



西南证券

SOUTHWEST SECURITIES

2020年医药行业中期投资策略

医药产业地位提升，创新药械时代共舞

西南证券研究发展中心

2020年6月

分析师：杜向阳

执业证号：1250520030002

电话：021-68416017

邮箱：duxu@swsc.com.cn

核心观点

年初以来，由于受到新冠疫情影响，医药是二级市场表现最为亮眼的板块。从业绩来看，2020年Q1细分子领域创新药及产业链、药店、部分特色原料药、疫情相关物资（检测、手套、口罩）等业绩表现亮眼，与全行业的相对比较优势明显；从流动性来看，整体上半年流动性也是远超去年同期，医药多数子版块实现“戴维斯双击”。目前国外疫情仍在持续，国内存在局部反复的可能性，在其他行业受压制的情况下，医药板块有望继续维持高关注度。

尽管目前医药行业相对于A股的估值溢价率相对较高，但从当前时点来看，医药仍然是比较好的板块配置选择，逻辑如下：

- ◆ **产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入。** 疫情后，国家对于公共卫生健康的投入会持续加大。参考2003年SARS疫情对全国卫生投入的刺激，2004-2007年全国卫生总费用增速持续抬升，2003-2007卫生总费用共增长75.8%。预计本次疫情后，国家更加重视公共卫生体系和基层医疗的完善，相应的投入将有望增加。
- ◆ **政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场。** 2019年基本医疗保险基金总收入、总支出分别为2.3万亿元、2万亿元，年末累计结存2.7万亿元。医保整体收支稳健，但考虑到未来老龄化加剧，医保控费势在必行。2020下半年，与减少医保支出相关的政策主要包括：第三批国家集采、各地试行非过评药品集采、耗材集采、注射剂一致性评价，增加医保支出相关的政策：创新药进入医保目录的谈判、加快审评审批。
- ◆ **资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主。** 由于科创板给了未盈利生物医药上市机会，生物医药成为科创板内最活跃的行业之一。目前已上市26家生物医药公司，在科创板中的占比为26%，其中以创新药和医疗器械公司为主。
- ◆ **资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入。** 北上资金增持医药板块，2020H1，北上资金在医药板块的占比从3.13%持续上升到3.51%；医药行业基金的申购持续增加，截止最新20Q1基金规模公开数据，年初以来已经新增2个主动管理型医药基金，整体规模同比增加 43.2%，平均基金规模同比增长 24.0%。

核心观点

2020下半年投资策略：

◆ 一是后疫情时代，跟疫情相关的投资方向：

- 1) 疫情催生创新药&疫苗研发热度增加，尤其是新冠疫苗研发进展；
- 2) 后疫情时代，局部疫情爆发带来新冠检测、手套、口罩等需求的增加；
- 3) 随着疫情影响逐渐减弱，前期受压制的医疗需求可能迎来较大反弹。

◆ 二是根据产业发展趋势，四条长期精选投资方向：

- 1) **泛创新品种：创新药及其产业链**（恒瑞医药、药明康德、药明生物、中国生物制药、贝达药业、亿帆医药、康弘药业、凯莱英、泰格医药等），**创新器械**（迈瑞医疗、新产业、乐普医疗、安图生物、万孚生物、迈克生物、开立医疗、南微医学、健帆生物、正海生物等），**创新疫苗**（康泰生物、智飞生物、华北制药、沃森生物等），**创新检测**（华大基因、贝瑞基因、艾德生物、凯普生物等）；
- 2) **泛医药消费：自主消费**（长春高新、华兰生物、双林生物、卫光生物、我武生物、欧普康视等），**消费中药**（片仔癀、云南白药、同仁堂等）；
- 3) **连锁医疗机构：药店**（大参林、一心堂、老百姓、益丰药房），**医疗服务机构**（通策医疗、爱尔眼科、美年健康），**独立第三方检测机构**（金域医学、润达医疗、迪安诊断等）；
- 4) **特色原料药**（华海药业、海普瑞、健友股份、九洲药业、司太立、普洛药业、美诺华等）和**医药分销**（九州通、上海医药、柳药股份、国药一致等）。

2020年下半年组合推荐：

稳健组合：药明康德(603259)、大参林(603233)、恒瑞医药(600276)、长春高新(000661)、华兰生物(002007)、康泰生物(300601)、智飞生物(300122)、凯莱英(002821)、迈瑞医疗(300760)、乐普医疗(300003)。

弹性组合：康辰药业(603590)、华北制药(600812)、海普瑞(002399)、华大基因(300676)、卫光生物(002880)、山河药辅(300452)、一心堂(002727)、双林生物(000403)、西藏药业(600211)、上海医药(601607)。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险。

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.8药品分销：渠道价值有望重估

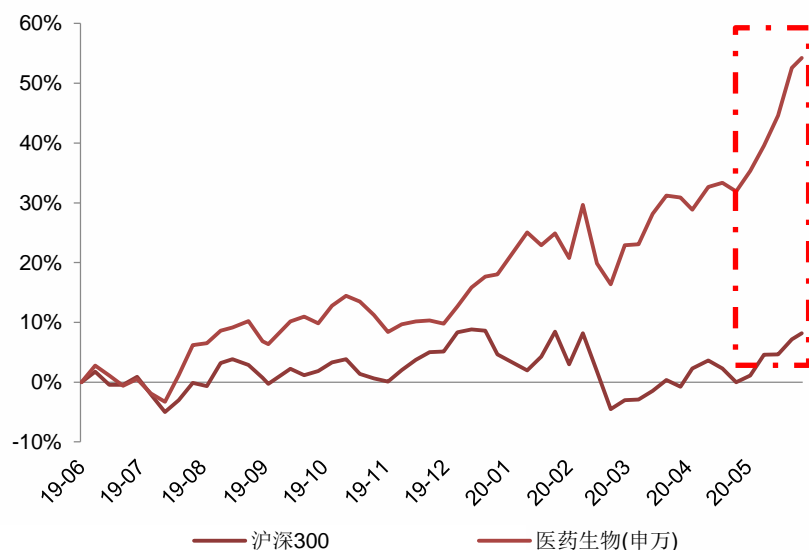
4 2020年下半年医药投资策略及标的

1 医药行业上半年表现回顾

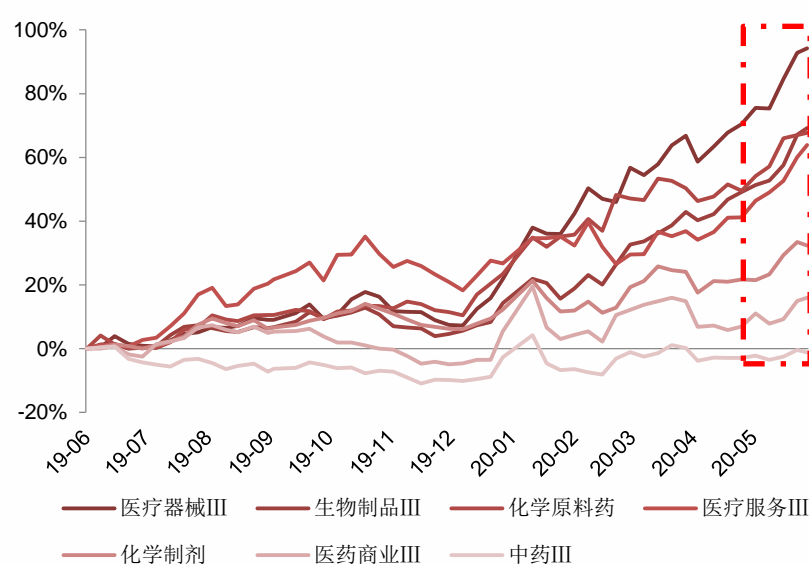
1.1 医药二级市场表现

- ◆ 纵向比较医药行业行情走势，于2020年初疫情开始与大盘拉开并保持超额收益。6月行业累计超额收益水平再上台阶，过去一年累计涨幅约为54.2%，跑赢大盘46.1个百分点；
- ◆ 纵向分子行业来看，医疗器械自从年初以来就是累计收益率最高的子行业，最近一年累计涨幅为94.2%，跑赢医药行业指数48.1个百分点；

最近一年医药指数相对沪深300走势



最近一年医药子行业相对沪深300走势



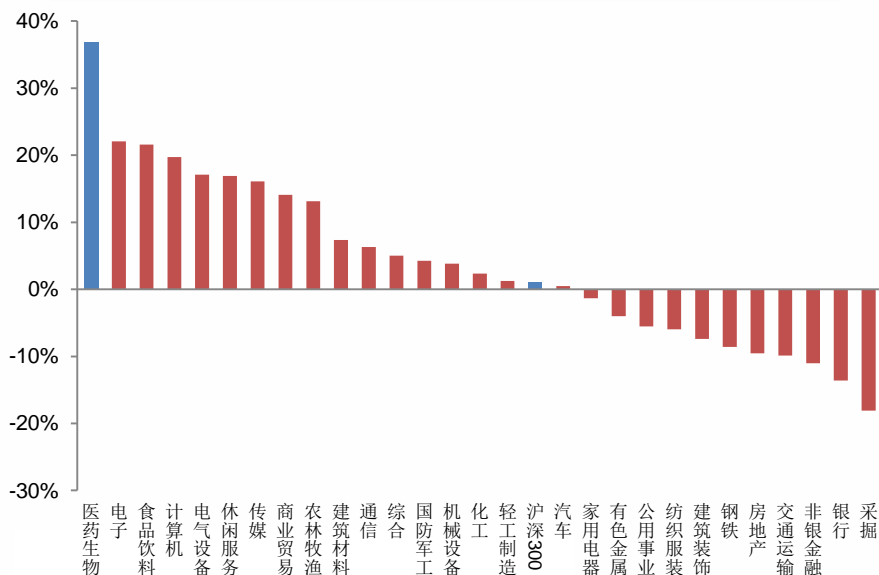
数据来源: Wind, 西南证券整理

1 医药行业上半年表现回顾

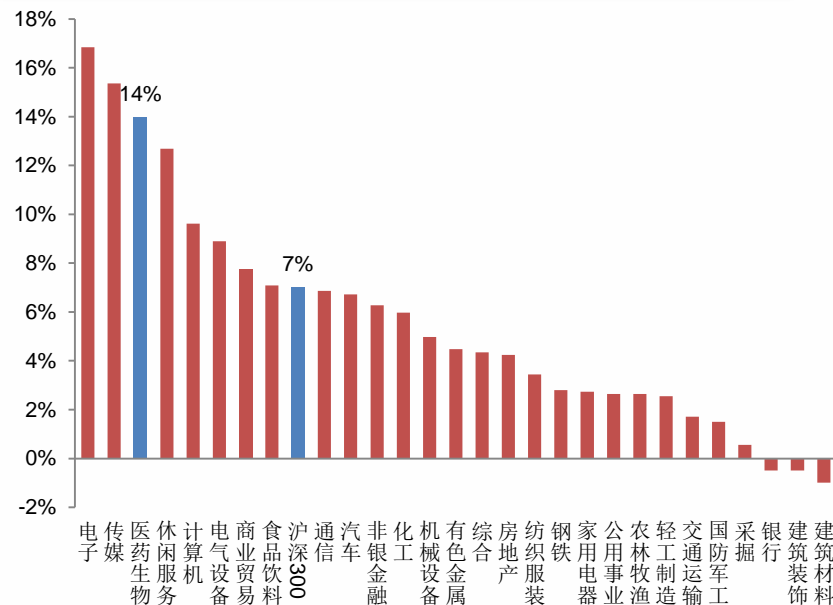
1.2 医药二级市场相对表现

- ◆ 2020年初以来，申万医药指数上涨36.8%，跑赢沪深300指数约35.8个百分点，在20H1行业涨幅排行第一。
- ◆ 2020年6月申万医药指数上涨14.0%，跑赢沪深300指数约7.0个百分点，在本月全行业行情排名第三；

年初以来全行业行情



本月全行业行情

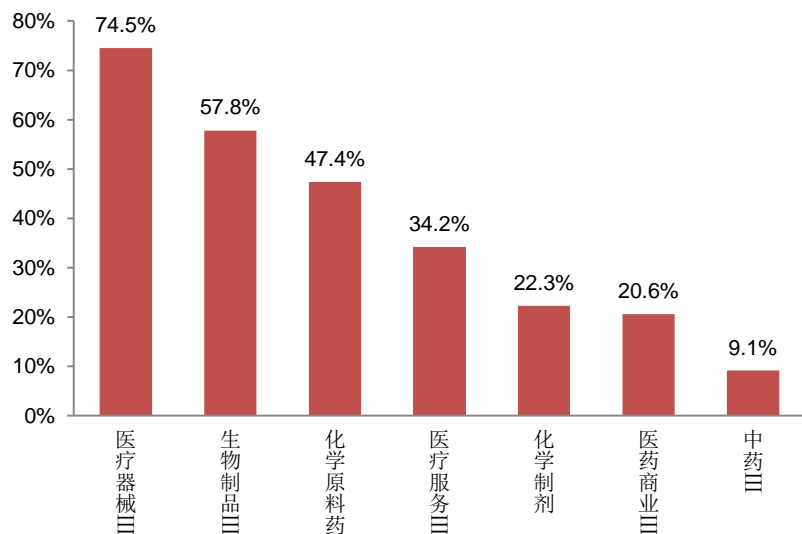


1 医药行业上半年表现回顾

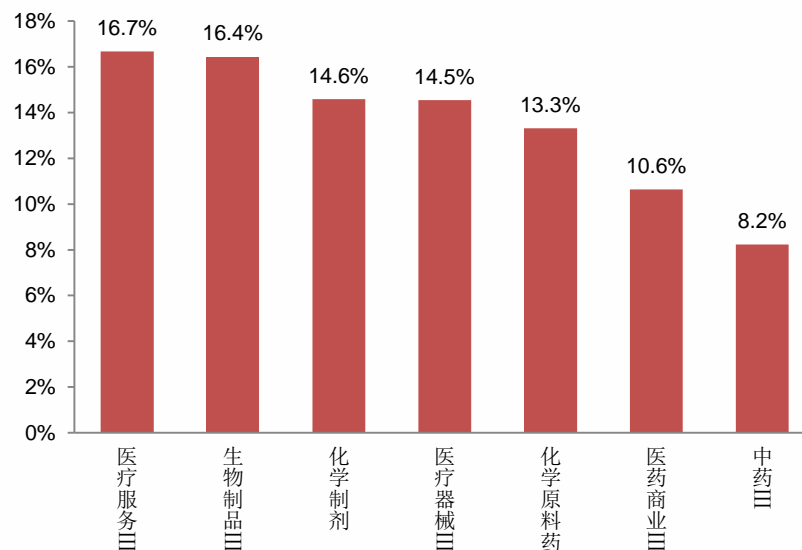
1.3 医药子行业二级市场表现

- ◆ 年初以来，医药子行业保持全线上涨，医疗器械、生物制品、化学原料药涨幅靠前，分别为74.5%、57.8%、47.4%；中药涨幅最小（9.1%）；
- ◆ 2020年6月医药行业子板块全线上涨，其中医疗服务涨幅最大（+16.7%），中药涨幅最小（8.2%）。

年初以来全行业行情



本月医药子行业行情

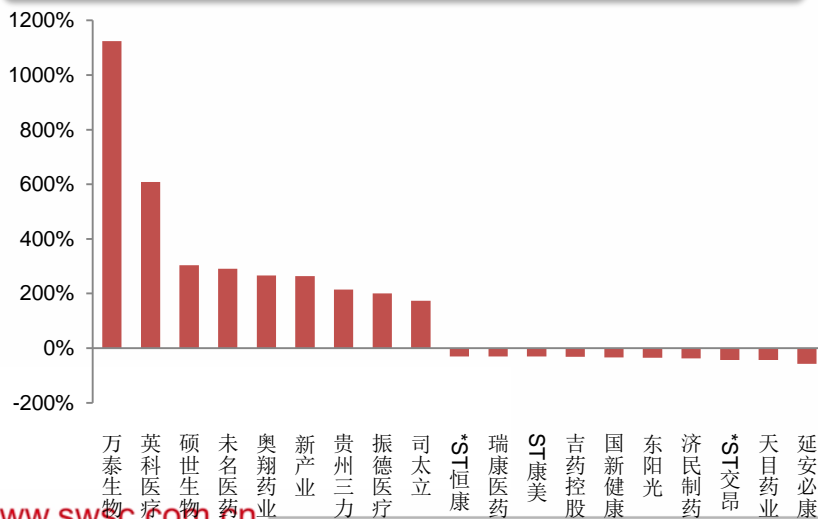


1 医药行业上半年表现回顾

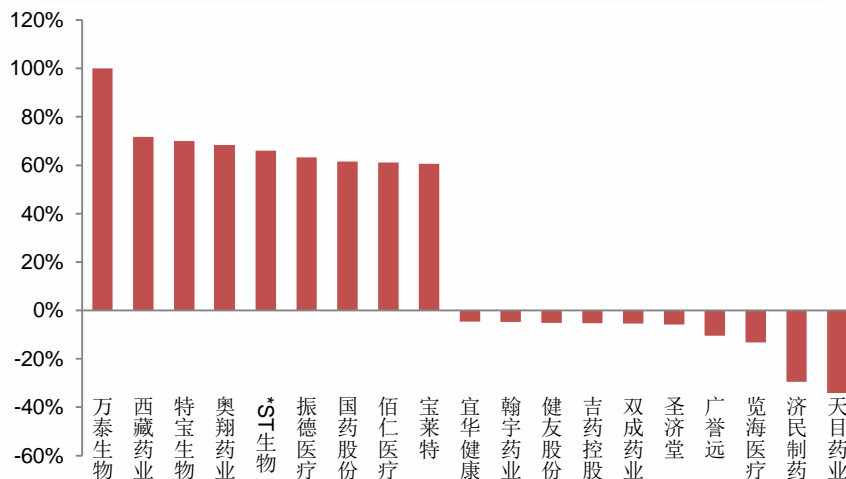
1.4 医药个股二级市场表现

- ◆ **20H1年初以来涨幅排名前十的个股分别为：**万泰生物(+1124.5%)、英科医疗(+608.9%)、硕世生物(+304.2%)、未名医药(+290.9%)、奥翔药业(+266%)、新产业(+263.6%)、贵州三力(+214.3%)、振德医疗(+200%)、司太立(+173.4%)、西藏药业(+159.6%)；**20H1跌幅排名前十的个股分别为：**延安必康(-56.9%)、天目药业(-43.5%)、*ST交昂(-43.5%)、济民制药(-37.1%)、东阳光(-34.6%)、国新健康(-33.4%)、吉药控股(-31%)、ST康美(-30.8%)、瑞康医药(-30.4%)、*ST恒康(-30.1%)；
- ◆ **6月涨幅排名前十的个股分别为：**万泰生物(+100.1%)、西藏药业(+71.7%)、特宝生物(+70%)、奥翔药业(+68.3%)、*ST生物(+66%)、振德医疗(+63.3%)、国药股份(+61.5%)、佰仁医疗(+61.2%)、宝莱特(+60.6%)、*ST华塑(+57%)；**6月跌幅排名前十的个股分别为：**天目药业(-34.2%)、济民制药(-29.5%)、览海医疗(-13.3%)、广誉远(-10.5%)、圣济堂(-5.8%)、双成药业(-5.4%)、吉药控股(-5.2%)、健友股份(-5.2%)、翰宇药业(-4.8%)、宜华健康(-4.6%)。

年初以来医药个股涨跌幅排名



6月医药个股涨跌幅排名

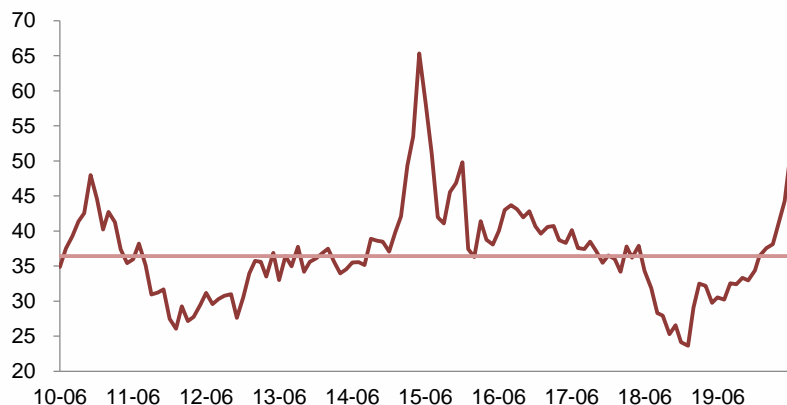


1 医药行业上半年表现回顾

1.5 医药二级市场估值水平PE(TTM)变化

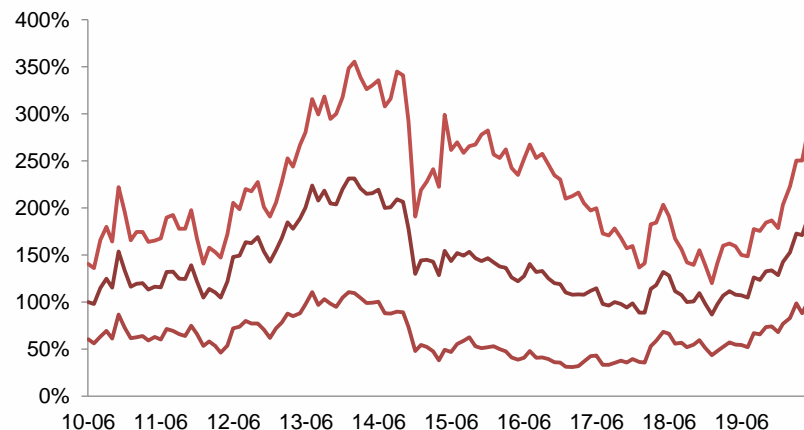
- ◆ 纵向看：截止2020年6月24日，医药行业PE(TTM)为50.6倍，在申万一级行业中处于中等偏上水平，排名第六。
- ◆ 溢价率看：截止到6月底，医药行业相对于全部A股估值溢价率为210%，相对于扣除银行以外所有A股溢价率为112%，相对沪深300指数溢价率为309%，年初以来溢价率持续上升。

过去十年医药行业估值水平



— SW医药生物 — 50分位线

过去十年医药行业溢价率 (TTM整体法剔除负值)



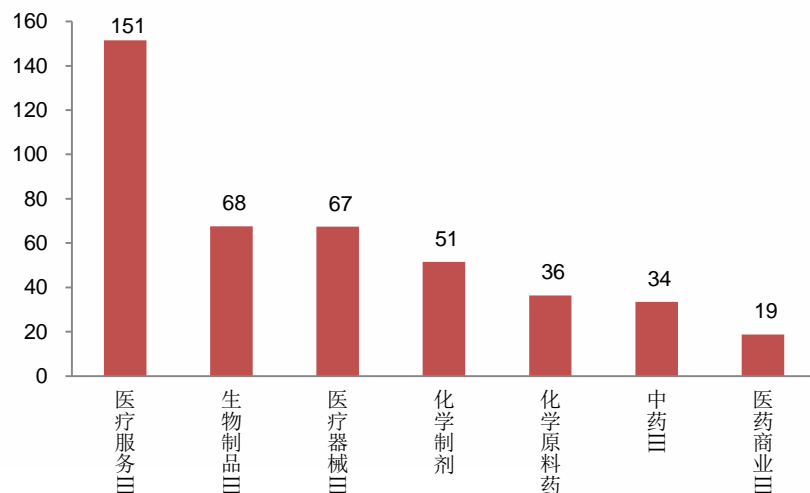
— 全部A股 — 全部A股(非银行) — 沪深300

1 医药行业上半年表现回顾

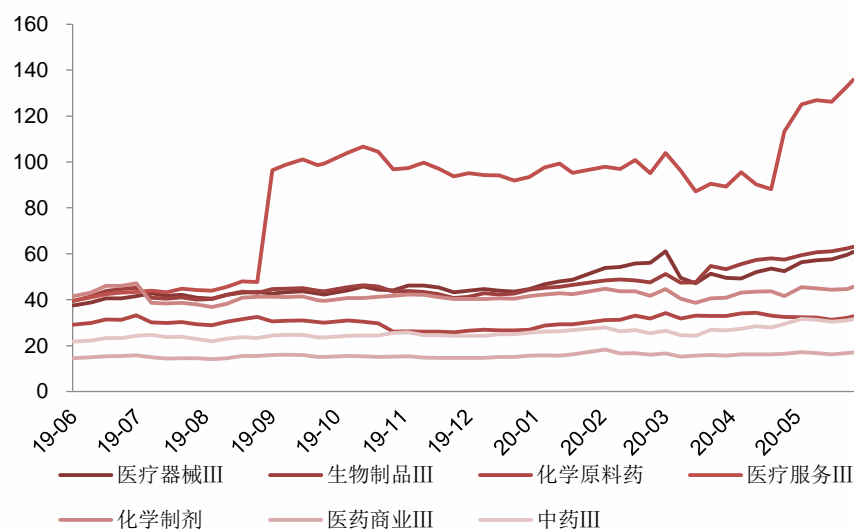
1.6 子行业二级市场估值水平PE(TTM)变化：医疗服务与生物制品估值最高，各版块溢价率环比上升

- ◆ 6月医药子行业市盈率横向看：医疗服务（151倍）和生物制品（68倍）的PE(TTM)最高，中药（34倍）和医药商业（19倍）最低。
- ◆ 纵向看：大部分子行业估值环比、同比均呈上升趋势。其中医疗服务溢价率同比上升最大达到529pp，医疗器械相对全部A股溢价率同比上升110pp，化学制剂子版块溢价率同比去年降低3pp。

申万医药子行业6月市盈率（TTM）



申万医药子行业历史市盈率变化趋势



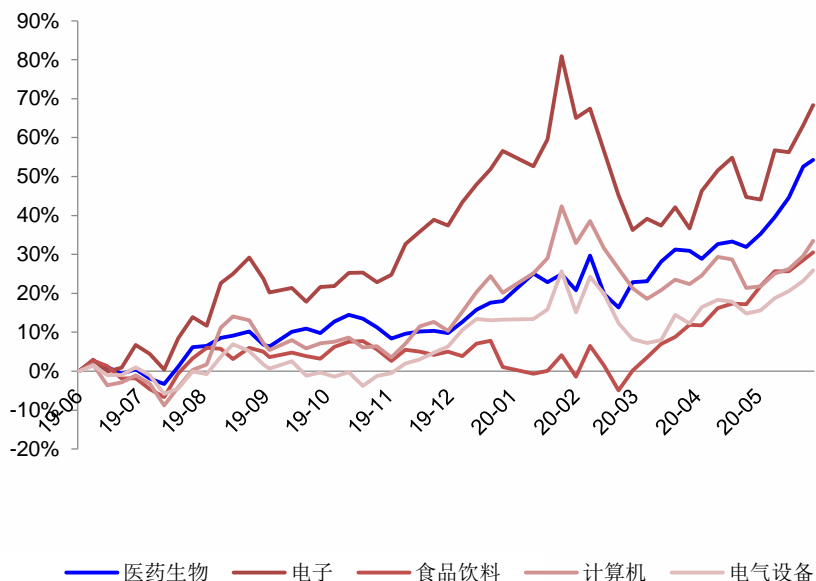
数据来源：Wind，西南证券整理

1 医药行业上半年表现回顾

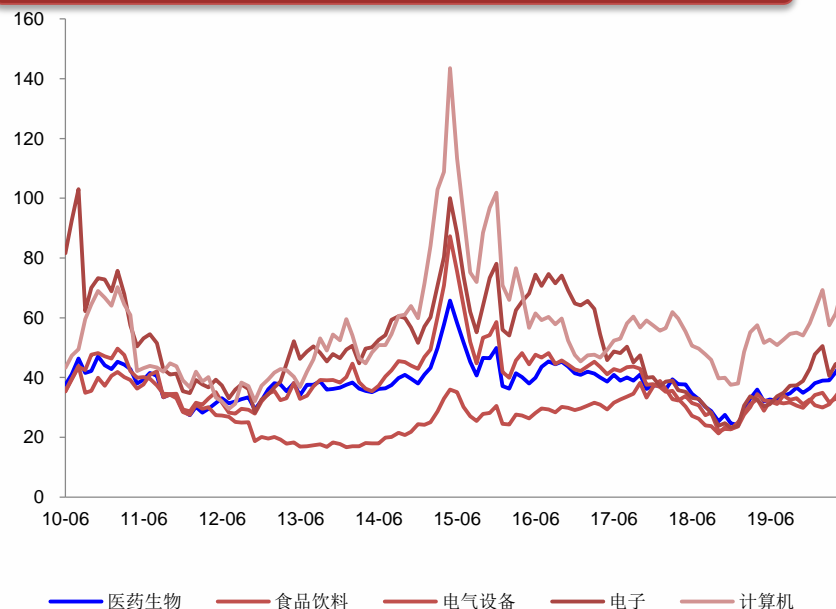
1.7 行业间涨跌幅和估值对比

- ◆ 横向来看，过去一年涨幅前五的申万一级行业为电子、生物医药、食品饮料、计算机、电气设备；医药行业位居年初以来涨幅榜第一，在过去一年的中累计涨幅排名第二；2020年3月份开始有明显的累计收益赶超趋势。
- ◆ 涨幅前五行业在过去十年估值变化（PETTM整体法）：医药行业估值波动相对较为稳定，仅次于食品饮料行业。

过去一年涨幅前五行业



过去一年涨跌幅前五行业十年估值水平变化



1 医药行业与投资组合回顾表现

1.8 6月投资组合收益简评

- ◆ 稳健组合：本月整体组合上涨14.1%，跑赢大盘7.0个百分点，跑赢医药指数0.1个百分点。
 1. 药明康德(603259):一体化创新研发赋能平台，国家鼓励创新红利下正快速增长
 2. 大参林(603233):业绩超预期，未来门店扩张有望加速
 3. 恒瑞医药(600276):国内创新绝对龙头，中国创新药典范
 4. 长春高新(000661):生长激素行业龙头，治理结构改善下业绩和估值有望同步提升
 5. 华兰生物(002007):Q1影响当期业绩，全年有望保持较快增长
 6. 康泰生物(300601):疫苗行业中的恒瑞，2019年为研发突破进展之年
 7. 智飞生物(300122):研发和销售兼备，国内疫苗行业龙头
 8. 凯莱英(002821):业绩维持稳健增长，持续加大研发投入
 9. 迈瑞医疗(300760):国产医疗器械龙头，全球竞争力持续提升
 - 10.乐普医疗(300003)；可降解支架放量，创新产品线布局前景广阔

6月稳健组合	公司名称	月初收盘价(元)	流通股(亿股)	6/24日收盘价(元)	月涨跌幅	PE(TTM)
603259.SH	药明康德	77.69	16.52	95.88	26.4%	125
603233.SH	大参林	67.86	1.32	75.90	13.0%	62
600276.SH	恒瑞医药	80.22	52.96	92.95	18.1%	90
000661.SZ	长春高新	334.96	3.40	417.60	25.6%	87
002007.SZ	华兰生物	41.50	15.67	48.03	16.6%	69
300601.SZ	康泰生物	140.78	3.64	153.70	5.3%	217
300122.SZ	智飞生物	84.42	8.76	99.90	19.2%	67
002821.SZ	凯莱英	217.54	2.22	231.00	6.4%	94
300760.SZ	迈瑞医疗	281.26	4.99	299.19	7.3%	73
300003.SZ	乐普医疗	35.26	15.15	35.79	3.0%	42
加权平均涨跌幅					14.1%	
000300.SH	沪深300	3,971	-	4,139	7.0%	
跑赢大盘					7.1%	
801150.SI	医药生物(申万)	9,775	-	10,935	14.0%	
跑赢指数					0.1%	

1 医药行业与投资组合回顾表现

1.8 6月投资组合收益简评

◆ 弹性组合：本月整体组合上涨23.1%，跑赢大盘16.1个百分点，跑赢医药指数9.1百分点。

1. 康辰药业(603590):进军骨科市场，丰富产品格局
2. 华北制药(600812):狂犬病克星临床揭盲成功，创新华北起航
3. 海普瑞(002399):业绩保持较快增长，大分子CDMO+创新药打开成长空间
4. 卫光生物(002880):业绩符合预期，公司步入稳健成长期
5. 山河药辅(300452):业绩保持稳定增长，股权激励助力长期发展
6. 一心堂(002422):股权激励激发经营活力，特慢病打开成长空间
7. 上海医药(601607):短期业绩受疫情影响，股权激励注入增长活力
8. 双林生物(000403):激励方案及资产重组方案利好公司中长期发展
9. 西藏药业(600211):业绩保持稳定增长，布局心血管植入器械领域
- 10.凯利泰(300326):引进重磅战投，夯实中长期发展基础

6月价值组合	公司名称	月初收盘价(元)	流通股(亿股)	6/24日收盘价(元)	月涨跌幅	PE(TTM)
603590.SH	康辰药业	33.31	0.83	38.83	19.5%	25
600812.SH	华北制药	8.16	16.31	11.89	49.2%	104
002399.SZ	海普瑞	21.98	12.47	23.84	12.3%	37
002880.SZ	卫光生物	52.11	0.52	63.82	22.5%	59
300452.SZ	山河药辅	22.46	1.42	25.22	15.3%	51
002727.SZ	一心堂	30.35	3.20	33.73	9.2%	31
601607.SH	上海医药	18.04	28.42	18.49	3.9%	13
000403.SZ	双林生物	61.38	2.71	73.65	21.2%	125
600211.SH	西藏药业	34.58	2.48	57.69	71.7%	39
300326.SZ	凯利泰	26.94	7.14	28.01	6.2%	72
加权平均涨跌幅					23.1%	
000300.SH	沪深300	3,971	-	4,139	7.0%	
跑赢大盘					16.1%	
801150.SI	医药生物(申万)	9,775	-	10,935	14.0%	
跑赢指数					9.1%	

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

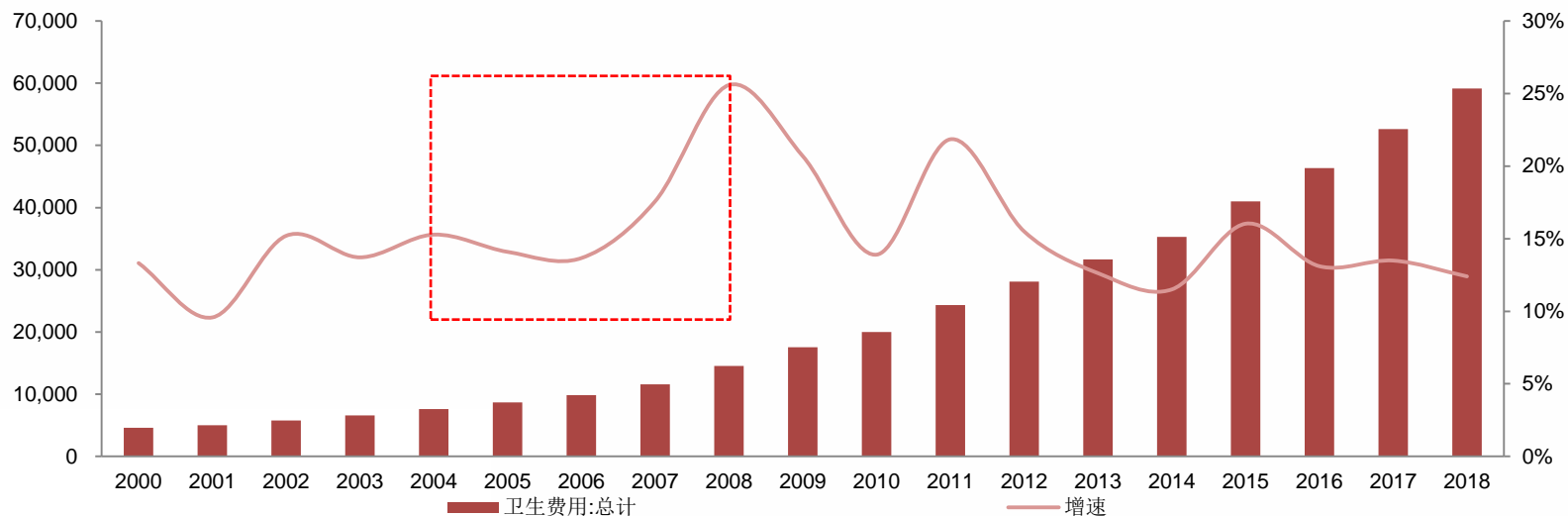
3.8药品分销：渠道价值有望重估

4 2020年下半年医药投资策略及标的

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

- ◆ 医药产业地位提升，经历此次疫情，国家对于公共卫生健康的投入会持续加大。参考2003年SARS疫情对全国卫生投入的刺激，2004-2007年全国卫生总费用增速持续抬升，2003-2007年卫生总费用共增长75.8%。此次疫情对医药行业的新政策(创新药及其产业链)，新基建(ICU，检测实验室等)，新产能(CDMO和特色原料药)，新消费(疫苗和血制品，口腔和眼科等)，无疑是长期利好。

全国卫生费用变化趋势图



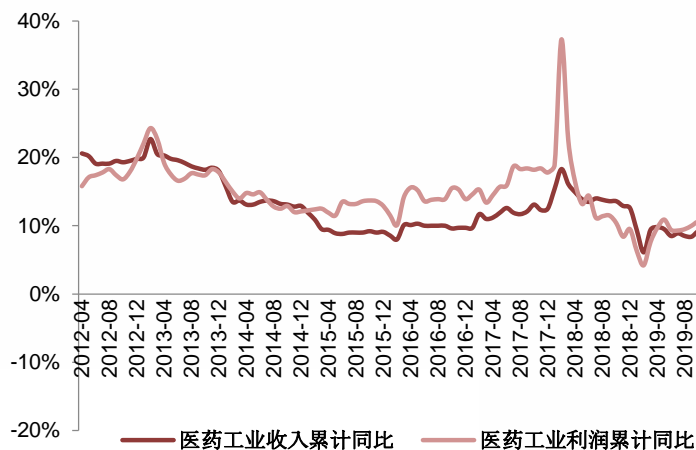
数据来源: Wind, 西南证券整理

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

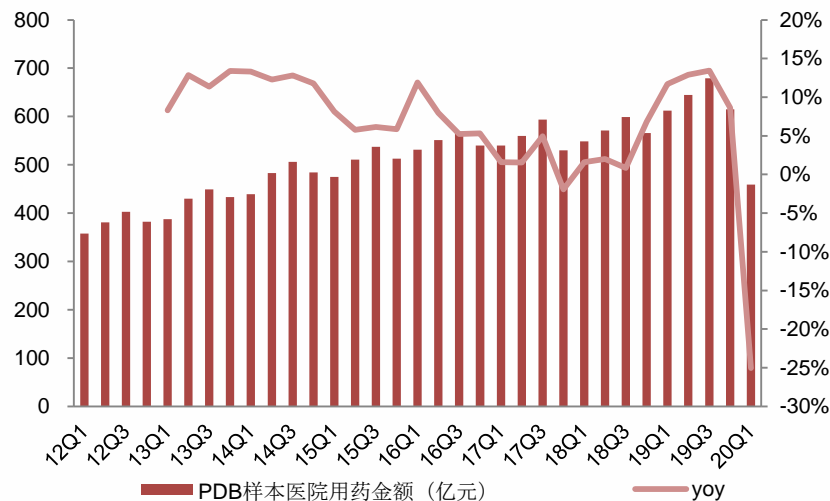
2.1.1 2020年样本医院预计增速5%-10%

- ◆ **国家统计局规模以上医药制造业数据**：截至2020年1-4月累计实现营业收入6943.5亿元，同比-5.6%，累计实现利润总额893.6亿元，同比-7.4%，降幅有所收窄，主要是4月行业呈现出疫情后恢复情势，单月实现利润总额280亿元，同比+28%，扭转3月同比-18%局势。
- ◆ **PDB样本医院药品销售额数据**：2019年PDB样本医院药品收入同比+11.7%，比2018年提升了9个百分点，我们认为主要是众多创新品种进入医保后快速放量所致。2020Q1，受疫情的影响，PDB样本医院收入下滑25%，进入Q2以来，国内医药行业逐步恢复，预计疫情对全年影响幅度较小，**全年增速有望达到5%-10%**。
- ◆ **西南观点**：医药工业整体增速在国家医保局成立背景下，随着带量采购执行，行业格局变化在即。宏观上医药工业收入增速低于10%，但结构上分化愈加明显，上市公司及创新药等或成行业主要增长动力，**全年增速有望能达到5%-10%**。

医药工业收入总额及增速（统计局）



医药工业收入总额及增速（PDB）

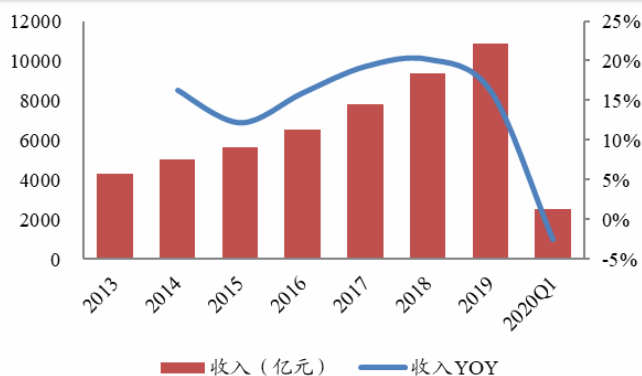


2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

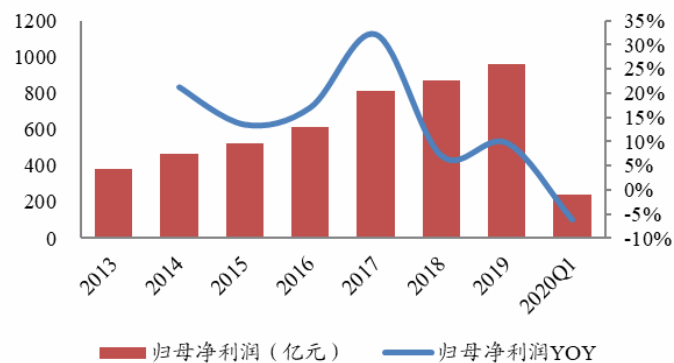
2.1.2 上市公司业绩受疫情影响或前低后高，行业间分化明显

- ◆ 238家医药上市公司2019年收入总额增速为16.2%、归母净利润总额增速为9.8%。受到新冠疫情影响，238家医药上市公司2020Q1营业收入总额增长-2.6%，归母净利润总额增长-6.1%。

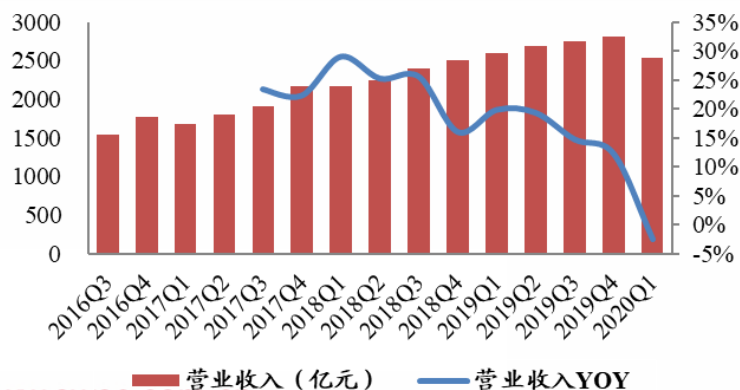
医药行业上市公司收入总额及增速



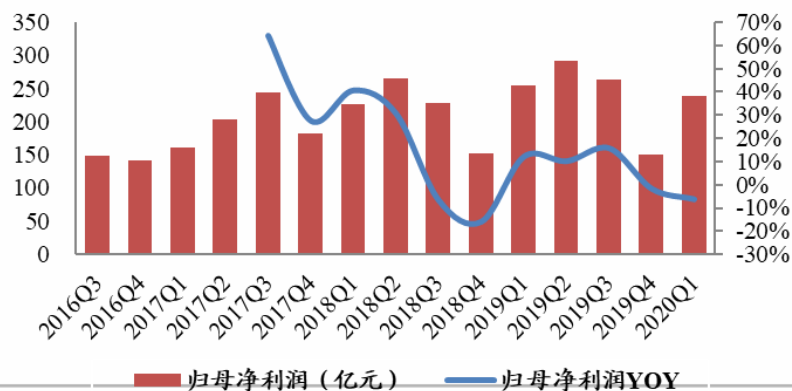
医药行业上市公司归母净利润总额及增速



医药行业上市公司收入总额及增速（分季度）



医药上市公司归母净利润总额及增速（分季度）



2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.1.3 创新药产业链、药店、医疗器械等表现靓丽

- ◆ 2019年：收入增长最快的三个细分领域依次为创新药产业链、药店、生物药；利润增长最快的三个细分领域依次为医疗服务、药店、医疗器械。
- ◆ 2020Q1：收入增长最快的三个细分领域依次为药店、创新药产业链、医疗器械；利润增长最快的三个细分领域依次为药店、创新药产业链、医疗器械。

2019年及2020Q1医药行业各细分领域收入及净利润增速情况

细分行业	2019		2020Q1	
	收入yoy	净利润yoy	收入yoy	净利润yoy
238家上市公司合计	16.2%	9.8%	-2.6%	-6.1%
化药制剂	12.4%	12.7%	2.9%	-12.7%
化药原料药	14.3%	17.6%	-5.2%	5.9%
中药	13.9%	-4.5%	-6.6%	-11.7%
其中：品牌中药	5.5%	12.0%	0.6%	21.7%
其中：口服中药	18.6%	-21.9%	-7.8%	-17.7%
其中：注射中药	8.3%	42.3%	-9.6%	-29.6%
生物药	23.4%	12.3%	-6.5%	-9.6%
其中：血制品	14.6%	12.6%	3.6%	0.0%
其中：疫苗	68.0%	4.1%	4.0%	-22.0%
其中：其他生物药	11.7%	17.0%	-15.6%	-7.5%
医疗器械	15.9%	19.3%	8.1%	12.1%
其中：IVD	16.8%	18.0%	-1.3%	-9.1%
其中：其他医疗器械	15.7%	19.6%	10.2%	17.0%
创新药产业链	29.8%	13.0%	15.8%	14.6%
其中：CMO	23.5%	37.6%	11.6%	24.0%
其中：CRO	31.8%	7.6%	16.9%	12.2%
医药流通	18.5%	15.1%	1.1%	1.2%
药店	26.6%	23.6%	23.3%	30.9%
医疗服务	20.0%	24.5%	-13.0%	-58.9%

