

行业投资建议：
领先大市-A



迎接后疫情时代，医药优先看好 “5+X”

安信医药团队

马 帅 S1450518120001

齐 震 S1450519090003

冯俊曦 S1450520010002

冯雪云 报告联系人

2020年07月

核心投资思路：5+X，即5条主线+自下而上核心资产

- 在全球疫情不断蔓延及中国率先进入“后疫情”时代的背景下，我们将聚焦于疫情受益相对明确的**医疗新基建、新冠检测、疫苗、CXO、泛医疗服务**等五条主线。
- **医疗新基建方面**，在医疗基建投资加码的政策趋势下，新医院的建设、老医院的扩建、检测实验室及ICU等重点科室的建设有望显著提振医疗设备需求，行业有望开启新一轮增长（**建议关注：迈瑞医疗、海尔生物、鱼跃医疗、万东医疗等**）。
- **IVD新冠检测方面**，新冠检测细分领域将在“国际化”与“常态化”的推进下拥抱中长期发展，核酸、胶体金以及化学发光等不同方法学上均有厂商布局，有望在不同细分场景下分享新冠检测“双化”带来的市场增量。（**建议关注：华大基因、万孚生物、安图生物、迈克生物、凯普生物等**）。
- **疫苗方面**，疫情使民众疫苗接种意识提升，《疫苗管理法》为二类苗带来提价契机，国内疫苗行业有望迎来量价齐升，同时我国新冠疫苗研发进度全球领先，相关企业有望享受额外业绩弹性（**建议关注：康泰生物、智飞生物、华兰生物、沃森生物等**）。
- **CXO方面**，中长期来看，短期疫情不改医药研发刚性需求，是危机更是机遇。在经济不确定的情况下，药企对提高研发效率的需求更为迫切。我们认为在这场危机中，国内CXO公司面临的机遇大于挑战，国内优秀的CXO公司有望抓住机遇，在全球创新药研发产业链中抢占更多份额（**建议关注：药明康德、药明生物、凯莱英、药石科技、九洲药业、维亚生物等**）。
- **泛医疗服务方面**，政策推动行业优胜劣汰且一级市场并购价格逐步回归合理，2020年龙头药房整合有望持续提速；同时医药分家大趋势下，处方外流获得实质性进展，2020年广东省超百亿慢病用药外流值得期待。在老龄化和消费升级的背景下，专科服务赛道优质且稀缺。在渗透率提升及跑马圈地下，疫情影响属短期，专科服务龙头长期向好趋势不变。（**建议关注：大参林、益丰药房、老百姓、一心堂、美年健康**）。
- 此外，创新研发依旧是医药行业的发展主线，我们同样看好高端新特药等创新龙头企业的发展（**建议关注：恒瑞医药、长春高新、我武生物等**）。
- **风险提示**：全球新冠疫情存在不确定性、带量采购推进及药品降价等负面因素超预期、新产品研发及审批速度低于预期、药品及医疗服务等出现质量问题等

目录

01 医药整体情况及投资要点

02 2020年医药行业重点板块推荐逻辑

- 医疗新基建板块
 - 新冠检测板块
 - 疫苗板块
 - CXO板块
 - 泛医疗服务板块
-

03 风险提示

2019及20Q1医药行业主要财务指标

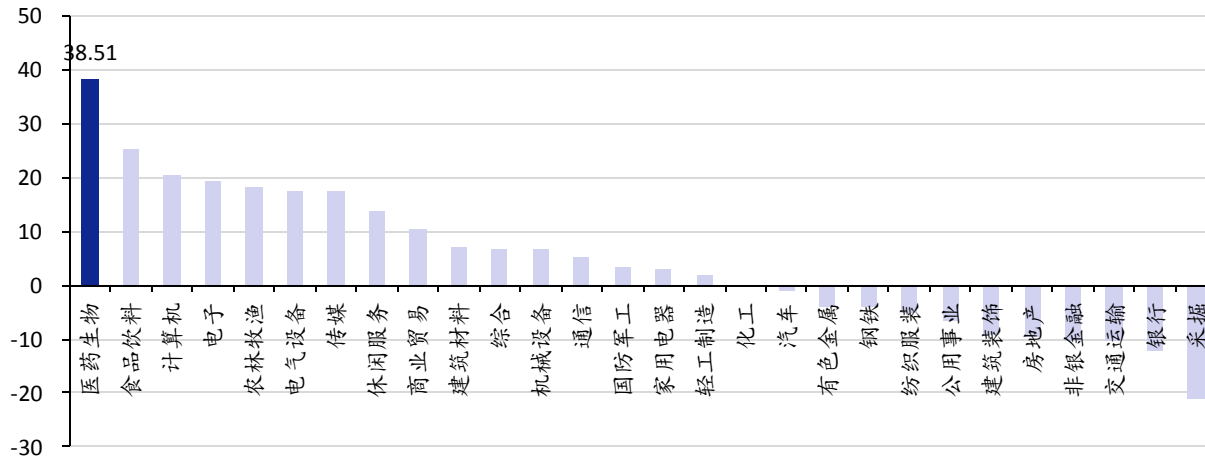
- 根据我们系统性优化过的安信医药板块分类：2019年医药板块（剔除次新股及ST股）整体营收同比增长16.5%（-4.6pct），归母净利润同比增长12.2%（+6.9pct）。2019年医药行业整体实现稳健增长，受19Q1流感疫情影响，医药行业单季度收入端增速呈现前高后低；行业销售费用率同比下降1.1pct，而研发费用率同比上升0.4pct。
- 20Q1医药板块（剔除次新股及ST股）整体营收同比下降6.1%（-26.5pct），归母净利润同比下降12.9%（-30.5pct）。20Q1受新冠疫情影响，医药行业增速下滑明显，这主要是由于终端医院门诊及手术量大幅下滑、可选医疗需求被短期抑制；但随着疫情的逐步消退，被抑制的医疗需求有望延迟释放。由于疫情期间部分销售活动线下转线上，医药行业销售费用率同比有所下降（-0.6pct）；但因销售收入基数下降，管理与研发费用率有所上升（+1.1pct）。

表：2019年及20Q1医药行业主要财务指标情况

财务指标 (亿元)	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018A	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019A	2020Q1
营业收入	2742.23	2895.38	3161.45	3338.78	12331.81	3168.44	3307.45	3385.38	3546.15	13641.57	3399.53
营收增速	24.24%	17.59%	24.58%	18.55%	21.17%	20.39%	19.29%	14.58%	12.39%	16.52%	-6.13%
毛利率	34.06%	34.29%	33.66%	34.60%	34.45%	32.68%	33.48%	32.71%	33.47%	33.47%	32.90%
销售费用率	16.22%	16.41%	16.82%	18.17%	17.10%	15.68%	15.82%	15.74%	16.51%	15.98%	15.08%
管理及研发费用率	6.10%	6.37%	6.66%	7.78%	6.84%	6.20%	6.41%	6.92%	8.40%	7.12%	7.26%
财务费用率	1.07%	0.67%	0.84%	0.94%	0.87%	1.00%	0.65%	0.67%	0.72%	0.73%	0.88%
研发费用	-	-	-	87.15	264.00	60.69	71.88	82.54	110.65	340.06	72.74
研发费用率	-	-	-	2.61%	2.14%	1.92%	2.17%	2.44%	3.12%	2.49%	2.14%
归母净利润	226.78	255.36	237.46	181.35	926.64	259.35	281.38	249.78	201.46	1045.10	267.56
归母增速	27.26%	15.95%	-3.95%	-14.97%	5.33%	17.66%	9.32%	9.56%	9.21%	12.20%	-12.88%
扣非净利润	210.18	223.70	210.43	121.75	787.96	223.79	248.03	234.15	142.39	900.97	237.08
扣非增速	26.47%	15.73%	16.01%	-24.46%	9.23%	9.94%	11.00%	17.35%	5.21%	12.62%	-9.88%
扣非净利率	7.66%	7.73%	6.66%	3.65%	6.39%	7.06%	7.50%	6.92%	4.02%	6.60%	6.97%
应收账款	2661.44	-	-	-	3021.12	3001.17	-	-	-	3080.61	3648.65
应收账款增速	33.23%	-	-	-	29.22%	21.20%	-	-	-	11.61%	2.66%
经营现金流净额	-54.01	234.77	257.46	473.78	923.82	-14.72	352.94	266.03	537.53	1188.69	53.13
经营现金流净额/净利润	-23.82%	91.94%	108.42%	261.26%	99.70%	-5.68%	125.43%	106.51%	266.82%	113.74%	19.86%

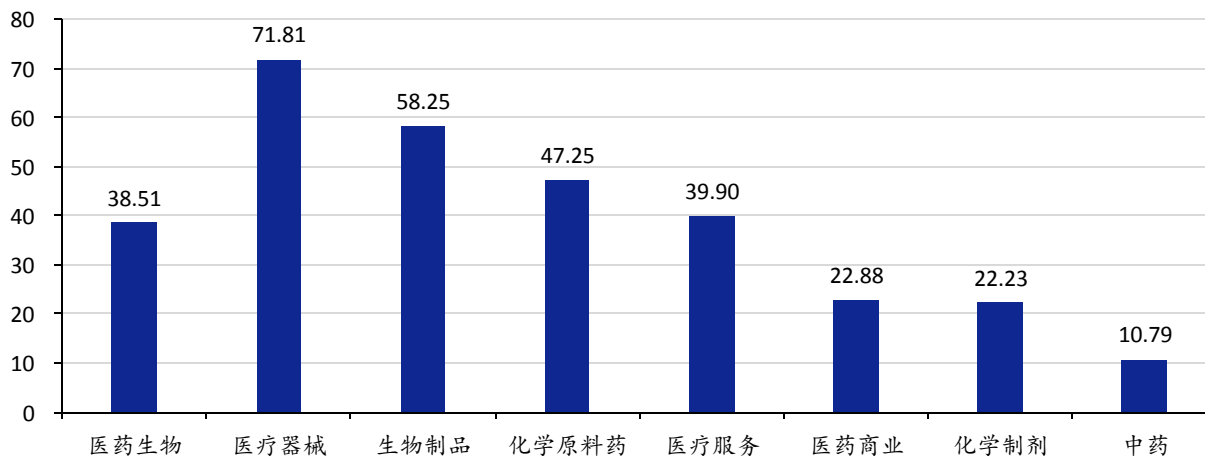
2020年至今医药行业指数涨幅居首

图：2020年至今各申万一级行业指数涨跌幅情况 (%)



数据来源：Wind、安信证券研究中心，区间涨跌幅统计于20200101-20200627

图：2020年至今医药细分板块涨跌幅情况 (%)



数据来源：Wind、安信证券研究中心，区间涨跌幅统计于20200101-20200627

➤ 2020年至今，28个申万一级行业指数中，16个一级行业指数实现上涨。其中，医药行业指数上涨38.51%，位居28个申万一级行业中的首位，跑赢沪深300指数30.40个百分点。

➤ 2020年至今，7个医药生物细分板块均实现上涨。其中，医疗器械板块涨幅最大，2020年至今涨幅达到71.81%；此外，生物制品、化学原料药、医疗服务板块涨幅均超过35%。

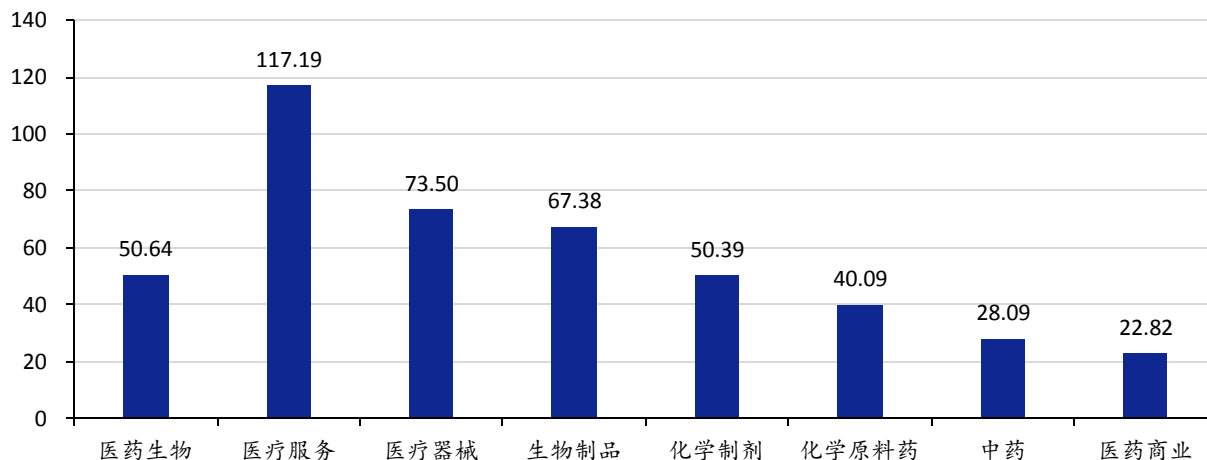
目前医药行业估值处于历史较高水平

图：目前各申万一级行业市盈率PE（TTM，整体法）情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：目前各医药细分板块市盈率PE（TTM，整体法）情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

➤ 2020年以来，医药生物行业指数涨幅明显，进而带动行业整体市盈率上涨显著。目前申万医药生物行业市盈率为50.64倍，处于历史较高水平。

➤ 目前，7个医药生物细分板块中，医疗服务板块市盈率最高，达到117.19倍；其次，医疗器械与生物制品的市盈率分别为73.50倍和67.38倍；而中药与医药商业板块市盈率最低，分别为28.09倍和22.82倍。

下半年“5+X”主线下推荐标的参考（上）

表：主线下核心标的盈利预测

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE (倍)			核心推荐逻辑
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
1) 医疗新基建标的:											
300760.SZ	迈瑞医疗	199.46	238.76	284.86	56.57	67.98	81.43	64.30	53.50	44.67	国产器械领军企业。产品线全面、技术领先、渠道成熟，借政策之力有望开启新一轮增长
600055.SH	万东医疗	11.99	13.47	15.35	2.44	2.76	3.26	34.73	30.71	26.00	影像学老牌厂商，不断拓展新业务，有望充分受益高端医疗设备扶持政策
002223.SZ	鱼跃医疗	58.09	64.59	77.51	12.59	13.25	15.34	28.59	27.17	23.47	抗疫产品贡献显著业绩弹性，或将加速长期创新器械管线丰富与迭代
688139.SH	海尔生物	13.32	17.18	22.0	2.63	3.49	4.56	64.39	48.52	37.14	生物安全及医疗储存设备金牌标的，物联网综合解决方案转型赋能
2) 新冠检测及IVD标的:											
300676.SZ	华大基因	78.62	55.89	65.37	12.00	7.50	9.10	48.67	77.88	64.18	基因检测与新冠检测双领域龙头，新冠检测带来显著业绩弹性与充足现金流，推动全业务发展
300482.SZ	万孚生物	27.3	34.22	42.79	5.25	6.76	8.64	63.00	48.93	38.28	IVD领军企业，抗击全球新冠肺炎贡献卓著，传染病+慢病驱动当前增长，长期看IVD创新管线
603658.SH	安图生物	33.22	44.2	56.55	9.62	13.08	16.93	74.82	55.03	42.51	国产化学发光持续替代进口，流水线装机量提升为试剂销售打开长期空间
300639.SZ	凯普生物	9.92	12.87	16.13	1.98	2.56	3.22	52.45	40.57	32.25	短期受益于新冠检测，中长期看好一线品种HPV稳定增长、二线品种耳聋/地贫/STD快速放量
3) 疫苗标的:											
300601.SZ	康泰生物	26.70	39.74	65.31	8.47	14.72	25.59	122.03	70.22	40.39	四联苗有望迎来量价齐升，在研13价肺炎与三代狂犬陆续报产
300122.SZ	智飞生物	151.52	190.76	221.29	33.34	43.07	52.86	47.94	37.11	30.24	代理HPV与五价轮状快速放量，EC诊断获批，预防微卡即将获批
002007.SH	华兰生物	47.65	56.98	65.24	17.49	21.00	23.91	50.09	41.71	36.64	血制品稳健增长，四价流感疫苗有望翻倍增长

数据来源：Wind、安信证券研究中心

注：对应股价日期为2020年7月1日

下半年“5+X”主线下推荐标的参考（下）

表：主线下核心标的盈利预测

证券代码	证券简称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			PE (倍)			核心推荐逻辑
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	
4) CXO标的：											
603259.SH	药明康德	160.29	201.04	252.04	23.34	29.60	37.89	94.37	74.41	58.13	全球CRO领先企业，全球为数不多的从前向后一体化布局CRO企业
2269.HK	药明生物	52.19	73.58	105.22	15.36	22.08	32.57	126.74	88.17	59.77	全球领先的大分子CDMO巨头
002821.SZ	凯莱英	31.68	42.35	55.10	7.19	9.48	12.27	74.32	56.37	43.55	国内CDMO龙头，产能扩充持续推进
603456.SH	九洲药业	25.96	35.49	41.70	3.42	5.53	6.81	64.59	39.95	32.44	CDMO业务快速增长，收购诺华在华工厂，与诺华合作订单升级
300725.SZ	药石科技	8.98	12.02	16.02	2.04	2.77	3.70	82.23	60.56	45.34	分子砌块业务优势明显，未来商业化阶段订单有望不断增长
1873.HK	维亚生物	4.61	6.91	10.44	3.80	5.10	6.94	29.91	22.29	16.38	药物发现CRO领域领先企业
5) 泛医疗服务标的：											
002727.SZ	一心堂	124.29	146.15	172.31	7.23	8.48	9.96	26.73	22.79	19.40	逐步往川渝、广西、海南、山西等地区扩张；.股权激励绑定核心骨干与公司利益
603233.SH	大参林	142.36	178.66	221.41	9.40	11.20	14.97	53.00	44.48	33.28	门店进入盈利收获期，盈利性突出的次新门店占比提升；20年广东省处方外流率先受益
603939.SH	益丰药房	133.45	171.97	221.09	7.08	9.23	11.58	63.31	48.57	38.71	精细化管理能力突出；中长期受益于集中度提升和处方药外流，华东和中南地区竞争优势明显
603883.SH	老百姓	143.80	177.47	218.44	6.37	8.00	9.82	43.09	34.31	27.95	“自建+并购+加盟”全国快速扩张；二股东股份妥善转让
002044.SZ	美年健康	86.75	115.3	130.1	2.95	9.42	11.9	178.72	55.97	44.30	阿里入驻，发力C端；强化质控，强化数字化改革
6) 高端新特药标的：											
600276.SH	恒瑞医药	304.62	389.6	492.85	68.44	86.19	107.02	70.60	56.06	45.15	国内创新药巨头，PD-1、19K、吡咯替尼等重磅产品陆续放量
000661.SZ	长春高新	94.89	122.36	152.06	28.7	37.96	48.52	60.34	45.62	35.69	生长激素持续高速增长，鼻喷流感疫苗有望贡献业绩弹性
300357.SZ	我武生物	7.62	10.07	13.11	3.52	4.58	5.92	90.45	69.37	53.75	疫情影响逐步消退，粉尘螨滴剂持续快速增长，黄花蒿粉滴剂即将获批上市

