

信义山证 汇通天下

证券研究报告

医药生物

医药行业 20 年中期投资策略

维持评级

报告原因：中期策略

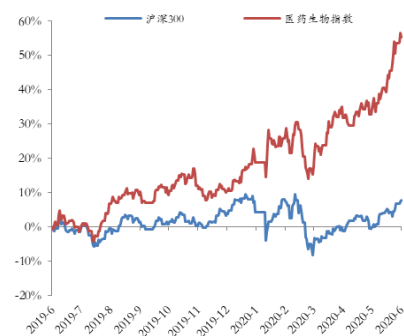
医保困局与疫情防控下的医药“新常态”

增持

2020 年 6 月 30 日

行业研究/深度报告

医药行业近一年市场表现



分析师：

王腾蛟

执业登记编码：S0760518090002

电话：0351-8686978

邮箱：wangtengjiao@sxzq.com

刘建宏

执业登记编码：S0760518030002

电话：0351-8686724

邮箱：liujianhong@sxzq.com

地址：太原市府西街 69 号国贸中心 A 座

28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

核心观点：

- **疫情催化医药板块走出趋势性行情，估值已处于历史中高位水平。**新冠肺炎疫情成为今年以来资本市场的重大变量，也是本轮医药行情的重要推手。国内疫情于 2 月达到顶峰，3 月逐步得到控制，在此期间医药板块整体并未取得明显超额收益，随后国外疫情开始大规模爆发直到国内疫情不断反复，疫情进入“新常态”，最终不断催化医药板块走出趋势性行情。2020 年上半年医药行业上涨 36.81%，跑赢沪深 300 指数 35.77 个百分点，在 28 个申万一级行业中排名第一。截至 2020 年 6 月 24 日，医药行业 PE (TTM) 为 50.72 倍，相对沪深 300 溢价率为 300%，处于历史中高位水平。
- **疫情防控进入“常态化”，行业政策基调未改。**目前海外疫情依然严峻，疫情拐点仍未到来。国内疫情于 1 月底爆发，2 月经历高峰期后，3 月后基本得到控制。6 月北京疫情出现反复，疫情风险陡然走高，目前虽已遏制疫情蔓延势头，但由于国外疫情依然严峻以及全球尚未有新冠疫苗上市，未来疫情防控将进入“常态化”；集采等政策未受疫情影响继续推出，在医保控费主旋律下，医保基金腾笼换鸟是长期趋势，集采及医保目录调整等政策将加速“常态化”。

投资策略：

突发新冠肺炎疫情对工业企业生产经营带来严重冲击，大多行业利润明显下降，医药行业由于需求刚性，受疫情影响程度相对弱于其它行业。对于未来医药行业的投资还要回到其根本逻辑。在目前医保控费及疫情防控的医药“新常态”下，我们挖掘出以下赛道供投资者参考：

- **医保基金腾笼换鸟，医药创新产业链仍存在较大投资机会。**未来随着国内人口老龄化程度的加深，医药行业的需求将快速释放，在医保基金腾笼换鸟大背景下，国家支持创新信号依旧明确，医药创新产业链仍存在较大投资机会。科创板的推出将加速国内医药行业的发展，而科创板重点支持的生物医药产业显著受益，国内重磅产品陆续上市，国产创新已成为推动行业市场持续增长的支撑点；CRO 公司受集采等政策影响较小，同时受益于国家鼓励创新的大环境，将长期处于行业景气周期。
- **零售药店渠道价值有望提升。**在公立医院没有建立合适的补偿机制之

前，医院本身并没有动力降低药品的收入份额。但是随着新医改政策的进一步推进，医药分开的政策会逐步落到实处。以带量采购为例，集采的推进有望加速处方外流的趋势，作为医药产业链下游重要的终端，零售药店的渠道价值显著提升，特别是那些未中标厂家对药店渠道更加重视。而长期来看药店随着处方外流的加速，其渠道价值将得到重新认识，不仅仅是流过来的处方增量，其作为线下入口的流量价值将更加凸显。

风险提示：

行业政策风险、药品安全风险、研发风险、业绩不达预期风险、医疗事故风险。

推荐公司：

公司名称	股价	EPS			PE		
		20	21	22	20	21	22
华兰生物	49.97	0.92	1.05	1.24	54.3	47.7	40.3
智飞生物	98.68	2.10	2.64	3.25	47.0	37.4	30.4
沃森生物	53.67	0.63	1.00	1.36	85.4	53.4	39.4
一心堂	34.93	1.29	1.53	1.84	27.08	22.83	18.98

目录

1.疫情催化医药板块走出趋势性行情，估值处于历史中高位水平	7
1.1 疫情进入“新常态”，医疗器械表现最为亮眼.....	7
1.2 估值处于历史中高位水平，子板块分化明显.....	8
1.3 医药股大放异彩，疫情相关标的最为受益.....	8
1.4 医药工业数据持续承压.....	9
2.疫情防控进入“常态化”，行业政策主基调仍将持续	10
2.1 全球疫情形势严峻，行业刚性需求属性凸显.....	10
2.1.1 海外疫情持续蔓延，拐点仍未到来.....	10
2.1.2 国内疫情出现反复，疫情防控进入“常态化”.....	11
2.1.3 医药行业需求刚性，利润受影响程度低于其他制造业.....	12
2.2 行业政策“常态化”，医保基金腾笼换鸟大势所趋.....	13
2.2.1 带量采购加速常态化，第三批将启动.....	13
2.2.2 医保基金腾笼换鸟是长期趋势，目录调整将迈入常规化.....	14
3.投资策略	15
3.1 科创板加速产业发展，生物医药迎来收获期.....	15
3.1.1 国产单抗开启上市之路，国内市场将迎来快速发展期.....	18
3.1.2 国内疫苗迎来大品种时代，国产重磅品种将陆续上市.....	20
3.2 医药外包大势所趋，CRO 显著受益于创新药热潮.....	22
3.3 零售药店渠道价值有望提升.....	26
4.推荐公司	29
4.1 华兰生物.....	29
4.2 智飞生物.....	29
4.3 沃森生物:.....	30
4.4 一心堂.....	30
5.风险提示	31

图表目录

图 1: 2020 年上半年医药生物与沪深 300 相对走势	7
图 2: 2020 年上半年申万一级行业涨跌幅对比	7
图 3: 2020 年上半年医药生物行业各子板块涨跌幅对比.....	7
图 4: 医药生物行业估值相对沪深 300 溢价率走势	8
图 5: 医药行业子板块估值情况.....	8
图 6: 2011-2019 医药制造业主营业务收入及利润总额累计同比	9
图 7: 国外疫情新增趋势图.....	10
图 8: 国外疫情累计趋势图.....	10
图 9: 全球疫情地图（累计确诊）	11
图 10: 各国疫情新增趋势图.....	11
图 11: 国内疫情新增趋势图.....	11
图 12: 国内疫情累计趋势图.....	11
图 13: 境外输入累计及新增趋势图.....	12
图 14: 北京疫情新增趋势图.....	12
图 15: 一季度制造业规模以上工业企业利润总额增长情况.....	12
图 16: 1-5 月制造业规模以上工业企业利润总额增长情况.....	12
图 17: 第三批带量采购通过一致性评价企业超过 3 家的品种	14
图 18: 第三批带量采购部分品种公立医疗机构销售额及原研市场份额	14
图 19: 带量采购发展梳理.....	14
图 20: 标普 500 产业变迁（1990-2019）	16
图 21: 上证综指产业变迁（1995-2019）	16

图 22: 2010-2018 年全球生物药销售额及占全球药品销售总额比重	17
图 23: 2018 年全球各类生物药销售额占比	17
图 24: 2014-2019 年中国单抗药物市场规模（亿元）及同比	18
图 25: 2013-2030E 年中国疫苗药物市场规模（亿元）	21
图 26: 药品从研发到上市流程及 CRO 服务内容	22
图 27: 药品平均研发费用快速增长	22
图 28: 药品研发成功率不断下降	22
图 29: 药品注册审评审批情况	23
图 30: CDE 受理仿制药一致性评价变化趋势	23
图 31: 国内创新药产业投资情况	24
图 32: 中国留学及留学归国人员状况	24
图 33: 多项利好驱动 CRO 行业发展	24
图 34: 全球 CRO 行业市场规模	25
图 35: 全球 CRO 企业竞争格局（16 年数据）	25
图 36: 国内 CRO 企业竞争格局	25
图 37: 国内单体药店数量及变动趋势	26
图 38: 国内零售药店历年连锁化率变化趋势	27
图 39: 中美零售企业连锁化率及集中度	27



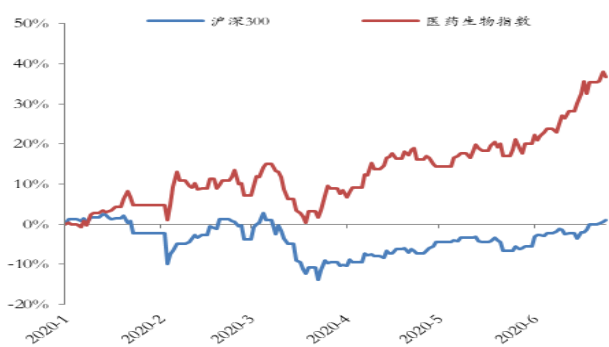
表 1：2020 年上半年医药生物行业个股涨幅前二十位（剔除次新股）	9
表 2：2019 年全球药品销售前二十	17
表 3：国产单抗上市情况	19
表 4：即将上市国产单抗情况	19
表 5：部分上市或即将上市国产重磅疫苗上市情况	21
表 6：处方外流相关政策	28

1. 疫情催化医药板块走出趋势性行情，估值处于历史中高位水平

1.1 疫情进入“新常态”，医疗器械表现最为亮眼

2020年上半年医药行业上涨36.81%，跑赢沪深300指数35.77个百分点，在28个申万一级行业中排名第一。新冠肺炎疫情成为今年以来资本市场的重大变量，也是本轮医药行情的重要推手，国内疫情于2月达到顶峰，3月逐步得到控制，在此期间医药板块整体并未取得明显超额收益，随后国外疫情开始大规模爆发直到国内疫情不断反复，疫情进入“新常态”，由此不断催化医药行业走出趋势性行情。子行业中医疗器械与生物制品表现最为亮眼，上半年分别录得74.55%和57.79%的收益。

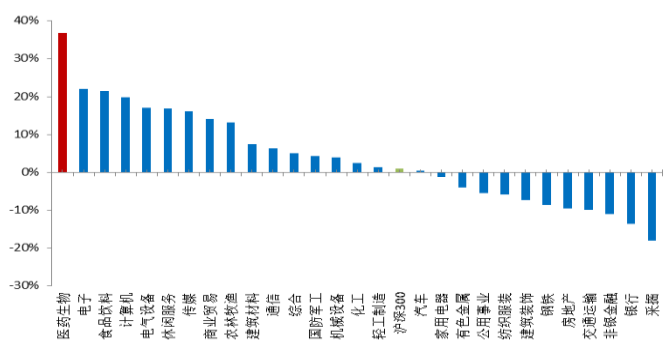
图1：2020年上半年医药生物与沪深300相对走势



数据来源：Wind、山西证券研究所

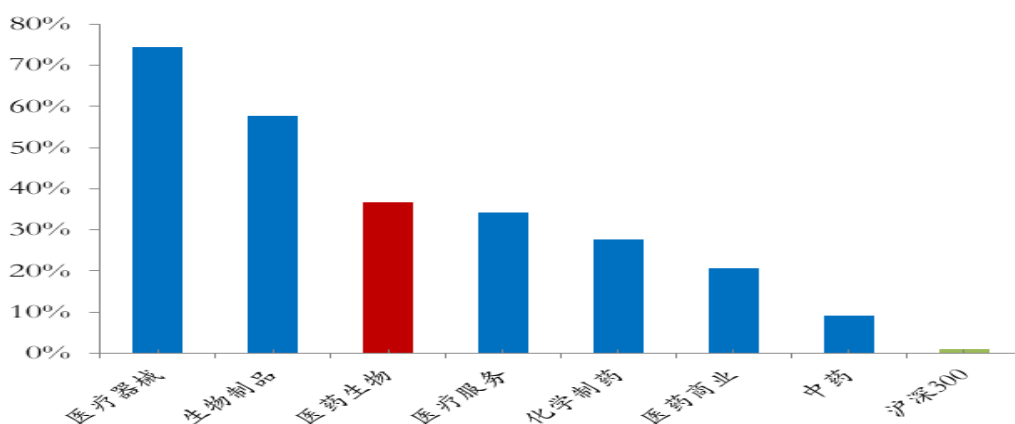
注：数据截止2020年6月24日

图2：2020年上半年申万一级行业涨跌幅对比



数据来源：Wind、山西证券研究所

图3：2020年上半年医药生物行业各子板块涨跌幅对比



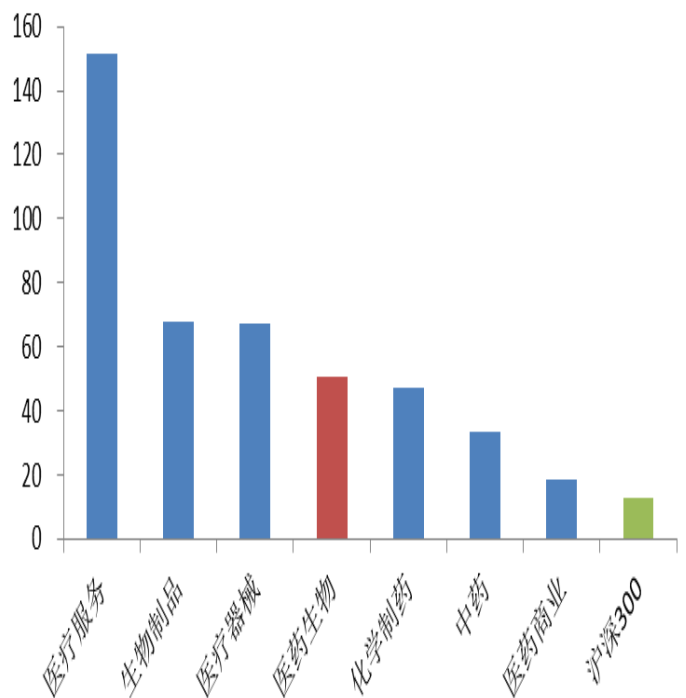
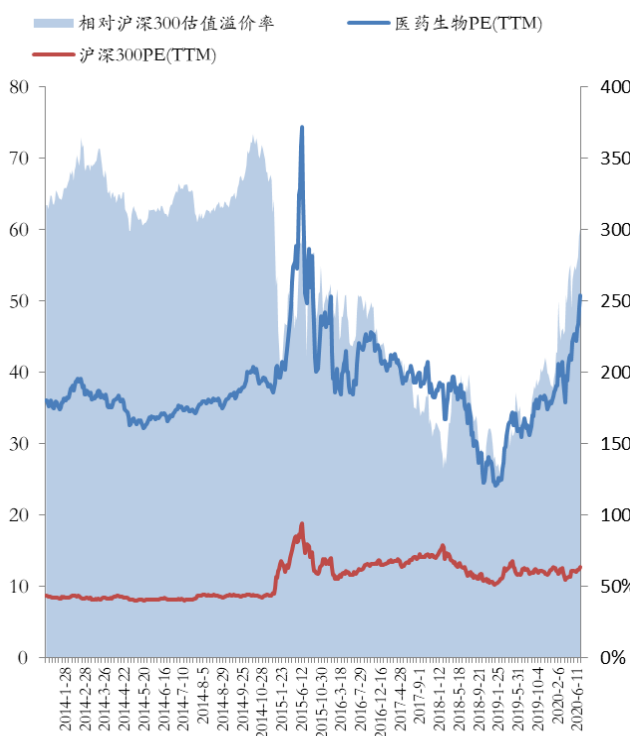
数据来源：Wind、国家统计局、山西证券研究所 注：数据截止2020年6月24日

1.2 估值处于历史中高位水平，子板块分化明显

从行业估值来看，截至 2020 年 6 月 24 日，医药行业 PE（TTM）为 50.72 倍，相对沪深 300 最新溢价率为 300%，处于历史中高位水平。子板块分化明显，医疗服务仍处高位，估值达到 151.47 倍，医药商业最低为 18.76 倍。

图4：医药生物行业估值相对沪深 300 溢价率走势

图5：医药行业子板块估值情况



数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

注：数据截止 2020 年 6 月 24 日

1.3 医药股大放异彩，疫情相关标的最为受益

国外疫情蔓延以及国内疫情不断反复，导致医药股持续受资金追捧，今年以来 334 只医药股中有 231 只跑赢沪深 300，39 只医药股录得翻倍收益。以诊断试剂、疫苗、口罩等疫情相关标的最为受益，特别是新冠检测试剂为代表的长短逻辑兼具的企业，在疫情刺激下迎来明显的戴维斯双击。

表 1：2020 年上半年医药生物行业个股涨幅前二十位（剔除次新股）

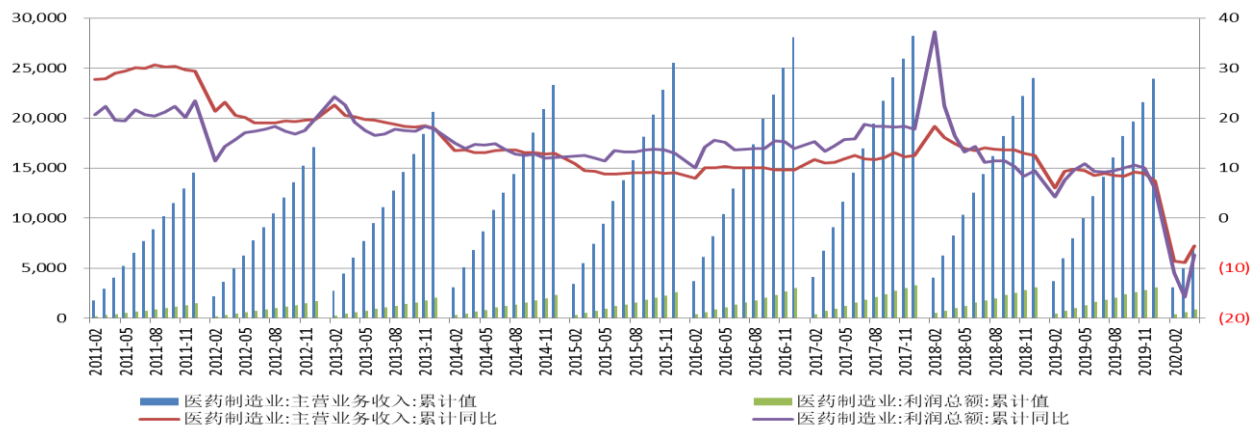
证券简称	涨跌幅（%）	相关行业	证券简称	涨跌幅（%）	相关行业
英科医疗	608.93	医疗防护手套	以岭药业	147.80	抗病毒药
硕世生物	304.21	IVD	理邦仪器	141.82	防疫器械
未名医药	290.88	疫苗	赛升药业	136.64	疫苗
奥翔药业	265.99	原料药	蓝帆医疗	131.17	医疗防护手套
振德医疗	200.05	口罩	昭衍新药	129.77	CRO
司太立	173.43	原料药	双林生物	128.02	血制品
西藏药业	159.59	疫苗	心脉医疗	125.94	介入器械
达安基因	158.63	IVD	博腾股份	125.84	CRO
三鑫医疗	157.03	血透	美迪西	117.98	CRO
佰仁医疗	150.30	心脏瓣膜	三诺生物	117.36	新冠检测试剂

数据来源：wind，山西证券研究所 注：数据截止 2020 年 6 月 24 日

1.4 医药工业数据持续承压

根据国家统计局数据，2020 年 1-4 月医药制造业主营业务收入与利润总额分别同比下降 5.60%、7.40%。受新冠疫情企业停工影响，整体医药制造业业绩出现明显下滑，前三个月疫情处于最严峻时期，在此期间医药制造业利润总额下滑达到 15.70%，4 月后疫情逐步得到控制，随着开工率的回升数据下滑趋势明显缓解。医药行业属于刚性需求，随着供给的逐步恢复行业将回到正常水平。

图 6：2011-2019 医药制造业主营业务收入及利润总额累计同比



数据来源：Wind、国家统计局、山西证券研究所

2.疫情防控进入“常态化”，行业政策主基调仍将延续

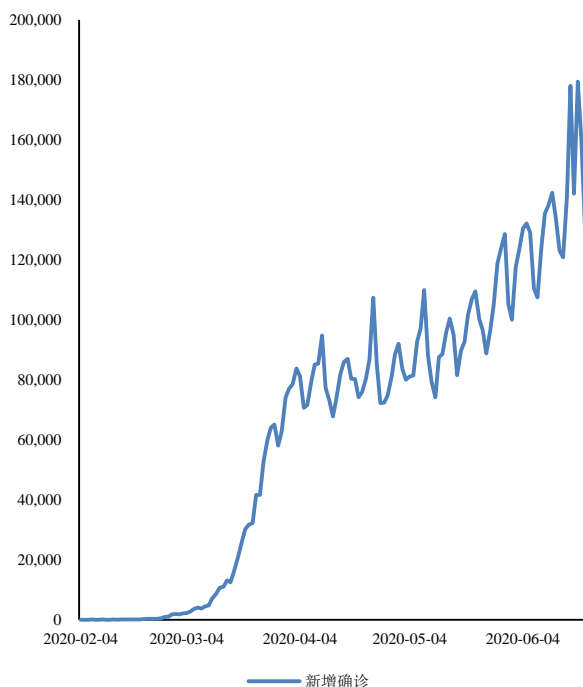
2.1 全球疫情形势严峻，行业刚性需求属性凸显

2.1.1 海外疫情持续蔓延，拐点仍未到来

2020 年全球爆发新冠肺炎疫情，成为百年来最大的公共卫生事件之一。目前海外疫情依然严峻，截至 6 月 29 日，已有 200 多个国家和地区发现疫情，累计确诊病例 1,031.73 万人，累计死亡病例 50.39 万人，现有确诊病例 420.40 万人，自 5 月 27 日起至今近一个月每日新增确诊病例超 10 万人，疫情拐点仍未到来。

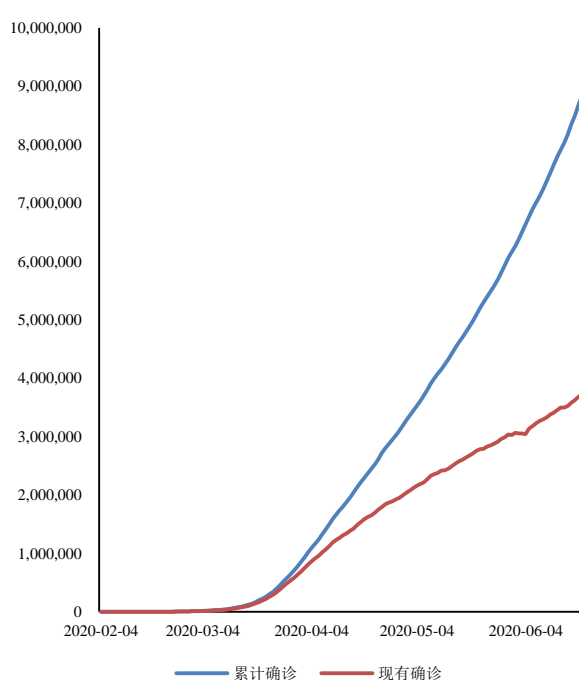
美洲地区形势严峻，美国是全球疫情最严重的国家，累计确诊病例高达 235.67 万人，死亡病例达 12.22 万人，现有确诊病例仍有 12.54 万人，每日新增仍持续攀升，连日来均超过 4 万人；巴西疫情情况仅次于美国，累计确诊病例已超百万，达 137.05 万人，每日新增仍以 2 万左右以上人数持续增长。欧洲地区疫情形势有缓解，最严重国家俄罗斯疫情也迎来拐点。亚洲地区，印度疫情持续恶化，连续单日新增高于 1 万人，孟加拉国疫情持续蔓延，伊朗第二次疫情开始爆发。

图7：国外疫情新增趋势图



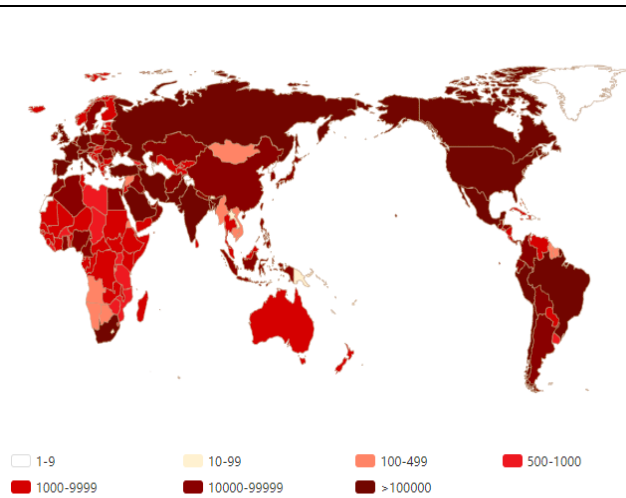
数据来源：wind，山西证券研究所

图8：国外疫情累计趋势图



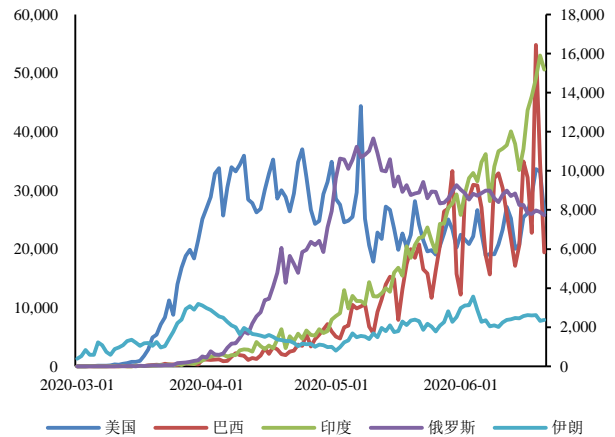
数据来源：wind，山西证券研究所

图9：全球疫情地图（累计确诊）



数据来源：wind，山西证券研究所

图10：各国疫情新增趋势图



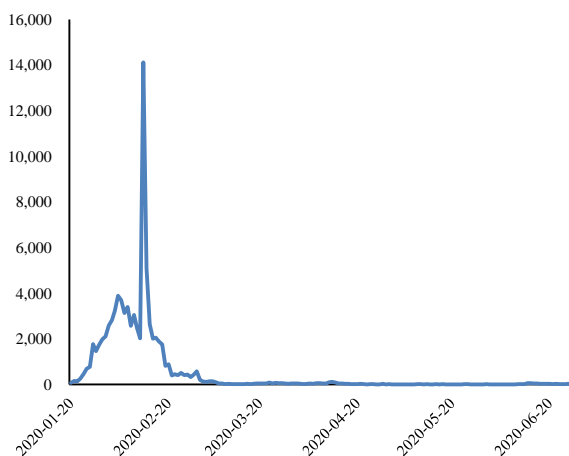
数据来源：wind，山西证券研究所

2.1.2 国内疫情出现反复，疫情防控进入“常态化”

国内疫情于1月底爆发，2月经历高峰期后，3月后基本得到控制。截止2020年6月29日，国内（不含港澳台）累计确诊病例83531人，现有确诊病例428人。在疫情得到基本控制后，国内新增病例主要来源于境外输入（除近期北京新增病例），目前境外输入累计确诊病例1918人，现有确诊病例88例。

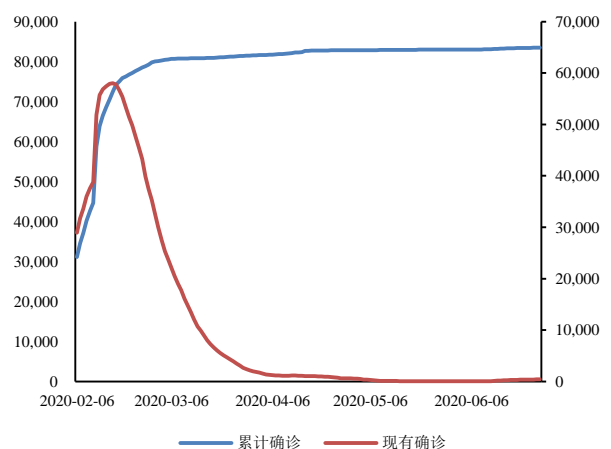
6月11日起北京疫情出现反复，疫情风险陡然走高，目前已在短时间内摸清疫情传播底数和重要风险点，遏制了疫情蔓延的势头。但由于国外疫情仍在蔓延以及全球尚未有新冠疫苗上市，未来疫情防控将进入“常态化”。

图11：国内疫情新增趋势图



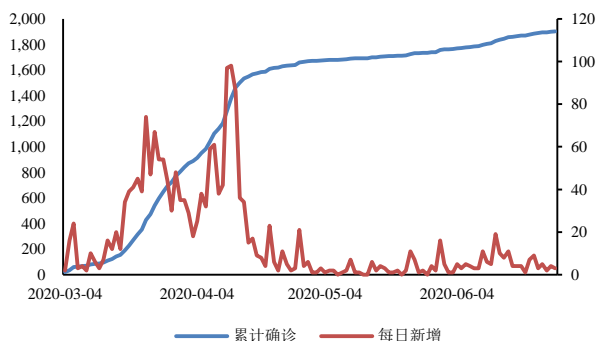
数据来源：wind，山西证券研究所

图12：国内疫情累计趋势图



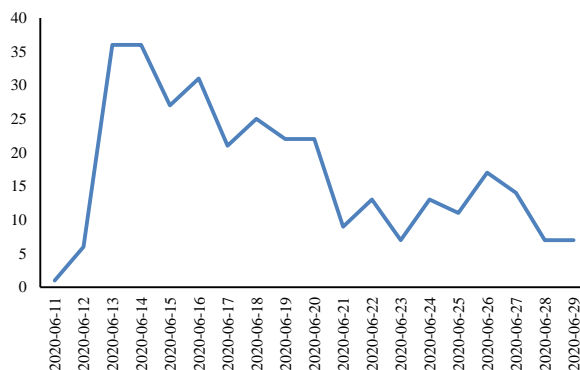
数据来源：wind，山西证券研究所

图 13: 境外输入累计及新增趋势图



数据来源: wind, 山西证券研究所

图 14: 北京疫情新增趋势图

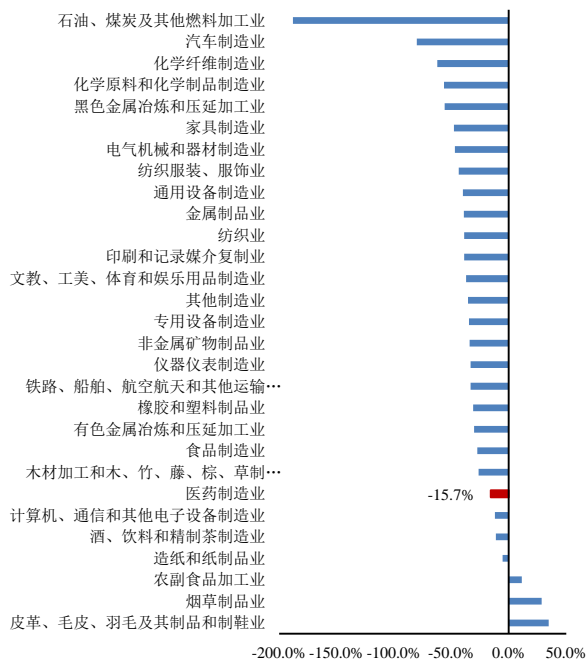


数据来源: wind, 山西证券研究所

2.1.3 医药行业需求刚性，利润受影响程度低于其他制造业

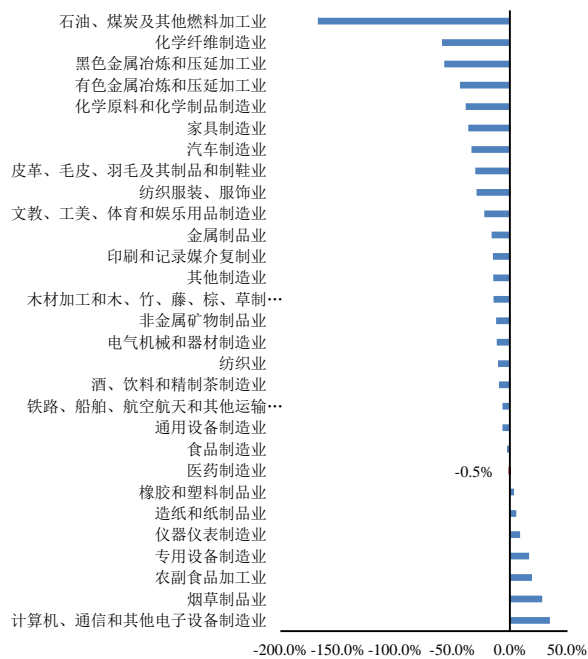
一季度，突发新冠肺炎疫情对工业企业生产经营形成严重冲击，大多行业利润明显下降，医药行业需求较为刚性，且受疫情相关产品拉动，相对大部分行业利润降幅明显小于其他行业。当前，国内疫情已得到有效控制，已基本复工复产，1-5 月各行业企业效益状况得到有效改善，5 月单月利润增速实现由负转正，而医药行业相较大部分行业改善明显。

图 15: 一季度制造业规模以上工业企业利润总额增长情况



数据来源: 国家统计局, 山西证券研究所

图 16: 1-5 月制造业规模以上工业企业利润总额增长情况



数据来源: 国家统计局, 山西证券研究所

注: 行业分类执行国民经济行业分类标准

2.2 行业政策“常态化”，医保基金腾笼换鸟大势所趋

人口老龄化给国内医药行业带来持续稳定的需求，但同时也为医保带来较大的压力，当下医药行业的主要矛盾主要是快速释放的医疗服务需求与增长乏力的医保基金之间的矛盾。不受疫情影响，医保控费仍是行业主旋律，带量采购深化、医保目录调整相关政策与工作持续推进，有序进行。

2.2.1 带量采购加速常态化，第三批将启动

药品带量采购通过明确采购量，低价者中标，起到“以量换价”的作用，降低药品虚高价格，挤掉药品销售费用，改变“带金销售”模式，最终既提高了医保资金使用效率，提升民众的医疗保障水平，同时也推动国产替代，促进医药企业转型升级。

