

医药生物行业

报告日期：2020年7月18日

全球接轨、替代升级
——2020年医药中期投资策略

✎ : 分析师: 邱冠华 执业证书编号: S1230520010003
☎ : 联系人: 邱冠华
✉ : qiuguanhua@stocke.com.cn

细分行业评级

医药生物 看好

报告导读

国内医药产业已经进入全球接轨、创新升级的加速期，2018-2020年细分领域景气度及二级市场的估值轮换深刻反映了这种变化，我们认为：制药、器械的创新升级产业链有望引领医药板块下半年投资。

投资要点

□ 板块推荐观点：全球接轨、替代升级

2020年上半年在全球疫情持续蔓延的背景下，国内医药板块超额收益明显，医药产业受中短期因素的影响，受到前所未有的重视，国家层面对公共卫生的投入也进入“新基建”阶段，同时，我们发现代表国内医药板块“小趋势”的新生板块（比如生物药、特色原料药、医疗器械、医药CXO等）呈现明显且持续的超额收益，这再次验证了我们对产业“过渡期”的判断，在这个过程中把握“小趋势”胜过个股选择，而“小趋势”的把握，我们总结为：全球接轨、替代升级。

□ 制药创新升级：服务方降维切入，产品端进入兑现期

我们认为国内制药创新升级，首波受益的是创新研发、生产的服务方，核心逻辑来源于该领域全球竞争参与程度更高，在赋能国内的同时，极大提升产业议价能力，2020年上半年API、CXO公司的业绩持续靓丽，也验证了我们的观点，2020年下半年，我们依然坚定看好起于全球化分工的细分领域（CXO、API），但是随着下游药企供给端产品的持续获批，制药的创新升级更值得关注。

□ 器械创新升级：补短板+技术迭代，推荐优质赛道机会

我们认为：凭借技术快速迭代、需求端进口替代及全球竞争力提升，创新医疗器械领域将是国内医药板块不容忽视的大市值板块，必将持续孕育、诞生精彩的投资机会。上半年在疫情的催化下，监护仪、呼吸机、新冠检测试剂等放量，成为板块业绩的重要催化。下半年随着医疗“新基建”的推进、科创板、H股创新医疗器械公司的持续上市，更多的细分领域呈现在资本市场面前，对板块的景气及关注度提升也将有极大的促进作用。

□ 医疗服务、商业：专科景气，头部集中

我们认为：2020年以来，医疗服务和药店受到不同程度的疫情影响，但是从行业中长期逻辑看，个股逻辑的医疗服务板块和处方外流、整合持续的药店龙头均有长期投资价值。

□ 2020H1 医药行业投资策略

建议重点关注：1) 制药创新升级：如凯莱英、药明康德、泰格医药、康龙化成、昭衍新药、博腾股份、维亚生物、药石科技、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、复星医药、康弘药业、贝达药业等；2) 器械创新升级：迈瑞医疗、凯普生物、万孚生物；3) 服务、商业：爱尔眼科、通策医疗、益丰药房、老百姓、九州通等。

□ 风险提示：政策不确定性风险；产能、新品拓展、开发不顺利风险。

公司推荐

公司简介 推荐

相关报告

- 1《服务项目收费政策正在研究，药师收入有望提高——行业周报》2019.09.23
- 2《维生素A市场关注度增加——行业周报》2019.09.16
- 3《关注推进基层医疗信息化带来的投资机会——行业周报》2019.09.08
- 4《药品带量采购正式全面扩围至全国——行业周报》2019.09.02
- 5《新版医保目录推出，《药品管理法》审议通过——行业周报》2019.08.26

报告撰写人：邱冠华

正文目录

1. 板块推荐观点：全球接轨、替代升级	4
1.1. 行业中观数据结论：加速复苏，比较优势明显	5
1.2. 二级市场：短中期逻辑放大演绎，估值扩张更多体现赛道选择	6
1.3. 行业政策导向：市场化、全球化，决定竞争力	6
1.4. 下半年重点看好：药械创新升级产业链	7
2. 制药创新升级：服务方降维切入，产品端进入兑现期	8
2.1. API 及 CXO 在国内创新升级过程中的降维切入	8
2.1.1. 特色原料药 (API)：产品升级+CMO 拓展的生态	8
2.1.2. 医药外包 (CXO)：赚的是 β 还是 α ?	9
2.2. 创新药：供给端进入兑现窗口期	10
2.2.1. 产品供给端：数量、质量	10
2.2.2. 二级市场：本土创新药标的持续丰富，科创板溢价明显	12
2.3. 医药消费领域的创新升级：疫苗、血制品、中药	13
2.3.1. 疫苗：大品种进入收获期，新冠疫苗机会贯穿全年	13
2.3.2. 血制品：供需决定，持续景气	13
2.3.3. 中药：短期仍承压，营销调整、品种迭代是核心	14
3. 器械创新升级：补短板+技术迭代，推荐优质赛道机会	15
3.1. 需求：国内医疗器械使用率、国产替代率不足，处于补短板阶段	15
3.2. 供给：技术积累推动产品升级，国产化率逐步提升	16
3.3. 医疗器械板块上市公司数量和市值占比明显提升	17
3.4. 投资建议：关注迈瑞医疗、凯普生物等优质个股	18
3.4.1. 迈瑞医疗	18
3.4.2. 凯普生物	19
4. 医疗服务、商业：专科景气，头部集中	20
4.1. 医疗服务：中长期看好行业景气度&头部集中度双提升	20
4.2. 商业：龙头扩张当时，马太效应凸显	23
4.2.1. 药店：处方外流及集中度提升延续，后疫情时代“互联网+”催化提速	23
4.2.2. 流通：关注全国性民营龙头九州通	25
5. 2020H1 医药行业投资策略：全球接轨、替代升级	26
6. 风险提示：	26

图表目录

图 1: 年初以来医药板块涨幅位列第 1	4
图 2: 年初以来医药板块内部涨幅分化	4
图 3: 1997-2020 年医药制造业收入、利润同比增速情况	5
图 4: 2008-2011H1 公司业绩保持高速增长	6
图 5: 国内医药产业生态圈	6
图 6: 特色原料药板块核心推荐逻辑	8
图 7: 特色原料药板块围绕药品研发生命周期的产业链讨论	9
图 8: 国内医药 CXO 供需讨论	10
图 9: 国产创新药 IND 数量 (个)	10
图 10: 进口创新药 IND 数量 (个)	10
图 11: 国产 1 类创新药 IND 和 NDA 品种数量占比	11
图 12: 国产 1 类创新药和进口创新药获批品种数量统计	11
图 13: 2016 年我国医疗器械和药品人均消费额比例	15
图 14: 上海地区二级以上医院国产医疗设备市场占有率情况	15
图 15: 中国医疗器械市场规模及增速	17
图 16: 创新医疗器械特别审批程序纳入审批和获批上市产品	17
图 17: 医疗器械公司研发支出情况	17
图 18: 历年医疗器械上市公司数量变化	18
图 19: 医疗器械在医药板块中的市值占比增至接近 18%	18
图 20: 中国设备市场规模最大、家用设备由于老龄化增速较高	18
图 21: 综合“增速+空间”，聚焦“重点关注三角形”领域	18
表 1: 医药制造业利润总额同比增速和其他下游消费有关的制造业的比较 (%)	5
表 2: 2020 年以来医药、医保、医疗等主要政策文件	7
表 3: 本土创新药海外临床进展	11
表 4: A+H+科创板创新药标的越发丰富	12
表 5: 政策文件密集出台，推动医疗器械企业提高创新和研发能力，提升国产化率	15
表 6: 医疗服务重点公司 2019Q4-2020Q1 收入及利润情况	20

核心结论：以“市场化、全球化”为选股思路，2020年下半年我们看好生物医药板块具备市场化、全球化竞争力的细分领域或公司，看好率先受益于本土药企创新升级的CXO和API板块、受益于供给端升级和替代逻辑的器械创新、受益于处方外流和整合持续的药店龙头及部分医疗服务标的。估值上，2020年医药板块估值明显抬升，我们认为医疗器械、特色原料药板块更多是“估值修复”，背后具有可持续的业绩支撑。

个股上，我们重点推荐：

1) **制药创新升级：**如凯莱英、药明康德、泰格医药、康龙化成、昭衍新药、博腾股份、维亚生物、药石科技、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、复星医药、康弘药业、贝达药业等；

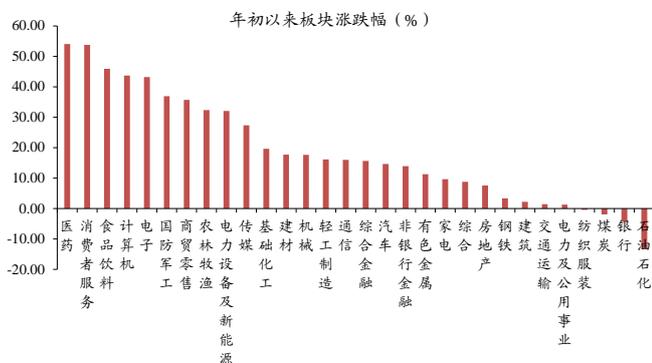
2) **器械创新升级：**迈瑞医疗、凯普生物、万孚生物；

3) **服务、商业：**爱尔眼科、通策医疗、益丰药房、老百姓、九州通等。

1. 板块推荐观点：全球接轨、替代升级

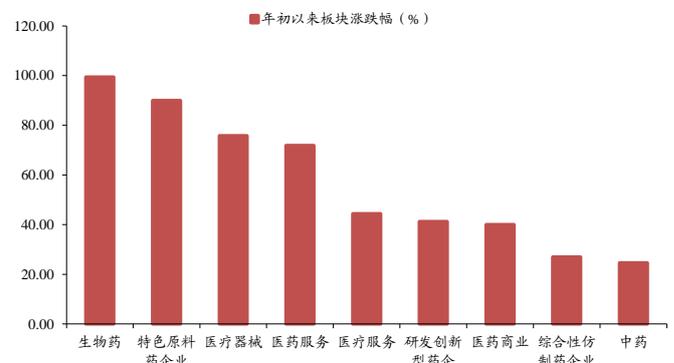
新基建、过渡期、小趋势，医药板块投资新的关键词。2020年上半年在全球疫情持续蔓延的背景下，国内医药板块超额收益明显，医药产业受中短期因素的影响，受到前所未有的重视，国家层面对公共卫生的投入也进入“新基建”阶段，同时，我们发现代表国内医药板块“小趋势”的新生板块（比如生物药、特色原料药、医疗器械、医药CXO等）呈现明显且持续的超额收益，这验证了我们对产业“过渡期”的判断，在这个过程中把握“小趋势”胜过个股选择，而“小趋势”的把握，我们总结为：全球接轨、替代升级。