数据来源：Wind、安信证券研究中心

注：对应股价日期为2020年7月1日

目录

01 医药整体情况及投资要点

02 2020年医药行业重点板块推荐逻辑

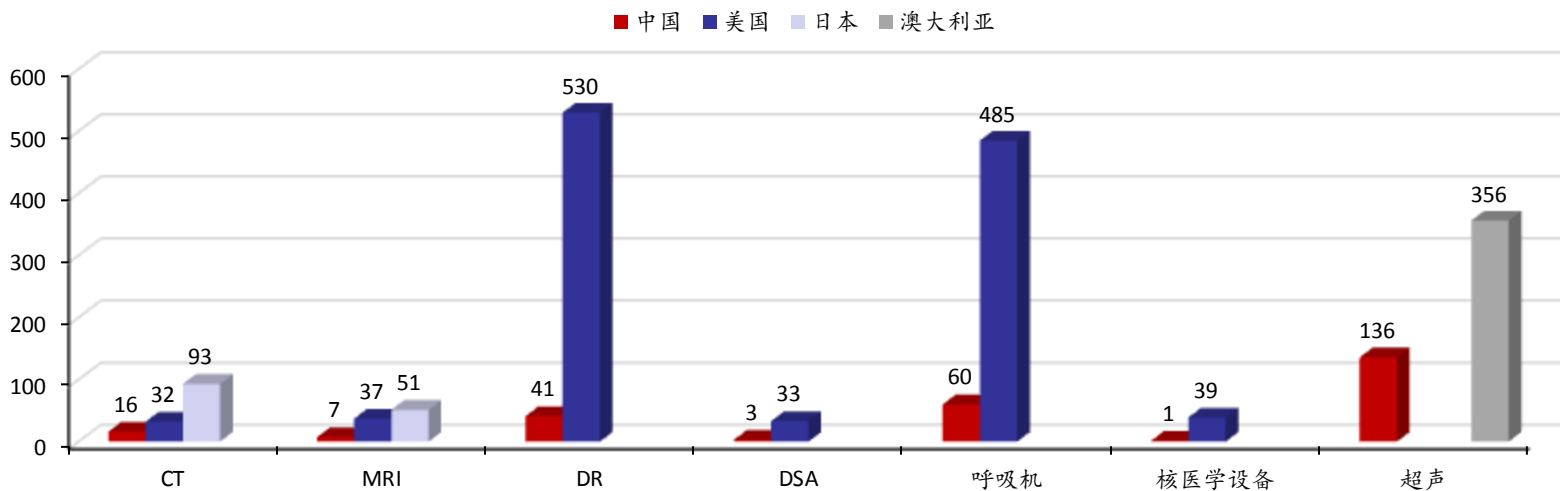
- 医疗新基建板块
 - 新冠检测板块
 - 疫苗板块
 - CXO板块
 - 泛医疗服务板块
-

03 风险提示

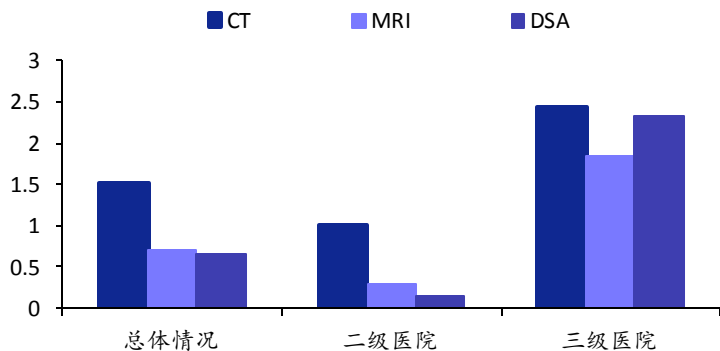
主线1：医疗新基建，我国医疗设备配置提升空间可观

我国多个医疗设备细分品类人均保有量方面仍与发达国家存在显著差距，未来配置量提升空间颇为可观。此外，国内医疗设备配置过度集中，不同等级医院医疗设备配置数量差异显著；且三级医院大型设备承载工作量已经显著超过专家建议数值（根据北京市乙类大型医用设备配置规划，CT与MRI单机合理检查人次分别为42人和24人）。

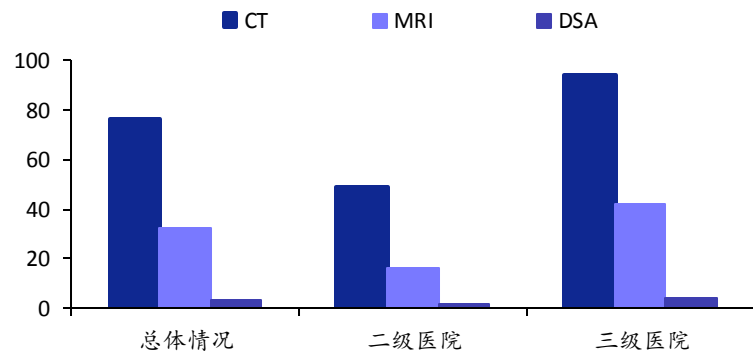
图：主要医疗设备领域各国人均保有量对比（单位：台数/百万人）



图：我国医院大型设备平均配置台数（台）



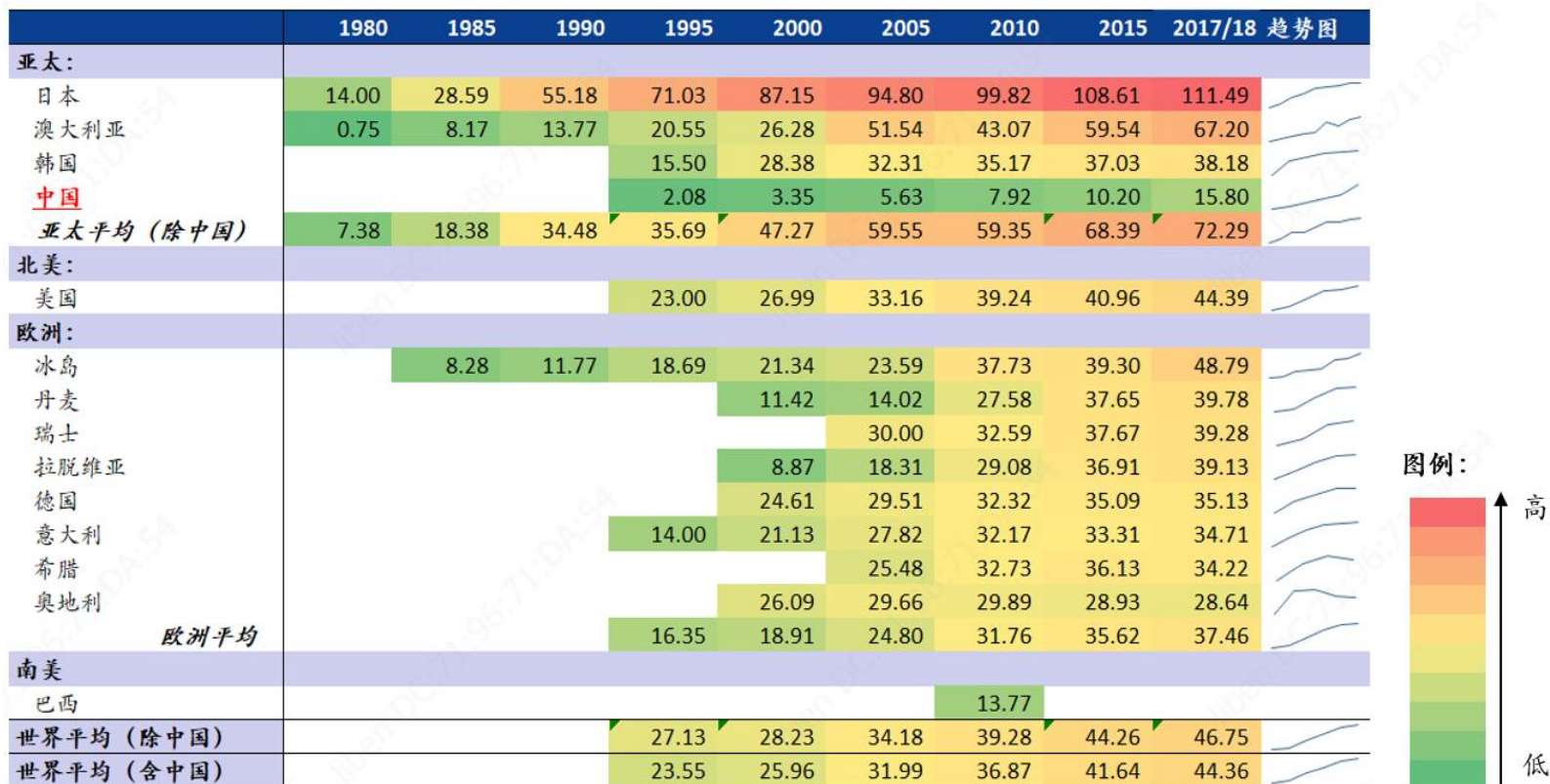
图：我国医院每台大型设备日均检查量（人次）



主线1：医疗新基建，我国医疗设备保有率即将加速提升

- 经过大量数据的对比，我国的人均配置率（每百万人保有量）仍然处于主流发达国家上世纪90年代时的水平。
- CT**：我国2018年每百万人CT保有量约为15.8台，相当于日本1980年代时的水平，以及韩国、美国和欧洲国家1990年代时的水平。我国在2010年时CT每百万人保有量甚至不及巴西的同期水平。从发达国家CT人均保有量的演进过程来看，往往会在前期（每百万人保有量0台~15台左右）经历爬坡阶段，当人均保有量到达一定水平之后（每百万人保有量15-20台是一个较为明显的分水岭），会呈现加速提升的趋势。我国人均保有量则当前恰处于拐点附近。

图：世界各大洲代表性国家各时期每百万人CT保有量演进路径（单位：台/百万人）



数据来源：OECD、中国医学装备协会、Wind、安信证券研究中心

主线1：医疗新基建，我国医疗设备保有率即将加速提升

- MRI：**我国2018年每百万人MRI保有量约为6.6台，相当于日、美、欧1990年代水平、以及韩国2000年代水平。同时，我国在2010年时MRI每百万人保有量甚至不及巴西的同期水平。此外，MRI人均保有量的演进亦表现出与CT相似的规律，即达到某一个配置水平后会出现加速提升，观察日本、韩国、澳大利亚、意大利、奥地利等国历史数据不难发现，MRI每百万人保有量在达到5-10台这一区间后出现了加速提升的态势，而我国目前MRI每百万人保有量恰处于这一区间之上。

图：世界各大洲代表性国家各时期每百万人MRI保有量演进路径（单位：台/百万人）

	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2015	2017/18	趋势图
亚太：									
日本		6.12	16.66	27.23	40.14	45.56	52.86	55.21	
韩国			3.86	5.40	12.12	19.88	26.27	29.08	
澳大利亚	0.19	0.64	2.89	3.52	4.26	5.67	14.49	14.07	
中国			0.29	0.48	1.82	3.16	4.50	6.60	
亚太平均（除中国）			7.80	12.05	18.84	23.70	31.21	32.79	
北美：									
美国			10.46	15.32	26.63	31.52	38.98	39.10	
欧洲：									
德国				14.32	19.89	27.04	33.63	34.71	
意大利				7.76	15.01	22.47	28.24	28.61	
芬兰	0.41	1.80	4.31	9.85	14.68	18.65	25.91	27.39	
希腊					13.38	22.93	24.77	26.50	
奥地利				10.98	16.16	18.65	20.71	22.96	
冰岛		3.92	7.48	10.67	20.22	22.01	21.16	20.09	
西班牙						11.98	15.85	16.31	
爱尔兰						12.28	14.04	15.18	
丹麦				5.43	10.20	15.40			
欧洲平均				9.84	15.65	19.05	23.04	23.97	
南美：									
巴西						5.36			
世界平均水平（除中国）			7.61	11.05	17.52	19.96	26.41	27.43	
世界平均水平（含中国）			6.56	10.09	16.21	18.84	24.72	25.83	

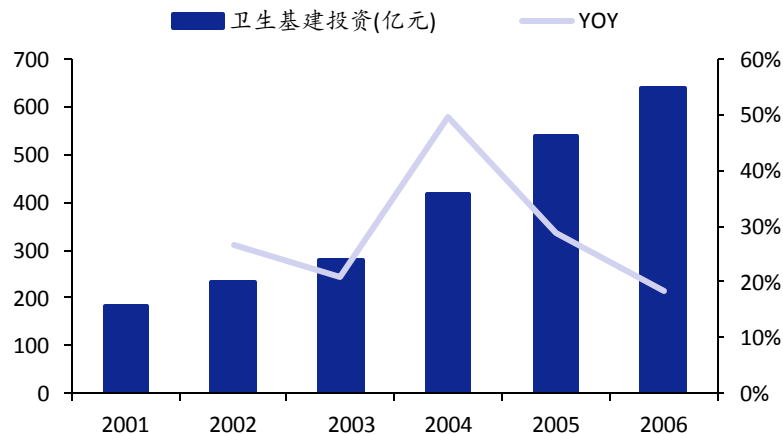


数据来源：OECD、中国医学装备协会、Wind、安信证券研究中心

主线1：医疗新基建，财政有望加大公卫基础设施投入力度

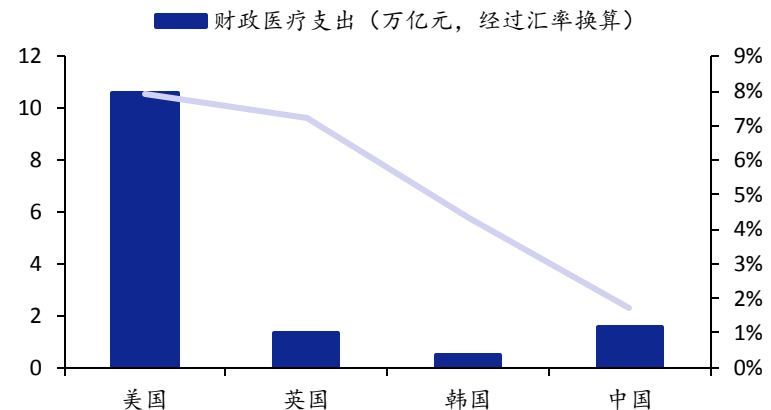
- 虽然近年来我国财政医疗支出稳步增长，但是财政医疗支出占GDP的比重现阶段仍然与发达国家存在显著差距。根据Wind、国家统计局、美国经济分析局和韩国央行数据，2018年，我国公共医疗卫生财政支出达1.6万亿，占GDP的比重约为1.7%，低于美国的7.9%，英国的7.2%和韩国的4.3%。
- 疫情将使得有关部门对公共卫生体系建设的重视程度进一步提高，政府对医疗领域的投入有望加大。通过复盘历史数据，可以看到非典疫情爆发后卫生基建投资显著提速。本次新冠肺炎在非典之后再一次向我们敲响了完善公共卫生体系建设的警钟，国家对相关医疗设施、医疗设备的投入将在未来有望提速。

图：非典前后国家卫生基建投资变化情况



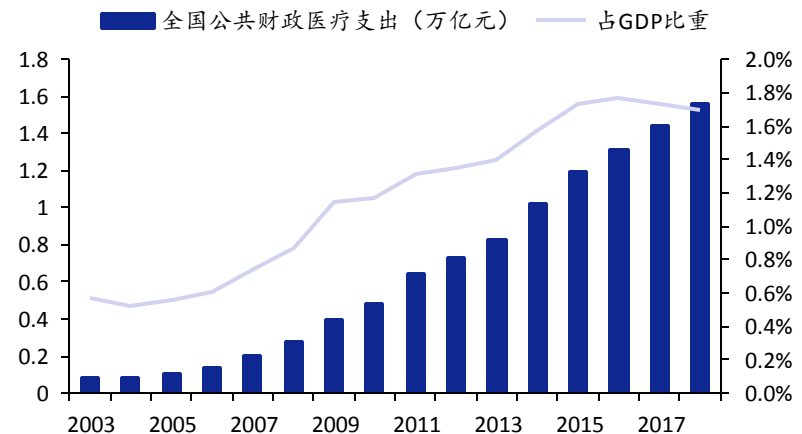
数据来源：卫生统计年鉴、安信证券研究中心

图：2018年各国财政医疗支出占GDP比重对比



数据来源：Wind、安信证券研究中心；注：韩国为2017年数据

图：全国财政医疗支出及占GDP比重



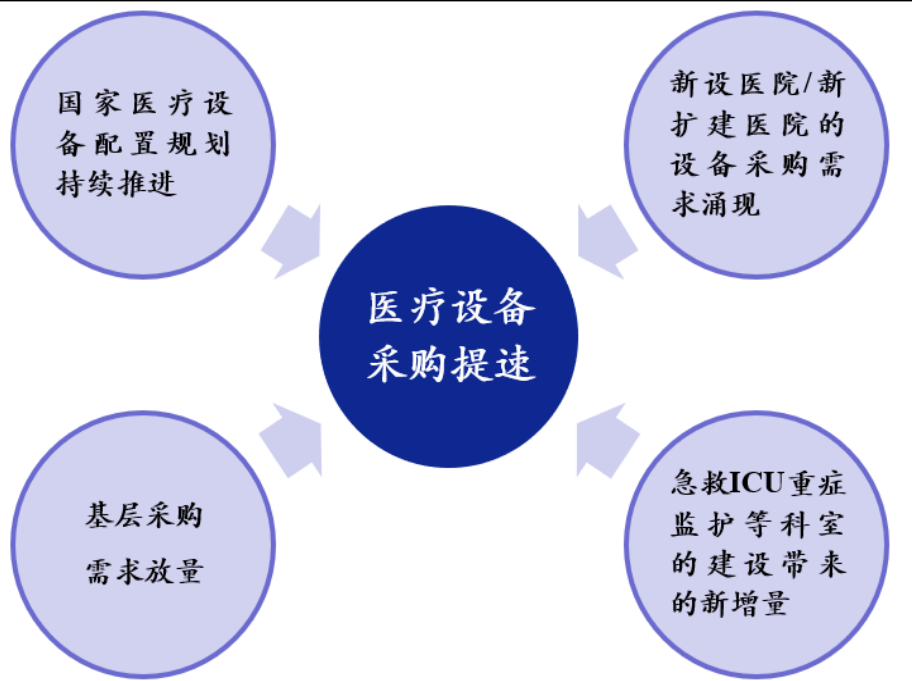
数据来源：Wind、安信证券研究中心

主线1：医疗新基建，各类卫生机构扩建利好设备采购

➤ 政策影响下，多层因素将共同驱动国内医疗设备采购量的提升：

- 国家整体医疗设备配置规划持续推进。此前国家出台了2018-2020大型医疗设备配置规划，多个核心设备品类配置数量于2018-2020年复合增长率均超过了100%。未来，高端医疗设备的规划预计将持续推进，不断弥补缺口。
- 新建医院、老医院扩建、检测实验室等医疗卫生机构的设备采购需求涌现。全国多地已经拉开了新医院的建设浪潮。根据上证报报道，河南半个月之内有16家医院获批或签约，苏州提出将在“十四五”期间，规划建设一批医院，其中三级医院增长50%，三甲医院新增10家。深圳宣布今年计划再新增三甲医院2家以上、新增床位8000张。此外，国务院也明确提出应在全国范围内建立符合生物安全二级以上标准的临床检验实验室。这些新医疗卫生机构的落成将催生出大量医疗设备采购需求。

