

# 证券研究报告——医药生物2020下半年投资策略

## 产业升级，关注医药核心价值

2020-07-17

证券分析师：谢长雁 0755-82133263 xiecy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003  
证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenyingling@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010002  
证券分析师：朱寒青 0755-81981837 zhuhangqing@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519070002  
联系人：陈曦炳 chenxibing@guosen.com.cn  
联系人：李虹达 lihongda@guosen.com.cn

# 投资摘要

## ■ 医药气势如虹：大分化基于中长期景气度，有望持续

医药生物板块在2020H1取得了63%的收益，大幅超越沪深300指数，众多个股甚至取得了翻倍以上的收益。我们认为原因在于：1) 全球宏观低利率预期消费个股抬升估值；2) 疫情相关个股业绩与估值抬升；3) 确定性产业升级，创新药械龙头与行业估值与业绩预期分化明显。由于以上三点尤其是最后一点在下半年有望持续，我们预期板块景气度仍将持续。

## ■ 新品迭代：紧握临床、销售研发正反馈强龙头

未来3-5年中国医药工业产业升级趋势确定。医药非标品具有消费的行业稳定性和科技行业的高毛利属性，且研发周期长、总体处于跟随阶段，具备强可预测性。以恒瑞医药、迈瑞医疗、乐普医疗、中国生物制药等为代表的管线绵长的药械龙头；复宏汉霖、君实生物等新兴Biotech等逐渐证明了临床实验速度与广度，销售迅速放量，是医药工业的投资主线。医疗器械方面心内、骨科、微创等高值耗材、IVD领域化学发光和分子诊断、影像方面的CT、超声等领域也将迎来快速的进口替代。

## ■ 政策路径：集采降价、DRGs推广、分级诊疗、医疗服务价格调整有望陆续推进

受到疫情对医保收入端的间接影响逐渐兑现，我们预期医保控费仍将维持高压。国内短期面临高值耗材国家集采与第三批药品带量采购等压力。随着明年DRGs在试点省市的实际收费落地，性价比为核心的支付体系下仿制药竞争压力将进一步加大。随着DRGs推广结合医联体的逐渐成熟，我们预期长期推行不达预期的分级诊疗也将在3-5年内成功推行。这一过程中必然伴随医疗服务价格的挑战，结合专科连锁医疗标的逐渐进入资本市场，我们预期消费属性服务有望迎来发展新阶段。

## ■ 风险提示：医保控费导致的药品、耗材降价超预期；宏观低利率预期变化

## ■ 投资建议：把握创新、消费双主线，兼顾滞涨高现金流标的

创新、消费等上半年的主线我们预期仍将随着海外疫情的恶化，三个驱动行情的原因不会发生大的变化，在估值已经较高的情况下，。国信医药A股推荐投资标的：恒瑞医药、爱尔眼科、美年健康、迈瑞医疗、乐普医疗、复星医药、药明康德、凯普生物、华大基因、天坛生物；港股投资推荐：中国生物制药、复宏汉霖、君实生物、威高股份、先健科技、三生制药、中国中药。

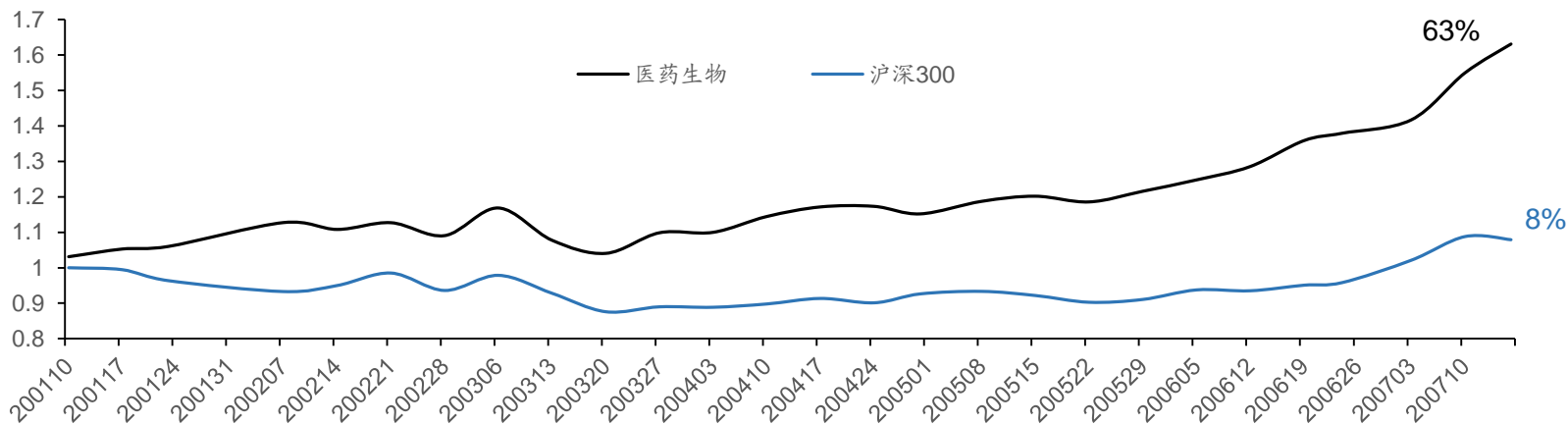
# 目录

- 回顾：上半年医药生物取得显著超额收益的三大理由预计持续
- 现状：格局分散、国内市场为主并正在快速供给侧改革
- 景气度一览：创新+消费双主线
- 未来：快速接轨国际，仿创结合并将逐渐实现进口替代
- 守正出奇：龙头出发，延申全领域
- 投资建议：销售+研发迭代形成核心竞争力的少数企业，兼顾DRGs影响小概念、短期IVD疫情确定性利好

- 行情回顾与展望：产业升级助力估值提升

# 上半年医药生物取得显著超额收益

图：医药生物在2020H1取得了显著超越沪深300的超额收益



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，

2020年的医药牛市有以下原因：

- 宏观全球低利率环境，消费、医药等需求稳定、格局清晰的避险板块随着预期WACC降低，估值大幅提升。
- 疫情冲击之下部分受益公司如低值耗材、IVD、疫苗等疫情概念业绩与估值双双提升。
- 中美脱钩大环境下，要超越中等收入陷阱必须依托产品升级。而医药在各个细分板块中是确定性迎来产品升级换代，由仿制化药切入生物单抗、创新化学靶向药、IVD、高值耗材产品涌现并实现产业升级的板块

下半年怎么看？原因不变，则景气度不变。

# 未来3-5年，中国医药面临快速的产品升级

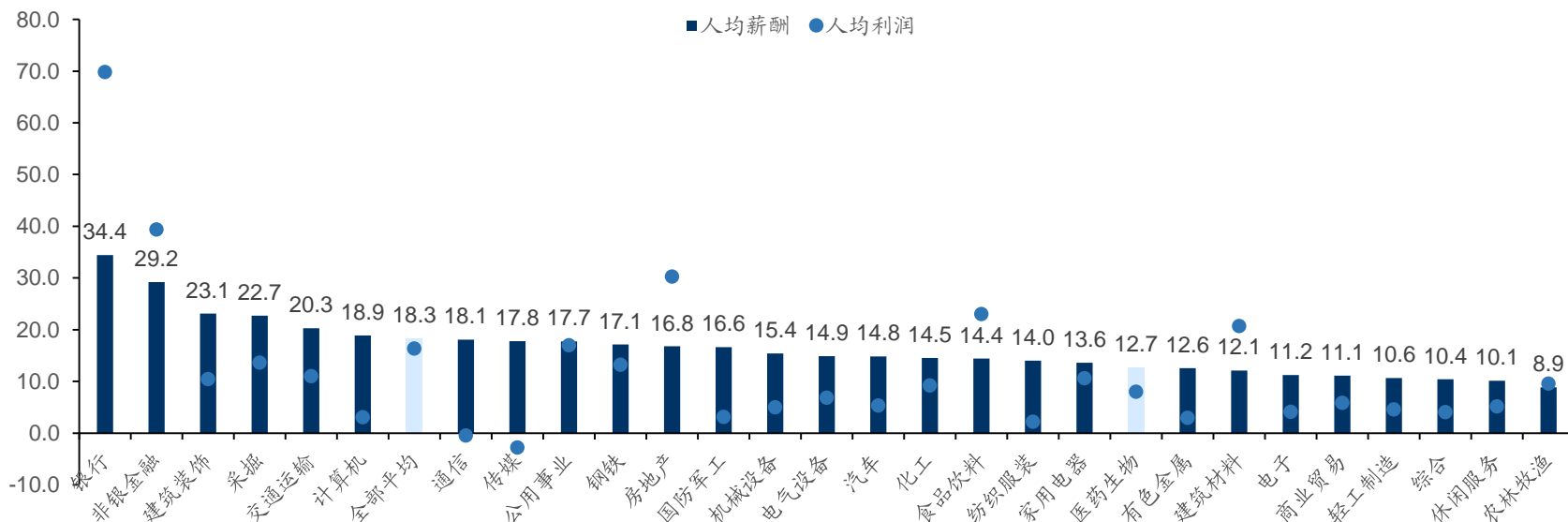
- 中国已经进入人均1万美金GDP时代，如果要迈过中等收入陷阱，实现在下一个20-30年进入发达国家行列的目标，各行各业都不能再重复此前的简单粗放的发展模式，必须发生科技创新驱动的产品升级换代。
- 医药行业在政策驱动下，兼具天时、地利、人和三大条件，在肿瘤创新药、生物类似物、慢性病、高值耗材、IVD、影像设备、疫苗等多个领域都出现了供给侧的升级换代，未来3-5年内确定性发生产品巨大升级。
  - 肿瘤创新药：PD1（恒瑞、信达、君实、百济）、安罗替尼……
  - 生物类似物：CD20、HER2（复宏汉霖）、VEGF（信达）、TNF- $\alpha$ （百奥泰）……
  - 慢病用药：长效GLP-1（豪森）、甘精胰岛素（多家涌现）、层析法静丙（天坛、华兰）……
  - 高值耗材：可降解冠脉支架（乐普）、TAVR（启明、沛嘉）、外周球囊（心脉、先瑞达）、左心耳封堵器（先健、乐普）……
  - IVD：化学发光（迈瑞、安图、迈克）、POCT（万孚、基蛋）、分子诊断（华大、贝瑞）……
  - 影像：超声（迈瑞、开立、祥生）、CT（联影）……
  - 疫苗：新冠（中生、康希诺、科兴、华兰、康泰）、13价肺炎（沃森、康泰）、HPV（沃森、万泰）、四价流感（华兰、科兴、金迪克、中生）……
- 医疗服务价格持续调整，标的逐渐丰富，消费属性领域前景远大。
  - 眼科：爱尔；体检（阿里+美年）；肿瘤（海吉亚）；辅助生殖（锦欣）……
- DRGs、医保目录调整权限上移、产品结构升级共同促进行业集中度大幅提升。产品升级+集中度提升+潜在出海可能成为宏观上医药板块整体增速下行过程中，高景气龙头高估值的

# 医药企业人均薪资在A股上市公司中排名居后

## ■ 为什么要看人均薪酬？

人均薪酬体现人才价值，反映在细分领域内的景气度、经营业态的专业属性高低、企业竞争优秀人才的能力。  
人均薪酬与人均利润之和反映劳动力与资本共同获得的收益情况，其分配比例反映了劳动力与资本的议价能力。

图：2019年A股上市公司医药生物人均薪酬与人均利润水平均处于各行业中下游



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 医药行业头部企业人均薪资与利润与海外龙头差距巨大

表：2019年A股医药生物公司人效

薪酬排名	公司名称	人均薪酬 (万元)	人均创收 (万元)	人均创利 (万元)	员工人数
	福瑞股份	50.4	160.3	8.4	519
	迈瑞医疗	38.4	168.6	47.7	9819
	海普瑞	36.5	213.9	49.0	2162
前十人	贝达药业	31.0	117.0	17.4	1328
均高薪	康辰药业	28.8	372.7	93.0	286
酬A股医	长春高新	27.9	133.2	32.1	5535
药企业	辽宁成大	27.5	543.2	36.8	3267
	万东医疗	27.0	146.2	25.1	672
	国药股份	25.2	1527.4	54.9	2923
	昊海生科	25.0	119.9	27.7	1338
中位数	热景生物	12.4	31.9	5.1	659

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表：2019年国际龙头医药公司人效

证券代码	证券简称	人均创收 (万美元)	人均创利 (万美元)
TAK.N	武田药品工业	569.1	7.6
GILD.O	吉利德科学	204.1	49.0
AMGN.O	安进	99.8	33.5
MRK.N	默克集团	66.0	13.9
PFE.N	辉瑞制药	58.6	18.4
NVS.N	诺华制药	46.8	11.3
GSK.N	葛兰素史克	46.4	6.4
TEVA.N	梯瓦制药	42.2	-2.5
MDT.N	美敦力	32.1	5.3
EW.N	爱德华兹生命科学	31.3	7.5
ABT.N	雅培制药	29.8	3.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

- ▶ 人均薪酬、人均创利与税收，就是劳动力、资本与公共服务分别在生产过程中分享的增值部分，并且其比例往往反映了三者的议价能力。
- ▶ 国内企业销售人员薪酬部分可能有一定部分实际上是灰色的，但是随着两票制、反腐等进程推进，这一部分未来会更加透明化。
- ▶ 海外龙头企业人均薪资大体高于其6万美金的人均GDP，部分在十几万美金，与国内相比，差距有6-7倍甚至更高，人均创利部分海外龙头差异较大，若以20万美金估计，大体是国内优秀企业的几倍，平均水平的几十倍。

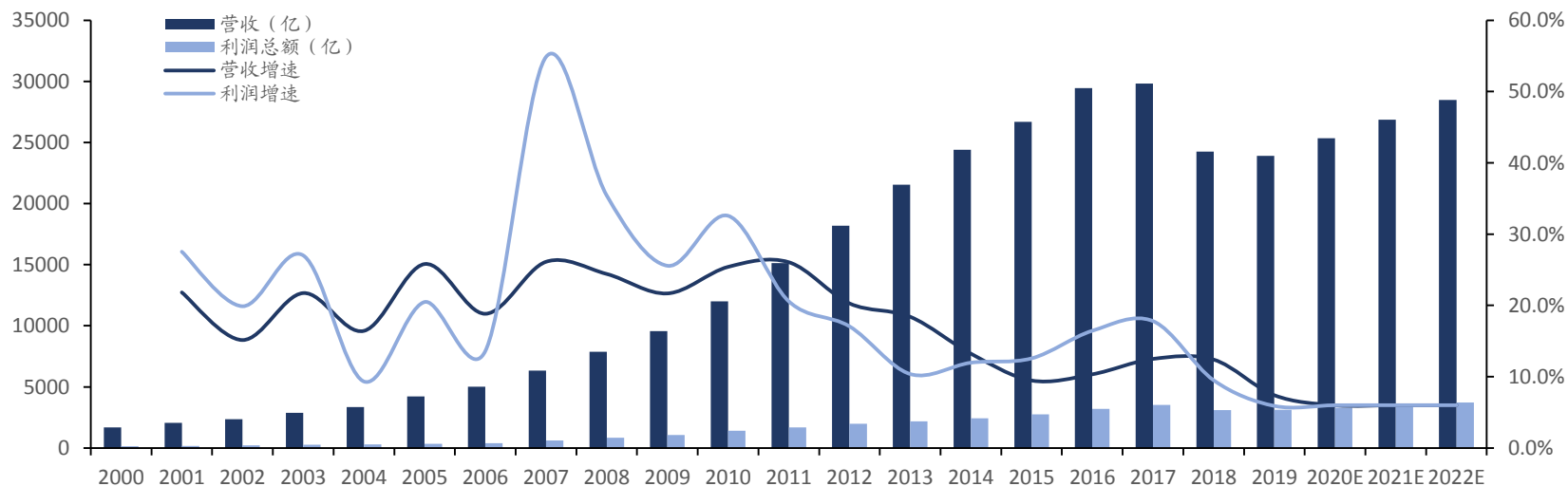


- 现状：格局分散、国内市场为主并正在快速供给侧改革

# 医药制造业增速向下换挡，但仍具备结构性成长空间

- 2011年之前随着医保覆盖人数扩容、保障力度加强、纳入品种增加，医药制造业整体处于20%以上高增长。2011年之后，职工+居民+新农合整体基本实现了全人口覆盖，增速逐渐向下换挡。
- 未来随着劳动人口数量维持稳定，作为医药制造业的支付端来源——职工医保收入我们预计也将降低增速，在不考虑出海需求的情况下，未来国内医药制造业增长仍将高于GDP增长，估计在5-10%之间。

图：医药制造业历年营收与利润总额成长历史（2000-2019）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理，2018年下滑因统计口径发生变化，实际维持增长。

# 医疗器械引领行业成长，中成药持续承压

- **医药工业的全景一览：**制剂约18000亿，其中化药约9000亿，中成药与中药饮片约6000亿，生物药约2500亿；医疗器械整体约4500亿。全行业整体利润总额估计在3500亿左右，因此假设全行业均纳入上市公司体系，可能足以支撑20X市盈率，约7万亿市值。
- **成长性医疗器械最佳，中成药最为承压：**利润指标来看，医疗器械16-18年复合增速最高，中成药最低。这与过去几年化药集采压力逐渐显现，中成药中的辅助用药承压明显相匹配。

图：医药工业各版块营收（2013-2018）

销售	2013	2014	2015	2016	2017	2018
医药工业	21682	24553	26885	29636	29826	25840
yoy	18	13	9	10	12	13
化学原料药	3820	4240	4614	5035	4992	3843
yoy	14	11	10	8	15	10
化学制剂	5731	6304	6816	7535	8341	8715
yoy	16	12	9	11	13	19
中成药	5065	5806	6167	6697	5736	4655
yoy	21	13	6	8	8	6
中药饮片	1259	1496	1700	1956	2165	1715
yoy	27	16	12	13	17	11
生物生化药	2381	2750	3164	3350	3311	2443
yoy	18	14	10	9	12	11
设备与器械	1889	2136	2382	2765	2828	2522
yoy	17	15	10	13	11	11
卫材耗品	1398	1662	1859	2125	2267	1785
yoy	22	15	11	11	14	12

资料来源：医药工业与信息中心、国信证券经济研究所整理，2018年下滑因统计口径发生变化，实际维持增长。

图：医药工业各版块利润总额（2013-2018）

利润总额	2013	2014	2015	2016	2017	2018
医药工业	2197	2461	2768	3216	3520	3365
yoy	10	12	12	16	17	11
化学原料药	285	312	351	445	436	408
yoy	7	12	15	26	14	15
化学制剂	639	734	817	950	1170	1195
yoy	11	16	11	17	22	9
中成药	538	598	668	736	707	641
yoy	11	9	11	9	10	4
中药饮片	94	105	124	138	153	139
yoy	7	8	19	9	15	16
生物生化药	282	322	387	420	499	445
yoy	12	12	16	11	27	13
设备与器械	199	219	233	318	325	349
yoy	11	13	5	32	7	24
卫材耗品	142	152	170	192	214	183
yoy	10	11	13	9	14	17

资料来源：医药工业与信息中心、国信证券经济研究所整理，2018年下滑因统计口径发生变化，实际维持增长。

# 格局分散，集中度仍有较大提升空间

- 中国医药制造业非常分散，药品企业（含原料药）长期维持在4500~5000家左右，而医疗器械企业则在1.5~1.7万家左右。以此计算，平均每家药企营收仅4-5亿，械企则仅2-3千万。这么低的营收和利润水平，难以承担从仿到创所要求的研发投入金额的底线水平。
- 从排名前列的企业来看，上百亿的企业仅三家（未包括同一企业集团下的合并企业），而国内制剂在2万亿，前十大企业合计不到1000亿，占比很低。集中度在医药新政下的提升，将成为结构性成长的最重要的驱动力。

表：中国药企工业营收排名（2019）

本土生产企业	营收（亿）	同比
江苏恒瑞医药股份有限公司	185.55	18.7%
扬子江药业集团有限公司	173.73	17.5%
正大天晴药业集团股份有限公司	109.55	21.1%
齐鲁制药有限公司	91.90	-15.4%
江苏豪森药业集团有限公司	85.49	11.0%
杭州中美华东制药有限公司	79.64	25.5%
瑞阳制药有限公司	68.71	6.2%
四川科伦药业股份有限公司	65.11	9.5%
石药集团欧意药业有限公司	55.76	24.6%
江苏奥赛康药业股份有限公司	48.15	8.6%

资料来源：IQVIA、国信证券经济研究所整理

表：中国药品与医疗器械生产企业数量（2006~2018）

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
药品	4682	4682	4749	4881	4678	4629	4747	4875	5000	5065	4176	4376	4441
医疗器械（万）	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6	1.4	1.5	1.6	1.7
一类	3173	3245	3368	3696	4015	4051	4095	4218	3966	5080	4979	6096	7513
二类	6953	7233	7533	7869	7906	8147	8247	8804	9355	9517	8957	9340	9189
三类	2117	2123	2240	2311	2416	2405	2586	2676	2848	2614	2366	2189	1997

资料来源：食药总局、国信证券经济研究所整理

# 进出口依赖程度低：外需不确定情况下的优选板块

- ▶ 我国进口与出口医药产品大致均为700亿美金左右，相当于5000亿人民币。从海外需求来看，我国出口有一半为原料药，小一半为医疗器械，并且为具备成本优势高性价比的产品为主。因此海外疫情影响各方面外贸需求的大环境下，相对影响有限。
- ▶ 从供给来看，可以看到2018年西药成药有较大下滑，这主要是因为大单品仿制药收到带量采购影响；2019年西成药与生化药大幅增加，这主要是以单抗、靶向药、疫苗等海外创新药产品在国内快速放量带来的。

表：2018-2019年中国医药进出口细分拆分情况（美元）

商品	2018进口			2018出口			2019年金额（亿）	
	金额（亿）	同比（%）	占比（%）	金额（亿）	同比（%）	占比（%）	进口	出口
总计	504.29	-9.75	100	644.22	5.96	100	718.61	738.3
中药类	18.59	19.38	3.69	39.09	7.39	6.07	21.55	40.19
提取物	7.26	19.8	1.44	23.68	17.79	3.68		23.72
中成药	4.03	9.53	0.8	2.64	5.51	0.41		2.63
中药材及饮片	2.8	9.16	0.56	10.31	-9.49	1.6		11.37
保健品	4.45	38.09	0.88	2.47	2.45	0.38		2.47
西药类	264.04	-22.26	52.36	368.83	4.03	57.25	429.20	411.09
西药原料	86.21	-1.16	17.1	300.48	3.2	46.64	107.5	336.83
西成药	130.3	-24.05	25.84	41	18.64	6.36	199.1	41.09
生化药	47.53	-41.21	9.43	27.35	-5.13	4.25	122.6	33.16
医疗器械类	221.65	8.89	43.95	236.3	8.88	36.68	267.86	287.02
医用敷料	4.35	18.24	0.86	26.08	7.48	4.05		27.16
一次性耗材	35.35	20.7	7.01	39.37	9.14	6.11		54.88
医院诊断与治疗	151.26	3.39	29.99	100.77	7.18	15.64	186.65	124.56
保健康复用品	21.65	31.15	4.29	60.19	10.79	9.34		67.11
口腔设备与材料	9.03	16.15	1.79	9.89	18.5	1.53		11.21

# 医保保障力度决定中国医药二元架构分级市场

- ▶ 回溯我国医保覆盖人数情况，自2012年之后基本没有变化。未来人均保障水平预计仍将随人均收入增长稳定增长。
- ▶ 2016年开始新农合与居民医保整合，考虑到实际上两者均有80%或以上资金来源于财政补贴，且保障水平也相若（差距在10-20%左右），因此实际上从2012年至今一直是职工/居民（含新农合）的二元分级市场。
- ▶ 纳入医保保障后的药物、耗材一般保障水平在60-70%左右，通过国家谈判压价和医保报销后患者负担大幅减轻，往往可以达到目标人群的60-70%渗透率。
- ▶ 未纳入医保的自费人群，往往只能渗透目标患者人群的10%左右。
- ▶ 人均支出保障水平的差异，决定了无论是慢病还是肿瘤药物，在职工与居民医保覆盖人群中用药结构必将有所区别。

表：人均支出保障水平

类别	职工	居民
2012	1837	287
2013	2128	354
2014	2366	410
2015	2606	456
2016	2809	527
2017	3124	569
2018	3378	693
2019	3589	793

资料来源：医保局、国信证券经济研究所整理。

表：中国医保历年收入、支出金额和覆盖人数（2012-2019）

年份	收入（亿）					支出（亿）					人数（亿）				
	职工	居民	新农合	合计	同比	职工	居民	新农合	合计	同比	职工	居民	新农合	合计	同比
2012	6062	877	2484	9423		4869	675	2430	7974		2.65	2.72	8.1	13.4	
2013	7062	1187	2967	11216	19.0%	5830	971	2909	9710	21.8%	2.74	2.96	8.0	13.7	2.2%
2014	8038	1649	3025	12712	13.3%	6697	1437	2890	11024	13.5%	2.83	3.15	7.4	13.3	-2.8%
2015	9084	2109	3287	14479	13.9%	7532	1781	2994	12306	11.6%	2.89	3.77	6.7	13.4	0.1%
2016	10273	2811	1537	14621	-	8287	2480	1364	12131	-	2.95	4.49	2.8	10.2	-
2017	12274	5653	816	18743	-	9467	4955	754	15176	-	3.03	8.74	1.3	13.1	-
2018	13538	6971	875	21384	14.1%	10707	6277	839	17823	17.4%	3.17	8.97	1.3	13.4	2.6%
2019	14884	8451		23335		11817	8128		19946		3.29	10.25		13.5	
CAGR				13.8%					13.9%					0.1%	