2018年11月15日，《4+7城市药品集中采购文件》发布，文件明确北京、天津、上海等11个城市（“4+7”）将进行国家组织药品集中采购试点，并确定了31个品种及约定采购量，最终成功中标25个品种，药品平均降幅达52%，最大降幅超90%，截止2019年底，“4+7”药品集中带量采购试点地区25个中选药品平均完成约定采购量的183%，中选药品采购量占同通用名药品采购量的78%，整体效果超预期（第一批第一次带量采购）。紧接，2019年9月1日，《联盟地区药品集中采购文件》发布，带量采购扩面至国内剩余25个省份，品种与“4+7”25个品种相同，最终中选价格与联盟地区2018年最低采购价相比，平均降幅达59%，与“4+7”水平相比，平均降幅也有25%（第一批第二次带量采购）。2019年12月29日，第二批带量采购启动，涉及品种33个，覆盖多个大病慢病领域，涉及生产企业100家，最终32个品种100个产品中选，中选企业77家。与联盟地区2018年最低采购价相比，中选价格平均降幅53%，最高降幅高达93%。前两批国家带量采购57个药品费用从427亿元降低到了83亿元，节约费用344亿元，其中降价效应180亿元、替代效应164亿元。“4+7”试点地区群众使用一致性评价仿制药和原研药等高质量药品的比例，从原来的50%提高到了90%以上。

不受疫情影响，第二批国家带量采购于4月开始全面落地执行，另第三批带量采购座谈会已于6月24日在上海召开，并将于7月3日完成报量。根据湖北等地报量通知中所附的名单，本次带量采购共涉及药品品种54个，涉及企业较多，如二甲双胍口服常释剂型0.25g目前通过一致性评价企业已达27家；部分药品销售基数较大，如缬沙坦口服释剂型、二甲双胍口服常释和缓释控释剂型2019年全国公立医疗机构销售额分别高达49.6亿元、53亿元；涉及原研占比较高的品种也多，维格列汀和替格瑞洛2019年全国公立医疗机构的原研份额仍占几乎100%，非那雄胺、阿那曲唑、美金刚和阿哌沙班口服常释剂型的原研占比也分别高达89%、87%、86%和82%。本次带量采购竞争将更为激烈，降价和替代效应将更加明显。

图1 第三批带量采购通过一致性评价企业超过3家的品种

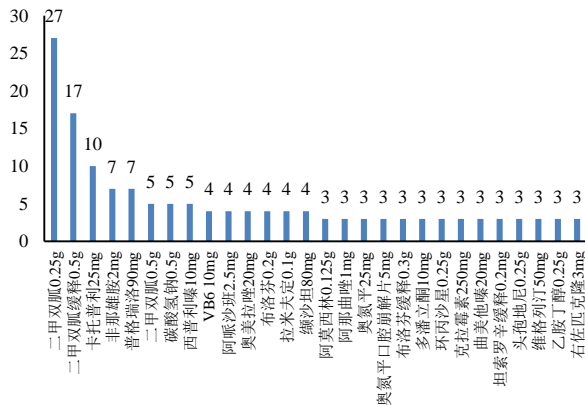
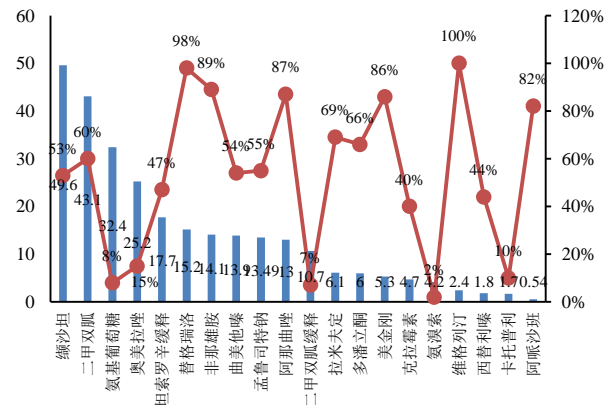


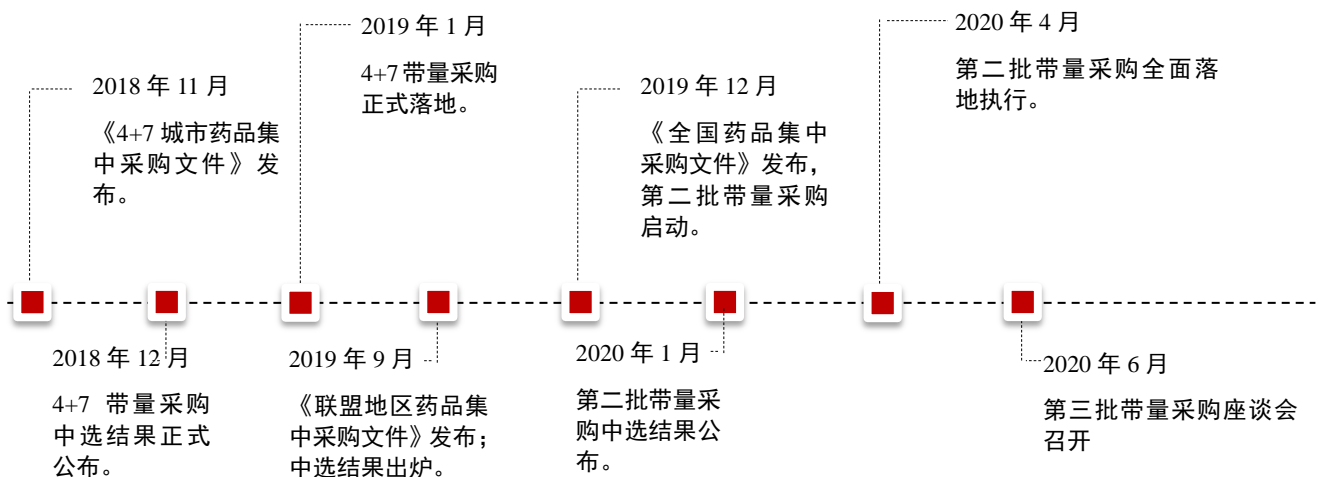
图18: 第三批带量采购部分品种公立医疗机构销售额及原研市场份额



数据来源：医药经济报，山西证券研究所

数据来源：医药经济报，山西证券研究所

图19: 带量采购发展梳理



数据来源：公开资料整理，山西证券研究所

随着第一批第一次、第一批第二次、第二批带量采购的落地执行以及第三批的将要开始，带量采购已开始加速常态化。长期来看，带量采购可以让药企节省的销售费用用来专注于药品的研发和质量提高，另以量换价，规模效应也降低了药品生产成本，抵消药品降价的影响。未来带金销售将会被从源头根除，虚高的价格泡沫也将会被彻底击碎，行业竞争格局也将趋于健康稳定，焕发新的活力。

2.2.2 医保基金腾笼换鸟是长期趋势，目录调整将迈入常规化

医保控费大背景下，医保基金腾笼换鸟是长期趋势，基于医保目录动态调整机制，一方面持续将高价值的创新药纳入医保目录，通过国家局谈判以量换价降低这些药品的价格，另一方面将疗效不明确且占用大量医保资金的药品如中药注射剂将逐步被那些疗效明确且临床急需的药品所替代。

2019年8月，国家医保局发布最新常规医保目录和谈判目录，新增药品覆盖了要优先考虑的国家基本药物、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病用药、儿童用药等，调出的150个品种主要是被国家药监部门撤销文号的药品以及临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品。11月，国家医保局、人力资源社会保障部印发《关于将2019年谈判药品纳入〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录〉乙类范围的通知》，正式公布了谈判药品准入结果。本次谈判共涉及150个药品，包括119个新增谈判药品和31个续约谈判药品。119个新增谈判药品谈成70个，价格平均下降60.7%。三种丙肝治疗用药降幅平均在85%以上，肿瘤、糖尿病等治疗用药的降幅平均在65%左右。31个续约药品谈成27个，价格平均下降26.4%。经过本轮调整，2019年《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》共收录药品2709个，与2017年版相比，调入药品218个，调出药品154个，净增64个。本次谈判是我国建立医保制度以来规模最大的一次，这次谈判结果充分体现出机构改革后国家医保局统筹管理城乡医保的体制优势、政策优势、市场优势。这次谈判成功的药品绝大多数都是近年来上市的新药，其中很多是2018年新上市的。这些新上市的药品被迅速纳入目录，释放出支持创新的明确信号。

2020年医保目录调整仍是医保改革重点工作，4月29日，国家医保局在发布的《基本医疗保险用药管理暂行办法（征求意见稿）》中，给予了临床价值较高的创新药极大地鼓励和支持，对于消费色彩浓重、临床价值不明确等类型药品则不纳入考虑。办法还提出要建立每年调整1次的动态调整机制，医保目录调整将进一步常规化，新上市的创新药有望及时纳入医保，实现快速放量。对于谈判药品，办法提出协议有效期为2年，原则上只续约1次，续约期内允许医疗机构对谈判药品进行议价，纳入医保目录的药品价格仍将进一步下降。

3. 投资策略

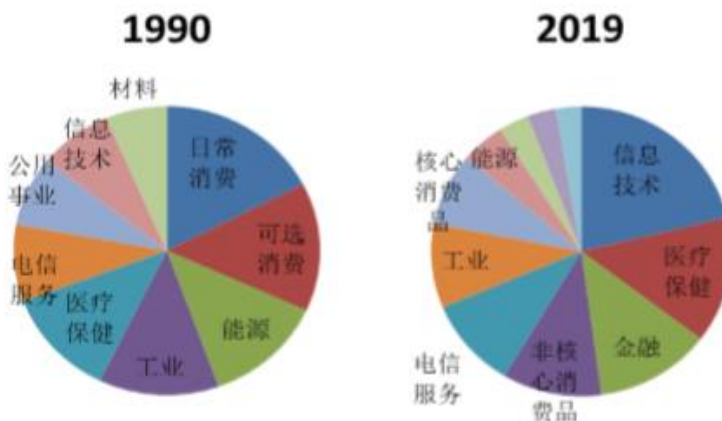
全球疫情持续蔓延，但对国内持续扩大的医药行业需求并未造成较大冲击，对于未来医药行业的投资还要回到其根本逻辑。在目前医保控费及疫情防控的医药“新常态”下，我们挖掘出以下赛道供投资者参考：

3.1 科创板加速产业发展，生物医药迎来收获期

2019年，科创板及注册制的推出，给国内高科技企业创造了良好的发展环境，我国的资本市场有望逐步走上正轨，例如允许未盈利的优质企业快速在国内上市，有效发挥股市的融资功能，从而使我国资本市场与实体经济形成良性循环，实现市场的优胜劣汰。从标普500 2019年的行业构成来看，医疗保健已成为

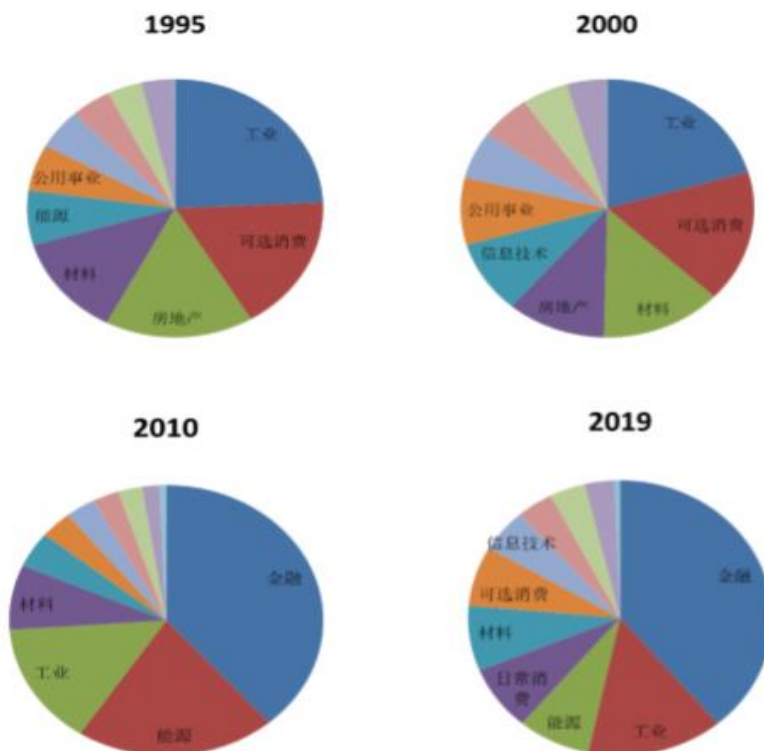
仅次于信息技术的第二大板块，对于中国来说，由于人口老龄化带来的巨大市场需求，未来国内医药行业面临巨大的发展空间，特别是科创板的推出将加速国内医药行业的发展，而科创板重点支持的生物医药产业将显著受益。

