

关注创新、疫情出口及消费反弹板块

——医药生物投资周报

投资周报

● 继续关注科技创新、疫情出口中报超预期，消费服务反弹主线

科技创新主线受益标的有亿帆医药、药石科技、药明康德。海外疫情出口的受益标的有迈瑞医疗、宝莱特、新产业、蓝帆医疗。疫苗相关的有辽宁成大。消费服务领域欧普康视、我武生物、安科生物、美年健康受益于疫情后的恢复性反弹。出口领域、疫情产品以及消费板块中报超预期可能性较大。

● 继续关注互联网医疗推进

国家发展改革委等 13 个部门联合印发《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》，意见指出要积极发展互联网医疗。疫情的爆发促进了互联网医疗的发展，网上诊疗、网上药店和网上医保结算逐步推进。利好平安好医生、阿里健康等。在互联网医疗政策的支持鼓励下，连锁药店巨头们也积极开展“互联网医疗+医药新零售”的新业务，着力发展医药新零售，益丰药房和大参林等受益。

● 医保局就生物制品和中成药集采听取专家意见

我们一直认为药品集采降价力度会超过市场预期，财政医保压力、政策执行力加强、医保局谈判能力均是重要原因，生物制品和中成药销售额约 6000 亿，占药品市场三分之一，是医保谈判不会缺席的重要组成部分。由于胰岛素用量大，金额高，患者广泛，预计胰岛素会被较快纳入，之前武汉集采也提供了一些优化的经验。由于生物药的复杂性和差异性，生物制品纳入集采还需一定时间的研究讨论。生长激素和脱敏制剂由于非医保项目，集采可能性较小。血制品由于受到产能限制，很难由某几家供应市场。疫苗主要是疾病预防控制中心采购，非医保局体系，因此风险较小。对于单抗类的生物类似药，随着上市数量增加，则有可能纳入集采，对于创新药企业有一定影响。

● 公司增量信息及点评

康龙化成中报预告，收入端增长 28% -38%，扣非增长 116%-147%，反映 cmo 行业景气度很高，不受疫情影响，cmc 业务产能放量。

亿帆医药发布 2020 年半年度业绩预告归母净利润增长 40%-70%，主要原因系报告期内公司主要产品维生素 B5 价格较上年同期上涨较大所致。

迈瑞医疗发布 2020 年半年度业绩预告，营比上年同期增长：20% - 30%，盈利比上年同期增长：38% - 48%。上半年生命信息与支持产线的监护仪、呼吸机、输注泵和医学影像产线的便携彩超、移动 DR 的需求量大幅增长，二季度开始，公司开始向海外市场出口新冠抗体试剂，经营业绩呈现健康良好的增长态势。

蓝帆医疗发布 2020 年半年度业绩预告，归母净利润增长：155.74%-219.68%。自五月下旬起，公司实现营收的订单价格已开始全面接近市场价格；带来利润快速增长。

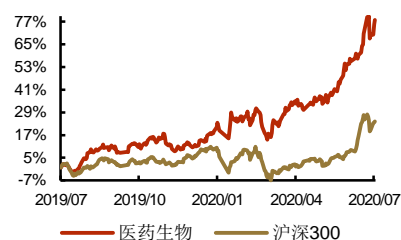
● 风险提示：带量采购政策影响、中美关系影响

推荐（维持评级）

沈瑞（分析师）

证书编号：S0280520060001

行业指数走势图



相关报告

《仿制药集采向全国推开符合预期，量价关系决定不同品种出现分化》2019-09-01
 《医保动态调整成常态，临床价值为核心，精细化管理》2019-08-21

重点公司盈利预测

子行业	证券代码	股票名称	市值 (亿元)	ROE	ESP				PE				PB
					2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
CRO 类	603259.SH	药明康德	2,356.25	10.57	0.98	0.80	1.15	1.51	104.60	127.50	88.80	67.58	8.76
	300725.SZ	药石科技	180.31	22.94	0.92	1.05	1.36	1.87	135.20	118.57	91.84	66.69	13.22
	300759.SZ	康龙化成	849.49	16.70	0.43	0.69	1.05	1.37	263.87	163.58	107.44	81.98	5.42
	603127.SH	昭衍新药	219.56	24.35	0.48	0.79	1.12	1.53	202.67	123.09	86.28	63.11	12.92
	300347.SZ	泰格医药	807.46	23.65	0.63	1.12	1.42	1.84	171.01	95.94	76.03	58.62	12.26
	688222.SH	成都先导	195.45	26.68	0.11	0.30	0.29	0.41	434.72	162.52	166.20	119.73	16.06
医疗服务类	300015.SZ	爱尔眼科	1,821.39	22.51	0.24	0.33	0.41	0.56	180.53	132.09	107.13	78.48	19.01
	600763.SH	通策医疗	502.96	29.87	1.04	1.44	1.86	2.43	151.45	108.61	84.52	64.64	18.99
	002044.SZ	美年健康	639.34	-13.84	0.21	-0.22	0.14	0.29	77.91	-73.79	119.66	56.61	6.88
药店类	603939.SH	益丰药房	475.57	12.72	0.78	1.02	1.36	1.77	114.21	87.46	65.99	50.60	6.26
	603233.SH	大参林	484.05	20.39	0.81	1.07	1.44	1.83	91.05	68.89	51.29	40.22	8.10
	603883.SH	老百姓	305.20	15.58	1.49	1.74	2.16	2.66	70.15	59.99	48.37	39.23	5.54
	002727.SZ	一心堂	195.13	14.00	0.91	1.05	1.27	1.51	37.45	32.31	26.82	22.63	3.03
医疗器械(设备类)	300760.SZ	迈瑞医疗	4,144.29	27.91	3.06	3.85	4.82	5.86	111.43	88.54	70.73	58.13	12.56
	300206.SZ	理邦仪器	136.12	10.42	0.16	0.23	0.67	0.72	146.91	103.24	34.96	32.33	3.27
	002223.SZ	鱼跃医疗	358.29	13.07	0.73	0.75	1.19	1.26	49.27	47.61	30.13	28.43	3.36
	300633.SZ	开立医疗	132.54	7.47	0.63	0.25	0.49	0.66	52.46	130.53	67.41	49.92	7.10
医疗器械(IVD类)	300482.SZ	万孚生物	333.77	18.68	0.90	1.13	1.86	2.17	108.46	86.14	52.24	44.92	8.38
	603882.SH	金域医学	412.10	19.23	0.51	0.88	1.17	1.46	176.62	102.43	76.72	61.63	10.72
	603658.SH	安图生物	645.04	34.81	1.31	1.80	2.23	3.02	114.66	83.32	67.25	49.63	19.00
	300832.SZ	新产业	698.90	28.07	1.69	1.88	2.43	3.03	100.71	90.46	69.83	56.03	15.70
	300639.SZ	凯普生物	109.46	14.49	0.54	0.69	0.92	1.19	95.95	74.31	55.80	43.13	5.12
医疗器械(耗材类)	300676.SZ	华大基因	656.12	6.27	0.97	0.69	3.12	2.25	169.70	237.44	52.57	72.90	6.16
	300677.SZ	英科医疗	356.81	13.08	0.81	0.80	8.32	9.29	200.31	201.46	19.47	17.42	2.39
	002382.SZ	蓝帆医疗	294.90	6.04	0.36	0.51	2.19	1.75	85.05	60.15	13.97	17.48	1.40
	300595.SZ	欧普康视	367.70	26.13	0.36	0.51	0.64	0.87	170.04	119.81	93.92	69.27	15.14
生物药	300529.SZ	健帆生物	597.80	30.24	0.50	0.72	0.96	1.28	148.71	104.73	77.82	58.59	15.28
	300357.SZ	我武生物	310.96	26.04	0.44	0.57	0.69	0.92	133.52	104.24	86.21	64.48	18.96
	300009.SZ	安科生物	251.91	5.20	0.19	0.09	0.31	0.39	95.72	202.40	60.06	47.48	5.73
	000661.SZ	长春高新	1,971.59	28.54	2.49	4.39	6.90	9.01	195.89	111.08	70.56	54.09	7.19
	002007.SZ	华兰生物	930.43	19.89	0.62	0.70	0.91	1.07	81.65	72.49	55.95	47.77	7.93
	300122.SZ	智飞生物	2,000.00	47.67	0.91	1.48	2.09	2.75	137.80	84.52	59.80	45.53	15.45
	300142.SZ	沃森生物	902.78	3.01	0.68	0.09	0.62	0.97	86.29	635.88	94.60	60.29	10.34
	300601.SZ	康泰生物	1,321.11	25.51	0.65	0.85	1.25	2.10	303.23	229.96	156.68	93.71	23.14
化学药	002007.SZ	华兰生物	930.43	19.89	0.62	0.70	0.91	1.07	81.65	72.49	55.95	47.77	7.93
	000513.SZ	丽珠集团	427.59	12.02	1.15	1.38	1.65	1.93	43.74	36.33	30.40	26.05	2.90
	600276.SH	恒瑞医药	5,111.99	24.02	0.77	1.00	1.29	1.66	125.74	95.95	74.58	58.15	16.72
中药	002019.SZ	亿帆医药	347.69	12.84	0.60	0.73	1.03	1.20	47.15	38.48	27.40	23.50	2.74