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

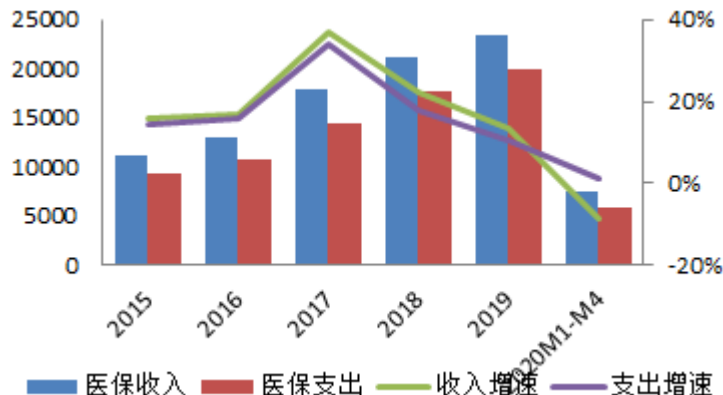
3.8药品分销：渠道价值有望重估

4 2020年下半年医药投资策略及标的

2.2 政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

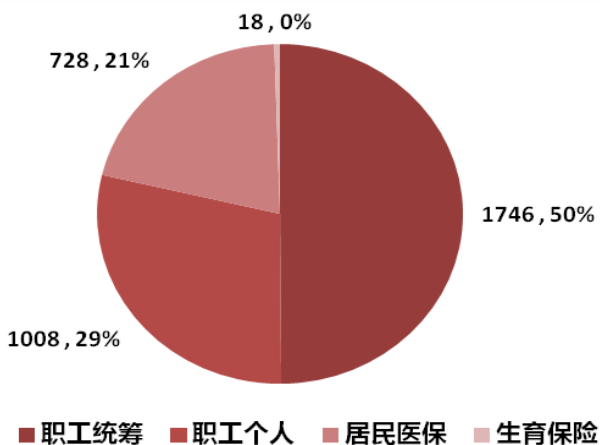
2.2.1 医保基金总体运行稳健，腾龙换鸟进入深水区

城镇职工基本医疗保险收入及支出情况

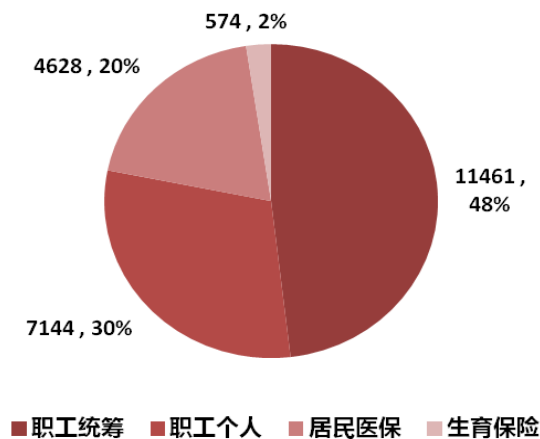


- ◆ 2019年基本医疗保险基金总收入、总支出分别为2.3万亿元、2万亿元，年末累计结存2.7万亿元，总体运行稳健。2020年1-4月，由于受到疫情影响，医保收入和支出的增速均下降，预计这只是暂时现象，疫情后将逐渐恢复正常。
- ◆ 2019年医保结存中，职工统筹+居民医保占比约为68%，职工个人账户占比30%。

2019年医保基金/当年结存分析



2019年医保基金/累计结存分析



2.2 政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.2.2 医保明确调出机制，节省医保资金

2020年4月29日，国家医保局发布《基本医疗保险用药管理暂行办法（征求意见稿）》。该文件提出了几项创新改革：

- ◆ **明确调出目录的药品种类。**滋补、保健、乙类OTC等10类药品“不纳入目录范围”，被有关部门、机构列入负面清单的6类药品“直接调出药品目录”，价格偏高等3类药品“可以调出目录”。
- ◆ **建立动态调整机制。**国家医疗保障行政部门建立完善动态调整机制，原则上每年调整1次。
- ◆ **同步确定医保支付标准。**独家药品通过准入谈判的方式确定支付标准；非独家药品中，国家组织药品集中采购（以下简称集中采购）中选药品，按照集中采购有关规定确定支付标准；其他非独家药品根据准入竞价等方式确定支付标准。执行政府定价的麻醉药品和第一类精神药品，支付标准按照政府定价确定。

西南观点：该《基本医疗保险用药管理暂行办法（征求意见稿）》进一步明确了“腾笼换鸟”策略中做减法的方向。通过调出品种来减少医保支出，为临床必需药品、创新药等腾出进入空间。同时，规定一年一次的动态调整，以及创新药的医保准入谈判，可加速创新药进入医保的速度，促进新药放量。

2.2 政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.2.3 新药医保谈判已成常态，快速进医保利于销售放量

- ◆ 医保局至今已经历四次创新药医保谈判，从谈判结果来看，大多数谈判药品进入医保后，虽然价格下降，但销售大幅增长，从而总体销售额也增长不错。
- ◆ 我们从2018年医保谈判品种来看，最终谈判成功17个品种，其中13个品种在次年实现了翻倍以上的增长，销售情况优异。

历年医保谈判情况

年份	品种数量	平均降幅	药品种类
2016	3	59%	化药
2017	36	44%	化药、生物药
2018	18	57%	化药、生物药
2019	97	60%	化药、生物药、 中药

2018年医保谈判品种在样本医院销售情况

序号	药品名称	厂商	价格降幅	19年样本医院同比增长
1	阿扎胞苷	新基	60%	2448%
2	塞瑞替尼	诺华	60%	2253%
3	阿法替尼	勃林格殷格翰	40%	1969%
4	安罗替尼	正大天晴	45%	1853%
5	瑞戈非尼	拜耳	46%	1795%
6	伊沙佐米	武田制药	46%	1759%
7	维莫非尼	罗氏	46%	1563%
8	伊布替尼	强生	65%	1332%
9	奥希替尼	阿斯利康	71%	1166%
10	培唑帕尼	诺华	65%	793%
11	阿昔替尼	辉瑞	71%	593%
12	克唑替尼	辉瑞	71%	338%
13	西妥昔单抗	默克	69%	152%
14	舒尼替尼	辉瑞	67%	98%
15	尼洛替尼	诺华	68%	39%
16	奥曲肽	诺华	40%	15%
17	培门冬酶	恒瑞制药	40%	12%

2.2 政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.2.4 集采稳步推进，仿制药降价放量是大势所趋

◆国家鼓励地方进行非过评品种的集采

6月5日，国家卫生健康委员会、工业和信息化部、公安部、财政部、商务部、国家税务总局、国家市场监督管理总局、国家医疗保障局、国家中医药管理局等九部委联合印发《关于印发2020年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》。文件提到“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”，这是第一次国家层面提出鼓励非过评药品进入集采，将大幅增加集采品种的可选范围，特别是纳入一大批销售额较大的中成药和注射剂。

◆第三批集采即将启动

第三批国家带量采购的会议于5月份在上海召开，预计第三批国家集采最快可以在7月份启动。6月22日，湖南省医疗保障局发布集采报量文件，第三批集采名单得以公布，一共涉及57个品种，86个品规，与此前预计基本一致。集采规则与第二批相比可能不会有大的调整。

西南观点：集采的最终目的是尽可能多的节省医保资金，但一些大品种过评慢，比如仿制药注射剂；另一些大品种没法过评，比如中药注射剂、中成药、其他剂型药物等。为了不让过一致性评价成为这些品种集采的障碍，九部委联合发文鼓励地方尝试非过评品种，先从地方试点来推动这些品种的降价。但国家集采涉及范围广，影响大，为了谨慎起见，仍以过评品种为主。

2.2 政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.2.5 注射剂一致性评价正式启动，千亿市场面临集采

2020年5月14日，国家药监局发布《关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》。CDE官网同步发布了《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》、《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》、《化学药品注射剂（特殊注射剂）仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》三份技术文件正式稿。标志化学药品注射剂仿制药的一致性评价正式启动。

西南观点：目前仅有33个注射剂品种通过或视同通过一致性评价，由于此前参比制剂缺乏，这33个品种中绝大部分是按新分类申报的视同通过一致性评价。截至2020年5月18日，注射剂一致性评价总受理号数达到771个，大批企业蓄势待发。

注射剂占我国医药用药金额的60%左右，因此注射剂的集采将对医保节省资金有明显促进作用。此前地方集采中已大量纳入注射剂，比如山东省一次性将27个注射剂纳入省级采购。预计随着一致性评价的进行，接下来的带量采购将成为注射剂的主战场。

2.2 政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.2.6新版《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》出台，审批效率进一步优化

- ◆ 2020年3月30日，国家市场监督管理总局官网公布2020新版《药品注册管理办法》和《药品生产监督管理办法》，两部规章将于2020年7月1日起正式施行。

对标美国，四个通道加快新药上市。为我国鼓励创新和满足临床急需药品，申请人可以申请适用突破性治疗药物、附条件批准、优先审评审批及特别审批程序。突破性治疗药物程序定位于药品临床试验研制阶段；附条件批准、优先审评审批程序定位于药品上市注册阶段。特别审批程序针对在发生突发公共卫生事件的威胁时以及突发公共卫生事件。

简化临床试验流程，进一步缩短审评时间。强调药品注册受理、审评、核查和检验等各环节的衔接。药物临床试验申请改为自受理之日起六十日内决定是否同意，生物等效性试验备案实施即可。药品上市许可申请审评时限为200日，其中优先审评审批为130日，临床急需境外已上市罕见病用药为70日；单独申报仿制境内已上市化学原料药为200日；药品再注册审查为120日。

全面落实药品上市许可持有人制度。明确持有人为能够承担相应责任的企业或者药品研制机构等，要求建立药品质量保证体系，对药品的全生命周期进行管理，开展上市后研究，承担上市药品的安全有效和质量责任。

强调关联审评，原料药、辅料、药包材等地位显著提升。国家药品监督管理局建立化学原料药、辅料及直接接触药品的包装材料和容器关联审评审批制度。在审批药品制剂时，对化学原料药、辅料、直接接触药品的包装材料和容器进行关联审评。仿制境内已上市药品所用的化学原料药的，可以申请单独审评审批。

2.2 政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.2.7 多地进行高值耗材带量采购，国家集采渐行渐近

- ◆ 3月中旬，国家医保局曾明确要求要在未来6个月内（即9月中旬前），在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）开展高值耗材带量采购工作，其余23个省份及城市也要积极跟进。
- ◆ 5月28日上午，国家医保局副局长陈金甫主持召开了高值医用耗材集中采购改革座谈会，听取了部分企业和协会代表意见建议。
- ◆ 目前已经有多个省市（正）组织医用耗材带量采购。如5月9日，首批人工晶体类眼科耗材集中带量采购会在天津召开，确定了京、津、冀、黑、吉、辽、蒙、晋、鲁九省份联合带量采购人工晶体类眼科耗材工作正式展开。5月21日，重庆市、贵州省、云南省、河南省医疗保障局联合发公告，宣告四地医用耗材的跨区域带量采购正式启动，带量采购的品种为吻合器、补片、胶片3类医用耗材。5月25日，浙江省药械采购中心拟订《浙江省公立医疗机构部分医用耗材带量采购文件（征求意见稿）》，将冠脉介入药物支架、冠脉介入球囊、骨科髋关节2019年全年交易量的80%纳入带量采购，采购周期为2年。

西南观点：耗材集采箭在弦上。耗材由于品类规格众多，且用量分散，难以管理。针对该难点，国家建立医疗器械唯一标识，并上线全国统一登记数据库。接下来进行全国耗材价格共享。梳理好前期工作后，全国集采有望开展。

2.2 政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.2.8 医院考核：推广基药、集采药物使用，限制抗菌药物、监控药品使用

从三级医院考核指标看出主管部门对三级医院的指导方向：1) 考核下转患者人数，推进分级诊疗；2) 考核抗菌药物使用强度，促进规范使用抗生素；3) 考核基本药物使用占比，推广基药使用；4) 考核国家集采药品使用比例，配合集采；5) 监测比较辅助用药占比。

从二级医院考核指标看出主管部门对二级医院的指导方向：1) 考核抗菌药物使用强度，促进规范使用抗生素；3) 考核基本药物使用占比，推广基药使用；4) 考核国家集采药品使用比例，配合集采；5) 监测比较重点监控药品占比、医用耗材收入占比，避免过度使用。

国家三级公立医院绩效考核操作手册（2020参考版）

三级公立医院绩效考核部分指标一览表

序号	相关指标	指标属性	指标导向
1	下转患者人次（门急诊、住院）	定量	逐步提高↑
2	抗菌药物使用强度（逐步降低↓逐步降低↓逐步降低↓s）▲	定量	逐步降低↓
3	门诊患者基本药物处方占比	定量	逐步提高↑
4	住院患者基本药物使用率	定量	逐步提高↑
5	基本药物采购品种数占比	定量	逐步提高↑
6	国家组织药品集中采购中标药品使用比例	定量	逐步提高↑
7	辅助用药收入比例	定量	监测比较

二级医院考核部分指标及指标导向一览表

序号	指标名称	指标来源	指标导向
1	抗菌药物使用强度（逐步降低↓逐步降低↓逐步降低↓s）▲	医院填报	逐步降低↓
2	基本药物采购金额占比	省级药品集中采购平台	逐步提高↑
3	国家组织药品集中采购中标药品金额占比	医院填报	逐步提高↑
4	重点监控药品收入占比	医院填报	监测比较
5	重点监控高之医用耗材收入占比	医院填报	监测比较
6	医疗服务收入（不含药品、耗材、检查检验收入）占医疗收入比例▲	财务年报表	逐步提高↑

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.8药品分销：渠道价值有望重估

4 2020年下半年医药投资策略及标的

2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

◆ 科创板推出背景分析及行业概况

党的十九大报告提出，“要深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”

2019年1月30日，证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，上交所已完成设立科创板并试点注册制的方案草案，召开会员座谈会征求市场意见

2019年03月11日，上交所举办设立科创板并试点注册制全所员工培训，2019年4月11日，上交所聘任第一届科创板股票上市委员会、科技创新咨询委员会、公开发行自律委员会

2019年6月13日，**科创板正式开板**，标志着党中央国务院关于设立科创板并试点注册制这一重大改革任务的落地实施

2017.10

2018.11

2019.01

2019.03

2019.04

2019.05

2019.06

2018年11月5日，国家主席习近平在首届中国国际进口博览会上提出“将在上海证券交易所设立**科创板并试点注册制**”

2019年3月1日-7日，证监会、上交所发布与科创板相关的规则制度，包括此前向社会公开征求意见的**8项科创板制度规则、信息披露要求等**

2019-04-30上交所修改《上海证券交易所科创板股票上市规则》，2019-05-27**科创板上市委审议工作正式启动**

生物医药是科创板重点支持产业，申报已达89家，上市30家

细分领域	个数	已上市公司
生物医药产业	31	华纳药厂、欧林生物、圣诺生物、睿昂基因、亿腾景昂、晶云药物、诺泰生物、泽生科技、科美诊断、诺禾致源、安旭生物、柯菲平、盛诺基、奥泰生物、凯因科技、皓元医药、科兴制药、浩欧博、成大生物、悦康药业、亚辉龙、苑东生物、艾力斯、安杰思、仁会生物、康希诺、键凯科技、三生国健、艾迪药业、前沿生物、科前生物、百合医疗、
生物医学工程产业	21	奥精医疗、威高骨科、康拓医疗、艾隆科技、之江生物、翔宇医疗、锦波生物、爱威科技、康众医疗、健耕医药、海泰新光、尚沃医疗、惠泰医疗、天臣医疗、天益医疗、奕瑞科技、圣湘生物、安必平、伟思医疗、爱博诺德、
生物农业及相关产业	2	秋乐种业、兴嘉生物
其他生物业	1	华恒生物

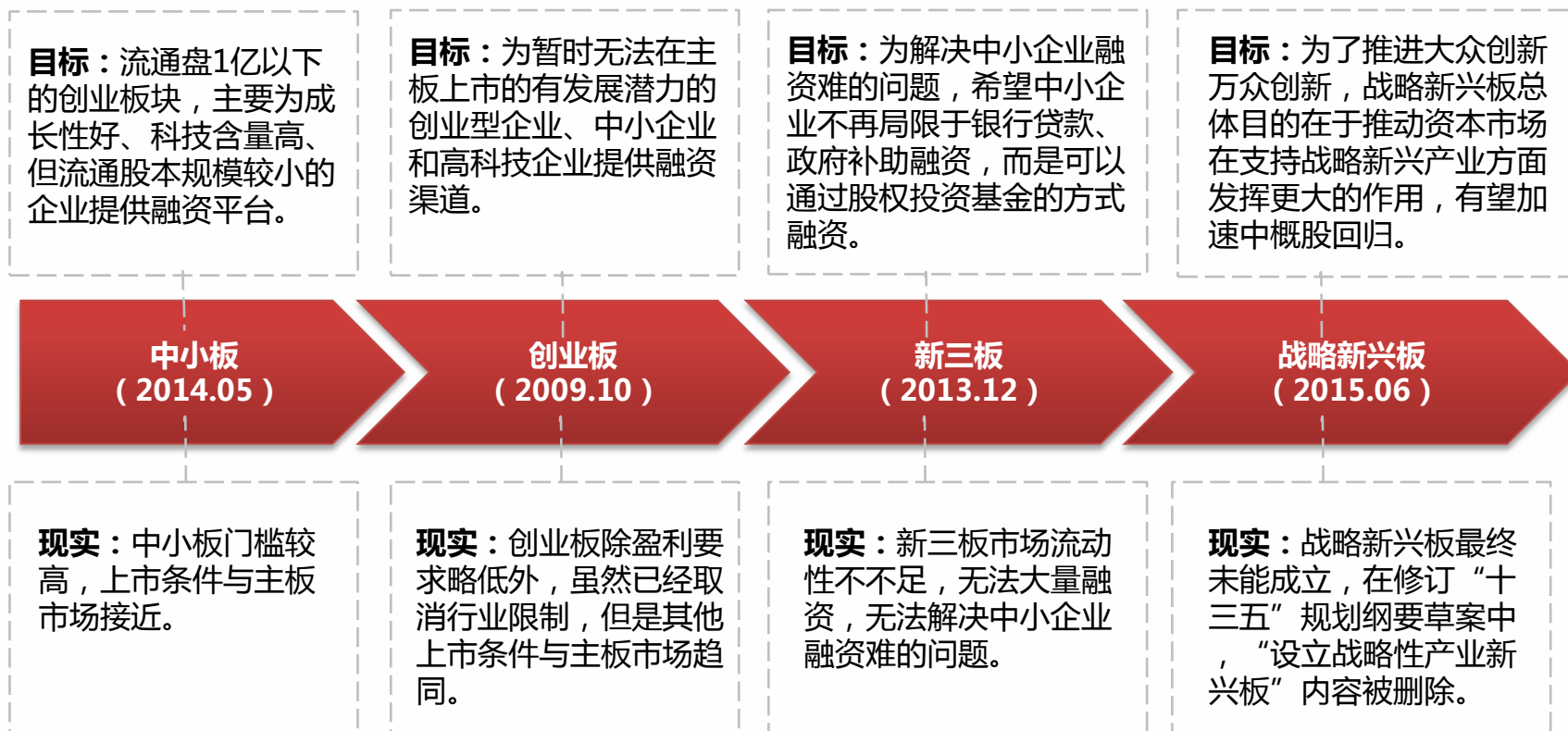
细分领域	个数	拟上市公司
生物医药产业	31	华纳药厂、欧林生物、圣诺生物、睿昂基因、亿腾景昂、晶云药物、诺泰生物、泽生科技、科美诊断、诺禾致源、安旭生物、柯菲平、盛诺基、奥泰生物、凯因科技、皓元医药、科兴制药、浩欧博、成大生物、悦康药业、亚辉龙、苑东生物、艾力斯、安杰思、仁会生物、康希诺、键凯科技、三生国健、艾迪药业、前沿生物、科前生物、百合医疗
生物医学工程产业	21	奥精医疗、威高骨科、康拓医疗、艾隆科技、之江生物、翔宇医疗、锦波生物、爱威科技、康众医疗、健耕医药、海泰新光、尚沃医疗、惠泰医疗、天臣医疗、天益医疗、奕瑞科技、圣湘生物、安必平、伟思医疗、爱博诺德
生物农业及相关产业	2	秋乐种业、兴嘉生物
其他生物业	1	华恒生物

WWW.SWSC.COM.CN

数据来源：Wind，西南证券整理（截止到2020年6月29日）

2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

◆ 科创板推出背景分析及行业概况



中国资本市场面临的困境

- ◆ 对于拥有技术优势且顺应产业升级需求的科技创新企业，缺失能够充分实现企业价值的融资平台。
- ◆ 大批科技创新型企业赴海外上市，国内资本市场竞争力不足。

2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

18年香港新上市政策助推生物技术公司发展+价值重估

◆ 主管机关监管的核心产品

- 主管机关包括美国食品和药物管理局，中国食品药品监督管理局，以及欧洲药品管理局。
- 香港交易所可在个别情况下承认另外一个国家或跨国机关为主管机关。

◆ 至少拥有一个以上的核心产品不处于概念阶段

- 核心产品至少在人体上完成了一次临床试验。
- 相关主管机关批准此核心产品开始二期（或后续）临床试验以证明生物等效性。

◆ 成熟投资者开展的金额重大的投资

- 申请者在至少上市六个月之前拥有来自至少一个第三方有经验的投资者金额重大的投资。

初始 市值

- 至少15亿港币

报告 期

- 上市之前当前业务线运营了至少两财年
- 在报告期内由大体同样的管理层运营
- 有足够的营运资本（包括IPO筹集的资金）在IPO后的12个月内至少支付其资本需求的125%

基石 投资

- 任何分配给基石投资者的股份，以及在上市时由申请人现有股东认购的股份都不得视为公众持股

风险 管理

- 任何主营业务上的重大改交都需要港交所的事先同意
- 不满足足够持续维持运营或资产要求的生物科技公司，可被给予12个月的时间，以重新达到规则要求
- 上市生物科技公司必须在公司名称末尾注有股票标记“B”

2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

科创板创新药企业—产品管线较深厚

	苑东生物	博瑞医药	特宝生物	微芯生物	复旦张江	泽璟制药	百奥泰
抗肿瘤	1项新药 药学研究 1项仿制药 药学研究 1项仿制药 申报上市 2项仿制药 已上市	3项新药 临床前阶段 1项新药 申报IND 6项仿制药 中试阶段	1项新药 临床前研究 3项原国家2类新药已上市	2项新药 临床前研究 1项新药 临床阶段 1项新药 已上市	5项新药 临床前研究 1项仿制药美国注册	4项新药 床前研究 1项新药 申报IND 1项新药 申报上市	2项新药 临床I期
抗病毒		1项新药 临床前阶段 3项仿制药 中试阶段 1项仿制药 韩国获批	1项新药 已上市				
抗真菌		1项仿制药稳定性研究 3项仿制药 中试阶段 3项仿制药 海外获批					
心血管疾病	2项仿制药 药学研究 2项新药 临床研究 2项仿制药 临床研究 2项仿制药 已上市						1项新药 申报上市
糖尿病	3项仿制药 药学研究 1项新药 临床I期 1项仿制药 申报上市			1项新药 申报上市			
免疫性疾病		1项仿制药 中试阶段	1项新药 临床前阶段	1项新药 临床前研究	1项新药 临床前研究	1项新药 临床II期	1项仿制药临床III期 1项仿制药临床I期 1项仿制药已上市
麻醉镇痛/中枢神经	4项新药 药学研究 5项仿制药 药学研究 1项新药 临床试验 2项仿制药 临床试验 5项仿制药 申报上市 5项仿制药 已上市						
儿童药	3项仿制药 药学研究 1项仿制药 申报上市						
其他领域	1项仿制药 临床试验 1项仿制药 申报上市 7项仿制药 已上市	9项仿制药 中试阶段 25项产品海外报产/9项产品国内申报注册/2项中间体海外获批	1项新药 临床III期 1项新药 临床I期 1项新药 临床II/III期	2项新药 临床前研究	2项新药 临床阶段 1项仿制药注册中 2项新药 已上市	1项新药 临床III期 1项新药 临床II期 2项新药 临床I期	1项新药临床III期 1项新药临床II期 2项新药临床I期 1项仿制药申报上市

临床前研究阶段 仿制品中试阶段

临床研究阶段 仿制品稳定性研究

申报上市/注册

获批/已上市

2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

◆ 截止2020年6月28日，科创板已上市128家企业，与医药相关的企业有30家，其中创新药产业链企业和医疗器械企业各12家。

◆ 已上市的12家创新药产业链企业有10家研发生产企业，其中有7家拥有抗肿瘤研发管线。

◆ 科创板创新药产业链中有2家CRO企业，分别为成都先导和美迪西。

科创板创新药产业链企业研发支出情况

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	上市时间	2019年(百万)			2017年	2018年	2019年
				收入	扣非净利	净利润 YOY			
688520.SH	神州细胞-U	322	2020-06-22	2.6	-660	-106%	189	435	516
688505.SH	复旦张江	291	2020-06-19	1,029.3	199	153%	110	114	128
688566.SH	吉贝尔	84	2020-05-18	542.5	110	20%	17	20	31
688222.SH	成都先导	215	2020-04-16	264.2	74	135%	46	62	91
688189.SH	南新制药	74	2020-03-26	1,014.2	88	84%	17	45	72
688177.SH	百奥泰-U	237	2020-02-21	0.7	-686	-22%	237	542	637
688266.SH	泽璟制药-U	191	2020-01-23	0.0	-272	-80%	159	143	184
688278.SH	特宝生物	269	2020-01-17	729.7	86	182%	19	41	53
688166.SH	博瑞医药	251	2019-11-08	503.2	102	42%	81	96	125
688363.SH	华熙生物	662	2019-11-06	1,885.6	567	35%	26	53	94
688202.SH	美迪西	79	2019-11-05	449.4	58	10%	11	17	28
688321.SH	微芯生物	252	2019-08-12	173.8	14	-23%	38	43	51

科创板医疗创新药产业链企业主营业务情况

上市公司	核心产品	疾病领域
神州细胞-U	创新型生物药：第三代重组凝血八因子，全人源EGFR单抗，SCT-I10A（抗PD-1 IgG4型单克隆抗体），SCT400单克隆抗体新药（生物创新药），SCT510（贝伐珠单抗生物类似药）、重组14价人乳头瘤病毒（HPV）病毒样颗粒疫苗	恶性肿瘤、自身免疫性疾病、感染性疾病和遗传病，甲型血友病
复旦张江	创新药研发生产：注射用海姆泊芬（化学药1类新药）、盐酸氨酮戊酸外用散（化学药2.4类）、长循环盐酸多柔比星脂质体注射液（化学药4类）	皮肤病治疗和抗肿瘤治疗
吉贝尔	创新药研发与生产：主打产品利可君片（公司独家生产品种）及尼群洛尔片（复方抗高血压一类新药）	抗高血压，创新方向为抑郁症、肿瘤、胃病
成都先导	原创新药的早期链段研发，苗头化合物和先导化合物的发现	创新药产业链-CRO靠前端的发现
南新制药	创新药：帕拉米韦氯化钠注射液已销售；仿制药：5个在研项目	抗病毒类，心脑血管类，抗生素类
百奥泰-U	创新药和生物类似药，后者已获批上市1个品种，艾伯维-阿达木单抗生物类似药BAT1406；	肿瘤、自身免疫性疾病、心血管病
泽璟制药-U	创新药研发生产：精准小分子药物和复杂重组蛋白新药，尚无产品上市	肿瘤、出血及血液疾病、肝胆疾病
特宝生物	创新型生物药：已上市-生物制品国家1类新药（1）聚乙二醇干扰素α-2b注射液“派格宾”、注射用重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子“特尔立”、重组人粒细胞刺激因子注射液“特尔津”和注射用重组人白介素-11“特尔康”	病毒性肝炎、恶性肿瘤，目前主打产品针对慢性肝炎、中性粒细胞减少、白细胞减少和血小板减少
博瑞医药	高技术壁垒的医药中间体、原料药和制剂产品：阿尼芬净、安丝菌素、靶向高分子偶联平台、多拉菌素、恩替卡韦、磺达肝葵钠、卡泊芬净、米卡芬净、子囊霉素	抗真菌、抗病毒、免疫类
华熙生物	生物医用材料：透明质酸微生物发酵生产，包括原料及相关终端产品	下游为药、化妆品、食品等行业的制造商
美迪西	CRO服务涵盖药物发现、药学研究以及临床前研究	创新药产业链-CRO
微芯生物	创新药研发生产：已上市，国家1类原创新药西达本胺；已完成Ⅲ期临床试验的国家1类原创新药西格列他钠	抗肿瘤

2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

器械公司—有望明显受科创板助力

- ◆ 我国医疗器械行业近年来虽然增长强劲，行业增速大幅超过全球平均水平，但高端医疗器械领域整体竞争力仍然不足，医学影像、体外诊断、高值耗材等领域仍由进口厂商占据主导地位；
- ◆ 国家陆续出台多项医疗器械发展的政策，既有相关产业的鼓励政策，也明确提出重点器械突破方向，其中国家“十三五”关于医疗器械的规划为国内企业提出了重点研发方向；
- ◆ 科创板的推出将进一步改善国内企业的融资渠道，为具备持续研发能力的企业提供资金支持，进一步推动国内企业在重点医疗器械领域持续研发创新。

“十三五”医疗器械科技创新专项规划方向

研发方向	产品类型	拟科创板相关公司
医学影像类	新型数字X射线成像系统、新型超声系统、计算机断层成像系统（CT）、新型超导磁共振成像系统、核医学成像系统、超分辨显微成像系统、复合内窥镜成像系统等	南微医学（内镜领域）、祥生医疗（超声设备）、奕瑞科技（X线探测器）
体外诊断类	新型分子诊断系统、医用多模态流式细胞仪、新型医用质谱仪、全自动微生物分析系统、快速病理诊断系统等	东方基因、浩欧博、热景生物、硕世生物、普门科技
先进治疗类	智能感知交互手术机器人、复合引导放射治疗系统、植入式有源治疗装置、血液净化与透析机及耗材等	天益医疗（血液净化）
生物医用材料类	骨科修复与植入材料及器械、口腔种植修复材料与系统、新型心脑血管植介入器械、中枢神经修复与再生材料等	佰仁医疗（生物瓣膜）、赛诺医疗（心脏支架）、心脉医疗（主动脉支架）、昊海生物（人工晶体）、三友医疗/威高骨科/康拓医疗（骨科植入材料）
健康器械类	健康感知产品、康复护理产品、中医医疗器械等	普门科技、翔宇医疗

数据来源：各公司招股说明书，西南证券整理

2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

◆ 资本面支持给创新型器械公司提供较好的融资渠道推动医疗器械创新企业进一步发展。截止2020年6月29日，科创板已上市医疗器械企业12家，已申报未上市创新型器械企业达到21家。

◆ 受益于国内医疗器械行业发展和持续研发投入带来的增长动力，12家已上市创新型器械公司2019年大部分实现利润快速增长，2019年12家整体研发费用率达到10.9%，同比提升1.5pp。

科创板已上市医疗器械企业研发支出情况

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	上市时间	2019年 (百万)			2017年	2018年	2019年
				收入	扣非净利	净利润 YOY	研发费用 (百万元)		
688085.SH	三友医疗	157	2020-04-09	354.3	88	66%	13	13	18
688298.SH	东方生物	176	2020-02-05	367.4	76	21%	12	19	32
688198.SH	佰仁医疗	101	2019-12-09	146.0	59	23%	12	13	15
688399.SH	硕世生物	136	2019-12-05	288.8	78	39%	21	26	39
688358.SH	祥生医疗	62	2019-12-03	369.8	98	7%	33	41	52
688389.SH	普门科技	130	2019-11-05	422.6	85	66%	50	67	78
688366.SH	昊海生科	135	2019-10-30	1,604.3	357	-5%	76	95	116
688108.SH	赛诺医疗	92	2019-10-30	435.9	87	0%	54	67	90
688139.SH	海尔生物	169	2019-10-25	1,012.5	167	203%	83	90	121
688068.SH	热景生物	40	2019-09-30	210.4	27	-28%	16	18	29
688029.SH	南微医学	321	2019-07-22	1,307.5	277	58%	38	49	70
688016.SH	心脉医疗	238	2019-07-22	3.3	121	45%	20	29	50

科创板医疗器械企业主营业务情况

代码	上市公司	核心产品	疾病领域
688085.SH	三友医疗	医用骨科植入耗材	骨科
688298.SH	东方生物	分子诊断、生物原料、诊断仪器和液态生物芯片	POCT
688198.SH	佰仁医疗	动物源性植入医疗器械	心脏瓣膜置换与修复、先天性心脏病介入治疗，外科软组织修复
688399.SH	硕世生物	体外检测：基于多重荧光定量PCR、干化学技术的体外诊断试剂、配套检测仪器	传染病检测、肿瘤筛查、女性生殖道微生态检测
688358.SH	祥生医疗	超声医学影像设备	影像诊断
688389.SH	普门科技	体外诊断设备和试剂：荧光免疫分析仪、蛋白分析仪、健康器械类：光子治疗仪、红外治疗仪、紫外治疗仪。	体外诊断
688366.SH	昊海生科	生物医用材料	
688108.SH	赛诺医疗	高端介入医疗器械，冠状动脉支架系统和球囊扩张导管	心脑血管、结构性心脏病
688139.SH	海尔生物	生物医疗低温存储设备	生物科技综合解决方案服务
688068.SH	热景生物	大型发光检测和诊断试剂	肝脏、心脑血管类以及感染炎症类疾病、早产、类风湿检测
688029.SH	南微医学	内镜诊疗器械和肿瘤消融设备及耗材	肿瘤
688016.SH	心脉医疗	主动脉及外周血管介入医疗器械	血管外科和心胸外科
A20019.SH	天益医疗	体外血液循环装置	血液净化，呼吸科、重症监护室、心胸外科及肿瘤科

2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

香港新上市政策，类似JOBS法案为成长公司注入活力

乔布斯法案前后5年的生物科技公司上市情况

	2007-2012	2012-2017
生物科技公司IPO数量	55	212
早期*生物科技IPO数量	3	48
再融资能力	生物科技公司的IPO市盈率低，再融资能力差。	生物科技公司通过IPO总共筹集170亿美元，并在之后的再融资中共筹集160亿美元。
在疑难杂症领域公司的融资能力	疑难杂症领域的生物科技公司融资难度大。	专注肿瘤研究的生物科技公司占总IPO的25%，专注于糖尿病和阿尔兹海默症研究的公司融资有很大的改善。
市场情况	在金融危机之后，生物科技行业整体衰退。	在乔布斯法案下IPO的生物科技公司现雇用员工人数达到27,000人，创造了1.11千亿美元的市场价值。
*早期：临床前期或一期临床试验		

数据来源：Wind，西南证券整理

2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

香港新上市政策，类似JOBS法案为成长公司注入活力

- ◆ 随着联交所修订生物科技类企业的上市规则，未来会有更多研发创新型企业登上港股市场，港股医药资产越来越不可忽视。

近期港交所上市的Biotech 企业

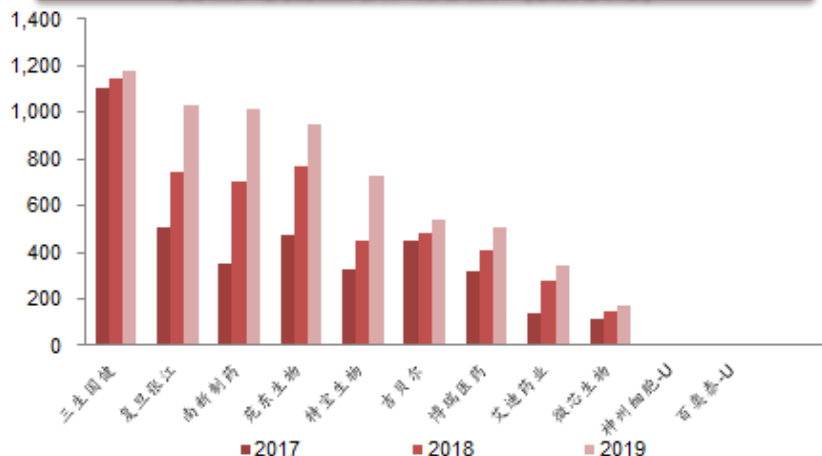
公司名称	代码	市值	上市时间	2019年收入	2019年扣非归母净利润(亿元)	研发费用(百万元)			核心产品	疾病领域
		(百万元)		(百万元)		2017年	2018年	2019年		
百济神州-B	6160.HK	1,132	2018/8/8	2987.3	-949	1758	4660	6469	抗肿瘤创新药，如Zanubrutinib(BGB-3111)、tislelizumab(BGB-A317)等	肿瘤
信达生物-B	1801.HK	778	2018/10/31	1047.5	-1720	612	1222	1295	生物大分子药物，如信达利单抗(ICI-308)、抗CD20单抗等	肿瘤
君实生物-B	1877.HK	109	2018/12/24	775.1	-744	275	538	946	抗肿瘤创新药，如特瑞普利单抗注射液	肿瘤
歌礼制药-B	1672.HK	38	2018/8/1	173.4	-96	114	143	126	肝病用药，如丙肝用药派罗欣	抗病毒、癌症及脂肪肝
华领医药-B	2552.HK	74	2018/9/14	0.1	-425	125	269	322	糖尿病创新药，如Dorzagliatin(葡萄糖激酶激活剂)	糖尿病
康希诺生物-B	6185.HK	501	2019/3/28	2.5	-157	68	114	152	新型疫苗，如埃博拉疫苗(Ad5-EBOV)、MCV4及MCV2疫苗	疫苗研发
基石药业-B	2616.HK	109	2018/9/14	0.0	-2308	213	850	1396	抗肿瘤创新药，如PD-L1	肿瘤
迈博药业-B	2181.HK	56	2019/3/28	5.1	-203	22	89	134	单抗药物，如奥马珠单抗	肿瘤、自身免疫

数据来源：Wind，西南证券整理

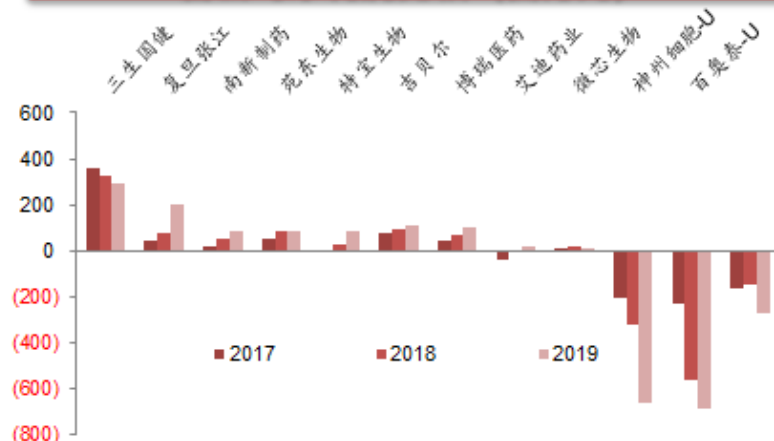
2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

科创板药品企业—研发投入水平较高

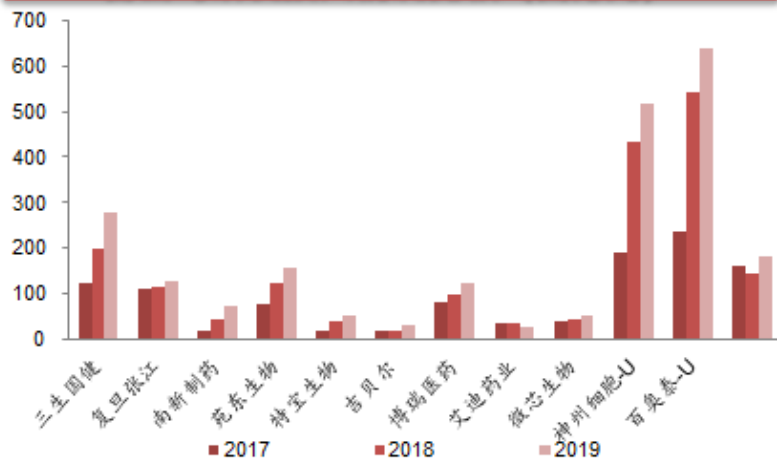
各公司营业收入比较 (百万元)



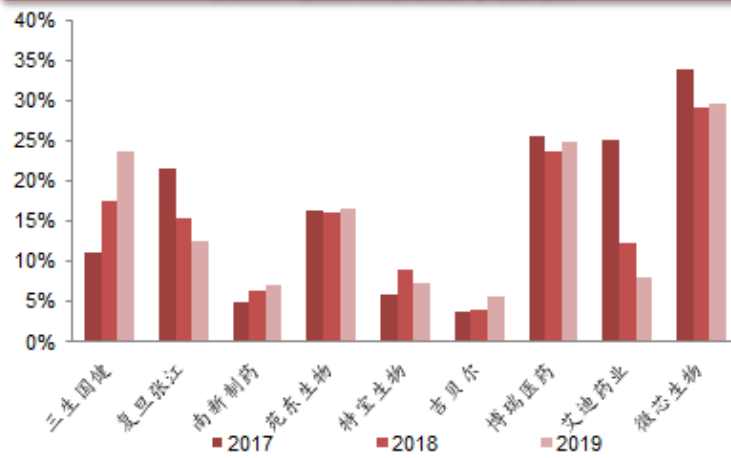
各公司净利润比较 (百万元)



各公司研发投入情况比较 (百万元)



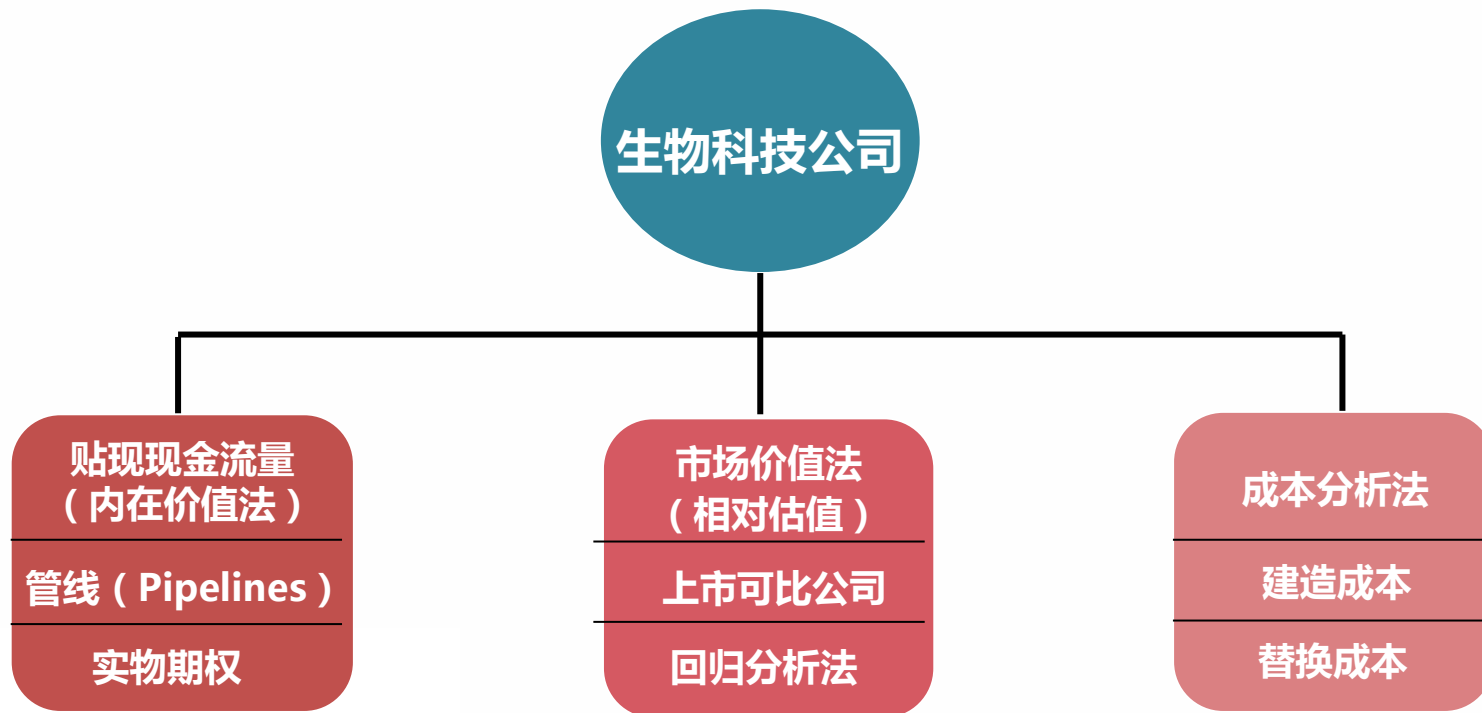
各公司研发费用率比较



2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

科创板公司估值方法—借鉴海外无利润biotech估值方法，DCF

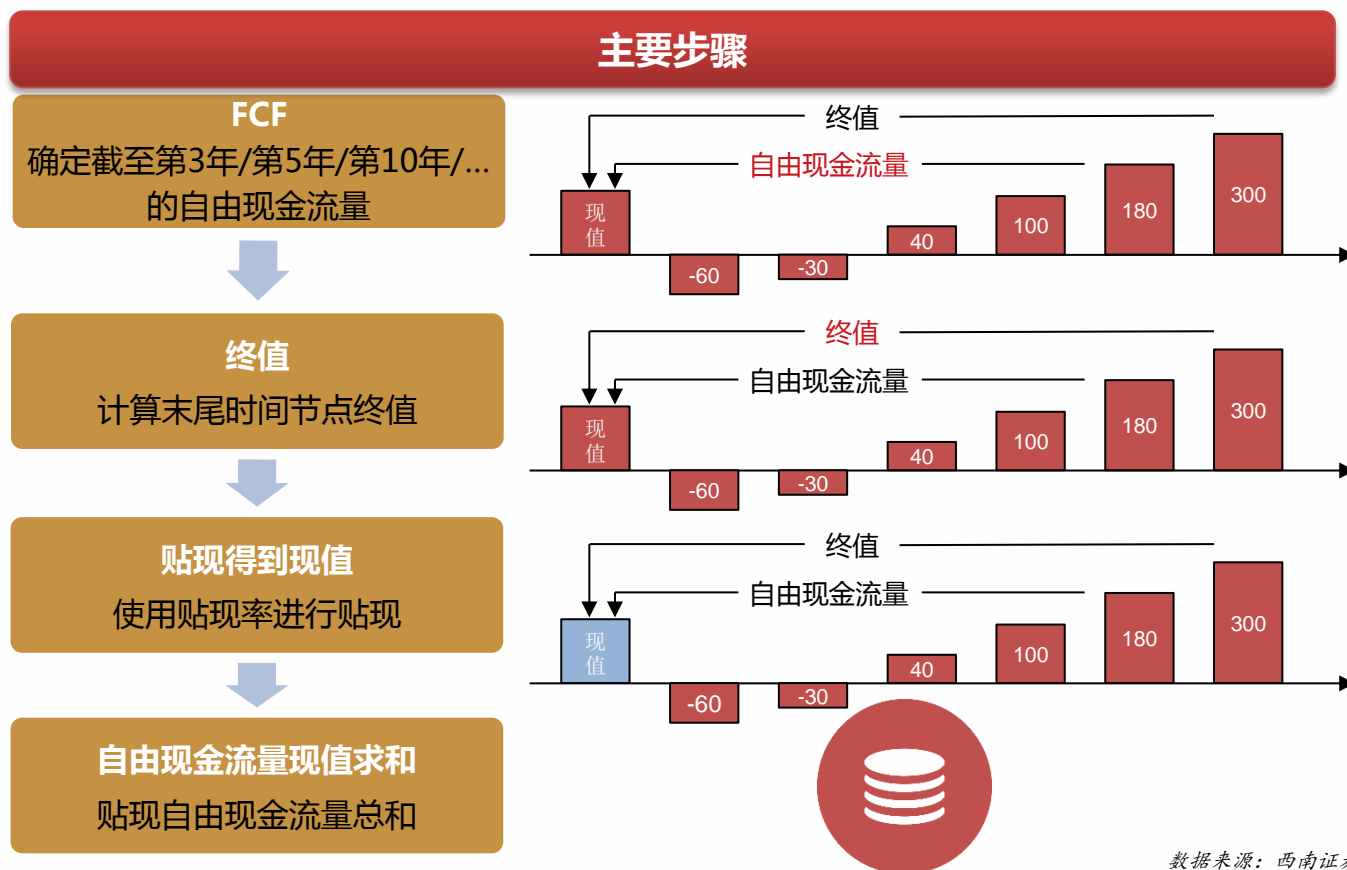
- ◆ 内在估值法：贴现现金流量法（DCF）是内在估值的一种形式，是对估值建模最为详细和彻底的方法。
- ◆ 市场价值法：这是一种相对估值方法，在无利润生物科技公司使用不合适。
- ◆ 成本分析法：成本分析法关注一项交易或工程的成本。



2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

海外Biotech估值：DCF为海外Biotech估值底层逻辑

- ◆ 贴现现金流量（DCF）分析是一种内在价值评估方法，分析师预测该业务未来的无杠杆自由现金流量，并以公司的加权平均成本（WACC）将其折算成为今天的价值。搭建DCF模型比较困难，需要很多假设，但通常也会给出最准确的估值。