图20: 标普500产业变迁 (1990-2019)



数据来源: bloomberg, 山西证券研究所

图21: 上证综指产业变迁 (1995-2019)



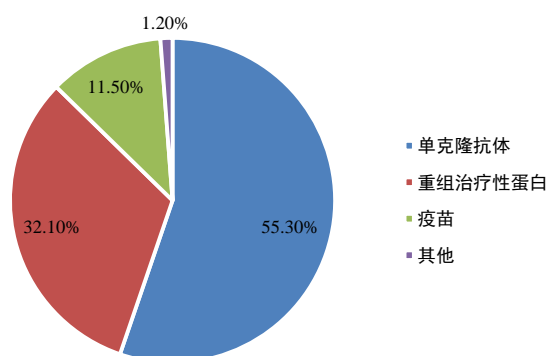
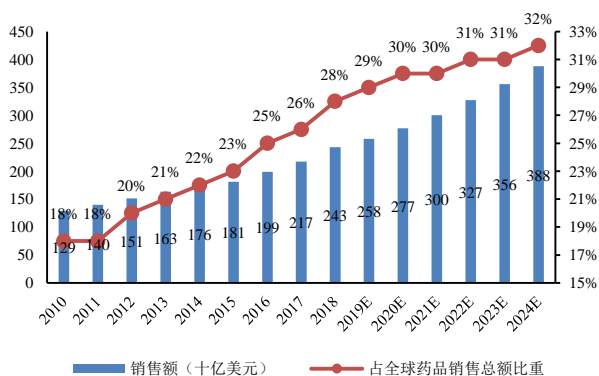
数据来源: wind, 山西证券研究所

随着生物科技的快速发展及研发投入的不断增加，生物药已成为制药行业近年来发展最快的子行业之

一。依据 EvaluatePharma 数据，全球生物药市场销售额已从 2010 年的 1,290 亿美元增加到 2018 年的 2,430 亿美元，年均复合增长率为 8.24%，远高于传统药物的 0.45%，占全球药品销售额的比重也从 2010 年的 18% 快速提升到 2018 年的 28%。此外，在全球销售额前二十的药品中，生物药就占据 13 席。PD-1 抑制剂帕博利珠单抗（Pembrolizumab, Keytruda）和纳武单抗（Nivolumab, Opdivo）自 14 年在国外上市以来短短几年已经分别成为年销售 110.84 亿和 80.05 亿美元的大品种。从 EvaluatePharma 发布的全球价值较高的在研药物排名也可以看出生物创新药将是未来新药研发的主要方向，生物制药产业是目前医药产业中发展最快、活力最强、技术壁垒最高的领域之一。

图 22：2010-2018 年全球生物药销售额及占全球药品销售总额比重

图 23：2018 年全球各类生物药销售额占比



资料来源：EvaluatePharma，山西证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，山西证券研究所

表 2：2019 年全球药品销售前二十

排名	药物名称	药物类型	公司	销售额 (亿美元)	适应症
1	阿达木单抗	单抗	艾伯维	191.69	自身免疫疾病
2	阿哌沙班	小分子	百时美施贵宝/辉瑞	121.49	血栓、卒中等
3	帕博利珠单抗	单抗	默沙东	110.84	黑色素瘤等
4	来那度胺	小分子	新基/百时美施贵宝	108.23	多发性骨髓瘤等
5	依布替尼	小分子	艾伯维/强生	80.85	淋巴细胞白血病等
6	纳武利尤单抗	单抗	百时美施贵宝/小野	80.05	非小细胞肺癌等
7	阿柏西普	融合蛋白	拜耳/再生元	74.37	年龄相关黄斑变性等
8	贝伐珠单抗	单抗	罗氏	71.15	结肠癌等
9	利伐沙班	小分子	拜耳/强生	69.34	血栓、卒中等
10	依那西普	融合蛋白	先声/辉瑞	69.25	自身免疫疾病
11	利妥昔单抗	单抗	罗氏	65.16	白血病等
12	乌司奴单抗	单抗	强生	63.61	自身免疫疾病
13	曲妥珠单抗	单抗	罗氏	60.75	乳腺癌、胃癌

排名	药物名称	药物类型	公司	销售额 (亿美元)	适应症
14	13价肺炎球菌疫苗	疫苗	辉瑞	58.47	肺炎
15	哌柏西利	小分子	辉瑞	49.61	乳腺癌
16	英夫利昔单抗	单抗	默沙东/强生	47.91	自身免疫疾病
17	比克恩丙诺	整合酶抑制剂	吉利德	47.38	HIV-1 感染
18	富马酸二甲酯	小分子	渤健	44.33	多发性硬化症
19	度拉糖肽	多肽类似物	礼来	41.28	2型糖尿病
20	依库珠单抗	单抗	亚力兄	39.46	溶血尿毒综合征等

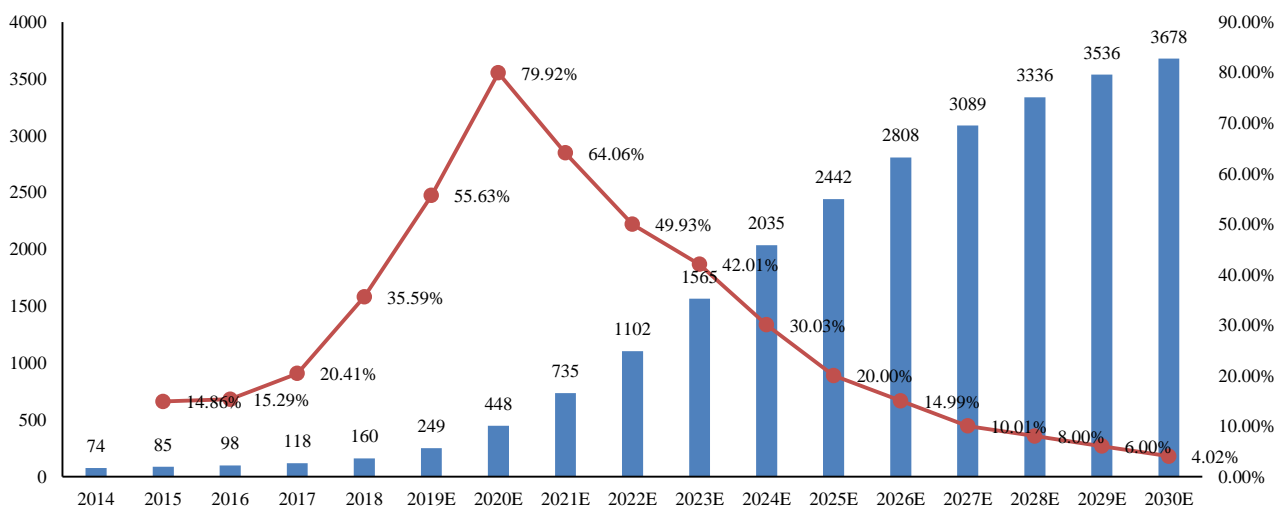
数据来源：医药魔方，山西证券研究所

3.1.1 国产单抗开启上市之路，国内市场将迎来快速发展期

单抗具备特异性强、灵敏度高、副作用小的独特优势，是生物药的最大类别，2018年销售额占全球生物药市场比重高达55.3%。2019年全球销售额前二十的药品中，13个生物药中单抗就占据9席，单抗目前是全球制药市场最重要的细分领域之一。

与全球市场不同的是，中国的单克隆抗体药物市场还处于起步阶段。2018年中国单抗市场仅占总生物药市场的6.1%，单克隆抗体药物在中国的种类较少、覆盖率较低。而随着国内需求端及支付能力的持续提升，医保覆盖面及上市品种的持续扩大，我国单抗市场将迎来快速发展时期。依据弗若斯特沙利文数据，预计到2023年，我国市场将增长到1,565亿元人民币，2018年到2023年的年复合增长率为57.9%。到2030年，中国单克隆抗体市场规模将增长到3,678亿元，2023年到2030年的年复合增长率为13.0%。

图24：2014-2019年中国单抗药物市场规模（亿元）及同比



资料来源：弗若斯特沙利文，山西证券研究所

目前国产单抗共上市 11 种，6 种为原研，4 种为类似物，1 种为改良型新药。其中 2006 年-2017 年批准上市 3 种国产单抗，而 2018-2019 年则批准上市 8 种（涉及商品 9 个），是 2006-2017 年的两倍多，国产单抗自 2018 年起已开启上市之路，即将迎来黄金收获期。

表 3：国产单抗上市情况

序号	药物名称	商品名称	国内首次上市时间	生产企业	适应症
1	美妥昔单抗	利卡汀	2006 年	华神生物	肝癌
2	尼妥珠单抗	泰欣生	2008 年	百泰生物	鼻咽癌
3	达利珠单抗类似物 (类似物)	健尼哌	2011 年	三生国建	预防肾移植后急性排斥反应
4	特瑞普利单抗	拓益	2018 年	君实生物	黑色素瘤、鼻咽癌、尿路上皮癌
5	信迪利单抗	达伯舒	2018 年	信达生物	霍奇金淋巴瘤
6	利妥昔单抗 (类似物)	汉利康	2019 年	复宏汉霖	霍奇金淋巴瘤、类风湿关节炎
7	卡瑞利珠单抗	艾瑞卡	2019 年	恒瑞医药	霍奇金淋巴瘤
8	阿达木单抗 (类似物)	格乐立 安健宁	2019 年 2019 年	百奥泰生物 海正药业	强直性脊柱炎、类风湿关节炎及银屑病
9	贝伐珠单抗 (类似物)	安可达、达攸 同	2019 年	齐鲁制药、信 达生物	非小细胞肺癌
10	替雷利珠单抗	百泽安	2019 年	百济神州	非小细胞肺癌
11	伊尼妥单抗	达攸同	2020 年	三生国健	乳腺癌

资料来源：Insight，山西证券研究所

表 4：即将上市国产单抗情况

药物名称	公司名称	研发进度	适应症
赛帕利单抗	誉衡药业	申请上市	经典型霍奇金淋巴瘤
派安普利单抗	中国生物制药& 康方生物	申请上市	经典型霍奇金淋巴瘤
CS1001	基石药业	III 期	非小细胞肺癌、胃腺癌或胃食管结合部腺癌、食管鳞癌
CS1003	基石药业	III 期	肝癌
HLX10	复宏汉霖	III 期	小细胞肺癌、食管鳞状细胞癌、鳞状非小细胞肺癌、非鳞状非小细胞肺癌、胃癌、乳腺癌
SCT-II0A	神州细胞	III 期	头颈部鳞状细胞癌、非小细胞肺癌
SHR-1316	恒瑞医药	III 期	小细胞肺癌、非小细胞肺癌
TQB2450	中国生物制药	III 期	头颈部鳞状细胞癌、非小细胞肺癌
ZKAB001	兆科肿瘤药物	III 期	骨肉瘤
曲妥珠单抗（类似物）	三生国健	申请上市	乳腺癌
	复宏汉霖	申请上市	
	嘉和生物	III 期	

药物名称	公司名称	研发进度	适应症
	海正药业	III 期	
	正大天晴	III 期	
	华兰生物	III 期	
	安科生物	III 期	
	上海所	III 期	
利妥昔单抗（类似物）	神州细胞	申请上市	
	信达生物	申请上市	
	海正药业	III 期	
	优科生物	III 期	弥漫性大 B 细胞淋巴瘤
	中国生物制药	III 期	
	华兰生物	III 期	
	上海所	III 期	
阿达木单抗（类似物）	信达生物	申请上市	强直性脊柱炎
	复宏汉霖	申请上市	中重度斑块状银屑病
	君实生物	申请上市	中重度活动性类风湿关节炎
	通化东宝	III 期	中重度斑块状银屑病
	神州细胞	III 期	中重度斑块状银屑病
	华兰生物	III 期	类风湿性关节炎、强直性脊柱炎、银屑病
英夫利昔单抗（类似物）	百迈博	III 期	类风湿关节炎
	精鼎医药	III 期	
贝伐珠单抗（类似物）	恒瑞医药	申请上市	非鳞状非小细胞肺癌
	绿叶制药	申请上市	非鳞状非小细胞肺癌
	东曜药业	III 期	非小细胞肺癌、结直肠癌
	天广实	III 期	
	百奥泰	III 期	
	嘉和生物	III 期	
	中国生物制药	III 期	非鳞状非小细胞肺癌
	华兰生物	III 期	
神州细胞	III 期		
安科生物	III 期		
上海所	III 期		

数据来源：Insight，山西证券研究所

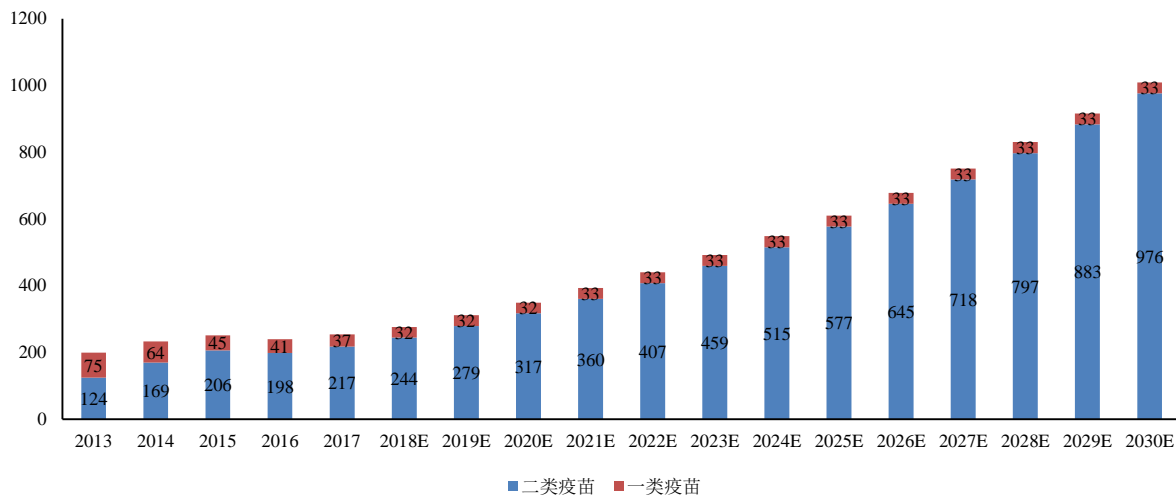
目前国内单抗研发较为火爆，参与者众多，尤其在 PD-1 单抗及热门靶点明星单抗类似物领域。国产单抗即将进入竞争激烈阶段，我们认为研发技术实力较强，研发管线丰富、梯度合理，研发进度较快，生产规模较大及成本控制能力较好的优质企业更具竞争能力，建议关注恒瑞医药、复星医药等。

3.1.2 国内疫苗迎来大品种时代，国产重磅品种将陆续上市

我国疫苗市场规模在二类疫苗市场的拉动下持续增长，已从 2013 年的 199 亿元增长至 2017 年的 253

亿元，年均复合增长率高达 6.2%。未来随着国家政策对疫苗行业的大力扶持、居民可支配收入的增长和防病意识的不断增强、疫苗研发和生产投入不断增加、产品逐步升级换代，国内疫苗产业仍将获得高速增长，预计 2020 年我国疫苗市场规模可达 349 亿元。

图 25：2013-2030E 年中国疫苗药物市场规模（亿元）



资料来源：康希诺招股说明书，山西证券研究所

国内持续加大的研发投入推动下，国产重磅疫苗也开启了上市之路，如 13 价肺炎疫苗、国产 HPV 疫苗等，国产疫苗开始进入大品种时代。

表 5：部分上市或即将上市国产重磅疫苗上市情况

疫苗名称	阶段	生产企业	预防/治疗疾病
百白破-Hib 四联苗	已上市	康泰生物	百日咳、白喉、破伤风、b 型流感嗜血杆菌
四价流感疫苗	已上市	华兰生物等	流感
13 价肺炎结合疫苗	已上市	沃森生物	肺炎
2 价 HPV 疫苗	已上市	厦门万泰	宫颈癌
母牛分枝杆菌疫苗	申报上市	智飞生物	结核感染人群用
13 价肺炎结合疫苗	申报上市	康泰生物	肺炎
2 价 HPV 疫苗	III 期	沃森生物	宫颈癌
冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞)	III 期	智飞生物	狂犬病
四价流感病毒裂解疫苗	III 期	智飞生物	流感

资料来源：Insight，公司公告，山西证券研究所

随着疫苗管理法的实施，行业监管进一步升级，集中度持续提升，重磅产品陆续上市，国产创新已成为推动行业市场持续增长的支撑点。建议关注具有上市（包括代理）、在研重磅或独家产品，生产及研发实力兼具的优质疫苗龙头企业智飞生物、康泰生物、沃森生物。

3.2 医药外包大势所趋，CRO 显著受益于创新药热潮

在全球化专业分工的大背景下，很多药企出于自身成本的考量逐渐改变过去“研发-生产-销售”的全产业链模式，将部分业务外包，降低公司成本费用，集中精力做好自己的核心业务。特别是在目前新药研发成本高企，专利药大量到期的背景下，医药外包行业可以说是大势所趋。

图 26: 药品从研发到上市流程及 CRO 服务内容

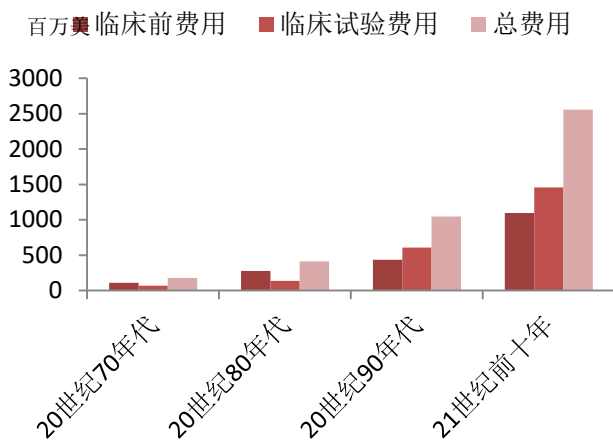


数据来源：美迪西招股书、山西证券研究所

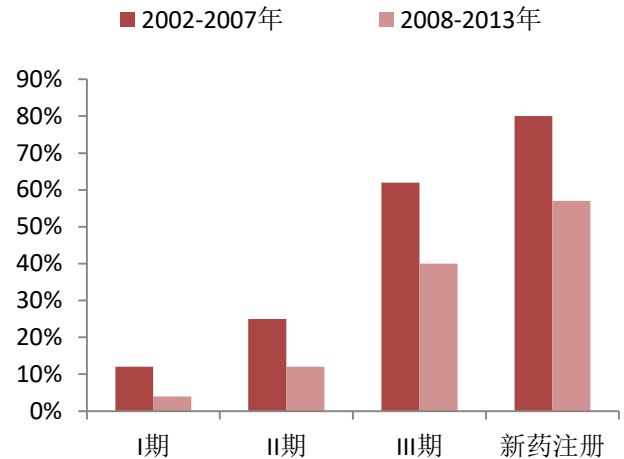
按服务阶段不同，医药外包企业可分为医药 CRO 企业和医药 CMO 企业。医药 CRO 企业侧重于实验室阶段小批量新药化合物的合成，临床前研究（如药代动力学、药理毒理学和动物模型等），以及各类临床试验服务。近年来新药的研发成本持续上升，而研发成功率则不断下降，同时近几年专利药大规模到期，药企对研发时间及研发成本的降低有了迫切的需求，而以 CRO 为代表的临床服务机构正好切中药企这一痛点。

图 27: 药品平均研发费用快速增长

图 28: 药品研发成功率不断下降



数据来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所



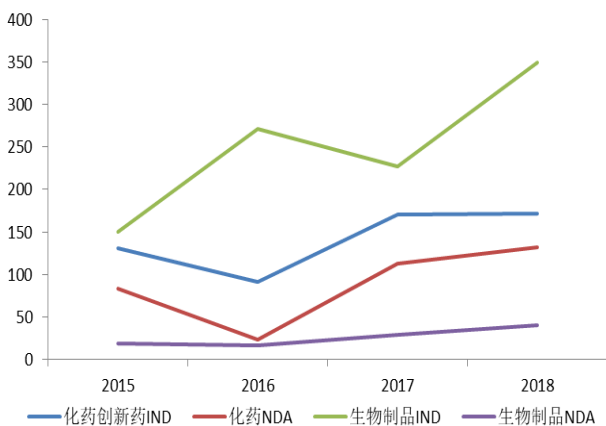
数据来源：前瞻产业研究院，山西证券研究所

随着国务院颁布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》及《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》，提出对临床急需药品医疗器械、新药和创新医疗器械给予优先审评审批，不断推进审评审批制度改革，提高审评效率和质量，15年以来各类药品注册申请受理量均有较大幅度增长，特别是一批具有明显临床价值且临床急需的新药好药加速通过审评，为国内患者带来更多用药选择

同时仿制药一致性评价也给CRO等机构带来了千载难逢的窗口期，国家对仿制药要求逐渐提高，几乎全部化药品种都需要完成化学仿制药一致性评价工作，因此对于少数研发实力强的企业来说，可能独立完成研发申报工作，而大部分企业则更有可能将此项工作外包给专门的研发机构或者专业CRO公司来协助完成，一致性评价给这些CRO企业带来一轮巨大的政策红利。带量采购的实施，以药品通过一致性评价为前提条件，因此随着未来集采的持续推挤，也将倒逼药企加速开展一致性评价工作。

图29: 药品注册审评审批情况

图30: CDE受理仿制药一致性评价变化趋势



数据来源：CDE，山西证券研究所

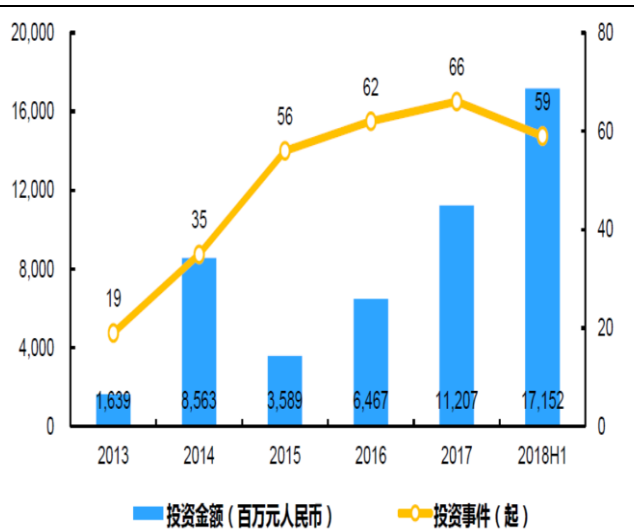


数据来源：GBIHealth，山西证券研究所

国内药政改革，创新药迎来黄金发展期，特别是国务院出台药品上市许可人制度，允许药品上市许可持有人与生产企业相分离，有利于产业结构调整和资源优化配置，促进专业分工，提高产业集中度，避免

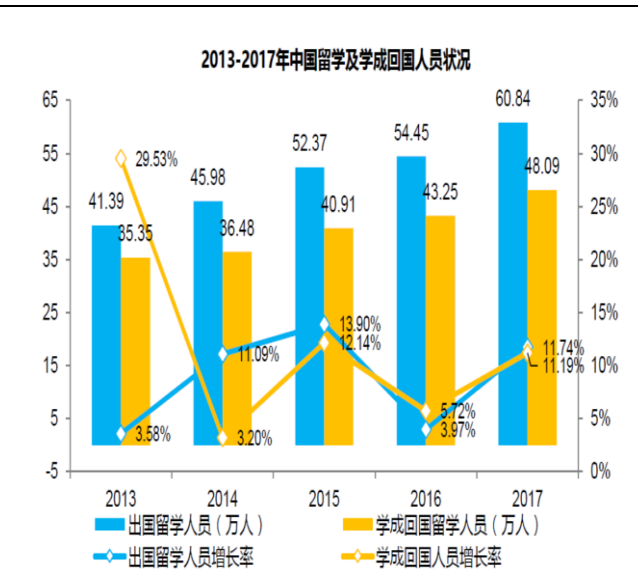
重复投资和建设，将直接利好 CMO 企业以及临床 CRO 企业；CRO 行业作为人力密集型行业，主要依靠医药领域专业技术人员提供服务，近年我国出国留学人员及留学归国人员不断增多，且其中较大比例从事生物医药相关的研发工作，可以说为我国新药研发领域储备了大量优秀人才，而这一工程师红利也是国内 CRO 行业发展的重要基础；随着国家对创新药的利好政策不断兑现，一级市场的药企融资额快速增长，特别是一大批小型 biotech 公司，而科创板的推出更是给投资者带来新的退出渠道，有望更加刺激国内的创新药投资，对于这些 biotech 公司的大量研发投入将给 CRO 行业带来持续稳定的需求。

图 31：国内创新药产业投资情况



数据来源：清科研究，私募通，山西证券研究所

图 32：中国留学及留学归国人员状况



数据来源：清科研究，山西证券研究所

图 33：多项利好驱动 CRO 行业发展

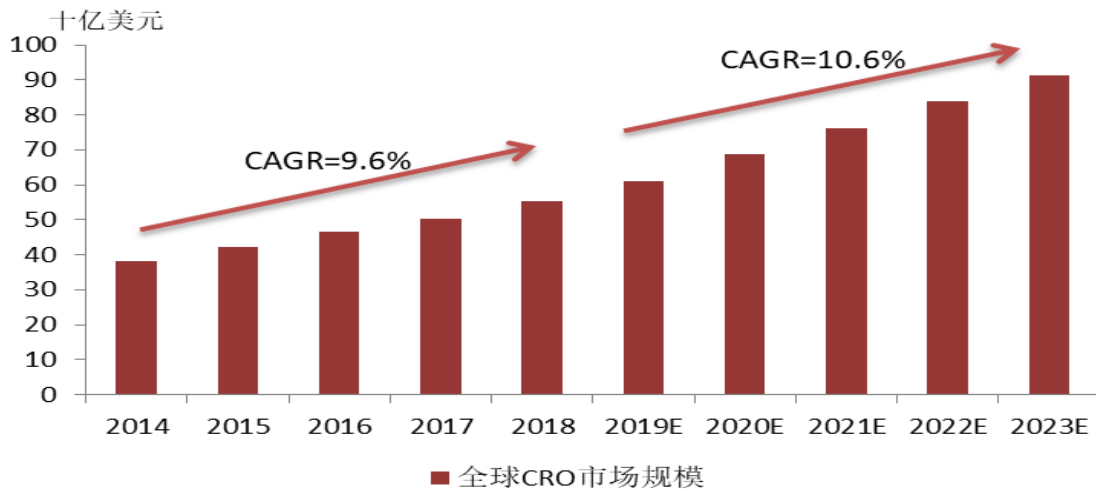


数据来源：网上公开资料，山西证券研究所

根据 Frost&Sullivan 研究显示，全球 CRO 的市场规模从 2014 年的 382 亿美元增长至 2018 年的 552 亿

美元，复合增长率为 9.6%，预计 2023 年市场规模将达到 914 亿美元，复合增长率达到 10.6%。

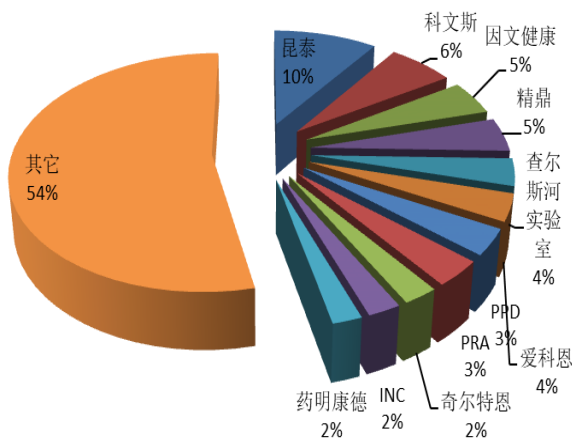
图34: 全球CRO行业市场规模



数据来源：Frost&Sullivan，山西证券研究所

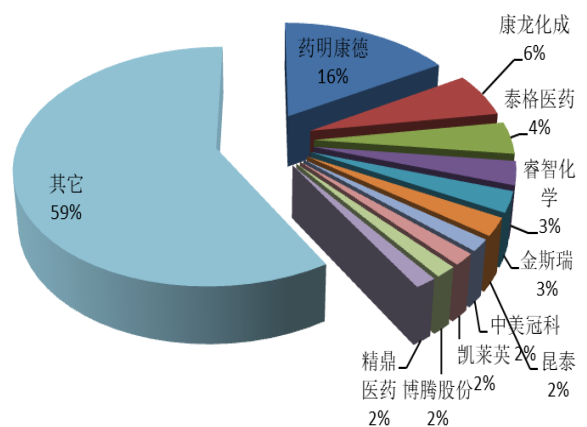
根据公开信息，全球排名靠前的 CRO 公司主要有昆泰、科文斯、爱康、PPD、InVentiv、查尔斯河实验室等，其中国内 CRO 公司药明康德占到全球 2% 左右的份额。国内 CRO 行业呈现多、小、散的格局，市场集中度较低，根据医药魔方数据，国内前十 CRO 企业的市场份额占到 40% 左右，排名靠前的 CRO 企业主要是药明康德、康龙化成等，都具备大规模的实验室化学服务能力，业务模式由药物发现延伸至药物开发阶段。随着行业政策的推进，国内药品质量标准的提升，未来国内 CRO 行业的集中度有望进一步提升。除了整体行业 β 的机会， α 的机会可关注那些技术水平高、服务能力强的综合性 CRO 公司。

图35: 全球CRO企业竞争格局 (16年数据)



数据来源：药明康德招股书，山西证券研究所

图36: 国内CRO企业竞争格局

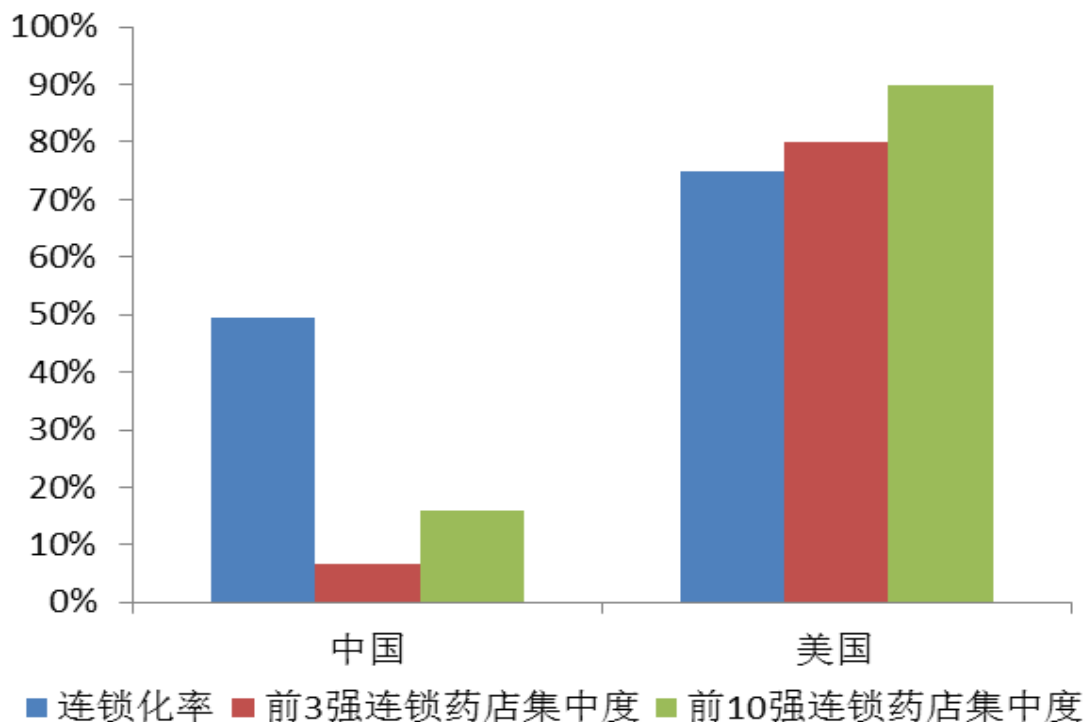


数据来源：医药魔方，山西证券研究所

3.3 零售药店渠道价值有望提升

零售药店连锁率和集中度进一步提升。根据《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》统计，截至 2017 年 11 月底，全国共有零售药店门店 453738 家，药品零售连锁企业 5409 家，下辖门店 229224 家，零售单体药店 224514 家，单体药店占比进一步萎缩的同时绝对数量也是呈现大幅下降趋势。与之对应国内零售药店连锁化率呈现稳步上升趋势。

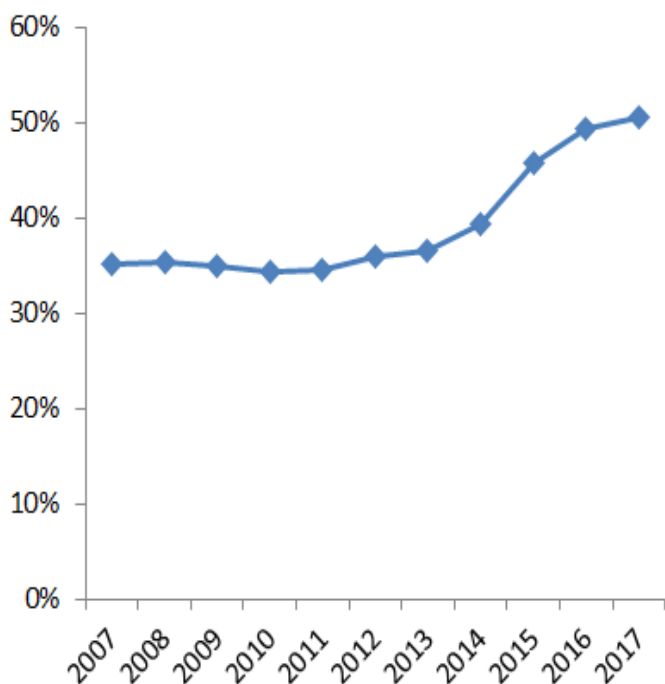
图 37: 国内单体药店数量及变动趋势



数据来源：商务部，NACDS，山西证券研究所

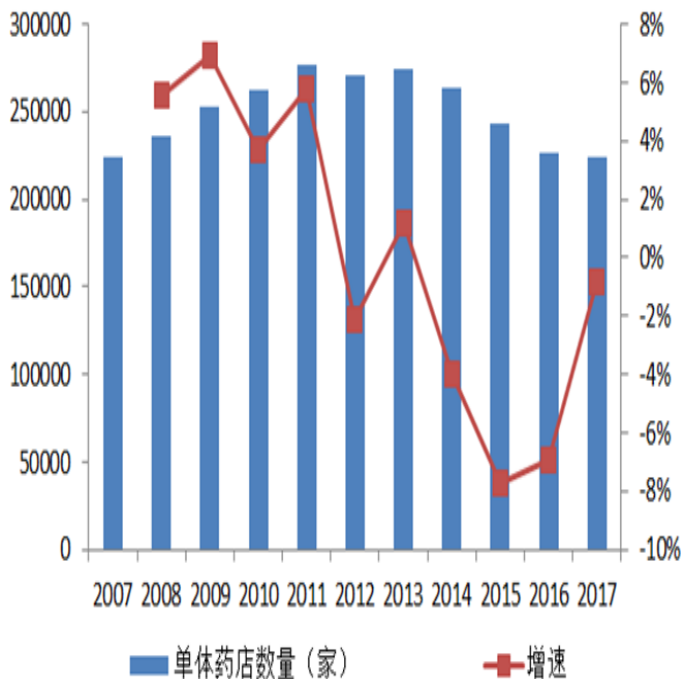
根据国内《2017 年药品流通行业运行统计分析报告》统计，截至 2017 年 11 月，药品零售连锁率达到 50.5%，同比提高 1.1 个百分点。17 年销售额前 100 位的药品零售企业门店总数达到 58355 家，占全国零售药店门店总数的 12.9%；销售总额 1232 亿元，占零售市场总额的 30.8%；销售额前 6 位的药品零售企业市场份额占比达到 12.7%，同比上升 0.9 个百分点。根据美国药店业协会数据，美国零售药店连锁化率达到 75%，排名前 3 的零售药店市场份额占比达到 80%。对比美国，我国医药零售行业集中度及连锁化率仍处于较低水平。

图 38：国内零售药店历年连锁化率变化趋势



数据来源：商务部，山西证券研究所

图 39：中美零售企业连锁化率及集中度



数据来源：，商务部，山西证券研究所

随着新版 GSP 的落地以及药店分级管理等政策的出台，零售药店面临更加严格的监管环境，特别是很多单体药店，在硬件和执业药师等方面都不达标，同时在药店分级分类管理后，部分单体药店的经营范围将受限，而大型连锁药店一般都注重合规经营，同时由于规模大在采购方面也有很大优势，营销能力也都普遍较强，在药店分级后也将抢占小药店的市场份额。2013 年 6 月开始实行新版 GSP 认证，从图中可以看出从 13 年开始单体药店进入了快速下降趋势。对于单体药店来说，加盟连锁药店可能是比较好的出路，国内零售药店的连锁化以及集中度将进一步提升。

处方外流带来千亿市场。目前医改已经进入攻坚阶段，“医药分开”是其中的重点内容，其主要目的就是打破以往以药养医的公立医院补偿机制，把药品收入从医疗机构的收入当中剔除出去，切断医药招投标、医疗机构、医护人员与药企和医药经销商之间直接的利益关联，建立诊疗和用药分开运行的体制机制。从发达国家的行业发展趋势来看，“医药分离”是长期发展趋势。欧洲 90% 以上患者通过零售药房获得药品，美国 80% 以上的药品通过零售药房出售，日本这一比例也达到了 50% 以上。但目前我国医药市场的终端仍以医院为主，医疗机构终端销售额占到 71%，而零售终端占比不到 30%。

根据 IMS 公布的 2015 年全国处方药市场规模约 9900 亿元，假设仅仅流出十分之一，那也有将近 1000 亿的市场，市场上规模较大的连锁药房或将因此而出现业绩井喷。

表 6：处方外流相关政策

时间	相关主要内容
2015 年 5 月	国务院发布《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，力争 2017 年试点城市公立医院药占比总体降到 30% 左右。
2016 年 4 月	《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》提出，采取多种形式推进医药分开，禁止医院限制处方外流，患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药。
2017 年 2 月	《电子病历应用管理规范（试行）》提出，医疗机构应当为申请人提供电子病历的复制服务。医疗机构可以提供电子版或打印版病历。
2017 年 5 月	《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》明确指出，2017 年 9 月底，全国所有公立医院取消药品加成（中药饮片除外），同时 2017 年前四批 200 个试点城市公立医院药占比总体降到 30% 左右。
2018 年 11 月	《昆明市基本医疗保险“特殊慢性病”待遇支付扩大至零售药店试点工作方案》提出，“特殊慢性病”待遇支付扩大至零售药店，到慢性病定点零售药店购药时可享受“特殊慢性病”门诊医疗费统筹基金支付待遇，支付标准与医疗机构标准相同。
2019 年 5 月	《浙江省关于建立健全城乡居民医保慢性病门诊保障制度的指导意见》，明确 12 种常见慢性病的相关药品可在定点药店报销，医保统筹向定点药店正式开放。
2019 年 11 月	《关于推动广东省基本医疗保险定点零售药店做好慢性病用药供应保障工作的指导意见》，明确国家新增的 17 种谈判抗癌药、国家药品集中采购中选产品、高血压和糖尿病用药可在零售药店实现医保统筹结算。

资料来源：卫生部，国务院，山西证券研究所

在公立医院没有建立合适的补偿机制之前，医院本身并没有动力降低药品的收入份额。但是随着新医改政策的进一步推进，医药分开的政策会逐步落到实处。以带量采购为例，集采的推进有望加速处方外流的趋势，作为医药产业链下游重要的终端，零售药店的渠道价值显著提升，特别是那些未中标厂家对药店渠道更加重视。在云南、浙江、广东等地，逐渐放开针对慢病药品等在药店的医保统筹结算，此举意味着更多处方流入药店的可能性，随着政策在试点城市的推进，全国的处方外流趋势有望提速。短期来看政策对药店业绩的影响有限，而长期来看药店随着处方外流的加速，其渠道价值将得到重新的认识，不仅仅是流过来的处方增量，其作为线下入口的流量价值将更加凸显。

4.推荐公司

4.1 华兰生物

公司为国内血制品一线龙头企业，是我国血液制品行业中血浆综合利用率较高、品种较多、规格较全的企业之一，业务持续稳健增长。公司同样是国内流感疫苗主要生产商，2019年批签发量占全国流感疫苗批签发数量的42%，其中四价流感疫苗批签发量占全国四价流感疫苗批签发总量的86.90%，预计下半年流感季的到来将为公司带来可观的业绩增量。公司单抗研发项目储备丰富，目前共有7个单抗品种取得临床试验批件，其中阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗均已进入III期临床研究，上市在望，为公司培育新的利润增长点。

预计公司2020-2022年EPS分别为0.92\1.05\1.24，对应公司6月29日收盘价49.97元，2020-2022年PE分别为54.3/47.7/40.3倍，维持“增持”评级。

4.2 智飞生物

公司是国内综合实力最强的上市民营生物疫苗供应和服务商之一，其代理的HPV疫苗市场空间巨大，需求旺盛，持续推动公司业绩高速增长，2020年1-5月代理产品四价HPV、九价HPV疫苗批签发均实现增长，增速分别为10.74%、28.69%、157.82%。自主产品方面，目前多个项目取得阶段性进展：冻干剂型AC-Hib三联苗加速开发有望年内申报上市；国家一类新药用于结核感染诊断的重组结核杆菌融合蛋白（EC）已获批上市，母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）正在上市审批中，两类产品为世界领先产品，市场前景巨大；四价流感病毒裂解疫苗、冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5细胞）、23价肺炎疫苗已进入临床III期，上市可期；15价肺炎疫苗临床试验持续推进中，肠道病毒71型灭活疫苗、吸附无细胞百白破（组份）联合疫苗、重组诺如病毒疫苗（毕赤酵母）已获得临床试验通知书；公司与中国科学院微生物研究所合作研发的重组新冠病毒疫苗已获批临床，为国内首家进入临床的重组亚单位新冠肺炎疫苗，值得期待。公司产品管线丰富，结构合理，自主产品市场地位将持续提升。

预计公司2020-2022年EPS分别为2.10\2.64\3.25，对应公司6月29日收盘价98.68元，2020-2022年PE分别为47.0\37.4\30.4倍，维持“增持”评级。

4.3 沃森生物：

公司是专业从事人用疫苗研发、生产、销售于一体的高科技生物制药企业，在以新型疫苗为代表的生物技术药细分领域处于行业领先地位。公司拥有全球两大重磅疫苗品种 13 价肺炎结合疫苗和 HPV 疫苗。13 价肺炎结合疫苗是全球第一大疫苗，2018 年销售额高达 58 亿美元，仅辉瑞独家生产销售，该疫苗已在国内上市，市场需求旺盛，仍供不应求。公司自主研发的 13 价肺炎结合疫苗（6 周龄到 5 岁）相较辉瑞（2 月龄到 15 月龄）受众年龄段占据优势，已于 2019 年底获批上市，2020 年 1-5 月已累计批签发 71.43 万支，表现亮眼，预计将为公司带来可观业绩。HPV 疫苗方面，公司二价 HPV 申报上市已获受理，预计 2021 年实现上市销售；九价 HPV 疫苗也将于今年开展 III 期临床试验。另公司同苏州艾博合作研发的 mRNA 新冠疫苗已获批临床，为国内首个进入临床试验的 mRNA 新冠疫苗。

预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.63\1.00\1.36，对应公司 6 月 29 日收盘价 53.67 元，2020-2022 年 PE 分别为 85.4\53.4\39.4 倍，维持“增持”评级。

4.4 一心堂

公司一季度业绩受疫情影响，盈利能力相对稳定。2020 年一季度，公司实现营业收入 30.87 亿元，同比增长 19.30%，实现归母净利润 2.05 亿元，同比增长 16.81%。受新冠疫情影响，新店开业有所放缓，业绩增长主要是老店贡献，客单价增长约 10%，由于限制发热药品销售等原因一季度客流增长约 5%，疫情相关产品对公司贡献占比约 4%。随着疫情缓解，药店销售逐渐恢复到往年正常水平。报告期公司实现毛利率 36.18%，相比去年同期下降 1.94pcts，净利率 6.63%，相比去年同期下降 0.16pcts，销售费用率 24.99%，相比去年同期下降 0.56pcts，管理费用率 3.25%，相比去年同期下降 0.52pcts，可以看出受疫情影响公司毛利率有所下滑，但费用率同时下降，最终净利率保持相对稳定。

疫情影响新店开业，自建为主稳健经营。2020 年 2 月中旬以来受春节及疫情影响，部分新店无法进行装修和现场验收，导致一季度没有完成预期的开店计划。从 4 月中旬开始，大部分区域陆续解除限制，进场装修、现场验收以及新店开业的营销活动基本上已恢复正常。截至 2020 年 3 月 31 日，公司拥有门店总数 6402 家，一季度的净增长数为 136 家，新开门店数为 200 家。一心堂自 18 年以来，新增门店基本以自建为主，在并购方面公司一直较为谨慎，2020 年公司计划新增门店 800 家，主要以自建为主。截至 2020 年 3 月 31 日，公司商誉为 10.61 亿，占净资产比重 22.10%，在药店上市公司中处于较低水平。

采取“农村包围城市”战略，形成立体化的店群结构。一心堂的门店数量接近均匀分布在省会、地市、县市及乡镇区域，其中公司在乡镇级别布局超过 1000 家门店。地市、县乡市场呈现优质、长尾、偏刚需的

市场特点，公司在这类市场的盈利能力最强。公司致力于在县乡市场迅速击溃中小竞争对手，采取“农村包围城市”的打法，逐步积累竞争优势，最终在核心城市超越主要省级区域竞争对手。

预计公司 20-22 年 EPS 分别为 1.29\1.53\1.84，对应公司 2020 年 6 月 29 日收盘价 34.93 元，20-22 年 PE 分别为 27.08\22.83\18.98，维持“买入”评级。

风险提示：处方外流低于预期；新店盈利能力不及预期。

5.风险提示

行业政策风险、药品安全风险、研发风险、业绩不达预期风险、医疗事故风险。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定