

# 医药行业2019年中期策略报告—— 医保推动行业结构调整，聚焦影像、口腔、创新

2019年07月01日



## 行业评级

强于大市（维持）

## 证券分析师

叶寅 投资咨询资格编号：S1060514100001  
邮箱：YEYIN757@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

韩盟盟 投资咨询资格编号：S1060117050129

# 投资要点

- **回顾2019H1:** 上半年医药行业上涨21.38%，跑输沪深300指数5.69pp。医药制造业2019年1-5月营业收入同比增长9.5%，利润总额同比增长10.9%，收入增速有所回落，医保控费常态化打压原本抬头的行业增速。
- **行业政策：医保主导下的游戏规则改变。** 随着国务院直属国家医保局成立，以及其后深化医改的导向来看，医保支付结构优化是必然趋势，并且将得到强力推行，行业正迎来腾笼换鸟的结构性调整。“4+7”带量采购将使得更具性价比的国产低价仿制药取代原研药以及部分高价仿制药，大部分医保资金将从仿制药领域抽出，并且带量采购的范围将很快蔓延到耗材领域。2019年下半年，预计将推出的政策包括第二轮带量采购实施、耗材带量采购推行、国家医保目录调整、国家辅助用药目录出台等。
- **投资建议：** 维持“强于大市”评级。2019年是医药政策的“地壳活动期”，建议短期回避受政策压制领域，坚守政策免疫且符合行业发展趋势的高景气分龙头，建议聚焦影像、口腔、创新三条主线。主线一：影像诊断产业链，包括影像设备、显影剂、影像服务产业，重点推荐受益配置证政策的核医学龙头东诚药业，以及碘造影剂原料龙头司太立；主线二：口腔医疗及相关耗材受益于消费升级，重点推荐口腔连锁龙头通策医疗和修复耗材企业正海生物；主线三：在药政环境的倒逼和鼓励创新政策的推动下，国内药品创新产业链蓬勃发展，重点推荐创新储备丰富的科伦药业、海辰药业，以及研发服务龙头药石科技、CDMO龙头凯莱英。
- **风险提示：** 1) 政策风险；2) 研发风险；3) 环保风险。

## 目录 CONTENTS

- 行业回顾：整体承压，结构性机会为主
- 政策展望：医保主导下的行业结构调整
- 影像：仪器看进口替代，显影剂看升级换代
- 口腔：医疗消费升级的最佳赛道
- 创新：药政环境倒逼企业加快创新

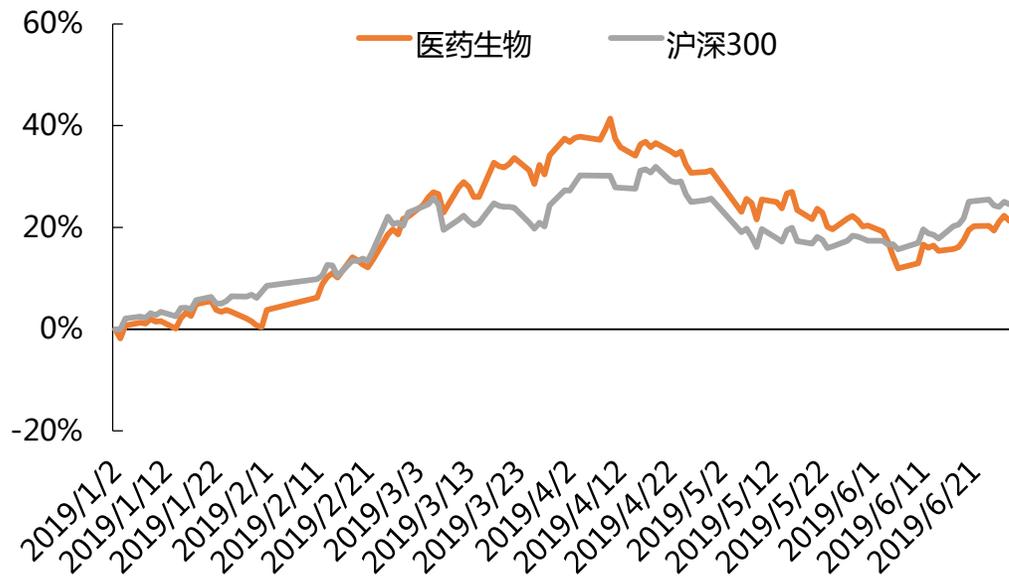
# 1 回顾：整体承压，结构性机会为主

## 医药板块上半年表现回顾

截至6月底，医药指数上涨21.38%，上半年与沪深300相比跑输5.69个pp；

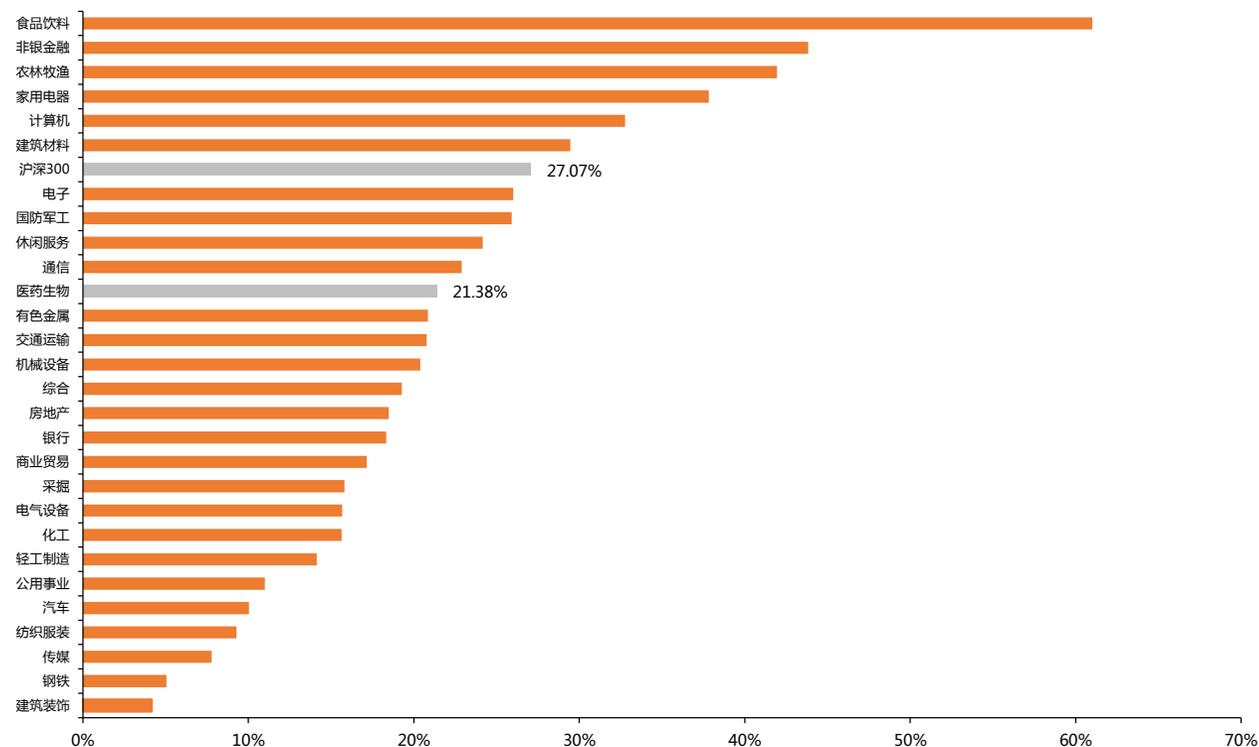
上半年医药在所有一级行业排名第11位。

### 上半年医药板块走势表现



资料来源：PDB，平安证券研究所

### 上半年医药行业表现排名



资料来源：PDB，平安证券研究所

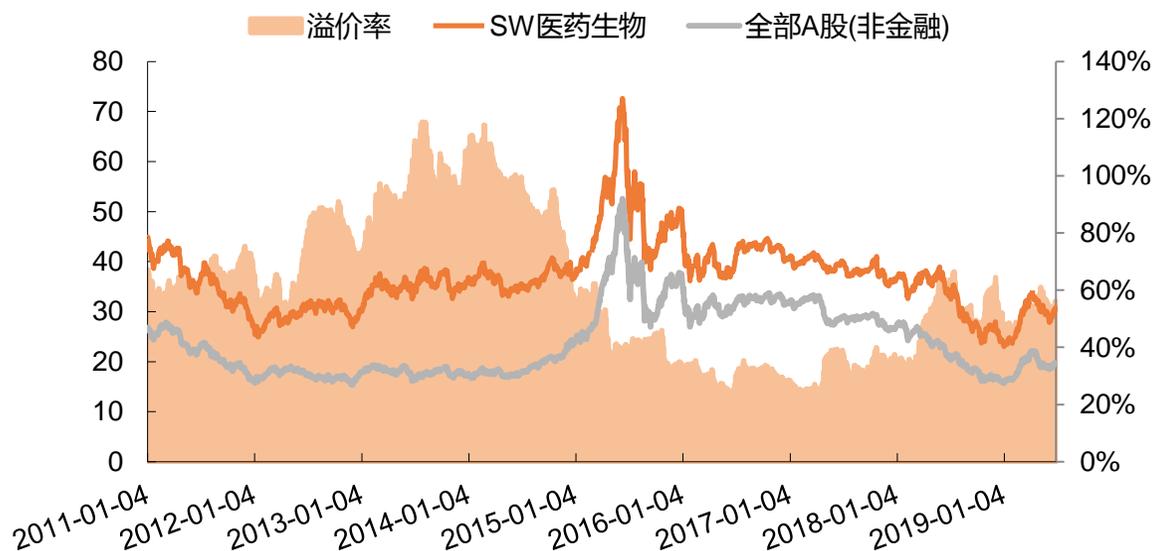
# 1 回顾：整体承压，结构性机会为主

## 医药板块估值分析

目前医药板块TTM估值30.5倍，2018年PE为27倍，2019年PE为22倍，居于10年来新低（上个低点2012年初），估值溢价率56.05%，处于较低水平。

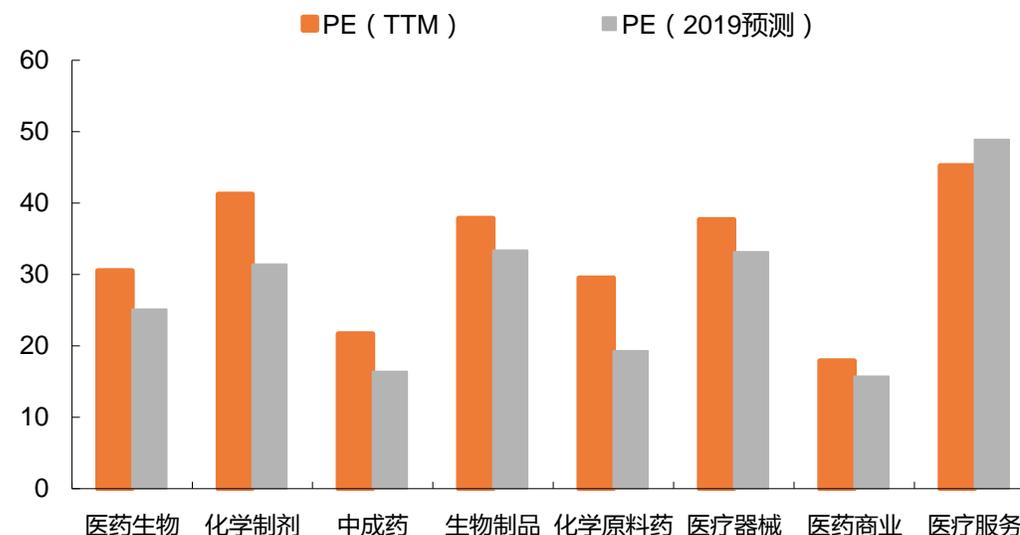
从子行业来看，医疗服务估值最高，医药商业估值最低。中成药受控费冲击，成为医药工业估值最低的板块；化学制剂受前两年创新药价值重估的拉动，估值有所上调，但在带量采购的冲击下，长期仍面临下调压力；生物制品、医疗服务高估值由高成长推动；医疗器械连续两年跌幅最大，估值仍然不低。