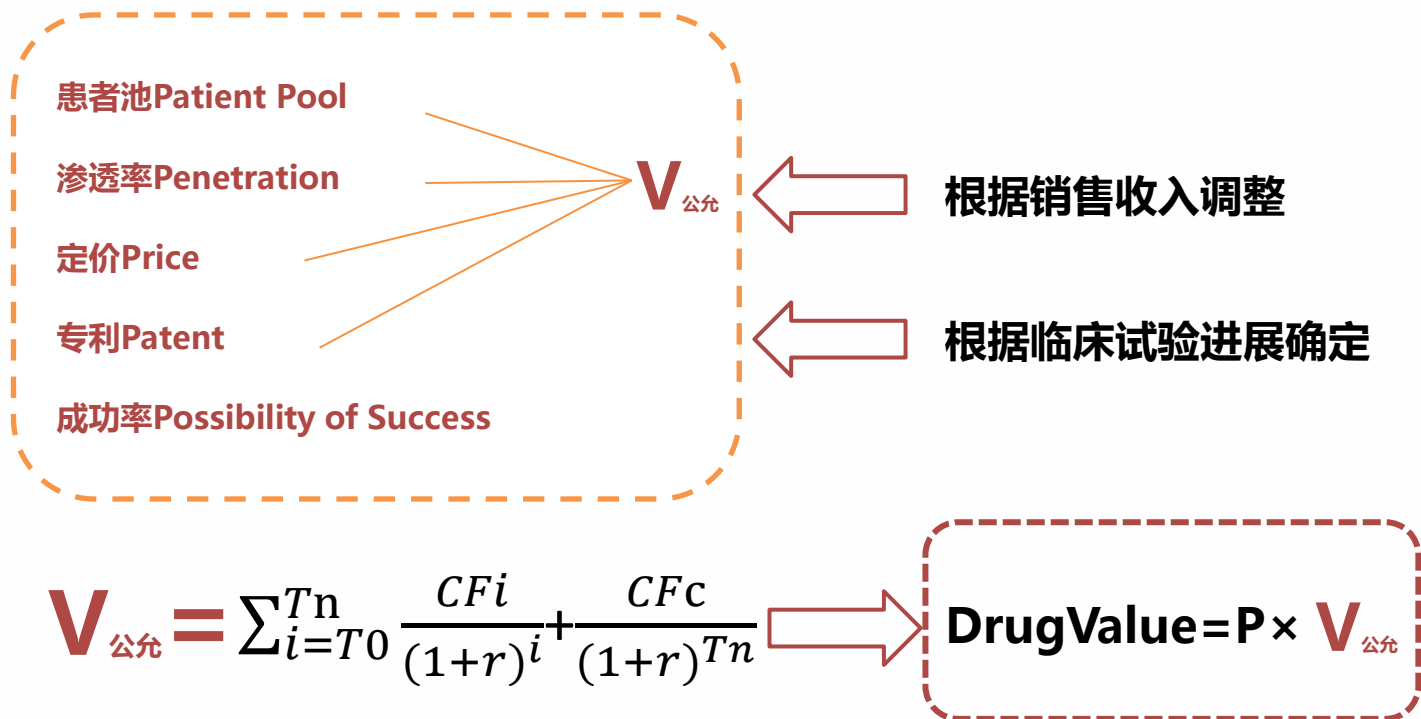


- ◆ 对于大型企业，通常运用分类加总估值法，即对不同的业务单元进行单独DCF建模并加总。

数据来源：西南证券

2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

海外Biotech估值：DCF的具体化——5P估值模型



T_n ：存续时间，也可假设按一定速率永续衰减

CF_i ：专利到期前自由现金流

CF_c ：专利到期后自由现金流

2.3资本面：生物医药成科创板重点支持，上市企业创新药、器械为主

对于科创板的核心观点

科创板坚持市场机制主导，强化信息披露监管，标志着我国资本市场改革迈出了坚实一步，利于让资本市场更好得发掘有核心技术的创新医药公司

- ◆ 市场导向：在股票发行定价与配售机制、退市、股份坚持、并购重组、股权激励等重点制度设计中，坚持以市场为导向，发挥市场机制作用；
- ◆ 信息披露：注册制的核心是信息披露，建立与完善以信息披露的股票发行制度，让投资者能够在信息充分的情况下作出决策，强化各方义务与责任；
- ◆ 截至目前多数申报企业具备研发投入较大，并且多个产品具有较高的创新性的特征。

生物医药行业的估值—DCF估值方法日趋重要

- ◆ 创新医药公司的行业独特性使得国内常用的 PE 估值方法在估值适配度上不够高
- ◆ 创新医药公司具有研发管线相对独立、研发流程严格清晰、客户群体具有刚性需求的特点，通过历史研发计算的统计数据能保证较高的有效性，再结合专利保护期、产品市场空间，可以建立以研发管线为核心、 DCF 估值法为框架的适合创新医药公司特点的估值方法。

关注标的

- ◆ 创新药：神州细胞、复旦张江、吉贝尔、成都先导、南新制药、百奥泰、泽璟制药、特宝生物、博瑞医药、华熙生物、美迪西、微芯生物；
- ◆ 创新器械：三友医疗、东方生物、佰仁医疗、硕世生物、祥生医疗、普门科技、昊海生科、赛诺医疗、海尔生物、热景生物、南微医学、心脉医疗。

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.8药品分销：渠道价值有望重估

4 2020年下半年医药投资策略及标的

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

- 从公民对医药认知来看，疫情强化民众对医药的关注，医药行业基本的申购持续增加。6月北京疫情突发情况加速医药资金的进场，截止最新20Q1基金规模公开数据，年初以来已经新增2个主动管理型医药基金，整体规模同比增加43.2%，平均基金规模同比增长24.0%。

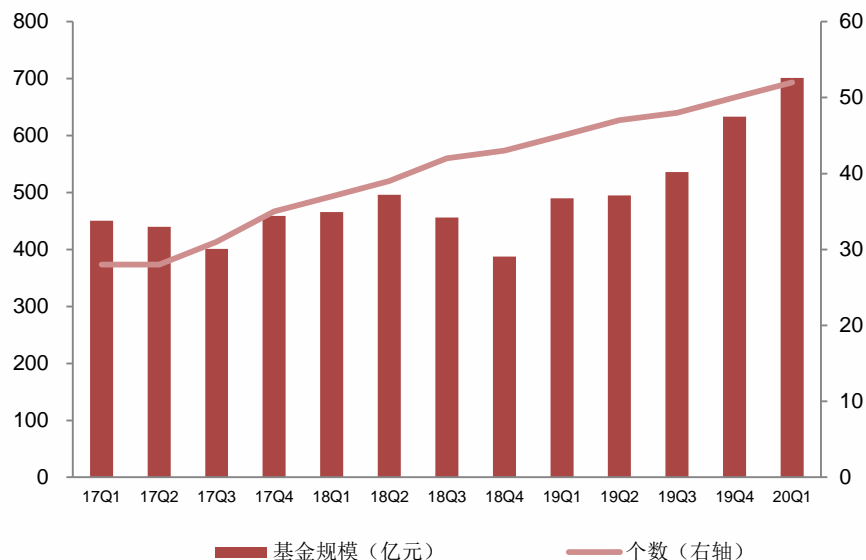
6月初北京突发疫情刺激居民关注度

关键词	整体同比	整体环比	移动同比	移动环比
疫情	204062%	153%	298408%	164%
新冠病毒	-	128%	-	144%
核酸检测	11796%	189%	14865%	175%
新冠疫苗	-	176%	-	219%

数据来源：百度指数，西南证券整理。

注：搜索指数以网民在百度网页搜索各关键词的搜索频次的加权和计算得出。根据搜索来源分为PC搜索指数和移动搜索指数。

近三年主动管理型医药主题基金数量与规模变化

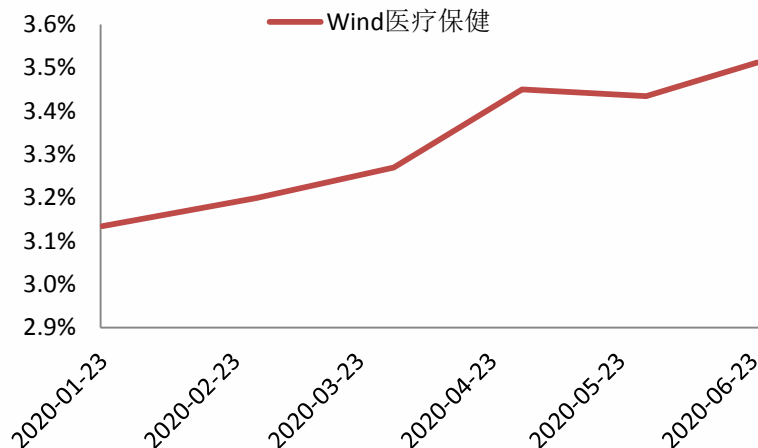


数据来源：Wind，西南证券整理

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

- 北上资金增持医药板块，2020H1，北上资金在医药板块的占比从3.13%持续上升到3.51%；
- 2020年3月国内疫情爆发，市场尚无对疫情的一致预期，单月北向净买入达到-679亿元，创下2014年以来单月净买入新低；
- 20Q2北向资金恢复流入，达到1375亿元，单季度达到去年全年流入的39%。

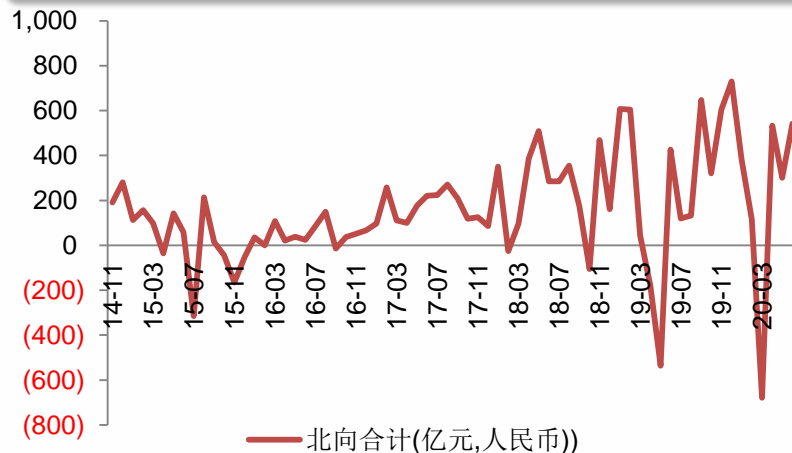
20H1北向资金在医药板块占比



2014年末以来南向资金月度累计净买入



2014年末以来北向资金月度累计净买入

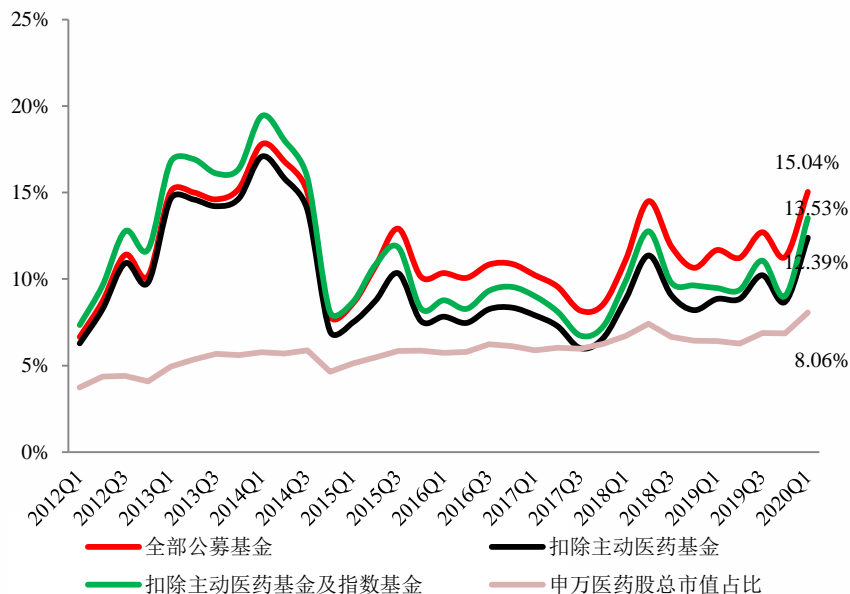


2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

医药行业基金持仓占比情况

- ◆ **20Q1医药总持仓变化情况**：全部公募基金占比15.0%，环比上升3.8pp；剔除主动医药基金占比12.4%，环比上升3.7pp；再剔除指数基金占比13.5%，环比上升4.5pp；
- ◆ **龙头持续加仓**：持有市值增加前十大个股分别为迈瑞医疗、恒瑞医药、康泰生物、长春高新、华兰生物、智飞生物、健帆生物、普洛药业、凯莱英、乐普医疗。恒瑞医药基金持股数量最多，20Q1达到864家。

公募基金A股重仓医药占比概况



持医药股股票基金家数

代码	名称	基金数量	持有总市值	基金数量变化	市值变化	20Q1涨跌幅
300760.SZ	迈瑞医疗	445	209	242	122	43.9%
600276.SH	恒瑞医药	864	304	160	65	5.2%
300601.SZ	康泰生物	185	90	106	43	30.5%
000661.SZ	长春高新	489	187	130	35	22.6%
002007.SZ	华兰生物	136	68	85	33	36.3%
300122.SZ	智飞生物	152	39	113	28	35.7%
300529.SZ	健帆生物	103	46	52	25	31.8%
000739.SZ	普洛药业	58	28	48	24	53.0%
002821.SZ	凯莱英	103	38	36	17	32.6%
300003.SZ	乐普医疗	154	61	52	16	9.5%

数据来源：Wind，西南证券整理

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

陆港通资金情况

沪深300涨跌幅		上证综指涨跌幅		申万医药指数涨跌幅					
1.0%		-2.3%		36.8%					
代码	名称	期末占比-流通A股	占比变动	期末占比-总股本	占比变动	期末市值（亿元）	市值变动（亿元）	期间涨跌幅	
陆港通 持仓占 比前十 大	603939.SH	益丰药房	31.9%	-0.6%	11.9%	-0.2%	53.3	19.7	67.8%
	300347.SZ	泰格医药	27.6%	5.7%	17.9%	4.0%	131.0	65.2	60.3%
	300244.SZ	迪安诊断	20.4%	4.0%	13.1%	4.6%	28.0	16.3	64.6%
	300015.SZ	爱尔眼科	19.3%	-0.2%	8.1%	0.5%	144.4	51.3	49.0%
	600276.SH	恒瑞医药	18.7%	-0.9%	11.4%	-0.5%	561.0	101.8	32.5%
	603259.SH	药明康德	18.1%	8.9%	7.6%	4.1%	169.0	116.5	47.6%
	603882.SH	金域医学	16.1%	10.0%	7.6%	4.7%	29.9	23.1	74.4%
	300760.SZ	迈瑞医疗	15.9%	7.6%	4.9%	2.4%	178.2	123.5	71.5%
	300595.SZ	欧普康视	15.6%	8.5%	2.1%	-0.8%	8.4	2.9	113.0%
	603883.SH	老百姓	14.6%	6.3%	6.0%	2.9%	16.5	10.8	48.6%
陆港通 持仓占 比增持 前十大	603882.SH	金域医学	16.1%	10.0%	7.6%	4.7%	29.9	23.1	74.4%
	603259.SH	药明康德	18.1%	8.9%	7.6%	4.1%	169.0	116.5	47.6%
	300595.SZ	欧普康视	15.6%	8.5%	2.1%	-0.8%	8.4	2.9	113.0%
	300760.SZ	迈瑞医疗	15.9%	7.6%	4.9%	2.4%	178.2	123.5	71.5%
	603883.SH	老百姓	14.6%	6.3%	6.0%	2.9%	16.5	10.8	48.6%
	600750.SH	江中药业	8.3%	6.3%	4.7%	3.6%	3.6	2.9	23.0%
	603367.SH	辰欣药业	7.4%	5.8%	2.8%	2.2%	2.0	1.6	-2.4%
	300347.SZ	泰格医药	27.6%	5.7%	17.9%	4.0%	131.0	65.2	60.3%
	002626.SZ	金达威	7.5%	5.4%	2.9%	2.1%	4.4	3.5	31.8%
	002901.SZ	大博医疗	10.6%	5.4%	1.1%	0.5%	4.8	3.6	97.8%
陆港通 持仓占 比减持 前十大	002727.SZ	一心堂	9.8%	-14.4%	4.3%	-5.6%	8.3	-4.8	49.6%
	002821.SZ	凯莱英	5.5%	-4.8%	2.9%	-2.8%	15.3	-1.7	81.1%
	600557.SH	康缘药业	7.0%	-4.7%	4.3%	-2.7%	3.5	-2.6	-4.4%
	002653.SZ	海思科	3.6%	-3.8%	0.5%	-0.6%	1.5	-1.1	29.1%
	600535.SH	天士力	1.0%	-2.5%	0.5%	-1.3%	1.1	-3.1	0.1%
	300122.SZ	智飞生物	9.4%	-2.3%	3.0%	-0.5%	48.3	19.9	104.7%
	603233.SH	大参林	6.5%	-1.9%	1.3%	0.0%	6.6	2.9	81.2%
	600079.SH	人福医药	1.3%	-1.7%	0.9%	-1.2%	3.0	-0.9	96.0%
	300633.SZ	开立医疗	1.2%	-1.7%	1.0%	0.0%	1.5	0.5	61.0%
	603368.SH	柳药股份	1.4%	-1.0%	1.0%	-0.7%	0.9	-0.6	2.1%

数据来源：Wind，西南证券整理

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.8药品分销：渠道价值有望重估

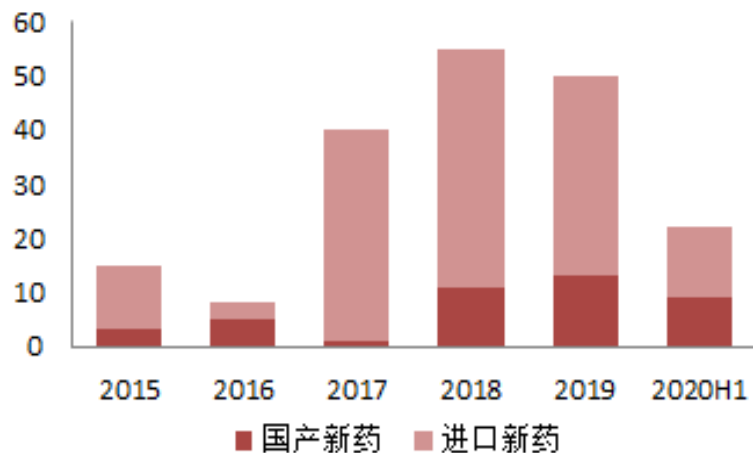
4 2020年下半年医药投资策略及标的

3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

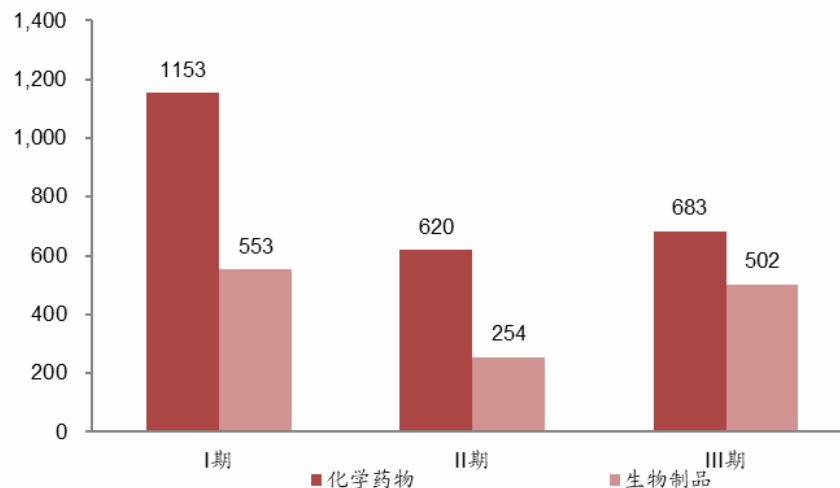
2020年国内企业上市创新药数量有望创新高

- 近年来，CDE审批效率提高，新药上市审批加速，从2017年开始，新药上市数量明显增加。2020年上半年有9个国产新药和13个进口新药上市，预计全年上市的新药数量将与前两年持平，但值得关注的是今年上半年上市的国产新药同比大幅增加，预计全年上市的国产新药数量将创近几年新高。
- 目前在研新药中，化药、生物制品分别有683、502个III期临床试验在进行中。未来几年将仍有新药陆续获批。

国内历年上市的新药数量



国内处于各阶段的在研新药项目数量



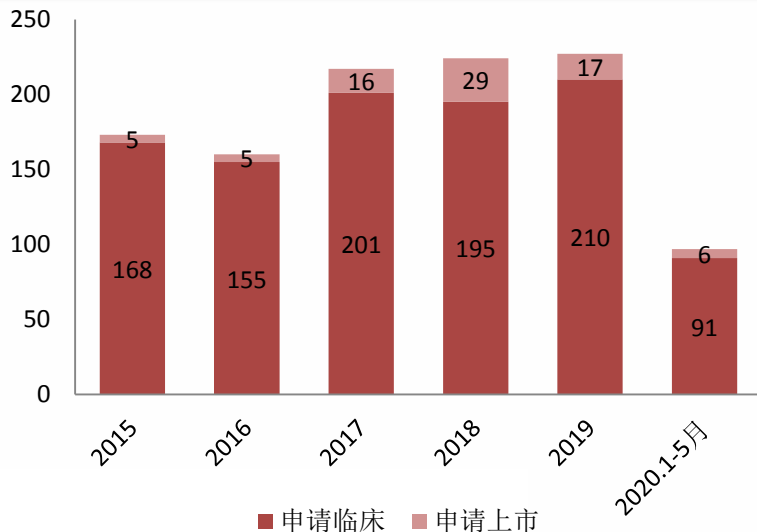
数据来源：CDE，中国临床试验登记网，米内网，西南证券整理

3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

生物新药申报数量增长迅速

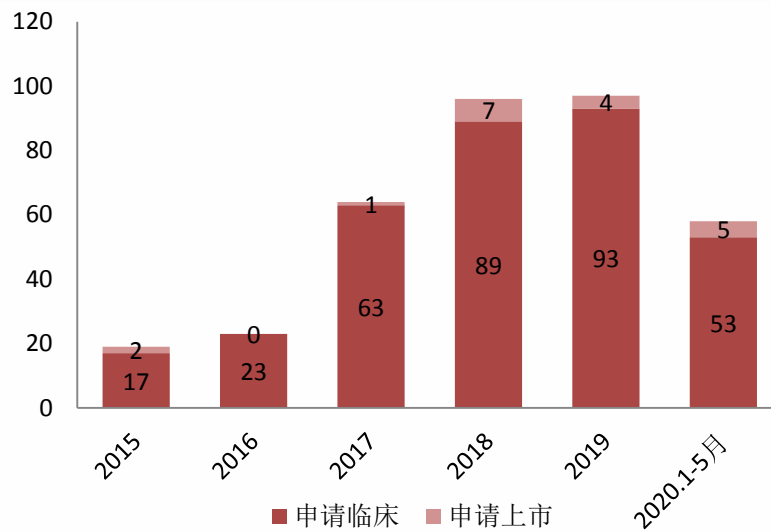
- 我国化学新药申报数量是生物新药的一倍多，2020年至今申报临床的化学新药有91个，申报上市的化学新药有6个，预计全年比2019年稍有增长。
- 近年我国申报的生物新药增长明显，2020年至今申报临床的生物新药有53个，申报上市的生物新药有5个，预计全年将比2019年明显增加。免疫治疗成为当下热点，催生了相应的生物药研究数量迅速增长。

国内化学创新药上市申报数量（个）



数据来源：米内网，西南证券整理

国内生物新药上市申报数量（个）



3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

PD-1引领创新药上市热潮

- 2020年上半年，各家PD-1进入到抢适应症获批的阶段。恒瑞医药的PD-1获批非鳞状非小细胞肺癌（NSCLC）的一线治疗，获批食管鳞癌的二线治疗，肝癌二线治疗。君实生物和信达生物的PD-1第二个适应症也即将获批。目前PD-1的上市企业竞争格局为2家外企（默沙东、BMS）+4家国内企业（恒瑞、君实、信达、百济神州）。
- 小分子抗肿瘤药仍在申报上市的新药中占有一席之地，泽璟制药的多纳非尼片、诺诚健华的BTK抑制剂奥布替尼、三代EGFR-TKI艾氟替尼、恒瑞医药的PARP抑制剂氟唑帕利均在近期申报上市。

2019年Q4-2020年5月申报上市的1类新药

药品名称	申报企业	治疗领域	承办日期
派安普利单抗注射液	正大天晴；康方生物	抗肿瘤	2020-05-28
特瑞普利单抗注射液	君实生物	抗肿瘤	2020-05-21
甲苯磺酸多纳非尼片	泽璟生物	抗肿瘤	2020-05-15
信迪利单抗注射液	信达生物	抗肿瘤	2020-04-26
替雷利珠单抗注射液	百济神州	抗肿瘤	2020-04-23
奥布替尼片	诺诚健华	抗肿瘤	2020-03-17
赛帕利单抗注射液	誉衡生物	抗肿瘤	2020-02-21
ZL-2401对甲苯磺酸盐片	再鼎医药，海正药业	抗感染	2020-02-14
环泊酚乳状注射液	海思科	麻醉药物	2020-01-22
康泰唑胺片	华海药业	抗生素	2020-01-04
甲磺酸艾氟替尼片	艾力斯生物	抗肿瘤	2019-12-10
索凡替尼胶囊	和记黄埔	抗肿瘤	2019-11-13
注射用泰它西普	荣昌生物	免疫系统用药	2019-11-13
氟唑帕利胶囊	恒瑞医药	抗肿瘤	2019-10-29

3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

新药谈判进医保，加速上市销售放量

- 为了促进新药降价及更快进入医保，我国已进行四次医保目录准入谈判。其中前三次主要针对抗癌药物，第四次大幅扩大范围，纳入各个治疗领域的新药74个，还包括23个中成药。
- 未来新药上市即通过谈判降价进入医保，或者通过医保目录动态调整进入医保将可能成为常态。降价幅度则与创新程度、疗效、竞争格局密切相关。只有临床稀缺、疗效好的创新药才具有较强的议价能力。及时进入医保也对新药销售放量具有极大促进作用。

2019年医保谈判部分国产创新药品种信息

药品名称	公司名称	规格	单位中标价格 (支、片、粒)	医保支付 标准(元)	降幅
艾普拉唑	丽珠医药	10mg	258	156	39.53%
利多卡因	北京泰德	700mg	91	19	79.12%
精氨酸谷氨酸	海思科	200ml:20g	354.06	54	84.75%
信迪利单抗	信达生物	10ml:100mg	7838.00	2843	63.73%
康柏西普	康弘生物	0.2ml	5550	4160	25.05%
重组人尿激酶原	天士力	5mg	1020	508	50.20%
雷替曲塞	南京正大天晴	2mg	1644.87	669	59.33%
		0.25g	131.60	115	12.61%
阿帕替尼	恒瑞医药	0.375g	179.51	156.86	12.61%
		0.425g	197.49	172.63	12.59%
西达本胺	微芯生物	5mg	385	343	10.91%

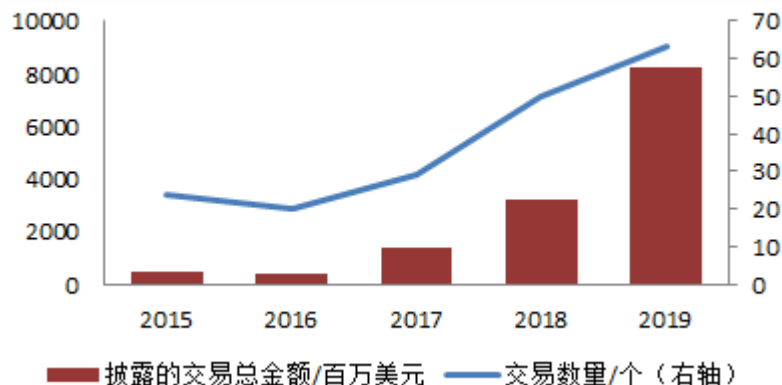
数据来源：药智网，医保局文件，西南证券整理

3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

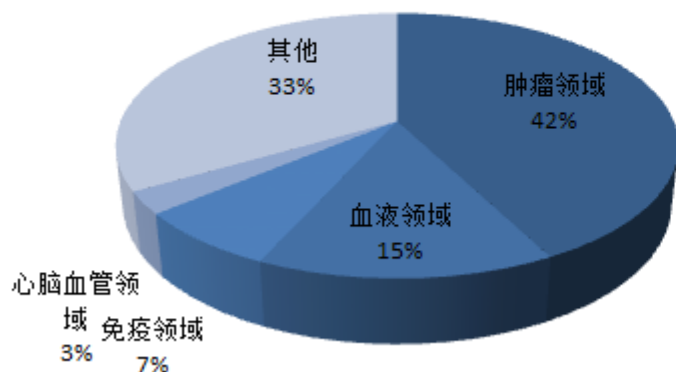
中国license in创新药项目热度高涨

- 中国引进创新药项目交易日益频繁，交易金额屡创新高。2019年国内共引进创新药项目63个，披露的交易金额合计82亿美元。
- 引进项目中各个阶段都有，临床前占比最高，为23%，一期和二期临床占比分别为19%。肿瘤领域热度最高，占比为42%，血液领域其次。
- license in的项目丰富了国内新药品种，为国内企业提供了获得新药研发项目的捷径。

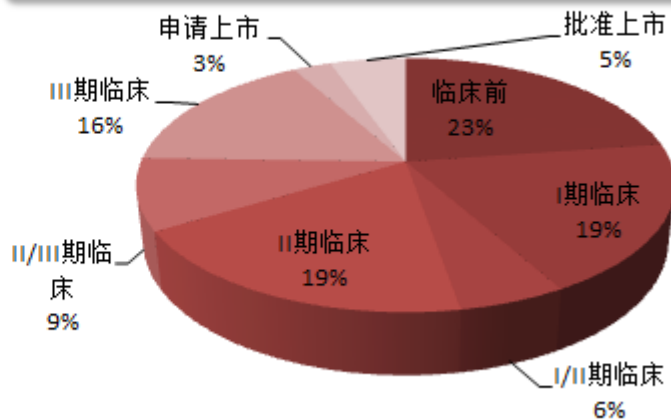
历年创新药交易数量及交易总金额



创新药交易项目前三大领域



创新药交易项目所处研发阶段占比 (2015-2019)



3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

2020年新药license out爆发

- 随着创新药企业实力增强，以及我国2017年加入ICH（国际人用药品注册技术协调会），国内近年新药license out项目逐渐增加。2020年license out项目数量已达到9个，全年可能成为史上license out大爆发的年份。
- License out企业多为国内研发实力较强的创新药企业，由于这些企业大多聚焦于肿瘤领域的研发，因此license out项目大多数为肿瘤药物。

中国近年药物license out部分项目

年份	项目数量	项目合作方
2015	3	信达生物-礼来、恒瑞医药-Incyte、康方生物-默沙东
2016	2	正大天晴-强生、复旦大学-美国HUYA
2017	5	成都先导-英国癌症研究中心曼彻斯特研究所、百济神州-新基、科伦博泰-美国Pierris、誉衡药业-美国Acrus、南京传奇-西安杨森、
2018	9	恒瑞医药-美国Acrutis、恒瑞医药-TG Therapeutics、复宏汉霖-英国Accord、天境生物-ABL Bio、科伦博泰-和铂医药、天士力-Arbo、博生医药-CBT、天境生物-Tracon、豪森药业-Hikma
2019	5	亚盛医药-UNITY Biotech、百奥泰-Cipla Limited、复宏汉霖-Kalbe、金斯瑞-
2020至今	9	君实生物-礼来、恒瑞医药-韩国Crystal、复宏汉霖-Mabxience、康宁杰瑞-赛诺菲、加科思-艾伯维、合一生计-LEO、成都先导-田边三菱、成都先导-日本科研制药、信达生物-Coherus

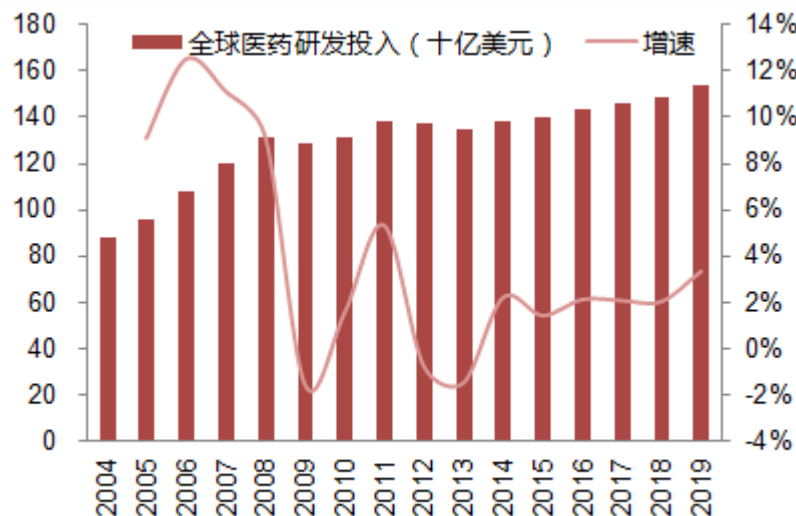
数据来源：各公司官网、新闻，亿欧，西南证券整理

3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

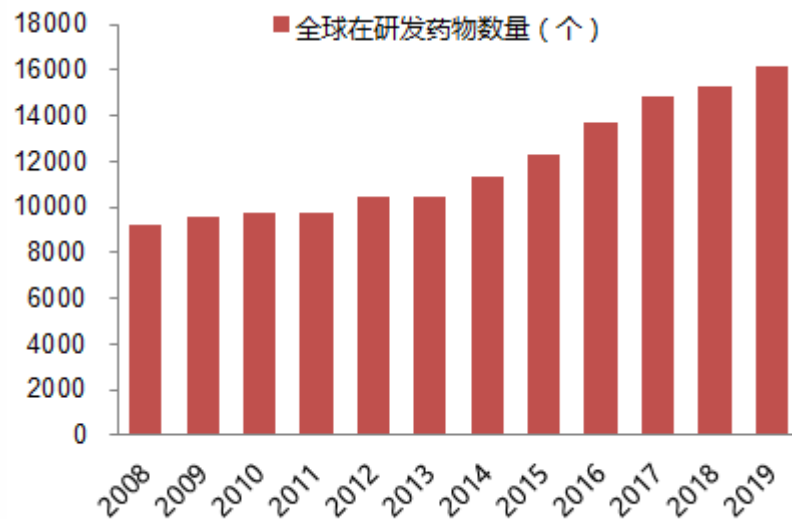
CXO：全球医药研发投入与研发管线数量稳健增长

- 全球医药研发投入与研发管线数量稳健增长，为全球CXO行业发展奠定基础。随着经济发展、人口老龄化加剧以及卫生健康意识增强等多因素影响，全球药物研发投入也逐渐升温，2019年全球研发投入达到1540亿美元，预计2024年全球研发投入达到2040亿美元，随着研发投入的不断增加，全球医药研发管线数量不断增加，2019年达到16181个，全球医药研发投入与研发管线数量的稳健增长，为全球CXO行业发展奠定基础。

全球医药行业研发投入金额稳步增长



全球医药行业研发管线总数稳步增长

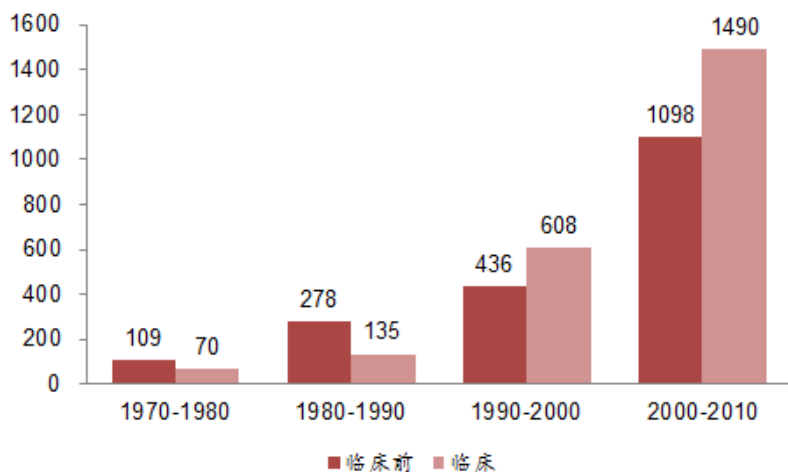


3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

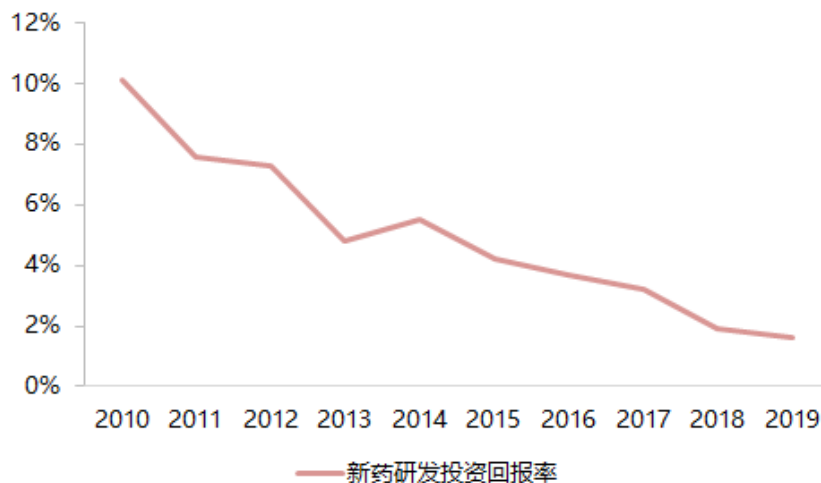
CXO：研发难度不断加大，研发成本上升，迫使药企也CXO企业合作

- 研发难度不断加大，促使药企与CXO企业合作。近几十年，随着疾病的日益复杂，已知靶点的不断消耗，以及政策监管要求的不断升级，医药公司的研发成本不断攀升，研发周期不断增长，研发成功率明显下降，给制药企业的研发带来巨大压力，为提升研发效率与成功率，药企逐步加大与CXO企业合作，促进CXO外包率逐步提升。

创新药研发费用不断增长（百万美元）



创新药投资回报率持续降低



3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

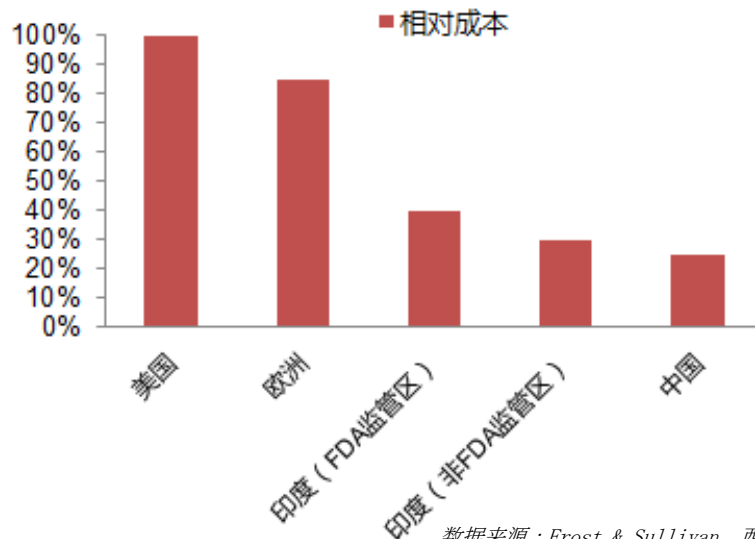
CXO：成本优势推动下，海外CXO产能持续向我国转移

- 临床前CRO 领域对人才依赖度较高，我国人才供给充足且人工成本相对较低，带动临床前CRO率先向我国开始转移，并涌现出药明康德和康龙化成等国际化大公司。而对于临床CRO领域，我国庞大的人口基数决定了在各个疾病领域均有相对较多的患者人数，招募患者的成本远低于发达国家，越来越多的国际制药企业选择在中国开展临床，进一步带动了国内临床CRO的发展。
- 中国、印度CDMO行业在原材料和人力成本方面也远低于欧美等发达国家，在成本优势推动下，全球CDMO行业产能逐步从欧美等发达国家向中国、印度等新兴国家转移，2011年我国CDMO市场占全球规模的5.94%，2017年占比已经达到8.94%，转移趋势显著。

我国CRO服务成本相对较低

试验阶段	试验项目	中国试验成本低于发达国家成本比例
临床前	化合物筛选	30%-60%
	毒理试验	30%
	动物试验	30%
临床	一期临床	30%-60%
	二/三期临床	30%-60%

我国CDMO成本远低于欧美等发达国家



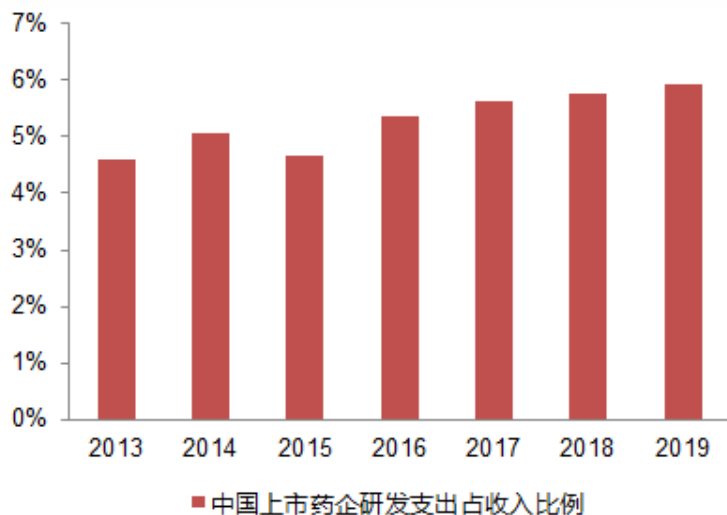
数据来源：Frost & Sullivan，西南证券整理

3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

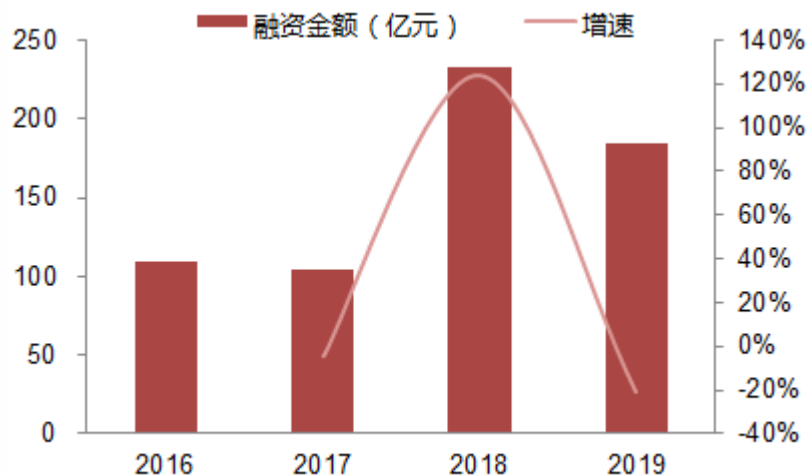
CXO：国内创新药崛起，进一步带动CXO行业发展

- 从我国大型制药企业来看，研发投入占收入比重从2013年的4.59%提升到2018年的5.78%，预计未来仍将进一步提升，恒瑞医药、贝达药业等创新药企业研发投入占收入比重均超过15%。
- 随着国家出台的一系列鼓励创新的政策以及海外人才的回流，我国初创型创新药企业数量快速增加，逐步成为创新研发的主力。2018年我国一级市场创新药企业融资额大幅增加，2019年融资额仍然接近200亿元，融资事件数量也进一步达到新高，初创型医药企业对研发和生产外包的需求更高，也将进一步带动我国CXO行业发展。

A股医药企业研发投入逐步增加



我国一级市场创新药企业融资额



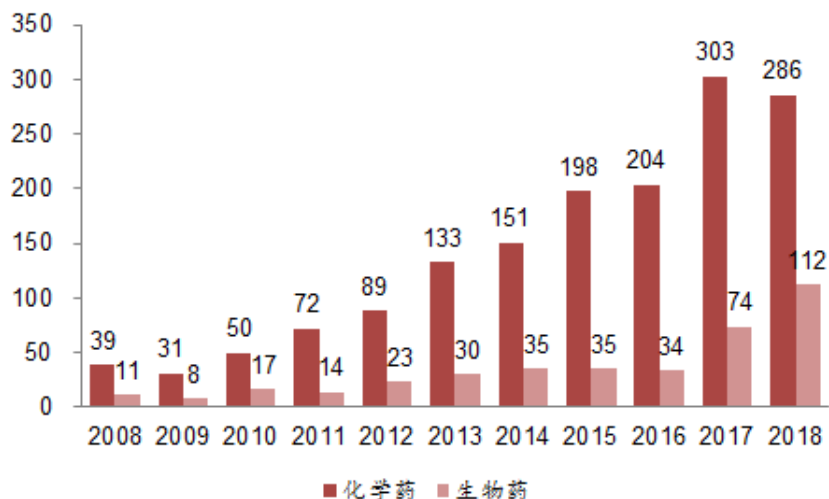
数据来源：Wind，西南证券整理

3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

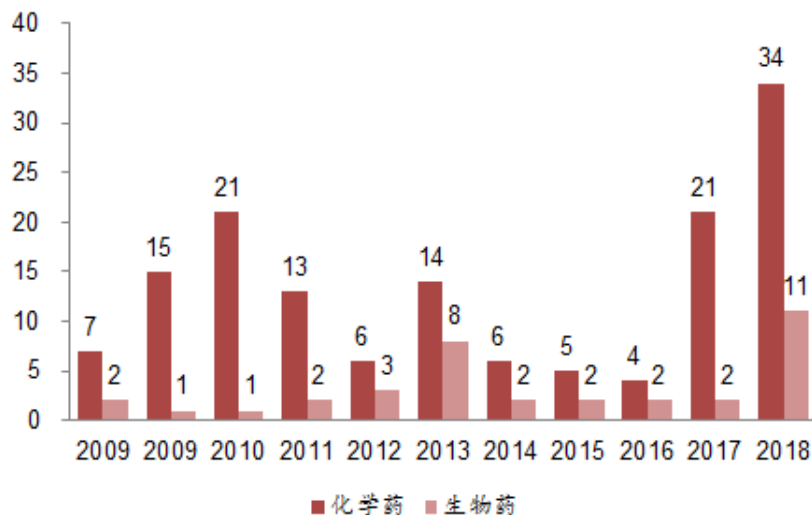
CXO：国内创新药崛起，进一步带动CXO行业发展

- 随着国内大型制药企业研发投入的不断加大，以及小型研发公司数量的快速增长，近几年国内药物报产数量明显上升。
- 2018年国内1类化药IND受理数量达到286个，1类生物药IND受理数量达到112个，2018年国内1类化药NDA受理数量达到34个，1类生物药NDA受理数量达到11个，均处于历史最高水平。

国产创新药临床实验申报受理情况



国产创新药上市申报受理情况



数据来源：CDE，西南证券整理

3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

CXO：利好政策不断出台，促进我国CXO行业发展步入快车道

- 2011年开始，我国不断出台利好政策，激发医药产业创新发展活力，推进医药产业供给侧结构性改革。政策的不断出台，极大的鼓励医药企业创新，促进我国CXO行业发展步入快车道。