资料来源：卫计委、医保局、人社部、卫生统计年鉴、国信证券经济研究所整理。2016年新农合开始启动整合进入城乡居民医保，数据合计人数不可比

# 中国医药当前的主旋律是供给侧改革和与海外成熟市场用药结构靠拢

- ▶ 加入ICH，药品审批政策迅速与国际接轨，进口肿瘤药物、疫苗等产品加速进入国内。
- ▶ 压缩辅助用药、仿制药带量采购，为创新药腾挪出金额空间。
- ▶ 国内企业如果有独家创新品种，同样享受创新药红利。

表：2019年样本医院部分创新药品种金额和增速（亿）

商品名	通用名	大类	亚类	厂家	途径	2019年	同比	2018年	同比
赫赛汀	曲妥珠单抗	抗肿瘤药和免疫调节剂	抗肿瘤剂	基因泰克	注射	45.72	67.2%	27.34	59.1%
安维汀	贝伐珠单抗	抗肿瘤和免疫调节剂	抗肿瘤剂	基因泰克	注射	28.78	64.1%	17.54	87.4%
特比澳	重组人血小板生成素注射液	血液和造血器官	所有其他血液学用药	沈阳三生药业有限公司	注射	24.65	46.6%	16.81	79.9%
泰瑞沙	奥希替尼	抗肿瘤药及免疫调节剂	抗肿瘤药	阿斯利康公司	口服固体	21.35	999.0%	1.69	999.0%
碘克沙醇	碘克沙醇注射液	诊断用药	影像诊断	江苏恒瑞医药股份有限公司	注射	19.65	41.2%	13.92	59.9%
利伐沙班	拜瑞妥	血液和造血器官	抗血栓药	拜耳先灵医药	口服固体	19.52	60.1%	12.20	44.6%
福可维	安罗替尼	抗肿瘤和免疫调节剂	抗肿瘤剂	正大天晴药业集团股份有限公司	口服固体	15.01	999.0%	0.77	999.0%

资料来源：IQVIA、国信证券经济研究所整理



# 产业升级的路径：先工业、后服务

表：国内标的所在行业对比

	眼科医疗	口腔医疗	商业体检	辅助生殖	医疗美容
<b>2018年市场规模</b>	980亿	1077亿	1498亿	254亿	2470亿
<b>五年复合增速</b>	15.94%	18.33%	20.40%	14.87%	41.6%（三年）
<b>核心利润项目</b>	屈光矫治、晶体植入	种植、正畸	体检	试管婴儿	
<b>毛利率</b>	30%-50%	35%~60%	40%~50%	40%~60%	60%~70%
<b>竞争格局</b>					
医院总数	761	786			451
公立占比	6.83%	20.61%			0.67%
五年复合增速	-2.16%	-0.12%			-5.59%
民营占比	93.17%	79.39%			99.33%
五年复合增速	17.77%	16.97%			17.27%
公立龙头	中山眼科中心	华西口腔医院	头部综合医院	中信湘雅生殖与遗传专科医院	中国医学科学院整形外科医院
主要民营公司	爱尔眼科、华夏眼科	通策医疗、赛德阳光	美年健康、爱康国宾	爱维艾夫、锦欣生殖	医思医疗、华韩整形
公立地位	占优势地位	占优势地位	占优势地位	占绝对优势地位	占劣势地位
市场集中度	较低	低	较低	适中	低
公司名称	爱尔眼科 (300015.SZ)	通策医疗 (600763.SH)	美年健康 (002044.SZ)	锦欣生殖 (1951.HK)	医思医疗 (2138.HK)
<b>上市公司</b>					
2018年营收	80.09亿	15.46亿	84.58亿	9.28亿	18.69亿
五年复合增速	32.18%	27.27%	61.97%	63.14%	30.28%
2018年毛利率	47.00%	43.29%	47.56%	44.81%	
<b>盈利能力</b>	★★★	★★★	★★★	★★★	★★☆
<b>周转速度</b>	★★★	★★☆	★★★	★★★	★★☆
<b>扩张能力</b>	★★★	★☆☆	★★★	★★	★★★

资料来源：前瞻产业研究院、中国卫生健康统计年鉴、国信证券经济研究所整理



# DRGs将改变未来医药支付的范式

- DRGs将产品竞争从同一通用名转化为同一适应证内的所有诊断、治疗产品。
- DRGs将使得医药产品的竞争从“独家高价”转化为“性价比”优先，对创新要求提高。
- DRGs推行时间与国内老龄化节奏匹配，因此同样是医保承压下的必由之路。
- 受到新冠疫情影响，我们预计DRGs的实际落地时间可能有所延后，医疗服务价格改革应该早于DRGs实际收费改革落地。
- 医疗器械、IVD等和住院、手术相关的产品可能受影响更大，将加速进口替代进程。

# 分级诊疗必将兑现，可能在DRGs普及后通过医联体模式成型

表：2017年中国公立医院体系支出情况

指标	公立医院	三级医院	二级医院	一级医院	社区中心	乡镇卫生院
总支出（亿）	24893	16950	7335	335	1341	2690
医疗成本占比	84%	85%	81%	73%	96%	96%
其中药品费（亿）	7551	5243	2144	99	498	647
加成率	5%	5%	4%	15%	6%	7%
其中人员经费占比	33%	32%	35%	38%	39%	45%
管理费用占比	10%	10%	12%	11%		
职工人数（万）	614	321	267	20	71	250
医师人数（万）	173	91	74	6	25	86
职工人均业务收入（万）	41.48	54.21	27.99	16.67	19.50	11.00
职工人均年薪（万）	13.50	17.04	9.73	6.35	7.35	4.80

资料来源：2018卫生统计年鉴、国信证券经济研究所整理

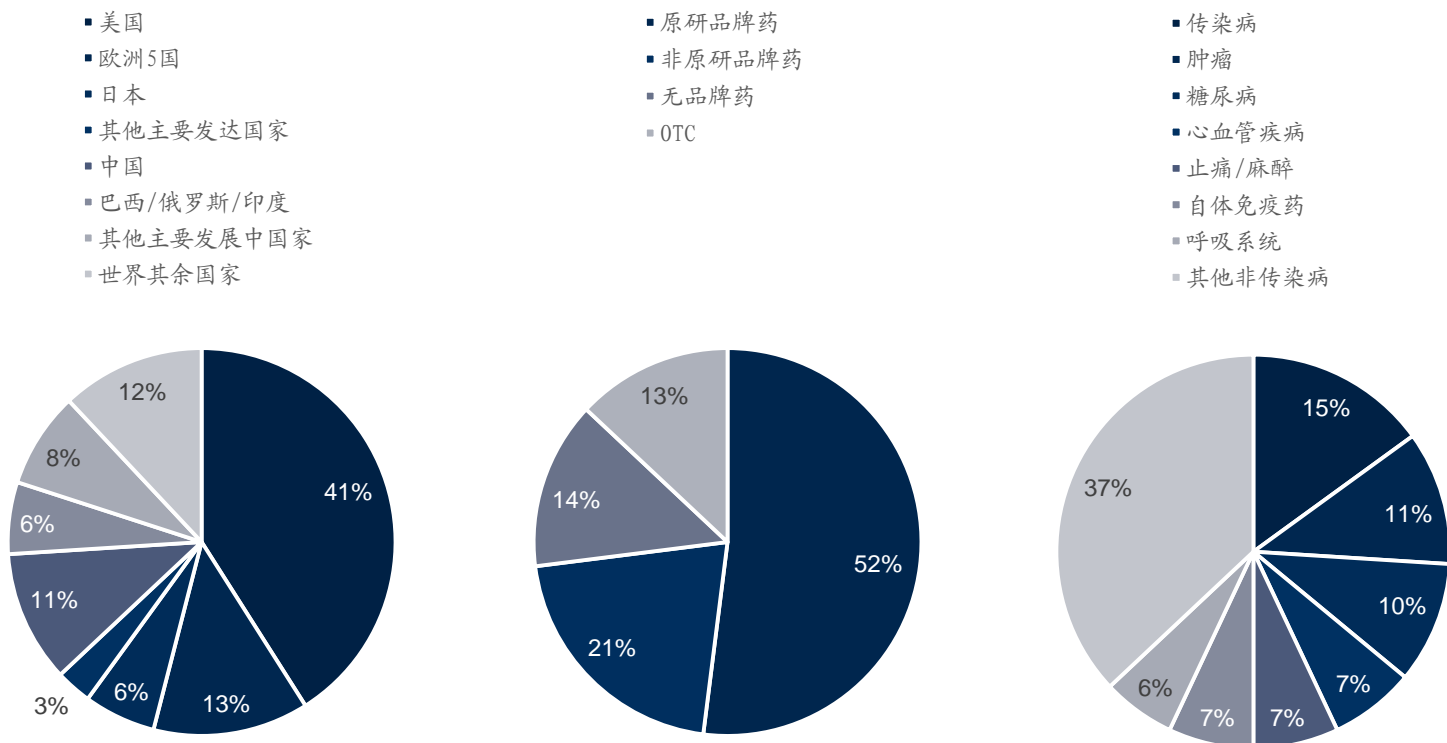
- 医疗本质上是专业服务，人员经费占比高。人员经费占比在35%左右，考虑到药费（30%-35%）中有20-30%左右也可能有灰色收入的成分，因此整体人力成本占医院支出的40-45%，比例很大，未来随着服务价格走高，将进一步提高占比。
- 分级诊疗的红利明显。一级医院、社区中心等人均薪酬远低于大医院。且医疗成本占比更高。同样的手术在基层也远远便宜过三级医院。因此分级诊疗将是医保压力显现后的必由之路。
- DRGs为分级诊疗提供了可能。富裕城市端可以透过社康中心，而县域可能通过医联体整合。由于DRGs模式下高等级医院必须通过治疗高难度患者才能打平较高的综合成本，这将打破原先三甲强者恒强的利益导向机制。

- 未来：快速接轨国际，仿创结合并将逐渐实现进口替代

# 卫生经济学与国内市场容量决定了中国当前仿创结合的道路仍然是最佳选择

► 创新药的定价模式是生命价值决定的，换言之根据卫生经济学，在计算一国的质量调整生命年的价值依托于人均GDP的水平。完全的创新药需要承担对应的临床失败风险，但是中国人均GDP仅为海外发达地区的1/4-1/6，因此同样的创新药在国内能获得的支付标准也当为同比例。在尚未进入全球创新药市场之前，国内市场容量仅为全球医药市场10%，因此仿创虽然格局逊于First in class型的创新，但是确定性大大提升，是符合我国当前发展水平需求的最佳选择。

图：全球1.4万亿美元医药市场按地区、品牌、治疗领域划分估计（2020）



# 医疗器械黄金十年，中国制造走向世界

- **医疗器械黄金十年，微创新有望逐渐实现进口替代。**如果说近2-3年的的医改主要集中在支付、流通和药品领域，那么医疗器械领域将是2020年之后的重点领域。医疗器械黄金十年应该是从2018年就开启了，主要的驱动因素包括政策鼓励（分级诊疗利好国产放量、创新器械特别审批程序逐渐增加）、医保腾挪（辅助用药压缩、高值耗材降价，都腾挪出空间给创新品种）、技术进步逐渐兑现（国内在生化检验、心脏支架、DR、监护仪、制氧机、血压计等部分品类已经实现进口替代）。器械与药品的区别除了格局普遍分散以外，我们觉得最大的特点在于微创新较为容易实现。这给了中国器械企业较强的创造差异化、进军海外市场的空间。迈瑞、万孚、南微医学等优秀公司就是代表。
- **注册制：医药生物板块尤其是医疗器械子版块亮点突出。**医疗器械器械领域由于非标准化，行业性质容易出现中小企业异军突起，而国内平台型企业仍然非常缺乏。短期来看，我们预期2020年市场将会出现更多的IPO和资产重组，医药二级市场既存在资金分流的影响，也会新上市公司和存量可比公司的比价效应。
- **医疗器械前景在于出口进入法规市场。**我国医疗器械估计营收总计在4000-5000亿，全行业利润总额在500-600亿左右。营收中出口估计有1500亿左右，相对药品制剂而言，医疗器械明显更具有国际市场竞争力。但是过去数年，医疗器械出口整体增速一直维持在5-10%之间，已经进入相对平台期，未来需要产品升级后才有望大量进入法规市场。
- **2020年由于新冠疫情的影响，同样可能促进器械投资。**我们也同样在全国为防疫付出重大代价后，会提高对医疗资源适当冗余性的重视，并在边际“铁公基”投资收益率降低的情况下，加强医药卫生固定资产投资。潜在资产型设备和IVD领域有一轮新的投资机遇。另外，考虑到近两年内DRGs将会从模拟进入到全国收费阶段，而在这一状态中，国产替代的趋势将加速，因此在国内技术与海外差距加速缩小的IVD、骨科耗材、心血管耗材等领域头部企业也将获得利好。
- **投资建议：平台型企业与小而美并举。**首推具备平台性优势，并且IVD（发光+血球）、超声等技术取得突破，进口替代空间广阔的迈瑞医疗。高值耗材领域推荐心血管平台型企业乐普医疗和骨科脊柱类产品平台型企业凯利泰。小而美企业推荐凯普生物、南微医学。