图：医疗设备行业驱动因素



- 现有医院急救ICU重症监护等科室的建设为医疗设备带来新增量。据中国医学院的统计，现阶段中国医疗市场ICU仅占普通病房约6%，远远低于发达国家的15%。受疫情带来的经验教训，各地医院有望掀起重症ICU的建设浪潮，卫生机构将更加重视相关重症科设备的采购。监护仪、呼吸机、除颤仪、输注泵、各类影像学设备、体外诊断及治疗设备相关厂商均有望在卫生系统和疾控体系完善的进程中受益。
- 基层采购需求放量。本次疫情暴露出了基层公共卫生治理领域的短板和不足，叠加医疗设备在基层配置数量的不足，预计今后基层将成为医疗设施建设投入的重点，将为医疗设备行业提供重要增量。

主线1：医疗新基建，医疗机构年设备投资约2000亿元

- 国内卫生领域固定资产投入每年约4500亿，其中设备2500亿，建筑（含装修）2000亿；国内医疗领域固定资产投每年约3800亿，其中设备和建筑（含装修）各1900亿。

表：医院建设规模测算

(单位：亿元)	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
医疗机构非流动资产合计	13,297	13,048	15,063	17,190	19,319	21,291	23,807	26,517
医疗机构设备总价值	4,453	5,242	6,512	7,423	8,548	9,642	11,322	12,844
设备价值增加		789	1,270	912	1,125	1,094	1,680	1,523
当年设备报废	356	419	521	594	684	771	906	1,028
当年新采购设备		1,208	1,791	1,506	1,809	1,865	2,586	2,550
设备价值净值	3,117	3,669	4,558	5,196	5,984	6,749	7,925	8,991
设备净值校验		4,013	5,093	5,608	6,486	7,250	8,660	9,683
固定资产+在建净值	10,180	9,379	10,504	11,994	13,335	14,542	15,882	17,526
固定资产净值		8,156	9,134	10,429	11,596	12,645	13,810	15,240
固定+在建净增加		-801	1,125	1,489	1,341	1,207	1,340	1,644
固定资产当年折旧		240	269	307	341	372	406	448
当年新增固定资产+在建工程		-561	1,394	1,796	1,682	1,578	1,747	2,093

数据来源：卫生统计年鉴、产业调研、安信证券研究中心

主线1：医疗新基建，中央特别国债与专项债有望是主要资金来源

表：医疗机构建设资金构成（金额）

市场类型	医院		基层		其他	
	建筑物	设备	建筑物	设备	建筑物	设备
投资领域	建筑物	设备	建筑物	设备	建筑物	设备
资金规模	1600亿	1600亿	250亿	250亿	100亿	600亿
中央财政						
地方财政	960	600	250	250	100	600
债券/专项债						
自筹&其他	640	1000				

表：医疗机构建设资金构成（百分比）

市场类型	医院		基层		其他	
	建筑物	设备	建筑物	设备	建筑物	设备
投资领域	建筑物	设备	建筑物	设备	建筑物	设备
中央财政						
地方财政	60%	38%	100%	100%	100%	100%
债券/专项债						
自筹&其他	40%	62%				

在医院建设领域，中央财政资金（基本建设预算）每年约300亿，在医院建设方面主要起引导作用；地方财政资金（省、市级）&专项债合计每年约2500亿，省级财政资金更多用于基层和二级医院；市级财政更多用于三级医院新建、扩建；专项债更多地用于解决当期资金缺口，或缓解当期政府财政压力；也有项目建设涉及到政府一般债券的使用，但比例极少。

数据来源：产业调研、安信证券研究中心

➤ 从资金来源的角度思考，我们认为弹性顺序为专项债>中央财政>地方财政≈医院自筹，主要基于以下理由：

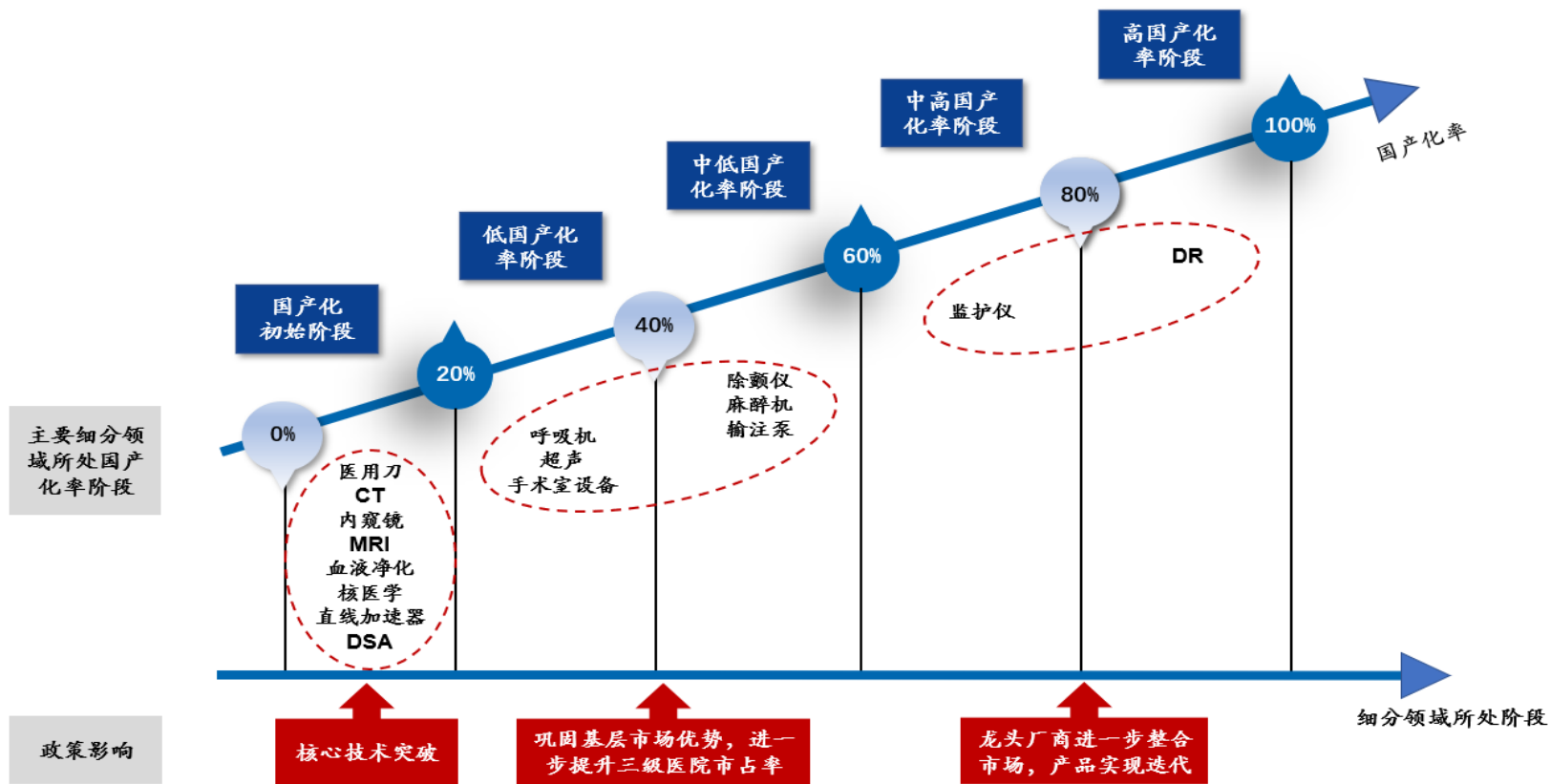
- 中央财政资金（基本建设预算）：整体规模偏小，需要两会后颁布。
- 地方财政资金（省、市级）：财政收入有压力，存量受限；地产产业链受压制，增量积极性不高。
- 一般债券、专项债：名义上是债券，但是后续偿付压力相对较小，若政策宽松，投资动力相对充足。
- 医院自筹（留存资金、社会捐赠等）：疫情在短期内内改变了医院的工作重心，而且对就诊量的影响导致医院需要1-2个季度修复损益表，在此期间医院很难考虑建设的问题；未来如遇到医院建设大放水，医院很有可能希望以更低的自筹资金比例获得同样的建设规模。

➤ 从资金投向的角度思考，我们认为基层设备将表现出完全的弹性，且二、三级医院原有项目快速放量亦有望在新基建开始初期有所体现。

主线1：医疗新基建，高端医疗设备自主可控政策助力国产替代

- 我国医疗设备多数领域国产化率仍然较低。3月2日习近平主席指出：要加快补齐我国高端医疗装备短板，突破技术装备瓶颈，实现高端医疗装备自主可控。随着政策的层层落地，我国低国产化率的医疗设备细分领域有望实现边际改善，逐步向国产化率更高水平迈进，使龙头厂商在市场份额显著提高的同时获得较高的利润水平。

图：医疗设备不同细分领域国产化率及政策影响概览



数据来源：2018年度中国医疗设备行业数据调查报告、医招采、医疗器械维修联盟、安信证券研究中心

主线1：医疗新基建，建议关注

- **迈瑞医疗：**国产医疗器械巨头，强者恒强、全球发展。生命信息板块，监护仪、呼吸机、输注泵等品种受疫情正面拉动影响显著，海外订单将在Q2完成对国内订单Q1的接力，板块全年有望维持较快增长。Q1监护仪同比增速80%+，其中N系列翻番；呼吸机增长超过3倍，主力机型SV300增长超过4倍（接近5倍）；输注泵增长超过1.5倍；影像学板块，移动DR、便携彩超等抗疫相关产品有望维持高增长。Q1公司便携超声同比增长100%+（便携彩超，国内迈瑞占有率第一），移动DR同比增长200%左右，放射线产品占比提升。IVD板块，国内疫情好转带动门诊量持续恢复，国内IVD业务有望回暖，发光全年预计能够实现超过1000台新增装机的目标，预计收入增长35%+。
- **海尔生物：**生物安全及医疗储存设备金牌标的，有望在后疫情时代医疗新基建浪潮下充分受益。（1）国内疫情好转有望自Q2开始带动部分客户需求反弹。Q1，公司在医院、疾控等渠道收入占比约60%（2019年，公司医院与疾控占比约30%，药企占比约25%，高校及科研机构收入占比约20%）。Q2以来，国内疫情得到较好控制，制药、高校和科研机构等渠道Q2增长有望恢复至两位数。（2）公卫体系能力建设（医院、疾控、检验实验室等）有望提振公司全线产品需求。（3）生物安全立法加速推进打开生物安全产品中长期增长空间。
- **鱼跃医疗：**新冠疫情将有望重塑公司发展逻辑，短期与长期层面均具备催化剂。今年以来，体温检测类产品、呼吸类产品、手消类产品销量增长显著提速，预计后续将持续转化为利润。由于海外订单在三月下旬才随着海外疫情的扩散而持续上升，因此并未在一季报中有明显体现，而是后续发力。长期来看，本次疫情使公司品牌效应在院内外市场均有加强，同时充足的现金流有望不断为后续研发赋能。根据公司年报，公司在微创、手术、五官科、眼科等器械领域均已开展在研管线布局。未来业务线开拓与产品迭代有望打开公司长期增长空间。
- **万东医疗：**影像学老牌厂商，新业务不断拓展，移动DR在疫情中保持高速增长，其他设备采购不断恢复。Q1 DR总计800台，其中移动DR 300-400台，公司移动DR具有CE注册证，随着全球疫情的扩散，公司Q2订单将保持高景气度，全年DR销量有望实现2000+台。其他设备（CT、MRI等）的采购和交付正在有序恢复中，在“医疗新基建”带动下，MRI和DSA有望走进基层，同时百胜超声产品有望于今年开始突破。

目录

01 医药整体情况及投资要点

02 2020年医药行业重点板块推荐逻辑

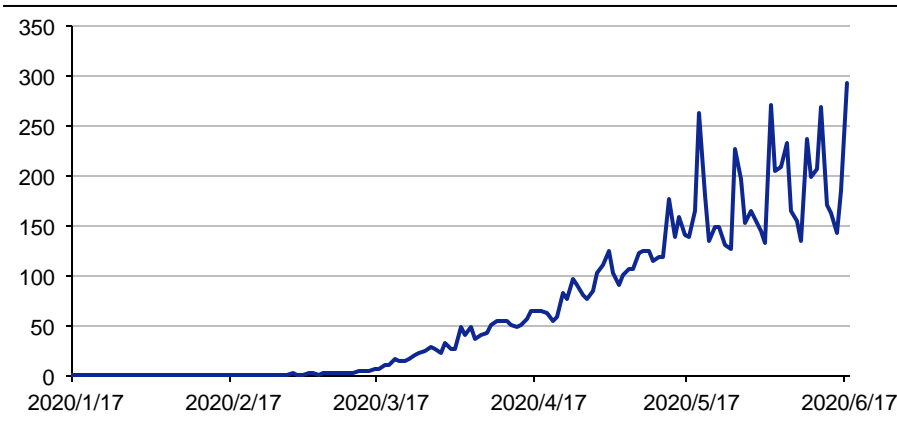
- 医疗新基建板块
 - 新冠检测板块
 - 疫苗板块
 - CXO板块
 - 泛医疗服务板块
-

03 风险提示

主线2：新冠检测，全球检测量震荡上行，催生千亿检测市场

➤ 根据OWID发布于Github上的样本数据：截止6月17日，所统计的样本国家合计日检测量超过293万人份，环比增长超过111%，日检测量在高速上行之之后呈现出高位震荡的趋势。美国最新数据6月17日检测量超过48万人份，环比增长了31%；印度6月17日检测量达到16万人份，环比增长74%。若根据帝国理工给出的保守全球检测数进行测算，预计本次疫情中新冠检测试剂盒市场规模将至少达到约1650亿元。

图：全球样本国家合计日检测量变化情况（万人份）



表：新冠检测全球化需求测算

本次全球疫情中新冠检测市场规模				单位	备注
全球检测人数	4.7			亿人次	根据英国帝国理工学院研究报告中测算模型给出的保守估计下的人数
重症比例	15%	轻症或无症状比例	85%	%	根据各类新闻报道，各地新冠重症率普遍落在10%-20%，即取区间中值
平均每个患者检测次数	10	平均每个患者检测次数	5	次	理论上，住院患者至少每天做一次病毒检测；确诊需要连续两天阳性，治愈也需要连续两天阴性
重症患者检测所需要试剂盒数量	7.05	轻症或无症状人群所需要试剂盒数量	19.98	只	-
合计试剂盒需求量	27.03			亿只	-
假设核酸比例	70%	假设抗体比例	30%	次	根据国务院联防联控发布会，我国核酸试剂盒日产能达到约306万人份、抗体检测试剂日产能达到约120万人份。核酸约占70%，抗体约占30%
核酸试剂盒需求量	18.92	核酸试剂盒需求量	8.11	亿只	-
假设核酸均价（出厂口径）	70	假设抗体均价（出厂口径）	40	元	出厂价口径；核酸均价高于抗体
核酸新冠检测试剂盒市场规模（收入端）	1324.2	抗体新冠检测试剂盒市场规模（收入端）	324.3	亿元	-
合计试剂盒市场规模（出厂口径，收入端）	1648.53			亿元	-
假设核酸产品平均利润（出厂口径）	20.00	假设抗体检测产品平均利润	30.00	元	出厂价口径
核酸新冠检测试剂盒市场规模（利润端）	378.35	抗体新冠检测试剂盒市场规模（利润端）	243.23	亿元	-
合计试剂盒市场规模（出厂口径，利润端）	621.58			亿元	-

主线2：新冠检测，国内检测常态化有望形成百亿级市场

表：新冠检测常态化需求测算

我国常态化下特定人群应检尽检市场规模测算	数值	单位	备注
学生群体：			
大学生数量	38	百万人	数据来源：教育部
高中生数量	40	百万人	数据来源：教育部
初中生人数	46	百万人	数据来源：教育部
总计人数	124	百万人	数据来源：教育部
人均接受检测次数	1	次	假设
共计所需要的检测试剂盒数量	124	百万份	测算
教师群体：			
老师数量	17	百万人	数据来源：教育部
假设人均接受检测次数	1	次	假设
共计所需要的检测试剂盒数量	17	百万份	测算
医务人员群体：			
医务人员数量	12	百万人	数据来源：卫健委
假设人均接受检测次数	2	次	假设
共计所需要的检测试剂盒数量	24	百万份	测算
入院患者及陪护人员群体：			
全国入院人数	200	百万人	数据来源：卫健委；2018年数据，剔除基层、护理院、美容医院等不具备检测能力的医院
每位入院患者平均陪护人员检测人数	1	人	青岛医院政策：除妇幼之外，其他入院患者限1名陪护人员进行检测
假设人均接受检测次数	1	次	假设
入院患者及陪护共计所需要的检测试剂盒数量	400	百万份	测算
上述细分市场合计检测试剂盒需求量	565	百万份	测算
假设核酸占比	70%	%	根据国务院联防联控发布会，我国新冠试剂盒日产能分布中，核酸约占70%，抗体约占30%
假设抗体占比	30%	%	
假设核酸试剂盒每份价格	20	元	调研
假设抗体试剂盒每份价格	13	元	调研
核酸试剂盒市场规模	79	亿元	测算
抗体试剂盒市场规模	22	亿元	测算
上述细分市场合计规模	101	亿元	测算

数据来源：教育部、国务院发布会、卫健委、安信证券研究中心

- 近日我国针对新冠群体检测不断出台有关政策：
 - 北京发布对离汉返京人员的普筛要求、国务院发布《关于进一步做好疫情期间新冠病毒检测有关工作的通知》；
 - 中央应对新冠肺炎疫情工作领导小组会议提出应着力提升检测能力尽力扩大检测范围并大规模开展核酸和抗体检测；
 - 部分地区（黑龙江、广州等）开始要求学生复课统一进行新冠检测。
 - 湖北武汉市下发《关于开展全市新冠病毒核酸筛查的通知》，将在全市范围内开展全员新冠病毒核酸筛查，并确保重点人群、重点区域的优先覆盖，排查范围应包括辖区常住居民和流动人口。
 - 6月8日，国家卫健委印发《关于加快推进新冠病毒核酸检测的实施意见》，要求各地实施重点人群“应检尽检”和其他人群“愿检尽检”。
- 若将师生、医务人员、入院患者及陪护人员等特殊人群考虑在内，则预计我国每年常态化新冠检测市场规模将达百亿级体量。

主线2：新冠检测，多因素共筑护城河，国产龙头优势显著

➤ 虽然目前新冠检测产品布局厂商众多，但是获得NMPA和CE双认证的厂商数量并不多，且彼此产能也存在较大差异，龙头效应依然显著（尤其在海外出口方面），产品性能卓越、产能具有优势的厂商预计将占据较高的市场份额。

表：新冠检测核心厂商梳理（上市公司截止6月8日）

上市公司	华大基因	达安基因	迈克生物	复星医药	明德生物	硕世生物	万孚生物	丽珠集团	东方生物
国内获批产品方法学技术路径	核酸检测	核酸检测	核酸、抗体检测（化学发光）	核酸检测	核酸检测	核酸检测	抗体检测	抗体检测	核酸检测
国内NMPA认证	●	●	●	●	●	●	●	●	●
CE认证	●	●	●	●	●	●	●	●	●
美国EUA认证	●		●	●					●
巴西认证							●		
日本认证	●								
台湾认证							●		
澳大利亚认证	●								
备注 (*订单情况全部依据公开信息整理，或无法全面收录，具体以上市公司实际情况为准)	日产能超200万人份，覆盖70多个国家和地区；新冠检测产品被列入WHO应急使用清单；测序法检测试剂全球唯一	新冠核酸检测试剂盒已输送至全球140多个国家；日产能根据市场需求可以达到80万人份以上	产品销往全球40多个国家和地区；核酸检测试剂盒日产能达100万人份，IgG、IgM抗体检测试剂盒产能分别达150万人份/日	3月中下旬获得CE认证，4月中旬获FDA紧急使用授权（EUA），日产能达50万人份	新冠检测核酸检测试剂产能为100万人份/天；公司产品在亚洲、欧洲、南美洲多个国家销售	日产能达到30万人份左右；3月底向意大利和荷兰的友好城市捐赠新冠病毒核酸检测试剂	日产能达180万人份；产品出口亚洲、欧洲、拉美等几十个国家和地区	日产能达50万人份，抗体检测试剂盒已经出口丹麦、捷克、西班牙等国；抗体检测试剂盒在湖北、黑龙江集中采购中中标	新冠检测产品满负荷生产中，日产能达30万分。目前在手订单的95%来自国外，预计抗体检测试剂和核酸检测试剂盒在Q1的收入达4000万

其他情况说明：

- 价格与收费：**核酸检测试剂盒每份出厂价在70元左右，集采后降至20元左右；胶体金抗体检测试剂盒每份出厂价在20元左右，集采后降至15元左右；出口价格一般较之国内价格更贵。终端收费上，核酸检测在240-260元左右，抗体检测则在80-120元左右
- 全球整体试剂消耗及我国产能：**根据国务院联防联控发布会（4月5日），当时我国核酸试剂盒日产能已达到约306万人份、抗体检测试剂日产能已达到约120万人份，总计426万人份。核酸约占70%，抗体约占30%。全球每天需要消耗检测试剂盒数量约200万人份+。截止5月31日，我国新冠检测试剂盒累计出口数量达到2.25亿人份，3月我国新冠检测试剂盒出口数量约为280万人份；4月约为7050万人份，环比增长约24倍；5月约为1.5亿人份，环比增长约1.1倍

数据来源：公司公告、公司官微、公司投资者关系记录、投资者交流平台、各类新闻报道、京津冀新冠检测联合采购信息公示、安信证券研究中心，注：仅统计新冠检测试剂盒已获得国内注册证的企业；排名顺序不分先后

主线2：新冠检测，建议关注

- **华大基因：**新冠检测龙头，新冠检测产品带来的充足现金流有望赋能公司长期战略性布局。根据公开报道，公司新冠病毒检测试剂盒的日产能已提升至200万人份，产能显著领先于市场。根据新浪财经投资者公开交流，公司新冠检测产品海外订单已覆盖80余个国家和地区，4月底累计发货已经超过2000万人份。同时，公司在国内乃至世界范围内逐步拓展火眼实验室布局，根据公开新闻报道，公司于国内已建成超过10个火眼实验室，累计检测样本71万例；国际累计启动73个火眼实验室，检测日通量超过22万例（截止4月）。我们不但看好公司在中短期受益新冠检测的业绩高能见度，并且认为新冠检测产品带来的充足现金流有望在进一步完善存量业务线的同时将赋予新产品与新业务拓展的可能性。
- **万孚生物：**新冠检测带来中期业绩弹性，长期看医疗器械创新。Q1公司新冠检测试剂盒出货量达到了650万人份，国内和国际分别为300万人份和350万人份，均价约为23元每人份，根据京津冀新冠检测联合采购挂网公示信息，公司胶体金新冠检测试剂日产能已达180万人份，加之利润率高于一一般胶体金产品，预计将给公司带来显著业绩弹性。此外，公司多项产品处于市场导入阶段，未来有望成为公司新增长点。电化学平台、化学发光平台、干式生化平台等新业务线2019年合计产生收入约5000万左右，在前期推广工作的基础上2020年有望逐渐开始放量，加之新血检产品的上市，2020年新产品收入整体预计超过1亿元。
- **安图生物：**疫情好转带动国内IVD业务回暖，化学发光新冠检测产品启动注册有望在后疫情时代贡献增量。Q1受疫情影响，发光业务下滑了15%左右；代理产品、共建业务总体实现增长；生化业务、九联检产品基本持平。随着全国医疗服务的正常化，IVD增长预计也将回归正常增长轨道。仪器装机稳步推进，截止Q1末，A1流水线新增签单10条，B1流水线装机+签单共计有29条。化学发光仪方面，截至四月份共发货400多台货；截至今年三月末发了300台货。新产品方面，呼吸道项目将会有6-7个新产品推出、新冠检测会有2个新产品推出（化学发光的新冠检测和胶体金的新冠检测产品已经在国内启动临床注册程序）。

主线2：新冠检测，建议关注

- **凯普生物**：短期受益于新冠疫情检测，中长期看好一线品种HPV稳定增长、二线品种耳聋/地贫/STD快速放量。（1）新冠疫情带来检测服务增量，凯普生物武汉、北京、广州、西安、重庆、南昌、济南等近20家第三方医学检验室目前已被列入可开展新冠病毒核酸检测的第三方机构名单。公司的第三方实验室充分接收来自医院临床、企业复工筛查等样本，疫情有望正面影响公司第三方医学实验室和新冠肺炎检测业务。（2）2020年Q2 HPV、耳聋、地贫、STD等检测试剂销售恢复80%以上，预计全年业绩30%+高增长可期。其中，一线品种HPV全年维持15%-20%稳定增长，二线品种耳聋、地贫、STD检测试剂维持30%以上高增长。

目录

01 医药整体情况及投资要点

02 2020年医药行业重点板块推荐逻辑

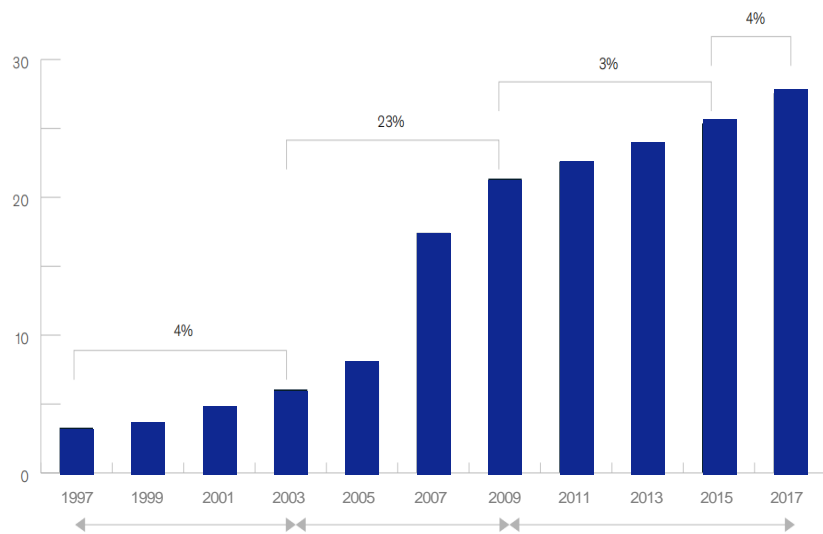
- 医疗新基建板块
 - 新冠检测板块
 - 疫苗板块
 - CXO板块
 - 泛医疗服务板块
-

03 风险提示

主线3：疫苗，驱动行业增长的重磅品种陆续上市

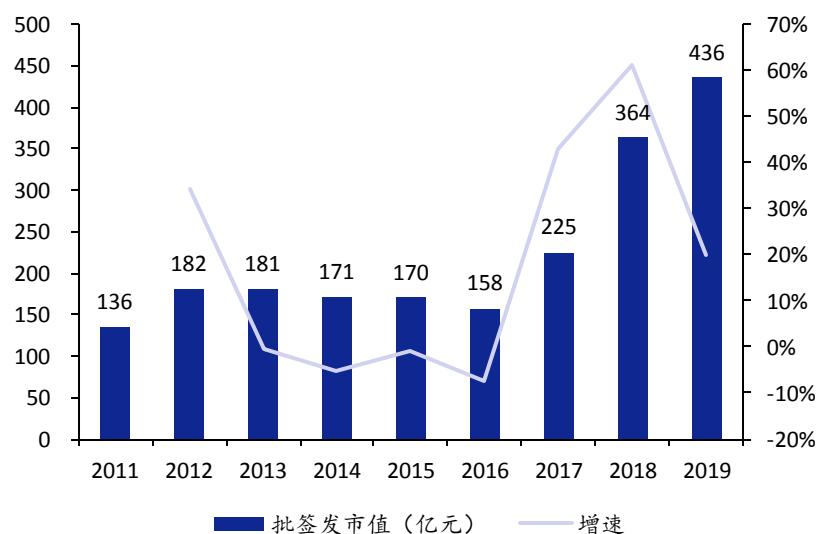
- 回顾全球疫苗行业过去20年的市场规模变化历程，2003-2009年是全球疫苗行业的快速增长期，全球市场规模从2003年的60亿美元左右迅速增长至2009年的210亿美元左右，年复合增速高达23%；尤其是2005-2007年期间，全球市场规模实现翻倍增长。其中，行业巨头的重磅品种的集中上市与销售放量，是行业快速增长的核心驱动因素。
- 我国疫苗上市时间普遍落后美国10-20年时间，近年来，多种创新疫苗陆续在国内获批上市，带动我国疫苗行业进入类似全球疫苗行业2003-2009年的快速增长期。2019年，我国二类苗批签发市值达436亿元，同比增长20%，其中EV71、HPV、13价肺炎、多联苗的批签发市值占二类苗批签发总市值的49%，重磅创新疫苗的驱动效应明显。

图：全球疫苗行业市场规模变化趋势（十亿美元）



数据来源：麦肯锡、安信证券研究中心

图：我国二类疫苗批签发市场规模变化趋势（亿元）



数据来源：中检院、安信证券研究中心

主线3：疫苗，驱动行业增长的重磅品种陆续上市

- 纵观国内疫苗企业的产品梯队以及研发管线，未来5年时间维度内，将是国产重磅疫苗的上市高峰期及销售快速放量期。其中，13价肺炎疫苗（沃森生物）、HPV疫苗（万泰沧海）已于2019年底获批上市；预防微卡（智飞生物）等重磅创新品种有望在2020年获批上市；13价肺炎疫苗（康泰生物）、三代狂犬（康泰生物）、三价轮状（兰州所）等重磅创新品种均有望在2021年获批上市。
- 综合考虑当前行业政策背景，在产业加速整合及重磅品种快速放量的双重催化下，由重磅品种所驱动的国内疫苗企业崛起将在今年正式拉开帷幕后，进而有望诞生2-3家千亿市值的疫苗龙头企业。

表：未来2-3年国内即将上市的国产重磅疫苗品种

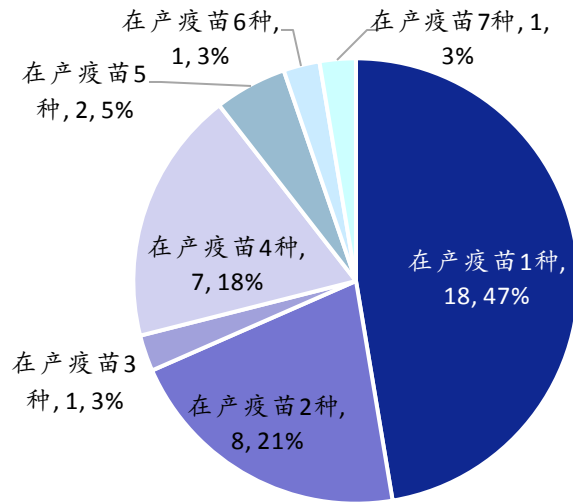
企业名称	疫苗品种	受理号	申请类型	研发阶段	状态开始日	预计上市时间
沃森生物	13价肺炎	CXSS1800003	新药	获批上市	2018年2月	2019年
智飞生物	预防微卡	CXSS1800010	新药	申请上市	2018年4月	2020年
康泰生物	13价肺炎	CXSS1900046	新药	申请上市	2019年12月	2021年
	三代狂犬	CXSL1500013	新药	III期临床	2017年8月	2021年
万泰沧海	二价HPV	CXSS1700036	新药	获批上市	2018年3月	2019年
北京科兴	四价流感	CXSS1900015	新药	申请上市	2019年4月	2020年
	IPV	CXSS1900003	新药	申请上市	2019年1月	2020年
成都所	四价HPV	CXSL1300106	新药	III期临床	2018年1月	2022年
	三代狂犬	CXSL1200003	新药	III期临床	2017年5月	2021年
兰州所	III价轮状	CXSS1600009	新药	申请上市	2016年11月	2020年
武汉所	六价轮状	CXSL1300002	新药	III期临床	2018年5月	2021年
	四价流感	CXSS1800014	新药	获批上市	2018年7月	2020年
	IPV	CXSS1900007	新药	申请上市	2019年2月	2020年
长春所	四价流感	CXSS1800030	新药	获批上市	2018年12月	2020年

数据来源：药智数据、安信证券研究中心

主线3：疫苗，行业集中度后续或加速提升

- 《疫苗管理法》明确提出“鼓励疫苗生产规模化、集约化”，而行业整合已在酝酿之中。2018年9月《关于改革和完善疫苗管理体制的意见》，明确要求推动我国疫苗制造水平，用3到5年的时间，显著提高疫苗生产集约化水平；鼓励企业联合重组，解决疫苗企业过多过滥的问题；开展疫苗上市后再评价，淘汰落后产能。随后，工信部又组织疫苗企业等召开了行业整合方面的研讨会，核心政策思路是：一类苗一个品种只能有3家企业中标；二类苗招标中，有3个疫苗产品在生产的企业才有投标资格。若这一政策落地实施，我国疫苗行业集中度提升进程将大大加速。

图：我国疫苗企业近两年在产疫苗品种数量分布



数据来源：中检院、安信证券研究中心

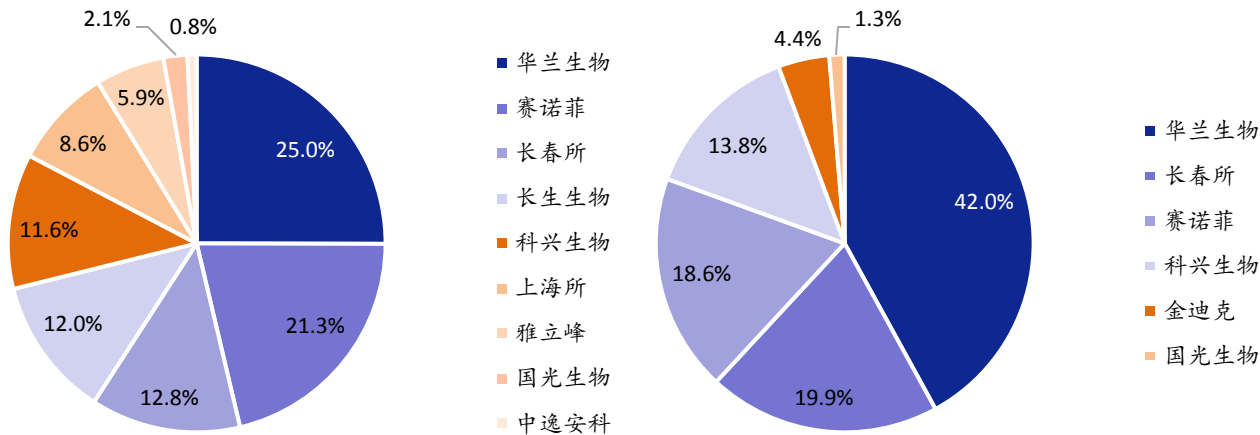
图：在产疫苗种类超过3个的国内疫苗企业信息

企业性质	生产企业	在产疫苗	在产疫苗品种
国营企业	武汉所	7	A群流脑多糖、EV71、狂犬、百白破、白破、乙脑、破伤风
	上海所	5	麻腮风、卡介苗、水痘、流感、麻腮
	北京所	4	麻腮风、麻风、IPV、bOPV
	成都所	4	卡介苗、百白破、乙脑、23价肺炎
	兰州所	4	轮状、AC流脑多糖、布氏菌、Hib
	长春所	4	流感、甲肝减毒、森林脑炎、双价肾综合征
	昆明所	3	IPV、EV71、甲肝减毒
民营企业	沃森生物	6	百白破、23价肺炎、四价流脑多糖、AC流脑结合、AC流脑多糖、Hib
	华兰生物	5	四价流脑多糖、AC流脑多糖、流感、四价流感、乙肝
	智飞生物	4	四价流脑多糖、三联苗、AC流脑结合、Hib
	康泰生物	4	麻风、四联苗、Hib、乙肝
	科兴生物	4	EV71、流感、甲肝灭活、腮腺炎

数据来源：中检院、安信证券研究中心

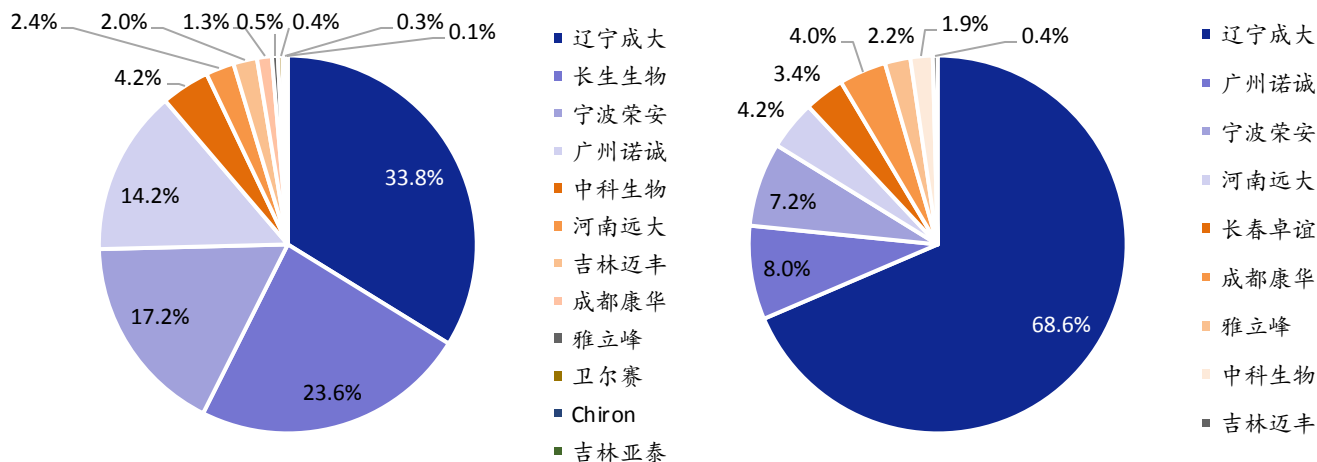
主线3：疫苗，行业集中度后续或加速提升

图：2017与2019年我国流感疫苗批签发格局对比



数据来源：IVAC、安信证券研究中心

图：2017与2019年我国狂犬疫苗批签发格局对比



数据来源：中检院、安信证券研究中心

- 2018年8月长生生物事件以后，我国疫苗批签发还呈现出明显的向龙头企业集中的趋势。
- 以国内竞争格局较为激烈的狂犬疫苗和流感疫苗为例。在长生生物事件以后，我国流感疫苗批签发企业数量由2017年的9家下降至2019年的6家，其中华兰生物的市场占比由25%提升至42%；我国狂犬疫苗批签发企业数量由2017年的12家下降至2019年的9家，其中辽宁成大的市场占比由34%提升至69%；龙头企业市场占比提升明显。这也从侧面佐证了，我国疫苗行业趋于集中度提升的逻辑。

主线3：疫苗，产品管线决定企业未来发展空间

- 全球疫苗巨头的发展历程已经说明，只有连续不断的重磅品种上市，才能够驱动企业持续快速发展。目前我国正处于重磅创新疫苗集中上市的临界点，研发管线的厚度将直接决定疫苗企业的未来发展空间。通过对比可以看到，康泰生物与智飞生物的研发管线布局明显领先于同行业其他企业，而康希诺凭借行业领先的研发能力同样有望在未来占据一定市场份额。

表：我国主要民营疫苗企业的重磅疫苗品种布局情况

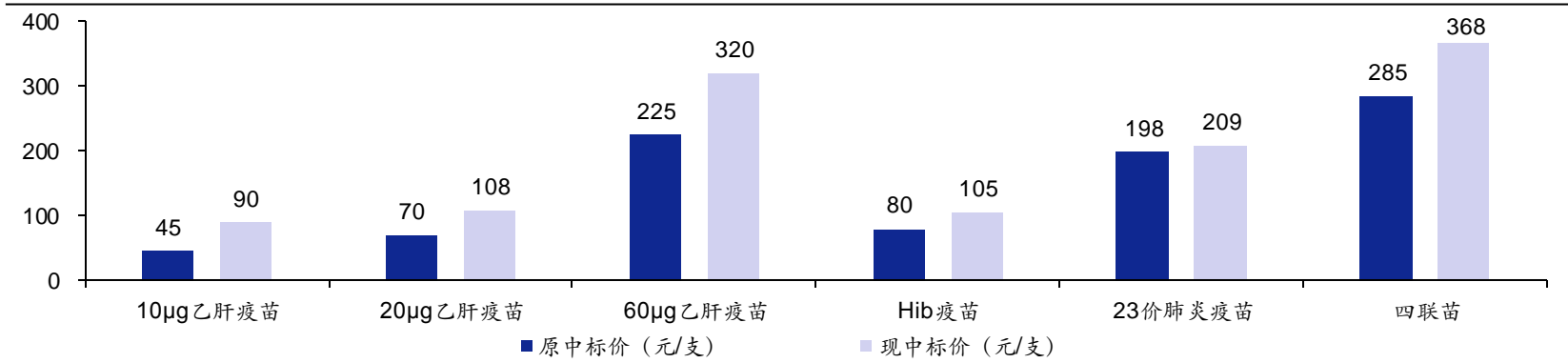
产品名称	康泰生物 (14)	智飞生物 (13)	康希诺 (9)	沃森生物 (7)	华兰生物 (3)
肺炎结合疫苗	13价申报上市	15价III期临床	13价准备I期	13价获批上市	
三代狂犬疫苗	III期临床完成	III期临床			
四价流脑结合疫苗	III期临床	II期临床	申报上市	I期临床	
IPV	III期临床		临床前		
EV71疫苗	II期临床, 重组	获批临床, 双价临床前		I期临床, 重组	获批临床, 双价申报临床
DTaP-Hib四联苗	已上市		临床前		
组分百白破(DTcP)	准备I期临床	获批临床	I期临床		获批临床
HPV	临床前			2价III期, 9价I期	
DTaP-IPV-Hib五联苗	临床前				
五价轮状疫苗	临床前	临床前, 灭活			
麻腮风-水痘四联苗	临床前				
单纯疱疹疫苗	临床前, 重组				
重组B群流脑疫苗	临床前				
结核疫苗		预防微卡申报上市, 重组 结核疫苗I期临床	I期临床		
23价肺炎多糖疫苗	已上市	III期临床	蛋白疫苗准备I期	已上市	
ACYW-Hib五联苗		申报临床		申报临床	
四价流感疫苗		III期临床		临床研究	已上市
四价诺如病毒疫苗		申报临床			
痢疾双价疫苗		II期临床			
寨卡病毒疫苗		临床前	临床前		
带状疱疹疫苗			临床前		

数据来源：公司年报、药智数据、安信证券研究中心

主线3：疫苗，疫情后行业有望进入提价周期

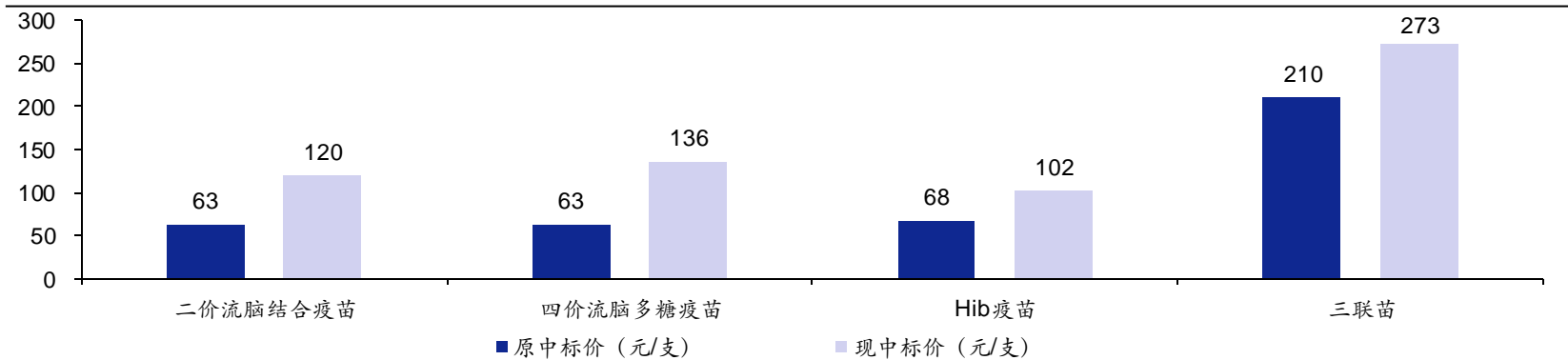
- 《疫苗管理法》实施后，我国疫苗行业监管趋严、疫苗质量标准提升，这在使疫苗企业生产及配送成本略有提升的同时，也为国内疫苗提价提供了契机。根据各省级招标平台披露信息，国内主要二类苗品种大多进行了规格升级或价格提升。随着各省份招投标的陆续开展，我国疫苗行业有望在未来2-3年进入量价齐升阶段。

图：康泰生物部分二类苗最新中标价对比



数据来源：各省份招标网站、安信证券研究中心

图：智飞生物部分自主二类苗最新中标价对比

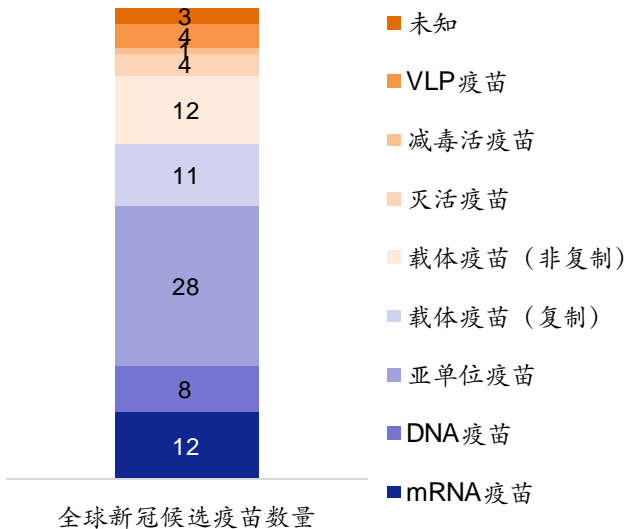


数据来源：各省份招标网站、安信证券研究中心

主线3：疫苗，我国新冠疫苗研发进度全球领先

- 随着全球新冠疫情的持续蔓延，新冠疫苗被认为是控制疫情的重要手段之一；根据WHO披露数据，目前全球在研新冠疫苗数量超80种，我国疫苗企业的研发进度处于全球领先地位。其中，处于III期临床阶段的有武汉所的灭活疫苗，处于II期临床阶段的有科兴生物的灭活疫苗、昆明所的灭活疫苗、康希诺的腺病毒载体疫苗，处于I期临床阶段的有北京所的灭活疫苗、智飞生物的重组亚单位疫苗、沃森/艾博生物的mRNA疫苗。
- 考虑到我国民众大多处于新冠病毒未免疫状态，预计未来新冠疫苗需求量巨大，哪怕按每剂20元测算，预计未来市场空间仍将超百亿元。

图：全球各技术平台新冠候选疫苗数量



数据来源：WHO、药智数据、安信证券研究中心

表：全球部分进入临床阶段的新冠疫苗信息

国家	研发机构	疫苗类型	研发进展
中国	康希诺/军科院	腺病毒载体疫苗	II期临床
中国	武汉所	灭活疫苗	III期临床
中国	科兴中维	灭活疫苗	II期临床
中国	北京所	灭活疫苗	I期临床
中国	昆明所	灭活疫苗	II期临床
中国	智飞生物/微生物所	重组亚单位疫苗	I期临床
中国	沃森生物/艾博生物	mRNA疫苗	I期临床
中国/美国	康泰生物/Inovio/艾棣维欣	DNA疫苗	美国I期临床，中国临床申请
中国/德国/美国	复星医药/BioNTech/辉瑞	mRNA疫苗	全球II期临床，中国临床申请
英国/美国	牛津大学/阿斯利康	腺病毒载体疫苗	II/III期临床
美国	Moderna	mRNA疫苗	II期临床
美国	Novavax	重组蛋白疫苗	I期临床

主线3：疫苗，建议关注

- **康泰生物：四联苗量价齐升，13价肺炎即将上市。** 1) 现有品种普遍迎来价格提升，其中四联苗提价约83元/支，60μg乙肝疫苗提价100元/支，目前已完成5-7个省份提价，其他省份有望在未来1-2年内陆续完成，公司现有品种进入量价齐升阶段；2) 13价肺炎疫苗因新冠疫情导致审评进度略有延后，预计21H1获批上市；三代狂犬疫苗预计20年底前申报上市，21年底获批上市。
- **智飞生物：代理品种快速放量，预防微卡值得期待。** 1) 三联苗库存即将消化完成，其他自主单苗基本完成剂型升级，并将在20年加大市场推广，其他自主单苗的量价齐升有望确保自主产品业绩平稳过渡；2) HPV疫苗限速因素仍为默沙东供给，预计20年销量有望达到1200万支，五价轮状疫苗销量维持快速增长，20年销量预计500万支；3) EC诊断试剂已经获批上市，预防微卡有望20H1获批上市，三代狂犬疫苗、15价肺炎疫苗进入临床后期。
- **华兰生物：血制品稳健增长，四价流感贡献弹性。** 1) 目前白蛋白处于供不应求状态，公司结算价已从310元/瓶提升至330元/瓶；静丙价格已经回落至疫情前，血制品业务全年整体预期10%左右增长；2) 流感疫苗受新冠疫情影响，预计20年市场扩容明显，仍将维持供不应求态势，公司四价流感疫苗预计销量1600万支，三价流感疫苗预计销量300万支，疫苗业务增速有望达到90%左右。

目录

01 医药整体情况及投资要点

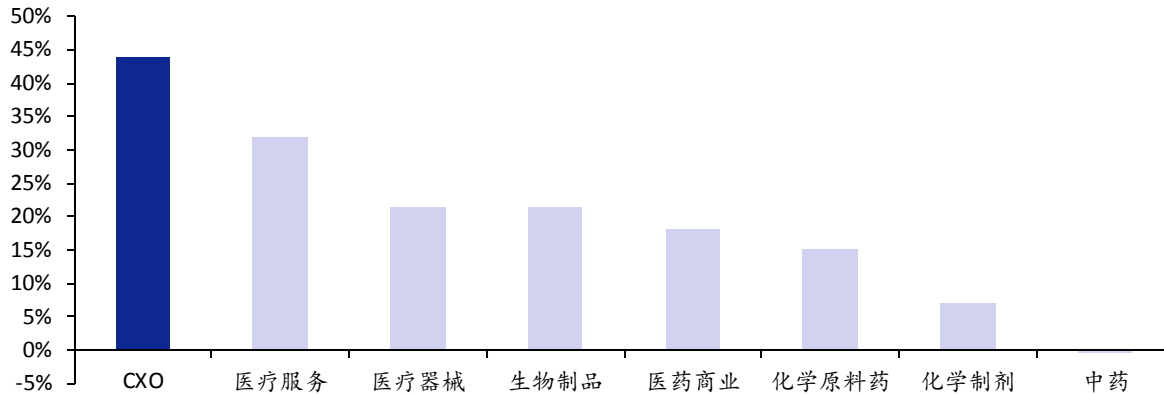
02 2020年医药行业重点板块推荐逻辑

- 医疗新基建板块
 - 新冠检测板块
 - 疫苗板块
 - **CXO**板块
 - 泛医疗服务板块
-

03 风险提示

主线4：CXO，行业持续高景气度

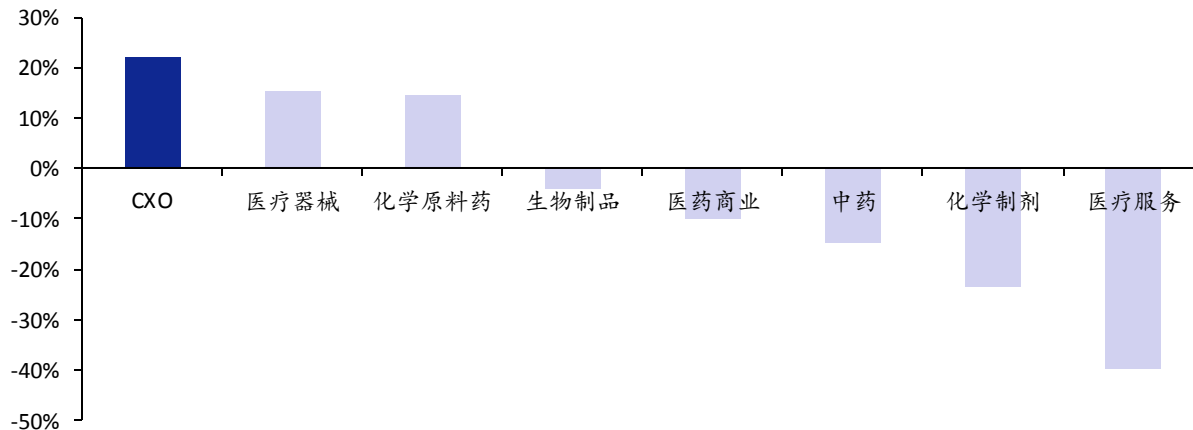
图：2019年CRO/CDMO与医药行业其它细分板块扣非净利润增速情况（%）



数据来源：Wind、安信证券研究中心

- 从2019年全年来看，CXO公司的利润端增速也在医药细分行业中排名第一。2019年CXO板块上市公司的扣非后归母净利润增速为43.9%。

图：2020Q1 CRO/CDMO与医药行业其它细分板块扣非净利润增速情况（%）



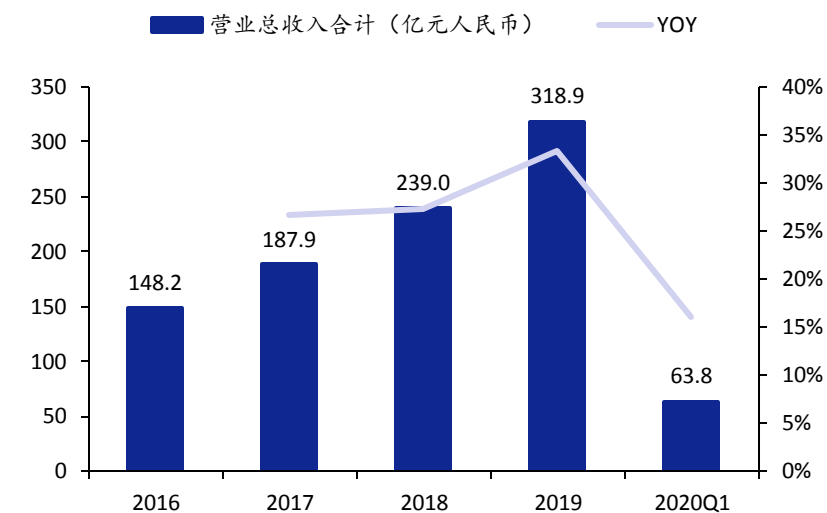
数据来源：Wind、安信证券研究中心

- 2020年一季度，CXO行业上市公司收入增速为16.1%，扣非归母净利润增速为22.2%，均在医药细分行业中排名第一。

主线4: CXO, 20Q1上市公司业绩受疫情影响有限

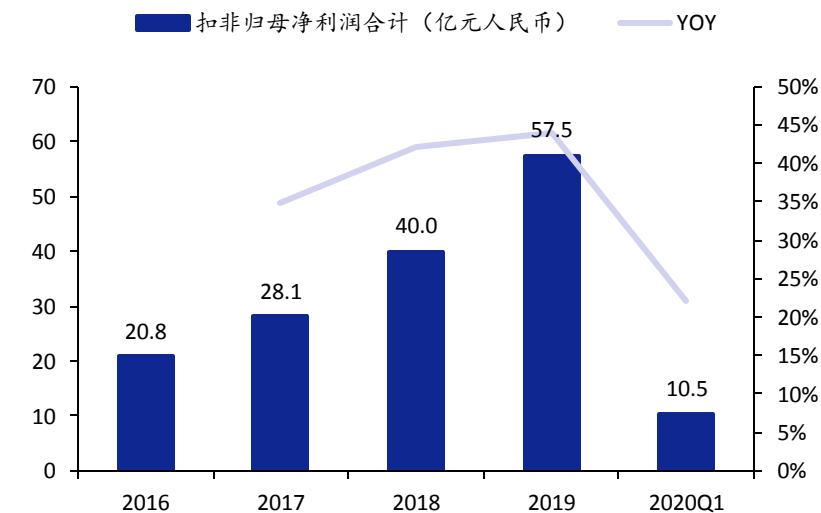
- 2019年, CRO/CDMO板块上市公司收入和利润均实现了加速增长。2019年国内已上市CXO公司总收入同比增长33.4%, 增速同比提高6.2个百分点; 2019年国内已上市CXO公司总的扣非归母净利润同比增长43.9%, 增速同比提高1.7个百分点。
- 2020Q1, 疫情对CRO/CDMO板块上市公司影响相对有限。2020Q1疫情对CRO公司的影响: 新冠相关订单增加; 动物试验中与新冠不相关的大动物跨省运输受限、年后开工时间延后(药明康德和泰格位于武汉的子公司复工时间更迟)、临床CRO中CRA和CRC正常业务受到较大影响、预计新开展的临床试验暂缓开展等。2020Q1疫情对CDMO公司的影响: 年后开工时间延后、一季度疫情期间国内交通受限导致原材料运输受阻。伴随国内疫情得到控制, 国内CXO企业的正常经营活动已经得到恢复

图: CRO/CDMO板块上市公司营业总收入情况



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图: CRO/CDMO板块上市公司扣非归母净利润情况

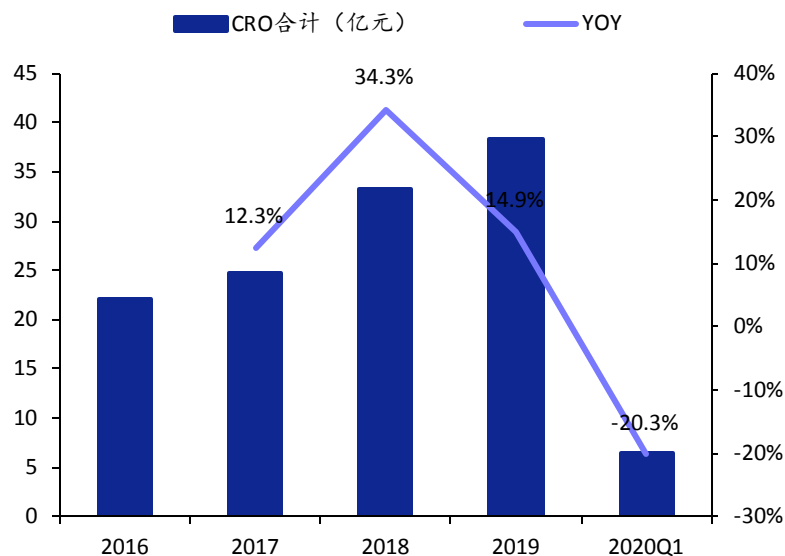


数据来源: Wind、安信证券研究中心

主线4: CXO, 资本支出为中长期增长奠定产能基础

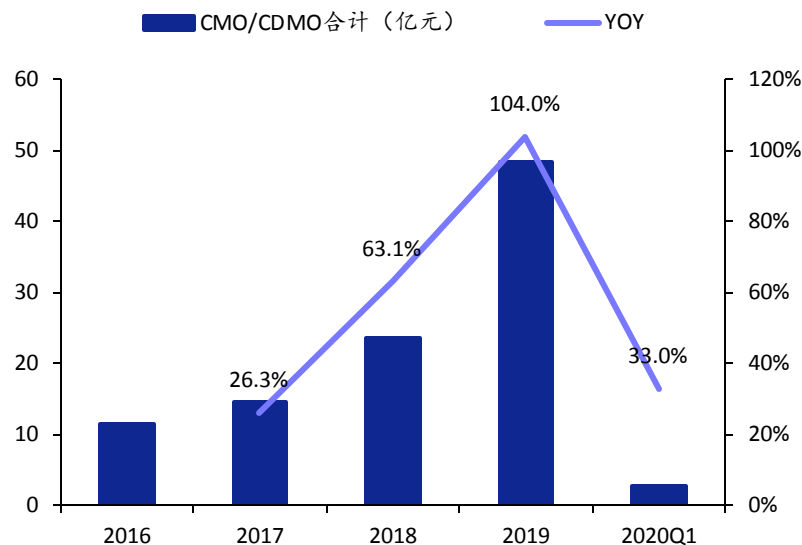
- **CDMO公司资本支出增速相对更快。**与CRO板块相比, CDMO公司对厂房等固定资产的依赖程度更高、资产更重。国内核心CDMO上市公司最近2年订单结构不断改善、订单规模快速增长。
- **2020Q1资本支出增速放缓,**可能由于疫情期间工程建设活动有所放缓。

图: CRO板块上市公司资本支出的增长



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图: CDMO上市公司资本支出的增长

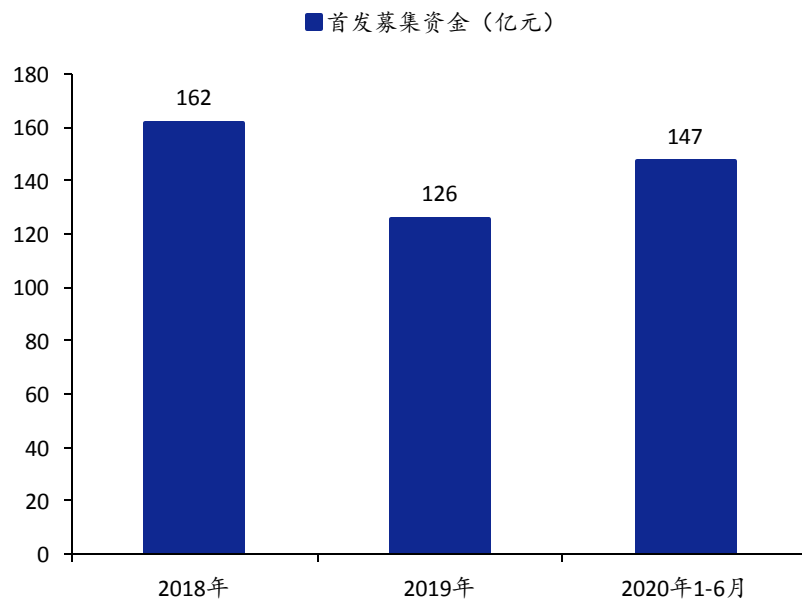


数据来源: Wind、安信证券研究中心

主线4：CXO，科创板创新药企业IPO活跃

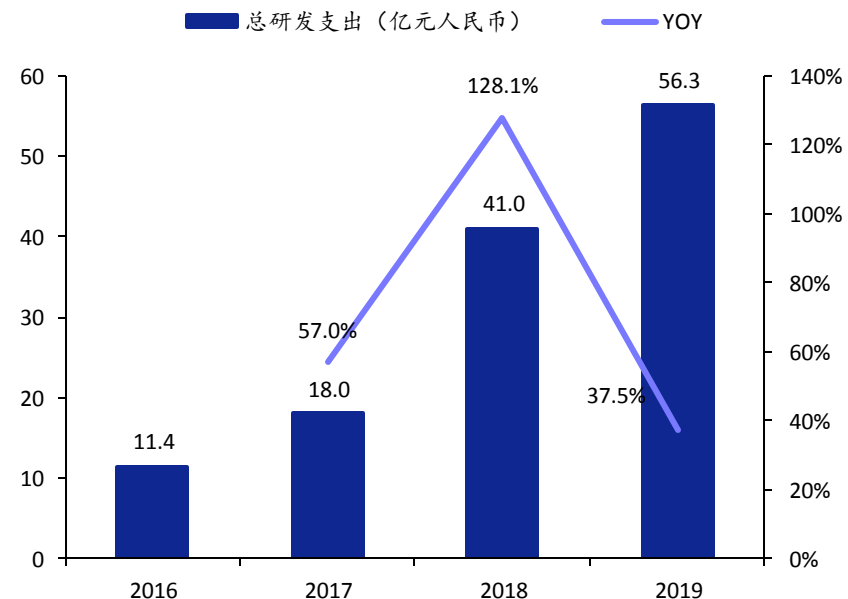
- ▶ 港股和科创板允许未盈利的创新药企业上市，一方面给予Biotech公司更多融资渠道；另一方面，这也使得一级市场风险投资基金的退出路径更多，进而会促使一级市场Biotech融资更加活跃。2020年已经过去的6个月内，科创板和港股分别新增6家和3家biotech公司上市，首发募集资金共计147亿元，已经超过2019年总共首发募集资金金额。
- ▶ 已上市的biotech公司也在不断加大研发支出，根据我们的统计，港股已上市biotech公司的研发支出增长速度依然保持在35%以上的水平。

图：港股和科创板上市Biotech企业首发募集资金金额



数据来源：Wind、安信证券研究中心整理
注：2020年数据截止到2020年6月27日

图：部分港股上市Biotech公司研发支出情况

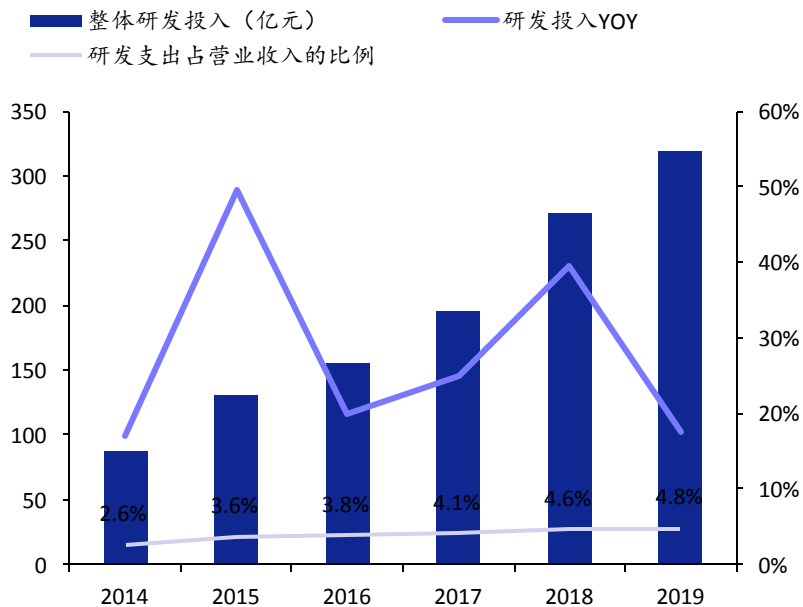


数据来源：Wind、安信证券研究中心整理 注：这里统计了8家研发支出数据较全的Biotech公司研发支出的数据，包括歌礼制药、百济神州、华领医药、信达生物、君实生物、基石药业、康希诺生物、亚盛医药。这8家公司的首发募集资金金额为196亿元。

主线4: CXO, 大型药企研发支出增速依然强劲

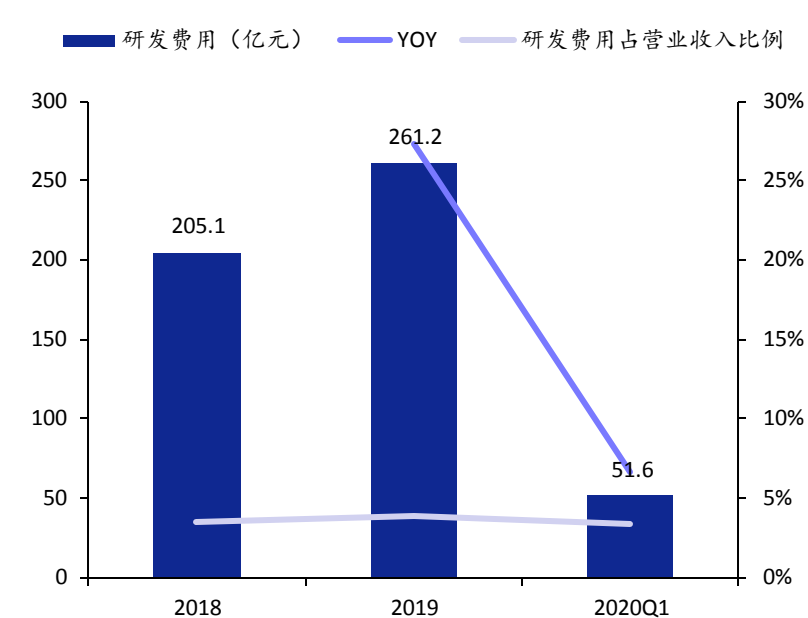
- 整体来看,我国上市药企在2019年研发支出增速有所放缓,2019年我国上市药企研发支出增速为17.4%,低于往年水平。细分大型药企和中小规模药企来看:1)大型药企研发支出增长依然十分强劲:2019年国内A股上市药企中研发支出最高的前三名药企分别为恒瑞医药、复星医药、科伦药业,其研发投入增速分别为45.9%、38.1%、21.2%;2)中小型药企受带量采购等压力影响收入增速放缓,研发支出增速也有所放缓。但对于国内众多以仿制药为主营业务的药企来说,创新是不得不选择的路。
- 在愈来愈大的资金压力下,提高研发效率将成为众多药企的生存法则,这将促进国内医药研发外包行业外包率的进一步提升。

图:我国A股上市药企研发支出情况



数据来源: Wind、安信证券研究中心整理

图:我国A股上市药企研发费用情况

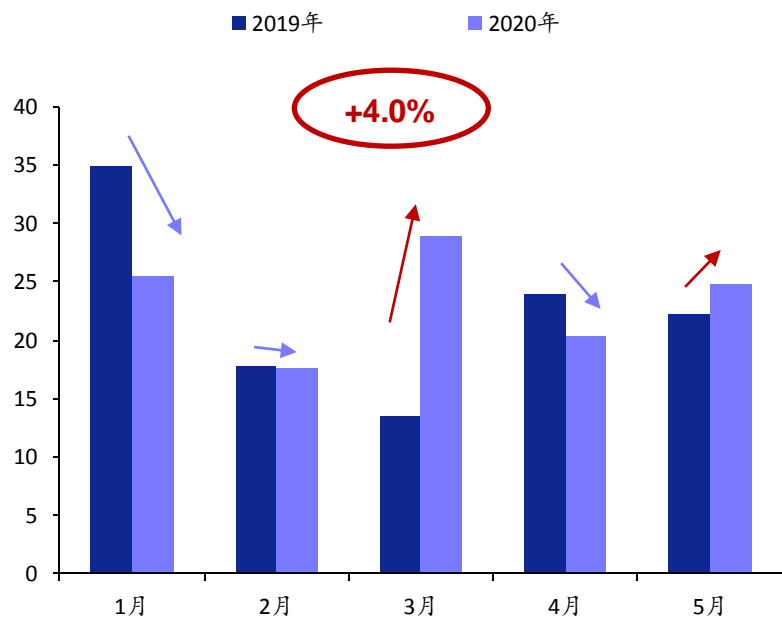


数据来源: Wind、安信证券研究中心整理

主线4: CXO, 美国创新药领域VCPE融资依然稳健

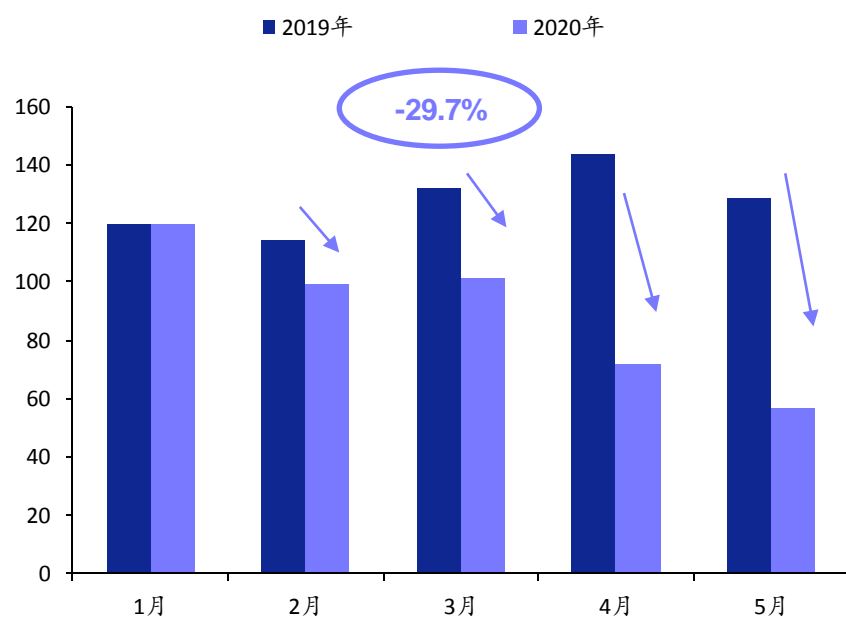
- 从今年1-5月份来看, 美国Biotech的VCPE融资情况依然稳健: 2020年1-5月美国biotech领域VCPE融资额同比上升4.0%; 分月份来看, 3月份融资活动较为活跃, 美国biotech领域VCPE融资额同比上升113%, 而4月份受居家隔离政策的影响美国biotech领域VCPE融资额略有下降16%; 5月份以来biotech领域VCPE融资额恢复增长, 同比增长2%。

图: 美国创新药VCPE融资额月度变化 (亿美元)



数据来源: Crunchbase、安信证券研究中心

图: 美国创新药VCPE融资事件数量月度变化



数据来源: Crunchbase、安信证券研究中心

主线4: CXO, 国内临床试验预计20Q2逐步恢复完全

- 今年1月中下旬至2月, 国内临床试验新患入组和受试者访问受到较大负面影响。但伴随3月份以来疫情得到控制, 国内临床试验活动快速恢复。2020年3月份国内新患入组数量同比减少68%, 但到4月份的前两周, 新患入组的数量同比减少为-39%, 已经有明显的恢复。
- 海外疫情从3月份开始较为严重, 因此海外临床试验活动从3月份开始受到较大负面影响, 4月份负面影响进一步加重。我们认为此次疫情产生的负面影响主要为暂缓临床试验的进展, 但待疫情得到控制后, 临床试验的需求仍会持续。

表: 不同国家临床试验中新患者入组数量的变化

		20年3月 vs 19年3月	20年4月 vs 19年4月
所有国家		-65%	-75%
亚洲	中国	-68%	-39%
	印度	-84%	-96%
	日本	-44%	-57%
	韩国	-61%	-44%
欧洲	法国	-68%	-80%
	德国	-33%	-76%
	意大利	-53%	-37%
	西班牙	-68%	-81%
	英国	-80%	-98%
北美洲	美国	-66%	-80%