我国CDMO成本远低于欧美等发达国家

政策名称	时间	颁布单位	核心内容
《医药工业“十二五”发展规划》	2012	国家工信部	明确鼓励发展合同研发外包服务，推动相关企业在药物设计、新药筛选、安全评价、临床试验及工艺研究等方面开展与国际标准接轨的研发外包服务。
《中国国际服务外包产业发展规划纲要2011-2015》	2013	商务部和发改委	要积极参与全球创新药研发服务，不断提升创新能力，完善医药外包服务链，拓展国际服务外包领域和产品。
《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	2015	NMPA	所有已申报并在总局待审的药品注册申请人，均须按照《药物临床试验质量管理规范》等相关要求，对照临床试验方案，对已申报生产或进口的待审药品注册申请药物临床试验情况开展自查，确保临床试验数据真实、可靠，相关证据保存完整。
《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	2015	国务院	鼓励以临床价值为导向的药物创新，优化创新药的审评审批程序，对临床急需的创新药加快审评。
《化学药品注册分类改革工作方案》	2016	NMPA	对接新注册分类申报的化学药品注册申请实行新的审评技术标准。其中，对于创新药，一是强调“创新性”，即应当具备“全球新”的物质结构，二是强调药物具有临床价值。
《药品上市许可持有人制度试点方案》	2016	国务院	上市许可与生产许可分离，实现药品研发和生产的分离，有利小型研发企业的发展和创新，有利于CMO行业发展
《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》	2017	国务院	激发医药产业创新发展活力，推进医药产业供给侧结构性改革，提高中国药品医疗器械质量和国际竞争力，更好地满足公众需求。
《中华人民共和国药品管理法(2019修订)》	2019	国务院	自2019年12月1日起，全面实施药品上市许可持有人制度。

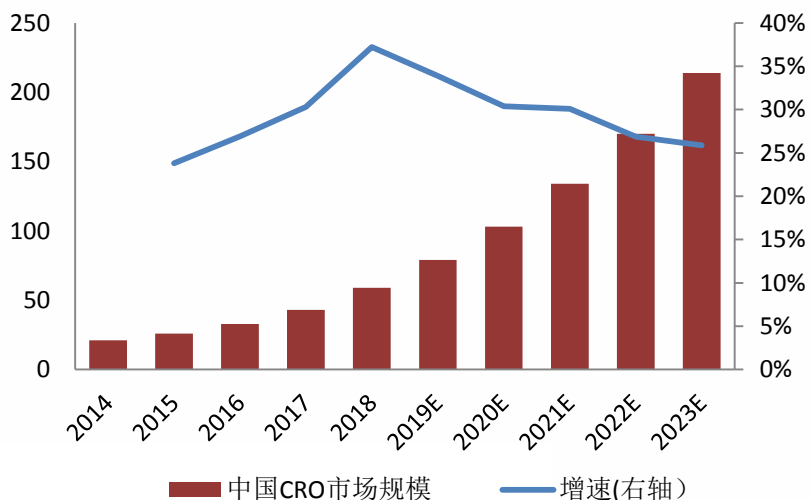
数据来源：政府官网，西南证券整理

3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

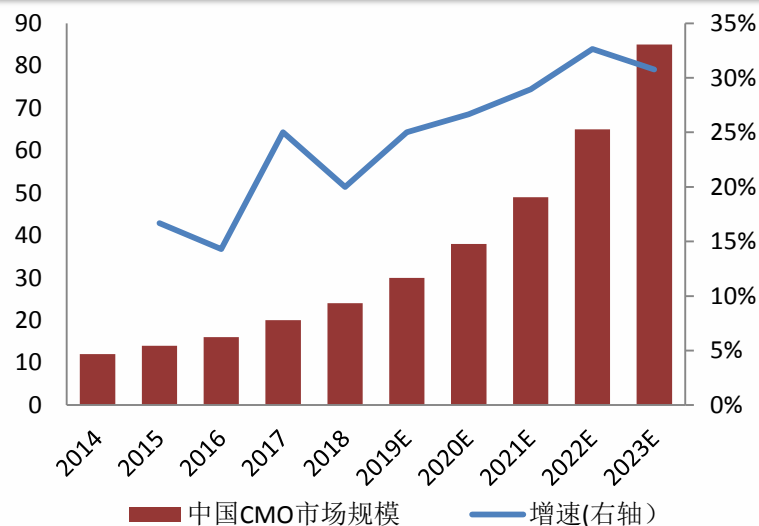
新药研发“卖水人”，研发外包领域景气度高

- 我国药物研发外包服务市场是医药行业中少数高增速领域之一，药物CRO领域预计在2019年增速仍在30%左右，药物CMO领域在2019年的增速预计在25%。龙头企业药明康德2019年的国内业务增速为20%，药明生物2019年的国内业务增速达到44%。
- 在医保资金腾笼换鸟的改革背景下，持续创新是医药企业的唯一出路，国内药企纷纷加大研发支出。因此，预计国内CRO&CMO市场在未来相当长的一段时间内将维持良好的增长速度。

中国药物研发CRO市场规模及增速（单位：亿美元）



中国药物研发CMO市场规模及增速（单位：亿美元）



3.1 创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

行业观点及投资标的

- **投资策略**：在医保控费的大背景下，药品均面临着降价风险，仅有疗效好、临床稀缺的创新品种具有较强的定价能力，持续创新才是制药企业的长期发展之路。我国药物创新正经历从仿创到me better和完全自主创新的阶段，从目前布局的研发管线来看，具有雄厚的研发实力的龙头企业和获得资本市场青睐的新兴创新药企可能在未来药物市场中胜出。
- **建议关注**：创新药领域重点推荐前期积累雄厚的白马型企业和专注于新药研发的后起之秀，包括：恒瑞医药（600276）、中国生物制药（1177.HK）、贝达药业（300558）、亿帆医药（002019）、康弘药业（002773）等；CXO领域重点推荐龙头企业：药明康德（603259）、凯莱英（002821）、药明生物（2269.HK）、泰格医药（300347）、药石科技（300725）、美迪西（688202）等。

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.8药品分销：渠道价值有望重估

4 2020年下半年医药投资策略及标的

3.2 疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

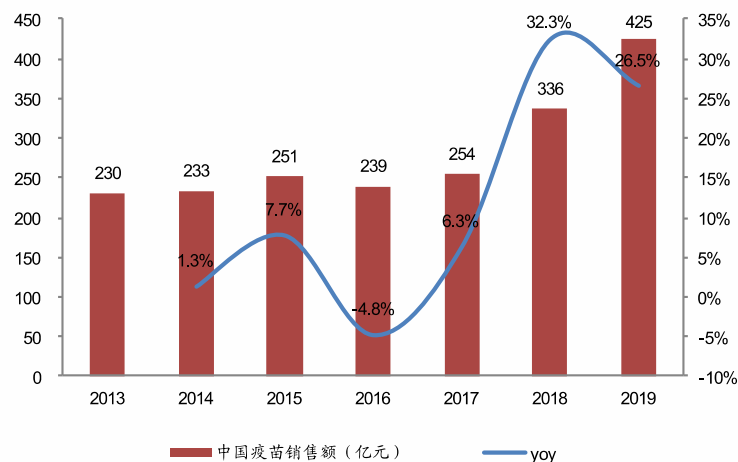
新品放量+中国市场渗透率提升带动全球疫苗市场加速增长

- 根据EvaluatePharma数据，2018年全球疫苗市场规模达到305亿美元，增速10.1%，预计2019-2024年仍将保持6.6%的复合增速，比2017年以前明显提速，主要因为：1) 带状疱疹疫苗等新型疫苗放量、2) 中国市场HPV、13价肺炎疫苗的品种渗透率提升。
- 根据灼识咨询数据，2019年中国疫苗市场规模约425亿，其中一类苗31亿，二类苗394亿，由于一些全球重磅疫苗品种在国内上市并放量，2018-2019年增速明显提升，预计2030年疫苗市场规模突破1000亿。

全球疫苗市场规模及增速



中国疫苗市场规模及增速



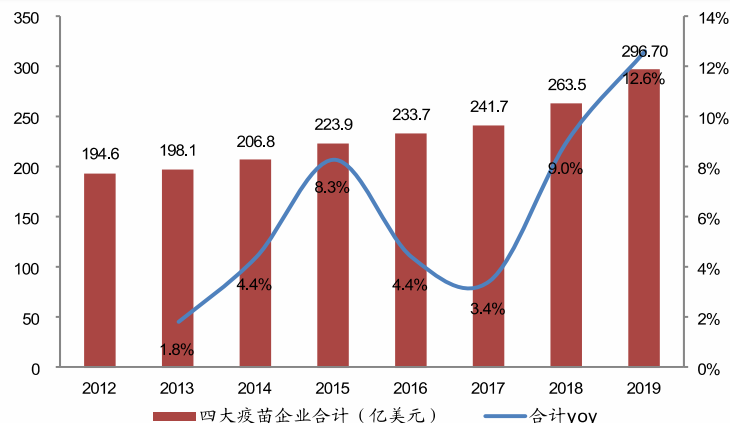
数据来源：EvaluatePharma, 灼识咨询, 西南证券整理

3.2 疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

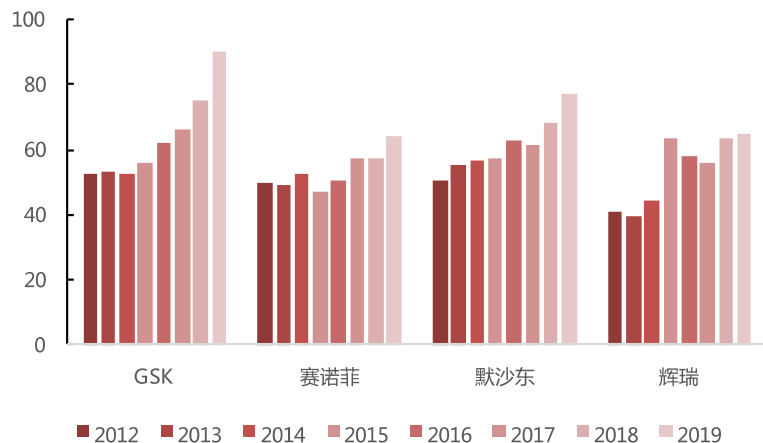
全球市场格局看：巨头垄断，新产品放量和新市场开拓助力四巨头增速加快

- 国际疫苗市场主要由四大疫苗巨头（GSK、默沙东、辉瑞和赛诺菲）占据，2019年四大巨头合计疫苗业务实现销售收入298亿美元，市占率合计约90%，同比增长12.6%，与2018年相比明显提速。
- 新产品和新市场助力巨头增速加快。2015年辉瑞13价肺炎结合疫苗、2017年GSK带状疱疹疫苗等重磅产品上市，以及默沙东HPV疫苗、赛诺菲五联苗在中国市场放量导致近两年巨头疫苗收入增速加快。

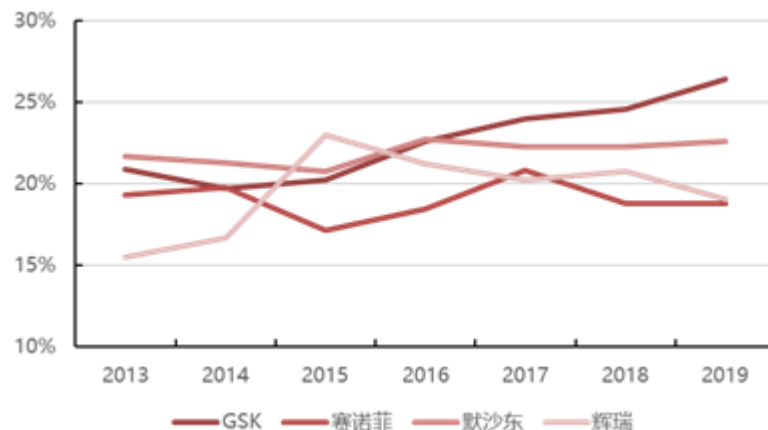
海外四家公司疫苗业务总收入及增速



海外四家公司疫苗业务收入情况 (亿美元)



四家公司疫苗业务全球市占率变化

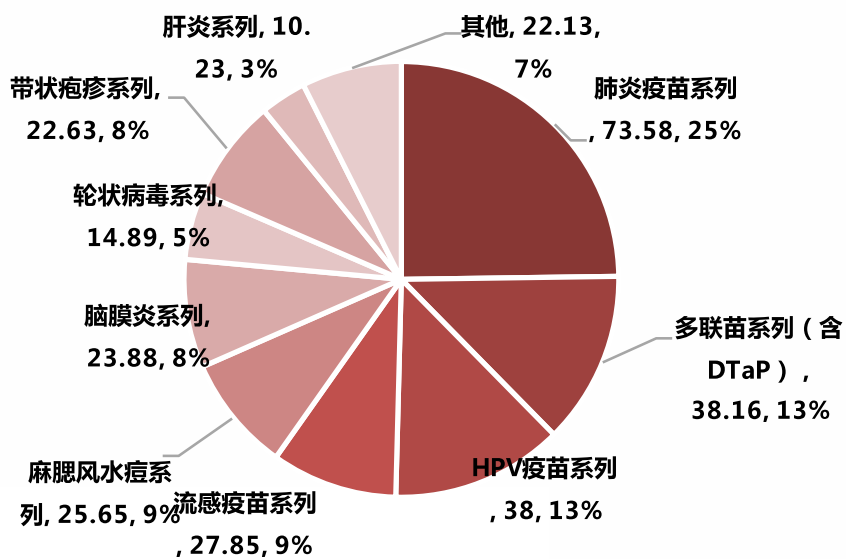


3.2 疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

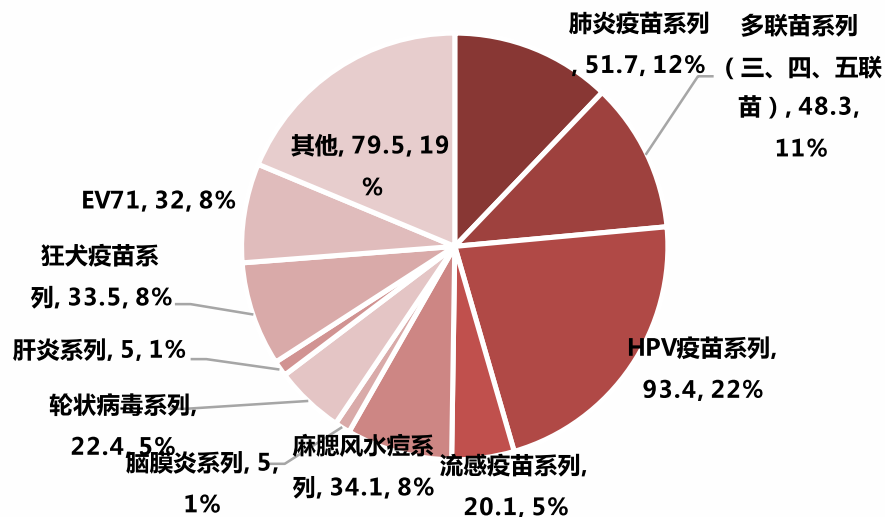
从品种看：全球九大系列重点品种频出，主要预防赛道集中度较高

- 从四家全球龙头疫苗业务构成来看，2019年肺炎、百白破多联苗、HPV、流感、麻腮风水痘、脑膜炎、轮状病毒、带状疱疹、肝炎等九大系列收入合计274亿美元，占其总收入298亿美元的93%；
- 从中国疫苗批签发产值估算看，肺炎（52亿）、多联苗（48亿）、HPV（93亿）、流感（20亿）、麻腮风水痘（34亿）、轮状（22亿）、狂犬病（34亿）、EV71（32亿）等系列疫苗合计产值336亿，占据国内份额80%以上，是重点品种主要诞生的领域。

2019年四家全球龙头疫苗业务构成情况（亿美元）



2019年国内疫苗批签发产值估算（亿元）

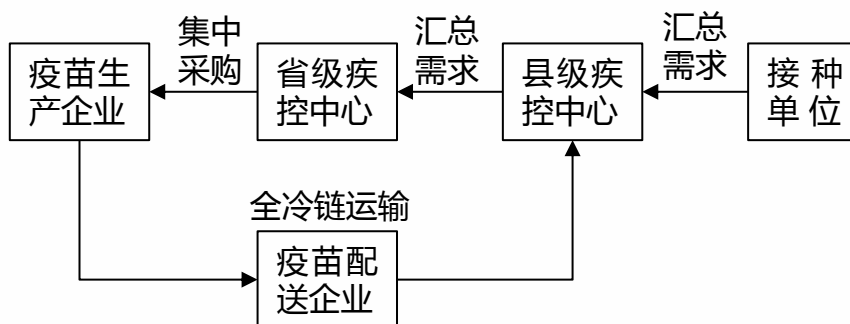


3.2 疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

政策趋严，龙头集中度提升

- 疫苗安全性事件时有发生，2016年的山东疫苗事件和2018年的长生事件都从政策层面推动行业变革。“一票制”和《疫苗管理法》的实施，将促进行业集中度的提升。

一票制后疫苗行业的流通模式



疫苗安全事件推动行业变革



3.2 疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

- **国产疫苗未来三年将有众多重磅产品问世，推动行业成长进一步加速。** 国产核心在研品种方面：**1) 康泰生物**：13价肺炎疫苗（已报产）和人二倍体狂苗（即将报产）等；**2) 智飞生物**：EC诊断试剂（已上市）和母牛分枝杆菌疫苗（报产中）等；**3) 沃森生物**：13价肺炎结合疫苗（已上市）和二价HPV（报产中）等。

国内主要疫苗企业部分核心在研产品一览

公司	产品	报临床时间	批准临床时	I期	II期	III期	报产	预计批准时间
康泰生物	ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗	2011/3/23	2012/12/25					2020年
	吸附无细胞百日破联合疫苗	2012/3/7	2012/12/25					2020.3已获批
	冻干b型流感嗜血杆菌结合疫苗	2012/4/24	2014/1/28					2020年中
	ACYW135脑膜炎结合疫苗	2011/3/23	2013/5/23					
	13价肺炎球菌结合疫苗	2010/3/12	2014/6/25					2020底-2021年
	冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	2015/3/13	2017/1/23					2021-2022年
	Sabin株脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero细胞）	2016/9/28	2017/3/15					2021年中
	重组肠道病毒71型疫苗（汉逊酵母）	2017/8/23	2018/1/17					
	吸附无细胞百日破冻干b型流感嗜血杆菌联合疫苗	2015/11/19	2016/5/31					
	吸附无细胞百日破（组分）联合疫苗	2017/9/8	2019/4/9					
智飞生物	注射用母牛分枝杆菌（预防）	2012/3/23	2013/1/5					2020Q2
	重组结核杆菌ESAT6-CFP10变态反应原	2011/8/5	2013/5/23					2020.4已上市
	三价流感病毒裂解疫苗	2012/3/27	2013/7/19					2021年
	23价肺炎多糖疫苗	2012/4/5	2015/7/27					
	冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5细胞)	2015/8/26	2017/5/26					
	四价流感病毒裂解疫苗	2015/3/3	2017/1/23					
	ACYW135脑膜炎结合疫苗	2012/6/11	2014/10/24					
	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	2012/11/30	2015/1/26					
	冻干重组结核疫苗（AEC/BC02）	2013/5/10	2015/5/13					
	15价肺炎结合疫苗	2014/6/5	2017/9/27					
沃森生物	13价肺炎球菌多糖结合疫苗	2011/12/1	2015/4/22					2020.1已上市
	重组人乳头瘤病毒双价（16/18型）疫苗（酵母）	2009/7/24	2011/6/10					2021年
	吸附无细胞百日破+b型流感嗜血杆菌联合疫苗	2010/8/9	2012/4/25					
	ACYW135群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	2012/11/8	2015/2/5					
	4价流感病毒裂解疫苗	2016/3/2	2017/10/26					
	九价HPV疫苗	2016/12/21	2018/1/10					
	重组肠道病毒71型病毒样颗粒疫苗（毕赤酵母）	2019/3/13	2019/6/6					

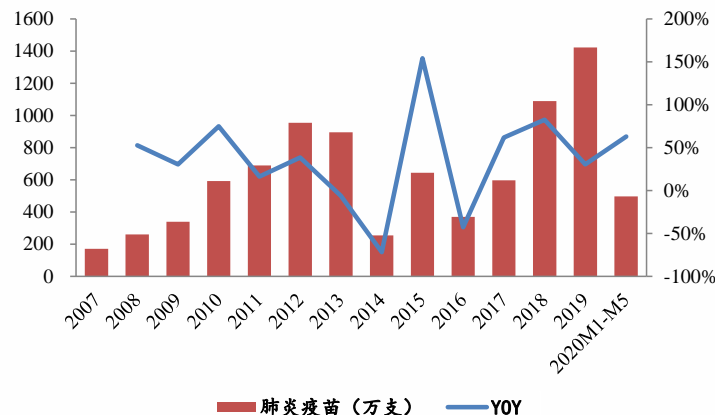
数据来源：公司公告，药智网，西南证券整理

3.2 疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

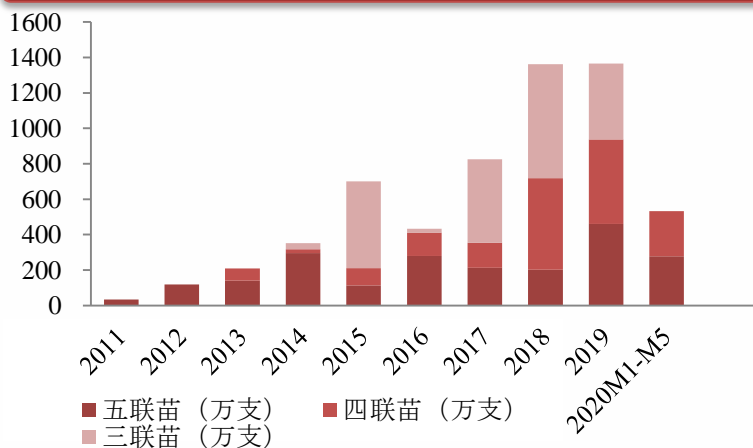
2020年1-5月疫苗批签发情况：多数重磅品种实现快速增长

- **多联苗**：2019年，多联苗批签发量共1365万支，保持平稳；2020年1-5月多联苗批签发共532万支，同比增长36%。
- **HPV疫苗**：2020年1-5月HPV疫苗批签发499万支，同比增长54%。其中，九价HPV批签发量216万支，同比大幅增长381%。
- **肺炎疫苗**：2020年1-5月，肺炎疫苗批签发497万支，同比增长63%。其中，13价肺炎结合疫苗批签发190万支，同比增长56%；

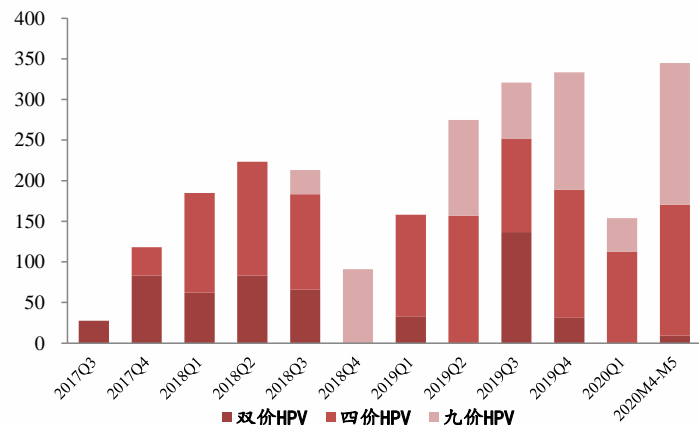
2007-2020年5月肺炎疫苗批签发情况



2011-2020年5月多联苗批签发量



2017Q3-2020年5月HPV疫苗批签发情况



3.2 疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

投资策略

- **疫苗行业投资逻辑关键看重品种驱动**：其中一类苗（传统疫苗）竞争激烈，不是成长性行业，安全性是更重要的维度；二类苗重磅品种是主要利润来源，如HPV疫苗、13价肺炎，新型疫苗具消费升级属性，放量比创新药更快，且由于二类苗不占用医保资金，面临控费的压力较小。
- **国内企业重磅疫苗逐渐进入收获期，有望驱动未来多年高增长**：过去十多年以来，随着国内疫苗龙头研发投入逐年增长以及研发不断积累，目前已经能看到部分公司的研发产品管线布局正在不断丰富，我们预计在未来2~3年内，随着国内企业的重点疫苗品种如13价肺炎疫苗、HPV疫苗、人二倍体狂犬疫苗、微卡疫苗等陆续上市并放量，国内疫苗行业景气度将持续提升；
- **政策趋严，龙头集中度提升**：在疫苗管理办法出台的背景下，对疫苗企业的生产管理等各个环节提出了较高的要求，我们认为国内疫苗行业集中度提升是必然趋势，疫苗行业先发优势将越发明显，重点看好以上市公司和中生集团为代表的疫苗龙头。

重点标的

- **疫苗领域重点推荐龙头企业**：康泰生物（300601）、智飞生物（300122）、华北制药（600812）、沃森生物（300142）、万泰生物（603392）、康华生物（300841）。

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.8药品分销：渠道价值有望重估

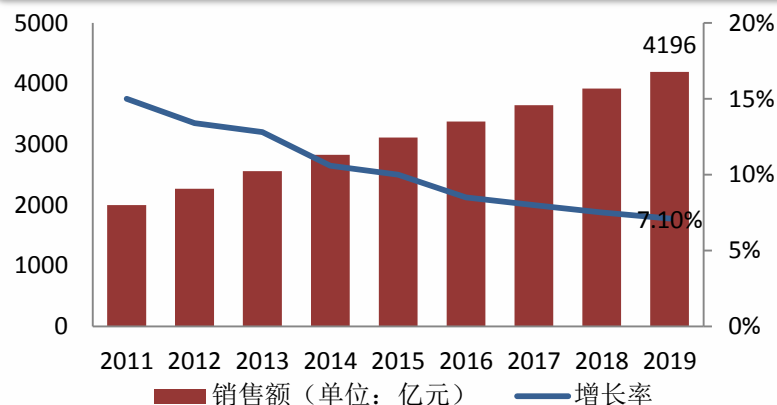
4 2020年下半年医药投资策略及标的

3.3 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

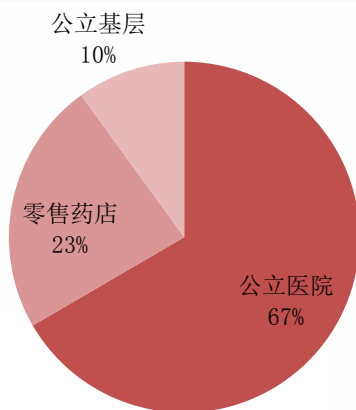
药品零售渠道增速高于行业增速

- 2019年中国零售药店终端的药品销售规模约为4196亿元，同比增长7.1%，随着销售规模的扩大，增速进一步放缓，不过仍然高于2019年全国药品行业增速（4.8%）。随着处方外流的进展，预计零售渠道的增速将持续超过行业整体及公立医院。
- 2019年零售渠道在国内药品销售中占比为23.4%，仅次于公立医院终端，零售是药品销售的重要渠道。

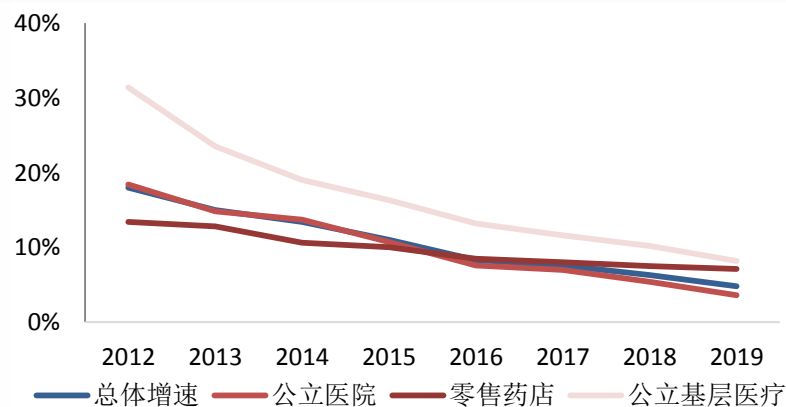
国内零售渠道药品销售额及增长率



2019年国内药品销售渠道占比



国内药品行业各渠道增速

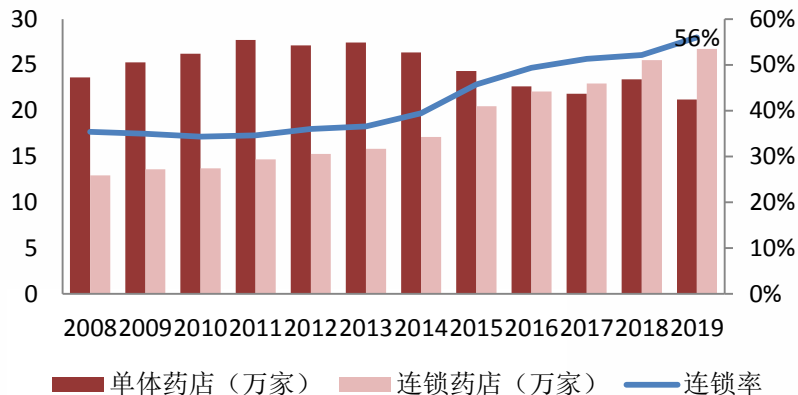


3.3 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

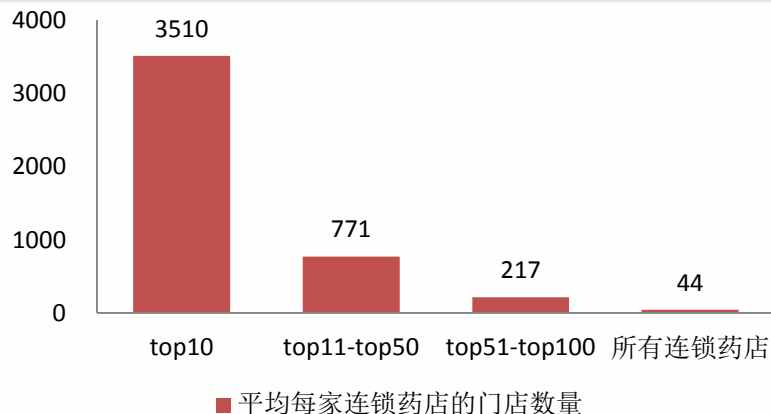
药店连锁率提升空间大

- 我国连锁药店的连锁率持续提升，2019年连锁药店门店数量达到26.75万家，单体药店门店数量为21.23万家，连锁率上升到56%。
- 连锁药店的规模普遍较小，为并购市场提供大量可选标的。我国平均每家连锁药店的门店数量仅为44家。第100名连锁药店的门店数量为121家，超过5000家连锁企业的门店不足100家。
- 美国药店连锁率早在2000年就达到75%。与发达国家相比，中国药店连锁率偏低，随着连锁药店持续开拓新店和外延并购，连锁率将持续提升。

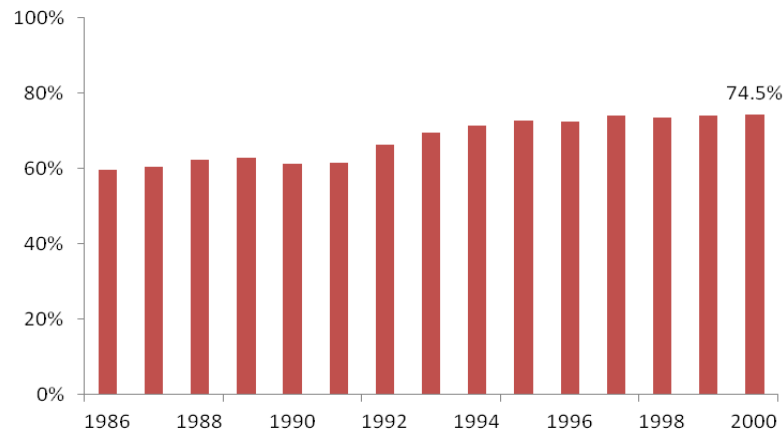
国内药店行业连锁率变化情况（单位：万家）



国内连锁药店平均药店数量（单位：家）



美国药店连锁率变化情况

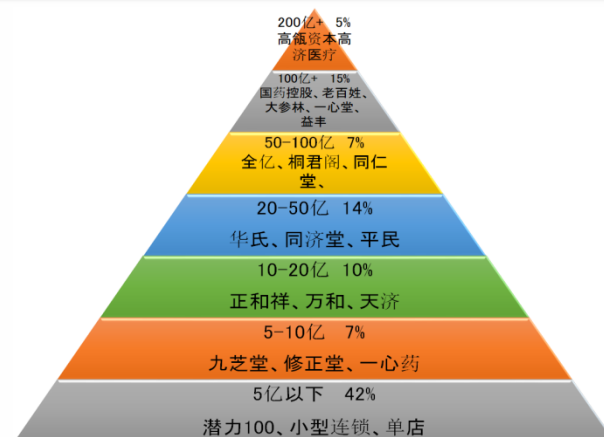


3.3 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

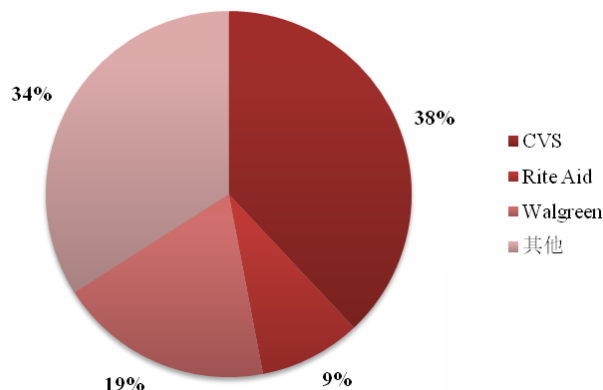
药店集中度有待提升

- 国内药店集中度虽然持续提升但仍然偏低，2019年前五家市占率仅15%，前100家市占率约46%。按照门店数量来看，前100家连锁药店的门店数量占比仅为16%。集中度提升空间较大。
- 美国药店市场已完成并购整合，前4家市占率高达为83%，日本前10家市占率达70%。随着产业进一步整合，国内药品零售行业集中度将进一步提升。

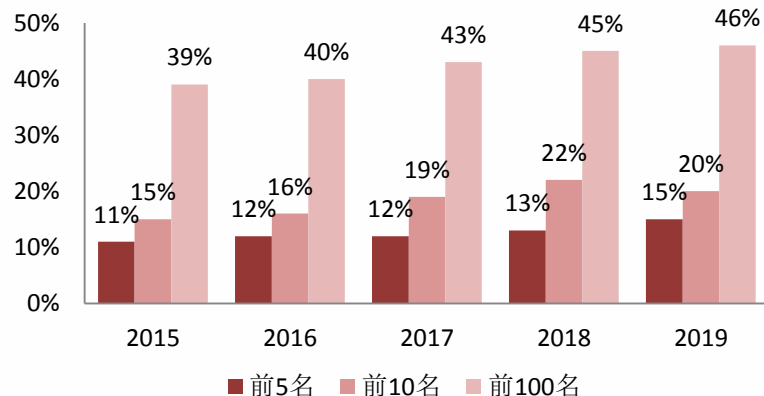
2019年国内零售药店格局



美国药店集中度高



国内龙头药店市场份额集中度



3.3 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

国家政策推动药店集中度提升

- 政策规范化淘汰单体和小连锁：大多数现存单体药店以及小连锁持续生存的基础是不规范的税收、不规范的进货渠道、低保障的员工福利。一旦政策监管收紧，倒逼药店在这三方面的规范化，则这部分药店就会被迫出局。所以政策监管的落地利好规范化的大中型连锁药店，促进行业集中度提高。
- 开店标准提高，未能满足标准的药店逐步淘汰：2018年出台的药店分级分类管理政策对开办各类药店的门店面积、人员配备等均提出标准，且高于原有标准，开办药店的成本加大。不能满足条件的老药店面临降级或淘汰的风险。
- 带量采购将成为常态，大中型连锁药店获得品种能力较强，竞争力得以提高：带量采购之下，药企对零售渠道的重视程度提高，药店借机获得新增品种。大连锁由于渠道覆盖面广，成为药企首选合作对象。

政策推动药店集中度提升，利好药店龙头企业

执行时间	政策	意义
2017-2018年	《在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见(试行)》	税务规范
2018-2025	《全国零售药店分类分级管理指导意见(征求意见稿)》	执业药师挂靠整顿和配备规范出台
持续进行，2018年后加强	《国家医疗保障局关于做好2019年医疗保障基金监督工作的通知》	药店医保刷卡规范
2018-未来	带量采购	药企重视零售渠道，促进处方外流

数据来源：NMPA，西南证券整理

3.3 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

资本市场助力零售药店集中度提升

- 上市药店借助资本市场力量快速扩张：一心堂、老百姓、大参林均在2018-2019年完成了可转债的发行，益丰药房也在近期申请发行可转债。再加上公司持续经营利润，四家上市公司均有充足的现金流进行门店扩张。
- 一级市场估值回归正常，利于头部药店的整合收购：经历了前几年药店一级市场的高热度抢标的，现在估值逐渐回归理性。再加上年初疫情促进客流向大药店集中，小药店受到一定负面影响，出售意愿增强。药店领域的一级市场收购标的增加，预计今年四大上市连锁药店将会加速收购步伐。

药店上市公司通过新建和并购持续快速扩张

	2016		2017		2018		2019		预计可用资金（亿元）
	新建（家）	收购（家）	新建（家）	收购（家）	新建（家）	收购（家）	新建（家）	收购（家）	
一心堂	365	224	448	662	953		718		~22
益丰药房	310	193	349	167	546	959	639	381	~17
老百姓	193	295	339	318	506	413	466	243	~14
大参林	409	103	575	58	701	266	394	498	~25
期末门店总数	9844		12464		16369		20902		--

数据来源：Wind，西南证券整理

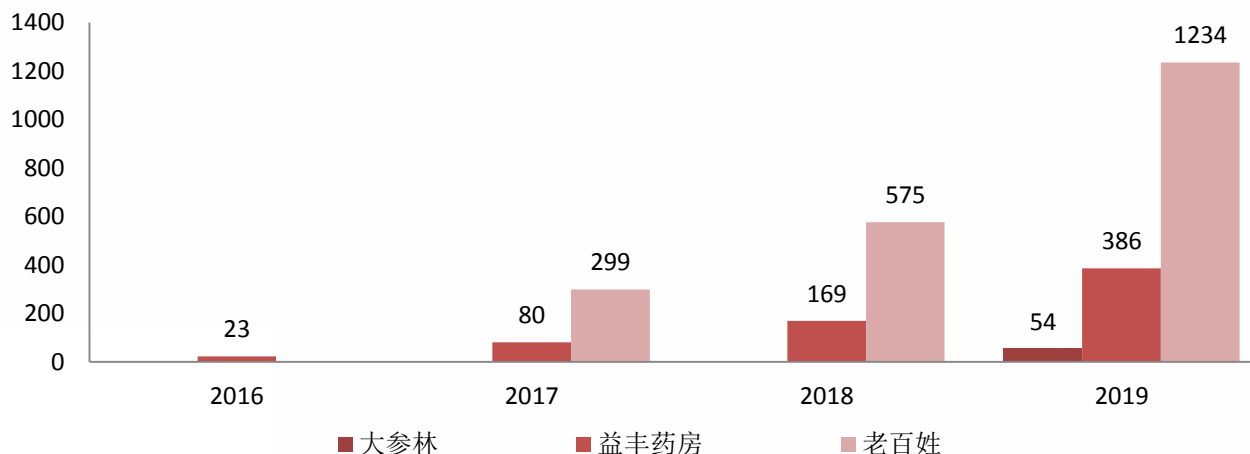
注：预计可用资金来自资产负债表里的货币资金+交易性金融资产+其他流动资产里推算的理财产品

3.3 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

全方位加盟模式兴起，促进行业集中度提高

- 从2016年开始，益丰药房和老百姓开始孕育加盟店计划。新型的加盟模式是“全方位加盟”，从商品、信息系统、人员培训、物流等角度，与直营店一体化管理。保证品牌影响力的提升。
- 我们认为新型的门店加盟模式是促进药品零售行业集中度提高的重要途径，未来将持续扩大。中国存在大量的小连锁和单体店，在竞争加剧，监管趋严的情况下，只能以微利存活。全方位的新型加盟模式给了他们一种新持续经营选择。
- 上市公司中，老百姓的加盟模式发展最为迅速，2019年已经达到1234家店，预计2020年将达到2000家。其次是益丰药房和大参林。一心堂也开始在部分地区试点布局加盟店模式。

上市公司历年加盟店数量



3.3 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

互联网医疗政策逐渐放开，网上药店未来可期

- 我国互联网医疗发展过程经历几番波折，从一开始全面禁止销售，到现在政策逐渐放宽至仅禁止部分药品进行网络售卖。国家也开始鼓励连锁零售药店探索医药电商新领域，互联网医药迎来春天。目前医药电商业务仅作为线下零售门店的有效补充，但随着该行业的发展，同时本次新冠疫情加速了人们线上购药消费习惯的转变，预计未来互联网医疗+网上药店将成为处方外流新的有力承接点。

2019年以来互联网医疗策梳理

时间	文件	相关内容
2019.1	《药品网络销售监督管理办法（送审稿）》	明确允许第三方平台向个人消费者售药，允许通过网络向个人消费者售药，允许单体药店通过网络销售药品，允许向个人消费者售药网站发布处方药信息。
2019.8	《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》	明确医保支付政策。
2020.2	《国家卫生健康委办公厅关于在疫情防控中做好互联网诊疗咨询服务工作的通知》	明确提出“要充分发挥互联网医疗服务优势，大力开展互联网诊疗服务，特别是对发热患者的互联网诊疗咨询服务。”
2020.3	《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》	符合要求的互联网医疗机构为消费者提供的常见病、慢性病线上复诊服务，可纳入医保基金支付范围。互联网医疗机构可在线开具电子处方，线下采取多种方式灵活配药，消费者可享受医保支付待遇。诊疗费和药费医保负担部分在线直接结算，消费者仅需负担自付部分。意见要求落实线上实名制就医和处方审核等措施，确保医保基金安全。

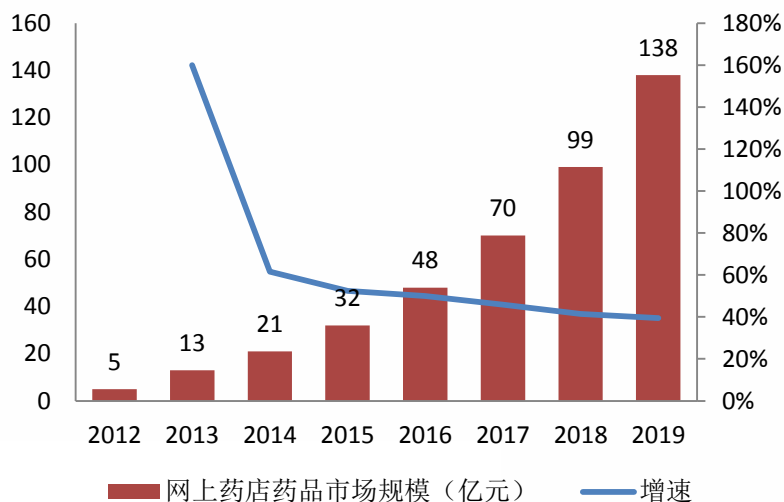
数据来源：NMPA, 西南证券整理

3.3 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

网上药品销售继续高速增长

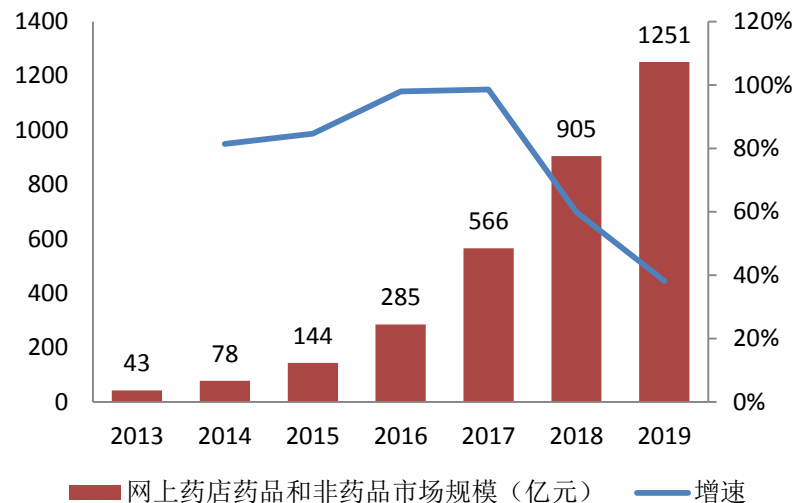
- 网上药店仍处于高速增长阶段。2019年药品销售规模达到138亿元（+39%），药品与非药品总销售额达到1251亿元（+38%），是药品领域里稀缺的高增速渠道之一。阿里健康作为网上药店的代表企业，2019年收入实现了109%的增速。
- 一季度疫情爆发后，国家加大对互联网+医疗的重视，未来可能进一步放开于网上销售药品的政策。我们认为未来网上售药的放开是大势所趋，具有流量优势+医保对接优势的平台可能成为网上售药的主要承接者。

国内网上药店销售额（药品）



数据来源：米内网，西南证券整理

国内网上药店销售额（药品+非药品）



数据来源：米内网，西南证券整理

3.3 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

药店分类分级给中小药店带来较大压力

- 2018年11月，商务部发布《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，将药店划为一类、二类、三类，并明确了各类药店所需执业药师配备要求。龙头企业一直以来鼓励员工进行执业药师资格考试，人才储备较为充足，影响有限。但中小药店可能难以满足这些要求，因此药店分类分级将进一步挤压中小药店生存空间，龙头企业优势凸显，强者恒强。

药店分级政策梳理

全国		
药店类型	销售范围	人员配备
一类药店	乙类非处方药	至少1名药师
二类药店	非处方药、处方药（除禁止类、限制类药品）、中药饮片	至少1名执业药师和1名药师；经营范围包括中药饮片的还应配备至少1名执业中药师
三类药店	非处方药、处方药（除禁止类药品）、中药饮片	至少2名执业药师和2名药师；实行网上集中审方的门店可视为配有1名执业药师
分级标准	资质要求	
A级	拥有基础的信息化设备，近1年内未发生严重失信行为	
AA级	拥有药品可追溯及信息化管理系统，近2年内未发生严重失信行为，具备24小时服务能力	
AAA级	拥有成熟的药品可追溯及信息化管理系统，近3年内未发生严重失信行为，具备24小时服务能力	
广东省（广州、深圳、东莞、佛山、中山、珠海、惠州、江门、肇庆市）		
药店类型	销售范围	人员配备
一类药店	非处方药	至少1名药师，药店面积每增加100平方米配备1名执业药师
二类药店	非处方药、处方药（除注射剂、肿瘤治疗药、抗生素、生物制品、二类精神药品、医疗用毒性药品、罂粟壳、中药饮片）	至少1名执业药师（含执业中药师）和1名药师，药店面积每增加100平方米配备1名执业药师
三类药店	非处方药、处方药、中药饮片，经批准三类店还可销售二类精神药品、医疗用毒性药品及罂粟壳	至少1名执业药师和2名药师，经营范围包括中药饮片的还应配备至少1名执业中药师或中药师，药店面积每增加100平方米配备1名执业药师

3.3 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

处方外流进入实质推动期，提供巨大增量市场空间

- 2014年以来，国家不断出台推动处方外流的政策，其中重点信息包括“探索医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通”、“患者可自主选择在门诊药房或零售药店购药”，以及“允许通过网络向个人消费者销售处方药”。多省地方政府也出台政策直接推动处方外流，如北京明确指出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；西安、天津、重庆等地可凭处方（包括电子处方）销售处方药；广州将零售药店分为三级，一类店经营范围限定为非处方药，二类店经营范围限定为非处方药、处方药（一些注射剂、肿瘤治疗药除外），三类店经营范围包括非处方药、处方药、中药饮片等所有可以在药品零售企业销售的药品。随着药品零加成政策的全面实施，院内药房成为成本端，处方外流将在政策的推动下成为长期趋势。
- 假设公立医院药品收入在2019-2023年保持1%增速，其规模将达到8125.2亿元、8206.4亿元、8288.5亿元、8371.4亿元和8455.1亿元。以此假设为基础，处方外流预计给医药零售市场带来千亿市场增长空间。