# 中药未来仍将是中国医药的有机组成部分，看好配方颗粒促进的原材料质量提升

- ▶ **中药产业链分析：未来在于OTC、特定领域专科与中药配方颗粒。** 中药产业链大致从上游到下游可分为：中药材种植、中药饮片工业、中成药或中药配方颗粒工业、医院或零售药店销售。
- ▶ **其中中药材种植属于农业种植业，格局极其分散，绝大部分不在上市体系内。** 头部龙头有自身产业基地。例如全国中药材基地面积3500万亩（2017年），龙头中国中药中药材基地面积3.5万亩，仅1/1000。
- ▶ **饮片产业链为中药材、饮片、成药或配方颗粒。** 饮片加工毛利率15%左右，成药与配方颗粒可达60%左右，受到严格医药体系监管。上游当前正处于政策鼓励扩大产能阶段，按照《中药材保护和发展实施方案（2016-2020年）》和《中药材产业扶贫行动计划（2017-2020年）》，中药材的种植面积进一步扩张，预计到2020年我国中药材种植面积将超过6620万亩。
- ▶ **近几年中药板块上市公司普遍不受亲睐：**
  - 1) 近几年中药饮片整体价格走势平稳；
  - 2) 由于国际没有对标，长期逻辑受到质疑；
  - 3) 中药注射剂等辅助用药受到政策打击，盈利周期向下。
- ▶ **我们认为，中药+中成药未来在我国的医药临床终端中的占比可能在10-15%左右。** 这主要是基于：我国中医师占医生总人数的约10%；我国中医院或综合医院的中医科不管是机构数量还是医生数量也在10-15%之间；顶层扶持政策中期预计不会改变。这也意味这市场规模将在2000-3000亿左右。这其中OTC端（贵价消费属性和日常用药）、感染、精神、内分泌等化药疗效不佳领域专科、中药配方颗粒（格局优秀，质量提升，强者恒强）将是中药现代化的未来。**重点推荐港股中国中药。**

# 在部分前沿领域，中国具备冲击“全球新”的潜力

科技企业在资本市场助力以及外部环境倒逼下也有望弯道超车。科技赛道我们指的是靶点、机理处于探索阶段，一旦实现未来的前景非常广阔，但是短期仍没有营收利润的中早期企业。港股Biotech新规以及科创板等资本市场支持，使得这类在美国市场已经比较熟悉的企业类型在中国也有了二级资本市场的天地。另外国际形势已经让投资者认可未来的竞争是科技的竞争，对前沿科技的兴趣也是在提升的。我们认为有以下几个领域的公司值得关注：

- 创新生物药：包括单抗、双抗、创新疫苗等。代表企业：君实生物、复宏汉霖。
- 肿瘤早筛：意义重大，国际上有对标公司，部分国内企业临床数据优秀。代表企业：贝瑞基因，乐普医疗。
- 细胞治疗&基因疗法：虽然海外已上市产品销售情况一般，但是这一技术方向代表未来下一代技术方向，且国内部分企业走在国际前沿。代表公司：金斯瑞生物科技。
- 影像AI：模式识别+神经网络是近十年来影像计算机人工智能AI的突出成就。结合我国医疗分层，基层病理、放射科室医生缺乏和分级诊疗的矛盾突出，这一领域同样有可能中国依托高质量大样本数据训练集，培育出“全球新”的优质公司。代表企业：乐普心电AI-ECG，万东万里云、关注推想科技等。

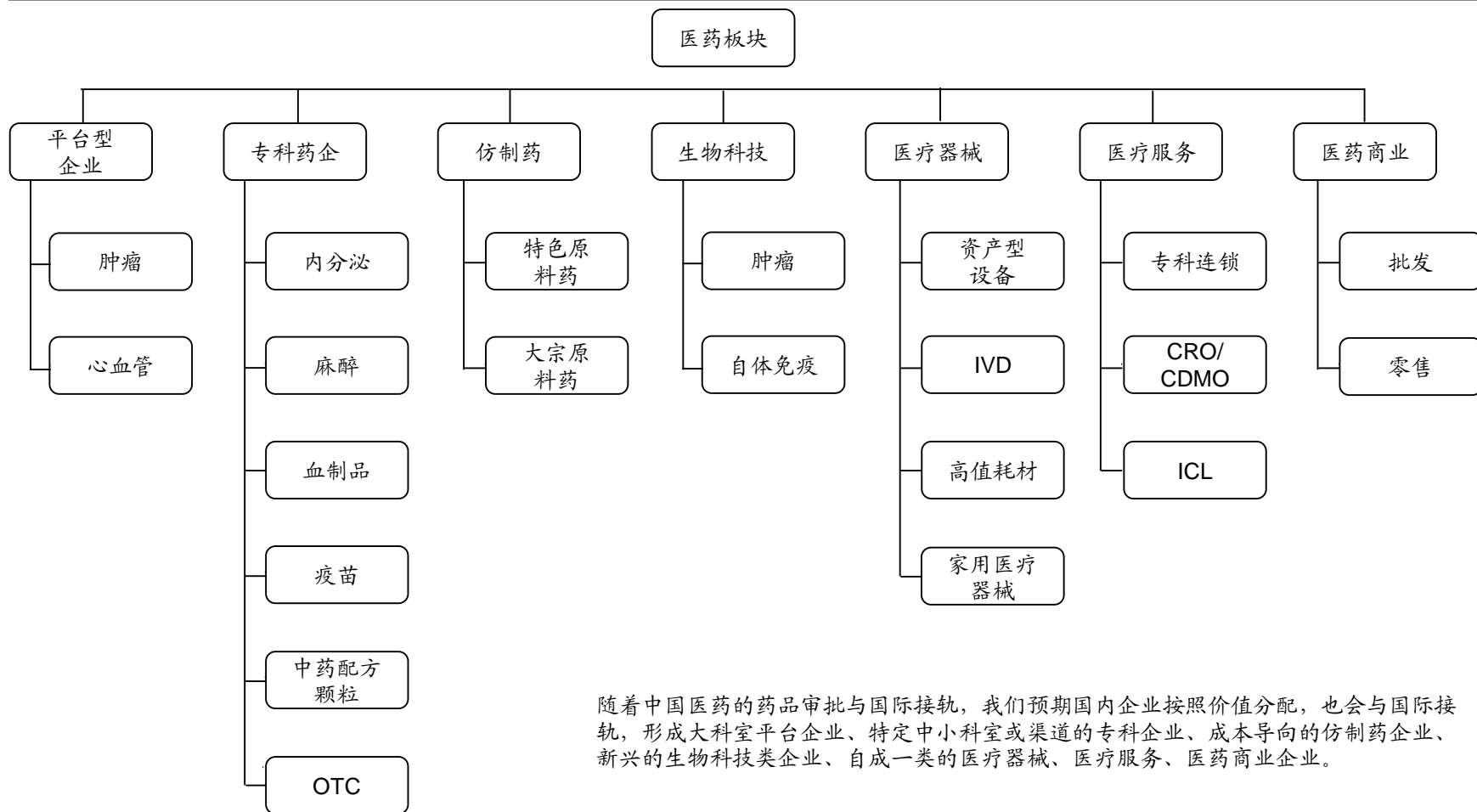


## ● 板块景气度一览



# 未来中国医药分类划分将逐渐与国际接轨

表：国信医药子版块划分一览



资料来源：国信证券经济研究所分类整理

# 行业景气一览（1）：大科室、大平台

表：大科室平台型企业

平台型企业			
肿瘤	恒瑞医药 中国生物制药	★★★★★ ★★★★★	
心血管	乐普医疗 信立泰	★★★★★ ★★	

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

➢ 根据海外经验，只有肿瘤、心血管（糖尿病人群有重叠）、自体免疫这些能创造百亿美元级别大品种的领域，才能起来大公司，市值空间在千亿美金或以上。国内由于自体免疫病渗透率低，产品结构落后，当前能起来巨型企业领域主要还是集中在肿瘤以及潜在的心血管领域。

➢ 景气程度分析我们将参考以下几个指标：

1. ROE: ROE体现了多项目ROIC的总和，20%以上的ROE是优秀企业的共通特征，也反映了壁垒。除了绝对值，我们也会参考ROE的边际变化情况。
2. 产品结构: 当前医药板块的整体阶段是迅速供给侧改革，并且临床产品快速推进以及销售速度是我们分析框架中医药企业最核心的能力，存量业务稳定性以及近期是否有较强的潜在增量业务补充也是重要指标。

表：大科室平台型企业代表公司景气情况详细指标

公司名称	恒瑞医药	中国生物制药	乐普医疗	信立泰
综合景气度	★★★★★	★★★★	★★★★★	★★
2019年ROE	21.5%	8.7%	23.1%	11.0%
存量业务稳定性	★★★★	★★★	★★★★	★★
近期管线增量	★★★★★	★★★★	★★★★★	★★★
2019年营收增速	34.3%	16.0%	23.0%	-3.6%
市场空间	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★
扣非净利润（亿）	48.8	24.7	9.9	7.1
企业自由现金流（亿）	11.5	25.7	18.7	9.2

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

3. 企业投入阶段。在不考虑低开高开切换的情况下，由于规模效益，利润增长应该稳步略高于营收增速，且利润指标影响因素较多，因此这里我们更注重营收指标。企业自由现金流与净利润的对比既体现商业模式特点，也体现企业资本投入阶段，当自由现金流较好的时候往往也是企业收获期，利润景气度高。

4. 市场空间体现估值容忍度。这与企业产品布局、地域布局等综合相关。

# 行业景气一览 (2a)：小专科，有分化

表：大科室平台型企业

专科药企		
内分泌	长春高新 通化东宝	★★★★★ ★★★
麻醉	恒瑞医药 人福医药	★★★★★ ★★★★
血制品	华兰生物 天坛生物	★★★★★ ★★★★★
疫苗	康泰生物 康希诺生物	★★★★★ ★★★★★
中药配方 颗粒	中国中药 华润三九	★★★ ★★★
OTC	东阿阿胶 华润三九	★★★ ★★★

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

表：血制品、疫苗企业代表公司景气情况详细指标

公司名称	华兰生物	天坛生物	康泰生物	康希诺生物
综合景气度	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
2019年ROE	19.6	15.5	20.9	-10.7
存量业务稳定性	★★★★	★★★★★	★★★	★★★★★
近期管线增量	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★
2019年营收增速	15.0	12.1	-3.6	0.0
市场空间	★★★★	★★★	★★★★	★★★★
扣非净利润	10.9	6.1	5.2	-1.6
企业自由现金流	3.4	0.6	0.9	\

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

- 血制品行业整体面临2020年采浆受冲击，行业量的短缺需要2年左右时间消化，因此成长性一般。但是行业ROE仍然在20%或以上，且预计2021年高纯度层析法静丙有望上市，改变行业商业成长模式。因此整体来看在注重确定性的当前市场而言，由于高ROE属性且未来ROE还可能上调，景气情况良好。
- 疫苗行业基本面、主题性来看都处于高景气阶段。从基本面角度来看，国内疫苗处于海外大品种国产竞品陆续上市，产品升级换代的阶段（肺炎、HPV、Hib多联苗、四价流感等）；从主题性来看，解决新冠疫情最彻底的办法仍然将是疫苗而国内以中生股份为首的国家队连同行业众多民营企业在通过不同技术路线同步快速推进。

# 行业景气一览 (2b)：小专科，有分化

表：内分泌、精麻、中药、OTC代表公司景气情况详细指标

公司名称	长春高新	通化东宝	人福医药
综合景气度	★★★★★	★★★	★★★★★
2019年ROE	22.0	16.2	8.3
存量业务稳定性	★★★★★	★★★	★★★★★
近期管线增量	★★★	★★★★★	★★★★★
2019年营收增速	36.8	3.2	17.1
市场空间	★★★	★★★★★	★★★
扣非净利润	17.7	8.1	5.1
企业自由现金流	-2.4	6.5	9.9
公司名称	中国中药	华润三九	东阿阿胶
综合景气度	★★★	★★★	★★★
2019年ROE	9.6	16.8	-4.5
存量业务稳定性	★★★★★	★★★★★	★★★★★
近期管线增量	★★★	★★★	★
2019年营收增速	27.2	9.7	-59.5
市场空间	★★★★★	★★★★★	★★★
扣非净利润	14.3	10.7	-5.6
企业自由现金流	4.8	6.3	11.0