医药板块估值及估值溢价率走势（左轴估值，右轴溢价率）



资料来源：PDB，平安证券研究所

医药板块各子行业估值



资料来源：PDB，平安证券研究所

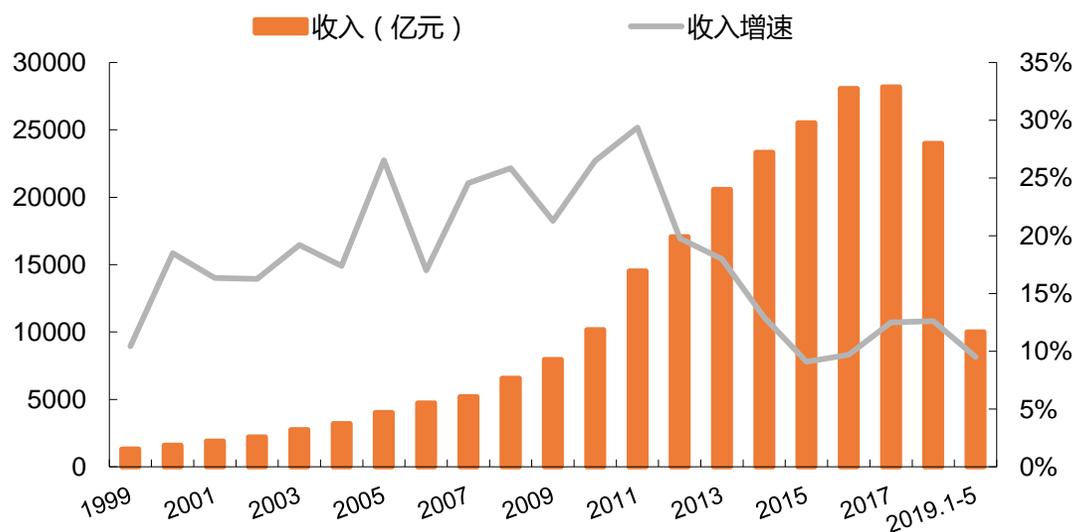
# 1 回顾：整体承压，结构性机会为主

## 医药工业收入增速承压

医药制造业2019年1-5月营业收入为1.00万亿元，同比增长9.5%；实现利润总额1278.9亿元，同比增长10.9%。

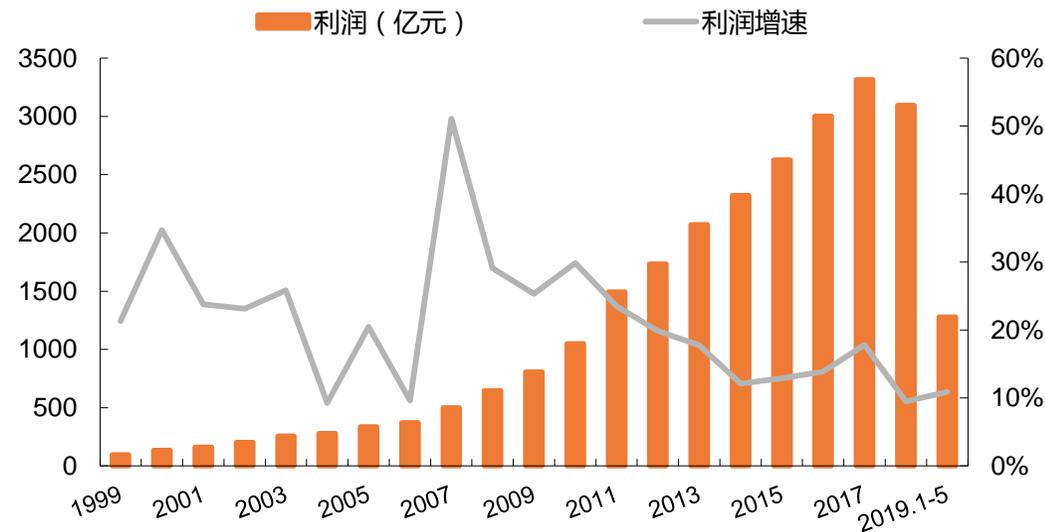
医保控费常态化，带量采购重构仿制药格局，打压了原本抬头的行业增速预期。

医药工业收入及增速（左轴收入，右轴增速）



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

医药工业利润及增速（左轴利润，右轴增速）



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

# 1 回顾：整体承压，结构性机会为主

## 医药行业各大药品类别增长趋势

序号	治疗大类	2012	2014	2016	2017	2018	2018销售额(亿元)	2018增速
1	抗感染药	17.15%	15.55%	15.25%	15.14%	15.13%	345.52	2.64%
2	抗肿瘤药	9.56%	9.88%	10.37%	10.93%	11.59%	264.68	8.91%
3	血液和造血系统用药	11.78%	11.41%	11.36%	11.41%	11.44%	261.22	3.02%
4	神经系统用药	9.91%	10.62%	10.84%	10.42%	9.85%	224.88	-2.94%
5	心血管系统用药	12.09%	11.92%	11.10%	10.51%	9.86%	225.30	-3.58%
6	消化系统用药	8.10%	8.39%	8.30%	8.25%	8.20%	187.34	2.15%
7	内分泌及代谢调节用药	5.27%	5.51%	5.56%	5.67%	5.87%	134.02	6.30%
8	免疫调节剂	6.05%	6.30%	6.09%	5.99%	5.47%	124.98	-6.16%
9	杂类	5.11%	5.11%	5.26%	5.24%	5.10%	116.57	0.05%
10	呼吸系统药物	3.11%	3.30%	3.51%	3.52%	3.51%	80.09	2.48%
11	生物技术药物	2.09%	2.20%	2.21%	2.39%	2.95%	67.27	26.68%
12	骨骼与肌肉用药	2.62%	2.55%	2.45%	2.52%	2.54%	58.12	3.58%
13	精神障碍用药	1.62%	1.73%	1.91%	2.06%	2.24%	51.26	11.97%
14	麻醉药及其辅助用药	1.45%	1.46%	1.51%	1.55%	1.67%	38.06	10.17%
15	生殖系统用药及性激素	1.17%	1.21%	1.35%	1.37%	1.48%	33.91	11.17%
16	感觉器官用药	0.96%	0.93%	0.96%	1.00%	1.07%	24.43	9.54%
17	皮肤科用药	0.72%	0.72%	0.73%	0.77%	0.82%	18.68	9.70%
18	抗变态反应药物	0.41%	0.43%	0.48%	0.51%	0.54%	12.28	8.21%
19	泌尿系统用药	0.65%	0.59%	0.58%	0.56%	0.51%	11.62	-6.20%
20	妇科用药	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.12%	2.69	-4.88%
21	其它用药	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%	0.69	-10.87%
22	补气补血类用药	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.37	-5.26%
23	原料药及非直接作用于人体的药物	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01	-21.16%
24	儿科用药	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00	-0.08%

资料来源：PDB，平安证券研究所

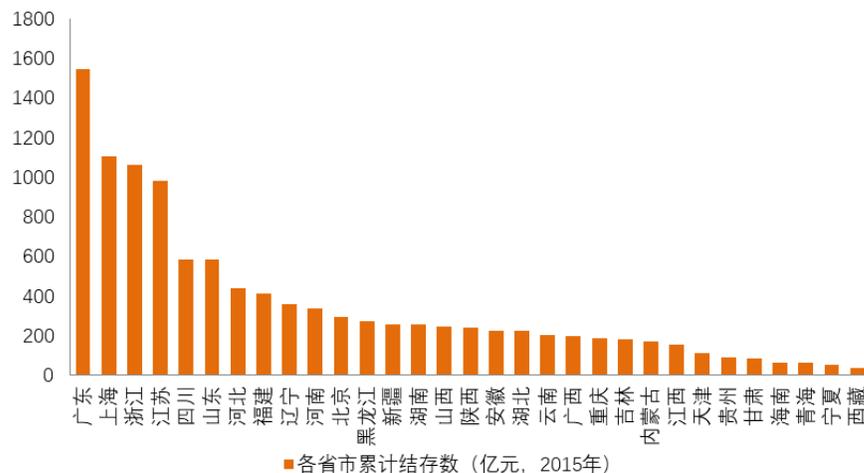
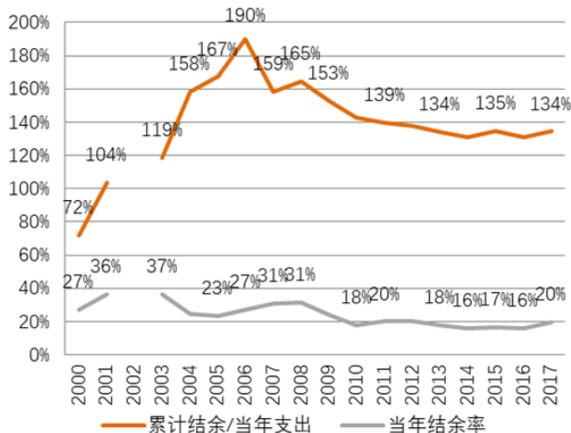
## 目录 CONTENTS

- 行业回顾：整体承压，结构性机会为主
- 政策展望：医保主导下的行业结构调整
- 影像：仪器看进口替代，显影剂看升级换代
- 口腔：医疗消费升级的最佳赛道
- 创新：药政环境倒逼企业加快创新

## 2 政策：医保主导下的行业结构调整

- **医保主导下的行业游戏规则调整。**2018年5月，在《深化党和国家机构改革方案》印发两个月后，国家医疗保障局正式挂牌，这是新成立的国务院直属副部级机构。如果站在十年的大视角下来回顾，这应当是中国医药行业的一个里程碑式的转折点。在医疗健康领域，医保从一个话语权弱小的被动支付方，变为主导行业结构调整的中坚力量。这意味着，医保支付结构优化是必然趋势，并且将得到强力推行，行业正迎来腾笼换鸟的结构性调整。后续一系列的政策均是以此为根本出发点。
- **我国医保资金压力逐渐增大，部分地区出现穿底风险。**近年来，每年的医保资金结余率在16%-20%之间，累计结存可支撑1.3-1.4年的支出，累计结余率呈下滑趋势。而且各省之间发展极不平衡，年轻人较多的广东、上海等5个省份占据全国医保累计结存的一半，而西藏、宁夏、青海等省份处于收支平衡的边缘。再加上我国老龄化越来越严重，未来支出的增速会大于收入增速，因此提早进行医疗资金的优化分配是必要之举。

### 我国医保累计结余覆盖率及各省结余情况



资料来源：国家医保局，平安证券研究所

## 2 政策：医保主导下的行业结构调整

### 我国医疗保障工作的总体思路

推进新时代医疗保障工作，转变发展理念，逐步从以增量为主转向更加关注存量改革、从被动支付转向主动购买、从碎片化转向更加强调统一性。按照党的十九大提出的“兜底线、织密网、建机制”的要求，对医疗保障作出根本性、整体性、系统性及长远性的制度安排，全面建立中国特色医疗保障制度。

#### 重点改革方向一 完善制度体系建设

全面建立统一的城乡居民医保制度和大病保险制度。推进生育保险和职工基本医保合并实施。抓紧研究出台医疗保障待遇清单制度。健全筹资缴费制度，研究应对老龄化加速的缴费措施，优化居民医保财政补助和个人缴费的结构。建立医保目录动态调整机制，将更多救命救急的好药纳入医保。完善医疗救助制度，发挥好兜底保障作用，打赢医疗保障领域的脱贫攻坚战。

#### 重点改革方向二 深化重点领域改革

继续做好国家组织药品集中采购和使用试点，并总结经验，适时评估，切实减轻群众药费负担。推进治理高值医用耗材改革，理顺高值医用耗材的价格形成机制，整治过度使用乱象。深化医疗服务价格改革，推进建立医疗服务价格动态调整机制，发挥好价格的杠杆作用。继续深化医保支付方式改革，开展DRGs付费国家试点，促进医疗机构规范诊疗行为。推进长期护理保险试点。改革职工医保个人账户。

#### 重点改革方向三 加强医保基金管理

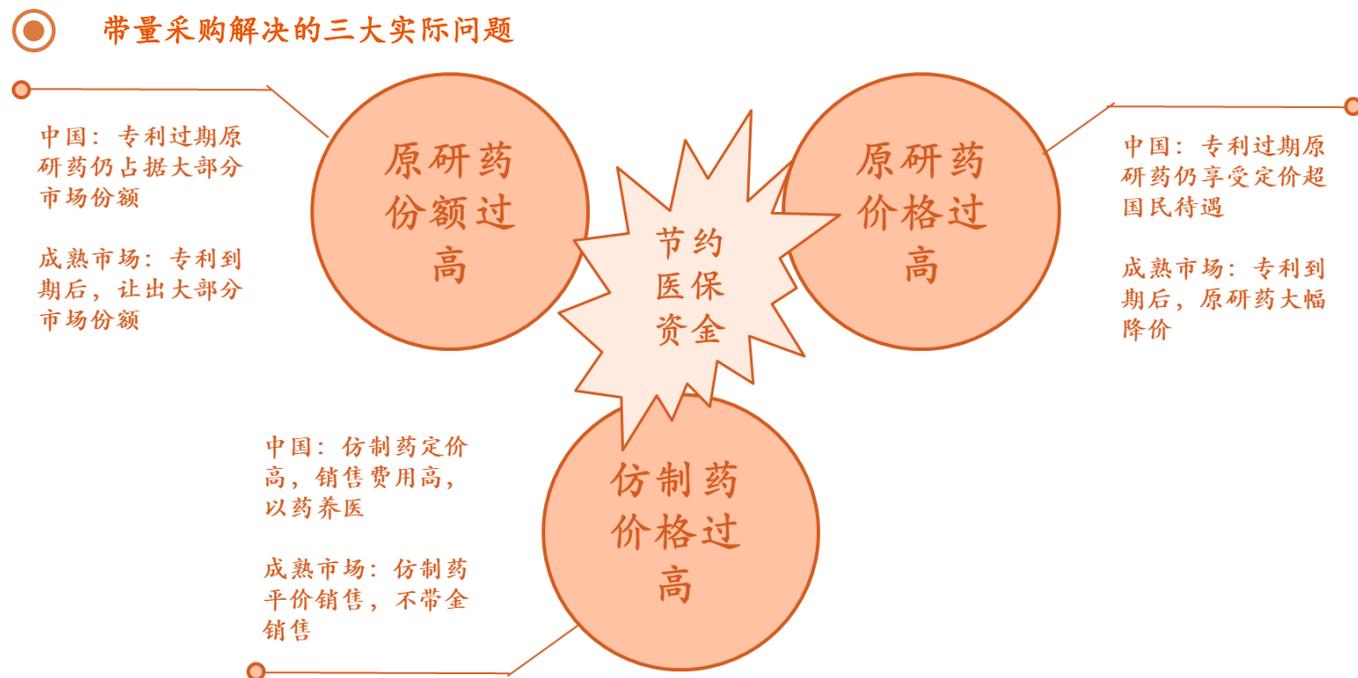
继续深入开展打击欺诈骗保专项行动，对部分省份“回头看”工作进行抽查复查。发挥举报奖励制度的威力，建立举报线索督办和反馈机制。用好协议管理制度，被解除协议的医药机构3年内不得再纳入医保定点。构建基金监管长效机制，决不让医保基金成为新的“唐僧肉”。升级智能监控系统，健全部门联动机制，完善信息披露制度。加强行政监管能力建设，推动建立健全基金监管执法体系，积极引入第三方监管力量。

#### 重点改革方向四 夯实医保工作基础

加快推进医保信息化和标准化建设，努力构建全国统一、高效、兼容、便捷的医保信息系统。加强大数据的应用，确保公民个人健康数据安全。做好医保缴费职能划转工作，确保基金足额征缴到位。继续方便群众办事，实现基本医保、大病保险、医疗救助“一站式服务、一窗口办理、一单制结算”。持续推进异地就医直接结算，减少群众跑腿垫资，不得要求开具没有法律依据的奇葩证明。加强医保规划和法制工作，提高医保法治水平。

## 2 政策：医保主导下的行业结构调整

- “4+7”带量采购：深刻改变仿制药领域游戏规则
- 针对仿制药领域（包括专利过期原研药）医保资金使用不高的问题，围绕原研药份额过高、原研药价格过高，以及仿制药价格过高三大突出问题，借鉴上海市带量采购的经验，推出了国家版带量采购第一轮试点。