图 1：年初以来医药板块涨幅位列第 1



资料来源：wind（截止 2020 年 7 月 10 日），浙商证券研究所

图 2：年初以来医药板块内部涨幅分化



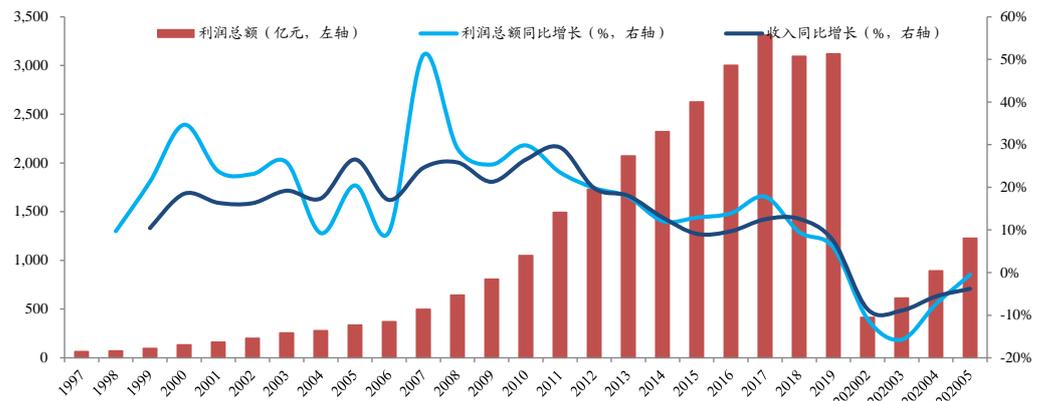
资料来源：wind（截止 2020 年 7 月 10 日），浙商证券研究所

全球接轨、替代升级，体现过渡期国内医药产业的核心变化主线。我们认为，历史不会倒退，市场化改革是方向，管线积累优秀的公司是当下最好的长期投资品种，在一致性评价推进、医保机制、集采完善的背景下，这种市场化的程度会逐步加强，药价的波动和政策的联动会进一步减弱，市场化因素会更加强化，到时拼的更加是产品、质量、成本等市场化因素。在这样的背景下，“市场化、全球化”的选股思路，是我们团队基本面选股的重要指导，在产业结构升级的关键过渡期，那些具备市场化、全球化竞争力的细分领域或公司是当下最好的长期投资品种，这也是我们率先推出特色原料药、医药外包等产业系统化研究的原因，2020年初以来我们持续深入这几个领域的研究，同时又在医疗器械、血制品等领域持续深入研究，都是秉承这样的筛选原则。2020年下半年看，我们认为“全球接轨、替代升级”思路，仍然是医药板块选股的重要原则。

1.1. 行业中观数据结论：加速复苏，比较优势明显

2020年二季度，医药制造业收入、利润同比增速呈现出明显的复苏趋势。国家统计局数据显示，2019年医药制造业营业收入和利润总额分别为2.40万亿、0.31万亿（绝对值或有口径差异），同比分别增长7.4%和5.9%，2020年1-5月收入 and 利润总额分别为8868.7亿元和1227.5亿元，同比增速分别为-3.8%和-0.5%，2019年产业的低增速显示出医药产业仍旧处于新旧动能转换期，期间伴随着低端产能的逐步出清；2020年4-5月，收入、利润的增速下滑收窄，我们认为一季度新冠疫情的影响逐步消退，随着复工、复产的推进，行业呈现明显复苏的趋势。

图 3：1997-2020 年医药制造业收入、利润同比增速情况



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

2020年1-5月，制造业利润同比下滑0.5%，医药行业显示出比较优势。从行业数据看，2019年1-12月利润总额同比增速5.9%，这一数值在2020年1-5月份下降到-0.5%，我们认为疫情的阶段性影响正在逐步消退，在集采加速推进的过程中，我们认为医药制造业这种罕见的调整，有望加速医药供给侧改革；从趋势上看，新旧动能转换下医药产业增长的持续性和韧劲依然不变，同时相比其他制造业而言，医药制造业正显示出比较优势。

表 1：医药制造业利润总额同比增速和其他下游消费有关的制造业的比较（%）

利润总额增速（%）	2017	2018	2019	2020			
				2月	3月	4月	5月
制造业	18.2	8.7	-5.2	-42.7	-38.9	-26.8	-16.6
医药制造业	17.8	9.5	5.9	-10.9	-15.7	-7.4	-0.5
其他与下游消费有关的行业							
食品制造业	6.7	6.1	9.1	-33.5	-27.4	-13.0	-2.5
农副食品加工业	4.5	5.6	3.9	2.2	11.2	20.0	19.0
酒、饮料和精制茶制造业	17.5	20.8	10.2	-21.9	-11.2	-8.9	-9.6
烟草制品业	-6.3	-4.6	1.3	31.5	28.5	22.6	28.1
纺织服装、服饰业	2.9	10.8	-9.8	-42.1	-43.5	-34.8	-29.2
毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	6.9	4.2	-1.9	-36.1	-34.8	-32.2	-30.3
家具制造业	9.3	4.3	10.8	-67.5	-47.8	-37.2	-36.3
文教、工美、体育和娱乐用品制造业	6.7	7.1	9.9	-42.3	-37.1	-31.8	-22.5
造纸及纸制品业	36.2	-8.5	-9.1	-22.5	-5.5	5.5	5.6

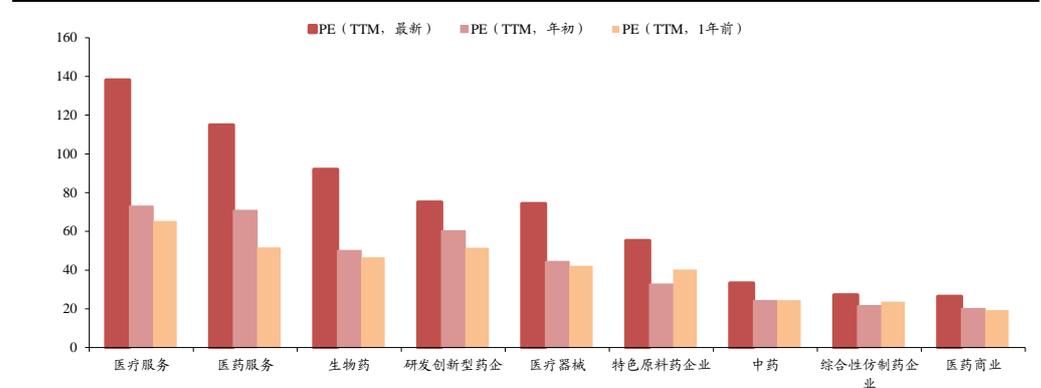
印刷业和记录媒介的复制	6.9	6.1	4.1	-60.2	-38.7	-21.2	-14.8
橡胶和塑料制品业	3.7	3.6	12.0	-52.9	-30.9	-11.9	3.6

资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

1.2. 二级市场：短中期逻辑放大演绎，估值扩张更多体现赛道选择

2020 年以来，SW 医药板块股价上涨 54%，涨幅位居全行业第一。①**涨幅：中短期逻辑的放大演绎**。细分领域方面，生物药、特色原料药、医疗器械、医药外包（CXO）等涨幅靠前；个股方面，疫情相关标的（英科医疗、振德医疗、硕世生物、华大基因、以岭药业、奥美医疗、戴维医疗）、业绩高增长板块（博腾股份、司太立、昭衍新药、康龙化成、华海药业、天宇股份）等表现优异；②**估值：2020 年估值明显抬升**。我们注意到，医药板块的估值从年初的 39 倍 PE（TTM）提高到目前的 61 倍 PE（TTM），其中医疗服务、生物药（疫苗为主）、特色原料药、医疗器械、医药 CXO 估值扩张均超越板块平均。

图 4：2008-2011H1 公司业绩保持高速增长

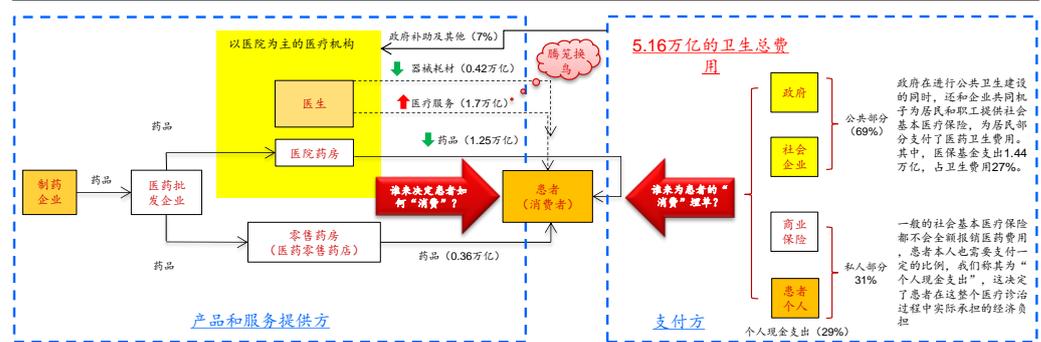


资料来源：wind（截止 2020 年 7 月 10 日），浙商证券研究所

1.3. 行业政策导向：市场化、全球化，决定竞争力

我们认为：2015 年以来的医药产业政策，更多是三医联动导向，“腾笼换鸟”不仅仅是药品内部产品结构的调整，更多的是针对医疗服务和药品耗材在医疗行为中结构占比不合理的情况而进行的系统化改革，因此，对产业政策的理解要结合医药、医疗、医保三方面的政策进行配套解读。而产业政策的变化，对于带有满足社会公平属性的医药产业而言，必然会带来产业内在发展逻辑的变化，这个阶段更强调市场化、全球化竞争力的评估。

图 5：国内医药产业生态圈



资料来源：中国卫生和计划生育统计年鉴 2017，浙商证券研究所

表 2：2020 年以来医药、医保、医疗等主要政策文件

	时间	部门	文件	简评
医药	2020.7.6	药监局	《免疫细胞治疗产品临床试验技术指导原则（征求意见稿）》	细胞治疗临床试验有望规范化，也就预示着该产业即将进入加速增长期，非常值得关注。
	2020.5.15	药监局	《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求》等 3 个文件	口服产品之后，注射剂也开启了一致性评价，集采的供给调整过渡期。
医疗	2020.7.1	卫健委	《关于 2018 年度全国三级公立医院绩效考核国家检测分析有关情况的通报》	提升医疗机构效率、改变医疗逐利行为，在医院建设、投入方面还存在不足，三医联动背景下，需要进一步改变区域发展不平衡、医生积极性提高到问题。
	2020.5.21	卫健委	《关于印发公共卫生防控救治能力建设方案的通知》	在疾病预防控制体系、县级医院救治能力、城市传染病救治网络、重大疫情救治基地、公共设施平战两用改造等提出具体的建设目标和要求，是自上而下的医疗新基建，有助于推动相关医疗设备、诊断、服务需求的加速提升。
医保	2020.7.10	国家医保局	《国务院办公厅关于推进医疗包基金监管制度体系改革的指导意见》	让医保的监管更加法制化，体现了在医保使用方面持续强监管状态。
	2020.7.2	安徽省医保局	《关于推广高值医用耗材集中带量采购试点经验的实施办法》	地方试点在品类上持续扩大覆盖面，显示了药品集采的同时，医药供给侧改革中高值耗材的集采也提升了日程，加速产业升级。
	2020.6.18	国家医保局	《关于印发医疗保障疾病诊断相关分组（CHS-DRG）细分组方案（1.0 版本）的通知》	推进 DRGs 试点，我们认为这也是疾病分组标准化，有利于综合、有效的控费合理化。

资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

1.4. 下半年重点看好：药械创新升级产业链

我们认为：尽管 2020 年 Q2 医药板块估值相对年初明显提升，但是医疗器械、特色原料药板块更多是“估值修复”，是有可持续性业绩支撑的；对于下半年的医药投资选择，我们认为应该结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，这个可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块可能景气提升或加速的细分领域，这些板块包括新基建相关的医疗器械、特色原料药板块，我们认为板块的景气度有望持续走高，另外长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局。从主线的角度概括如下：

1) 制药创新升级：节奏上，我们依然坚持看好起于全球化合工的细分领域（CXO、API），他们在本土药企创新升级的过程中率先受益，但是随着下游药企供给端产品的持续获批，制药的创新升级更值得关注；

2) 器械创新升级：需求端补短板及供给端升级、替代逻辑，奠定了医疗器械领域的长景气周期，同时考虑不同品类的技术迭代速度（或同质化程度）、国产替代程度、全球化竞争的参与程度的差异，会导致不同细分领域的景气度上或存在差异；

3) 医疗服务、医药商业：2020 年以来，医疗服务和药店受到不同程度的疫情影响，但是从行业中期逻辑看，个股逻辑的医疗服务板块和处方外流、整合持续的药店龙头均有长期投资价值。

2. 制药创新升级：服务方降维切入，产品端进入兑现期

我们依然坚定看好起于全球化分工的细分领域（CXO、API），他们在本土药企创新升级的过程中率先受益，但是随着下游药企供给端产品的持续获批，制药的创新升级更值得关注。

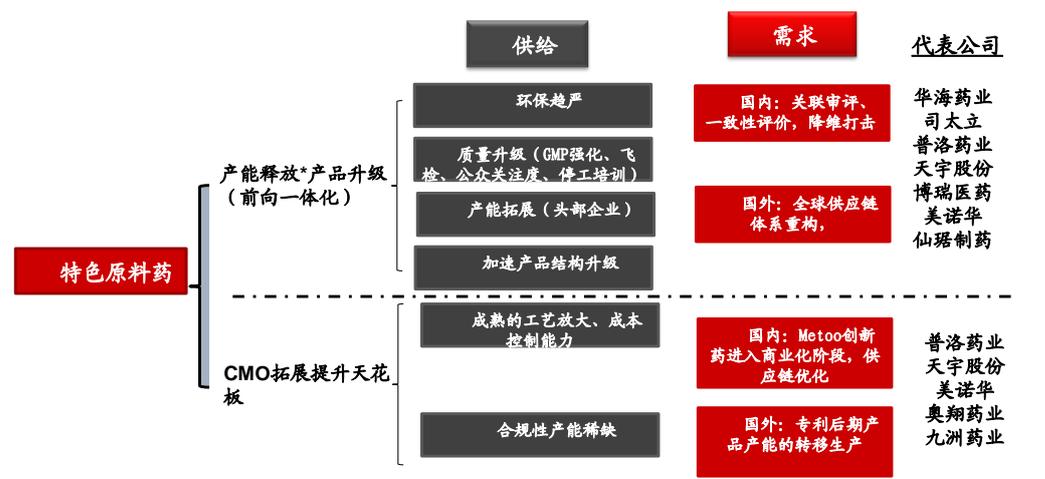
2.1. API 及 CXO 在国内创新升级过程中的降维切入

我们认为：特色原料药（API）和医药外包（CXO）作为医药制造、研发的服务方（承接方），其跟国内的下游制剂产业的制造、研发并不存在直接的上下游关系，这是我们认识这两个细分领域投资价值的最大前提，而正是这种认知前提，让我们意识到在国内下游制剂产业创新升级的过程中，特色原料药、医药外包（研发或生产）领域的盈利能力处于极好的窗口期，商业模式也存在多种路径的可行性。而这也奠定了这两个细分领域极大的投资价值，尽管 2020 年上半年 API 板块表现抢眼、医药 CXO 因为海外疫情蔓延对投融资预期的波动表现略差，但是我们认为这两个板块中长期的持续景气仍然被低估，周期性、天花板低等认知依然是当下最大的分歧，我们坚定看好这两个板块的持续景气。

2.1.1. 特色原料药（API）：产品升级+CMO 拓展的生态

基于“前向一体化”的逻辑判断，API 成为医药板块稀缺的 ROE 持续提升的细分板块。对这个板块，我们核心的观点是：API 产业已经进入一个成长性属性越来越强的阶段，而且还处在初期阶段。这个认知的成立是我们历次报告中提到的“前向一体化”逻辑，我们认为仿制药产业链的三个阶段“中间体-原料药-制剂”中，我国在中间体、原料药环节具备全球规模性优势，而制剂环节这种优势几乎没有，基于这个现实，我们认为自下而上产业一体化的拓展过程中，中间体、原料药公司更具优势；而打开一体化拓展窗口期的就是原料药、制剂环节集中度提升趋势，这个集中度提升受环保、原料药 DMF 管理、集采等因素的影响，而以上环节集中度的提升，也就打开了上游真正有规模性的中间体、原料药公司拓展前向一体化的窗口期，从而结果上带来盈利能力的提升，同时随着资产利用效率的提升，ROE 呈现持续提升的趋势。

图 6：特色原料药板块核心推荐逻辑

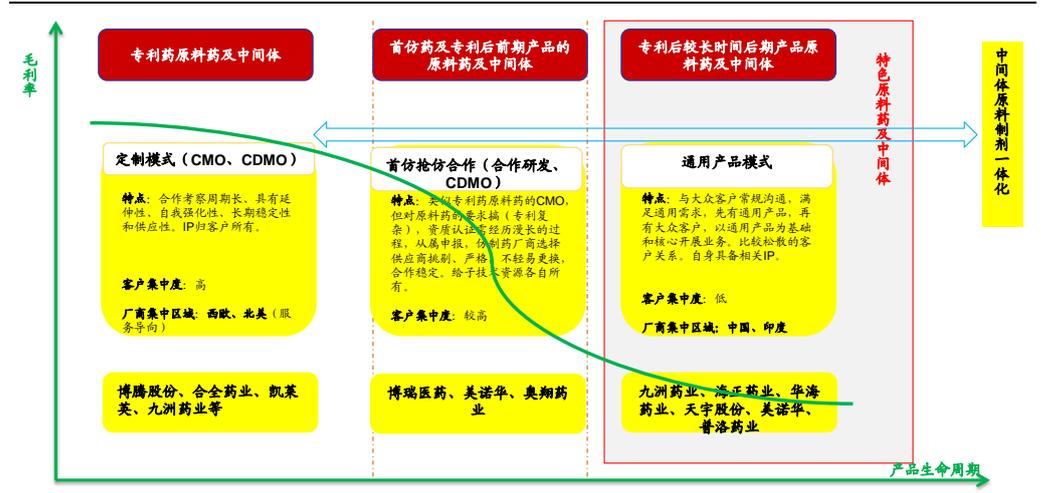


资料来源：浙商证券研究所

CMO 业务的拓展提升了 API 板块的行业天花板。我们认为 CMO 和 API 同属医药制造业，但是在盈利能力和资产周转率方面存在比较大的差异，而 CMO 业务的拓展，是我

们过去 1 年多最新产业观察，发现的产业新动态，这背后反映的是需求端的释放（Me-too 类新药进入商业化拓展期，有优化供应链体系的需求，外包成为一个重要的选择），而供给端的承接能力看，仿制药 API 势必成为一个很重要的选择，背后的支撑是合规性产能和规模化生产能力的完善，所以，从结果上，这呈现了一种供给决定需求的产业特点，我们也坚定看好这种拓展的可行性，这对于提升仿制药 API 公司的盈利能力和业绩弹性均有很大的帮助。

图 7：特色原料药板块围绕药品研发生命周期的产业链讨论



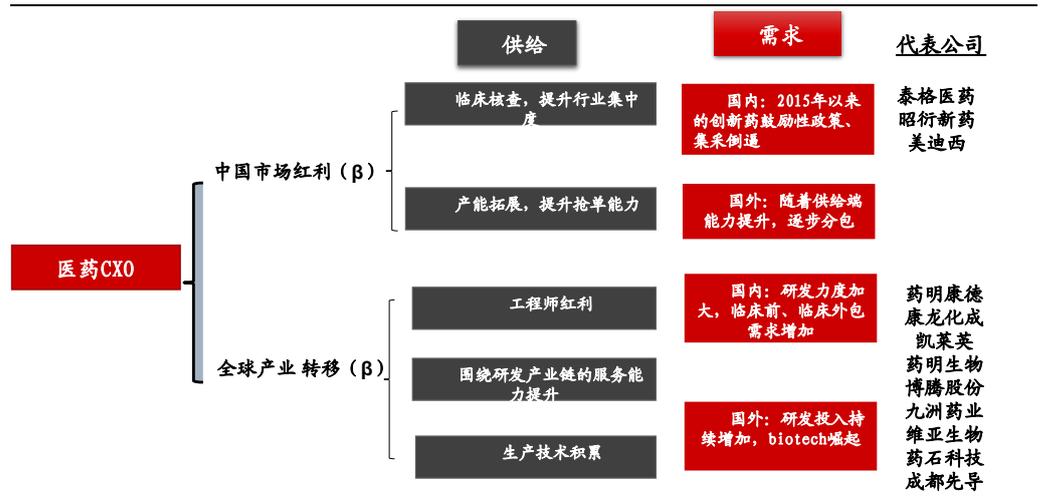
资料来源：浙商证券研究所

2.1.2. 医药外包 (CXO)：赚的是 β 还是 α ?

我们看好国内医药 CXO 中长期的投资机会，同时在投资把握上，需要明确该板块赚 β 的钱还是 α 的钱。基于国内医药外包公司全球化参与程度、需求端驱动的差异、技术积累迭代阶段差异，我们将国内医药外包板块的投资分为 4 条主线：

- 1) 受益于中国市场红利逻辑， β 属性比较强。如泰格医药、昭衍新药、美迪西等；
- 2) 全球产业转移已经进入相对成熟阶段，更强调 α 属性的（服务链拓展、内部业务结构升级）。如药明康德、康龙化成；
- 3) 全球产业转移处在初期（ β 属性强），同时供给端技术能力要求比较（ α ）的细分领域，典型的如 CDMO 板块。如凯莱英、博腾股份、九洲药业等；
- 4) 药品研发早筛平台，不是 CXO 的 CXO，推荐关注商业模式的拓展节奏。如维亚生物、药石科技、成都先导等。

图 8：国内医药 CXO 供需讨论



资料来源：浙商证券研究所

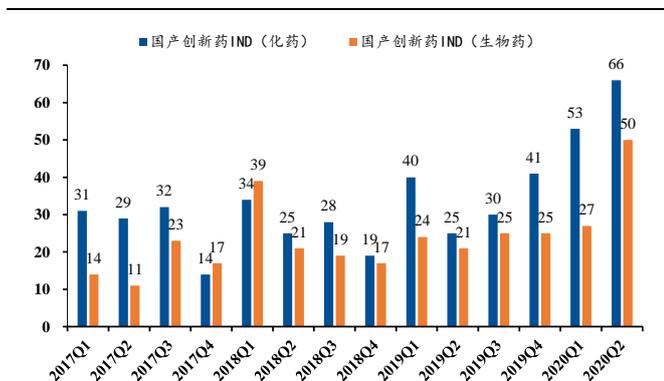
2.2. 创新药：供给端进入兑现窗口期

我们认为：国内创新药板块是供给决定需求释放的属性，无论是产业基本面还是二级市场，因此我们也更加关注供给端的变化。

2.2.1. 产品供给端：数量、质量

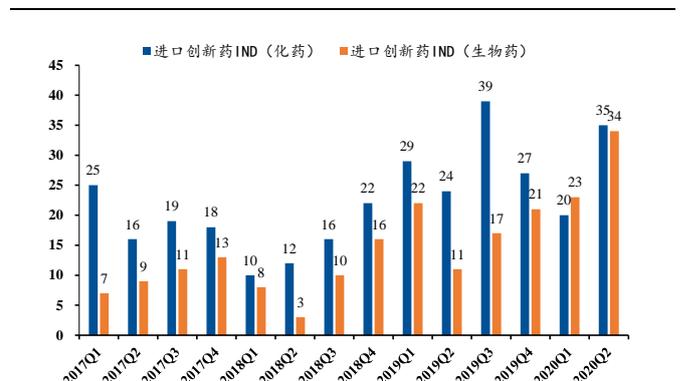
本土创新药 IND 数量持续新高：新药研发领域热情持续高涨，国产 IND 申请数创历史新高。2020Q2，国内 1 类化药 IND 数量合计 66 个，同比上升 164%，1 类生物药 IND 数量 50 个，同比上升 138%；进口化药 IND 数量 35 个，同比上升 46%，进口生物药 IND 数量 34 个，同比上升 209%。我们发现，二季度 IND 申请数量较一季度实现井喷，国内化药、生物药、进口生物药较去年同期均实现翻倍增长，国内申请总数远超进口。我们认为随着临床试验的逐步推进，国产创新药 NDA 申请及上市数量有望在 5-10 年内全面反超进口，创新药格局将迎来新态势。

图 9：国产创新药 IND 数量 (个)



资料来源：CDE，浙商证券研究所

图 10：进口创新药 IND 数量 (个)

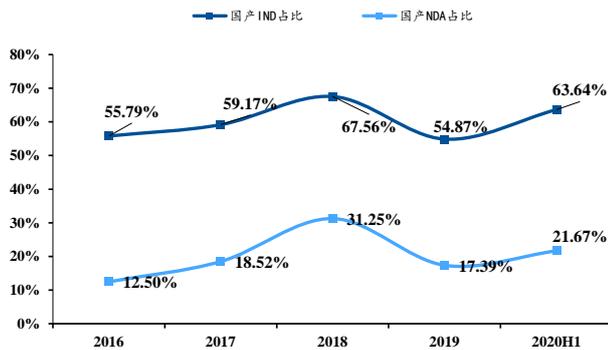


资料来源：CDE，浙商证券研究所

我们认为：2023-2026 年有望迎来本土创新药上市数量反超进口药拐点，国产创新药黄金发展期。目前国产创新药 NDA 数量仍与进口创新药存在差距，但是我们认为以 2016 年 IND 数据为基准外推 7-9 年（2023-2026 年）国产创新药当年获批上市数量有望超过进口创新药。从 NDA 占比看，2019 年国产创新药 NDA 申报数量占比 17%，2018 年占比

31%。将2016-2019年IND数量进行6-8年（临床试验开展周期5-7年，但是考虑到2018年以前有IND审批周期，因此预期从IND到完成临床周期6-8年）外推，国产创新药当年上市数量的峰值也有望在2023年-2026年（NDA审评审批周期1年）得到持续刷新，并逐渐超过进口创新药获批上市的数量，这也有望为国内创新药市场格局的重塑奠定基础。从2017-2019年国内创新药获批情况来看，国产创新药品种上市占比在稳步提升中，这也验证了国产创新药进入收获期的趋势。

图 11：国产 1 类创新药 IND 和 NDA 品种数量占比



资料来源：CDE，浙商证券研究所

图 12：国产 1 类创新药和进口创新药获批品种数量统计



资料来源：CDE，浙商证券研究所

本土创新药质量逐步获得国际认可，ICH 下本土创新有望更快走向国际。2019年11月百济神州的泽布替尼获得FDA批准上市意义重大，第一个本土创新药品种成功获得FDA认可意味着本土创新质量逐步跟国际接轨。目前本土创新药企业也在积极参与国际化竞争，寻求国际化突破。从我们目前的梳理来看，未来的3-5年，本土创新药海外上市的数量有望持续突破。我国第一个本土生物类似药复宏汉霖的利妥昔生物类似药预计也将于2020Q3获得欧盟批准上市，正式登陆欧盟市场，显示出本土大分子创新药国际化的新突破。

表 3：本土创新药海外临床进展

公司	产品	靶点/作用机制	适应症	美国临床进展
绿叶制药	LY03004 (Rykindo) (利培酮缓释微球肌肉注射制剂)	D2 多巴胺受体	精神分裂症及躁动症	NDA 受理 (20190529)
	LY03005 (盐酸安舒法辛缓释片)	5-羟色胺-去甲肾上腺素-多巴胺三重再摄取抑制剂	中度至重度抑郁	NDA 受理 (20200304)
	LY03003 (注射用罗替戈汀缓释微球)	非麦角林多巴胺受体激动剂	帕金森氏病	III
百济神州	Zanubrutinib	BTK	R/R MCL	19.11.15FDA 批准上市
	Zanubrutinib+rituximab	BTK	1L MCL	III
	Tislelizumab	PD-1	2L NSCLC, 1L 肝癌, 2L 食管鳞状细胞癌	III
	Tislelizumab+chemo	PD-1	1L 胃癌, 1L 食管鳞状细胞癌	III
	Pamiparib	PARP	1L 铂敏感胃癌	III
亿帆医药	F-627 (贝格司亭)	-	中粒细胞减少症 (美国/欧洲)	III (达到主要临床终点)
贝达药业	X-396(恩莎替尼)	ALK	ALK+ 非小细胞肺癌	III

康弘药业	康柏西普	VEGF	湿性黄斑变性等	III
和黄中国医药	Savolitinib + Tagrisso	c-Met+EGFR	(2L/3L EGFRm, Tagrisso ref., MET+) NSCLC	III
索元生物	Enzastaurin+ R -CHOP	PKCβ	DLBCL	III
恒瑞医药	卡瑞利珠+阿帕替尼	多靶点	1L 肝癌	III
万春药业	Plinabulin (普那布林)	-	化疗引起的中性粒细胞减少	III
	Plinabulin (普那布林)+多西他赛	-	非小细胞肺癌	III
海思科	HC-1119	AR 受体抑制剂, 恩杂鲁胺 me-better	1L 前列腺癌	III

资料来源: 各公司公告、各公司年报和各公司官网, 浙商证券研究所

2.2.2. 二级市场: 本土创新药标的持续丰富, 科创板溢价明显

受益于国内融资环境利好, 本土创新药标的持续丰富。科创板上市创新药企业溢价明显, 相对于发行价涨幅超前, 体现出市场对创新药企业的较高关注度。2020H1 科创板新增 8 个创新药企业上市, 港股 2 家, 君实生物也已于 2020 年 7 月 15 日上市, 国内上市的创新药企业质量和数量均呈现较好的趋势。

表 4: A+H+科创板创新药标的越发丰富

公司名称	总市值 (截至 2020 年 6 月 30 日)	2020H1 涨跌幅 (%)	
贝达药业	561.32	114.26	
信立泰	310.25	51.87	
丽珠集团	412.34	50.32	
亿帆医药	283.61	44.81	
A 股创新药公司	康弘药业	434.30	38.80
海思科	285.92	33.05	
复星医药	811.29	29.20	
恒瑞医药	4,898.13	29.85	
科伦药业	302.36	-7.71	
信达生物	772.30	117.39	
君实生物	102.06	106.85	
亚盛医药-B	98.60	57.33	
康方生物-B	292.00	52.67	
诺诚健华-B	189.51	49.85	
翰森制药	2,160.43	43.42	
华领医药-B	74.69	41.60	
H 股创新药公司	中国生物制药	1,836.94	34.58
复宏汉霖-B	282.07	28.62	
康宁杰瑞制药-B	168.21	24.62	
中国抗体-B	43.07	16.94	
百济神州	1,152.25	13.16	
歌礼制药-B	35.73	7.67	
基石药业-B	113.77	3.95	
石药集团	1,095.60	-5.47	
绿叶制药	154.00	-17.57	

公司名称	总市值（截止 2020 年 6 月 30 日）	2020 上市后相对发行价涨跌幅（%）
特宝生物	287.85	759.15
复旦张江	354.93	344.58
神州细胞	328.77	291.19
科创板创新药公司		
泽璟制药	200.18	251.98
吉贝尔	85.06	115.49
百奥泰	245.47	111.54
南新制药	74.48	73.55
微芯生物	256.66	10.59（2020H1 涨幅）

资料来源：Wind，浙商证券研究所

重点关注已经进入创新药管线兑现期且研发能力强劲的优质企业。目前很多本土 Biotech 相继进入创新药管线的收获期，恒瑞医药已经有 6 款创新药上市，贝达药业恩莎替尼也即将获批上市，复宏汉霖的曲妥珠单抗生物类似药有望成为汉利康之后又一个实现上市的第一个本土生物类似药品种，百济神州的泽布替尼和替雷利珠单抗也已成功上市，信达生物和君实生物 PD-1 药物上市后业绩表现良好。面对国内很多未满足临床需求的疾病领域，这些本土创新药上市后将较大的提升药物可及性，并以优质的临床数据快速提升在国内患者中的认可度。创新药企业不断丰富的管线将是创新实力的最佳验证，我们建议重点关注创新药龙头企业**恒瑞医药、中国生物制药、复星医药**，以及创新药 biotech 企业**康弘药业、信达生物、君实生物、复宏汉霖、百济神州、贝达药业**等。

2.3. 医药消费领域的创新升级：疫苗、血制品、中药

我们认为：疫苗和血制品是医药里的刚需品种，中药属于中国特色兼具消费属性的品种，疫苗重磅品种放量（13 价肺炎、HPV 疫苗等）、血制品疫情影响的价格弹性、具备资源品属性的中药，构成医药消费领域的核心投资机会。

2.3.1. 疫苗：大品种进入收获期，新冠疫苗机会贯穿全年

我们认为国内疫苗企业经历过去十几年的研发布局，目前逐步进入品种收获期。康泰生物、智飞生物、沃森生物、科兴生物、万泰生物等一批企业经过过去十几年的研发布局，产品逐步进入收获期，未来 3-5 年建议关注的品种包括**康泰生物**（四联苗、23 价肺炎大幅增长，看点：13 价肺炎、人二倍体狂苗研发进展、新冠疫苗研发推进）、**智飞生物**（EC+微卡、HPV 代理、五价轮状、新冠疫苗研发进展）、**沃森生物**（13 价肺炎、八百破疫苗放量增长，看点：HPV 疫苗、新冠疫苗研发推进）、**万泰生物**（2 价 HPV 疫苗放量，看点：9 价 HPV 研发推进）、**华兰生物**（四价流感疫苗）、**康华生物**（二倍体狂苗）、**康希诺**（四价流脑、新冠疫苗二期数据披露及三期进展）、复星医药（新冠疫苗合作）等创新疫苗企业。

2.3.2. 血制品：供需决定，持续景气

我们认为：血制品将处于景气度持续上升趋势进口白蛋白受海外疫情影响有望持续供给收缩（海外血制品企业 80%左右产能在欧洲和美国，欧洲 44%，美国 35%；采浆 60%在美国，20%在欧洲），预计全年血制品总需求不会减少：国内血制品静丙、白蛋白、凝血八因子和复合物需求刚性，从全年来看，正常的血制品需求不会减少。总需求的不变甚至增加，血制品总供给的减少，血制品在接下来 2 年内都将处于景气度持续上升趋势，价格有望往上走。继续推荐血制品龙头**华兰生物、天坛生物**。

2.3.3. 中药：短期仍承压，营销调整、品种迭代是核心

我们认为：中药品种的分析极少存在价格的问题，核心是量，也就是产品的价值定位，影响其放量的空间，我们建议持续关注管理层激励推进的**云南白药**、营销体系优化带来经营逐步呈现拐点的**康缘药业**、儿童用药领域稀缺标的**济川药业**、**一品红**。

3. 器械创新升级：补短板+技术迭代，推荐优质赛道机会

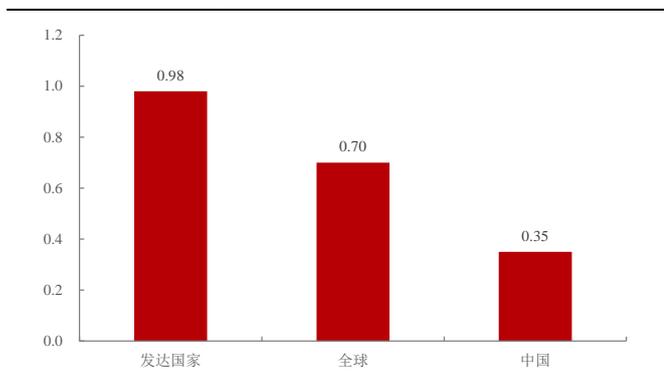
我们认为：凭借技术快速迭代、需求端进口替代及全球竞争力提升，创新医疗器械领域将是国内医药板块不容忽视的大市值板块，必将持续孕育、诞生精彩的投资机会。带量集采启动、仿制药估值体系重构，即使有降价趋势蔓延的预期，基于器械产品非标准化、国产品牌仍未成熟的现状，医疗器械受影响程度还较小。

3.1. 需求：国内医疗器械使用率、国产替代率不足，处于补短板阶段

由于我国医疗体制的原因，器械：药品市场规模的比例约 1：3，与发达国家约 1：1 的比例相去甚远；如今破除以药养医、取消药品加成，医疗器械销售占比有望持续提升。

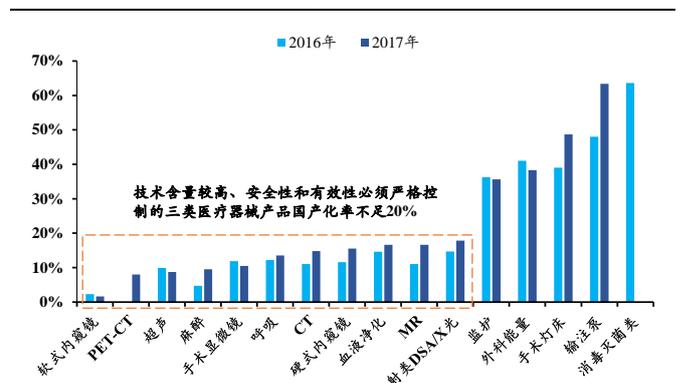
此外，我国医疗器械产业起步较晚，虽然在一些中低端领域已经占据大部分市场，但是在技术、品牌、渠道、服务等方面竞争力较弱，高端市场仍由外资企业占据，内窥镜、超声、MR、CT 等产品在上海二级以上医院国产化率不足 20%。随着国内企业不断引进国外先进技术并吸收自用，有望在高端市场也逐步实现进口替代。

图 13：2016 年我国医疗器械和药品人均消费额比例



资料来源：Evaluate，中国医疗器械行业协会

图 14：上海地区二级以上医院国产医疗设备市场占有率情况



资料来源：上海市医疗设备器械质控中心，浙商证券研究所

近几年产业政策方面的也给予很较大的支持：在审批流程上，国家设立专项医疗器械快速审批通道，加速推进优秀医疗器械的上市；在进口替代上，《中国制造 2025》指出，2020 年、2025 年 2030 年县级医院国产中高端医疗器械占有率分别达 50%、70%和 95%。

表 5：政策文件密集出台，推动医疗器械企业提高创新和研发能力，提升国产化率

时间	机构	文件	内容
2014.2	药监局	特别审批程序（试行）	《创新医疗器械对产品主要工作原理/作用机理为国内首创、产品性能或者安全性与同类产品比较有根本性改进、技术上处于国际领先水平、并且具有显著的临床应用价值的医疗器械优先进行审评审批。
2015.5	国务院	《中国制造 2025》	提高医疗器械的创新能力和产业化水平，重点发展影像设备、医用机器人等高性能诊疗设备，全降解血管支架等高值医用耗材，可穿戴、远程诊疗等移动医疗产品。
2015.10	工信部	《中国制造 2025》重点领域技术路线图	提出医疗器械产业发展目标：2020 年、2025 年 2030 年的年产业规模分别达 6000 亿、1.2 万亿和 3 万亿，县级医院国产中高端医疗器械占有率分别达 50%、70%和 95%。重点发展产品包括医学影像设备、临床检验设备、先进治疗设备等。
2016.7	发改委	《关于促进医药加快医疗器械转型升级，研制核医学影像设备 PET—CT 及产业健康发展的 PET—MRI、多排螺旋 CT、彩色超声诊断等高性能诊疗设备。指导意见》	推动全自动生化分析仪、化学发光免疫分析仪、五分类血细胞分

		析仪等体外诊断设备和配套试剂产业化。
2017.11	药监局	接受医疗器械境外临床试验数据技术指导原则（征求意见稿） 为申请人通过医疗器械境外临床试验数据申报注册以及监管部门对该类临床试验数据的审评提供技术指导，避免或减少重复性临床试验， 加快医疗器械在我国上市进程。
2017.11	发改委	增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年） 加快高端医疗器械产业化及应用，重点支持 PET-MRI、超声、内窥镜等创新医疗器械产业化。支持具备一定基础的 PET-CT、CT、MRI 等高性能影像设备，化学发光免疫分析仪等体外诊断产品，高精度即时检验系统（POCT）等产品升级换代和质量性能提升。
2018.5	科技部	《“十三五”生物技术创新专项规划》 支持生物医学工程与医疗器械发展。突破一批高端大型医疗器械与仪器设备核心零部件开发技术，健全产品评估体系及能力支撑平台，加快发展医学影像设备、医用机器人、新型植入装置、新型生物医用材料、体外诊断技术与产品、可穿戴设备等产品。
2019.8	国家药监局	《关于扩大医疗器械注册人制度试点工作的通知》 加快推进医疗器械产业创新发展，在前期上海、广东、天津自贸区开展医疗器械注册人制度试点工作的基础上，进一步扩大医疗器械注册人制度试点，为全面实施医疗器械注册人制度进一步积累经验。
2020.1	财政部	《关于调整重大技术装备进口税收政策有关目录的通知》 涉及生产数字化医疗影像设备、生物工程和理疗生产专用设备三种设备需要相关进口零部件的医疗器械企业，可以享受免征关税和进口环节增值税。
2020.5	发改委	《公共卫生防控救治能力建设方案》 全面做好公共卫生特别是重大疫情防控救治的补短板、堵漏洞、强弱项工作，加强公立医疗卫生机构建设。每省至少有一个达到生物安全三级（P3）水平的实验室，每个地级市至少有一个达到生物安全二级（P2）水平的实验室。

资料来源：药监局，国务院，工信部，发改委，浙商证券研究所

3.2. 供给：技术积累推动产品升级，国产化率逐步提升

居民健康意识提高、就医需求释放，供给方面也水涨船高，2018 年我国医疗器械市场规模达 5304 亿元，过去 18 年我国医疗器械市场规模年均复合增长率高达 22%，高于药品市场 14% 的年均复合增速。

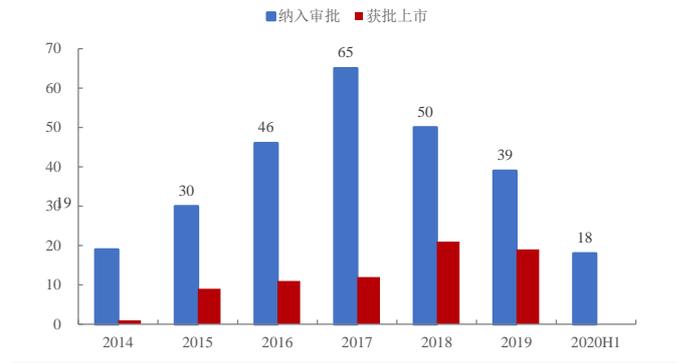
国内医疗器械企业在技术领域逐步积累，其中 2019 年上市的医疗器械企业研发支出平均为 1.36 亿元，占营业收入比例为 9.79%；自 2014 年国家食品药品监督管理总局发布了《创新医疗器械特别审批程序（试行）》、设立专项医疗器械快速审批通道以来，每年进入创新医疗器械特别审批的产品在不断增多，截至 2020 年 5 月，已有 267 个产品进入创新医疗器械特别审查。得益于科技进步和企业积累，国产品牌在监护等领域已经实现进口替代，而在麻醉、呼吸、CT、MR 等领域的国产化率也在逐步提升（参考 3.1 图 3）。我们认为，随着国内技术的迅猛发展以及企业的持续积累，进口替代进程将持续进行。

图 15：中国医疗器械市场规模及增速



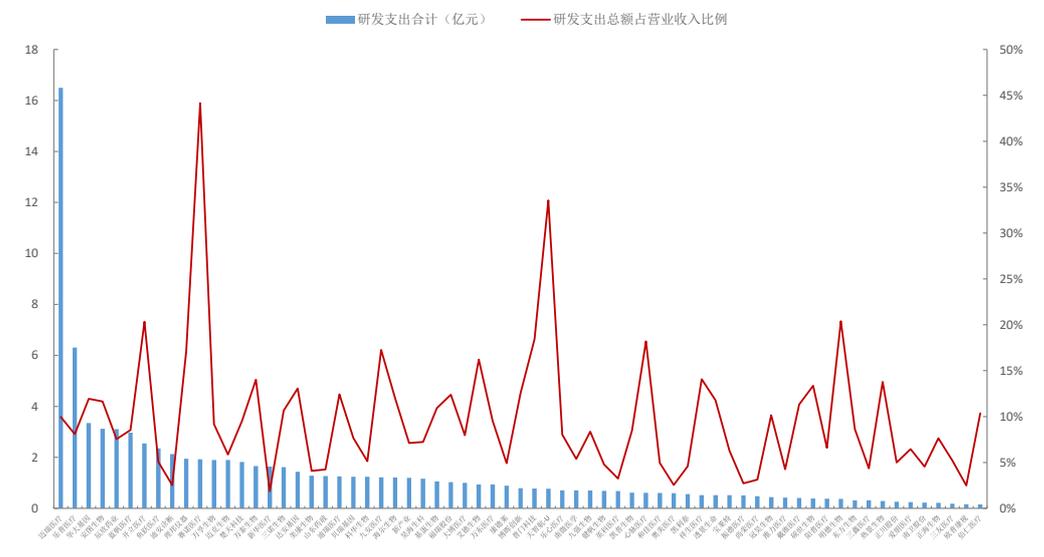
资料来源：中国医药物资协会，浙商证券研究所

图 16：创新医疗器械特别审批程序纳入审批和获批上市产品



资料来源：药监局，浙商证券研究所

图 17：医疗器械公司研发支出情况

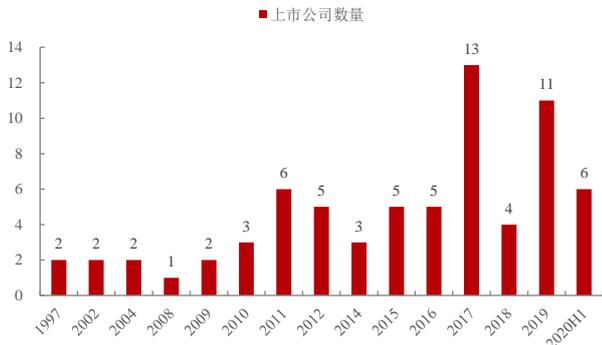


资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

3.3. 医疗器械板块上市公司数量和市值占比明显提升

近几年越来越多的医疗器械公司登陆 A 股市场。截至 2020 年上半年，A 股上市医疗器械总数已经达到 70 家。医疗器械企业的市值合计在医药板块市值占比也在逐年提升，截至 2019 年占比接近 18%。由此显示了医疗器械板块的高景气度，投资价值明显，医疗器械主要领域的龙头企业以及新上市且具备较强成长性的细分领域领先企业值得重点关注。

图 18： 历年医疗器械上市公司数量变化



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图 19： 医疗器械在医药板块中的市值占比增至接近 18%



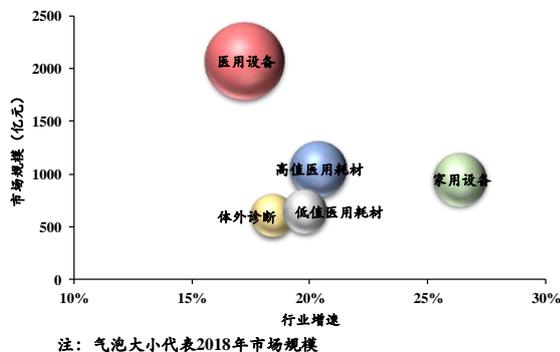
资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

3.4. 投资建议：关注迈瑞医疗、凯普生物等优质个股

医疗器械可以大概分为五类：医用设备、家用设备、体外诊断、高值耗材和低值耗材。从市场规模来看，医用设备规模最大，低值耗材和体外诊断相对较小；从行业增速来看，家用设备受益于老龄化、医疗消费升级而呈现高增速。

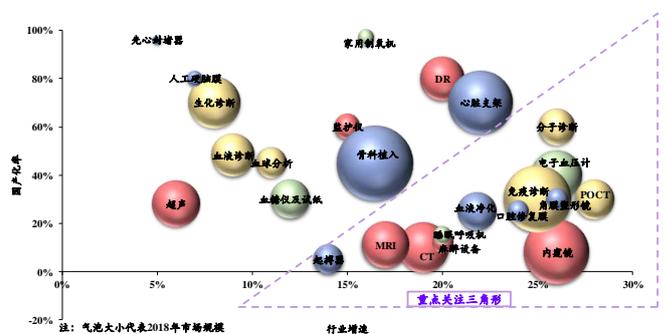
参考“增速+空间”原则初步筛选、综合考虑，我们认为免疫诊断、分子诊断、POCT 等位于“重点关注三角形”区域的细分领域，处于高速发展期、进口替代空间大，需重点关注，依次关注迈瑞医疗、万孚生物、凯普生物等优质个股。

图 20： 中国设备市场规模最大、家用设备由于老龄化增速较



资料来源：医疗器械蓝皮书，浙商证券研究所

图 21： 综合“增速+空间”，聚焦“重点关注三角形”领域



资料来源：中国医学装备协会，浙商证券研究所

3.4.1. 迈瑞医疗

国内医疗器械龙头企业，三大领域产品为业内最全。迈瑞医疗覆盖生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大板块业务，且各块业务均为国产第一品牌，营业收入和归母净利润稳居国内首位。在专利储备方面，迈瑞医疗每年研发投入十余亿远超同行，发明专利数量稳居国内行业第一。

销售渠道成熟，具备明显的平台效应。在国外，迈瑞医疗通过成功的直销或经销方式，快速进入至各大型综合医院、医疗集团、私人诊所等；同时，公司有国内成熟的经销商模式，通过强有力的经销商网络，辅以地方和国家大力推广国产的政策，能快速覆

盖国内基层医院和大型医院等。目前迈瑞医疗的销售体系覆盖国内近 11 万家医疗机构和 99% 以上的三甲医院，产品远销全球 190 多个国家和地区。

疫情环境下整体订单情况同比大幅增加。疫情阶段，迈瑞医疗一季度国内订单大幅增加，其中很大一部分是在湖北省，尤其是重灾区武汉市，二季度国际订单也持续增长。从 1 月底到 5 月中旬，迈瑞医疗已经交付超过 20 万台设备，其中国际市场交付超过 10 万台。疫情后阶段，截至 5 月底 IVD 和超声等销量已恢复至疫情前销量八成以上，预计 6 月份销量将全面恢复。

3.4.2. 凯普生物

分子诊断快速发展、暂无明显龙头，关注公司的渠道资源及产品迭代能力。分子诊断应用领域持续丰富、细分领域百花齐放，凯普生物主要产品所处的优生优育、性病、遗传病等妇幼领域合计占据分子诊断将近一半的应用场景。基于分子诊断处于每年市场规模增速超 20% 的快速发展期，平台型龙头暂未出现；因此对于相关企业的分析，我们更加关注公司的产品迭代能力以及渠道资源优势。

存量产品初步验证公司竞争力，关注 STD 十联检上市带来的业绩弹性。HPV 产品持续受益于渗透率提升、方法学替代，我们测算市场空间约 50 亿元，当前渗透率仅 27%。STD 系列检测产品市场空间有望达 60 亿元，当前渗透率不到 5%；公司独家产品 STD 十联检已经上市、公司计划全面推广 STD 系列产品，有望成为未来三年的主力品种。

“产品+服务”一体化优势体现，新冠检测对业绩增厚明显。公司新冠病毒核酸检测试剂盒获得 CE 认证、列入 WHO EUL，出口巴西、匈牙利等国累计几十万人份；旗下 18 家实验室全部获得新冠检测资质，预计上半年累计核酸检测量超过 170w 人份；同时参与几十家的 PCR 实验室建设，业绩增厚明显。此外，疫情期间分子诊断的重要性凸显，卫健委提出医院抓紧改造、形成核酸检测能力，公司作为妇幼领域的核酸检测龙头有望长期明显受益。

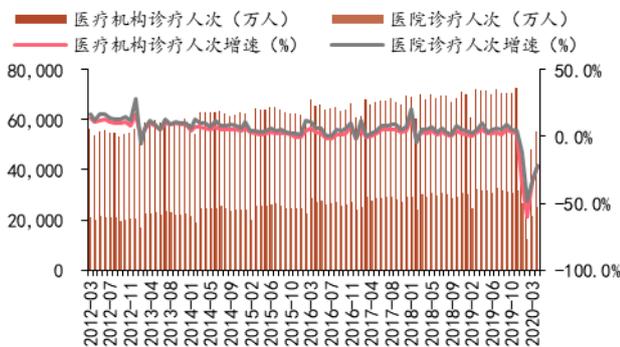
4. 医疗服务、商业：专科景气，头部集中

我们认为：2020 年以来，医疗服务和药店受到不同程度的疫情影响，但是从行业中期逻辑看，个股逻辑的医疗服务板块和处方外流、整合持续的药店龙头均有长期投资价值。

4.1. 医疗服务：中长期看好行业景气度&头部集中度双提升

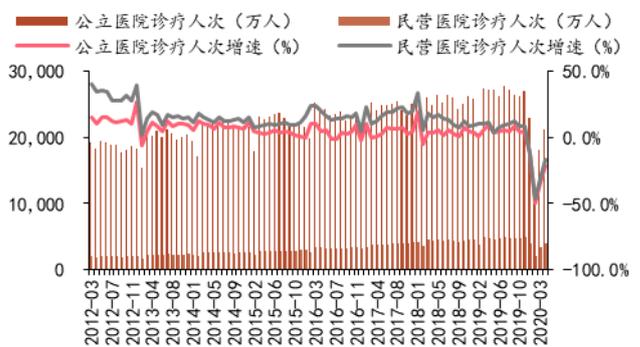
受新冠疫情影响，年初以来医疗服务就诊量显著下滑。根据国家卫健委信息统计中心的数据，2020 年前 4 月全国医疗卫生机构诊疗人次为 17.3 亿人次，同比下降 37.0%；医院 8.6 亿人次，同比下降 27.9%，其中公立/民营医院分别为 7.2/1.3 亿人次，分别同比下降 28.2%/26.1%。从单月增速来看，2-3 月下月最为严重，随着国内疫情逐步得到控制，4 月就诊量增速已开始反弹。

图 22：2012-2020M4 单月医疗机构及医院就诊人次及增速



资料来源：卫健委信息统计中心，浙商证券研究所

图 23：2012-2020M4 单月公立/民营医院就诊人次及增速



资料来源：卫健委信息统计中心，浙商证券研究所

从医疗服务行业核心标的近期业绩来看，2020 年一季度整体受新冠疫情影响显著，其单季度扣非归母净利润大幅下滑甚至转负（其中 ICL 龙头金域医学因承接新冠病毒核酸检测等因素利润实现增长），但随着疫情得到有效控制，下属医院陆续复工，经营情况已有快速恢复。根据 2020 年一季报披露的数据，通策医疗 3 月末经营情况已恢复并超越 2019 年同期水平，截至 4 月 19 日，爱尔眼科除武汉外前十大医院营业收入基本接近或恢复至同期水平，预计二季度仍有较快恢复。

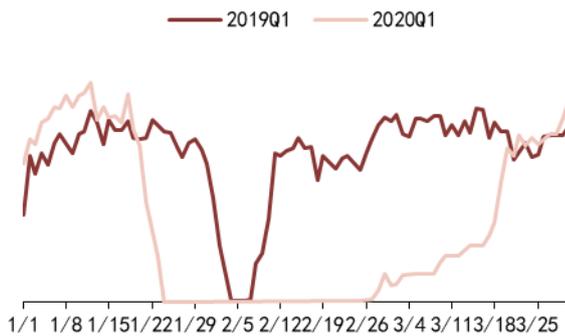
表 6：医疗服务重点公司 2019Q4-2020Q1 收入及利润情况

		爱尔眼科	通策医疗	美年健康	金域医学	迪安诊断
营业收入 (亿元)	2019Q4	22.58	4.73	22.47	13.49	22.43
	2019A	99.90	18.94	85.25	52.69	84.53
	2020Q1	16.42	1.93	5.35	11.71	15.33
归母净利润 (亿元)	2019Q4	1.48	0.63	-12.58	0.83	-0.04
	2019A	13.79	4.63	-8.66	4.02	3.47
	2020Q1	0.79	-0.19	-5.99	0.48	0.07
扣非归母净利润 (亿元)	2019Q4	1.94	0.60	-11.10	0.59	-0.46
	2019A	14.29	4.53	-8.69	3.19	2.72
	2020Q1	0.26	-0.23	-5.99	0.42	0.02
营业收入增速 (%)	2019Q4	19.8%	23.8%	-14.9%	11.7%	7.8%
	2019A	24.7%	22.5%	0.8%	16.4%	21.3%
	2020Q1	-26.9%	-51.1%	-58.2%	0.6%	-16.5%
归母净利润增速 (%)	2019Q4	29.7%	11.8%	-409.2%	20.7%	-104.6%

	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	金城医学	迪安诊断
2019A	36.7%	39.4%	-205.6%	72.4%	-10.6%
2020Q1	-73.4%	-119.6%	-405.7%	13.1%	-90.8%
2019Q4	21.9%	7.7%	-401.7%	12.5%	-176.1%
扣非归母净利润增速 (%)					
2019A	32.4%	38.6%	-222.2%	67.3%	-17.5%
2020Q1	-90.5%	-125.2%	-121.3%	12.0%	-96.9%

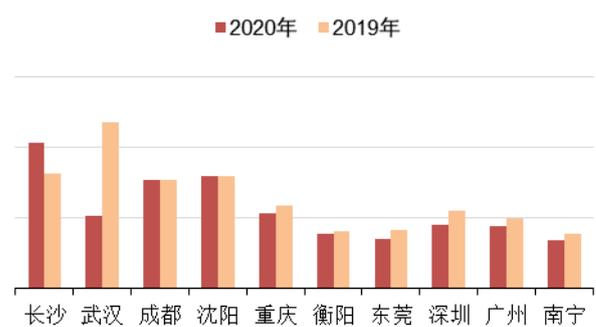
资料来源：浙商证券研究所

图 24：通策医疗 2019Q1/2020Q1 营收变动情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 25：爱尔眼科 2019/2020 年 4.1-4.19 营业收入对比



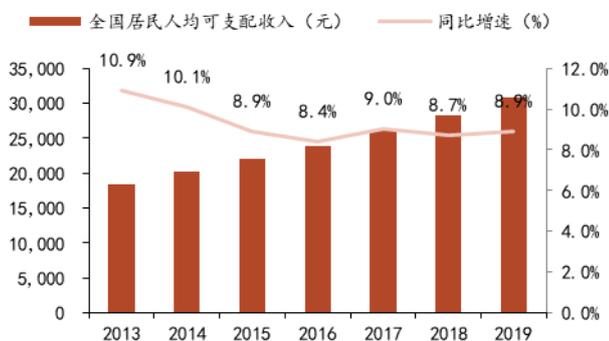
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

短期疫情影响有望修复，中长期看好行业景气度&龙头集中度双提升。展望 2020 年下半年，我们认为：短期来看，随着全国范围内疫情进入末期，社会生产生活秩序逐步恢复正常，预计在未出现疫情大规模反弹的情况下，下半年医疗服务公司业绩受疫情的影响将进一步减轻，其中眼科、口腔等医疗服务，因其能够直接改善患者生活品质，具有一定的刚需属性，疫情消退后暂时被压制的需求有望快速释放。

中长期看，我们认为医疗服务行业仍处于景气度上升通道：

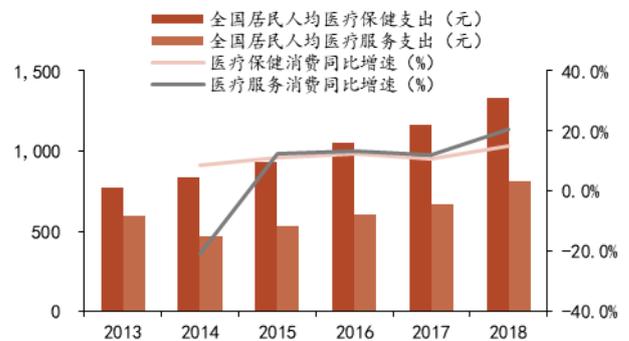
- **需求端：**我国居民可支配收入不断提高，人口老龄化日趋严重及居民医疗保健意识稳步增强，以上三大长期趋势共同驱动医疗消费支出持续增长，且居民对于专科化、连锁化、高端化为主要特点的差异化医疗服务需求提升（消费升级），此为医疗服务行业奠定了长期稳定成长的基础。

图 26：2013-2019 年全国居民人均可支配收入及增速



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

图 27：2013-2018 年全国人均医疗保健及服务支出及增速



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

- **供给端：**特色专科连锁及 ICL 龙头在经过前期的技术积累、品牌竞争力已经形成；民营特色专业医疗接受度提升，已经进入商业模式快速复制期。疫情对公立医院和中小民营机构冲击更大，龙头市占率有望进一步提升。

- **政策环境:** 医疗服务行业主要上市公司医保占比低，在医保控费背景下基本不受影响，且控费有利于检测成本项目外包，利好 ICL 企业；专科医院有助于富集医疗服务资源，提升医疗资源合理配置，于国家推行分级诊疗政策方向符合，政策环境相对良好。

从细分领域来看，我们看好专科医院中高需求、高壁垒、低渗透率的黄金赛道中具有较强复制能力及较高运营效率的优质行业龙头，以及外包比例持续提升、竞争格局显著改善的 ICL 龙头。

- **眼科:** 国内青少年学习压力大、电子产品快速推广以及人口老龄化，造成了我国具有数量庞大的屈光不正及白内障患者。根据中国健康发展研究中心《国民视觉健康报告》预测，2020 年我国近视人口将达到 7 亿人，患病率接近 50%；而根据中华医学会眼科分会的统计，我国 60-89 岁人群白内障发病率约为 80%，据此测算当前全国白内障患病人群接近 2 亿。以上因素奠定了眼科医院拥有庞大的需求及广阔的市场空间，赛道优质，使得我国近十几年来眼科医院收入始终维持在 20% 以上的增速。

图 28：2005-2018 年眼科医院收入及增速



资料来源：卫健委，浙商证券研究所

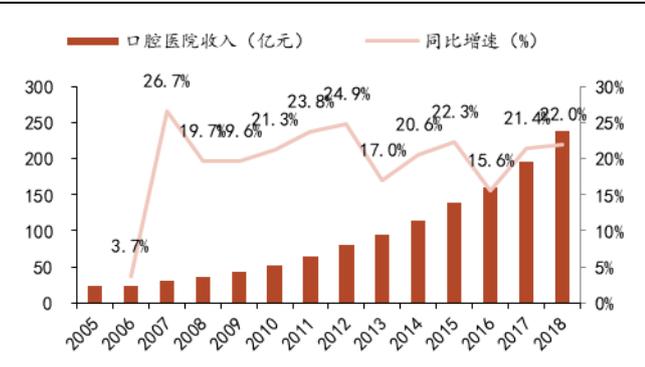
图 29：2003-2018 年眼科专科医院数量及增速



资料来源：卫健委，浙商证券研究所

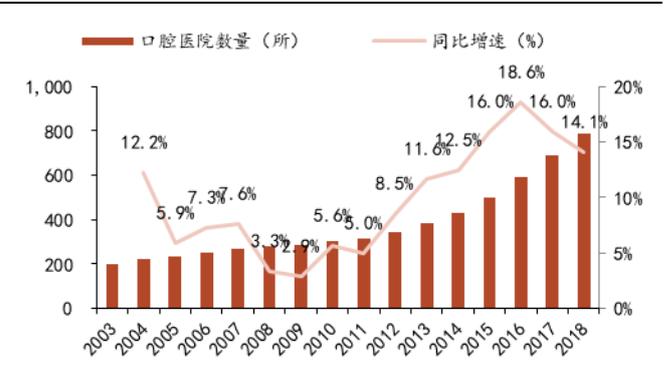
- **口腔:** 根据卫计委于 2015 年发布的《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》，我国 5 岁儿童乳牙龋患率达 71.9%，12 岁儿童恒牙龋患率达 38.5%；中年人牙石及牙龈出血检出率分别为 96.7%/87.4%；老年人义齿修复率 63.2%，整体看口腔类疾病呈现出患病率较高，治疗率较低的态势，行业空间广阔。从口腔专科医院收入增速来看，2008-2018 年十年 CAGR 为 20.8%，与眼科同为空间大、增长快的优质赛道。

图 30：2005-2018 年口腔医院收入及增速



资料来源：卫健委，浙商证券研究所

图 31：2003-2018 年口腔专科医院数量及增速



资料来源：卫健委，浙商证券研究所

- **辅助生殖:** 根据计生委统计,我国不孕不育率在2018年达到15%左右,预计在2020年将达到17%,患者人数达到5,000万以上。且当前我国辅助生殖渗透率较低,在不孕不育患者中通过辅助生殖方式生育者占比不足10%。随着中国“二胎”政策的全面开放及大众对辅助生殖技术认知提升,行业需求旺盛,增长空间广阔;同时由于辅助生殖行业壁垒极高,尤其是IVF(试管婴儿)资质稀缺,导致辅助生殖服务行业供不应求,行业竞争格局良好,因此享有较高盈利能力,发展潜力巨大。
- **ICL:** 2019年我国第三方医学市场规模约为188亿元,预计在国家政策的支持下,未来5年CAGR有望达到35%,到2024年市场摸突破800亿。我国ICL行业2018年渗透率仅为5%,远远低于发达国家(美国36%、德国50%、日本67%),有较大的提升空间。竞争格局来看,目前金域医学、迪安诊断、艾迪康及达安基因2018年市场份额分别为34.1%/17.6%/12.0%/5.1%,仅前两名市占率已经超过50%,已形成寡头垄断,行业龙头优势显著。

根据以上分析,我们重点看好以下细分行业龙头:

- **爱尔眼科:** 眼科医疗服务龙头,截止2019年12月31日,公司拥有境内医院105家,门诊部65家;并购基金旗下医院275家,门诊部37家。随着全国医疗网络不断完善,规模效应和分级连锁优势进一步体现,持续强化品牌力以及竞争优势。
- **通策医疗:** A股唯一上市口腔医疗服务机构,已在全国各地开设32家口腔医院。公司采取“区域总院+分院”的发展模式,快速提升分院效率;“种植倍增计划”、“蒲公英计划”的推进,有利于其在医疗资源的利用效率及浙江地区渗透率的加速提升,带来业绩增量。
- **锦欣生殖:** 公司是国内排名前五的辅助生殖服务机构中唯一的私立机构,业务版图由四川拓展至深圳、美国西部等地,2018年在国内市场收入份额3.9%,排名全国第二;在美国市场收入份额2.5%,排名全美第三,拥有雄厚的医疗实力。在主营业务辅助生殖服务的基础上,公司积极开展IVF治疗阶段前后的备孕与保胎治疗,同时积极布局海外,老挝医学中心有望年内落地。
- **金域医学:** 国内ICL行业龙头,截止2019年年底已在全国建立了37家中心实验室,2018年市占率超过34%,显著高于竞争对手。公司目前大部分实验室进入盈利阶段,业绩迎来向上拐点。新冠疫情期间核酸检测业务彰显实力并树立品牌形象,为公司发展带来机遇。

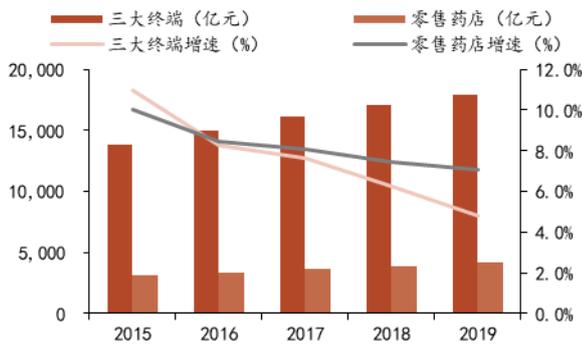
4.2. 商业: 龙头扩张当时, 马太效应凸显

4.2.1. 药店: 处方外流及集中度提升延续, 后疫情时代“互联网+”催化提速

从销售金额看,2019年全国公立医院、零售药店和公立基层医疗三大终端合计实现17,955亿元,同比增长4.8%;其中零售药店实现4,196亿元,同比增长7.1%。零售药店销售额增速显著高于整体导致其在三大终端中销售占比进一步提升,2019年占比达到23.4%,较上年提升0.5pcts。

从零售药店数量看,2019年全国药店总数为48.0万家,同比下降1.9%;其中连锁药店总数为26.7万家,同比上升4.9%。二者此消彼长带来零售药店连锁率大幅提升,2019年全国连锁率达到55.7%,同比上升3.6pcts。

图 32：2015-2019 年三大终端及零售药店销售额及增长率



资料来源：米内网，浙商证券研究所

图 33：2015-2019 年三大终端销售额结构占比



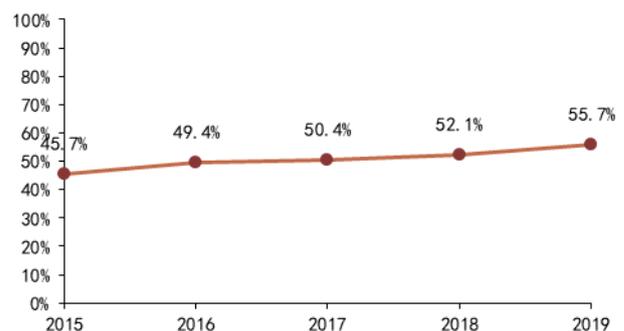
资料来源：米内网，浙商证券研究所

图 34：2015-2019 年零售药店及连锁药店数量及增长率



资料来源：《中国药店》，浙商证券研究所

图 35：2015-2019 年零售药店连锁率



资料来源：《中国药店》，浙商证券研究所

整体而言，随着我国药品终端销售金额基数的增长，其增速持续放缓，但其中零售药店增速于 2016 年起持续高于整体，且二者增速差距持续拉大，放缓速度显著慢于整体，处方外流为其背后的一大驱动因素。药店数量增长趋缓，2019 年出现净减少，2019 年店均服务人口为 2,918 人，与世卫组织建议的店均服务 2,500 人相比，增量空间较有限，预计药店整体数量或将维持在较低水平，但连锁率及集中度具备较大的提升空间，2019 年的连锁率和 CR5 约为 56% 和 15%，而美国则分别在 70% 和 80% 以上，提升空间巨大。

展望未来，我们认为随着“医药分开”不断落实，带来处方外流增量，行业集中度持续提升，龙头逐步整合市场，叠加新冠疫情催化，具备规模优势、渠道优势及运营效率的龙头连锁药店比较优势显著，长期看好。

- **政策不断出台，推动处方外流加速：**2019 年年底广东省医保局、卫健委、药监局 3 部委联合印发《广东省医保定点零售药店做好慢性病用药供应保障工作的指导意见》，标志着广东省成为继浙江、云南后第三个放开医保统筹对接医保药店的省份，有助于推动全国处方外流加速；疫情期间互联网医疗相关政策频出，其中 3 月由国家医保局、国家卫生健康委联合印发的《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》提出“互联网医疗机构为参保人在线开具电子处方，线下采取多种方式灵活配药，参保人可享受医保支付待遇”，预计将显著推动电子处方的应用，进而加速处方外流，预计每年外流市场规模可达千亿。大型连锁药店覆盖面广、管理规范，有望率先获取统筹基金支付资质，成为承接主力。

- **监管趋严、马太效应及疫情冲击促行业优胜劣汰，集中度有望加速提升：**2018年商务部发布《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，对药店分级管理提出标准，有助于行业内不规范的单体及小连锁药店出清。大型连锁药店具有较强的规模优势，对上游供应商具有较强的议价能力，有助于降低采购成本；同时其拥有的渠道优势有助于在带量采购中斩获新品种，进一步提升竞争力，因而具有比较优势，强者恒强。此外，疫情期间中小型药店现金流承压，生存艰难，而上市大型连锁药店具有较强的融资能力，可以抓住低成本时机进行整合并购，实现快速扩张。

基于以上逻辑，我们看好四大药店的长期成长，建议积极关注。

- **益丰药房：**公司通过自建+收购在全国进行战略布局，已展示出优秀的异地扩张及整合能力；公司精细化的管理能力在行业内极为突出，在坪效、人效、费用率及存货周转天数等多项指标上行业领先。
- **大参林：**广东省连锁药店龙头，有望持续受益广东医改政策推进；公司门店扩张加速，全国布局加快，目前已在广东、广西、河南形成较强竞争优势。
- **老百姓：**公司营销网络（含加盟业务）已覆盖全国 22 个省级市场、100 多个地级以上城市，是全国规模领先、覆盖面广的药品零售企业之一；公司通过“直营+星火+加盟+联盟”的多维度扩张模式，全国性规模扩张增长动力较强。
- **一心堂：**西南地区连锁药店龙头，在云南省市场地位稳固并战略性开拓川渝市场；2020 年股权激励方案落地，有助于激发管理层及核心人员积极性。

风险提示：门店扩张不达预期，并购整合效果不达预期，区域市场竞争加剧，药品降价风险等。

4.2.2. 流通：关注全国性民营龙头九州通

药品分销行业因其成长性及盈利能力相对较低，叠加因带量采购降价造成的配送费用降低，当前板块估值处于低位。我们认为，未来随着带量采购扩容，对配送商的运输仓储能力及控制成本的能力都提出了更高的要求，龙头企业有望借助规模优势承揽更多业务，集中度有望提升。如前文所述当前三大终端中，公立基层医疗机构及零售药店占比不断提升，由此或将带来的渠道价值重估。建议关注全国性医药流通标的九州通。

- **九州通：**民营排名第一的医药分销龙头，优势渠道为基层医疗市场及院外市场，长期受益于院内品种向院外市场的转移，公司大力发展 OTC 渠道总代理业务，有助于提升公司整体盈利能力。

5. 2020H1 医药行业投资策略：全球接轨、替代升级

医药过渡期，判断、抓紧景气加速细分领域是核心。我们认为：尽管 2020 年 Q2 医药板块估值相对年初明显提升，但是医疗器械、特色原料药板块更多是“估值修复”，是有可持续性业绩支撑的；对于下半年的医药投资选择，我们认为应该结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，这个可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块可能景气提升或加速的细分领域，这些板块包括新基建相关的医疗器械、特色原料药板块，我们认为板块的景气度有望持续走高，另外长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局。从主线的角度概括如下：

1) 制药创新升级：节奏上，我们依然坚持看好起于全球化工分工的细分领域（CXO、API），他们在本土药企创新升级的过程中率先受益，但是随着下游药企供给端产品的持续获批，制药的创新升级更值得关注，如凯莱英、药明康德、泰格医药、康龙化成、昭衍新药、博腾股份、维亚生物、药石科技、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、复星医药、康弘药业、贝达药业等；

2) 器械创新升级：需求端补短板及供给端升级、替代逻辑，奠定了医疗器械领域的长景气周期，同时考虑不同品类的技术迭代速度（或同质化程度）、国产替代程度、全球化竞争的参与程度的差异，会导致不同细分领域的景气度上或存在差异；如迈瑞医疗、凯普生物、万孚生物等；

3) 医疗服务、医药商业：2020 年以来，医疗服务和药店受到不同程度的疫情影响，但是从行业中期逻辑看，个股逻辑的医疗服务板块和处方外流、整合持续的药店龙头均有长期投资价值。如爱尔眼科、通策医疗、益丰药房、老百姓、九州通等。

6. 风险提示：

1、政策不确定风险。国内医药产业处在过渡期内，产业政策在这个过程中起着明显的调控作用，不排除供给端改革的过程中短期政策过激导致存量业务成长性压力加大的风险；

2、产能、新品拓展不确定的风险。医药制造、研发配套企业（CXO、API）以及药企自身的产能拓展、新品开发过程均存在产能利用率提升、新品研发不顺利的风险；

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>