芸等人论文, 光大证券研究所

2020 年一季度，新冠疫情推动全球呼吸道疫苗销售额加速增长

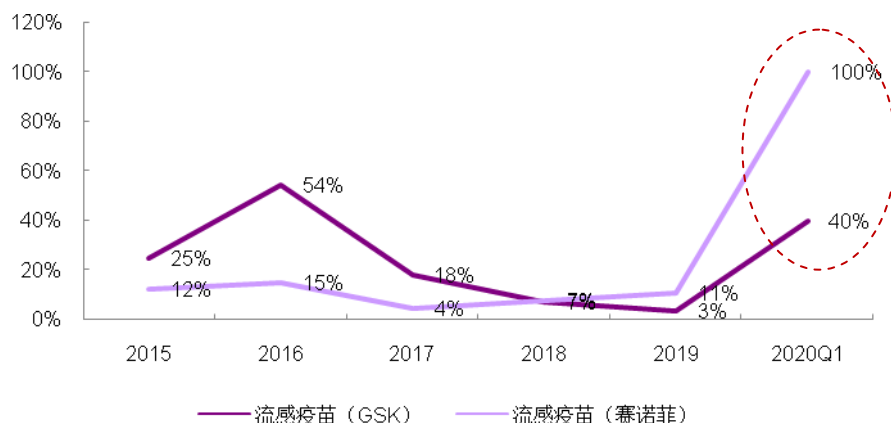
虽然没有证据证明呼吸道类疫苗对预防新型冠状病毒有效，但在疫情的推动之下，20Q1 默沙东的 23 价肺炎疫苗（Pneumovax 23）同比增长 38%；巴斯德赛诺菲的 23 价肺炎疫苗（Pneumonia）同比增长 16%；GSK 的流感疫苗（Fluarix+Flulaval）同比增长 40%；巴斯德赛诺菲的流感疫苗（Vaxigrip+Fluzone+Flublok）同比增长 100%，与往年相比明显加速增长。

图 40：2020Q1 23 价肺炎疫苗全球销售增速显著提升



资料来源：默沙东季报，赛诺菲季报，光大证券研究所

图 41：2020Q1 流感疫苗全球销售增速显著提升



资料来源：GSK 季报，赛诺菲季报，光大证券研究所

国内二类苗接种率有极大提升空间

- 1) **13 价肺炎疫苗**：美国新生儿中接种率为 66%，中国 2019 年接种率不到 10%；
- 2) **23 价肺炎疫苗**：美国 65 岁以上人群中接种率为 17%，中国 2019 年仅覆盖 613 万人；
- 3) **流感疫苗**：美国全人群接种率为 38.6%。我国内地全人群接种率仅 2%。其他亚洲国家/地区，如中国香港、日本、韩国等流感疫苗接种率也远高于中国内地。

我国二类疫苗市场起步较晚，新品种上市时间较短，且大部分品种仍处于进口替代的初级阶段，市场供给有限，肺炎疫苗、流感疫苗、HPV 疫苗等常供不应求。叠加疫苗事件后，大众对于二类疫苗接种意识的提升正处于循序渐进的过程中。对照美国及其他发达国家/地区，中国二类疫苗接种率未来仍有极大提升空间。

建立国家疫苗储备制度，完善长效机制

新冠疫情将疫苗研发和疫苗产业的重视推升到了前所未有的高度。我们认为未来可能出台的利好疫苗产业值得关注：

(1) 疫苗储备制度：3月初，习近平在北京考察新冠肺炎防控科研攻关工作时强调，“建立国家疫苗储备制度，为有可能出现的常态化防控工作做好周全准备”。据了解，“国家疫苗储备制度”可包括疫苗实物储备、疫苗原型毒株储备、疫苗技术储备、应急研发机制与平台准备、应急评审审批法律准备、产能准备、大规模分配和接种计划等。

(2) 疫苗技术升级：国内在采用新技术进行新型疫苗研发上起步较晚，正处于追赶阶段。新冠疫情倒逼国内疫苗产业和技术升级。目前已有18家国内疫苗企业采用不同技术路径开展新冠疫苗的研制，研发端日益得到重视，利好长期技术升级。

(3) 鼓励疫苗接种扶持政策：我国二类苗接种疫苗普遍较低，今年下半年有望出台鼓励二类苗接种的相关扶持政策，例如对13价肺炎、23价肺炎、流感、HPV疫苗等的采购政策、支付政策等。

重点推荐：智飞生物。建议关注：康泰生物、康希诺生物(H)、沃森生物、万泰生物。

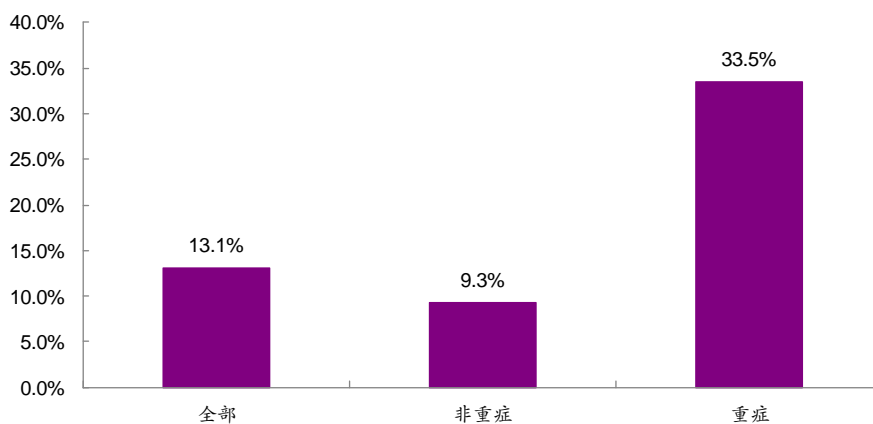
3.3、血制品：危中寻机，疫情后时代期待新一轮增长

作为高壁垒、强刚需的行业，静丙、恢复期血浆等产品曾经在抗击新冠疫情的过程中发挥了重要的作用。而在后疫情时代部分血制品品种仍将继续受到疫情的影响，有望危中寻机，借助此次疫情实现新一轮的增长。

1) 静丙：渗透率提升与适应症扩展

由于本次疫情尚无特效药，因此静丙成为了患者抗感染、免疫调节的重要临床用药之一。国家卫健委发布的《新型冠状病毒肺炎诊疗方案(试行第七版)》中对于重型、危重型病例治疗中建议，儿童重型、危重型病例可酌情考虑给予静脉滴注丙种球蛋白。

图 42：我国新冠患者静丙使用情况



资料来源：钟南山等《Clinical Characteristics of Coronavirus Disease 2019 in China》、光大证券研究所

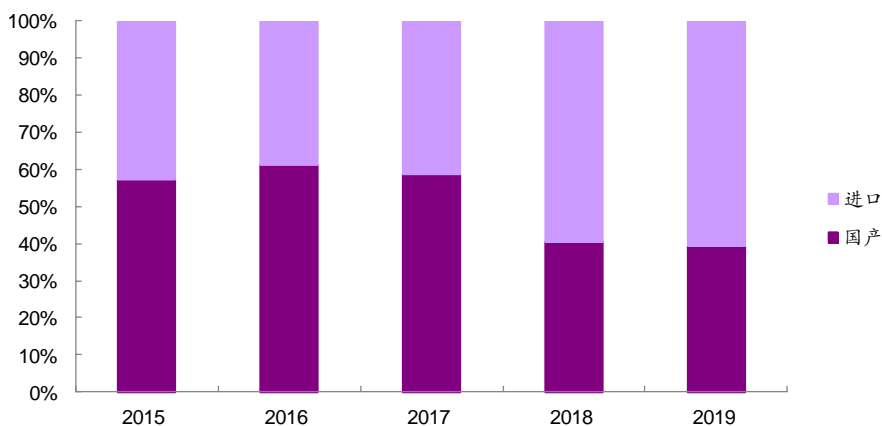
从短期来看，疫情中需求的拉动直接促进了静丙在临床上渗透率的提升，静丙生产企业短期内有一定业绩利好；

从长期来看，中国静丙的临床应用范围与国外仍有较大差距，静丙的应用范围仍显不足，未来有待进一步拓宽；从临床使用量、渗透率、临床普及程度仍有较大拓展空间。而此次新冠疫情促进了临床上静丙的应用，利好静丙应用范围拓宽和渗透率提升的长远发展。

2) 人血白蛋白：进口供给收缩有望释放国产替代空间

目前我国人血白蛋白以进口为主，且近年来进口占比持续提升，2019 年进口人血白蛋白的批签发量已经达到总批签发的 60%左右。

图 43：我国 2019 年人血白蛋白批签发量进口比例高于国产（统一换算为 10g）



资料来源：医药魔方、光大证券研究所

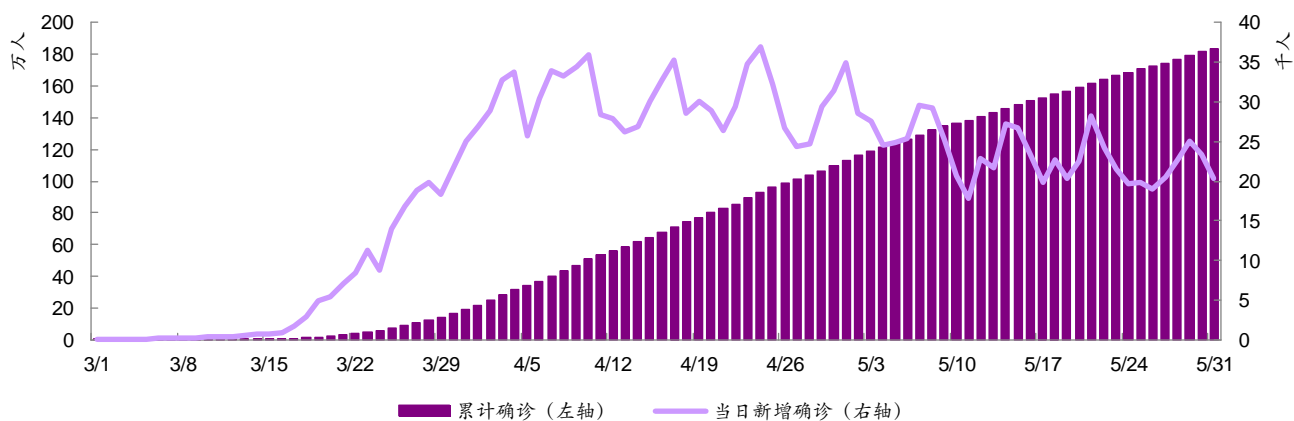
目前全球采浆量超过 50000 吨，美国采浆量占比约 80%，因此美国的血浆供应对于全球血制品市场有着重要影响。国际血制品巨头 Grifols 表示，其全球血浆和关键蛋白的库存约半年左右，而当前美国的新冠疫情确诊人数仍在持续上升，抗疫活动可能对采浆工作造成一定负面影响，若血浆供给紧张，则可能导致人血白蛋白进口供给收缩，为国内血制品企业带来机会：

- 1) 释放市场空间：进口人血白蛋白供给量收缩会导致原先被进口人血白蛋白占有的国内市场出现空白，为国产血制品企业释放市场空间；
- 2) 产生价格弹性：全球血浆供应紧张有可能导致国内血制品整体产生价格弹性，有望带来国产血制品利润率的提升。

由于血制品行业政策壁垒高、供需缺口长期存在、规模经济效应明显，未来采浆规模大、血浆综合利用率高的龙头企业将具有更明显的竞争优势。

重点推荐：双林生物。建议关注：华兰生物、天坛生物、卫光生物、博雅生物。

图 44：美国新冠疫情持续蔓延



资料来源：Wind、光大证券研究所

3.4、互联网医疗、药店：政策趋于完善助推行业进入 3.0 时代

国家层面首次提出探索将首诊纳入互联网医疗、医保，突破了国家互联网医疗的现行政策规定。2020 年 4 月 7 日，国家发改委、中央网信办联合印发《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》，方案提出：“以国家数字经济创新发展试验区为载体，在卫生健康领域探索推进互联网医疗医保首诊制和预约分诊制，开展互联网医疗的医保结算、支付标准、药品网售、分级诊疗、远程会诊、多点执业、家庭医生、线上生态圈接诊等改革试点、实践探索和应用推广。”

尽管该方案该由国家发改委、中央网信办等部委印发，并不是与互联网医疗、互联网医保相关主管部门国家卫健委、国家医保局联合印发，这给互联网医疗监管、互联网诊疗项目医保支付的监管政策都带来了一定不确定性，但方案中提出或将选择全国六大国家数字经济创新发展试验区为突破口，相较于此前严禁互联网首诊本次政策的松动仍然意义重大。

