



医药行业分析框架

分析师：李志新
执业编号：S0300518010002
电话：010-66235703
邮箱：lizhixin@lxsec.com

2019年11月11日

目录

1

概论：产业链、生态链、影响变量

2

基本投资逻辑

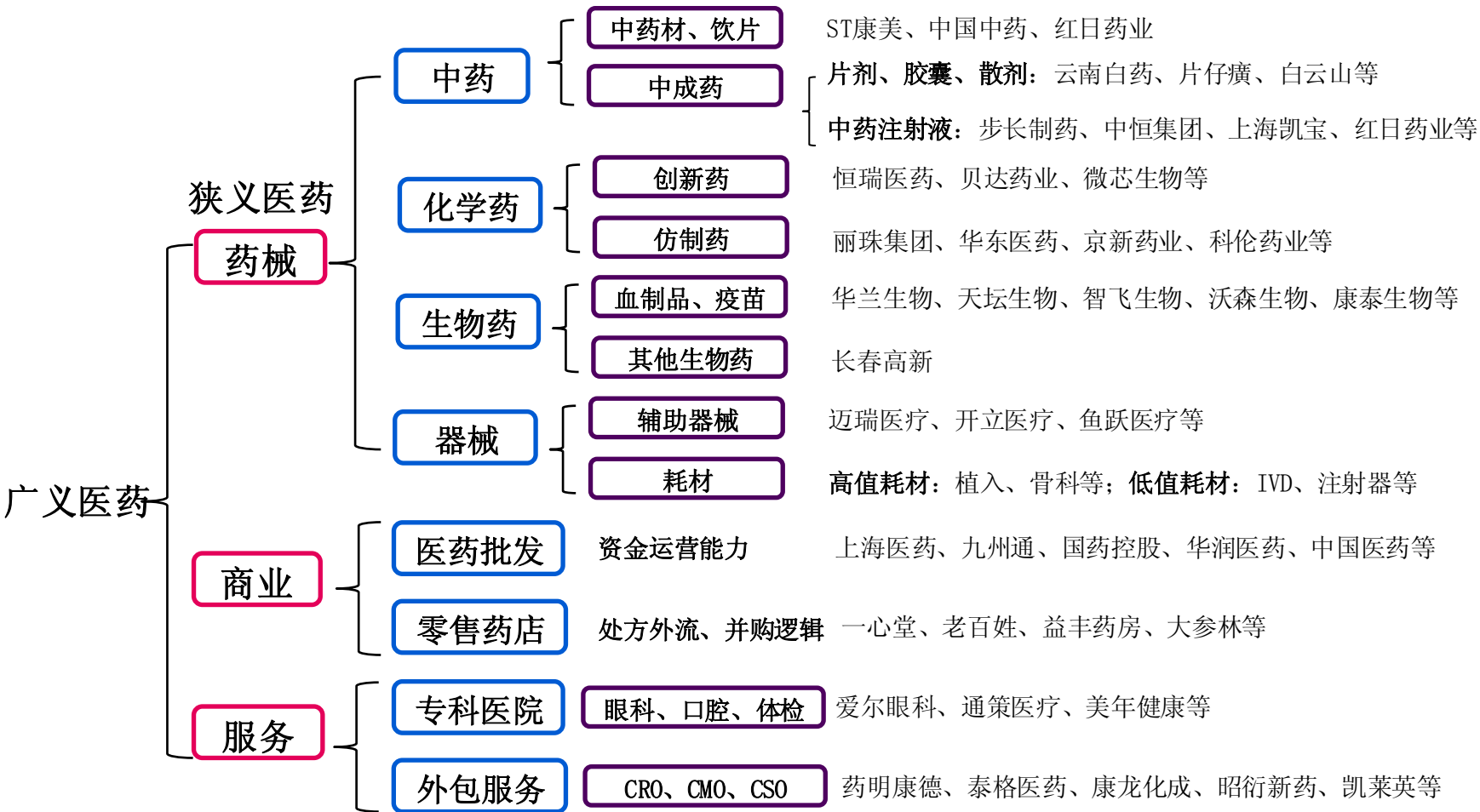
3

细分行业分析框架——药篇

4

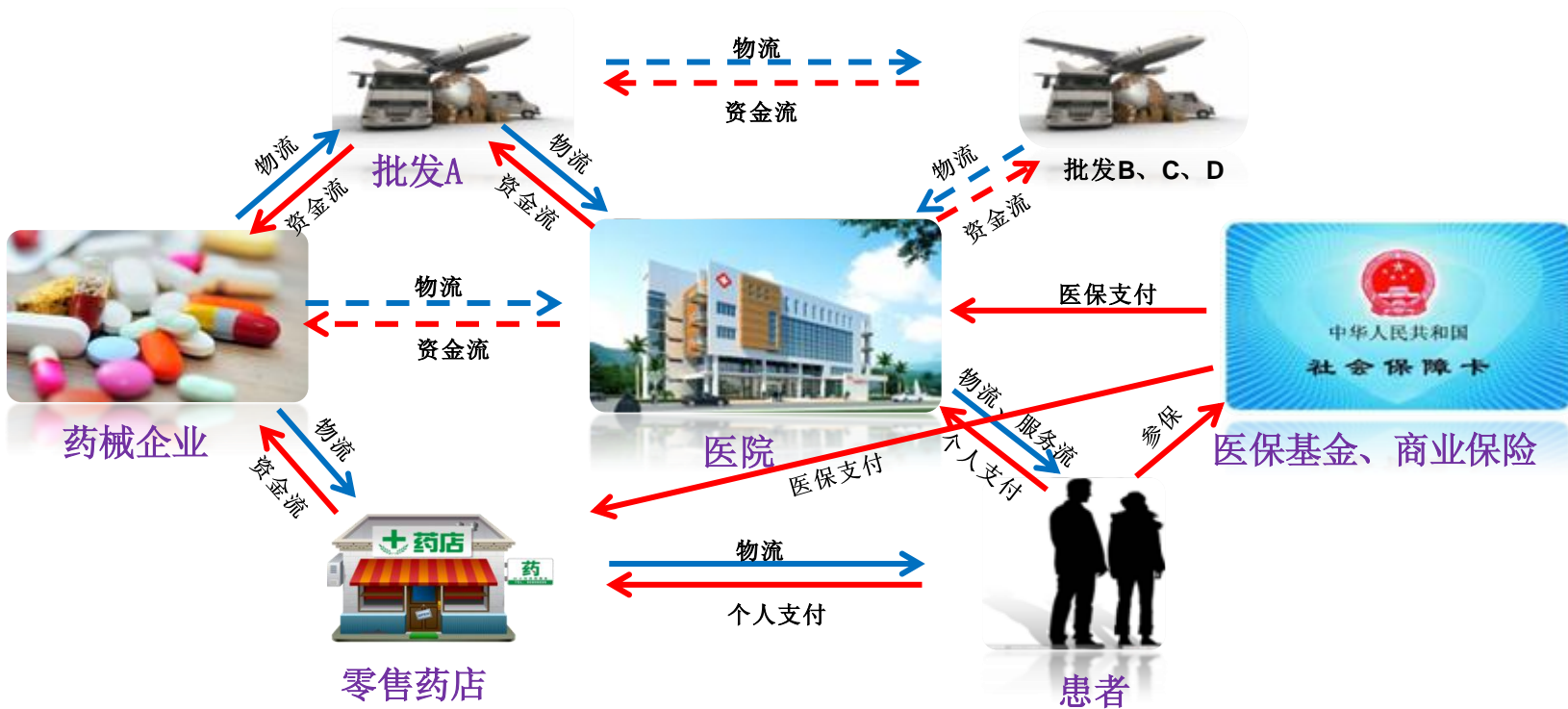
细分行业分析框架——非药篇





医药生态链：医院衔接物、人、资金流

- ✓ 支付方：医保基金是最大支付方，个人卫生费用/总卫生费用=28.6%（2019年国家卫健委）。
- ✓ 服务方：民营医院数量占比过半，但医疗服务量占比仅20%。民营优势在眼科、牙科、妇产、健康体检等专科。
- ✓ 支持方：药械企业、流通商（批发和零售）



不同细分行业主要影响变量存差异

- (1) 侧重关键变量事半功倍：细分领域主要变量有差异
- (2) 政策几乎影响医药全部细分领域：是优先考量变量。

细分领域		影响变量因素评判							
		原材料价格	环保	产品价格	医保	销售	品牌	研发	政策
中药	中药材、饮片	√		√					√
	中成药	√			√	√	√ (OTC类)		√
化学药	原料药		√	√					
	化学制剂（含生物药）	√		√	√	√		√	√
	器械耗材					√	√	√	√
	医疗服务				√				√
	医药商业								√

目录

1

概论：产业链、生态链、变量

2

基本投资逻辑

3

细分行业分析框架——药篇

4

细分行业分析框架——非药篇

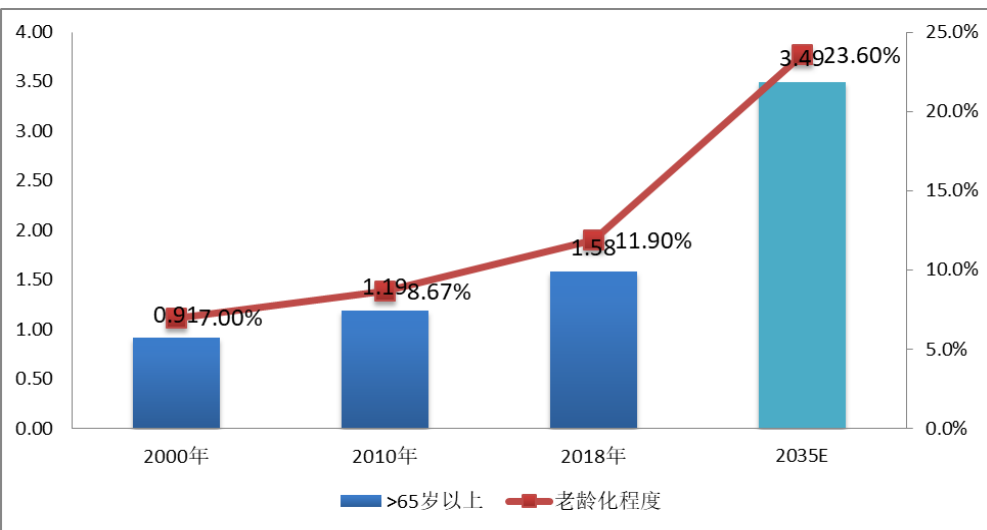
2-1

需求端：人口老龄化大势滔滔

人口老龄化大势滔滔：绝对数及占比均提升*寿命更长*医疗需求更旺盛

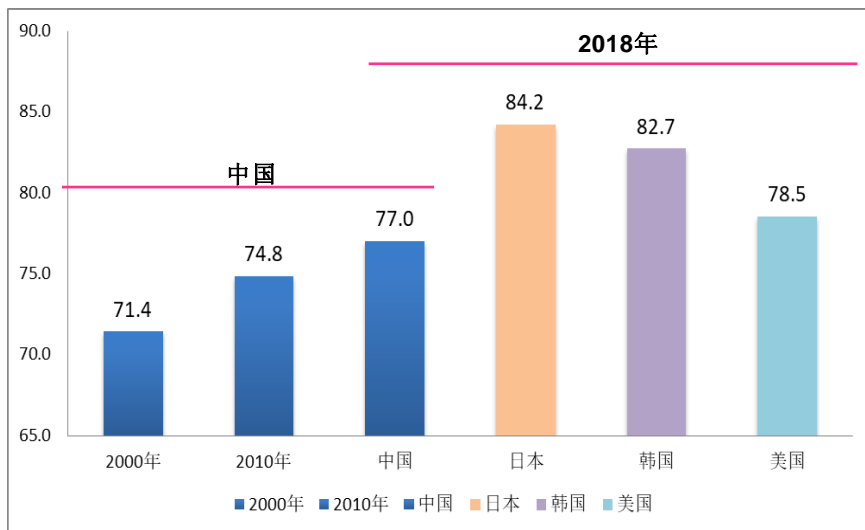
- ✓ 老龄化加深：65岁以上人口数量和占比持续提升。
- ✓ 平均预期寿命：持续提升，2018年我国77岁，东亚国家日本84.2岁，韩国82.7岁。

图表1、我国人口老龄化加速



资料来源：国家统计局人口司，联讯证券研究院

图表2、世界人口平均预期寿命

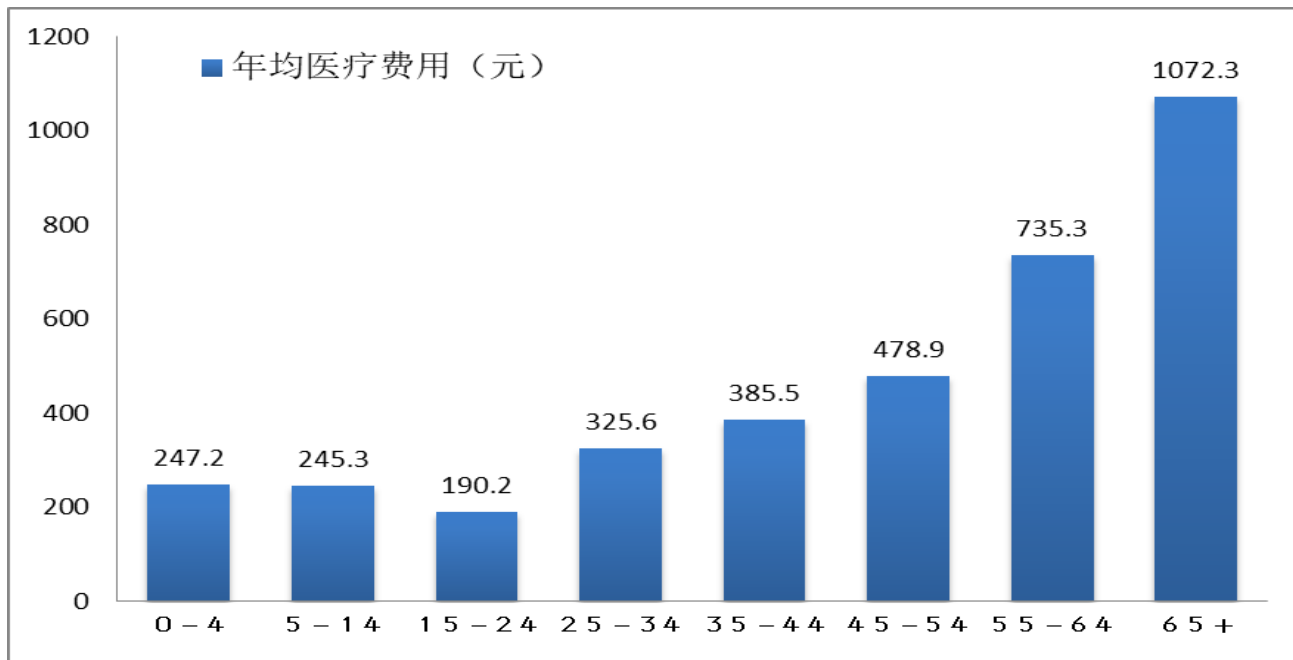


资料来源：WHO，联讯证券研究院

人口老龄化大势滔滔：绝对数及占比均提升*寿命更长*医疗需求更旺盛

✓ 医疗需求上升：老龄化提升了医疗需求，医疗卫生支出随年龄增长迅猛增长，65岁以上是15-24年龄段的5倍。

图表3、不同年龄段医疗开支

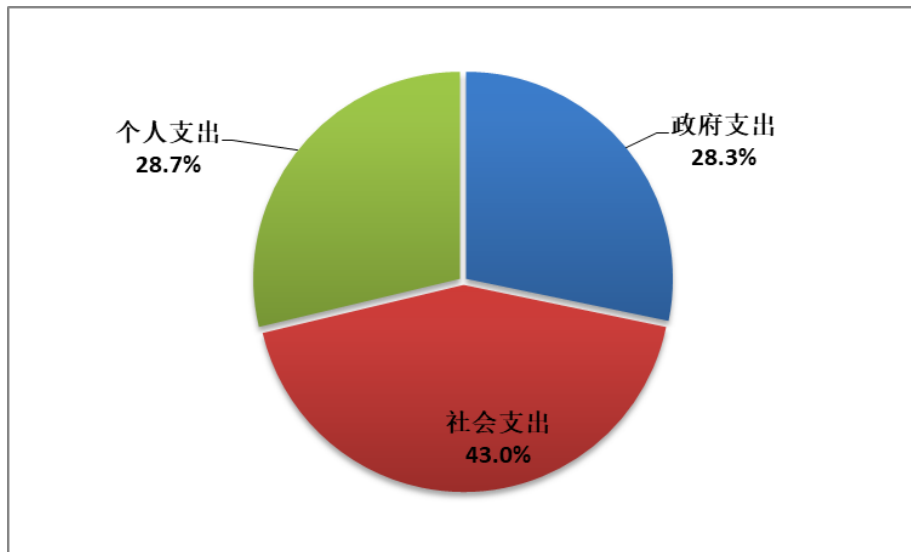


资料来源：中国产业信息网，联讯证券研究院

2-2 支付端：全民医保，综合支付能力提升

全民医保基本建成，综合支付能力提升

图表4、2018年我国卫生费用支出结构



资料来源：国家卫健委《2018年我国卫生健康事业发展统计公报》，联讯证券研究院

✓ 我国医保体系建立过程：

- ◆ 1998年城镇职工基本医疗保险；
- ◆ 2003年新农合；
- ◆ 2009年城镇居民基本医疗保险；
- ◆ 2016年新农合与城镇居民基本医疗保险合并成城乡居民基本医疗保险；
- ◆ 三大基本医疗保险，参保率突破95%，基本全覆盖。

✓ 卫生费用支付结构：

- ◆ 支出方：政府、社会（各类医保基金和商业保险）和个人；
- ◆ 社会和政府占比超过70%，个人支出逐年下滑到30%以下。

目录

1

概论：产业链、生态链、变量

2

医药的基本投资逻辑

3

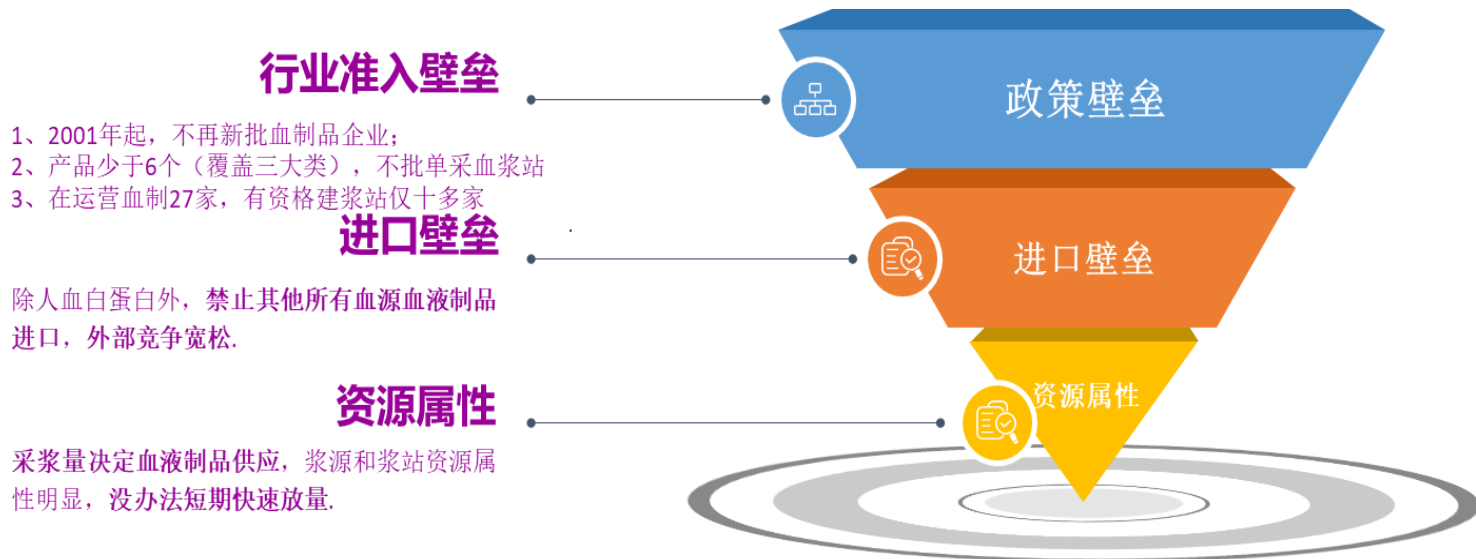
细分行业分析框架——药篇

4

细分行业分析框架——非药篇

血制品的投资逻辑？

- **准入壁垒：**不再新批血制企业，浆站设置向大企业倾斜；
- **进口壁垒：**除白蛋白外，禁止进口其他人血制品。
- **资源属性：**人血浆为生产原料，资源属性特征极强。

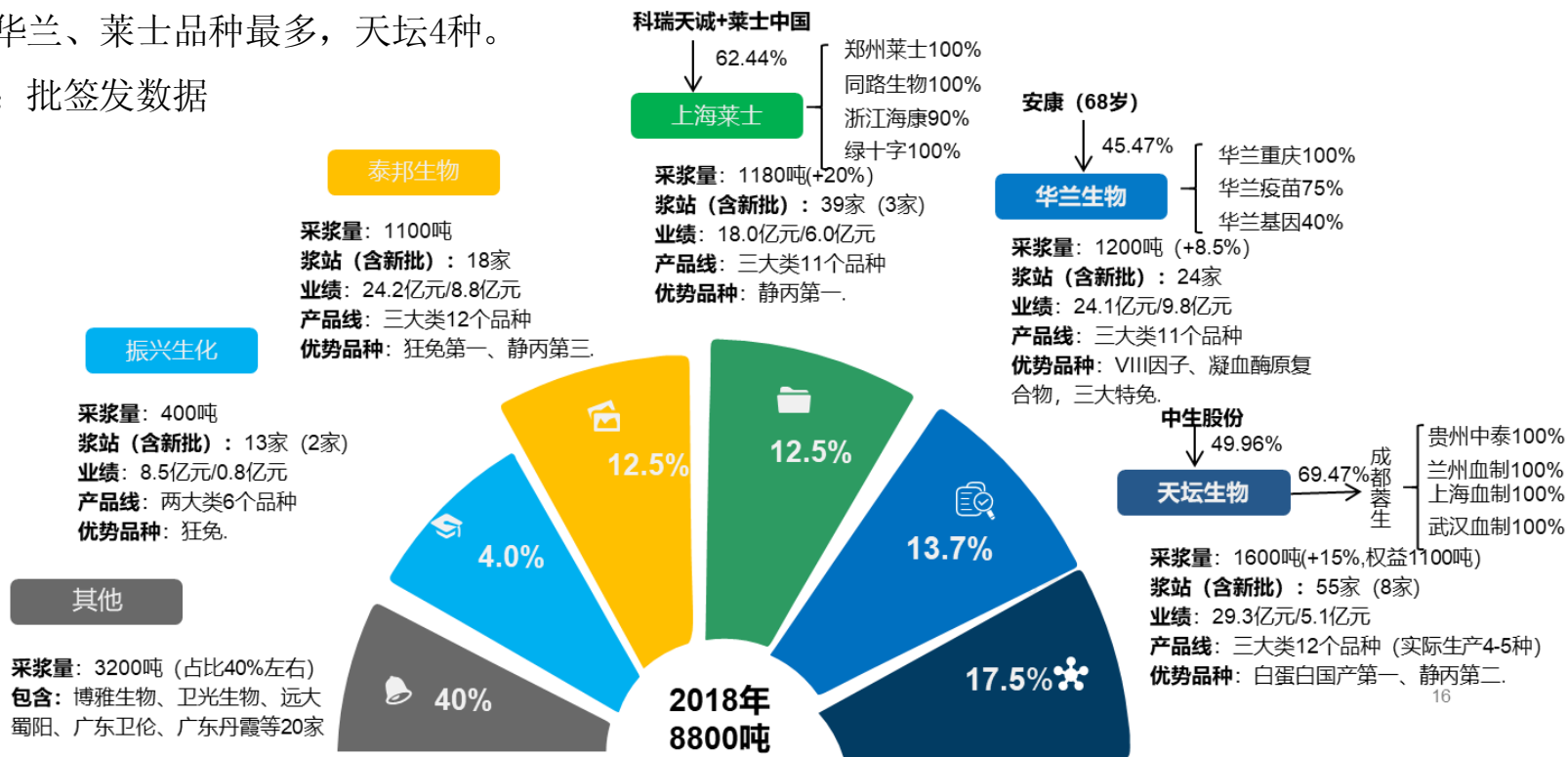


资料来源：公开资料，联讯证券研究院

血制品：资源为王，从采浆量&品种角度找机会

分析角度：采浆量&产品线

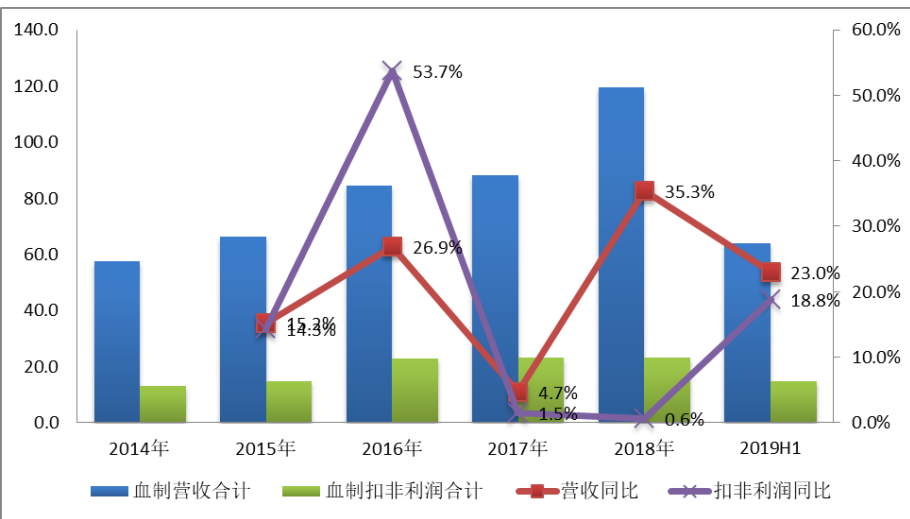
- 采浆量：天坛总量第一；华兰单采领先
- 产品线：华兰、莱士品种最多，天坛4种。
- 业绩跟踪：批签发数据



行业状况：两票制中小渠道去库存结束

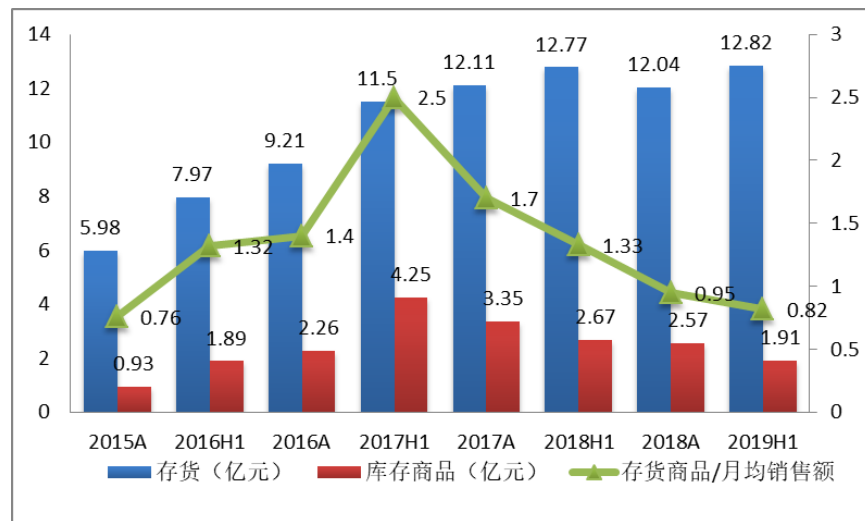
- 行业现状：2016-2017年经历了中小渠道去库存，行业低潮，2018年开始重新复苏。
- 数据跟踪：存货数据、应收账款周转率

图表5：近年来血制行业经营情况



资料来源：Wind，联讯证券研究院

图表6：华兰生物存货水平好转



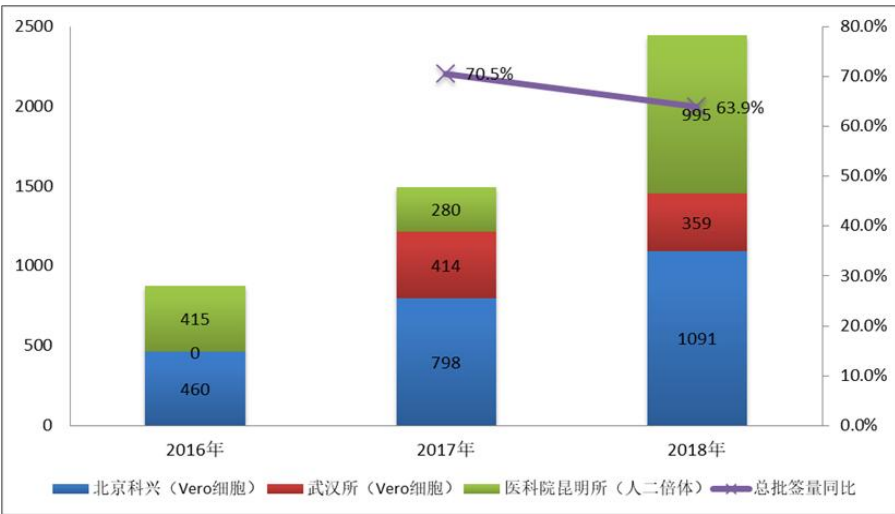
资料来源：Wind，联讯证券研究院

疫苗：未来几年重磅产品陆续获批上市

疫苗投资逻辑：准强制免疫、放量较快、自付费（二类）

- **准强制免疫**：适龄儿童入学要求；成人主动需求（如HPV疫苗）。
- **放量较快**：疫苗目标人群为健康人（防），传统药目标人群为患者（治），疫苗上市放量极快。
- **自付费**：二类疫苗自付费，不受医保控费影响。

图表7：EV71疫苗上市后批签快速放量



资料来源：中检院，联讯证券研究院

图表8：国家免疫规划疫苗儿童免疫程序表

疫苗种类		接种年(月)龄														
名称	缩写	出生时	1月	2月	3月	4月	5月	6月	8月	9月	18月	2岁	3岁	4岁	5岁	6岁
乙肝疫苗	HepB	1	2					3								
卡介苗	BCG	1														
脊灰灭活疫苗	IPV			1												
脊灰减毒活疫苗	OPV				1	2								3		
百白破疫苗	DTaP				1	2	3				4					
白破疫苗	DT															1
麻疹疫苗	MR								1							
麻疹风疫苗	MMR										1					
乙脑减毒活疫苗	JE-L									1			2			
或乙脑灭活疫苗 ¹	JE-I									1,2			3			4
A群流脑多糖疫苗	MPSV-A								1		2					
A群C群流脑多糖疫苗	MPSV-AC													1		2
甲肝减毒活疫苗	HepA-L											1				
或甲肝灭活疫苗 ²	HepA-I											1	2			

注：1. 选择乙脑减毒活疫苗接种时，采用两剂次接种程序。选择乙脑灭活疫苗接种时，采用四剂次接种程序；乙脑灭活疫苗第1、2剂间隔7~10天；
2. 选择甲肝减毒活疫苗接种时，采用一剂次接种程序。选择甲肝灭活疫苗接种时，采用两剂次接种程序。

资料来源：卫计委，联讯证券研究院

疫苗行业发展方向：多联、多价化

- **多联化**：针对疾病型，AC流脑多糖疫苗+Hib结合疫苗=AC-Hib三联苗。
- **多价化**：针对血清型，2价/4价/9价HPV疫苗。
- **重磅产品将陆续上市**：
 - ✓ 13价肺炎结合疫苗：沃森生物、康泰生物；
 - ✓ 母牛分歧杆菌疫苗：智飞生物；
 - ✓ 幽门螺杆菌疫苗（预防胃癌）：康卫生物；
 - ✓ 国产HPV疫苗：沃森生物、厦门万泰

图表9：近年来在研和上市主要疫苗品种一览



资料来源：公开资料，联讯证券研究院

目录

1

概论：产业链、生态链、变量

2

医药的基本投资逻辑

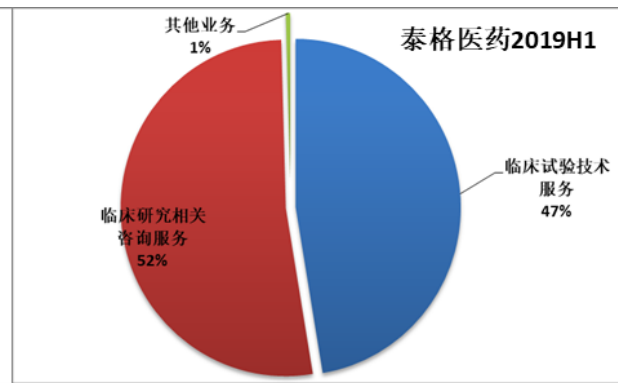
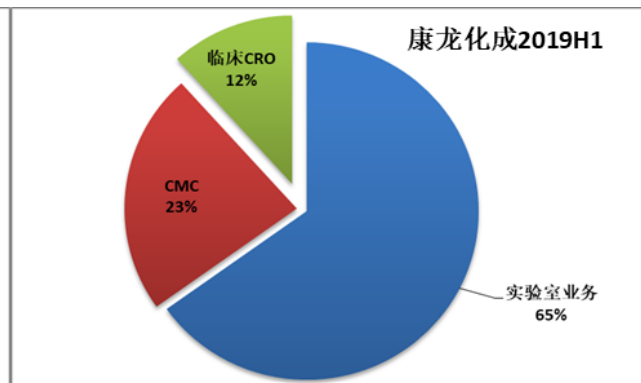
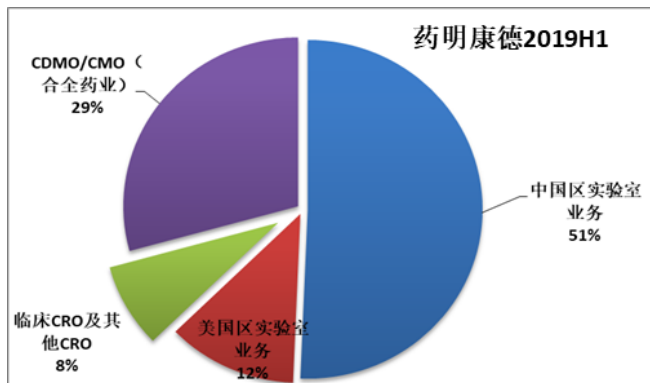
3

细分行业分析框架——药篇

4

细分行业分析框架——非药篇

前言：医药外包服务产业链及主要代表公司



资料来源：各公司2019H1财报，联讯证券研究院

上游：药械企业研发投入高增长

- 研发投入增速远超全球水平：23.1% VS 4.5%
- 大型医药企业将研发重点转向创新药：如恒瑞退出大部分仿制药研发
- 生物科技公司迅速增长及打通融资上市渠道：创新药企业H股、科创板上市

图10：全球医药行业研发支出及细分

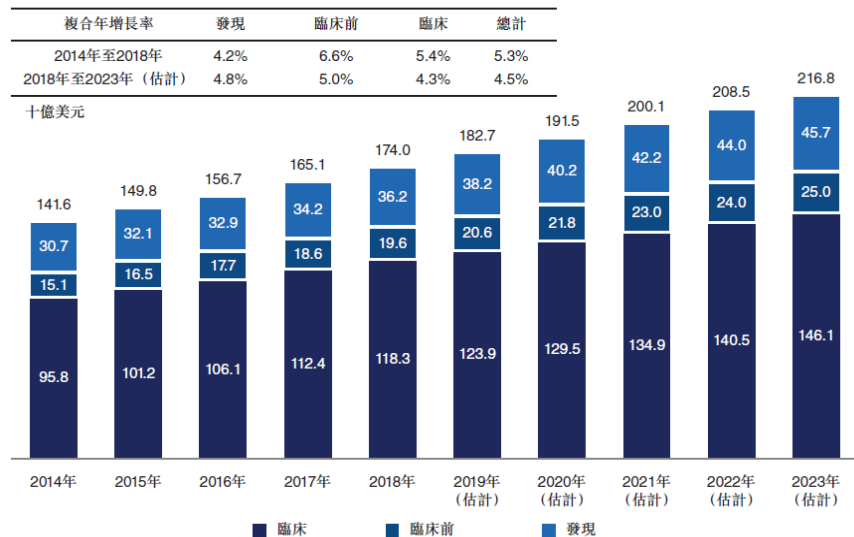
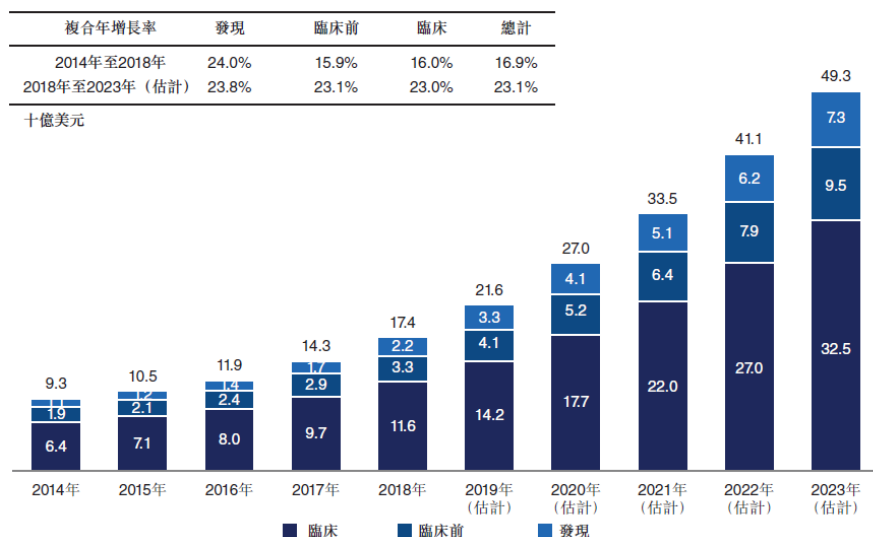


图11：我国医药行业研发支出及细分



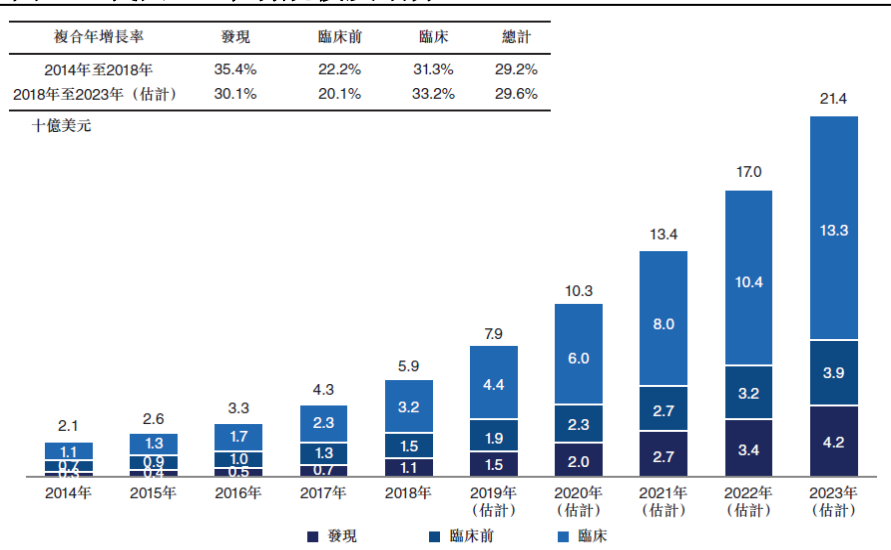
资料来源：沙利文，康龙化成招股书，联讯证券研究院

资料来源：沙利文，康龙化成招股说明书

下游：外包服务全行业性高增长 (CRO)

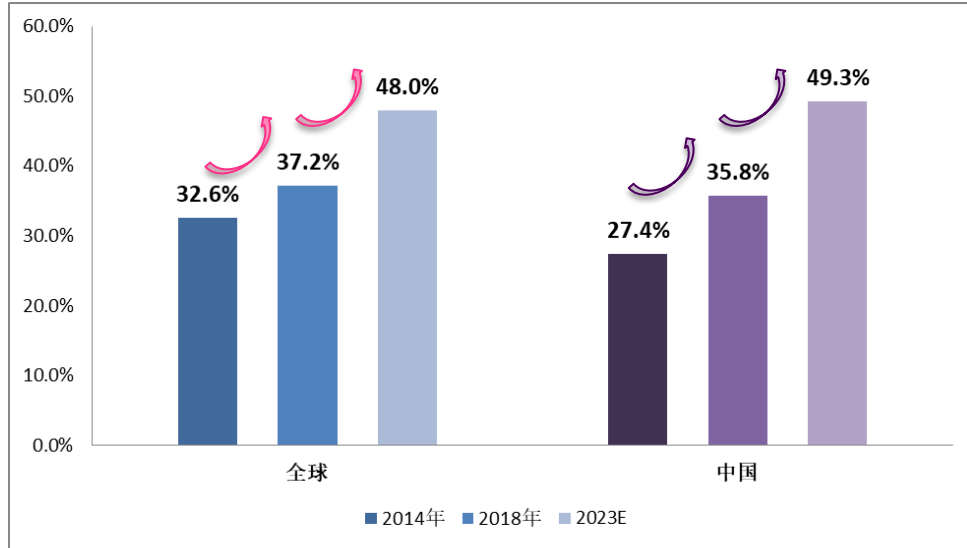
- 增速匹配上游药企研发投入增速：我国CRO行业增速显著高于全球：29.6% VS 10.5%；
- 渗透率提升：仍有较大提升空间：我国和全球相当，35.8%（2018年），预计49%左右（2023年）。

图12：我国CRO市场规模及细分



资料来源：沙利文，康龙化成招股书，联讯证券研究院

图13：全球及我国CRO市场渗透率



资料来源：沙利文，康龙化成招股书，联讯证券研究院

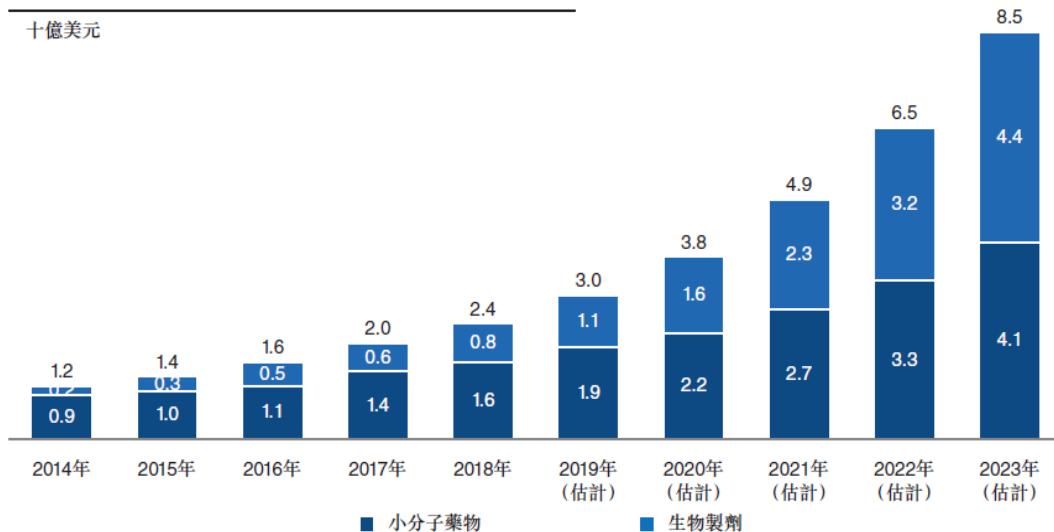
下游：外包服务全行业性高增长 (CMO)

- **CMO行业增速加快**: 药品上市许可持有人制度、生物药研发热潮，成本和环保压力。
- **生物制剂高增长**: 41.0% VS 20.8%
- **营收结构**: 临床前阶段：商业化阶段=1:2，临床阶段按服务收费，商业化阶段按量收费。

图14：我国CMO市场规模及细分

複合年增長率	小分子藥物	生物製劑	總計
2014年至2018年	14.1%	38.9%	19.8%
2018年至2023年 (估計)	20.8%	41.0%	28.9%

十億美元



资料来源：沙利文，康龙化成招股说明书

市场格局：竞争激烈、全产业链发展

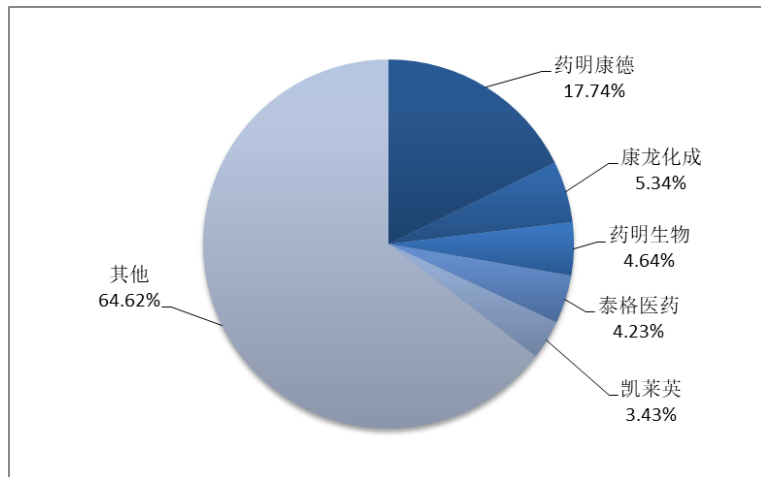
- **行业较分散**:我国CRO市场CR5 35.2%，药明康德领先
- **全产业链发展**: 临床前CRO、临床CRO、CMO一体化
- **新兴合作模式**: 目前仍以服务费模式收费，未来向服务费+销售分成、战略合作伙伴（风险共当）发展。
- **产业基金**: 与新兴合作模式相配合，从资本端实现退出

图16：我国CRMO行业主要公司经营及估值情况

排名	股票代码	公司简称	市场份额	经营		估值		业务覆盖范围			
				总市值 (亿)	净利润 (2019E)	PE (2019)	PEG (2019)	药物发现	临床前	临床	合同生产
1	603259	药明康德	17.6%	1,393	22.6	61.6	2.46	√	√	√	√
2	300759	康龙化成	5.3%	364	4.64	78.5	2.24	√	√	√	√
3	02269	药明生物	4.6%	1020	10.36	98.4	1.64	√	√	√	√
4	300347	泰格医药	4.2%	511	6.87	74.4	1.86		√	√	
5	002821	凯莱英	3.4%	283	5.70	49.7	1.60				√

资料来源：Wind，联讯证券研究院

图15：我国医药外包服务行业市场格局

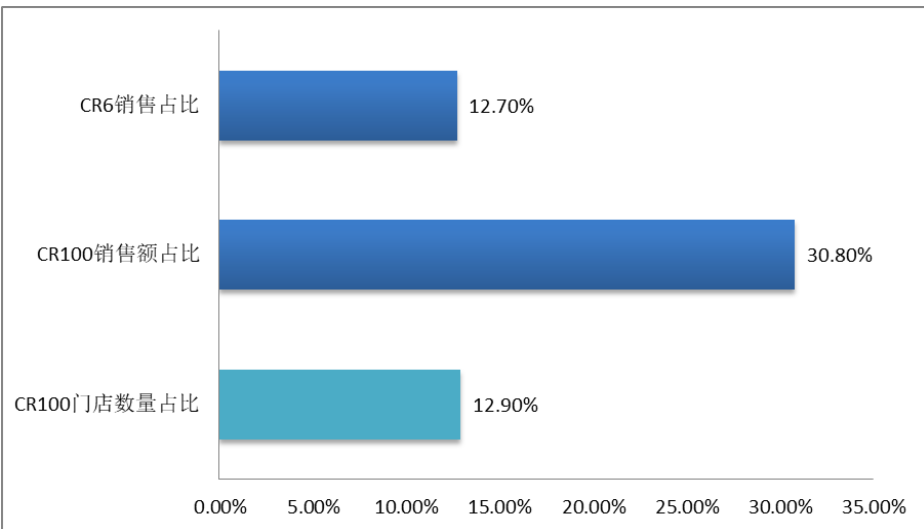


资料来源：沙利文，康龙化成招股说明书

行业状况：

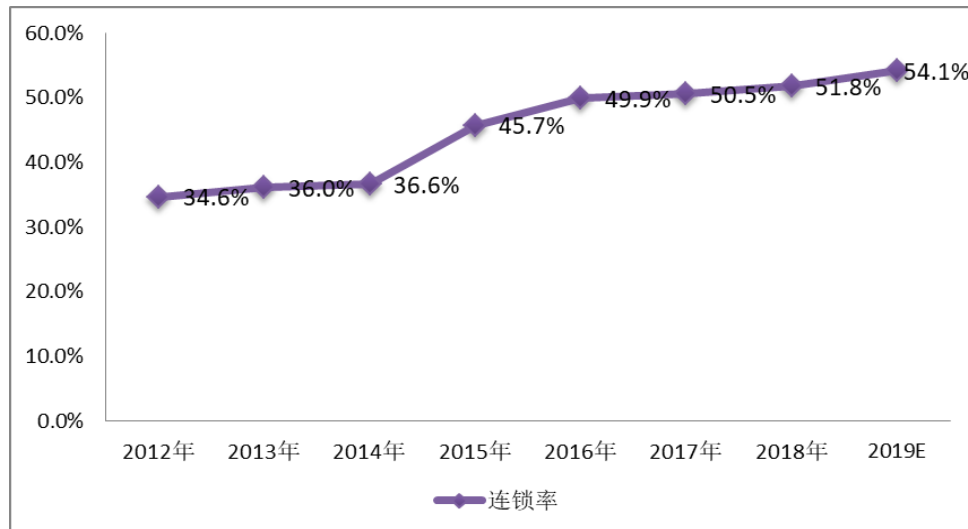
- ▶ **行业：**全国零售药店数量稳定在45万家左右，行业较为分散，CR100门店数量仅占12.9%，销售额占30.8%。
- ▶ **连锁率：**逐年提高，2019E约54.8%，部分地区高达80%以上（重庆85%，上海&四川80%）。

图17：我国零售药店行业市场集中率



资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告（2017）》

图18：我国零售药店行业连锁率



资料来源：中商产业研究院，联讯证券研究院

政策发展：

- **行业政策：**商务部试推行零售药店分级分类管理，对应销售不同类别药械，广东省率先试行。
- **管理细则：**药师配备分级要求，饮片需专门配备中药执业药师，经营门店面积。
- **行业影响：**对零售药店整体增加人力成本，但对连锁企业集中审方视同一个执业药师，增加连锁优势。
超市等经营药品存在困难（需配药师）

图19：商务部零售药店分类分级管理办法

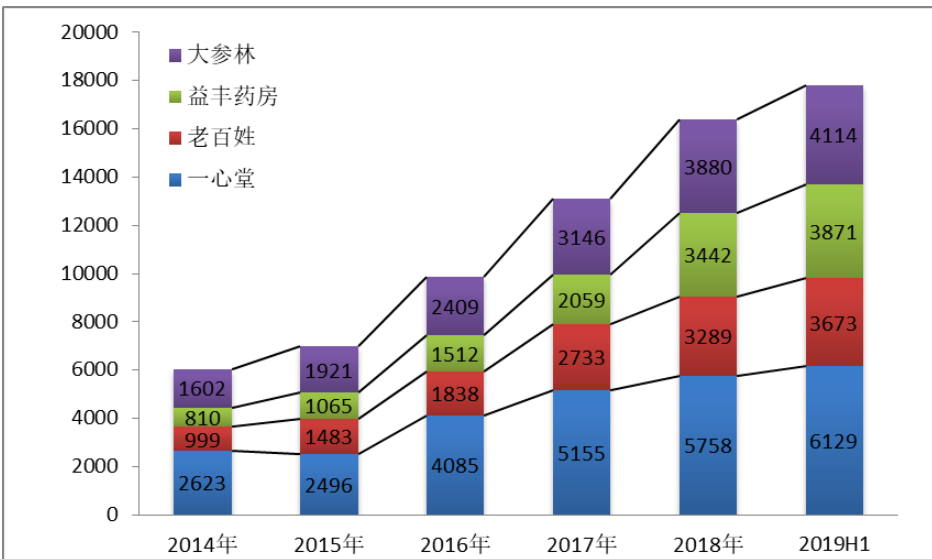
分类等级	零售药店经营范围	配备药师
一类	乙类非处方药	至少1名药师或药学技术人员
二类	非处方药（甲、乙类）、处方药（不包括禁止类、限制类药品）、中药饮片	1名执业药师和1名药师（饮片需中药执业药师）
三类	非处方药（甲、乙类）、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片	1名执业药师和2名药师（饮片需中药执业药师）

资料来源：商务部《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，联讯证券研究院

投资逻辑：短期看扩张，中长期看处方外流

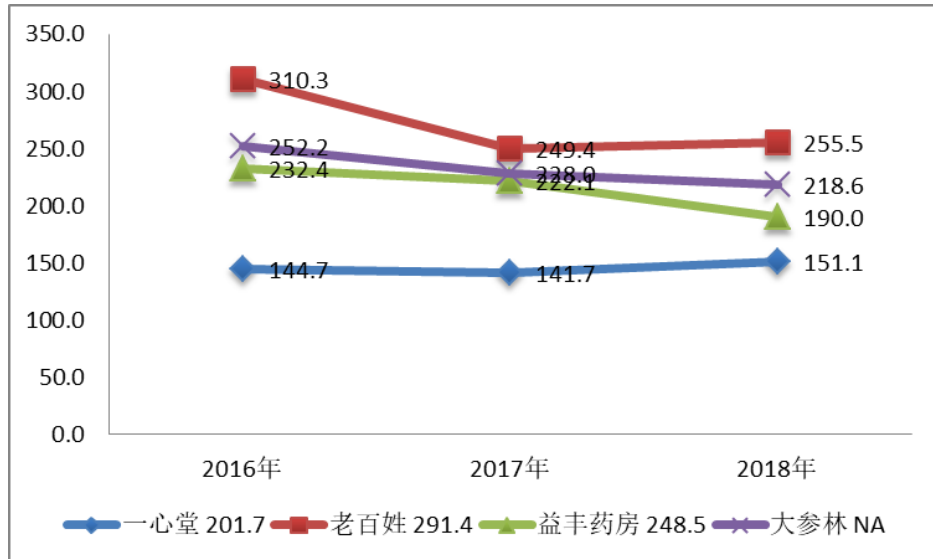
- ▶ **短期看扩张**：“自建+并购”模式，处于数量型粗放发展时期，门店扩张速度决定业绩增速。
- ▶ **并购空间广阔**：2019H1，四家零售药房连锁门店总数1.8万家左右，仅占全国总量3.9%，但单店营收下滑。

图20：上市零售药店企业历年连锁门店数量



资料来源：各公司财务报表，联讯证券研究院

图21：上市零售药店单店营收对比

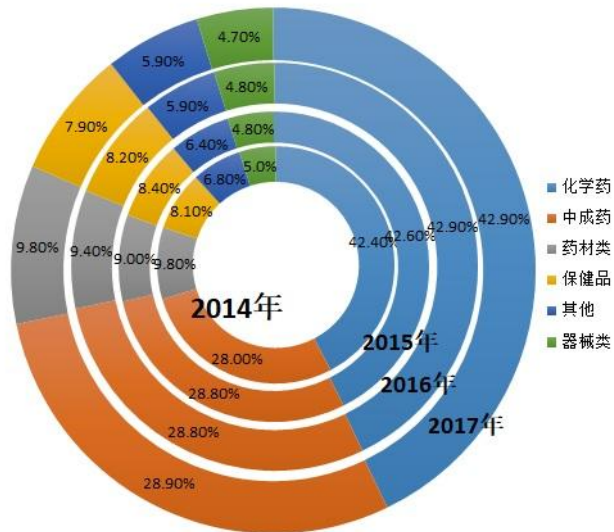


资料来源：公司财务报表，联讯证券研究院

投资逻辑：短期看扩张，中长期看处方外流

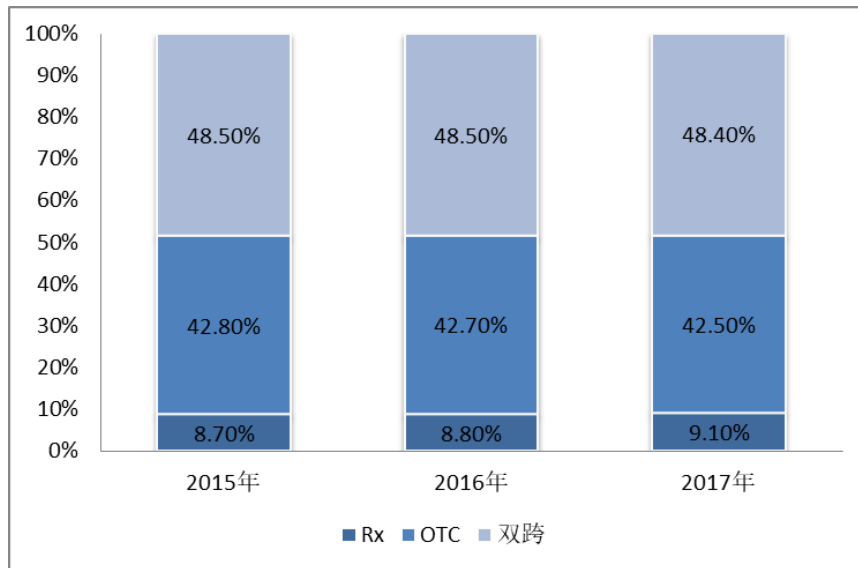
- ▶ 中长期看处方外流：提升单店坪效；
- ▶ 实体药店销售结构：成药占比超过70%，以OTC类产品为主，处方销售额占比较小（<10%）。

图22：实体药店市场销售结构分类及变化



资料来源：米内网，联讯证券研究院

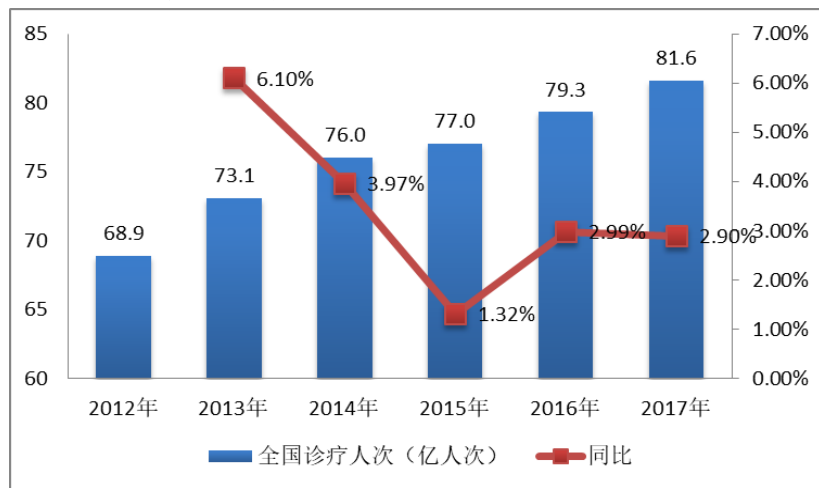
图23：实体药店市场销售大类分类及变化



资料来源：米内网，联讯证券研究院

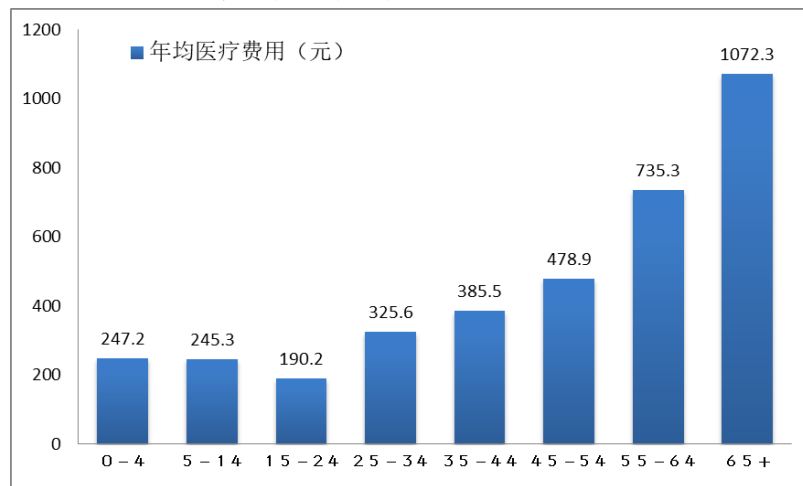
- ▶ **投资逻辑：**需求端量价齐升（医疗服务量&老龄化放大医疗支出），日益增长的医疗保健需求是行业发展的动力源泉；政策受益。
- ▶ **民营专科连锁：**可复制性强，机制灵活，高成长稀缺标的。
- ▶ **主要标的：**爱尔眼科（300015）、美年健康（002044）和通策医疗（600763）

图24：实体药店市场销售结构分类及变化



资料来源：国家卫计委，联讯证券研究院

图表25、不同年龄段医疗开支



资料来源：中国产业信息网，联讯证券研究院

免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。