资料来源: Wind, 新时代证券研究所(带*为新时代医药行业覆盖标的, 其余公司均采用 wind 一致预期, 股价为 2020 年 7 月 17 日收)

盘价)

目 录

重点公司盈利预测.....	2
1、 股票组合及其变化.....	6
2、 分析及展望.....	6
2.1、 对板块发展的总体分析	6
2.1.1、 本周的投资主题和主要逻辑	6
2.1.2、 重点公司或者板块异动点评	7
2.1.3、 上周行情回顾及行业估值水平	7
2.2、 行业动态跟踪	10
2.2.1、 86 个品规展开药品基础信息采集，第三批集采临近	10
2.2.2、 中成药与生物药集采开始	10
2.2.3、 13 部门发文鼓励互联网医疗	10
2.3、 重点公司跟踪	11
2.3.1、 安科生物中报预告	11
2.3.2、 康龙化成中报预告	11
2.3.3、 亿帆医药中报预告	11
2.3.4、 海普瑞中报预告	11
2.3.5、 迈瑞医疗中报预告	11
2.3.6、 蓝帆医疗中报预告	12
3、 重要子行业分析.....	12
3.1、 CRO 行业正在腾飞，长期繁荣	12
3.1.1、 研发费用	12
3.1.1.1、 全球研发支出保持一定增长，药物开发难度加大	12
3.1.1.2、 国内研发支出未来增速进一步提高	13
3.1.2、 研发支出外包率提升加快	13
3.1.3、 创新药销售额增速加快	13
3.1.4、 全球在研药物稳步增长	14
3.1.5、 供给端：工程师红利非常显著	15
3.1.6、 产能及基础设施蓄势待发	16
3.1.7、 临床机构近年来翻倍，临床病患容易募集	16
3.1.8、 资本市场迎来春天更加给力	16
3.1.9、 政策大力支持医药创新	17
3.2、 药店行业机遇与风险并存	17
3.2.1、 行业终端增速放缓	17
3.2.2、 处方药外流大势所趋	18
3.2.3、 集中度提高空间大，龙头企业优势明显	18
3.2.4、 互联网零售存在一定的冲击	18
4、 报告及数据.....	18
4.1、 上周报告及调研回顾	18
4.2、 行业跟踪数据一览（图表）	19
5、 风险提示	19

图表目录

图 1： 创业板、沪深 300 和医药生物涨跌幅	7
--------------------------------	---

图 2: 医药行业各子行业一年来涨跌幅	8
图 3: 医药行业跌幅相对较小	8
图 4: 医药子行业周涨跌幅	9
图 5: 上周涨幅前十个股	9
图 6: 上周跌幅前十个股	9
图 7: 医药行业估值及相对沪深 300 溢价率	9
图 8: 医药子行业 PE 估值水平变化	10
图 9: 全球研发支出及预测	12
图 10: 国内研发支出及预测	13
图 11: 国内外创新药销售额增速将提升	14
图 12: 全球在研药物稳步增长	14
图 13: 近年来 FDA 批准新药呈增长态势	15
图 14: 高等教育理工医人才丰富	15
图 15: A 股医药行业融资额显著回暖	16
图 16: 医药行业 PE&VC 融资额	17
图 17: 医药上市公司整体营业收入 (亿元)	19
图 18: 医药上市公司整体净利润 (亿元)	19

1、股票组合及其变化

建议短期重点关注科技创新主线的亿帆医药、药石科技、药明康德。海外疫情出口的迈瑞医疗、宝莱特、新产业、蓝帆医疗。疫苗相关的辽宁成大。消费服务领域关注欧普康视、我武生物、安科生物、美年健康疫情后的恢复性反弹。

2、分析及展望

2.1、对板块发展的总体分析

2.1.1、本周的投资主题和主要逻辑

长期来看，医药投资重点需要抓住几条主线。第一是科技创新主线，主要包括创新药、创新器械、CXO 板块和互联网医疗。创新是行业发展的主要动力，不断满足新的需求，不断提供更好的临床价值，政策近年来对创新鼓励支持不断，从临床试验支持、临床审批加速，国际数据采纳，纳入医保目录，资本市场支持等多领域给予支持。国内研发支出保持 20% 左右的增长，预计未来可以达到 20% 以上，国内 IND 申报方面，近年来 CDE 接受的 IND 申报增速约 30%，保持了高速增长。受益标的有亿帆医药。

CXO 领域来看，外包率不断提高，外包可以降低研发成本，节约研发时间，提供全流程的服务。国内从供给端来看，工程师红利丰富，产能及基础设施完备；临床机构近年来翻倍，临床病患容易募集；资本市场投融资迎来春天。利好药石科技、药明康德、成都先导、维亚生物、昭衍新药、泰格医药和康龙化成。

创新器械角度来看，器械科技属性较强，国际企业优势较为明显，国内企业成本优势较为明显，随着技术进步，不断推进进口替代，部分设备有出口优势。利好迈瑞医疗、理邦仪器、乐普医疗、蓝帆医疗等。

互联网主线主要是互联网医疗的拓展，疫情的发展促进了互联网医疗的发展，网上诊疗、网上药店和网上医保结算逐步推进。利好平安好医生、阿里健康等。

第二条主线是消费服务主线，随着人均收入的增长和消费升级，消费行业一直是二级市场的黄金赛道，消费行业 2C 可以形成较强的议价能力，长期来看提价能力较强。医药消费中新兴、高端消费众多，具备长期潜力。医药消费很多非医保品种，政策免疫能力强。

短期来看，国内疫情控制较好，在全球比较风景这边独好，国内消费板块存在反弹预期，近期中报季是检验的时点。利好欧普康视、我武生物、长春高新、安科生物、片仔癀、爱尔眼科、通策医疗、美年健康等。

第三条主线是疫情主线。截止 7 月 19 日，国际新冠确诊患者累计达到 1455 万人，日新增确诊患者 20 万人，增速处于高位。美国、巴西、印度、俄罗斯等人口大国确诊人数名列前茅，且美国印度新增量仍在逐步提高。预计在安全有效疫苗出来之前，全球疫情仍不容忽视。一般疫苗研发时间十年以上，短期疫苗安全性有效性可能存在一定问题，推广范围可能受限。利好疫情出口相关公司，如蓝帆医疗、英科医疗、南卫股份、振德医疗、理邦仪器、迈瑞医疗、宝莱特和鱼跃医疗等。疫苗相关个股也为受益标的，如康希诺、康泰生物、沃森生物、智飞生物等。

从长期来看，疫情拉动卫生领域的基础设施建设，加大公共卫生防控机制建设，包括检验实验室建设、重症监护病区（ICU）、呼吸、感染等科室建设以及医院的

扩建。配置医疗器械设备和耗材，包括了呼吸机、监护仪、内镜、血液净化、除颤仪、影像学、生物医疗低温储存设备、检测设备等一系列医疗器械。主要拉动迈瑞医疗、理邦仪器、鱼跃医疗、健帆生物、开立医疗、宝莱特、万东医疗、海尔生物等。