数据来源: Medidata、安信证券研究中心 注: 4月份数据为头两周数据。

图: 正在进行的研究中每名受试者的访视次数

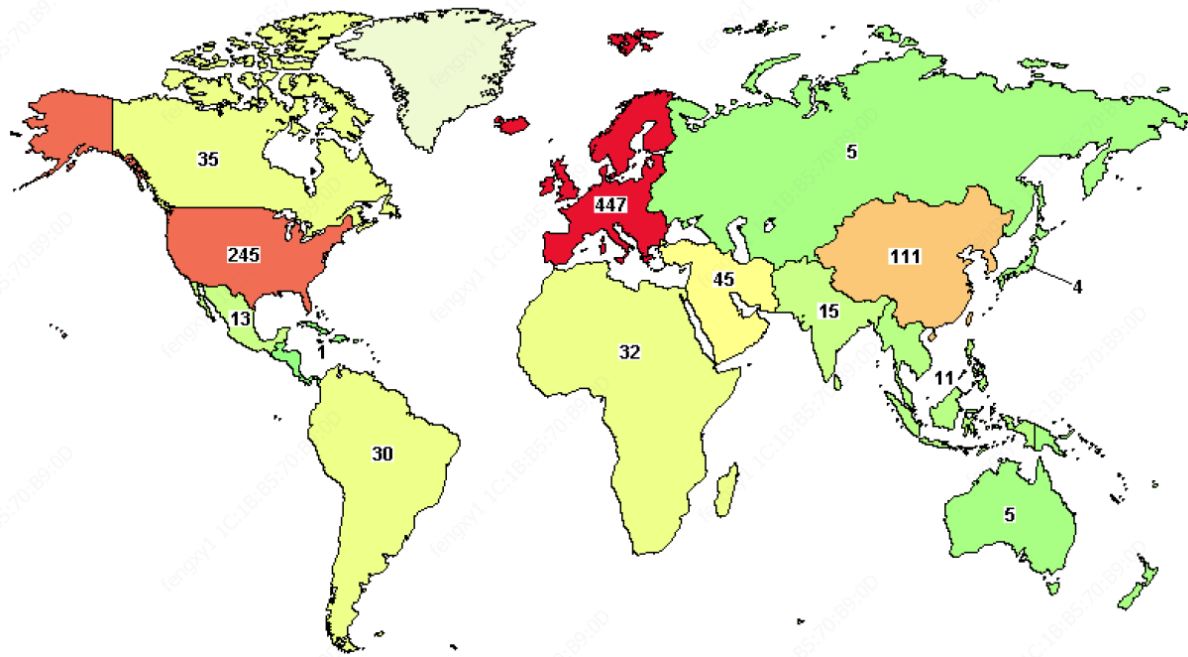


数据来源: Medidata、安信证券研究中心

主线4: CXO, 全球新冠相关研发活动十分活跃

- 自从新冠疫情发生以来, 全球关于新冠相关的研发项目快速增长。根据clinicaltrials.gov上的数据显示, 目前全球共有1204个与新冠病毒相关的临床试验正在进行中。
- 在各国政府的刺激计划或政府救助计划中, 医药行业也是政府重点资助的领域。NIH在第一个刺激计划中获得了8.36亿美元的COVID-19资金, 并计划在参议院的2T刺激计划中将获得额外的9.45亿美元

图: 全球目前有1204项与COVID-19相关的临床试验正在进行中



数据来源: Clinicaltrials、安信证券研究中心 数据更新时间为2020年5月5日

主线4：CXO，短期疫情不改医药研发刚性需求

➤ 新冠疫情的发生对CXO公司的经营情况会产生短期扰动

- 2020年一季度国内疫情对CXO公司的经营活动产生影响：年后复工延后、临床试验在疫情期间无法正常进行等。
- 2020年3月份以来，海外疫情日益严重，对海外研发活动的影响主要表现在对临床试验活动的影响，大量临床试验停摆；而临床前活动大多在实验室进行，目前受到的负面影响相对较小一些。
- 短期来看，海外疫情对国内CXO公司的影响可能有以下3个方面：（1）临床前研发活动可能会更多外包给国内CXO公司去做；（2）若临床试验停摆时间持续时间较长且超出预期，那么国内相关的CDMO业务会受到负面影响；（3）国内CRO公司承接的海外药企数统的订单可能会受到负面影响。

➤ 长期来看，短期疫情不改医药研发刚性需求，中国CXO公司有望凭借优质的服务和实惠的价格在全球新药研发产业链中发挥更重要的作用

- 创新是药企能够持续不断存活的源泉。在经济形势较为严峻的情况下，药企不会选择停止研发，而是要选择以更高效的方式进行研发。
- 很多人担心会发生08年经济危机之后，08-12年间大药企研发支出增速放缓、CRO订单增速放缓的情况。通过我们的深度研究后发现，造成08-12年间CRO景气度下降的关键因素在于创新药行业的“研发效率危机”，而并非经济危机。08-12年间，为了应对“研发效率危机”，创新药研发的研发模式逐渐实现了从以大药企为核心向以“biotech + outsourcing”为核心的转变，新动能替换旧动能。而站在2020年，新药研发正处在蓬勃向上的阶段中，新型治疗方法、新型药物筛选方法不断涌现，并不存在严重的“研发效率危机”的问题。
- 在经济不确定的情况下，药企对提高研发效率的需求更为迫切。我们认为在这场危机中，国内CXO公司面临的机遇大于挑战，国内优秀的CXO公司有望抓住机遇，在全球创新药研发产业链中抢占更多份额。而且，目前，根据我们对各家CXO公司的密切跟踪，已经开始出现一些海外订单更多向国内转移的苗头。

主线4：CXO，建议关注

- 受益于全球产业链国内转移和国内创新药行业蓬勃发展，CXO行业目前正处在高景气阶段。而且CXO行业与创新药行业发展密切相关，从长期来看，伴随人类对更健康、更长寿的孜孜不倦的追求，CXO行业增长确定性高。因此，这是一个值得重点布局的优质赛道。
- 在众多上市公司中，建议重点关注三类公司：
 1. **龙头企业**：领军企业是行业红利的最先获益者和确定受益者，稳健、业绩增长确定性高、抗风险能力强。此外，CXO行业从本质上来讲，是技术驱动的行业，而领先CXO企业对全球最领先的治疗方法和技术具备最高的敏感度，在新的商业机遇到来时，能够提前布局。建议重点关注：
 - ✓ 药明系：药明康德+药明生物
 - ✓ 临床CRO龙头：泰格医药
 - ✓ 小分子CDMO龙头：凯莱英
 2. **“小而美”**：甄选在所处细分赛道竞争优势独特、管理层优秀的小龙头。在行业高景气的背景下，这些小龙头有望抓住机遇快速发展成大龙头。短中期业绩增长弹性大。
 - ✓ 建议重点关注药石科技、维亚生物、九洲药业、美迪西、康龙化成、方达控股、昭衍新药、博腾股份。
 3. **正在崛起的药物发现CRO**：伴随国内药物发现领域技术的不断进步，国内药物发现CRO公司正在崛起，这类公司除了通过提供药物筛选服务来获得收入利润，更可观的利润空间在于在药物筛选阶段源源不断的产出核心IP的能力。建议重点关注成都先导、维亚生物、药石科技、药明康德。

目录

01 医药整体情况及投资要点

02 2020年医药行业重点板块推荐逻辑

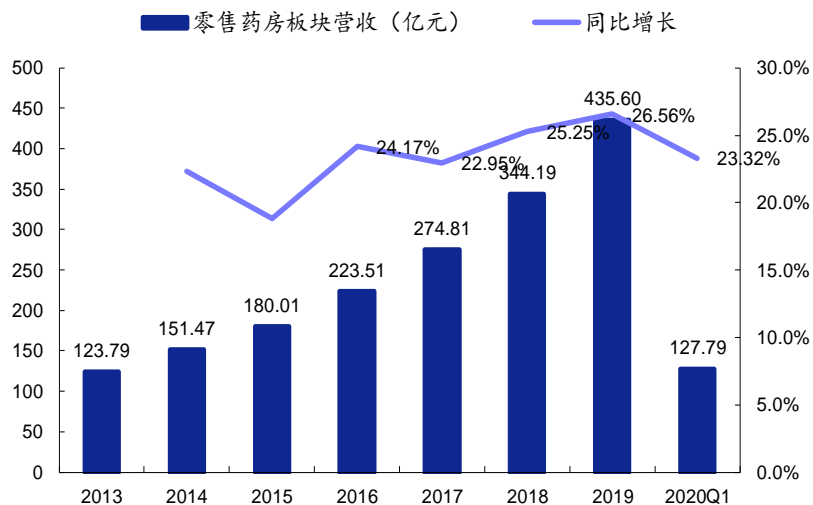
- 医疗新基建板块
 - 新冠检测板块
 - 疫苗板块
 - CXO板块
 - 泛医疗服务板块
-

03 风险提示

主线5：零售药房，疫情正面影响下20Q1业绩增长提速

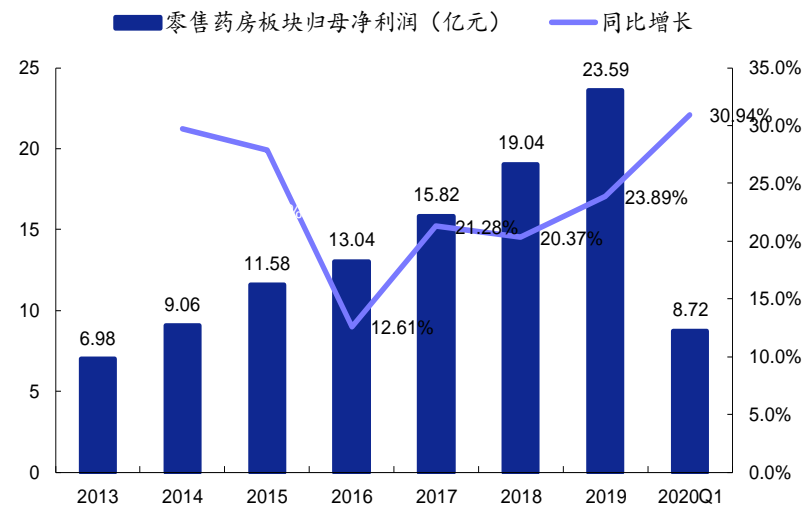
- 受到新冠疫情正面影响，2020年Q1零售药房板块上市公司业绩增长提速。
- ✓ 2020年Q1零售药房板块上市公司实现营业收入127.79亿元，同比增长23.32%。其中，大参林、益丰药房、老百姓、一心堂分别实现营收33.62亿元、30.48亿元、32.82亿元、30.87亿元，分别同比增长30.39%、23.43%、20.34%、19.30%。
- ✓ 2020年Q1零售药房板块上市公司实现归母净利润8.72亿元，同比增长30.94%。其中，大参林、益丰药房、老百姓、一心堂分别实现归母净利润2.80亿元、1.91亿元、1.96亿元、2.05亿元，分别同比增长52.28%、29.68%、23.01%、16.81%。

图：零售药房板块上市公司营业总收入情况



数据来源：Wind、公司公告、安信证券研究中心

图：零售药房板块上市公司扣非归母净利润情况



数据来源：Wind、公司公告、安信证券研究中心

注：统计的零售药房板块上市公司包括益丰药房、老百姓、大参林、一心堂。

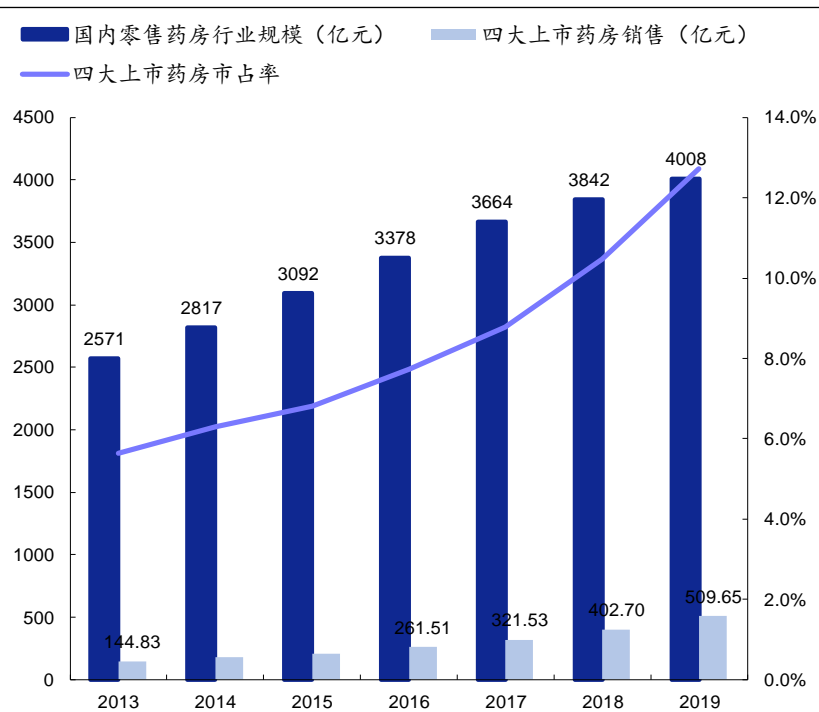
主线5：零售药房，四大药房市占率加速提升

- 国内政策监管趋严，推动国内零售药房行业集中度持续提升。近年国家通过出台系列政策规范药店行业经营，两票制、营改增等政策打击了中小药店不规范低价进货等乱象，新版GSP和药店分级分类管理等政策提高了药店的运营成本和准入门槛，政策有望推动行业优胜劣汰和集中度提升。龙头药房顺势整合行业，四大上市药房市占率从2013年的5.63%提升至2019年的12.72%。
- 产业环境利好龙头整合，2019年四大药房市占率加速提升。得益于一级市场并购价格回归合理，且政策监管持续推动行业优胜劣汰，龙头药房加速并购整合，2019年四大药房市占率加速提升。

表：相关政策提高零售药房准入门槛，推动行业规范经营

颁布时间	相关部门	颁布文件	核心内容
2016-03-24	财政部、国家税务总局等	《营业税改征增值税试点实施办法》	在全国范围内，对房地产业、金融业、生活服务业等全部营业税纳税人推开营改增试点
2016-06-30	国家食药监总局	《药品经营质量管理规范》	对药店质量管理、药品采购、计算机系统、人员配备等提出更高要求
2016-12-26	国务院、卫计委等	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的实施意见（试行）》	在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”
2018-11-23	商务部	《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》	明确门店执业药师要求：1) 一类门店至少配备1名药师；2) 二类门店至少配备1名执业药师和2名药师；3) 三类门店至少配备2名执业药师和2名药师
2019-01-19	国家税务总局	《国家税务总局关于小规模纳税人免征增值税政策有关征管问题的公告》	小规模纳税人免征增值税月销售额标准由3万提升至10万

图：四大上市药房市占率加速提升



数据来源：政府官网、安信证券研究中心

数据来源：Wind、公司公告、中康咨询、安信证券研究中心（四大上市药房含税销售按照其营收乘以1.17进行测算）

主线5：零售药房，广东慢病用药外流值得关注

► **政策引导医药分家和推动处方外流。**近年零售药房行业政策频出，通过出台“取消药品加成”、“药店分级分类”、“处方信息共享”、“慢病用药医保定点”等相关政策，推动医药分家和引导处方外流，国内处方外流获得实质性进展。

表：近年国内推动处方外流相关政策梳理

颁布时间	相关部门	颁布文件	主要内容/影响
2017-1-24	国务院	《国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	推动零售药房分级分类管理；统筹推进取消药品加成、鼓励到零售药店购药等
2017-04-19	卫计委、财政部等7部门	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	全面推开公立医院综合改革，全部取消药品加成
2017-10-25	梧州市卫计委	《梧州市处方信息共享平台药店申报登记管理制度（试行）》	梧州市20多家医院和百家药店接入处方共享平台，推动处方外流
2018-11-23	商务部	《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》	1.一类药店可经营乙类非处方药；二类药店可经营非处方药、处方药、中药饮片；三类药店可经营非处方药、处方药、中药饮片；2.明确门店执业药师要求：1）一类门店至少配备1名药师；2）二类门店至少配备1名执业药师和2名药师；3）三类门店至少配备2名执业药师和2名药师
2019-1-1	国务院	《国家组织药品集中采购和使用试点方案》	加速处方外流至零售药店
2019-3-19	国家药监局	《关于开展药品零售企业执业药师“挂证”行为整治工作的通知》	所有注册执业在药品零售企业的执业药师开展自查。凡“挂证”行为，应立即改正或于2019年4月30日前主动申请注销《执业药师注册证》
2019-9-25	国家医疗保障局等9部门	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	医保定点零售药店可在中选价格基础上适当加价，超出支付标准部分由患者自付，支付标准以下部分由医保报销
2019-11-29	广东省卫健委、广东省药监局等	《关于推动广东省基本医疗保险定点零售药店做好慢性病用药供应保障工作的指导意见》	1.零售药店提供的慢病用药范围，新增17种谈判抗癌药、国家组织药品集中采购中选产品、高血压和糖尿病用药 2.参保患者凭处方到药店购药时只需支付应由个人承担的费用，由医保支付的费用由医保经办与零售药店进行结算

数据来源：政府官网、安信证券研究中心

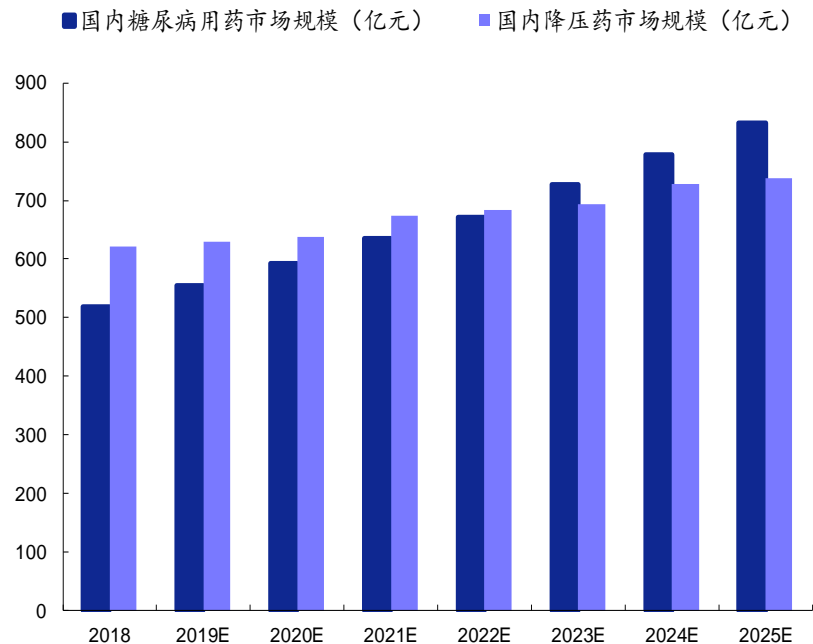
主线5：零售药房，广东慢病用药外流值得关注

➢ **2020年广东省慢病用药有望持续外流至零售药房，大参林率先受益。**2019年11月29日，广东省颁布《关于推动广东省基本医疗保险定点零售药店做好慢性病用药供应保障工作的指导意见》，推动国家新增17种谈判抗癌药、集采中选产品、高血压和糖尿病用药等处方品种外流至零售药房，明确医保统筹基金报销支付标准以下部分，统筹账户有望逐步向药房放开。其中，2018年国内降压药和糖尿病用药市场规模分别为621亿元和518亿元，按照广东省用药占比10%进行测算，广东省降压药和糖尿病用药市场规模合计为113.92亿元。大参林作为广东省龙头零售药房，2020年有望率先受益于慢病用药处方外流。

表：《关于推动广东省基本医疗保险定点零售药店做好慢性病用药供应保障工作的指导意见》主要内容分析

政策要点	主要内容	主要意义
药店提供的慢病用药范围	包括国家新增17种谈判抗癌药、集采中选品种、高血压用药、糖尿病用药等	推动处方药品种进一步外流至零售药房
零售药房管理体制	要求药店药品信息与医保信息系统实时传送，药品购销存数据上传至广东省药品流通电子监管系统等	强化药店药品处方信息的管理能力
零售药房服务管理	对于新增谈判肿瘤药，价格不得高于国家谈判价；集采中选产品，允许药店适当加价，医保报销支付标准以下部分等	推动医保统筹账户向药店放开
基层医疗机构创新服务模式	根据实际医疗情况，可适当延长处方医保用药量等	进一步推动慢病用药转移至药店购买

图：国内降压药和糖尿病用药市场规模



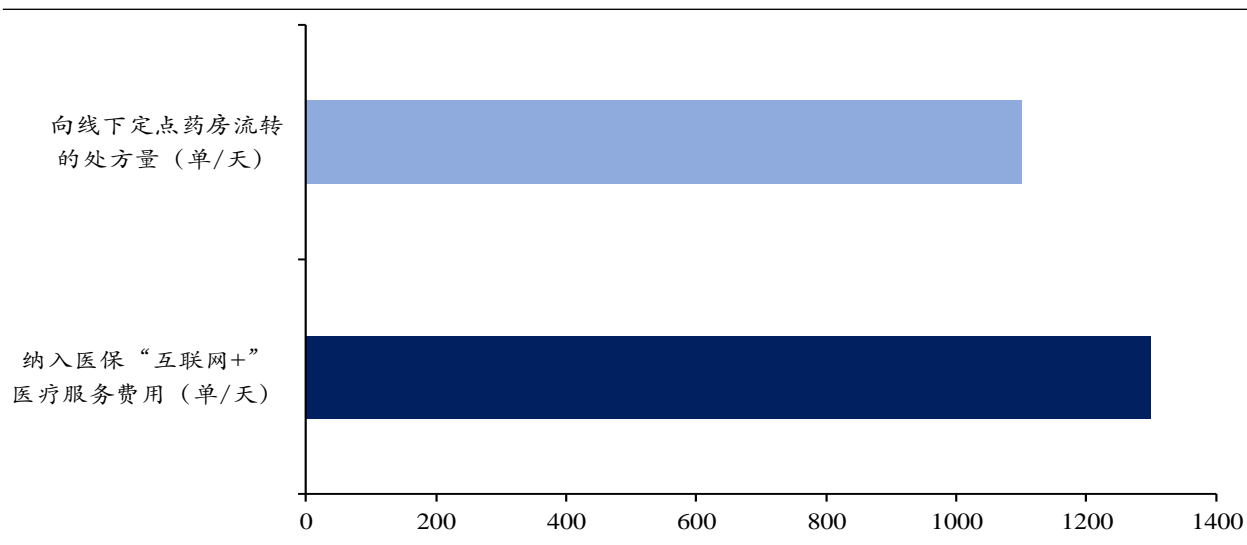
数据来源：火石创造、安信证券研究中心

数据来源：政府官网、安信证券研究中心

主线5：零售药房，20H1核心政策剖析与跟踪之网售处方药放开

- 新冠疫情期间，政策引导网售处方药逐步发展。2020年3月2日，国家医保局和国家卫健委印发了《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》，推动网售处方药的初步发展。
- 考虑到药品属地监管和医保属地支付等因素，我们认为：网售处方药大概率以O2O模式有条件放开，线下连锁药房仍为药品零售的核心渠道。O2O模式之下，网售处方药必须依托线下实体药房，该模式一方面保证了药品的属地监管，线上出售的药品可以相应追踪到线下实体门店；另一方面确保医保属地支付，当地药店消费由当地医保进行结算。O2O模式实则为线下药店的一个有效补充，线下连锁药房仍为药品零售的核心渠道。
- 根据新冠疫情期间武汉“互联网+”医保支付情况分析，线下药房仍为最核心药品零售渠道。疫情期间，武汉地区纳入医保报销的“互联网+”医疗服务费用至少1300单/天（针对门诊重症慢病患者），其中向线下定点药房流转的处方量超过1100单/天，网售处方药多以O2O模式开展，线下实体药店具备流量优势。

图：新冠肺炎疫情期间，武汉“互联网+”医保支付情况



数据来源：第一药店、安信证券研究中心

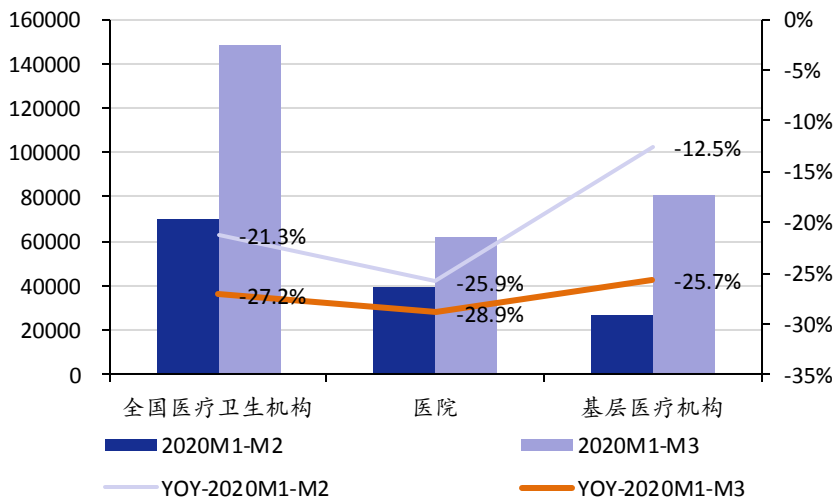
主线5：零售药房，建议关注

- **益丰药房**：以精细化管理能力著称的行业标杆药房。在渠道溢价、并购能力、精细化管理等方面具备行业领先的核心竞争力。其中，并购能力方面，合理的价格抢占优质标的资源，并购占据先发优势。2016-2018年平均并购PS维持在0.9-1.2倍合理水平，且并购标的包括新兴药房等当地龙头标的；精细化管理，一方面体现在历年运营费用管控领先行业，另一方面体现在并购后整合能力突出，新兴药房等并购净利润提升且基本完成承诺业绩。
- **大参林**：短期疫情影响正面，中长期顺势快速扩张和承接处方，业绩高增长可期。短期疫情正面影响药房销售，2020年Q1业绩同比增长52%；中期门店进入快速盈利期且并购有望提速，从2019年开始，门店进入快速盈利期，次新门店占比从2016年的28.97%提升至2019年的35.94%。此外，2019年开始一级市场并购价格回归合理，利好公司外延并购；长期持续承接外流处方，广东省颁布《关于推动广东省基本医疗保险定点零售药店做好慢性病用药供应保障工作的指导意见》，2020年广东百亿级别慢病用药有望外流至零售药房，且统筹账户有望向药房放开，大参林作为广东省龙头率先受益。
- **老百姓**：自建+并购+加盟多模式推动全国扩张。自建层面，以“旗舰店+大店+中小成店”的店型结构自建门店扩张，新店盈利能力领先，预计2020年新增400家门店；并购层面，通过“并购区域龙头且持续下沉渗透”策略外延扩张，过往并购价格合理且整合效果出色，预计2020年新增并购门店500家；加盟层面，老百姓加盟模式走在行业前列，加盟模式轻资产属性利好公司下沉扩张，预计2020年加盟提升且新增加盟店900家。
- **一心堂**：以云南为根据地，持续实现省外扩张。贯彻“少区域高密度网点”和“下沉至乡镇渠道”的战略，以云南根据地，顺势扩张至川渝、海南、广西等地区，海南、广西持续盈利，川渝市场有望扭亏为盈。此外，公司及时推出股权激励计划，业绩考核目标为：以2019年度为基数，2020-2022年净利润增长率分别不低于20%、40%、65%。激励计划深度绑定核心骨干与公司的利益。

主线5：医疗服务，疫情后诊疗量逐步回升

- **疫情对专科服务机构最大的影响是门诊量的冲击。**受制于强制性的停诊或非外力导致的需求延后，疫情对专科服务机构最大的影响是门诊量的冲击。根据卫健委的统计数据，2020年1-3月，全国医疗卫生机构总诊疗人次达14.8亿人次，同比下降27.2%。其中，医院6.2亿人次，同比下降28.9%；基层医疗卫生机构8.1亿人次，同比下降25.7%。
- **疫情冲击属短期，3月诊疗量环比提升。**根据卫健委的统计数据，2020年3月份，全国医疗卫生机构诊疗人次4.8亿人次，受新冠肺炎疫情影响，同比下降33.1%，环比上升34.4%。其中，医院2.1亿人次，同比下降33.4%，环比上升68.2%；基层医疗卫生机构2.5亿人次，同比下降33.0%，环比上升13.4%。从数据来看，随疫情影响受控，线下医疗卫生机构诊疗量将在2季度逐步回升。

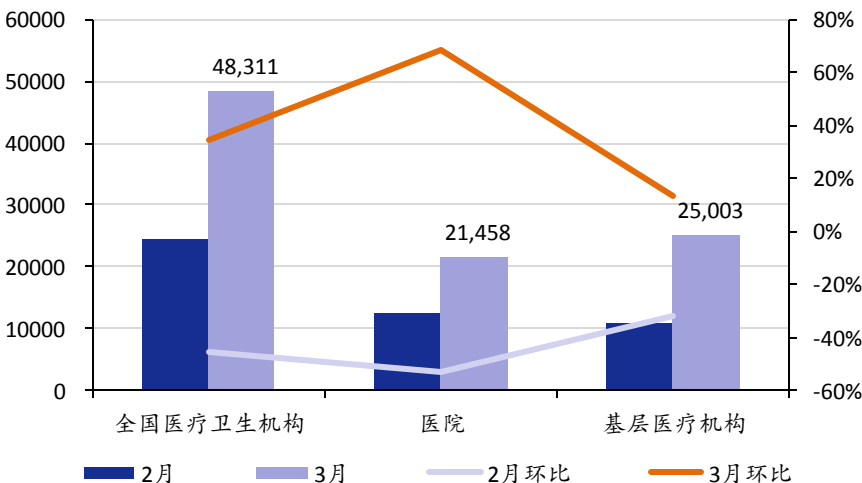
图：2020年1-2月及1-3月全国医疗卫生机构医疗服务量（万人次）



数据来源：卫健委、安信证券研究中心

注：受疫情影响，1-2月及2月单月统计数据不含湖北省、诊所、及村卫生室数据

图：2020年2月及3月全国医疗卫生机构医疗服务量（万人次）



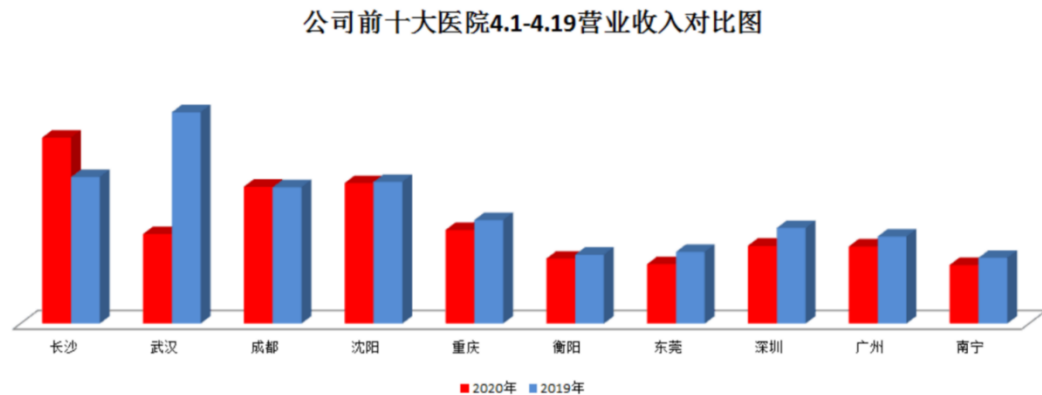
数据来源：卫健委、安信证券研究中心

主线5：医疗服务，二季度迎来反弹期

➤ 受制于强制性的停诊或非外力导致的需求延后，Q1疫情对专科服务机构最大的影响是门诊量的冲击。根据各家的统计来看，爱尔眼科于2月1日至2月9日强制性停诊，随后各地医院根据当地政策复工，前十大医院在2月底陆续复工；通策医疗旗下医院于1月29日暂停诊疗服务，旗下医院于2月底3月初陆续复工；美年健康旗下体检机构于2月10日前全部停诊，随后根据各省市的疫情防控政策陆续复工；锦欣生殖2月底国内医院陆续开放门诊。

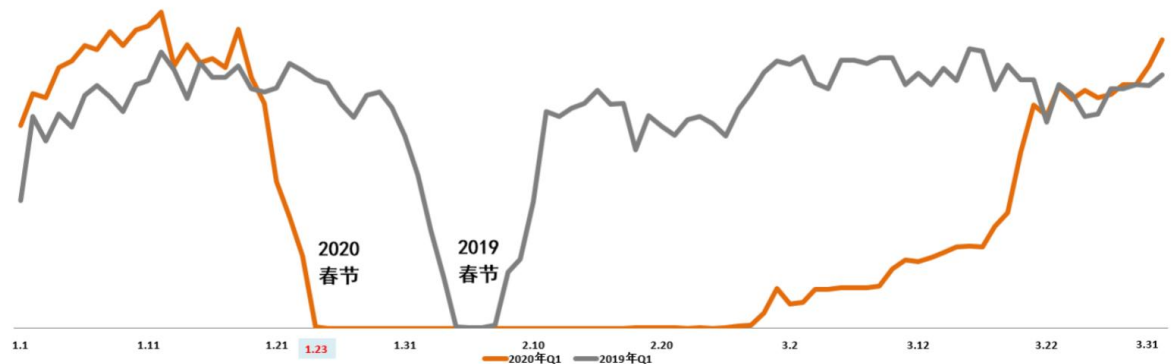
➤ **Q2陆续复工，需求延后释放。**从爱尔眼科、通策医疗披露的2020年Q1受疫情影响的营收变动情况为例，结合上文卫健委披露的数据，Q2随着复工及疫情防控有效，专科服务营收恢复速度在Q1末、Q2季度逐步回温

图：爱尔眼科前十大医院2020年4月初受疫情影响的营收变动情况



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图：通策医疗2020年Q1受疫情影响的营收变动情况



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

主线5：医疗服务，建议关注

- **爱尔眼科：疫情防控有效，眼科需求逐步释放。** 疫情导致Q1下滑幅度较大，海内外分阶段月份受影响。分地区来看，新冠疫情对公司境内主营业务影响主要在2月及3月，对境外主营业务的影响主要从3月下旬开始。分1/2/3月来看，公司营收增速分别为13.5%、-62%、-34%。根据Q1披露，多方措施提升各地恢复速度，除湖北外前十大医院4月初基本恢复到同期水平。**视光业务增长动力强劲，预计疫情后需求反增不减。** 受益于国家近视防控战略推行，公司视光业务贡献增大。根据年报披露，公司视光业务2019年收入贡献加大，增速提升至30%。随着青少年近视防控进一步重视和普及，公司目前在各地医院建立视光中心，2020年预计加大重点城市视光中心推广，开放夜间视光门诊，进一步巩固视光业务的增量。
- **通策医疗：口腔需求快速反弹，受限项目5月中获准开展。** 受疫情影响，公司1月23日起进入停诊状态，通策省内医院自2月25日-3月初开始陆续恢复下属医院急诊业务，其他业务逐步开展，种植牙等受限项目于5月18日获批开展。从Q1披露数据来看，口腔需求受压抑后快速释放，通策医疗旗下专科医院凭借较快的复诊时间（2月底）和专科医院强而有效的消毒设备及条件，医院有效接受疫情拖延的治疗需求。**旋风计划+清风计划打开单店成长空间，蒲公英计划提高省内市占率。**（1）旋风计划：2020年平海、城西和宁口三家总院及其联系分院构成的3个“总院+分院”区域医院集群以及义乌、衢州区域医院集群，分设4个区域行动委员会，重点推行正畸产业化。（2）种植牙倍增计划：目前该计划已完成队伍组建、年轻医生培训等重要工作，并完成活动产品选择、定价测算、产品采购准备等，2020年将开始大规模实施，为公司内生增长储蓄力量，不断增强公司的营收与盈利能力。（3）蒲公英计划持续开展：根据公开信息披露，目前蒲公英计划中的普陀分院、下沙分院、临平分院、镇海分院等陆续在上半年开店。
- **美年健康：疫情造成短期波动，需求延后释放。** 受疫情影响，美年健康旗下体检机构于2月10日前全部停诊，随后根据各省市的疫情防控政策陆续复工，受制于疫情的反复及体检需求预防属性，公司Q2线下机构陆续恢复运营。**携手阿里深度合作，强化C端基因，打造健康流量入口龙头地位。** 引入阿里战投后，公司在提升企业数字化、智能化方面进行积极合作，有利于公司“检、存、管、医、保”业务的进一步协同，提高客户服务能力。美年将充分利用自身网络和产业链优势在阿里平台发起线上各类健康服务，入口包括支付宝、淘宝客户端等，利用“互联网+医疗”优势，为公众提供线上诊疗咨询服务。阿里将从组织形态、内部建设方面对公司完成数字化转型，包括线上业务流程的优化、数据中台的建设、基于大数据和数字化的变革和优化等。

目录

01 医药整体情况及投资要点

02 2020年医药行业重点板块推荐逻辑

- 医疗新基建板块
 - 新冠检测板块
 - 疫苗板块
 - CXO板块
 - 泛医疗服务板块
-

03 风险提示

风险提示

全球新冠疫情存在不确定性；

带量采购推进及药品降价等负面因素超预期；

新产品研发及审批速度低于预期；

药品及医疗服务等出现质量问题；

免责声明

■ 行业评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动；

■ 分析师声明

马帅、齐震、冯俊曦声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

联系人及地址

■ 销售联系人

上海联系人

朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn

北京联系人

温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn

深圳联系人

胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034



安信证券
ESSENCE SECURITIES

感谢!

2020/07/02