处方外流预计带来零售市场规模增长情况

处方外流比例	处方外流增加的市场规模（亿元）					
	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	5年总计
1%	81.3	82.1	82.9	83.7	84.6	414.5
2%	162.5	164.1	165.8	167.4	169.1	828.9
3%	243.8	246.2	248.7	251.1	253.7	1243.4
4%	325.0	328.3	331.5	334.9	338.2	1657.9
5%	406.3	410.3	414.4	418.6	422.8	2072.3

3.3 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

多省接入处方流转平台，处方外流正式启航

- 2018年国务院办公厅发布《关于促进互联网+医疗健康发展的意见》，鼓励探索医疗机构处方信息与药品零售消费信息互联互通。截至2019年，全国已有11个省市明确建立处方流转平台，推动处方外流进入实质进展期。

药店纳入带量采购政策情况

地区	执行时间	文件名	相关内容
山西省	2019.8	《关于在药品零售企业开展电子处方服务试点工作的通知》	通过严格规范电子处方的管理,推进和完善药品零售企业信息化服务机制。远程医师开具的电子处方等同于普通处方,保存期限同普通处方,并保存在企业门店备查。
吉林省	2019.7	《吉林省药品监督管理局关于加强药品零售企业执业药师和处方药销售管理的通知》	探索建立“互联网+电子处方”模式。在线开具的处方必须有医电子签名,解决公众购买处方药、药品零售企业销售处方药无处方来源的问题。凭电子处方销售的处方药,主要针对的是常见病、慢性病的复诊。药品零售企业必须凭处方销售处方药。
黑龙江	2019.9	《关于进一步加强药品零售企业处方药销售管理规定(试行)》	每次可向特慢病患者销售不超过3个月的用量,处方和处方药登记销售记录应当保存5年备查。
浙江宁波	2018.5	《关于支持和鼓励药品零售连锁创新发展的意见》	推进零售药店电子处方服务,鼓励药品零售连锁发展。
安徽省	2019.12	《安徽省药品监督管理局关于印发促进药品零售(连锁)企业健康发展具体举措的通知》	积极探索医疗机构“电子处方”在药品零售环节的应用,在线开的处方必须有医师电子签名,严禁药品零售企业不凭处方销售处方药。
山东省	2019.11	《山东省药品零售连锁企业管理办法》	互联网医院使用的信息系统及电子处方系统应当实施第三级信息安全等级保护。平台要建立相应的管理制度,确保电子处方的合法性和真实性。
湖北荆州	2017.11	荆州市局召开全市处方药销售专项整治工作推进会	倡导“药店+诊所”模式,签约社区医生及家庭医生问诊开方,施电子处方与远程审方。

数据来源：各省药监局，西南证券整理

3.3 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

带量采购促进药店获得新增品种，促进处方外流

- 2019年9月24日，第二批带量采购中标结果出炉，中标价格较第一批再次大幅度下降，部分药品降幅达80%，以价换量效果显著。当前带量采购参与者主要以医疗机构为主，但多个省市鼓励定点药店参与。
- 2019年5月，山东省出台《关于民营医药机构试行网上药品集中采购的意见》，明确指出连锁零售药店可以通过山东省药品集中采购平台进行网上采购药品；广东省也正式启动药品零售行业集采，该政策未来若在全国范围铺开，零售企业成本端将大幅改善。同时落标药企开始寻找大量院外销售渠道，促使处方药外流，零售市场正在迎来发展机会。

药店纳入带量采购政策情况

地区	时间	文件	相关内容
山东省	2019.5	《关于民营医药机构试行网上药品集中采购的意见》	连锁零售药店可以通过集中采购平台网上采购药品
浙江省	2019.5	《关于全省性医药连锁药店集团开通浙江省药械采购平台采购权限有关事项的通知》	英特怡年、华东大药房、国控大药房、欣益药房、云开亚美大药房、九洲大药房向医保局提交申请通过后，可开通药械采购平台网上药品采购权限
上海市	2019.6	《“限药店药品全面挂网公开议价”等有关事项的工作提示》	定点药店可通过集采系统与药品生产企业自行议价
全国	2019.9	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围实施意见》	自愿参加试点扩大区域范围的医保定点零售药店可以参加带量采购

数据来源：各省药监局，西南证券整理

3.3 零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

行业观点及投资标的

- **大连锁持续收购整合，促进集中度提升。**政策监管和开店限制趋严，倒逼小连锁和单体药店逐步淘汰出局，留给大连锁更多收购空间和开店机会。一季度的疫情引导客流向大连锁药店集中，对药店的业绩具有正向影响的同时也拖慢了收购和开店步伐，下半年预计将会加速，全年仍将维持较高的扩张速度，四家上市公司药店具有充足的现金流支持扩张。
- **多因素促进处方外流，大型连锁药店成主力承接方。**院边店、DTP药房、慢病资质医保药店、带量采购相关品种流向药店、互联网+线下药店等多因素均助力处方流向线下药店。大型连锁药店对客户覆盖面广，具有更强的承接能力，因此吸引众多新增上游厂家、医院、处方平台、流量平台合作。从四家上市公司2019年报显示，处方药销售占比均呈上升趋势。
- **投资建议：**我国连锁药店集中度TOP10市场份额仅为20%，大连锁收购&自建门店空间大，行业集中度持续提升；处方外流才起步，尚有千亿规模可持续流向药店。两大因素均利好大型连锁药店。重点推荐大参林（603233）、一心堂（002727）、老百姓（603883）、益丰药房（603939）。

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.8药品分销：渠道价值有望重估

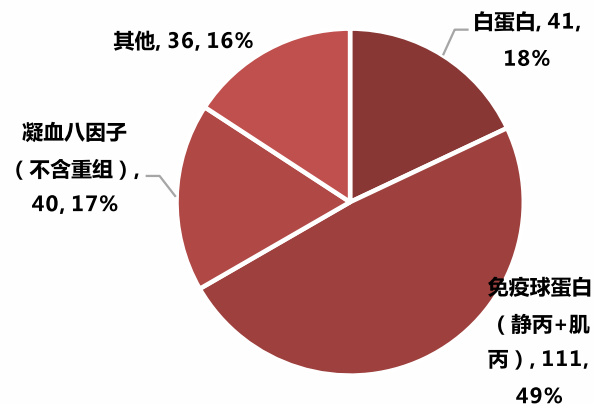
4 2020年下半年医药投资策略及标的

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

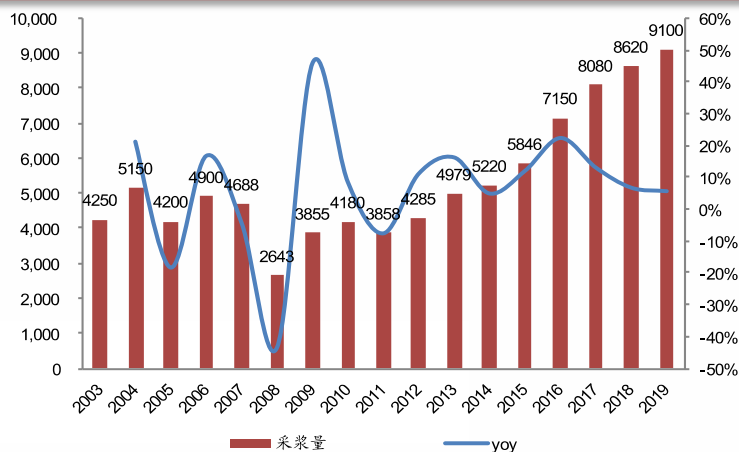
血制品市场稳健增长，长期看静丙和凝血因子的渗透空间较大

- 血制品行业“浆站—采浆—生产—批签发”的特殊模式决定行业有一定垄断性，龙头资源一般较难被颠覆。
- 2019年全国采浆量约9200吨，近年来稳健增长，相比世卫组织要求的10L/1000人的基本保障水平，中国理论上需要14000万吨才能达到供需平衡。
- 从格局来看，全球血制品市场以静丙为主，国内以白蛋白为主，中国静丙、凝血八因子的人均使用量仅为美国的1/10，后续空间较大。

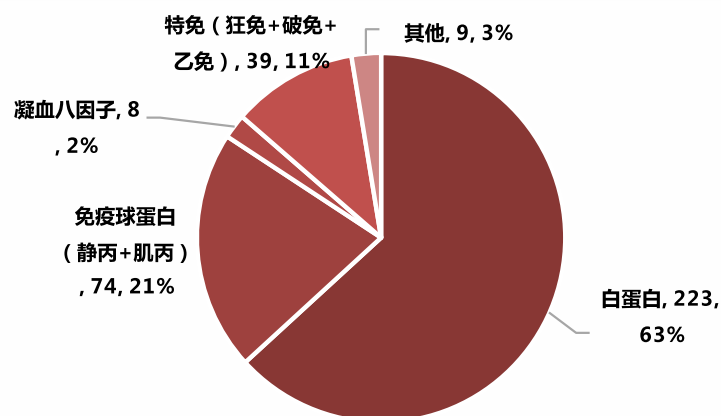
2018年全球血制品以静丙为主（亿美元）



2003-2019年全国采浆量（吨）及增速



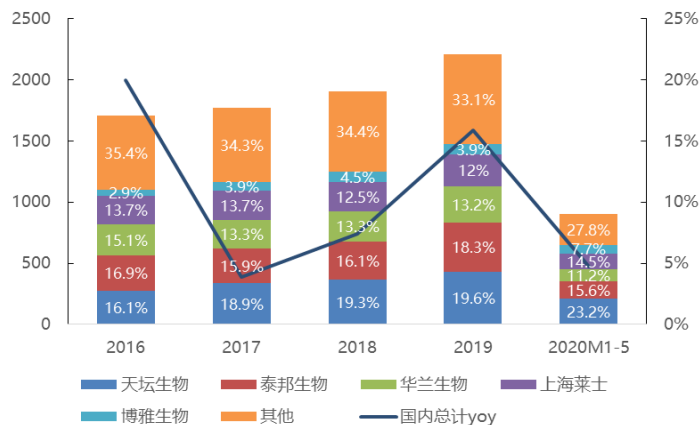
2019年中国血制品批签发货值估算（亿元）



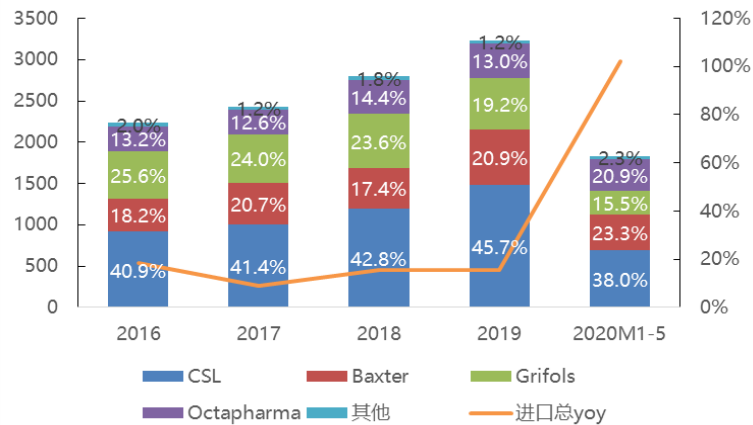
3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

2020年1-5月进口白蛋白批签发加快，国产加大静丙和八因子的批签发量

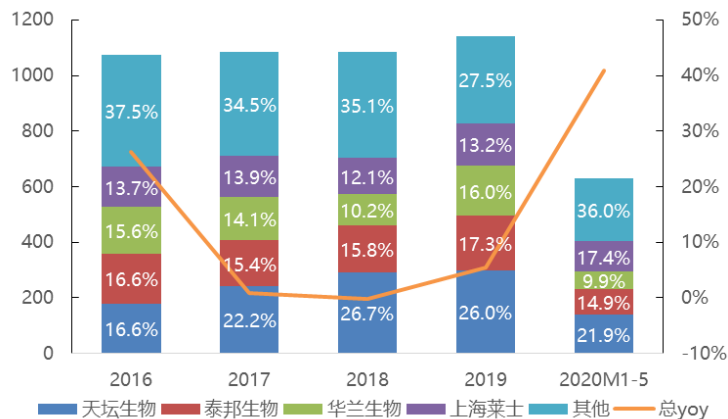
2016-2020M5国产白蛋白批签发情况（10g，万瓶）



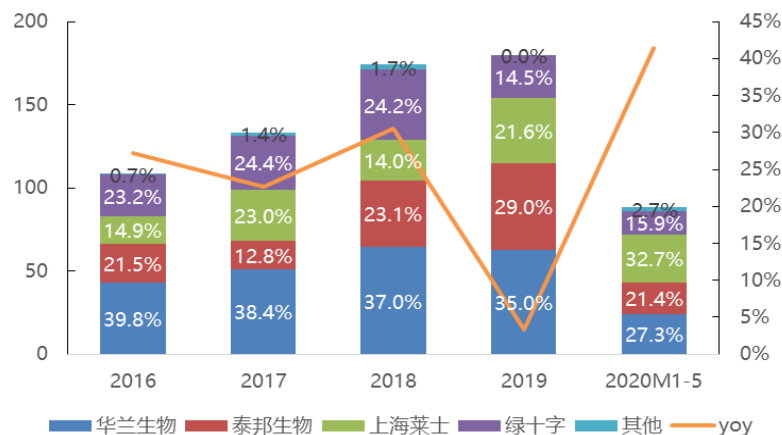
2016-2020M5进口白蛋白批签发情况（10g，万瓶）



2016-2020M5静丙批签发情况（2.5g，万瓶）



2016-2020M5八因子批签发情况（200IU，万瓶）



3.4 血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

四龙头形成第一梯队，疫情导致2020年下半年供不应求

- 中国血制品企业经历多次整合并购后，第一梯队四大龙头的格局基本形成，CR4=56%，相比全球市场CR4=72%，仍有一定提升空间，未来龙头凭借浆站资源、资金、技术、效率和兼并收购有望强者恒强。
- 2020新冠疫情导致一季度采浆量减少（全年影响5-10%），考虑半年的生产周期，以及下半年门诊量需求量的恢复，血制品供应会比较紧张，利好血制品厂商业绩释放（提升出厂价、减少销售费用和返利等），同时疫情提高了医生和患者对血制品作用的认知，尤其静丙的价值被极大挖掘（适应症拓展），长线看血制品渗透率提升有望加速。
- 推荐血制品+疫苗双轮驱动的华兰生物（002007）、浆站资源丰富的天坛生物（600161）、并购后有望跻身第一梯队的双林生物（000403）、卫光生物（002880）、博雅生物（300294）

血制品龙头主要数据对比（2019年报数据）

上市企业	天坛生物	华兰生物	上海莱士	泰邦生物	博雅生物	双林生物	
总收入（亿）	32.81	37	25.85	35.28	29.09	9.16	
血制品收入（亿）	32.73	26.44	25.85	30.05	10.34	9.08	
血制品毛利率	49.76%	57.14%	64.15%	64.80%	70.05%	51.94%	
血制品收入构成（亿）	白蛋白	13.22	9.79	8.93	13.16	3.11	3.1
	静丙	15.89	8.91	8.1	8.19	3.27	2.8
	其他	3.63	7.74	8.82	8.701	3.96	3.18
2019年底浆站数量	58	25	41	19	12	13	
2019采浆量（吨）	1706	1100	1230	1101	372	400	
产品数	11	11	11	9	7	6	
吨浆收入（万）	192	240	210	273	278	227	
单位浆站采浆量（吨）	29.4	44.0	30.00	57.95	31.00	30.77	

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.8药品分销：渠道价值有望重估

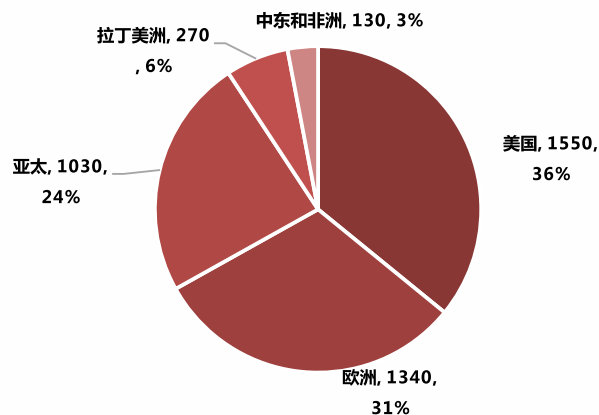
4 2020年下半年医药投资策略及标的

3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

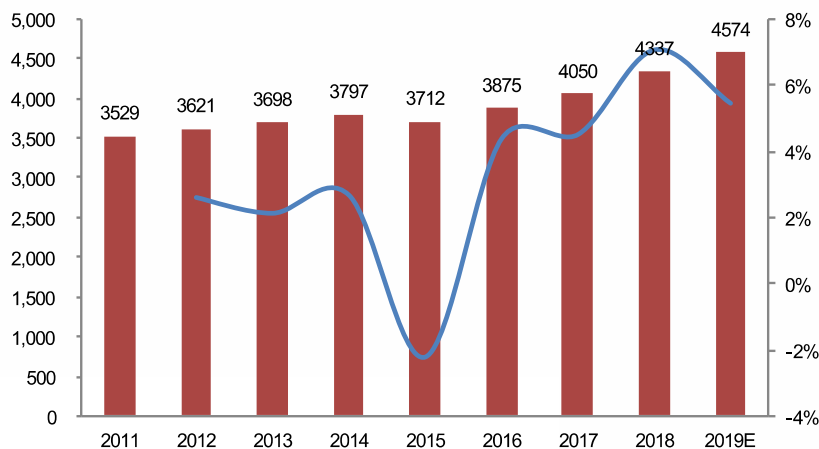
中国医疗器械市场规模未来仍有巨大潜力

- 2019年预计全球医疗器械市场规模为4517亿美元，2017-2019年复合增速5.6%；2019年中国医疗器械市场规模约为6338亿元，2017-2019年复合增速19.7%；
- 根据IQVIA 2107年数据，全球器械市场主要由美国（36%）、欧盟（31%）、日本贡献，而三地总人口不到10亿，2017年中国器械市场4425亿，约占全球14%，考虑到中国人口14亿，未来的潜在空间巨大。

2017年全球器械区域分布（亿美元）

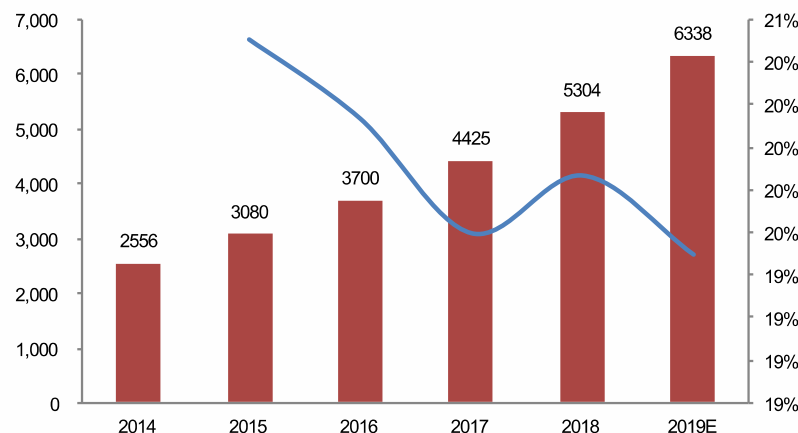


全球医疗器械市场规模



■ 全球医疗器械市场规模 (亿美元) — yoy

中国医疗器械市场规模



■ 中国医疗器械市场规模 (亿元) — yoy

3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

- 需求端消费升级：随着终端健康需求和卫生投入的提升，较为前沿的器械产品有望再中国持续放量，如化学发光、分子诊断、可降解支架、TAVR、脊柱微创、关节假体、运动医学、眼科、牙科等赛道仍有巨大的渗透率提升空间。
- 供给端进口替代：国产龙头品牌技术突破，凭借性价比和渠道优势，不断提升份额，目前器械整体国产化率40%以内，高端产品更低。

全球与中国医疗器械行业概览（按治疗领域）

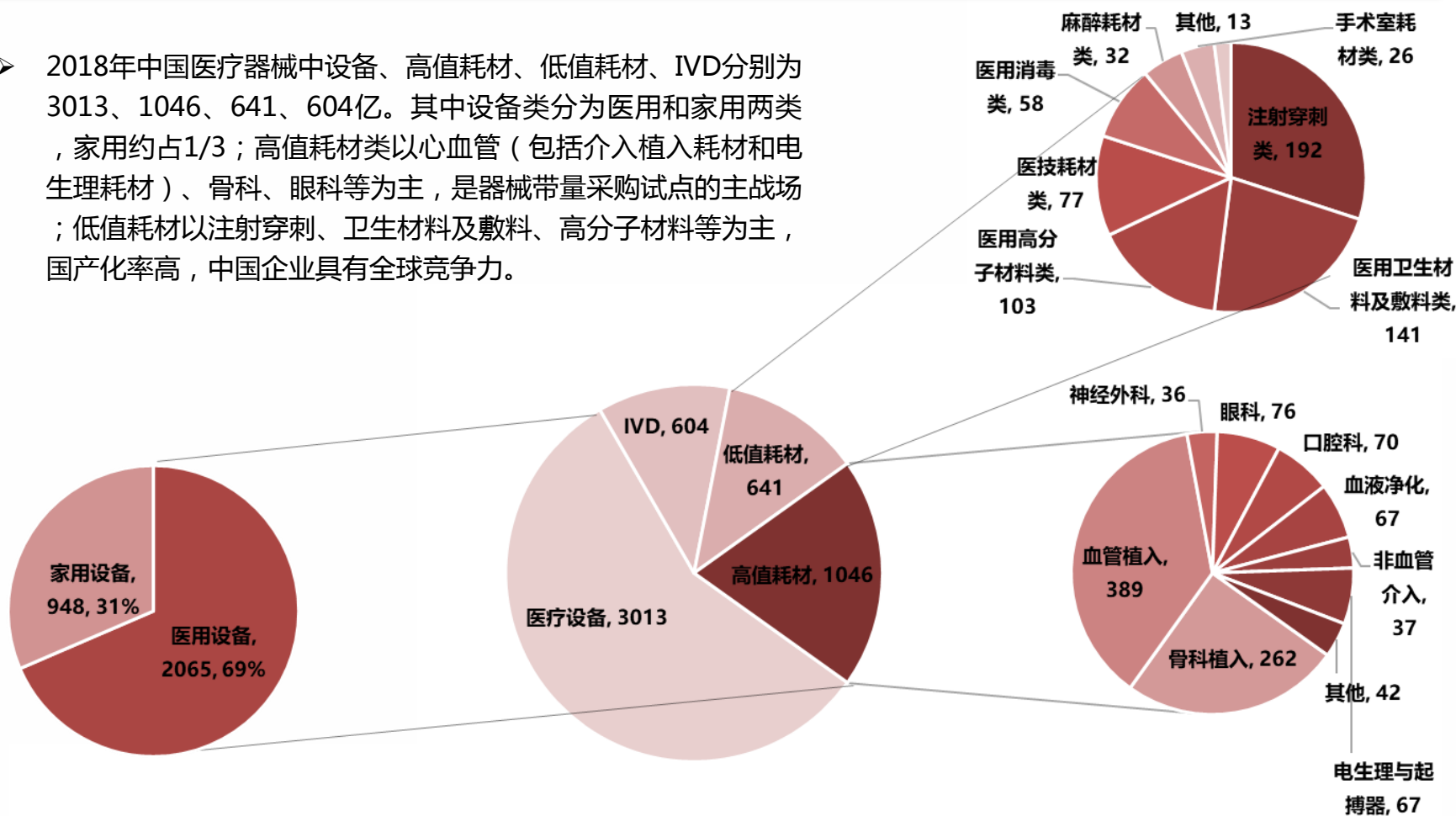
类别	全球（亿美元）			中国（亿人民币）			主要代表产品	国内市场主要竞争者		国产化率（综合）
	2019年规模	占比	CAGR 17~19	2019年规模	占比	CAGR 17~19		进口	国产	
IVD	592	13.1%	6.1%	705	11.1%	17.6%	生化、免疫、分子、POCT等	罗氏、雅培、丹纳赫等	迈瑞、新产业、安图、华大、万孚等	35%，生化高，发光低
心血管	531	11.8%	6.4%	465	7.3%	12.9%	介入耗材、心内科、电生理等	美敦力、波科、强生等	乐普、微创、吉威、先健、心脉、启明等	30%，心脏支架高，其他低
影像设备	425	9.4%	3.7%	1010	15.9%	19.4%	超声、DR、CT、MRI等	GE、西门子、飞利浦	迈瑞、影联、东软、万东等	20%以内
骨科	393	8.7%	3.7%	304	4.8%	16.2%	创伤、脊柱、关节、运动医学等	强生、捷迈、史赛克、美敦力等	威高、大博、凯利泰、爱康、春立等	40%，创伤高，其他低
眼科	312	6.9%	6.2%	267	4.2%	18.5%	人工晶体、角膜接触镜、光学仪器	强生、爱尔康、博士伦、露西得	欧普康视、珠海艾格、爱博诺德等	30%以内
内窥镜	209	4.6%	6.3%	240	3.8%	10%	硬镜、软镜、设备、附件	奥林巴斯、史赛克、宾得、STORZ	澳华、沈大、迈瑞、开立	20%以内
牙科	158	3.5%	6.5%	85	1.3%	21.1%	颌面外科植入、种植体、正畸材料等	强生、史赛克、盖氏、Bicon等	百易得、正海生物、华西CDIC等	较低
肾科	127	2.8%	4.2%	120	1.9%	20.0%	透析机、透析器、透析液、透析粉、灌流器等	费森尤斯、贝朗、尼普洛、百特	威高、贝恩、三鑫、健帆、宝莱特	20%，灌流高，透析机、器低
神经外科	102	2.3%	9.1%	40	0.6%	12.2%	颅骨材料、脑膜材料、引流、缝合材料等	蛇牌、史赛克、美敦力等	康辉、正海、天新福、百多安等	较低
其他	1668	36.9%	5.8%	2972	46.9%	21.7%	整形外科、药物输送、家用器械、低值耗材等	-	-	低值占比较高
合计	4517	100.0%	5.6%	6338	100.0%	19.7%	设备、耗材、IVD	-	-	40%左右，高端占比低

数据来源：药械研究院，EvaluateMedTech，西南证券整理
www.swsc.com.cn

3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

中国医疗器械市场规模及2018年主要细分领域（按产品形态分）

- 2018年中国医疗器械中设备、高值耗材、低值耗材、IVD分别为3013、1046、641、604亿。其中设备类分为医用和家用两类，家用约占1/3；高值耗材类以心血管（包括介入植入耗材和电生理耗材）、骨科、眼科等为主，是器械带量采购试点的主战场；低值耗材以注射穿刺、卫生材料及敷料、高分子材料等为主，国产化率高，中国企业具有全球竞争力。



数据来源：药械研究院，EvaluateMedTech，西南证券整理

3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

器械之前浪：龙头的盛宴

- A股主要医疗器械龙头企业充分享受了消费升级和进口替代带来的行业大机会，过去和未来业绩增速大于20%，股价表现更为突出，体现出业绩增长叠加估值的提升。
- 我们认为发生以上现象的核心因素有以下几点：
 1. 现代医学进步使医生诊疗越来越依赖器械；
 2. 老龄化带来终端旺盛的需求；
 3. 人均收入增长和医保报销比例提升；
 4. 医院收费像服务转移医生医院的动机；
 5. 多年推广、培训，医生技术水平和数量提升；
 6. 国产企业技术水平提升，个别企业在某些品类的技术水平已经接近国际龙头水平；
 7. 价格优势，受益医保控费（比如两票制、零加成、地方集采以及后续的DRGS、带量采购）；
 8. 国内企业推广，随着市场规范和企业进步，龙头企业都建立了专业的学术推广团队；
 9. 分级诊疗推动器械场景向基层下沉，国产有渠道优势；

A股医疗器械龙头近两年表现

证券名称	总市值 2020年	年涨跌幅%		收入	净利润	净利润	预期	业务
		2020	2019	CAGR 16-19	CAGR 16-19	CAGR 19-22	PE 2020	
迈瑞医疗	3315	51%	68%	22%	43%	21%	58	设备+IVD
安图生物	692	68%	100%	40%	30%	30%	72	IVD
乐普医疗	611	4%	60%	31%	36%	29%	27	心血管器械+药品
华大基因	530	93%	15%	18%	-6%	29%	111	分子诊断
健帆生物	508	70%	75%	38%	41%	33%	66	灌流
大博医疗	400	68%	103%	40%	29%	26%	69	骨科
欧普康视	368	92%	120%	40%	39%	32%	94	角膜塑形镜
鱼跃医疗	332	65%	4%	21%	15%	24%	30	家用器械
万孚生物	301	70%	105%	56%	39%	33%	54	POCT
山东药玻	273	66%	106%	13%	34%	26%	47	药用玻璃
迈克生物	262	74%	86%	29%	19%	25%	39	IVD
蓝帆医疗	250	115%	-18%	39%	39%	41%	14	手套+支架
贝瑞基因	209	61%	15%	21%	37%	16%	56	分子诊断
达安基因	191	108%	14%	-12%	-5%	—	—	分子诊断
迪安诊断	189	38%	46%	30%	10%	33%	36	IVD代理+ICL
凯利泰	187	91%	61%	30%	24%	28%	48	骨科
英科医疗	182	399%	14%	21%	27%	61%	43	手套
奥美医疗	151	75%	90%	15%	10%	30%	35	敷料
三诺生物	151	81%	44%	31%	30%	—	37	血糖仪
开立医疗	145	50%	-13%	20%	-8%	46%	78	超声+内窥镜
艾德生物	132	34%	64%	32%	26%	36%	69	伴随诊断
九强生物	106	31%	67%	8%	7%	21%	28	IVD
平均		82%	56%	26%	23%	31%	53	

3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

器械之后浪：控费主基调不变，强者有望恒强

- 从全国统采到省级集中采购再到带量采购，控费的主基调不变。
- 从试点品种来看，高值耗材首当其冲，支架、骨科、眼科预计会是全国性带量采购的试点品种
- 除了安徽、江苏、京津冀九省联盟成功试点采购方案，还有陕西14省联盟、云南、重庆四省联盟、浙江等地区发文进行耗材带量采购。其中京津冀九省联盟的方案和药品带量采购方案最为接近，最有望得到医保局的推广
- 试点品类和执行范围有限，龙头有充分时间适应政策推进，同时参考江苏支架采购，龙头份额有望继续提升，同时降价50%左右主要降低渠道利润，对厂商影响较小。

耗材带量采购政策

时间	文件	主要内容
2018.3	《关于巩固破除以药补医成果持续深化公立医院综合改革的通知》	推进改革；医用耗材分类 集中采购 ；耗材“两票制”
2019.5	《关于治理高值医用耗材的改革方案》	医药端（提升品质鼓励创新）、流通端（两票制和回款加快）、医院端（零加成和限制滥用）、医保端产业链各环节（编码和准入）
2019.6	《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》	全医药行业改革任务，包括药品、耗材、医院、医保等各环节；其中耗材方面有编码、高耗重点治理、零加成、完善采购政策；
2019.6	《医疗机构医用耗材管理办法（试行）》	明确医耗对象；规定耗材采购要求；建立耗材分级管理制度（I、II、III级）；明确监管措施（全生命可溯源）
2019.7	《治理高值医用耗材改革方案的通知》	责权定位，设定时限；完善价格机制；制定器械统一编码（20年底前）；完善分类集中采购办法（ 鼓励带量谈判 ）；耗材零加成；制定医保准入和报销标准
2020.3	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	完善公平适度的待遇保障机制；建立管用高效的医保支付机制；协同推进医药服务供给侧改革（ 招采合一、量价挂钩 ）

个别省份试点进行耗材带量采购

省市区域	宁波-浙江	安徽	南通	江苏	京津冀九省联盟	淄博市
启动时间	2013-2015	2019.7	2019.7	2019.7-9	2019.11	2020.5
品种	高低值耗材，5批1436个产品	脊柱植入类、人工晶体	止血材料和髓内钉	7月：心脏支架、双腔起搏器；9月：人工晶体、药物球囊、髌关节	人工晶体	吸氧装置、注射器、采血针以及导尿管/导尿包
占上年度采购量比重	-	70%和90%	60%和70%	70%	60%	80%
中标规则	技术标、专家遴选、商务标三步评审法，最大降幅中标	以全国最低价做参考，专家两轮谈判议价	限高报价，谈判逐轮淘汰	分组谈判降价	N家中标（小于申报数），最低价至少得约定量一半以上	两轮谈判
平均降价幅度	43%	脊柱类53%，人工晶体20%	止血材料45%，髓内钉47%	支架51%，起搏器15.86%，人工晶体27%，球囊74%，髌关节47%	54%	50%左右
执行周期	-	1年	1年	1年	1年	-

www.swsc.com.cn

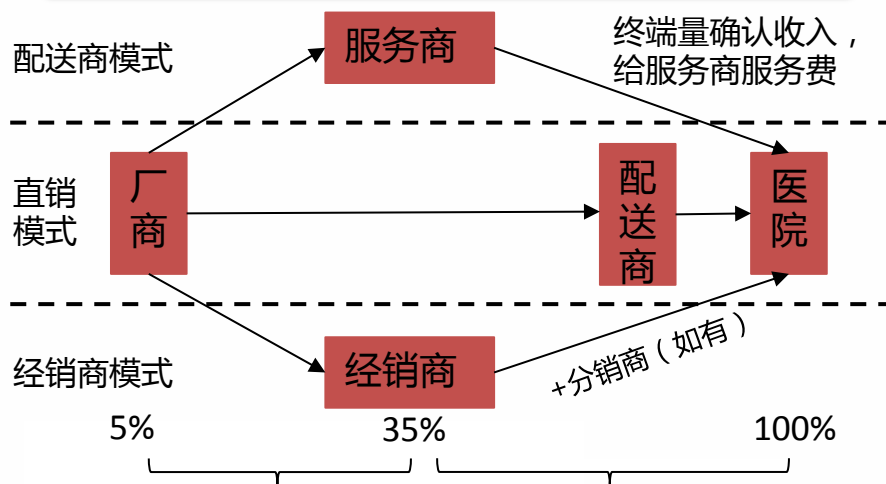
数据来源：药监局、卫健委、（各省）医保局等官方网站，西南证券整理

3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

耗材带量采购的实际影响测算：以量换价，龙头市占率提升

- 目前器械销售主要靠1)经销商模式、2)直销和配送商模式。前后取决于是否执行两票制，两票制地区由此前经销低开模式转直销配送商高开模式。
- 假设低开出厂价为终端价35%（和品种有关，某些高值耗材甚至更低），假设终端单位产品降价50%，由于售前售后费（渠道建设、关系维护、回款等）将显著减少或者不再支出，同时物流和跟台费有望通过竞争性谈判和自建团队进一步降低，单位产品的净价和净利润影响不大，甚至会略有提升（量价齐升）；如果降价60%或更大，或许会有所影响，但此类产品往往出厂价和终端价差距更大，且量的提升能够弥补净价的下滑
- 中标就是胜利：相比降价，失标对企业的负面影响更大。价格降低，终端可及性大幅提升，量的增长有助于企业降低成本，扩大份额。同时考虑器械产品较为分散，带量采购品种范围和区域范围有限给企业充足的反应时间。

中国医疗器械主要销售模式



耗材带量采购降价影响测算

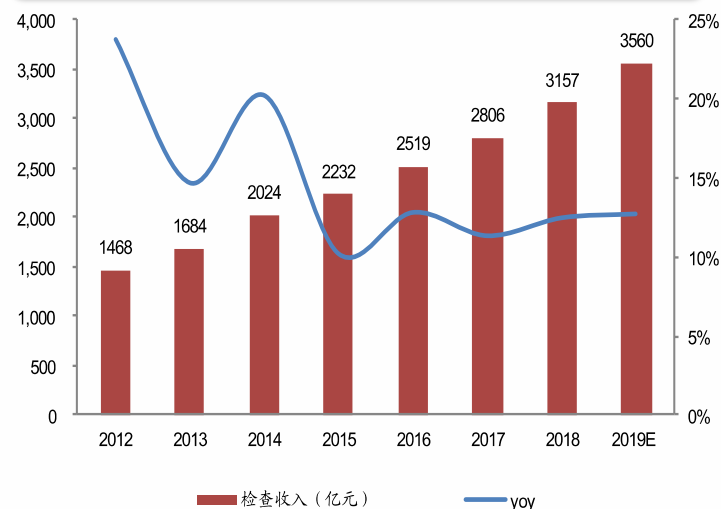
项目	带量采购前(单位产品)		带量采购后(单位产品)			
	经销商模式	直销和配送商模式	假设降价50%		假设降价60%	
出厂价	35	100	50		40	
售前售后费	0	50	0		0	
物流和跟台费	3	18	18	14.4	18	14.4
			不变	下降20%	不变	下降20%
净价	32	32	32	35.6	22	25.6
成本	5	5	5	5	5	5
毛利率	85.7%	95.0%	90.0%	90.0%	87.5%	87.5%
其他费用	10	10	10	10	10	10
税率	15%	15%	15%	15%	15%	15%
净利润	14.45	14.45	14.45	17.51	5.95	9.01
净利率	41%	14%	29%	35%	15%	23%
带量采购前后净价变动比例	理论上，经销模式和配送商模式只是低开转高开，		0%	11%	-31%	-20%
带量采购前后净利润变动比例	单位产品净价和净利润也是一样的		0%	21%	-59%	-38%

3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

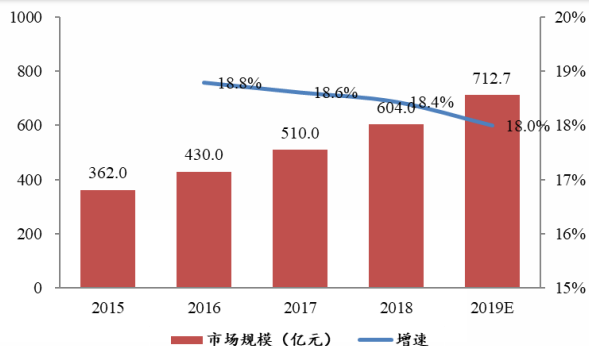
IVD：诊断需求旺盛，长期有望成为器械最大细分领域

- 2019年体外诊断市场突破700亿元（出厂端），继续保持高增长。2020年预计受新冠疫情影响诊疗量前低后高，全年仍有望正增长
- 2019年全国公立医院检查收入预计超过3500亿，保持12%左右的增长。考虑到渠道加价，IVD耗材采购占公立医院检查收入比重约30%，其余检查收入成为医院的服务收入。随着诊疗量和单价继续增加，以及控费下服务收入成为医院合法利润中心，未来全国检查收入有望维持10%以上增长，随之带来IVD继续保持高增长。

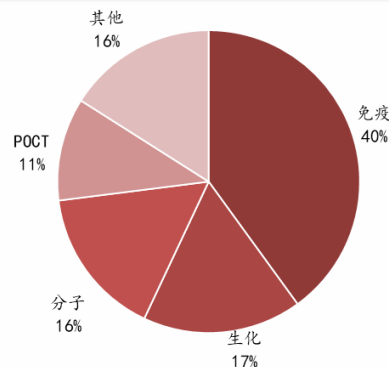
全国公立医院检查收入及增速



中国体外诊断市场规模及增速



2018年中国体外诊断细分领域占比



3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

IVD：化学发光体量大、增速快，国产化率低，未来最具看点

中国体外诊断细分市场概览

细分领域	主要检测项目	技术路线	特点	封闭性	规模 (2019E)	增速	进口厂商	国产厂商	国产化率
生化诊断	肝功能、血脂、空腹血糖、肾功能、尿酸等	干化学、免疫比浊法、酶循环技术	技术成熟，操作简便，时间快	开放为主	120亿	7-8%	贝克曼、罗氏、西门子、日立	迈瑞、科华、九强、利德曼、迈克等	56% (进口占据高端仪器，试剂国产化率较高)
免疫诊断	肿瘤标志物、心脏标志物、激素类、代谢标志物	放射、荧光、酶联、胶体金、化学发光	体量大，增速快，新增品种多，仪器占比低	化学发光封闭，其余较开放	280亿	20%	罗氏、雅培、丹纳赫、西门子	迈瑞、新产业、安图、迈克	20%
分子诊断	伴随诊断、无创产检、肿瘤筛查	PCR、原位杂交、基因测序	技术发展快，前景广阔	开放为主	100亿	25%+	罗氏、雅培、BD、Illumina	华大、贝瑞、达安、凯普、艾德	40% (仪器国产5%，试剂60%)
POCT	心肌、传染病、妊娠、血气和凝血、血糖	胶体金、干化学、PCR、化学发光	使用场景便捷多样，潜力大	封闭为主	100亿	20%+	Alere、罗氏、雅培	万孚、基蛋、三诺、明德	35%
血液体液诊断	血细胞成分、凝血	全血细胞分类分析、流式细胞仪	对自动化、灵敏度要求较高	封闭为主	70亿	10%	希森美康、贝克曼	迈瑞、迪瑞	30%

数据来源：公开资料，西南证券整理

- 生化诊断技术成熟，试剂国产率高，行业增速最慢。未来机会在于封闭化产品和全自动流水线产品；
- 化学发光具有灵敏度高、检测范围广、自动化等特点，成为IVD中体量最大的技术路线，而且国产占比20%不到，未来潜力巨大。
- 分子诊断和POCT增速最快。前者受益于技术换代和早筛产品的开发；后者则受益于使用场景多样化。

3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

化学发光：未来10年国产率有望提升到60%，国产规模复合增速22%+

化学发光未来格局推演

项目	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2030E
IVD行业规模 (亿元)	362	430	510	604	712	748	897	1059	2269
yoy		19%	19%	18%	18%	5%	20%	18%	复合10%
其中免疫诊断占比	34%	36%	38%	39%	40%	40%	40%	40%	40%
免疫诊断规模 (亿元)	123	155	194	236	285	299	359	423	908
yoy		26%	25%	22%	21%	5%	20%	18%	复合10%
其中化学发光占比	73%	77%	81%	82%	83%	84%	85%	86%	86%
化学发光规模 (亿元)	90	119	157	193	236	251	305	364	781
进口占比 (四大)	91%	90%	88%	84%	82%	81%	77%	74%	40%
国产占比	9%	11%	12%	16%	18%	19%	23%	26%	60%
国产规模	10.0	15.3	21.6	30.8	41.8	48.3	69.2	95.2	468.4
yoy		52%	42%	42%	36%	15%	43%	37%	复合22%

化学发光国产企业 (以下收入剔除海外收入)

	上市时间	可检测项目数	检测速度	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
新产业 Maglumi X8	2010	122	600	5.9	7.4	9.2	11.2	13.4	14.7	18.4	23.0
					26%	24%	22%	20%	10%	25%	25%
安图生物 A2000Plus	2011	98	200	2.2	3.7	5.6	8.6	11.6	13.4	18.7	26.2
					72%	51%	54%	35%	15%	40%	40%
迈瑞医疗 CL-6000i	2014	76	480	0.5	1.4	2.5	5.0	9.0	11.7	21.1	31.7
					173%	79%	102%	80%	30%	80%	50%
迈克生物 I 3000	2010	29	300	1.0	1.8	2.9	4.0	5.2	5.8	7.5	9.7
					81%	63%	40%	30%	10%	30%	30%
四家合计				9.5	14.3	20.1	28.8	39.2	45.6	65.7	90.6
其他国产				0.5	1.0	1.5	2.0	2.6	2.7	3.5	4.6
yoy					100%	50%	33%	30%	5%	30%	30%

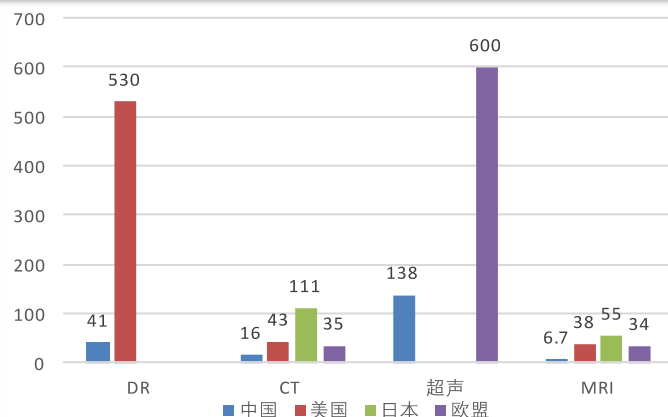
国产龙头
100亿+

3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

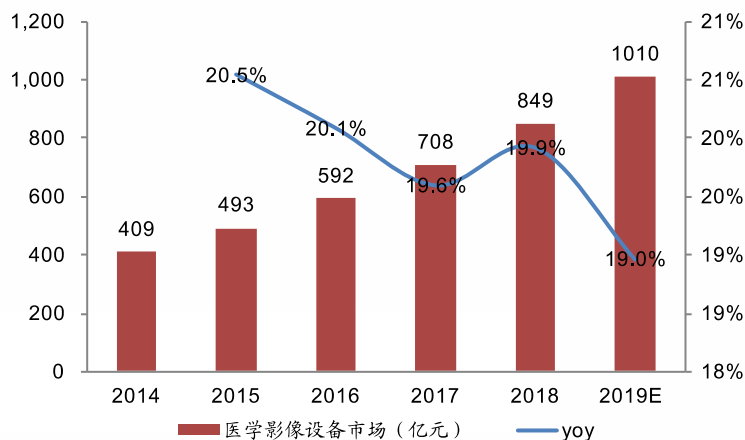
影像设备：国产技术有待突破，主要设备保有量会稳定提升

- 2019年影像设备超过1000亿，以X线类、CT、超声、MRI设备为主；
- 供给端看，影像的技术壁垒较高，国产和海外厂商差距较大；需求端看，受采购政策和采购周期影响较大；
- 从人均保有量看，DR离美国有10倍差距，CT和美、日有3-7倍差距，超声和欧洲比有5倍差距，MRI和发达国家5-8倍；所以我们预计相关产品的量未来能够维持10%以上增长

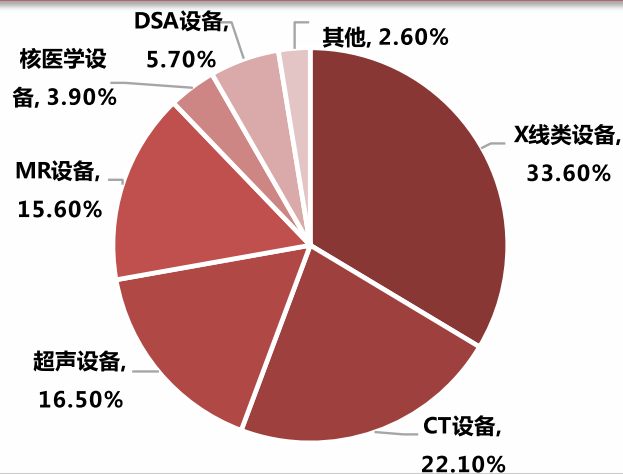
影像设备保有量（台/每百万人）



影像设备市场规模及增速



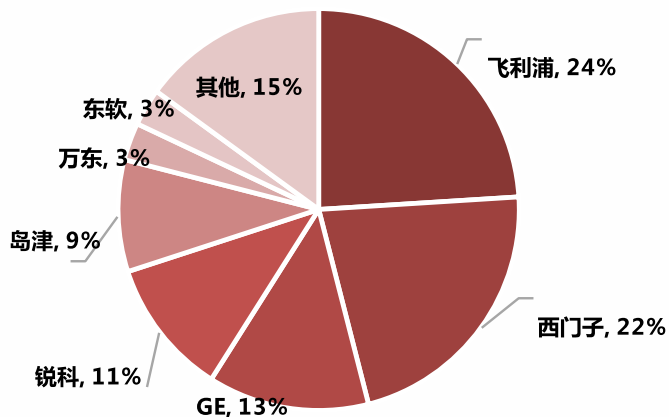
2017年影像设备细分市场



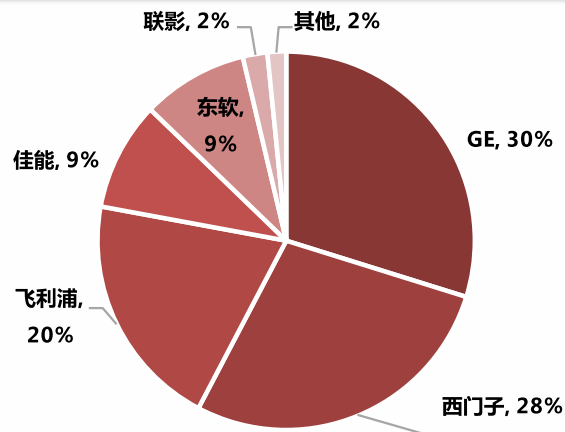
3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