第四条主线是政策主线。需要避开医保局集采的领域，首当其冲是通过一致性评价的化药，化药注射剂一致性评价正在开展，高值耗材集采正在逐步试点，中药以及生物药集采。首先需要关注非医保品种，如生长激素、脱敏制剂，其次是非进医院品种，如角膜塑形镜和片仔癀等。出口产品均不受集采影响，且赚取外汇受到国家鼓励，可关注 CXO 类、设备类、检测类、低值耗材以及原料药及制剂出口等。利好 CXO 中出口占比较高的，比如药石科技、药明康德、康龙化成、凯莱英、泰格医药等。设备类出口占比较高的包括理邦仪器、迈瑞医疗、宝莱特、鱼跃医疗。检测类出口占比较高的有万孚生物、华大基因、新产业等。低值耗材中利好英科医疗、蓝帆医疗、南卫股份、振德医疗等。原料药制剂出口利好海普瑞等特色原料药，以及亿帆医药等大宗原料药。

2.1.2、重点公司或者板块异动点评

国家医保局官网发布消息，就生物制品（含胰岛素）和中成药集采听取专家意见，研究采购政策。之前集中采购主要集中在化药，尤其是一致性评价的领域。如果扩展到生物药和中药，范围将迅速扩大。

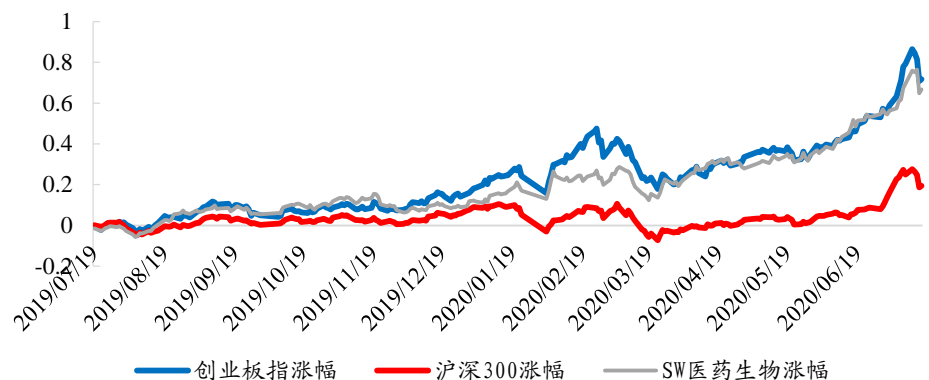
我们一直认为药品集采降价力度会超过市场预期，财政医保压力、政策执行力加强、医保局谈判能力均是重要原因，生物制品和中成药销售额约 6000 亿，占药品市场三分之一，是医保谈判不会缺席的重要组成部分。

由于胰岛素用量大，金额高，患者广泛，预计胰岛素会被较快纳入，之前武汉集采也提供了一些优化的经验。由于生物药的复杂性和差异性，生物制品纳入集采还需一定时间的研究讨论。生长激素和脱敏制剂由于非医保项目，集采可能性较小。血制品由于受到产能限制，很难由某几家供应市场。疫苗主要是疾病预防控制中心采购，非医保局体系，因此风险较小。对于单抗类的生物类似药，随着上市数量增加，则有可能纳入集采，对于创新药企业有一定影响。

2.1.3、上周行情回顾及行业估值水平

上周来看，创业板下降-4.18%，沪深 300 下降 4.39%，医药生物下降 1.65%，整体有较大调整。

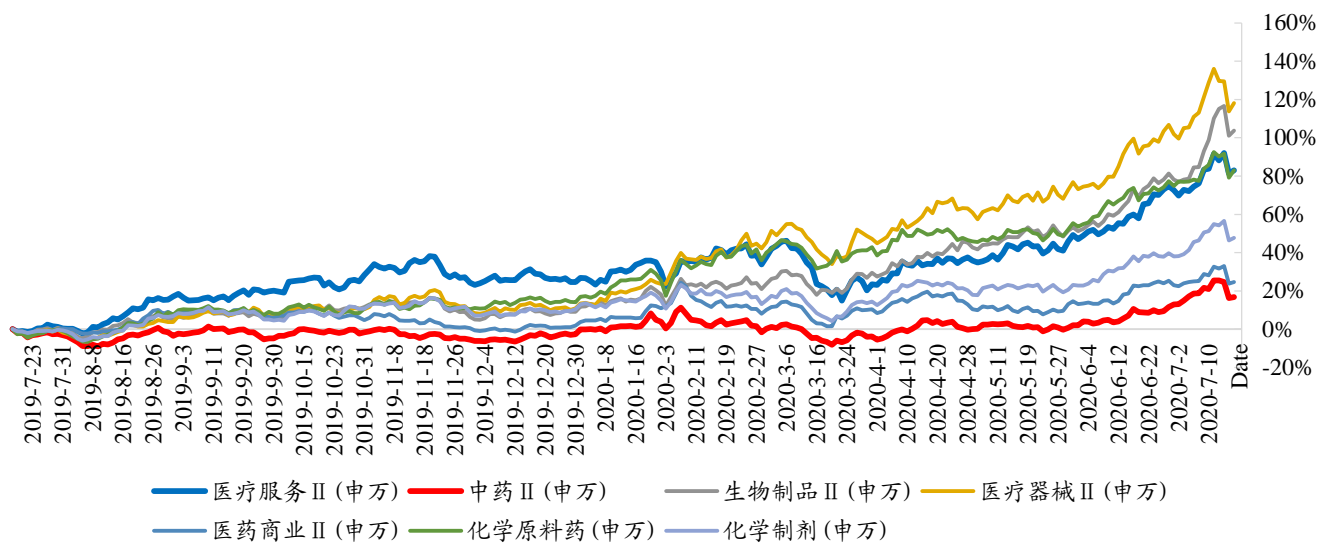
图1：创业板、沪深 300 和医药生物涨跌幅



资料来源：wind，新时代证券研究所

从医药行业七个子行业来看，医疗器械一年来涨幅最高，达到 118%，生物制品涨幅 103%，医疗服务和原料药涨幅 82%，化学制剂涨幅 48%，医药商业涨幅 25%，中药涨幅 17%。