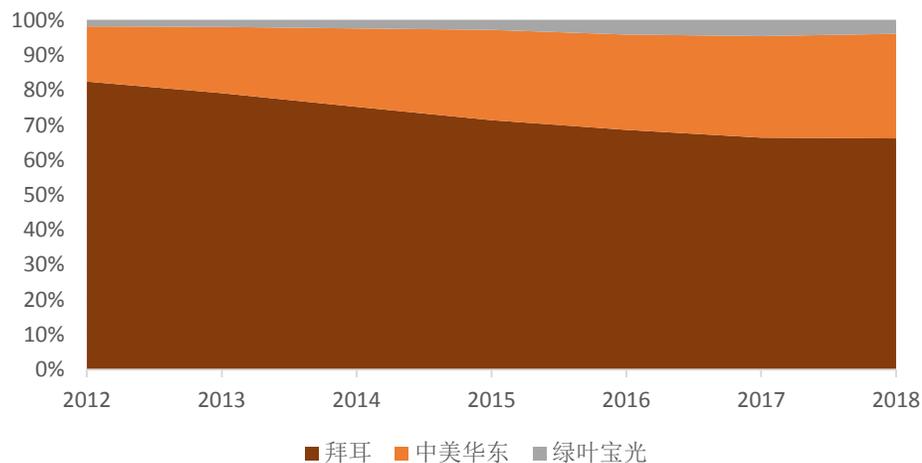


资料来源：平安证券研究所

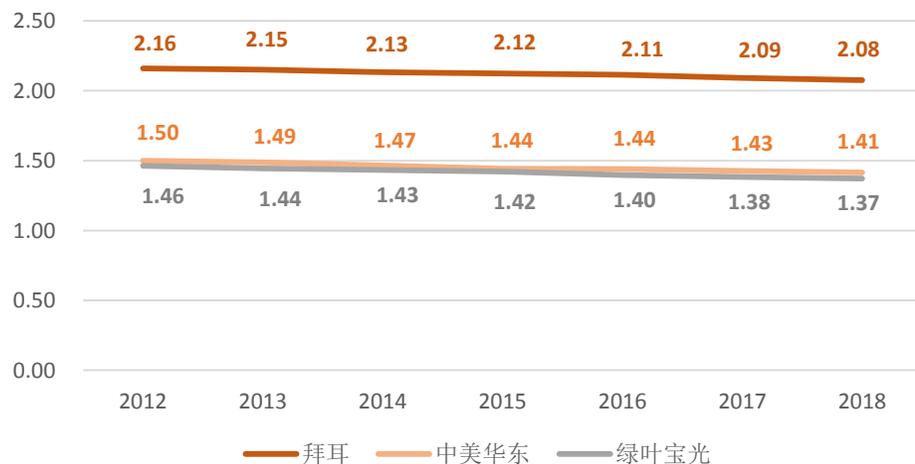
## 2 政策：医保主导下的行业结构调整

部分代表性品种原研企业市场份额和价格过高

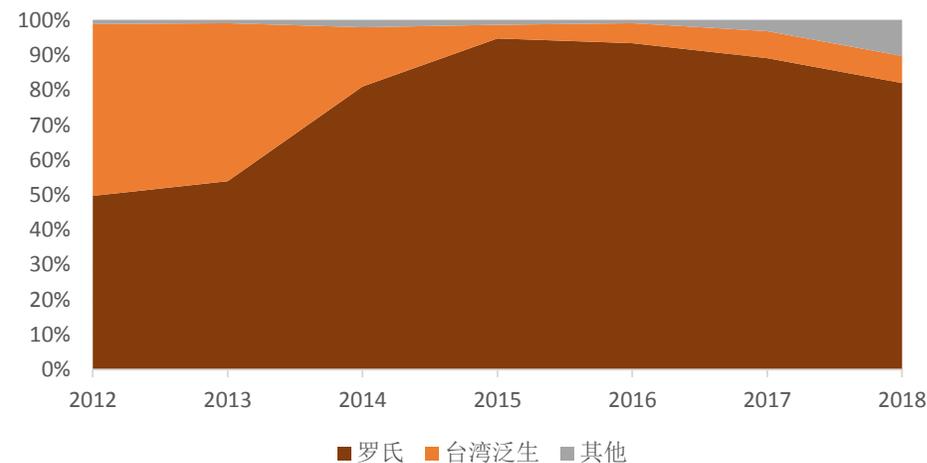
阿卡波糖市场份额



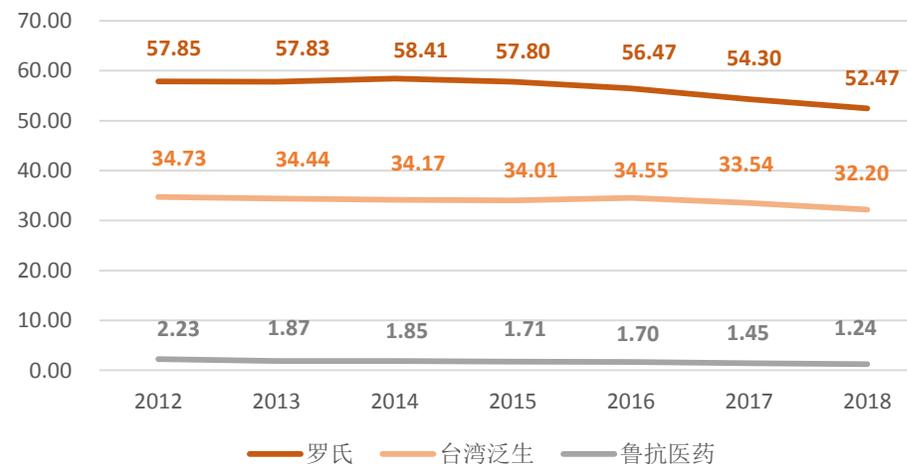
阿卡波糖：50mg 单位：元/粒



头孢曲松市场份额



头孢曲松：1g 单位：元/支



资料来源：PDB，平安证券研究所

## 2 政策：医保主导下的行业结构调整

### “4+7”带量采购第一轮试点品种及区域：

从品种来看，主要是慢病领域，市场规模较大品种，且有至少一家企业过一致性评价，以口服剂型为主。

4个直辖市：北京、上海、天津、重庆

7个大城市：沈阳、大连、厦门、西安、成都、广州、深圳

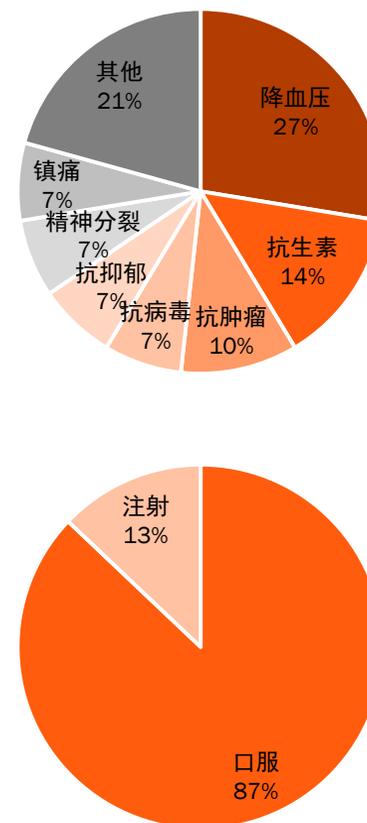


#### 4+7城市 公立医院市场占比

北京 6.59%  
 上海 5.17%  
 天津 2.32%  
 重庆 2.04%  
 广州 1.70%  
 深圳 1.70%  
 成都 1.10%  
 沈阳 0.71%  
 大连 0.60%  
 西安 0.55%  
 厦门 0.29%

合计 22.78%  
 接近30%

### 第一批带量采购药品结构



资料来源：国家医保局，平安证券研究所

## 2 政策：医保主导下的行业结构调整

- **带量采购和传统省级招标的主要区别：** 1，主导机构为国家医保局，由支付方来进行价格管理；2，量价挂钩，降价的同时承诺销量。截至4月14日，执行约半个月时间，25个中选品种在11个试点地区采购总量4.38亿片（或支），采购金额5.33亿元，完成了全年约定采购量的27.31%。

### 4+7带量采购

主导机构：国家医保局  
 是否带量：带量（试点区域约60%）  
 是否跨区域：跨区域  
 门槛：原研以及通过一致性评价的厂家  
 质量层次：不分  
 中标家数：1家  
 降价幅度：大（平均50%以上）  
 招标周期：1年  
 效果：支付方来谈价格，大大节省医保资金，杜绝了营销费用，医保不用支付医生回扣

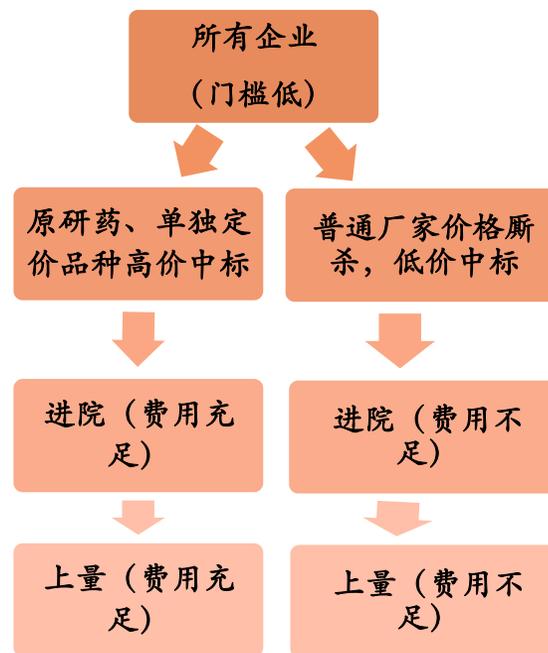
有资质的企业  
（门槛高）

带量采购中标

医院保证销量

### 省级招标

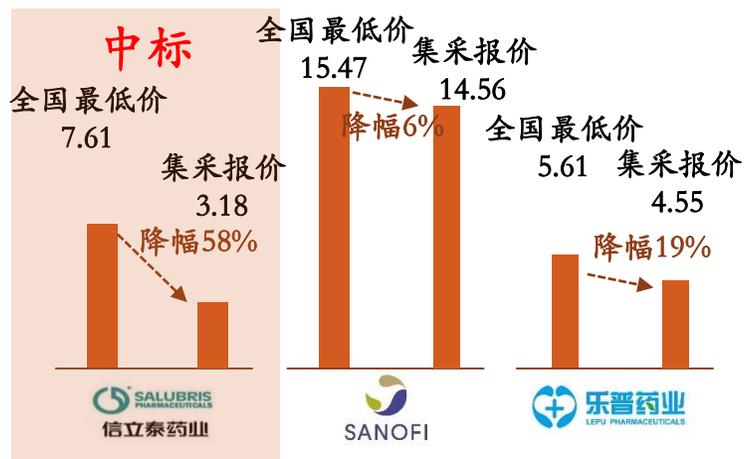
主导机构：省级卫生部门  
 是否带量：不带量，类似于准入门槛，后续进院、上量都需要企业另行公关  
 是否跨区域：不跨区域，一省一价  
 门槛：所有合法合规企业  
 质量层次：区分（外资原研独一档）  
 中标家数：若干家  
 降价幅度：小（平均10%左右）  
 招标周期：3-5年  
 效果：卫生部门请客，医保部门买单。药价包含回扣。变相保护原研药，专利过期后仍然高价。



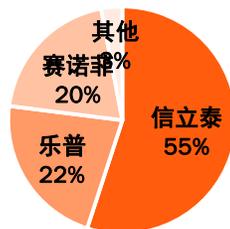
## 2 政策：医保主导下的行业结构调整

部分代表性品种带量采购结果

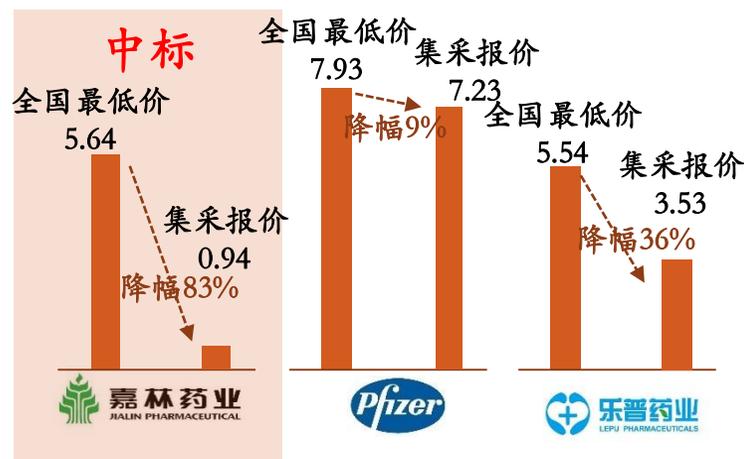
### 氯吡格雷：75mg



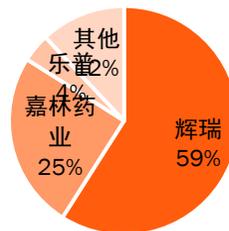
2017年销量占比  
信立泰 55%  
乐普药业 22%  
赛诺菲 20%



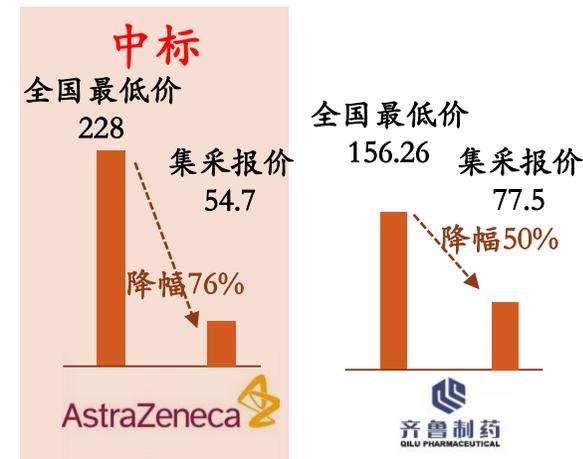
### 阿托伐他汀：20mg



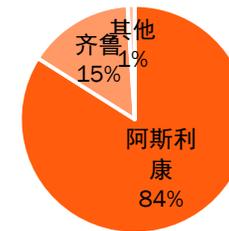
2017年销量占比  
辉瑞 59%  
嘉林药业 25%  
乐普 4%



### 吉非替尼：250mg



2017年销量占比  
阿斯利康 84%  
齐鲁制药 15%



资料来源：国家医保局，平安证券研究所

## 2 政策：医保主导下的行业结构调整

- **“4+7”药品带量采购发展趋势：**第二轮带量采购有望在2019年下半年完成，试点区域亦有可能扩大，目前已经有福建、河北等多个省份跟标。从长远来看，大概率会全国推行。带量采购将实现仿制药领域腾笼换鸟，更具性价比的国产低价仿制药将取代原研药以及部分高价仿制药，大部分医保资金将从仿制药领域抽出。
- **耗材带量采购迫在眉睫：**除了药品以外，高值医用耗材也是占用医保资金较多的领域，为了挤出价格水分，预计2019年下半年有可能推行部分高值耗材带量采购，部分领域如心血管支架首当其冲。
- **国家版辅助用药目录出台在即：**辅助用药占用大量医保资金，卫生经济学效益差。国家版目录主要针对市场规模较大品类进行限制使用，如中药注射剂，免疫调节或代谢调节类的化药、生物药等。
- **全国医保目录预计三季度进行新一轮调整：**此次国家医保目录调整，调整范围将优先考虑国家基本药物、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病用药、儿童用药、急救抢救用药等，预计2019年9月份完成。
- **DRG支付方式在全国30个城市试点：**疾病诊断相关分组（DRG）试点已经确定了30个试点城市。DRG付费模式下，医生由过去通过过度诊疗、大处方、开高价药为医院带来较大效益，转变为合理诊疗、少开药、开性价比高的药，为医院带来较好的效益。在新的医保付费机制的激励和约束下，医院自然会产生主动降低药品采购价格、少开药的内生动力，从而节省医保资金。

## 目录 CONTENTS

- 行业回顾：整体承压，结构性机会为主
- 政策展望：医保主导下的行业结构调整
- 影像：仪器看进口替代，显影剂看升级换代
- 口腔：医疗消费升级的最佳赛道
- 创新：药政环境倒逼企业加快创新

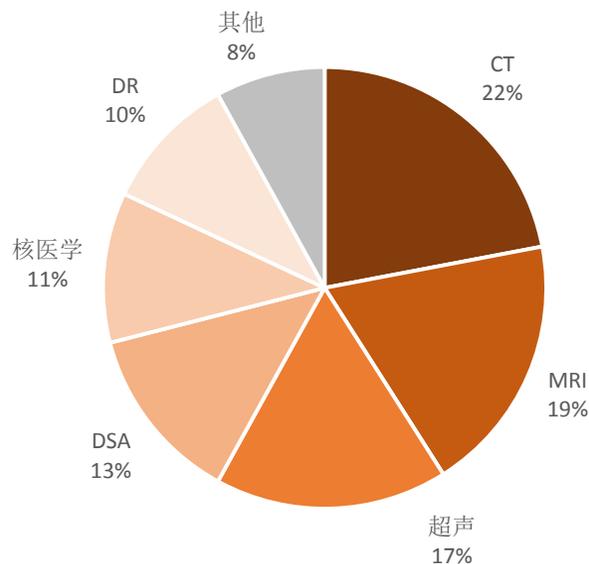
### 3 影像：仪器看进口替代，显影剂看升级换代

➤ **医学影像市场分为仪器和显影剂两部分：**医学影像是为了医疗或医学研究，对人体或人体某部分，以非侵入方式取得内部组织影像的技术与处理过程。为了提高显像效果，或者反映组织器官功能活动，往往需要仪器和显影剂（造影剂）的配合使用。

#### 影像器械市场：846亿元

医学影像行业因为产品单价较高，市场需求广，是目前医疗器械市场内规模最大的子行业，市场规模达 846 亿元。从类别来看，计算机断层扫描（CT）、核磁共振（MRI）、和超声设备占据前

📊 2016年中国影像设备市场分布

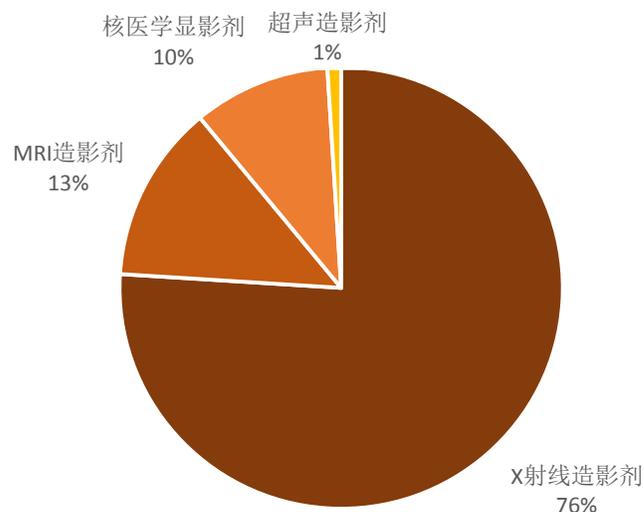


资料来源：《2017中国健康产业蓝皮书》，平安证券研究所

#### 显影剂市场：约100亿元

显影剂一般在医学成像过程中使用，可增加受验者影像的对比度，或反映组织器官功能活动。根据配套的仪器不同可以分为超声造影剂、X射线造影剂、MRI造影剂和核医学显影剂。

📊 2016年中国显影剂市场分布



资料来源：IMS，平安证券研究所

# 3 影像：仪器看进口替代，显影剂看升级换代

**PHILIPS SIEMENS**  
SonoScape 开立  
Caring for Life through Innovation **超声设备**

**HITACHI** **迈瑞**  
**mindray**



**超声造影剂**  
代表品种：六氟化硫



**PHILIPS SIEMENS**  
UNITED 联影 IMAGING **CT设备**

**Neusoft东软** **万东医疗**  
Wandong Medical Equipment



★**市场规模最大**  
**X光造影剂（碘造影剂）**  
代表品种：碘克沙醇、碘海醇、碘佛醇、碘帕醇等



**PHILIPS SIEMENS**  
UNITED 联影 IMAGING **MRI设备**

**Neusoft东软** **万东医疗**  
Wandong Medical Equipment



**MRI造影剂（钆造影剂）**  
代表品种：钆喷酸葡胺、钆特酸葡胺、钆贝葡胺、钆双胺等



**SIEMENS PHILIPS** **核医学SPECT设备**



**SPECT显影剂（Tc99m显影剂）**  
代表品种：Tc99m亚甲基二磷酸等



**MinFound明峰**  
**UNITED 联影 IMAGING PHILIPS** **核医学PET设备**  
**Neusoft东软** **SIEMENS**  
包括PET-CT和PET-MRI



★**增速最快**  
**PET显影剂（F18显影剂）**  
代表品种：F18-FDG等



### 3 影像：仪器看进口替代，显影剂看升级换代

- **高端影像仪器：政策鼓励国产创新，进口替代大幕慢慢拉开**
- **医学影像行业是中国制造 2025 重要组成部分，具有重大战略意义。** 2017 年 11 月，国务院发布的《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》进一步强调发展创新医疗器械的重要意义。
- **配置证放开，市场有望大幅扩容。** 2018年4月，国家卫健委发布《大型医用设备配置许可管理目录（2018年）》，把一批原先按照甲类管理的大型设备改为按照乙类管理，配置证的审批权又国家卫健委下放到省级卫生行政部门，其中包括PET-CT等。另一部分从乙类调出目录，无需配置证，比如MRI。
- **政策推动国产高端仪器配置率不断提高。** 目前多地政府已在采购文件中提出限制采购进口产品，鼓励采购国产设备。

#### 2018年医用设备配置许可目录调整

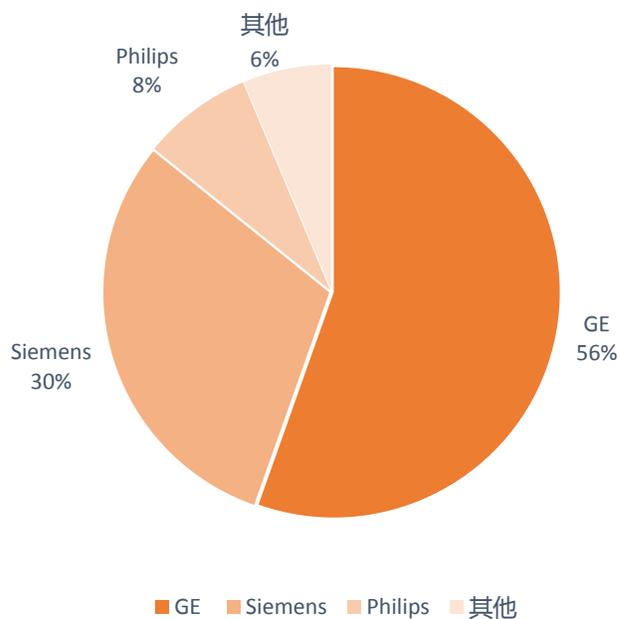
设备	2005版目录	2018版目录
质子治疗系统	甲类	甲类
PET-MR	甲类	甲类
Tomo 刀	甲类	甲类
PET-CT	甲类	乙类
伽马刀	甲类	乙类
手术机器人	甲类	乙类
64排以上CT	甲类	乙类
SPECT	乙类	不纳入目录
MRI	乙类	不纳入目录

资料来源：国家卫健委，平安证券研究所

### 3 影像：仪器看进口替代，显影剂看升级换代

➤ **以PET-CT的进口以替代为例：**过去国内PET-CT几乎被GPS（GE、飞利浦、西门子）垄断，随着近年来，联影、明峰、东软等国内企业成功研发出PET-CT，同时伴随PET-CT由甲类医用设备调为乙类，配置正审批权下放，国家鼓励医院配置高性价比的国产设备，国内企业迎来进口替代的绝佳机遇。

◎ 2016年国内存量PET-CT厂家分布

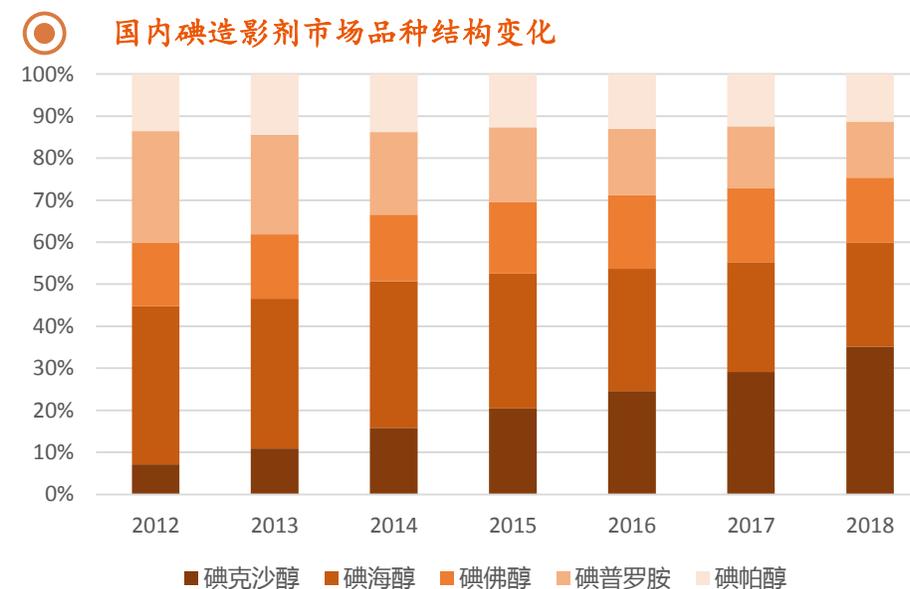


资料来源：中华医学会，平安证券研究所



### 3 影像：仪器看进口替代，显影剂看升级换代

- **显影剂市场：重点关注碘造影剂和F18-FDG（PET-CT显影剂）**
- **碘造影剂：显影剂市场最大类别，关注产品升级换代**
- **碘造影剂市场增速远高于医药行业整体。**2018年，碘造影剂样本医院市场规模30亿，同比增16%，远高于医药行业。随着技术进步，影像诊断在临床地位不断提升，人口老龄化加速需求释放，以及高端医疗仪器的普及度提高，预计碘造影剂行业将持续保持快速增长。
- **碘克沙醇是增速最快的碘造影剂品种。**碘克沙醇属于第三代非离子二聚体造影剂，具有更高的安全性，是升级换代的方向，2018年样本医院市场规模10.59亿元，增长40%，是规模最大且增长最快的碘造影剂品种。



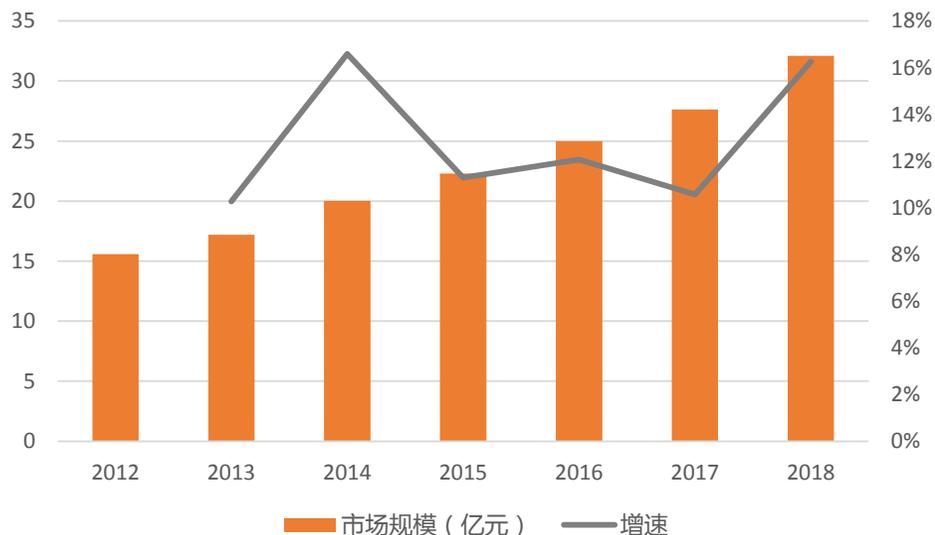
资料来源：PDB，平安证券研究所

资料来源：PDB，平安证券研究所

### 3 影像：仪器看进口替代，显影剂看升级换代

- 国内碘克沙醇市场集中度很高：碘克沙醇技术门槛高，目前国内除了原研企业GE，仅有4家制剂企业（恒瑞、扬子江、北陆药业、正大天晴），和2家原料药企业（司太立、恒瑞，恒瑞有原料药批文但实际仍主要由司太立供货）。
- 碘克沙醇领域，建议重点关注垄断性极强的原料龙头司太立和持续高速增长的制剂龙头恒瑞医药。

国内样本医院碘克沙醇规模及增速



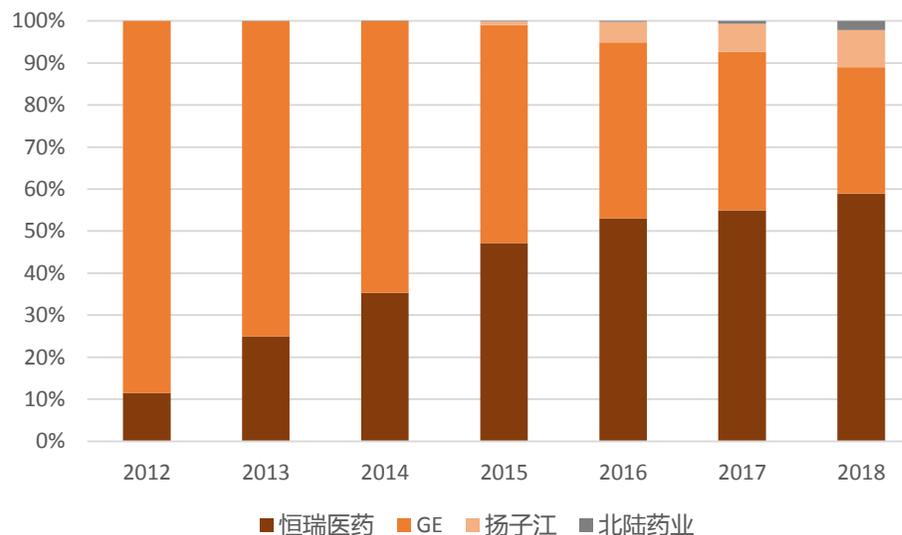
资料来源：PDB，平安证券研究所

国内碘克沙醇批文格局

	原料	制剂			
		50ml/13.5gl	50ml/16gl	100ml/27gl	100ml/32gl
司太立					
盛迪医药(恒瑞)					
GE					
北陆药业					
扬子江					
恒瑞医药					
正大天晴					

资料来源：NMPA，平安证券研究所

国内碘克沙醇竞争格局

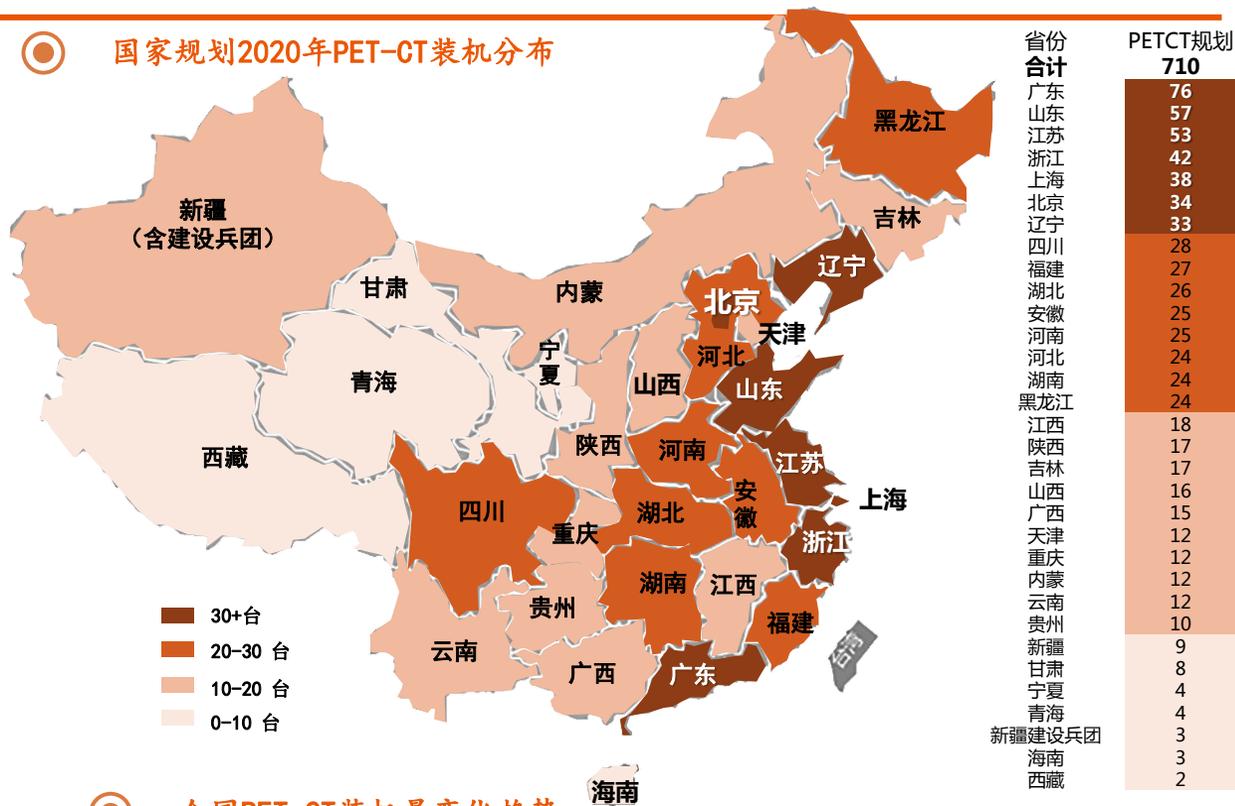


资料来源：PDB，平安证券研究所

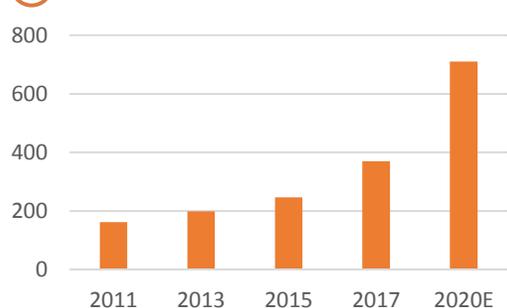
### 3 影像：仪器看进口替代，显影剂看升级换代

- **核医学显影剂：一片新兴的蓝海市场**
- **核医学显像：医学影像皇冠上的明珠。**核医学成像是通过有选择地测量摄入体内的放射性核素所发出的射线来成像。进入人体循环系统的示踪分子，通过脏器内外活脏器内的正常与病变组织之间的放射性浓度差别揭示人体的代谢和功能信息，也可以通过探测细胞活性的差异，进行癌症的早期诊断。
- **PET-CT和F18-FDG：**F18-FDG是PET-CT检测专用（且必须）的显影剂，随着配置证的放开，全国PET-CT装机量将会大幅提升，预计到2020年底达到710台（2017年为370台左右），对应的检查人次也将大幅上升。
- **F18-FDG的放射性和短半衰期决定其超高门槛：**国家对放射性药物高度管制，目前国内仅有东诚药业（全资子公司安迪科）和中国同辐拥有F18-FDG药品批文。同时由于其短半衰期的特征，药品必须当天生产使用，企业必须建设全国性的生产网点，进一步加深了护城河。

◎ 国家规划2020年PET-CT装机分布



◎ 全国PET-CT装机量变化趋势



资料来源：中华医学会，国家卫健委，平安证券研究所

### 3 影像：仪器看进口替代，显影剂看升级换代

- **F18核素显影剂市场规模有望达到50-60亿元。** 目前市场规模约6-8亿，其中1/3安迪科，1/3同辐，1/3医院自制。随着核药房的布局完善，医院倾向于外购F18，未来医院自制部分比例会持续下降。根据PET-CT装机量的未来趋势及检查人数预测，2030年国内F18显影剂市场有望达到60亿元。参照美国的肿瘤发病率和检查渗透率，预计国内的理论市场空间为50亿元。
- **F18核素显影剂是极佳的蓝海投资领域：** 高门槛决定其竞争格局不会恶化，中国同辐和东诚药业的二元格局非常稳定。

#### ◎ 采用两种不同方法推算的F18市场理论规模

	2018	2020	2025	2030		美国	中国
装机量 	300	750	1500	3000	年新发肿瘤数	170万	约500万
单机年检 查人次 	1800	1800	2000	2000	渗透率	2.35	假设1
药品单价 	1500	1500	1200	1000	总检查次数	400万例	500万例
市场规模 	约8亿	约20亿	36亿	<b>60亿</b>	市场规模	约10亿美金	<b>50亿</b>

资料来源：中华医学会，平安证券研究所

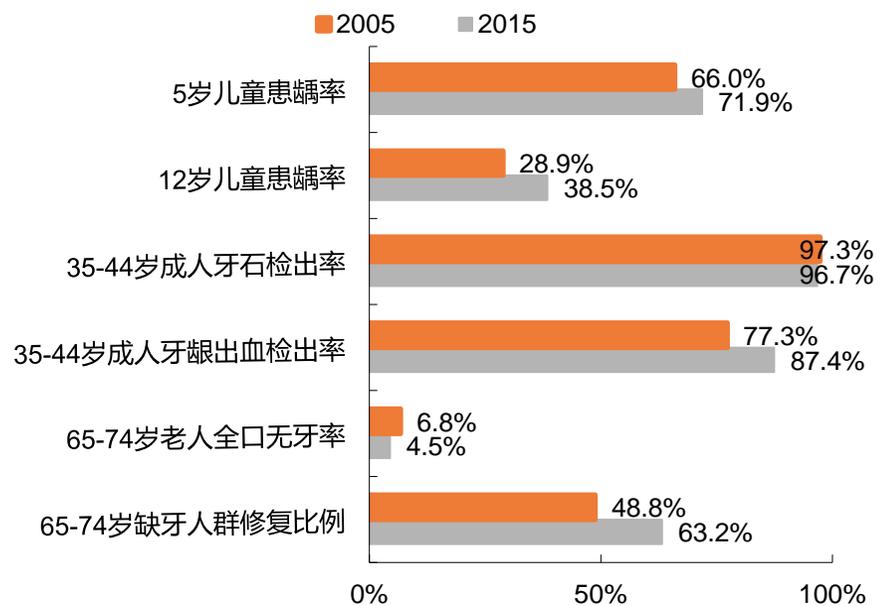
## 目录 CONTENTS

- 行业回顾：整体承压，结构性机会为主
- 政策展望：医保主导下的行业结构调整
- 影像：仪器看进口替代，显影剂看升级换代
- 口腔：医疗消费升级的最佳赛道
- 创新：药政环境倒逼企业加快创新

## 4 口腔：医疗消费升级的最佳赛道

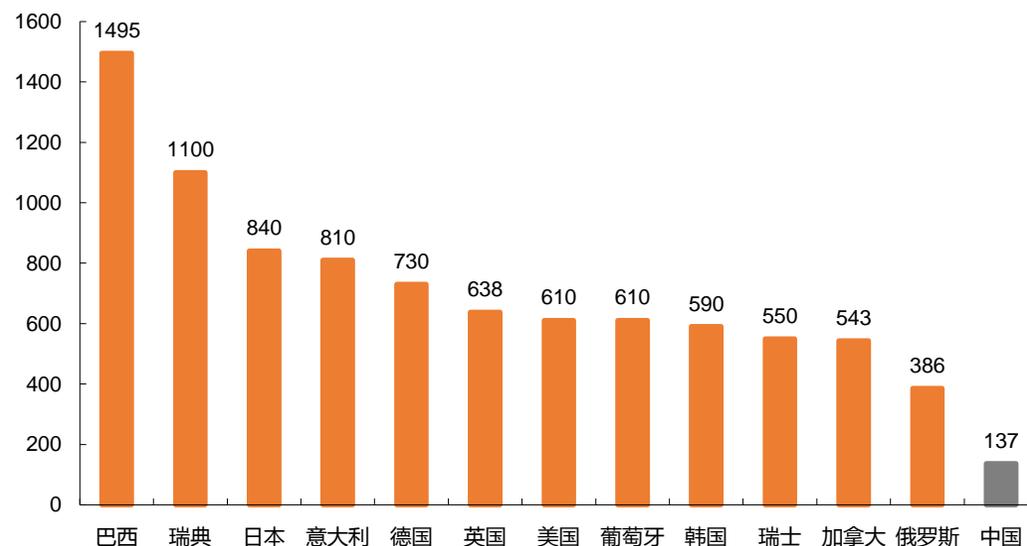
- 我国口腔疾病患病率高，且呈上升趋势，受老龄化影响显著，2017年口腔患者人数6.94亿人；
- 受“牙疼不是病”观念影响，口腔疾病诊疗率低，2017年仅约2.55亿人次。我国口腔供给能力不足（主要是口腔医生资源稀缺）；
- 我国仍有大量未满足医疗需求！

