

顺应政策走势，甄选基本面坚挺个股

——医药行业 2020 年半年度投资策略报告

分析师： 甘英健

SAC NO: S1150520040001

2020 年 06 月 15 日

证券分析师

甘英健

022-23861355

ganyingjian@bhqz.com

研究助理

陈晨

SAC No: S1150118080001

chenchen@bhqz.com

张山峰

SAC No: S1150119080021

zhangsf@bhqz.com

行业评级

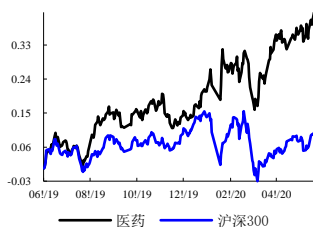
医药

中性

重点品种推荐

恒瑞医药	增持
迈瑞医疗	增持
安图生物	增持
爱尔眼科	增持
沃森生物	增持
凯莱英	增持
泰格医药	增持
智飞生物	增持
东诚药业	增持
健康元	增持

最近一年行业相对走势



相关研究报告

投资要点：

● 年初至今医药板块行情回顾

年初至今（2020 年 1 月 1 日至 2020 年 6 月 10 日），申万医药生物板块上涨 27.12%，沪深 300 指数下跌 1.38%，医药生物板块整体跑赢沪深 300 指数 28.50 个百分点，涨跌幅在申万 28 个一级行业中排名第 1 位，医药 6 个子板块均以上涨报收；细分来看，具有科技属性的医疗器械和生物制品子板块表现抢眼，分别上涨了 58.51% 和 43.28%。截止到 2020 年 6 月 10 日，医药板块整体 TTM 市盈率剔除负值后为 46.90 倍，全部 A 股（非银行）TTM 市盈率为 23.13 倍，医药板块相对全部 A 股的估值溢价率为 102.78%，处于 2013 年来的中高位水平。

● 医药行业运行情况

1) 制造端：截止 4 月，我国医药制造业累计营业收入 6943.50 亿元（-5.60%），累计利润总额为 893.60 亿元（-10.56%），累计医药工业增加值与上年同期持平，主要系企业 2-3 月受疫情影响复工复产延缓、终端医疗机构诊疗人次断崖下跌、多数药械采购推迟影响，4 月份逐步回暖；累计出口交货值 506.80 亿元（+14.30%），其中 2 月同比下降 10.69%，三、四月快速回升，四月增幅（+45.60%）创近年新高，主要系 3 月份海外疫情大规模爆发，国内企业生产逐步恢复且疫情控制得当，出货量激增；**2) 支付端：**截止 4 月我国医保参保人数 13.32 亿人，4 月医保基金收支分别为 7543.27、5947.15 亿元，同比分别增长 -5.44% 和 5.64%，收支增速较低且出现较大幅度不匹配，医保基金承压问题亟待解决；**3) 销售端：**2019 三大终端六大市场药品销售额 17955 亿（+4.8%），增速进一步下滑，其中零售药店和公立基层医疗终端增速较高，网上药店达 138 亿元（+40%），七年复合增长率为 60.6%，增势迅猛；**4) 资本端：**2020Q1 末基金对申万医药生物板块持仓比例为 3.42%（整体法），较 2019 年末有所下降（3.88%），在申万 28 个行业中排名第六，持股比例最高的为心脉医疗（32.20%），基金持股数和市值最高的为恒瑞医药（867 支，280 亿元），前 20 大重仓股持股比例除恒瑞医药、迈瑞医疗外都下降，龙头聚集效应显著；**5) 政策端：**第三批药品带量采购渐行渐近，可能采购品种可由过评企业数量推测，据米内网数据，截至 6 月 10 日，257 个通用名药品已有企业通过或视同通过一致性评价，其中 58 个已被纳入前期集采，剩余 199 个中 31 个过评企业数达 3 家及以上，52 个过评企业数达 2 家，此外以京津冀为核心的 3+6 北方联盟、4 省市西南联盟、福建、山东、山西、江苏等多区域耗材集采也在有效推进中。

● A 股医药生物上市公司 2019 年报及 2020 一季度报业绩总结

2019 年医药生物板块整体营收为 17271.52 亿元（+12.98%），扣非归母净利润

润为 718.27 亿元 (-18.62%)，在制剂企业低开转高开的影响基本消退之后，医药生物板块整体保持高景气，但 2019 年第四季度营收增速环比下降，扣非归母净利润更是出现了历史上少见的负值，主要由于部分公司计提资产减值等原因造成大幅亏损；医药生物板块 2020 年第一单季度营收为 3837.58 亿元 (-7.79%)，扣非归母净利润为 260.07 亿元 (-4.46%)，主要系疫情影响，医疗机构开展医疗服务并不充分，医药行业大部分公司经营受到冲击，但从数据上看，营收和净利同比减少并不巨大，在一定程度上体现了医药行业的刚需。

● 投资策略与标的推荐

建议从以下几方面着手：

- 1) 仿制药领域：带量采购的层叠推进，仿制药稳态降价机制已经形成，中短期我国仿制药市场将在政策的引导下重整，长期将处于另一个均衡发展状态，建议关注具有产品集群优势、原料药-制剂一体化供应或市场竞争壁垒较高的仿制药龙头企业，推荐具有肝素和核药双业态的高成长性企业东诚药业 (002675) 以及积极布局呼吸系统用药的健康元 (600380)；
- 2) 创新药领域：医保结构优化调整、辅助药让位、绿色审批通道等措施持续推出，释放了支持创新的明确信号，助力国产创新药蓬勃发展，建议关注以创新研发为主线的投资机会，推荐创新研发管线庞大的专科制药龙头恒瑞医药 (600276)，同时看好创新产业链外溢的外包环节，推荐临床 CRO 优质企业泰格医药 (300347) 以及产能持续扩张中的 CDMO 企业凯莱英 (002821)；
- 3) 高端医疗器械：近年来我国高端医疗装备技术水平的迅速提升，国产设备在售后服务领域无可比拟的地理优势，以及医保控费、按病种付费等措施加持下需求终端性价比权重的加码，我国部分高端医疗设备进口替代将正式由此前概念性的提倡迈入实质性阶段，建议关注进口替代空间大、国产设备技术快速提升的优质器械龙头，推荐化学发光龙头安图生物 (603658) 和兼具技术、销售实力的国内最大器械生产商迈瑞医疗 (300760)；
- 4) 疫苗领域：智飞生物代理产品 HPV 疫苗供不应求，五价轮状病毒疫苗 (2018 年下半年获批) 迅速扩增，自研产品三联苗粉针 (不含铝佐剂) 预计今年上市，结核病领域疫苗已处于上市申请阶段；沃森生物 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗于 2020 年 1 月正式获批，其作为全球销售金额排名第一的重磅品种，市场需求空间巨大，2020 年沃森生物共计批签发 71.43 万剂，为 2019 年批发量的 37.54%，且后续研发管线丰富，推荐关注智飞生物 (300122) 和沃森生物 (300142)。

此外，还推荐聚焦屈光、视光和白内障三大眼科业务，业绩增长稳健且具备口碑和扩张能力的爱尔眼科 (300015)。

风险提示：政策推进不达预期，海外疫情超预期，研发进度低于预期

目 录

1.年初至今医药板块行情回顾	6
1.1 医药板块上半年行情	6
1.2 医药板块相对全部 A 股的估值溢价率处于近 7 年来的中高位水平	7
1.3 子版块市场表现相差较大，中药板块表现疲软	8
2.医药行业运行情况	10
2.1 制造端：业绩表现欠佳，出口交货值创新高	10
2.2 支付端：疫情下医保基金承压进一步加剧	12
2.3 销售端：整体增速放缓，网上零售快速推进	14
2.4 资本端：基金持仓比例位列申万 28 个行业第六	16
2.5 政策端：医械带量采购紧锣密鼓推进中	18
2.5.1 第三批药品带量采购渐行渐近	18
2.5.2 耗材集采持续开展	23
3.A 股医药生物上市公司 2019 年报及 2020 一季度报业绩总结	27
3.1 上市公司整体业绩概览	27
3.2 疫情冲击较为明显，龙头表现依然稳健	31
4.值得关注的子板块	41
4.1 新药研发服务外包行业依然处于顺周期	41
4.1.1 新药研发外包行业概况	41
4.1.2 国内外新药研发火热，利好研发服务外包行业	41
4.1.3 未来研发外包产业的发展趋势	42
4.2 中国疫苗产业初起步，后续发展空间巨大	43
4.2.1 疫苗产业概况	43
4.2.2 我国疫苗产业正在走升级之路	45
4.3 化学发光，进口替代进行时	48
4.3.1 化学发光简介	48
4.3.2 国内化学发光领域竞争格局分析	49
4.3.3 未来国内化学发光企业将迎来高速发展	50
5.投资策略与标的推荐	52
5.1 投资策略	52
5.2 重点标的推荐	52

图 目 录

图 1: 年初至今医药生物板块 VS 沪深 300 市场表现.....	6
图 2: 年初至今医药生物板块涨跌幅在申万 28 个一级行业中位列第 1 位.....	7
图 3: 医药板块相对沪深 300 的估值溢价率近 7 年来的低位水平.....	7
图 4: 年初至今医药 6 个子板块涨跌幅情况.....	8
图 5: 年初至今医药各子板块市场表现.....	9
图 6: 年初至今医药 6 个子板块市盈率变动情况.....	9
图 7: 医药 6 个子板块市盈率与年初水平对比.....	9
图 8: 我国医药制造业累计营业收入及同比增速.....	10
图 9: 我国医药制造业累计利润总额及同比增速.....	11
图 10: 我国医药制造业工业增加值当月同比及累计同比.....	11
图 11: 我国医药制造业当月出口交货值及同比增速 (右轴单位: %).....	12
图 12: 我国医药制造业累计出口交货值及累计同比增速 (右轴单位: %).....	12
图 13: 2016-2019 年我国基本医保参保人数.....	13
图 14: 2020 年以来我国基本医保参保人数.....	13
图 15: 我国基本医保收支及增速.....	13
图 16: 我国医保基金支出增速自 2018 年 3 月超过收入增速.....	14
图 17: 2019 年我国三大终端六大市场药品销售额约为 17955 亿元.....	14
图 18: 我国医药市场三大终端占比情况.....	15
图 19: 我国网上药店销售规模达 138 亿元.....	16
图 20: 2020Q1 基金持仓医药生物市值占比排名第 6 (%).....	16
图 21: 31 品种 2019 年公立医院销售额排序.....	21
图 22: 涉及品种数 3 个以上的企业.....	22
图 23: 2019 年医药生物行业营收分布情况.....	28
图 24: 2019 年医药生物行业营收增速分布情况.....	28
图 25: 2019 年医药生物行业归母净利润分布情况.....	29
图 26: 2019 年医药生物行业归母净利润增速分布情况.....	29
图 27: 2020 年第一季度医药生物行业营收分布情况.....	30
图 28: 2020 年第一季度医药生物行业营收增速分布情况.....	30
图 29: 2020 年第一季度医药生物行业归母净利润分布情况.....	31
图 30: 2020 年第一季度医药生物行业归母净利润增速分布情况.....	31
图 31: 新药研发流程及 CRO 的主要职责.....	41
图 32: 2011 至 2015 年中国 CRO 行业规模.....	42
图 33: 2016 至 2020 年中国 CRO 行业规模.....	42
图 34: 2011 至 2015 年中国 CMO/CDMO 行业规模.....	42
图 35: 2016 至 2020 年中国 CRO 行业规模.....	42
图 36: 国际巨头历年疫苗业务销售额 (亿美金).....	44
图 37: 国际制药巨头疫苗兼并史.....	46
图 38: 康泰生物历年疫苗业务销售额 (亿美金).....	47
图 39: 免疫诊断在体外诊断中的占比.....	49
图 40: 化学发光在免疫诊断中的占比.....	49
图 41: 安图生物流水线.....	50

表 目 录

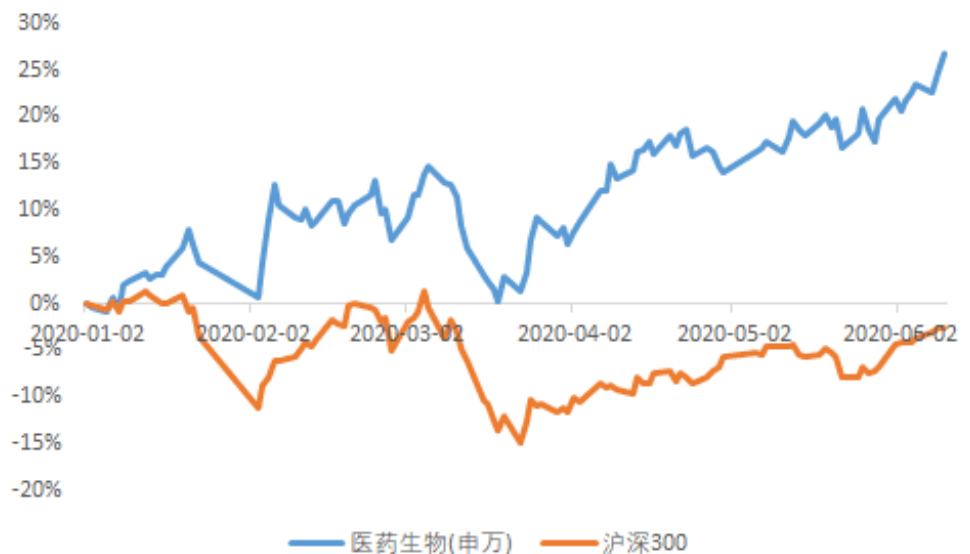
表 1: 2020Q1 基金持股医药行业重仓前 20 股（变动均和 19Q4 相比）	17
表 2: 2020Q1 年基金医药生物行业增持前十个股（按持股数计算；变动均和 19Q4 相比）	17
表 3: 2020Q1 年基金医药生物行业减持前十个股（按持股数计算；变动均和 19Q4 相比）	18
表 4: 过评企业达 3 家及以上的药品通用名	19
表 5: 2 家过评+1 家原研且销售额超过 10 亿元的药品	22
表 6: 各区域医疗器械耗材集采梳理	23
表 7: 医药生物板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	27
表 8: 2019 年医药生物板块营收前十及营收增速前十情况	28
表 9: 2019 年医药生物板块归母净利润前十及归母净利润增速前十情况	29
表 10: 2020 年第一季度医药生物板块营收前十及营收增速前十情况	30
表 11: 2020 年第一季度医药生物板块归母净利润前十及归母净利润增速前十情况	30
表 12: 化学原料药板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	32
表 13: 化学原料药板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	32
表 14: 化学制剂板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	33
表 15: 化学制剂板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	33
表 16: 中药板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	34
表 17: 中药药板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	35
表 18: 生物制品板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	36
表 19: 生物制品板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	36
表 20: 医药商业板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	37
表 21: 医药商业板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	37
表 22: 医疗器械板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	38
表 23: 医疗器械板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	38
表 24: 医疗服务板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	39
表 25: 医疗服务板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况	40
表 26: 2019 年全球销售额前十大疫苗	44
表 27: 国际巨头历年疫苗业务销售额（亿美金）	44
表 28: 国内 13 家肺炎结合疫苗研究进度	48

1.年初至今医药板块行情回顾

1.1 医药板块上半年行情

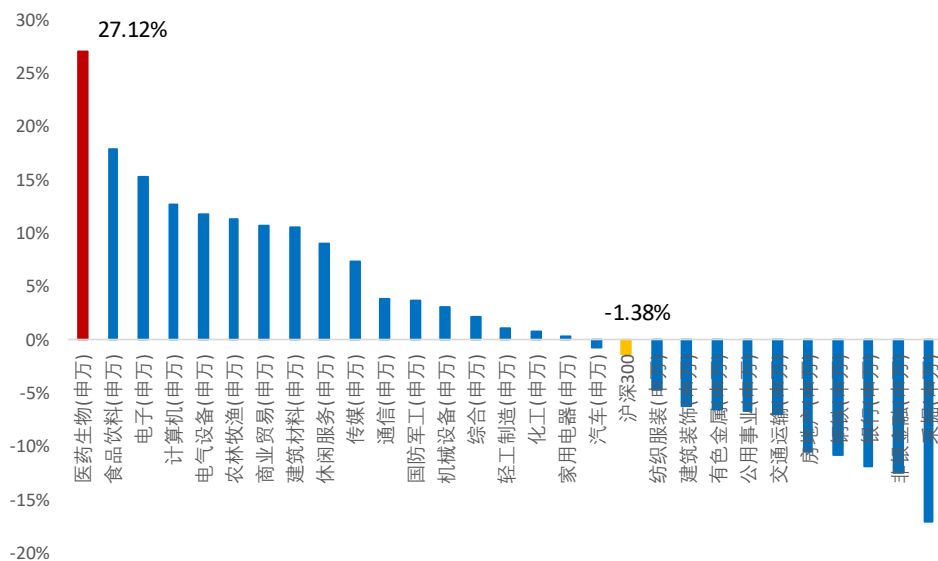
年初至今（2020 年 1 月 1 日至 2020 年 6 月 10 日），申万医药生物板块上涨 27.12%，沪深 300 指数下跌 1.38%，医药生物板块整体跑赢沪深 300 指数 28.50 个百分点，涨跌幅在申万 28 个一级行业中排名第 1 位。从总体医药指数走势看，1 月份疫情开始发酵，医药指数上涨 4.67%，同期沪深 300 下跌 2.26%，医药板块涨幅居前；进入 2 月份后，疫情积攒的恐慌情绪在年后第一个交易日迅速释放，全市场快速下跌，作为疫情受益板块，医药迅速反弹，但是随着疫情逐渐被控制，与疫情相关个股开始回调，板块维持震荡下行行情。此后，国外疫情不断恶化，对全球经济不确定性的预期，医药板块再次成为基金配置的重点，从 3 月中下旬至今持续上涨，多支个股创历史新高。总体来说，2020 年上半年 A 股受多种因素的影响波动较大，而医药作为避险和高成长板块走势持续向好，但是在板块内部则出现了分化，比如具有科技属性的医疗器械和生物制品子板块成为了疫情控制之后的主力军，分别上涨了 58.51%和 43.28%，一方面是契合了该阶段的市场风格，另一方面则是疫情之下暴露了我国高端医疗器械的落后状态，并催生了创新生物制品的需求，这势必会成为日后重点发展的方向；中药板块和医药商业板块涨幅较小，分别上涨 5.06%和 10.99%，大幅跑输医药行业指数，虽然在疫情初期中药板块中与防疫概念相关的个股有所表现，但是辅助性用药和医保政策收紧仍然对板块业绩和估值有较大的压制。

图 1：年初至今医药生物板块 VS 沪深 300 市场表现



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 2：年初至今医药生物板块涨跌幅在申万 28 个一级行业中位列第 1 位

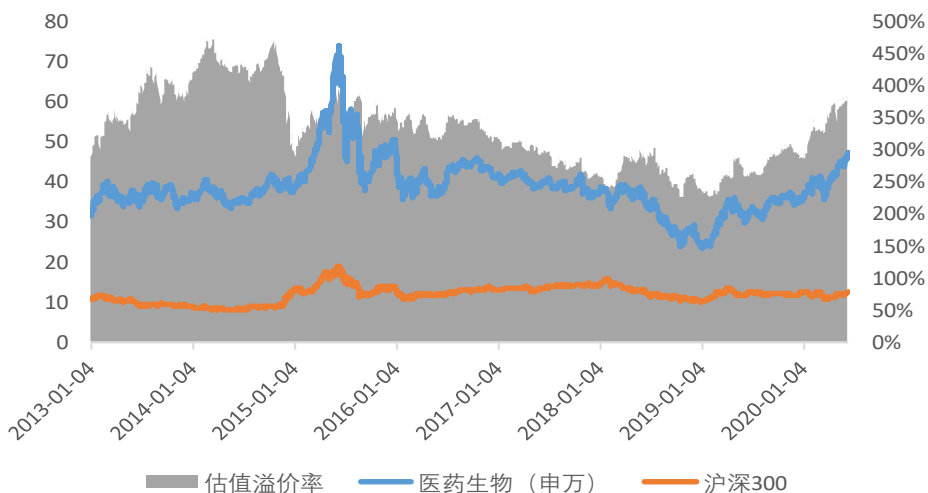


资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.2 医药板块相对全部 A 股的估值溢价率处于近 7 年来的中高位水平

截止到 2020 年 6 月 10 日，医药板块整体 TTM 市盈率剔除负值后为 46.90 倍，全部 A 股（非银行）TTM 市盈率为 23.13 倍，医药板块相对全部 A 股的估值溢价率为 102.78%，处于 2013 年来的中高位水平。

图 3：医药板块相对沪深 300 的估值溢价率近 7 年来的低位水平

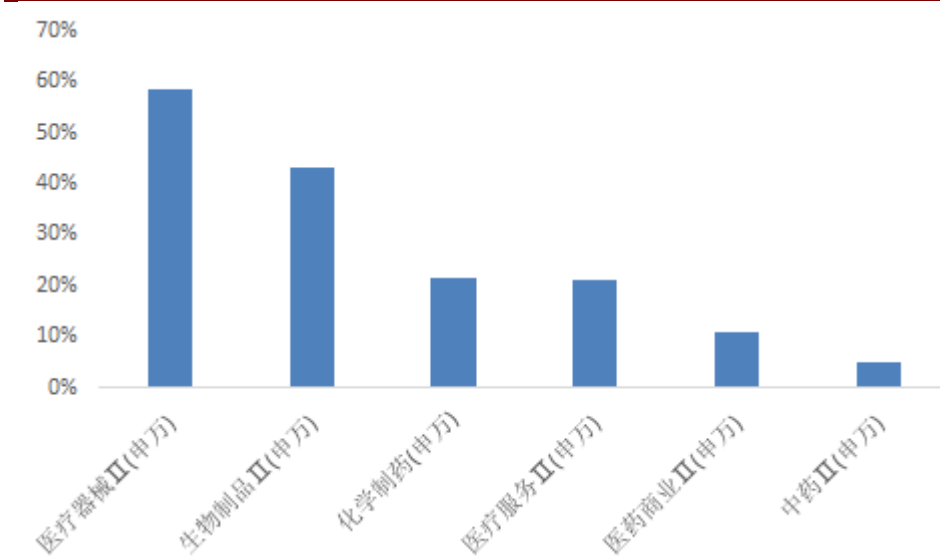


资料来源：Wind，渤海证券研究所

1.3 子版块市场表现相差较大，中药板块表现疲软

年初至今（2020 年 1 月 1 日至 2020 年 6 月 10 日），医药 6 个子板块均以上涨报收。细分来看，具有科技属性的医疗器械和生物制品子板块表现抢眼，分别上涨了 58.51%和 43.28%，一方面是契合了该阶段的市场风格，另一方面则是疫情之下暴露了我国高端医疗器械的落后状态，并催生了创新生物制品的需求，这势必会成为日后重点发展的方向；而由于限制中药注射剂和辅助性用药，中药板块涨幅最小，仅上涨了 5.06%。在政策和创新发展的双重影响下，医药板块的估值体系正在向成熟资本市场靠拢。