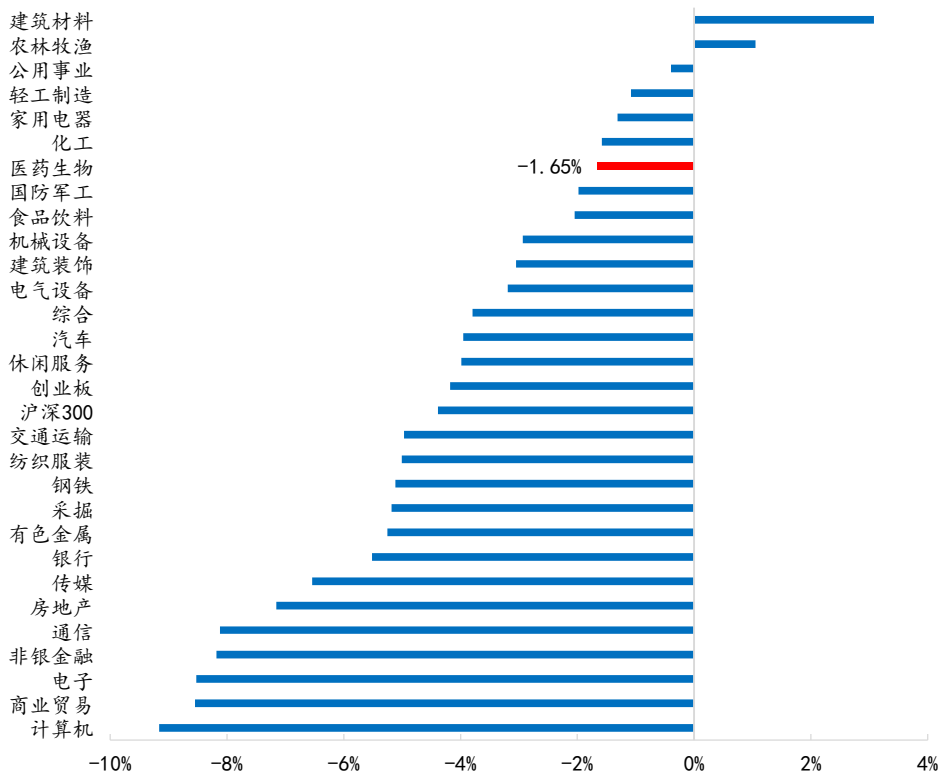
图2： 医药行业各子行业一年来涨跌幅



资料来源：wind，新时代证券研究所

一级行业周行情对比来看，上周医药行业涨幅位居第七，下降 1.65%，跌幅较小。

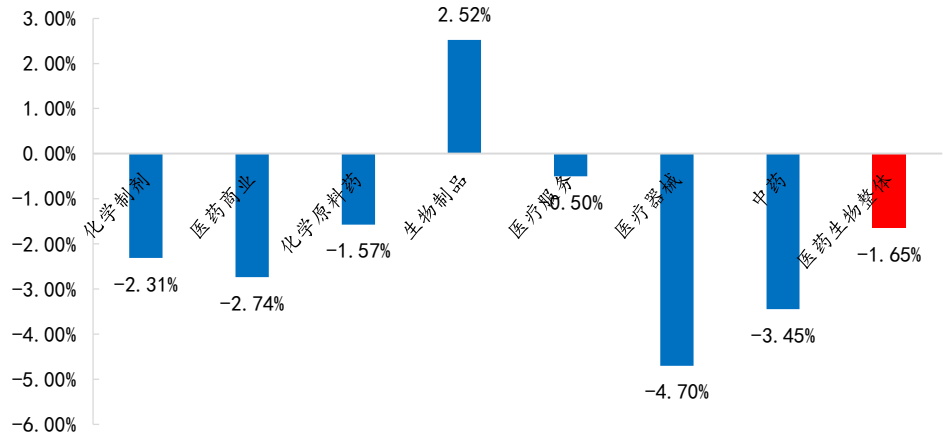
图3： 医药行业跌幅相对较小



资料来源：wind，新时代证券研究所

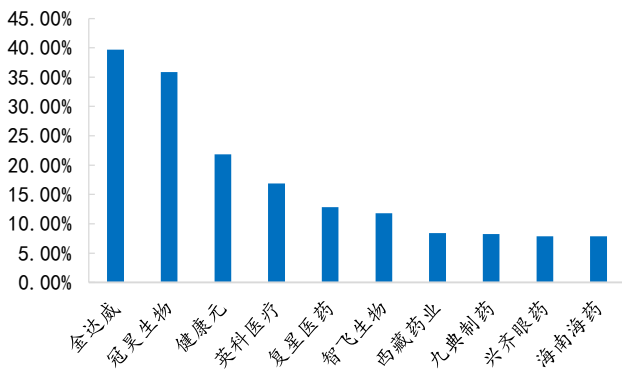
上周仅生物制品收益为正，其他均为负的，医疗器械调整较多。

图4: 医药子行业周涨跌幅



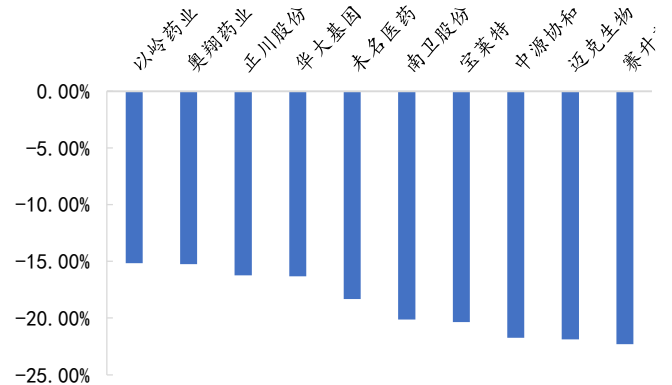
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图5: 上周涨幅前十个股



资料来源: wind, 新时代证券研究所

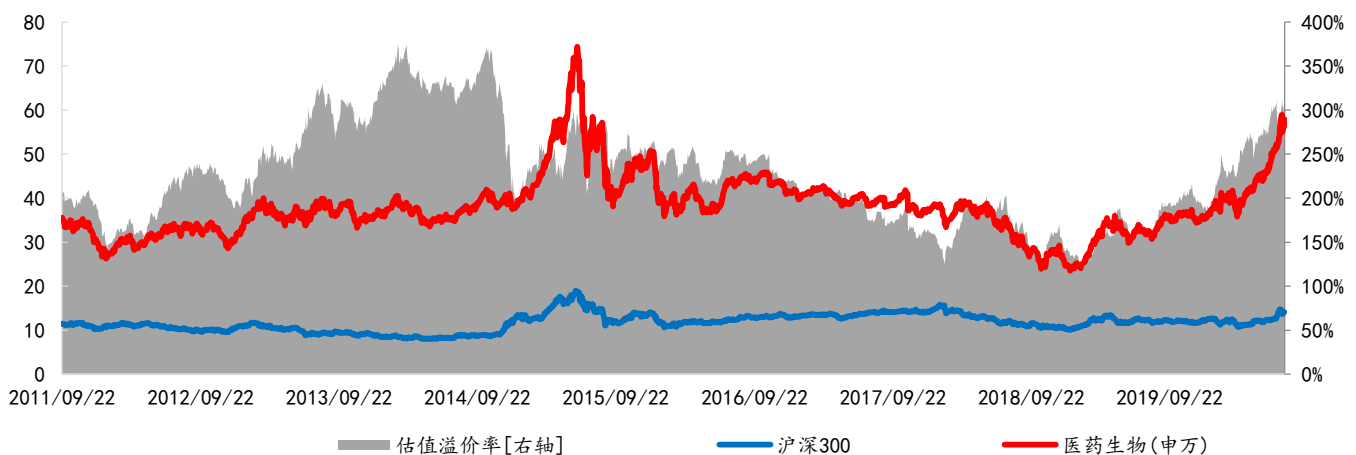
图6: 上周跌幅前十个股



资料来源: wind, 新时代证券研究所

上周医药行业整体 PE(TTM) 达到 57.99 倍, 相对沪深 300 估值溢价率 311%, 逼近历史高位。

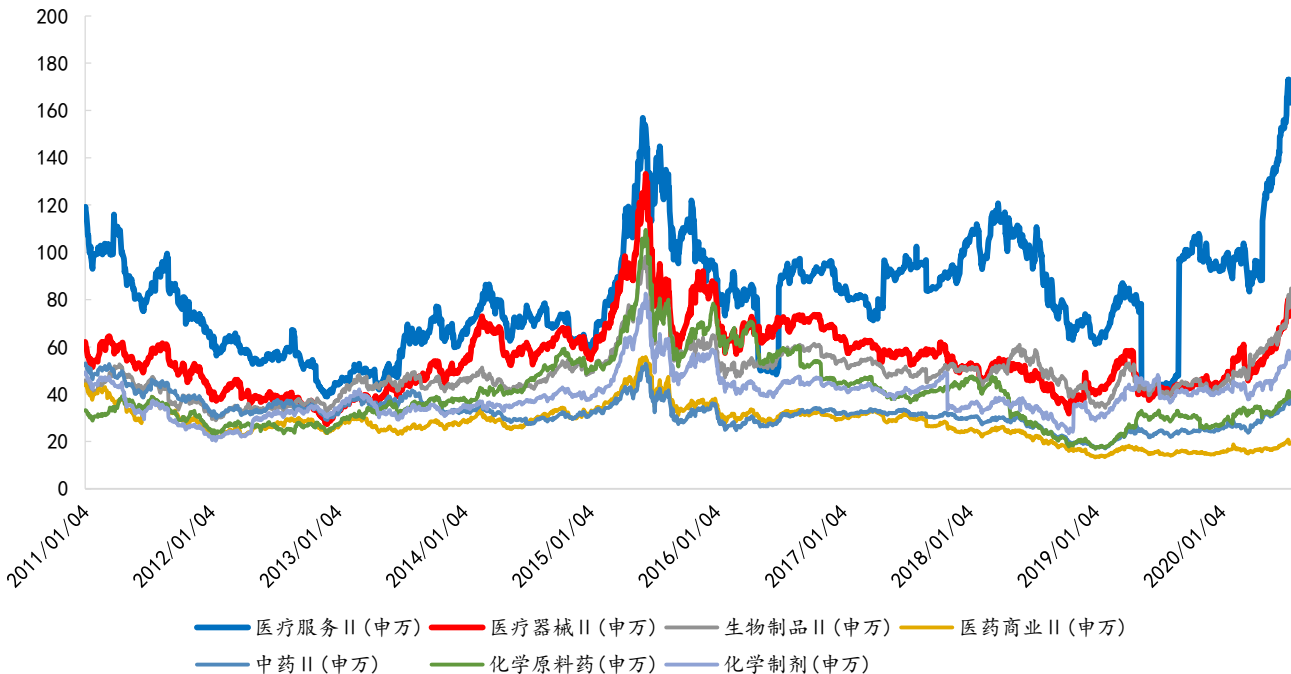
图7: 医药行业估值及相对沪深 300 溢价率



资料来源: wind, 新时代证券研究所

从医药子行业移动平均 PE 来看，医疗服务最高，达到 169 倍，其次是生物制品 85 倍，医疗器械 76 倍，化学制剂、化学原料药、中药处于中间位置，分别为 57 倍，41 倍和 37 倍。估值最低的为医药商业，PE 仅 19 倍。