我们认为，从长期来看，互联网首诊是否放开应当与提高医疗服务可及性、降低成本、提高效率、保证质量等多项因素紧密相关。但此前国家多次印发互联网诊疗工作指导意见；上海、四川、广东、江苏等多地将“互联网+医疗”服务纳入医保结算体系以覆盖常见病、慢性病的线上复诊购药，政策面角度来说，配套政策逐渐规范，互联网行业有望进入良性发展阶段。

表 8：互联网医疗行业指导文件梳理（疫情期间连续发布多份指导文件）

时间	文件	具体内容
2018 年 4 月	国务院《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	明确指出“互联网+医疗健康”服务体系包括七大面。第五条为推进“互联网+”医疗保障结算服务，其主要内容包括：加快医疗保障信息系统对接整合，实现医疗保障数据与相关部门数据联通共享，逐步拓展在线支付功能，推进“一站式”结算；继续扩大联网定点医疗机构范围；大力推行医保智能审核和实时监控等。
2018 年 9 月	卫健委：《互联网诊疗管理办法（试行）》、《互联网医院管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》。	文件将“互联网+医疗服务”分为远程医疗、互联网诊疗活动、互联网医院三类。总体看，医疗领域应用互联网开展的业务可以分为两大类，一类涉及诊断、治疗的医疗核心业务；另一类以健康咨询、信息服务为主，不涉及医疗核心业

		务，属于医疗服务的辅助、支持范畴。
2019年9月	国家医保局《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》	“互联网+”医疗服务价格和线下支付范围内项目价格相同，进行统一管理，在医保支付政策上，线上线下项目政策平等。
2020年2月3日	国家卫生健康委办公厅《关于加强信息化支撑新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作的通知》	提出积极组织各级医疗机构借助“互联网+”开展针对新冠肺炎的网上义务咨询、居家医学观察指导等服务，拓展线上医疗服务空间，引导患者有序就医，缓解线下门诊压力。
2020年2月6日	国家卫生健康委办公厅《关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	再度强调要充分发挥互联网诊疗咨询服务在疫情防控中的作用，科学组织互联网诊疗咨询服务工作，有效开展互联网诊疗咨询服务工作，切实做好互联网诊疗咨询服务的实时监管工作
2020年3月2日	国家医保局联合国家卫生健康委发布《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》	明确对符合要求的互联网医疗机构为参保人提供的常见病、慢性病线上复诊服务，各地可依规纳入医保基金支付范围。
2020年4月14日	国家发改委、中央网信办联合印发《关于推进“上云用数赋智”行动培育新经济发展实施方案》	以国家数字经济创新发展试验区为载体，在卫生健康领域探索推进互联网医疗医保首诊制和预约分诊制，开展互联网医疗的医保结算、支付标准、药品网售、分级诊疗、远程会诊、多点执业、家庭医生、线上生态圈接诊等改革试点、实践探索和应用推广。”

资料来源：国务院、卫健委、光大证券研究所

疫情助推多种商业模式活跃度，头部公司仍有广阔空间。

我们在此前报告中曾探讨，从医疗服务参与主体角度来看，互联网医疗 3.0 时代可将医药商业（药品生产、流通配送、零售药店），医疗终端（各级医院和门诊）以及医患个体（医生和消费者）产生基础交互关系。通过多种模式的合作使各方实现利益共赢，使互联网医疗企业从流量走向变现。此次新冠肺炎疫情极大助推了多种商业模式的活跃度。

疫情给互联网医院、第三方服务平台、医药电商带来了流量增长，3月20日，国务院联防联控机制就精准防控科学管理，有序恢复正常医疗秩序工作情况举行发布会显示，疫情期间，互联网诊疗成为医疗服务的一个重要组成部分，在国家卫生健康委的委属委管医院中，互联网诊疗比去年同期增加了17倍。此外，一些第三方互联网服务平台的诊疗咨询量也比去年同期增长了20多倍，处方量增长了近10倍。流量之外，疫情也极大加速了需求端的培育。消费者对互联网医疗认知度快速提升，使用频次大幅增加；用户的问诊习惯、行业的业态模式都将逐步丰富。多种商业模式有望在这期间获得优质流量，头部公司更有望受益于行业发展。

此外，零售药店有望享互联网医疗红利，大型连锁优势将更加突出。一方面，零售药店企业将迎来扩大 O2O 销售规模的契机，通过在线开方、审方后直接进行线上销售，加上自身强大的物流配送能力，可以为患者提供“一站式”药事服务。另一方面，早期的网售处方药将集中在慢病药物，这也就意味着慢病药物处方外流将加速。随着慢病药房资质审批的放开，有望给拥有慢病接待能力的龙头企业创造新的收入增长点。

我们预计 2020 年医药零售板块将同时享受“处方外流”和“集中度提升”的红利。一方面，慢病药房审批资质逐步放开，第二批带量采购药物逐步和医院同价，高价处方药流出的逻辑更加顺畅，消费者去药店购药的意愿也会加强。另一方面，药店行业大并购已停滞一两年，老百姓和一心堂更是几乎暂停并购。目前各家资金充裕，益丰药房和大参林可用于门店扩张资金超过 40 亿元。疫情期间小药店生存压力加大，金税三期改革和执业药师制度让小药店不合规的机会成本加大，选择加盟大型连锁或被并购是曲线救国的两条主要道路。因此，年内我们有望看到更大规模的并购产生。总体来看，客流

恢复和防护意识增强有望抬升同店增速，处方外流有望做大收入体量并带动高毛利产品销售，并购重启有望增厚外延贡献，医药零售板块龙头公司的业绩存在加速可能。

表 9：四家上市零售药店可用于门店扩张资金（单位：亿元）

	货币资金	可转债	超短期融资券	中期票据	合计
益丰药房	19.59	15.81	10.00	-	45.4
一心堂	12.89	6.02	8.00	4.00	30.91
老百姓	13.98	3.27	-	-	17.25
大参林	20.81	24.05	-	-	44.86

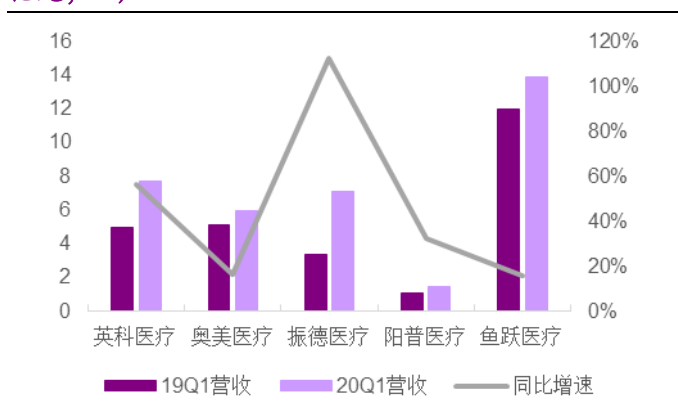
资料来源：wind,光大证券研究所

重点推荐：大参林、平安好医生（H）。 建议关注：益丰药房、老百姓、一心堂、阿里健康（H）。

3.5、医疗防护：内外需接力大增，产能扩张中关注价格体系维护

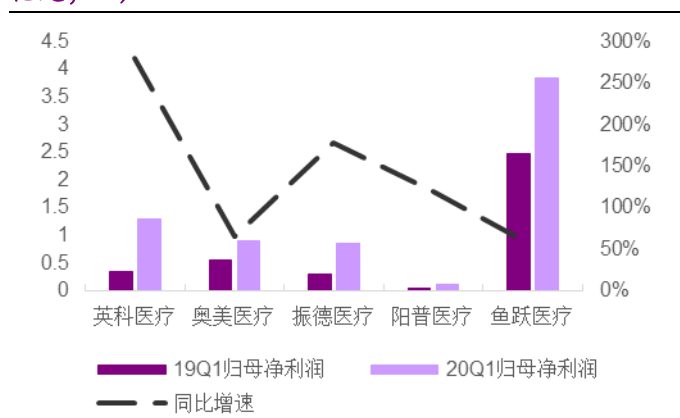
新冠疫情显示出我国医疗防护储备薄弱，需求端有望实现较大增长。疫情开始后，各地定点医院均出现了不同程度的物资短缺现象。以医用口罩为例，我国口罩总体产能为 2000 万只/天，占全球近半产能规模，其中医用的外科口罩产能是 220 万只/天，医用 N95 口罩产能约为 60 万只/天，但有超过 50% 口罩生产企业不具备医用口罩生产资质。考虑到我国超过千万的医务人员数量，保守估计一次性医用口罩的单日消耗量就会达到百万级别，存在大量缺口。为了解决物资紧缺问题，工信部发布了防疫重点物资清单并由政府统一接管，督促复工加班加点生产防护用品，产能剩余部分也将统一采购进入国家储备。考虑到未来医院端医疗防护将更受重视，防护用品需求端有望大幅增长。从业绩表现来看，2020 一季度主要医疗防护器械生产企业除部分受到停产影响外均实现了较大幅度的收入及利润增长。

图 45：主要医疗防护类企业 2020Q1 营收表现（单位：亿元，%）



资料来源：wind,光大证券研究所

图 46：主要医疗防护类企业 2020Q1 净利润表现（单位：亿元，%）



资料来源：wind,光大证券研究所

除此以外，家庭防护和企业防护也提出了新的需求。疫情发生以来，民众对家庭防护意识显著增强，从一次性医用手套天猫销量数据变化趋势来看，单

2020年一月份销量就达到了56.67万只，二月份第一周销量为29.71万只，为去年二月整月销量的10倍。由于家庭主妇使用一次性手套进行厨卫清洁容易形成习惯，会重复购买，可以认为这种增长将具备一定长期逻辑。疫情发生后各企业单位均加强了卫生防护工作，如消毒水、口罩、一次性手套的采购量大增。疫情结束后，高标准的卫生防护体系有望形成常态。

海外疫情持续蔓延，医疗防护用品出口额大幅增加。据海关总署数据，2020年5月，包括口罩在内的纺织纱线、织物及制品出口206.49亿美元，同比增长77.34%，环比增长41.23%；1-5月累计出口579.52亿美元，1-5月同比增长21.3%。5月，包含呼吸机在内的医疗仪器及器械出口20.76亿美元，同比增长88.59%，环比增长37.57%；1-5月累计出口62.57亿美元，1-5月同比增长28.5%。在国内疫情基本得到控制的情况下，海外疫情蔓延导致的出口需求增加有望使国内医疗防护用品生产企业维持业绩高增长。

未来将重点关注医疗防护类企业产能扩张和价格体系的维护。受到疫情刺激，多家医疗防护类企业均在近期抛出扩产计划。以英科医疗为例，自2020年3月以来已经先后公布三次扩产计划，总投资金额超过10亿元。我们认为疫情将会带来一定中长期需求的扩容，但也需要关注医疗防护类企业扩产后的价格体系。相对而言，具有较强壁垒的丁腈手套等防护产品更能维护好自身价格体系，避免产能过剩情况的发生。

表 10：部分医疗防护类生产企业投资扩产计划

企业名称	公告日	扩产方式	总额	具体用途
	2020/5/13	定增	向控股股东定增5亿元	用于年产61.84亿只高端医用手套项目及补充流动资金
英科医疗	2020/3/14	投资协议	投资1亿元在彭泽县设立全资子公司	用于实施年产271.68亿只高端医用手套项目
	2020/3/4	投资扩建	投资8亿和2400万	投资8亿实施投资扩建年产99.8亿只高端医用手套项目、投资2400万实施建设年产3亿只口罩及100万套防护服项目
奥美医疗	2020/4/28	投资协议	投资10亿元在枝江设立项目公司	新建奥美医疗疾控防护用品生产基地项目，主要产品为纺熔布、熔喷布、纺粘布、隔离服、手术衣、防护服等

资料来源：各公司公告，光大证券研究所

重点推荐：英科医疗。建议关注：蓝帆医疗、鱼跃医疗、奥美医疗、振德医疗、阳普医疗等。

3.6、医疗硬件：查漏补缺，量质有望齐升

在疫情中，我国的医疗装备产业的质和量都暴露出了一些问题，后续可能受益于硬件建设和技术突破支持。

1) 量：ICU、PCR 实验室查漏补缺，分级诊疗持续推进

疫情暴露了我国医疗硬件配置的不足，主要体现在两个方面：科室硬件、基层硬件：

a、科室硬件：侧重查漏补缺，ICU 病房、PCR 实验室有望加大建设力度

2020 年 5 月 20 日，国家发改委发布《公共卫生防控救治能力建设方案》，提出了进行疾病预防控制体系现代化建设，对市、县的医疗硬件配置情况做出了明确要求，并要求加强应急救治物资储备。对照建设计划，我们主要在 ICU 病房和 PCR 实验室方面需要查漏补缺。

表 11：应急救治物资储备清单及相关上市公司

序号	应急救治物资	相关上市公司	序号	应急救治物资	相关上市公司
1	无创呼吸机	鱼跃医疗	19	降温机	
2	有创呼吸机	迈瑞医疗	20	移动式空气消毒机	新大陆、中亚股份、光莆股份
3	转运呼吸机	迈瑞医疗	21	过氧化氢消毒机	
4	监护仪	迈瑞医疗、宝莱特、理邦仪器	22	紫外线消毒车	
5	可视喉镜	开立医疗	23	CT (含车载 CT、方舱 CT)	万东医疗、新华医疗、东软集团
6	电子气管镜	开立医疗	24	移动 DR	迈瑞医疗、万东医疗
7	呼吸湿化治疗仪	鱼跃医疗、永胜医疗	25	生物安全柜	海尔生物
8	连续性血液透析机 (CRRT)	威高股份、宝莱特	26	离心机	
9	体外膜肺氧合机 (ECMO) (配 6 套耗材)		27	超低温冰箱	海尔生物
10	注射泵	迈瑞医疗、威高股份	28	荧光定量 PCR 仪	达安基因、艾德生物、透景生命、凯普生物、硕世生物、华大基因、东方生物、润达医疗等
11	输液泵	迈瑞医疗、威高股份	29	核酸提取仪	达安基因、艾德生物、透景生命、凯普生物、硕世生物等
12	营养泵	迈瑞医疗、威高股份	30	床旁血气分析仪	万孚生物、理邦仪器
13	除颤仪	迈瑞医疗、鱼跃医疗	31	额温枪	鱼跃医疗
14	制氧机	鱼跃医疗	32	脉搏血氧仪	迈瑞医疗、宝莱特、理邦仪器
15	便携式彩超	迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗	33	多重呼吸道病原体快速核酸检测系统	达安基因、艾德生物、透景生命、凯普生物、硕世生物、万孚生物、安图生物、迈克生物、东方生物等
16	心电图机	迈瑞医疗、理邦仪器、宝莱特、乐普医疗	34	生化分析仪	迈瑞医疗、安图生物、新产业、迈克生物、九强生物、科华生物、利德曼
17	振动排痰仪	普门科技	35	移动中药房	
18	咳痰机				

资料来源：国家发改委、光大证券研究所整理

b、基层硬件：分级诊疗任重道远，国产高性价比医疗器械先行下沉。分级诊疗推进进度较慢，2018 年三级医院诊疗量占比 55%，继续提升。优质医

疗器械是诊疗服务能力的基础，器械的下沉优先于诊疗需求的下沉。国产医疗器械凭借突出的性价比、渠道优势，以及招标政策向国产器械倾斜，将更大程度受益于本轮基层医院的配置大潮。2014 年至今，中国医学装备协会共进行了 5 批次的优秀国产医疗器械遴选，中选产品成为基层医院配置的首选。

表 12：优秀国产医疗器械遴选情况

批次	设备
第一批 (2014 年)	数字化 X 线机 (平板 DR)、台式彩色多普勒超声波诊断仪和全自动生化分析仪
第二批 (2016 年)	医用磁共振成像设备 (MRI)、X 射线计算机断层摄影设备 (CT)、全自动血细胞分析仪、血液透析机、呼吸机、麻醉剂和自动分药机 (门诊)
第三批 (2017 年)	医用直线加速器、伽玛刀 (γ-射线立体定向治疗系统, 头部)、数字减影血管造影机、化学发光免疫分析仪、高强度聚焦超声肿瘤治疗系统等 10 个品目
第四批 (2018 年)	多参数监护仪、彩色多普勒超声波诊断仪 (含便携式)、3.0T 磁共振、数字化 X 线机 (含移动式)、全自动生化分析仪、微生物鉴定和药敏仪、血培养仪、血凝仪、体外冲击波设备、腔镜切割吻合器、激光治疗仪、光子治疗仪
第五批 (2019 年)	眼科光学相干断层扫描仪、医用内窥镜、数字化乳腺 X 线机、PET-MR、PET-CT、全自动尿液分析工作站、全自动组织脱水机、全自动封片机、全自动数字化切片扫描仪、高频手术系统、认知评估与训练系统、四肢联动康复治疗仪、心脏除颤器、输注设备、CT、MRI、呼吸机、麻醉机、血透设备、血细胞分析仪、自动发药机

资料来源：中国医学装备协会，光大证券研究所

值得注意的是，医疗设备存在一定的更新周期，大建设浪潮之后往往伴随着需求疲软期，在这段时间，优质企业往往可以持续增长，脱颖而出。

2) 质：国产器械有望加速技术突破、进口替代

国产器械有望加速实现技术突破、进口替代，进军高端医院。高端医院仍然是医疗器械市场的主战场，其相对更加看重产品的技术水平。虽然国产企业近年正逐步在各类医疗器械领域实现技术突破，但在 CT、核磁、生化诊断仪器、化学发光、分子诊断等众多领域仍与国际一流产品技术有较大差距。2020 年 3 月 2 日，习总书记指出：“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可控。”我们预计我国高端医疗器械产业将持续获得政策支持，有望借势实现核心技术突破。5 月 6 日，工信部批复组建国家高性能医疗器械创新中心，股东包括迈瑞生物、联影医疗、先健科技等。创新中心将聚焦高端医学影像、体外诊断和生命体征监测、先进治疗、植介入器械、康复与健康信息等重点方向，着力打通原理和技术、关键材料、关键器件、系统和产品等研发和产业化链条。

表 13：国产医疗器械正在多个细分领域取得突破

细分领域	18 年市场空间 (进院价)	同比增速	18 年外资市占率	出厂价	终端收费方式	终端收费主管部门	招标主管机构	主要国产企业
化学发光	620 亿	超 20%	85%	45 扣	检验服务费	医保局	医保局	迈瑞医疗、安图生物、迈克生物、新产业
灌流器	13 亿	30%	10%	80 扣	耗材费	医保局	医保局	健帆生物、威高股份
支架	150 亿	15%	20%	45 扣	耗材费	医保局	医保局	乐普医疗、微创医疗、蓝帆

								医疗
骨科	250 亿	15%	50%	30 扣	耗材费	医保局	医保局	大博医疗、威高股份、凯利泰、春立医疗、爱康医疗、微创医疗
超声设备	110 亿	10%	近 80%	50 扣	检验服务费	医保局	卫健委	迈瑞医疗、开立医疗、理邦仪器

资料来源：迈瑞医疗、安图生物、健帆生物、乐普医疗、大博医疗、开立医疗等公司公告、光大证券研究所估算

注：出厂价一列中的“XX 扣”，表明相对于进院价的 XX%。

重点推荐：安图生物、迈瑞医疗。建议关注：健帆生物、乐普医疗、威高股份（H）、南微医学、心脉医疗、开立医疗、万孚生物、万东医疗、理邦仪器等。

3.7、医疗服务及耗材：消费类医疗需求显著回暖，国产龙头有望获益耗材集采

1) 医疗服务

民办专科医院可起到分流和支持作用，疫情后专科医院数量激增。疫情中，民营医院不仅可以起到分流综合医院患者避免大量交叉感染的作用，还可尽其所能提供医务人员参与救治。非典过后，随着国家鼓励社会办医的步伐不断加快，医疗服务行业也进入了快速发展期，民营专科医院数量由 2003 年的 629 家已上升至 2018 年 6155 家，CAGR 高达 15.33%。

医疗服务受疫情影响较大，全年恢复可能是一个渐进的过程。目前 A 股医疗服务类上市公司里眼科专科医院是最可能最先恢复的，因为眼科细分类别较多，且高毛利项目如视光、屈光存在一定刚性需求（青少年近视、高考等因素）。并且眼科的项目恢复情况较牙科更快，牙科的正畸和种植在四月下旬考虑到操作安全性仍处在逐渐恢复过程中。体检则考虑到今年企业复工推迟，相关体检需求可能会延后，经济增速下行背景下客单价提升也有一定困难。尽管部分企业存在降低成本，将体检从公立医院转移到民营体检机构的可能，但很难量化测算其对冲影响。

2) 医用耗材

医用耗材招投标重启，院内需求有望逐步恢复。疫情期间各地住院率显著下降，相关医用耗材需求大幅萎缩，直接导致相关企业一季报业绩出现下滑。但进入四五月以后，全国公立医院住院率已基本恢复到 2019 年同期水平，耗材需求量回复迅速。此外，受疫情停滞的医院招投标工作也已经陆续恢复，疫情影响正逐步消散。

医用耗材集采大幕拉开，寻找存在以价换量逻辑的国产龙头。自 2019 年开始的医用耗材集采已进入常规化阶段，范围也从江苏、安徽等地的骨科、人工晶体的高值耗材扩展到全国性的普通、高值耗材集中采购。尽管各地政策仍有些许不同，但医保控费理念在医用耗材领域已得到了充分体现。我们判断两类企业有望在耗材集采中获益：

1) 规模化龙头，依靠成本优势迅速扩大市场份额。对于降幅较大的普通耗材或国产化率较高的高值耗材，已经具备一定规模化优势的龙头企业有望依靠明显的成本优势迅速成为行业绝对龙头，短期阵痛后有望长期受益。对于某些集中度较低的细分行业龙头还有望在短期与长期均实现“以价换量”。

2) 国产化率较低细分行业，国产龙头企业有望利用性价比优势抢占外资份额。对于国产化率较低的高值耗材，如心血管器械（冠脉支架除外）、骨科关节等，国产龙头企业有望利用性价比优势快速抢占外资份额。

消费类耗材需求快速回升，疫情过后国产品牌或更受益。以角膜塑形为例，疫情期间青少年采取网课形式学习，用眼频率大幅上升，由此带来的近视防控需求有望快速释放。随着海外疫情的扩散，角膜塑形镜外资品牌的生产供货均受到影响，部分区域已出现外资品牌脱落的现象。高性价比供货快的国产品牌有望借机抢占市场份额。

重点推荐：欧普康视、康德莱、威高股份（H）。建议关注：爱尔眼科、通策医疗、凯利泰、大博医疗、佰仁医疗、微创医疗（H）、爱康医疗（H）、春立医疗（H）、沛嘉医疗（H）、启明医疗（H）、康德莱医械（H）等。

3.8、生长激素：刚需诊疗快复苏，长期前景乐观

疫情期间综合型医院除发热科室外，整体诊疗量的下降对非紧迫性的消费医疗的新患开发带来一定阶段性影响，例如生长激素等。疫情结束后，我们判断，消费医疗中具有“刚性”治疗属性的项目随着诊疗量复苏，将很快恢复销售，甚至释放前期压制的刚性需求。

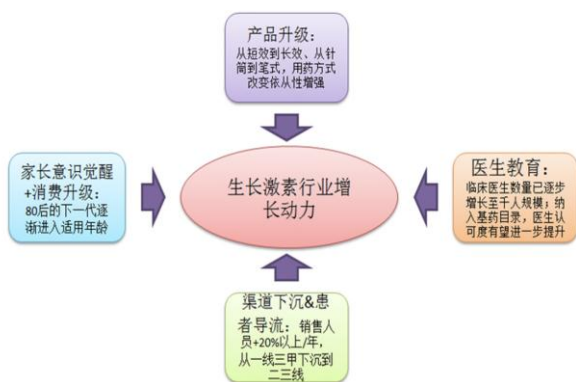
存量：持续用药不受影响，发货维持高增长。生长激素持续用药场景是家庭注射，因此疫情期间对存量患者持续用药影响不大，从生长激素龙头公司2020年一季度业绩情况看，行业整体销售额维持30%左右高速增长。

增量：新患走出低点逐步向好，疫情后快速恢复。生长激素作为儿童长高的偏刚性消费需求，因为疫情错过寒假诊治的儿童在“解禁”之后，被压制的诊疗需求逐步释放。我们推测，4月开始行业新患增速将逐月提升。与此同时，后疫情时代部分患者会考虑以长效替代短效，以减少就医的频次，从而拉动长效剂型的市场开发。

行业天花板极高，新适应症开发才刚刚开始。生长激素2019年国内市场规模60亿元，根据我们测算，儿童长高适应症的市场空间可达200-300亿元。长期看，随着儿童内分泌管理、辅助生殖、抗衰老等新适应症的开发，天花板将继续被打开。

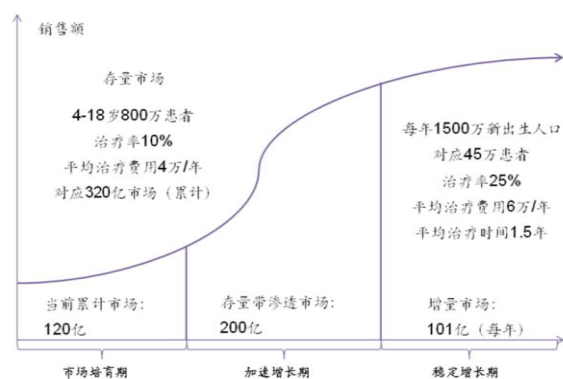
重点推荐：长春高新。建议关注：安科生物。

图 47：生长激素行业增长动力示意图



资料来源：光大证券研究所绘制

图 48：生长激素市场空间预测示意图



资料来源：国家统计局，中国儿童生长发育高峰论坛，光大证券研究所预测

注：具体测算过程请参见《生长激素步入快车道，打造中国生物药龙头——长春高新（000661.SZ）投资价值分析报告》

4、投资建议

20M1-5 回顾：医药相对优势突出，板块表现优异。虽因疫情隔离措施严格、医院停诊等影响，致 20Q1 医药制造业整体受到了冲击，但抗疫相关领域结构性受益明显，总体医药上市公司 20Q1 业绩表现相对突出。同时因医疗产品刚需属性突出，短期受损的领域在疫情之后也有望快速恢复，因此医药板块受到机构青睐，20M1-5 表现优异。

以史为鉴：重大疫情往往带来医药产业变革。过往近 20 年重大疫情对我国医疗卫生体系及医药产业带来了深远的影响，导致了药品、医疗和支付等几乎产业链全环节的变革，继而引发产业变革。以 SARS 为例，其引发了医药产业内部结构的深刻变化，除了医疗设备、疫苗、血制品等疫情防护和诊疗相关产品加速普及之外，一些新业态也借势迎来了产业化“元年”，如安评 CRO、ICL 等。

展望未来：新冠疫情有望带来长期受益，刚性需求有望快速复苏。3 月以来重磅文件频出，后疫情时代我国医疗体系政策将继续在三个方向加速推进：药品方面，加强监管、鼓励创新；医疗方面，提高医疗规范性、可及性；支付方面，提高支付能力、效率。在政策加速推进的过程中，医疗防护、医疗硬件、疫苗、血制品、CXO 等将加速普及，互联网医疗等新业态迎来大发展；另外，随着国内疫情走向尾声，作为内需中的刚需，医疗服务和耗材、生长激素等子行业有望快速复苏。

投资建议：“疫”后寻机，“长受益+快复苏”两大主线。疫情终将过去，战胜疫情之后社会将更具有韧性。重大疫情之于社会、产业的冲击影响是短期的，然而其带来的产业变革重塑却是深远的，医药产业更是如此。我们建议关注“长受益+快复苏”两大主线：

- 1) **长受益**：后疫情时代，医药中的多个子行业有望借此实现快速普及、升级，建议关注 CXO、疫苗、血制品、互联网医疗、医疗防护、医疗硬件等长受益方向，推荐药明康德、药石科技、凯莱英、智飞生物、双林生物、大参林、平安好医生（H）、英科医疗、安图生物、迈瑞医疗、润达医疗。
- 2) **快复苏**：另外，因为疫情被暂时延后的需求可能在后疫情时代快速复苏，建议关注医疗服务和耗材、生长激素等快复苏方向，推荐欧普康视、康德莱、威高股份（H）、长春高新。

表 14：医药行业 2020 年下半年投资策略 A+H 组合盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
603259.SH	药明康德	81.77	1.12	0.98	1.45	73	83	56	7.8	9.9	8.7	买入	维持
300725.SZ	药石科技	104.50	1.05	1.48	2.13	99	71	49	20.4	16.2	12.5	买入	维持
002821.SZ	凯莱英	222.00	2.39	3.18	4.41	93	70	50	16.9	14.1	11.4	买入	首次
300122.SZ	智飞生物	86.96	1.48	2.16	2.91	59	40	30	23.7	16.9	11.3	买入	维持
000403.SZ	双林生物	67.55	0.59	0.86	1.36	115	78	50	23.0	18.4	13.8	买入	维持
603233.SH	大参林	79.79	1.30	1.77	2.18	61	45	37	10.2	8.9	7.7	买入	维持
1833.HK	平安好医生	96.10	-0.69	-0.65	-0.53	NA	NA	NA	10.6	11.4	12.1	买入	维持
300677.SZ	英科医疗	81.59	0.81	2.40	2.48	101	34	33	11.0	8.8	7.3	买入	维持
603658.SH	安图生物	153.00	1.84	2.21	3.10	83	69	49	25.1	21.0	15.8	买入	维持
300760.SZ	迈瑞医疗	273.83	3.85	4.73	5.66	71	58	48	17.9	14.8	12.0	买入	维持
603108.SH	润达医疗	12.94	0.53	0.65	0.86	24	20	15	2.7	2.4	2.1	买入	维持
300595.SZ	欧普康视	62.49	0.51	0.61	0.86	115	96	68	26.6	21.6	16.8	增持	维持
603987.SH	康德莱	15.17	0.39	0.47	0.59	38	31	25	4.0	3.7	3.4	买入	维持
1066.HK	威高股份	14.01	0.41	0.51	0.61	34	27	23	3.7	3.4	3.0	买入	维持
000661.SZ	长春高新	680.39	8.77	14.38	18.73	78	47	36	13.7	10.2	8.2	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日，汇率 1HKD=0.901RMB，港股公司数据均换算为人民币

5、重点个股

5.1、药明康德（603259.SH）：新冠疫情危中有机，一体化龙头有望再上台阶

公司是国内医药产业中唯一在全球范围内竞争中走出来的第二大临床前 CRO 公司。公司成立于 2000 年，凭借着国内成本和人力资源优势，公司大量承接外资药企的创新研发外包需求，在与全球临床前 CRO 公司的竞争中脱颖而出，逐步成长为全球第 8 大 CRO 公司，临床前业务规模为全球第二。目前，公司拥有遍布全球的 26 个研发基地/分支机构。公司 2019 年实现收入 129 亿、归母净利润 18.5 亿，分别同比增长 34%、-18%。20Q1 收入 32 亿、归母净利润 3.0 亿，分别同比增长 15%和-22%。归母净利润增速较低原因在于公允价值变动收益基数较高。

平台化布局协同效果显著，公司助力全球创新浪潮。依托于 CRO 业务的延伸价值，公司正逐步构建了药物全生命周期的服务能力，目前已布局临床前

CRO、临床 CRO、CMO 等环节。2019 年临床前 CRO 收入同比保持接近 30% 增长；CMO 收入同比增长 39%；临床 CRO 收入同比增长 82%。另外，公司也在积极投资创业期公司，可以理解为融资服务。在研发分散化浪潮下，公司凭借融资服务、CRO、CMO 一站式服务能力，将为有创新需求的药企赋能，助力全球创新浪潮。

疫情危中有机，一体化龙头有望再上台阶。全球疫情持续扩散，市场担忧影响公司海外客户订单。另外，疫情可能对全球经济造成冲击，继而影响全球一级市场 Biotech 融资。我们认为，不必悲观：1) 研发外包率提升；2) 海外疫情扩散可能影响外资 CRO 业务开展，国内 CRO 有望借此进一步扩大全球市场份额。在 2008 年，药明康德就是借机快速整合行业，业绩反而快速增长，迅速成为内资中的医药外包龙头。2019 年底，公司在手现金和交易性金融资产合计 69 亿元。另外，公司新公告了 65 亿元的定增计划，公司后续的行业整合值得期待。3) 国内需求增加；4) 行业长期趋势不变。

盈利预测与投资评级：作为医药外包平台型龙头，充分受益全球创新浪潮。我们维持公司 2020-22 年收入和净利润预测，考虑到股本增加，我们调整 2020-22 年 EPS 预测为 0.98/1.45/1.97 元（原为 1.37/2.03/2.76 元），分别同比增长 22%/48%/36%。现价对应 20-22 年 PE 为 83/56/42 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续风险；药企研发投入不及预期；竞争加剧。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	9,614	12,872	16,095	20,466	26,152
营业收入增长率	23.80%	33.89%	25.04%	27.16%	27.78%
净利润（百万元）	2,261	1,855	2,265	3,353	4,550
净利润增长率	84.22%	-17.96%	22.13%	48.02%	35.72%
EPS（元）	1.94	1.12	0.98	1.45	1.97
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.78%	10.71%	11.91%	15.47%	18.06%
P/E	42	73	83	56	42
P/B	5.4	7.8	9.9	8.7	7.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日，汇率取“1 港币=0.901 人民币”

5.2、药石科技（300725.SZ）：立足化药研发痛点，助推全球 better 类创新

全球领先的分子砌块提供商。公司成立于 2006 年，目前已经成为分子砌块领域的全球领先企业，主要服务于全球化药的 me-better、FIC 创新。公司的分子砌块库是在核心团队多年一线药物研发经验基础上构建而来，具有极高的技术壁垒。公司 2019 年实现收入 6.62 亿元、归母净利润 1.52 亿元，2013-2019 年 CAGR 分别为 50%、42%，持续较高增长。20Q1 实现收入 1.71 亿、归母净利润 0.28 亿，分别同比增长 12%、-19%，环比降速原因在于疫情和股权激励费用综合影响。

远期：解决痛点，分子砌块渗透 400 亿美元市场，平台化在路上。分子砌块库解决痛点，催生化药第二春。研发分散化下，药石正逐步渗透全球分子砌块 400 亿美元市场。分子砌块库延伸价值显著，新药平台应运而生，标志着

药石正从服务客户向培育客户转变，此举大大降低了 me-better、FIC 创新的门槛，将拓展药石的目标客户群，尤其是国内传统药企。

中期：研发为核+产能助力，支撑未来 4 年 CAGR 超 30%。药石收入随客户的研发管线推进而放量，关键在获客、中选、绑定能力。研发为核+产能助力，药石三环节能力持续提升。中性假设下，预计 2023 年药石收入有望突破 20 亿元，2019-23 年收入 CAGR 超 30%。

短期：多因素持续改善，2020 年值得期待。2019 年公司业绩压力较大：2018 年 Loxo 大单导致高基数；晖石、药建康科、安纳康（新药平台）亏损；新增股权激励费用。但我们看到诸多因素在不同程度改善，后续业绩有望重回快车道：Loxo-292 项目即将商业化；晖石 19H1 亏损约 1700 万，19H2 仅亏损 200 多万；药建康科已经向 FDA 申报第一个 ANDA；安纳康即将开展合作。另外，公司储备项目丰富，2019 年公斤级以下订单收入同比增长 32%。

盈利预测与投资评级：公司作为分子砌块龙头，随着客户管线推进，业绩将持续较高增长。我们维持公司 20-22 年 EPS 预测为 1.48/2.13/2.83 元，分别同比增长 41%/44%/33%，现价对应 20-22 年 PE 为 71/49/37 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情扩散；企业研发投入不及预期；竞争加剧。

业绩预测和估值指标

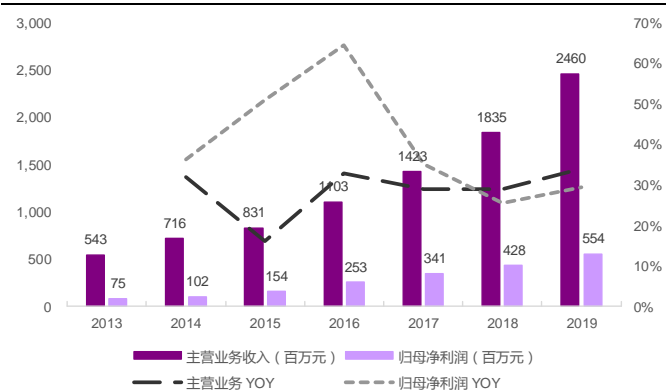
指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	478	662	933	1,257	1,625
营业收入增长率	75.02%	38.47%	40.93%	34.73%	29.20%
净利润（百万元）	133	152	214	308	409
净利润增长率	98.52%	14.03%	40.58%	44.27%	32.76%
EPS（元）	0.92	1.05	1.48	2.13	2.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.24%	20.53%	22.92%	25.50%	26.04%
P/E	113	99	71	49	37
P/B	19.2	20.4	16.2	12.5	9.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