- ▶ 小专科按照海外经验，往往甚至可能还具有略高于大型平台企业的ROE。与之的区别主要在于科室空间相对略小，但竞争格局往往较好，大型企业争夺意愿也较小。我们这里将国内独有的中药（独立科室、医生群体）和具备独立渠道、消费属性的OTC也归之与此类之中。
- ▶ 内分泌领域，长春高新虽然疫情影响了短期入组，但是消费属性存量消化的产品阶段仍然保障了公司稳健高增长的属性。通化东宝的胰岛素在三代已经上市、研发投入迅速增加转型的过程中。存量业务虽然存在竞争和替代风险，但是整体渠道周期已经渡过，现金流充分支持管线开发。
- ▶ 精麻领域恒瑞仍然稳健，人福新产品上市增量持续，海外EPIC渡过最艰难阶段，重新恢复增长边际向好。
- ▶ 中药领域中国中药仍处于资本投入期，自由现金流远低于净利润水平，待1年后资本投入带来的壁垒显现，有望重新景气上行，取得与营收高增长匹配的景气度。
- ▶ 华润三九2019年存在大额非经常收益，整体OTC行业地位突出但成长性一般。阿胶的企业自由现金流状态已经恢复，2019年渠道调整仍在继续，但最差情况应该已经过去，ROE将逐渐转好，景气度有望之后底部上升。

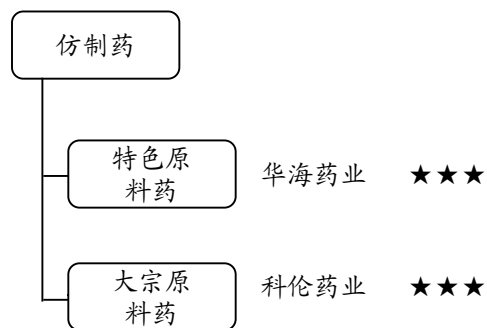
资料来源：国信证券经济研究所分类整理

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧  
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

# 行业景气一览（3）：仿制药考验原料成本

表：仿制药类型公司一览



资料来源：国信证券经济研究所分类整理

表：仿制药类型企业代表公司景气情况详细指标

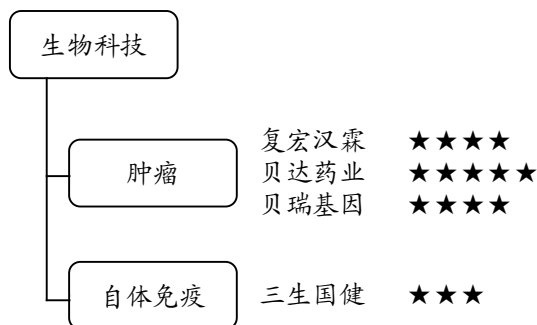
公司名称	华海药业	科伦药业
综合景气度	★★★	★★★
2019年ROE	10.2	7.1
存量业务稳定性	★★★★	★★★★
近期管线增量	★★★	★★★
2019年营收增速	5.8	8.0
市场空间	★★★★	★★★★
扣非净利润（亿）	4.2	7.5
企业自由现金流（亿）	-10.6	41.4

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

- 仿制药的逻辑已经有随着医改政策的明晰以及海外对标的现状，整体处于低潮。但是我们看到部分特色原料药企业的ROE随着对应原研制剂专利过期，正在进入全球放量阶段且这类企业同时还在往制剂方面发展，进一步提高产品的综合价值。因此特色原料药整体景气度在向好。
- 大宗原料药方面，科伦、威奇达、联邦等主要厂商在去年下半年都承受了降价的压力，当前部分品种似乎有底部反转的迹象。但是考虑到整体企业ROE当前绝对数值仍处于相对低位，尚难明确确定性向好。
- 从长期逻辑角度考虑，未来仿制药企业必须依赖自身的原料药保障能力，具备成本端综合优势才能在长期竞争中存活下来。
- 我们除了当前的综合ROE、ROE边际变化外，我们还会特别看重企业自由现金流情况：如果利润需要持续转化为重资产产能，则商业模式仍有待验证。
- 海外药企的核心竞争力来源于创新药，而创新药的快速迭代来源于对应科室的医生心智占领，因此我们也会特别看重高现金流公司对研发和产品管线投入、向创新转型的速度。如果仅仅单纯依赖成本优势扩张，这可能不能在中长期维持较高ROE水平。

# 行业景气一览（4）：生物科技创新驱动高景气

表：生物科技类型公司一览



资料来源：国信证券经济研究所分类整理

- ▶ 生物科技类公司尽管当前处于投入阶段，大多处于产品上市或不久，且仍然需要大额投入在研发、临床、产能建设等资本开支上。但是由于产品是代表了中医药与海外接轨的未来，虽然ROE、自由现金流不能完全体现，但是管线质量体现了板块整体处于高景气状态。
- ▶ 生物科技类公司中贝瑞基因的肝癌肿瘤早筛项目虽然是检测而非治疗性药物，但是具备：1) 国际前沿。2) 临床驱动。3) 潜在空间巨大；等几个特点，我们认为这与纳斯达克的生物科技类公司商业模式和发展逻辑是类似的。
- ▶ 自体免疫领域渗透率有望提升。自体免疫领域在海外同样是不逊于肿瘤的大型领域。但是国内由于渗透率低等因素，只能算是小专科。三生国健作为国内市场先行者，龙头优势明显，但是行业存在竞品上市，价格冲击同步渗透率提升的现状。但是龙头自由现金流良好，且增量品种如

HER2单抗等空间较大，整体景气度有望逐渐向上提升。

表：生物科技类型企业代表公司景气情况详细指标

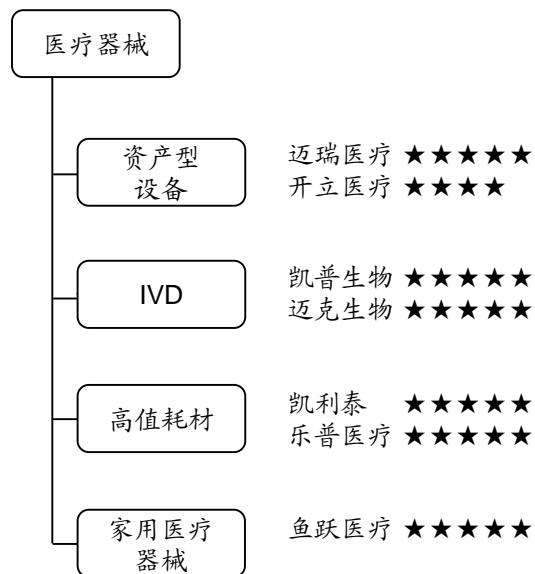
公司名称	复宏汉霖	贝达药业	贝瑞基因	三生国健
综合景气度	★★★★	★★★★★	★★★★	★★★★
2019年ROE	-21.9	9.4	16.8	10.2
存量业务稳定性	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★
近期管线增量	★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★
2019年营收增速	1,125.3%	26.9%	12.6%	3.1%
市场空间	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★
扣非净利润（亿）	-8.8	2.0	2.9	2.3
企业自由现金流（亿）	-18.5	-4.7	-0.9	7.0

资料来源：国信证券经济研究所分类整理



# 行业景气一览（5）：医疗器械，黄金十年

表：医疗器械类型公司一览



资料来源：国信证券经济研究所分类整理

- 医疗器械由于具有微创新、平台属性以及DRGs下潜在快速进口替代的机遇，因此长期逻辑非常顺。
- IVD、资产型器械在本次疫情中无论是国内还是后续的海外需求，都迎来爆发式需求，并且还有望顺势突破海外更多市场。
- 行业整体快速成长的同时，自由现金流均有一定差距。其中家用器械现金流优越的属性明显。

表：医疗器械类型企业代表公司景气情况详细指标

公司名称	迈瑞医疗	开立医疗	鱼跃医疗
综合景气度	★★★★★	★★★	★★★★★
2019年ROE	25.2	7.2	12.4
存量业务稳定性	★★★★★	★★★★	★★★★
近期管线增量	★★★★★	★★★★	★★★★
2019年营收增速	20.5	2.2	10.8
市场空间	★★★★★	★★★★	★★★★
扣非净利润（亿）	46.0	1.0	7.0
企业自由现金流（亿）	12.3	-1.9	6.3

公司名称	凯普生物	迈克生物	凯利泰
综合景气度	★★★★★	★★★★	★★★★★
2019年ROE	13.6	16.8	11.0
存量业务稳定性	★★★★	★★★	★★★★★
近期管线增量	★★★★★	★★★★★	★★★★
2019年营收增速	25.9	20.1	31.6
市场空间	★★★★★	★★★★★	★★★★★
扣非净利润（亿）	1.3	5.2	2.8
企业自由现金流（亿）	0.5	1.6	3.0

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

# 行业景气一览（5）：医疗服务

表：医疗服务类型公司景气一览

医疗服务	
专科连锁	爱尔眼科 ★★★★★ 通策医疗 ★★★★★ 美年健康 ★★★
CRO/CDMO	药明生物 ★★★★★ 药明康德 ★★★★★ 泰格医药 ★★★★★
ICL	金域医学 ★★★★★ 迪安诊断 ★★★★★

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

- 服务类我们暂时分为2C的专科连锁以及2B的研发服务和检测服务三类。新冠疫情下，专科连锁有短期冲击；药物研发国际向国内转移趋势不减；而ICL中的核酸检验特检有需求爆发，但传统业务随着一般门诊、手术减少而减少。
- 从中长期以及近期将兑现的DRGs政策影响来看，高ROE的专科连锁、CRO、ICL均是药品/检验供给侧改革的收益者，景气度有望持续维持高位。ICL更具有资本开支进入稳定期的利润释放红利。

表：医疗器械类型企业代表公司景气情况详细指标

公司名称	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	泰格医药
综合景气度	★★★★★	★★★★★	★★★	★★★★★
2019年ROE	20.9	25.9	-11.8	19.9
存量业务稳定性	★★★★★	★★★★★	★★★	★★★★★
近期管线增量	★★★★★	★★★	★★★	★★★★★
2019年营收增速	24.7	22.6	0.8	21.9
市场空间	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
扣非净利润（亿）	15.4	4.5	-8.2	2.8
企业自由现金流（亿）	12.8	3.9	-13.9	-2.3

公司名称	药明生物	药明康德	金域医学	迪安诊断
综合景气度	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
2019年ROE	7.9	10.7	17.7	8.7
存量业务稳定性	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★
近期管线增量	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
2019年营收增速	57.2	33.9	16.5	21.4
市场空间	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
扣非净利润（亿）	8.8	19.2	3.1	3.4
企业自由现金流（亿）	-29.2	3.7	2.6	-1.4

资料来源：国信证券经济研究所分类整理



# 行业景气一览（6）：医药商业

表：医药商业类型公司景气一览



资料来源：国信证券经济研究所分类整理

表：医药商业代表公司景气情况详细指标

公司名称	上海医药	国药控股	大参林	益丰药房
综合景气度	★★★	★★★	★★★★★	★★★★★
2019年ROE	9.8	13.2	16.6	12.1
存量业务稳定性	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★
近期管线增量	★★★	★★★	★★★★	★★★★
2019年营收增速	17.3	23.4	25.9	48.9
市场空间	★★★	★★★	★★★★	★★★★★
扣非净利润	33.7	77.0	6.8	5.3
企业自由现金流	36.4	137.0	-3.4	4.6

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

- 医药商业中的批发业务此前主要诟病在于为医院垫资的财务费用压力。从2019年年报来看，上药2019年商业经营性现金流净额30.65亿，但是因利用金融工具实现的应收账款终止确认合计33.00亿，并因此产生1.41亿损失，若将这部分经营性现金流视作融资，则实际上向上下游的议价能力并未提升，整体商业仍处于现金流为负的状态。考虑到疫情期间医院系统和工业系统现金流压力预计都将有所提高，我们预期商业批发板块景气程度尚未改善。
- 零售板块的核心逻辑在于：外延整合、处方外流，整体景气度较高。从年报来看，调整后现金（包含理财产品）龙头企业处于历史高位，这对未来的并购整合提供了充足的弹药。但是行业同样存在仿制药高毛利体系在一致性评价下向低毛利体系转移，并整体影响对标各类产品毛利率的压力。

