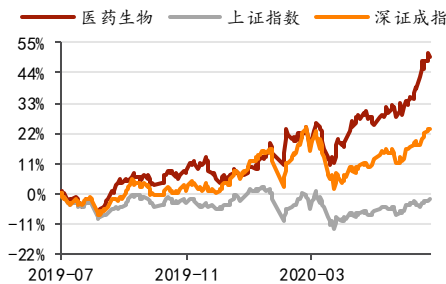


投资评级:增持(维持)

2020 医药中期投资策略报告

龙头坚挺，助力挖掘价值重构型公司

最近一年行业指数走势



联系信息

张文录

分析师

SAC 证书编号: S0160517100001

zhangwenlu@ctsec.com

华挺

联系人

huating@ctsec.com

相关报告

- 《或技术性调整，但不改必选消费中期避险逻辑：“药”倾听市场的声音第一百一十五期》 2020-04-27
- 《避险情绪主导+疫情业绩驱动，成就必选消费医药：“药”倾听市场的声音第一百四十四期》 2020-04-07
- 《重视特色原料药板块：“药”倾听市场的声音第一百一十三期》 2020-03-30

● 疫情可能要用两年的时间维度去思考

经济活动重启和南半球疫情的爆发，使得投资者对防护和诊断类公司的中报业绩值得期待。防护类关注英科医疗和蓝帆医疗，医学诊断类关注华大基因；医疗新基建关注迈瑞医疗、理邦仪器、宝莱特和万东医疗等。

● 医药股整体估值并非高不可及，寻找价值重构型公司将有超额收益

医药股的 TTM-PE 在 52 倍，相对沪深 300 的估值溢价率为 307%，处于较高位置，在资金持续流入板块快速走高的过程中，要注意个股估值过高带来的风险，可能存在高低位切换的可能。低位股补涨，高位股维持，继续推升行业估值水平。陆股通开启后，国内消费股进入了全球化定价时代。目前 A 股医疗保健相对道琼斯医疗保健指数的溢价率在 226%，处于较高位置。指数的走势除了医药本身政策的原因外，与美国的宽松政策、美股走势和人民币汇率成正相关。医药占比 A 股市值比重在 8.78%，中国卫生总费用在比 GDP 在 6.6%。卫生总费用与医药板块市值占比长期空间向上明确，短期市值比重预计将冲高后震荡。过去三个月重要股东的减持行为暴增，增发的大幅上升，警惕了可能市场正进入泡沫区。

● 医疗器械、创新药、医疗服务和原料药等是不变的投资主题

医疗器械的成长逻辑：自主可控后的进口替代；老龄化带来的消费需求的增长；难以实施药品式的带量采购。市场规模大、进口占比高的细分赛道，发展前景更为乐观。医疗器械行业有 α 绝对收益。随着注册制的推进，一二级市场的界限逐渐模糊。创新药一二级联动，**创新药**投资中基因治疗开始火热，抗肿瘤与免疫疗法依然火热。DRGs 是需要最重点跟踪的政策，其快速推行会使得医生的处方行为发生本质的变化，Me-too 类创新市场将变小，DRGs 使得医保总量增速得以控制，内部药械的微结构再次分化。**原料药**企业的价值在提升的三个共识：供给侧改革带来的行业龙头效应；后带量采购时代仿制药的竞争核心是原料药竞争；中国拥有完善的上游化工产业链、工程师红利和三四线城市的优质劳动力和能源土地，寻找行业低估公司。随着疫情影响的深入，助力了**互联网医疗**质的飞跃，互联网医疗发展进程加速。

● 风险提示：行业估值水平过高带来系统风险

表 1：重点公司投资评级

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (06.24)	EPS (元)			PE			投资评级
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
300233	金城医药	122.19	31.08	0.52	1.14	1.56	59.77	27.26	19.92	买入
300676	华大基因	584.07	145.98	0.69	2.42	1.81	211.57	60.32	80.65	增持
002675	东诚药业	162.69	20.28	0.19	0.56	0.68	106.74	36.21	29.82	买入
002044	美年健康	527.23	13.45	0.23	0.29	0.40	58.48	46.38	33.63	买入
002019	亿帆医药	282.12	22.85	0.73	1.18	1.39	31.30	19.36	16.44	买入
688266	泽璟制药	199.00	82.88	-2.57	-0.03	0.09	-32.25	-2763.6	921.89	买入

数据来源：Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财，财通天下

内容目录

1、对疫情相关公司的判断.....	4
2、医药行业整体运行情况.....	5
2.1 医药股整体估值并非高不可及.....	5
2.2 重要股东持续大范围减持和增发.....	7
3、医疗器械、创新药、医疗服务和原料药等是不变的主题.....	7
3.1 医疗器械主题.....	8
3.1.1 自主可控后的进口替代.....	9
3.1.2 高值耗材带量采购政策.....	11
3.1.3 前沿技术向美欧看齐.....	11
3.2 创新药关注一级市场变化与行业政策.....	12
3.2.1 DRGs 将彻底改变医生与医院的诊疗行为.....	12
3.2.2 中国医药及生物科技私募融资遇冷.....	13
3.2.3 新药研发的赛道：基因治疗开始火热，抗肿瘤与免疫疗法依然火热.....	15
3.3 原料药板块挖掘低估值标的.....	17
3.4 科技助力抗疫，互联网医疗迎春天.....	18
4、投资标的.....	19

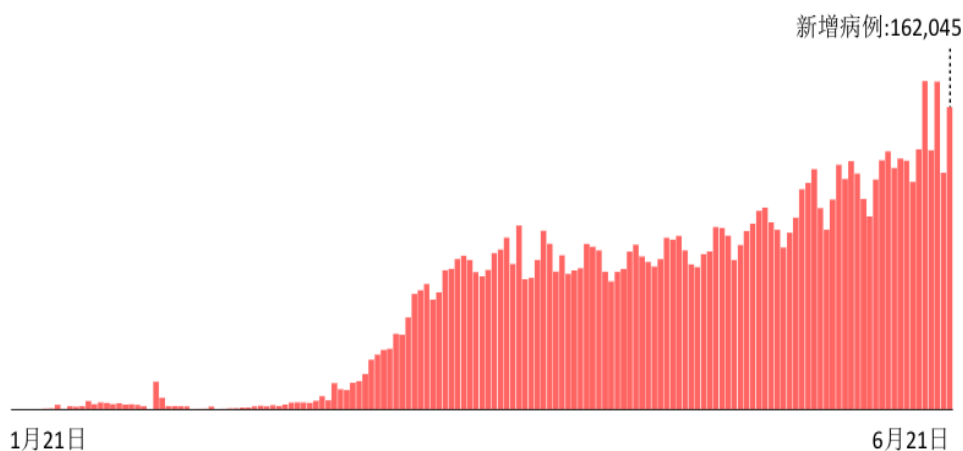
图表目录

图 1：全球新冠肺炎每日新增病例数.....	4
图 2：全球部门主要国家新冠疫情走势图.....	4
图 3：部分国家每日新增病例曲线.....	5
图 4：医药生物相对沪深 300 估值溢价率情况.....	6
图 5：中美医疗保健行业估值对比情况.....	6
图 6：医药生物总市值占比 A 股总市值的比重.....	7
图 7：医药行业细分领域营收增速情况.....	7
图 8：医药行业细分领域利润增速情况.....	8
图 9：全球医疗器械行业市场规模及增速.....	8
图 10：中国 GDP 增速与医疗器械行业增速.....	8
图 11：医疗器械各个细分领域成长阶段.....	11
图 12：中国 DRGs 政策的衍变过程.....	13
图 13：部分试点城市 DRG 执行情况.....	13
图 14：医药私募股权/风险投资案例数与投资金额.....	14
图 15：2015-2019 我国医药合作交易总金额统计（亿美金）.....	14
图 16：2018 与 2019 年各领域药物全球合作交易总金额对比（百万美金）.....	15
图 17：NGB 疗法逐步火热.....	16
图 18：“4+7”带量采购前产业链价值分配.....	17
图 19：“4+7”带量采购后产业链价值分配.....	17
图 20：部分投资标的情况.....	19
表 1：2018 年中国医疗器械细分市场规规模情况.....	9
表 2：医疗器械各细分领域行业与公司情况.....	10
表 3：原料药企业研发投入情况.....	18

1、对疫情相关公司的判断

疫情渐入平台期，龙头坚挺助力挖掘价值重构型公司。投资我们分为疫情和非疫情两部分说。首先，对疫情的基本判断是：可能要用两年的周期去看待。虽全球疫情将逐步进入平台期，但由于全球经济活动必须重启，人员流动造成疫情或消而不退，平台缓慢下降。虽然气温上升对病毒不起实质性作用，但客观的情况能看到随着北半球进入夏季，病毒的传播能力和致病力在逐渐下降；南半球进入冬季，疫情快速进入爆发期。下图可以看出，美国经济活动重启引起的第二个疫情高峰；南美巴西进入冬季后，新冠病毒感染者迅速攀升。

图 1：全球新冠肺炎每日新增病例数



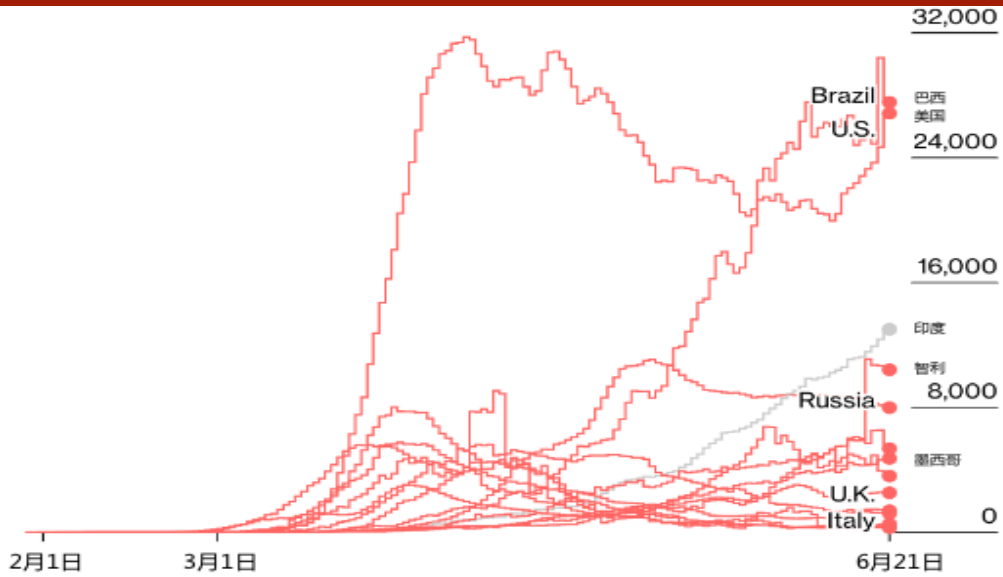
数据来源：Bloomberg、财通证券研究所

图 2：全球部门主要国家新冠疫情影响走势图



数据来源：Bloomberg、财通证券研究所

图 3：部分国家每日新增病例曲线



数据来源：Bloomberg、财通证券研究所

相关受益细分领域中，医学诊断和防护用品类，二季度业绩大幅向上，三季度业绩仍处于高位，中报行情可期。治疗和监护设备类业绩弹性较小，但中长期国内医疗基建补短板逻辑延续，估值体系较医学诊断和防护用品类稳定。防护用品从产业链的深度来看，医用手套类扩产难度更大，行业集中度要远优于口罩类；医学诊断主要还是看国外的需求，华大基因海外布局深度最高、“火眼”实验室已经成为华大的标签。医疗新基建对治疗和监护设备类的需求是毋庸置疑的，但是我们同市场不一样的观点是基建的进度很难把握，资金来源是大问题，今年公立医院和地方财政吃紧，所以要用更长的周期看到这个问题。防护类关注英科医疗和蓝帆医疗，医学诊断类关注华大基因；医疗新基建关注迈瑞医疗、理邦仪器、宝莱特和万东医疗等。

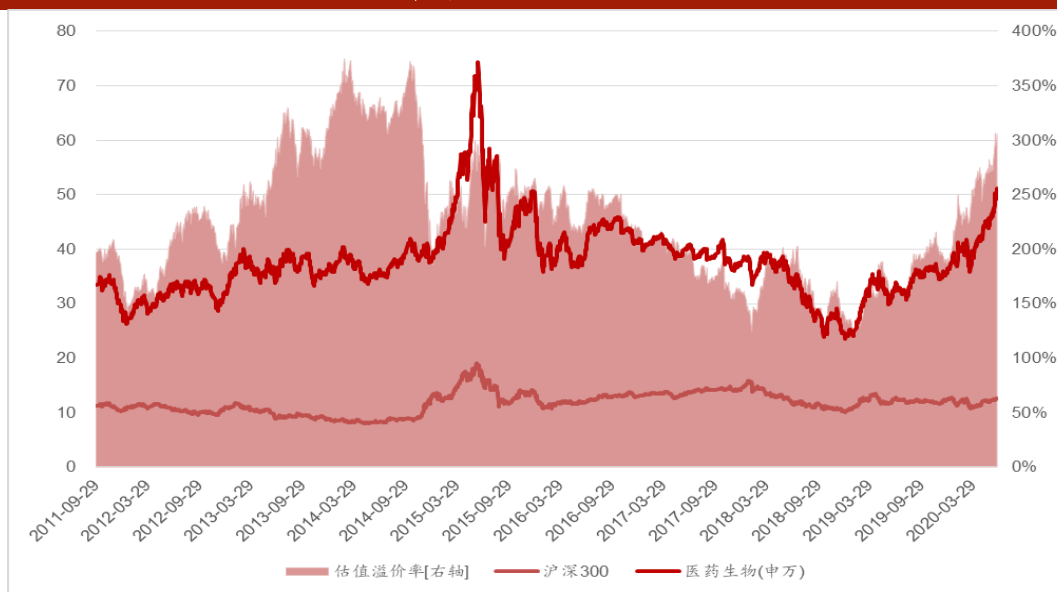
2、医药行业整体运行情况

2.1 医药股整体估值并非高不可及

医药股的整体 TTM-PE 估值在 52 倍，相对沪深 300 的估值溢价率为 307%，处于较高位置，在资金持续流入板块快速走高的过程中，要注意个股估值过高带来的风险，可能存在高低位切换的可能。低位股补涨，高位股维持，继续推升行业估值水平。

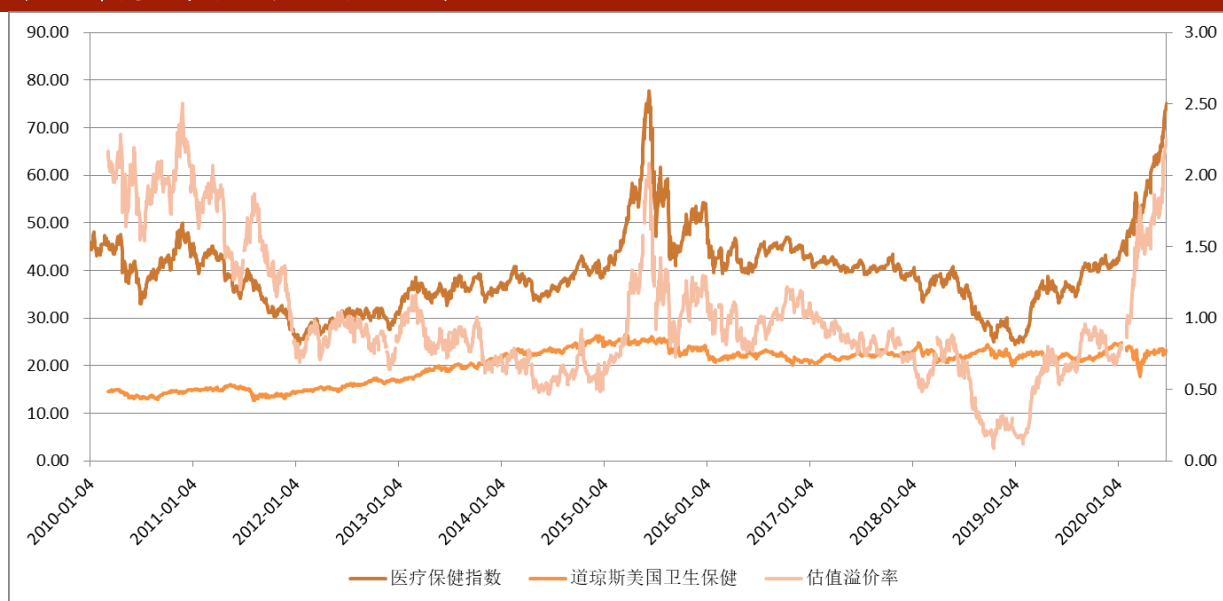
因为陆股通开启后，国内消费股变成了外资配置的主力，消费股的全球化定价时代。因此，我们也对比了中美医药股的估值情况。目前相对道琼斯美股医疗保健指数，A 股医疗保健指数的溢价率在 226%，处于较高位置。指数的走势除了医药本身政策的原因外，与美国的宽松政策、美股走势和人民币汇率成正相关。

图 4：医药生物相对沪深 300 估值溢价率情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

图 5：中美医疗保健行业估值对比情况



数据来源：Wind、财通证券研究所

A 股医药生物总市值超过 61,000 亿, A 股总市值接近 700,000 亿, 如果加上 BATJ 等海外资产, 国内总市值预计在 85 万亿左右, 资产证券化率在 85%。医药占比 A 股的市值比重在 8.78%, 中国卫生总费用在比 GDP 在 6.6%。卫生总费用与医药板块市值占比长期空间向上明确, 短期市值比重预计将冲高后震荡。

图 6：医药生物总市值占比 A 股总市值的比重



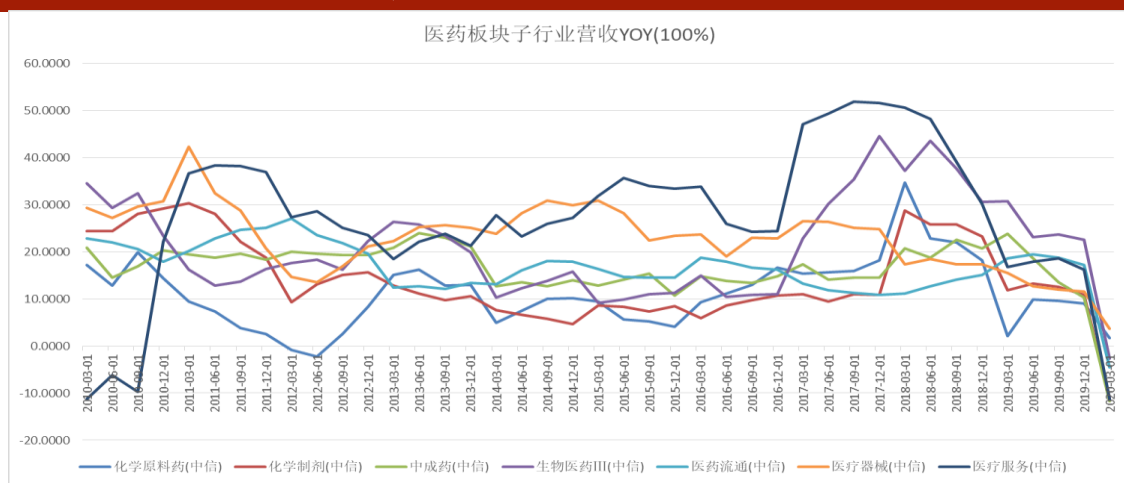
数据来源：Wind、财通证券研究所

2.2 重要股东持续大范围减持和增发

进入 2020 年以来，随着股价持续走高，越来越多的公司进入了上市公司增发和大股东减持的行列。截止 6 月 23 日，今年共有 552 家公司发布了增发方案，占比 A 股上市公司的近 15%。进入 2020 年 4 月份以来，共有 738 家上市公司的重要股东发生了减持行为或者公告了减持计划，占比接近 20%。过去三个月的减持行为暴增，增发的大幅上升，警惕了可能市场正进入泡沫区。