5.3、凯莱英（002821.SZ）：化药 CDMO 龙头，业务延伸增长动能强劲

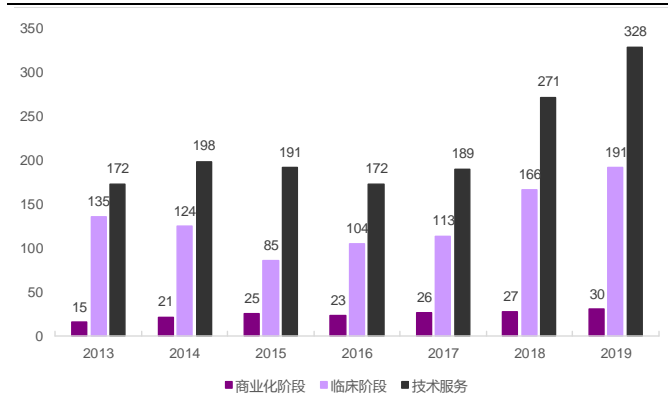
业绩大幅增长，“漏斗效应”逐步显现。公司是一家全球领先的服务于新药研发和生产的 CDMO 一站式综合服务商，为国内外大中型制药企业、生物技术公司提供高质量的研发与生产服务，助推创新药的临床研究和商业化应用。2019 年，公司的技术服务/临床阶段/商业化阶段项目数量为 328/191/30，临床阶段项目不断向商业化阶段项目导入，订单持续性较高，带动公司业务快速增长。2019 年，公司的主营业务收入达到 24.6 亿元，同比增长 34%；公司的归母净利润达到 5.54 亿元，同比增长 29%，“漏斗效应”显现。研发方面，公司持续加大研发投入，2019 年公司的研发支出达到 1.9 亿元，同比增长 24%；研发人员达到 1838 人，占员工总数的 47.9%。公司自主研发的核心技术，连续性反应技术和生物转化技术处于全球领先地位，持续释放技术优势，帮助客户提高研发效率降低成本。

图 49：公司主营业务收入和归母净利润（2013-2019）



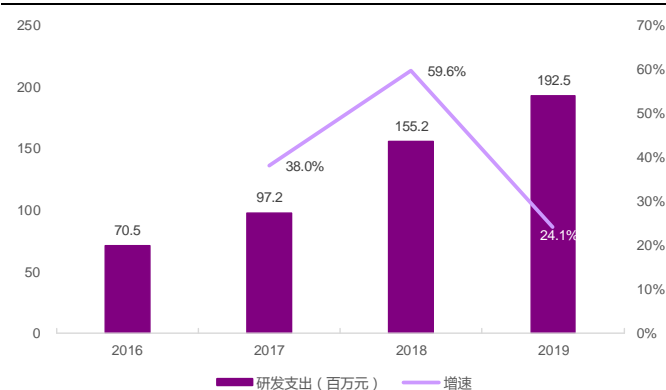
资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 50：公司各阶段项目数（2013-2019）



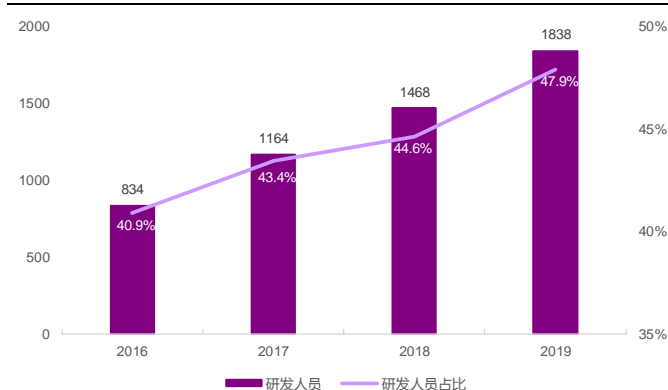
资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 51：公司研发支出（2016-2019）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 52：公司研发人员和占公司总人数（2016-2019）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

业务延伸拓展，后续增长动能强劲。业务延伸分为几个方面：1) **小分子**：从 cGMP 中间体逐渐延伸至 API/制剂领域，主要服务国内中小型创新药企，2019 年，公司承接 API+制剂项目 22 个，注射剂业务正式开展，首月承接 8 个新药临床项目；2) **成长型业务和战略性业务**：基于小分子创新药 CDMO 领域的优势和客户网络，向化学大分子、生物技术、生物大分子和临床 CRO 等方向延伸；3) **“VIC 模式”为公司持续蓄能**：公司投资“三一众志成城”和“海河凯莱英基金”，专注生物医药创新领域的股权投资，目前已完成了包括小核酸新药公司苏州瑞博生物在内的多项投资标的的交割，可以同时获取订单收入和投资收益。

表 15：公司成长型和战略性业务进展情况

业务	服务范围	进展情况	
成长型业务	化学大分子	多肽、寡核苷酸、多糖等研发和生产	<ul style="list-style-type: none"> 2019 年提交 6 项技术开发相关专利申请； 完成 20 余个多肽订单项目； 多肽-药物偶联体、高分子药物偶联体、ADC、寡/多聚糖等方面也取得技术突破和多个订单承接。
	生物技术	高效酶筛选、开发和进化平台	<ul style="list-style-type: none"> 酶库持续优化总量超过 1000 个，50%拥有自主知识产权； 完成 16 个酶固定化，涵盖 8 个酶种类； 2019 年应用生物转化技术项目近 30 个。
战略型业务	TICCR	临床 CRO（包括注册类临床研究、上市后临床研究、真实世界研究及临床科研等服务）	<ul style="list-style-type: none"> 2019 年 5 月，发起组建的“天津市药物临床研究技术创新中心（TICCR）”获批启动；

		<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2019年6月，完成首批战略客户签约。
生物大分子	生物药开发（包括细胞株构建/筛选，上下游工艺开发，制剂处方开发，成品药灌装/冻干工艺开发以及整体 IND 开发等）	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 2019年11月，“金山生物技术研发中心”启动运营； ➤ PD 研发及分析实验室建成并投入使用； ➤ 生物药开发技术平台搭建完成，初步具备抗体类生物药开发项目能力。

资料来源：公司年报，光大证券研究所

引入高瓴作为战略投资者，长期业绩增量可见。公司引入高瓴资本作为战略投资者，同时签署附条件生效的战略合作协议。协议规定，在协议生效后的战略合作期（协议生效后 36 个月）内，为公司带来累计不低于 8 亿元的订单。高瓴资本在医疗健康，尤其是生物医药领域布局广泛，与公司业务具有协同效应。公司引入高瓴作为战略投资者，可以为公司带来市场渠道、临床研究业务和公司整体战略等多方面协同资源，提高公司产品与服务竞争力，提升公司服务客户的广度和深度。我们认为，基于 CDMO 模式的高客户粘性，此次合作未来带来的订单增量将远不止 8 亿元。

关键假设：

- 1) 商业化阶段项目：与再鼎医药合作的尼拉帕利项目进入商业化阶段，我们认为伴随公司临床早期项目不断向商业化转化，公司商业化阶段订单数量不断增长，20-22 年收入同比增长 21%/23%/24%。
- 2) 临床阶段项目：随着中小型创新药客户的不断扩充，我们认为公司临床阶段项目数量将大幅增加，带动公司临床阶段收入增长，20-22 年收入同比增长 38%/32%/44%。
- 3) 技术开发服务：随着公司广泛开展临床前技术开发服务，加强早期项目导流，我们预计公司技术开发服务 20-22 年收入同比增长 27%/26%/21%。
- 4) 其他业务：基本保持稳定。

表 16：凯莱英主营业务拆分预测表

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1103.2	1423.0	1834.9	2460.0	3151.7	4015.9	5328.2	6544.2	7934.6
营业收入 YOY	33%	29%	29%	34%	28%	27%	33%	23%	21%
营业成本（百万元）	533.9	686.7	981.7	1340.6	1632.6	2079.1	2761.0	3389.7	4128.7
毛利率 %	52%	52%	46%	46%	48%	48%	48%	48%	48%
1. 定制研发生产（CDMO）									
营业收入（百万元）	1043.5	1294.1	1630.5	2224.3	2853.6	3640.3	4873.6	5971.4	7333.1
营业收入 YOY	32%	24%	26%	36%	28%	28%	34%	23%	23%
占总营收比例 %	95%	91%	89%	90%	91%	91%	91%	91%	92%
营业成本（百万元）	512.8	646.6	903.7	1252.0	1528.2	1947.5	2601.8	3189.1	3918.0
毛利率 %	51%	50%	45%	44%	46%	47%	47%	47%	47%
1.1 商业化阶段									
营业收入（百万元）	619.5	766.5	1044.5	1222.8	1476.5	1819.1	2251.1	2798.2	3493.5
营业收入 YOY	93%	24%	36%	17%	21%	23%	24%	24%	25%
营业成本（百万元）	316.2	375.6	560.4	714.7	812.1	1000.5	1238.1	1539.0	1921.4
毛利率 %	49%	51%	46%	42%	45%	45%	45%	45%	45%
1.2 临床阶段									
营业收入（百万元）	424.0	527.7	586.0	1001.5	1377.1	1821.2	2622.5	3173.2	3839.6

营业收入 YOY	-10%	24%	11%	71%	38%	32%	44%	21%	21%
营业成本 (百万元)	196.6	271.0	343.3	537.3	716.1	947.0	1363.7	1650.1	1996.6
毛利率 %	54%	49%	41%	46%	48%	48%	48%	48%	48%
2. 技术开发服务									
营业收入 (百万元)	59.7	128.2	202.2	235.6	298.1	375.5	454.4	572.6	601.2
营业收入 YOY	46%	115%	58%	17%	27%	26%	21%	26%	5%
营业成本 (百万元)	21.2	38.5	77.4	88.6	104.3	131.4	159.0	200.4	210.4
毛利率 %	65%	70%	62%	62%	65%	65%	65%	65%	65%
3. 其他业务									
营业收入 (百万元)	0.0	0.7	2.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
营业收入 YOY	-99%	59724%	215%	-97%	40%	40%	40%	40%	40%
营业成本 (百万元)	0.0	1.7	0.6	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3
毛利率 %	-86%	-141%	73%	0%	5%	5%	5%	5%	5%

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

盈利预测、估值与评级:

公司是小分子 CDMO 龙头, 产业链不断延伸, 后续增长动能强劲, 引入高瓴作为战略投资者为公司业绩带来可见增量。我们预测公司 20-22 年 EPS 为 3.18/4.41/5.74 元, 分别同比增长 33%/39%/30%, 现价对应 20-22 年 PE 为 70/50/39。

我们选择 A 股的其他医药外包公司药明康德/泰格医药/药石科技/博腾股份/九洲药业作为可比公司。可比公司当前股价对应 2020 年 PE 均值为 60 倍, 公司当前股价对应 2020 年 PE 为 70 倍, 公司作为小分子 CDMO 龙头享受一定溢价。首次覆盖, 考虑到公司是小分子 CDMO 龙头, “漏斗效应”显现, 产业链向后延伸增长动能强劲, 同时引入高瓴资本长期增量可见, 给予“买入”评级。

表 17: 凯莱英与可比公司主要指标

代码	公司	2020/6/5 收盘价(元; 前复权)	EPS (元)				PE (倍)				市值 (亿元)
			19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	
603259.SH	药明康德	81.77	1.12	1.56	2.09	2.69	73	52	39	30	1,695
300347.SZ	泰格医药	84.72	1.13	1.42	1.84	2.37	75	60	46	36	635
300725.SZ	药石科技	104.50	1.06	1.36	1.88	2.52	99	77	56	41	151
300363.SZ	博腾股份	26.51	0.35	0.45	0.61	0.80	76	59	44	33	144
603456.SH	九洲药业	24.88	0.30	0.45	0.71	0.89	83	55	35	28	200
平均值							81	60	44	34	
002821.SZ	凯莱英	222.00	2.39	3.18	4.41	5.74	93	70	50	39	514

资料来源: Wind, 可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期, 凯莱英盈利情况为光大证券研究所预测

风险提示: 商业化订单放量不及预期; 战略大客户产品销量下滑导致公司订单规模下降。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,835	2,460	3,298	4,225	5,384

营业收入增长率	29%	34%	34%	28%	27%
净利润 (百万元)	428	554	736	1,021	1,327
净利润增长率	25%	29%	33%	39%	30%
EPS (元)	1.86	2.39	3.18	4.41	5.74
ROE (归属母公司) (摊薄)	17%	18%	20%	23%	24%
P/E	120	93	70	50	39
P/B	20	17	14	11	9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 6 月 5 日

5.4、智飞生物 (300122.SZ) : EC 与微卡有望成为大品种, 研发管线进入收获期

全球首创肺结核筛查与预防性疫苗 EC 诊断试剂已获批, 微卡即将获批。目前, 预防用微卡与 EC 诊断试剂已完成现场检查, 微卡于 2019 年 12 月 31 日进入第 2 轮补充资料, 预计即将获批上市。中国目前仍是全球 30 个结核病高负担国家之一, 过去 5 年全国结核病防治投入经费近 80 亿元。当前结核病发病数 83 万例/年, 发病率 60.52/10 万人。按照中国对 WHO 承诺到 2035 年率需降低 90%。我们认为, EC 诊断试剂盒微卡产品组合上市后, 若配合职工体检、青少年入学体检推行, 有望实现超预期销售。

EC+微卡组合有望实现超 50 亿销售, 成为重磅品种。2019 年 2 月, 教育部、国家卫生健康委发布《普通高等学校传染病预防控制指南》要求将结核病筛查作为入学新生体检的必查项目, 指南于 2019 年 7 月 1 日开始执行。而在此前, 已经有北京、山东、江西等多个地方将结核检查纳入入学体检必查项目, 同时不仅针对高等学校, 中小学入学人群也在体检必查之列。根据教育部公布的数据, 全国每年小学、初中、高中和大学的新入学人数相加约为 7000 万人, 每年新入职员工人数大体测算在 3000-4000 万人。假设 EC 诊断试剂对 PPD 的替代率为 20%; 筛查结果的阳性率为 15%-20%; EC 检测阳性人群的微卡接种率为 20%, 据此测算我们认为 EC 检测试剂的市场空间为 2~11 亿元, 预防用微卡的市场空间为 66~88 亿元。

新冠疫苗研发顺利推进, 多个自产疫苗即将进入收获期。智飞龙科马与中国科学院微生物研究所合作的 2019-nCoV 重组蛋白亚单位疫苗研发, 已进入动物实验阶段, 进度上处于国内第一梯队。其他自产品种如 23 价肺炎疫苗、四价流感病毒裂解疫苗、冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞) 正在推进 3 期临床, 有望于今年报产; 组分百白破、EV71、四价重组诺如病毒疫苗 (毕赤酵母) 已获批临床试验。随着自主研发品种逐步推进, 公司将具备丰富的自产梯队, 将成为自产+代理双轮驱动增长的疫苗大平台。

盈利预测与估值: 公司重磅自产疫苗即将进入上市收获期, 核心代理品种处于高速放量期, 我们维持 20-22 年 EPS 预测为 2.16/2.91/3.63 元, 现价对应 PE 为 40/30/34 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 冻干三联苗获批进度低于预期; 微卡上市与推广低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	5,228	10,587	15,224	18,982	23,500
营业收入增长率	289.43%	102.50%	43.80%	24.68%	23.81%

净利润 (百万元)	1,451	2,366	3,458	4,659	5,814
净利润增长率	235.75%	63.05%	46.11%	34.73%	24.80%
EPS (元)	0.91	1.48	2.16	2.91	3.63
ROE (归属母公司) (摊薄)	34.71%	41.17%	41.14%	39.17%	36.04%
P/E	95	59	40	30	34
P/B	29.8	21.7	14.8	10.5	7.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 6 月 5 日

5.5、双林生物 (000403.SZ) : 股权激励彰显信心, 并购重组有望带来跨越式发展

激励方案彰显信心, 团结共促长远发展。公司于 2020 年 4 月发布激励计划草案, 并于 2020 年 5 月 19 日首次授予股权激励权益, 股票期权首次授予 181.5 万份, 首次行权价格为 39.22 元/份; 限制性股票首次授予 181.5 万股, 价格为 19.61 元/股。解除限售和期权行权的业绩考核要求为, 2020-2022 年净利润触发值分别为 1.62/3.00/4.00 亿元, 目标值为 2.00/3.70/5.00 亿元。本次激励计划彰显了管理层的信心, 将充分调动董事、高管和核心技术/业务人员的积极性, 将股东、公司和核心团队的利益相结合, 共同促进公司的长远发展。

收购派斯菲科及与新疆德源建立合作, 采浆量将跻身第一梯队。公司于 2020 年 5 月披露重组预案, 拟收购派斯菲科 100% 股权, 业绩承诺方承诺派斯菲科 2020~2022 年净利润分别不得低于人民币 8500 万元、13500 万元、22000 万元。派斯菲科目前拥有 10 家正式运营的单采血浆站, 此外尚可在 10 个指定的县及县级市中设置浆站。加上双林现有的 13 家单采血浆站, 公司在交易完成后将拥有 23 家单采血浆站。2019 年派斯菲科采浆量约 240 吨, 双林生物采浆量突破 400 吨。与新疆德源的合作则提供了 5 个浆站的供浆。预计 2~3 年内, 公司的自有+外部合作浆站将接近 30 个, 且有 10 个新增浆站名额, 采浆规模有望超过 1000 吨, 跻身国内血制品第一梯队。

收购带来品种优势互补, 后续产品线持续拓宽。交易前双林生物有 6 个品种 (人血白蛋白、静丙、肌丙、乙免、破免、狂免), 派斯菲科有 9 个品种 (人血白蛋白、静丙、冻干静丙、肌丙、纤原、乙免、破免、狂免、静注乙免)。派斯菲科的人纤维蛋白原生产技术行业领先, 收率在业内位居前列。通过此次交易, 公司的产品结构进一步拓宽, 新补充冻干静丙、纤原和静注乙免三个品种, 进军凝血因子类产品。在研品种也有互补效应, 整体产品梯队将得到强化。

盈利预测、估值与评级: 随着公司治理结构的完善、历史遗留问题逐步清理, 公司的发展逐渐步入正轨, 规模将持续扩大、血浆综合利用率持续提升, 并购与合作将带来较大的成长空间, 未来有望进入快速增长期。维持公司 2020-2022 年的 EPS 预测为 0.86/1.36/1.79 元, 同比增长 47%/57%/31%, 现价对应 PE 为 78/50/38 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 采浆量低于预期; 血制品价格波动; 在研血制品进度慢于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	860	916	1,036	1,294	1,583

营业收入增长率	25.46%	6.49%	13.15%	24.93%	22.32%
净利润 (百万元)	80	160	236	371	487
净利润增长率	270.34%	100.60%	46.83%	57.48%	31.20%
EPS (元)	0.29	0.59	0.86	1.36	1.79
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.54%	20.05%	23.49%	27.72%	27.51%
P/E	230	115	78	50	38
P/B	28.9	23.0	18.4	13.8	10.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 6 月 5 日

5.6、大参林 (603233.SH) : 扎根两广布局全国, 加速扩张势头强劲

扎根两广, 异地扩张加速, 转债发行助力持续扩张。公司扎根两广, 为华南地区绝对龙头。截至 2020Q1, 公司共有门店 4885 家, 覆盖 10 个省份。2019 年日均坪效 85.97 元/平方米 (含税), 同比提升 1.06%。剔除并购因素, 2019 年公司内生收入和利润增速约为 20% 和 25%, 保持高速增长态势。公司 3 月 20 日公告拟发行不超 14.05 亿元可转债用于医药零售门店建设项目等, 其中超 6 亿元将直接用于门店建设, 保守估计可支撑接近 1000 家门店扩张。此外, 公司计划加强广西、江西等基地建设, 省外扩张持续加速, 2020 年计划自建和并购共 1000 家门店 (不含加盟), 业绩有望维持高增长。

一季度业绩领跑行业, 中药占比高成优势。公司在疫情中表现突出, 所有门店均保持开业状态。除母婴类、保健品类出现下滑外, 主要品种均实现上涨, 同店增速达到 15%-20%。由于公司主营区域在两广地区, 中药消费占比高, 中药在疫情中消费量大增且未受政府限价影响。公司 2020Q1 实现营业收入 33.62 亿元 (+30.39%); 归母净利润 2.80 亿元 (+52.28%); 归母扣非净利润 2.71 亿元 (+28.35%), 业绩表现领跑药店板块。

区域政策友好, 慢病发力集采不利影响减弱。大参林的主战场广东对零售药店政策较为友好, 2019 年 11 月广东省出台新政, 明确将医保定点零售药店纳入慢病用药供应体系, 慢病药房审批放开, 零售药店被纳入“三医联动”体系。此外, 广东还将零售药店的医保药品纳入省级集中采购, 消除价格倒挂。在这些友好政策下, 大参林有望利用慢病药物提升销售规模, 加速接收处方外流, 营收有望持续稳定增长。

公司聚焦华南市场, 精细化管理能力强, 盈利能力强劲, 未来新建和并购均有提速空间, 可确保稳健成长, 我们看好长期成长带来的投资价值。维持 2020~22 年 EPS 预测为 1.77/2.18/2.65 元, 现价对应 20~22 年 PE 为 45/37/30 倍。维持“买入”评级。

风险提示: 并购药店业绩不达预期; 新开和并购外延速度不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,859.27	11,141.17	14,229.63	17,365.13	21,226.43
营业收入增长率	19.38%	25.76%	27.72%	22.03%	22.24%
净利润 (百万元)	531.63	702.66	967.86	1,192.21	1,446.54
净利润增长率	11.93%	32.17%	37.74%	23.18%	21.33%
EPS (元)	1.33	1.30	1.77	2.18	2.65
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.50%	16.57%	19.82%	21.13%	22.07%

P/E	60	61	45	37	30
P/B	10.5	10.2	8.9	7.7	6.7

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 6 月 5 日

5.7、平安好医生 (1833.HK) : 私人医生服务空间广阔, 积极对接医保向线下拓展

快速发展的互联网在线医疗巨头。公司成立于 2014 年, 并于 2015 年推出移动 APP 和消费性医疗服务组合, 目前是国内活跃度最高、规模最大的互联网在线诊疗平台。公司主营业务包括互联网健康服务, 包括在线医疗、消费型医疗、健康商城和健康管理及互动等。

在线医疗加速增长, 家庭医生增长前景广阔。在线医疗业务分部有望借家庭医生实现强劲增长。公司的在线医疗服务主要包括在线问诊、健康 360 会员服务, 私家医生服务。医疗服务付费产品的渗透率仍然很低, 公司目前提供的私家医生实行会员制, 产品包括成人关爱版、成人尊享版、儿童版、糖友版、至尊保长辈版 5 种, 提供的会员服务较同类产品性价比与服务可及性高, 有望开拓差异化的医疗付费会员市场。在线医疗的 2019 年业务收入为人民币 8.58 亿元 (+108.9%), 其中下半年收入 5.2 亿元 (+135%), 呈现加速增长趋势, 主要来自于会员服务类产品 (包括就医 360、平安好医生私家医生)、及伴随在线问诊服务产生的电子处方销售等业务的显著增长。

持续完善多元生态圈, 积极线下拓展打造闭环。围绕医疗服务输出, 公司持续完善多元生态圈, 积极推进健康商城、消费型医疗、健康管理及互动多项业务。此外, 20 年 4 月初以来, 公司已接入湖北省社会医疗保险平台, 并启动在线服务。2019 年底与福州市共建便民服务平台榕医通也有望逐步落地。线下与实体医疗机构的合作融通在线诊疗、处方流转、健康管理、数据监管和后台管理等五大模块的服务, 有望极大助推公司在线下的布局。

维持“买入”评级。公司是国内在线医疗巨头, 扎根医疗服务, 有望打通医疗健康全产业链, 我们维持 2020~22 年 EPS 预测分别为-0.65/-0.53/0.13 元, 政策驱动下“互联网+医疗”生态有望得到闭环, 互联网医疗行业蓬勃发展, 流量资源有望进一步丰富, 流量变现概率增加, 头部公司有望受益于行业发展, 维持“买入”评级。

风险分析。处方药网售政策落地慢于预期、研发投入高于预期、平安系资源整合不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,338	5,066	6,901	9,818	14,254
营业收入增长率	78.69%	51.76%	36.23%	42.27%	45.19%
净利润 (百万元)	-912	-734	-696	-564	134
净利润增长率	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a
EPS (元)	-0.85	-0.69	-0.65	-0.53	0.13
P/B	9.9	10.5	11.2	11.9	11.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 6 月 5 日, 汇率取“1 港币=0.901 人民币”

5.8、英科医疗 (300677.SZ)：打造全球领先的一次性医用手套供应商

产能扩张提速，2025年总产能有望突破700亿只。2019年公司加大手套生产线的建设步伐。截至2019年底，公司手套总产能约190亿只，其中PVC手套产能140亿只，丁腈手套产能50亿只。公司已计划打造“山东—安徽—江西—越南”四大手套生产基地，总产能会随着各生产基地建设大幅增加，且高端丁腈手套的比例将进一步提升，以及手套产品线布局将更加完善。保守估计2025年总产能有望突破700亿只，全球销量市占率有望突破8%。公司营收及利润随产能扩张步伐逐季增加，2019Q1~2020Q1分别实现营业收入4.94/4.90/5.41/5.58/7.73亿元；归母净利润0.34/0.37/0.55/0.53/1.29亿元。