图8：医药子行业 PE 估值水平变化



资料来源：wind，新时代证券研究所

2.2、行业动态跟踪

2.2.1、86 个品规展开药品基础信息采集，第三批集采临近

7月21日，上海阳光医药采购网发布《关于开展部分药品相关基础信息采集工作的通知》。据相关文件，第三批国家集采报量目录共有共涉及52个品种，86个品规。截至5月中旬，已有832个品规通过一致性评价，其中80个品规已有三家或三家以上企业过评，剔除第一批集采的25个品种和第二批集采的33个品种，共有58个品种已有两家及以上企业通过一致性评价。

2.2.2、中成药与生物药集采开始

国家医保局7月17日发布消息称，就生物制品（含胰岛素）和中成药的集中采购工作于7月15-16日召开了座谈会，听取了专家意见和建议，研究完善相关领域采购政策，将推进采购方式改革。

2.2.3、13 部门发文鼓励互联网医疗

7月15日，国家发展改革委、中央网信办、工业和信息化部等13部门联合印发《关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见》，意见指出——要积极发展互联网医疗。以互联网优化就医体验，打造健康消费新生态。进一步加强智慧医院建设，推进线上预约检查检验。探索检查结果、线上处方信息

等互认制度，探索建立健全患者主导的医疗数据共享方式和制度。探索完善线上医疗纠纷处理办法。将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围。规范推广慢性病互联网复诊、远程医疗、互联网健康咨询等模式。支持平台在就医、健康管理、养老养生等领域协同发展，培养健康消费习惯。

在互联网医疗政策的支持鼓励下，连锁药店巨头们也积极开展“互联网医疗+医药新零售”的新业务。头部连锁药店的快速扩张，改善了零售行业“小、散、乱”的格局，提高了行业集中度，着力发展医药新零售，互联网+、人工智能、慢病管理、抢夺“处方外流”新市场等也将成为各大连锁巨头新的着力点。

2.3、重点公司跟踪

2.3.1、安科生物中报预告

安科生物发布上半年业绩预告，归属于上市公司股东的净利润：14,721.47 万元—17,665.76 万元，较上年同期相比上升 0.00% 至上升 20.00%。上半年公司加强成本及费用的控制，并积极落实全年工作计划。第二季度，随着国内疫情得到有效控制，除了法医 DNA 检测产品、重组人干扰素等产品受疫情影响较大外，公司多数业务逐步恢复正常。

2.3.2、康龙化成中报预告

康龙化成发布上半年业绩预告，营收 209,473.68 万元- 225,838.81 万元，比上年同期增长 28% -38%，归属于上市公司股东的净利润 45,170.72 万元- 50,010.44 万元，比上年同期增长 180% - 210%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 33,670.72 万元- 38,510.44 万元，比上年同期增长 116% - 147%。

2.3.3、亿帆医药中报预告

亿帆医药发布 2020 年半年度业绩预告归属于上市公司股东的净利润 67,961.11 万元至 82,524.21 万元，比上年同期增长：40% -- 70%，主要原因系报告期内公司主要产品维生素 B5 价格较上年同期上涨较大所致。

2.3.4、海普瑞中报预告

海普瑞发布 2020 年半年度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润 54,640.20 万元—60,104.22 万元，比上年同期增长：0% - 10%。一方面肝素产业链受制业务驱动业绩快速增长，原料药业务也受益于去年下半年公司与客户定价模式的调整实现了成本波动的有效传导，毛利率实现大幅上升；CDMO 业务收入增长、毛利额及毛利率增长边际效应显著；公司各项业务较上年同期均有较快增长，致公司扣除非经常性损益后的归母净利润同比增加 620%-690%。

2.3.5、迈瑞医疗中报预告

迈瑞医疗发布 2020 年半年度业绩预告，营收 98.4- 106.7 亿元，比上年同期增长：20% - 30%，盈利 32.7-35.1 亿元，比上年同期增长：38% - 48%。2020 年上半年，生命信息与支持产线的监护仪、呼吸机、输注泵和医学影像产线的便携彩超、移动 DR 的需求量大幅增长，其中对生命信息与支持产线的拉动作用尤为显著。从 2020 年二季度开始，公司开始向海外市场出口新冠抗体试剂，弥补了疫情对体外诊断产线造成的部分影响。经过此轮疫情的考验，公司在国内和国际市场的品牌影响力和认知度得到了极大的提升，实现了众多高端市场的客户群突破，给公司未来

的增长带来了更多的机会。同时公司持续加强内部管理，改善经营效率，并且受到疫情期内营销推广和差旅减少的影响，经营业绩呈现健康良好的增长态势。

2.3.6、蓝帆医疗中报预告

蓝帆医疗发布 2020 年半年度业绩预告，归属于上市公司股东的净利润 60,000.00 万元-75,000.00 万元，比上年同期增长：155.74%-219.68%。自五月下旬起，公司实现营收的订单价格已开始全面接近市场价格；带来利润快速增长。

3、重要子行业分析

3.1、CRO 行业正在腾飞，长期繁荣

Cro&cmo 行业主要需求端来自研发费用和研发外包率，有不同的分类维度，按照地域来看主要是国际和国内两块，大部分主流 cro 是做海外市场起家，近年来国内市场兴起也大力发展国内；按照客户分主要是分为 biotech 和 big pharm，小的药企需要提升研发水平，补充研发环节，大的药企需要降低成本外包非核心环节。

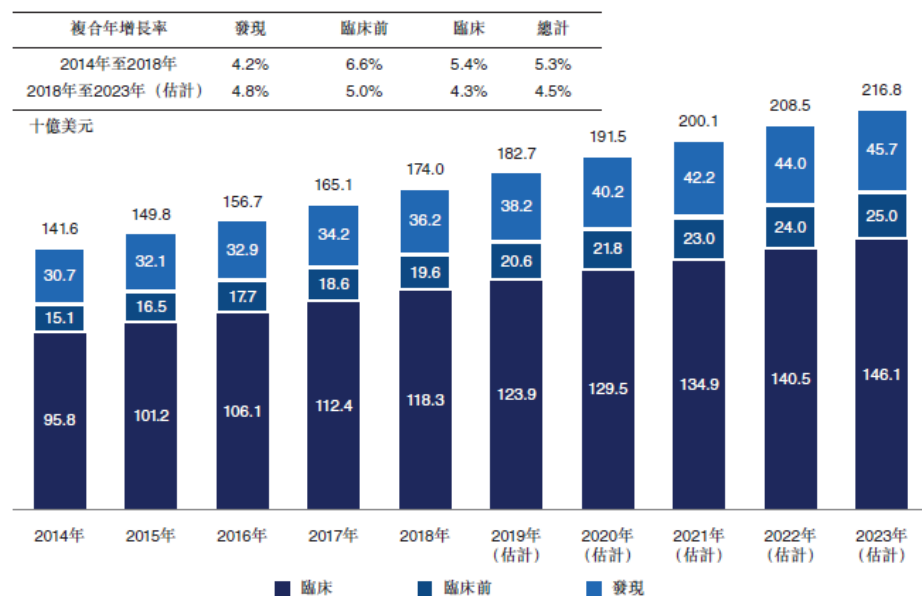
另外也可以通过新药批准数量，IND 申请数量，新药在研数量的维度分析需求端增长。

3.1.1、研发费用

3.1.1.1、全球研发支出保持一定增长，药物开发难度加大

全球研发支出增速近年来及未来约保持 5% 左右增长。随着药物开发难度加大和时间的拉长，平均每个新药的研发费用仍在快速增长。

图9：全球研发支出及预测



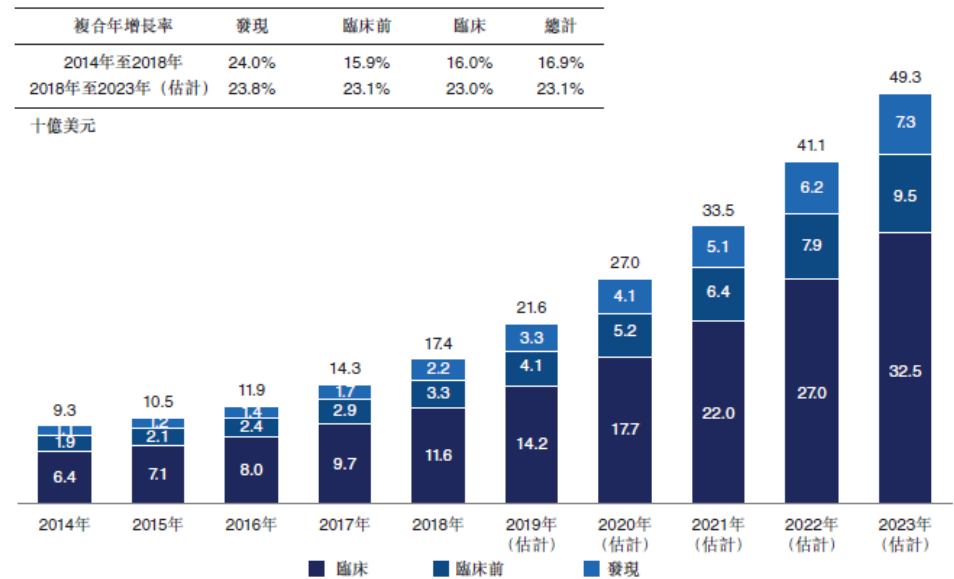
资料来源：康龙化成港股招股书，新时代证券研究所

3.1.1.2、国内研发支出未来增速进一步提高

国内研发支出预计今年 216 亿美元，约为全球市场 1/10，近五年保持 17% 的快速复合增速，未来五年预计增速进一步提高达到 23%。主要是临床前试验和临床试验的费用增速明显提高导致。

国内规模以上医药制造业 17 年研发投入占比仅 2%，同期美国研发投入占比超过 15%，国内提升空间很大。

图10：国内研发支出及预测



资料来源：康龙化成港股招股书，新时代证券研究所

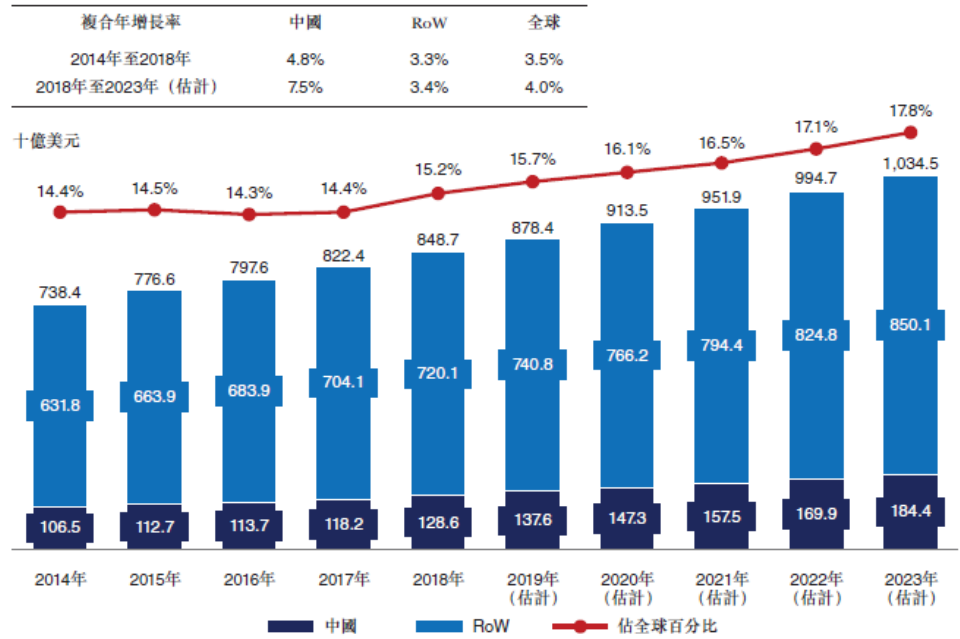
3.1.2、研发支出外包率提升加快

全球 CRO 外包率由 2014 年的 32.6% 增至 2018 年的 37.2%，每年增加一个百分点的比例。预计未来 5 年增长加快，每年约提高 2 个百分点，2023 年达到 48.0%。

由于大量的创新是小药企完成，必然越来越依赖一体化全流程的 CRO 公司，因此需要大型 CRO 公司的紧密协作。国内这种情况较多，目前国内药企外包率约 15%，远低于国际水平，未来提升空间较为明显。大药企主要由于单个新药研发费用增加，导致外包需求增加。从研发时间来看，CRO 可以节约 30-40% 的研发时间。

3.1.3、创新药销售额增速加快

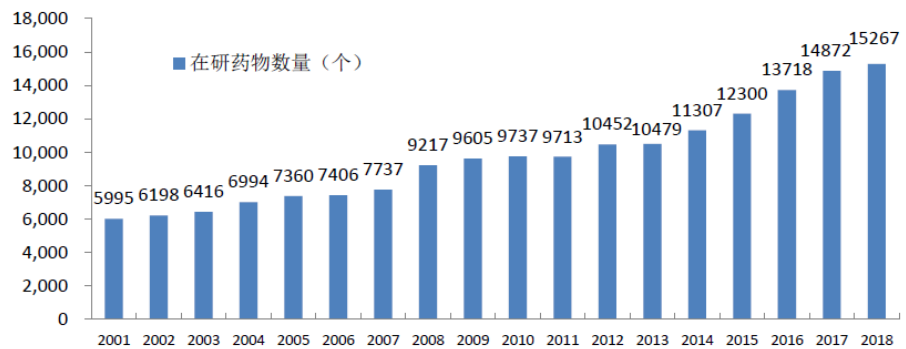
国内创新药销售额近五年增速接近 5%，预计未来五年增速显著提升至 7.5%，约为全球（不含中国）增速的 2 倍多。应用端的增长是最终的需求拉动。国内巨大的市场、创新药审批加快以及进入医保加快，促进了销售的快速增长。

图11: 国内外创新药销售额增速将提升

资料来源: 康龙化成港股招股书, 新时代证券研究所

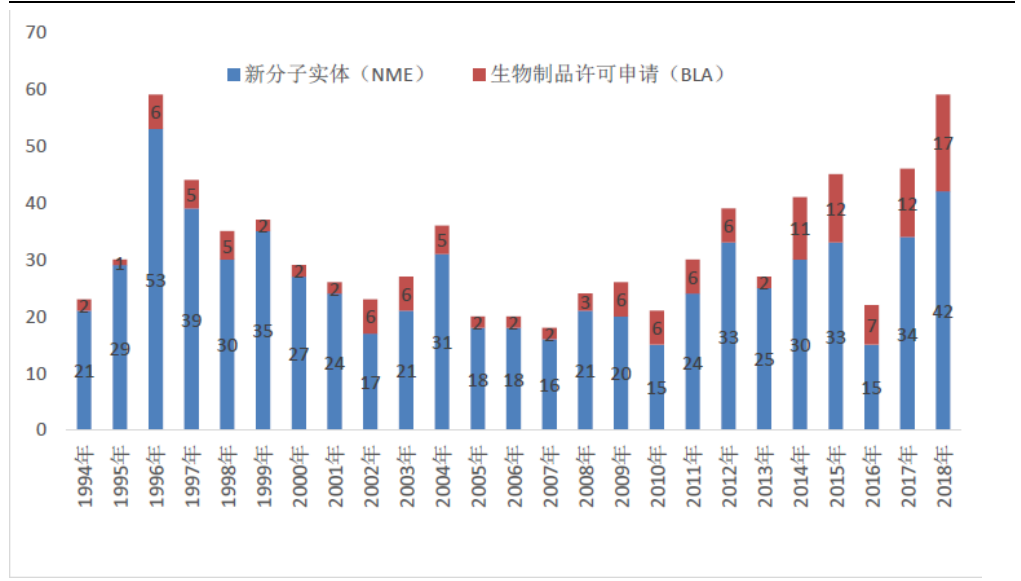
3.1.4、全球在研药物稳步增长

2011年以来, 全球在研新药数量呈现明显增长势头。2014年-2017年全球在研新药数量同比增幅均超过8.0%, 但近两年增速放缓。

图12: 全球在研药物稳步增长

资料来源: 成都先导招股书, Citeline 公司 Pharmaprojects/Pipeline 数据库, 新时代证券研究所

从FDA批准上市的新药来看, 2011年起得到改善, 获批药物呈现稳步上升的趋势。2011至2018年这段时期NMEs的平均获批数量达到29.5个, 2018年获批的数量更是达到42个, 为近20年的高峰。预计未来5年, 每年仍将有30到40个NMEs推出市场。