- 投资建议：销售+研发迭代形成核心竞争力的少数企业，兼顾DRGs free概念

# 医药企业的核心竞争力是临床与销售快速迭代

- 如果说守正出奇是投资的不二法门，那么医药投资的“正”就是要对标海外龙头，看海外企业的核心资产和核心竞争力是什么。
  - ✓ 知识产权（批文，研发管线、技术平台）
  - ✓ 早期研发+生产？逐渐剥离：CRO、CDMO、收购进入II期临床的biotech
  - ✓ 销售人员：除非是非核心品种，不然不会交给CSO
  - ✓ 结论：分科室的临床医生的心智占领是国际龙头企业的核心竞争力。原因在于特殊消费属性：医生职业稳定与保守性、服务端决策消费者选择、产品的研发与销售均与临床挂钩。
- 中国已经明确具备临床与销售快速迭代的企业非常稀缺，但潜力选手不少。
  - ✓ 要求产品数量多且有科室学术推广力量，具备大单品：单一大单品公司、仿制药或普药公司、销售简单粗暴不需要学术推广的公司都不满足。
  - ✓ 看好四大代表性公司：恒瑞医药、中国生物制药、迈瑞医疗、乐普医疗。
  - ✓ BD能力同样是研发能力的一种，只是要适度并价格合适。

# 创新药：长期看好具有持续研发能力的企业

- **中国创新药企业应当具备持续的研发管线：**中国创新药生态系统和资本市场的特征不同于美股biotech生态系统，单资产研发型企业（除first-in-class产品外）仅凭临床试验进展很难获得持久的超额收益（更多体现为阶段性超额收益）；无论是大型制药企业还是小型研发企业，创新药企业都应当注重构建可持续发展的研发管线，资本市场也愿意对持续推进的研发管线给予充分的估值认可。
- **持续研发管线背后需要持续研发能力，本质上是生产力（productivity）：**
  - 创新药企业类似于母鸡下蛋孵化的过程，谁能产出更多、更有价值、更有潜力、更具有持续性的研发管线（鸡蛋）、并成功推进到获批上市（孵化小鸡），企业（母鸡）就更加值钱；
  - 投资者除了已上市产品价值（小鸡）、研发管线价值（鸡蛋）之外，也开始越来越关注研发能力价值（母鸡）；
  - 研发管线是企业的表内资产，而研发能力是企业的表外资产，从长期看研发生产力才是创新药领域真正的核心竞争力；
  - 当前研发管线决定当前价值，研发能力决定潜在空间高低，研发效率决定增长斜率快慢，未来研发成果决定未来价值。
- **后新冠疫情时代，中国创新药企业开始在全球崭露头角、初步具备全球竞争力：**
  - 2015年药品审评审批制度改革后，中国本土创新药企业蓬勃发展，但大多采用me-too/me-better/fast-follow的低风险快速跟进策略，往往只能局限在特定的时间、空间范围内进行跟随式创新，而且竞争较为拥挤；
  - 2020年在抗击新冠疫情中，无论是核酸和抗体检测试剂、治疗性药物、中和性抗体、预防性疫苗的研发，部分中国企业在全球处于领先地位，研发水平、研发效率、研发成果开始在全球崭露头角，这也证明了在部分领域赛道的部分国内企业已经初步具备全球竞争力；
  - 新冠疫情是挑战也是机遇，一项或多项研发成果获得全球主流市场监管机构、医生患者的认可，不仅让国内外患者获益，也创造出数亿元乃至数亿美元的销售收入和利润，这在诊断和器械领域已经成为现实，在药品和疫苗领域也不再遥远；
  - 依靠中国本土市场的战略纵深、新冠疫情带来的机遇，具备持续研发能力的中国本土创新药企业，借助自身研发能力的积累提升，将不仅仅能够在中国本土上市一个或多个重磅新药（10亿元人民币以上），而有可能成功研发和在全球范围内上市一个或多个重磅新药（10亿美元以上），这将给企业乃至整个行业带来突破性变化，也将打开中国创新药国际化大门。
  - 在新冠疫情中以及后新冠疫情时代，医药生物行业是核心资产和大国重器【考虑是否要写上去】

# 1+3+2评估是否具备体系化研发能力

■ 持续研发能力建立在体系化研发能力基础之上，其目标是形成可持续的研发管线（pipeline）

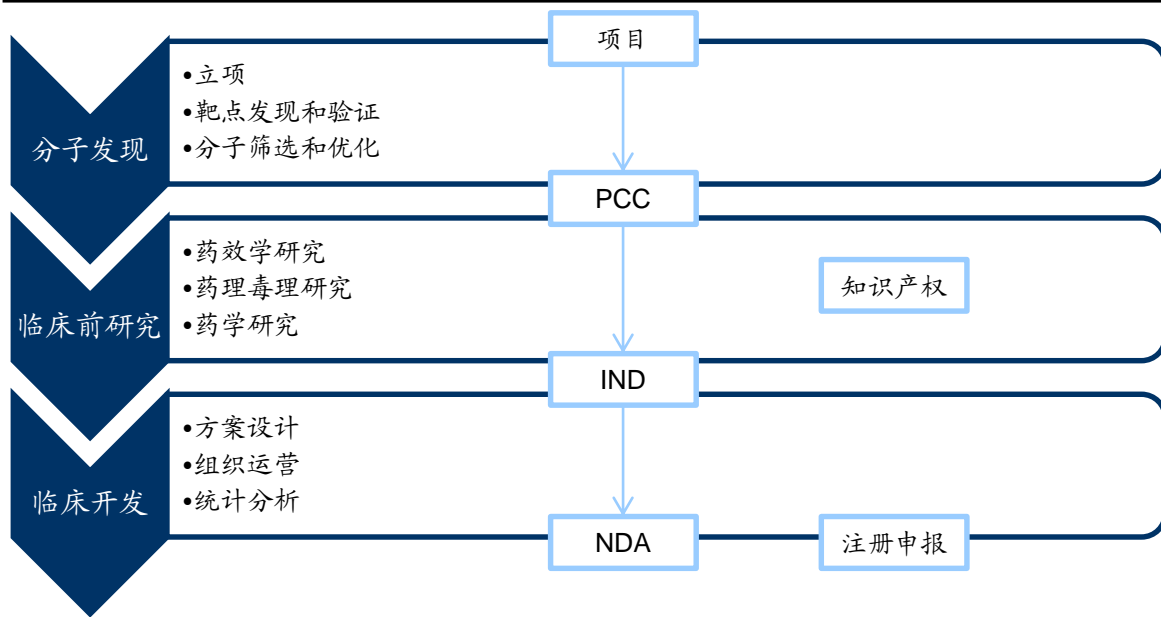
■ 体系化研发能力的评估标准：1+3+2

- 以立项为核心能力
- 建立三个环节的研发能力：
  - 分子发现（discovery）
  - 临床前研究（research）
  - 临床开发（development）
- 建立两个平台型支持能力：
  - 知识产权（IP）
  - 注册申报（RA）
- 可以外包或合作，但必须都完整具备

■ 不同企业在不同领域、不同环节各有优势：

- 只有少数大型制药企业，完整建立了的体系化研发能力
- 多数中小型创新药企业有战略侧重，也构建了适合自身的体系化研发能力
  - 部分企业聚焦于早期发现
  - 部分企业擅长于临床开发
  - 部分企业专注于小分子、大分子、细胞治疗或某种药物形态
  - 部分企业深耕某个或某几个疾病领域

图：创新药研发企业的体系化研发能力



资料来源：公开信息；国信证券经济研究所整理

■ 中国创新药生态系统更加丰富多彩，研发能力的获取方式更加多元化：

- 可以内部自建（in-house），也可以外包服务（CRO/CDMO）
- 可以在产品层面授权合作（license-in/out），也可以在企业层面通过并购、合资、参股等形式

# 重点推荐公司

## ■ 恒瑞医药 (600276) :

- 恒瑞医药通过近20年内部培养和引进吸收,建立起涵盖小分子和大分子的完整研发体系,具备全流程的分子发现、临床前研究、国内临床开发能力,初步具备海外临床开发能力,并开始打造研发技术平台。
- 重磅品种卡瑞利珠单抗(抗PD-1单抗)不断拓展治疗边界:目前已获批淋巴瘤(r/r cHL)、肝癌(HCC 2L单药)、食管癌(EC 2L单药)、肺癌(NSCLC 1L联合化疗)四个适应症,后续将不断通过联合用药等方式占领大适应症一线市场。
- 拓展临床布局和联合用药,最大化研发管线价值:氟唑帕利首个适应症、阿帕替尼新适应症有望在年内获批,此外还有多个肿瘤和非肿瘤创新药已经或即将在年内申报上市;2019年下半年以来,公司还启动了多项卡瑞利珠单抗(PD-1)、SHR-1316(PD-L1)、阿帕替尼、法米替尼、氟唑帕利、SHR3680(AR)之间联合用药的探索性或注册性临床试验,以期形成网络化的联合用药布局,最大化研发管线中每个产品的临床潜力和商业化价值。
- 创新药国际化初见曙光:吡咯替尼全球三期注册临床试验(PYRAMID-1)已于近期公告准备启动,卡瑞利珠单抗+阿帕替尼全球三期注册临床试验也正在进行中;虽然HER2 20外显子突变在NSCLC人群中突变率较低(1-2%),肝癌在欧美国家也是一类少见肿瘤,但从小适应症切入是比较好的创新药国际化突破口,有望为公司后续研发管线国际化积累经验、奠定基础。
- 投资建议:预计2020-2022年收入309/398/486亿元,同比增速33/29/22%,归母净利润70/92/118亿元,同比增速32/31/28%,摊薄EPS=1.59/2.09/2.68元,当前股价对应PE=75/57/44x,重申“买入”评级。

## ■ 复星医药 (600196) 及复宏汉霖 (2696.HK) :

- 复星医药通过控股运营、战略孵化等多种形式,在制药板块内建立起涵盖小分子、大分子单抗、免疫细胞治疗等多种药物形态的体系化研发能力和相关研发技术平台;包括重庆复创的小分子发现平台,复宏汉霖的大分子单抗、双抗、单抗抗体研发平台,复星凯特的CAR-T细胞治疗研发平台,以及以万邦、药友为核心的国内仿制药商业化平台、以Gland为核心的海外仿制药平台,并且具备全球经营管理与并购整合能力。
- 近期里程碑事件和催化剂众多,不断验证公司的研发和商业化能力。复宏汉霖的重磅品种曲妥珠单抗生物类似药有望近期获批,抗PD-1单抗有望在年内申报上市,单抗产能扩大后汉利康销售和市场份额有望不断增长;复星凯特的益基利仑赛(CD19 CAR-T)有望在年内获批上市,有望成为国内首个获批的CAR-T免疫细胞治疗产品,并在r/r DLBCL等适应症领域验证具有商业化可行性。
- 投资建议:复星医药预计2020-2021年归母净利润37/44亿元,同比增速12.2%/18.3%,摊薄EPS=1.45/1.72元,当前股价对应PE=25/21x,重申“买入”评级。



# 关注公司

## ■ 贝达药业（300558）：

- 贝达药业是国内第一批小分子创新药研发企业，通过10多年的积累，建立起小分子创新药研发平台和体系化的持续研发能力，并通过自主研发、战略合作、市场销售三家马车建立了临床前研发、临床开发、商业化销售的自主能力，从研发型企业成长成为完整的商业化企业。
- 核心品种埃克替尼不断拓展治疗边界、加大学术推广力度：通过BRAIN试验证明脑转移患者可以取得优于放化疗的疗效，通过INCREASE试验奠定EGFR 21外显子L858R突变加量策略获得更好疗效，通过EVIDENCE试验进军早中期NSCLC术后辅助治疗领域；在吉非替尼集采后，通过更多临床试验的循证医学证据进行学术推广，辅以差异化定位和继续保留的赠药计划，埃克替尼的市场份额仍然保持持续提升。
- 后续管线梯队齐备，重磅里程碑值得期待：恩莎替尼国内二线适应症即将获批，全球一线三期注册临床试验结果有望在年内揭晓，有可能成为疗效最优ALK二代抑制剂之一，并具备全球商业化潜力；CM082、D0316等在研产品的注册临床试验也有望在年内取得里程碑进展；此外，授权引进的贝伐珠单抗生物类似药、PD-1单抗、CTLA-4单抗等也丰富了公司的大分子研发管线。

## ■ 君实生物（688180/1877.HK）：

- 君实生物是国内第一批大分子创新药研发企业，从创立之初就建立了完整的大分子创新药研发平台和体系化的持续研发能力，构建了丰富的大分子研发管线，抗PD-1单抗国内首家获批并成功商业化，从研发型企业成长成为完整的商业化企业。
- 核心品种特瑞普利单抗不断拓展治疗边界、差异化适应症布局：全面布局大适应症，包括肺癌（NSCLC 1L/新辅助/EGFR 2L、ES-SCLC 1L）、消化道肿瘤（HCC 1L/辅助、EC 1L）；此外还积极布局小适应症，包括黑色素瘤（MLN 1L/2L）、膀胱癌（mUC 2L）、鼻咽癌（NPC 1L/2L）、乳腺癌（mTNBC 1L）、肾癌（mRCC 1L），这将有利于特瑞普利单抗的差异化定位和市场推广，获得均衡、稳固、多适应症来源的竞争壁垒。
- 新冠中和性抗体JS016具有重磅新药潜力：在新冠疫情期间，公司与中科院微生物所合作，从康复患者血液中筛选出具有良好中和性效果的抗体，进行Fc改造后通过成熟的大分子研发平台进行单抗产业化生产，并授权给美国礼来进行海外开发和商业化；目前在中美两地均处于一期临床阶段，是国内首家、全球第三家进入临床阶段的候选抗体。考虑到美国及部分海外国家疫情较为严重，每日新增人数及重症人数不断攀升，医疗资源越来越紧张；而新冠中和性抗体具有良好的安全性、显著的有效性和短期预防保护力，可能成为缓解重症患者医疗压力、促进复工复产、延缓乃至逆转新冠疫情传播的重要工具，具有不可替代的重要临床价值，中和性抗体与疫苗携手将成为人类战胜病毒的重要武器。在COVID-19大流行期间，率先上市的新冠中和性抗体有望获得较大的市场份额，并有可能贡献强劲的现金流和爆发式增长的利润。

# 守正：工业端企业重视具备核心竞争力的优质龙头

- ▶ 市场最容易犯的错误就是对优秀企业过于苛责并对低估值企业放宽评价标准，尤其是最近的几年，正好是行业内产品端提速换代、供给侧改革如火如荼的几年，新产品不断迭代出现的作用将被迅速放大。这四家公司我们认为具备以下几个共同点：
  - 1) 在剔除阶段性影响之后，ROE长期优秀。
  - 2) 管理层稳定，行业口碑出众。
  - 3) 战略上重视新品研发，当前处于产品持续获批的收获期。
  - 4) 获批品种与同行相比，均具备短期快速放量的能力。
- ▶ 核心竞争力来源于管理层的稳定以及战略、战术的执行能力，对掌握核心竞争力的企业应当战略上充分重视，持续滚动推荐。
- ▶ 投资建议：这四家公司我们认为是未来3-5年的国内工业端供给侧改革中明确非常受益的标的。

表：销售+临床+管线优秀的核心一线工业医药企业

公司	核心竞争力体现
恒瑞医药	1) 相比国际龙头最为完整的全产业链创新管线。2) 国内同类产品放量、临床推进速度均首屈一指。3) 管理层稳定，长期表现业内口碑优秀，实控人家族专注实业。
中国生物制药	1) 由仿到创迅速转变，每年十几到三十几重磅品种未来持续兑现。2) 以安罗替尼为代表，创新药临床与销售滚动迭代持续得到验证。3) 职业经理人管理架构已经构建+家族实控人二代接班过程已经启动，当前运转良好。
迈瑞医疗	1) 专利、产品线、研发能力、营收利润体量规模当之无愧全国第一。2) 海外法规市场竞争力在部分产品中已经得到验证，国内市场免疫后发先置，研发与销售端协同作用充分验证，中国电子工业产业链优势在全球市场地位尚未完全体现。3) 管理层年轻化已经完成，职业经理人团队运转良好、稳定。
乐普医疗	1) 心血管、慢病领域布局全面，战略已经从药+器械双头修正为创新器械为主，全管线丰富，从材料到渠道投资整合经验丰富。2) 可降解支架研发速度国内第一，此前多次证明药、械进入体系后临床和销售加速明显。3) 实控人懂技术、重销售，管理层团队稳定



# “DRGs影响小”可能替代“医保体系外”，成为新的控费避险概念

表：DRGs影响较小的部分医药领域

类别	主要标的	原因
终末端用药	恒瑞、中国生物制药等	肿瘤等终末端用药是非标准化的，DRGs主要对可标准化的流程产品影响较大
血制品	天坛生物、华兰生物	政策壁垒，供给端可控
消费型医疗	爱尔眼科、锦欣生殖、长春高新	消费属性不属于医保体系内的部分。
OTC产品	益丰药房、大参林	DRGs主要对简单住院部分产生影响，慢病等领域采用人头包干模式

资料来源：国信证券经济研究所归纳整理

# 疫情概念股一览

表：疫情概念股一览

代码	公司	疫情影响
300760	迈瑞医疗	一季度输注泵，监护仪、呼吸机、血球仪等需求大增，参与医院建设，Q1增速上调至30%，但估计全年无明显影响。
300003	乐普医疗	一季度PCI手术预计受疫情影响有所延后，但全年影响有限；血氧饱和度检测仪等抗疫相关器械可能需求提升。
002223	鱼跃医疗	一季度公司产品包括无创呼吸机、雾化器、制氧机等、中优利康防护产品、体温检测的额温枪、耳温枪等需求暴涨，收入增速提升，由于成本提升，对利润影响有限。
300639	凯普生物	一季度预计第三方医学检验公司承接疫情检测量较大，常规试剂盒销售受影响，但是估计后几个季度恢复。
300244	迪安诊断	一季度预计第三方医学检验公司承接疫情检测量较大，常规门诊检测量有下降，但是估计后几个季度恢复。
603882	金域医学	一季度预计第三方医学检验公司承接疫情检测量较大，常规门诊检测量有下降，但是估计后几个季度恢复。
300676	华大基因	一季度新型冠状病毒检测量增加
002382	蓝帆医疗	疫情导致防护手套需求大幅提升，公司手套收入占比60%，目前单日产超400万只，Q1业绩预计增速较高
603301	振德医疗	受医用口罩需求紧张影响短期股价波动较大，防护耗材出货量提升预计将对推动Q1业绩增长，但2018年口罩等防护产品收入占比仅4%，占主营业务比重较小。
0570.HK	中国中药	一季度受疫情影响，中药需求增加。
000999	华润三九	一季度受疫情影响，OTC药物需求增加，目前产能供给充足。全年影响有限。
600161	天坛生物	血制品行业：静丙在新冠疫情中得到广泛应用，利好短期销售的同时有助于学术开发打开中长期的需求。行业采浆受到疫情影响，预计行业将从2019年下半年的供需紧平衡状态转向供不应求。若行业持续供不应求，在疫情结束之后，血制品涨价预期提升。静丙去库存短期利好Q1业绩，若下半年产品涨价，利好全年业绩。
002007	华兰生物	兼顾血制品及疫苗研发概念
300601	康泰生物	公司生产、产品批签发未受影响，短期销售受到疫情制约，若疫情在短期内得到控制，预计Q1业绩受到小幅影响，对全年业绩影响不大。
	康希诺生物	首个进入临床的新冠肺炎疫苗

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理，仅作为列示，不做推荐意见。

# 新冠疫情对重症医学、IVD企业检验试剂出口形成利好

## ■ 缘起：疫情防控暴露医疗体系短板，新基建带来医院建设新动能

新型冠状病毒肺炎疫情的爆发暴露了国内医疗服务供给不足的短板，在平时体现为看病难与医患矛盾，在疫情爆发时体现为医疗资源挤兑。疫情过后随着新基建投资计划的推进，预计国家将加大对医院建设的投入力度，尽快补足医疗体系短板。目前多省市已经公布了涉及医疗设施建设的基建投资计划，预计医院建设产业链将迎来快速发展，医疗专业工程、医用设备有望显著受益。

## ■ 产业链：“土建”+“医疗专业工程”+“医用设备”，专业度要求较高

2017年我国医院与基层医疗固定资产投资额分别达到4112亿元（+14%）和550亿元（+5%），近年来增速有所放缓，新基建有望带来新动力。医院建设是复杂的系统性工程，涉及土建施工、医疗专业工程及医用设备配置等环节（投入占比约4:3:3）。医疗专业工程是围绕手术室、ICU、医用气体工程等专业医疗设施建设的一体化服务体系，具有较高的专业度要求和严格的技术规范标准。医用医疗设备主要包括各类诊断设备、治疗设备及辅助设备，其中大型医学影像设备、生命支持设备技术要求较高，市场仍有外资品牌主导。

## ■ 医疗专业工程：ICU重要性与短板凸显，数量仍有较大提升空间

重症监护病房（ICU）是对危重症病人进行监护治疗的重要手段，在本次新冠疫情中发挥了重要作用。ICU病房在我国起步较晚，尽管近年来持续加强建设，但我国人均ICU病床指标对比发达国家仍有较大差距（中国为3.8张/十万人，美国为34.7，德国为29.2，意大利为12.5）。预计到2023年理论ICU床位数较当前存量有5倍以上空间（达到16.25张/十万人）。洁净手术部对洁净要求较高，建设专业性较强。预计2018年国内手术室建设市场规模超过100亿元。年新建手术室与更新手术室需求约8000间与4000间，未来随着医院建设投入加大，需求有望进一步提升。医用气体系统对于患者生命支持，供应医疗氧气具有重要作用。本次新冠疫情中氧气供应短板暴露，医用气体工程有望加快升级换代。

## ■ 医用设备：高端设备自主可控必将实现，大型设备进口替代正当其时

2018年我国医疗设备市场规模过3000亿元，同比增长20%。尽管在监护仪、DR等领域已经基本完成国产替代，呼吸机、麻醉机、CT、核磁等大型医疗设备市场仍然由外资品牌为主导。伴随着迈瑞医疗、理邦仪器、开立医疗、联影医疗等国产企业的技术不断提升，加上政策引导国产优秀设备采购，我国高端设备自主可控必将实现，国产龙头品牌将加速替代进口产品。

## ■ 风险提示：医疗设施投入不及预期、疫情冲击程度高于预期、研发与市场推广进度不及预期

■ **投资建议：**建议买入迈瑞医疗（国产医疗器械龙头，生命支持设备、影像、IVD均有较强的品牌影响力与技术积累）、鱼跃医疗（家用医疗器械龙头、呼吸供氧设备增长稳健）、乐普医疗（心血管全产业链布局的平台型企业，国产DSA主要生产企业，基层导管室建设主力）、迪安诊断（第三方检验龙头）、贝瑞基因（基因测序龙头、肿瘤早筛高壁垒）；**建议关注**迪瑞医疗（尿液检验龙头，IVD领域为数不多以仪器见长的企业）、理邦仪器（监护仪、血气分析仪等受疫情影响需求显著提升，研发投入较高，技术积累丰富）、开立医疗（国产超声龙头，产品线持续升级）、和佳股份（医院整体建设带动医用工程与设备销售）、尚荣医疗（医院建设相关标的，医用防护用品业务受疫情影响需求较大）

# 医疗服务赛道未来仍需高度重视

- **综合性医疗服务社会价值巨大但商业价值有限。**首先要将中国医疗服务整体做一个概览：中国医疗服务将在中长期保持公立为主，公益属性明显的社会主义优越性特色。因此单纯的综合性医疗服务机构投资超额收益水平不会太高，表现为竞争者公立综合医院的ROE仅为3-4%左右低水平。
- **服务端产业链分析：特色专科在服务价格调整下具备长期吸引力。**但是特色专科往往是两类：1) 消费属性（眼科、牙科、辅助生殖、美容）。2) 弱势科室（精神、康复）。或3) 兼而有之（体检）。医疗服务中的消费属性专科具有很强的壁垒，因为医疗服务作为强监管行业，是不允许大面积广告的，这使得后发者很难在大资本投入下颠覆行业先行者。并且消费属性专科不需要考虑医保控费，定价模式类似于“体验价值定价”而非“成本加成定价”。当前医疗服务端的主要问题在于投资标的稀缺，且依赖于专业人员和资本投入两个限制，导致可复制性和高成长性一直是核心限制因素。但是未来我们预期由于商业模式的优势，且新医改下医疗服务价格调整后可能还会进一步提高服务价值，我们预期投资标的将逐步丰富。**新冠疫情使得可选消费在Q1甚至Q2形成冲击，潜在具有长期上车机遇。**
- **医保经费筹划如临深渊，服务端占比将持续提升**中国人口结构正在发生深刻变化，人口老龄化趋势明显。育龄妇女数量下滑，预计未来五年新生儿数量在1100~1300万区间。医保经费增量由主要依靠参保人数增长转变为主要依靠人均医保收入提升。人口结构变化带来的缴费人口基数下降使开源逐渐受限，亟需加大节流力度。医疗服务行业主要趋势为控制药占比，提高服务占比；中老年双峰，疾病谱发生变化；医生数量较快增长，服务量供给增加。
- **投资建议：建议买入：**爱尔眼科（眼科好赛道的领跑者）、通策医疗（区域性口腔龙头，外延扩张加速）、美年健康（体检行业佼佼者，扩张销售双轮驱动）、锦欣生殖（辅助生殖排头兵，高质量并购扩张）**建议关注**医思医疗（“漫天繁星”中独具旅游美容特色）、德视佳（小而美的欧洲+中国高端眼科诊所）

