

行业投资建议：
领先大市-A



医药百页投资策略：核心资产，2020爱 还在不在？用“四率模型”再看核心资产 的宽度、深度、长度、高度

安信证券研究中心
2020年医药年度策略

首席分析师：马 帅 S1450518120001
分 析 师：齐 震 S1450119050022
联 系 人：冯雪云 S1450119080031

2019年11月

医药新周期：用“四率”看“四度”；19性价比策略失灵，20或将回归

- 医药板块估值分化在19年呈现出加速状态，“核心资产”19年PE已近高位，在下一阶段如何面对其高PE，2020年核心资产的爱还在不在？
- 医药行业近3年政策频出，IQVIA预计19年中国医药行业增速4.5%，相较18年的6.2%大幅跳水，19年行业增速为近20年最低增速，我们姑且将19年称之为中国医药市场新周期元年。20年增速预计进一步下滑至4.3%；从两倍于GDP增速，到慢于GDP增速，仅用了约8年时间，毫无疑问医药行业目前已处于整体性的资产荒，当前及下一个相当长的阶段，二级市场上医药板块的“盛宴”注定只有部分核心资产才能参与（核心资产的内生增速25%+、30%+、甚至还有50%+）。持续资产荒背景下对于核心资产估值高低的评价，如果仅仅根据历史经验（医药新周期背景下多数历史经验不再奏效）使用PE这一单一指标去评价贵与不贵，可能会产生误判，进而与长牛擦肩而过

医药新周期：用“四率”看“四度”；19性价比策略失灵，20或将回归

- 医药新周期背景下：安信医药团队率先提出2020年用“四率”分析核心资产的“四度”，即用“四率模型”（总需求率（患病率）、诊疗渗透率、企业市占率、业务国际化率）评价核心资产的“四度”，即核心资产的宽度（赛道的宽广程度、细分领域的景气度）、深度（龙头公司护城河的深度）、长度（高景气度高增长的持续时长）、高度（公司未来规模与市值高度）。通过“四率模型”的分析（具体分析详见P22、P23），我们提出：只要四率中，有至少两个率（如果包括诊疗方式渗透率提升那更好）还在快速提升过程中，即便当前估值较高，中长期看，市值或将仍有可观的向上空间。四率实质性提升的效果越好，该资产中长期业绩高增长的持续性或将越好。当核心资产的“四率”提升进程一个一个逐步衰竭时，则可以考虑逐步减仓，直至“四率”完全衰竭则一股不留。这里需要指出的是：“四率”的变化是动态的、相对的，长期的趋势需要短期（逐季度）的跟踪与验证
- 19年医药板块的另一特点是：个股“性价比”投资策略的失灵，即各个赛道的顶级龙头如恒瑞医药、爱尔眼科、药明康德等从较贵走向了很贵，又走向了更贵，跑赢了估值&增速匹配程度更好的医药1.5线或2线龙头（具备更好的性价比）。展望2020年：我们预计“性价比”策略或将回归，即在医药资产荒（新周期）背景下，只要一线龙头的增速不下降，高估值或无下调空间，投资正收益可能更多体现在业绩增长方面；1.5线或2线核心资产则有望在业绩与估值双升条件下贡献更大的收益弹性

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

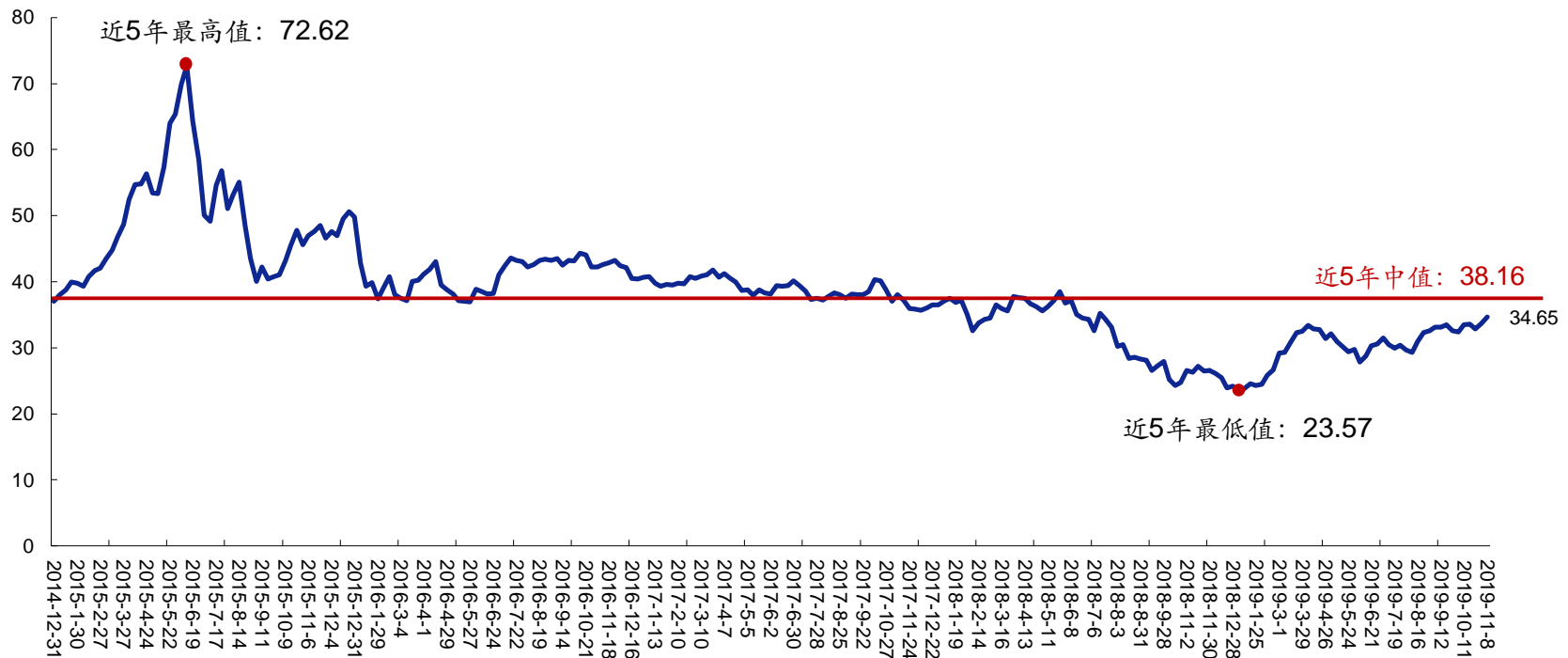
04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

05 风险提示

医药板块整体估值处于近五年的历史中位

➤ 根据Wind统计，目前生物医药板块的市盈率处于近五年来的历史中位。通过对2015年年初以来申万生物医药板块整体的估值情况进行回溯，可以发现近五年来生物医药板块的平均估值水平为38.16倍，最高值为72.62倍（发生在2015年6月），最低值为23.57倍（发生在2019年1月），中值为38.16倍，平均值为38.55倍。目前申万医药生物板块整体的市盈率（TTM，整体法）为34.65倍，处于近五年来的历史中位

图：医药板块估值处于5年来的中位

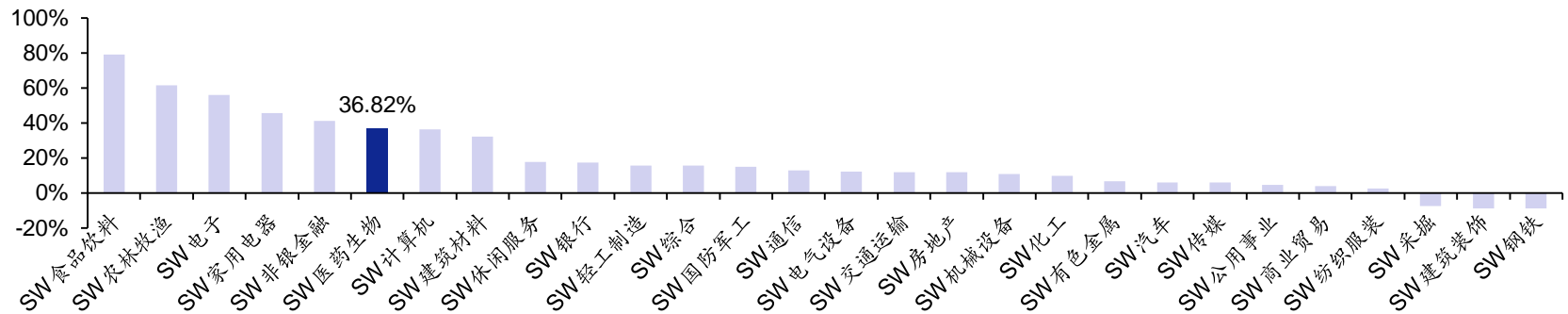


数据来源：Wind、安信证券研究中心 注：数据截止至2019年11月6日。选取SW医药生物板块数据。市盈率为TTM，整体法。

医药板块整体涨幅居中

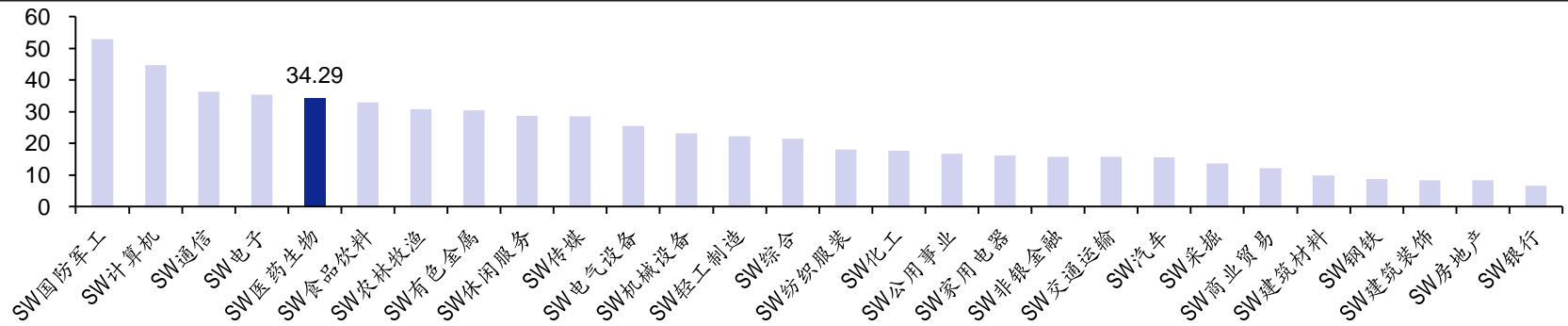
截止至19年11月13日，医药行业今年累计涨幅36.82%，位于SW行业分类第六位。SW医药行业PE TTM为34.29倍，处于行业第五名。从板块对比来看，医药板块的涨幅较大，目前估值在诸多行业中尚可

图：2019年A股各一级行业板块涨跌幅情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心 注：2019年11月13日数据。

图：2019年A股各一级行业板块PE对比

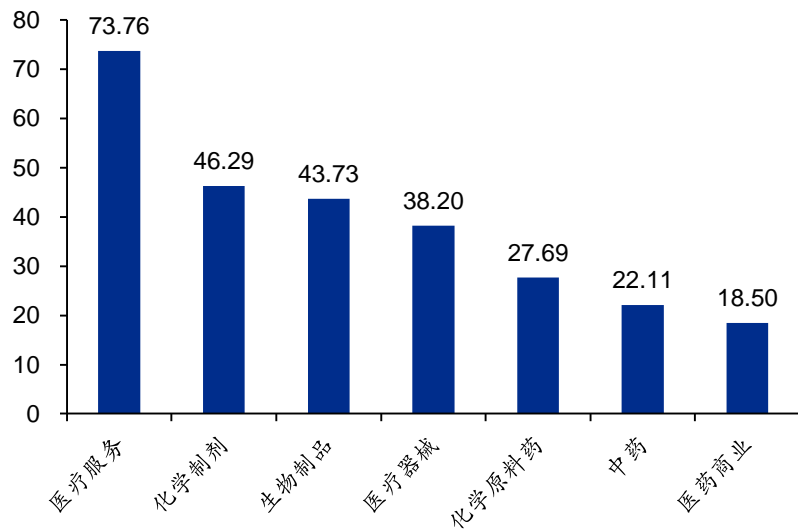


数据来源：Wind、安信证券研究中心 注：2019年11月13日数据。

板块内部估值与涨幅分化明显

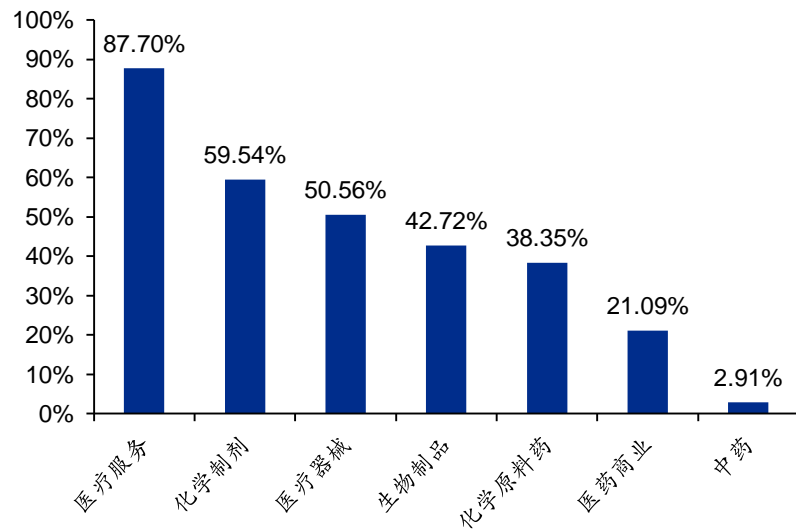
- 从细分板块来看，医疗服务、化学制剂、生物制品、医疗器械的PE位于30倍以上，而化学原料药、中药、医药商业PE处于30倍以下，尤其是医药商业PE低于20倍
- 从今年涨跌幅来看，医疗服务板块领涨，涨幅接近90%；其次，化学制剂、医疗器械、生物制品、化学原料药板块同样上涨明显，涨幅介于40%-60%之间；医药商业与中药板块涨幅较小，分别约为21%和3%

图：医药细分子行业估值情况（TTM，整体法）



数据来源：Wind、安信证券研究中心 注：2019年11月13日数据，各细分行业为安信医药分类。

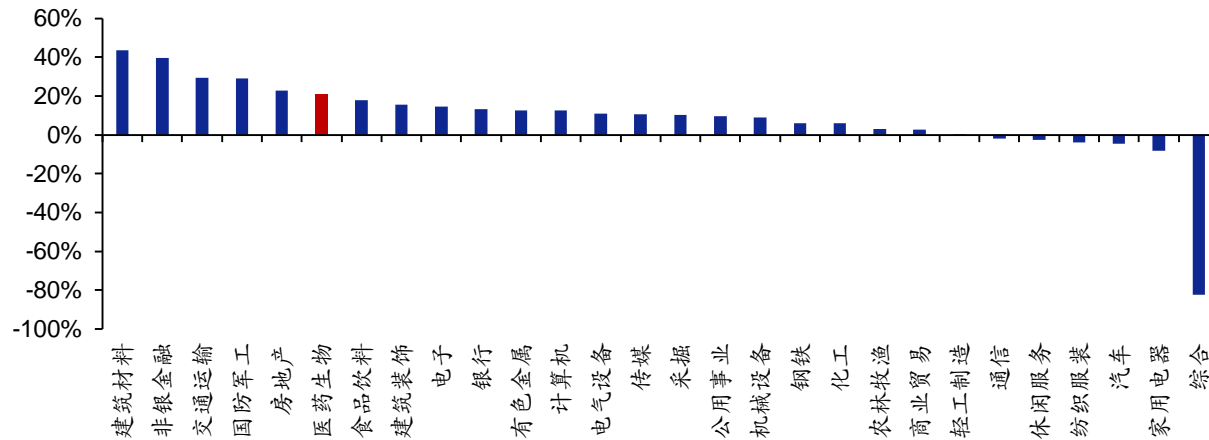
图：2019年初至今医药行业细分子行业涨跌幅



数据来源：Wind、安信证券研究中心 注：时间为截止至2019年11月13日，各细分行业为安信医药分类。

2019Q3医药板块业绩表现亮眼

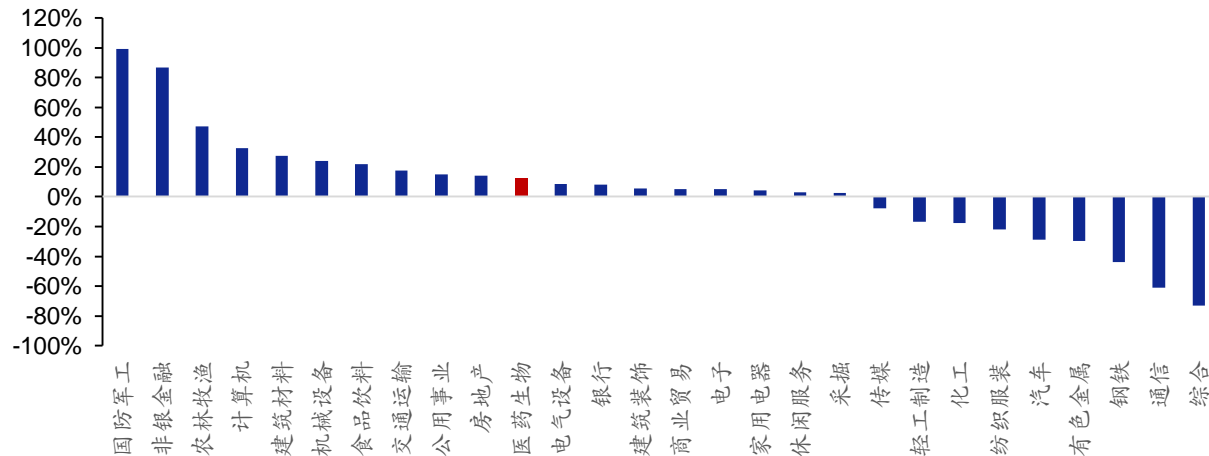
图：2019Q1-3各申万一级行业营业收入增速情况 (%)



➤ 2019Q1-3，28个申万一级行业中，22个行业的营收实现同比增长，并有8个行业的营收增速超过15%。其中，医药行业的营收增速为21%，位居28个申万一级行业中的第6位

数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：2019Q1-3各申万一级行业归母净利润增速情况 (%)

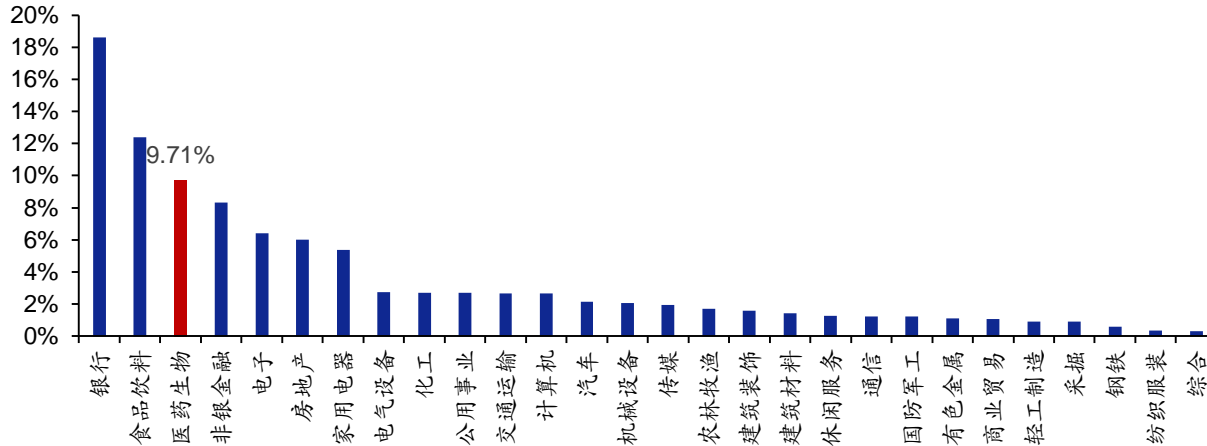


➤ 2019Q1-3，28个申万一级行业中，19个行业的归母净利润实现同比增长，并有9个行业的扣非净利润增速超过15%。其中，医药行业的归母净利润增速为12.5%，位居28个申万一级行业中的第11位

数据来源：Wind、安信证券研究中心

2019Q3各行业基金持仓情况及医药行业基金持仓历史变化

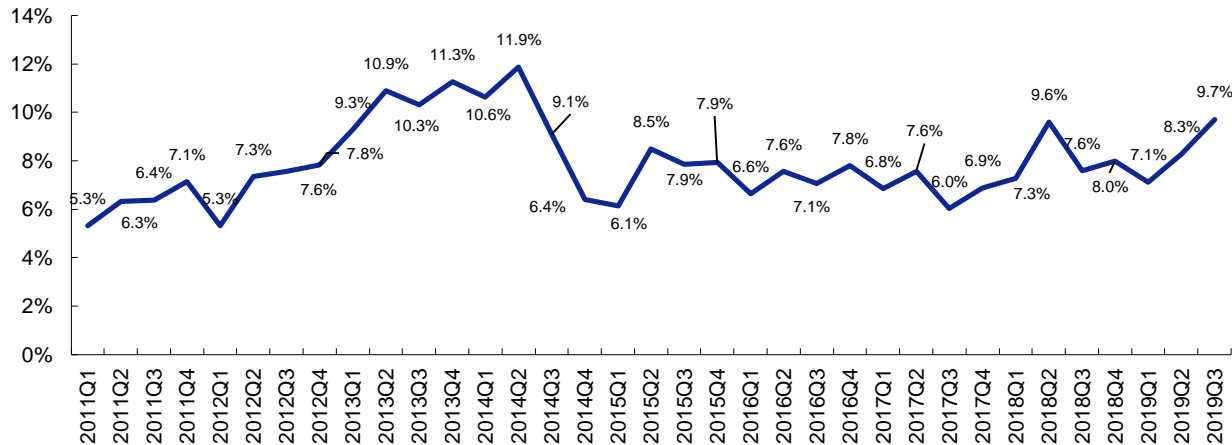
图：2019Q3各申万一级行业基金持仓比例



➤ 2019Q3，医药基金持仓比例在28个行业中排名第三，比重达9.71%。前两大行业分别为银行(18.6%)、食品饮料(12.4%)。基金持仓相对集中，前五大行业总比重达到55.5%

数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：2011-2019Q3申万医药行业基金持仓比例变化趋势



➤ 近三年医药行业基金持仓比重整体在6%-10%区间内波动。2019Q1-Q3，医药持仓比重持续抬升，这与19年前三季度医药板块上涨行情有关；19Q3医药行业持仓比重上升至9.7%，环比增加1.4pct，医药行业关注度及基金持仓提升明显

数据来源：Wind、安信证券研究中心

2019Q3机构持仓情况

表：2019Q3基金持股机构数量最多的前20名个股

排序	证券代码	公司简称	持股机构数	持股市值 (亿元)	排序	证券代码	公司简称	持股机构数	持股市值 (亿元)
1	600276.SH	恒瑞医药	852	722.49	11	603939.SH	益丰药房	84	47.59
2	000661.SZ	长春高新	431	213.14	12	600529.SH	山东药玻	79	38.05
3	603259.SH	药明康德	271	114.85	13	002044.SZ	美年健康	71	71.45
4	300347.SZ	泰格医药	173	139.05	14	603882.SH	金域医学	70	40.77
5	300015.SZ	爱尔眼科	169	212.45	15	603883.SH	老百姓	70	31.80
6	600763.SH	通策医疗	155	64.88	16	300122.SZ	智飞生物	68	50.15
7	300760.SZ	迈瑞医疗	121	83.30	17	300595.SZ	欧普康视	66	25.69
8	300529.SZ	健帆生物	101	37.73	18	600867.SH	通化东宝	62	54.47
9	002007.SZ	华兰生物	95	59.96	19	300601.SZ	康泰生物	97	38.03
10	300003.SZ	乐普医疗	90	92.29	20	002821.SZ	凯莱英	96	39.54

数据来源：Wind、安信证券研究中心

表：2019Q3基金持股市值最大的前20名个股

排序	证券代码	公司简称	持股市值 (亿元)	持股机构数	排序	证券代码	公司简称	持股市值 (亿元)	持股机构数
1	600276.SH	恒瑞医药	722.49	852	11	600763.SH	通策医疗	64.88	155
2	000661.SZ	长春高新	213.14	431	12	002007.SZ	华兰生物	59.96	95
3	300015.SZ	爱尔眼科	212.45	169	13	600867.SH	通化东宝	54.47	62
4	000538.SZ	云南白药	140.77	47	14	300122.SZ	智飞生物	50.15	68
5	300347.SZ	泰格医药	139.05	173	15	603939.SH	益丰药房	47.59	84
6	603259.SH	药明康德	114.85	271	16	000999.SZ	华润三九	45.95	12
7	300003.SZ	乐普医疗	92.29	90	17	002001.SZ	新和成	44.79	58
8	300760.SZ	迈瑞医疗	83.30	121	18	300357.SZ	我武生物	41.16	58
9	600085.SH	同仁堂	74.65	19	19	603882.SH	金域医学	40.77	70
10	002044.SZ	美年健康	71.45	71	20	002821.SZ	凯莱英	39.54	96

数据来源：Wind、安信证券研究中心

➤ 2019Q3，医药上市公司机构持股数量最多的个股排名前3分别为：恒瑞医药（852家）、长春高新（431家）和药明康德（271家），排名前20位的个股持股机构数量均超过90家

➤ 2019Q3，医药上市公司机构持股市值最大的个股排名前3分别为：恒瑞医药、长春高新和爱尔眼科。基金持仓市值排名前20位的个股均超过35亿，平均持有市值为117.7亿元，合计持有市值为2353.7亿元

*注：所引数据为基金重仓股持仓数据，仅包含重仓股持仓，不包含非重仓股持仓

重点推荐公司业绩及逻辑（上）

表：主线下核心标的盈利预测

证券代码	证券简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PE（倍）			核心推荐逻辑
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
① 高端新特药标的：											
600276.SH	恒瑞医药	234.46	306.56	392.06	52.366	66.91	83.951	78.29	61.28	48.84	创新药巨头，静待PD-1、19K、吡咯替尼等重磅产品陆续放量
1177.HK	中国生物制药	245.30	280.23	324.58	32.21	38.05	45.47	39.18	33.17	27.75	国内仿创领袖企业，安罗替尼快速放量，在研管线丰富
000661.SZ	长春高新	70.91	90.81	113.35	14.96	25.94	33.36	55.25	31.86	24.78	生长激素高速增长，收购金赛药业少数股东股权理顺治理结构
600380.SH	健康元	123.64	141.44	164.35	8.53	10.28	12.32	23.33	19.36	16.15	国内潜在呼吸吸入制剂龙头，产品布局全面且研发进展相对靠前
② 创新产业链受益标的：											
603259.SH	药明康德	128.11	168.18	218.84	22.91	30.11	39.48	69.45	52.85	40.30	临床前CRO龙头企业，CRO业务快速增长，投资业务产业布局明晰
300347.SZ	泰格医药	30.15	39.56	51.88	7.11	9.76	13.04	71.69	52.22	39.09	受益于创新热潮，在手订单充足，各项业务景气度进一步提高
002821.SZ	凯莱英	26.75	36.11	47.04	5.64	7.43	9.67	53.93	40.94	31.46	产能扩充持续推进，大小分子业绩均快速增长
300759.SZ	康龙化成	38.07	49.38	62.78	4.97	6.68	8.9	72.14	53.67	40.28	国内CDMO龙头企业，产能扩充持续推进
603456.SH	九洲药业	20.64	24.1	28.59	2.64	3.38	4.41	41.81	32.66	25.03	CDMO业务快速增长，收购诺华在华工厂，与诺华合作订单升级
300725.SZ	药石科技	6.76	9.48	13.16	1.78	2.52	3.56	54.01	38.15	27.01	分子砌块业务优势明显，未来商业化阶段订单有望不断增长
③ 疫苗行业标的：											
300601.SZ	康泰生物	21.19	26.14	45.51	5.56	7.65	13.83	102.19	74.20	41.05	四联苗稳定增长，在研13价肺炎与三代狂犬陆续报产
300122.SZ	智飞生物	105.51	144.82	173.91	24.22	33.14	40.07	30.92	22.60	18.69	代理HPV与五价轮状快速放量，预防微卡即将获批上市

重点推荐公司业绩及逻辑（下）

表：主线下核心标的盈利预测

证券代码	证券简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PE（倍）			推荐逻辑
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
④专科医疗服务标的：											
300015.SZ	爱尔眼科	102.96	130.72	164.91	13.72	18.31	23.80	101.91	76.35	58.75	全国眼科连锁服务龙头，各项业务板块持续快速增长
002044.SZ	美年健康	100.57	127.10	158.76	9.77	12.67	16.58	60.11	46.36	35.43	国内体检行业龙头企业，内控提升、效率提升
600763.SH	通策医疗	19.68	24.49	30.15	4.70	6.16	7.71	78.77	60.06	48.04	省内省外业务皆快速增长，口腔连锁龙头进一步稳固
⑤创新医疗器械标的：											
300760.SZ	迈瑞医疗	166.28	200.39	240.92	47.25	57.23	68.70	49.91	41.21	34.33	医疗器械巨头，各业务线快速增长，产品结构持续优化
300529.SZ	健帆生物	14.26	19.42	26.16	5.64	7.70	10.38	58.82	43.12	31.97	血液灌流龙头，肝病领域与海外市场拓展新的利润增长点
300003.SZ	乐普医疗	83.43	106.68	136.21	17.06	22.00	28.90	35.84	27.79	21.16	仿制药业务触底反弹，可降解支架、药物球囊等高端品种后续放量值得期待
603658.SH	安图生物	26.32	34.67	44.57	7.34	9.56	12.35	60.04	46.13	35.70	IVD化学发光核心龙头，流水线布局稳健，未来增长确定性强
300482.SZ	万孚生物	20.65	25.73	32.14	4.07	5.37	7.01	43.74	33.17	25.39	慢病检测与传染病检测快速增长，新产品上市推动产品线持续放量
⑥医美行业标的：											
688363.SH	华熙生物	16.22	22.42	30.36	5.68	7.89	10.91	83.93	60.46	43.70	未来高增长源于玻尿酸领域全产业链布局

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

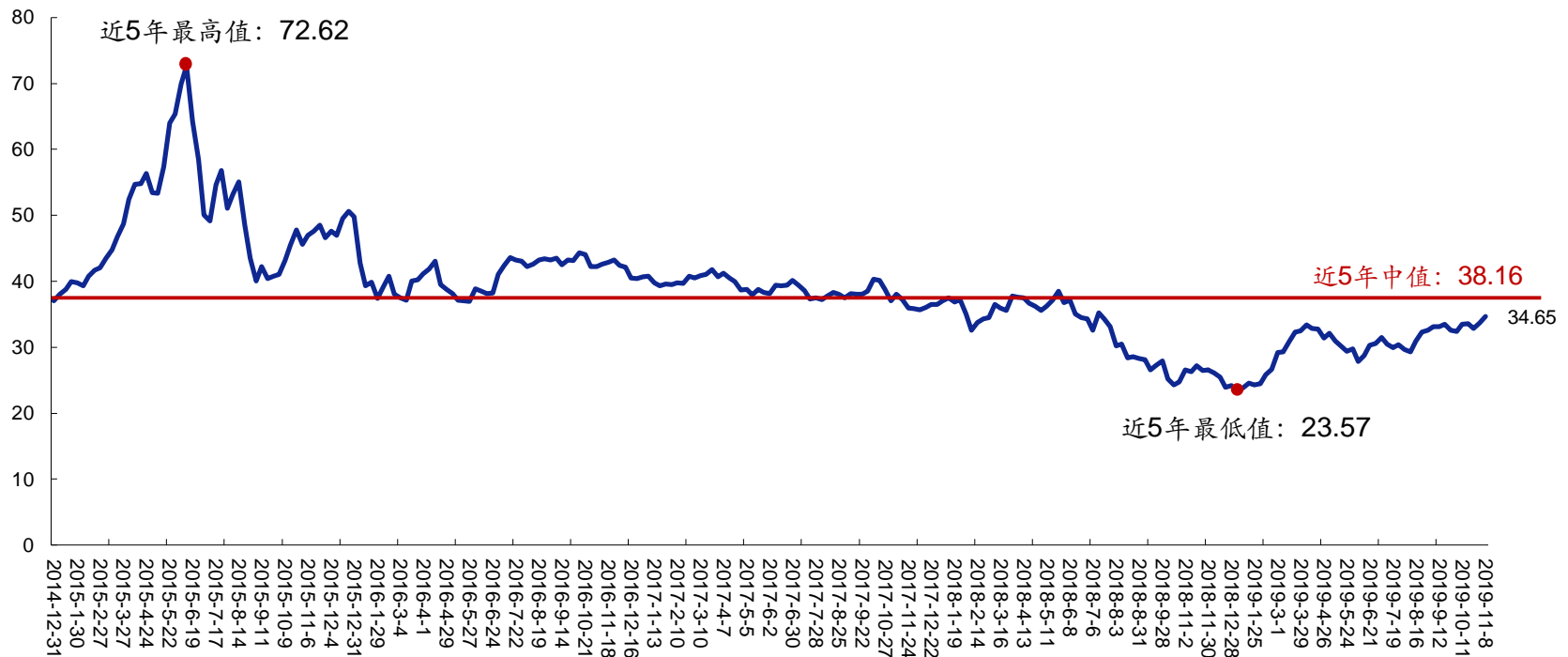
04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

05 风险提示

医药板块整体估值处于近五年的历史中位

➤ 根据Wind统计，目前生物医药板块的市盈率处于近五年来的历史中位。通过对2015年年初以来申万生物医药板块整体的估值情况进行回溯，可以发现近五年来生物医药板块的平均估值水平为38.16倍，最高值为72.62倍（发生在2015年6月），最低值为23.57倍（发生在2019年1月），中值为38.16倍，平均值为38.55倍。目前申万医药生物板块整体的市盈率（TTM，整体法）为34.65倍，处于近五年来的历史中位

图：医药板块估值处于5年来的中位

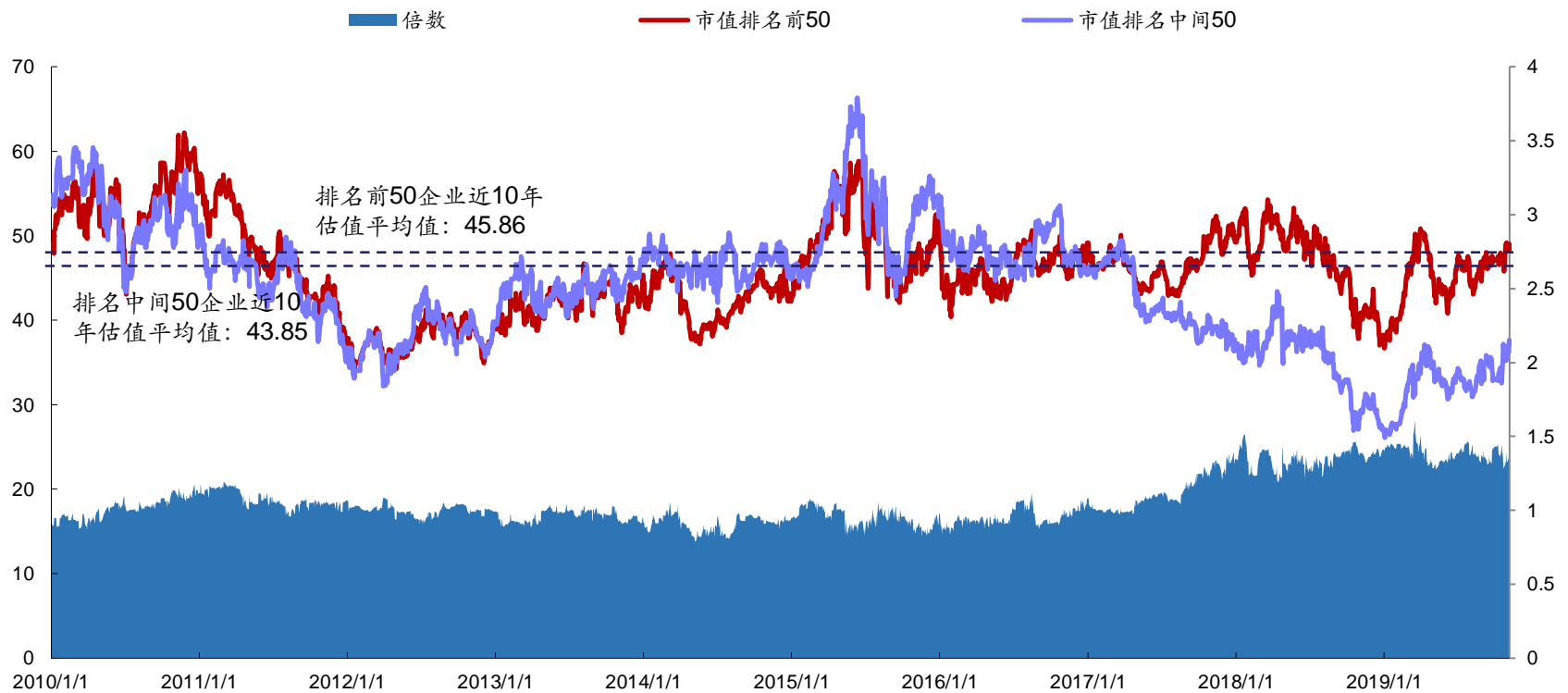


数据来源：Wind、安信证券研究中心 注：数据截止至2019年11月6日。选取SW医药生物板块数据。市盈率为TTM，整体法。

自2017年以来，医药板块内部估值分化明显

- 虽然医药板块整体估值仍处于历史中位，但如果细分来看会发现，板块内部分化明显。行业龙头和细分领域龙头估值自2017年以来，估值虽有动荡，但仍呈现上升趋势。而大部分的普通的、缺乏明显竞争优势的医药上市公司在政策的打压下，估值下滑至历史低位
- 那么在此背景下，展望2020年，是继续拥抱估值不那么便宜的“大龙头”，还是转向估值便宜的“中小美”？

图：医药板块内部估值分化



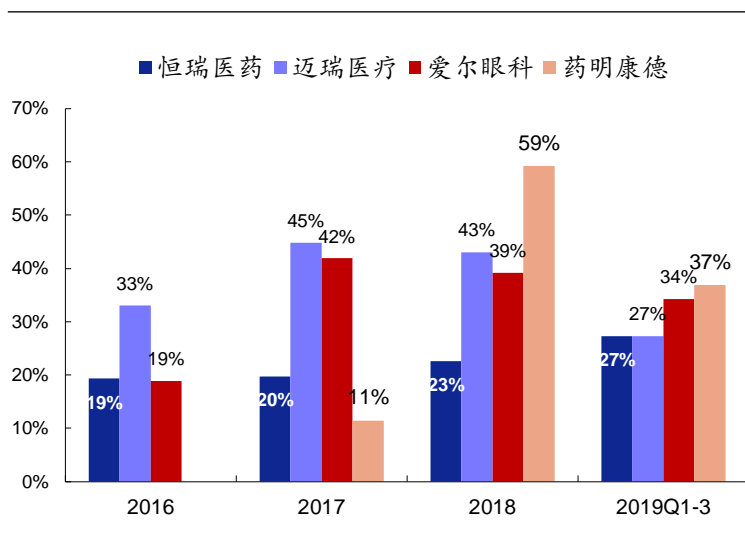
数据来源：Wind、安信证券研究中心 注：市值排名取2019年11月6日的市值排名，市值排名前50的公司多为行业龙头或细分领域龙头（市值200亿以上），市值排名中间50的公司市值范围为82-144亿。估值为市盈率（TTM，扣除非经常性损益）。倍数为市值排名前50的平均估值是市值排名中间50的平均估值的倍数。数据截止至2019年11月6日。

核心观点：公司业绩持续中高速增长是医药投资超额收益的源泉

- 医药投资超额收益的核心因素是业绩是否持续中高速增长。如果能够持续中高增长，即使当前估值很高，也有超额收益。投资者对于未来长期中高速增长预期导致了当前的高估值。同时，也是驱动股价不断上涨的必要条件
- 以医药行业的一线核心资产为例。自2017年以来，恒瑞医药和爱尔眼科均经历了戴维斯双升的过程。而药明康德和迈瑞医疗等在2018年上市后，估值震荡上行，股价也在不断攀升。业绩中高增长的预期不断被验证（定期报告的披露），进一步强化了市场对未来持续保持中高增长的预期，这也是核心资产不断上涨的重要催化因素

图：部分核心资产具备高收益率

图：部分核心资产扣非归母净利润保持中高速增长



数据来源：Wind、安信证券研究中心



数据来源：Wind、安信证券研究中心 注：数据截止至2019年11月12日。

高估值不是最核心，未来中长期能否持续增长才是核心关注点

➤ **展望2020年，高估值不是最核心的问题，当年及未来中长期能否快速增长才是核心关注点**

- ✓ 医药一线核心资产（如恒瑞医药、迈瑞医疗、爱尔眼科、药明康德等等）当前估值处于中高位，只要一线龙头的增速不下降，高估值或无下调空间，投资正收益可能更多体现在业绩增长方面
- ✓ **其他更具性价比的核心资产（更多为细分领域龙头，如中国生物制药、长春高新、智飞生物、乐普医疗、健帆生物、健康元等等）在各自细分领域内或能维持中高速增长，估值亦没有过分透支，2020年或有更大收益弹性**

图：一线核心资产估值处于历史中高位（PE（TTM，扣非））

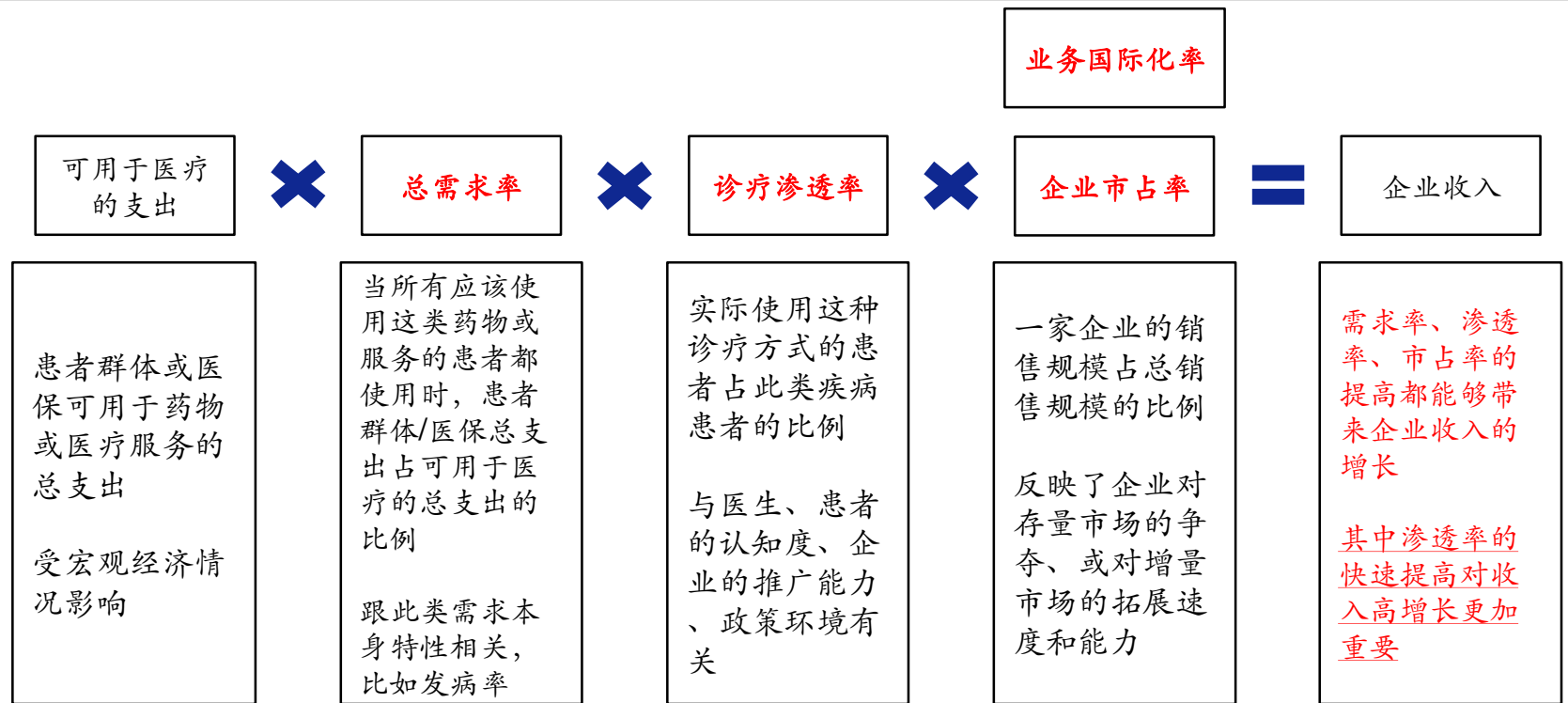


数据来源：Wind、安信证券研究中心

“四率”提升是业绩持续中高增长的基石，无惧当前高估值

- 可用于医疗的支出乘以需求率反映的是这项具体诊疗方式的市场天花板。可用于医疗的支出乘以需求率和渗透率，反映的是这项具体诊疗方式目前的销售规模。市占率则反映了企业在目前存量市场中获得的份额
- 考虑到目前国内很多领先企业已经具备将药品、器械或服务在全球市场销售的能力，这里我们增加了国际化率的概念

图：企业收入的增长由“四率”共同决定



数据来源：安信证券研究中心

“四率”提升是业绩持续中高增长的基石，无惧当前高估值

- 需求率受各种长期因素影响，比如疾病谱的变化等，企业比较难通过自身的努力在较短的时间内使之有较大提升
- 仅靠市占率提升、而没有渗透率的提升逻辑的企业，本质上是靠争夺竞争对手市场份额来获得业绩增长（通常不如一起提升渗透率，做大增量来得舒服）
- 龙头企业在业绩高速增长阶段，一般都会看到渗透率和市占率的双重快速提升，这说明行业内仍有巨大未被满足的需求，同时龙头企业在开拓新市场的能力上优于其他竞争对手

总需求率

与可用于医疗的支出的乘积是市场空间。一般是稳定或缓慢增长的，受宏观、客观环境、政策变化的影响。比如某一种药物的市场空间，在价格稳定的情况下，只与患病人数有关，而患者人数=总人数*患病率，患病率一般逐渐缓慢变化

诊疗渗透率

渗透率是所在细分领域企业主观努力和客观环境共同作用的结果，产品竞争力强、市场开拓能力强的企业可以一起做大增量、打开渗透率的成长空间

企业市占率

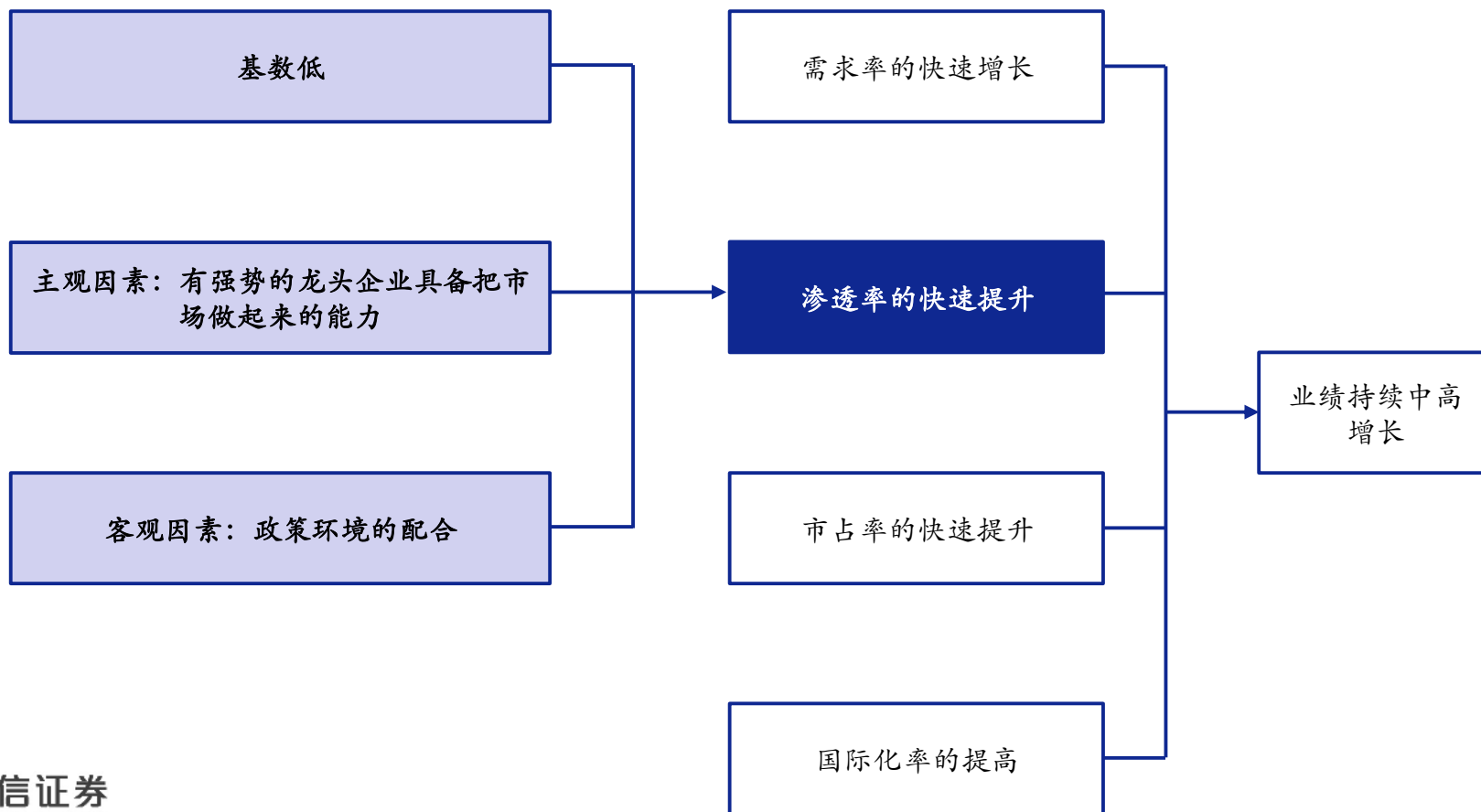
市占率是行业内部企业间对于存量/增量市场划分结果的动态分布。当企业之间不存在正面竞争时（共同做大增量），市占率反映的是各企业在提高渗透率方面的能力；当企业之间面临存量市场正面竞争时，市占率反映了各企业对已有市场的争夺能力

业务国际化率

指国内企业海外业务占比，反映国内企业业务走向全球的能力

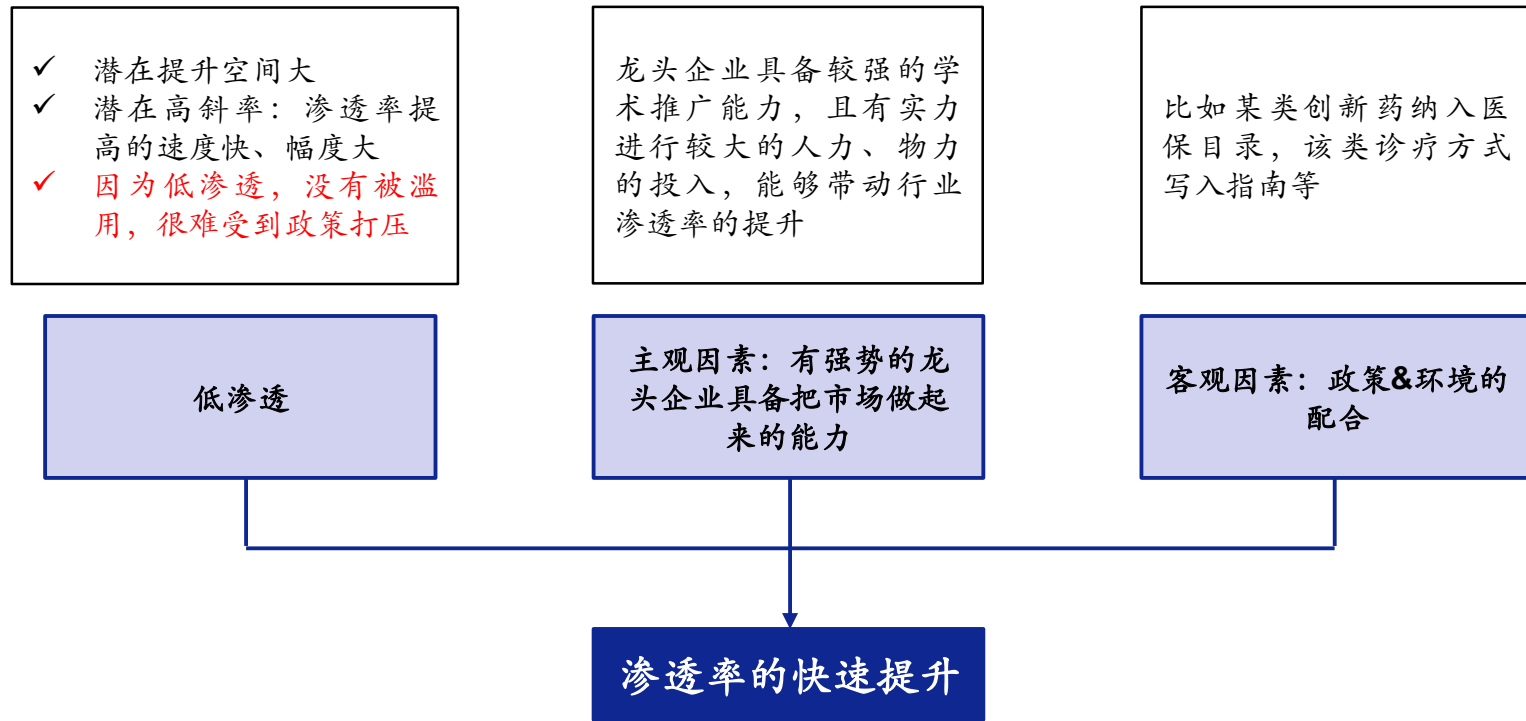
“四率”提升情况决定企业持续快速增长能力

我们提出：只要四率中，有至少两个率（如果包括诊疗方式渗透率提升那更好）还在快速提升过程中，即便当前估值较高，中长期看，市值或将仍有可观的向上空间。四率实质性提升的效果越好，该资产中长期业绩高增长的持续性或将越好。当核心资产的“四率”提升进程一个一个逐步衰竭时，则可以考虑逐步减仓，直至“四率”完全衰竭则一股不留。这里需要指出的是：“四率”的变化是动态的、相对的，长期的趋势需要短期（逐季度）的跟踪与验证