图13: 近年来 FDA 批准新药呈增长态势

资料来源: FDA, 新时代证券研究所

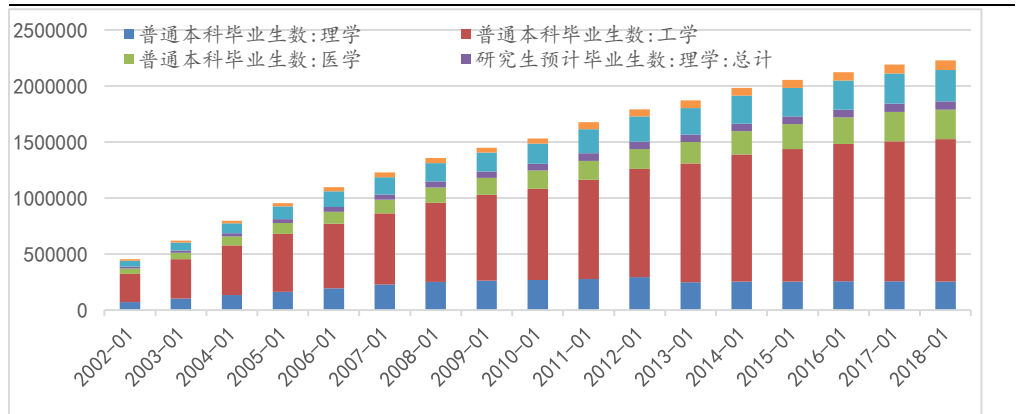
国内 IND 申报方面, 近年来 CDE 接受的 IND 申报增速约 30%, 保持了高速增长。

3.1.5、供给端: 工程师红利非常显著

Cro&cmo 行业主要供给端, 首先是工程师人才, 生物化学大量留学人才, 中国人口基数巨大, 受几千年传统文化熏陶, 非常热爱读书研究, 人生前二十多年拼尽全力学习考试研究。尽管中国的蓝领劳动力红利有所下降, 但工程师红利仍然巨大。中国人非常勤奋、自律、热爱赚钱。留学人才能够搭起中美的桥梁, 引进欧美技术, 打开欧美市场。

国内人工薪资便宜, 化工人才 18 年 64000 元每年, 美国化学工程师约 92000 美元, 相差约 10 倍。且国内工作时间更长, 加班时间长。

据统计, 国内 CRO 的整体成本约在国际的 30%-50% 之间, 因此优势明显。特别是限制工作地点的领域, 比如数理统计。

图14: 高等教育理工医人才丰富

资料来源: wind, 新时代证券研究所

3.1.6、产能及基础设施蓄势待发

国内化工产能丰富，可以通过转 CDMO 实现产业升级。目前国内化工及原料药产能达到全球三分之一以上，去产能和环保压力较大，亟需转型升级，提升价值。

3.1.7、临床机构近年来翻倍，临床病患容易募集

国内临床机构截止今年 8 月，累计认证 738 家，目前约 583 家处于资格证有效期内。17 年之后临床机构数量明显增加，达到了 17 年之前的 2 倍左右。也可以进行国际多中心临床试验，对自己的患者负责即可。

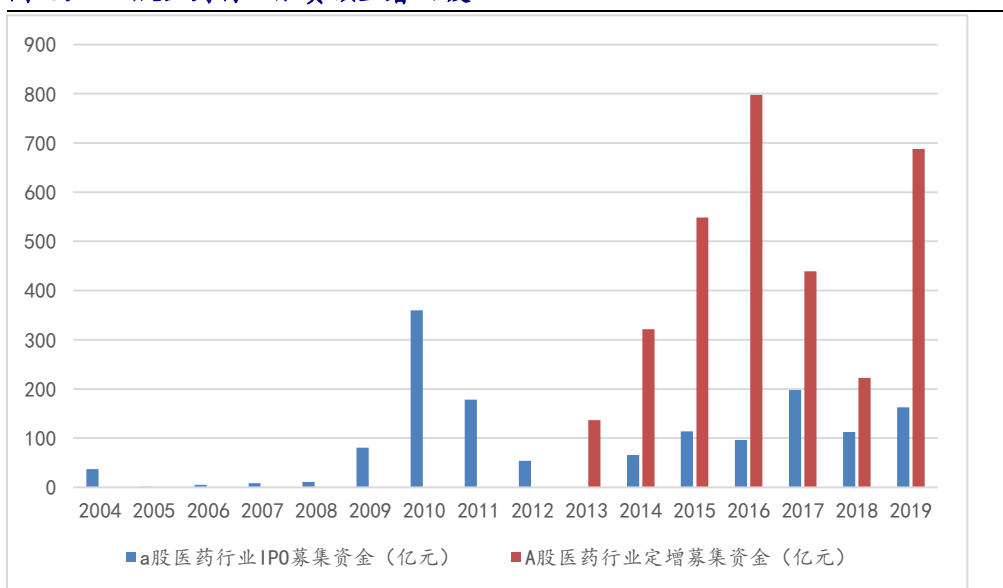
国内人口基数最大，各种病患容易募集，且国内医疗资源高度集中于大城市，遇到大病重疾的患者（罕见病和肿瘤）也往往到大城市就医，因此招募较为容易。

国内临床费用方面一期约 10 万每人，二期约 20 万每人，三期约 20 万每人，假设招募人数比为 1:3:10，各期费用比约为 1:6:20。以肿瘤患者为例，美国的患者招募成本约为国内的 2.5 倍。

3.1.8、资本市场迎来春天更加给力

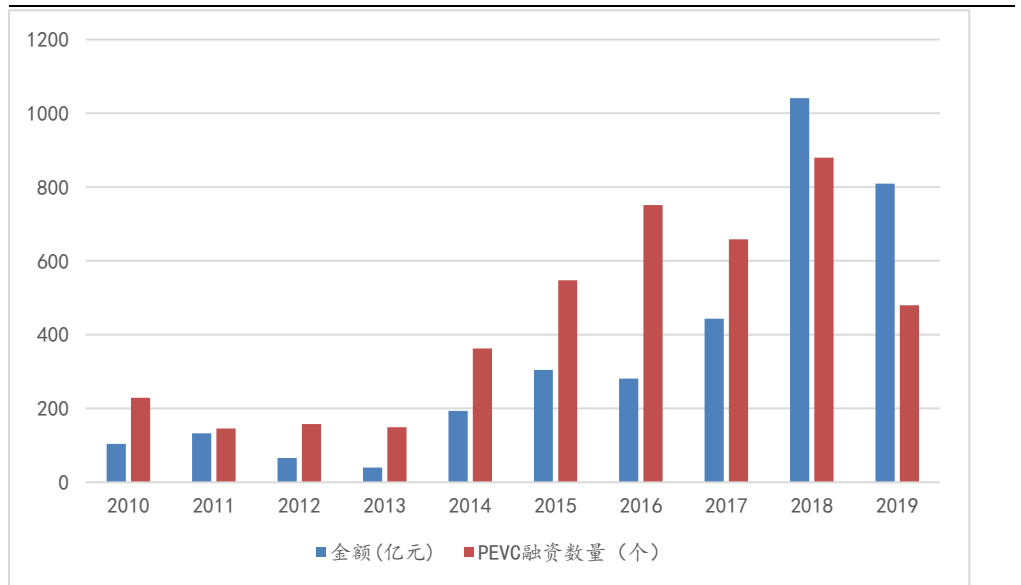
资本支持来自金融市场和企业自有资金。近年来鼓励医药创新企业股票市场融资，科创板、港股融资均放开，有力推动医药创新企业的融资。

图15: A股医药行业融资额显著回暖



资料来源: wind, 新时代证券研究所

PE 和 VC 投资融资额显著高于 A 股 IPO，与 A 股定增额高峰持平，是创新小药企的主要融资方式，19 年较 18 年有所下降，但整体仍处于高位，预计是金融去杠杆带来了一定的融资压力。

图16: 医药行业 PE&VC 融资额

资料来源: wind, 新时代证券研究所

从企业自有资金的投入来看,一方面国内仿制药龙头纷纷转型创新药、生物类似药等,大大加大了研发投入占比,往往超过10%,转型成败成为药企的生死攸关的转折点。另一方面由于国内带量采购的国家、省、市三个层面的全面铺开,非一致性评价品种、非医保品种、注射剂、生物药也被纳入带量采购,药店价格也受到控制,因此药企的利润受到了一定影响,对药企利润研发投入有一定影响。

3.1.9、政策大力支持医药创新

政策是重要催化剂,1、出台大量鼓励药品创新的政策,最有代表性的是17年10月印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》。包括知识产权保护的加权;各地政府的产业政策对生物制药的创新的补贴以及税收减免;新药研发与国际接轨,加入ICH,新药要求全球新概念;推进MAH制度;放开临床试验机构的申请备案。2、加快创新药审批和国际创新药引进。3、加快医保目录谈判,医保资金腾笼换鸟,谈完保证进入医院。4、一致性评价推进CRO发展,不通过一致性评价也难逃带量采购,这样一定程度促进了BE的积极性,避免药企认为做不做都一样。5、创新不容易被政策直接干预,往往是发糖,因为创新不好监管,不像仿制药已经被政府强力监管控制起来,手段包括加强集中度,取消差异化,核算成本,几乎唯一终端全力压价,压缩销售环节控制销售费用等。6、cxo很大一块针对海外市场,出口创汇政府也是欢迎的。而且相当一部分需求端不会受到国内政策的冲击(比如医保控费等)。

3.2、药店行业机遇与风险并存

3.2.1、行业终端增速放缓

根据我们的判断,医药制造业增速逐步放缓,19年预计8.5%,20年预计7%。行业零售端整体增速也逐渐放缓,预计19年4%,20年仅3%。三块主要细分医院、基层、药店来看,医院低于整体,基层较快。19年药店数量首次下滑,近五年药店零售额缓慢下降,从14年的10.6%下降到18年的7.5%,根据我们的判断,药店19年销售额预计增速4.7%,20年增速预计3.8%。

3.2.2、处方药外流大势所趋

国内目前医院住院销售额、门诊销售额和零售销售额各占三分之一，也就是零售药店占三分之一，比例远远低于美国，处方药外流是行业增长的一个动力。

国内在药占比、DRGS、零加成和带量采购控制销售费用等多个重磅政策影响下，预计 2020 年有 2400 亿左右处方药外流。

当然处方药外流也有一定的困难，4+7 带量采购后导致的院内市场和院外市场的巨大价格差也可能导致短期的处方药内流。

另外就是基层医疗最近发展较快，也是保基础的主要手段，基层医疗机构也是以慢性病为主，且医疗服务属性更强，对药店形成了一定的竞争。

未来慢性病仍将是药店的主要方向，由于带量采购影响，相关品种的价格可能会在集采价格基础上有一定的加成，否则价格严重倒挂的情况下，处方药倒流，医院压力更大，也不符合政策初衷。从目前来看，慢病处方药是药店增长最好的一个品类，但毛利率偏低，可以发挥引流的作用。具体还可以看下文提到的慢病纳入统筹医保的分析。

3.2.3、集中度提高空间大，龙头企业优势明显

行业集中度不够高，国内目前单个药店平均服务人数约 3000 人，低于国际水平如美国，整体密集度偏高，需要整合。国内前十连锁药店占据市场 20% 左右，而美国高达 90%，英国超过 40%。集中度提高能够提高规模效应，降低采购成本，打造品牌效应，利好龙头药店。也反映了龙头药店的成长空间较大。

随着政策监管的加强，龙头企业更加规范化，更容易获得医保资质，药师远程审方降低成本，配合互联网医院开方等，容易获得竞争优势。

龙头上市药企融资能力强，资本实力突出，促进了龙头药店的做大做强。龙头药店近年的新增门店数（自建+并购）基本在 20-40% 之间，与公司营收增长相关性较强。

并购资本加剧了药店行业洗牌，主要包括上市四大药店、制造业药企、PE&VC（高瓴资本）、互联网资本（阿里）。

3.2.4、互联网零售存在一定的冲击

2018 年实体药店销售额（含药品和非药品）5200 亿元，增速 4.4%，较前年下降近 3 个 pp，降幅明显。同期网上药店（含药品和非药品）达到 905 亿，增速高达 60%，尽管增速也较前年下降 40pp。可以看出网上药店销售占据了一定的市场份额，且增速远高于实体药店。

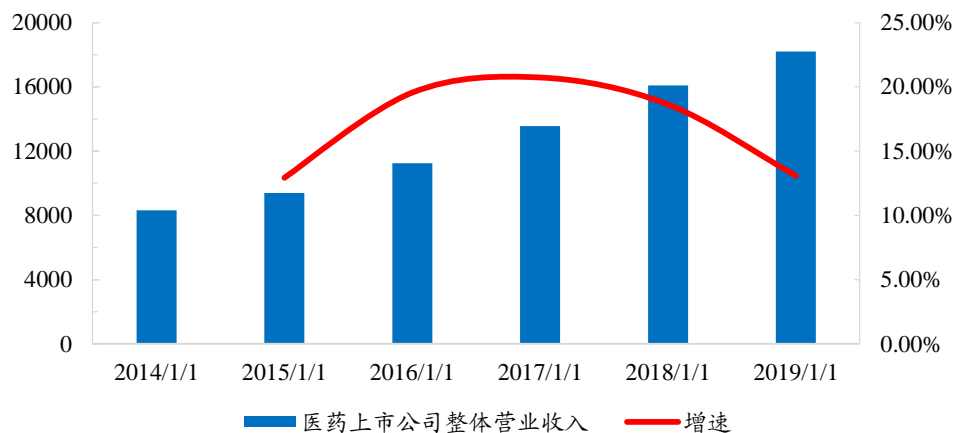
4、报告及数据

4.1、上周报告及调研回顾

无

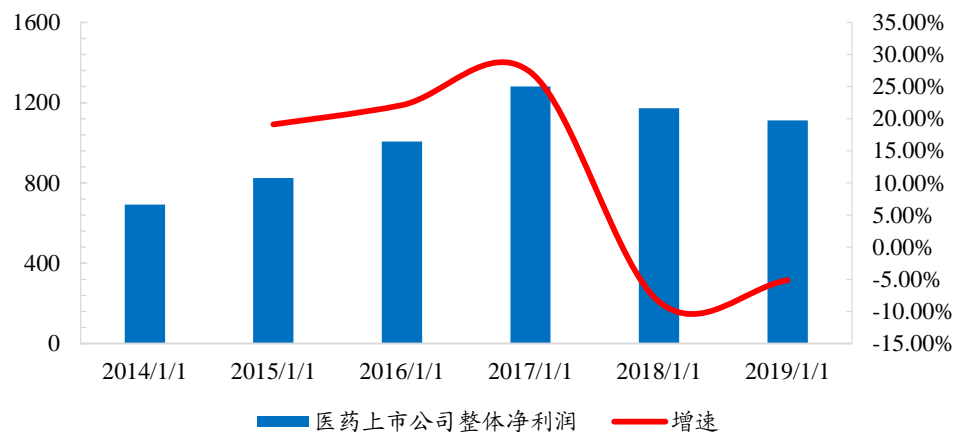
4.2、行业跟踪数据一览（图表）

图17：医药上市公司整体营业收入（亿元）



资料来源：wind，新时代证券研究所

图18：医药上市公司整体净利润（亿元）



资料来源：wind，新时代证券研究所

5、风险提示

带量采购政策风险，中美关系不确定性

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

沈瑞，中山大学生物与会计双学士，北京大学金融学硕士，中山大学会计硕士。09年进入国信证券研究所从事医药宏观及相关课题研究，17年进入财通证券研究所担任医药资深分析师，20年加入新时代证券研究所，担任医药行业首席分析师。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>