在手订单饱满，公司兼具短中长期逻辑。短期看，海外疫情持续，公司海外手套订单饱满。截至5月29日，公司接到的尚未开始出货的订单合计3046个，订单金额达到24亿元。而公司2019年的营业收入为20.83亿元，在手订单已经超过公司2019年的营业收入。全年业绩有望延续一季度高速增长势头。中期看，公司产能投放速度加快，高端丁腈比重上升，收入与毛利率均有持续上升基础。长期看，公司具备装备集成、技术研发、区位成本等优势，是国内高端丁腈手套绝对龙头，有望成为全球领先的高端医用手套供应商。

实控人全额认购定增+股权激励推出，彰显公司未来发展信心。公司5月12日公告拟非公开发行股票募资不超过5亿元，发行价格为43.72元/股，公司实控人刘方毅全额认购。扣除发行费用后全部用于“年产61.84亿只高端医用手套项目”和补充流动资金。此外，公司5月17日公告2020年限制性股票激励计划，拟向核心管理团队297人授予不超过150万股，授予价格为29.2元/股。该股权激励计划设定的业绩考核指标为以2019年净利润或营业收入为基准，2020年、2021年、2022年净利润或营业收入增长率分别不低于100%、150%、220%，充分彰显出管理层对公司未来发展的信心。

疫情刺激下公司主营产品量价齐升，未来价格体系有望保持相对稳定，公司将凭借质量及品牌优势持续发力。维持公司2020-2022年EPS预测为2.40/2.48/2.87元，现价对应2020-22年PE为34/33/28倍。维持“买入”评级。

风险提示：产能投放延期；原材料价格上升；国内需求不达预期；汇率风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,892.54	2,082.94	3,045.97	4,153.77	5,718.87
营业收入增长率	8.12%	10.06%	46.23%	36.37%	37.68%
净利润(百万元)	179.34	178.32	524.05	541.43	627.04
净利润增长率	23.61%	-0.57%	193.89%	3.32%	15.81%
EPS(元)	0.91	0.90	2.40	2.48	2.87
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.09%	12.07%	25.96%	22.04%	21.07%
P/E	89	91	34	33	28
P/B	12.6	11.0	8.8	7.3	6.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月5日

5.9、安图生物 (603658.SH)：疫情中仪器铺货顺利，流水线将于 21 年带来业绩加速

立足研发，锐意进取，成就化学发光国产龙头。经过 20 年潜心钻研，公司成为国内唯一有实力在化学发光“正面战场”和外资品牌竞争的企业。同时，在提高化学发光业务综合竞争力的过程中，自然衍生出生化、流水线、渠道等协同业务，“高端化+平台化”战略清晰且长远。

20Q1 受疫情一过性影响，业绩确定性回暖在即。2019 年公司收入 26.79 亿、归母净利润 7.74 亿，同比增长 38.85%、37.61%；20Q1 收入 5.50 亿、归母净利润 0.93 亿，同比增长 0.44%、-23.08%。20Q1 因医院诊疗量下降，公司受一过性影响。虽然 20Q1 化学发光收入下滑 20%，但仪器铺货正常，发光仪发货 300 台、装机 200 台，流水线装机 11 条。另外，公司新冠核酸、发光、胶体金检测试剂盒均已获 CE 证书，胶体金获 FDA EUA 证书，将贡献新增量。

化学发光行业将进入分化时代，公司发光主业有望持续较高增长。2019 年公司发光仪新装机超 1100 台，累计保有超 4100 台，单机产出提升至约 35 万元，贡献试剂收入增速超 45%。随着二级医院过去 5 年完成从无到有的配置，内资化学发光企业将迎来分化，只有具备进口替代能力的企业才能持续较高增长。安图凭借着 70% 生物原材料自产优势，有望持续替代外资和其他内资产品，保持持续增长，预计 2020 年新装机超 1200 台。

得化学发光者得流水线，得流水线者得 IVD，流水线将于 2021 年带来加速度。公司流水线 2019 年装机 19 条，预计 2020 年流水线装机新增 50 条以上，即年底累计装机 70 条以上。假设 2021 年新装机 100 条，单条产出 500 万元试剂，则 2021 年流水线将带动试剂收入约 5 亿。

盈利预测与投资评级：公司作为化学发光龙头，未来将渗透进完整的 IVD 市场，空间大。我们维持公司 2020-22 年 EPS 预测为 2.21/3.10/4.21 元，同比+23%/40%/36%，对应 2020-22 年 PE 为 69/49/36 倍，维持“买入”评级。

风险提示：发光仪、流水线铺货低于预期；研发费用超预期；竞争加剧。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,930	2,679	3,397	4,692	6,328
营业收入增长率	37.82%	38.85%	26.78%	38.12%	34.88%
净利润 (百万元)	563	774	952	1,336	1,811
净利润增长率	25.98%	37.61%	22.95%	40.36%	35.57%
EPS (元)	1.34	1.84	2.21	3.10	4.21
ROE (归属母公司) (摊薄)	29.17%	30.28%	30.40%	32.00%	32.47%
P/E	114	83	69	49	36
P/B	33.3	25.1	21.0	15.8	11.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

5.10、迈瑞医疗（300760.SZ）：器械龙头强者恒强，疫情助推全球扩张

平台化、高端化、全球化的医疗器械龙头。迈瑞成立于1991年，成立之初就专注于医疗器械的研发、生产和销售。在28年的发展历史中，迈瑞持续进行三个维度的拓展：平台化、高端化、全球化。目前，迈瑞已经布局了生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大类产品，在境外地区的超过30个国家设有39家子公司。2019年，迈瑞收入和归母净利润分别达到165.56和46.81亿，同比增速分别为20%和26%。20Q1公司实现收入47.41亿、归母净利润13.13亿，分别同比增长21%和31%。

医疗器械强者恒强，迈瑞龙头地位稳固。医疗器械行业的强者恒强趋势明显，主要在于两方面原因：**1) 供应商依赖：**医疗设备相比于药品，更加依赖上游元器件供应商。换言之，在上游元器件合格的情况下，某类医疗设备的低端产品壁垒不高。对于医疗器械的优势企业可以较容易地推出新产品的低端型号。传统业务提供现金流，再大力研发投入进行有针对性的技术攻关，或者收购，该优势企业就有较大概率在新产品中进入国内第一梯队。**2) 分散集采招标：**医疗器械招标不同于药品，其招采权主要是以医院为单位。具备打包供应能力的医疗器械厂商具有明显的优势。迈瑞目前的产品线集中于医院的手术室、检验科、影像科，协同效应显著。

疫情助推全球扩张。2019年公司外销收入占比42%。新冠疫情正在全球扩散，带来了监护仪、呼吸机、血球、CRP、移动DR、便携彩超等产品的短期需求放量，公司显著受益。更重要的是，公司有望借此加速全球扩张。疫情之后，我国有望启动战略应急物资储备项目（含呼吸机、监护仪等）和新医疗新基建。公司的监护仪、呼吸机、麻醉机、血球、生化、化学发光、超声等主力产品均入选优秀国产医疗器械目录，有望受益。公司2019年研发投入16.49亿，同比+16%。公司正逐步实现技术突破，进口替代正当时，如监护仪（N系列）、超声（昆仑系列）、血液分析（太行系列）、化学发光、流水线等。

盈利预测与投资评级：公司作为完成全球化布局的医疗器械龙头，高端化、平台化稳步推进，地位十分稳固，远期空间大。我们维持2020-22年EPS预测为4.73/5.66/6.91元，分别同比增长23%/20%/22%，对应2020-22年PE为58/48/40倍，维持“买入”评级。

风险提示：贸易摩擦风险；汇率波动风险；产品放量低于预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	13,753	16,556	20,042	24,066	28,638
营业收入增长率	23.09%	20.38%	21.05%	20.08%	19.00%
净利润（百万元）	3,719	4,681	5,754	6,886	8,404
净利润增长率	43.65%	25.85%	22.92%	19.68%	22.05%
EPS（元）	3.06	3.85	4.73	5.66	6.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	24.54%	25.17%	25.55%	24.87%	24.70%
P/E	90	71	58	48	40
P/B	22.0	17.9	14.8	12.0	9.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年6月5日

5.11、润达医疗（603108.SH）：IVD 综合服务龙头，后疫情时代有望持续受益

IVD 综合服务龙头。公司深耕 IVD 行业，随覆盖医院数量的增多，公司业务规模快速扩大，平台价值逐渐凸显。公司已由最初的单纯的产品代理商逐步向上游工业、下游服务延伸，发展成为医学实验室综合服务商。

2019 年集成及区检业务增长较快，20Q2 业绩回暖在即。2019 年工业业务收入 2.80 亿元(同比+29.42%);商业业务收入 67.66 亿元(同比+17.88%)，其中集约化及区域检验中心业务收入增长较快，收入已达 20.63 亿(同比+21.24%)，累计客户数量达 300 多家。18Q2 到 19Q4，公司经营性现金流净流入连续 7 个季度为正。20Q1 受疫情短暂冲击，20Q2 业绩回升在即。

有望持续受益于后续医院建设、专项贷款支持。疫情中，公司全面负责雷神山医院检验科建设、物资配送等，服务能力得到广泛认可。疫情后，公司有望持续提高市占率，并受益于各层级医院检验科建设，如公司已经承接了大量的 PCR 实验室建设订单。另外，公司引进国企杭州市下城国投为第一大股东，并享受专项低息贷款支持，后续财务费用有望大幅节省。

服务能力价值凸显，有望重估。公司不是单纯的 IVD 配送公司，而是以服务能力为核心，IVD 产品仅是计价的载体。公司有大量的后台支持人员，可以实时响应医院检验科的需求，甚至为检验科提供整体解决方案。这也是国药等流通商选择和润达合作的原因。

盈利预测与投资评级：公司作为 IVD 综合服务商龙头，将充分受益于行业集中度提升。我们维持公司 2020-22 年 EPS 预测为 0.65/0.86/1.05 元，同比增长 21%/33%/22%，现价对应 2020-22 年 PE 为 20/15/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情持续；IVD 耗材降价超预期；商誉减值风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5,964	7,052	8,357	10,198	12,323
营业收入增长率	38.10%	18.24%	18.51%	22.03%	20.83%
净利润(百万元)	262	310	374	498	610
净利润增长率	19.51%	18.15%	20.80%	33.20%	22.45%
EPS(元)	0.45	0.53	0.65	0.86	1.05
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.45%	11.22%	11.94%	14.22%	15.44%
P/E	29	24	20	15	12
P/B	3.0	2.7	2.4	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

5.12、欧普康视（300595.SZ）：角膜塑形镜龙头转型视光综合服务商，量价齐升进入发展新阶段

需求旺盛渗透率低，角膜塑形镜市场空间大。青少年近视比率高，近视人口接近一亿，青少年近视防控上升到国家高度，各地将控制青少年近视率写进政府工作目标。我国角膜塑形镜渗透率低，仅为 1%左右，较台湾、香港等

地 5% 以上渗透率有较大差距。假设渗透率上升至 3%，则我国角膜塑形镜市场规模有望在 2-3 年内翻番，达 200 亿元以上，远期规模有望达千亿。

新疗法将进一步带动近视防控需求提升。低浓度阿托品+角膜塑形镜联合使用的鸡尾酒疗法已逐渐被临床接受，低浓度阿托品若获批将进一步带动角膜塑形镜销售，互补效应大于替代效应。

公司正经历持续结构化升级均价提升阶段。公司营收利润保持高速增长，产品均价提升逻辑强劲。公司经典款产品梦戴维 AP 型号逐步取代 DF 型号，均价提升 15% 左右，新品 DV 占比逐步上升，较梦戴维均价提升 30%。且考虑到公司直销比例上升、环曲面设计推广等因素，未来产品均价仍有望持续提升。

重点打造视光中心模式，转型视光综合服务商。公司已进入全国超 800 家三甲医院及各大私立眼科专科医院，在此基础上公司重点打造以视光中心为核心的自营渠道，依托社区、学校等人口密集区域快速获客，低投入高回报已初显成效。公司已由角膜塑形镜生产企业逐步转型为视光综合服务商。

股权激励到位，涉足眼药逐渐摆脱单一产品依赖。公司已陆续实施多次股权激励计划，深度绑定核心技术人员及子公司高管。2019 年修订公司章程涉足眼药研发生产，有望逐渐摆脱单一产品依赖。

公司作为国内领先的视光综合服务商，随着产业链布局深化，将充分受益行业高景气。维持公司 2020-2022 年净利润预测，考虑资本公积转增股本，调整公司 2020-2022 年 EPS 预测为 0.61/0.86/1.16 元，分别同比增长 20%/41%/36%，现价对应 2020-2022 年 PE 为 96/68/50 倍，维持“增持”评级。

风险提示：主营业务单一；竞争加剧致违规推广风险；上游供应商集中。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	458.42	646.90	775.70	1,090.60	1,439.32
营业收入增长率	47.10%	41.12%	19.91%	40.60%	31.98%
净利润（百万元）	216.24	306.89	368.97	520.49	706.49
净利润增长率	43.34%	41.92%	20.23%	41.07%	35.74%
EPS（元）	0.36	0.51	0.61	0.86	1.16
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.12%	23.07%	22.52%	24.71%	25.81%
P/E	164	115	96	68	50
P/B	34.6	26.6	21.6	16.8	12.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

5.13、康德莱（603987.SH）：穿刺输注器械龙头迎戴维斯双击

30 年打磨成就医疗穿刺输注器械龙头，股权激励吹响跨越式发展集结号。公司 1987 年成立于浙江温州，是中国医疗穿刺输注器械领域的集团化头部公司。公司穿刺类产品技术领先同行，被誉为“穿刺大王”。公司历史业绩稳定，2015-19 年收入及归母净利润 CAGR 分别为 14.38% 和 15.80%。公司推出 2020 年股权激励计划，深度绑定核心员工利益，2020-22 年业绩解锁要求逐年提速，跨越式发展集结号已吹响。

明确受益集采，消费类产品美容包进展顺利。公司集采品种占 2019 年收入比重仅 10%，存在以价换量空间。公司为全国独家可自产留置针针管企业，具有成本优势。保守预估未来两年内公司留置针产品将实现 50% 以上收入利润增长。公司留置针生产线可在普通型号和高端型号自由切换，公司型号齐全，甚至存在平均单价上升可能。公司美容包临床已结束，即将报批生产，至少领先其他企业三年。公司美容钝针拥有专利设计，槽状穿刺引导针，使美容钝针导入更便捷，便于上手。公司以美容包注册，确定包含的有破皮针、美容钝针和 PC 注射器，便于美容机构采购使用。

三大板块携手并进，公司有望迎来戴维斯双击。公司拥有多项穿刺输注专有技术，成本领先质量出众，国际竞争力强。三大板块携手并进，输注板块有望受益集采并通过结构升级实现业绩加速；穿刺类产品线齐全、在研管线丰富，2020 年底有望获批国内首张美容钝针三类注册证，对应终端市场规模超百亿，胰岛素针、采血针等产品也有望实现迅速放量；子公司康德莱医械为心内介入龙头企业，产品布局逐步完善，业绩维持高增长。此外，公司坚持全球布局打造国际化品牌，外销收入及毛利率不断上升，产能扩张加速，未来几年公司有望迎来戴维斯双击。

公司为医疗穿刺输注器械龙头，三大板块携手共进，有望依靠品牌、质量及成本优势在耗材集中采购中实现以价换量，随着在研管线中高毛利产品不断投放市场，海外市场持续扩张，有望迎来戴维斯双击。我们维持公司 20-22 年 EPS 预测为 0.47/0.59/0.76 元，现价对应 20-22 年 PE 为 31/25/19 倍。维持“买入”评级。

风险提示：产能投放延期；集采价格大幅下降；美容针推广不达预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,450.06	1,816.91	2,679.18	3,199.64	3,800.91
营业收入增长率	15.41%	25.30%	47.46%	19.43%	18.79%
净利润（百万元）	147.09	170.10	205.49	260.43	333.74
净利润增长率	23.65%	15.64%	20.80%	26.74%	28.15%
EPS（元）	0.33	0.39	0.47	0.59	0.76
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.71%	10.60%	11.78%	13.79%	16.11%
P/E	44	38	31	25	19
P/B	4.7	4.0	3.7	3.4	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

5.14、威高股份 (1066.HK)：医疗器械整体方案解决者，龙头价值将迎重估

医疗器械和耗材整体方案解决者。公司是国内器械龙头企业，从一次性耗材生产商发展成为医疗器械和耗材整体方案解决者，在骨科、介入、通用医疗器械（即临床护理、创伤管理、医学检验相关耗材、麻醉）、药品包装和血液管理八类产品下拥有数百种产品注册证和丰富的在研产品。作为 H 股全流通试点 3 家企业之一，H 股全流通之后公司迎来发展新局面，此外公司骨科业务将于科创板分拆上市，器械龙头有望迎来价值重估。

通用耗材增长稳健，细分景气产品快速增长。1) 医疗器械业务 2019 年收入 54 亿元 (+12.2%)，分部利润 11 亿元 (+19.5%)；其中临床护理业务增长稳健，2019 年实现收入 42.6 亿元 (+9.4%)，创伤管理、医学检验业务快速增长。2) 药品包装业务 2019 年收入 12.8 亿元 (+34.1%)，分部利润 4.7 亿元 (+36.8%)；预充式注射器与冲管注射器保持高增长势头。3) 血液管理 2019 年收入 4.6 亿元 (+13.9%)，分部利润 0.63 亿元 (+13.7%)。各地集采已于 2019 年开始陆续进行，公司凭借丰富产品组合和强大研发实力积极应对并配合各地集采，也加快布局高附加值产品，我们认为集采短期内对部分品种带来波动影响，但长期看头部企业有望凭借供应能力、临床服务能力扩大市场份额。

受益行业高景气度，骨科业务快速增长。骨科业务 2019 年实现收入 15.6 亿元 (+31.8%)，分部利润 5.1 亿元 (+32.8%)。公司已于 6 月递交科创板上市申报稿，骨科业务将分拆上市。公司是国内骨科产品全类别厂家，受益进口替代、老龄化加速、政策利好，骨科行业景气度较高，公司脊柱、创伤、关节业务均实现快速增长，其中关节全年增速超过 50%。疫情短期影响部分择期手术延后，但需求仍然存在，预计骨科 2020 年仍有望维持快速增长。

介入业务持续扩张。介入耗材 2019 年实现收入 14.3 亿元 (+14.7%) 和 EBITDA 5.1 亿元。爱琅中国市场将成为未来主要增长领域之一，国内产品形成销售后将有力推动介入类耗材增长，有望带来盈利弹性。此外，公司成功收购位于英国的经销商，加快布局欧洲市场。爱琅主要供应链位于美国，疫情期间，公司开发数字营销系统积极进行线上推广，以尽量减少疫情影响。

维持“买入”评级。公司是国内医疗器械龙头，产品组合丰富，维持 2020~22 年 EPS 预测为 0.51/0.61/0.72 元，对应 2020~22 年 P/E 为 25/21/18x，有望迎来价值重估，维持“买入”评级。

风险提示。高值耗材降价压力、低值耗材增长乏力、海外业务经营风险。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,809	10,364	12,033	14,095	16,376
营业收入增长率	39.99%	17.65%	16.10%	17.14%	16.18%
调整净利润 (百万元)	1,586	1,923	2,312	2,768	3,248
调整净利润增长率	18.57%	21.25%	20.24%	19.73%	17.33%
调整 EPS (元)	0.33	0.41	0.51	0.61	0.72
P/E	42	34	27	23	19

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日，汇率取“1 港币=0.901 人民币”

5.15、长春高新 (000661.SZ)：生长激素维持高增长，疫苗板块未来可期

生长激素受疫情影响有限，金赛业绩持续高增长。生长激素作为儿童长高的偏刚性消费需求，疫情对行业影响有限。从今年 1-4 月发货情况来看，存量患者持续供药情况良好，公司一季度业绩维持高速增长，4 月开始新患增速有所恢复。2-3 月因停诊导致的需求端压制有望在疫情得到充分控制后得以释放。另外，我们认为疫情期间部分患者会考虑以长效暂时替代短效，以减

少就医的频次，从而促进长效剂型的市场开发。生长激素 2019 年国内市场规模 60 亿元，儿童长高适应症的市场空间可达 200-300 亿元。长期看，随着内分泌管理、辅助生物、抗衰老等适应症的开发，天花板将继续被打开。

百克拟登陆科创板，疫苗板块未来可期。长春高新拟将其子公司百克生物分拆至上交所科创板上市。当前百克生物投后估值为 114 亿元。本次分拆上市，有利于理顺业务架构，提升公司整理估值水平，有望完善对百克生物管理层和核心技术骨干的激励机制。百克的国内首款鼻喷流感疫苗预计 2020-21 年流感季将显著贡献收入；带状疱疹疫苗已进入 3 期临床，有望成为国产第一家获批；吸附无细胞百白破（三组分）于 20 年 3 月获得临床批件；流感病毒裂解疫苗已申报临床；此外百克与俄罗斯福特国家生物医药公司合作的麻腮风联合疫苗处于临床前研发阶段；RSV 疫苗已获得英国临床许可。

盈利预测与估值：公司作为生长激素龙头，业绩即将回暖，远期空间大。维持 2020-22 年 EPS 14.38/18.73/24.11 元，同比增长 64%/30%/29%，当前股价对应 2020-22 年 PE 为 47/36/28X，维持“买入”评级。

风险提示：新冠肺炎疫情影响生长激素全年销售；新产品研发及推广不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,375	7,374	9,225	11,776	14,668
营业收入增长率	31.03%	37.19%	25.10%	27.66%	24.55%
净利润（百万元）	1,006	1,775	2,909	3,791	4,878
净利润增长率	52.05%	76.36%	63.91%	30.29%	28.68%
EPS（元）	5.92	8.77	14.38	18.73	24.11
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.01%	21.96%	26.96%	27.95%	28.50%
P/E	115	78	47	36	28
P/B	17.5	13.7	10.2	8.2	6.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 6 月 5 日

6、风险分析

1) 控费政策超预期

药品带量采购和耗材集采将逐步实施，存在执行的范围、降价幅度继续超出预期的风险。

2) 研发失败风险

尽管众多药企拟转型创新药，但创新药研发属于高风险经营行为，一旦寄予厚望的管线研发失败，可能对已投入大量资源研发的上市药企的股价有较大冲击。

3) 政策支持不及预期

本次疫情中暴露出的问题，往往需要政策层面的推动才能解决，但存在较大不确定性。如果政策层面没有一定的支持，可能相关产品的普及、升级进展将会低于预期。

医药行业 2020 年下半年投资策略 A+H 组合盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
603259.SH	药明康德	81.77	1.12	0.98	1.45	73	83	56	7.8	9.9	8.7	买入	维持
300725.SZ	药石科技	104.50	1.05	1.48	2.13	99	71	49	20.4	16.2	12.5	买入	维持
002821.SZ	凯莱英	222.00	2.39	3.18	4.41	93	70	50	16.9	14.1	11.4	买入	首次
300122.SZ	智飞生物	86.96	1.48	2.16	2.91	59	40	30	23.7	16.9	11.3	买入	维持
000403.SZ	双林生物	67.55	0.59	0.86	1.36	115	78	50	23.0	18.4	13.8	买入	维持
603233.SH	大参林	79.79	1.30	1.77	2.18	61	45	37	10.2	8.9	7.7	买入	维持
1833.HK	平安好医生	96.10	-0.69	-0.65	-0.53	NA	NA	NA	10.6	11.4	12.1	买入	维持
300677.SZ	英科医疗	81.59	0.81	2.40	2.48	101	34	33	11.0	8.8	7.3	买入	维持
603658.SH	安图生物	153.00	1.84	2.21	3.10	83	69	49	25.1	21.0	15.8	买入	维持
300760.SZ	迈瑞医疗	273.83	3.85	4.73	5.66	71	58	48	17.9	14.8	12.0	买入	维持
603108.SH	润达医疗	12.94	0.53	0.65	0.86	24	20	15	2.7	2.4	2.1	买入	维持
300595.SZ	欧普康视	62.49	0.51	0.61	0.86	115	96	68	26.6	21.6	16.8	增持	维持
603987.SH	康德莱	15.17	0.39	0.47	0.59	38	31	25	4.0	3.7	3.4	买入	维持
1066.HK	威高股份	14.01	0.41	0.51	0.61	34	27	23	3.7	3.4	3.0	买入	维持
000661.SZ	长春高新	680.39	8.77	14.38	18.73	78	47	36	13.7	10.2	8.2	买入	维持

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2020 年 6 月 5 日, 汇率取“1 港币=0.901 人民币”

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