影像设备：国产率较低，东软、联影、迈瑞、万东等国产龙头最有可能突围

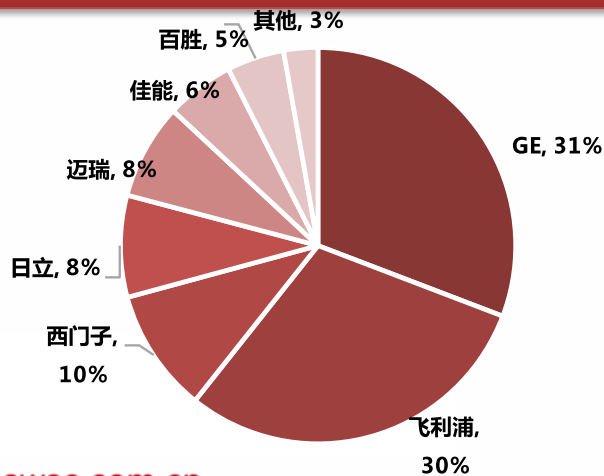
2017年X线类设备竞争格局



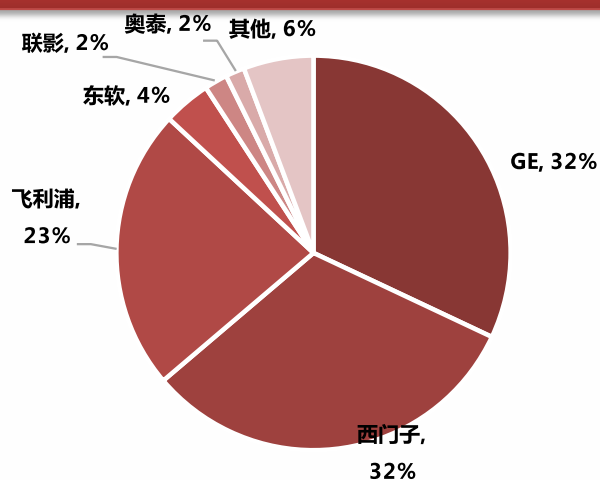
2017年CT设备竞争格局



2017年超声设备竞争格局



2017年MRI设备竞争格局

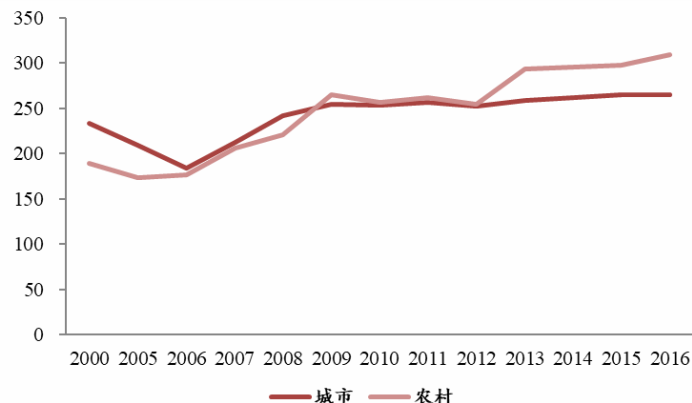


3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

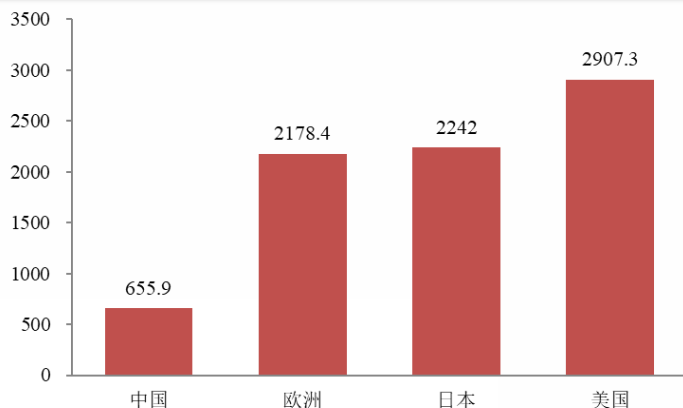
心血管器械：发病率和死亡率上升，治疗需求持续旺盛

- 我国心血管病现患人数高达2.9亿人，近年来心血管病患病率及死亡率处于上升阶段，其中农村地区更为显著。
- 从治疗渗透率看，我国每百万人PCI手术量仍低于发达国家，2018年中国每百万人PCI植入量为656次，显著低于美国等。
- 起搏器由于价格昂贵，每百万人起搏器植入量仅为55台，大幅低于欧美等发达国家，潜在市场空间广阔。

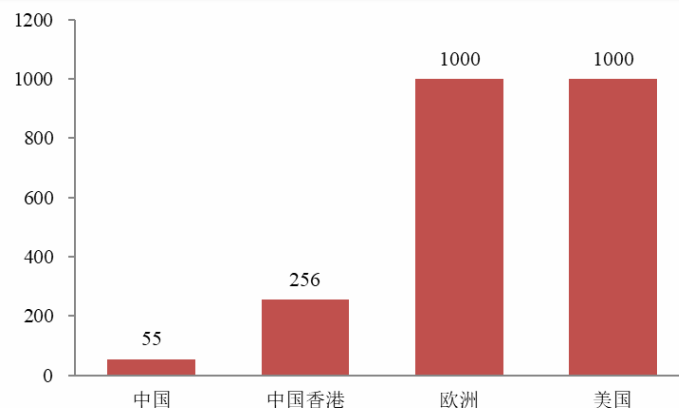
中国心血管疾病死亡率（1/10万）



中国每百万人PCI手术量显著低于发达国家（次）



中国每百万人起搏器植入量显著低于发达地区（次）

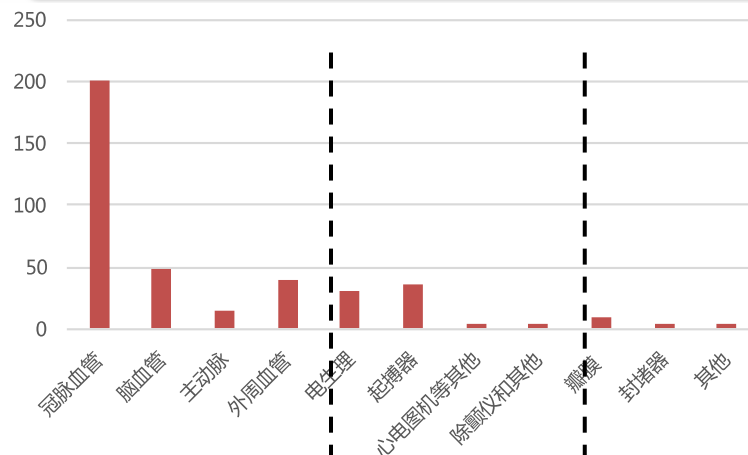


3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

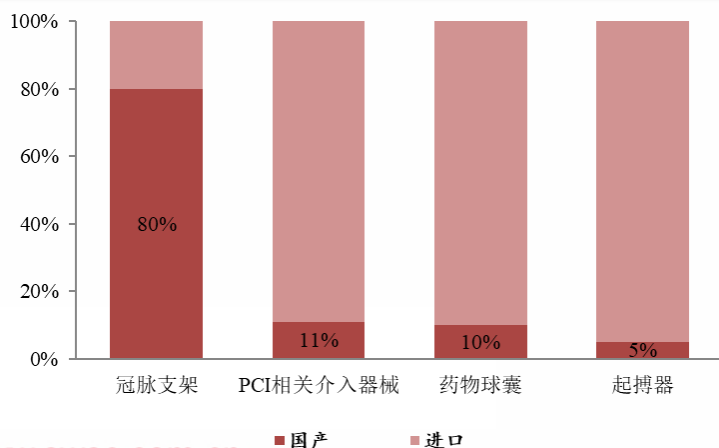
心血管器械：PCI稳健增长，外周、心脏节律、TAVR增速领跑，关注龙头+器械Medtech

- 目前冠脉血管介入是心血管器械中体量最大的品类，随着PCI手术量持续增长，未来仍将保持稳健增长。其中支架国产化率最高，龙头乐普、微创、吉威继续分享红利；而PCI相关耗材（球囊、导管等）还会伴随市占率提升。
- 中国心血管器械占器械比重7.3%，离全球11.8%还有距离，未来外周血管介入、心脏节律、TAVR等产品的增速将领跑行业，贡献较大的增量，关注龙头（乐普和微创）以及创新器械Medtech（如心脉、启明）。

心血管器械主要类别



心血管疾病诊疗产品国产化比例



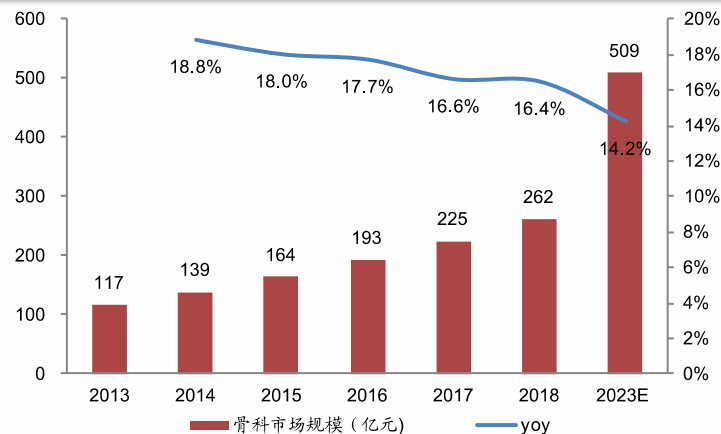
血管介入	心脏节律	结构性心脏病介入
约360亿	约75亿	约20亿
以PCI为主（包括支架、导管、球囊等耗材），外周血管介入空间大增速快	以电生理（导管、微波消融）和起搏器为主，技术门槛较高	以人工瓣膜和封堵器为主。其中TAVR未来国内有望百亿空间
PCI支架国产化率高，乐普、微创、吉威为龙头球囊、导管等相关耗材仍外资为主；脑血管以美敦力、强生为主；外周血管进口厂商为美敦力、雅培，国产为心脉、先健	国产化率低，进口厂商强生、美敦力、圣犹达、波科占比较高。国产中乐普、微创、先健有所布局	TAVR国内以启明医疗为主，海外龙头爱德华产品于2020年6月获批国内上市，有望共同推动行业高速增长

3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

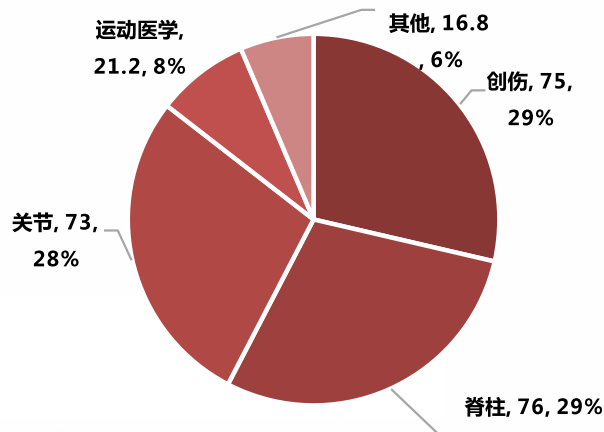
骨科行业：创伤、脊柱、关节三分天下，其中关节进口替代的空间最大

- 2018年中国骨科耗材市场规模为262亿元，同比增长16.4%，预计2023年市场规模将达到509亿元。
- 细分领域看，2018年创伤、脊柱和关节类分别占据29%、29%和28%的市场份额，运动医学和其他领域占据15%左右的市场。
- 从国产化角度看，创伤类国产已占据68%左右的市场，脊柱占据近39%市场，关节市场份额不到30%。

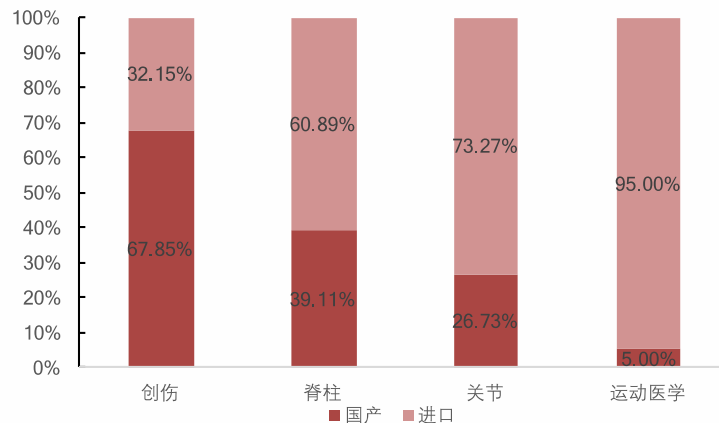
中国骨科耗材市场规模及增速



2018年中国骨科耗材细分领域市场占比



2018年中国骨科耗材细分领域国产化比例

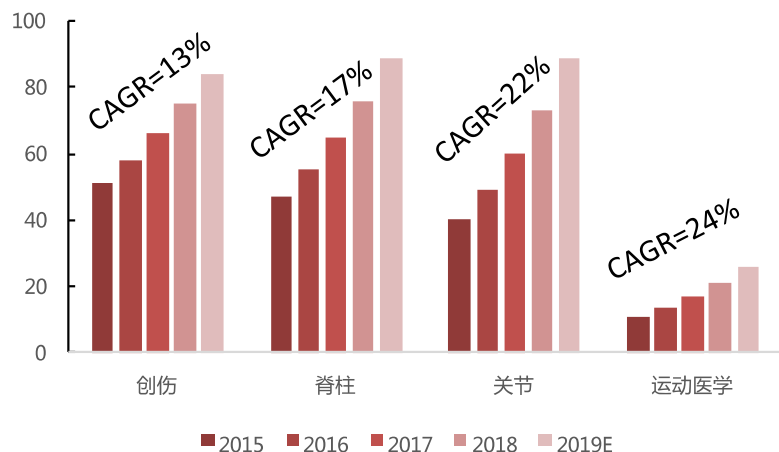


3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

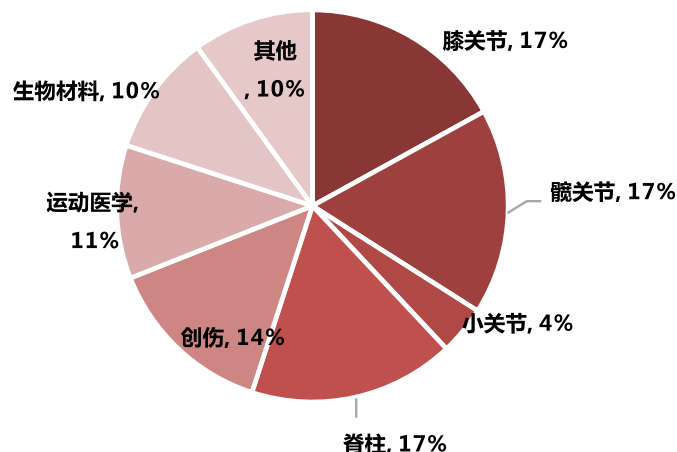
骨科行业：增速看关节和运动医学领跑，国产头部企业受益

- 创伤是骨科最为成熟的领域，2019年市场规模约84亿元，近年来增速是三大细分领域中最慢的领域，增速在10-15%之间。龙头企业大博医疗市占率约10%，后续有望持续提升。
- 脊柱作为相对成熟的市场，2019年市场约89亿，增速在17%左右；该领域主要把握两点：1) 脊柱植入耗材行业红利和国产替代的巨大空间，威高、三友、大博有望受益；2) 脊柱微创消费升级的属性较强，凯利泰作为龙头快速成长。
- 关节技术门槛较高，目前渗透率较低，2019年市场规模约为89亿元，增速超过20%，预计2019年市场规模将超过创伤和脊柱。随着老龄化加剧和基层患者需求的释放，关节置换市场将有望继续保持20%以上的快速增长趋势。关注威高、爱康、春立等国产龙头。
- 运动医学：随着运动人数和治疗率的提升，关节镜手术量和单价迅速增长，关注凯利泰相关布局。

中国骨科细分领域市场规模（亿元）



2018年全球骨科植入物细分市场占比



3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

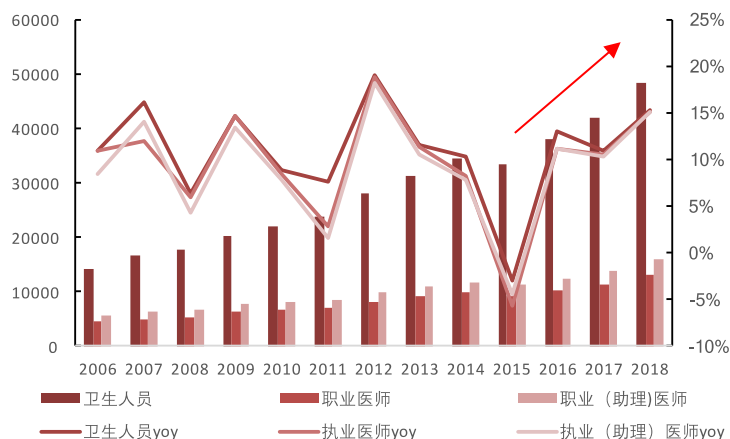
骨科行业：老龄化助推骨科需求释放+骨科医师等资源配置提升=骨科手术量高成长

- 老龄化助推需求释放。第一波婴儿潮（1962年开始）于2017年陆续进入55岁年龄段，每年预计新增2000万左右人群。同时中国人均寿命持续提升，进一步提升对人工关节的置换需求。
- 骨科医院医师数量从2016年重回高增长，2018年增速15%，反映骨科手术资源配置的提升；
- 预计2019-2024年创伤、脊柱、关节的手术量复合增速分别是10.3%、13.4%、16.6%。国产龙头一方面享受行业扩张的红利，另一方面市占率有望提升。

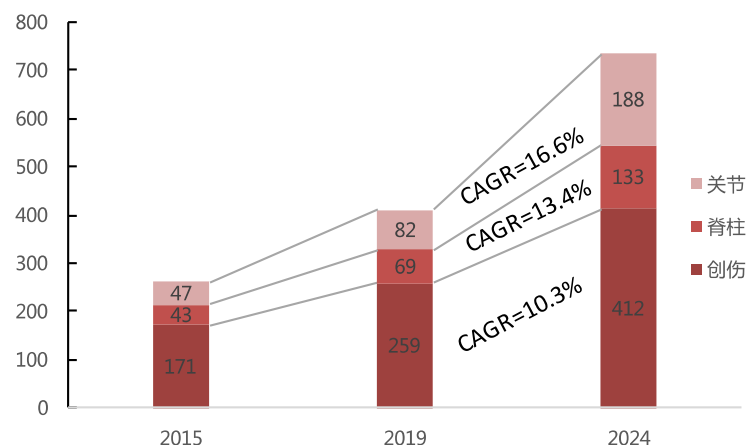
中国第一波婴儿潮陆续进入55岁年龄段



近几年骨科医院医师数量高增长



骨科植入手术量变化 (万例)

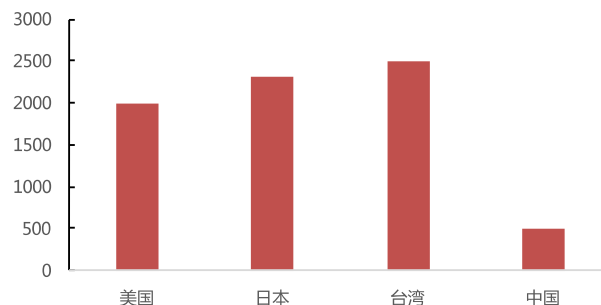


3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

肾科：血液净化渗透率低，需求最刚需的器械品种

- 2019年预计我国ESRD患者数量为258万，年复合增速5.2%。血液净化是治疗ESRD的主要方式（占比80%，另外肾移植20%），其中HD（血液透析）和PD（腹膜透析）大约9：1
- 中国血液净化渗透率还有3倍以上空间。2019年血液净化耗材约为80亿，预计2030年到444亿，复合增速16%
- 透析国产龙头威高和灌流龙头健帆生物有望受益

每百万人口透析患者数量



血液灌流市场空间测算

测算指标	2016	2017	2018	2019	2020E	2030E
估算ESRD患者人数(万人)	221	233	245	258	271	315
HD治疗率	20.20%	22.33%	24.90%	27.55%	30.61%	80.00%
HD治疗人数(万人)	45	52	61	71	83	252
yoy	19%	16%	17%	16%	17%	CAGR 12%
HD耗材市场空间(亿)	35.29	43.05	51.85	62.15	74.84	305.37
yoy		22%	20%	20%	20%	CAGR 15%
HD人均年使用耗材对应出厂金额(元)	7894	8279	8499	8754	9017	12118
yoy		4.9%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%
HP(灌流)渗透率	18%	20%	22%	24%	26%	50%
HP人数(万人)	8.0	10.4	13.4	17.0	21.6	126.0
HP人均年使用量(支)	12	13	14	15	16	24
平均出厂价(元/支)	600	530	500	480	460	400
HP耗材市场空间(亿)	5.79	7.17	9.39	12.27	15.88	120.96
yoy		24%	31%	31%	29%	CAGR 23%
其他血液净化方式市场空间(亿)	3.92	4.78	5.76	6.34	6.97	18.08
血液净化耗材市场(亿)	45	55	67	81	98	444
yoy		22%	22%	21%	21%	CAGR 16%

3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

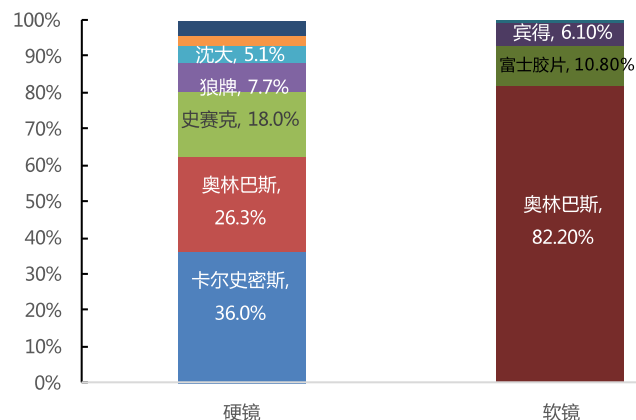
内窥镜：硬镜和软镜皆为进口厂商主导，关注国产厂商在核心技术的突破

- 内窥镜应用已覆盖消化内科、呼吸科、普外科、耳鼻喉科、骨科、泌尿外科、妇科等科室，是全球增长较快的器械品种。除去设备和附件，主要分为硬镜和软镜。硬镜不可弯曲或扭转，主要进入人体无菌组织、器官或者经外科切口进入人体无菌腔室，如腹腔镜、胸腔镜、关节镜、椎间盘镜、脑室镜等。软镜镜身柔软可弯曲，主要通过人体的自然腔道来完成检查、诊断和治疗，如胃镜、肠镜等。
- 2019年全球内窥镜器械约400亿美元，其中软镜110元，占比28%，硬镜90亿，占比22%，其余为设备和附件。国内预计2019年内窥镜240亿，其中硬镜117亿，占比49%，软镜60亿，占比25%。
- 由于成像稳定性和清晰度离国际巨头差距过大，硬镜和软镜基本由进口厂商主导。硬镜领域关注国产龙头沈阳沈大、浙江天松、迈瑞医疗。软镜受益于胃镜、肠镜检查渗透率的提升，历年维持15%以上增长，奥林巴斯、富士胶片、宾得占据中国90%以上，国产龙头开立医疗、上海澳华有望突围。

中国内窥镜市场规模及增速



中国硬镜和软镜市场竞争格局

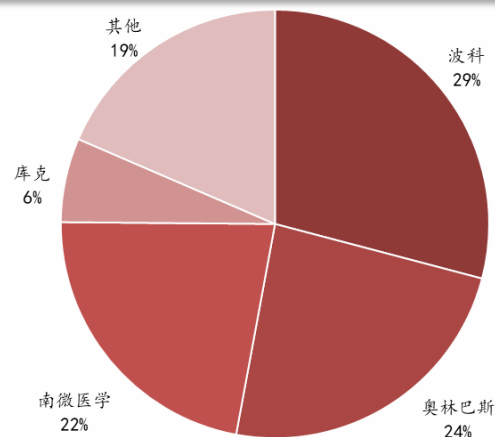


3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

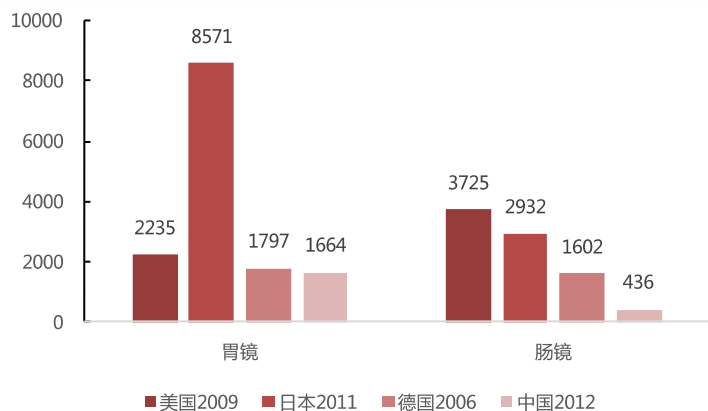
消化科内镜诊疗器械：内镜微创手术开展率提升，带动相关产品高增长

- 由于饮食习惯，国人消化道疾病多发，但相关的内镜检测开展率较低，胃镜、肠镜检测不到发达国家的1/5。随着内镜微创手术的成熟、国家健康战略的推行以及早筛理念的普及，未来消化科内镜手术量会有长足的提升，带动相关耗材的增长。
- 2018年国内内镜微创耗材约为30-35亿，其中活检类5亿、手术类10亿（圈套器和注射针）、止血类5亿（止血夹）、ERPC类11亿，且EMR/ESD等高价值产品增速更快。
- 南微医学凭借国内较高市占率+出海，有望成为龙头

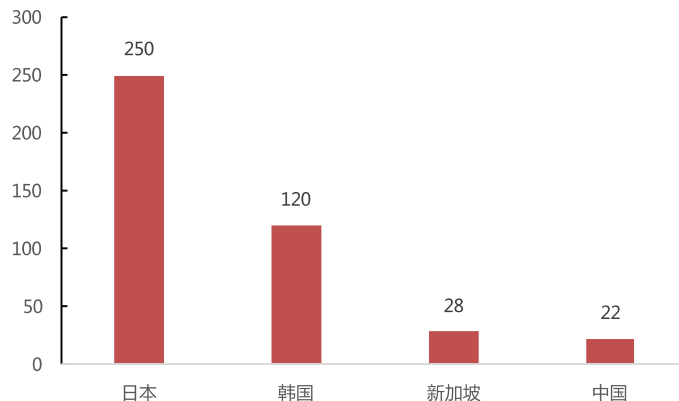
2018年中国内镜耗材市场竞争格局



中国与发达国家胃镜、肠镜开展率对比（每10万人）



2018年各国内镜医师数量比较（每100万人）



3.5 医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

器械投资总结：一手抓需求端的消费升级，一手抓供给端的进口替代

- 一方面，随着全国卫生投入增长、老龄化加剧、分级诊疗推进，中国器械市场规模突破6000亿，考虑到全球4500亿美元的器械市场70%以上是由美国、欧盟和日本贡献的，三者的人口不到10亿，长期看中国医疗器械空间巨大；另一方面，当前大部分赛道国产化率不足40%（高端更低），技术突破+性价比+渠道优势促进国产化率持续提升，未来十年仍将是器械龙头黄金发展的十年。
- 带量采购将成器械政策的主基调，降价将带来带来售前售后费用大幅减少甚至不再支出，同时跟物流费和跟台费也有望降低，基本不会影响到企业出厂净价，承诺的采购量加速市占率提升，所以我们判断中标就是利好；
- 2020年初至今的新冠疫情短期看利弊共存，一方面直接受益品种出货量成倍上涨，另一方面门诊和手术减少导致相关设备和耗材的使用量也减少，预计6月底恢复去年同期水平，全年有望正增长。长期看有助于相关产品渗透率提升和器械出口。
- 国产企业研发能力持续提升，在中高端医疗器械领域不断推出产品，打破了外资长期垄断的局面，例如大型医学影像、内窥镜、化学发光分析仪等，并在某些领域开始率先推出新产品，例如可降解支架、介入瓣膜等。
- 把握消费升级和进口替代的主旋律，推荐各领域技术突破、创新能力强、有望受益政策方向的龙头和创新器械Medtech：综合性医疗器械龙头迈瑞医疗（300760）；IVD领域化学发光龙头新产业（300832）、安图生物（603658）、迈克生物（300463）、POCT龙头万孚生物（300482）、HPV检测龙头凯普生物（300639）、伴随诊断艾德生物（300685）；心血管龙头乐普医疗（300003）、心脉医疗（688016）；家用医疗器械龙头鱼跃医疗（002223）；骨科领域凯利泰（300326）、大博医疗（002901）；内镜诊疗领域推荐开立医疗（300633）、南微医学（688029）；血液净化领域健帆生物（300529）。

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.8药品分销：渠道价值有望重估

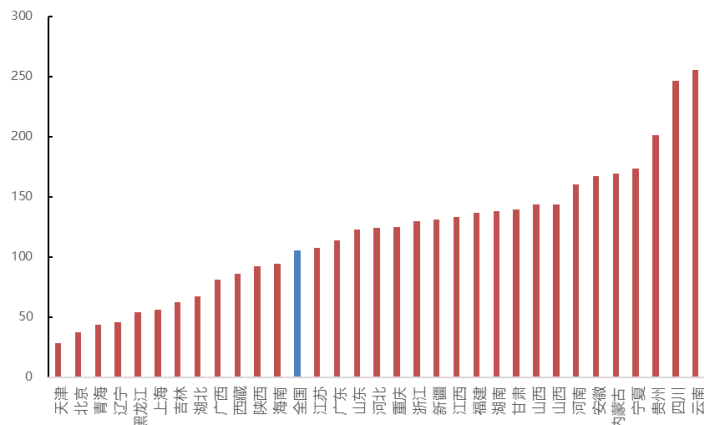
4 2020年下半年医药投资策略及标的

3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趋势崛起

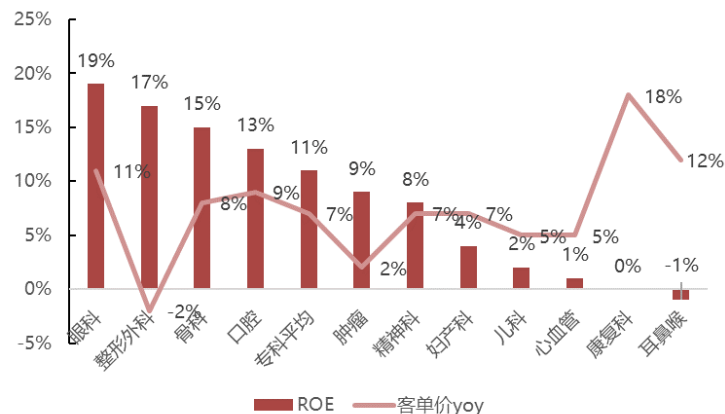
医疗服务：二三线医疗资源供不应求，民营医疗机构复制化扩张

- 医疗服务行业特点：1) 需求旺盛（老龄化、近视率、变美需求）、2) 政策免疫或利好（分级诊疗、民营自费为主、控费利好诊断外包等）、3) 运营能力比拼是关键（复制化能力、运营效率）
- 优质医疗资源稀缺，二三线城市为民营医疗机构扩张提供基础。2019年全国平均单个三甲医院覆盖人数约100万人，只有部分省市高于这一水平。随着人均收入增长，在一些自费为主的医疗项目上，民众会转而寻求一些优质民营医疗机构满足需求，这是过去民营眼科、口腔、整形等机构快速扩张的原因。
- 通过对比主要专科医院的盈利能力和客单价变化，我们认为ROE高、客单价同比高增长的领域具有较强的壁垒，比如眼科、骨科、口腔等专科医院，其中的龙头以量价齐升的趋势迅速崛起。

中国各省平均三甲医院覆盖人数不均（万人/家）



不同专科医院ROE和客单价变化比较

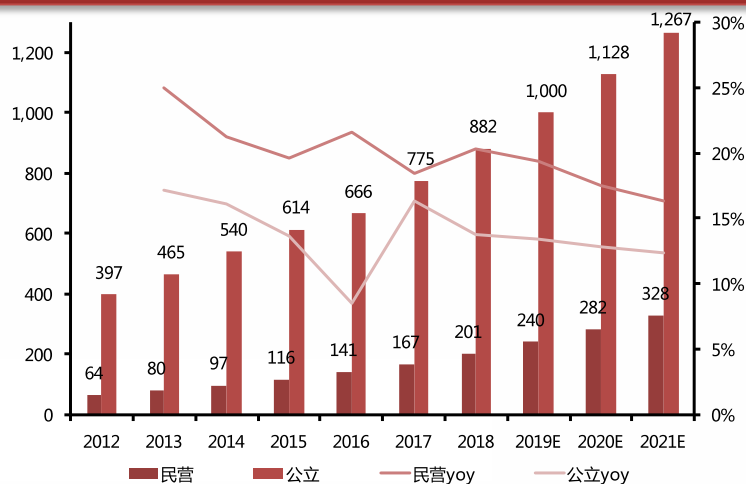


3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趋势崛起

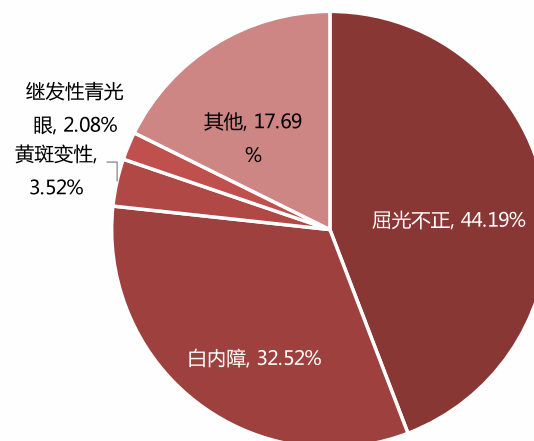
眼科：民营眼科医院收入增速快于公立，屈光手术和白内障手术贡献主要增长动能

- 眼科门诊数量持续增长，民营增速远高于公立医疗机构。根据Frost & Sullivan数据，2012-2018年眼科门诊数量从8700万增长到1.21亿，复合增速5.6%，其中民营门诊量从770万增加到1650万，复合增速13.5%。从收入角度，2012-2018年眼科医疗收入从461亿增长到1083亿，复合增速15.3%，其中2018年民营收入201亿，复合增速21%。
- 中国眼科手术主要原因是屈光不正和白内障引起的视力损伤。屈光不正主要是年轻群体由于教育强度大导致近视率攀升，随着新的屈光手术普及，渗透率不断提升；白内障主要由于老龄化加剧导致的数量增长，对比日本每百万人有10198手术量，我国仅有1400人，随着医保报销覆盖和政策支持，白内障手术也有望维持高增长。

公立和民营眼科医疗收入对比（亿元）



中国视力损伤原因构成

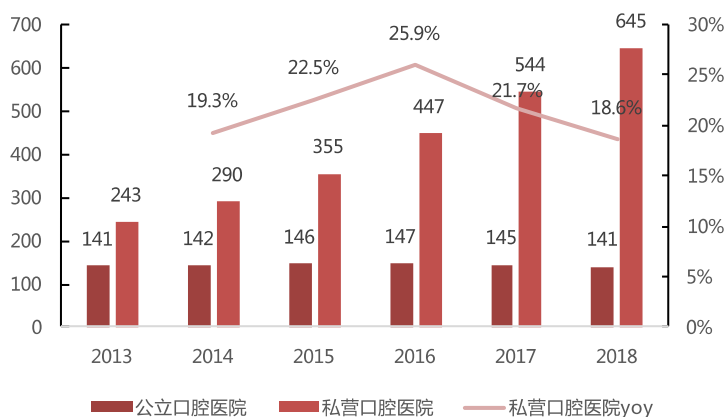


3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趋势崛起

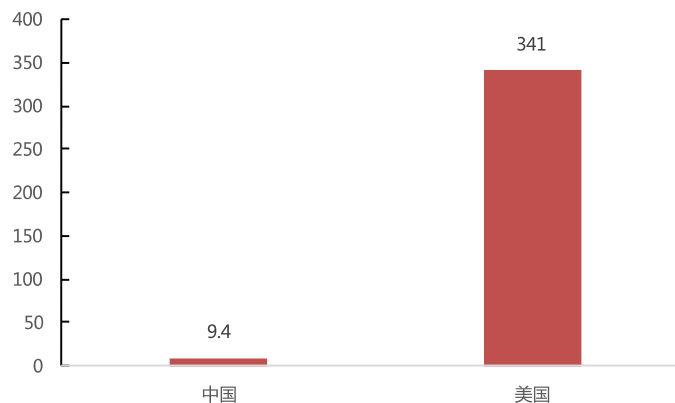
口腔：口腔医疗渗透率低，民营口腔医院数量增速有望15-20%

- 口腔疾病患者基数庞大，治疗的需求旺盛。2017年我国约有口腔患者6.94亿，根据卫计委数据，2017年我国口腔科门、急诊人次数达到1.44亿人次，同比增长9.18%，近十年CAGR为8.62%，治疗率还有提升空间。
- 民营口腔医院的扩张速度快于公立医院。由于1) 公立医院难以满足口腔疾病治疗持续增长的需求、2) 政策鼓励社会资本办医、3) 允许医师多点执业、4) 牙科利润率高等因素，民营口腔医院数量近年来增速接近20%，而公立口腔医院基本不增长。
- 2018年中国口腔医疗行业收入约为923亿，增速17%，考虑到中国人均口腔治疗支出为9.4美元，和美国341美元相比仍有极大的空间，未来国内民营口腔医疗龙头有望保持高增长。

私营和公立口腔医院数量增速比较



2018年中美人均口腔治疗支出比较 (美元)

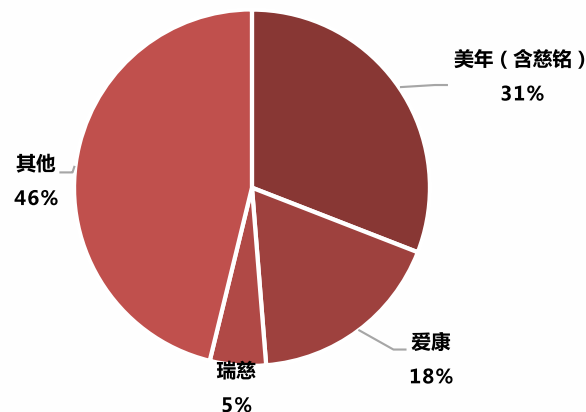


3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趋势崛起

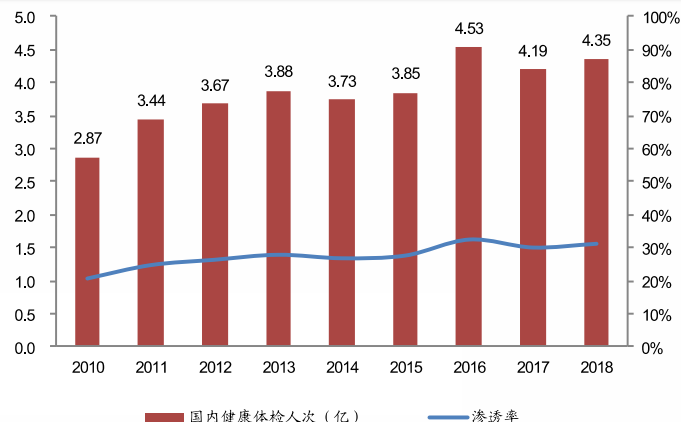
体检：体检渗透率仍有翻倍空间，民营体检机构竞争格局明朗

- 根据卫健委数据，2018国内体检人次4.36亿人次（加上民营的量，约5.6亿人次），渗透率约30%，较发达国家70%渗透率仍有提升空间。
- 2018国内体检市场规模约1482亿，其中公立医院1207亿，民营专业体检机构约275亿，未来渗透率提升+客单价提升+第三方体检占比提升，民营体检行业规模增速有望维持15%+。
- 目前第三方体检机构的格局比较明朗，美年、爱康国宾、瑞慈合计占据一半以上份额

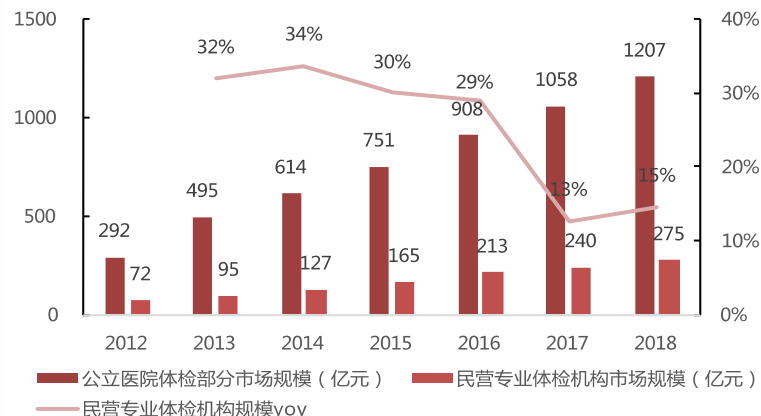
2018年第三方体检机构市场格局



国内健康体检人次及渗透率



公立和民营体检机构市场规模

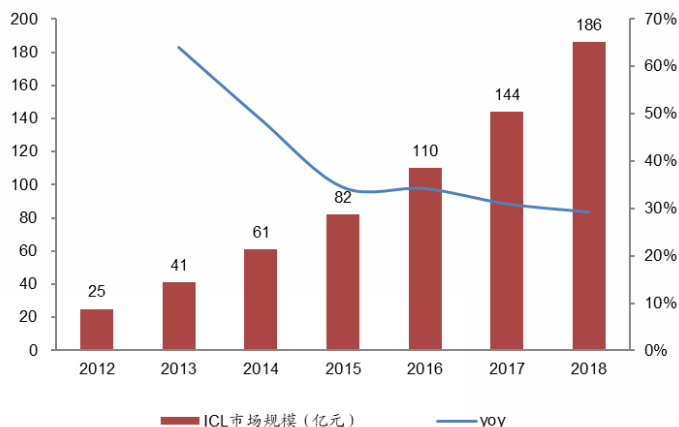


3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趋势崛起

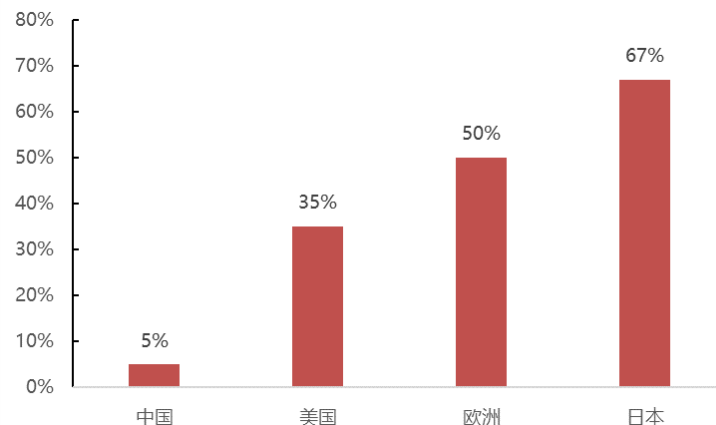
ICL：控费利好ICL渗透率提升

- ICL相比医院检验科具有成本和效率优势。根据MassCompareCare数据，美国医院检测项目平均收费是Quest（美国ICL龙头）的2倍以上。未来分级诊疗、DRGS等政策有利于医院将成本项外包。
- 2018年国内ICL规模186亿，同比增速接近30%，相比国内3500多亿的医院检查收入，外包率仅5%，参考美、欧、日还有很大的提升空间。
- 龙头具有覆盖广、检测项目多、单价便宜、效率高等优势，有望直接受益行业扩围的红利。

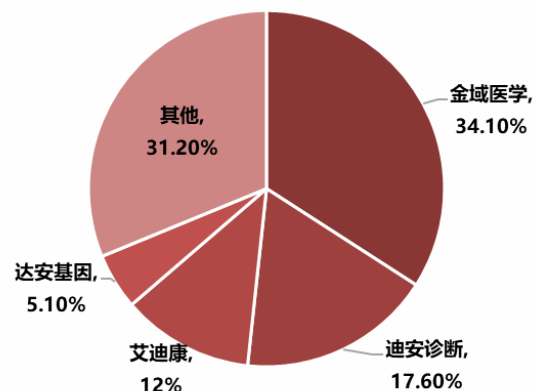
中国ICL市场规模及增速



2018年ICL渗透率



2018年中国ICL市场竞争格局



3.6 医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

医疗服务投资总结：从行业渗透率、复制化能力看民营医疗机构龙头的成长红利

- 眼科赛道：看好屈光不正和白内障庞大患者基数带来的诊疗人次提升，民营眼科医院诊疗人次增速有望维持10%以上，结合客单价每年11%的提升，我们认为民营眼科医疗赛道收入有望维持20%以上增速。而龙头凭借稳健扩张市占率有望提升，首推爱尔眼科。
- 口腔赛道：口腔医疗渗透率低（正畸、种植牙渗透率均不足2%），民营口腔医院数量未来增速有望保持15-20%的增长。龙头通策医疗立足浙江，采取总院+分院的形式将杭口先进管理经验异地化扩张，实现总院稳健增长+分院效率迅速提升的双轮驱动，未来省内复合增速30%+；同时全国化扩张有序推进，我们认为公司有望未来增长逻辑清晰。
- 体检赛道：2018年国内体检渗透率约30-40%，较发达国家70%份额仍有翻倍空间，同时随着客单价增长+第三方体检机构占比提升，民营体检市场规模有望维持15%以上的增长。龙头美年健康占据第三方体检机构30%的份额，随着2018年富海门诊部事件和疫情导致门诊量下滑的负面影响逐渐消退，阿里战略投资后管理优化、C端引流和信息化改造，预计后续美年的检测入口价值逐渐凸显。
- ICL：分级诊疗和医院控费有利于将检测成本项目外包，国内ICL渗透率仅为5%，未来潜力巨大。推荐绝对龙头金域医学，以及靠“产品+服务”有望进入加速发展的迪安诊断。
- 新冠疫情的对服务赛道影响：新冠疫情初期导致医疗服务行业门诊量出现大量下滑，最严峻的时候是2-3月，随着国内疫情逐步控制，经济重启，门诊量逐渐恢复，预计下半年有望恢复正增长。对于ICL赛道，由于新冠检测需求旺盛带来业务增量叠加门诊量提升，其Q2业绩好转的确定性更高。
- 综上，我们推荐通策医疗（600763）、爱尔眼科（300015）、美年健康（002044）、金域医学（603882）、迪安诊断（300244）、润达医疗（603108）。

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

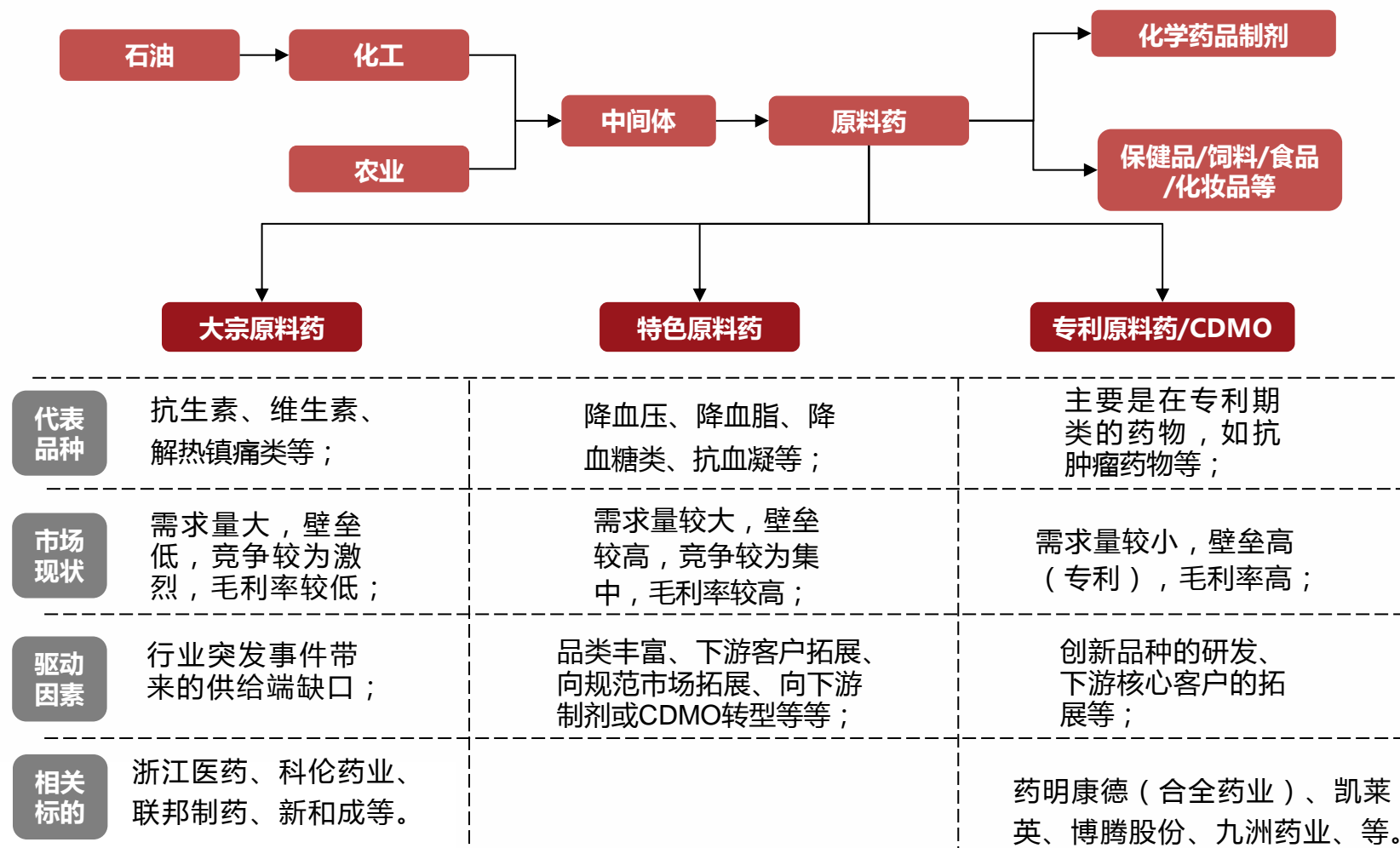
3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.8药品分销：渠道价值有望重估

4 2020年下半年医药投资策略及标的

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

原料药产业链：大宗原料药+特色原料药+专利原料药

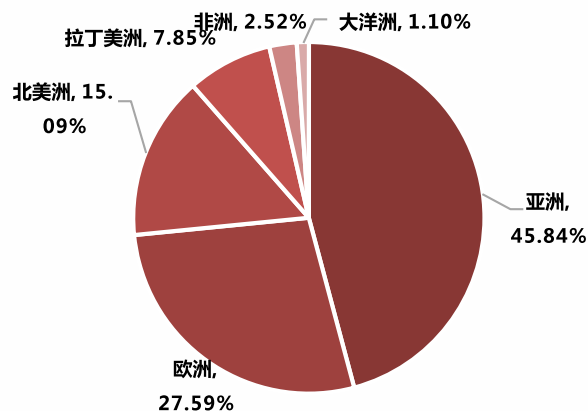


3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

下游需求刚需，原料药行业体量稳健增长

- **原料药市场稳健增长**：虽然全球仿制药价格总体呈现往下走的趋势，但疾病慢性化、老龄化和低价格等因素推动全球药物需求量持续增长，导致对原料药的需求也持续增长；2020年预计全球原料药市场规模接近1864亿美元，增速约6%，未来仍将稳定增长；
- **中国原料药出口额逐渐增长**：2019年中国原料药出口额340亿美元，同比约13%，呈现加速增长。主要目的地为亚洲（印度为主）、欧洲、北美洲。

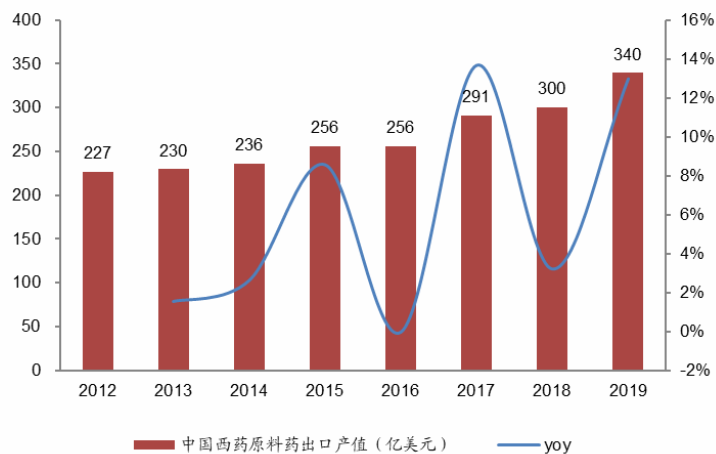
2018年中国原料药出口主要目的地



全球原料药市场保持稳健增长



中国原料药出口逐渐增长

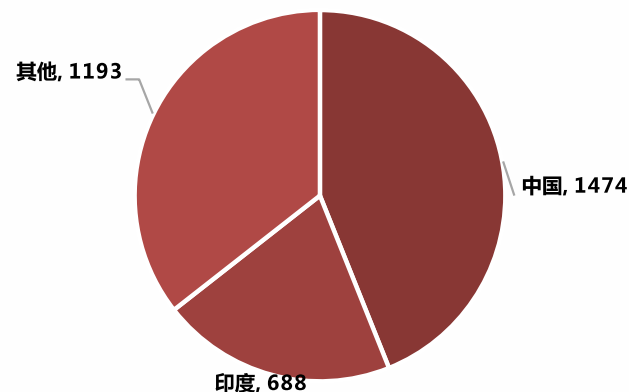


3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

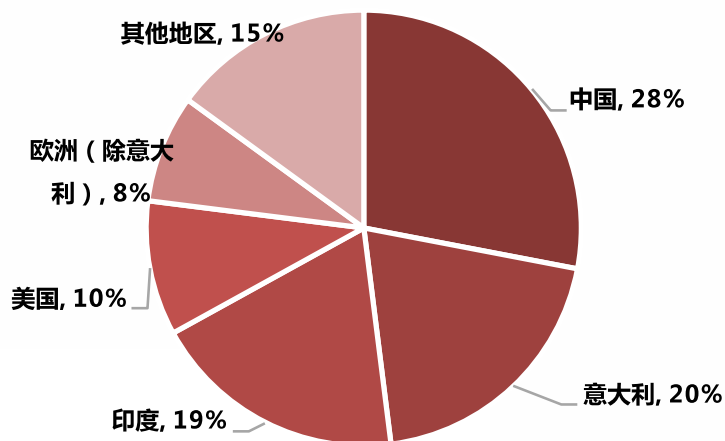
中国在原料药产业链地位持续提升

- 基于环保因素和成本考量，全球原料药产能逐渐向亚太地区转移。目前中国和印度约占据全球一半的原料药产能，2016年美国DMF持有人有46%是印度企业；
- 相比印度，中国成为全球原料药供应中心的可能性更大。主要原因有：1) 中国有成熟的工业体系和稳定的供应链（疫情期间凸显）；2) 充足的医药人才；3) 更适合发酵的自然的自然环境。

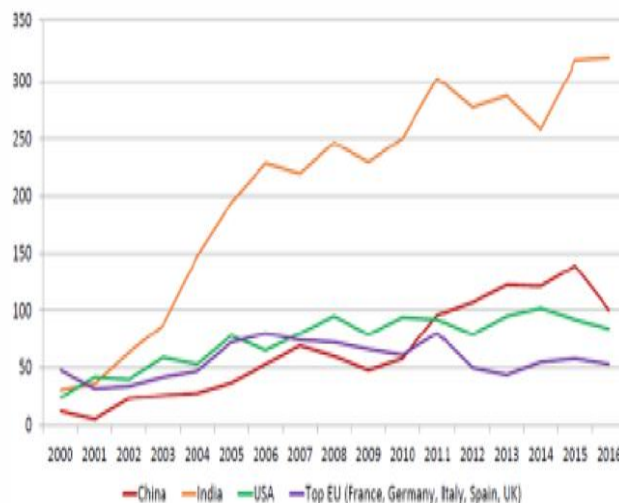
全球API主要生产基地分布



2018年全球主要原料药供应地市场份额



2000-2016年美国DMF持有人分布



3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

供需两端双轮驱动导致本轮周期的弹性大、时间长，不再是传统周期视角



数据来源: choice, 西南证券整理

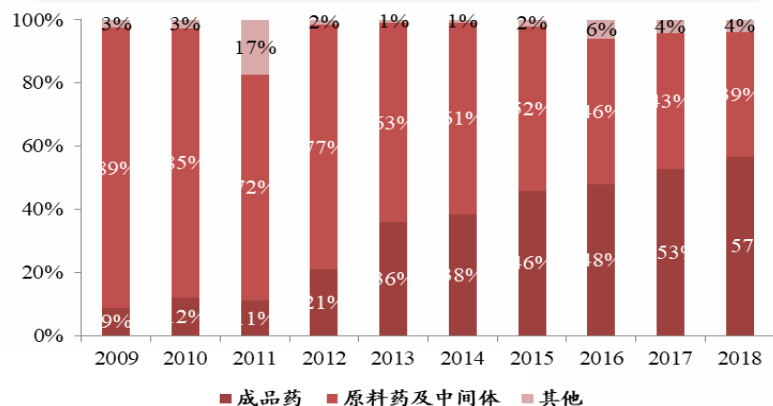
- 2014年原料药板块上涨有一定环保因素，也有牛市原因，主要是涨估值；但本轮周期是供给端因“**环保趋严+杂质事件+疫情**”带来的去产能，叠加“**一致性评价+关联审批+带量采购**”导致需求端对制剂品质要求提升，两端双轮驱动带来历史罕见的周期，特色原料药产业链地位提升，价值重塑（戴维斯双击）。

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

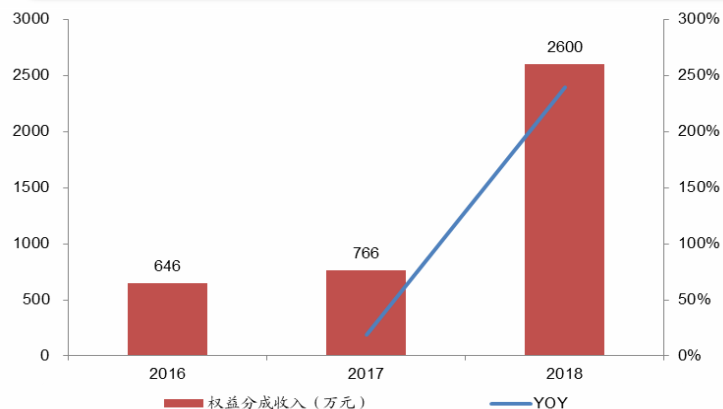
三条路径打开特色原料药成长空间

- **通过丰富产品管线，提升市场竞争力**：对原料药供应商而言，通过研发不断丰富自身产品管线，在一定程度上可提高市场竞争力。以美诺华为例，公司围绕降血压、降血糖、抗感染等领域布局，产品管线不断丰富，在慢病领域形成组合拳，市场竞争力显著提升。
- **下游“原料药+制剂”一体化及制剂权益分成**：在国内医保控费大环境下，国内仿制药价格承压，原料药+制剂一体化可大幅缩减成本，是目前原料药和仿制药企业重点布局方向。如华海药业的制剂销售规模持续提升，收入占比从2009年的9%提升至2018年的57%；此外，原料药企业还可参与下游制剂销售分成，如博瑞医药等少数企业凭借技术优势具有较强的话语权，凭借原料药技术能够享受制剂上市后的销售分成。
- **向专利原料药（CDMO）领域拓展**：目前国内CDMO正处于快速发展的阶段，我们认为有能力向CMO/CDMO拓展的原料药企业成长空间将进一步打开。

华海药业制剂收入占比持续提升



博瑞医药制剂权益分成收入高速增长



数据来源：Wind，西南证券整理

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

主要特色原料药价格

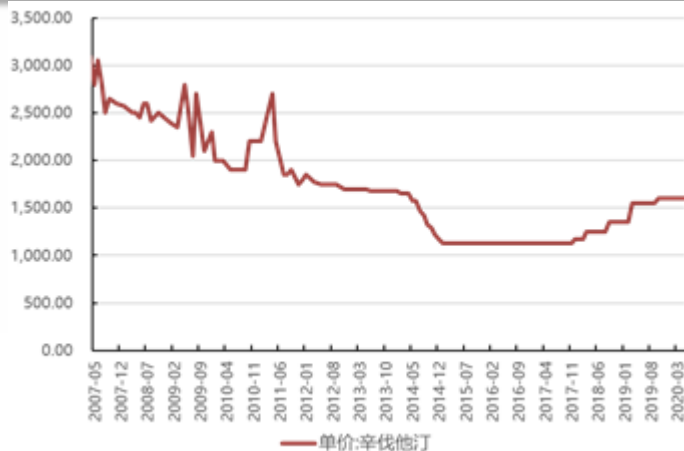
缬沙坦单价 (元/千克)



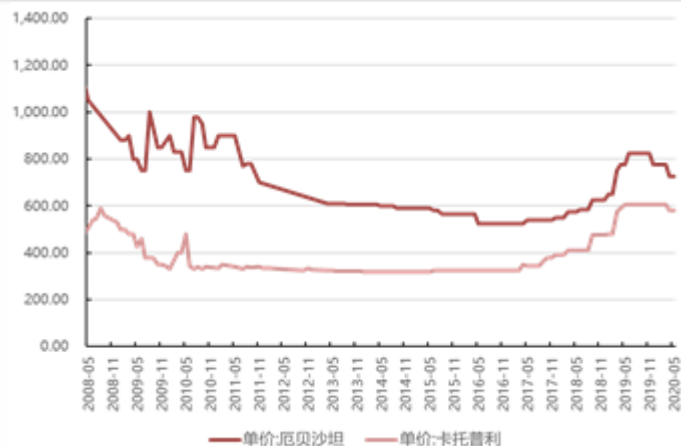
阿托伐他汀单价 (元/千克)



辛伐他汀单价 (元/千克)



卡托普利与厄贝沙坦单价 (元/千克)

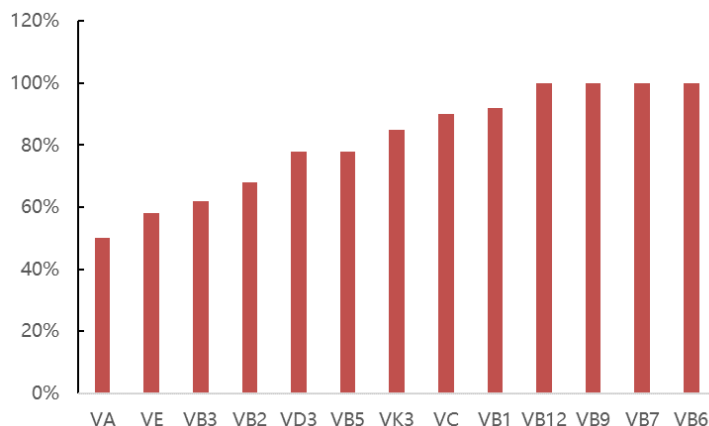


3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

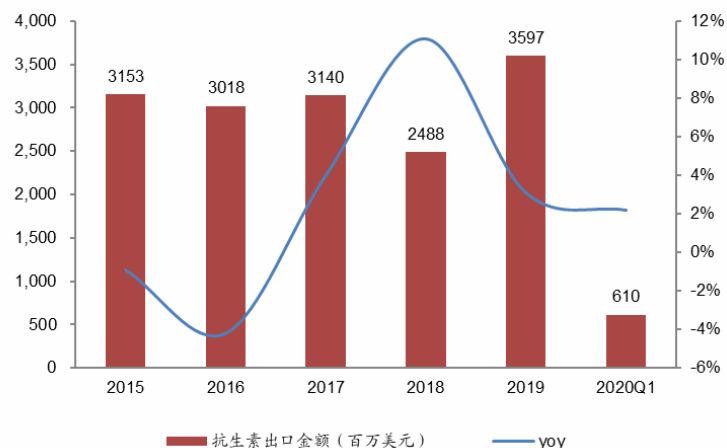
大宗原料药：关注供给端出现短缺的机会

- 大宗原料药下游市场需求大，但是竞争激烈，整体投资逻辑主要在于考察供给端的变化（环保、爆炸、停产等因素），和化工品分析逻辑比较类似。
- 大宗原料药主要包含维生素、抗生素中间体、解热镇痛、激素等几类，中国是世界上大宗原料药的主要供应市场。
- 维生素主要产能基本在中国，但量比较大的品种如VA、VE产能中国占比低于60%，海外帝斯曼和巴斯夫占比较高，疫情之下，海外产能受到一定限制，VA、VE价格有望上涨。
- 抗生素中间体主要包括总体供大于求，难以支撑价格持续上涨。

2019年主要维生素原料药中国供应份额



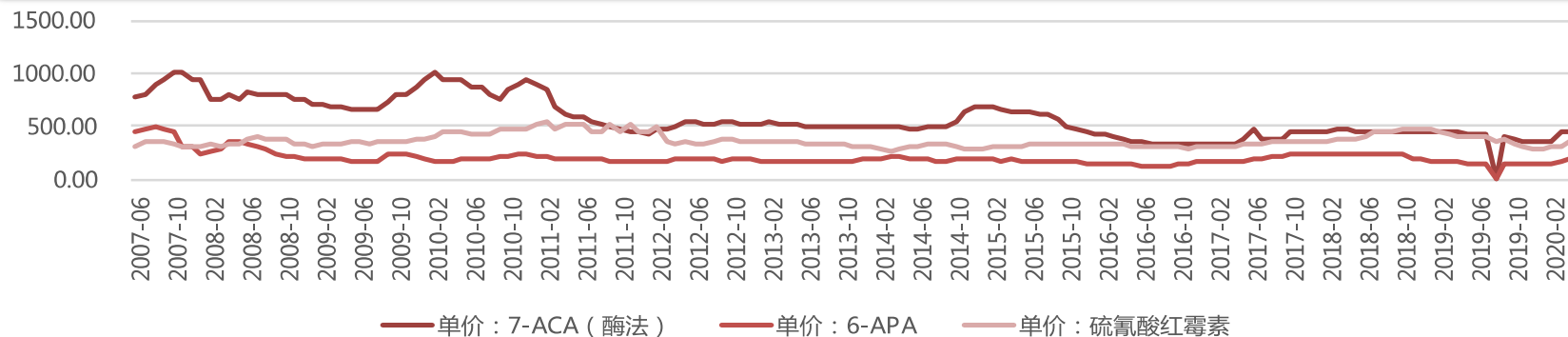
2015-2020Q1抗生素出口金额



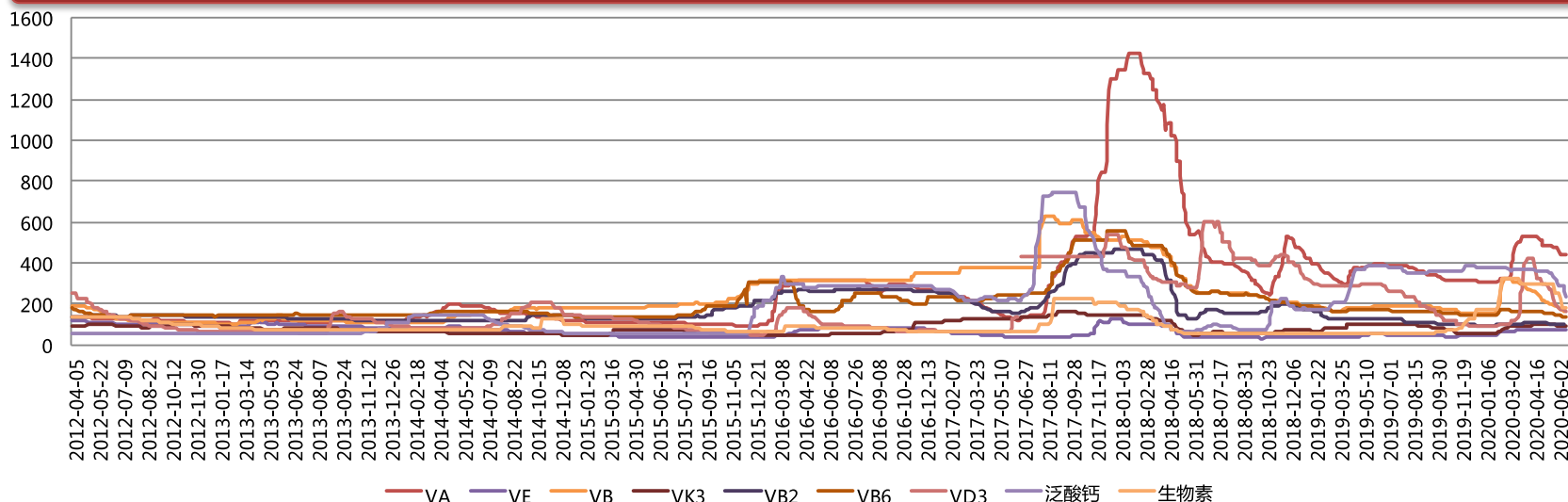
3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

大宗原料药价格于2020年初有所抬头

主要抗生素中间体价格（元/kg）



主要维生素原料药价格（元/kg）



3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

投资总结

- **原料药不是简单周期板块，特色及专利原料药具有成长属性，行业壁垒相对较高：**原料药分为大宗原料药、特色原料药及专利原料药，其中大宗原料药需求相对平稳，而特色原料药和专利原料药具备成长属性。特色原料药核心壁垒体现在技术、重资产和客户粘性方面，近几年环保成本攀升，进一步提高行业壁垒。
- **特色原料药产能逐步向亚太转移，国内产业迎来较高景气度：**随着欧洲和美国地区环保成本、人工成本不断提升，原料药产能逐步向亚太地区转移，中国和印度作为产能承接方，正在快速崛起。此外，随着国内环保趋严、工艺标准提升，订单逐步向龙头集中趋势明显，短期叠加疫情带来的冲击，部分品种价格或有望上涨，国内龙头企业迎来较好发展机遇。
- **原料药在产业链中话语权提升，三条路径打开特色原料药行业成长空间：**1) 在新品种拓展方面，国内特色原料药企业加速丰富产品管线，提高国际市场竞争力。2) 带量采购背景下，特色原料药企业快速切入下游制剂市场实现“原料药+制剂”一体化，部分原料药企业还可参与下游制剂权益分成；3) 部分特色原料药企业逐步向CMO/CDMO拓展。
- **关注部分大宗原料药价格的反弹：**大宗原料药价格还在历史偏底部区域，疫情有望收缩供给，关注VA、VE、泛酸钙、4-AA的价格上涨带来的投资机会。

重点关注：1) **平台型公司：**华海药业(600521)、普洛药业(000739)；2) **转型CDMO领域：**九洲药业(603456)；3) **特色细分领域：**海普瑞(002399)、健友股份(603707)、司太立(603520)、美诺华(603538)、奥翔药业(603229)、仙琚制药(002332)、富祥股份(300497)、天宇股份(300702)。4) **部分大宗原料药价格上涨叠加转型制剂的机会：**亿帆医药(002019)、浙江医药(600216)

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.8药品分销：渠道价值有望重估

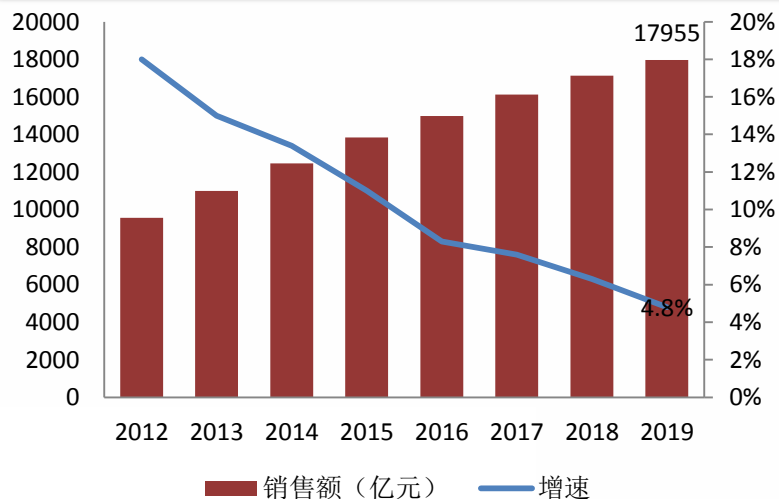
4 2020年下半年医药投资策略及标的

3.8药品分销：渠道价值有望重估

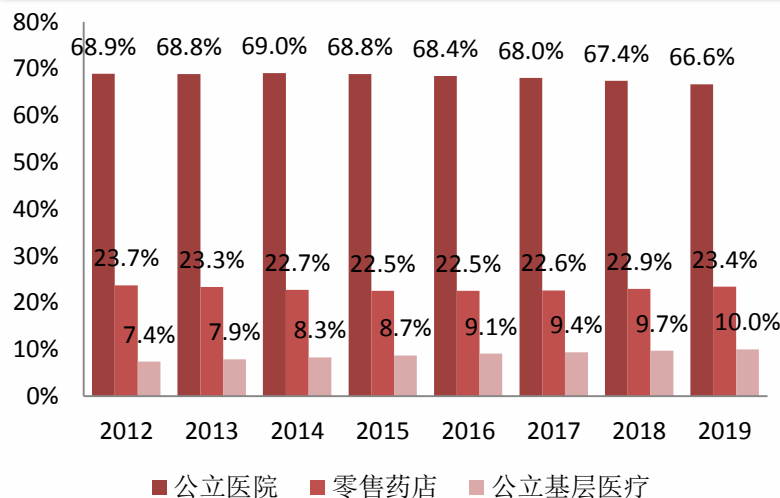
药品流通行业概览：总额增速逐渐趋稳，零售和基层份额占比上升

- 2019年，我国药品销售额为17955亿元，同比增长4.8%，随着医保控费和收入规模的扩大，我国药品销售额增速呈下降趋势。但在老龄化日趋加剧、新药上市品种增加、人们对健康关注度提高的大背景下，预计未来药品行业增速将呈L形走势。
- 在分级诊疗和处方外流的影响下，我国公立医院渠道销售占比有所下降，基层医疗机构渠道占比持续上升。2019年，公立医院终端占比为66.6%，零售药店终端占比为23.4%，公立基层医疗终端占比为10.0%。在处方外流、互联网医疗放开、医疗服务附加值提高等因素影响下，预计未来药品销售将持续从大中型公立医院流向零售药店和基层医疗机构。

中国历年药品市场规模及增速



中国药品销售三大终端销售份额



数据来源：米内网，西南证券整理

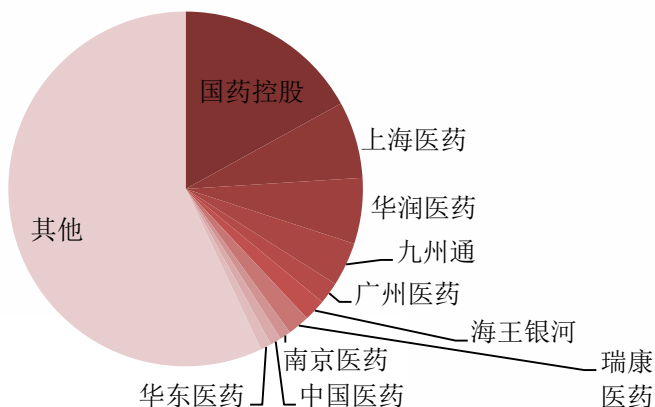
www.swsc.com.cn

3.8药品分销：渠道价值有望重估

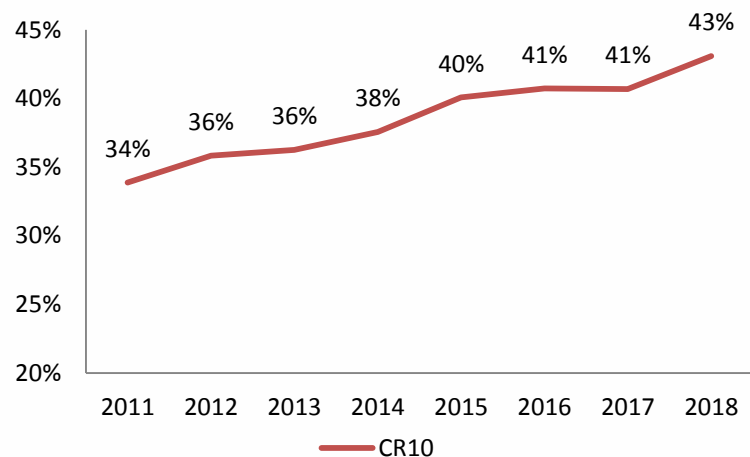
我国药品分销竞争现状：“4+n”格局上集中度持续提高

- 我国药品分销呈现“4+n”格局，四家全国性的流通商包括：国药控股，上海医药，华润医药，九州通，其他则是区域性的流通商。
- 截至2018年，全国共有药品批发企业13598家，药品流通行业的CR10为43%，CR20为51%，CR50为58%。2011年-2018年之间，CR10从34%增加到43%，集中度持续提高。
- 展望未来，大部分仿制药可能逐步进入带量采购，重新选择配送商的同时，配送费用被大幅压缩，只有覆盖面广的配送商借助综合成本优势能承揽这部分业务；新上市的新药中对运输存储条件要求高的生物制剂占比提升，这部分也是龙头配送商的业务机会。因此，预计行业集中度将会持续提高。

2018年全国药品分销竞争格局



全国药品流通行业集中度逐年提高

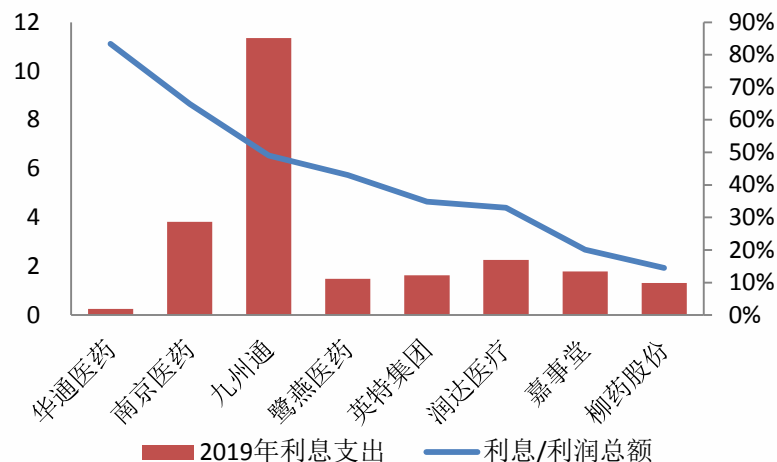


3.8药品分销：渠道价值有望重估

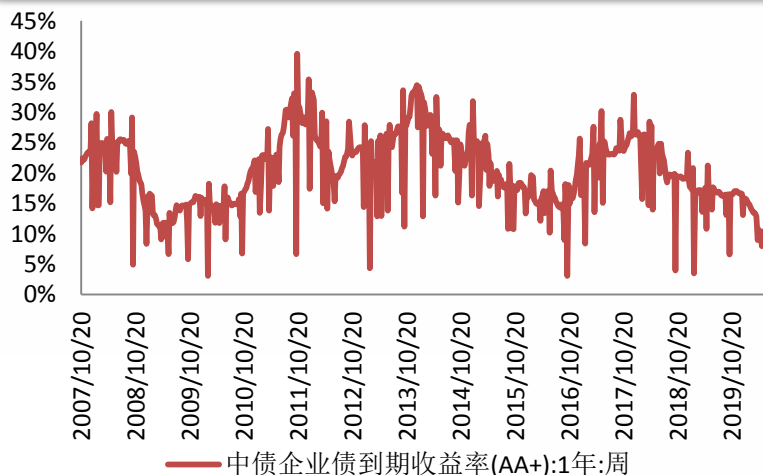
资金成本下行，配送商盈利能力提高

- 流通企业的垫资属性决定了其资金成本较高，因此贷款和债券利率走势影响流通企业的盈利能力。
- 在A股上市流通企业中，华通医药、南京医药等企业的利息支出对利润的影响较大，其利息支出占利润总额的比例高于50%。
- 自2019年以来，债券利率呈下降趋势，流通企业发债成本降低，从而盈利能力得到提高。

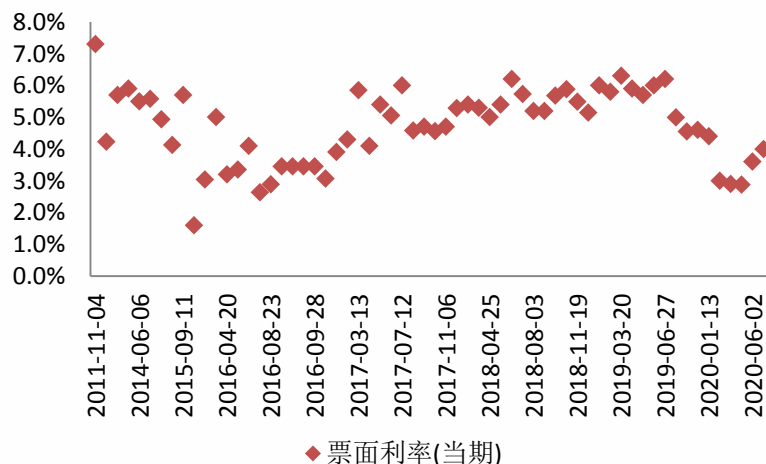
流通企业利息占利润总额的比例较高



中债企业债到期收益率下降



九州通债券利率走势



3.8药品分销：渠道价值有望重估

带量采购导致配送商业务重新分配，大企业获得更多品种

- 带量采购之后，药品、耗材大幅降价，相应的配送费用也降低，对于配送企业成本控制能力要求较高。大中型配送商由于规模效应明显，成本优势突出，从而获得更多带量采购品种的配送。因此带量采购后，集中度将会提升。且部分带量采购文件对配送商数量进行限制，上海、辽宁等地甚至在4+7带量采购中给出了独家配送权，加速了小经销商的淘汰。
- 带量采购均要求医保资金预付款或30天内付款，大幅缓解了配送企业的资金压力，使得流通商藤萝出更多资金去开展新业务。
- 两票制后，大中型配送商加强了网络布局，特别是对于基层医疗机构的覆盖面有所上升，终端触角的延伸成为公司业务增量来源之一。

集中采购缩短配送企业回款周期

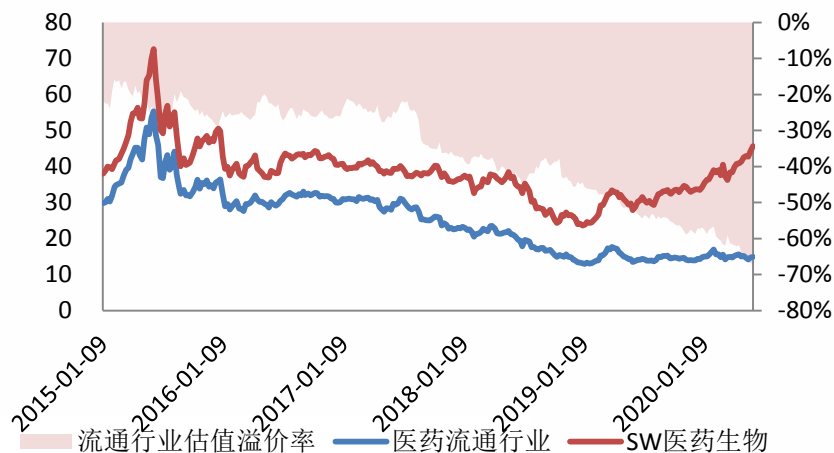
事件	事件/地区	措施
药品集中采购	4+7带量采购	医保基金在总额预算的基础上，按不低于采购金额的30%提前预付给医疗机构。有条件的城市可试点医保直接结算
	第二轮全国带量采购	采购方应当根据协议的约定及时回款，不得拖欠。
	《关于以药品集中采购和使用为突破口 进一步深化医药卫生体制改革的若干政策措施》	鼓励医保经办机构直接与生产或流通企业结算货款
耗材集中采购	安徽	结算周期为90天
	南京/泰州/淮安	医保预付30%-50%
	济南	医保预付40%
	山西	医保预付30%

3.8药品分销：渠道价值有望重估

药品分销板块估值处于历史低位，性价比凸显

- A股药品分销板块目前估值（TTM）仅为15倍，相对于生物医药行业的溢价率为-67.4%，为2015年以来折价最低点。近期生物医药行业股价走势良好，PE持续上升，后续药品分销板块可能迎来补涨。
- 部分经营突出的分销企业业绩维持良好增速，而PE处于历史低位，PEG小于1的增长良好的公司包括柳药股份、九州通、鹭燕医药。

药品分销估值（TTM）溢价处于历史低点



数据来源：中国药品流通行业发展报告（2019），西南证券整理

部分流通企业PEG

公司	市盈率 PE (TTM)	预估2020年业 绩增速 (%)	PEG
柳药股份	11.9	24.0	0.5
九州通	17.0	32.6	0.5
鹭燕医药	10.1	13.9	0.7
上海医药	12.8	12.1	1.1
国药一致	14.3	11.1	1.3
润达医疗	27.4	21.0	1.3
国药股份	15.0	11.4	1.3
中国医药	17.2	11.4	1.5

3.8药品分销：渠道价值有望重估

行业观点及投资标的

- **投资策略**：药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，流通企业的业绩仍将维持稳健增长。部分经营能力强的公司，借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。
- **推荐标的**：全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607.SH），九州通（600998.SH）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药股份（603368.SH），国药一致（000028.SZ），国药股份（600511.SH），鹭燕医药（002788.SZ）等。

目 录

1 医药行业上半年表现回顾

2 四大维度看好医药板块表现

2.1产业面：医药产业地位提升，未来有望加大投入

2.2政策面：压缩仿制市场，鼓励创新市场

2.3资本面：生物医药成为科创板重点支持行业，上市企业以创新药械公司为主

2.4资金面：疫情提高医药板块关注度，资金持续流入

3 2020年下半年医药投资方向

3.1创新药产业链：国内创新药步入收获期，医药行业长期潜力赛道

3.2疫苗：重磅品种不断上市带动行业持续扩容

3.3零售药店：集中度提升&处方外流，促进强者恒强

3.4血制品：行业壁垒较高，疫情或导致下半年供不应求

3.5医疗器械：6000多亿大市场，消费升级与进口替代共振

3.6医疗服务：需求旺盛量价齐升，民营医疗机构趁势崛起

3.7 原料药：行业迎来戴维斯双击

3.8药品分销：渠道价值有望重估

4 2020年下半年医药投资策略及标的

核心观点

2020下半年投资策略：

◆ 一是后疫情时代，跟疫情相关的投资方向：

- 1) 疫情催生创新药&疫苗研发热度增加，尤其是新冠疫苗研发进展；
- 2) 后疫情时代，局部疫情爆发带来新冠检测、手套、口罩等需求的增加；
- 3) 随着疫情影响逐渐减弱，前期受压制的医疗需求可能迎来较大反弹。

◆ 二是根据产业发展趋势，四条长期精选投资方向：

- 1) **泛创新品种：创新药及其产业链**（恒瑞医药、药明康德、药明生物、中国生物制药、贝达药业、亿帆医药、康弘药业、凯莱英、泰格医药等），**创新器械**（迈瑞医疗、新产业、乐普医疗、安图生物、万孚生物、迈克生物、开立医疗、南微医学、健帆生物、正海生物等），**创新疫苗**（康泰生物、智飞生物、华北制药、沃森生物等），**创新检测**（华大基因、贝瑞基因、艾德生物、凯普生物等）；
- 2) **泛医药消费：自主消费**（长春高新、华兰生物、双林生物、卫光生物、我武生物、欧普康视等），**消费中药**（片仔癀、云南白药、同仁堂等）；
- 3) **连锁医疗机构：药店**（大参林、一心堂、老百姓、益丰药房），**医疗服务机构**（通策医疗、爱尔眼科、美年健康），**独立第三方检测机构**（金域医学、润达医疗、迪安诊断等）；
- 4) **特色原料药**（华海药业、海普瑞、健友股份、九洲药业、司太立、普洛药业、美诺华等）和**医药分销**（九州通、上海医药、柳药股份、国药一致等）。

2020年下半年组合推荐：

稳健组合：药明康德(603259)、大参林(603233)、恒瑞医药(600276)、长春高新(000661)、华兰生物(002007)、康泰生物(300601)、智飞生物(300122)、凯莱英(002821)、迈瑞医疗(300760)、乐普医疗(300003)。

弹性组合：康辰药业(603590)、华北制药(600812)、海普瑞(002399)、华大基因(300676)、卫光生物(002880)、山河药辅(300452)、一心堂(002727)、双林生物(000403)、西藏药业(600211)、上海医药(601607)。

风险提示：药品降价预期风险；医改政策执行进度低于预期风险。

2020年下半年医药投资策略及标的-稳健组合

稳健组合	价格	归母净利润 (亿元)			EPS			PE			市值 (亿)	评级
		20	21	22	20	21	22	20	21	22		
603259.SH 药明康德	97	23.6	29.4	36.3	1.02	1.27	1.57	95	76	61	2,233	买入
603233.SH 大参林	76	9.7	12.2	15.3	1.48	1.86	2.33	51	41	33	497	买入
600276.SH 恒瑞医药	92	70.3	89.3	110.6	1.33	1.68	2.08	70	55	44	4,894	买入
000661.SZ 长春高新	424	27.7	36.1	46.7	6.85	8.92	11.55	62	48	37	1,716	买入
002007.SZ 华兰生物	50	16.6	19.2	22.2	0.91	1.05	1.22	55	47	41	912	持有
300601.SZ 康泰生物	156	8.3	15.2	21.3	1.23	2.26	3.17	127	69	49	1,052	买入
300122.SZ 智飞生物	99	34.2	47.2	60.8	2.14	2.95	3.80	46	33	26	1,579	买入
002821.SZ 凯莱英	238	7.2	9.1	11.3	3.12	3.94	4.90	76	60	48	550	买入
300760.SZ 迈瑞医疗	302	57.7	69.4	84.2	4.75	5.71	6.93	64	53	44	3,670	买入
300003.SZ 乐普医疗	36	22.4	29.4	38.8	1.26	1.65	2.18	28	22	16	635	买入

数据来源: Wind, 西南证券

药明康德（603259）：外包项目持续增加，长期增长动力充足

投资逻辑

- **疫情带来一过性的影响，不改长期增长趋势。** 2019年公司业绩延续快速增长趋势，营收与扣非归母净利润增速分别为33.9%、22.8%。疫情对中国区临床试验服务业务造成一过性影响，但2020Q1公司收入端仍实现15%增速，综合毛利率为34.5%，因为疫情影响武汉研发中心运营和激励计划费用降低了综合毛利率。预计随着疫情结束后国内全面复工及公司积极开展业务连续性计划，公司毛利率和盈利能力将逐步恢复正常水平，Q2、Q3业绩会有不错表现，预期全年业绩有望维持较快增长。
- **客户增加与项目推进，公司增长动力强劲。** 从客户数量来看，2020Q1公司新增客户超过240家（其中海外客户128家），活跃客户超过3900家。从项目数量来看，截至2020Q1末，1）小分子CDMO/CMO方面，服务项目所涉新药物分子超过1000个（III期42个，已上市22个）；2）细胞和基因治疗CDMO方面，目前临床阶段项目35个（其中24个I期，11个II/III期）。3）DDSU(里程碑和销售分成收费模式项目)方面，一季度公司助力客户完成6个研究性新药的临床试验申报(累计91个)，并获得5个项目的临床试验许可(累计62个)，未来随着新品种实现上市销售，将为公司带来稳健现金流入。整体而言，公司一体化服务平台优势显著，持续吸引全球客户群体，各板块项目不断推进，公司长期增长动力强劲。
- **定增项目加码产能建设，助力业务规模扩张。** 公司拟以非公开发行方式募资金不超过65.3亿元，用于合全药业、上海药明的研发和生产项目建设，实现产能扩充，进一步强化全产业链服务能力，尤其是CDMO/CMO的服务能力。随着项目向商业化阶段转化以及公司产能释放，CDMO/CMO业务收入增长有望再提速，助推公司业绩持续快速增长。
- **盈利预测：**公司作为医药研发外包行业龙头，一体化服务平台优势显著，长期增长基本面强劲，预计2020-2022年归母净利润为23.6、29.4、36.3亿元，EPS为1.02、1.27、1.57元。
- **风险提示：**订单数量和进展不及预期；投资收益波动性风险；汇率波动风险。业增速或不及预期的风险。

大参林（603233）：门店加速扩张，业绩有望持续高增长

投资逻辑

- **业绩高于预期，各板块均实现增长。** 2019年公司零售板块收入达到106.6亿元，同比增长25.7%；批发业务收入2.2亿元，同比增长49.0%。从产品来看，中西成药、参茸滋补药材、中药饮片和非药品的收入分别为74.1亿元、13.4亿元、3.1亿元、18.2亿元，同比增长36.3%、12.1%、25.0%、4.5%。各业务增长势头都比较良好，为公司营收创造动力。公司过去几年加快对外扩张速度，新增门店数逐渐提高，拖累了整体营收能力，但公司坪效处于行业顶尖水平，2019年月均为2579.1元/平方米。因此随着新一批的门店进入成熟期，预计未来公司盈利能力将大幅提升。
- **门店扩张加速，全国零售网络布局进一步完善。** 2019年公司新增门店946家，其中华南地区新增596家，华东地区新增127家，华中地区新增53家。除了推动现有省份门店市场下沉之外，公司还进入河北省、黑龙江省和陕西省，三省设立门店170家，对外扩张再下一城。2020Q1公司并购项目涉及门店数166家，并购速度加快，同时公司在江西省设立全资子公司，对江西省的布局指日可待。
- **全线布局处方外流效果显著。** 1) 2019年公司处方药销售增长28.7%，新增院边店558家，DTP药房36家，实现销售增长251.2%。处方药渠道价值显现，为公司带来新的利润增长点。2) O2O线上门店超过3200家，覆盖线下所有主要城市。门店与会员使用电话、微信互动更加紧密，提高了会员粘性，加速公司业绩发展。
- **盈利预测：**公司近年来门店扩张加快，营收有望进入高速增长期，预计2020-2022年归母净利润为9.7、12.2、15.3亿元，EPS为1.48、1.86、2.33元。
- **风险提示：**并购整合效果不达预期；行业政策变动风险；行业竞争加剧风险。

恒瑞医药（600276）：创新获重大突破，进入新的快速发展周期

投资逻辑

- **国内创新药绝对龙头企业，创新正踢动公司加速成长。**公司在研发与已获批创新药品种数量国内遥遥领先，也是创新转型最彻底、创新成果最丰富，未来对仿制药业务依赖程度越来越低，是受仿制药降价趋势影响最小的标的，随着19K、吡咯替尼、PD-1等重磅创新产品获批，我们认为从2018年开始创新将强势推动公司进入新的增长周期。
- **创新驱动收入与业绩增长持续加速，四条管线收入增长势头良好。**2019Q4实现收入与归母净利润分别为63.4亿、15.9亿，同比增长27.9%、38.1%，销售分线改革与创新药新品种获批销售是全年收入与业绩增速加快的主要原因。三大主营业务增速明显，抗肿瘤与造影剂业务增速明显加快。麻醉。抗肿瘤销售收入105.6亿元，同比增长43%；造影剂收入32.3亿元，同比增长39%，受益于碘克沙醇持续放量增长以及碘化油等新品的销售；麻醉产品收入55.1亿元，同比增长18.4%，增速有所减缓，但依然保持较强势头。受新进医保品种及个别产品提价的推动，以非布司他、艾瑞昔布及布托啡诺为代表的综合线产品持续实现快速增长，综合线实现39.4亿总收入，同比增长30%。制剂出口与2018年基本持平，实现6.3亿收入，略微下滑3%。2019年，公司计提股权激励费用1.9亿元，若剔除激励费用的影响，归母净利润同比增速为35.6%。
- **研发投入持续创新高，创新药2019年销售喜获丰收。**2019年公司研发投入39亿元，同比增长45.9%，占收入比例16.7%，总额与占比均创公司历史新高。2018-2019年是公司创新药获批重要年份，19K、吡咯替尼、白紫与PD-1四个重磅品种陆续获批上市；2019年，4个品种均取得了可观的销售收入，是公司肿瘤线以及整个收入增速加快的核心品种。2019年5月，公司最重磅品种PD-1单抗获批，并于7月份上市销售，短短5个月时间即取得突出的销售成绩。若包含白紫在内，我们预计2019年公司创新药销售收入超60亿元。多个重磅创新药III期临床持续推进，PD-L1、贝伐珠单抗、CDK4/6抑制剂等多重磅品种临床已进入III期；阿帕替尼与PD-1联合用药、SHR3680、SHR0302、SHR1459等产品获准在海外开展国际多中心临床试验。
- **盈利预测：**预计2020-2022年归母净利润为70.3、89.3、110.6亿元，EPS为1.33、1.68、2.08元。
- **风险提示：**新药获批进度或低于预期，药品销售或低于预期，药品降价风险。

长春高新（000661）：生长激素逐步恢复增长，百克生物价值重估

投资逻辑

- **生长激素市场空间广阔，高速增长确定性强。**2019年国内生长激素市场规模达到60亿元，适用人群基数庞大，渗透率较低，预计随着渗透率的提升以及患者年用药金额的提升，生长激素市场规模有望保持快速增长，预计2024年有望达到150亿元，复合增速超过20%。公司是国内生长激素行业龙头，先发优势明显，拥有粉针、水针和长效三种剂型，剂型丰富，品牌优势显著，销售能力突出，有望优先享受行业成长红利。生长激素业绩确定性。
- **百克生物分拆上市，竞争力有望进一步提升。**百克生物是长春高新旗下疫苗业务平台，主要产品为水痘疫苗和人用狂犬病疫苗，2019年实现营业收入和净利润分别为10亿元和1.75亿元，2020年2月新产品鼻喷流感疫苗获批上市，有望贡献业绩增量。本次分拆上市，有助于建立公司长效激励机制，留住核心技术和管理人员，进一步调动核心人员积极性，提升团队凝聚力。本次分拆上市后，百克生物资金实力增强，融资渠道进一步打开，为后续新产品研发以及上市产品的产能扩充提供了充裕的资金条件，公司的盈利能力和综合竞争力有望进一步提升。
- **二线品种促卵泡素、鼻喷流感疫苗有望快速放量。**促卵泡素市场空间大，竞争格局良好，正处于快速放量阶段，预计随着新适应症的获批，有望成为10亿量级重磅产品。公司的鼻喷流感疫苗于2020年2月获批上市，成为国内首个鼻喷流感减毒活疫苗。目前我国流感疫苗批签发量稳步增加，鼻喷流感疫苗使用方便，易于大规模免疫，差异化优势显著，有望成为四价流感疫苗的有效补充。目前我国没有其他企业研发申报鼻喷流感疫苗，竞争格局有望长期维持，预计鼻喷流感疫苗将为公司贡献显著的业绩增量。
- **盈利预测：**核心产品生长激素保持快速增长，二线产品加速放量，在研产品梯队不断丰富，预计2020-2022年归母净利润分别为27.7、36.1、46.7亿元，EPS分别为6.85、8.92、11.55元。
- **风险提示：**新产品或无法放量的风险；药品招标降价的风险；再次发生类同2013年长沙事件的行业风险。

华兰生物（002007.SZ）：四价流感疫苗持续放量，血制品有望紧缺

投资逻辑

- **血制品业务全年有望保持较快增长，疫苗业务下半年将显著贡献业绩。** 1) 从Q1的情况来看，由于2019年公司加速去库存，2020年初除了静丙外，公司其他产品均处于较低库存水平，叠加Q1疫情影响，虽然静丙需求显著增加，但整体销售受到影响。2) 在采浆量方面，全年来看，2019年公司采浆量为1050吨，考虑短期疫情影响，我们预计2020年全年采浆量与2019年将持平。此外，受本次疫情影响，未来供给有望短缺带来价格弹性，预计全年血制品业务将保持较快增长。3) 在疫苗方面，受新冠疫情影响，预计今年下半年流感疫苗接种率将显著提升，公司为国内最大的四价流感疫苗供应商，预计2020年公司的四价流感接种量有望超过1500万支。
- **生物药临床进展顺利，进一步打开公司成长空间。** 在生物药领域，公司目前已有7个单抗取得临床试验批件，其中阿达木单抗、曲妥珠单抗、利妥昔单抗、贝伐单抗目前均已进入III期临床研究阶段，德尼单抗、帕尼单抗和伊匹单抗已经进入I期临床研究，另有多处处在不同研发阶段的单抗药物正在稳步推进，国内生物药市场空间巨大，公司生物药在研管线相对较为丰富，有望成为公司未来重要增长点。
- **盈利预测：**公司是国内血制品龙头之一，受益于下游需求稳定增长，此外受本次疫情影响，四价流感疫苗有望快速放量，预计2020-2022年归母净利润为16.6、19.2、22.2亿元，EPS为0.91、1.05、1.22元。
- **风险提示：**疫苗业务竞争加剧的风险；血制品放量不及预期的风险。

康泰生物（300601）：疫情不改全年高增长趋势，定增奠定中长期发展基础

投资逻辑

- **疫情不改全年高增长趋势，定增奠定中长期发展基础。** 2019年，我们预计四联苗销售接近450万支，60ug乙肝销售预计超80万支，公司核心品种销售依然强劲。在销售费用率方面，2019年销售费用率为40.4%，同比减少9.5个百分点。2020Q1，受新冠疫情影响，全国各地疫苗接种门诊也先后采取多种方式防控疫情，公司产品接种受到影响，此外，股票期权激励摊销成本较去年同期也有所增加，从而影响公司2020Q1业绩，随着4月份接种点逐步恢复，预计公司Q2开始有望恢复较快增长。公司与12名认购对象签订非公开发行股票认购协议，拟发行2727万股，发行价为110元/股，拟募集30亿资金用于民海生物新型疫苗国际化产业基地建设项目及补充流动资金，利好公司中长期发展。
- **疫苗产品管线国内最强，即将进入兑现期。** 通过自研+对外合作，公司目前已构建国内最丰富的疫苗产品梯队。1) 13价肺炎疫苗：目已纳入优先审批资格，预计2020年底或2021年初有望获批。2) 冻干人二倍体狂犬：已获得临床研究总结报告，目前准备申请药品注册批件，预计将于2021年获得生产批件；3) 冻干水痘减毒活疫苗：目前已完成Ⅲ期临床研究现场工作；4) 麻腮风-水痘：有望成为重磅品种，目前处于临床前阶段。我们认为随着公司研发进度的不断推进，以及后续众多重磅在研品种陆续上市，公司即将进入兑现期。
- **盈利预测：**考虑到Q2疫苗接种全面恢复，公司全年高增长趋势不改，公司在研产品管线丰富，多个重磅产品持续推进，预计2020-2022年归母净利润为16.6、19.2、22.2亿元，EPS为0.91、1.05、1.22元。
- **风险提示：**研发速度或不及预期；四联苗放量不及预期的风险；再次出现行业安全事件影响消费者信心的风险。

智飞生物（300122）：代理与自研齐增长，业绩有望继续爆发

投资逻辑

- **代理品种持续爆发，业绩维持高增长。**自2017年底代理的HPV疫苗上市后，代理业务逐渐成为公司主要收入和利润来源。代理业务仍将带动公司业绩高速增长。1) HPV疫苗：全球第二大重磅疫苗，目前国内仅进口上市，目前依旧处于供不应求的状态，我们认为未来3年HPV疫苗仍将呈爆发增长态势。2) 五价轮状病毒疫苗：为全球前十大疫苗之一，目前处于快速放量阶段。
- **自研产品逐步成长，盈利能力逐步提升。**在多联苗替代Hib单苗的趋势下，三联、四联和五联渗透率均有望达到10%-15%，三联苗为公司独家产品，预计可贡献超10亿元净利润。此外，公司还拥有15价肺炎疫苗和狂犬疫苗等多个在研重磅品种。公司现有研发基地2个，研发中心1个，自主在研项目20项，产品梯队储备丰富，自主研发实力不断增强。
- **业绩符合预期，核心品种持续快速放量：**分季度看，2019Q4公司实现营业收入29.2亿元，同比增长68.5%；实现归母净利润6.0亿元，同比增长66.0%，业绩基本符合预期。1) 批签发方面：9价HPV和4价HPV疫苗2019年批签发分别为332万支和485万支，五价轮状疫苗批签发为461万支，三联苗批签发为428万支。分品种销售来看：1) 代理品种方面，我们预计2019年HPV疫苗合计销售接近850万支，五价轮状销售接近350万支；2) 自产品种方面，我们预计三联苗预计全年约450万支。2020年，预计HPV疫苗销售有望达到1200万支，五价轮状有望接近600万支，三联苗预计销售150-200万支，其他自主产品有望贡献接近10亿收入。
- **盈利预测：**预计2020-2022年归母净利润为34.2、47.2、60.8亿元，EPS为2.14、2.95、3.8元。
- **风险提示：**行业竞争格局加剧、自研疫苗上市速度或低于预期等风险、默沙东代理关系或取消的风险。

凯莱英（002821）：业绩维持稳健增长，持续加大研发投入

投资逻辑

- **股权激励有望提升核心员工积极性，利于公司长期发展。**公司上市后在2016年12月做了第一轮股权激励，其后在2018年6月和2019年6月推出第二轮、第三轮股权激励计划，本次股权激励计划已经是第四轮，随着激励计划的推进，激励员工数量逐步增多，覆盖范围变广，持续的股权激励对提升员工积极性、保留和吸引人才具有重要意义，有利于公司长期发展。从本次解锁条件来看，2020年、2021年和2022年三年复合增速在20%以上，解锁条件也相对较高，体现公司对未来保持业绩快速增长充满信心。
- **海外产能转移与国内创新药崛起，带动我国CDMO行业步入发展快车道。**在研发难度增大以及生产成本压力较高的背景下，CDMO逐步从发达国家市场向新兴国家市场转移，带动我国CDMO行业快速发展。近几年我国医药行业创新研发火热，大型药企逐步转型创新，同时小型创新药企业融资额快速增加，进一步推动了我国CDMO行业发展，预计未来三年我国CDMO行业增速有望保持在20%。
- **小分子CDMO龙头企业，有望持续快速增长。**公司已经成为我国小分子CDMO行业龙头，研发实力强劲，项目经验丰富，品牌力突出。公司已有商业化品种超过30个，业绩稳定性较高，且多数品种下游制剂仍处于快速放量阶段，商业化品种收入仍然有望维持快速增长。公司临床阶段项目数量超过400个，位于行业第一梯队，后续临床阶段项目进入商业化阶段，有望为公司带来较大业绩弹性，预计公司整体业绩仍将保持高速增长。
- **盈利预测。**公司作为小分子CDMO行业龙头，核心竞争力突出，有望持续超越行业，实现快速成长。预计2020-2022年归母净利润分别为7.21、9.12、11.48亿元，EPS分别为3.12、3.94、4.96元。
- **风险提示：**疫情导致订单数量下滑的风险；项目执行进度不及预期的风险。

迈瑞医疗 (300760) : Q1业绩持续稳健增长 , 中长期成长空间广阔

投资逻辑

- **Q1 业绩持续稳健增长 , 经营性现金流表现突出。**受新冠肺炎疫情的影响 , 公司监护仪、呼吸机、输液泵、便携超、移动DR等产品显著受益 , 非疫情相关产品体外诊断和台式彩超增速相对放缓。整体看 , 公司2020Q1收入、扣非净利润分别增速 21.4%、25.5% , 继续延续2017年以来的稳健增长趋势。另外 , 公司Q1经营性现金流为14.2亿元 , 同比增长204.3% , 表现十分突出。
- **持续加码研发投入 , 夯实中长期发展基础。**近年来 , 公司持续加大研发投入 , 2019年研发投入达 16.5亿 , 占收入的10% , 2020一季度研发投入4.8亿元 , 同比增长40% , 大幅高于收入端增速 , 研发投入力度进一步加大。公司作为全球战略布局的医疗器械生产商 , 坚持产品持续高端化 , 公司近年来在三大领域的高端产品持续实现突破 , 产品竞争力快速提升 , 公司整体竞争力也持续加强 , 中长期发展基础越发牢固。
- **作为具备全球竞争力的医疗器械企业 , 公司在新冠疫情中发挥重要作用。**2020年新冠疫情爆发 , 公司作为全球抗疫先锋 , 累积交付了数十万台设备 , 在此次疫情中发挥了重要作用。另外 , 考虑公司产品在此次疫情中的快速上量 , 有望加速公司品牌在国内高端市场以及欧美高端市场认可度 , 提升公司在全球范围内的竞争力 , 各产品市占率有望进一步提升 , 推动公司中长期加速发展。
- **盈利预测 :** 预计2020-2022年归母净利润为57.7、69.4、84.2亿元 , EPS为4.75、5.71、6.93元。
- **风险提示 :** 产品销量或低于预期的风险 ; 汇兑损益超预期的风险。

乐普医疗（300003）：可降解支架放量，创新产品线布局前景广阔

投资逻辑

- **业绩符合市场预期，经营性现金流表现亮眼**：2019年公司归母净利润继续高增长趋势，其中出售君实生物股权获得收益约4.8亿元对当期利润贡献较大，实现扣非净利润12.4亿元，同比增长18.2%。报告期内，公司商誉和其他特定投资资产共发生减值损失合计约3.1亿元，若剔除计提商誉和其他特定投资资产的减值以及非经常性业务的影响，2019年归母净利润为15.2亿元，同比增长30.14%，延续高增长趋势。2019年公司经营性现金流为19.9亿元，同比增长32.5%，表现亮眼。
- **可降解支架开始上量，创新器械产品管线丰富**。可吸收支架Neovas作为公重磅的创新产品，已于2019年3月开始实现销售，销售趋势向好，先后在全国29个省份等几百家医院完成病例植入，在支架销售中占比已达10%，为支架业务新增一个强劲的增长点。预计，随着可降解支架的持续推广，Neovas对公司利润贡献有望进一步体现。此外，公司在创新器械方面布局十分丰富，重磅在研产品线包括药物球囊、切割球囊、介入瓣膜、可降解封堵器等，预计将于2020年陆续上市销售，将进一步打开公司成长空间。
- **全方位布局泛心血管领域，看好公司长期发展前景**。公司在心血管领域深耕年，实现了器械+药品+服务等全方面布局，器械包括器械诊断（体外诊断、AI-ECG、连续血糖CGM监测器械）、治疗（药物支架、可降解支架、球囊、起搏器、瓣膜、封堵器等），药品包括降压药、降血脂（阿托伐他汀）、抗血栓（氯吡格雷等）以及降糖药（胰岛素、GLP-1、口服药等）等，医疗服务方面包括心血管医院、远程诊断平台等，未来成长空间广阔。
- **盈利预测**：预计2020-2022年归母净利润为22.4、29.4、38.8亿元，EPS为1.26、1.65、2.18元。
- **风险提示**：可降解支架放量或低于预期；新产品研发进展或低于预期；核心产品或大幅降价。

2020年下半年医药投资策略及标的-弹性组合

价值组合	价格	归母净利润 (亿元)			EPS			PE			市值 (亿)	评级
		20	21	22	20	21	22	20	21	22		
603590.SH 康辰药业	39	2.0	2.9	3.1	1.26	1.80	1.94	31	22	20	62	买入
600812.SH 华北制药	12	1.8	2.1	2.4	0.11	0.13	0.15	109	92	80	196	持有
002399.SZ 海普瑞	25	10.2	12.8	15.0	0.82	1.03	1.20	30	24	21	309	买入
300676.SZ 华大基因	152	4.4	5.4	6.2	1.10	1.34	1.54	138	##	98	606	持有
002880.SZ 卫光生物	67	2.1	2.5	3.0	1.29	1.57	1.87	51	42	36	108	买入
300452.SZ 山河药辅	26	1.1	1.3	1.5	0.59	0.73	0.85	44	35	30	46	买入
002727.SZ 一心堂	35	7.5	9.0	10.2	1.31	1.57	1.78	27	22	20	200	买入
000403.SZ 双林生物	74	2.3	3.7	5.0	0.85	1.36	1.83	86	54	40	202	买入
600211.SH 西藏药业	58	4.0	5.0	6.0	1.63	2.02	2.40	36	29	24	144	买入
601607.SH 上海医药	18	45.8	50.9	56.3	1.61	1.79	1.98	10	9	8	463	买入

数据来源: Wind, 西南证券
WWW.SWSC.COM.CN

康辰药业（603590）：进军骨科市场，丰富产品格局

投资逻辑

- **疫情影响Q1业绩，核心产品盈利稳定。**公司核心产品“苏灵”是目前国内血酶制剂市场唯一的一类创新药，为公司提供了长期稳定的业绩增长来源。2019年，公司“苏灵”产品实现销售收入10.5亿元，同比增长8.45%，占总业务收入的98.8%。2020Q1公司营收与归母净利润增速下滑，主要受疫情影响，手术病人减少，长期来看将会恢复增长。
“苏灵”作为细分领域唯一的创新药，在疗效、安全性、药物经济学方面相对竞争性产品优势明显；核心专利的保护期至2029年，具备持续竞争力。可降解支架开始上量，创新器械产品管线丰富。
- **坚持研发投入，积极推动自身研发团队和研发体系建设。**公司立足于创新药的研发，布局市场空间较大的抗肿瘤药物领域。经过优化调整后，公司目前主要在研产品包括CX1003、CX1026和KC1036等多个项目，均为靶向抗肿瘤领域的一类创新药，具有广阔的市场空间。公司针对这些药物已经在国内、国外申请了多项专利，并且还在继续加强知识产权方面的保护，这为公司未来持续发展奠定了坚实的基础。
- **进军骨科药品市场，提升公司盈利水平和抗风险能力。**4月21日公司发布非公开发行股票预案，预计募集金额不超过4亿元，主要用于收购密盖息自产项目。公司将通过收购密盖息资产及取得特立帕肽商业化权利，以康辰生物为平台，通过收购、License-in、自主研发等多种方式布局多种骨科领域药品及医疗器械，从而将康辰生物打造成为注于骨科领域的生物医药企业。根据此战略计划，公司将拓展市场前景广阔的业务领域，有效降低公司目前单一产品的风险，提升盈利水平和抗风险能力，夯实公司的基本面，进而集中精力打造公司以创新药为主导的发展格局。
- **盈利预测：**我们认为随着公司现有业务巩固和创新业务推进，进军骨科市场利好长期发展，预计2020-2022年归母净利润为2、2.9、3.1亿元，EPS为1.26、1.8、1.94元。
- **风险提示：**市场竞争风险、药品价格下行风险、新药研发风险、非公开发行整合风险和摊薄即期回报风险。

华北制药（600812）：独家大单品创新药+大幅低估的优质疫苗标的

投资逻辑

- **被忽略的优质疫苗企业**，拥有国内最优质二类乙肝疫苗，20年乙肝疫苗销售有望大幅增长。公司全资子公司金坦生物（2019年3.7亿净利润，乙肝疫苗预计3.5亿净利润），拥有国产在售唯一的哺乳动物细胞工艺生产的乙肝疫苗。2019年，金坦生物乙肝疫苗销售收入为11亿元，同比增长57%，其二类苗市占率已超50%，该品种部分省份已经有1/4到1/3的提价幅度，未来仍具有“量价齐升”逻辑。2020.1-2020.5月，华北金坦生物乙肝疫苗批签发量为846万支，2019年同期批签发量为320万支，2020年华北疫苗业务有望再迎大幅增长。除乙肝疫苗以外，预计公司有其他疫苗产品在研，值得期待。
- **独家大单品狂犬单抗已报产，市场空间30亿，市场前景确定性高**。该产品为狂犬病防治刚需品种，相比传统狂免蛋白，具有更安全，效果更优，且不受产能限制的优点，市场空间至少600万人份，预计公司将获得300万人份的市场。按照1000元/人份价格计算（现有狂免700-800元/人份），峰值销售额达到30亿元，贡献9亿元净利润，若给予20倍PE，该品种合理估值为180亿元。混改有望超预期，重组吸收控股股东子公司资产，做好混改前的准备工作。我们预计本次重组是将整合集团公司剩余资产，实现整体上市，整体上市后有望实现更大混改目标，混改规模与时间有望超预期。
- **盈利预测**：公司整体搬迁后最艰难阶段已经过，主营业务快速恢复，未来公司有降低财务费用预期，现有业务业绩有望大幅改善；狂犬单抗 III 期临床揭盲成功，有望一年内上市，或将大幅改善公司基本面。预计2020-2022年归母净利润为1.8、2.1、2.4亿元，EPS为0.11、0.13、0.15元。
- **风险提示**：化药集采、创新药研发低于预期等风险。

海普瑞（002399）：业绩保持较快增长，大分子CDMO+创新药打开成长空间

投资逻辑

- **肝素毛利水平回升，依诺制剂持续放量**：2019年，公司肝素原料药销售5.6亿吨，同比下降31.2%，营收22.7亿元，同比下降17.4%，系与主要客户调整定价过程中销量下滑所致；肝素原料药毛利率35.4%，较2019H1提升1.2pp，系公司于第三季度与客户重新调整定价后毛利水平回升所致。制剂业务销量9572.5万支，同比上升11.1%，营收12.3亿元，同比上升17.7%。认为，随着公司销售渠道的拓展和处方溢出效应的凸显，依诺肝素有望量价齐升。
- **CDMO业务表现亮眼，进入快速发展期**：2019年，公司CDMO业务营收7.1亿元，同比上升45.2%，毛利率30.6%，同比上升17.1pp，实现营收与毛利双增长。公司透过赛湾生物和SPL双平台开展CDMO。赛湾生物主营生物工程大分子药物的开发及生产，SPL主营天然大分子药物提取。报告期内CDMO业务订单交付速度与运营能力得到提升优化，服务于下游数十家药品开发企业，包括五家全球前十大医药企业，目前订单量充足，布局合理。大分子CDMO前景广阔，未来公司CDMO业务有望享受行业红利保持高增长态势。
- **在研项目资产交易补充研发费用，推动创新药业务开展**。公司联营企OncoQuest拟向韩国上市公司Dual出售其拥有的与免疫治疗在研药品相关的全部权益，交易完成后美国海普瑞预计将直接分别持有Dual及OncoQuest全面摊薄后17.84%、35.18%股权，同时海普瑞保留Oregovomab大中华区商业开发权。Dual拟支付7500万美元用于支持Oregovomab III期临床试验费用，公司披露预计2020Q3开启Oregovomab III期临床试验。
- **盈利预测**：公司肝素原料药和制剂一体化，大分子CDMO+创新药打开成长空间，预计2020-2022年归母净利润为10.2、12.8、15亿元，EPS为0.82、1.03、1.2元。
- **风险提示**：肝素原料药价格下降风险，依诺肝素销售不及预期。

华大基因（300676）：业绩保持稳健增长，股权激励注入发展活力

投资逻辑

- **三大业务拉动收入端增长，利润端受研发与销售费用影响。**公司2019营业收入增长主要由生育健康基础研究和临床应用服务及精准医学检测综合解决方案拉动；销售费用及研发费用分别同比增长20.3%、21.6%，导致归母净利润下降。分业务看：1）生育健康基础研究和临床应用服务2019全年收入11.8亿元，同比增长11.6%；毛利率69.5%，同比下降2.34pp。2）肿瘤防控及转化医学类服务2019全年收入2.8亿元，同比增长5.7%，毛利率38.8%。3）感染防控基础研究和临床应用服务2019全年收入0.8亿元，同比下降14.6%。4）多组学大数据服务与合成业务2019全年收入6.8亿元，同比下降0.5%，毛利率20.3%。5）精准医学检测综合解决方案2019全年收入5.7亿元，同比增长21.4%，毛利率66.0%。
- **注重研发投入，取得重要研究成果。**2019年公司研发费用3.2亿元，同比增长21.6%；研发费率11.3%，同比增长1.0pp。2019年，公司新增获授权专利47项，其中发明专利42项，实用新型专5项。截至2019年末，公司处于注册申请中的II类、III类医疗器械注册证8项；获得药品注册证5项；获得医疗器械注册证书和备案凭证112项。公司研制生产的新冠病毒检测试剂盒产品陆续取得国内医疗器械注册证、欧盟CE认证、美国FDA签发的EUA（紧急使用授权）、日本PMDA认证和澳大利亚TGA注册；全资子公司香港医学与沙特NUPCO合作，助力新冠防控工作。公司研发不断加强，利于稳固行业领先地位。
- **首次推出股权激励计划，注入公司成长新动力。**公司首次推出员工持股计划，提高员工效率和积极性。公司层面业绩考核目标为2020-2021年度净利润分别相对2019年增长50%、75%，公司对其未来发展有充分信心。该股权激励措施的员工覆盖面较广，且收益与员工个人业绩相关，有助于调动员工积极性。
- **盈利预测：**公司作为基因测序领域龙头企业，在市场环境不断成熟、行业标准不断完善的推动下，将发挥行业领导者的优势，进一步打开成长空间，预计2020-2022年归母净利润为4.4、5.4、6.2亿元，EPS为1.1、1.34、1.54元。
- **风险提示：**政策推进不及预期的风险，新产品研发不及预期的风险，原材料价格波动风险。

卫光生物（600161）：公司经营活力不断释放

投资逻辑

- **公司经营效率不断提升，吨浆收入显著提升。**分季度来看，2019Q4公司实现营收2.9亿元，同比增长31%，实现归母净利润6194万元，同比增长27.5%，业绩符合预期。分产品来看，2019年：1）白蛋白实现营收3.4亿元，同比增长10.2%；2）静丙实现营收3.1亿元，同比增长32.9%；3）狂犬免疫蛋白实现营收8834万元，同比增长9.3%；4）破伤风免疫球蛋白实现营收3132万元，同比下滑8.6%。在采浆量方面，2019年度公司采浆量较上年同期增长5.9%，其中特免血浆较上年同期增长约20%。从吨浆收入和吨浆利润来看，我们预计2019年公司吨浆收入达到205万元/吨（对应采浆量），相比于2016-18年平均179万元/吨显著提高；2019年吨浆利润达到42万元/吨（对应采浆量），相比于2016-18年平均45万元/吨略有下滑，预计主要与研发费用投入加大有关，2019年公司研发费用率为4.9%，相比于2018年提升1.4个百分点。
- **新产品拓展稳步进行，未来有望成为公司重要增长点，员工持股计划提升积极性，公司经营活力逐步释放。**2019年7月，公司公布员工持股计划，参与对象为包括董监高在内150人，截止2020年1月，员工持股计划累计买入公司39万股，成交金额2013万元。公司的人纤维蛋白原已取得上市许可，人凝血酶原复合物完成Ⅲ期临床研究，人凝血因子Ⅷ项目已启动Ⅲ期临床，冻干人用狂犬病疫苗已进行药审中心的临床前沟通会，随着新产品研发进展不断推进，上市后有望带动公司增长加速。
- **盈利预测：**考虑到公司是国内主要的血制品企业之一，公司在研产品不断推进上市，预计2020-2022年归母净利润为2.1、2.5、3亿元，EPS为1.29、1.57、1.87元。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；血制品放量不及预期的风险。

山河药辅（300452）：业绩保持稳定增长，股权激励助力长期发展

投资逻辑

- **经营业绩稳健，盈利能力提高。**2019年，公司营收增长主要由于淀粉及衍生类和无机盐类业务的拉动；归母净利润增速快于营业收入增速，主要由于纤维素及其衍生物类产品、淀粉及衍生物业务的毛利率提升，推动综合毛利率同比上升2.6pp。1) 分业务来看：2019年，纤维素及其衍生物类产品收入2.0亿元，同比增长5.4%；毛利率37.0%，同比上升2.8pp。淀粉及衍生物类业务收入1.4亿元，同比增长9.7%；毛利率35.5%，同比上升2.9pp。无机盐类业务收入0.4亿元，同比增长8.9%。场地出租收入24万元，同比下降37.9%。2) 盈利水平方面：2019年公司毛利率36.5%同比上升2.6pp，净利率19.4%，同比上升1.4pp。3) 经营性现金流方面：2019年公司经营活动现金净流量为净额7947万元，同比增长6.3%，实现小幅增长。
- **直销为主，客户粘性强。**公司研发产品主要由公司销售部门直接销售给下游业。公司在销售产品的同时通过技术服务，提供提供与客户制剂产品相匹配的辅料处方及技术解决方案；组织学术交流会、新产品推广会等活动，帮助客户实现产品价值。销售网络已初具规模并日趋成熟。前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例稳中有升，公司客户粘性较强。
- **回购股份用于员工激励。**公司首次发布回购计划，拟使用不低于人民币2500元且不超过人民币5000万元的自有资金回购公司股份，用于员工持股计划和/或股权激励计划。该员工激励计划表明公司对未来发展前景的信心，有助于调动中高级管理人员、核心骨干人员积极性，吸引和留住优秀人才，利于公司长期发展。
- **盈利预测：**考虑到公司为药用辅料领域领先企业，在行业集中度提升的背景下，未来将有广阔发展空间，预计2020-2022年归母净利润为1.1、1.3、1.5亿元，EPS为0.59、0.73、0.85元。
- **风险提示：**原材料价格波动风险，规模扩张引发的管理风险。

一心堂（002727）：股权激励激发经营活力，特慢病打开成长空间

投资逻辑

- **股权激励计划调动核心员工积极性，推动公司业绩稳健增长。**公司发布了2022年限制性股票激励计划，由于4名激励对象自愿放弃认购，激励对象人数由95人调整为91人，首次授予的股票数量由546.2万股调整为512.2万股，预留股份由53.8万股调整为87.8万股。由于公司在2020年4月23日向全体股东每股派息0.3元，授予价格由10.72元/股调整为10.42元/股。公司于2020年5月12日首次向91名激励对象授予512.2万股限制性股票，授予价格为10.42元/股，拟在未来三年分别解锁40%、30%和30%，解锁条件为以2019年归母净利润为基数，2020-2022年归母净利润增速分别不低于20%、40%和65%。在管理层大换血背景下，该激励计划有望激发新一届管理层提升公司业绩的动力，留住关键人才，有利于公司长期可持续发展。
- **账上资金充裕，一省一配物流中心保障业务扩张。**公司账上资金充裕，截至2022年第一季度末，公司货币资金达12.9亿元，充裕的资金储备有助于管理层快速开展和推进各类投资项目，公司规模有望进一步扩张。截至2019年末，公司共2有11个物流配送中心，总建筑面积达10.8万m²，可保障6000多家一心堂直营连锁门店的商品配送，及完成中药外部销售跨度29个省的100多家客户、60家药厂的配送。一省一配物流基地的建成节约了租赁成本、物流成本，大幅降低了商品流通的整体成本，一方面能够让顾客以更低的价格取得商品；另一方面，一省一配物流中心形成了跨区域、跨省级的物流网络，降低了公司跨区域经营的风险，为公司持续扩张提供有力的物流保障。
- **特慢病业务打开成长空间。**2019年，公司慢病医保门店对门店整体销售贡献为10.4%，单店最高贡献率达到84.1%；慢病医保门店客单价约296元，是非慢病顾客消费客单价的4.2倍。根据国家心血管病中心披露的数据，2018年，我国心血管病、高血压病患者各为2.9亿人、2.5亿人，潜在目标顾客群体庞大，潜在市场空间广阔。公司正在积极布局特慢病业务，至2019年底，公司各类特慢病医保支付门店达477家（其中3家专业特慢病药房），同比增长39.9%，占公司门店总数的7.6%，预计特慢病业务有望驱动公司未来业绩增长。
- **盈利预测：**考虑到公司作为直营连锁领先企业，股权激励有望激发经营活力，特慢病业务有望打开公司成长空间，未来持续快速发展可期。预计2020-2022年归母净利润为7.5、9、10.2亿元，EPS为1.31、1.57、1.78元。
- **风险提示：**门店扩张不达预期，特慢病业务增长不及预期，药品降价风险等。

双林生物（000403）：业绩逐步恢复高增长

投资逻辑

- **Q2开始公司业绩恢复高增长。**受部分产品市场推广费用增加和历史遗留管理费用一次性计提影响，公司19Q1归母净利润同比下滑13.8%，随着公司积极推动经营变革，以及19Q2产品恢复正常发货，公司19Q2实现归母净利润5322万元，同比增长38.3%，19Q3实现归母净利润4947万元，同比增长263.9%，19Q4实现归母净利润3629万元，同比增长89.5%，业绩恢复增长。净利率方面：公司积极推动经营变革，清理历史遗留问题，提高效率降低费用，2019年公司净利率达到17.9%。
- **产品线不断丰富，血制品业务提升空间较大。**1) 产品线方面，截止2019H1，公司人凝血因子VIII已经进入上市申报阶段，并按照CDE要求进行发补材料准备工作；人纤维蛋白原已完成临床试验，目前正准备上市申报材料；人凝血酶原复合物正在进行临床工作，近期完成了临床入组；人纤维蛋白粘合剂是药械合一的潜力产品，近期已完成临床前准备工作，正在申报临床试验；2) 采浆量方面，截止2018年，公司拥有13个单采血浆站，已在采浆站11个，其中6个为近三年来新开的浆站，公司2018年的采浆量接近400吨，此外，公司正在积极洽谈增设新浆站，随着后续2个浆站开始生产，以及新开浆站产能提升，预计公司采浆量还有较大提升空间。
- **盈利预测：**随着控股股东变更为浙民投，经营管理逐渐精细化，未来公司盈利能力有望逐步恢复正常水平。未来随着激励方案及资产重组方案推进完成，有望带来更大利润弹性。预计2020-2022年归母净利润为2.3亿、3.7亿及5亿，对应EPS为0.85、1.36、1.83元。考虑收购派斯菲科和激励方案完成，预计2020-2022年归母净利润为3.3亿、5.2亿及8亿。
- **风险提示：**采浆量不达预期；血制品降价风险；业绩不达预期。

西藏药业（600211）：业绩保持稳定增长，布局心血管植入器械领域

投资逻辑

- **2019新活素放量带动毛利提升，2020Q1营收保持平稳**：2019报告期内，司核心产品新活素销售贡献收入8亿元，同比上升46.8%，销量同比增长47.7%；依姆多营收2.7亿元，同比上升15%。报告期内整体毛利率83.6%，同比上升3.63pp，系高毛利产品新活素销量增长所致；销售费用率49.6%，同比上升2.48pp，系公司新活素销量增长引起。2020Q1营收同比持平，归母净利增长较快，主要由报告期内收到产业扶贫资金0.48亿元所致，扣除此影响后，扣非归母净利润同比增长21.6%。
- **新活素持续放量，顺利进入2019医保目录**。2019年，新活素销量175万支同比增长47.7%，自进入2017医保目录以来放量效应显著，2016-2019销量复合增长率67.8%。2019年11月新活素顺利进入新医保目录，降价幅度23.9%，持续放量值得期待，2020Q1营收未受显著影响。公司新活素专利起止期限为2011年12月30日至2031年12月29日，具备高技术壁垒与长期竞争力。新活素推广费合理。预计随着国内疫情缓和，新活素销量将保持高速增长。
- **公司投资布局心血管植入器械领域**。公司拟出资7000万元投资北京阿迈特，股比例9.86%。北京阿迈特从事心血管介入产品研发，拥有全球领先的3D4轴精密快速打印专利技术，目前有包括支架定位系统在内的4项在研项目，其中两项处于临床试验阶段，一项申报临床，一项处于开发阶段。投资后公司将获得上述4项产品中国市场独家销售推广权。公司在心血管领域积累多年，未来阿迈特产品成功上市后，将丰富公司业绩的增长点。
- **盈利预测**：考虑公司新活素进入新医保后的放量效应及公司在心血管植入领域的布局，预计2020-2022年归母净利润为4、5、6亿元，EPS为1.63、2.02、2.4元。
- **风险提示**：新活素销量不及预期；依姆多销量不及预期。

上海医药（601607）：短期业绩受疫情影响，股权激励注入增长活力

投资逻辑

- **疫情影响业绩下滑，海外出口有所扩张。**受疫情影响，公司第一季度各项收入数据有所滑坡。医药商业实现收入348.0亿元，同比下降12.6%。但同时，随着新冠肺炎逐渐席卷全球，海外市场药物需求激增，截至4月初公司已向数十个国家提供支持，抗疫药品出口总金额超过去年全年。长期来看，公司积极参加带量采购配送商遴选，在第一批11个试点城市中标市场份额中有明显提升。不断加大对医药商业板块的销售布局，2019年完成对四川国嘉医药的并购，同时在江苏、黑龙江、吉林、湖北等省市也不断运用资本力量进行版图扩张。公司进口代理龙头地位稳固，达可替尼片、头孢他啶阿维巴坦钠、贝利尤单抗、培塞利珠单抗、阿利西尤单抗等在内的17个进口新药重磅品种的国内独家代理权。多方有利发展下公司2020商业收入有望回归高增速。
- **研发项目不断推进，技术引进力度加强。**第一季度公司医药工业实现收入56.5亿元，同比下降8.8%，研发费用投入3.4亿元，同比增长25.9%，研发费用的提升也带来了显著的成果。公司有2个产品（ErbB2抑制剂SPH3261胶囊、小分子抗肿瘤药物SPH4336片）临床试验申请获得国家药监局受理；2个药物（右佐匹克隆片、降血糖药盐酸二甲双胍片）通过了仿制药质量和一致性评价，截至2020Q1过评总数达到9个。公司与以色列制药公司Mapi Pharma合作开发2项长效注射剂项目，打造高技术壁垒的长效缓释制剂平台。同时与新药研发公司科信必成就罕见病治疗药物达成委托技术开发协议。目前公司有7个研发项目正在进行中，2020年预计多个项目将进入临床及Pre-IND申报阶段。
- **互联网线上诊疗时代全面开启，股权激励推动公司长远发展。**上药云健康与仁济医院合作，完成互联网医院首张处方的送药上门服务。云健康信息系统直连互联网医院HIS系统，有序承接各级医疗机构处方外流，预计将会成为公司新的利润增长点。同时上药云健康B轮融资正式启动，打造行业“益药”生态圈，医疗大健康领导者地位逐渐确定。2019年公司首次启动股权激励计划，激励对象包括9名高管和201名公司骨干，预计授出2834.1万份股票期权。激励计划的实行将会给公司注入新增长活力，推动公司未来业绩稳健发展。
- **盈利预测：**预计随着疫情的缓和公司业绩将重回增长，同时医药工业也将成为公司强劲利润增长点，预计2020-2022年归母净利润为45.8、50.9、56.3亿元，EPS为1.61、1.79、1.98元。
- **风险提示：**订单增速或不及预期的风险，研发失败的风险，激励机制改革成效不及预期的风险。

重点公司盈利预测与估值 (1/2)

2020/6/29	覆盖公司	子行业	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元)			PE			市值 (亿)	评级
				20	21	22	20	21	22	20	21	22		
600276	恒瑞医药	化学制剂	92	70.3	89.3	110.6	1.33	1.68	2.08	70	55	44	4,894	买入
300760	迈瑞医疗	医疗器械III	302	57.7	69.4	84.2	4.75	5.71	6.93	64	53	44	3,670	买入
603259	药明康德	医疗服务III	97	23.6	29.4	36.3	1.02	1.27	1.57	95	76	61	2,233	买入
000661	长春高新	生物制品III	424	27.7	36.1	46.7	6.85	8.92	11.55	62	48	37	1,716	买入
300122	智飞生物	生物制品III	99	34.2	47.2	60.8	2.14	2.95	3.80	46	33	26	1,579	买入
000538	云南白药	中药III	95	43.3	47.4	51.0	3.39	3.71	3.99	28	25	24	1,207	买入
300601	康泰生物	生物制品III	156	8.3	15.2	21.3	1.23	2.26	3.17	127	69	49	1,052	买入
002007	华兰生物	生物制品III	50	16.6	19.2	22.2	0.91	1.05	1.22	55	47	41	912	持有
300347	泰格医药	医疗服务III	102	10.9	13.6	16.3	1.46	1.82	2.17	70	56	47	764	持有
300759	康龙化成	医疗服务III	97	8.0	10.6	13.7	1.01	1.34	1.73	91	69	53	733	持有
300003	乐普医疗	医疗器械III	36	22.4	29.4	38.8	1.26	1.65	2.18	28	22	16	635	买入
002001	新和成	化学原料药	29	43.2	49.8	53.9	2.01	2.32	2.51	14	12	11	618	买入
300676	华大基因	医疗器械III	152	4.4	5.4	6.2	1.10	1.34	1.54	138	113	98	606	持有
300558	贝达药业	化学制剂	136	3.1	3.8	5.1	0.78	0.96	1.26	175	142	108	547	持有
002821	凯莱英	化学原料药	238	7.2	9.1	11.3	3.12	3.94	4.90	76	60	48	550	买入
300529	健帆生物	医疗器械III	65	7.7	10.2	13.5	0.96	1.28	1.70	67	51	38	516	买入
603233	大参林	医药商业III	76	9.7	12.2	15.3	1.48	1.86	2.33	51	41	33	497	买入
600521	华海药业	化学制剂	34	6.9	8.3	9.9	0.47	0.57	0.68	72	59	50	493	持有
601607	上海医药	医药商业III	18	45.8	50.9	56.3	1.61	1.79	1.98	10	9	8	463	买入
600161	天坛生物	生物制品III	45	7.3	8.8	10.5	0.70	0.84	1.00	65	54	45	472	买入
603939	益丰药房	医药商业III	86	7.3	9.5	12.0	1.37	1.79	2.26	63	48	38	456	买入
603707	健友股份	化学原料药	61	8.1	10.3	12.2	1.13	1.43	1.70	54	43	36	438	持有
603882	金城医学	医疗服务III	90	5.0	6.1	7.2	1.10	1.33	1.57	82	68	57	412	持有
002223	鱼跃医疗	医疗器械III	36	11.1	13.0	15.9	1.11	1.30	1.59	33	28	23	362	买入
600998	九州通	医药商业III	18	16.7	21.2	26.9	0.89	1.13	1.43	21	16	13	345	买入
688029	南微医学	医疗器械III	234	2.5	4.4	5.9	1.88	3.33	4.41	125	70	53	312	买入
002399	海普瑞	化学原料药	25	10.2	12.8	15.0	0.82	1.03	1.20	30	24	21	309	买入
002019	亿帆医药	化学原料药	22	12.9	14.8	16.9	1.04	1.20	1.37	21	18	16	274	持有
603883	老百姓	医药商业III	96	6.4	7.9	9.5	2.19	2.72	3.24	44	35	30	282	买入

数据来源: Wind, 西南证券

重点公司盈利预测与估值 (2/2)

2020/6/29	覆盖公司	子行业	股价 (元)	归母净利润 (亿元)			EPS (元)			PE			市值 (亿)	评级
				20	21	22	20	21	22	20	21	22		
300009	安科生物	生物制品III	17	4.5	5.7	6.3	0.33	0.42	0.46	50	40	36	225	买入
603127	昭衍新药	医疗服务III	101	2.6	3.4	4.5	1.13	1.52	1.98	89	66	51	228	买入
300326	凯利泰	医疗器械III	28	3.8	4.8	6.3	0.52	0.67	0.87	54	42	32	203	买入
000403	双林生物	生物制品III	74	2.3	3.7	5.0	0.85	1.36	1.83	86	54	40	202	买入
600812	华北制药	化学制剂	12	1.8	2.1	2.4	0.11	0.13	0.15	109	92	80	196	持有
002727	一心堂	医药商业III	35	7.5	9.0	10.2	1.31	1.57	1.78	27	22	20	200	买入
000028	国药一致	医药商业III	45	13.4	14.9	16.3	3.12	3.47	3.80	13	12	11	179	持有
300363	博腾股份	化学原料药	33	2.4	3.2	4.1	0.45	0.59	0.76	73	56	43	179	持有
300294	博雅生物	生物制品III	39	6.3	7.9	9.8	1.46	1.83	2.26	26	21	17	168	买入
300725	药石科技	化学原料药	121	2.0	2.5	3.2	1.37	1.76	2.22	88	69	54	175	买入
002262	恩华药业	化学制剂	16	8.1	9.7	11.7	0.79	0.95	1.15	20	17	14	163	买入
002675	东诚药业	化学制剂	20	4.5	5.7	7.1	0.56	0.71	0.88	37	29	23	164	买入
002332	仙琚制药	化学制剂	16	5.0	6.5	7.3	0.55	0.71	0.80	30	23	21	151	持有
600211	西藏药业	中药III	58	4.0	5.0	6.0	1.63	2.02	2.40	36	29	24	144	买入
300406	九强生物	医疗器械III	23	4.0	5.0	6.1	0.80	1.00	1.22	28	23	18	113	买入
002880	卫光生物	生物制品III	67	2.1	2.5	3.0	1.29	1.57	1.87	51	42	36	108	买入
300206	理邦仪器	医疗器械III	18	2.7	3.0	3.6	0.46	0.51	0.62	39	35	29	104	买入
300497	富祥股份	化学原料药	19	3.0	3.7	4.6	0.66	0.81	1.00	29	24	19	88	买入
603368	柳药股份	医药商业III	23	8.5	10.0	11.4	2.34	2.76	3.14	10	8	7	83	买入
600055	万东医疗	医疗器械III	16	2.5	3.2	3.9	0.47	0.59	0.72	34	27	22	86	买入
600557	康缘药业	中药III	14	6.1	7.5	8.8	1.03	1.27	1.48	13	11	9	80	持有
688202	美迪西	医疗服务III	130	0.9	1.2	1.6	1.46	2.00	2.60	89	65	50	81	持有
603538	美诺华	化学原料药	51	2.0	2.9	4.0	1.33	1.92	2.64	38	26	19	76	持有
603590	康辰药业	生物制品III	39	2.0	2.9	3.1	1.26	1.80	1.94	31	22	20	62	买入
603669	灵康药业	化学制剂	8	2.5	2.9	3.2	0.35	0.41	0.45	22	19	17	56	持有
300453	三鑫医疗	医疗器械III	19	0.9	1.4	2.0	0.36	0.53	0.75	54	37	26	51	买入
300452	山河药辅	化学原料药	26	1.1	1.3	1.5	0.59	0.73	0.85	44	35	30	46	买入

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn