

增持 —— 维持

日期：2020年09月04日

行业：医药制造业



分析师：魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号：S0870513090001

研究助理：黄施齐

Tel: 021-53686139

E-mail: huangshiqi@shzq.com

执业证书编号：S0870119030007

证券研究报告/行业研究/季度策略

行业增速显著回升 四季度把握确定性和成长性

——2020年医药行业秋季投资策略

主要观点

职工医保改革旨在激活个人账户大量沉淀资金

根据《征求意见稿》，职工医保改革的主要方向是：1、增加对部分慢性病、常见疾病门诊费用的报销比例；2、提高单位缴纳部分纳入统筹账户的比例，由70%调整为100%；3、个人账户资金可以家庭共济等。2019年，职工医保统筹基金（含生育保险）收入10005亿元，当期结存2066亿元，累计结存（含生育保险）14128亿元。2019年，职工医保个人账户收入5840亿元，当期结存1116亿元，累计结存已达8426亿元。以2019年的数据计算，如果单位缴纳全部进入统筹账户，意味着统筹账户当年将多收入约3200亿元，统筹账户收入比当前再增加近32%。门诊慢病由统筹账户支付、扩大门诊慢病支付范围以及个人账户家庭共济实施后，个人账户内的资金使用效率将得到有效提升。

1-7月医药行业收入和利润增速环比回升明显

根据国家统计局数据，医药制造业2020年1-7月实现主营业务收入13,048.50亿元，同比下降1.10%，Q2环比增长21.08%；实现利润总额1,854.80亿元，同比增长5.00%，Q2环比增长58.26%。Q2环比增长明显，说明复工复产后医药企业经营逐步恢复。同时由于疫情导致出差减少、企业费用控制以及政府减征减税降费补贴等综合原因，营业费用率降低，利润增速高于收入增速。全年来看，预计医药制造业增速将在10%以内。同时，我们认为未来医药制造业的收入增速和利润增速将长期维持在个位数水平。

板块估值和估值溢价率回调后仍在历史高位

目前医药板块绝对估值为75.10（历史TTM_整体法，不调整），相对于沪深300的估值溢价率为390.16%，处于近十年的高位水平。近期医药板块已出现回调，但估值和估值溢价率仍然在历史高位。

投资建议

未来十二个月内，维持医药行业“增持”评级

四季度我们建议重点关注：疫情防控相关主线、零售药店、医疗服务、创新及创新产业链、原料药产业链等。

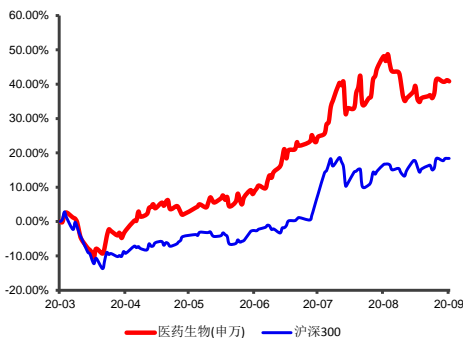
风险提示

政策风险；一致性评价不及预期风险；高估值风险；疫情不确定性。

行业数据 (Y20M07)

累计产品销售收入(亿元)	13,048.50
累计产品销售收入同比增长	-1.10%
累计利润总额(亿元)	1,854.80
累计利润总额同比增长	5.00%

近6个月行业指数与沪深300比较



数据预测与估值：

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			PBR	投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E		
药明康德	603259	108.13	0.78	1.12	1.43	138.70	96.79	75.50	13.88	增持
爱尔眼科	300015	53.65	0.33	0.41	0.58	160.36	131.46	93.00	30.35	增持
益丰药房	603939	105.42	1.02	1.36	1.79	102.96	77.29	59.05	11.55	增持
迈瑞医疗	300760	343.88	3.85	4.80	5.80	89.31	71.58	59.25	20.69	谨慎增持

资料来源：Wind 上海证券研究所股价数据为2020年9月03日收盘价

请务必阅读尾页重要声明

目 录

一、医保支付端：职工医保改革意图激活沉淀资金.....	5
1.1 职工医保改革激活沉淀存量资金.....	5
1.2 医保目录调整启动.....	6
二、药品和耗材带量采购全国推进.....	7
2.1 第三轮国家集采拟中选结果公布.....	7
2.2 耗材集采多省市推进 全国集采从冠脉支架切入.....	13
三、疫苗仍是疫情转折的重要决定因素.....	15
3.1 新冠疫苗的已公布数据带来成功曙光.....	16
3.2 各国开始签订预购协议 国外接种率超过 60%.....	17
3.3 预计灭活苗先进行接种 其他疫苗后续补充.....	17
四、1-7 月医药行业收入和利润增速环比回升.....	19
五、近期医药板块表现综述.....	20
5.1 年初至今医药指数大幅跑赢沪深 300 器械板块表现亮眼.....	20
5.2 医药板块出现回调，但整体估值仍处于历史高位水平.....	21
5.3 医药上市公司 2020 年中报数据分析.....	22
六、医药行业评级、策略及重点股票.....	27
6.1 维持医药行业“增持”评级.....	27
6.2 重点跟踪股票.....	27
6.2.1 药明康德：业绩保持快速增长，持续完善业务布局.....	27
6.2.2 爱尔眼科：二季度业绩恢复良好，外延并购完善市场布局.....	28
6.2.3 迈瑞医疗：业绩保持较快增长，抗疫打开海外市场.....	29
6.2.4 益丰药房：业绩保持快速增长，门店数量持续扩张.....	30
七、风险及不确定因素提示.....	31

图

图 1 《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见》的主要措施和内容.....	5
图 2 2012-2020H1 医药制造业业绩概况（亿元）.....	20
图 3 近年来医药制造行业主营业务毛利率变化.....	20
图 4 近年来医药制造行业期间费用率变化.....	20
图 5 年初至今医药指数走势图（截至 9 月 01 日）.....	21
图 6 最近 1 个月医药指数走势图（截至 9 月 01 日）.....	21
图 7 医药生物板块近年绝对估值（历史 TTM_整体法）.....	22
图 8 医药生物板块近年估值溢价率（历史 TTM_整体法）.....	22
图 9 2015-2020H1 医药上市公司营业收入概况（亿元）.....	23
图 10 2015-2020H1 医药上市公司净利润概况（亿元）.....	23
图 11 2015-2020H1 化学原料药板收入增速情况.....	23
图 12 2015-2020H1 化学原料药板块财务分析.....	23
图 13 2015-2020H1 化学制剂板收入增速情况.....	23
图 14 2015-2020H1 化学制剂板块财务分析.....	23
图 15 2015-2020H1 生物制品板收入增速情况.....	24
图 16 2015-2020H1 生物制品板块财务分析.....	24
图 17 2015-2020H1 医疗服务板收入增速情况.....	24
图 18 2015-2020H1 医疗服务板块财务分析.....	24
图 19 2015-2020H1 医疗器械板收入增速情况.....	24
图 20 2015-2020H1 医疗器械板块财务分析.....	24
图 21 2015-2020H1 医药商业板收入增速情况.....	25
图 22 2015-2020H1 医药商业板块财务分析.....	25
图 23 2015-2020H1 中药板收入增速情况.....	25
图 24 2015-2020H1 中药板块财务分析.....	25
图 25 2020 年 Q1-Q2 化学原料药板块增速情况.....	25
图 26 2020 年 Q1-Q2 化学制剂板块增速情况.....	25
图 27 2020 年 Q1-Q2 生物制品板块增速情况.....	26
图 28 2020 年 Q1-Q2 医疗服务板块增速情况.....	26
图 29 2020 年 Q1-Q2 医疗器械板块增速情况.....	26
图 30 2020 年 Q1-Q2 医药商业板块增速情况.....	26
图 31 2020 年 Q1-Q2 中药板块增速情况.....	26

表

表 1 2020 年医保药品目录调整范围	6
表 2 第三轮集采报价及拟中选情况	7
表 3 各省市开展耗材带量采购的具体情况	14
表 4 几项临床研究结果对比总结	16
表 5 各国新冠疫苗预购情况	17
表 6 各公司新冠疫苗协议价格情况	17
表 7 达到群体免疫所需的新冠灭活疫苗数量	18
表 8 灭活疫苗生产车间建设情况	18
表 9 相关企业的产能及收入规模测算	19
表 10 近 1 个月、年初至今医药各细分板块的市场表现（截至 9 月 01 日）	21
表 11 医药各细分板块的 PE 估值（TTM_整体法，剔除负值） ..	22
表 12 药明康德预测简表	28
表 13 爱尔眼科预测简表	29
表 14 迈瑞医疗预测简表	30
表 15 益丰药房预测简表	30

一、医保支付端：职工医保改革意图激活沉淀资金

医保是医药市场最大的支付力量，近年来收支压力不断增加。今年受到疫情影响，压力进一步加大。据国家医保局司长熊先军的公开发言，截至 2020 年 7 月，医保结算新冠肺炎确诊和疑似患者 17.3 万人，涉及医疗费用约 18 亿元，其中 12.7 亿元为基本医保支出。为助力企业复产复工，医保对参保单位减半征收职工医保费，最长达到 5 个月，这一政策导致医保基金收入减少了 1500 亿元左右。尽管上半年常规医药费用支出也有所减少，但是总体来看，医保基金处于紧平衡状态。为了缓解医保压力，提高资金使用效率，医保局近年主要通过调整医保目录来优化支付范围，通过提高对医疗服务性支付和有临床价值品种的支付来优化支付结构，也正在探索 DRGs 付费来优化支付方式。日前，医保局开始对职工医保改革征求意见，意图扩大资金池，激活沉淀资金。

1.1 职工医保改革激活沉淀存量资金

8 月 26 日，国家医疗保障局发布《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见（征求意见稿）》，就医保个人账户改革内容向全社会征求意见。这是“统账结合”的职工医保制度建立 22 年以来第一次对个人账户进行重大改革。改革的核心是在不增加企业和个人缴费负担的前提下，通过调整个人账户内部的资金结构，逐步将门诊医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金支付范围，建立健全门诊共济保障机制，提高医保基金使用效率。

图 1 《指导意见》的主要措施和内容

增强门诊共济保障功能	<ul style="list-style-type: none"> 将多发病、常见病的普通门诊医疗费纳入统筹基金支付范围 支付比例从50%起步，待遇支付可适当向退休人员倾斜 各地探索逐步扩大由统筹基金支付的门诊慢特病病种范围
改进个人账户计入办法	<ul style="list-style-type: none"> 纳入个人缴费基数2%以内，单位缴纳部分全部计入统筹基金 退休人员个人账户划入额度按所在地区改革当时基本养老金2%左右测算，今后年度不再调整
规范个人账户使用范围	<ul style="list-style-type: none"> 个人账户用于支付在定点医疗机构或定点零售药店的自付费用 探索个人账户用于配偶、父母、子女参加城乡居民基本医疗保险等的个人缴费
加强监督管理	<ul style="list-style-type: none"> 建立对个人账户全流程动态管理机制，加强审核 协同推动基层医疗服务体系建设、完善家庭医生签约服务、长期处方制度等，引导参保人员就医在基层首诊
完善适合门诊的付费机制	<ul style="list-style-type: none"> 对基层医疗服务可按人头付费，与慢性病管理相结合 对符合条件的手术、门诊特殊病种，推行按病种和按疾病诊断相关分组付费；对不宜打包付费的门诊费用，可按项目付费

数据来源：医保局 上海证券研究所

根据《征求意见稿》，职工医保改革的方向是：1、增加对部分疾病门诊费用的报销和比例；2、提高单位缴纳部分纳入统筹账户的比例，由70%调整为100%；3、个人账户资金可以家庭共享等。未来个人账户规模占比将降低，资金使用效率将得到进一步提升。

个人账户规模占比缩小，统筹账户收入比当前增加超过30%：
 《2019年全国医疗保障事业发展统计公报》数据显示，全国参加职工医保的人数为3.29亿人，其中在职职工2.42亿人，退休职工0.87亿人。目前我国实行的职工医保制度是社会统筹与个人账户相结合：个人缴纳费用为工资收入的2%，全部计入个人账户，单位缴纳部分的30%计入个人账户，70%计入社会统筹。而根据此次文件内容，单位缴费部分不再划入个人账户，退休人员将采取定额划入。

数据显示，目前我国单位缴费的平均费率为职工工资总额的7.58%，它的30%约等于职工工资总额的2.3%。2019年，职工医保基金收入15845亿元，比上年增长10.7%；基金支出12663亿元，比上年增长10.4%。其中，统筹基金当期结存2066亿元，累计结存14128亿元；职工医保个人账户收入5840亿元，比上年增长10.3%；个人账户支出4724亿元，比上年增长12.2%；个人账户当期结存1116亿元，个人账户累计结存已达8426亿元。

以2019年的数据计算，如果单位缴纳全部进入统筹账户，意味着统筹账户当年将多收入约3200亿元，统筹账户收入比当前再增加近32%。门诊慢病由统筹账户支付、扩大门诊慢病支付范围以及个人账户家庭共济实施后，个人账户内的资金使用效率将得到有效提升。

1.2 医保目录调整启动

8月17日，国家医疗保障局发布《2020年国家医保药品目录调整工作方案》和《2020年国家医保药品目录调整申报指南》两份文件，意味着2020年国家医保目录调整正式启动。文件提到将在2020年11月-12月公布药品目录调整结果，发布新版药品目录，同步明确管理和落实要求。根据文件内容，2020年药品目录调整范围主要包括三个部分：

表1 2020年医保药品目录调整范围

	范围
调入	与新冠肺炎相关的呼吸系统疾病治疗用药
	纳入《国家基本药物目录（2018年版）》的药品

	2019年12月31日前上市，并被纳入临床急需境外新药名单、鼓励仿制药品目录或鼓励研发申报儿童药品清单
	第二批国家组织药品集中采购中选药品
	2015年1月1日至2019年12月31日期间，经国家药监部门按新药注册申请程序批准上市的药品（包括新活性成分、新剂型）
	2015年1月1日至2019年12月31日期间，根据临床试验结果向国家药监部门补充申请并获得批准，适应症、功能主治等发生重大变化的药品
	2019年12月31日前，进入5个（含）以上省级最新版医保药品目录的药品
调出	被国家药监部门撤销、吊销或者注销药品批准证明文件的药品，以及综合考虑临床价值、不良反应、药物经济性等因素，经评估认为风险大于收益的药品需要被调出目录
	处于协议有效期内，且按照协议需重新确定支付标准的谈判药品，以及与同治疗领域的其他药品相比，价格/费用明显偏高，且近年来占用基金量较多的药品需要调整支付标准
其他	按规定将符合条件的中药饮片纳入调整范围
	完善药品目录凡例，规范药品名称剂型，适当调整药品甲乙类别、目录分类结构、备注等内容

数据来源：医保局 上海证券研究所

在2019年医保谈判中，150个新药参与谈判，最终谈成了97个。其中119个新增药中成功了70个，平均降价60.7%；31个续约药中27个续约成功，价格平均降低26.4%。而通过谈判进入医保目录对于创新药企业来说相当于以价换量，放量效果显著，提升了创新药企业的回报速度。从调整范围来看，政策将持续加大对于创新药、具备较高临床价值药物的支持力度，调出价格较高以及风险较大的药物。在调进调出并重，医保支付方式改革等新政持续推进之下，我国医药市场将迎来持续、动态的结构优化。

二、药品和耗材带量采购全国推进

2.1 第三轮国家集采拟中选结果公布

8月20日，上海阳光医药采购网公布了第三批全国药品集中采购拟中选结果。从中选结果来看，此次参与集采的56个品种中仅有拉米夫定流标，可能是由于报量有限，企业降价动力不足，最终共191个产品拟中选，涉及企业125家。

表2 第三轮集采报价及拟中选情况

药品通用名	最高有效单价(元)	拟中选企业	拟中选价格(元)	单价(元)	与最高有效申报价相比
阿那曲唑片	8.86	浙江海正药业股份有限公司	27.88	1.00	-88.76%
		杭州中美华东制药有限公司	20.27	1.45	-83.65%

		重庆华邦制药有限公司	39.58	2.83	-68.08%
		江苏海岸药业有限公司(扬子江药业集团有限公司受托生产)	105.00	3.5	-60.48%
阿哌沙班片	28.43	齐鲁制药(海南)有限公司	13.68	0.98	-96.56%
		江苏豪森药业集团有限公司	40.68	2.91	-89.78%
		江苏嘉逸医药有限公司	99.00	3.54	-87.56%
		正大天晴药业集团股份有限公司	99.12	3.54	-87.55%
注射用阿扎胞苷	996.00	四川汇宇制药股份有限公司	260.00	260.00	-73.90%
		正大天晴药业集团股份有限公司	346.00	346.00	-65.26%
硫酸氨基葡萄糖胶囊	1.27	浙江海正药业股份有限公司	9.18	0.38	-69.76%
盐酸氨基葡萄糖胶囊	2.93	浙江诚意药业股份有限公司	22.52	0.75	-74.41%
		江苏正大清江制药有限公司	89.39	0.99	-66.14%
		澳美制药厂	31.27	N/A	N/A
盐酸氨溴索片	0.20	山东裕欣药业有限公司	1.50	0.08	-62.50%
盐酸氨溴索分散片		山西仟源医药集团股份有限公司	5.25	0.11	-47.50%
盐酸氨溴索胶囊		上海信谊天平药业有限公司	3.84	0.13	-36.00%
奥氮平口崩片	9.26	齐鲁制药有限公司	6.30	0.45	-95.14%
		浙江华海药业股份有限公司	22.12	0.79	-91.47%
		广东东阳光药业有限公司	13.21	0.94	-89.81%
		河北龙海药业有限公司	17.67	1.26	-86.37%
奥美拉唑肠溶胶囊	0.34	海南海灵化学制药有限公司	2.15	0.15	-54.82%
		山东罗欣药业集团股份有限公司	3.30	0.17	-50.18%
布洛芬缓释胶囊	0.45	上海信谊天平药业有限公司	4.80	0.20	-55.84%
		珠海润都制药股份有限公司	4.05	0.20	-55.29%
		南京易亨制药有限公司	5.39	0.22	-50.41%
		华北制药股份有限公司	8.04	0.27	-40.83%
布洛芬颗粒	1.23	黑龙江诺捷制药有限责任公司	1.04	0.13	-89.43%
		河北康芝制药有限公司	1.97	0.16	-86.65%
		石药集团欧意药业有限公司	2.38	0.20	-83.87%
		哈药集团世一堂制药厂	4.97	0.25	-79.79%
地氯雷他定片	1.75	海南普利制药股份有限公司	11.33	0.47	-72.96%
		深圳信立泰药业股份有限公司	3.48	0.58	-66.78%
多潘立酮片	0.45	华东医药博华制药有限公司	4.77	0.16	-64.83%
		四川维奥制药有限公司	5.01	0.17	-63.06%
		辅仁药业集团有限公司	5.89	0.20	-56.58%
盐酸二甲双胍缓释片	0.34	天方药业有限公司	4.35	0.12	-64.79%
		北京万辉双鹤药业有限责任公司	0.78	0.08	-77.06%
		石药集团欧意药业有限公司	5.13	0.09	-74.85%
		石家庄市华新药业有限责任公司	2.85	0.10	-72.06%
		江苏德源药业股份有限公司	2.97	0.10	-70.88%
		南京亿华药业有限公司	4.10	0.11	-66.50%
		广东赛康制药厂有限公司	7.18	0.08	-76.50%
悦康药业集团股份有限公司	7.68	0.13	-62.35%		

盐酸二甲双胍片	0.20	重庆科瑞制药（集团）有限公司	1.29	0.02	-92.30%
		北京京丰制药集团有限公司	2.94	0.03	-85.30%
		上海信谊天平药业有限公司	1.80	0.03	-85.00%
		蓬莱诺康药业有限公司	3.56	0.04	-82.20%
		石家庄以岭药业股份有限公司	3.57	0.04	-82.15%
		河北天成药业股份有限公司	4.37	0.04	-81.80%
	0.34	石药集团欧意药业有限公司	3.40	0.06	-83.32%
		华北制药股份有限公司	2.35	0.07	-80.79%
非布司他片	6.83	江苏万邦生化医药集团有限责任公司	16.48	1.03	-84.92%
		江苏恒瑞医药股份有限公司	15.16	1.52	-77.80%
		杭州朱养心药业有限公司	19.79	1.65	-75.85%
非那雄胺片	5.87	天方药业有限公司	196	2.33	-60.24%
		扬子江药业集团四川海蓉药业公司	69.00	0.79	-86.49%
		杭州康恩贝制药有限公司	5.21	0.17	-97.04%
		湖北舒邦药业有限公司	9.24	0.33	-94.38%
		天方药业有限公司	10.50	0.35	-94.04%
		成都倍特药业股份有限公司	3.86	N/A	N/A
		华润赛科药业有限责任公司	4.40	0.44	-92.50%
		南京圣和药业股份有限公司	5.98	0.60	-89.81%
盐酸氟西汀胶囊	7.32	山西仟源医药集团股份有限公司	39.80	1.42	-80.57%
		上海上药中西制药有限公司	40.92	2.92	-60.05%
枸橼酸西地那非片	28.35	齐鲁制药有限公司	24.98	2.08	-92.66%
甲钴胺片	0.68	卫材（中国）药业有限公司	3.19	0.16	-76.54%
		江西青峰药业有限公司	8.47	0.18	-74.04%
卡培他滨片	7.67	齐鲁制药有限公司	27.60	2.30	-70.00%
		江苏恒瑞医药股份有限公司	40.55	3.38	-55.92%
卡托普利片	0.34	重庆科瑞制药（集团）有限公司	1.19	0.01	-95.82%
		华中药业股份有限公司	1.79	0.02	-94.74%
		上海旭东海普药业有限公司	1.80	N/A	N/A
		山西振东安特生物制药有限公司	2.18	0.02	-93.59%
		石家庄以岭药业股份有限公司	2.30	0.02	-93.24%
		石药集团欧意药业有限公司	2.72	0.03	-92.00%
		山东新华制药股份有限公司	2.91	0.03	-91.44%
		常州制药厂有限公司	3.00	0.03	-91.18%
富马酸喹硫平片	1.36	合肥英太制药有限公司	21.16	1.06	-21.99%
		苏州第壹制药有限公司	32.55	1.09	-20.38%
		湖南洞庭药业股份有限公司	33.96	1.13	-16.93%
来曲唑片	9.53	浙江海正药业股份有限公司	85.88	2.86	-69.95%
		江苏恒瑞医药股份有限公司	43.21	4.32	-54.65%
氯氮平片	0.20	江苏恩华药业股份有限公司	1.58	0.02	-92.10%
		万邦德制药集团有限公司	5.00	0.05	-75.00%
盐酸美金刚片	12.86	石药集团欧意药业有限公司	9.88	0.16	-98.72%
		安徽华辰制药有限公司	21.00	0.75	-94.17%

		湖南洞庭药业股份有限公司	15.26	1.09	-91.53%
		广州白云山医药集团股份有限公司	32.14	1.15	-91.08%
孟鲁司特钠咀嚼片	5.42	上海安必生制药技术有限公司	2.36	0.47	-91.29%
		齐鲁制药(海南)有限公司	2.98	0.21	-96.07%
		北京福元医药股份有限公司	6.58	0.16	-96.97%
		扬子江药业集团南京海陵药业公司	4.66	0.93	-82.80%
		石药集团欧意药业有限公司	4.93	0.16	-97.44%
	6.43	合肥英太制药有限公司	5.03	0.72	-88.82%
孟鲁司特钠颗粒	6.78	江苏正大丰海制药有限公司	15.96	1.60	-76.46%
		苏州吴淞江制药有限公司	11.43	1.63	-75.91%
		长春海悦药业股份有限公司	36.38	N/A	N/A
匹伐他汀钙片	5.50	南京长澳制药有限公司	2.66	0.38	-93.09%
		深圳信立泰药业股份有限公司	2.73	0.39	-92.91%
		江苏万邦生化医药集团有限责任公司	10.80	0.77	-85.93%
		浙江京新药业股份有限公司	29.66	1.06	-80.74%
琥珀酸普芦卡必利片	10.83	石家庄四药有限公司	42.52	1.77	-83.64%
		河北仁合益康药业有限公司	21.40	1.53	-85.88%
		江苏豪森药业集团有限公司	25.43	3.63	-66.45%
盐酸曲美他嗪片	0.78	江苏吴中医药集团有限公司苏州制药	2.35	0.08	-90.00%
		瑞阳制药有限公司	1.33	0.09	-88.68%
		远大医药(中国)有限公司	5.75	0.10	-87.77%
		北京福元医药股份有限公司	3.58	0.12	-84.77%
		石药集团欧意药业有限公司	9.38	0.31	-93.75%
塞来昔布胶囊	5.00	青岛百洋制药有限公司	4.68	0.39	-92.20%
		四川国为制药有限公司	11.33	N/A	N/A
		江苏正大清江制药有限公司	8.19	0.68	-86.35%
		浙江华海药业股份有限公司	38.92	1.39	-24.86%
盐酸舍曲林片	1.85	浙江京新药业股份有限公司	41.88	1.50	-19.15%
		浙江海力生制药有限公司	8.97	0.45	-78.43%
盐酸坦索罗辛缓释胶囊	2.08	杭州康恩贝制药有限公司	15.10	0.50	-75.79%
		江苏恒瑞医药股份有限公司	7.00	0.70	-66.33%
		上海安必生制药技术有限公司	9.16	0.92	-55.94%
		天津力生制药股份有限公司	8.38	0.08	-58.50%
碳酸氢钠片	0.20	广州康和药业有限公司	9.68	N/A	N/A
		福州海王福药制药有限公司	11.97	0.12	-40.15%
		远大医药(中国)有限公司	12.39	0.12	-38.05%
		上海汇伦江苏药业有限公司	9.45	0.63	-92.54%
替格瑞洛片	8.45	石药集团欧意药业有限公司	13.43	0.96	-88.65%
		深圳信立泰药业股份有限公司	17.92	1.28	-84.85%
		南京正大天晴制药有限公司	20.44	N/A	N/A
		浙江海正药业股份有限公司	30.88	N/A	N/A
		扬子江药业集团广州海瑞药业公司	63.00	2.25	-73.37%
		枸橼酸托法替布片	66.29	齐鲁制药有限公司	44.80

		南京先声东元制药有限公司	55.00	N/A	N/A
		正大天晴药业集团股份有限公司	123.00	4.39	-93.37%
		湖南科伦制药有限公司	143.00	7.15	-89.21%
维格列汀片	4.09	齐鲁制药有限公司	12.60	0.45	-89.00%
		江苏豪森药业集团有限公司	11.19	0.53	-87.16%
		南京圣和药业股份有限公司	11.82	0.84	-79.35%
		华润赛科药业有限责任公司	19.00	0.95	-76.77%
		扬子江药业集团四川海蓉药业公司	13.50	0.96	-76.42%
		南京优科制药有限公司	11.78	1.18	-71.19%
维生素 B6 片	0.20	杭州民生药业有限公司	7.41	0.07	-62.95%
		湖北广济药业股份有限公司	7.87	0.08	-60.65%
		东北制药集团沈阳第一制药有限公司	7.33	0.08	-59.30%
		宜昌人福药业有限责任公司	8.17	0.08	-59.15%
氢溴酸西酞普兰片	3.09	西南药业股份有限公司	39.45	2.47	-20.21%
		四川科伦药业股份有限公司	35.97	2.57	-16.85%
盐酸西替利嗪片	0.51	成都利尔药业有限公司	1.56	0.08	-84.78%
		新华制药(高密)有限公司	2.15	0.12	-76.70%
		苏州中化药品工业有限公司	2.95	0.12	-76.02%
		扬子江药业集团有限公司	5.30	N/A	N/A
		鲁南贝特制药有限公司	5.34	0.22	-56.59%
缬沙坦胶囊	0.73	天大药业(珠海)有限公司	1.22	N/A	N/A
		华润赛科药业有限责任公司	2.50	0.21	-71.64%
		湖南千金湘江药业股份有限公司	8.63	N/A	N/A
		浙江华海药业股份有限公司	6.13	0.22	-70.20%
缬沙坦片	0.43	常州四药制药有限公司	4.08	0.14	-68.53%
盐酸达泊西汀片	71.76	四川科伦药业股份有限公司	89.50	29.83	-58.42%
		山东华铂凯盛生物科技有限公司(烟台鲁银药业有限公司生产)	67.38	33.69	-53.05%
依托考昔片	7.09	齐鲁制药有限公司	8.98	N/A	N/A
		成都苑东生物制药股份有限公司	12.72	2.54	-64.11%
盐酸乙胺丁醇片	0.20	广东华南药业集团有限公司	11.57	0.12	-42.15%
		沈阳红旗制药有限公司	6.03	0.12	-39.70%
		杭州民生药业有限公司	14.18	0.14	-29.10%
右佐匹克隆片	2.61	成都康弘药业集团股份有限公司	4.30	1.11	-57.38%
		上海上药中西制药有限公司	11.31	0.81	-69.10%
左乙拉西坦口服溶液	236.95	重庆圣华曦药业股份有限公司	38.00	38.00	-83.96%
		健民集团叶开泰国药有限公司	77.00	77.00	-67.50%
左乙拉西坦注射用浓溶液	340.00	重庆圣华曦药业股份有限公司	56.00	18.00	-94.71%
		海南普利制药股份有限公司	658.88	65.89	-80.62%
		UCB Pharma S.A.(Patheon Italia S.p.A.)(Aesica Pharmaceuticals S.r.l.)	850.00	85.00	-75.00%
		河北仁合益康药业有限公司	492.50	98.50	-71.03%
阿莫西林颗粒	0.20	山东鲁抗医药股份有限公司	4.18	0.17	-13.25%

		湖南科伦制药有限公司	4.21	0.18	-12.65%
利奈唑胺片	319.52	Pharmacia & Upjohn Company(Pfizer Pharmaceuticals LLC)	312.50	31.25	-90.22%
		江苏豪森药业集团有限公司	281.00	90.05	-71.82%
盐酸莫西沙星氯化钠注射液	219.16	天津红日药业股份有限公司	32.80	32.80	-85.03%
		海南爱科制药有限公司	35.27	35.27	-83.91%
左氧氟沙星滴眼液	29.39	中山万汉制药有限公司	6.95	6.95	-76.35%
		扬子江药业集团有限公司	8.60	8.60	-70.74%
盐酸环丙沙星片	0.68	石家庄以岭药业股份有限公司	2.38	0.12	-82.50%
		广州白云山医药集团股份有限公司	3.48	0.29	-57.35%
头孢地尼胶囊	3.72	石家庄四药有限公司	12.82	0.53	-85.66%
		江苏豪森药业集团有限公司	7.35	0.74	-80.27%
		成都倍特药业股份有限公司	13.58	1.36	-63.54%
	1.68	苏州中化药品工业有限公司	6.90	0.58	-65.87%
		广州南新制药有限公司	12.38	0.62	-63.26%
		深圳立健药业有限公司	7.99	0.67	-60.48%
头孢地尼分散片	3.73	国药集团致君(深圳)制药有限公司	11.63	N/A	N/A
克拉霉素片	0.55	上海现代制药股份有限公司	2.55	0.32	-41.69%
		山东新华制药股份有限公司	15.43	0.43	-21.60%
		浙江贝得药业有限公司	3.75	0.47	-14.25%
		东莞市阳之康医药有限责任公司(东阳光药业有限公司受托生产)	2.85	N/A	N/A

数据来源: 医药云端工作室 上海阳光采购网 上海证券研究所

降幅延续前两轮趋势, 竞争格局是主要影响因素:从各药企报价情况来看, 与最高有效申报报价相比, 最高降幅达到 98.72% (石药集团的美金刚口服常释剂型), 平均降幅约 70.89%。与前两轮集采相比, 本次集采竞争更为激烈, 降价幅度更大。从不同品种来看, 竞争格局是影响价格降幅的主要因素。55 个品种中, 有 16 个品种降幅超过 90%, 主要集中在慢病及常见病等临床需求较大领域, 如降压药卡托普利、降脂药匹伐他汀、降糖药二甲双胍、抗血栓药阿哌沙班及替格瑞洛等。

外资企业参与度显著降低, 推动进口替代:此次集采中, 外资企业的参与度明显降低。本轮集采涉及的 55 个品种中, 仅 3 家外企进入拟中选, 分别为卫材 (甲钴胺片, 降幅 76.54%)、辉瑞 (利奈唑胺片, 降幅 100%)、优时比 (左乙拉西坦, 降幅 20.32%)。而此前两轮集采中, 中选外资企业数量均超过 5 家。目前, 部分原研药在国内公立机构的占有率较高, 例如维格列汀和替格瑞原研企业的市场份额几乎达到 100%; 莫西沙星氯化钠注射剂、非那雄胺、阿那曲唑、美金刚和阿哌沙班口服常释剂型的原研占比也分别高达

96%、89%、87%、86%和 82%。因此，伴随原研企业的集采落选，我国本土企业有望获得更多的市场份额。

龙头企业的拟中选品种较多:从各家企业的中选情况来看，国内龙头企业的参与热情较高，中选品种也较多，延续了此前几轮全国药品集采的主体地位。其中，获得拟中选品种最多的是齐鲁制药（8 个）和石药集团（8 个），之后是扬子江药业（7 个）和中国生物制药（共 7 个，其中正大天晴 3、正大清江 2、南京正大天晴 1、正大丰海 1），以及复星医药（5 个）、豪森药业（5 个）、恒瑞医药（4 个）、科伦药业（4 个）和海正药业（4 个）。我们认为，主要是由于龙头企业仿制药品种较多且具备一定成本及规模优势。

根据赛柏蓝数据，前两批国家组织药品集采的 57 个中选药品费用从 427 亿元降低到了 83 亿元，直接节约费用 344 亿元，其中降价效应 180 亿元、替代效应 164 亿元。我们认为，伴随带量采购的常态化，以及参与集采的产品数量和企业数量的进一步增加，一般仿制药企业的利润空间将被持续压缩，集中度有望持续提升。由于原研企业目前仍占据重要市场份额，带量采购的推进也有望进一步推动医院市场仿制药的进口替代。从集采结果来看，由于龙头企业拥有较多仿制药品种且具备一定成本及规模优势，已在集采中体现出较强的竞争优势，有望能够保持市场份额并且进一步抢占原研企业份额。因此，我们认为，伴随带量采购的常态化，仿制药龙头企业将有望受益于行业集中度提高以及仿制药进口替代。

值得注意的是，此次集采外资企业大规模流标，我们认为并不代表其放弃中国市场，可能将把重心从医院渠道转为零售渠道，原研药品对于零售渠道的覆盖和转移将有利于零售企业的业绩增长，建议关注零售板块。同时，带量采购有望进一步提高原料药的行业地位，提升相关企业在产业链中的议价权，建议关注优质原料药供应企业。带量采购以及医保目录调整的持续推进，主要是为了加速行业腾笼换鸟的进程，通过压缩仿制药、临床价值不高的药品的支付空间，从而进一步提高创新药和临床必需药品的支付力度以及可及性，推动我国医药产业结构升级，建议关注创新药及其产业链。

2.2 耗材集采多省市推进 全国集采从冠脉支架切入

根据国务院发布的《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》，2020 年 9 月底前，综合医改试点省份要率先进行探索耗材的带量采购。目前全国已超过 20 个省市开始

推进耗材带量采购方案。根据华招标网《2020年耗材半年刊》数据，2020年上半年全国共新出48个耗材集采项目，其中联盟项目4个，省级项目23个，市级项目21个，省级多为新冠检测试剂盒。

表3 各省市开展耗材带量采购的具体情况

时间	省市	涉及品种	平均降幅
2019.07	江苏	血管介入类（支架和起搏器）	支架：51.01%；起搏器：15.86%
2019.07	临沂、菏泽	静脉留置针、气管插管、镇痛泵、PICC导管	67.00%
2019.08	安徽	眼科人工晶体类、骨科脊柱类	眼科人工晶体类：20.50%；骨科脊柱类：53.40%
2019.08	南京、泰州、淮安	植入式给药装置、预充式导管冲洗器、精密输液器、密闭留置器	72.61%
2019.08	无锡	超声高频外科集成系统超声刀头、透析液、中心静脉导管、高分子夹板	48%-61.2%
2019.09	徐州	骨科骨针、一次性使用套管穿刺器	骨科骨针：77.70%；穿刺管：59.50%
2019.09	辽宁	一次性使用输液器	57.67%
2019.09	南通	髓内钉、止血材料	髓内钉：47.21%；止血材料：45.26%
2019.09	江苏	眼科人工晶体类、血管介入球囊类、骨科人工髋关节类	眼科人工晶体类：26.89%；血管介入球囊类：74.37%；骨科人工髋关节类：47.20%
2019.10	济南	就输液器、留置针等15种低值耗材	N/A
2019.12	苏州	人工合成骨、带线锚钉、腔镜下单发不可吸收夹	最高降幅63%
2019.12	常州、连云港、扬州	一次性喉罩、一次性静脉留置针、一次性精密输液器、乳房旋切穿刺针及配件	喉罩：51.56%、静脉留置针：79.34%、精密输液器：74.97%、乳房旋切穿刺针及配件：16.34%
2019.12	青岛、淄博、烟台等五地	输液器、留置针、预充式导管冲洗器	60.93%
2019.12	山西	骨科类、心脏介入类、眼科类	52.98%
2019.12	临汾	血液透析器、一次性使用静脉留置针	血液透析器：31.30%；静脉留置针：70.60%
2019.12	运城	一次性使用静脉留置针、一次性使用腔内切割吻合器组件	N/A
2020.01	京津冀等9地	人工晶体类眼科耗材	53.72%
2020.01	陕西14省联盟	人工晶体、心脏起搏器、吻合器、透析管、超声刀	N/A
2020.03	聊城	输液器、留置针、预充式导管冲洗器	N/A
2020.04	云南	血管介入类、骨科植入类、眼科材料	N/A
2020.05	重庆、贵州、云南、河南	吻合器、补片、胶片	N/A
2020.05	浙江	冠脉介入药物支架、冠脉介入球囊、骨科髋关节	N/A
2020.07	江苏	初次置换人工膝关节、人工硬脑（脊）	初次置换人工膝关节：67.3%；人工硬脑（脊）

		膜、疝修补材料	膜：68.9%；疝修补材料：75.9%
2020.07	福建	人工关节、留置针、超声刀、镇痛泵	人工关节：32.12%；留置针：67.51%；超声刀：40.77%；镇痛泵：78.88%
2020.07	太原-晋中-忻州	普通输液器、一次性使用注射器	N/A
2020.08	陕西 10 省联盟	人工晶体	N/A

数据来源：各省官网 医疗器械经销商联盟 上海证券研究所

伴随各省市耗材集采的持续推进，全国层面耗材集采也开始落地。2020年7月03日，国家医疗保障局医药价格和招标采购指导中心发布《国家组织冠脉支架集中带量采购方案（征求意见稿）》。通知提到，将以冠脉支架为切入点，探索开展国家层面的高值医用耗材集中带量采购，引导形成常态化、规范化的高值耗材集中带量采购制度。在采购产品入围要求方面，方案指出，此次集中带量采购标的为冠脉支架产品，应经药监部门批准获得有效医疗器械注册证材质。材质为钴铬合金和铂铬合金，载药种类为雷帕霉素或衍生物，药物载体涂层性质为非聚四氟乙烯的冠状支架。文件中明确了参与带量采购的医疗机构范围，主要包括2019年冠脉支架使用量超过1000个的公立医疗机构、军队医疗机构。已自行开展冠脉支架集中带量采购且尚在合同期内的省份可不参加本次集采。采购量方面，将2019年按照总采购量的80%确定约定采购量，采购周期为2年，采购周期满后，由各省确定供应企业、约定采购量和采购期限。供求关系、技术水平、市场格局发生重大变化的，可通过竞价、议价、谈判、询价等方式，产生中选企业、中选价和约定采购量，坚持“招采合一、量价挂钩”。尽管医用耗材非标化程度较高，但目前情况来看，带量采购依然能够换来较大的降幅，尤其是国产化程度较高的品种。在全国层面，未来随着医用耗材全国带量采购的推进，耗材及医疗器械行业集中度进一步提升，头部企业受益。借鉴药品集采经验，我们认为，短期内降价会对企业业绩构成压制，但从长期来看，行业整体集中度将持续提升，具备成本优势及产品丰富的优质企业将有望受益。

三、疫苗仍是疫情转折的重要决定因素

截至8月31日，全球累计确诊的新冠患者共2,505万例，新增27万例，累计确认死亡人数达到84万例，目前全球新增病例仍未见拐点。根据哈佛大学的一项研究，如果感染者痊愈后不能获得长

久的免疫力，那么新冠肺炎将会和其他的常见冠状病毒一样，在人类社会一直存在，不停爆发。因此，为了应对新冠病毒可能长期存在的局面，疫苗的研发需求目前较为迫切。按照不同的制备工艺，目前新冠疫苗研发路线主要分为五大类：灭活疫苗、减毒疫苗、重组蛋白疫苗、病毒载体疫苗和核酸疫苗。其中，减毒/灭活疫苗是直接利用病毒做成疫苗刺激健康人体内的免疫系统，其他路径都是基于一个相同的理论基础：通过表达病毒上的S蛋白，引起人体针对新冠病毒产生的免疫保护机制。

3.1 新冠疫苗的已公布数据带来成功曙光

截至8月28日，WHO的官网上已经备案了176个正在研发的新冠肺炎疫苗，其中有33项已进入临床阶段。目前已有多家研发企业发表了新冠疫苗临床试验论文，主要包括康希诺、阿斯利康、莫德纳、辉瑞和Novavax，论文中公布了各款疫苗在临床试验中的具体数据。从结果来看，受试者在接种几款疫苗后均产生了较好的免疫应答，疫苗的研发成功率较高。其中，重组蛋白疫苗和RNA疫苗的中和抗体阳转率以及抗体水平较高。

表4 几项临床研究结果对比总结

疫苗名称	相关公司	技术路线	抗病毒中和抗体阳转率	对比康复者血浆抗病毒抗体水平	出现抗体水平下降天数	接种针数
NVX-CoV2373	NOVAVAX	重组蛋白	100%	4倍 (3,906)	N/A	1针
COVID-19 疫苗	国药集团武汉生物所	灭活	97.6%	N/A (247)	N/A	2-3针
Ad5-nCoV	康希诺	腺病毒载体	高剂量组：85% (假病毒); 59% (活病毒)	N/A (18.3)	N/A	1针
AZD1222	阿斯利康、康泰		100%	基本相同 (218)	第56天	1针
mRNA-1273	莫德纳	mRNA	100%	4倍 (654.3)	第57天	2针
BNT162b1	辉瑞、复星		100%	3倍 (267)	第35天	2针

数据来源：各公司官网 WHO 上海证券研究所

在接种重组蛋白疫苗和RNA疫苗后，受试者体内产生的抗病毒中和抗体水平达到了康复者血浆中抗体水平的4倍，展现较好的保护潜力。康希诺研发的腺病毒疫苗以及灭活疫苗未能使全部受试者产生中和抗体。其中，康希诺可能是由于受试者体内既载体免疫力较高导致应答下降所致。从接种程序来看，灭活疫苗、腺病毒载体疫苗和RNA疫苗需要接种2针达到较好的免疫应答。此外，临床试验结果显示，在接种疫苗的1个月或3个月，受试者体内的

中和抗体水平出现下降。但抗体水平出现下降并不意味着失去保护作用，在再次接触病原时，体内免疫应答可能会再次激活，具体保护时效仍然需要更多的临床数据验证。

3.2 各国开始签订订购协议 国外接种率超过 60%

伴随新冠疫苗研发的持续推进，现在多个国家已经向研发企业签订了采购意向。其中，法国、意大利、德国和荷兰共与阿斯利康签订了 4 亿支的订购协议、美国与辉瑞/BioNTech、强生和赛诺菲分别签订了 1 亿支的订购协议（后期可能向辉瑞再增加不到 5 亿支）、英国和辉瑞/BioNTech 签订了 9000 万支的订购协议。从采购情况来看，各国整体接种量将达到 60%-100%。

表 5 各国新冠疫苗订购情况

项目	美国			英国	欧洲四国	欧盟
供应企业	辉瑞/BioNTech	强生	赛诺菲/GSK	辉瑞/BioNTech	阿斯利康	赛诺菲/GSK
疫苗类型	mRNA	腺病毒载体	重组蛋白	mRNA	腺病毒载体	重组蛋白
订购数量	1-6 亿支	1 亿支	1 亿支	0.9 亿支	4 亿支	3 亿支
接种针数	2 针	1 针	2 针	2 针	2 针	1 针
对应接种人数	0.5 亿-3 亿	1 亿	0.5 亿	0.45 亿	2 亿	3 亿
总人口	3.3 亿			0.67 亿	2.26 亿	5.13
接种率	61%-100%			67%	88%	58%

数据来源：各公司官网 上海证券研究所

从已签订的协议价格来看，RNA 疫苗和重组蛋白疫苗单价相对较贵，一个疗程的价格约在 40 美元左右（折合人民币约 280 元）。

表 6 各公司新冠疫苗协议价格情况

公司	技术路线	单价	接种程序	疗程价格
辉瑞/BioNTech	mRNA	19.5 美元	2 针	39 美元
GSK/赛诺菲	重组蛋白	21 美元	2 针	42 美元
阿斯利康	腺病毒载体	3-4 美元	2 针	6 美元-8 美元
强生	腺病毒载体	10 美元	1 针	10 美元

数据来源：各公司官网 上海证券研究所

3.3 预计灭活苗先进行接种 其他疫苗后续补充

新冠肺炎的 R_0 （基本传染数：表示 1 个患者可以传染多少人）和 SARS 较为接近，约为 2-4，计算下来，新冠疫苗的接种率需要达到约 50%-75% 才能实现群体免疫，从而控制住疫情，恢复正常生

活。根据该接种率,国内需要接种疫苗的人群数至少将达到7亿-10.5亿人。从国内企业目前的研发情况来看,国药集团中国生物的灭活疫苗进度最快,有望在年内完成 III 期临床上市。我们预计,灭活苗会率先进入全国接种流程。由于灭活苗需接种2针,因此为达到群体免疫,至少需要14亿支疫苗。

表 7 达到群体免疫所需的新冠灭活疫苗数量

接种方式	接种人群	接种人数	所需灭活苗数量
全覆盖	全国接种	13 亿人	26 亿支
群体免疫	全国 50%-75% 人群	7 亿-10.5 亿人	14 亿-21 亿支
易感人群保护	65 岁以上人群	1.8 亿人	3.6 亿支

数据来源:国家统计局 上海证券研究所

从目前已公布的 P3 生产车间建设情况来看,全国灭活苗产能大约为 5 亿剂,由于灭活苗需要接种两针,因此覆盖人群数量大约为 2.5 亿。我们认为,灭活苗在上市后可能会先覆盖重点人群,包括医生等高危人群。而第一梯队中的其他疫苗后续上市后可能会对灭活苗进行补充。

表 8 灭活疫苗生产车间建设情况

生产车间类型	相关企业	产能	生产疫苗类型	状态
大兴生物医药园产业基地	科兴中维	1 亿剂	灭活疫苗	完成建设
河南新乡新冠肺炎疫苗生产车间	华兰生物	1 亿剂	灭活疫苗	完成建设
北京生物制品研究所生产车间	国药集团中国生物	1 亿-1.2 亿剂	灭活疫苗	完成建设
武汉生物制品研究所生产车间	国药集团中国生物	1 亿剂	灭活疫苗	完成建设

数据来源:各官网 上海证券研究所

目前灭活苗加上第一梯队其他企业的总产能为 11.2 亿支,约能覆盖 7 亿人,总的来说仍然处于供不应求的状态。从各个企业已公布的产能来看,目前智飞生物的产能较大,能够生产 3 亿支疫苗。参考 H1N1 疫苗价格以及国外目前已公布的疫苗价格,我们假设灭活苗单价为 50 元/支、腺病毒载体疫苗单价为 100 元/支、重组蛋白苗和 RNA 疫苗单价为 150 元/支,新冠疫苗将有望为中国疫苗行业带来超过 1000 亿元收入,利润空间有望达到 400 亿元。而由于 P3 车间的成本更高,因此我们认为灭活苗定价可能将更贵,根据此前中生集团采访,两针灭活苗价格将在 1000 元以内,因此市场空间以及利润空间仍有较大发展潜力。

表 9 相关企业的产能及收入规模测算

技术路线	公司	产能 (亿支)	接种程序	单价 (元)	总收入 (亿元)	开发方式
灭活	国药集团	2.2	2 针	50	100	自研
	科兴中维	1	2 针	50	100	自研
	华兰生物	1	2 针	50	100	自研
腺病毒载体	康希诺	2	1 针	100	200	合作
腺病毒载体	康泰生物	1	1 针	100	100	引进
重组蛋白	智飞生物	3	2 针	150	450	合作
RNA	沃森生物	N/A	2 针	150	N/A	合作
RNA	复星生物	N/A	2 针	150	N/A	引进

数据来源：公司公告 上海证券研究所

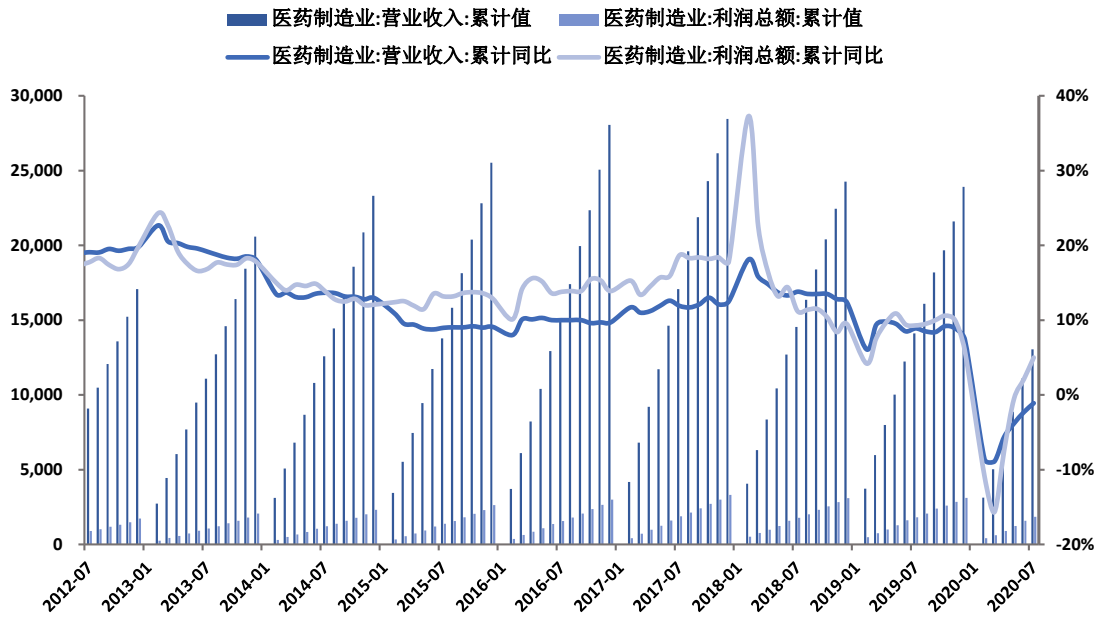
根据盖茨基金会计算，全球需要至少 100 亿剂疫苗才能实现群体免疫，而这个数量超过全球年疫苗产能的 3 倍，新冠疫苗供应现在仍然存在较大缺口，市场增长的瓶颈主要在于产能。在五种疫苗研发路线中，灭活、减毒疫苗由于需要在 P3 级生产车间内进行生产，产能扩展相对受限。而其他疫苗后期的规模化生产更容易实现。未来伴随在研新冠疫苗的逐步上市以及产能的持续拓展，新冠疫苗市场有望进一步扩大。就已有的产能来看，新冠疫苗的市场规模有望超过 1000 亿，为相关企业带来约 400 亿的利润空间，相关企业有望进一步打开全球市场，持续增厚业绩表现。此外，新冠疫苗的研发还将有望推动整体产业链的快速发展，主要包括上游的研发服务行业、原辅料和下游玻璃瓶及低温储存运输行业，疫苗若研发成功，其较大的需求量将利好产业链内龙头企业的业绩成长。

四、1-7 月医药行业收入和利润增速环比回升

根据国家统计局数据，医药制造业 2020 年 1-7 月实现主营业务收入 13,048.50 亿元，同比下降 1.10%，Q2 环比增长 21.08%；实现利润总额 1,854.80 亿元，同比增长 5.00%，Q2 环比增长 58.26%。Q2 环比增长明显，说明复工复产后医药企业经营逐步恢复。同时由于疫情导致出差减少、企业费用控制以及政府减征减税降费补贴等综合原因，营业费用率降低，利润增速高于收入增速。

全年来看，由于带量采购扩围、非过评品种及耗材也将开始集采等多重因素影响，医药制造业今年全年增速预计将在 10% 以内。同时，我们认为未来医药制造业的收入增速和利润增速将长期维持在个位数水平。

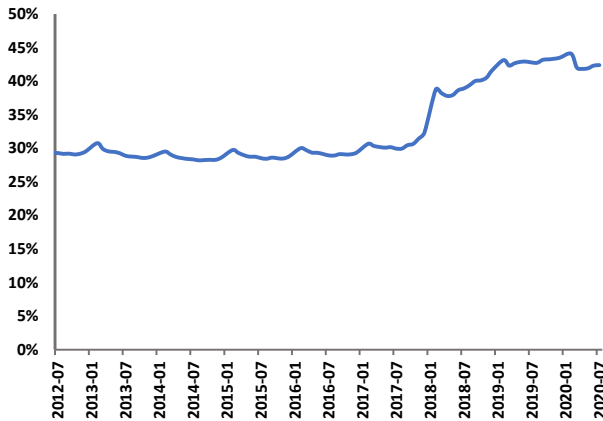
图 2 2012-2020H1 医药制造业业绩概况 (亿元)



数据来源: Wind 上海证券研究所

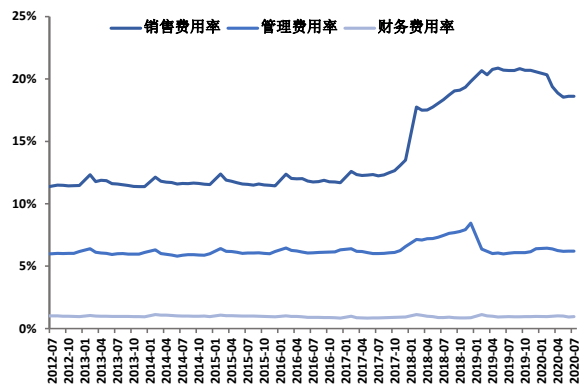
从费用率情况来看, 2020 年 1-7 月, 医药制造业主营业务毛利率为 42.40%, 销售费用率为 18.62%, 管理费用率为 6.20%, 财务费用率为 0.95%。

图 3 近年来医药制造行业主营业务毛利率变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 4 近年来医药制造行业期间费用率变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

五、近期医药板块表现综述

5.1 年初至今医药指数大幅跑赢沪深 300 器械板块表现亮眼

年初至今, 医药指数上涨 57.30%, 跑赢沪深 300 指数 40.69 个

百分点，子板块中，医疗器械板块涨幅最大，上涨 93.00%，中药涨幅最小，上涨 28.66%；以一个月区间统计，医药指数下跌 4.97%，跑输沪深 300 指数 6.45 个百分点，子板块中涨幅最大的是医疗服务板块，上涨 6.78%，跌幅最大的是生物制品板块，下跌 17.97%。

图 5 年初至今医药指数走势图（截至 9 月 01 日）

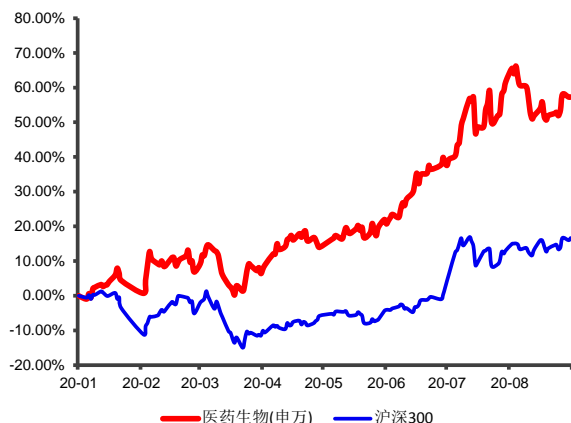
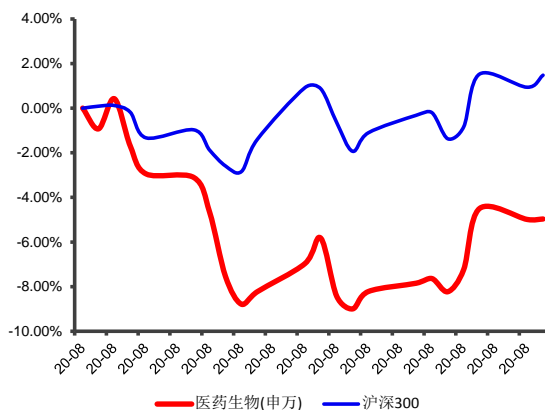


图 6 最近 1 个月医药指数走势图（截至 9 月 01 日）



数据来源：Wind 上海证券研究所

数据来源：Wind 上海证券研究所

表 10 近 1 个月、年初至今医药各细分板块的市场表现（截至 9 月 01 日）

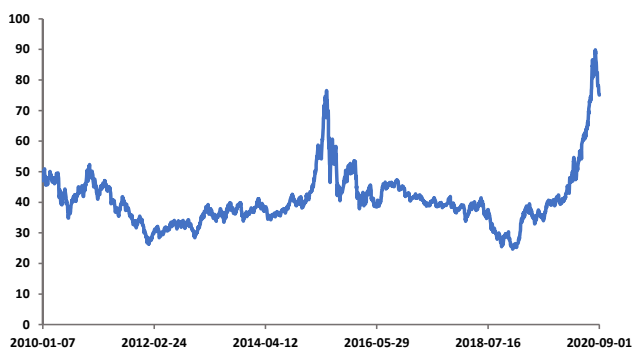
子行业	近一个月			年初至今		
	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300	涨幅	跑赢医药指数	跑赢沪深 300
化学原料药	5.55%	10.52%	4.07%	72.43%	15.13%	55.82%
化学制剂	-1.52%	3.45%	-3.00%	33.19%	-24.11%	16.58%
生物制品	-17.97%	-13.00%	-19.45%	88.25%	30.95%	71.64%
医疗服务	6.78%	11.75%	5.30%	63.38%	6.08%	46.77%
医疗器械	-8.89%	-3.92%	-10.37%	93.00%	35.70%	76.39%
医药商业	3.79%	8.76%	2.31%	35.16%	-22.14%	18.55%
中药	-1.37%	3.60%	-2.85%	28.66%	-28.64%	12.05%
医药生物	-4.97%	N/A	-6.45%	57.30%	N/A	40.69%
沪深 300	1.48%	N/A	N/A	16.61%	N/A	N/A

数据来源：Wind 上海证券研究所

5.2 医药板块出现回调，但整体估值仍处于历史高位水平

目前医药板块绝对估值为 75.10（历史 TTM_整体法，不调整），相对于沪深 300 的估值溢价率为 390.16%，处于近十年的高位水平，我们认为主要是今年上半年疫情催化医药板块关注提升所致。近期医药板块已出现回调，但估值和估值溢价率仍然在历史高位。

图 7 医药生物板块近年绝对估值（历史 TTM_整体法）



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 8 医药生物板块近年估值溢价率（历史 TTM_整体法）



数据来源: Wind 上海证券研究所

各子板块估值分化明显，医疗服务子板块估值较高，PE 为 113.48。医药商业板块估值较低，PE 为 24.89。

表 11 医药各细分板块的 PE 估值（TTM_整体法，剔除负值）

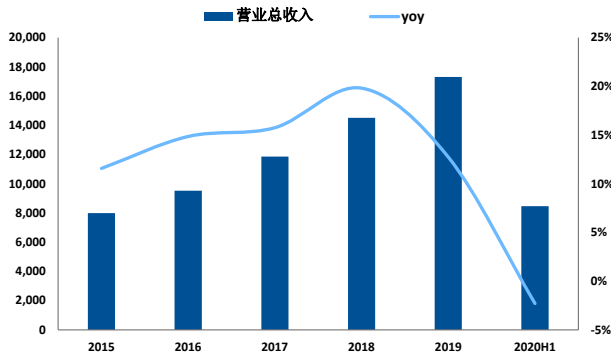
板块名称	PE	溢价率
化学原料药	42.79	206.24%
化学制剂	54.21	287.93%
中药	33.98	143.15%
生物制品	76.35	446.34%
医药商业	24.89	78.09%
医疗器械	55.74	298.86%
医疗服务	113.48	712.05%
医药生物	43.68	277.79%
沪深 300	11.56	N/A

数据来源: Wind 上海证券研究所 数据截至 9 月 01 日

5.3 医药上市公司 2020 年中报数据分析

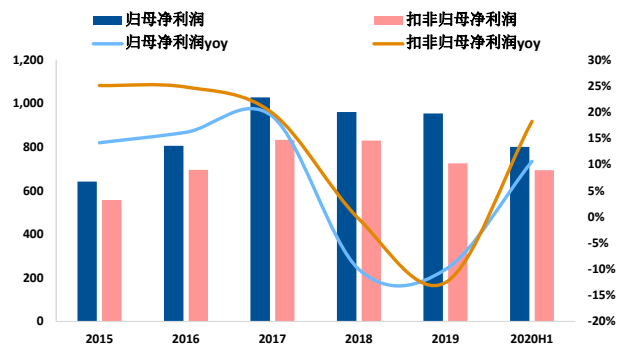
我们对医药生物板块上市公司 2020 年中报进行统计，剔除部分次新股、数据异常个股后，我们对 298 家医药上市公司进行统计，2020 年上半年，上市公司收入、归母净利润、扣非净利润同比增速分别为-2.29%、10.62%和 18.25%，主要是受到新冠疫情影响。从细分业务板块来看，2020 年上半年医疗器械板块和化学原料药板块营收增速较高。我们认为，医疗器械企业业绩表现较好主要是由于疫情期间，防控相关设备和耗材的需求大幅提升，促使相关企业销售收入增加所致。而原料药方面，主要是因为上市公司逐步从单纯的原料药生产制造向 CDMO、制剂一体化转型、打造特色品种脱离价格竞争、以及一季度海外备货、价格提升等因素，带来业绩的持续增长。

图 9 2015-2020H1 医药上市公司营业收入概况 (亿元)



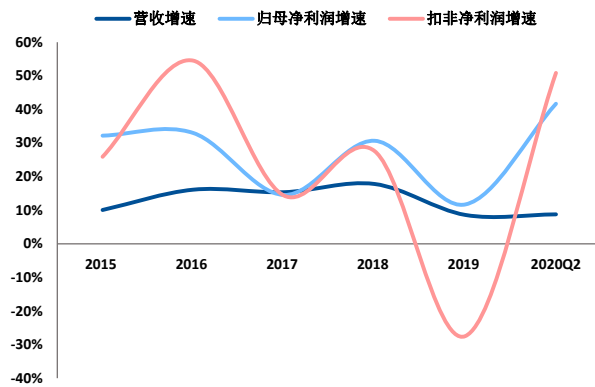
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 10 2015-2020H1 医药上市公司净利润概况 (亿元)



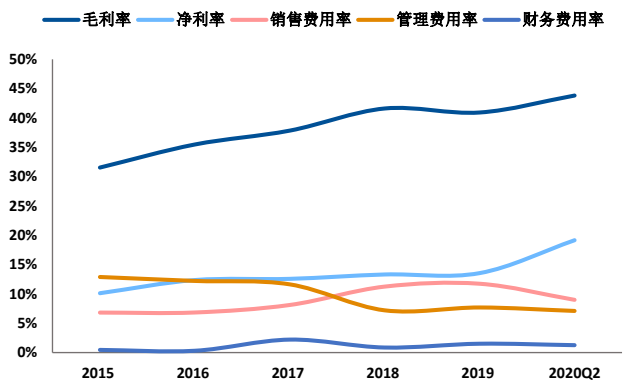
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 11 2015-2020H1 化学原料药板收入增速情况



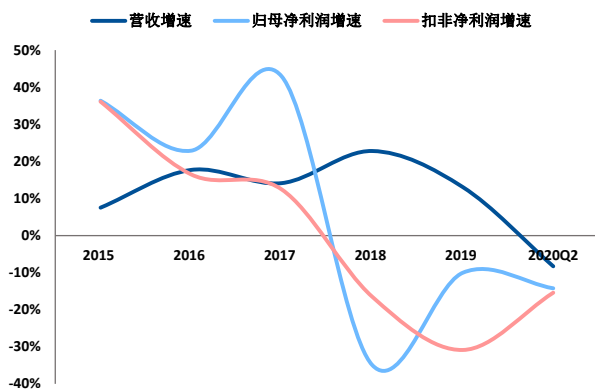
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 12 2015-2020H1 化学原料药板块财务分析



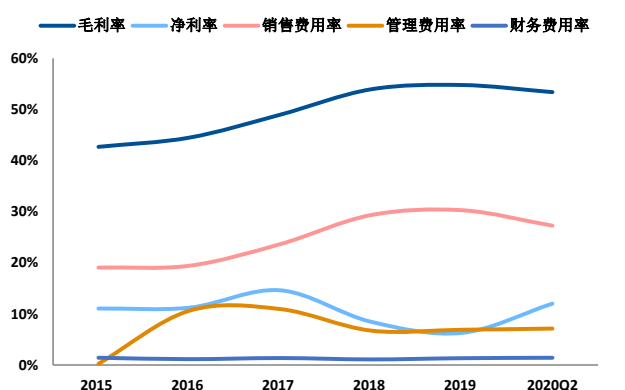
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 13 2015-2020H1 化学制剂板收入增速情况



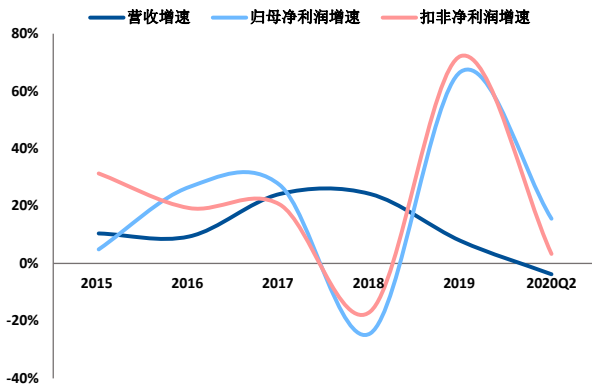
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 14 2015-2020H1 化学制剂板块财务分析



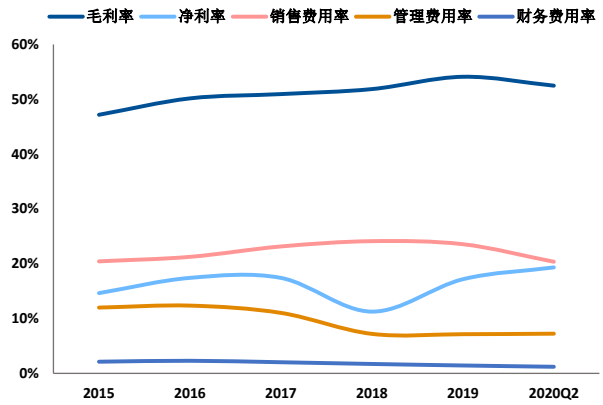
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 15 2015-2020H1 生物制品板收入增速情况



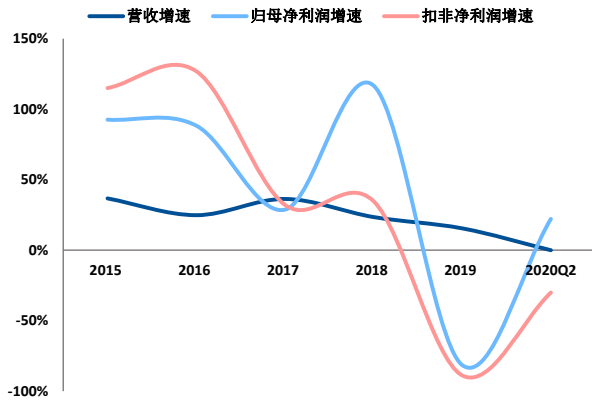
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 16 2015-2020H1 生物制品板块财务分析



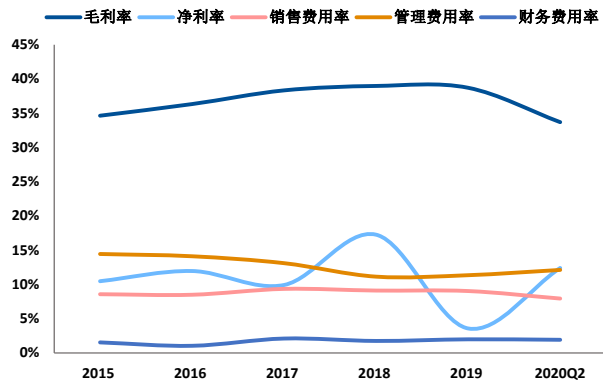
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 17 2015-2020H1 医疗服务板收入增速情况



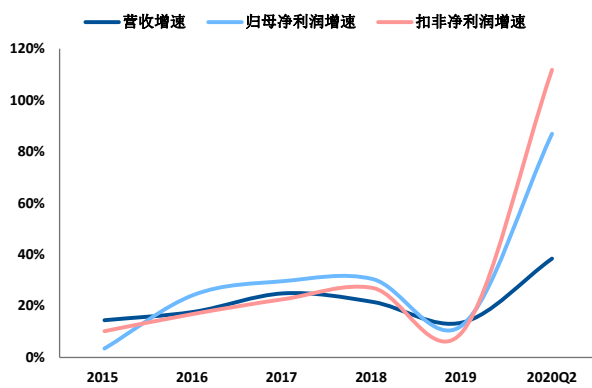
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 18 2015-2020H1 医疗服务板块财务分析



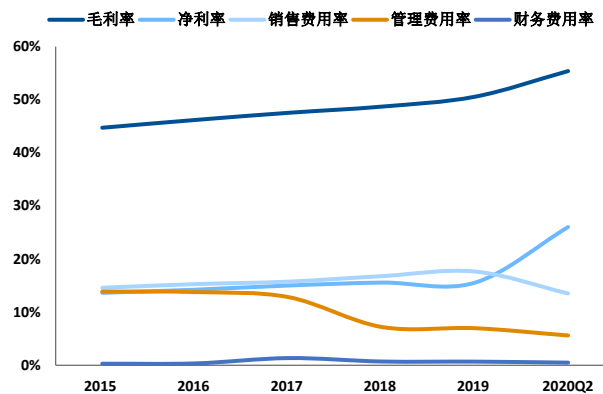
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 19 2015-2020H1 医疗器械板收入增速情况



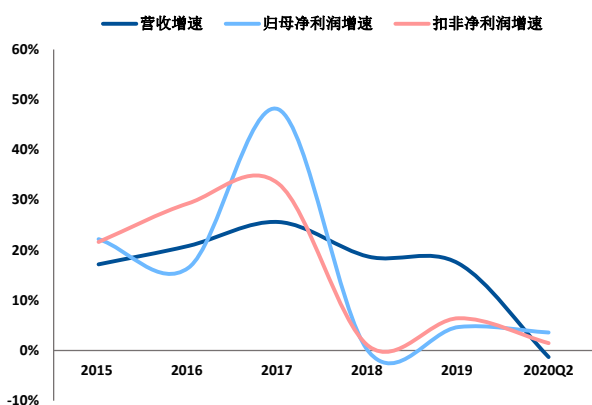
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 20 2015-2020H1 医疗器械板块财务分析



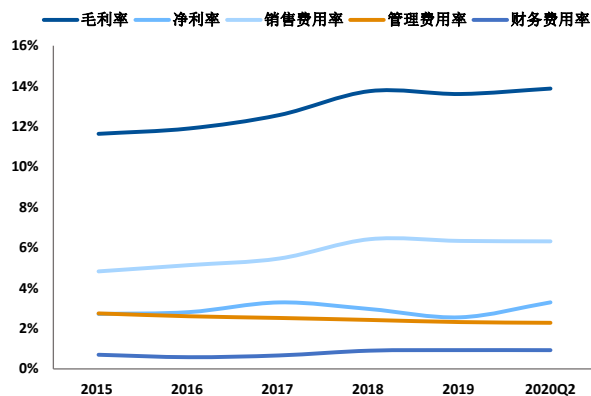
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 21 2015-2020H1 医药商业收入增速情况



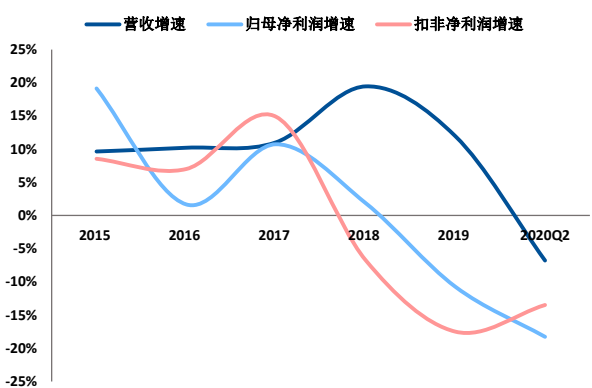
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 22 2015-2020H1 医药商业板块财务分析



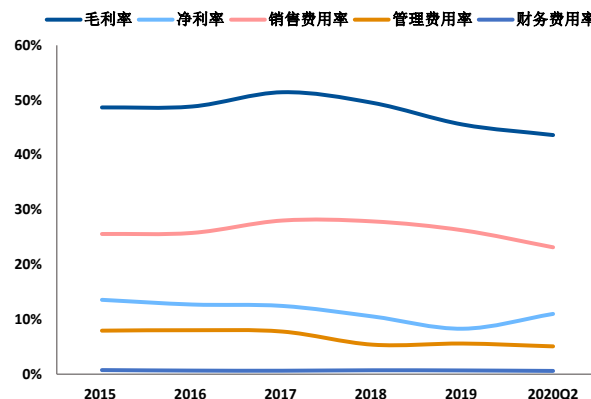
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 23 2015-2020H1 中药板收入增速情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

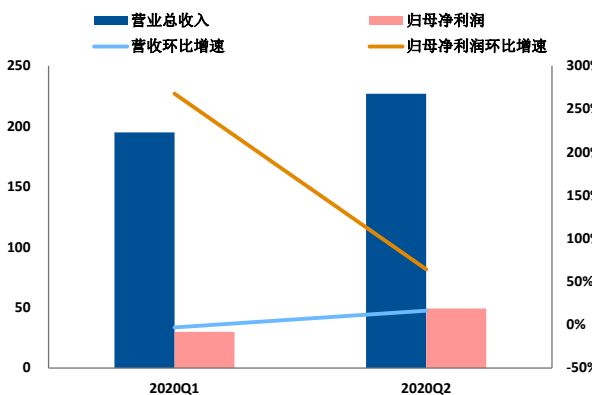
图 24 2015-2020H1 中药板块财务分析



数据来源: Wind 上海证券研究所

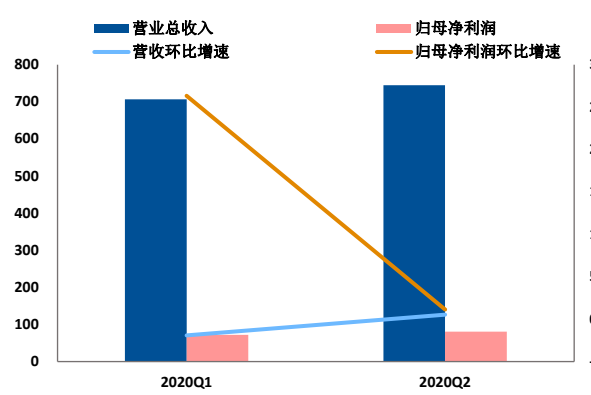
从单季度情况来看,第二季度环比增速为正,业绩已有所提升,说明伴随国内疫情平稳,公司正处于逐步恢复期。

图 25 2020 年 Q1-Q2 化学原料药板块增速情况



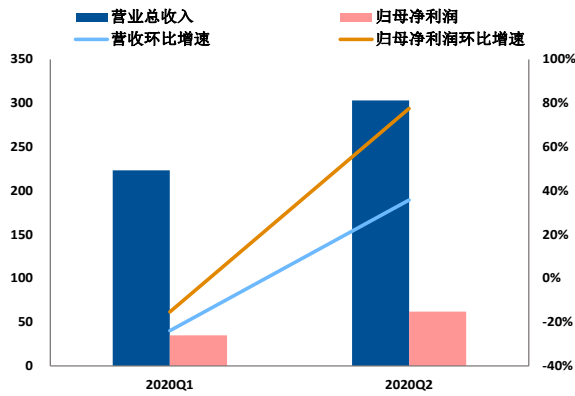
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 26 2020 年 Q1-Q2 化学制剂板块增速情况



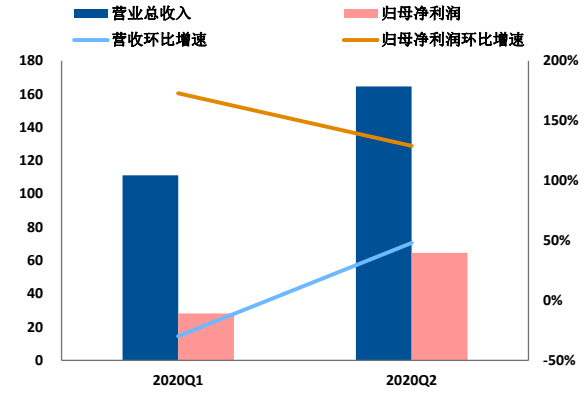
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 27 2020 年 Q1-Q2 生物制品板块增速情况



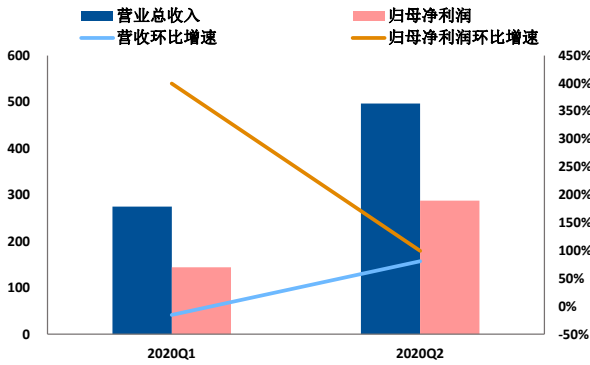
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 28 2020 年 Q1-Q2 医疗服务板块增速情况



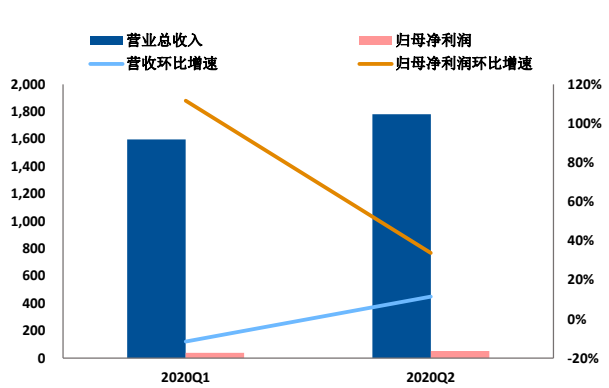
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 29 2020 年 Q1-Q2 医疗器械板块增速情况



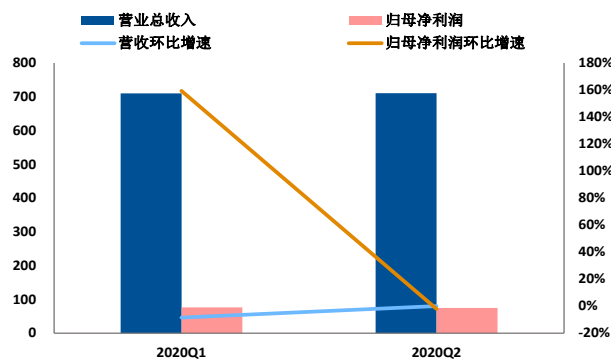
数据来源: Wind 上海证券研究所

图 30 2020 年 Q1-Q2 医药商业板块增速情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 31 2020 年 Q1-Q2 中药板块增速情况



数据来源: Wind 上海证券研究所

六、医药行业评级、策略及重点股票

6.1 维持医药行业“增持”评级

我们对未来一段时期医药行业的增长仍然持乐观态度：1) 国内老龄化加速、医药消费具有刚需性质，医药行业的需求旺盛，人们对优质医疗资源的追求并没有改变，且对高端产品和服务的需求持续增加；2) 仿制药一致性评价等医药供给侧改革政策已经进入稳态，医药行业存量市场的结构调整和创新增量发展会一直持续。带量采购、医保支付结构调整推动下的支付端改革，推动行业集中度迅速提升，龙头企业强者恒强，更加健康的产业环境能够推动医药行业长期向好发展；3) 受疫情影响，大部分的医疗需求延期释放，但并不会消除。疫情提升了资金对医药行业的关注度，高端医疗设备的研发将加速，对医疗卫生系统补短板的医疗新基建投资，也将促进医疗软、硬件设备的增长。此外国内疫情控制良好、全面复工复产也提升了国内企业在全球供应链上的地位。我们继续维持医药行业“增持”评级。

秋季，我们建议重点关注：

1) 疫情防控相关主线：国内疫情得到控制，疫情防控常态化。着眼于公共卫生应急系统补短板、加强国家生物安全建设的医疗新基建拉开大幕，未来较长一段时间，与ICU、传染病病床、检验检测相关的软硬件需求均会释放。疫苗及疫苗相关产业链将成为长期关注的热点。

2) 药品集采常态化，集采落标企业必然走向院外市场，零售渠道的价值和规模在集采时代会逐步提升，比较长期来看甚至有望超越医院渠道。药店业态正在逐步分化，DTP药房和专业药房重要性提升。

3) 医疗服务：疫情常态化，医疗服务刚需板块需求补释放。

4) 创新及创新产业链：医药行业供给侧改革持续深化，创新药械及其产业链会持续繁荣。

5) 原料药产业链：注射剂一致性评价启动，将再次提升原料药在整个医药产业链上的重要程度。我国原料药产业链比较完善，疫情下有利于在全球保持竞争力。原料药企业业绩具有确定性。

6.2 重点跟踪股票

6.2.1 药明康德（603259）：业绩保持快速增长，持续完善业务布局

公司作为覆盖新药研发全产业链的CRO龙头企业，近年受益

于全球创新药研发热潮，业绩增长迅速。2020H1 年公司营业收入、归母净利润分别同比增长 22.68%、62.49%。公司拥有庞大、多样且忠诚的客户群，保障公司订单来源稳定。上半年，公司新增客户近 600 家，合计为来自全球 30 多个国家的超过 4000 家客户提供服务。其中，全球前 20 大制药企业占公司整体收入比重约 31.9%。公司客户粘性强，2015 至今，公司前十大客户保留率 100%。为进一步满足客户需求，公司持续完善公司业务布局和产能建设。2020 年 1 月，合全药业开工建设无锡新药制剂开发及生产基地，将进一步提高固体制剂开发和生产能力和产能。公司还扩建了位于美国费城的腺相关病毒一体化悬浮培养平台和 CAR-T 细胞治疗一体化封闭式生产平台，助力客户提高细胞和基因治疗产品研发和生产效率。2020 年 7 月，公司位于成都的研发中心正式投入运营，进一步增强公司中国区实验室服务的产能，赋能全球客户。我们认为，公司产能和业务布局的不断完善，以及长尾客户的逐步成长将有望共同驱动公司的业绩持续成长，我们看好行业和公司未来发展。

风险提示：行业监管政策变化风险；医药研发服务行业竞争加剧风险；科研技术人才流失的风险；知识产权保护风险等。

表 12 药明康德预测简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,872.21	16,197.77	20,703.18	26,589.47
年增长率	33.89%	25.84%	27.81%	28.43%
归属于母公司的净利润	1,854.55	2,657.68	3,407.10	4,382.85
年增长率	-17.96%	43.31%	28.20%	28.64%
每股收益 (元)	0.78	1.12	1.43	1.84
PER (X)	138.12	96.38	75.18	58.45

数据来源：Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 9 月 01 日收盘价计算

6.2.2 爱尔眼科 (300015)：二季度业绩恢复良好，外延并购完善市场布局

公司是国内医疗服务领域的龙头企业，通过产业并购基金继续以新建或并购方式加快以地级、县级医院为重点的网点布局，纵向推进省域内分级连锁体系建设，加大医院网络的辐射区域。到 2020 年年初，公司共拥有 590 家眼科医疗机构，其中中国内地 484 家，欧洲 86 家，东南亚 12 家，中国香港 7 家，美国 1 家。为进一步完善市场布局，公司于 6 月 30 日宣布非公开募集 7.1 亿元，将用于并购重组 30 家医院，进一步完善了公司全国网络战略布局，加固了公司行业地位，扩大了服务范围，提高公司的盈利能力和可持续发

展能力，为公司的“二次创业”提供坚实的基础。2020H1 公司营业收入、归母净利润分别同比下滑 12.32%、2.72%，主要是受到一季度疫情导致普通门诊未开放的影响。报告期内，疫情导致公司门诊量 264.11 万人次，同比减少 16.53%；手术量 23.63 万例，同比减少 21.13%，但二季度已开始逐步恢复。我们认为，由于眼科多属于刚需，因此需求只是因此疫情推迟而并不会消失。伴随疫情稳定，需求将会逐步释放，推动公司业绩增速恢复。公司作为民营眼科医院的龙头企业，伴随公立医院价格优势的逐渐消除，民营医院的服务优势显现，未来受市场需求提升的驱动以及市场布局的日益完善，公司业绩有望持续提升。

风险提示：行业监管政策变化风险；市场拓展不及预期风险；技术人才流失的风险；并购整合不及预期风险等。

表 13 爱尔眼科预测简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9,990.10	10,812.58	14,706.77	18,169.48
年增长率	24.74%	8.23%	36.02%	23.55%
归属于母公司的净利润	1,378.92	1,682.07	2,377.58	3,153.13
年增长率	36.67%	21.98%	41.35%	32.62%
每股收益 (元)	0.33	0.41	0.58	0.77
PER (X)	160.60	131.65	93.14	70.23

数据来源：Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 9 月 01 日收盘价计算

6.2.3 迈瑞医疗 (300760)：业绩保持较快增长，抗疫打开海外市场

公司作为国内医疗器械的龙头企业，目前已具备良好的市场基础和销售网络。伴随我国医疗器械市场近年的快速成长，以及行业集中度的进一步提升，公司将有望突显龙头优势，迅速抢占市场份额，业绩具备明确成长性。2020H1 年公司营业收入、归母净利润分别同比增长 28.75%、45.78%。2020 年上半年，随着新冠疫情在全球范围的爆发，国内和国际市场对监护仪、呼吸机、输注泵的需求量大增，从而拉动生命信息与支持业务整体大幅增长。公司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。随着疫情防控进入常态化，我国出台了相关政策以完善我国疫病防控和公共卫生应急体系，主要是集中在全面提升县级医院救治能力以及加强重症监护病区 (ICU)、呼吸、感染等科室建设，有望进一步推动相关医疗器械市场扩容，包括床旁监护系统、呼吸机等设备。此外，为协助提升各级医疗机构实验室应急能力和质量体系化建设，公司布局标准化

实验室，有望进一步提升基层医疗机构的检验和诊疗水平。公司作为医疗器械龙头企业，拥有较全的产品线以及较强的竞争优势，长期业绩有望进一步受益于公共卫生体系建设。

风险提示：行业监管政策变化风险；产品研发风险；产品价格下降风险；境外经营及国际政策变动风险；汇率波动风险等。

表 14 迈瑞医疗预测简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	16,555.99	20,072.36	24,121.85	28,799.06
年增长率	20.38%	21.24%	20.17%	19.39%
归属于母公司的净利润	4,680.65	5,840.01	7,055.20	8,454.11
年增长率	25.85%	24.77%	20.81%	19.83%
每股收益 (元)	3.85	4.80	5.80	6.95
PER (X)	90.09	72.20	59.77	49.88

数据来源：Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄 9 月 01 日收盘价计算

6.2.4 益丰药房 (603939)：业绩保持快速增长，门店数量持续扩张

今年上半年，公司在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京九省市共开设了 5,137 家连锁门店（含加盟店 493 家）。2020H1，公司净增门店 385 家，其中，新开门店 377 家（含新开加盟店 108 家），收购门店 45 家，关闭门店 37 家。2020H1 年公司营业收入、归母净利润分别同比增长 24.65%、33.84%。公司精细化管理带来坪效的持续提升，门店日均坪效 66.40 元/平方米，22 家旗舰店的日均坪效 142.46 元/平方米。公司 15.8 亿元可转债申请获批，为持续并购带来支撑。此外，公司还持续推进医药新零售体系建设，积极推进慢病管理和线上诊疗服务，会员深度服务项目取得阶段性进展，盈利模式基本落地，新媒体运营和内容运营能力快速提升，医药电商运营逐步升级到集团化医药新零售体系，并将成为公司未来业绩增长的新动力。报告期内，公司 O2O 多渠道多平台上线门店超过 3,500 家，覆盖公司线下所有主要城市，在 O2O 和 B2C 双引擎的策略支撑以及上半年疫情的推动下，2020H1，公司实现互联网直营业务销售 2.37 亿元，同比增长 77.42%。

风险提示：行业监管政策变化风险；并购门店经营不达预期的风险；快速拓展影响短期业绩的风险等。

表 15 益丰药房预测简表

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,276.17	13,310.52	17,144.93	21,988.21
年增长率	48.66%	29.53%	28.82%	28.25%

归属于母公司的净利润	543.75	724.53	947.44	1,224.07
年增长率	30.58%	33.25%	30.77%	29.20%
每股收益(元)	1.44	1.36	1.78	2.30
PER (X)	71.57	75.54	57.77	44.71

数据来源: Wind 上海证券研究所按最新股本摊薄9月01日收盘价计算

七、风险及不确定因素提示

风险因素包括但不限于:

- 1) 政策风险: 新的医保政策、药械的带量采购的执行情况将对行业及公司产生影响。
- 2) 一致性评价不及预期风险: 关注后续政策走向及执行力度。
- 3) 高估值风险: 医药行业整体估值及估值溢价率目前处于历史高位水平, 存在高估值风险。
- 4) 疫情不确定性。

分析师声明

魏贇 黄施齐

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。