# 小专科：药械结合领域如呼吸制剂潜力巨大

- ▶ **全球呼吸制剂市场进入稳健平台期，制剂技术成熟，国际市场规模稳定，仿制药逐渐开始出现。**吸入给药的剂型和装置复杂，但起效快、副作用少，优势明显。哮喘是仅次于癌症的世界第二大致死和致残疾病，全球约有3亿患者，慢性阻塞性肺病（COPD）也是第三大流行病，近年来呼吸疾病患病率上升，首选吸入给药途径已成为全球共识。全球哮喘和慢性阻塞性肺病专利药市场规模超过200亿美元，增速下滑，仿制药的出现是重要原因。
- ▶ **中国哮喘和COPD治疗药物结构落后海外，呼吸制剂渗透率低，有较大提升空间。**吸入制剂的剂型从雾化、气雾剂、干粉吸入剂依次演变，发展过程中便携性、给药吸收率、经济性、操作性提高，用药不良率降低。海外哮喘和COPD治疗药品以复方剂型为主，剂型以气雾剂、干粉吸入剂为主。国内则是茶碱及复方制剂等口服用药占据较大市场份额，而吸入制剂则以雾化剂为主。目前海外销售几十亿的重磅品种如等在国内渗透率不到1%，有较大的提升空间。
- ▶ **吸入制剂药械合一，存在技术壁垒、审批壁垒、临床壁垒，仿制难度大，原研雄踞市场。**仿制药物+器械（药械合一）组合产品的开发技术难度较大，吸入制剂的理想粒径为1-5 $\mu\text{m}$ ，在制剂处方、给药装置、制剂工艺、质量研究、稳定性研究等方面均有严格要求；临床BE试验复杂，审批程序环节多。舒利迭于2000年在美国上市，药剂化合物与吸入装置专利分别于2011年、2016年到期，但直到2019年2月才有首仿获批上市。全球吸入制剂销售过亿美元的品种绝大部分为原研，国内外对重点吸入制剂品种仿制进展缓慢。原研吸入剂型厂商GSK、BI、AZ三家雄踞市场，中国吸入制剂市场中外企占据近80%份额。
- ▶ **国产企业纷纷布局呼吸制剂领域，进口替代风口将临。**2018年10月15日，恒瑞沙美特罗替卡松粉吸入剂提交上市申请获受理，2018年12月，正大天晴的沙美特罗替卡松粉吸入剂列入优先审评名单，有望成为国内舒利迭首仿，其吸入用布地奈德混悬液于2018年3月7日开始审评。国内最大销售额品种布地奈德市场长期被阿斯利康独占，长风药业和健康元分别2018年5月30日和2019年2月18日申报上市、在审评中。健康元在2019年4月收到吸入复方异丙托溴铵溶液的注册批件，开启了国内吸入制剂仿制的新篇章。我们认为吸入制剂将成为壁垒极高的细分小专科，成长潜力巨大。
- ▶ **风险提示：**企业研发不及预期、产品审批不及预期、产品销售不达预期。
- ▶ **投资建议：**建议买入健康元（吸入用复方异丙托溴铵溶液首仿上市、左旋沙丁胺醇吸入溶液首仿上市、吸入布地奈德混悬液BE后重新申报生产）、中国生物制药（正大天晴的天晴速乐销售可观、沙美特罗替卡松粉申请上市、国内最大品种吸入布地奈德混悬液可能首仿）、恒瑞医药（吸入制剂产品管线丰富，沙美特罗替卡松粉申请上市），关注长风药业等。



# 政策壁垒：血制品高纯度层析法静丙助力成长

► **2020-2021年行业受两大政策和两大事件影响。**血制品由于原材料产能的限制和政策保护壁垒，一直是医药板块内的避险板块。2020-2021年对血制品行业来说，预计将有两大政策影响：

**1) 十四五规划（征求意见稿）逐渐出台。**血制品核心是采浆能力，而浆站批准是三级（省市县）卫健委共同批准的。在省一级平台上，最近十年来采供血机构设置是五年计划的一部分，2020年将是十三五规划的收尾年份，2021年十四五规划是否能维持十三五规划高速设置单采血浆站，将是国内血浆增长的关键。

**2) 天坛生物永安工厂竣工。**永安工厂最大特点就是单一工厂规模巨大，并且按照高纯度静丙的生产工艺设计投产（预期Q1或Q2竣工），随着天坛、华兰的高纯静丙都获得了临床批件，我们预期行业内将逐渐重视静丙的学术推广，临床应用的推广接受度需要持续跟踪。

**3) 老龄化对献浆员影响提前显现。**献浆员由于有年龄限制（一般55岁，长期献浆员可以放宽至60岁），而我国人口年龄结构是双峰结构（2020年预计双峰在30~35岁，50~55岁），年龄较大的这部分人群开始从献浆员队伍中离开，若采浆站新增不多，行业潜在出现成熟浆站采浆量下滑的风险。

► **受到疫情影响预期静丙供给逐渐承压，叠加层析法静丙上市。**2019全年采浆量估计在9300吨，增速下滑至6%~7%之间。2020年初的疫情中，血制品献浆普遍中止，2月份基本完全停止采浆，预期3月中下旬慢慢恢复，这对2021年的血制品供给将产生较大影响，全年量的损失在8%-16%左右。因此我们预期未来静丙及特免类品种将有逐渐提升的提价需求。白蛋白、凝血因子分别由于具有进口厂商供给以及血浆量原本就过剩，不会有太大的供给压力。从中长期分产品看，我国白蛋白人均用量已经比较高，预计未来全行业的白蛋白用量随着终端需求的增长维持个位数的增长。国内静丙人均用量与欧美发达国家差距较大，潜在的需求尚未打开。对标海外，静丙将成为未来行业增长的第一驱动力。静丙在自体免疫、神经性疾病等领域上的使用亟需学术推广。考虑到华兰、天坛等头部厂商的层析法静丙可能在2020和2021年取得进展，新品上市也有利于静丙的需求扩张。

表：血制品双强看点

天坛生物	► 大股东协同作用强，未来预期浆站获批数量行业内最多 ► 2021永安工厂、凝血因子产品上市效率进一步提升 ► 层析法静丙带来行业商业模式变化	3-5年预期 800-1000亿
华兰生物	► 血制品保持稳定现金牛属性 ► 疫苗业务四价流感疫苗持续放量高增长，未来有望进一步丰富管线 ► 单抗业务逐渐进入收获期，估值从无到有	

资料来源：国信证券经济研究所归纳整理

# CRO/CDMO产业链仍将维持景气

- **时代之星：新药研发高景气度持续，外包服务行业高增长确定性强。** 新药研发生产的产业链不断复杂化、精细化，导致成本提升和研发难度加大，CRO/CDMO等外包服务行业应运而生。2018年全球CRO行业规模达到578亿美元（+10.1%），全球CMO/CDMO行业规模达到268亿美元（+12.6%），预计到2023年CAGR分别达到10.47%和14.13%。2018年国内CRO市场规模接近58亿美元（+34.5%），CMO/CDMO行业规模24亿美元（20.0%），预计到2023年CAGR分别达到29.6%和28.9%。
- **浪潮之巅：生物制剂研发大潮将至，CRO/CDMO行业立于潮头。** 我们当前正处于小分子化合物研发高潮的后半段，单抗等大分子生物药研发的爆发期，以及细胞治疗、基因治疗等个性化疗法的萌芽期。小分子化学药在20世纪下半叶出现爆发式成长，重磅炸弹药物迭出，进入21世纪后以单抗为代表的生物药开始迅猛发展，2017年以来CAR-T崭露头角，相伴医药研发而生的外包服务行业，也将随着时代浪潮进入生物制剂时代。
- **他山之石：全球CRO/CDMO龙头发展史是一部并购史。** 全球CRO/CDMO行业龙头抓住了化学药爆发的历史机遇，通过一系列并购整合实现快速发展，一方面沿产业链不断纵向延伸，扩大业务覆盖范围，并通过“风险共担，利益共享”等创新合作模式分享新药上市的高额回报；另一方面在全球各地不断横向扩张，充分开发欧美市场需求和亚太地区人力资源优势。
- **动力之源：全球外包订单向亚太地区转移，国内研发外包需求爆发。** 全球医药研发投入持续较高景气度，大型药企外包渗透率保持提升趋势，Biotech企业迅速成长，推升CRO/CDMO行业需求。工程师红利带来成本优势，全球外包订单向亚太地区转移，国内行业龙头有望持续受益。国内医药行业政策推动行业向创新药方向转型，研发投入增加利好外包需求爆发。
- **风险提示。** 医药研发投入大幅下滑；行业政策变化；市场竞争加剧；人力成本大幅提升。
- **投资建议：新药研发热度持续，推动CRO/CDMO发展，推荐超配。** 全球药物研发投入保持高景气度，外包渗透率持续提升；国内工程师红利带来成本优势，全球医药外包订单向亚太地区转移态势仍将持续；国内生物药投资加码，CRO/CDMO行业有望持续受益。推荐全球CRO/CDMO龙头**药明康德**、高成长性临床CRO龙头**泰格医药**、国内生物制剂CDMO稀缺标的**药明生物**、全球细胞治疗领跑者**金斯瑞生物科技**、A+H股上市的优质CRO**康龙化成**、CMO行业领先企业**凯莱英**。



# 具有潜在“全球新”的新技术领域同样值得关注

表：具备“全球新”潜力的特定新技术领域

类别	国内企业	海外企业	海外阶段
细胞治疗	南京传奇、科济生物	Juno、Kite	已上市
肿瘤早筛	贝瑞基因、世和基因	Exact Science、Guardant	已上市
医疗AI	乐普医疗、万东医疗、推想科技	众多	已上市

资料来源：国信证券经济研究所归纳整理

# 投资标的

表：国信医药A股2020H2投资标的一览

代码	公司简称	股价 200716	总市值 亿	EPS				PE				ROE 19A	PEG 20E	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
600276	恒瑞医药	96.35	5,113	1.20	1.59	2.09	2.68	80.3	60.6	46.1	36.0	23.9	2.0	买入
300760	迈瑞医疗	330.70	4,020	3.85	4.64	5.57	6.70	85.9	71.3	59.4	49.4	27.7	3.5	买入
300015	爱尔眼科	44.20	1,822	0.45	0.48	0.75	1.00	98.9	92.1	58.9	44.2	22.4	3.0	买入
002044	美年健康	15.84	621	-0.23	0.08	0.26	0.29	-68.9	207.0	62.1	54.0	-12.5	2.2	买入
603259	药明康德	100.58	2,323	1.14	1.76	2.32	3.03	88.2	57.1	43.4	33.2	10.6	1.5	买入
300003	乐普医疗	43.25	771	0.97	1.24	1.63	2.09	44.4	34.9	26.5	20.7	24.9	1.2	买入
600196	复星医药	38.55	931	1.30	1.45	1.72	2.05	29.7	26.6	22.4	18.8	11.1	1.6	买入
300639	凯普生物	52.20	111	0.70	0.88	1.15	1.51	74.6	59.3	45.4	34.6	14.4	2.0	买入
300676	华大基因	159.80	639	0.69	2.99	1.32	1.54	231.4	53.4	121.1	103.8	6.5	1.7	买入
600161	天坛生物	36.45	457	0.58	0.64	0.74	1.09	62.8	57.0	49.3	33.4	16.7	2.4	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，

表：国信医药港股2020H2投资标的一览

代码	公司简称	股价 200716	总市值 亿港元	EPS				PE				ROE 19A	PEG 20E	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
1177.hk	中国生物制药	14.50	1,824	0.24	0.28	0.34	0.41	60.2	52.3	42.9	35.2	9.0	2.7	买入
1530.hk	三生制药	11.62	295	0.42	0.52	0.59	0.68	27.4	22.2	19.7	17.0	10.7	1.3	买入
0570.hk	中国中药	3.96	199	0.35	0.40	0.49	0.58	11.2	9.8	8.1	6.8	9.9	0.5	买入
1302.hk	先健科技	2.24	97	0.03	0.05	0.66	0.86	64.7	42.1	3.4	2.6	10.8	0.2	买入
1066.hk	威高股份	17.62	797	0.41	0.48	0.59	0.69	43.0	36.7	29.9	25.5	12.0	1.9	买入
2696.hk	复宏汉霖	58.90	320	-1.76	-1.32	-0.57	0.81	-33.5	-44.6	-103.3	72.7	-30.2	-	买入
1877.hk	君实生物	48.65	1,053	-0.95	-0.82	-0.61	-0.66	-51.2	-59.3	-79.8	-73.7	-23.6	-	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理，

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM