

防疫常态化促医药行业稳守高景气区



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——医药行业 2020 中期策略报告

核心观点

❖ **2020 年 H1 医药行业涨幅领衔大盘。**截至 2020 年 6 月 29 日收盘，2020 年医药生物指数上涨 38.11%，跑赢万得全 A 指数 32.79 个百分点。从行业涨跌幅来看，2020 年以来医药行业涨幅在 28 个行业中位列第一。2020 年 H1 医药生物行业三级子行业中，医疗器械（78.37%）、生物制品（61.65%）、化学原料药（51.01%）涨幅居前，中药（11.85%）、医药商业（22.79%）、化学制剂（25.20%）涨幅居后。估值方面，截至 6 月 29 日收盘，以 TTM 整体法（剔除负值）计算，医药行业整体市盈率 51.16 倍，万得全 A 的市盈率（截至 6 月 29 日）为 19.30，医药生物相对于万得全 A 的溢价率达到 165%。

❖ **把握疫情相关的业绩确定性主线，精选中长期赛道的投资机会。**（1）**医疗器械：常态化防疫催生巨大市场，公卫建设或迎浪潮。**无论是新增确诊病例仍维持高位的海外国家还是严防疫情再度爆发的国内，对于检测试剂的需求都将持续旺盛。政策层面，各级基层医疗机构和定点急救中心的标准化建设或将加速，分级诊疗及急重症相关的医疗设备企业有望受益。（2）**医疗服务：健康消费全面升级，头部企业资金优势凸显。**由于 1Q 门诊量下滑明显，此轮疫情对于中小民营医疗机构的现金流构成较大的压力，而头部企业借助雄厚的资金优势，市占率有望持续提升，随着复工复产的进行，下半年业绩有望恢复增长。（3）**血制品：海外供给缺口扩大或将带来国产企业份额和议价能力的提升。**1-5 月人血白蛋白累计批签发 2,730 万瓶，同比增长 67%，其中进口企业累计批签发 1,823.83 万瓶，占比 67%，同比增长 120%。（4）**医药外包及高端仿制药：受益于医药政策持续推进。**作为创新药“卖水人”的企业也将显著受益我国创新药大潮，相对于研发风险较大的创新药企业来说，创新药“卖水人”企业的规模及品牌优势、业绩确定性将使得整个板块的估值溢价得以维持。（5）**特色原料药：集采催生原料药需求，行业具备高成长性。**全球特色原料药产业正在由欧美日等发达国家转移向中印等新兴市场国家。随着带量采购的开展，国内仿制药制剂企业的进口替代效应也将催生对国内原料药的需求。

❖ **配置建议：**行业配置方面，我们继续看好消费逐渐复苏的医疗服务企业、防疫需求旺盛的医疗器械领域、受益于海外供给收缩的血制品领域、以及行业景气度持续的医药外包优质企业和特色原料药企业，个股方面，建议关注：美年健康（002044）、健康元（600380）、万孚生物（300482）、基蛋生物（603387）、鱼跃医疗（002223）、大博医疗（002901）、凯利泰（300326）、迈克生物（300463）、凯莱英（002821）、泰格医药（300347）、富祥股份（300497）、普洛药业（000739）等。

❖ **风险提示：**疫情影响超预期；新药研发不及预期；政策推进不及预期。

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部
报告类别 | 行业深度
所属行业 | 医药行业
行业评级 | 增持评级
报告时间 | 2020/6/30

分析师

方科
证书编号：S1100518070002
fangke@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034
上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000
成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、2020 年 H1 医药行业行情综述	4
1.1 2020 年 H1 医药行业领衔大盘	4
1.2 医疗器械、生物制品、原料药涨幅居前	5
1.3 全球新冠确诊病例单日新增数仍处高位	7
二、医药行业投资机会展望	7
2.1 医疗器械：常态化防疫催生巨大市场，公卫建设或迎浪潮	7
2.1.1 防疫主线确定性高，检测、诊疗设备需求旺盛	7
2.1.2 新一轮公卫建设可期，高端医疗设备迎政策利好	9
2.1.3 带量采购助推产品进口替代，骨科市场维持高增速	10
2.2 医疗服务：健康消费全面升级，头部企业资金优势凸显	11
2.2.1 国民健康意识提高将带来医疗消费升级	11
2.2.2 疫情加速民营医疗机构洗牌，资金优势筑高头部企业护城河	13
2.3 血制品：海外供给缺口扩大，国产企业或迎机遇	14
2.3.1 今年 1-5 月进口白蛋白同比增长 120%，份额提升	14
2.3.2 北美是全球最大的浆源地，采浆量或同比下滑	15
2.4 医药外包及高端仿制药：受益于医药政策持续推进	16
2.4.1 医药外包行业维持高景气	16
2.4.2 鼓励药械创新持续推动医药创新浪潮	17
2.5 特色原料药：集采催生原料药需求，行业具备高成长性	18
2.5.1 全球特色原料药产业转移进行时	18
2.5.2 中国特色“专利悬崖”的到来大幅提升增量需求	20
三、重点公司盈利预测与估值	21
风险提示	22

图表目录

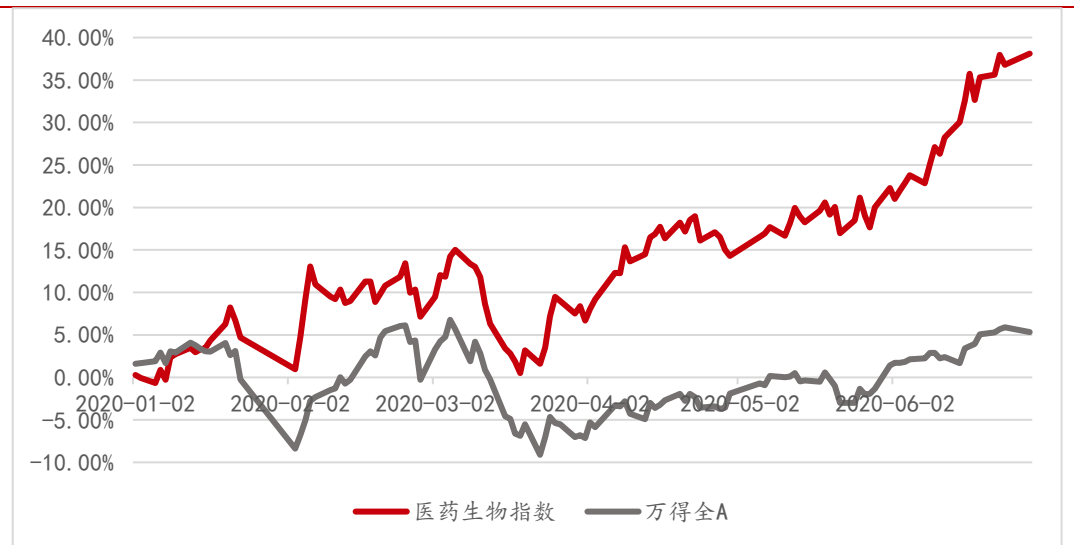
图 1:	2020 年 H1 医药生物行业涨幅大幅领先于万得全 A	4
图 2:	2020 年 H1 医药生物板块涨幅居各行业第一位 (截至 2020 年 6 月 29 日)	4
图 3:	2020 年 H1 医药生物行业的市盈率及估值溢价率 (截至 2020 年 6 月 29 日)	5
图 4:	2020 年 H1 医药生物三级行业涨跌幅 (%) (截至 2020 年 6 月 29 日)	6
图 5:	全球新冠确诊病例 (万例)	7
图 6:	国内新冠确诊病例 (万例)	7
图 7:	2010-2022 年国内骨科植入物市场规模及预测 (单位:亿元)	10
图 8:	2002 年以来人均卫生费用一直维持双位数增长	11
图 9:	2019-2024 健康体检市场规模预测 (亿元)	12
图 10:	2019-2024 专业体检机构市场规模预测 (亿元)	12
图 11:	健康体检产业全景图谱	13
图 12:	2018-2020 人血白蛋白月度批签发量及累计同比增速 (万瓶, 折合 10G/瓶)	14
图 13:	季度人血白蛋白进口/国产占比	15
图 14:	2020 年 1-5 月人血白蛋白份额	15
图 15:	全球各地区血浆生产量占比	15
图 16:	美国浆站数量按公司分布	16
图 17:	欧洲浆站数量按公司分布	16
图 18:	2015 年全球药物研发外包渗透率	17
图 19:	2020 全球药物研发外包渗透率	17
图 20:	2010-2018 年新药回报率	17
图 21:	全球新药平均研发成本	17
图 22:	创新药产业链	18
图 23:	全球各地区仿制药销售规模及增长情况 (单位:十亿美金)	19
图 24:	中国原料药各出口市场对应均价	19
图 25:	仿制药商业模式变化对比	20
表格 1:	2020 年 H1 医药生物行业个股涨幅前 20 名 (截至 6 月 29 日)	6
表格 2:	国内新冠检测试剂获批情况	8
表格 3:	五大中心建设规划以及预计检测需求	9
表格 4:	五大中心建设相关政策文件	10
表格 5:	重点公司盈利预测与估值	21

一、2020 年 H1 医药行业行情综述

1.1 2020 年 H1 医药行业领街大盘

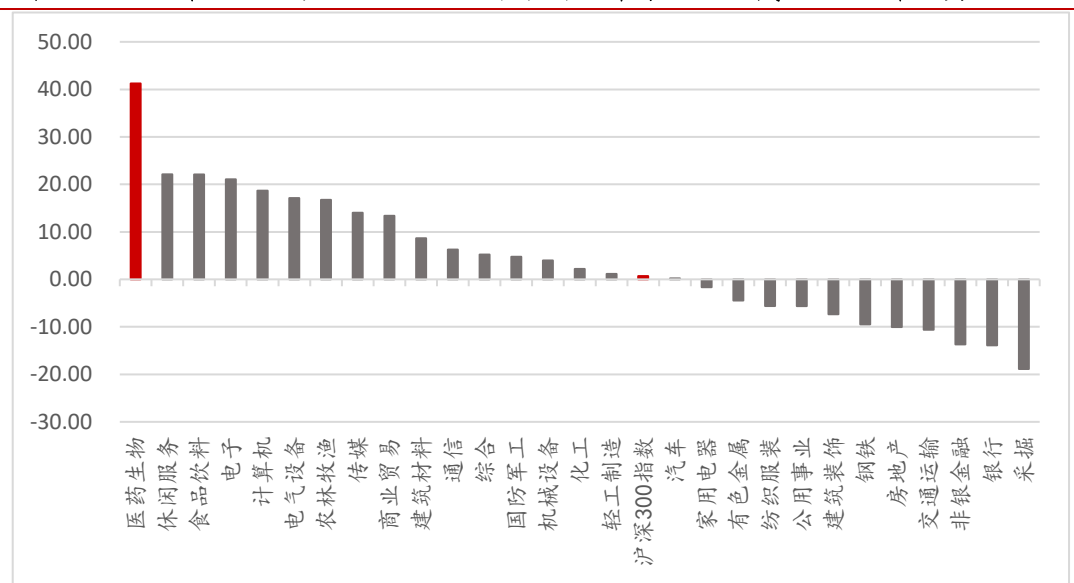
截至 2020 年 6 月 29 日收盘，2020 年医药生物指数上涨 38.11%，跑赢万得全 A 指数 32.79 个百分点。从行业涨跌幅来看，2020 年以来医药行业涨幅在 28 个行业中位列第一，表现优于万得全 A 指数和沪深 300 指数。

图 1：2020 年 H1 医药生物行业涨幅大幅领先于万得全 A



资料来源：Wind，川财证券研究所

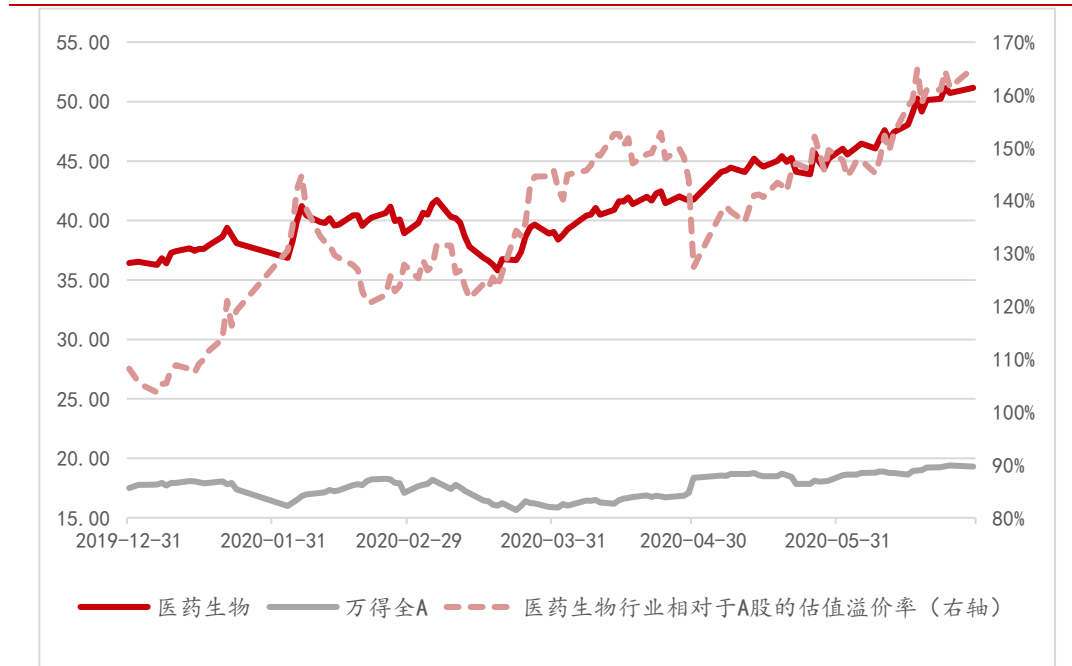
图 2：2020 年 H1 医药生物板块涨幅居各行业中第一位（截至 2020 年 6 月 29 日）



资料来源：Wind，川财证券研究所

估值方面，截至6月29日收盘，以TTM整体法（剔除负值）计算，医药行业整体市盈率51.16倍，万得全A的市盈率（截至6月29日）为19.30，医药生物相对于万得全A的溢价率达到165%。

图3：2020年H1医药生物行业的市盈率及估值溢价率（截至2020年6月29日）



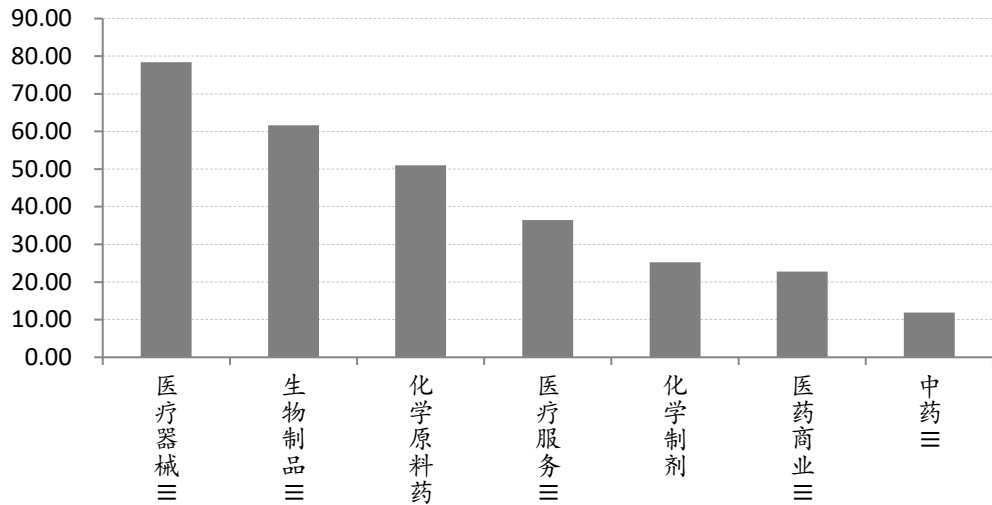
资料来源：Wind，川财证券研究所

1.2 医疗器械、生物制品、原料药涨幅居前

2020年H1医药生物行业三级子行业中，医疗器械（78.37%）、生物制品（61.65%）、化学原料药（51.01%）涨幅居前，中药（11.85%）、医药商业（22.79%）、化学制剂（25.20%）涨幅居后。

个股方面，涨幅榜前3位分别为英科医疗（600.90%）、未名医药（330.09%）、奥翔药业（269.45%）；月跌幅榜前3位为延安必康（-56.89%）、天目药业（-42.81%）、交大昂立（-42.56%）。

图 4： 2020 年 H1 医药生物三级行业涨跌幅 (%) (截至 2020 年 6 月 29 日)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

表格 1. 2020 年 H1 医药生物行业个股涨幅前 20 名 (截至 6 月 29 日)

序号	证券代码	证券简称	涨幅 (%)	总市值 (亿元)	市盈率 (TTM)	所属行业
1	300677.SZ	英科医疗	662.99%	258	103	医疗器械
2	002581.SZ	未名医药	340.12%	187	1,416	生物制品
3	603229.SH	奥翔药业	250.95%	118	162	化学原料药
4	603301.SH	振德医疗	235.02%	91	47	医疗器械
5	002030.SZ	达安基因	181.87%	237	96	医疗器械
6	603520.SH	司太立	181.10%	194	114	化学原料药
7	002603.SZ	以岭药业	177.66%	368	50	中药
8	600211.SH	西藏药业	165.82%	143	39	中药
9	300453.SZ	三鑫医疗	163.97%	51	74	医疗器械
10	300485.SZ	赛升药业	150.61%	103	81	生物制品
11	300363.SZ	博腾股份	150.35%	175	82	化学原料药
12	300206.SZ	理邦仪器	153.45%	100	59	医疗器械
13	000403.SZ	振兴生化	135.03%	202	-	生物制品
14	603127.SH	昭衍新药	148.95%	214	123	医疗服务
15	002382.SZ	蓝帆医疗	144.26%	269	53	医疗器械
16	300636.SZ	同和药业	129.81%	51	87	化学原料药
17	300298.SZ	三诺生物	120.15%	182	68	医疗器械
18	300452.SZ	山河药辅	122.22%	46	52	化学原料药
19	002432.SZ	九安医疗	124.60%	47	-	医疗器械
20	300676.SZ	华大基因	125.80%	584	191	医疗器械

资料来源: Wind, 川财证券研究所

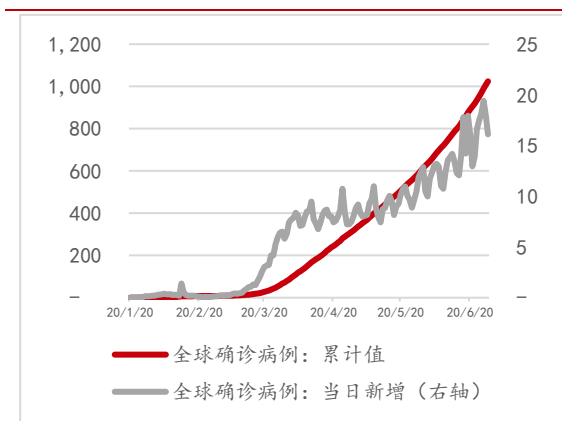
本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

1.3 全球新冠确诊病例单日新增数仍处高位

今年以来，新型冠状病毒（2019-nCoV）在全球范围内相继爆发。截止6月28日，全球范围内累计确诊新冠感染1,024.01万例，当日新增16.09万例，单日新增数仍维持在高位。国内累计确诊新冠感染8.35万例，单日新增确诊人数已基本控制在较低水平。

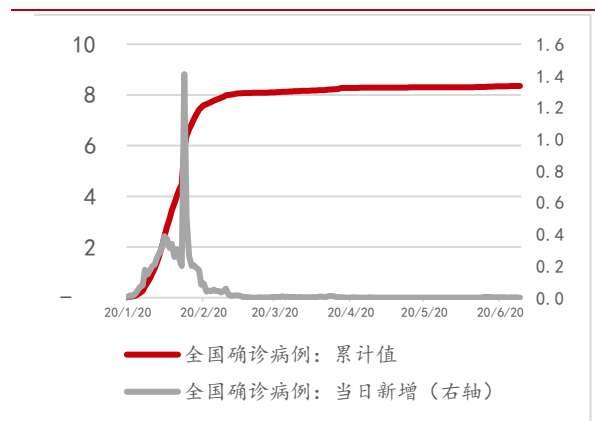
6月11日以来，北京相继出现新冠确诊患者，且都与新发地批发市场关联，使得北京再次上调响应等级。由于国家反应迅速，防控手段有效，并未有疫情再次大规模爆发的情况发生，我们认为随着疫情防控进入常态化，国内局部地区可能存在的疫情风险不会影响整体的复工复产进度，但由此带来的检测试剂、医疗器械等投资逻辑将由短期逻辑转化为长期逻辑，在业绩层面进一步得到兑现。

图 5： 全球新冠确诊病例（万例）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 6： 国内新冠确诊病例（万例）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

二、医药行业投资机会展望

2.1 医疗器械：常态化防疫催生巨大市场，公卫建设或迎浪潮

2.1.1 防疫主线确定性强，检测、诊疗设备需求旺盛

6月13日，北京市召开新冠肺炎疫情防控工作新闻发布会，决定将对5月30日以来与新发地市场有密切接触的人员开展核酸检测，卫生健康和公安部门正在制订筛查方案，将以区为单位进行筛查。目前，北京市具备核酸检测能力的机构已达到98所，日最大检测能力已达9万多人，可以适应人群检测方面的需求。随着复工复产推进，检测范围进一步扩大，应检尽检人群需

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

求旺盛。由于核酸检测为确诊的“金标准”，但抗体检测具有便携、快速、成本较低的优点，适合进行大规模的人群筛查，我们认为两种检测方法仍将共存。

全国各地也陆续开展试剂集采。继湖北省和黑龙江省之后，福建省和贵州省陆续对新冠检测试剂进行集中采购。湖北省集采结果显示，有6家企业拟中选，4家为核酸检测试剂，报价在16.78元-24.99元不等，迈克生物的价格最低。2家抗体检测试剂报价分别为12.9元和13.885元。其中，迈克生物在湖北、黑龙江、福建3个省份全部中标，均以16.78元/人份的中标价格位列最低。

表格 2. 国内新冠检测试剂获批情况

公司	试剂种类	国内	欧盟 CE	美国 EUA
万孚生物	抗体	√	√	
华大基因	核酸	√	√	√
达安基因	核酸	√	√	
迈克生物	核酸	√	√	√
	抗体		√	
明德生物	核酸	√	√	已受理
	抗体		√	
复星医药	核酸	√	√	√
丽珠集团	抗体	√	√	
硕世生物	核酸	√	√	
	抗体		√	
基蛋生物	核酸		√	已受理
	抗体		√	已受理
三诺生物	抗体		√	√
凯普生物	核酸		√	
安科生物	核酸		√	
	抗体		√	
科华生物	核酸		√	
	抗体		√	
乐普医疗	抗体		√	
安图生物	核酸		√	
	抗体	√	√	√
热景生物	核酸		√	
	抗体	√	√	

资料来源：公司公告，投资者互动平台，川财证券研究所

2.1.2 新一轮公卫建设可期，高端医疗设备迎政策利好

5月22日，国务院总理李克强作第十三届全国人民代表大会政府工作报告，在谈到“围绕保障和改善民生，推动社会事业改革发展”时指出，加强公共卫生体系建设。坚持生命至上，改革疾病预防控制体制，完善传染病直报和预警系统，坚持及时公开透明发布疫情信息。用好抗疫特别国债，加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入，增加防疫救治医疗设施，增加移动实验室，强化应急物资保障，强化基层卫生防疫。深入开展爱国卫生运动。要大幅提升防控能力，坚决防止疫情反弹，坚决守护人民健康。

各地方政府也先后出台了公共卫生建设的重磅文件。4月7日，上海市委、市政府召开全市公共卫生建设大会，印发了《关于完善重大疫情防控体制机制 健全公共卫生应急管理体系的若干意见》。计划到2025年，上海的重大疫情和突发公共卫生事件的应对能力达到国际一流水准，成为全球公共卫生最安全城市之一。文件提出四个主要方面、20条具体任务：（1）加强体系建设，包括：公共卫生应急指挥体系、公共卫生监测预警体系、现代化疾病预防控制体系、应急医疗救治体系、公共卫生社会治理体系。（2）加强机制建设，包括：平战结合机制、快速响应机制、联防联控机制、群防群控机制、精准防控机制。（3）加强能力建设，包括：硬件设施建设、学科人才队伍建设、科学攻关能力建设、信息化建设、舆情应对和引导能力建设。（4）强化保障措施，包括：组织保障、法治保障、物资保障、投入保障、应急医疗保障。

我们认为，继上海之后，各省市也将陆续出台政策以加强公共卫生应急防控建设。各级疾控中心、基层医疗机构和定点急救中心的标准化建设或将加速。基层医疗机构和五大中心在疾病防控体系、应急医疗救治体系中发挥重要作用。根据国家政策文件，五大急救中心若达到2024年建设规划中的数量规模，将为POCT行业带来超过百亿的需求增量。相关医疗设备和体外诊断行业有望受益。

表格 3. 五大中心建设规划以及预计检测需求

五大中心	截至 2019 年 (家)	2024E (家)	预计检测需求 (亿 元)
胸痛中心	1000+	5000-6000	40
卒中中心	500+	3000-4000	5
创伤中心		2000-3000	35
危重孕产妇救治中心		2000-3000	12
危重儿童和新生儿救治中心		2000-3000	10

资料来源：中国胸痛中心联盟，国家卒中中心，川财证券研究所测算

表格 4. 五大中心建设相关政策文件

文件名称	发布时间
《国家卫生健康委医政医管局关于同意开展胸痛中心建设工作的函》	2019年10月
《国家创伤医学中心设置标准》、《国家创伤区域医疗中心设置标准》	2019年8月
《创伤中心建设与管理指导原则（试行）》	2018年7月
《关于进一步加强脑卒中诊疗管理相关工作的通知》	2018年4月
《关于印发进一步改善医疗服务行动计划(2018-2020年)的通知》	2018年1月
《胸痛中心建设与管理指导原则(试行)》	2017年11月
《国家卫生计生委办公厅关于印发危重孕产妇和新生儿救治中心建设与管理指南的通知》	2017年3月
《2017年深入落实进一步改善医疗服务行动计划重点工作方案》	2017年2月

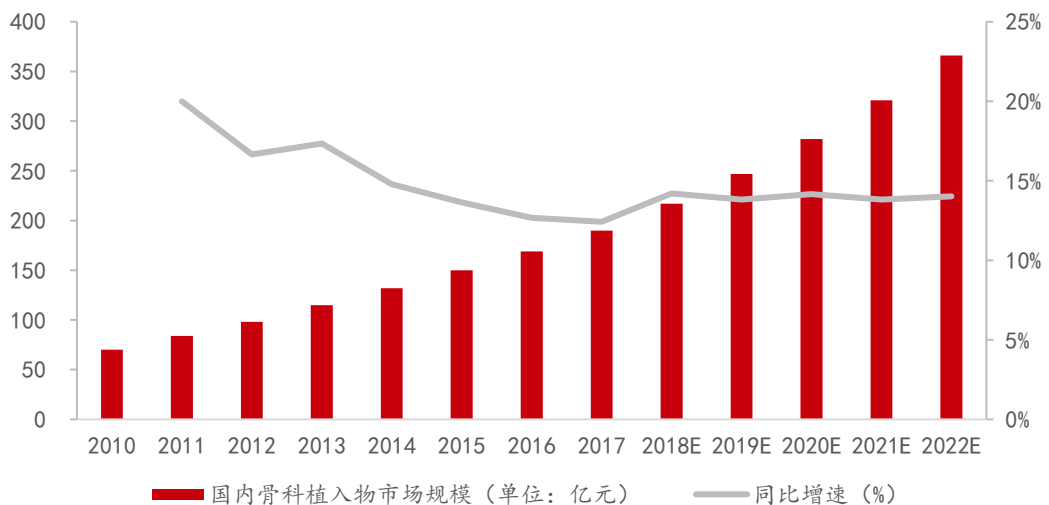
资料来源：卫健委，川财证券研究所

2.1.3 带量采购助推产品进口替代，骨科市场维持高增速

整体来看，我们认为医疗器械方面市场预期差仍存。行业看，骨科植入市场有望维持较高增速，同时国家严控耗占比等控费政策持续推动进口替代，另一方面，省级或更大范围和量级的采购有望利好国产产品进入三级医院使用。在行业进口替代的浪潮中，拥有较高产品质量的细分赛道头部企业产品市占率或将大幅提升，逐渐成为市场的主导品牌。

近年来国内骨科植入市场快速发展，从2010年的70亿元左右的市场规模增至2017年的190亿元，CAGR达15.33%，预计未来将保持15%左右的增速发展，至2022年市场规模达366亿元左右，行业扩容近一倍。

图 7： 2010-2022 年国内骨科植入物市场规模及预测（单位:亿元）



资料来源：医械研究院，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

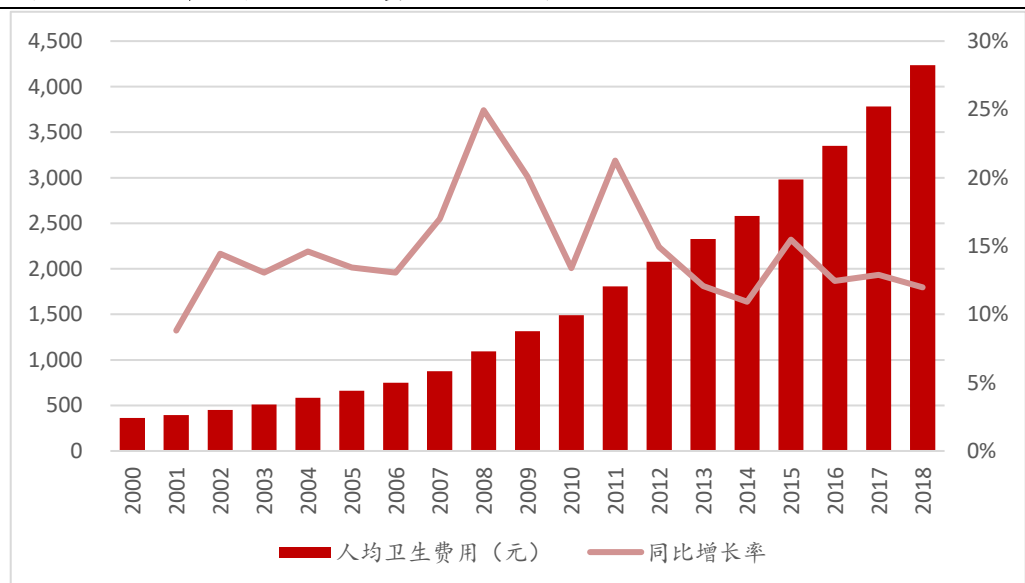
骨科植入物作为高值耗材中仅次于心血管类产品的第二大市场，进口替代的尚未完成为国内优质企业的高速成长提供可能。相比血管介入类产品，骨科植入物市场仍以进口品牌为主，除创伤市场为国内产品主导外，脊柱和关节产品国产化率不高。人工关节作为骨科植入物领域国产化最低的细分行业，受益于国产企业产品质量不断提升，保持快速增长。

2.2 医疗服务：健康消费全面升级，头部企业资金优势凸显

2.2.1 国民健康意识提高将带来医疗消费升级

我国医疗消费水平尚处于初级阶段，健康意识的提升、消费升级和人口老龄化共同助推行业需求释放。随着人均可支配收入和群众健康意识的不断提升，我国医疗卫生消费将迎来长期稳步发展阶段。2002年以来，人均卫生费用始终维持双位数增长。2018年，人均卫生费用同比增长12%，达到4,237元。

图 8： 2002 年以来人均卫生费用一直维持双位数增长



资料来源：卫计委，川财证券研究所

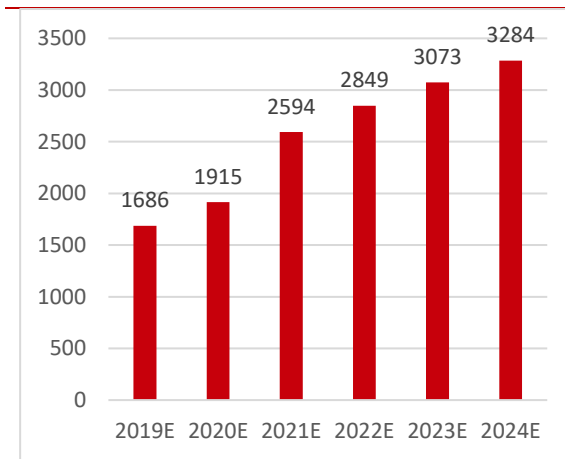
以体检行业为例，我国相对其他发达国家，国民健康体检覆盖率仍然较低。据公开资料显示，2017年我国国民健康体检覆盖率为32.68%，而美国、日本都超过73%，德国更是超过95%。近几年，随着国民生活水平提高、健康观念深入人心，国民健康体检行业的市场需求旺盛。从健康体检人次数来看，健

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

康体检人次从 2011 年的 3.44 亿人次增长到 2018 年的 5.75 亿人次，年复合增长率约为 7.6%。

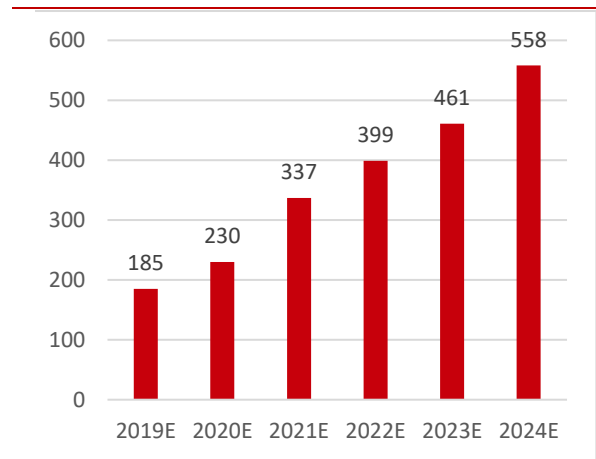
2018 年我国体检市场规模达到 1,500 亿元。据前瞻预计，2019 年，我国健康体检市场规模达到 1,686 亿元；到 2024 年，市场规模将达到 3,284 亿元。随着人们对健康的日益重视以及体检人次的增加，我国健康体检市场前景巨大。此外，据前瞻预计，2019 年，专业体检机构市场规模达到 185 亿元，到 2024 年，规模将达到 558 亿元。

图 9： 2019-2024 健康体检市场规模预测（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

图 10： 2019-2024 专业体检机构市场规模预测（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

值得注意的是，鉴于我国健康管理服务形式单一，95%以上的健康管理服务仍以体检为主，随着互联网巨头与金融巨头的大笔介入，体检与保险、购药、寻医等行业将进一步深度结合，完善检后服务，打造以健康体检为入口的健康管理体系。目前，健康体检服务行业主要还是对体检者提供专业的体检服务；未来，在专业健康体检服务的基础之上，或将对体检对象进行健康管理将成为行业的发展方向。

图 11：健康体检产业全景图谱



资料来源：前瞻产业研究院，川财证券研究所

2.2.2 疫情加速民营医疗机构洗牌，资金优势筑高头部企业护城河

相较于综合医院，专科医疗服务对医生的依赖程度较低，对设备、管理等依赖程度较高，可复制性强，易于市场扩张，并且通常针对医保依赖度低的科室。因此在连锁专科医院领域，社会资本能够充分利用优势，通过提供优质化、差异化的医疗服务与公立医院竞争。而公司的资金优势成为影响公司门店扩张速度的主要因素，融资与资金周转能力是公司提升份额的重要推动力。

社会办医的定位表明，其旨在满足群众多层次、多样化、差异化的健康服务需求。包括日益增多的康复、护理、医养结合等方面的服务需求；儿科、精神科、妇产科、眼科、医疗美容等社会紧缺的医疗卫生服务专业领域的需求；以及对独立的第三方机构在医学检验、血液透析、医学影像等方面的需求。在满足这些需求方面，社会办医已经在一些领域形成了学科优势，建立了品牌影响力。

我国消费者日益个性化、高层次的就医需求随着健康意识的逐渐加强正在逐步释放，助推医疗服务的行业需求持续高增长。因此在民营资本涌入医疗服务行业的大背景下，同时具有资金优势与品牌技术壁垒的专科连锁医院复制

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

扩张的确定性强。由于1Q门诊量下滑明显，此轮疫情对于中小民营医疗机构的现金流构成较大的压力，而头部企业借助雄厚的资金优势，长期来看市占率有望持续提升。

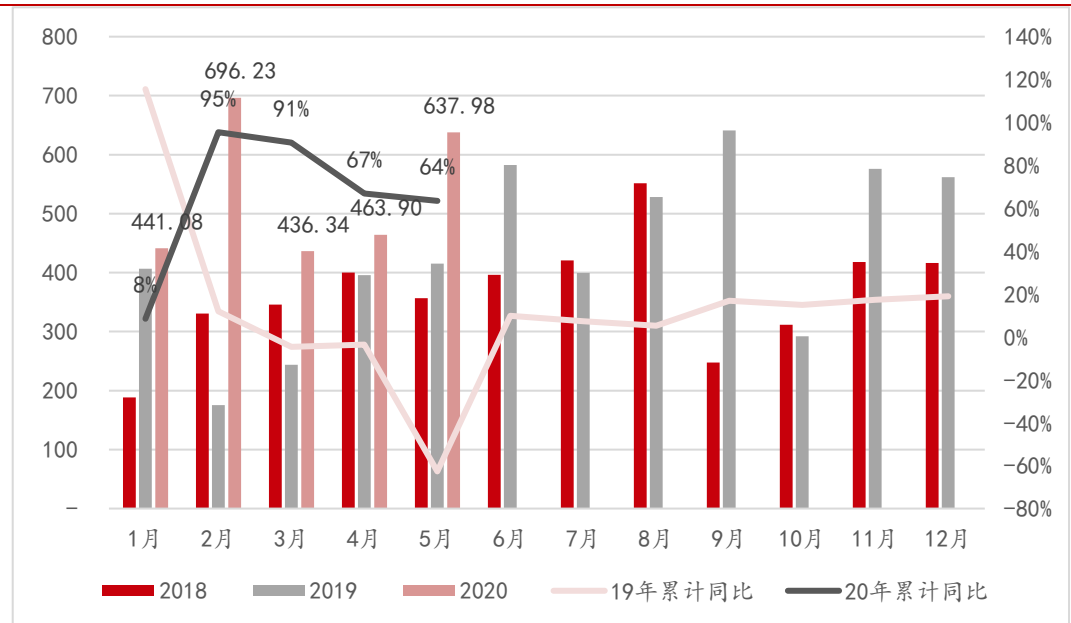
2.3 血制品：海外供给缺口扩大，国产企业或迎机遇

2.3.1 今年1-5月进口白蛋白同比增长120%，份额提升

2020年5月，人血白蛋白单月获批637.98万瓶（YoY +54%，MoM +38%），其中进口企业批签发460.73万瓶（YoY +60%），占比72%。1-5月人血白蛋白累计批签发2,730万瓶，同比增长67%，进口份额提升。其中进口企业累计批签发1,823.83万瓶，占比67%，同比增长120%；国产企业累计批签发905.98万瓶，占比33%，同比增长12%。国产企业方面，1-5月累计批签发份额最大的依次是泰邦生物（9.2%）、华兰生物（6.8%）、天坛生物（5.1%）、远大蜀阳（4.0%）、上海莱士（3.2%）。

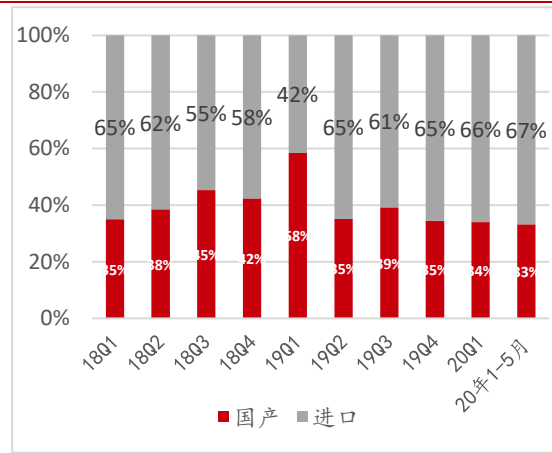
由于今年以来进口人血白蛋白占比维持在高位，且今年以来同比大幅增长，我们认为应关注海外疫情影响可能带来的海外采浆供给缺口，建议关注人血白蛋白的国产龙头企业，有望受益于海外采浆收缩而导致的国产份额和议价能力的提升。

图 12： 2018-2020 人血白蛋白月度批签发量及累计同比增速（万瓶，折合 10g/瓶）



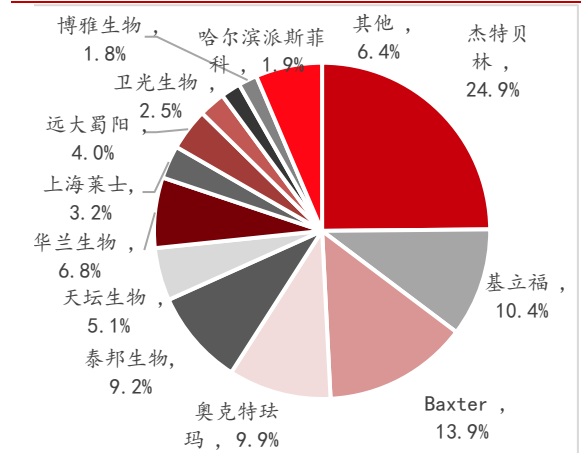
资料来源：中检所，川财证券研究所

图 13： 季度人血白蛋白进口/国产占比



资料来源：中检所，川财证券研究所

图 14： 2020 年 1-5 月人血白蛋白份额

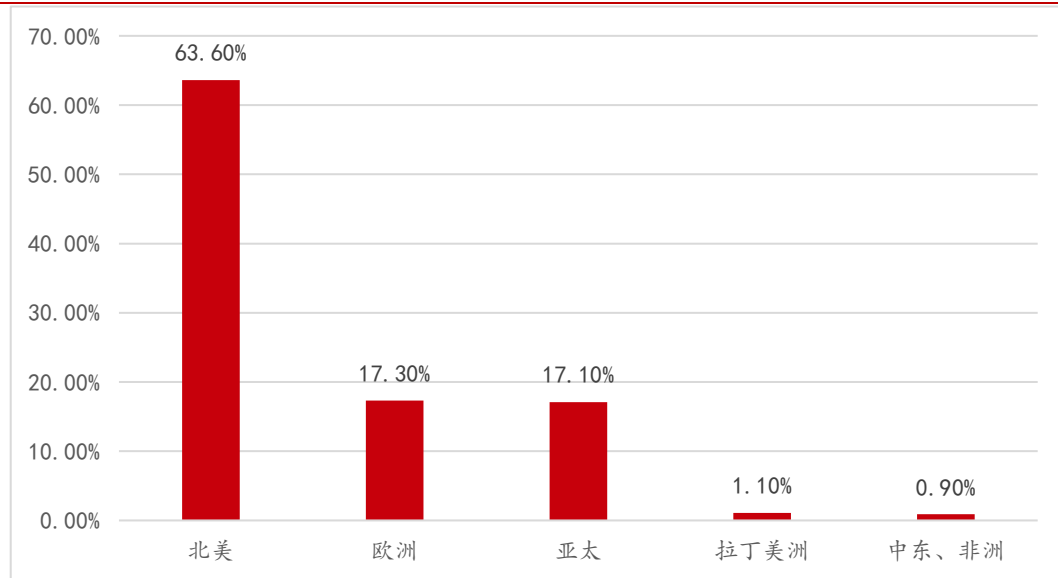


资料来源：中检所，川财证券研究所

2.3.2 北美是全球最大的浆源地，采浆量或同比下滑

据 Statista 数据，2014 年美国年采浆能力占全球总采浆量约 64%，不但能满足本国对血液制品的需求，还有超过 50%的血浆以原料血浆或产成品的形式出口到国外。

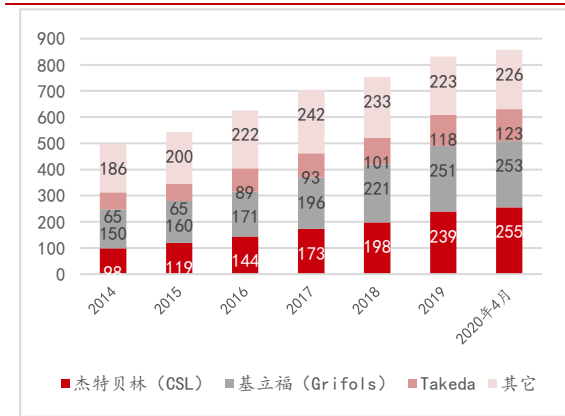
图 15： 全球各地区血浆生产量占比



资料来源：Statista，川财证券研究所

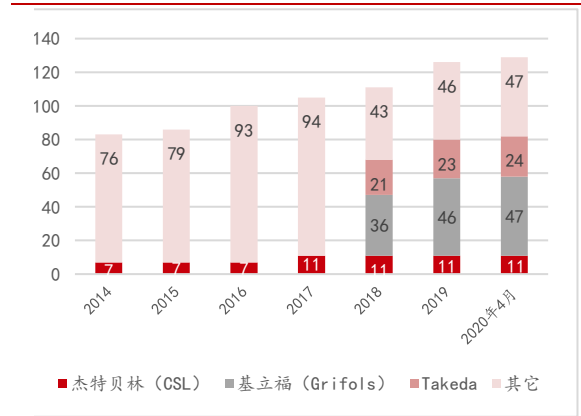
截至 2020 年 4 月，美国的采浆站约有 857 个，欧洲约有采浆站 129 个，主要归属于基立福（Grifols），杰特贝林（CSL），Takeda 等。

图 16： 美国浆站数量按公司分布



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 17： 欧洲浆站数量按公司分布



资料来源：公司公告，川财证券研究所

据杰特贝林（CSL）在一季度业绩说明会中的阐述，公司的采浆量在 3 月份开始下降，3 月底 4 月初，采浆量再次下跌，并已降至去年同期的水平以下。短期来看，公司仍拥有足够的血浆以保障今年的供应，如果海外疫情仍然持续目前的态势，我们认为海外采浆的缺口可能扩大，并传导至生产端从而使得国内人血白蛋白的份额和议价能力提升。

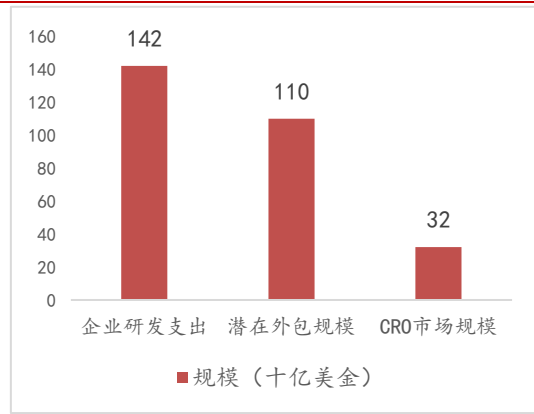
2.4 医药外包及高端仿制药：受益于医药政策持续推进

2.4.1 医药外包行业维持高景气

全球医药企业研发投入保持一定水平正增长，整个研发领域“资金池”中的“水”将稳步上升外，“资金池”中分流给 CXO 企业的“水”的比例也将出现快速变化，尤其在新药研发难度加大的背景推动下，医药外包的渗透率将出现快速提升。

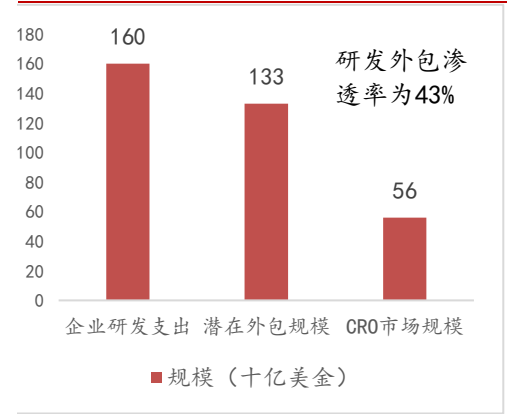
根据 Frost & Sullivan 的数据显示，全球研发外包市场的复合年增长率为 9.2%，2016 年约为 350 亿美元，整个行业从 2007 年的 160 亿美元增长到 2020 年的 560 亿美元，复合年增长率为 12.4%，其行业增速远大于药品行业增速。从 2020 年和 2015 年的研发外包渗透率对比来看，渗透率出现了较明显的快速上升。

图 18： 2015 年全球药物研发外包渗透率



资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

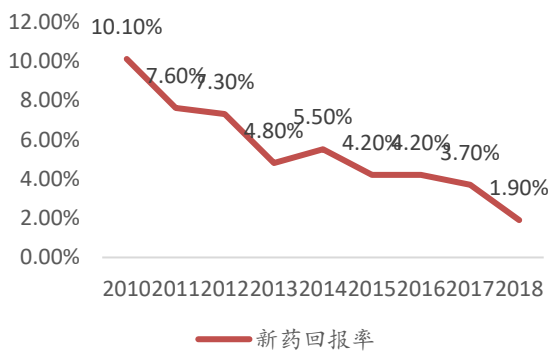
图 19： 2020 全球药物研发外包渗透率



资料来源：Frost&Sullivan，川财证券研究所

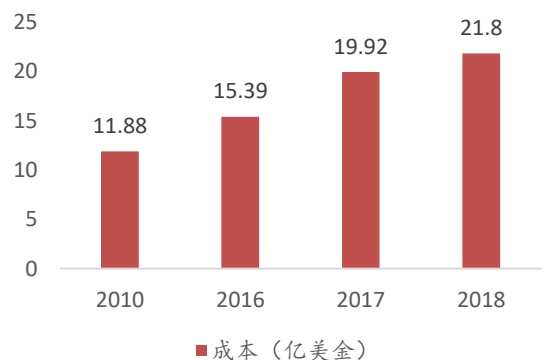
根据 IMS 和德勤的研究数据，一种新药的研发成本已经从 2010 年的 11.88 亿美元提升到 2018 年的 21.8 亿美元，研发成本巨大，特别是临床试验的程度大幅提高；另一方面，制药企业面临专利悬崖，药企渴望缩短研发周期，CRO 企业可以帮助制药企业实现在有限专利期内的进度加速，使新药尽快上市销售实现回报。CDMO 企业主要承接过期专利药的工艺改进及生产订单，目前国内 CDMO 企业订单仍以国外订单为主，随着国内 MAH 制度的试点及推进，国内生产外包需求有望进一步提升。

图 20： 2010-2018 年新药回报率



资料来源：IMS，德勤，川财证券研究所

图 21： 全球新药平均研发成本



资料来源：IMS，德勤，川财证券研究所

2.4.2 鼓励药械创新持续推动医药创新浪潮

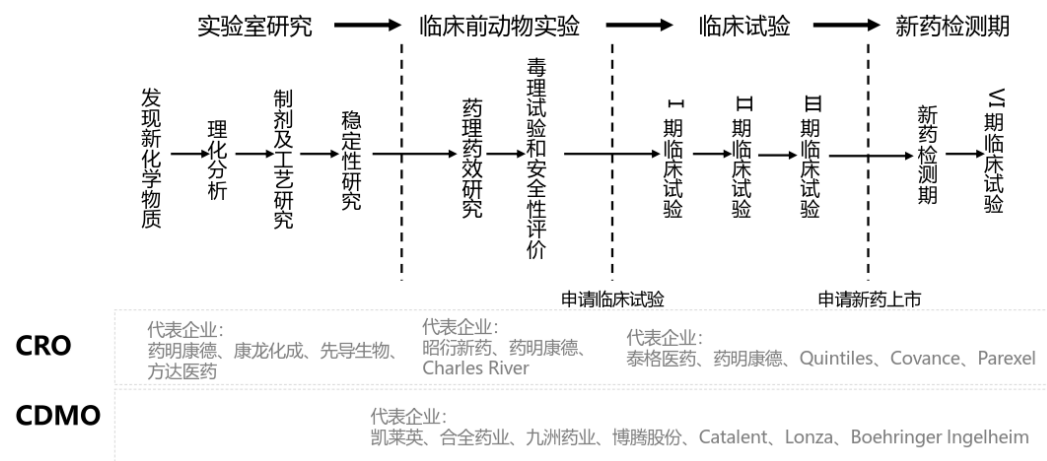
受鼓励药械创新政策的推动，2017-2018 年国家药审中心受理化药 IND 申请

本报告由川财证券有限责任公司编制请参阅尾页的重要声明

数量大幅提升，其中受理国产化药 IND 申请 325 件，受理进口 IND 申请 132 件，同时，2016 年以后国家药审中心受理仿制药验证性临床和仿制药 ANDA 数量则显著减少，新药临床试验申请占总药品评审数量的比例也大幅提升，从 2011 年的 4.54% 提升至 2018 年的 11.79%，药物研发端结构出现明显调整。新药临床试验申请数量和占比大幅提升，也从另一面说明了我国医药市场正在从过去仿制药阶段向创新阶段转变，同时，来自海外人才和资本的助力，使得我国创新药景气度大幅提升。

一方面，药械创新政策、海外人才回流与资本三方助力的背景下，创新热潮持续，除此之外，我们认为作为创新药“卖水人”的部分龙头企业也将显著受益我国创新药大潮，而且相对于研发风险较大的创新药企业来说，创新药“卖水人”企业的规模及品牌优势、业绩确定性将使得整个板块的估值溢价得以维持。

图 22： 创新药产业链



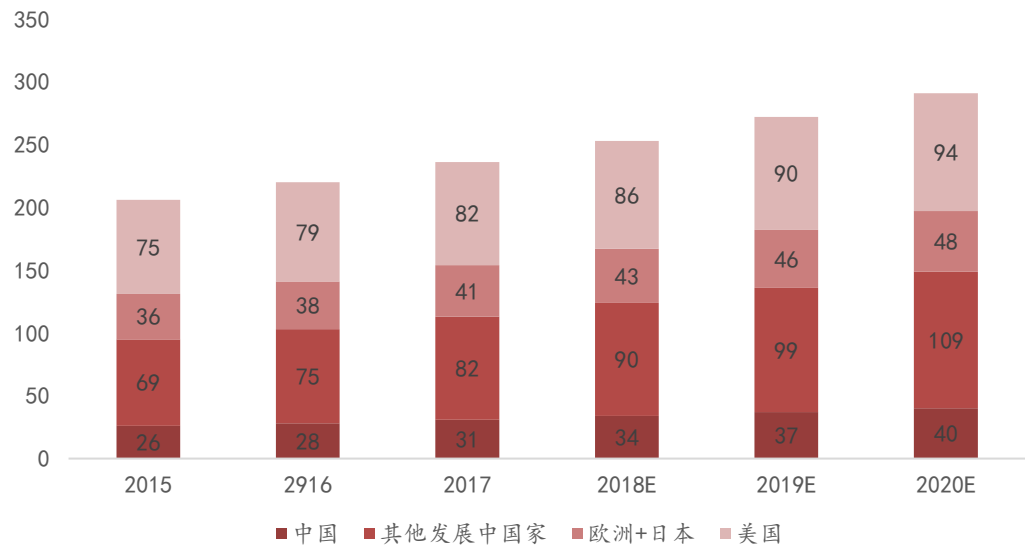
资料来源：Wind，川财证券研究所

2.5 特色原料药：集采催生原料药需求，行业具备高成长性

2.5.1 全球特色原料药产业转移进行时

全球特色原料药产业正在进行转移，由欧美日等发达国家向中印等新兴市场国家。这一方面源于以中国为代表的新兴市场国家仿制药销售规模保持快速增长（新兴市场国家：10% VS 发达国家：5%）；另一方面则源于我国原料药生产工艺不断进步以及生产质量管理加速与国际接轨。

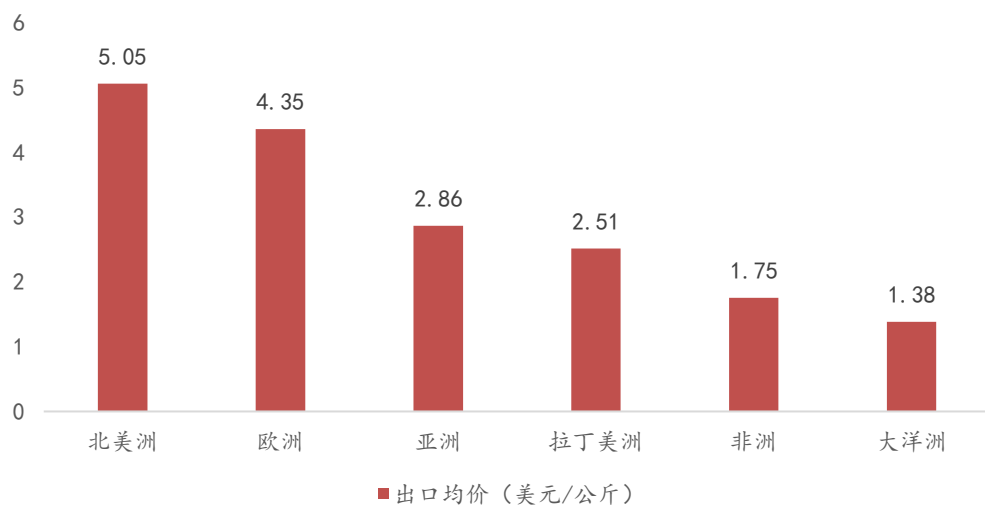
图 23： 全球各地区仿制药销售规模及增长情况（单位：十亿美金）



资料来源：IMS，川财证券研究所

WHO 高度重视中国原料药供应，国内企业亦积极响应，3月28日，中国化学制药工业协会发布《关于做好原料药和中间体生产供应工作的通知》，建议协会各会员单位在确保疫情有效防控基础上，尽快复工复产，加快生产和供应，以满足国内市场和国际市场的需求。

图 24： 中国原料药各出口市场对应均价



资料来源：中国医药保健品进出口商会（2017年），川财证券研究所

各个国家和地区的 GMP 虽然并不完全相同，但在国际上已形成了一个广泛认可的 GMP——ICH Q7。GMP 更多的关注于生产过程，通常都包含大量的技

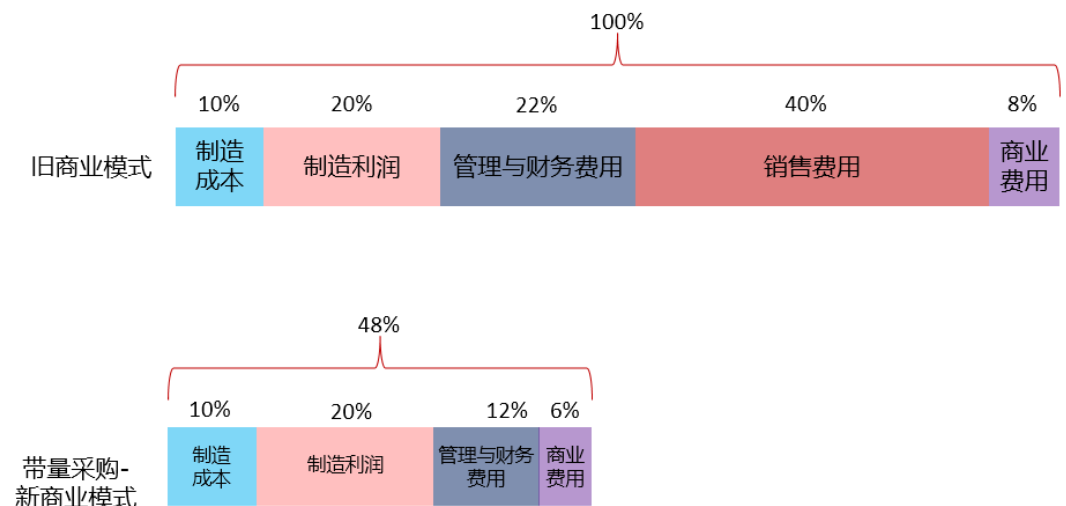
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

术性细节，所以对质量体系的要求并不像 ISO 标准那样系统化，GMP 的关键环节更多的是程序和管理，尤其是数据完整性和风险评估，并不是厂房、设备和技术等硬件。不过，随着越来越多的企业参与海外 GMP 认证，这种 GMP 水平差异正在不断弥合，文化方面，法规理解上的冲突也在迅速减少，世界一体化给我们提供了这样的机会，更多的走访美国等其他规范市场国家，了解当地管理、文化和法律上的异同，并快速与之接轨。

2.5.2 中国特色“专利悬崖”的到来大幅提升增量需求

“量价”层面，受我国医保控费和仿制药带量采购政策影响，在存量市场层面，国产优质仿制药将对原研药进行快速的国产替代，因原研药的原料药大多是国际制药企业从其全球化原料药工厂采购而来（我国原料药年消耗量约 1/3 来自于进口），故国内原料药将有望受下游制剂国产化率快速提升而出现较大规模的国产替代；在增量市场层面，仿制药价格大幅下降，用药渗透率将出现提升，原料药需求量也将同向提升。价格方面，仿制药的商业模式发生根本变化，销售费用被移除、医保先行垫付又降低了企业商业和财务费用，导致终端价格大降，但在政策背景下，国家对仿制药的质量和供应保障能力却有更高的要求，因此，制剂企业的原料药采购将会得到强化，原料药价格受制剂大幅降价影响小。

图 25：仿制药商业模式变化对比



资料来源：川财证券研究所

三、重点公司盈利预测与估值

表格 5. 重点公司盈利预测与估值

代码	简称	现价	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			市盈率 (倍)			行业分类
				19A	20E	21E	19A	20E	21E	
000739.SZ	普洛药业	22.41	264	5.53	7.32	9.60	47.7	36.1	27.5	化学原料药
300497.SZ	富祥股份	19.15	88	3.06	4.02	4.95	28.8	21.9	17.8	化学原料药
300298.SZ	三诺生物	32.11	182	2.51	4.13	4.74	72.4	44.0	38.3	医疗器械
002901.SZ	大博医疗	117.59	473	4.65	5.85	7.40	101.6	80.9	64.0	医疗器械
300003.SZ	乐普医疗	35.63	635	17.25	22.40	29.05	36.8	28.3	21.9	医疗器械
300760.SZ	迈瑞医疗	301.85	3,670	46.81	57.39	69.41	78.4	63.9	52.9	医疗器械
300015.SZ	爱尔眼科	43.10	1,736	13.79	16.96	23.32	125.9	102.3	74.4	医疗服务
603259.SH	药明康德	96.97	2,242	18.55	25.87	33.97	120.9	86.6	66.0	医疗服务
300347.SZ	泰格医药	102.00	764	8.42	10.60	13.65	90.8	72.1	56.0	医疗服务
603127.SH	昭衍新药	100.70	228	1.78	2.56	3.48	128.0	89.3	65.7	医疗服务
002821.SZ	凯莱英	237.61	550	5.54	7.27	9.51	99.2	75.6	57.8	化学原料药
600380.SH	健康元	16.20	316	8.94	10.65	12.52	35.3	29.6	25.2	化学制剂
300759.SZ	康龙化成	96.57	767	5.47	7.77	10.50	140.2	98.7	73.1	医疗服务
300482.SZ	万孚生物	101.91	349	3.87	5.51	7.07	90.1	63.4	49.4	医疗器械
002223.SZ	鱼跃医疗	36.09	362	7.53	11.32	12.33	48.1	32.0	29.4	医疗器械
603387.SH	基蛋生物	40.66	106	3.40	4.42	5.73	31.2	23.9	18.5	医疗器械
002044.SZ	美年健康	14.11	553	-8.66	8.42	13.77	-63.8	65.7	40.2	医疗服务
300326.SZ	凯利泰	28.01	203	3.02	3.90	4.92	67.0	52.0	41.2	医疗器械

资料来源: Wind, 股价为 2020/6/29 收盘价, 上市公司数据来自万得一致预期, 川财证券研究所

风险提示

医保控费力度持续加大

随着医保基金压力增大，医保局可能继续出台各种控医保费政策，并且通过集采等方式对药品价格、器械价格进行较大的限制。

新药研发不及预期

新药研发工作不及预期将有可能使新药推迟上市，失去市场的先发优势，或者研发效果不及预期的话，新药研发也有夭折的可能，进而对相关公司未来的营收和利润产生较大影响。

仿制药一致性评价政策推进不及预期

仿制药政策推进进度受到多方面因素影响，在落实层面或有变动。

疫情影响超出预期的风险



分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004