### 我国口腔流行病学数据



资料来源：中华医学会，平安证券研究所

### 世界主要国家每百万人口拥有的牙医数量



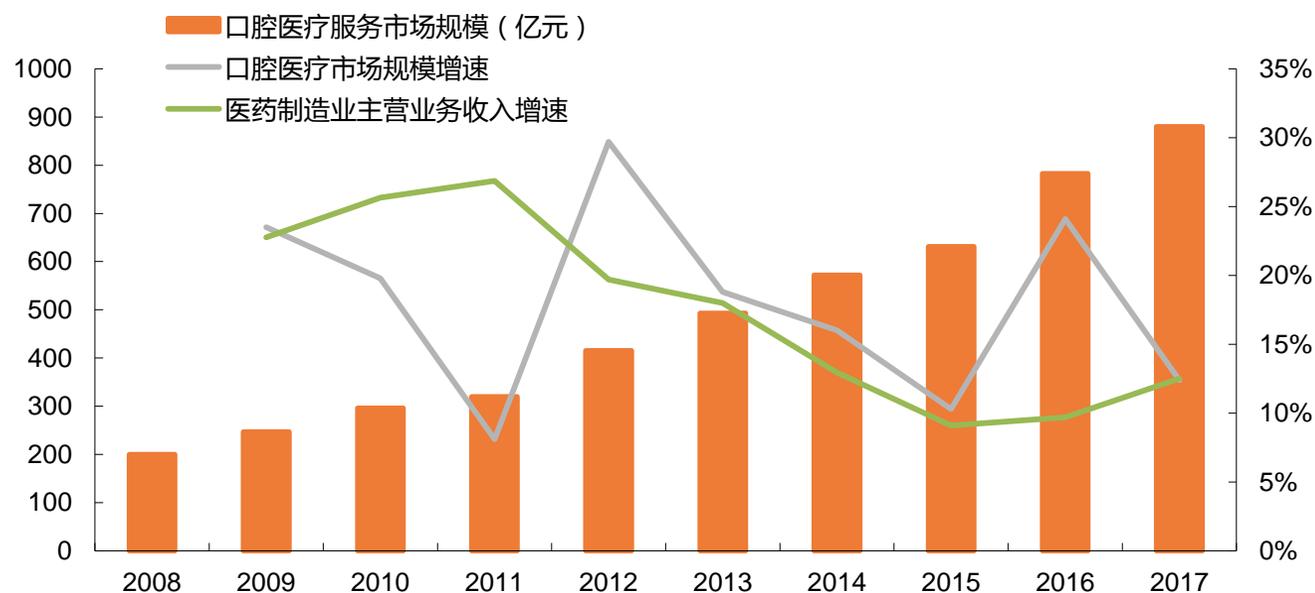
资料来源：IFDH，平安证券研究所

## 4 口腔：医疗消费升级的最佳赛道

2012-2017年医药制造业CAGR为9.36%，而同期口腔医疗CAGR为16.22%，保持快速增长，不受医药制造业增速下滑影响。在整体医药行业受带量采购等政策冲击的背景下，口腔医疗保持快速增长，发展确定性强，潜在规模2000亿以上。

我们判断我国口腔行业即将迎来快速发展期，同时种植和正畸受益于消费升级，是口腔行业最值得关注的两个细分蓝海市场。我们建议关注口腔医疗全产业链投资机会，重点是上游设备和耗材，尤其是种植、正畸和修复所需的高值耗材和设备，重点推荐正海生物、建议关注美亚光电；从下游来看，口腔医疗服务集中度不断提升，处在区域到全国过渡的关键期，重点推荐通策医疗。

我国口腔医疗服务市场规模及增速

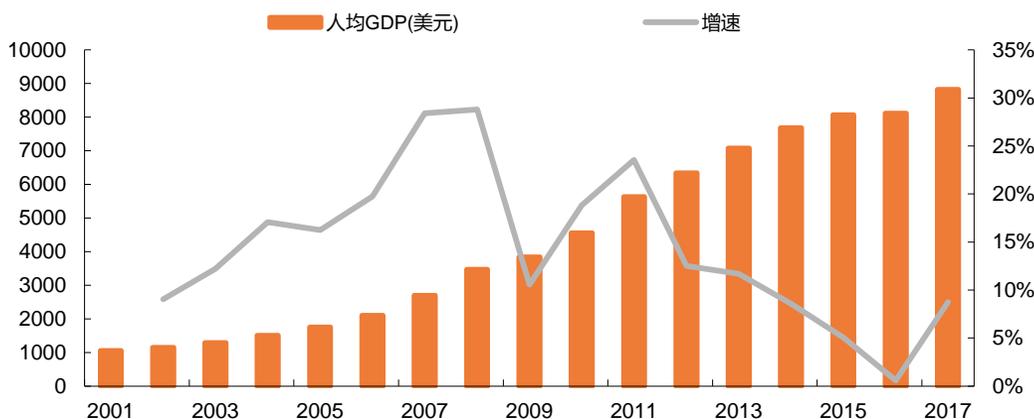


资料来源：国家统计局，平安证券研究所

## 4 口腔：医疗消费升级的最佳赛道

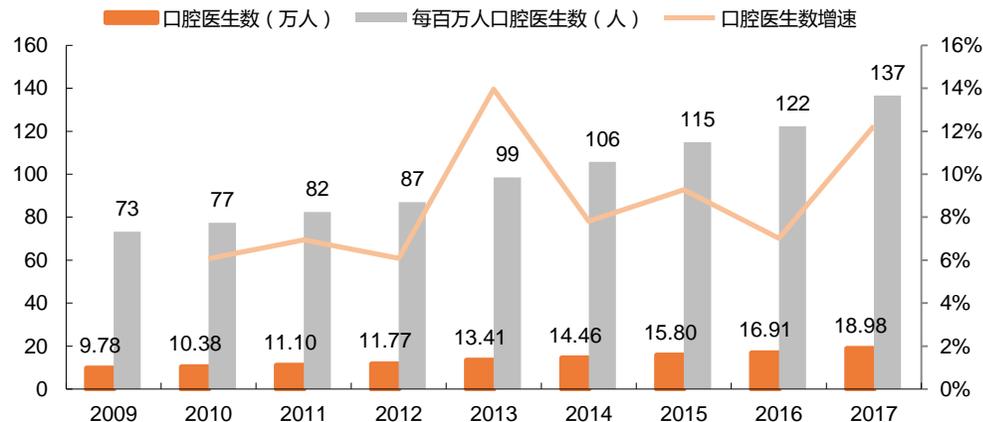
- 1) 我国居民消费能力足以支撑口腔医疗发展。2017年我国人均GDP为8826美元，已经远高于台湾口腔医疗快速起步时的1000美元左右的水平；
- 2) 居民口腔健康观念不断提升，随着80、90后成为社会中坚力量，消费主力对新事物接受程度提高；
- 3) 口腔医生数量增长提速，医疗服务能力加强；
- 4) 近几年国家支持政策不断出台。其中《“十三五”卫生健康规划》提出的鼓励社会力量发展口腔保健，以及《医疗机构管理实施细则》提出的在职医生可以多点执业和自主创业显著利好口腔医疗行业发展。

我国人均GDP及增速



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

我国口腔医生覆盖率变化趋势



资料来源：国家卫计委，平安证券研究所

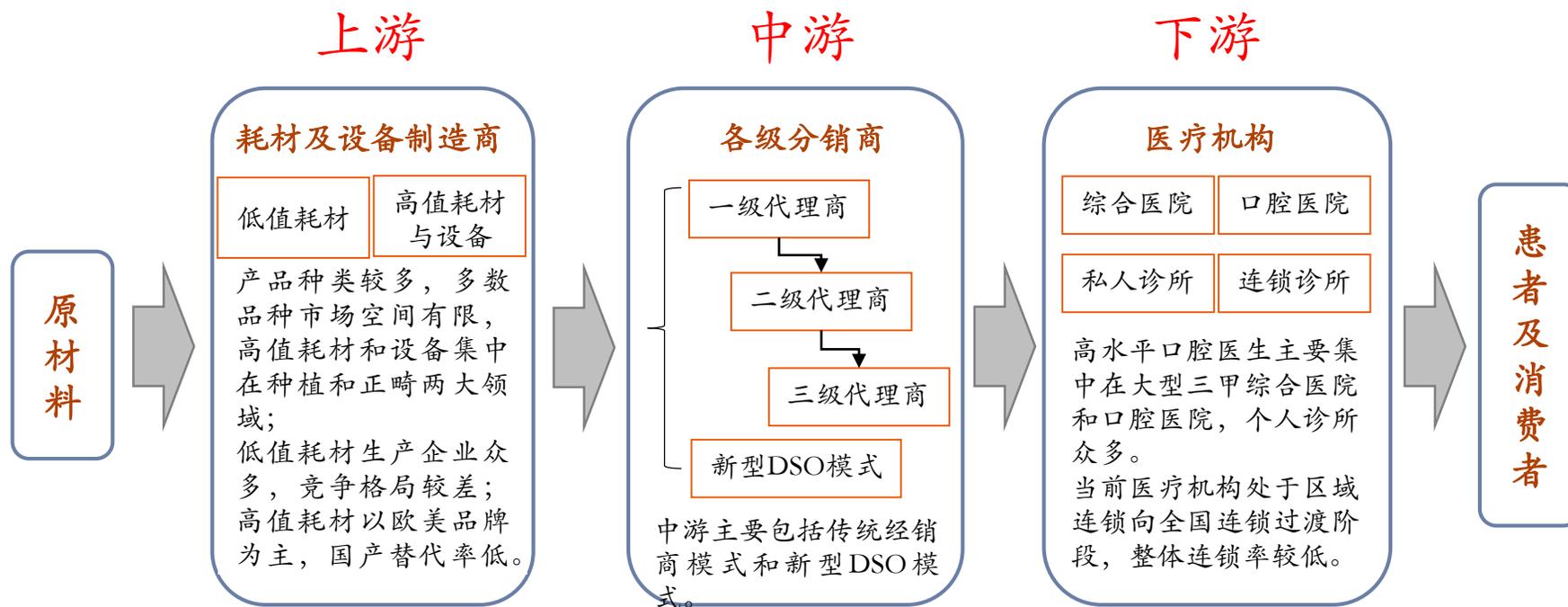
## 4 口腔：医疗消费升级的最佳赛道

上游：设备及耗材，品种繁多，重点关注高值耗材及设备

中游：仍以传统经销商为主，新型DSO模式尚未形成

下游：各类医疗机构，连锁化是主要趋势

● 口腔医疗产业链示意图

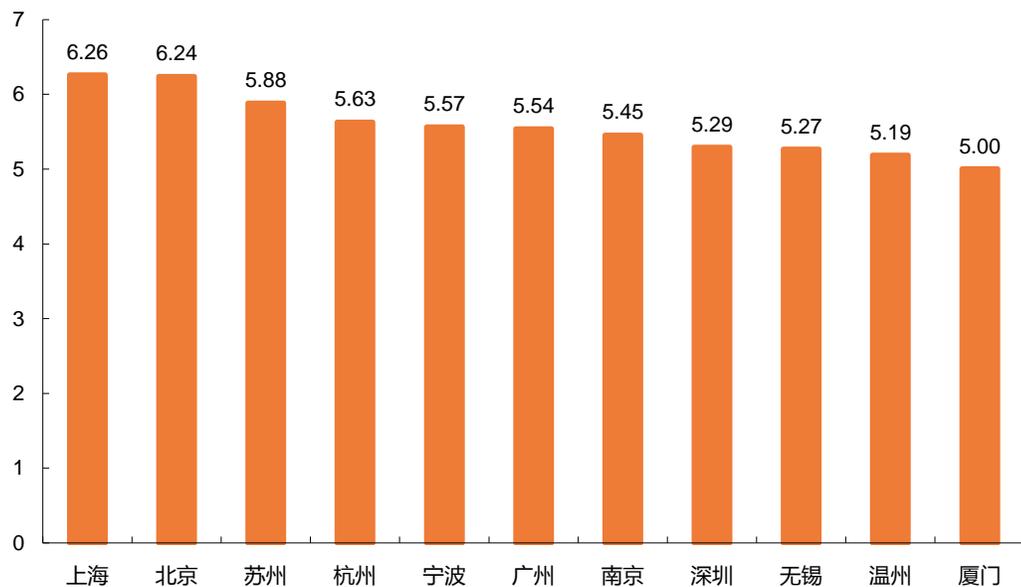


资料来源：平安证券研究所

## 4 口腔：医疗消费升级的最佳赛道

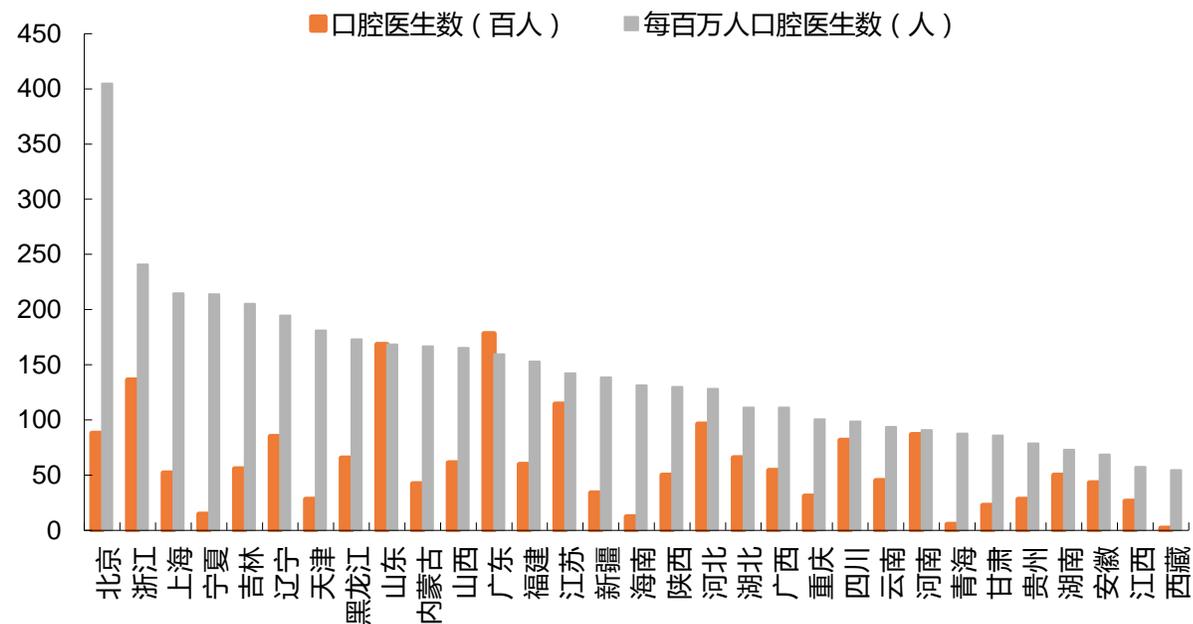
- 种植和正畸是最具发展前景的高附加值口腔医疗项目
- 美国种植起步于1980年左右，彼时人均可支配收入接近9000美元
- 2017年上海、北京人均可支配收入超过9000美元，苏州、杭州、宁波、广州等接近
- 我国沿海一二线城市口腔医生密度高，可支撑种植发展
- 结论：种植和正畸将率先在一二线城市崛起，然后向三四线下沉

2017年我国人均可支配收入（万元）排名前列城市



资料来源：国家统计局，平安证券研究所

我国各省口腔医生资源配置情况



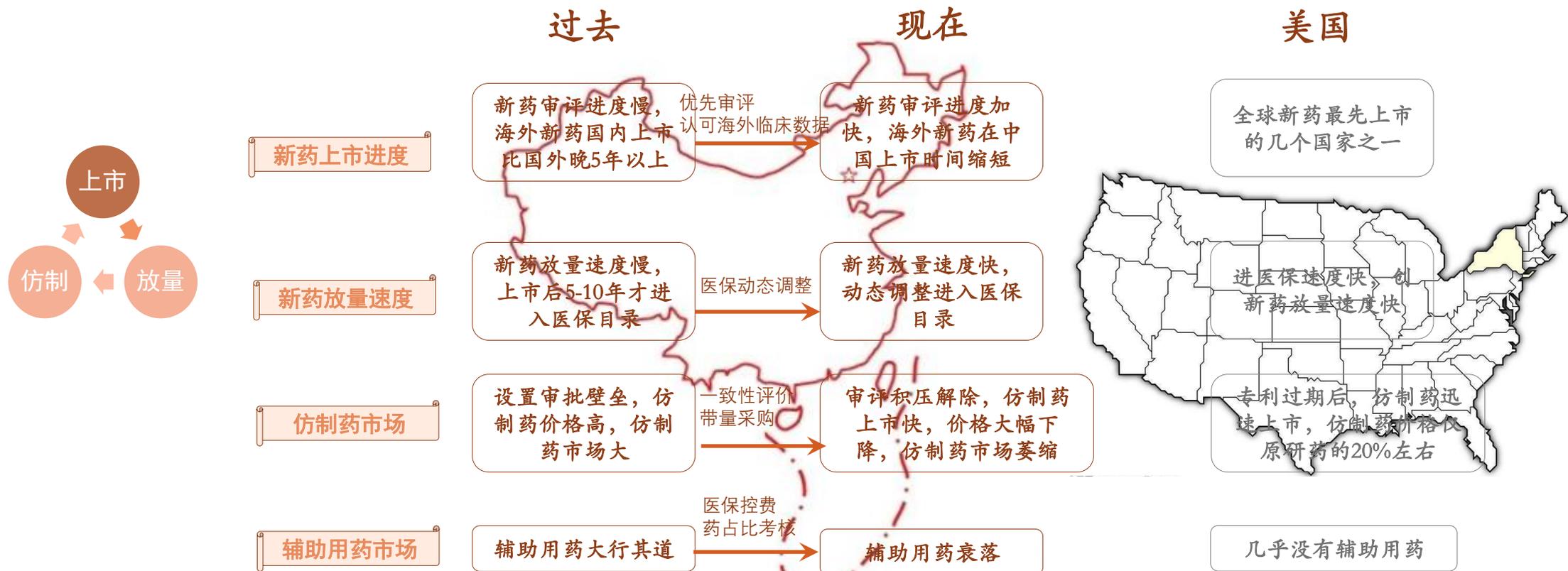
资料来源：国家卫健委，平安证券研究所

## 目录 CONTENTS

- 行业回顾：整体承压，结构性机会为主
- 政策展望：医保主导下的行业结构调整
- 影像：仪器看进口替代，显影剂看升级换代
- 口腔：医疗消费升级的最佳赛道
- 创新：药政环境倒逼企业加快创新

# 5 创新：药政环境倒逼企业加快创新

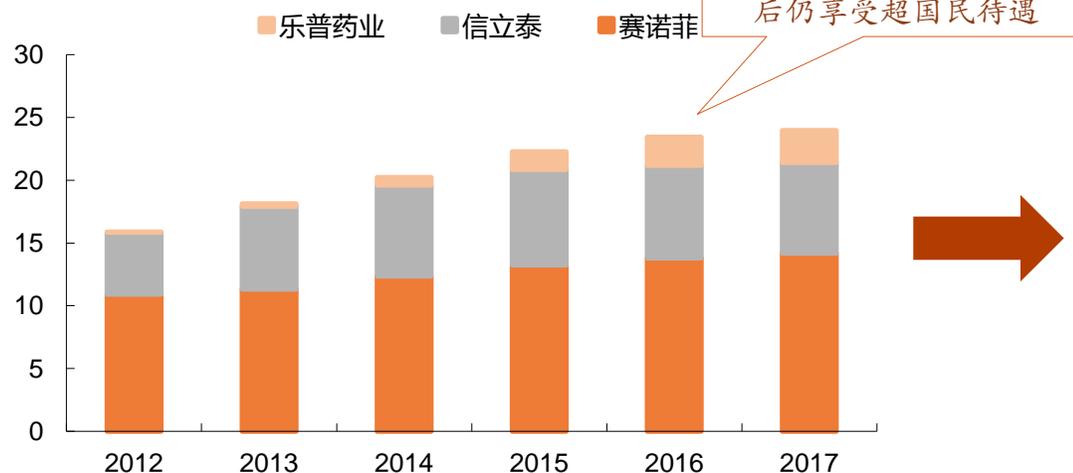
➤ **药政政策倒逼企业加快创新：**随着医改的持续深入，新的医改和药政政策不断推出，使得我国的药政环境逐步和美国等成熟市场不断接轨。体现在加速药品的更新换代，以“4+7”带量采购的影响为例，仿制药的生命周期和销售天花板都被大幅削弱，而创新药的引进速度又大大加快，同时对国产创新药的扶持力度也是前所未有（包括科创板的推出）。制药行业的致胜逻辑发生重大变化，企业必须顺应行业变化趋势，加大研发投入，通过建设完善的在研产品梯队来保持高质量的持续成长。



## 5 创新：药政环境倒逼企业加快创新

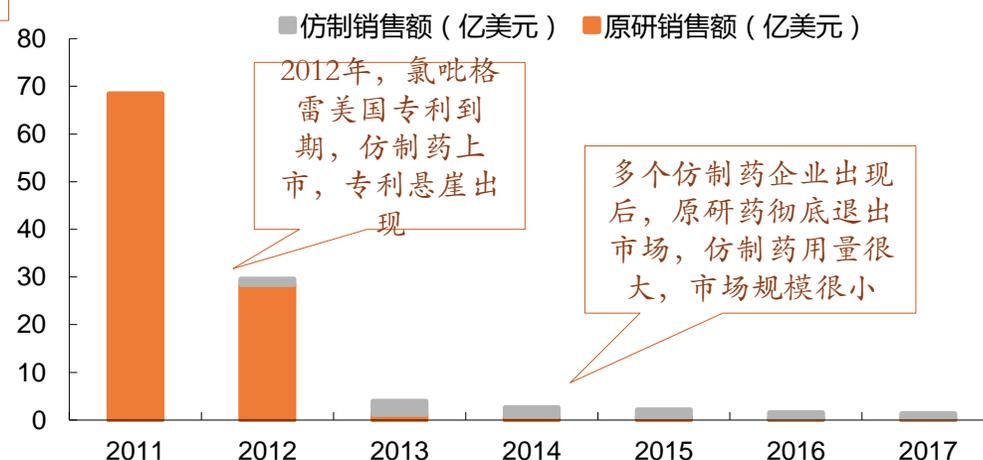
- **“4+7”带量采购的影响：**仿制药的生命周期缩短，销售天花板降低。如果继续依赖单一品种，企业的经营风险很大，企业需要建立丰富的产品梯队，并向更高附加值的创新药转型。
- 以氯吡格雷为例，虽然产品专利已过，但是产品的市场规模仍然庞大，由于旧的招采模式和“一品两规”的存在，仿制药和原研药价格都相对坚挺，而“4+7”带量采购之后，信立泰的氯吡格雷降价61.5%中标，国内的仿制药格局发生巨变，预计未来逐步接近于美国的状态，即创新药一旦专利过期，市场就会被低价的仿制药蚕食，但由于价格远低于原研药，单品的市场规模也发生断崖下滑，仿制药不再容易出现重磅品种。

● 中国市场氯吡格雷规模（亿元）及格局



资料来源：PDB，平安证券研究所

● 美国市场氯吡格雷规模及格局



资料来源：彭博，平安证券研究所

## 5 创新：药政环境倒逼企业加快创新

### “4+7”带量采购试点中标品种降价幅度

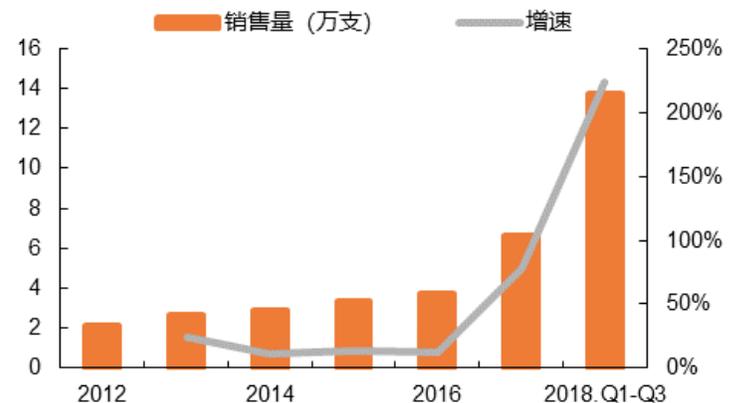
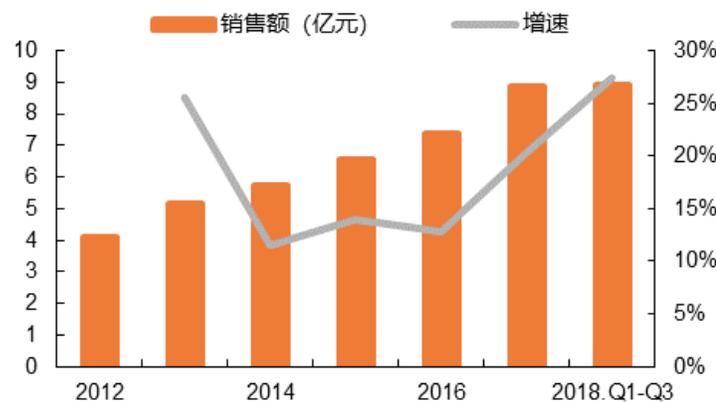
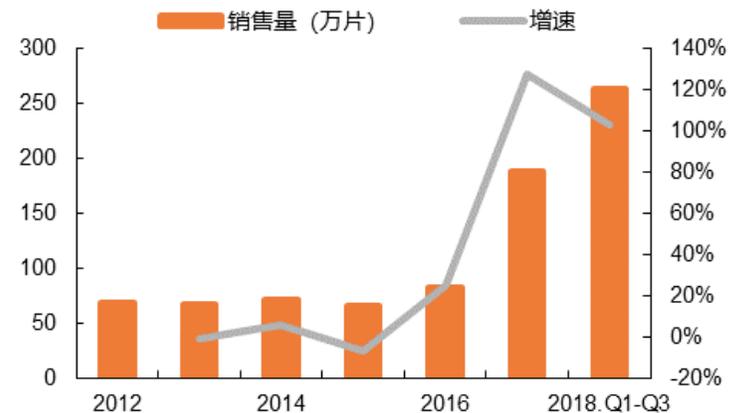
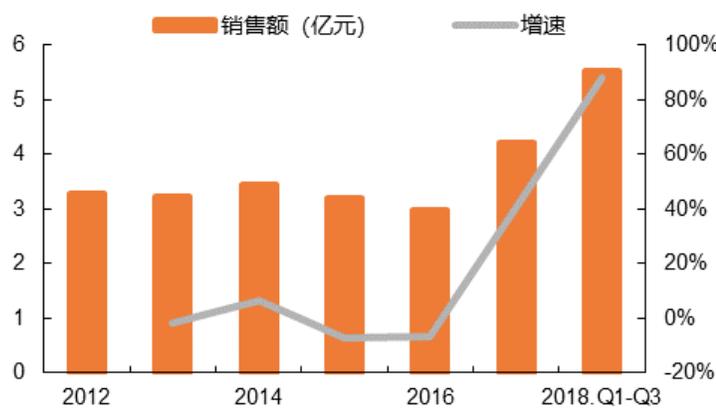
序号	品种名称	规格	预中选企业	预中标价格 (元/片、支)	2017年最低中标价 (元/片、支)	降幅 (%)
1	阿托伐他汀钙片	20mg	北京嘉林	0.94	5.64	-83.28%
2	瑞舒伐他汀钙片	10mg	京新药业	0.78	3.28	-76.26%
3	硫酸氢氯吡格雷片	75mg	信立泰	3.18	8.26	-61.50%
4	厄贝沙坦片	75mg	华海药业	0.20	0.53	-61.86%
5	苯磺酸氨氯地平片	5mg	京新药业	0.15	0.26	-42.86%
6	恩替卡韦分散片	0.5mg	正大天晴	0.62	7.62	-91.86%
7	草酸艾司西酞普兰片	10mg	科伦药业	4.42	6.68	-33.83%
8	盐酸帕罗西汀片	20mg	华海药业	1.67	3.19	-47.65%
9	奥氮平片	10mg	江苏豪森	9.64	13.25	-27.21%
10	头孢呋辛酯片	250mg	成都倍特	0.51	0.58	-11.49%
11	利培酮片	1mg	华海药业	0.17	0.39	-57.18%
12	吉非替尼片	250mg	阿斯利康	54.70	235.8	-76.80%
13	福辛普利钠片	10mg	百时美施贵宝	0.84	2.83	-70.22%
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	150mg+12.5mg	华海药业	1.09	4.41	-75.28%
15	赖诺普利片	10mg	华海药业	0.23	1.16	-80.14%
16	富马酸替诺福韦酯二吡啶酯片	300mg	成都倍特	0.59	15.75	-96.25%
17	氯沙坦钾片	50mg	华海药业	1.05	2.14	-50.93%
18	马来酸依那普利片	10mg	扬子江	0.56	0.97	-42.46%
19	左乙拉西坦片	250mg	京新药业	2.40	3.04	-21.05%
20	甲磺酸伊马替尼片	100mg	江苏豪森	10.40	18.7	-44.40%
21	孟鲁司特钠片	10mg	安必生	3.88	5.89	-34.19%
22	蒙脱石散	3g	先声药业	0.68	0.73	-6.85%
23	注射液培培美曲塞二钠	500mg	四川汇宇	2776.97	9600	-71.07%
23	注射液培培美曲塞二钠	100mg	四川汇宇	810.00	2800	-71.07%
24	氟比洛芬酯注射液	50mg/5ml	北京泰德	21.95	62.15	-64.68%
25	盐酸右美托咪定注射液	0.2mg/2ml	扬子江	133.00	151.00	-11.92%

资料来源：国家医保局，平安证券研究所

## 5 创新：药政环境倒逼企业加快创新

➤ **医保动态调整促进新药快速放量：**医保从每隔5-8年的定期调整，变为针对创新药物的动态调整，使得创新药物避免因错过医保调整而耽误放量。2017年8月，国家完成第一轮创新药物医保谈判，36个创新药品种经过降价后纳入医保支付目录，包括伊马替尼、吉非替尼等小分子靶向药，一级利妥昔单抗、曲妥珠单抗、贝伐珠单抗等大分子靶向药。从实际执行的效果来看，大部分品种纳入医保后，市场渗透率有了大幅提升，以量补价实现了加速放量。

◎ 样本医院吉非替尼（上）和曲妥珠单抗（下）销售额及销量变化趋势

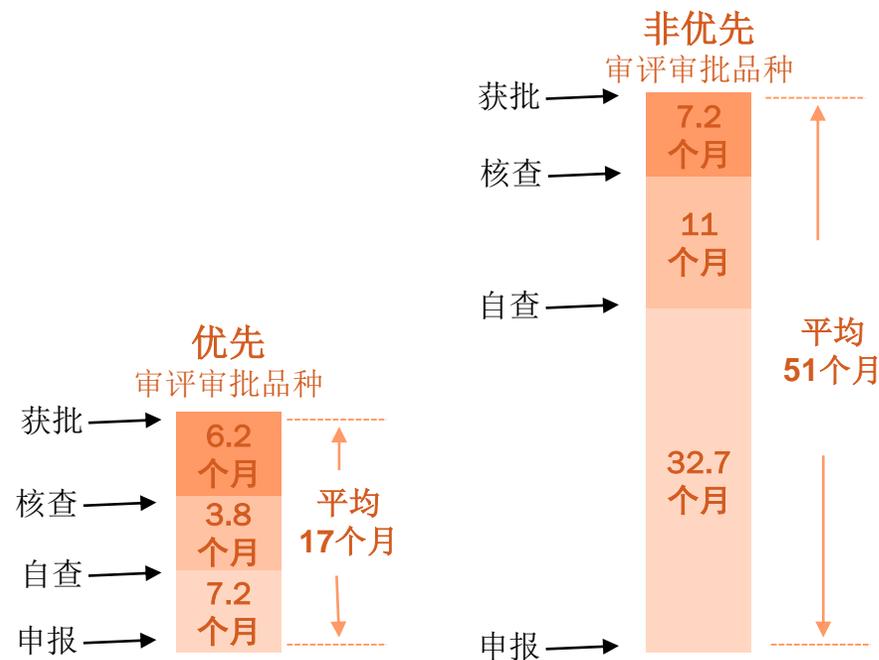


资料来源：PDB，平安证券研究所

## 5 创新：药政环境倒逼企业加快创新

- 2017年10月8日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《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》，为我国医药产业未来发展做了顶层设计，标志中国进入创新药元年。
- 2018年9月财政部、税务总局、科技部联合发文，在2018-2020年期间，提高企业研发费用税前加计扣除比例，费用化部分税前加计扣除比例由50%提升至75%，资本化部分税前摊销比例由150%提升至175%。
- CDE审评愈发注重创新性，对真正临床急需、高临床价值创新药（或适应症）开通优先审评通道，审评速度超乎以往。

### ◎ 优先审评品种审评速度大幅提高



资料来源：CDE，平安证券研究所

## 5 创新：药政环境倒逼企业加快创新

### 已经申报科创板的生物医药企业

#### ▶ 科创板推出为创新型生物医药企

业拓宽了融资渠道。科创板自

2019年3月18日开始接收申报，

目前已接收超过100家公司的材

料。其中医疗保健类公司共26

家，占比为24%，是科创板重点

行业之一。

#### ▶ 科创板申报企业普遍研发投入占

收入比例较高，未来有望涌现出

一批投资价值突出的创新性生物

医药企业。6月5日首批3家科创

公司迎来过会，其中微芯生物作

为第一家过会的生物医药企业值

得重点关注。

证券简称	经营范围	营业收入（亿）	净利润（亿）	ROE	研发支出占营业收入比例
昊海生科	医学美容产品	15.58	4.15	12.17%	6.12%
华熙生物	医学美容产品	12.63	4.24	25.27%	8.25%
南微医学	医疗器械、医用耗材	9.22	1.93	37.95%	5.33%
海尔生物	医疗器械	8.42	1.14	13.22%	10.74%
苑东生物	化学药	7.69	1.35	26.28%	16.18%
复旦张江	新药研发生产	7.42	1.51	15.37%	15.59%
科前生物	疫苗	7.35	3.89	44.39%	6.48%
贝斯达	检查医疗器械	4.71	1.08	9.67%	9.50%
特宝生物	生物药品制造	4.48	0.16	3.26%	9.67%
博瑞医药	化学药研发销售	4.11	0.76	12.51%	23.37%
赛诺医疗	介入医疗器械	3.8	0.89	13.64%	34.17%
祥生医疗	超声医疗器械	3.27	0.95	53.81%	12.65%
美迪西	CRO	3.24	0.59	18.85%	5.10%
普门科技	医疗器械	3.23	0.81	12.92%	20.61%
安翰科技	检查医疗器械	3.22	0.66	9.33%	24.33%
东方基因	IVD	2.86	0.65	32.52%	6.52%
申联生物	疫苗	2.75	0.88	10.53%	7.74%
心脉医疗	介入医疗器械	2.31	0.91	44.86%	20.71%
硕世生物	IVD	2.31	0.64	21.84%	11.44%
迈得医疗	医用辅助设备	2.15	0.56	22.11%	9.04%
浩欧博	IVD	2.01	0.4	37.86%	11.99%
热景生物	IVD	1.87	0.48	25.92%	9.82%
诺康达	医疗器械、药品	1.85	0.78	30.86%	9.46%
赛伦生物	血液制品	1.51	0.51	19.06%	8.37%
微芯生物	新药研发生产	1.48	0.31	6.46%	55.85%
佰仁医疗	植入器械、耗材	1.11	0.5	30.16%	11.65%

资料来源：WIND，平安证券研究所

## 5 创新：药政环境倒逼企业加快创新

- 随着国内企业技术的积累，以及一系列鼓励政策的实施，再加上行业形势的倒逼，国内创新药企业的研发成果开始显现，2018年多个重磅创新药或高端仿制药获批上市，2019年预计将迎来更多创新或高端仿制品种，国产新药有望迎来上市小高峰。
- 国内企业中，以恒瑞医药、贝达药业、科伦药业为代表的一批企业，已经逐步具备在创新药以及高端仿制药方面与跨国企业竞争的实

力。  
 ◎ 预计2019年有望获批或已经获批的国产创新药或高端仿制药



瑞马唑仑  
卡瑞丽珠单抗



恩莎替尼



艾维替尼



氟马替尼  
聚乙二醇洛塞那肽



赞布替尼  
替雷丽珠单抗



生长激素水针



阿达木单抗



甘精胰岛素



利妥昔单抗



曲妥珠单抗



蒿草花粉滴剂

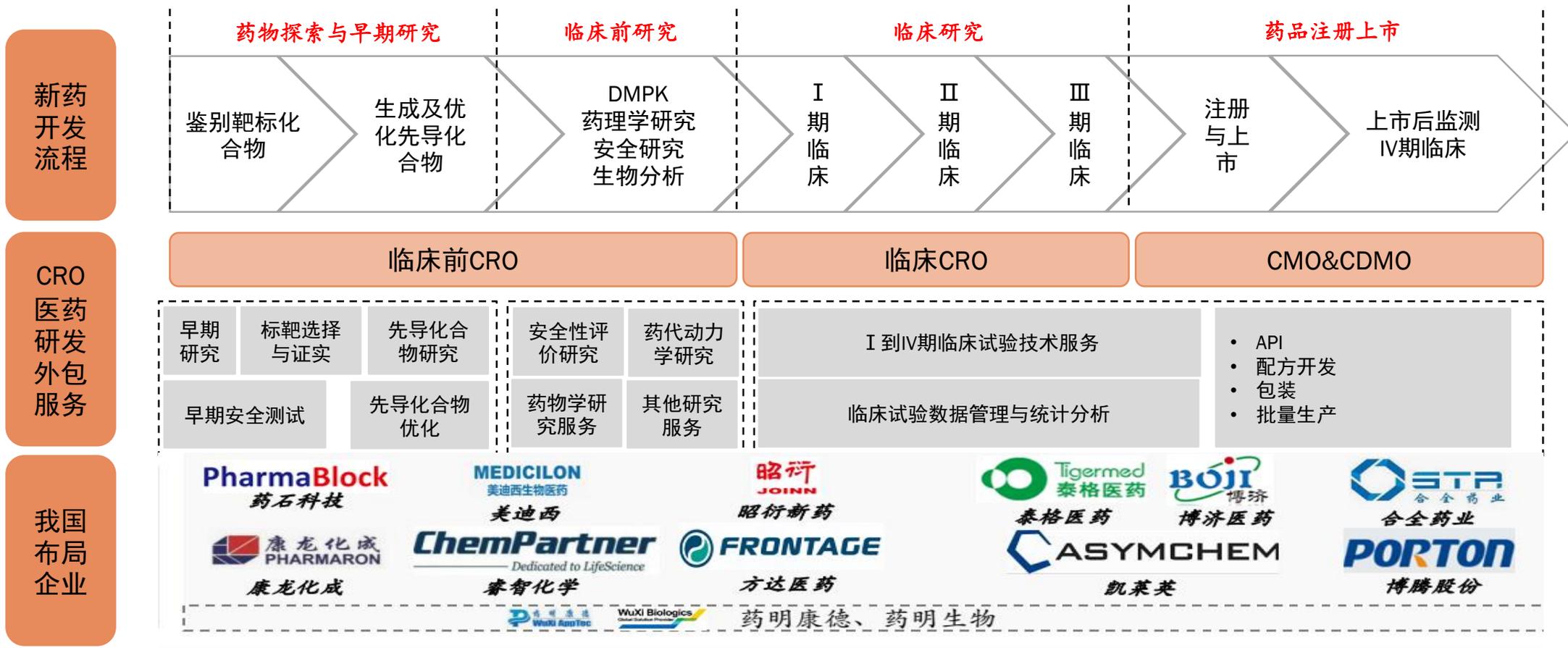


13价肺炎结合疫苗



# 5 创新：药政环境倒逼企业加快创新

➤ CRO、CDMO作为为药品创新进行服务的公司，将充分受益于药品创新大潮。对于大多数制药公司而言，部分或全部委托CRO、CDMO公司是现代专业分工的必然选择，有利于降低成本。创新的兴起令外包型企业有更多的机会涉足到企业研发的全流程环节：包括分子筛选建模、安评、工艺改进、临床CRO等；一致性评价的推进也为CRO企业创造了丰厚的订单基础。



# 投资策略

维持“强于大市”评级。2019年是医药政策的“地壳活动期”，建议短期回避受政策压制领域，坚守政策免疫且符合行业发展趋势的高景气分龙头，建议聚焦影像、口腔、创新三条主线。主线一：影像诊断产业链，包括影像设备、显影剂、影像服务产业，重点推荐受益配置证政策的核医学龙头东诚药业，以及碘造影剂原料龙头司太立；主线二：口腔医疗及相关耗材受益于消费升级，重点推荐口腔连锁龙头通策医疗和修复耗材企业正海生物；主线三：在药政环境的倒逼和鼓励创新政策的推动下，国内药品创新产业链蓬勃发展，重点推荐创新储备丰富的科伦药业、海辰药业，以及研发服务龙头药石科技、CDMO龙头凯莱英。

## 重点公司盈利预测

股票名称	股票代码	股票价格 2019-6-28	EPS (元/股)				PE (倍)				评级
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	
东诚药业	002675.SZ	10.92	0.35	0.47	0.60	0.76	31	23	18	14	强烈推荐
凯莱英	002821.SH	98.08	1.86	2.43	3.24	4.16	53	40	30	24	强烈推荐
司太立	603520.SH	23.10	0.78	1.43	2.05	2.55	30	16	11	9	推荐
通策医疗*	600763.SH	88.59	1.04	1.39	1.84	2.43	85	64	48	36	推荐
正海生物	300653.SZ	58.36	1.07	1.41	1.76	2.20	55	41	33	27	推荐
科伦药业	002422.SZ	29.73	0.84	1.09	1.30	1.52	35	27	23	20	推荐
海辰药业	300584.SZ	26.16	0.69	0.94	1.19	1.48	38	28	22	18	推荐
药石科技	300725.SZ	62.33	1.21	1.93	2.81	3.88	52	32	22	16	推荐

资料来源：Wind，平安证券研究所预测 注：\*为wind一致预期。

## 风险提示

- 1) 政策风险：医药行业受政策影响较大，在当前医保资金偏紧的背景下，控费和降价等一系列政策对行业整体增速将构成一定程度的冲击，并且不排除出现负面政策力度大于预期的可能性，因而行业将以结构性机会为主；
- 2) 研发风险：医药研发投入大、风险高、周期长，对于创新性生物医药企业来说，研发中的产品决定了公司的核心价值。如果研发失败或进度低于预期，将会对公司长期价值带来一定的负面影响；
- 3) 环保风险：医药制造企业，尤其是原料药生产企业普遍污染性大，对废水、废气等污染物处理要求高。随着国家对环境保护的重视程度不断提高，若环保方面出现问题，则对企业生产经营有较大影响。

## 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

## 行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

## 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。