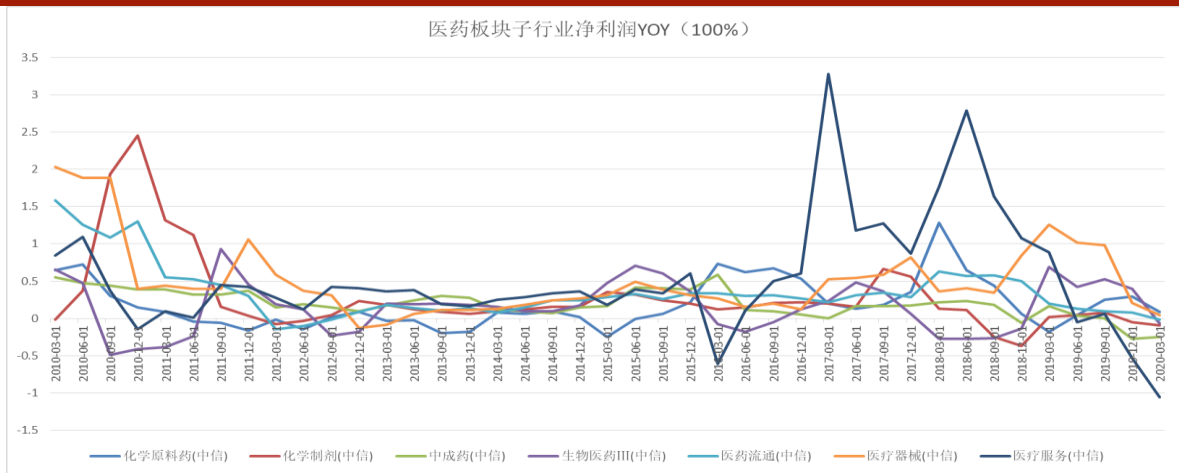
3、医疗器械、创新药、医疗服务和原料药等是不变的主题

图 7：医药行业细分领域营收增速情况



数据来源：wind、财通证券研究所

图 8：医药行业细分领域利润增速情况



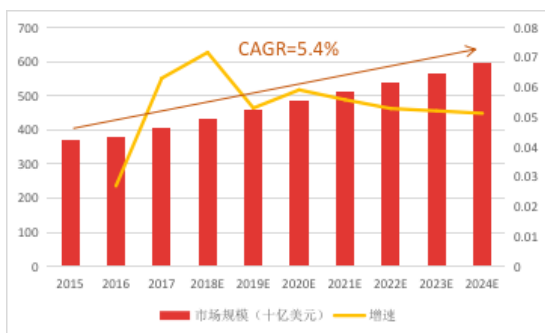
数据来源：Wind、财通证券研究所

一季度受到疫情影响，只有化学原料药和医疗器械等板块利润增速录得了正收益，很大一部分原因也是这两个板块中部分公司受益于疫情。利润同比分别增长 8.4% 与 4.1%，其他均录得负值。利润增速排序：原料药>医疗器械>医疗商业>生物制药>化学制剂>中成药>医疗服务。随着国内疫情的稳定，全球经济的重启，医药的投资主线不会发生大的变化。

医药公司众多，几乎每一个公司是一个细分领域，公司的发展处于不同的阶段。低估的公司依然很多，这些公司在未来有望估值重构。我们选择的主线关键字依然围绕创新药、医疗器械、医疗服务和原料药等主逻辑挖掘低估值公司。依然沿着几个关键词去深度挖掘个股，寻找价值被低估的中小市值龙头公司。

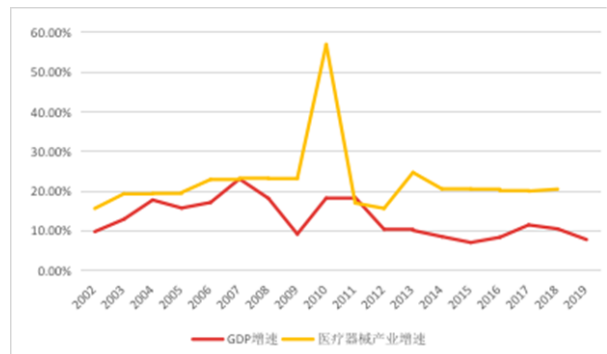
3.1 医疗器械主题

图 9：全球医疗器械行业市场规模及增速



数据来源：EvaluateMedTech、财通证券研究所

图 10：中国 GDP 增速与医疗器械行业增速



数据来源：Wind、财通证券研究所

医疗器械行业是发展最为快速的细分领域之一，预期未来五年全球行业复合增速维持在 5%，到 2024 年接近 6000 亿美金的体量。中国医疗器械行业过去五年复合增速超过了 20%，2019 年超过 6000 亿人民币的体量。医疗器械的成长逻辑有三：第一，自主可控后的进口替代；第二，老龄化带来的消费需求的增长；第三，难以实施药品式的带量采购，带来的价格体系的相对稳定。

表 1：2018 年中国医疗器械细分市场规模情况

细分市场	2018 年市场规模（亿元）	同比增长率
骨科植入	262	16.44%
血管介入	389	25.08%
神经外科	36	12.50%
眼科	76	16.92%
口腔科	70	20.69%
血液净化	67	21.82%
非血管介入	37	19.35%
电生理与起搏器	67	15.52%
其他	42	23.53%
高值医用耗材总计	1046	20.37%
低值医用耗材	641	19.81%
医疗设备	3013	19.99%
IVD（体外诊断）	604	18.43%
医疗器械总计	5304	19.86%

数据来源：中国医疗器械蓝皮书、财通证券研究所

3.1.1 自主可控后的进口替代

中国整体药械使用比例在 1:0.35，国外药械比 1:0.7，医疗器械是一个多交叉学科，结合了生物、物理、化学、电子和计算机等多学科，中国科技领域的平衡发展，国家政策对高端制造业的倾向，使得自主可控进程加速。这些领域中市场规模大、进口占比高的细分赛道，发展前景更为乐观。医疗器械行业有 α 绝对收益。

高值医疗耗材细分领域中除了心脏支架和创伤骨科的国产市场份额达到 70% 左右外，其他细分领域基本上仍有进口产品掌控。按照医疗器械的行业发展成熟度来定性区分，基因诊断、手术机器人、内窥镜、心脏介入、脑血管与外周血管介入、起搏器和 CT/MRI/PET 等大型影像设备等领域尚处于商业化的导入阶段，公司的技术领先优势更加能体现出公司的真实价值。处于快速增长初期的脊柱、关节、运动医学等更加看重公司研发与销售的灵活机动性，能够抢占市场先机。监护、手术、麻醉等诊疗设备，POCT 和化学发光等进入加速进口替代阶段，公司的产

品集群、渠道实力和品牌力等综合考量的时候，市场对这些高估值的公司的业绩增速更加敏感，因为是逐步迈向成熟期的阶段。家用器械、低耗等更加看重品牌溢价能力和客户粘性、行业整合能力等。越是前端成长初期的行业估值目前没有天花板，往后端的参考可比估值的越多。

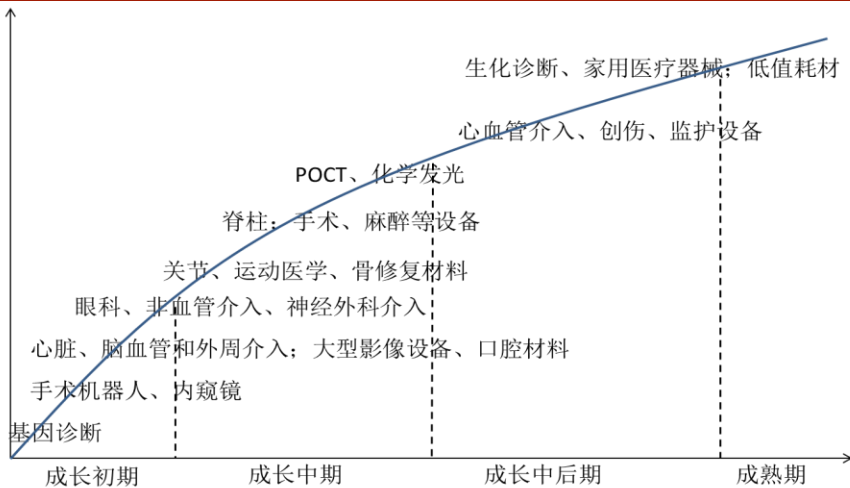
表 2：医疗器械各细分领域行业与公司情况

细分市场 (2018)	子领域	市场规模 (亿元)	国产占比	行业增速	上市公司	
高值耗材	创伤	75	68%	10-15%	大博医疗、威高股份、凯利泰、春立医疗、三友医疗、爱康医疗、微创医疗	
	骨科植入	脊柱	76	39%	15-20%	
		关节	73	27%	20-25%	
		运动医学、骨修复材料等	38	-		凯利泰、正海生物
	血管介入	心血管介入	264	70%	15-20%	乐普医疗、微创医疗、蓝帆医疗、赛诺医疗
		心脏介入		<10%	>30%	启明医疗、沛嘉医疗、佰仁医疗等
		脑血管介入	48	<20%	>30%	信立泰等
		外周血管介入	77	<20%	>30%	心脉医疗、先健科技
	神经外科	颅骨材料、脑膜材料、引流材料等	36	-	10-15%	正海生物、冠昊生物
	眼科	硬角膜镜、人工晶体等	76	-	15-20%	欧普康视、爱博诺德、冠昊生物
口腔科	颌面外科、骨修复、义齿材料、正畸材料	70	-	>20%	正海生物	
血液净化	透析器、透析管路、灌流器、透析粉	67	-	>20%	健帆生物、威高股份、三鑫医疗、宝莱特、宁波天益	
非血管介入	消化、呼吸、泌尿、肿瘤等介入	37	-	20%	南微医学、康基医疗、康德莱	
电生理与起搏器	电生理、起搏器	67	-	15-20%	微创医疗、乐普医疗、先健科技	
低值医用耗材	射穿刺类、医用卫生材料及敷料类、医用高分子材料类、医技耗材类、医用消毒类。	641	80%	20%	威高股份、振德医疗、奥美医疗、三鑫医疗、康德莱、维力医疗、阳普医疗、英科医疗、蓝帆医疗、新华医疗等	
	医用医疗设备	2018	-	15-20%		
医疗设备	诊断设备：影像设备				迈瑞医疗、上海联影、东软医疗、万东医疗	
	诊断设备：功能检查设备				迈瑞医疗、理邦仪器	
	诊断设备：内窥镜				迈瑞医疗、开立医疗	
	诊断设备：监护设备				迈瑞医疗、宝莱特、理邦仪器	
	治疗设备：手术设备				迈瑞医疗	
	治疗设备：放疗设备				新华医疗、盈康生命、海吉亚	
	治疗设备：透析设备				威高股份	
治疗设备：麻醉设备				迈瑞医疗、航天长峰		

治疗设备：康复设备				鱼跃医疗、诚益通
手术机器人				天智航
辅助设备类				鱼跃医疗、新华医疗等
家用医疗设备	1009		15-20%	
检查设备、治疗设备、康复设备				鱼跃医疗、三诺生物、九安医疗等
体外诊断	604		15-20%	
化学发光	-	30%	20%	迈瑞医疗、安图生物、新产业、迈克生物等
基因诊断	-	-	>20%	华大基因、艾德生物、燃石医学、泛生子、诺禾致源、达安基因、圣湘生物
POCT	-	-	15-20%	万孚生物、基蛋生物、明德生物、东方生物等
其他	-	-	10%	迪瑞医疗、九强生物、科华生物、利德曼等

数据来源：财通证券研究所 注：-代表无行业数据

图 11：医疗器械各个细分领域成长阶段



数据来源：财通证券研究所

3.1.2 高值耗材带量采购政策

近两年高值耗材和诊断等集采声音不绝于耳，但我们认为在全国范围内大面积推广的可能性比较低，可能边际上对个股有一定冲击，但对于行业的冲击暂不构成。高耗品类纷繁复杂，没有行业的统一标准，也就没有所谓的一致性；医生对于产品的依赖性强，就好比每个厨子都有适合自己的一把刀，更换后想短期适应新刀的难度大，操作起来熟练程度下降；通过成本加成定价难度更大，多数为经销，对医生的培训、跟台手术等隐性成本难以量化；产品更新换代快，厂家有能力规避低价血拼。这种情况下，龙头的集中度会快速上升，而不存在仿制药行业的光脚的（原料药厂商）踢翻穿鞋的（仿制药厂商）。

3.1.3 前沿技术向美欧看齐

特别值得关注的医疗器械厂商是天智航和燃石医学。天智航是国内首家、全球第五家骨科机器人公司，目前在国内 70 多家医院使用，市占率达到了 70%。全球唯一能够覆盖脊柱全阶段的骨科机器人，并与行业骨科龙头强生公司达成了全球战略合作。近年产品开始进行欧美注册申报，进军全球市场。

肿瘤基因诊断龙头燃石医学近日在 NASDAQ 上市，与资本市场见了面，在与美国肿瘤基因诊断龙头 Guardant 对标后，我们发现在肿瘤基因诊断方面与美国的差距并不大，可以说在这一新生领域齐头并进。我们最关注的还是在肿瘤早筛和肿瘤术后监测产品的研发上。肿瘤早筛上，燃石医学的早期研究数据显示对 Ia 阶段肺癌、I 阶段结直肠癌以及 I 阶段肝癌的检测敏感性分别是 52%，71%和 85%；特异性达到 96-99%；Guardant 的 LUNAR-2 癌症早筛产品对于 I/II 阶段的结直肠癌患者敏感性超过 80%，特异性达 94%，燃石医学的数据略优于 Guardant。在肿瘤术后复发监测产品上，二者都没有实质性进展。个性化用药选择上，是每个基因诊断公司的必修课，或有时获批上早晚的差距，技术门槛相对较低。燃石医学共有 13 个相关产品，包括肿瘤 520 个基因筛查和肺癌 168 个基因诊断；Guardant 主要有 Guardant360 和 GuardantOMNI 两款大产品，其中前者已经获得医保 Medicare 的支付。

3.2 创新药关注一级市场变化与行业政策

随着注册制的推进，一二级市场的界限逐渐模糊。一级市场的投融资行为很快会在二级市场上反应出来，一级市场是二级市场的前沿技术指标。另外，未来除了关注集采政策对创新药和仿制药的影响外，DRGs 是需要最重点跟踪的政策，其快速推行会使得医生的处方行为发生本质的变化，Me-too 类创新市场将变小，完全血拼价格的仿制药也将回归其合理价值，DRGs 使得医保总量增速得以控制，内部药械的微结构再次分化。

3.2.1 DRGs 将彻底改变医生与医院的诊疗行为

按照国家医保局的规划，2020 年确定 30 个城市作为 DRG 付费国家试点城市，2021 年开始正式付费。DRG 付费方式，是以病例组合为基本依据，通过大数据的研究方法，综合考虑了病例的个体特征，如年龄、性别、住院天数、临床诊断、病症、手术、疾病严重程度、合并症与并发症及转归等因素，将临床过程相近、费用消耗相似的病例分到同一个组（DRG）中进行管理的体系，并以组为单位制定医药费用标准进行付费。DRG 与传统付费机制最大区别在于，医保机构无需按照医疗资源消耗情况一一计算补偿额度，而是将“住院和诊疗次数”作为基本定价单元，然后参照患者诊断结果及预先划分的费率标准来制定适用补偿额度。

在医保按项目付费的传统模式中，药品、耗材、检验检查项目等是医院的重要收入来源，这也导致大处方、大检查等过度医疗。但在 DRG 付费下，每个项目都变成了成本，会倒逼医院提高医疗质量，在医药耗材、医疗护理、检验检查方面做

适当管理；加强成本控制，则会倒逼临床医生严格控制医疗成本，提高自身诊疗技术水平，通过服务自身的水平来换取劳动报酬。DRG 付费方式的实施，必定也会对医院绩效激励产生巨大影响，让临床医师劳动价值得到更公平、公正的评价。

图 12：中国 DRGs 政策的演变过程



数据来源：国家医保局网站、财通证券研究所

图 13：部分试点城市 DRG 执行情况



数据来源：各地方医保局官网、财通证券研究所

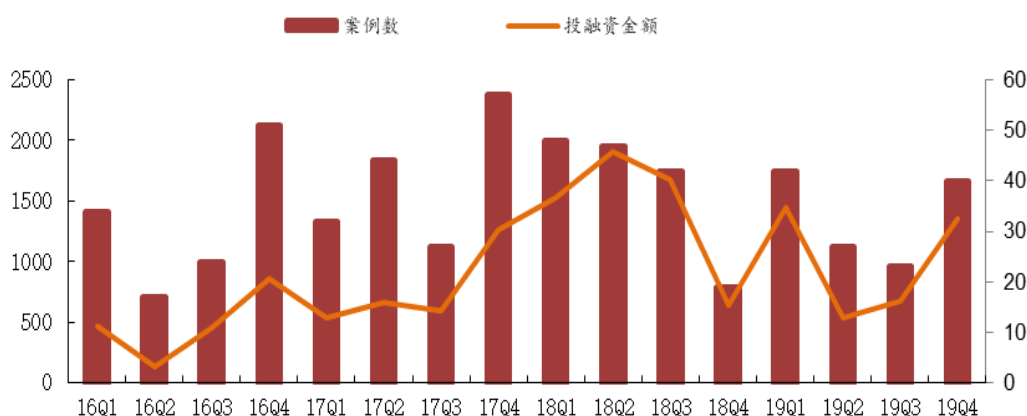
3.2.2 中国医药及生物科技私募融资遇冷

2019年，根据已披露的我国医药及生物技术行业私募融资的交易数据，2019年度融资总金额为40亿美元，较2018年降低20%；交易数量共计117笔，较2018

年减少 20%；平均单笔交易金额约为 3,400 万美元，较上一年下降 13%。

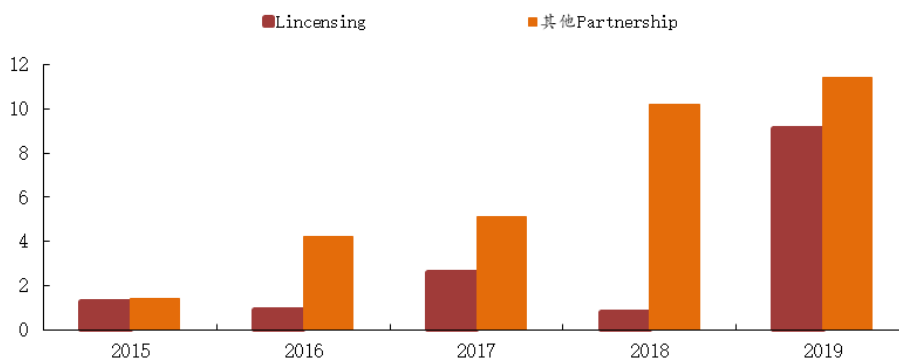
由数据可看出，过去一年间医药行业投资机构态度趋于保守，单笔投资金额降低，投资阶段前移的趋势较为明显。虽然大金额融资的回落显示市场热度有所减退，但已经进入成长中后期企业的融资仍稳健增长，预计未来 2 年会有较多退出机会，这将引领整个行业进入良性循环。一级市场也像二级市场出现了马太效应，头部企业成长迅速、行业整体遇冷。

图 14：医药私募股权/风险投资案例数与投资金额



数据来源：Global data、财通证券研究所

图 15：2015-2019 我国医药合作交易总金额统计（亿美金）



数据来源：Global data、财通证券研究所

同时我们也注意到，近年来我国药企合作开发产品（包括 lincese in 与 lincense out）逐渐增多，主要是随着中国生物制药的发展以及国际药厂自身的战略转型，有部分资产有出售需求。同时，希望借助全球合作伙伴的研发实力满足国内缺口的中国公司也逐渐增多。引进产品的热情也让中国生物制药公司的授权交易价格

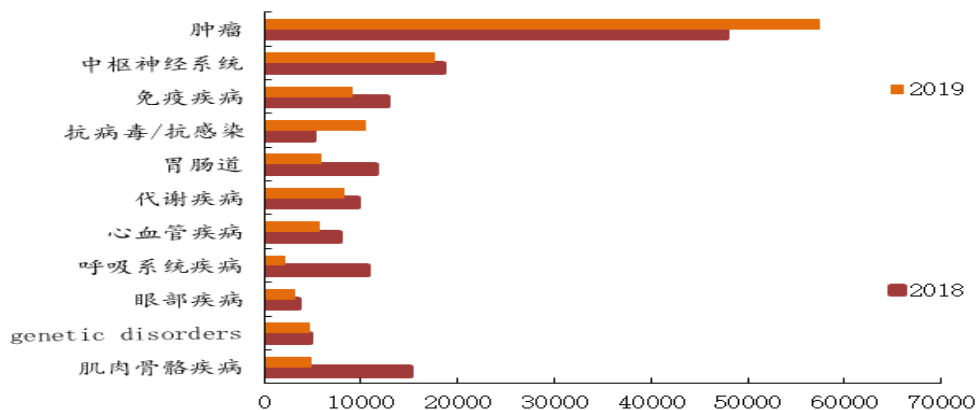
随之水涨船高。需要注意的是，随着授权交易价格的推高，未来出海寻找物美价廉好标的变得愈发富有挑战，尤其是只有中国权益的产品。随着政府对药物价格愈发严厉的控制，未来在中国市场的回报是否可以覆盖高昂的引进成本是 licence-in 模式生物制药公司 CEO 需要思考的问题，而引进产品的好眼光也变得格外重要。

在自有产品即将面临专利悬崖，带量采购逐步深入，仿制药主营业务面临极其严峻挑战的大背景下，中国本土制药企业明显表现出向创新最前沿，尤其是当下火热的肿瘤免疫疗法转型的决心。但由于之前研发积累不深，通过引进产品或合作开发并入新药研发的快速通道是各大本土制药企业的首选途径。最后，对于基本功扎实、研发水平强的中国公司，随着 ICH 的推行，开始走出国门将自己的产品引出去，在换取丰厚经济利益的同时也让自身研发实力得到背书。

3.2.3 新药研发的赛道：基因治疗开始火热，抗肿瘤与免疫疗法依然火热

过去几年肿瘤免疫热潮袭来，但随着众多制药公司的进入，越来越多的癌种成为红海市场，竞争十分激烈。部分制药公司在 2019 年开始关注一些竞争相对不太激烈但市场潜力大的适应症，如消化道疾病（比如 NASH、IBD）、呼吸系统疾病（如肺纤维化、哮喘）和肌肉骨骼疾病（如骨质疏松）等。

图 16：2018 与 2019 年各领域药物全球合作交易总金额对比（百万美金）



数据来源：Global data、财通证券研究所

尽管过去一年间全球在抗病毒/抗感染领域的突破不多，导致交易热情明显下降，但随着新冠疫情的爆发，人们再次意识到多种病毒感染疾病，尤其是呼吸道病毒感染疾病仍无药可治，或者无法达到完全清除的效果，临床未满足的需求很高，相信未来一些新机制药物仍然会受人关注。

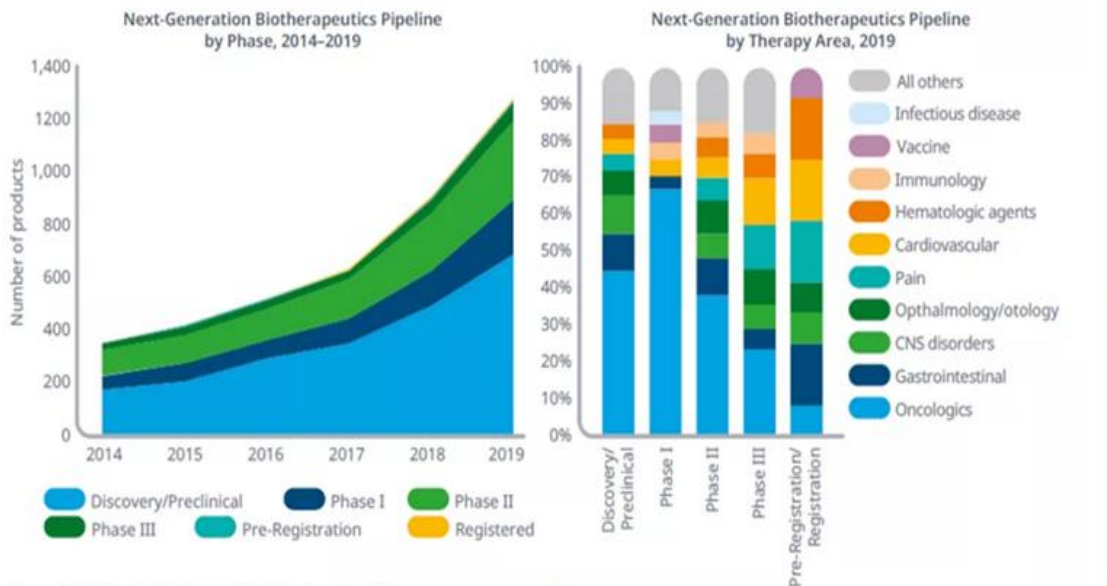
细胞疗法、基因疗法和核苷酸疗法为代表的新一代生物治疗手段（next

generation Biotherapeutics, NGB) 在近 5 年飞速发展。在 2019 年, NGB 在后期临床研发管线中的比例接近 12%, 在 2018 年的基础(10%)上进一步提高。2019 年, 99 项在研产品进入后期临床研发管线, 将在开发中的产品数目提升到 369 个, 与 2014 年相比, 数目翻了 3 倍。而今年黑石 20 亿美金的收购案, 更是点燃了整个市场对于 NGB 的热情。

目前, 78% 的 NGB 后期临床研发管线处于 2 期临床开发阶段。值得一提的是, 这些 NGB 疗法与其它传统在研疗法相比, 有更大的可能无需进行 3 期临床试验就能够获得 FDA 的批准。因为 FDA 认为, 这些在研疗法旨在治疗具有严重未满足医疗需求的疾病患者。这意味着, 虽然 NGB 疗法进入 3 期临床试验的数目较少, 但是它们与非 NGB 疗法相比, 可能更接近获批上市, 早日为患者造福。

目前, 肿瘤学仍然是 NGB 后期研发管线中最主要的研究领域, 包含 128 款产品, 主要的增长来源于 CAR-T 细胞疗法, 包括“即用型”CAR-T 疗法和使用 CRISPR 技术制造的 CAR-T 疗法。而眼科与 CNS 领域, 由于其较低的免疫抗性, 也是基因治疗的一大主攻方向。在血液学领域, 截至 2019 年底, 有 21 款基因疗法或 CRISPR 基因编辑疗法在研发中。其中, 治疗血友病和地中海贫血的基因疗法有望在今年获得批准上市。

图 17: NGB 疗法逐步火热



数据来源: IQVIA、财通证券研究所

最后, 我们预测, 在药物研发环节, 人工智能将在近两年崭露头角。而疫情期间, 制药企业利用人工智能和大数据平台进行病毒基因测序、蛋白筛选、新药研发, 极大程度缩短了与病毒赛跑的用时。例如, 某跨国药企在利用基因重组技术平台加速开发新型冠状病毒疫苗; 一家市级疾控中心推出新型冠状病毒融入了人工智

能数据算法，可以快速拼接核酸片段并快速推导其二级和三级结构；某医疗人工智能公司通过分子层面的高精度计算确定化合物作用机制，为抗病毒药品开发提供研究基础与科学参考。

3.3 原料药板块挖掘低估值标的

全市场都在推荐原料药企业。看似触发因素是疫情带来的供给紧张，带来国内原料药企业的价值上升。但其实，原料药行业背后已经有三个基本共识，他们是投资原料药行业根基，这些共识目前还没有任何能被打破的迹象。

原料药企业的价值在提升的三个共识：供给侧改革带来的行业龙头效应；后带量采购时代仿制药的竞争核心是原料药竞争；中国拥有完善的上游化工产业链、工程师红利和三四线城市的优质劳动力和能源土地，所有这些优势是欧美、印度和东南亚等地不完全具备的。全球的医药原料产业有望继续转移到中国。疫情期间，美政府说这个产业不能受制于中国，要“自主可控”。但从市场规律的角度来说，这不现实。我们说医药行业具有哑铃型结构，在产业链的前端研发和后端营销是核心竞争力。大制药公司前端除了研发外，更加注重投资并购补充新产品线，消灭潜在竞争。社会化分工使得研发的中后段和生产段外包越来越多。这样更有利于大企业降低成本，提高企业净资产收益率；轻资产，遇到重大风险容易规避。跨国制药公司把原料药中心设在美欧，不符合市场发展规律。在此背景下，中国企业将凭借工程师人员红利，完善的产业链优势和物流优势，现代化高效率的智造工厂赢得未来。

图 18：“4+7”带量采购前产业链价值分配



数据来源：财通证券研究所

图 19：“4+7”带量采购后产业链价值分配



数据来源：财通证券研究所

如上图，一个简单的模型说明产业链利益如何重新划分。以公立医院药品销售为例，零加成后：医院终端 100 元的药品，批发企业 92 元的成本，获利产业链上 1-2 元的利润；原料药企业向原下游制剂企业销售原料药价格 15 元，20% 的净利润率，获利 3 元；制剂厂家通过医保招标和医院终端促销，获得产业链上的 17 元的利润。假设带量采购后，不需要医保、招标和临床促销等各种费用，原料药企业通过向下游扩张进入制剂领域，药品价格下降 50% 至 50 元，生产成本由于规模效应扩产到制剂后，整体成本下降 2 元至 20 元，人员工资 10 元，增值税和所得税等 6 元，利润为 10 元。具有先发优势的中间体和原料药企业率先抢占市场后，利润增长 2 倍以上。这个是我们“4+7”带量采购之际的预判。司太立与恒瑞医药的全面合作，在全产业链上获取毛利润的 50%，足以支撑我们对原料药行业的判断。

原料药企业后发展四条路径提升其产业价值：第一，产业链横向并购做大市占率，掌握产业定价权，如司太立等；第二，从原料药企业产业链纵到 CMO/CDMO，依赖有力的大制药企业成长，如九洲药业和诺华制药的合作、美诺华和先声制药的合作、普洛药业切入 CDMO 等；第三，制剂出口，获得美欧等仿制药准入，提升公司在全球产业链的附加值，如普利制药和健友股份等；第四，并购引导的创新药转型，由原料药等业务提供现金流。但无论哪一条路径都离不开医药行业最重要的高科技属性：研发投入。高研发投入是后续高产业的必要不充分条件，凭借一个产品独步天下的时代在逐渐过去。

表 3：原料药企业研发投入情况

	总营业收入 (万元)		研发费用 (万元)		研发费用率		数据来源
	2018A	2019A	2018A	2019A	2018A	2019A	
普洛药业	637,640	721,071	26,965	35,989	4.2%	5.0%	中间体+原料药业务
司太立	89,047	130,884	6,613	7,778	7.4%	5.9%	营业总收入数据
九洲药业	186,223	201,682	8,715	9,450	4.7%	4.7%	营业总收入数据
天宇股份	146,696	211,060	7,946	11,225	5.4%	5.3%	
同和药业	26,712	41,306	2,536	3,633	9.5%	8.8%	营业总收入数据
富祥股份	116,343	135,405	5,288	5,946	4.5%	4.4%	营业总收入数据
奥翔药业	24,389	30,791	3,437	4,775	14.1%	15.5%	营业总收入数据
金城医药	265,884	279,482	21,811	26,392	8.2%	9.4%	营业总收入数据

数据来源：Wind、财通证券研究所

3.4 科技助力抗疫，互联网医疗迎春天

一场疫情助力了互联网医疗质的飞跃。1、互联网医疗助力抗疫，互联网医疗发展进程加速。疫情期间，大量公立医院加快了与互联网化进程，同时各地互联网

医保报销政策、网上续方等政策相继出台，加上用户习惯的建立，互联网医疗在短期内扫除了很多障碍。2、疫情期间，“网订店送”等模式对抗疫发挥重大，后续有望继续发展。新版《药品管理法》明确未“禁止网络销售处方药”，以及“网订店送（取）”模式的合法化及各地政府的有益尝试为网售处方药打下了坚实的基础。Covid19 疫情的爆发，提速了各地互联网送药的推进速度，在深入最后一公里、医保覆盖等方面各地进行了积极的尝试。我们预计包含互联网送药等模式的网售处方药发展并非只会在疫情期间昙花一现，在互联网医疗政策框架政策逐步确立的背景下，网售处方药将逐步放开，主力行业继续蓬勃发展。3、参考美国的发展经验，我们认为获得处方权是网售处方药发展的基石，而良好的线上线下结合有助于企业“跑出来”。网售处方药的发展离不开处方的获得，美国医疗体系的确立早于互联网时代的到来，原先掌握处方集制权的 PBM 公司依托优势天然的占据了网售处方药（Mail Order）绝大部分的份额。而要想在众多从事 Mail Order 业务的 PBM 中脱颖而出，离不开通过良好的线上服务便利客户，然后通过线上与线下结合增加客单价、提升用户粘性。

我们认为，互联网医疗行业在不断规范发展，在医疗需求未被满足和政策支持的背景下，未来行业仍将维持高增长。预计未来网售处方药政策将继续逐步放开，并且这一块业务将显著增厚相关互联网医疗企业的利润，利好已于大医院建立合作、可获得处方且符合监管要求的行业龙头。持续关注平安好医生、阿里健康、卫宁健康、思创医惠、创业慧康等企业。

4、投资标的

图 20：部分投资标的情况

代码	名称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (2019A)	EPS (2020E)	EPS (2021E)	PE (2020E)	PE (2021E)	核心推荐逻辑	风险点
300233.SZ	金城医药	122	31.08	0.52	1.14	1.56	27	20	带量采购带来的头孢抗生素洗牌，公司业绩将爆发增长；谷胱甘肽替代抗生素饲料添加剂迎来爆发增长；新增化工项目是看涨大期权	带量采购进度、新增化工项目达产不及预期
300676.SZ	华大基因	584	145.98	0.69	2.42	1.81	60	81	COVID-19检测全球龙头，受益于疫情业绩爆发式增长	疫情快速消退带来业绩放缓的风险
002675.SZ	东诚药业	163	20.28	0.19	0.56	0.68	36	30	核药已然进入全球制药龙头的研发视野，提升行业估值；PET用药快速放量等	业绩增速不达预期
002044.SZ	先年健康	527	13.45	0.23	0.29	0.4	46	34	体检领域空间大，绝对龙头；国内疫情消退对行业带来新一轮快速增长，C端发力	经济复苏不确定性带来的团检压力大；管理风险
002019.SZ	亿帆医药	282	22.85	0.73	1.18	1.39	19	16	健能隆新药美国获得突破性进展带来的未来业绩乐观预期	泛酸钙价格下滑的风险
688266.SH	泽璟制药-U	199	82.88	-2.57	-0.03	0.09	-2763	921	多纳非尼疗效优于索拉菲尼等，追逐肝癌百亿市场；重组人凝血酶的市场潜力被低估	新药获批进展不及预期

数据来源：财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。