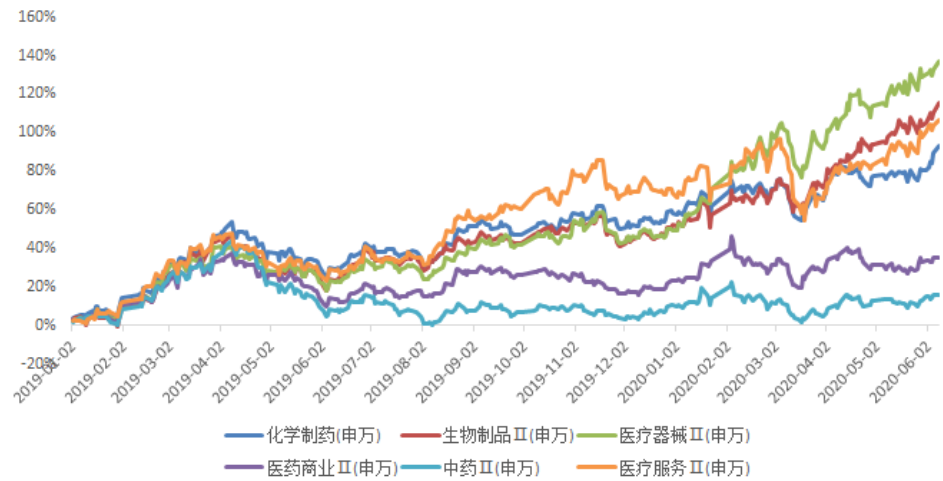
图 4：年初至今医药 6 个子板块涨跌幅情况



资料来源：Wind，渤海证券研究所

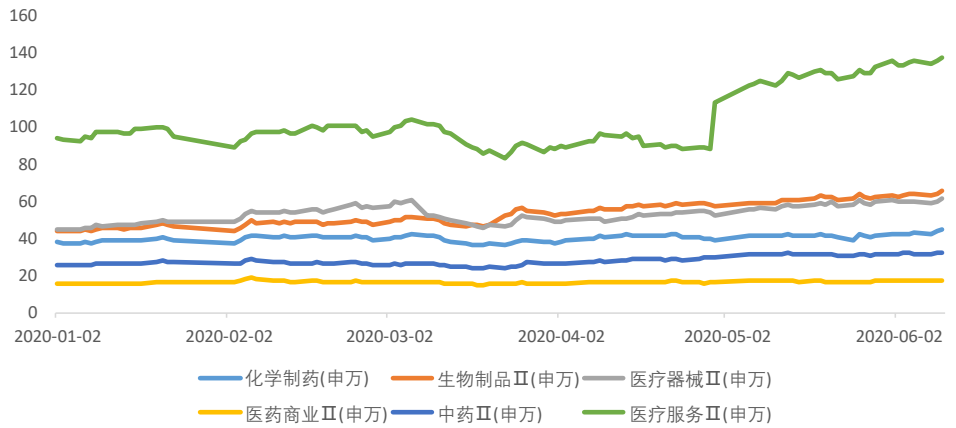
在估值层面，受医药行业政策和市场风格的影响，年初至今医药各个子板块估值均有所上升，由于医疗服务板块中的美年健康计提资产减值准备较多，使得整个板块的估值上升较多。而由于医疗器械和生物制品的科技属性较强，估值也有一定的提升，目前市场的整体风格和医药行业的政策导致资金更倾向于科技属性强、受医保政策影响较小的这两个板块。

图 5：年初至今医药各子板块市场表现



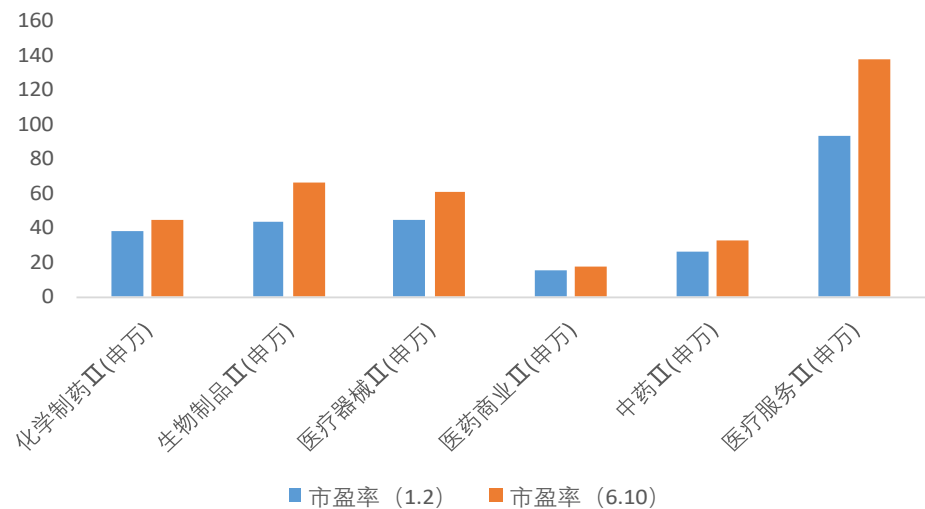
资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 6：年初至今医药 6 个子板块市盈率变动情况



资料来源：Wind，渤海证券研究所

图 7：医药 6 个子板块市盈率与年初水平对比



资料来源：Wind，渤海证券研究所

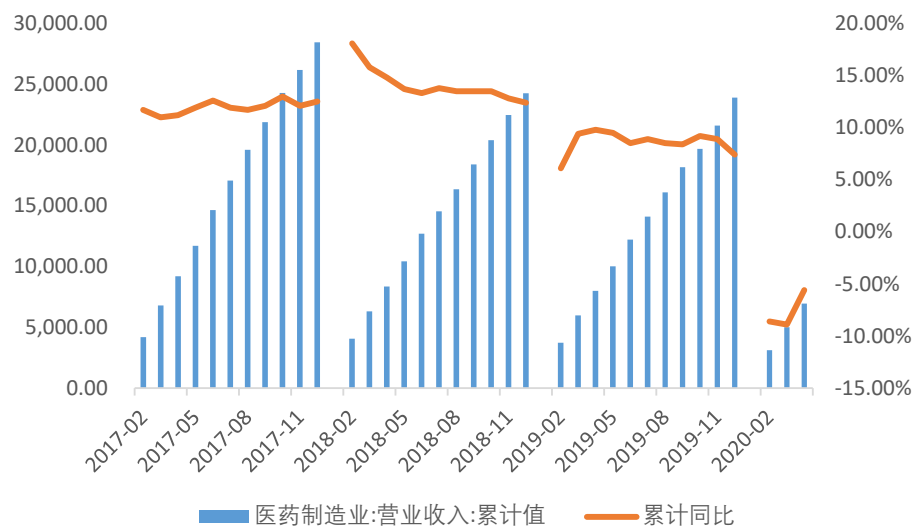
2. 医药行业运行情况

2.1 制造端：业绩表现欠佳，出口交货值创新高

截止 2020 年 4 月，我国医药制造业累计实现营业收入为 6943.50 亿元，累计同比下降 5.60%，累计实现利润总额为 893.60 亿元，同比下降 10.56%；4 月份医药工业增加值同比增长 4.80%，前 4 月累计与上年同期持平。

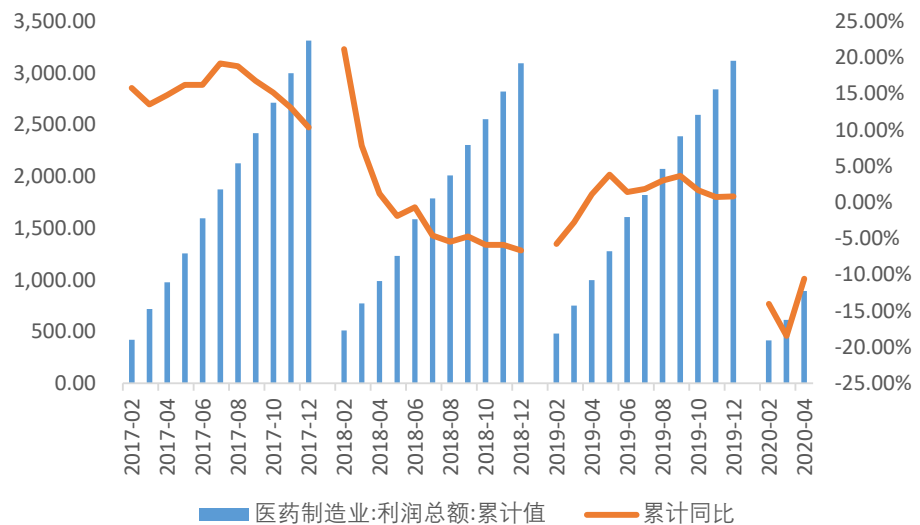
具体来看，营业收入方面，2020 年以来累计同比增速为负值，处于历年新低，其中 3 月份同比下降 15.75%，四月份降幅缩小，为-4.40%，利润端表现更为明显，3 月份分别同比下降 26.33%，4 月份转正，为 13.57%；工业增加值方面，2020 年前两月份累计同比下降 12.30%，3 月份快速攀升，同比增长 10.4%，至 4 月底与去年同期持平。以上表现主要受疫情影响，2020 年 1 月末以来新冠肺炎疫情的迅速爆发，严重影响企业正常复工复产进度，终端医疗机构受诊疗人次断崖式下跌以及运营周转等因素考量，多数药品及器械采购需求延缓，因此 2-3 月份国内医药制造业业绩表现不佳，4 月份随着疫情控制局面的明朗，行业业绩回暖。

图 8：我国医药制造业累计营业收入及同比增速



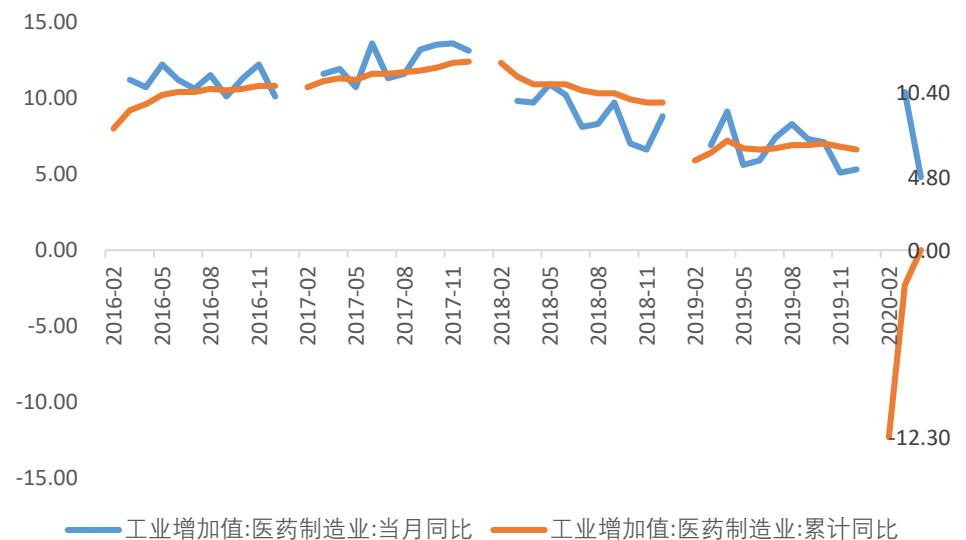
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 9：我国医药制造业累计利润总额及同比增速



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 10：我国医药制造业工业增加值当月同比及累计同比

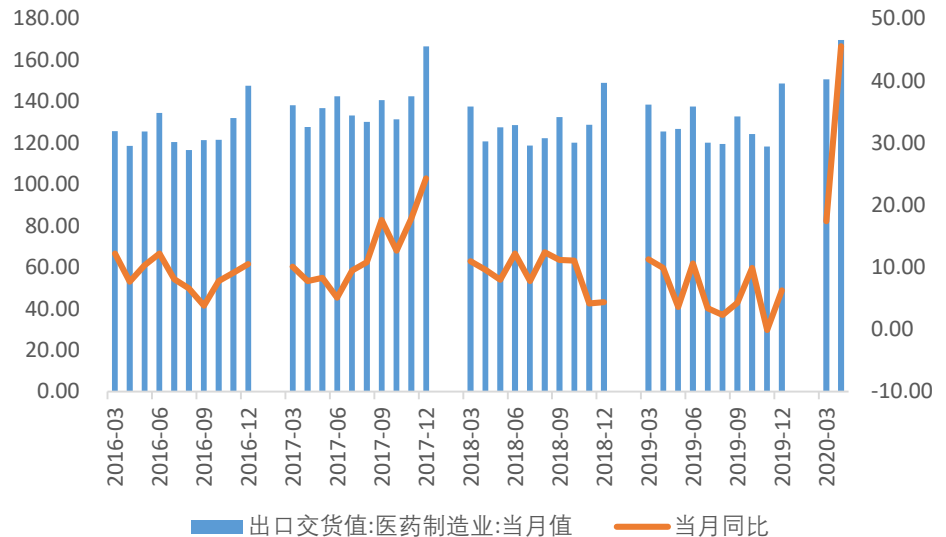


资料来源: wind, 渤海证券研究所

截止 2020 年 4 月,我国累计出口交货值为 506.80 亿元,累计同比增速为 14.30%,其中 2 月份交货值为 178 亿元,同比下降 10.69%,三月份快速回升,同比增速 17.40%,4 月我国医药制造业出口交货值为 169.80 亿元,同比增速为 45.60%,创近年来单月增幅新高,主要受疫情影响,2 月份国内疫情正值严控高峰期,海外尚未出现大规模疫情爆发,需求下跌迅速,3 月份开始,海外疫情集中且大规模爆发,国内企业生产逐步恢复且疫情控制得当,我国作为全球第二大医疗器械生产国,

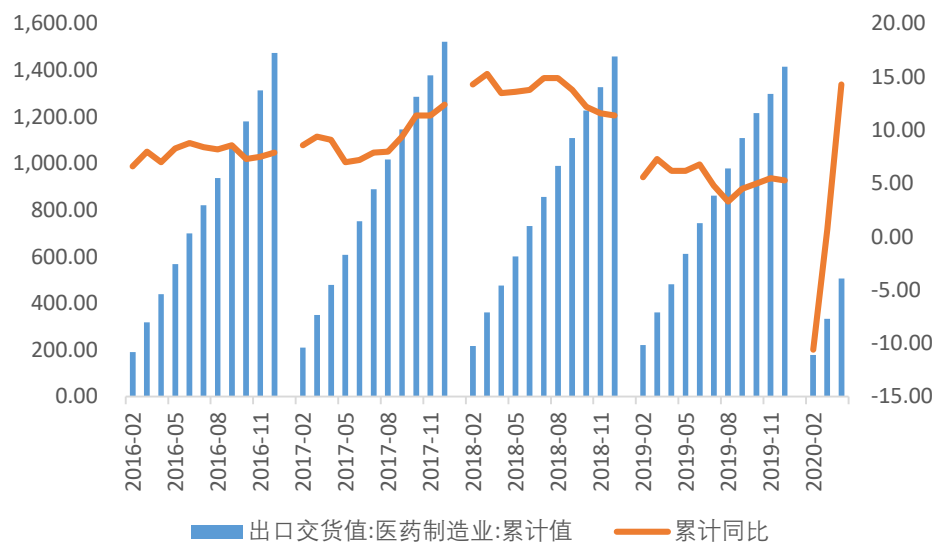
海外市场对国产口罩、防护服、呼吸机、温度计等疫情相关产品需求大幅增加，出货量激增。

图 11：我国医药制造业当月出口交货值及同比增速（右轴单位：%）



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 12：我国医药制造业累计出口交货值及累计同比增速（右轴单位：%）



资料来源：wind，渤海证券研究所

2.2 支付端：疫情下医保基金承压进一步加剧

截止 2020 年 4 月,我国基本医疗保险期末参保人数总计 13.32 亿人,相比于 2019 年末稍有下降,已经覆盖我国人口的 95%以上。

图 13: 2016-2019 年我国基本医保参保人数

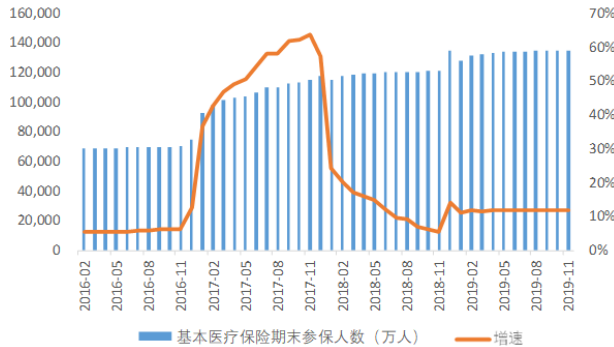
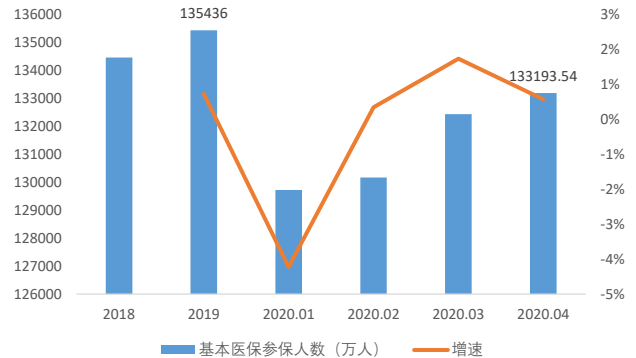


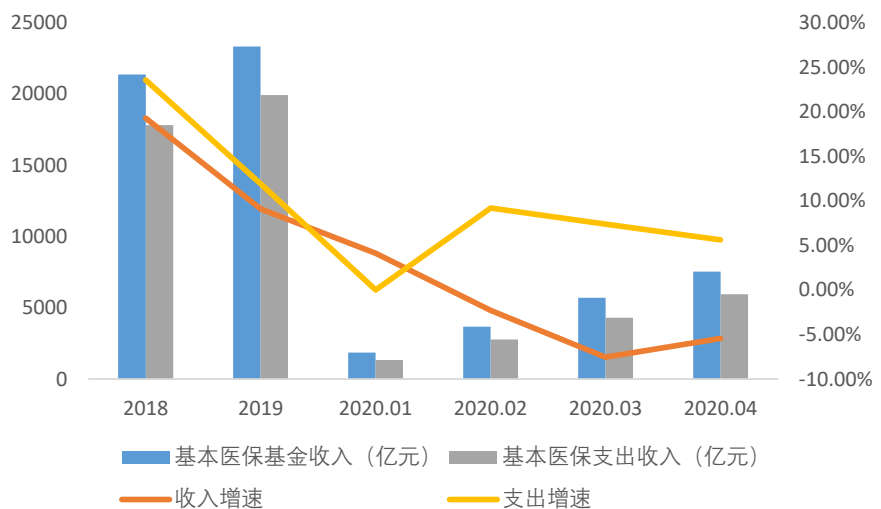
图 14: 2020 年以来我国基本医保参保人数



资料来源: 人社部, 国家医保局, 渤海证券研究所

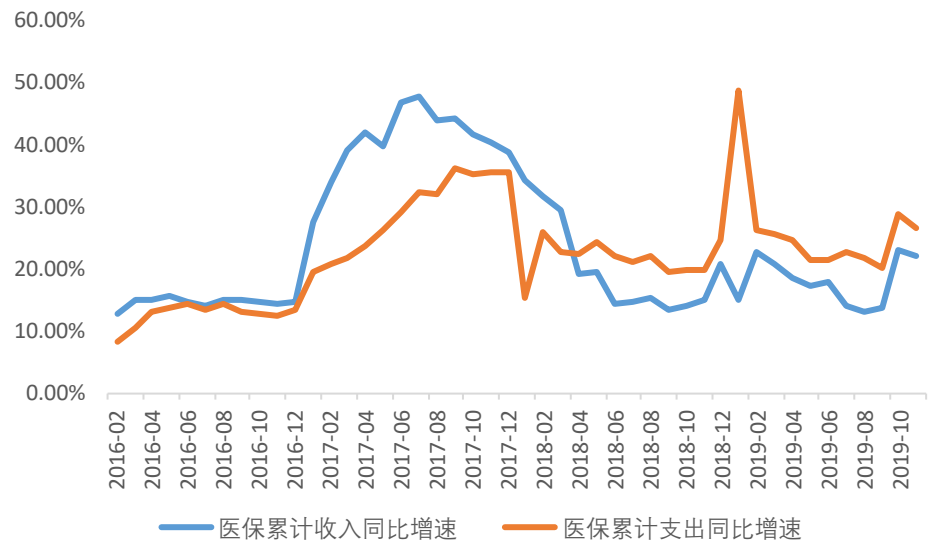
2020 年 4 月,我国基本医保保险累计基金收入为 7543.27 亿元,支出为 5947.15 亿元,同比分别增长-5.44%和 5.64%,相比往年增速较低,我们认为主要受疫情影响,收支增速较低且出现较大幅度不匹配;我国医保基金支出增速自 2018 年 3 月超过收入增速,截止 4 月底累计结存 28508.23 亿元,主要是我国人口老龄化问题日趋严重,2019 年我国 60 岁以上老年人口 25388 万人,占总人口的 18.1%,相比于 2018 年(24949 万人;比重 17.9%)进一步提升,医保基金承压问题亟待解决。

图 15: 我国基本医保收支及增速



资料来源: 国家医保局, 渤海证券研究所 (注: 2020 年为累计收支)

图 16：我国医保基金支出增速自 2018 年 3 月超过收入增速

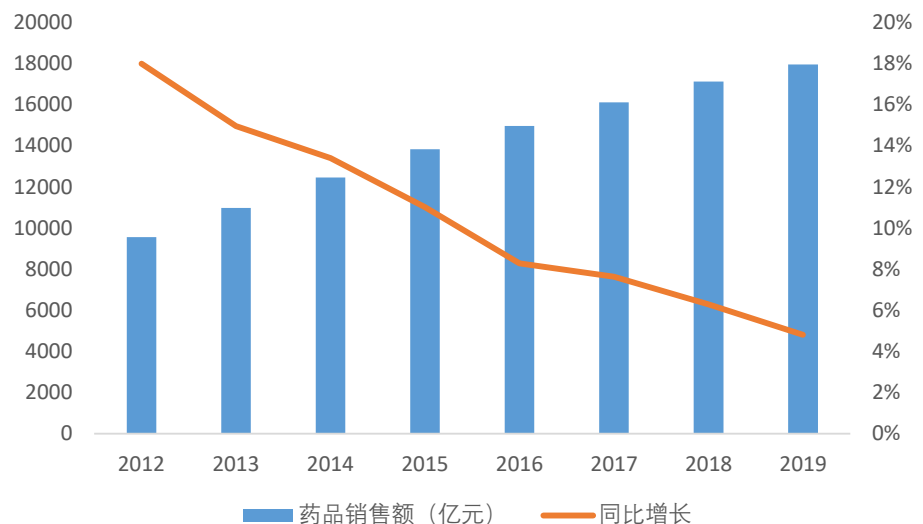


资料来源：人社部，渤海证券研究所

2.3 销售端：整体增速放缓，网上零售快速推进

根据米内网数据，2019 三大终端六大市场药品销售额 17955 亿，同比增长 4.8%，相比于以前年度销售额增速进一步下滑。

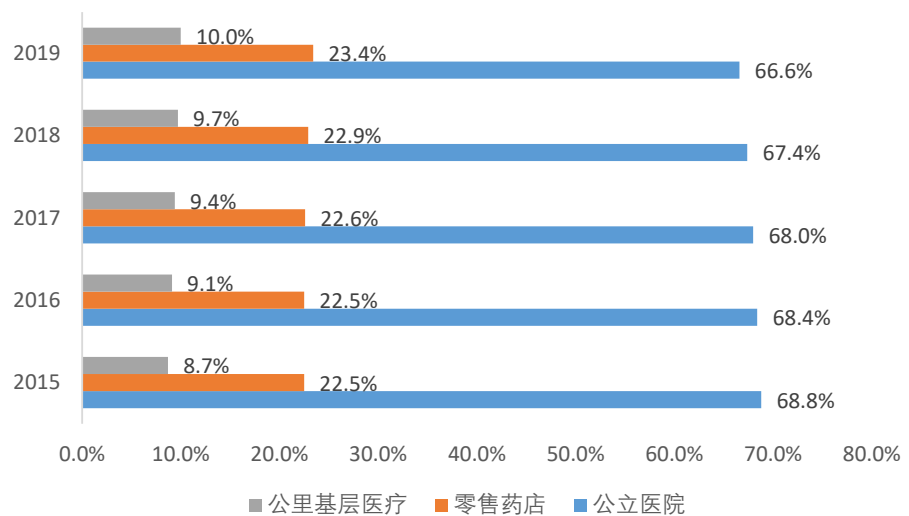
图 17：2019 年我国三大终端六大市场药品销售额约为 17955 亿元



资料来源：米内网，渤海证券研究所

入 11951 亿元，同比增速为 3.6%，在三大终端市场比重为 66.6%，近年来比重持续下滑，零售药店终端市场和公立基层医疗终端市场则出现缓慢爬升态势，分别实现销售收入 4196 亿元和 1808 亿元，同比增速分别为 7.1%和 8.2%，比重分别为 23.4%和 10.0%，我们认为主要原因是近年政府持续推进分级诊疗以及公立医院改革，加强基层医疗基础设施建设，同时国内药品器械企业逐渐走强致使注重性价比的基层医疗市场放量，预期随着处方外流、医疗服务下沉等政策的推进，我国零售药店及基层市场药品销售比重会继续保持缓慢上涨状态。

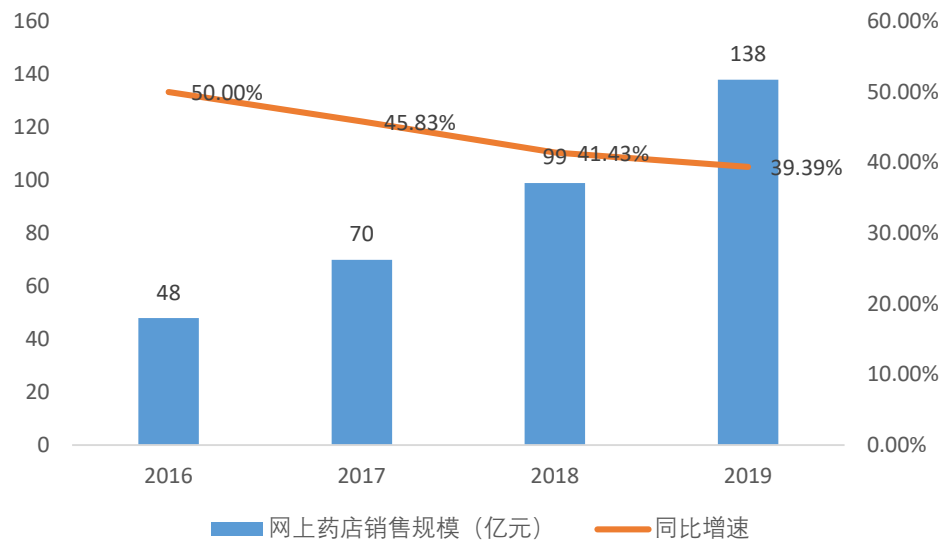
图 18：我国医药市场三大终端占比情况



资料来源：米内网，渤海证券研究所

网上药店突破 100 亿元，且增势快。第二终端零售药店市场包括实体药店和网上药店，目前主要以实体销售为主，2019 实现销售收入 4057 亿元，同比增长 6.2%，比重为 96.69%；网上药店市场药品销售规模达 138 亿元，同比增长 40%，七年复合增长率为 60.6%，增势迅猛，主要得益于互联网购物的普及和相关物流运输体系的不断健全，预期未来几年仍将保持较快增长。

图 19：我国网上药店销售规模达 138 亿元

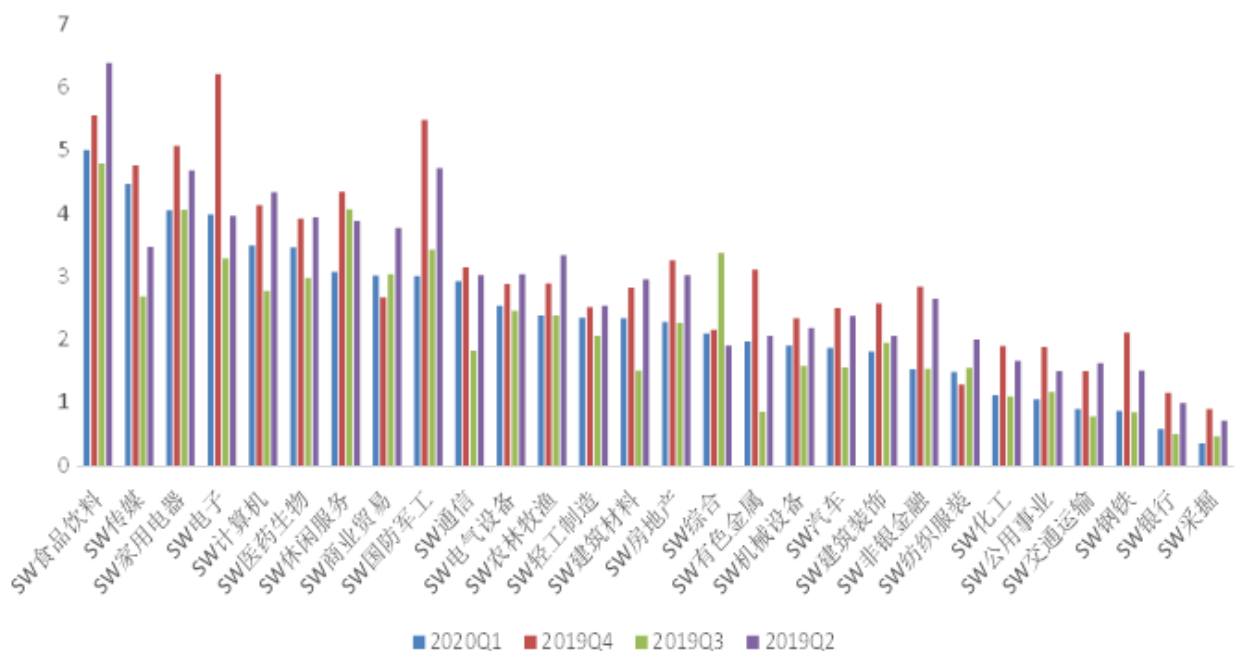


资料来源：米内网，渤海证券研究所

2.4 资本端：基金持仓比例位列申万 28 个行业第六

2020 年一季度末基金对申万医药生物板块持仓比例为 3.42%（整体法），较 2019 年末有所下降（3.88%），在申万 28 个行业中仍然排名第六。

图 20：2020Q1 基金持仓医药生物市值占比排名第 6（%）



资料来源：Wind，渤海证券研究所

2020Q1，申万医药生物板块中基金持股比例最高的为心脉医疗（持股比例32.20%），基金持股数最高的为恒瑞医药（867 支），基金持股市值最高的也为恒瑞医药（280 亿元）。2020Q1 基金医药行业重仓前二十大个股（按基金持有市值排序）的基金持有数量都出现了一定的下滑，持股比例方面除恒瑞医药、迈瑞医疗外都在下降，龙头聚集效应较为显著。

表 1：2020Q1 基金持股医药行业重仓前 20 股（变动均和 19Q4 相比）

公司	持股基金数	持股基金数变动	持股比例 (%)	持股比例变动 (%)	持股市值 (亿)
恒瑞医药	867	-395	7.51	0.06	280
美年健康	48	-337	9.52	-8.64	38
爱尔眼科	133	-359	7.75	-2.97	81
乐普医疗	154	-275	11.12	-2.97	59
普洛药业	59	-96	13.18	-0.30	33
华兰生物	137	-292	11.84	-4.86	59
山东药玻	84	-136	20.74	-11.14	57
仙琚制药	47	-56	10.71	-3.76	17
康泰生物	186	-167	22.79	-14.72	116
药明康德	259	-666	8.00	-10.06	65
迈瑞医疗	453	-215	16.05	0.44	219
健康元	30	-154	3.90	-3.39	12
浙江医药	63	-86	7.86	-5.52	13
凯利泰	33	-46	10.42	-0.60	20
东阳光	12	-114	3.02	-3.21	5
天坛生物	61	-109	7.05	-1.69	31
沃森生物	59	-188	5.00	-1.88	35
新和成	83	-250	3.35	-3.52	20
华海药业	69	-150	4.93	-4.13	19
康弘药业	22	-163	9.71	-4.05	24

资料来源：Wind，渤海证券研究所

2020Q1 基金在医药生物行业增持个股仅 4 个（按持股数计算），分别是恒瑞医药、迈瑞医疗、九洲药业和一心堂，分别增持了 312、221、129 和 98 万股。2020Q1 基金医药行业减持前三的公司（按持股数计算）是药明康德、通化东宝和东阳光，分别减持了 10123、9458 和 7887 万股。

表 2：2020Q1 年基金医药生物行业增持前十个股（按持股数计算；变动均和 19Q4 相比）

公司	持股数 (万)	持股变动	市值 (亿元)
恒瑞医药	33152	312	280
迈瑞医疗	8012	221	219
九洲药业	5867	129	17

一心堂	3878	98	12
普洛药业	15118	-349	33
凯利泰	7436	-420	20
智飞生物	5762	-838	52
长春高新	3784	-965	134
健友股份	4669	-1352	29
康泰生物	8275	-1441	116

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

表 3: 2020Q1 年基金医药生物行业减持前十个股 (按持股数计算; 变动均和 19Q4 相比)

公司	持股数 (万)	持股变动	市值 (亿元)
美年健康	32675	-29651	38
药明康德	8045	-10123	65
通化东宝	3761	-9458	6
东阳光	7417	-7887	5
安科生物	5230	-7814	8
爱尔眼科	19483	-7479	81
新和成	7101	-7470	20
山东药玻	12338	-6629	57
健康元	7592	-6530	12
泰格医药	5446	-6097	46

资料来源: Wind, 渤海证券研究所

2.5 政策端: 医械带量采购紧锣密鼓推进中

5 月 15 日, 国家卫健委、工信部、公安部、财政部等九部委联合印发《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》, 明确提及“深入推进药品耗材集中带量采购和保供稳价工作, 逐步推广“4+7”试点工作经验, 推动各地开展非过评药品带量采购和高值医用耗材带量采购试点”, 药品带量采购常态化机制已经形成, 耗材集采也在路上。

2.5.1 第三批药品带量采购渐行渐近

自 2018 年 11 月“4+7”集采以来, 我国药品带量采购已历经 3 轮 2 批次, 4+7 集采涉及 25 品种, 以最低价中选、承诺单一货源, 联盟采购允许报价最低的 3 家中选, 第二批集采涵盖 33 品种, N-1 家入围后最多允许 6 家中选, 新增对拟中选企业报价制定最低价 1.8 倍的限制条件, 且最低价中标企业额外享受供应地区优先选

择权，中标规则日渐完善，预计第三带量采购时间为 7 月。

据米内网数据，截至 6 月 10 日，282 个品种（257 个通用名药品）已有企业通过或视同通过一致性评价，其中 71 个品种（58 个通用名药品）已被纳入前期集采，剩下 211 个品种（199 个通用名药品）中，有 38 个品种（31 个通用名药品）过评企业数达 3 家及以上，58 个品种（52 个通用名药品）过评企业数达 2 家。

（一）剩余过评企业数达 3 家及以上的 38 个品种（31 个通用名药品）

表 4：过评企业达 3 家及以上的药品通用名

通用名名称	2019 年我国公立医疗机构终端		过评药品名称	过评企业	药品信息
	销售额 (万元)	原研厂家 及市占率			
二甲双胍口服常释剂型*	430750	施贵宝 (60.11%)	盐酸二甲双胍片	迪沙药业、天津医药、中联制药、苏州东瑞、天晟泰丰、苏中药业、上药、重庆康刻尔、珍宝岛、哈药、华北制药、金恒制药、衡山药业、深圳海王、利龄恒泰药业、培力药品、天成药业、远大健康、科瑞制药、以岭、京丰制药、天安药业、众生药业、四环医药、石药	医保甲类、基药
			盐酸二甲双胍胶囊	常州兰陵制药	
二甲双胍缓释剂型*	107234	默克雪兰诺 (6.54%)	盐酸二甲双胍缓释片	凤凰制药、华元医药、黄海制药、赛康制药、中国通用技术、中国生物制药、亿华药业、华新药业、华润医药、上药、美罗药业、江苏德源、悦康药业、上海宣泰海门、青岛百洋、石药	医保乙类、基药
卡托普利口服常释剂型	16640	施贵宝 (9.66%)	卡托普利片	科瑞制药、以岭、汉森制药、上海旭东海普药业、天晟泰丰、振东制药、常州制药、新华制药、罗欣药业、石药	医保甲类、基药
非那雄胺口服常释剂型	141470	默沙东 (89.42%)	非那雄胺片	康恩贝、方向药业、南京圣和、中国通用技术、远大健康、华润、扬子江	医保乙类、基药
替格瑞洛口服常释剂型	151516	阿斯利康 (97.64%)	替格瑞洛片	信立泰、扬子江、中国生物制药、新天药业、南京优科、石药	医保乙类、基药
氨溴索口服常释剂型	41709	勃林格殷格翰 (2%)	盐酸氨溴索分散片	仟源医药	医保甲类、片剂为基药
			盐酸氨溴索胶囊	上药集团	
			盐酸氨溴索片	常州四药、罗欣药业、恒瑞	
布洛芬颗粒剂	9091	无	布洛芬颗粒	石药、哈药、康芝、康恩贝、扬子江	价格较低、医保乙类、基药
拉米夫定口服常释剂型	60921	葛兰素史克 (69.18%)	拉米夫定片	安徽贝克、广生堂、千金药业、山东朗诺、龙泽制药	医保乙类

西替利嗪口服常释剂型	17558	优时比 (43.64%)	盐酸西替利嗪片	苏州中化、奥邦药业、苏州东瑞、鲁南制药、新华制药	医保乙类
缬沙坦口服常释剂型	496424	诺华 (53.14%)	缬沙坦胶囊	千金药业、华润、常州四药、乐普药业	医保乙类、基药
			缬沙坦片	华海	
阿哌沙班口服常释剂型	5394	施贵宝 (82.29%)	阿哌沙班片	青峰医药、科伦、中国生物制药、豪森	全球爆款、医保乙类
奥美拉唑口服常释剂型	251685	阿斯利康 (15.38%)	奥美拉唑肠溶胶囊	常州四药、海南海灵、扬子江、罗欣药业	医保甲类、基药
曲美他嗪口服常释剂型	139095	施维雅 (54.35%)	盐酸曲美他嗪片	瑞阳制药、福元医药、远大健康、吴中医药	医保乙类
维生素 B6 口服常释剂型	5917	无	维生素 B6 片	东北制药、广济药业、人福、民生医药	价格低、用量大、医保甲类、基药
阿格列汀口服常释剂型*	9591	武田 (100%)	苯甲酸阿格列汀片	江苏中天、江苏德源、亚宝药业	医保乙类
阿莫西林颗粒剂	12360	无	阿莫西林颗粒	山东鲁抗、科伦、先声	医保甲类、基药
阿那曲唑口服常释剂型	130183	阿斯利康 (87.13%)	阿那曲唑片	华邦制药、海正、扬子江	医保乙类
氨基葡萄糖口服常释剂型	324037	罗达 (7.78%)	盐酸氨基葡萄糖胶囊	诚意药业	医保乙类
			盐酸氨基葡萄糖片	中国生物制药	
			硫酸氨基葡萄糖胶囊	海正	
布洛芬缓释控释剂型	46120	无	布洛芬缓释胶囊	上药、润都、华北制药	医保乙类
多潘立酮口服常释剂型	60463	西安杨森 (65.99%)	多潘立酮片	辅仁药业、远大健康、四川维奥	医保甲类、基药
环丙沙星口服常释剂型	低于 3000	无	盐酸环丙沙星片	晨牌药业、以岭、广药	价格较低、医保甲类、基药
克拉霉素口服常释剂型	47231	雅培 (40.01%)	克拉霉素片	国药、浙江贝得、东阳光药	医保乙类、基药
氯氮平口服常释剂型	16548	无	氯氮平片	常州制药、万邦德制药、恩华	医保甲类、基药
美金刚口服常释剂型	53093	灵北 (85.53%)	盐酸美金刚片	华辰制药、复星、广药	医保乙类
孟鲁司特咀嚼片	134917	默沙东 (55.17%)	孟鲁司特钠咀嚼片	齐鲁、石药、民生医药	医保乙类
坦索罗辛缓释控释剂型	176533	阿斯泰来 (46.65%)	盐酸坦索罗辛缓释胶	康恩贝、仟源医药、恒瑞	医保乙类、基药
头孢克洛口服常	95790	无	头孢克洛胶囊	深圳立健、南新制药、苏州中化	医保乙类

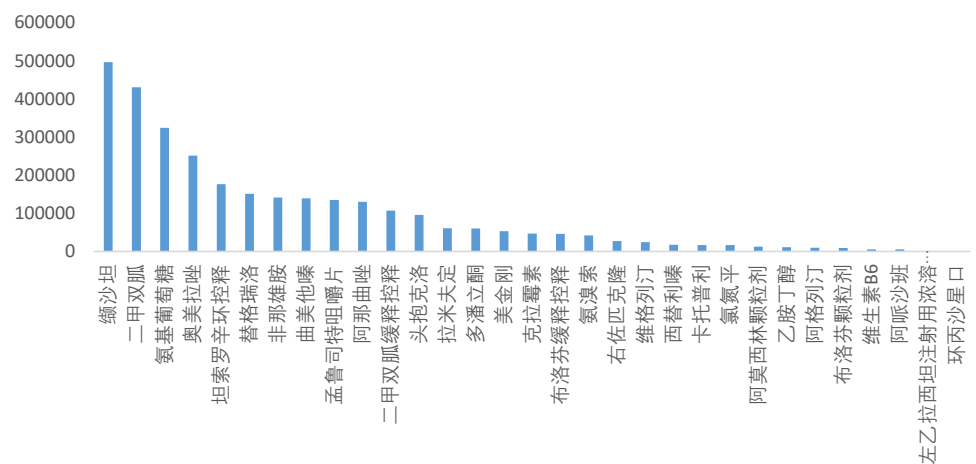
释剂型

维格列汀口服常释剂型	24360	诺 华 (100%)	维格列汀片	齐鲁、中国生物制药、豪森	医保乙类
乙胺丁醇口服常释剂型	11353	无	盐酸乙胺丁醇片	人福、民生医药、众生	医保甲类
右佐匹克隆口服常释剂型	27178	无	右佐匹克隆片	康弘、上药、天士力	医保乙类
左乙拉西坦注射用浓溶液	低 于 3000	优 时 比 (49.65%)	左乙拉西坦注射用浓溶液	河北仁合益康、济川、重庆圣华曦	-

资料来源：米内网，渤海证券研究所

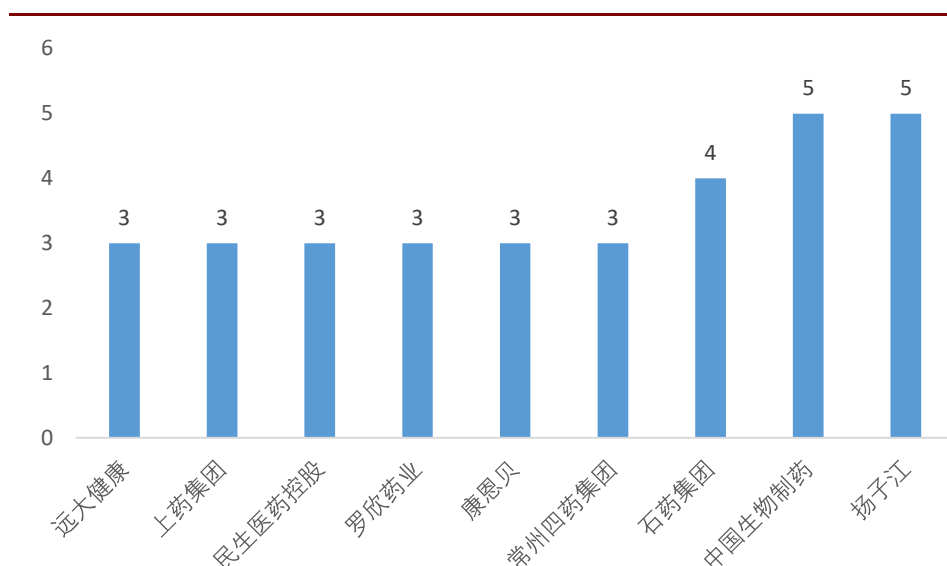
在以上 31 通用名药品中，2019 年公立医院销售额过 10 亿元的品种有 11 个，其中二甲双胍口服常释剂型及缓释控释剂型杂质问题尚未解决，剩余 20 品种中阿格列汀口服常释剂型未过专利期。除以上三种药品外，扬子江、中国生物制药、石药集团涉及到的药品品种数量最多，分别 5、5、4 个，远大健康、上药集团、民生医药控股、罗欣药业、康恩贝及常州四药集团分别设计 3 种药品。

图 21：31 品种 2019 年公立医院销售额排序



资料来源：米内网，渤海证券研究所（注：除标注外，均为口服常释剂型）

图 22：涉及品种数 3 个以上的企业



资料来源：米内网，渤海证券研究所

(二) 剩余过评企业数至少达 2 家的 58 个品种 (52 个通用名药品)

除过评或视同过评三家以上企业，2 家过评+1 家原研的组合方式也是纳入集采的考量范围，据米内网数据，截止 6 月 10 日，有 32 个药品满足这一组合，其中 2019 年公立医院终端销售额超过 10 亿元的药品有 16 个，其中，15 个药品均为医保产品，7 个为国家基药，恒瑞医药、复星医药涉及到的药品品种数量最多，分别 4、3 个，扬子江药业和中国生物制药均有 2 个药品。

表 5：2 家过评+1 家原研且销售额超过 10 亿元的药品

药品	2019 年我国公立医疗机构终端		药品名称	过评企业
	销售额 (万元)	原研厂家及市占率		
卡培他滨口服常释剂型	349099	罗氏(73.5%)	卡培他滨片	恒瑞、齐鲁
头孢地尼口服常释剂型	319612	安斯泰来(11.78%)	头孢地尼分散片	国药、豪森
甲钴胺口服常释剂型	271583	卫材(45.8%)	甲钴胺片	青峰医药、扬子江
利伐沙班口	250561	拜耳(100%)	利伐沙班片	石药、中国生物制药
氨溴索注射剂	233630	勃林格殷格翰(55.65%)	盐酸氨溴索注射液	四川美大康华康、华中药业
来曲唑口服常释剂型	214728	诺华(57.41%)	来曲唑片	海正、恒瑞
莫西沙星氯化钠注射剂	178993	拜耳(93.82%)	盐酸莫西沙星氯化钠注射液	爱大制药、红日药业
环孢素口服常释剂型	167002	诺华(30.81%)	环孢素软胶囊	华北制药、远大健康
喹硫平口服常释剂型	153565	阿斯利康(45.24%)	富马酸喹硫平片	第壹制药、复星
非布司他口服常释剂型	151200	日本帝人(0.04%)	非布司他片	复星、恒瑞
匹伐汀口服常释剂型	155176	日本兴和(12.73%)	匹伐他汀钙片	复星、信立泰

格列齐特缓释控释剂型	150817	施维雅(79.29%)	格列齐特缓释片	福元医药、人福
舍曲林口服常释剂型	128925	辉瑞(64.8%)	盐酸舍曲林片	华海、京新
玻璃酸钠滴眼剂	121122	参天制药(43.45%)	玻璃酸钠滴眼液	康恩贝、成都普什制药
左氧氟沙星滴眼剂	110392	参天制药(60.44%)	左氧氟沙星滴眼液	扬子江、中山万汉制药
塞来昔布口服常释剂型	106984	辉瑞(100%)	塞来昔布胶囊	中国生物制药、恒瑞

资料来源：米内网，渤海证券研究所

2.5.2 耗材集采持续开展

2019 年 7 月 31 日，国务院办公厅印发《治理高值耗材改革方案》，提出“按照带量采购、量价挂钩、促进市场竞争等原则探索高值医用耗材分类集中采购”，随后，安徽、江苏率先对部分高值医用耗材进行带量采购，涉及骨科植入类、眼科类、心脏支架等品类，成效显著。2020 年 1 月，卫健委发布《第一批国家高值医用耗材重点治理清单》，囊括 18 种高值耗材，涉及骨科、心血管等多个细分领域品种以及多个使用科室；3 月，国家医保局提出要在今年 9 月中旬以前，11 个试点省份（江苏、安徽、福建、青海、上海、浙江、湖南、重庆、四川、陕西和宁夏）全部开展医疗器械高值耗材的带量采购工作，目前以京津冀为核心的 3+6 北方联盟、福建、重庆、山东等多区域耗材集采有效推进中。

表 6：各区域医疗器械耗材集采梳理

地区	文件	实施品种	降价幅度	约定采购量	回款周期
江苏省					
省级一轮	《关于江苏省公立医疗机构医用耗材组团联盟集中采购谈判结果的公示》	雷帕霉素及其衍生物支架、双腔起搏器	支架按单个品种谈判，中选品种平均降幅 51.01%，最高降幅 66.07%；起搏器按生产企业谈判，中选企业涉及品种平均降幅 15.86%，最高降幅 38.13%；	55 家三级公立医院 1 年约 70% 采购量	30 天
省级二轮	《关于江苏省第二轮公立医疗机构医用耗材组团联盟集中采购谈判结果的公示》	眼科人工晶体、血管介入球囊、骨科人工髋关节(三类 300 个型号)	血管介入球囊平均降幅 74.37%，最大降幅 81.05%；骨科人工髋关节类平均为 47.20%，最大降幅为 76.70%；眼科人工晶体类平均降幅为 26.89%，最大降幅 38%	170 家二级及以上公立医院 1 年约 70% 采购量	30 天
南通	《关于公布南通市医用耗材带量采购价格谈判结果的通告》	髓内钉、止血材料类(723 个产品)	髓内钉类产品平均降幅 47.21%，单个产品最大降幅为 70.35%；止血材料平均降幅 45.26%，单个产品最大降幅	全市公立医院髓内钉总采购量的 60%、止血材料年总采购量的 70%	60 天

馥蔚 79.37%

南京、泰州、淮安	《关于南京、泰州、淮安地区联盟四类医用耗材集中带量采购谈判结果的公示》	植入式给药装置(输液港)、预充式导管冲洗器、精密输液器、密闭留置针(4类14个品种)	最高降幅 80.39%，最低降幅 51.67%，三市平均降幅 72.61%	86 家公立医院 1 年约 70% 采购	-
无锡	《关于无锡市公立医疗机构医用耗材联盟带量价格谈判结果的公示》	超声高频外科集成系统超声刀头、透析液(A、B 液)、中心静脉导管(双腔)、医用高分子夹板(4 类 82 个品规)	最高降幅为 48%-61.2%	40 家二级及以上 1 年 80% 的采购量	-
徐州	《关于江苏省徐州市公立医疗机构医用耗材联盟采购报名工作的公告》	骨科骨针、一次性使用套管穿刺器	骨科骨针拟中选品种最高降幅达 91%，平均降幅 77.7%；一次性套管穿刺器最高降幅 78%，平均降幅 59.5%	-	-
苏州	《苏州市盐城市宿迁市公立医疗机构医用耗材联盟带量价格谈判公告》	人工合成骨(骨粒、骨块)、带线锚钉、腔镜下单发不可吸收夹	最高降幅 63%	以三市二级及以上公立医疗机构上年度总采购量的 80% 为采购量	-
常州-连云港-扬州-镇江	《常州市、连云港市、扬州市、镇江市公立医院医用耗材联盟集中采购公告》	一次性使用喉罩、一次性使用静脉留置针、一次性使用精密输液器；乳房旋切穿刺针及配件(乳房活检系统)	脉留置针平均降幅 79.34%，最高降幅 83%；输液器平均降幅 74.97%，最高降幅 85.01%；喉罩平均降幅 51.64%，最高降幅 77%；乳房旋切穿刺针平均降幅 16.34%，最高降幅 25.84%	总采购量以四市联盟 165 家医院年度(2018 年 11 月 1 日至 2019 年 10 月 31 日)总采购量的 70%	-
安徽省					
省级	《关于执行安徽省省属公立医疗机构高值医用耗材集中带量采购谈判议价结果的通知》	骨科脊柱类和人工晶体类	脊柱类国产产品平均降价 55.9%，进口平均降价 40.5%，总体平均降价 53.4%，最大降幅 95%；人工晶体国产平均降价 18.1%，进口平均降价 20.9%，总体平均降价 20.5%	联盟省属公立医院 1 年约 80% 采购量	90 天
辽宁省					
辽阳市	《辽阳市医疗卫生机构 2019 年输液器带量采购议价项目》	一次性使用输液器(12 种)	最高降幅 82.14%，最低降幅 26.09%，平均降幅 57.67%	全市公立医院 1 年约 70% 采购量	30 天
山东省					
青岛-淄	《关于成立威海市	输液器、留置针、预冲	最终平均降价幅度达	3085 万	-

博-烟台 -潍坊- 威海	公立医疗机构医用 耗材采购联合体的 通知》	式导管冲洗器三大类 19 个品规普通医用耗材	60.93%，单品最高降幅 86.5%，最低降幅 37.31%		
淄博-青 岛-烟台 -潍坊- 威海-东 营-滨州	《淄博-青岛-烟台- 潍坊-威海-东营-滨 州七市药械采购联 盟医用耗材联合采 购公告》	注射器、导尿管、导尿 包、吸氧装置、采血针 5 个产品共 19 个规格	单品最高降幅 72%，其中采 血针降幅约为 50%	2019 年整年度 7 市 耗材采购量的 80%	
临沂-荷 泽	《临沂-菏泽公立 医院药品(耗材)采 购联盟联合采购公 告》	静脉留置针、气管插 管、镇痛泵、PICC 导 管	-	2513565	2 个月内 必须回款
济南市	《驻济医疗机构药 品和耗材采购联合 体耗材联合采购公 告》	一次性使用的输液器、 一次性使用的精密输液 器、一次性使用的避光 输液器、一次性使用的 静脉留置针、预充式冲 管注射器、一次性使用 的镇痛泵、一次性使用 的无菌导尿管	最低中标价中，输液敷贴单 价低至 2 毛，一次性使用输 液器低至 6 毛	2646.2 万	医保预付 40%货款
聊城	《关于第一批药品 (医用耗材)联合采 购中选结果的公 告》	输液器、留置针、预充 式导管冲洗器	-	不低于全市公立医院 采购量的 60%	3 个月回 款
区域联盟					
津冀及 黑吉蒙 晋鲁	《关于开展京津冀 及黑吉辽蒙晋鲁医 用耗材联合带量采 购(人工晶体类)历 史采购数据填报工 作的通知》	人工晶体类眼科耗材	25 个产品确定为拟中选，拟 中选价平均降幅达 54.21%， 最高降幅为 84.73%	9 省该类耗材需求量 的 60%，涉及人工 晶体 31.39 万片	-
重庆市- 贵州省- 云南省- 河南省	《关于组织开展医 用耗材集中带量采 购的公告》	吻合器、补片、胶片		联盟采购地区公立医 疗机构年度(2019 年 1 月 1 日至 2019 年 12 月 31 日)相 应品种采购量的一定 比例确定约定采购量	医 保 预 付 不 低 于 30%
山西省					
省级	《山西省医疗机构 药品耗材集中采购 工作领导小组办公 室关于组织开展部 分医用耗材带量议 价采购和使用试点	骨科类、心脏介入类、 眼科类	-	按参加组团联盟医疗 机构一个年度内所选 产品总采购量的 60%-80%作为约定 议价采购总量	医 保 预 付 30%，60 天必须回 款

工作的通知》					
临汾市	《临汾市公立医疗机构医用耗材联合集中带量采购公告》	血液透析器和一次性使用静脉留置针	-	全市公立医疗机构为采购主体，约定采购量为年度预估使用量的 70%	-
运城市	《运城市公立医疗机构医用耗材集中带量谈判议价项目邀请公告》	一次性使用静脉留置针 (普通静脉留置针，不含特殊用途的静脉留置针) 和一次性使用腔内切割吻合器组件(含钉匣、吻合钉)	-	约定采购量按照 2019 年 1-10 月份使用量预估全年使用量的 70%	30 天内回款，医保别预 30% 、 10%
福建省					
省级	《福建省医用耗材集中带量采购文件（征求意见稿）》	心脏支架、人工关节、留置针、超声刀、镇痛泵	-	五类耗材 2018 年 10 月 1 日至 2019 年 9 月 30 日全省二级及以上公立医疗机构总用量 70%	-

资料来源：各省市医保局，医疗器械经销商联盟，渤海证券研究所

3.A 股医药生物上市公司 2019 年报及 2020 一季度报业绩总结

3.1 上市公司整体业绩概览

本报告医药生物行业中报业绩总结统计的样本为申万医药生物板块中的扣除新诺威、万泰生物、贵州三力及科创板次新股（心脉医疗、南微医学、热景生物、三友医疗、赛诺医疗、海尔生物、博瑞医药、百奥泰、南新制药、佰仁医疗、美迪西、成都先导、泽璟制药、特宝生物、东方生物、微芯生物、祥生医疗、华熙生物、昊海生科、普门科技、硕世生物）之后，共计 299 家上市公司。

表 7：医药生物板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2019Q4
营业收入（亿元）	15286.70	17271.52	4161.80	3837.58	4431.82
YOY		12.98%		-7.79%	10.00%
归母净利润（亿元）	1046.38	944.80	350.60	289.25	-67.86
YOY		-9.71%		-17.50%	-215.41%
扣非归母净利润（亿元）	882.62	718.27	299.15	253.31	-155.11
YOY		-18.62%		-15.32%	-2687.55%

资料来源：wind，渤海证券研究所

2019 年医药生物板块整体营收为 17271.52 亿元，同比增长 12.98%，归母净利润为 944.80 亿元，同比减少 9.71%，扣非归母净利润为 718.27 亿元，同比减少 18.62%；医药生物板块 2019 年第四单季度营收为 4431.82 亿元，同比增长 10.00%，归母净利润为 -67.86 亿元，同比减少 215.41%；扣非归母净利润为 -155.41 亿元，同比减少 2687.55%；医药生物板块 2020 年第一单季度营收为 3837.58 亿元，同比减少 7.79%，归母净利润为 306.30 亿元，同比增长 3.12%，扣非归母净利润为 260.07 亿元，同比减少 4.46%。在制剂企业低开转高开的影响基本消退之后，医药生物板块整体 2019 年营收增速仍能达到 12.98%，医药生物行业仍然保持着高景气，但值得关注的是 2019 年第四季度营收的增速环比是下降的；归母净利润及扣非归母净利润更是出现了历史上少见的负值，主要由于部分公司计提资产减值等原因造成大幅亏损，归母净利润亏损十亿以上的上市公司就有 11 家，分别为 ST 康美、誉衡药业、*ST 恒康、通化金马、亚太药业、吉药控股、宜华健康、瑞康医药、美年健康、海正药业、创新医疗。而 2020 年一季度由于疫情的影响，医疗机构开展医疗服务并不充分，医药行业大部分公司经营受到冲击，但从数据上看，营

收和净利同比减少并不巨大，在一定程度上体现了医药行业的刚需。

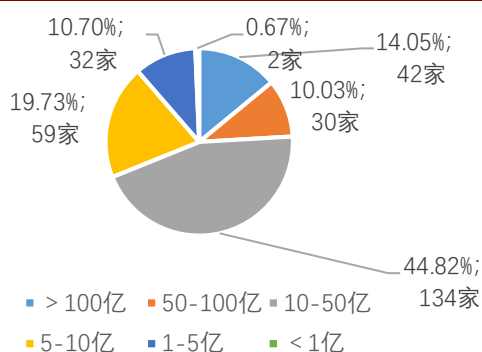
从营收层面来看，2019 年营收排名前十的公司主要为医药商业公司，2019 年营收超 100 亿元的公司有 42 家，营收低于 2 亿元的公司有 6 家，营收增速超过 50% 的公司有 7 家，营收增速为负值的公司有 66 家；从归母净利润层面来看，2019 年归母净利润前十的公司主要为各子行业的细分龙头，归母净利润超 10 亿元的公司有 28 家，归母净利润低于 1 千万元（包括亏损的企业）的公司有 39 家，归母净利润增速超过 50% 的公司有 34 家，归母净利润较上年同期减少（不含亏损）的企业有 78 家，亏损企业有 32 家。

表 8：2019 年医药生物板块营收前十及营收增速前十情况

营收排名	公司	营收（亿元）	营收增速	营收增速排名	公司	营收增速	营收（亿元）
1	上海医药	1,865.66	17.27%	1	智飞生物	102.50%	105.87
2	九州通	994.97	14.19%	2	启迪古汉	69.54%	3.15
3	白云山	649.52	53.79%	3	大博医疗	62.77%	12.57
4	国药一致	520.46	20.69%	4	昭衍新药	56.40%	6.39
5	国药股份	446.44	15.24%	5	同和药业	54.63%	4.13
6	海王生物	414.93	8.11%	6	白云山	53.79%	649.52
7	南京医药	371.56	18.70%	7	普利制药	52.28%	9.50
8	华东医药	354.46	15.60%	8	益丰药房	48.66%	102.76
9	中国医药	352.85	13.80%	9	司太立	46.98%	13.09
10	瑞康医药	352.59	3.95%	10	健友股份	45.25%	24.70

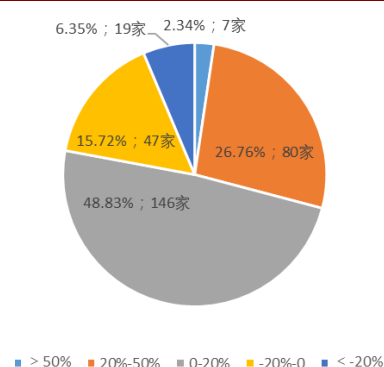
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 23：2019 年医药生物行业营收分布情况



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 24：2019 年医药生物行业营收增速分布情况



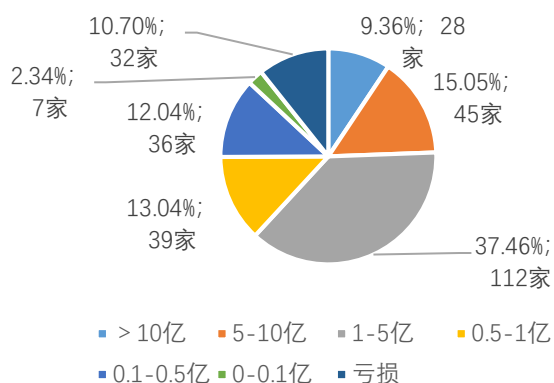
资料来源：wind，渤海证券研究所

表 9：2019 年医药生物板块归母净利润前十及归母净利润增速前十情况

净利排名	公司	净利 (亿元)	净利增速	净利增速排名	公司	净利增速	净利 (亿元)
1	恒瑞医药	53.28	31.05%	1	新华医疗	3680.99%	8.61
2	迈瑞医疗	46.81	25.85%	2	华海药业	429.81%	5.70
3	云南白药	41.84	26.53%	3	九安医疗	396.93%	0.63
4	上海医药	40.81	5.15%	4	天宇股份	257.89%	5.86
5	复星医药	33.22	22.66%	5	浙江震元	198.49%	2.12
6	白云山	31.89	-7.33%	6	兴齐眼药	162.74%	0.36
7	华东医药	28.13	24.08%	7	北陆药业	131.75%	3.42
8	智飞生物	23.66	63.05%	8	济民制药	115.85%	0.69
9	新和成	21.69	-29.56%	9	戴维医疗	115.41%	0.62
10	华润三九	21.12	47.51%	10	沃华医药	109.86%	0.96

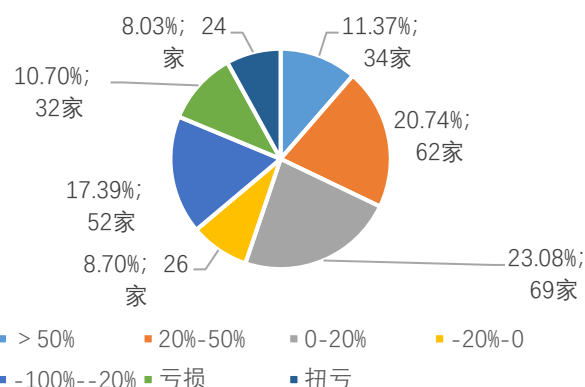
资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 25：2019 年医药生物行业归母净利润分布情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 26：2019 年医药生物行业归母净利润增速分布情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

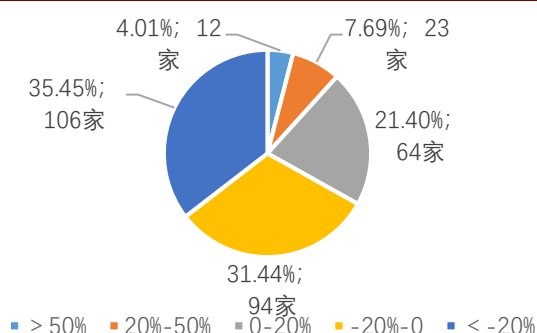
从营收层面来看，2020 年第一季度营收排名前十的公司主要也是医药商业公司，2020 年第一季度营收超 30 亿元的公司有 33 家，营收低于 1 亿元的公司有 43 家，营收增速超过 50% 的公司有 12 家，营收增速为负值的公司高达有 200 家，可见疫情对医药行业同样冲击巨大，而和疫情相关的防疫个股则出现较高的营收增速，如达安基因、振德医疗等；从归母净利润层面来看，2020 年第一季度归母净利润前十的公司主要为各子行业的细分龙头，归母净利润超 3 亿元的公司有 25 家，归母净利润低于 1 千万元（包括亏损的企业）的公司有 88 家，归母净利润增速超过 50% 的公司有 41 家，归母净利润较上年同期减少（不含亏损）的企业有 133 家，亏损企业有 54 家，亏损企业数量也是远超往常。

表 10：2020 年第一季度医药生物板块营收前十及营收增速前十情况

营收排名	公司	营收 (亿元)	营收增速	营收增速排名	公司	营收增速	营收 (亿元)
1	上海医药	404.48	-12.08%	1	达安基因	133.16%	5.89
2	九州通	271.73	10.18%	2	四环生物	131.68%	1.57
3	白云山	169.85	-5.93%	3	振德医疗	112.34%	7.09
4	国药一致	128.24	7.95%	4	昭衍新药	107.89%	1.55
5	南京医药	87.89	0.61%	5	九安医疗	99.37%	3.02
6	华东医药	85.98	-11.41%	6	贝达药业	72.63%	6.47
7	国药股份	82.10	-18.30%	7	第一医药	63.02%	5.02
8	海王生物	80.65	-23.52%	8	圣达生物	62.18%	1.97
9	云南白药	77.43	11.04%	9	英科医疗	56.46%	7.73
10	重药控股	76.64	-3.10%	10	博腾股份	54.69%	3.91

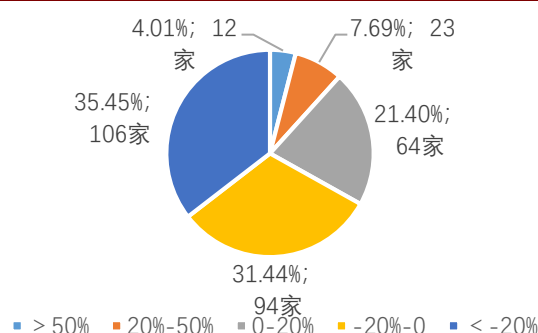
资料来源：wind，渤海证券研究所

图 27：2020 年第一季度医药生物行业营收分布情况



资料来源：wind，渤海证券研究所

图 28：2020 年第一季度医药生物行业营收增速分布情况



资料来源：wind，渤海证券研究所

表 11：2020 年第一季度医药生物板块归母净利润前十及归母净利润增速前十情况

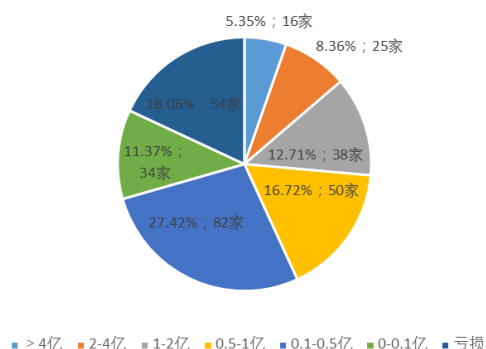
净利排名	公司	净利 (亿元)	净利增速	净利增速排名	公司	净利增速	净利 (亿元)
1	恒瑞医药	13.15	10.30%	1	万东医疗	787.92%	0.51
2	迈瑞医疗	13.13	30.58%	2	誉衡药业	670.38%	6.59
3	云南白药	12.82	51.49%	3	达安基因	559.48%	1.86
4	白云山	11.84	-15.85%	4	圣达生物	342.45%	0.62
5	华东医药	11.47	26.46%	5	英科医疗	281.77%	1.29
6	上海医药	10.38	-7.84%	6	同和药业	253.24%	0.16
7	新和成	9.01	76.52%	7	沃华医药	225.92%	0.44
8	誉衡药业	6.59	670.38%	8	博腾股份	191.70%	0.48
9	复星医药	5.77	-18.97%	9	太龙药业	190.37%	0.37

10 九州通 5.77 76.29% 10 振德医疗 180.66% 0.86

资料来源: wind, 渤海证券研究所

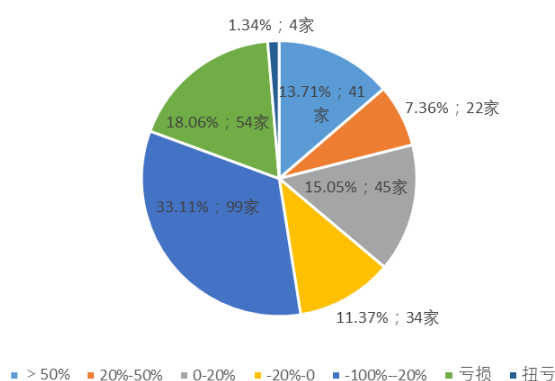
2020 年第一季度利润增速较高的企业主要也是由于疫情的原因, 例如万东医疗、达安基因、英科医疗、振德医疗等, 誉衡药业利润增速较高的原因主要是由于处理资产而造成了大额的非经常性损益, 其他几个公司利润增速较高和其上年基数较小也有较大的关系。

图 29: 2020 年第一季度医药生物行业归母净利润分布情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

图 30: 2020 年第一季度医药生物行业归母净利润增速分布情况



资料来源: wind, 渤海证券研究所

3.2 疫情冲击较为明显, 龙头表现依然稳健

申万化学原料药板块的上市公司主要有两部分, 一部分为大宗原料药企业, 另一部分为特色原料药企业, 这两类公司都受国内环保政策影响, 另外大宗原料药企业还具有周期特性, 这造成了化学原料药板块的整体经营数据呈现较大的波动。2019 年化学原料药板块整体收入为 925.52 亿元, 同比增长 9.20%, 归母净利润为 107.94 亿元, 同比增长 67.24%, 扣非归母净利润为 63.34 亿元, 同比减少 27.58%。2020 年第一季度化学原料药板块整体收入为 210.59 亿元, 同比减少 3.30%, 归母净利润为 30.06 亿元, 同比增长 5.64%, 扣非归母净利润 27.96 亿元, 同比增长 30.72%。从 2019 年来看, 化学原料药的整体收入增速不高, 主要由于原料药周期性的变化, 特别是营收体量较大的新和成 2019 年营收同比减少 12.23%; 利润增速方面, 归母净利润增速为 67.24%, 而扣非归母净利润却同比减少 27.58%, 主要原因为 ST 冠幅 2018 年由于资产减值归母净利润为 -27.13 亿元, 而其 2019 年归母净利润为 6.89 亿元; 海正药业 2019 年扣非为 -25.21 亿元, 这也拖累了板块的扣非净利润增速。

10 家重要原料药上市公司 2019 年营收合计 373.34 亿元，同比增长 8.28%，2019 年扣非归母净利润合计 53.68 亿元，同比减少 5.71%。营收表现不如整个化学原料药板块主要受新和成、浙江医药的影响，新和成和浙江医药作为大宗原料药企业，原料药价格出现较大的波动，对公司的营收和利润均产生了巨大影响。10 家重要原料药上市公司 2020 年第一季度营收合计 96.76 亿元，同比增长 12.62%，扣非归母净利润 19.22 亿元，同比增长 63.52%，营收和扣非归母净利润表现均远远好于整个化学原料药和医药生物板块，原因是由于疫情对原料药企业生产的冲击并不大，另外疫情在全球蔓延，而我国率先控制住了疫情，全球原料药的供需失衡，致使原料药价格上涨较为明显，优质原料药企业业绩数据亮眼。

表 12：化学原料药板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2019Q4
营业收入（亿元）	847.58	925.52	217.78	210.59	245.61
YOY		9.20%		-3.30%	11.63%
归母净利润（亿元）	64.54	107.94	28.45	30.06	8.02
YOY		67.24%		5.64%	-137.94%
扣非归母净利润（亿元）	87.46	63.34	21.39	27.96	-7.47
YOY		-27.58%		30.72%	-196.97%

资料来源：wind，渤海证券研究所

表 13：化学原料药板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

公司	2019 营收 (亿元)	2019 营 收增速	2019 扣非 净利 (亿 元)	2019 扣非 净利增速	2020Q1 营 收 (亿 元)	2020Q1 营 收增速	2020Q1 扣 非净利 (亿 元)	2020Q1 扣 非净利增速
普洛药业	72.11	13.08%	5.30	54.91%	17.01	1.53%	1.44	32.52%
新和成	76.21	-12.23%	19.35	-33.04%	26.20	42.68%	8.79	82.57%
亿帆医药	51.87	11.98%	7.79	8.46%	13.25	16.62%	3.17	119.12%
凯莱英	24.60	34.07%	4.89	32.51%	4.76	-0.21%	0.93	16.33%
富祥股份	13.54	16.38%	2.96	53.21%	3.67	24.39%	0.84	95.38%
药石科技	6.62	38.47%	1.37	15.63%	1.71	12.29%	0.26	-18.78%
浙江医药	70.44	2.70%	2.20	-41.71%	16.00	-6.89%	1.00	36.08%
九洲药业	20.17	8.30%	2.28	26.67%	3.92	-1.61%	0.31	20.96%
司太立	13.09	46.98%	1.68	76.85%	2.91	-0.95%	0.44	5.41%
健友股份	24.70	45.25%	5.87	42.85%	7.34	20.35%	2.03	40.80%
总计	373.34	8.28%	53.68	-5.71%	96.76	12.62%	19.22	63.52%

资料来源：wind，渤海证券研究所

2019 年化学制剂板块整体收入为 3234.56 亿元，同比增长 10.21%，归母净利润

为 171.67 亿元，同比减少 23.49%，扣非归母净利润为 121.78 亿元，同比减少 33.12%；板块营收增速高于医药制造业同期营收增速（7.40%），但利润增速逊于同期医药制造业，其原因主要是由于通化金马、誉衡药业、圣济堂、翰宇药业等业绩出现大幅下滑，同时科伦药业、信立泰等企业利润规模较大却增长乏力，2019 年利润均出现了一定的下滑。2020 年第一季度化学制剂板块整体收入为 697.77 亿元，同比减少 12.29%，归母净利润为 71.00 亿元，同比减少 15.00%，扣非归母净利润 56.62 亿元，同比减少 23.84%；化学制剂板块 2020 年第一季度的经营数据总体来说反映了医疗机构出诊服务的减少，营收和利润的减少在合理的范围；而相较 2020 年第一季度，2019 第四季度的数据却是较为糟糕，这主要也是由于上文提到的几家上市公司在第四季度计提大量减值而造成的。

表 14：化学制剂板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2019Q4
营业收入（亿元）	2934.80	3234.56	795.53	697.77	816.50
YOY		10.21%		-12.29%	2.63%
归母净利润（亿元）	224.38	171.67	83.52	71.00	-49.55
YOY		-23.49%		-15.00%	-39736.48%
扣非归母净利润（亿元）	182.07	121.78	74.21	56.62	-69.99
YOY		-33.12%		-23.84%	244.89%

资料来源：wind，渤海证券研究所

表 15：化学制剂板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

公司	2019 营收 (亿元)	2019 营 收增速	2019 扣非 净利 (亿 元)	2019 扣非 净利增速	2020Q1 营 收 (亿 元)	2020Q1 营 收增速	2020Q1 扣 非净利 (亿 元)	2020Q1 扣 非净利增速
丽珠集团	93.85	5.91%	11.92	25.79%	25.05	-3.94%	4.03	22.55%
华东医药	354.46	15.60%	25.74	15.12%	85.98	-11.41%	8.57	0.11%
京新药业	36.47	23.88%	4.21	33.21%	7.94	-11.15%	0.80	-15.60%
恩华药业	41.49	7.55%	6.03	20.94%	7.38	-29.72%	1.39	10.48%
信立泰	44.70	-3.90%	6.43	-54.19%	8.66	-27.13%	1.35	-55.75%
仙琚制药	37.09	2.40%	3.78	33.91%	7.45	-10.89%	0.63	12.50%
科伦药业	176.36	7.86%	7.90	-29.05%	35.38	-17.50%	-0.17	-105.22%
海思科	39.37	14.90%	2.55	93.53%	5.89	-29.83%	0.35	0.69%
东诚药业	29.93	28.29%	1.93	-30.79%	7.14	33.61%	0.72	4.52%
康弘药业	32.57	11.65%	6.42	2.06%	6.33	-11.76%	1.51	-23.69%
贝达药业	15.54	26.94%	2.08	50.13%	6.47	72.63%	1.31	172.25%
普利制药	9.50	52.28%	2.83	65.57%	1.71	8.84%	0.82	17.99%
天宇股份	21.11	43.88%	5.76	223.20%	5.69	14.11%	1.64	50.12%
华润双鹤	93.81	14.05%	9.93	9.10%	21.82	-17.12%	2.66	-15.10%
人福医药	218.07	17.03%	5.38	-120.22%	45.75	-13.07%	1.37	-16.30%

恒瑞医药	232.89	33.70%	49.79	30.94%	55.27	11.28%	12.76	10.51%
健康元	119.80	6.93%	8.29	31.30%	31.87	-4.63%	2.81	1.66%
华海药业	53.88	5.76%	4.50	292.81%	15.71	30.98%	1.97	94.38%
总计	1,650.88	15.03%	165.49	48.78%	381.46	-7.17%	44.54	-3.67%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

18 家重要化学制剂上市公司 2019 年营收合计 1650.88 亿元, 同比增长 15.03%, 2019 年扣非净利润合计 165.49 亿元, 同比增长 48.78%, 营收增速高于板块整体营收增速, 除有中药注射剂、辅助用药影响的丽珠集团, 受集采降价影响的信立泰和恩华药业, 出口业务受损的华海药业, 拥有大宗原料药业务的仙琚制药和健康元之外以及抗生素中间体业务承压的科伦药业, 其他重点公司营收增速都在两位数; 扣非净利润信立泰、科伦药业、东诚药业(计提资产减值)同比上年减少, 重点公司的扣非净利润增速表现远远高于板块表现。18 家重要化学制剂上市公司 2020 年第一季度营收合计 381.46 亿元, 同比减少 7.17%, 扣非归母净利润 44.54 亿元, 同比减少 3.67%, 营收和扣非归母净利润表现均好于整个化学制剂板块, 化学制剂板块已经初步形成了龙头效应, 但值得注意的是集采对于化学制剂公司的深远影响, 上市公司欲想基业长青必须加大研发拓展产品线, 重视原料药制剂一体化。

中药板块 2019 年整体收入为 3166.90 亿元, 同比增长 8.37%, 归母净利润为 205.58 亿元, 同比减少 28.09%, 扣非归母净利润为 149.29 亿元, 同比减少 37.22%; 2019 年中药板块归母净利润和扣非归母净利润表现糟糕的原因主要为东阿阿胶、吉药控股和 ST 康美业绩大幅下滑。2020 年第一季度中药板块整体营收 722.55 亿元, 同比减少 12.00%, 归母净利润为 73.06 亿元, 同比减少 26.44%, 扣非归母净利润 67.10 亿元, 同比减少 18.91%, 归母净利润和扣非归母净利润同比减少的原因除了疫情的冲击之外, ST 康美和东阿阿胶业绩的大幅下滑也是主要原因, 另外 2020 年第一季度的业绩数据要比 2019 年第四季度好很多, 这里面是由于吉药控股、ST 康美等公司的资产减值等情况均发生在 2019 年第四季度。

表 16: 中药板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2019Q4
营业收入(亿元)	2922.35	3166.90	821.08	722.55	785.76
YOY		8.37%		-12.00%	13.69%
归母净利润(亿元)	285.90	205.58	99.32	73.06	-39.56
YOY		-28.09%		-26.44%	-1989.51%
扣非归母净利润(亿元)	237.80	149.29	82.75	67.10	-56.05
YOY		-37.22%		-18.91%	292.17%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

12 家重要中药上市公司 2019 年营收合计 1781.69 亿元，同比增长 20.33%，2019 年扣非归母净利润合计 134.53 亿元，同比减少 1.27%；大部分重要上市公司营收保持着中低速增长，葵花药业、同仁堂和济川药业营收出现一定的下滑，白云山由于新并表广州医药有限公司和王老吉营收较上年大幅增长；扣非归母净利润方面，大部分公司低速增长甚至出现一定的下滑，仅羚锐制药、白云山、片仔癀、康缘药业的增速超过 15%。12 家重要中药上市公司 2020 年第一季度营收合计 447.79 亿元，同比减少 4.18%，扣非归母净利润 50.55 亿元，同比增长 1.44%；从营收数据来看，以岭药业由于疫情的关系营收大幅增长，云南白药和片仔癀由于消费属性中速增长，其余中药企业营收均出现不同程度的减少；利润端由于云南白药等体量较大的企业高速增长，整体来看利润数据出现了增长，但彼此方差较大。

表 17：中药药板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

公司	2019 营收 (亿元)	2019 营 收增速	2019 扣非 净利 (亿 元)	2019 扣非 净利增速	2020Q1 营 收 (亿 元)	2020Q1 营 收增速	2020Q1 扣 非净利 (亿 元)	2020Q1 扣 非净利增速
云南白药	296.65	11.07%	22.89	-21.54%	77.43	11.04%	10.55	39.81%
华润三九	147.02	9.49%	12.03	-4.11%	31.37	-9.91%	4.45	2.28%
以岭药业	58.25	20.99%	5.56	-2.35%	23.34	50.56%	4.32	54.77%
葵花药业	43.71	-2.24%	5.01	2.12%	9.10	-24.96%	1.46	-5.98%
同仁堂	132.77	-6.56%	9.24	-7.74%	30.30	-22.53%	2.40	-30.31%
羚锐制药	21.57	5.06%	2.84	17.10%	4.91	-15.42%	0.74	-17.03%
中新药业	69.94	9.99%	5.97	9.53%	16.56	-5.56%	1.57	-8.27%
白云山	649.52	53.79%	27.46	28.84%	169.85	-5.93%	11.95	-12.92%
片仔癀	57.22	20.06%	13.55	20.53%	17.14	15.51%	4.63	14.70%
天士力	189.98	5.61%	9.46	-29.58%	39.53	-13.53%	2.82	-28.90%
康缘药业	45.66	19.40%	4.86	17.72%	8.19	-24.13%	1.20	10.57%
济川药业	69.40	-3.72%	15.66	-1.70%	20.08	-3.45%	4.45	-5.76%
总计	1781.69	20.33%	134.53	-1.27%	447.79	-4.18%	50.55	1.44%

资料来源：wind，渤海证券研究所

生物制品板块 2019 年整体收入为 1025.07 亿元，同比增长 14.25%，归母净利润为 154.87 亿元，同比增长 45.25%，扣非归母净利润为 135.95 亿元，同比增长 39.38%，2019 年生物制品板块归母净利润和扣非归母净利润表现亮眼，主要由于体量较大的智飞生物、长春高新等企业 2019 年营收、净利高增长了；另外上海莱士 2019 年业绩反转，对行业的经营数据也有大幅的推动。2020 年第一季度生物制品板块整体营收 206.28 亿元，同比减少 8.41%，归母净利润为 31.35 亿元，同比减少 21.21%，扣非归母净利润 28.77 亿元，同比减少 20.28%，2020 年第一季度生物制品板块表现较差，主要原因依旧是疫情对疫苗等生物制品的冲击较大，营

收端利润端均出现大幅的下滑。

表 18：生物制品板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2019Q4
营业收入（亿元）	897.23	1025.07	225.22	206.28	268.15
YOY		14.25%		-8.41%	7.54%
归母净利润（亿元）	106.62	154.87	39.79	31.35	34.82
YOY		45.25%		-21.21%	61.35%
扣非归母净利润（亿元）	97.54	135.95	36.09	28.77	24.76
YOY		39.38%		-20.28%	189.07%

资料来源：wind，渤海证券研究所

11 家重要生物制品公司 2019 年营收合计 646.30 亿元，同比增长 25.08%，2019 年扣非归母净利润合计 104.28 亿元，同比增长 24.99%；2020 年第一季度营收合计 136.96 亿元，同比减少 6.00%，2020 年第一季度扣非归母净利润合计 23.41 亿元，同比减少 2.81%。11 家重要生物制品公司无论是 2019 年还是 2020 年第一季度，经营数据明显好于生物制品板块。但 2019 年复星医药由于辅助用药的监管，通化东宝由于竞争加剧以及渠道调整，经营数据明显差于板块平均水平；安科生物计提资产减值、博雅生物销售费用增幅较大，导致利润数据也不理想。2020 年第一季度，疫情对供给冲击较大，大部分公司营收净利表现均不佳，但生长激素的重点公司业绩是亮点。

表 19：生物制品板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

公司	2019 营收 (亿元)	2019 营 收增速	2019 扣非 净利 (亿 元)	2019 扣非 净利增速	2020Q1 营 收 (亿 元)	2020Q1 营 收增速	2020Q1 扣 非净利 (亿 元)	2020Q1 扣 非净利增速
长春高新	73.74	37.19%	17.76	77.40%	16.61	-6.43%	5.44	51.68%
华兰生物	37.00	15.02%	11.47	14.47%	6.78	-2.62%	2.44	1.49%
安科生物	17.13	17.17%	1.05	-61.16%	3.15	-9.21%	0.73	13.00%
智飞生物	105.87	102.50%	23.88	63.70%	26.35	14.87%	5.25	-1.47%
沃森生物	11.21	27.55%	1.28	6.07%	1.12	-36.34%	-0.20	-151.51%
博雅生物	29.09	18.66%	4.09	-7.87%	6.51	-0.12%	0.88	7.42%
我武生物	6.39	27.68%	2.94	30.85%	1.10	-20.13%	0.40	-38.21%
康泰生物	19.43	-3.65%	5.29	27.87%	1.77	-48.12%	0.03	-97.34%
天坛生物	32.82	11.97%	6.10	20.63%	7.58	7.36%	1.29	-1.44%
复星医药	285.85	14.72%	22.34	6.90%	58.81	-12.62%	4.36	-17.59%
通化东宝	27.77	3.13%	8.09	-0.61%	7.19	0.60%	2.79	3.35%
总计	646.30	25.08%	104.28	24.99%	136.96	-6.00%	23.41	-2.81%

资料来源：wind，渤海证券研究所

医药商业板块 2019 年整体收入为 7160.62 亿元，同比增长 16.93%，归母净利润为 149.29 亿元，同比减少 5.17%，扣非归母净利润为 130.43 亿元，同比增长 3.14%；2019 年医药商业板块营收表现平稳，归母净利润和扣非归母净利润表现稍差，主要由于占比较大的瑞康医药和海王生物计提资产减值；从细分领域来看连锁药店整体表现优于医药配送商。2020 年第一季度医药商业板块整体营收 1621.71 亿元，同比减少 5.51%，归母净利润为 40.31 亿元，同比减少 5.44%，扣非归母净利润 35.63 亿元，同比减少 11.38%；在 2020 年第一季度，同样连锁药店整体表现依旧优于医药配送商，且四大连锁药店的规模净利润增速均在 15%以上，也远远好于医药生物板块整体的表现。

表 20：医药商业板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2019Q4
营业收入（亿元）	6124.02	7160.62	1716.34	1621.71	1840.18
YOY		16.93%		-5.51%	11.94%
归母净利润（亿元）	157.43	149.29	42.63	40.31	18.21
YOY		-5.17%		-5.44%	-44.55%
扣非归母净利润（亿元）	126.46	130.43	40.21	35.63	7.38
YOY		3.14%		-11.38%	-48.55%

资料来源：wind，渤海证券研究所

表 21：医药商业板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

公司	2019 营收 (亿元)	2019 营 收增速	2019 扣非 净利 (亿 元)	2019 扣非 净利增速	2020Q1 营 收 (亿 元)	2020Q1 营 收增速	2020Q1 扣 非净利 (亿 元)	2020Q1 扣 非净利增速
国药一致	520.46	20.69%	12.27	4.32%	128.24	7.95%	2.42	-18.73%
一心堂	104.79	14.20%	5.91	16.22%	30.87	19.30%	1.99	15.25%
中国医药	352.85	13.80%	8.82	-13.16%	74.85	-9.21%	2.56	-37.40%
国药股份	446.44	15.24%	15.66	23.82%	82.10	-18.30%	1.94	-32.10%
九州通	994.97	14.19%	15.25	24.21%	271.73	10.18%	3.62	51.02%
上海医药	1,865.66	17.27%	34.61	30.49%	404.48	-12.08%	9.83	-5.42%
大参林	111.41	25.76%	6.90	35.48%	33.62	30.39%	2.71	52.69%
柳药股份	148.57	26.82%	6.71	27.02%	36.16	6.76%	1.76	14.16%
老百姓	116.63	23.15%	4.78	14.86%	32.82	20.34%	1.70	16.19%
益丰药房	102.76	48.66%	5.37	40.87%	30.48	23.43%	1.83	28.94%
总计	4,764.54	17.58%	116.28	20.12%	1,125.35	-1.79%	30.36	-0.91%

资料来源：wind，渤海证券研究所

10 家重要医药商业公司 2019 年营收合计 4764.54 亿元，同比增长 17.58%，2019

年扣非归母净利润合计 116.28 亿元，同比增长 20.12%；统计样本里面，医药商业（申万）板块共计有 25 家上市公司，12 家重要商业公司的营收占板块总营收 66.54%，行业集中度较高；19 年扣非归母净利润同比增长快于营收增速，主要原因是由于上海医药、九州通、国药股份毛利率提升，经营向好，利润增速均达到 20% 以上，10 家重要医药商业公司的扣非归母净利润增速也远远快于整个板块的扣非归母净利润增速。10 家重要医药商业公司 2020 年第一季度营收合计 1125.35 亿元，同比减少 1.79%，2020 年第一季度扣非归母净利润合计 30.36 亿元，同比减少 0.91%，10 家重要医药商业公司相应数据要好于整个医药商业板块，这也体现着龙头效应，具体来看零售药店的经营数据要明显强于药品配送行业，并且呈现着高景气，另外中国医药表现较差的原因在于子公司天方药业阿托伐他汀钙片、瑞舒伐他汀钙片均未中标 4+7 集采。

医疗器械板块 2019 年整体收入为 1117.06 亿元，同比增长 13.56%，归母净利润为 168.91 亿元，同比增长 14.82%，扣非归母净利润为 139.13 亿元，同比增长 9.63%；2019 年医疗器械板块营收和利润均表现很好，主要由于营收和利润体量较大的迈瑞医疗和乐普医疗持续中高速增长。2020 年第一季度药械器械板块整体营收 261.39 亿元，同比增长 4.60%，归母净利润为 45.74 亿元，同比减少 0.50%，扣非归母净利润 41.24 亿元，同比增长 16.37%；2020 年第一季度板块营收和利润均表现稳健，主要由于权重较大的迈瑞医疗和乐普医疗受疫情冲击不大，另外达安基因、鱼跃医疗、英科医疗等防疫物资生产商的表现亮眼，也带动了整体医疗器械板块的业绩。

表 22：医疗器械板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2019Q4
营业收入（亿元）	983.66	1117.06	249.89	261.39	306.38
YOY		13.56%		4.60%	11.94%
归母净利润（亿元）	147.11	168.91	45.97	45.74	24.33
YOY		14.82%		-0.50%	-22.33%
扣非归母净利润（亿元）	126.90	139.13	35.44	41.24	13.55
YOY		9.63%		16.37%	-35.10%

资料来源：wind，渤海证券研究所

表 23：医疗器械板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

公司	2019 营收 (亿元)	2019 营 收增速	2019 扣非 净利(亿 元)	2019 扣非 净利增速	2020Q1 营 收(亿 元)	2020Q1 营 收增速	2020Q1 扣 非净利(亿 元)	2020Q1 扣 非净利增速
鱼跃医疗	46.36	10.82%	7.08	10.15%	13.91	15.80%	3.66	53.29%
大博医疗	12.57	62.77%	4.23	30.23%	2.30	5.89%	0.69	-6.62%

请务必阅读正文之后的免责声明

38 of 64

乐普医疗	77.96	22.64%	12.41	18.21%	16.67	-11.26%	3.76	-9.79%
迪安诊断	84.53	21.33%	2.72	-17.51%	15.33	-16.50%	0.02	-96.90%
凯利泰	12.22	31.30%	2.83	94.05%	2.26	-21.82%	0.42	-37.58%
迈克生物	32.23	20.02%	5.19	18.97%	5.19	-28.18%	0.78	-34.18%
万孚生物	20.72	25.59%	3.71	38.28%	5.52	21.92%	0.95	38.74%
健帆生物	14.32	40.86%	5.22	48.19%	3.79	28.36%	1.89	55.35%
欧普康视	6.47	41.12%	2.67	40.89%	1.04	-14.11%	0.32	-26.19%
开立医疗	12.54	2.20%	0.73	-66.76%	2.34	1.90%	-0.20	-4248.94%
凯普生物	7.29	25.68%	1.35	36.03%	1.50	9.39%	0.18	17.57%
艾德生物	5.78	31.74%	1.17	8.31%	0.91	-23.97%	0.14	-47.56%
迈瑞医疗	165.56	20.38%	46.15	25.04%	47.41	21.39%	12.53	25.53%
万东医疗	9.82	2.92%	1.48	8.20%	2.50	54.53%	0.48	2583.15%
山东药玻	29.92	15.77%	4.51	31.44%	7.61	6.98%	1.33	29.93%
安图生物	26.79	38.85%	7.40	38.29%	5.50	0.44%	0.83	-29.36%
总计	565.10	21.56%	108.84	22.69%	133.77	4.30%	27.77	12.02%

资料来源: wind, 渤海证券研究所

16 家重要医疗器械公司 2019 年营收合计 565.10 亿元, 同比增长 21.56%, 2019 年扣非归母净利润合计 108.84 亿元, 同比增长 22.69%; 16 家重要医疗器械公司 2020 年第一季度营收合计 133.77 亿元, 同比增长 4.30%, 2020 年第一季度扣非归母净利润合计 27.77 亿元, 同比增长 12.02%, 16 家重要医疗器械公司相应数据明显要好于医疗器械板块以及整体医药生物板块, 头部医疗器械依然保持着中高速增长, IVD 板块的化学发光、POCT、分子诊断需求强劲, 另外在技术进步下有较大的进口替代空间, 乐普医疗仍需要关注氯吡格雷、阿托伐他汀在带量采购的情况下对公司业绩的影响。

医疗服务板块 2019 年整体收入为 641.78 亿元, 同比增长 11.21%, 归母净利润为 -13.45 亿元, 同比减少 122.27%, 扣非归母净利润为 -21.64 亿元, 同比减少 188.78%; 医疗器械板块样本公司仅 22 家, 数量远少于其他子版块, 这也造成了板块整体业绩受个体影响较大; 医疗服务板块 2019 年利润端均为负值, 主要由于宜华健康、创新医疗、*ST 恒康、盈康生命等公司由于计提资产减值而出现大额亏损; 营收表现也是一般, 但 CRO 和连锁医疗机构表现亮眼。2020 年第一季度医疗服务板块整体营收 117.28 亿元, 同比减少 13.74%, 归母净利润为 -2.26 亿元, 同比减少 120.68%, 扣非归母净利润 -3.90 亿元, 同比减少 143.05%; 疫情对医疗服务板块的冲击从数据来看, 是高于医药生物行业其他子版块。

表 24: 医疗服务板块 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

	2018	2019	2019Q1	2020Q1	2019Q4
--	------	------	--------	--------	--------

营业收入（亿元）	577.07	641.78	135.95	117.28	169.25
YOY		11.21%		-13.74%	8.98%
归母净利润（亿元）	60.40	-13.45	10.92	-2.26	-64.15
YOY		-122.27%		-120.68%	700.76%
扣非归母净利润（亿元）	24.38	-21.64	9.06	-3.90	-67.28
YOY		-188.78%		-143.05%	517.01%

资料来源：wind，渤海证券研究所

8 家重要医疗服务公司 2019 年营收合计 490.45 亿元，同比增长 20.13%，2019 年扣非归母净利润合计 42.64 亿元，同比减少 6.67%；8 家重要医疗服务公司 2020 年第一季度营收合计 88.32 亿元，同比减少 12.26%，2020 年第一季度扣非归母净利润合计-0.20 亿元，同比减少 102.42%。8 家重要医疗服务公司 2019 年相应数据好于医疗服务板块，头部医疗器械依然保持着中高速稳定增长，但美年健康除外；2020 年第一季度医疗服务商由于疫情，营收和利润下滑明显，但 CRO 和 ICL 相对来说，疫情冲击较小。

表 25：医疗服务板块重要公司 2019 年全年及 2020 年第一季度表现情况

公司	2019 营收 (亿元)	2019 营 收增速	2019 扣非 净利 (亿 元)	2019 扣非 净利增速	2020Q1 营 收 (亿 元)	2020Q1 营 收增速	2020Q1 扣 非净利 (亿 元)	2020Q1 扣 非净利增速
美年健康	85.25	0.79%	-8.69	-222.24%	5.35	-58.15%	-5.99	121.34%
爱尔眼科	99.90	24.74%	14.29	32.42%	16.42	-26.86%	0.26	-90.50%
泰格医药	28.03	21.85%	5.58	56.31%	6.50	6.77%	1.15	3.46%
通策医疗	18.94	22.52%	4.53	38.60%	1.93	-51.08%	-0.23	-125.18%
润达医疗	70.52	18.24%	3.05	19.44%	12.99	-15.16%	0.28	-59.23%
昭衍新药	6.39	56.40%	1.55	71.41%	1.55	107.89%	0.15	223.41%
药明康德	128.72	33.89%	19.14	22.82%	31.88	15.09%	3.76	-24.09%
金域医学	52.69	16.44%	3.19	67.29%	11.71	0.57%	0.42	11.96%
总计	490.45	20.13%	42.64	-6.67%	88.32	-12.26%	-0.20	-102.42%

资料来源：wind，渤海证券研究所

4.值得关注的子板块

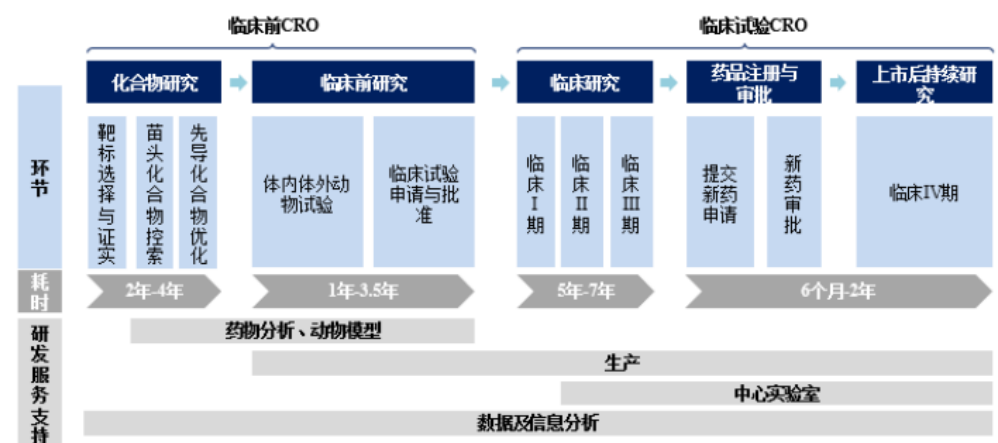
4.1 新药研发服务外包行业依然处于顺周期

4.1.1 新药研发外包行业概况

新药研发领域有着著名的“双十”定律：即一款创新药的研发成功需要耗时十年时间，花费十亿美元。但据最新研究显示，最新新药研发的成本约为 25.58 亿美元，已经比十亿美元翻了一倍多。之所以有这么高的研发费用，主要是因为新药研发周期长、涉及的环节众多。从项目立项开始，需要经历早期的药物发现阶段（活性化合物的发现）、临床前研究阶段（药效学、药动学、药理学、毒理学等）、临床研究阶段（I、II、III 期临床试验）和审批上市，中间需要多个专业的人才相互配合。所以，药物研发是一项高投入、高风险的业务。

为了提高研发效率，优化公司资源，各大药企纷纷将研发流程中的不同阶段外包给专业的公司，于是新药研发外包行业应运而生。根据新药研发领域中客户服务阶段的不同，医药研发服务一般分为合同研发服务（CRO）、合同生产服务/合同生产研发服务（CMO/CDMO），分别对应新药研发领域中的临床前研究及临床研究、定制化生产及研发服务等产业链的不同环节。

图 31：新药研发流程及 CRO 的主要职责



资料来源：药明康德招股说明书，渤海证券

4.1.2 国内外新药研发火热，利好研发服务外包行业

我国研发外包产业总共经历了三次发展浪潮：第一次，1996-2008 年，外资药企开始离岸外包，在此阶段主要依靠外资药企的临床前项目，国内研发外包产业初具规模，现在的许多临床前外包公司便是在此阶段应运而生，比如药明康德、凯莱英、康龙化成等；第二次，2009-2015 年，在金融危机过后，外资药企的市场增速有所下滑，为了开辟中国市场，越来越多的外资药企选择在我国开展临床试验，相应的催生了临床外包公司的产生，比如泰格医药、博济医药等在此阶段迅速发展；第三次，2015 年至今，与前两次不同，这次的拉动力量主要是国内创新药研发的高速发展，2015 年《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》的发布，标志着药品医疗器械审评审批改革的大幕正式拉开，国内的创新药研发项目如雨后春笋般开展。

图 32：2011 至 2015 年中国 CRO 行业规模

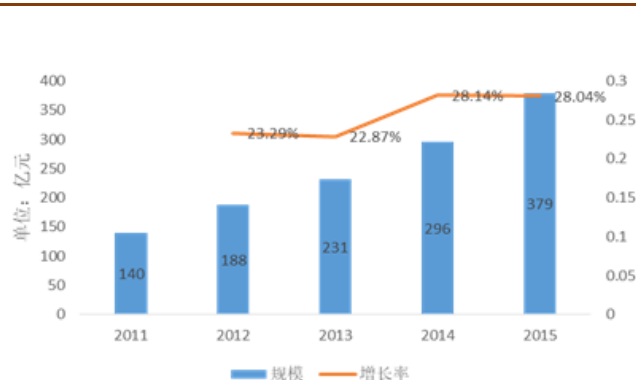
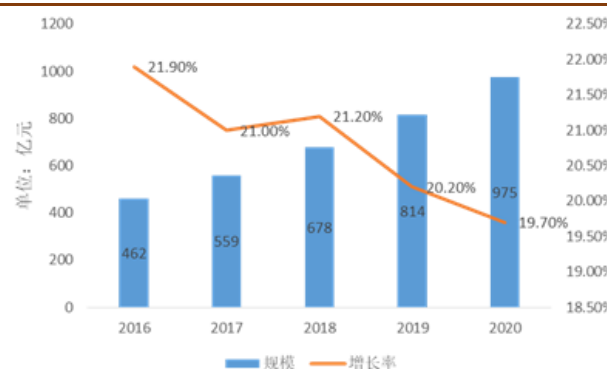


图 33：2016 至 2020 年中国 CRO 行业规模



资料来源：药明康德招股说明书、渤海证券

资料来源：药明康德招股说明书、渤海证券

图 34：2011 至 2015 年中国 CMO/CDMO 行业规模

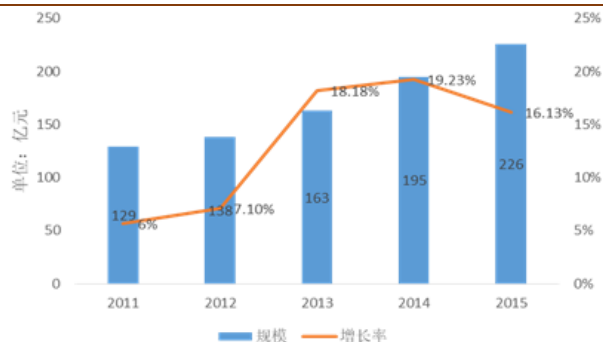
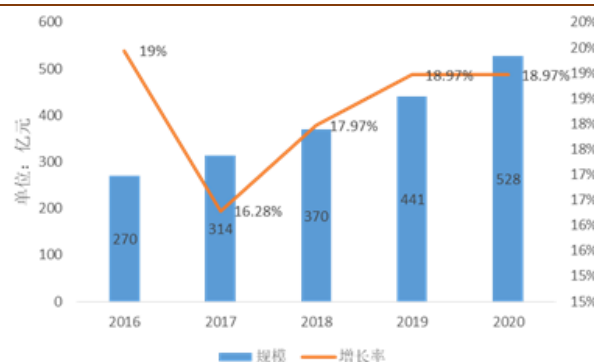


图 35：2016 至 2020 年中国 CMO/CDMO 行业规模



资料来源：药明康德招股说明书、渤海证券

资料来源：药明康德招股说明书、渤海证券

4.1.3 未来研发外包产业的发展趋势

我们认为医药研发外包行业属于长周期性行业，行业的兴衰主要取决于新药研发

的热度，而现在国内正处于新药研发的黄金时期，在多方刺激因素下，国内新药研发的热度还将持续。

科创板和港交所上市放开限制，有利于 Biotech 公司的融资。众所周知，创新药械研发时间长，前期几乎没有任何盈利却需要投入巨大的研发费用，这也限制了无现金流 Biotech 公司的发展。2019 年 3 月 1 日，上交所发布《上海证券交易所科创板股票上市规则》，科创板对企业的定位明晰，前期将重点聚焦于我国拥有核心技术的“硬科技”产业，而非靠商业模式创新等“软科技”产业，其中指出对于预计市值不低于 40 亿元的医药行业企业，至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，便具有科创板申请上市资格，重研发轻资产的战略定位为我国创新药企，尤其是初创型药企提供了重要的融资渠道。

科创板利好效应外延至创新药产业链中的服务商 CRO 和 CDMO 企业。由于新药研发的壁垒和不确定性，研发外包成为诸多企业（特别是初创型企业）控制研发成本、提高成功几率、提升产品上市速度的重要策略。

带量采购和鼓励创新政策，引导企业重心向研发靠拢。从 2015 年开始，所有的政策均引导企业向创新和临床价值方向转型，国家医保局的成立更是为三医联动的进行提供了强有力的支持。一方面是仿制药的带量采购，另一方面是无论从审批审评还是快速纳入医保都提供便利的鼓励创新，政策这只看得见的手把越来越多的资源向创新方向推进，越来越多的企业认识到只有抓住这一波创新潮才能保证在以后的竞争中不被落下。

整体行业未来呈现纵向一体化的发展趋势。新药研发是一个复杂的系统工程，对应的 CRO 业务也覆盖药物发现阶段、临床前研究、临床研究和新药注册等多个环节。由于不同研究阶段之间最重要的是研究数据的衔接以及实验结果的可信任度，仅提供单一阶段医药研发服务的企业无法满足大型药企在全产业链上的研发需求，这就要求未来行业内的参与者不仅要在各自专精的阶段提供高质量的研发生产服务，还需要围绕客户需求不断拓展产业链上下游领域，为客户提供全方位、一体化的新药研究、开发、生产类服务。

4.2 中国疫苗产业初起步，后续发展空间巨大

4.2.1 疫苗产业概况

国际上，新型疫苗的研发成本不亚于创新药，也符合“双十定律”，即 10 年、

10 亿美金。疫苗的放量快于创新药，比如葛兰素史克的带状疱疹疫苗，因其比减毒疫苗效果更好，从 2017 年上市以来实现迅速放量，三年的销售额分别是 2200 万英镑、7.84 亿英镑和 18.18 英镑；而且，疫苗具有很强的盈利能力，净利率普遍在 30% 以上。在生产方面，疫苗作为生物制品，产业化难度比较高，比如毒株的获取和转化、稳定的生产工艺以及高标准的监管等。2019 年全球前四大疫苗生产企业，葛兰素史克、赛诺菲、默沙东和辉瑞占总份额的 80% 以上，销售额达到 293.68 亿美元。

表 26：2019 年全球销售额前十大疫苗

排名	疫苗英文名	疫苗中文名	生产厂家	2018 年销售额（亿美元）
1	Prevnar 13	13 价肺炎结合疫苗	辉瑞	58.47
2	Gardasil4/9	人乳头瘤病毒疫苗	默沙东	37.37
3	Shingles	带状疱疹疫苗	GSK	23.05
4	ProQuad	麻腮风水痘疫苗	默沙东	22.75
5	Pentacel	百白破-IPV-Hib 五联苗	赛诺菲	22.07
6	Influenza	流感疫苗	赛诺菲	21.45
7	Hepatitis	肝炎疫苗	GSK	11.12
8	Pediarix	百白破-IPV-乙肝五联苗	GSK	9.28
9	Pneumovax 23	23 价肺炎多糖疫苗	默沙东	9.26
10	RotaTeq	五价轮状病毒疫苗	默沙东	7.91

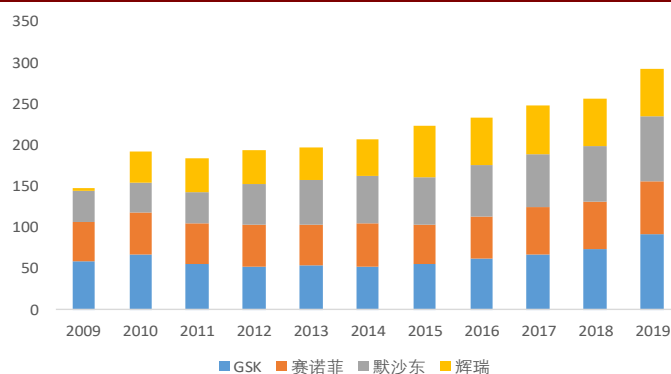
资料来源：各大公司年报、渤海证券

表 27：国际巨头历年疫苗业务销售额（亿美金）

公司	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
GSK	58.0	66.9	56.1	52.7	53.5	52.6	55.9	62.2	66.4	74.3	91.5
赛诺菲	48.6	50.5	48.3	50.1	49.4	52.8	47.3	50.7	57.6	56.8	64.4
默沙东	38.2	37.9	38.9	50.6	55.5	56.8	57.2	62.5	65.3	68.0	79.7
辉瑞	2.9	36.7	41.5	41.2	39.7	44.6	62.5	58.3	58.3	61.4	64.3
合计	147.7	192	184.8	194.6	198.1	206.8	222.9	233.7	247.6	260.5	299.5

资料来源：各公司财报、渤海证券

图 36：国际巨头历年疫苗业务销售额（亿美金）



资料来源：各公司财报、渤海证券

我国的疫苗产业尤其是新型疫苗产业一直处于低水平发展阶段。2018 年全球疫苗市场规模为 360 亿美元，较 2017 年增长 6.8%，预计市场规模 2024 年达到 523 亿美元，2018 年至 2024 年年化复合增长率为 6.4%。从区域分析，欧美日占据国际市场约 70% 市场份额，中国和印度紧随其后。从企业格局分析，默沙东、GSK、辉瑞和赛诺菲四大制药企业依然占据着绝大部分的疫苗市场份额，市场集中度高，受重磅产品的持续放量和中国市场驱动，前述四大制药企业 2019 年报显示疫苗销售收入合计达 299.5 亿美元，同比增长约 13%；2019 年，多联多价疫苗和新型疫苗表现突出，肺炎疫苗系列、HPV 疫苗系列、流感疫苗系列、DTaP 及其联苗系列、麻腮风-水痘系列、带状疱疹疫苗系列、轮状病毒疫苗、脑膜炎疫苗和肝炎疫苗等九大领域收入合计达 279 亿美元，收入占比超过 90%。我国疫苗市场集中度和市场规模有望继续提升，随着 16 年的“山东疫苗事件”和 18 年的“长生生物事件”的发生，加速了产业的升级和去产能之路。2019 年 6 月 29 日，《中华人民共和国疫苗管理法》正式稿发布，此次《新疫苗法》由部门行业规章上升到法律的高度，监管更加的严格，无论是准入还是生产都是对之前制度的一次升级。我们认为，这将进一步提升准入门槛，对于集中度的提升有积极的作用，利好具有领先研发和生产能力的头部企业。

4.2.2 我国疫苗产业正在走升级之路

我国疫苗主要分为一类苗和二类苗。一类苗是指政府免费向公民提供，公民应该按照规定接种的疫苗，这对于流行性疾病的防治至关重要，主要包括国家免疫接种计划的疫苗、各省及县政府增加的应急疫苗等。二类苗指的是除一类苗外公民自愿并自费接种的其他疫苗，不受国家财政和医保的限制。从价格和毛利来看，一类苗价格便宜，只有几元到几十元不等，国家统购统销，国企占比 70% 以上，比如中生集团旗下的 7 家研究所占多数份额。二类苗由于不受国家财政和医保的限制，定价相对自由，毛利率高，也是重磅品种的摇篮，机制更加灵活的民营企业占比 60% 以上。

我国虽然是全球最大的疫苗生产国，每年批签发疫苗 5 亿-10 亿瓶，数量全球排名第一。但是国内疫苗品种大多数为一类苗，缺少重磅品种，因此疫苗产值只有 150 亿元左右。参考国际疫苗巨头的发展路径：在 2000 年之前，由于疫苗产业研发周期长、风险高且不能长期用药，大部分行业巨头不是很热衷此块业务，而是把主要精力放在了治疗性用药和慢性病用药方向，比如立普妥、波立维等药王级药物就是在此时诞生。但是随着创新药研发难度的增加，

国际巨头制药公司开始把业务向疫苗方向扩展，各大医药企业通过兼并收购的方式扩张自己的版图，在资本的强有力推动下，疫苗的研发蓬勃发展，并迅速实现了资源的头部聚集，目前前 4 大疫苗生产厂家占据了全世界 80% 以上的市场份额，形成了寡头竞争的格局。

图 37：国际制药巨头疫苗兼并史



资料来源：各公司财报，渤海证券

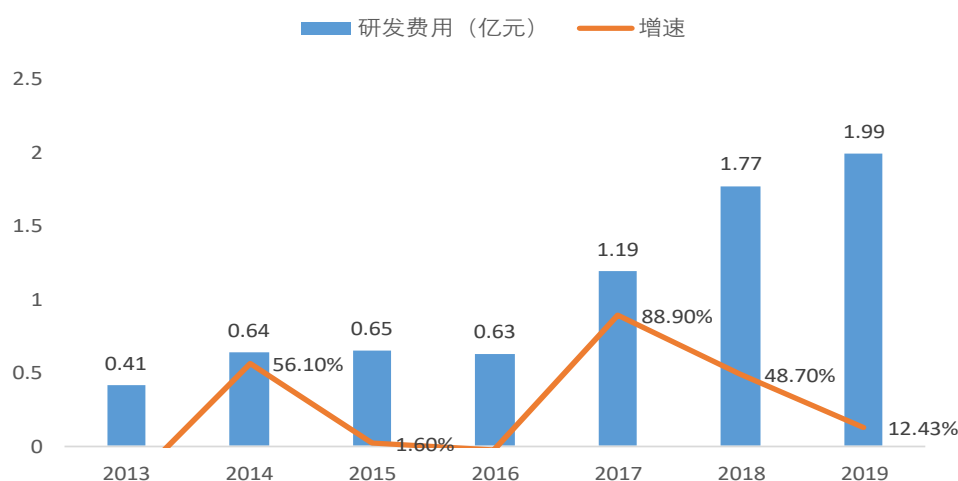
相比于国外的高集中度情况，我国的疫苗产业则呈现“小、散”的状态。目前我国共有疫苗生产企业 40 余家，包括国外生产企业 5 家，可生产 60 种以上的疫苗，预防 34 种传染病。国内的疫苗生产企业分散在 14 个省/直辖市，数量多、规模小、市场集中度偏低，同质化竞争严重、部分疫苗产能过剩，存在重复建设，企业规模化程度不高，创新更少。研发与发达国家仍有较大差距，从目前在美国上市的疫苗和中国市场上的疫苗比较可见，中国疫苗传统品种众多，多以单价疫苗、减毒疫苗为主，新品种缺乏，而美国上市的疫苗多以联合、亚单位、结合等疫苗为主。

针对这种情况，我国疫苗产业的发展方向非常明确：第一是淘汰落后产能，优化竞争格局；第二是发展壁垒和价格较高的二类疫苗。据统计，国内二类苗规模由 2013 年的 124 亿元快速增长到 2017 年的 217 亿元，并且还将以较快的速度增长，预计在 2030 年会达到 1000 亿元，市场规模巨大，比如 HPV 疫苗、13 价肺炎结合疫苗，全国断供、一针难求的情况十分明显。因此，我们认为面对国内巨大的未满足需求，能尽早研发上市重磅产品的企业，必将在之后的竞争中拔得头筹，目前已有企业在重磅二类苗上有所建树，为企业未来的发展奠定了坚实的基础。

康泰生物：研发管线最全，重点关注 13 价肺炎苗、三代狂苗、IPV、EV71

公司公司的研发实力领先，拥有国内先进的疫苗研发中心，通过持续进行研发创新，现已形成产品线丰富、产品结构优良且具有良好市场前景的疫苗产品梯队。除 5 种已上市疫苗外，公司目前拥有在研项目 25 项，其中 3 项已申请药品注册批件，12 项已经获得临床批件，10 项处于临床前研究阶段。

图 38：康泰生物历年疫苗业务销售额（亿美金）



资料来源：各公司财报，渤海证券

据 WHO 统计，肺炎是全球儿童感染性死亡的首因。肺炎球菌不止可以引起肺炎，还会引起脑膜炎、菌血症、鼻窦炎等疾病。从免疫学形态上来看，肺炎球菌的多糖荚膜对于免疫系统尚未发育完全的婴幼儿不易引发体液免疫反应，从而会导致细菌向血液扩散，引发其他疾病。目前的治疗手段多以抗生素输液为主，耐药和治疗时的痛苦是两大主要问题。

目前已知的肺炎病毒有 90 种以上的血清型，但是造成感染的主要是几种亚型。在已上市的产品中，覆盖亚型最多的是 23 价肺炎多糖疫苗，其原理就是提取细菌上的荚膜多糖制成的，分子比较小，但由于儿童的免疫系统不像成人那样警觉，很难引起细胞免疫应答，不会产生免疫记忆，当细菌感染时不能快速产生大量的抗体来应对。针对这种情况，科学家设计出多糖结合疫苗就是将小分子的多糖结合在大分子蛋白质上，抗原类型转变为胸腺依赖性抗原，从而使包括 2 岁以下婴幼儿在内的免疫力低下人群有效，产生免疫记忆。因此，针对于 2 岁以下的婴幼儿来说，能预防肺炎的疫苗只有 13 价肺炎结合疫苗，供应商也只有外企辉瑞制药，全国供应十分紧张。

辉瑞 13 价肺炎结合疫苗 2009 年在美国上市，2010 年销售额便迅速放量至 36.7 亿美金，2015 年更是高达 63.5 亿美金。该产品 2016 年国内上市，2017 年、2018 年和 2019 年批签发量分别为 71.54 万支、384.75 万支和 475.5 万支，批签发量主要受制于产品供应水平。预计 2025 年国内有 85 亿的市场规模，市场前景广阔。

目前国内共有 7 家企业行进 13 家肺炎结合疫苗的研发，其中沃森生物进展最快，早在 2018 年 1 月便三期揭盲，并获批上市。康泰生物旗下的北京民海生物已经制证完毕，并进入优先审批，预计 2020-2021 年上市，进度仅次于沃森生物。

表 28：国内 13 家肺炎结合疫苗研究进度

受理号	疫苗名称	在研企业	在办状态	最新进展
CXSS1800003	13 价肺炎结合疫苗	沃森生物	批准上市	批准上市
CXSL0900041	13 价肺炎结合疫苗	民海生物	制证完毕	有限审评
CXSL1300023	13 价肺炎结合疫苗	兰州所	制证完毕	二期临床
CXSL1300124	13 价肺炎结合疫苗	智飞生物	制证完毕	一期临床
CXSL1900006	13 价肺炎结合疫苗	康希诺生物	获批临床	一期临床
CXSL1100016	13 价肺炎结合疫苗	科兴生物	制证完毕	获批临床
CXSL1600014	13 价肺炎结合疫苗	安特金生物	制证完毕	获批临床

资料来源：药智网，渤海证券

4.3 化学发光，进口替代进行时

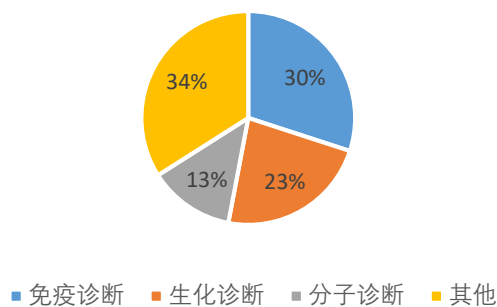
4.3.1 化学发光简介

不同于传统的病例诊断方式，体外诊断是指在人体外检测血液、尿液等样本，判断疾病或者功能异常的检测方式。据统计，目前全球约有三分之二的疾病是通过诊断做出诊疗决策，其中体外诊断以其取样方便、简便快捷的优势占据了诊断市场约 80% 的份额。2017 年全球体外诊断的市场达到 615 亿美金，预计 2020 年将达到 710 亿美金，美国、西欧和日本占据着体外诊断市场的主要份额。我国体外诊断处于快速发展时期，2017 年我国体外诊断市场规模将近 500 亿元人民币，并且以每年两位数的速度增长，但是人均体外诊断费用仅 4 美金，远远低于全球人均 8 美金的金额。随着人口老龄化和进口替代，国内体外诊断企业的规模将持续扩大。

在体外诊断中，免疫诊断已经成为第一大细分领域，约占体外诊断份额的 30%，

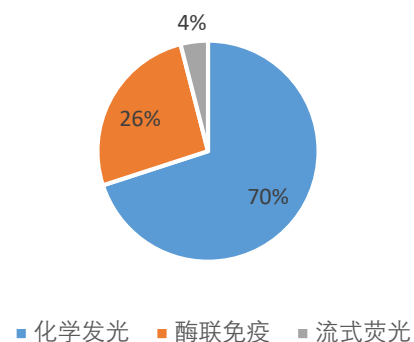
生化和分子诊断分别占 23%和 13%。在免疫诊断中，化学发光是占比最大且进口替代空间最大的领域，占整个免疫诊断 70%的份额，且约 80%以上的份额被外企罗氏、雅培等公司占据。化学发光法是利用化学发光测定化学发光反应反应物、催化剂、增敏剂、抑制剂，偶合反应中的反应物、催化剂、增敏剂的方法，相比于传统的免疫分析方法，灵敏度高、特异性好且可以自动化操作。目前广泛用于传染病、肿瘤、内分泌功能、心脑血管疾病、自身免疫疾病、过敏原检测等领域。

图 39：免疫诊断在体外诊断中的占比



资料来源：中商产业研究院、渤海证券

图 40：化学发光在免疫诊断中的占比



资料来源：中商产业研究院、渤海证券

4.3.2 国内化学发光领域竞争格局分析

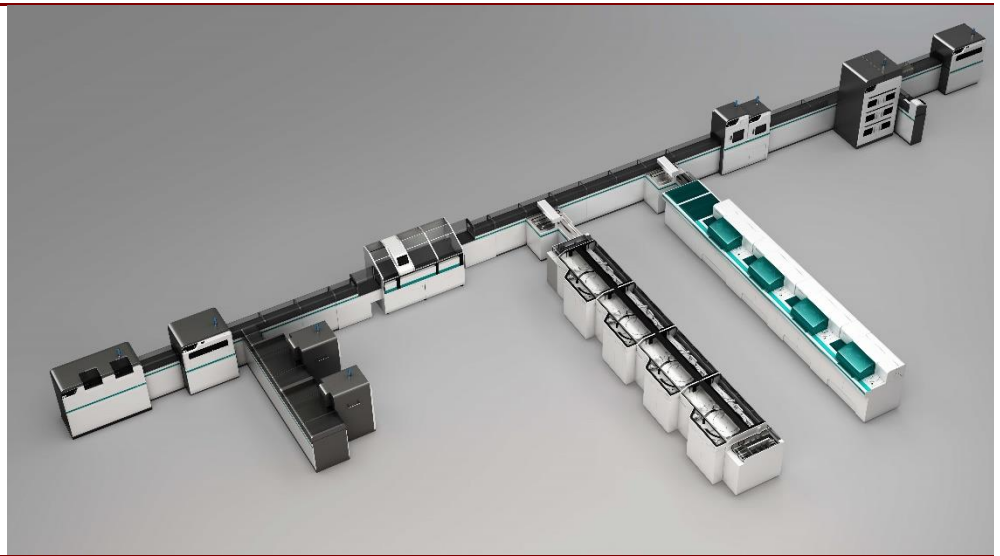
国际跨国公司在我国体外诊断的高端市场中占据绝对垄断地位，利用其产品、技术和服务等各方面的优势，不断加大在华投资力度，尤其在三级医院等高端市场中拥有较高的市场份额，价格普遍比国产同类产品高，同时国内企业由于技术水平及整体产品质量相对较低，其用户主要集中在二级医院和基层医院，以及市场空间趋于饱和的临床生化市场。

在化学发光领域，跨国企业占据了 80%以上的份额，由于化学发光诊断的闭环性，每个公司的设备和检测试剂不能通用，增加了进口替代的难度。而且随着流水线在我国的不推广，更加加深了跨国企业的护城河，单单只能进行单模块的检测已经远远不能满足临床的需求，因此，只有未来能在流水线上有突破的公司才能在进口替代的速度上快人一步。

流水线（Total laboratory automation, TLA）可以实现包括分拣、传送、处理、分析和存储等样本检验全流程的自动化，而且凭借其良好的扩张性，一条流水线可以完成医院 70%的检测工作，并且由于流水线的自动化程度比较高，可以最大程度的避免人工操作失误和交叉感染的风险。目前流水线均为闭环系统，如果医院

安装了某一厂家的流水线，则该医院大部分检测业务被该厂家“垄断”，因此只有拥有自己流水线的体外诊断企业才会在竞争中占据一席之地。从国内的产品状态来看，迈瑞医疗、迪瑞医疗、新产业和九强生物分别发布了自己的模块化流水线产品，但是离全自动流水线（TLA）还是有一定的差距，目前国内仅有安图生物发布安装了自己的第一条全自动流水线 Autolas A-1，随着对该条流水线在实践中的不断调试，安图生物凭借其在免疫诊断领域的产品优势，有能力在全国铺开自己的流水线产品。

图 41：安图生物流水线



资料来源：公司官网，渤海证券

4.3.3 未来国内化学发光企业将迎来高速发展

行业仍然在增长。从需求端来看，疾病的发病率和就诊率的持续提高成为我国化学发光行业持续成长的保证。特别是像如肿瘤、糖尿病和传染病等疾病的诊断要求越来越高，国内居民收入的增加催生健康意识的增强，都会加速我国化学发光诊断的持续增长。比如目前国内化学发光龙头罗氏诊断，虽然已经有近百亿的收入规模，仍然以每年 20%左右的速度增长。

分级诊疗催生渠道继续下沉。随着国家对分级诊疗支持力度的不断加强，二级以下或者县级医院正成为未来化学发光增量市场的主阵地。目前，化学发光因其成本高收费贵，主要在二级以上医院开展，二级以下医院主要以免疫诊断为主，我国化学发光企业所产产品的性价比十分高，会在成本敏感型的二级以下医院占据优势。

除了行业和自身的增长，对于化学发光企业而言，最大的发展还是对进口的替代。目前，外企的主阵地主要集中在三级医院，国内企业的主阵地主要集中在二级医院，但是无论对价格的敏感程度还是检测样本的数量，三级医院都远远优于二级医院，进口替代刻不容缓。我们认为未来化学发光的进口替代之路会重复生化诊断替代的过程，目前在生化诊断领域，国内企业已经占到了 70%以上的市场，包括外企十分重视的三级医院市场。

5.投资策略与标的推荐

5.1 投资策略

建议从以下几方面着手：

- 1) 仿制药领域：带量采购的层叠推进，仿制药稳态降价机制已经形成，中短期我国仿制药市场将在政策的引导下重整，长期将处于另一个均衡发展状态，建议关注具有产品集群优势、原料药-制剂一体化供应或市场竞争壁垒较高的仿制药龙头企业，推荐具有肝素和核药双业态的高成长性企业东诚药业（002675）以及积极布局呼吸系统用药的健康元（600380）；
- 2) 创新药领域：医保结构优化调整、辅助药让位、绿色审批通道等措施持续推出，释放了支持创新的明确信号，助力国产创新药蓬勃发展，建议关注以创新研发为主线的投资机会，推荐创新研发管线庞大的专科制药龙头恒瑞医药（600276），同时看好创新产业链外溢的外包环节，推荐临床 CRO 优质企业泰格医药（300347）以及产能持续扩张中的 CDMO 企业凯莱英（002821）；
- 3) 高端医疗器械：近年来我国高端医疗装备技术水平的迅速提升，国产设备在售后服务领域无可比拟的地理优势，以及医保控费、按病种付费等措施加持下需求终端性价比权重的加码，我国部分高端医疗设备进口替代将正式由此前概念性的提倡迈入实质性阶段，建议关注进口替代空间大、国产设备技术快速提升的优质器械龙头，推荐化学发光龙头安图生物（603658）和兼具技术、销售实力的国内最大器械生产商迈瑞医疗（300760）；
- 4) 疫苗领域：智飞生物代理产品 HPV 疫苗供不应求，五价轮状病毒疫苗（2018 年下半年获批）迅速扩增，自研产品三联苗粉针（不含铝佐剂）预计今年上市，结核病领域疫苗已处于上市申请阶段；沃森生物 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗于 2020 年 1 月正式获批，其作为全球销售金额排名第一的重磅品种，市场需求空间巨大，2020 年沃森生物共计批签发 71.43 万剂，为 2019 年批发量的 37.54%，且后续研发管线丰富，推荐关注智飞生物（300122）和沃森生物（300142）。

此外，还推荐聚焦屈光、视光和白内障三大眼科业务，业绩增长稳健且具备口碑和扩张能力的爱尔眼科（300015）。

5.2 重点标的推荐

（一）恒瑞医药：研发管线丰富的国内创新药绝对龙头

多产品支撑，专业化营销网络推动公司业绩稳增。公司是国内知名的抗肿瘤药、手术用药和造影剂供应商，2019 年实现营收 232.89 亿元，同比增长 33.70%，实现归母净利润 53.28 亿元，同比增长 31.05%；2020 年第一季度实现营收 55.27 亿元，同比增长 11.28%，实现归母净利润 13.15 亿元，同比增长 10.30%；2019 年第四季度营收和利润增速继续加快，2020 年一季度虽然有疫情的影响，但是公司仍然取得了正增长。我们预计 2020 年公司新药放量继续超预期，肿瘤药业务保持领先地位，手术麻醉和造影剂同步发展，新成立肿瘤、影像、综合三个销售事业部和战略发展部进行分线销售，专业化的营销网络持续推动公司业绩稳健增长。2019 年肿瘤、手术麻醉和造影剂代表型的药物注射用紫杉醇（白蛋白结合型）、酒石酸布托啡诺注射液、碘克沙醇注射液产销量增长较快，分别为 1526.89%、58.51%、49.11%（2019 年销量增长数据）。

研发强度较高，后续管线丰富。公司持续加大项目研发和创新发展，2019 年投入研发资金 38.96 亿元（+45.90%，全部费用化），研发强度高达 16.73%，后续研发管线丰富。公司创新模式正向源头创新迈进，创新布局从小分子药物向大分子药物转变，率先在国内申请国际领先的抗体毒素偶联物 ADC 药物（生物导弹）。截至目前公司 5 个创新药艾瑞昔布、阿帕替尼、硫培非格司亭、吡咯替尼和 PD-1 单抗上市；创新药研发方面，公司目前进入临床阶段（含已获批）的创新药共计有 46 个，数量上远远超过其他国内企业，另外 PD-1 与阿帕替尼联合用药、SHR3680、SHR0302、SHR1459 等产品也获准在海外开展临床试验；PD-1 适应症的扩展，公司已经走在国内前列。

（二）健康元：传统业务稳健，呼吸系统用药布局领先

公司重要子公司丽珠辅助用药风险逐渐消退，创新药业务成果丰硕。子公司丽珠近年来业绩稳健，2019 年，丽珠实现营收 93.85 亿元，同比增长 5.91%，实现归母净利润 13.03%，同比增长 20.39%，实现扣非归母净利润 11.92 亿元，同比增长 25.79%；丽珠 2014-2019 年营收复合增速 11.10%，扣非归母净利润复合增速 20.82%。2019 年丽珠参芪扶正注射液销售额为 8.17 亿元，占营收 8.71%；注射用鼠神经生长因子销售额为 3.61 亿元，占营收 3.84%，我们可以发现参芪扶正和鼠神经生长因子对丽珠的影响越来越小；而亮丙瑞林微球、尿促卵泡素、艾普拉唑、雷贝拉唑等其他制剂都呈现着较高的增长。另外，丽珠大力发展创新业务，创新药艾普拉唑在 2019 年就实现了 9.75 亿元，同比增长 65.65%；微球方面，丽珠已经获得临床批件的有亮丙瑞林微球（3 个月）和曲普瑞林微球，当前又申报了阿立哌

唑微球和曲奥肽微球。生物药方面，丽珠目前共有 14 个项目在研，临床阶段的有 8 项，进度靠前的有重组人促绒素（已报产）、IL-6R（Ⅲ期）、TNF- α （Ⅱ期）。

公司抗生素业务有一定的波动性，但在环保和制药行业供给侧改革的情况下长期向好。公司的抗生素业务主要有海滨制药的美罗培南和焦作健康元的 7-ACA。目前美罗培南的一致性评价申报方面，仅有公司、瀚辉制药和石药提交申请，而公司提交申请的时间在 2018 年 9 月，大约领先另外两个公司一年的时间。中间体 7-ACA 的价格在 2019 年下半年出现了一定的下跌，但是目前已有止跌回升的态势，我们认为，在环保趋严和供给侧改革的情况下，7-ACA 的价格会逐步上行。

公司在呼吸系统用药方面，布局领先。呼吸系统用药市场空间大、难度高、玩家少。我国呼吸系统疾病患者众多并且诊疗率较低，巨大的临床需求未被满足。吸入剂是呼吸疾病的治疗首选方案，经测算 2029 年我国市场规模有望达到 521 亿元，呼吸吸入剂由于制剂技术难度大、药械合一，目前国内市场上基本上被外资垄断，国内仅有少许几家企业布局呼吸吸入剂。在进度方面，公司与正大天晴是目前国内研发管线最多，进度最快的两家企业。目前品种方面，2019 年获批复方异丙托溴铵吸入溶液和左旋沙丁胺醇吸入溶液，布地奈德吸入溶液有望在今年获批，另外还有异丙托溴铵气雾剂、布地奈德气雾剂、马来酸茚达特罗吸入粉雾剂、硫酸特布他林吸入溶液等品种也已经申报生产。

（三）东诚药业：肝素和核药的双料龙头，成长性十足

肝素类药物在当前抗凝药中的地位牢不可破，公司肝素业务将会稳健增长。米内网数据库显示，2018 年我国公立医疗机构抗血栓形成药物销售规模高达 313.56 亿元，同比增长 19.45%，远高于同期西药的增速（7.36%），2013-2018 年复合增速为 16.07%。肝素类药物在当前抗凝药中的地位牢不可破，低分子肝素相较于新型抗凝剂仍旧有颇多自己的优势。世界胸科医学界公认发行量最大最有影响力的医学杂志给出 ACCP-9 指南，指南推荐低分子肝素仍然为 VTE 治疗一线用药，低分子肝素兼顾疗效与安全性。公司肝素类药物有原料药和低分子肝素制剂注射用那屈肝素钙，公司 2019 年肝素钠原料药销售额达 11.29 亿元，同比增长 21.60%，2014-2019 年复合增速为 23.31%。低分子肝素制剂 2018 年在公立医疗机构的销售规模为 87.32 亿元，同比增长 26.28%，远高于同期西药（7.36%）、抗血栓形成药物（19.45%）和普通肝素制剂（15.13%）的市场增速；2013-2018 年复合增速为 19.94%，近年来增长速度有加快的趋势。根据米内网数据，公司的那屈肝素钙自 2015 年上市销售以来，销售额急剧增长，2018 年销售额为 3.14 亿元，同比增长 467.22%，我们认为未来几年公司肝素制剂仍能实现中高速增长。

公司核药业务目前是双寡头垄断状态，市场进入壁垒极高，公司有望快速发展。2015 年，公司通过收购成都云克药业正式进入了高技术壁垒和高盈利能力的核医药领域。核素药物广泛应用于疾病的诊断和治疗，在恶性肿瘤、心脑血管等疾病的诊断和治疗方面具有其他药物不可替代的作用。近年来核素药物产值以每年约 25% 的幅度增长，预计国内市场总额到 2020 年将达到 100 亿元，增幅远高于医药行业平均增幅。2018 年，在相继并购成都云克药业、东诚欣科药业、上海益泰医药的基础上，公司完成对南京安迪科的收购，完成了从单光子药物到正电子药物全覆盖，成为一家完善的核药和核医学解决方案的提供商，大幅地提升了东诚药业在核医药领域的核心竞争力和整体实力，极大巩固了公司在核医药领域的领先地位。2019 年，云克药业实现营收 4.53 亿元，同比增长 15.49%，净利润 2.07 亿元，同比增长 24.66%；安迪科实现营收 3.85 亿元，同比增长 28.92%，净利润 1.32 亿元，同比增长 31.83%。核药研发管线方面，铼【188Re】依替膦酸注射液（骨转移疼痛）、氟【18F】化钠注射液（骨转移诊断）、【18F】氟丙基甲酯基托烷注射液（帕金森诊断）、BNCT 疗法（硼中子俘获治疗癌症新领域）以及钇【90Y】微球（肝癌治疗）、99mTc 标记美罗华等品种为公司核药发展奠定长久基础。

（四）智飞生物：自主研发和代理双轮驱动业绩高增长

公司是国内知名的疫苗生产研发厂商，2019 年实现营收 105.87 亿元，同比增长 102.5%，实现归母净利润 23.69 亿元，同比增长 63.20%。公司持续专注疫苗及生物制品研发、生产、销售、推广、配送及进口疫苗代理等，各项业务发展势头良好，疫苗产品销售稳定增长，推动公司业绩稳步提升，公司主营业务收入、净利润等重要财务指标较上年同期均有较好的增长。目前公司的主要产品有 AC 群脑膜炎结合疫苗、b 型流感嗜血杆菌结合疫苗、AC-Hib 三联苗、ACYW135 群脑膜炎多糖疫苗和治疗性微卡，此外还包括代理国际疫苗巨头默沙东的多个疫苗，包括 HPV 疫苗、口服五价轮状病毒疫苗、23 价肺炎球菌多糖疫苗和甲肝疫苗。

HPV 疫苗：国内存量市场巨大，未来几年内仍旧会保持高速增长。目前国内已上市四种 HPV 疫苗，分别是葛兰素史克的 HPV 2、默沙东的 HPV 4、HPV 9 以及国产万泰沧海的 HPV 2。默沙东 HPV 疫苗累计批签发量达到 1710 万支（截止 2019 年），对应 570 万女性获益，考虑到目前 4 价和 9 价的适龄段为 16-45 岁，这个年龄段对应的女性有 2.9 亿人次，截止 2019 年，在存量的适龄女性中，我国 HPV 疫苗的覆盖率仅为 1.97%，远远低于美国及其他发达国家的覆盖率。针对国内巨大的空缺和火爆的居民接种意愿，智飞生物 2018 年 11 月 6 日公告，与默沙东公司签署 HPV 疫苗相关协议，进一步加大了采购量，预计 2019-2021 年智飞生物分别采购 55.07、88.30 和 41.65 亿元 HPV 疫苗（包括 4 价和 9 价），总计 180

亿元。2019 年，HPV 4 和 HPV 9 的国内批签发数量分别达到 397 万支和 284 万支，总产值约 67 亿元人民币。

五价口服轮状病毒疫苗：消费升级，替代单价轮状病毒疫苗。轮状病毒是引起婴幼儿腹泻的主要病原体之一，多在秋冬季流行，在电子显微镜下病毒颗粒形如轮状，故命名为“轮状病毒”。轮状病毒传染性极强，感染者发生腹泻前 2 天就开始排出大量病毒，出现症状后 10 天仍可持续排毒，并且有些不表现症状的携带者也可能排出病毒。临床上主要表现为急性胃肠炎，常伴有呕吐、腹泻、发热等症状，其严重程度不一，可从短暂的稀便到严重腹泻。目前，全球最为畅销的轮状病毒疫苗分别是默沙东的 RotaTeq 和 GSK 的 RotaRix，每年有数亿美元的销售额。国内企业仅兰州所的单价口服轮状病毒疫苗罗特威上市，默沙东的 RotaTeq 自 2018 年下半年获得批签发以来，2018 年和 2019 年分别批签发 70.78 万支和 416.88 万支，仅用一年时间批签发的数量几乎与兰州所的罗特威相同，展现了新型疫苗放量十分快速。

在研管线丰富，有望发力结核病领域。公司深耕疫苗行业多年，除了已上市的三联苗和代理默沙东的重磅产品外，后续在研梯队丰富，尤其是结核病领域的研发居行业前列，重组结核杆菌融合蛋白于 4 月 28 日获得药品注册批件，EC 适用于结核杆菌感染诊断，皮试结果不受卡介苗（BCG）接种的影响，也可用于辅助结核病的临床诊断。该产品的上市，解决了已应用百年之久的结核菌素类产品（PPD 等）无法鉴别卡介苗接种与结核感染的难题，作为体内诊断制品用于结核杆菌感染诊断和结核病的临床辅助诊断，市场应用前景广阔。预防性的母牛分枝杆菌疫苗主要用于结核感染人群使用，目前也进入上市申报阶段。结核领域，公司研发的结核菌素纯蛋白衍生物、成人卡介苗、冻干重组结核疫苗 AEC（BC02）等产品组成公司结核病“诊、防产品矩阵”，构建公司较完整的“结核病监测、诊断、免疫预防”体系。除此之外，公司一系列产品处于临床试验或者申请阶段，目前进展较快的有：三联苗（粉针）、流感病毒裂解疫苗、23 价肺炎球菌多糖疫苗、冻干重组结核疫苗、ACW135 群流脑结合疫苗等。

（五）沃森生物：国产 13 价肺炎球菌结合疫苗有望实现迅速放量

公司是国内研发能力突出的疫苗生产企业，2019 年实现营收 11.21 亿元，同比增长 27.53%，实现归母净利润 1.42 亿元，扣非净利润 1.28 亿元，同比增长 5.79%。公司于 2018 年剥离单抗业务，由原来的控股变为参股，将企业重心完全放在新型疫苗的研发和销售上。公司目前在售产品有 13 价肺炎球菌结合疫苗、b 型流感嗜血杆菌结合疫苗（西林瓶型和预灌封型）、23 价肺炎球菌多糖疫苗、A 群 C 群

脑膜炎球菌多糖结合疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗和吸附无细胞百白破联合疫苗等 7 个产品，主要用于预防由特定病原微生物感染所引起的相关疾病。

沃安欣：国内首款，全球第二款 13 价肺炎球菌结合疫苗。2020 年 1 月 10 日，沃森生物正式收到由国家药品监督管理局批准颁发的 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗的《药品注册批件》，公司的 13 价肺炎球菌结合疫苗 2018 年 2 月 2 日申请上市，2018 年 4 月 10 日纳入优先审批，历经 2 年的审评和 14 年的研发后终于获批上市。13 价肺炎结合疫苗是全球销售金额排名第一的重磅疫苗品种，辉瑞公司 2019 年该产品全球销售额 58.47 亿美元。辉瑞公司 13 价肺炎结合疫苗于 2016 年获得批准进入中国市场，其批签发数量近三年分别为 71.54 万剂、384.75 万剂和 475.50 万剂。按近年统计数据平均新生儿出生人数 1600 万/年计算，市场需求空间巨大。全球市场亦需求巨大，供应存在较大缺口，仅 GAVI 市场目前年需求就达 1.5 亿剂，预计 2025 年将达 2.25 亿剂，WHO 将该疫苗列为紧急优先使用的疫苗品种。

2020 年 1-5 月份批签发，沃安新批签发占比持续提升。2020 年 5 月，PCV 13 共计批签发 35.12 万剂，同比增长 45.73%，5 月份批签发的 PCV 13 均为沃森生物生产，辉瑞在 4 月和 5 月份均未获得批签发。1-5 月份，PCV 13 总计批签发量为 190.9 万剂，同比增长 56.56%，辉瑞总体供应稳定，批签发量与去年同期保持一致，增量部分主要来自于沃森生物。2020 年，沃森生物共计批签发 71.43 万剂，已占整个 2019 年 13 价肺炎结合疫苗批签发量的 37.54%，较 2019 年辉瑞全年 475.5 万剂的批签发量尚有很大的上升空间。批签发量的迅速提升说明沃森的产能有保证，且对产品上市放量的信心。

研发管线丰富，给公司后续发展提供强大支持。公司的二价 HPV 疫苗已进入了 III 期临床研究的关键时期，处于收集病例及分析的最后阶段，九价 HPV 疫苗正在开展 I 期临床试验，重组 EV71 疫苗于 2019 年 3 月向国家药监局申请临床研究获得受理，2019 年 6 月公司收到重组 EV71 疫苗的《临床试验通知书》，该疫苗目前已进入临床研究阶段。

（六）爱尔眼科：内生外延，打造眼科龙头

公司是全国著名的眼科连锁医院，主要为患者提供各种眼科疾病的诊断、治疗及医学验光配镜等眼科医疗服务。公司 2019 年收入实现 99.93 亿元，同比增长 24.78%，归母净利润 13.81 亿元，同比增长 36.92%，从单个季度来看，公司 1-4 季度收入增速分别实现 28.5%、23.3%、27.2%和 20.0%，归母净利润增速分别

为 37.8%、35.6%、38.9%和 30.7%，业绩增长稳定，符合市场对公司的预期。

三大业务齐头并进，推动公司长期持久发展。公司业务主要包括屈光手术、白内障手术和视光三大块，三块业务占公司整体收入的 70%以上。2018 年报显示，屈光手术占收入的比重为 35.11%，白内障手术占收入的比重为 19.29%，视光占收入的比重为 18.44%，近些年屈光手术的高速增长是推动公司业绩高增长的主要原因。屈光手术是指以矫正近视、远视、散光为手术目的，提高整个眼睛的光学视觉质量的一类眼科手术。与发达国家相比，我国屈光手术的渗透率还有很大的提升空间，目前美国屈光手术稳定在 60 万例/年，约占近视患者比例的 0.7%，国内手术量约 150 万例/年，只占近视患者比例的 0.2%左右，渗透率只有美国的 1/3。除了受 2012 年的“封刀门”和 2014 年征兵条件对视力要求降低的影响外，其余每年都保持高速增长。受医保控费影响，公司 2018 年白内障手术量下降了 2.07%，收入同比增长 9.01%，主要是因为公司使用高端晶体手术量的提升，公司利用消费升级的机会，打造了“焕晶”品牌，2017 年和 2018 年客单价分别提升 12.18%和 11.32%。在青少年视光领域，公司重点关注角膜塑形镜治疗，占整个视光业务收入的 40%，在近视防治的蓝海迅速成长。

公司分级连锁标准化程度高，复制能力高，异地扩张能力强。分级连锁将公司体制内外的机构由上自下分为中心、省会、地市、县四个等级，针对不同资源等级市场设立不同层级的医疗机构。该模式的优势可以实现技术资源共享，做到资源配置的最优化，改变了我国现有眼科医疗资源区域集中的现状。公司重视人才的引进，通过“合伙人”模式和各种激励方式，外部招募和内部培养了一大批优秀医生，建立起良好的口碑，不断加宽护城河。同时，自 2014 年开始，公司创造性地以并购基金模式对接专业投资机构及社会资本，以较低风险和成本快速培育孵化新院，并且待新院培育成熟后再并购到上市公司，从而实现较快的扩张速度。

（七）凯莱英：CDMO 赛道的一体化领军企业，高瓴增资

国内“CRO+CDMO”一体化的优质外包服务企业。公司拥有的尖端技术能够为客户提供定制的解决方案，合成和制造几乎任何小分子药物，包括化学结构或合成过程，公司通过优化研发过程，不断开发和完善产品解决方案，加强质量控制，通过各方面努力来保证客户的满意。除此之外，对客户的需求能迅速反应，有效缩短新药的研发周期，并且在确保质量和服务标准的前提下帮助客户节约生产成本，实现服务承诺。严格恪守承诺赢得了客户持久的信任和合作。公司独特的商业模式和注重实质发展的战略是与其他竞争者显著区分的竞争力，这使公司能够从客户的备选药物中获取成长收益，而不承担新药开发中的固有风险。

行业东风起航，高瓴资本增资，前景广阔。药物研发外包具有规模化效应、集成加速、技术优化等优势，叠加国内创新驱动、新药评审改革、MAH 落地、全球产业区域倾斜等因素，行业增势喜人，据 Frost&Sullivan 数据，2019 年全球 CMO/CDMO 规模达 744 亿美元，预期未来两年将保持 12% 以上的增长。高瓴资本作为专注于长期结构性价值投资的专业投资公司，以现金全额认购公司非公开募集不超过 23.11 亿元的资金，成为公司持股 5% 以上股东，表明对公司长期发展逻辑的充分认可，将增强公司产能建设和运营投入的资金保障，并与公司在全球创新药领域建立全面、深入的战略合作关系，提升公司在全球创新药领域服务的广度和深度，有利于公司长远发展。

研发为核，构建一体化服务生态圈。公司始终视技术为核心竞争力，2019 年研发强度为 7.83%，研发人员为 1838 人，相比 2018 年增加了 370 人，公司自主研发的绿色连续性反应技术和生物转化技术处于国际领先地位，连续性反应技术实现实验室反应类型模块化和自动化以及中试及商业化应用，并成功开发了模块化全连续反应系统，技术实力卓越。同时公司在政策红利下，逐步打造化合物工艺开发优化、制剂研究、临床研究、注册申报、上市后原料药和 MAH 委托生产的“药物一体化服务生态圈”，已经与昭衍新药、Covance 签署战略合作框架协议，互为战略合作伙伴，共同为双方客户提供新药开发一站式服务，在客户共享基础上探索多种合作模式，全力配合支持合作事项，并与 Covance 实行“打包报价”，实现潜在客户拓展，助推公司一体化模式构建。

（八）泰格医药：项目经验丰富、研究能力突出

业绩表现优秀，研发投入及研发人员大幅扩增，创新药物研究能力突出。公司作为国内领先的 CRO 企业，受益于医药外包行业的迅猛发展，业绩表现优秀，业绩快报显示公司 2019 年实现营收 28.23 亿元，同比增长 22.71%，实现归母净利润 8.48 亿元，同比增长 79.55%，已有 123 个服务网点（含中国香港、中国台湾），覆盖 800 多家药物临床试验机构，并在亚太、北美、欧洲等地区的 10 个国家设立海外子公司。作为 CRO 类企业，人才及其研发能力是公司提供经营服务的关键生产要素也是公司核心竞争力，2019 年研发投入 1.24 亿元，同比增长 40.92%，核心管理团队保持稳定并具有丰富的医药专业知识和药物临床研究经验，总体人员规模也再快速扩增，2019 年末公司员工人数为 4959 名，同比增长 28.54%，本科及本科以上学历人员占比高达 88.23%。截止 2020 年 4 月，公司累计参加 2200 余个临床研究项目，300 多项 CDISC 标准项目，16 个药物或适应症递交 FDA 新药或生物制品许可（NDA/BLA）申请，涉及感染科（肝炎、艾滋病）、肿瘤、内分泌、心血管等领域。

公司具有行业领先的质量标准及项目交付速度。据弗若斯特沙利文报告，对于创新药物而言，一个设计优良并执行有效的临床试验计划能将上市时间平均缩短 2 年。公司具有行业领先的强大质量控制标准，质量管理体系涵盖项目的每个阶段，从临床设计和规划，项目执行中的质量控制及质量保证及补救措施，确保项目质量并按时交付。为确保满足相关法律法规的合规性要求，质量控制部门定期更新全面的标准作业程序。公司根据客户反馈及全球实践经验不断审查并提高质量管理体系。助力多个新药上市，包括首个国产人工心脏“永仁心”，首个国产生物类似药汉利康，国内首个视神经脊髓炎（罕见病）辅助诊断产品，全球首款每日一次 COPD 三联闭合疗法在中国获批，2019 年获批的 13 个中国 1 类新药中，7 个由泰格医药或子公司助力研发。

（九）安图生物：化学发光赛道规模大、增速快，进口替代加持下，硬实力小龙头将优先受益

销售与渠道并重。公司拥有高素质的研发团队及持续的研发高投入，截至 2019 年末，公司拥有研发人员 1180 人，占总数的 31.35%，本科及以上学历比重为 86.95%之一，研发投入 31190.63 万元，占当期营业收入的比重为 11.64%，研发强度持续攀升，已获专利 419 项（含国际专利 34 项），获得产品注册（备案）证书 491 项，并取得了 162 项产品的欧盟 CE 认证；公司先后承担国家、省级、市区级项目 10、10、22 项，完成科学技术成果鉴定（评价）9 项，全面参与 75 项行业标准制定；销售方面，公司共有千余家经销商，基本形成了覆盖全国的营销网络，公司在除香港、澳门、台湾和西藏外的各省省会、直辖市及重要城市派驻了市场营销人员，对高速发展的二、三级医疗机构有很好的跟进能力，确保了产品的销售深度和广度，截止 2019 年末，公司产品已进入二级医院及以上终端用户 5600 家，其中三级医院 1608 家，占全国三级医院总量的 60%。

化学发光赛道优质，公司实力过硬。目前我国化学发光免疫诊断市场约 200 亿元，未来三年增速可保持 20%以上，其中进口产品占据三级医院 80%以上的份额，公司作为国内化学发光行业的领先企业，拥有 236 项免疫检测产品注册（备案）证书，并取得了 96 项产品的欧盟 CE 认证，其中拥有 98 项微孔板免疫检测产品（含酶联免疫产品和微孔板化学发光产品）注册证书和 104 项磁微粒化学发光诊断产品的注册（备案）证书，并配备 200 测试/小时和 100 测试/小时的全自动磁微粒化学发光测定仪，产品性能稳定，基本具备了和外企争夺高端市场的资质，叠加国家医保控费的不断施压，行业进口替代将加速进行，此外公司推出国内首条大型流水线 Autolas A-1，成为全球第七家流水线推出企业，全自动生化免疫流水线 Autolas B-1 Series 的推出，进一步完善了产品线，目前国内三级医院 TLA 渗透

率仅约为 10%，而日本同级医院渗透率早已超过 70%，增量空间大。

注重核心材料的研发。以抗原、抗体为主的生物活性材料作为免疫类体外诊断试剂的关键原材料，直接影响着产品的质量，其相关技术和采购来源也是各个体外诊断制造商核心的机密之一。公司注重生物活性材料的研发，通过十几年潜心研究和技术积淀，在诊断用抗原抗体方面已经卓有成效。截至 2019 年末，公司创建了针对多达 2.39 万抗原表位的诊断抗体库，已注册的 210 种免疫诊断试剂抗原、抗体自给率达到 77% 以上。

（十）迈瑞医疗：品牌及实力兼具的国内最大器械生产商

实力与品牌兼具，产品广受市场认可。公司主要产品覆盖生命信息与支持、体外诊断以及医学影像三大领域，拥有国内同行业中最全的产品线，其中生命信息领域的监护仪、除颤仪、麻醉机市场占有率分别位居我国第一、二、三位，全球第三、五、三位；医学影像销售规模占据我国第三，全球第六，近十年销售规模翻倍，其中 R7/R8 超声的推出，真正打破高端超声的进口垄断；体外诊断领域，血球分析位居国内第二，现已进入代表国内最高医疗水平的北京、上海、广州、杭州等地的三级医院，生化分析位居国内第三，化学发光免疫类产品随着仪器装机量的提升和试剂种类的增多，销售增长也十分亮眼。

研发创新能力卓越。公司目前建立了基于全球资源配置的研发创新平台，设有八大研发中心，拥有研发人员为 2508 人，分布在深圳、南京、北京、西安、成都、美国硅谷、美国新泽西和美国西雅图，拥有医疗产品创新体系（MPI）、全球知识产权保护体系以及多个国际领先的研发专业实验室，2019 年 12 月，公司开启了全球第九个研发中心——武汉研究院项目的建设，拟创建约 2000 人规模团队，开启迈瑞自主创新与发展的新征程。

销售网络全球深度覆盖，销售方式因地制宜。截止 2019 年末，公司营销人员有 3163 人，在超过 30 个省市自治区均设有分公司；在境外超过 30 个国家拥有子公司，产品远销 190 多个国家及地区。公司已成为美国、英国、德国、法国等国领先医疗机构的长期合作伙伴。在北美，公司拥有专业直销团队，已与美国五大集体采购组织 MPG、MedAssets、Novation、Premier、Amerinet 合作，项目覆盖北美近万家终端医疗机构。在欧洲，公司采用了“直销+经销”的销售模式，公司产品持续进入欧洲高端医疗集团、综合医院以及专科医院。在发展中国家如拉美地区，公司采用了经销为主的销售模式，建立了完善且覆盖度广的经销体系，产品进入了多家综合性和专科类医院。

风险提示：政策推进不达预期，海外疫情超预期，研发进度低于预期

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

 张继袖
 +86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

 崔健
 +86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

 徐中华
 +86 10 6810 4898
 张源
 +86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

 郑连声
 +86 22 2845 1904
 陈兰芳
 +86 22 2383 9069

电力设备与新能源行业研究

 郑连声
 +86 22 2845 1904
 滕飞
 +86 10 6810 4686

电子行业研究

 徐勇
 +86 10 6810 4602
 邓果一
 +86 22 2383 9154

医药行业研究小组

 徐勇
 +86 10 6810 4602
 甘英健
 +86 22 2383 9063
 陈晨
 +86 22 2383 9062
 张山峰
 +86 22 2383 9136

非银金融行业研究

 张继袖
 +86 22 2845 1845
 王磊
 +86 22 2845 1802

通信行业研究

 徐勇
 +86 10 6810 4602

传媒行业研究

 姚磊
 +86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

 杨旭
 +86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

 刘瑞
 +86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

 周喜
 +86 22 2845 1972

固定收益研究

 朱林宁
 +86 22 2387 3123
 马丽娜
 +86 22 2386 9129
 张婧怡
 +86 22 2383 9130

金融工程研究

 宋旻
 +86 22 2845 1131
 张世良
 +86 22 2383 9061
 陈菊
 +86 22 2383 9135

金融工程研究

 祝涛
 +86 22 2845 1653
 郝惊
 +86 22 2386 1600

策略研究

 宋亦威
 +86 22 2386 1608
 严佩佩
 +86 22 2383 9070

博士后工作站

 张佳佳 资产配置
 +86 22 2383 9072
 张一帆 公用事业、信用评级
 +86 22 2383 9073

博士后工作站

 苏菲 绿色债券
 +86 22 2383 9026
 刘精山 货币政策与债券市场
 +86 22 2386 1439

综合管理

 齐艳莉 (部门经理)
 +86 22 2845 1625
 李思琦
 +86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

 朱艳君
 +86 22 2845 1995
 王文君
 +86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

 任宪功
 +86 10 6810 4615

风控专员

 张敬华
 +86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码：300381

电话：(022) 28451888

传真：(022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码：100086

电话：(010) 68104192

传真：(010) 68104192

渤海证券研究所网址：www.ewwww.com.cn