渗透率快速提升=低渗透+龙头企业强势开拓+政策环境配合

图：低渗透率+有强势的龙头企业具备把市场做起来的能力&政策环境的配合是高增长的充分条件



数据来源：安信证券研究中心

“四率模型”中寻找中长期领先企业，当前高估值或是次要因素

表：部分行业龙头公司“四率模型”各指标具体意义

细分领域	龙头企业	总需求率提升	渗透率提升			市占率提升	国际化率提升
			低渗透	龙头开拓能力	政策&环境配合		
创新药	恒瑞医药	发病率、患者人数	应用药患者中实际用药的占比	学术推广	加速审批、医保目录的纳入	取决于适应症布局、疗效、企业推广等	产品在国际市场销售的能力
生长激素	长春高新				社会焦虑		
CXO	药明康德	药企的研发投入、生产成本	药企在研发或生产中的外包率	品牌、口碑、丰富的成功经验	鼓励药企研发、加快审评速度、允许未盈利biotech上市、MAH制度等	竞争格局比较散，后续有集中度提升的趋势	获得国外订单的能力
	凯莱英						
	泰格医药						
	药石科技						
疫苗	智飞生物	需要使用疫苗的人数	接种率仍处于较低水平	学术推广	《疫苗管理法》	参与竞争的企业数量有限	
	康泰生物						
眼科服务	爱尔眼科	发病率、患者人数	治疗率仍较低	连锁经营	鼓励民营医疗、多点执业	龙头在人才、资金、品牌、管理上更具优势	
口腔服务	通策医疗						
体检服务	美年健康						
医美	华熙生物	受消费观影响	使用率仍较低	品牌推广	监管趋严、O2O平台打破信息不对称	具备品牌优势	
IVD	迈瑞医疗	健康人、患病者皆需要诊断	人均体外诊断试剂年消耗量与发达国家差距还是很大	学术推广	药占比下降，医院有多开诊断的动机	国产替代率，龙头企业集中度提升	产品或服务在国际市场销售的能力
	安图生物						
	万孚生物						
血液净化	健帆生物	发病率、患者人数	渗透率仍较低	血净治疗地位	产品积累更多临床数据，写入更多主流治疗指南	龙头优势明显，竞争对手较少	
心血管耗材	乐普医疗		PCI手术率仍较低	学术推广		中小企业退出	
核药	东诚药业	发病率、患者人数	核医学渗透率仍较低	核医学治疗地位	设备配置证放开	参与者少，相当于特许经营	
吸入制剂	健康元	发病率、患者人数	吸入制剂治疗率仍较低	学术推广	加速审批、医保目录的纳入	进口产品主导，国产替代空间大	

“四率模型”中寻找中长期领先企业，当前高估值或是次要因素

表：部分行业龙头公司“四率模式”提升情况梳理（向上箭头不表示对应指标目前程度的高低，而是表示对相应“率”当前提升程度对企业业绩增长的贡献，比如市占率下面三个箭头说明该公司业绩增长的因素里面有很大程度是抢了竞争对手的份额）

细分领域	龙头企业	总需求率提升	渗透率提升			市占率提升	国际化率提升
			低渗透	龙头开拓能力	政策&环境配合		
创新药	恒瑞医药	↑	↑↑↑	↑↑↑	↑↑↑	↑↑↑	↑↑
生长激素	长春高新	↑	↑↑↑	↑↑↑	↑	↑↑	
CXO	药明康德	↑↑↑	↑↑	↑↑↑	↑↑↑	↑	↑↑↑
	凯莱英			↑↑↑		↑	↑↑↑
	泰格医药			↑↑↑		↑	↑↑
	药石科技			↑↑		↑	↑↑
疫苗	智飞生物	↑	↑↑↑	↑↑↑	↑↑	↑↑↑	
	康泰生物	↑	↑↑↑	↑↑↑	↑↑	↑↑↑	↑
眼科服务	爱尔眼科	↑↑	↑↑	↑↑↑	↑	↑↑	↑
口腔服务	通策医疗	↑	↑↑↑	↑↑↑	↑	↑↑	
体检服务	美年健康	↑	↑↑	↑↑↑	↑	↑↑↑	
医美	华熙生物	↑	↑↑↑	↑↑↑	↑	↑↑↑	↑↑
IVD	迈瑞医疗	↑	↑↑	↑↑↑	↑↑	↑↑↑	↑↑↑
	安图生物	↑	↑↑	↑↑↑	↑↑	↑↑	↑
	万孚生物	↑	↑↑↑	↑↑	↑↑	↑↑	↑↑
血液净化	健帆生物	↑	↑↑↑	↑↑↑	↑↑	↑↑	↑↑↑
心血管耗材	乐普医疗	↑	↑↑	↑↑↑	↑↑	↑↑	↑
核药	东诚药业	↑	↑↑	↑↑↑	↑↑↑	↑	↑
吸入制剂	健康元	↑	↑↑↑	↑↑	↑↑	↑↑	↑

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

- 高端新特药（创新药、生长激素、吸入制剂等）：治疗渗透率仍在快速提升
- **CXO**：总需求率、国际化率不断提升，受益于加大研发和全球产业链转移
- 疫苗：接种率（渗透率）还是不高，产业集中度（市占率）或快速提升
- 医疗服务（眼科、口腔、体检）：各细分赛道渗透率仍在上升通道中
- 器械（IVD、血液净化、支架等）：医疗技术的使用在医院地位逐步提升
- 医疗美容：人皆爱美，总需求率巨大，各项技术渗透仍处于早期

04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

05 风险提示

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

- 高端新特药（创新药、生长激素、吸入制剂等）：治疗渗透率仍在快速提升
- CXO：总需求率、国际化率不断提升，受益于加大研发和全球产业链转移
- 疫苗：接种率（渗透率）还是不高，产业集中度（市占率）或快速提升
- 医疗服务（眼科、口腔、体检）：各细分赛道渗透率仍在上升通道中
- 器械（IVD、血液净化、支架等）：医疗技术的使用在医院地位逐步提升
- 医疗美容：人皆爱美，总需求率巨大，各项技术渗透仍处于早期

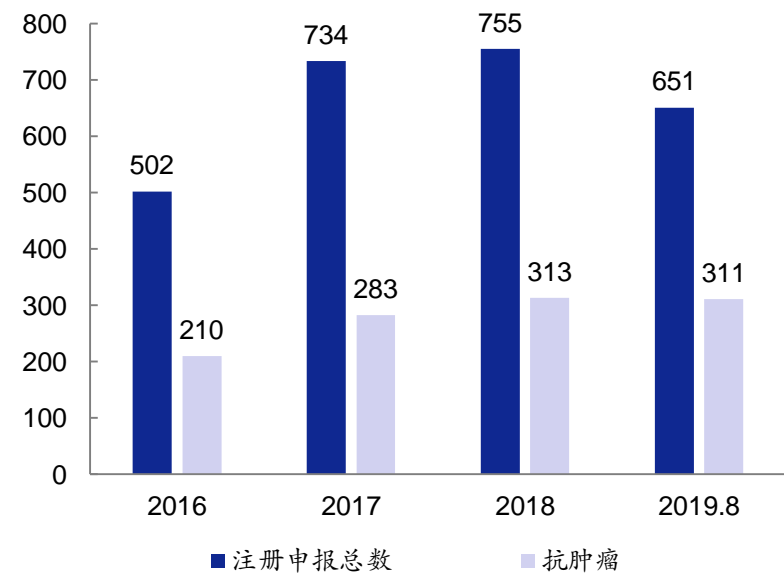
04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

05 风险提示

创新药：我国IND申报逐年增加，抗肿瘤药物占主流

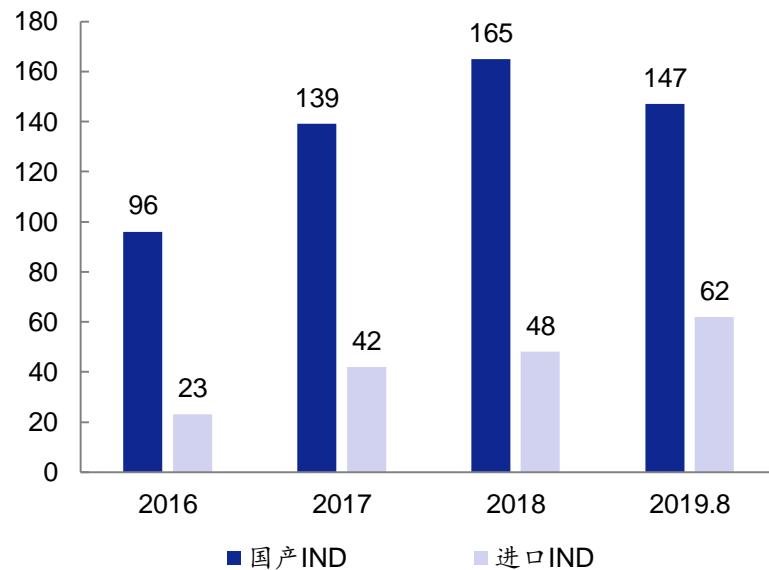
- IND注册申请逐年增多，其中抗肿瘤药物占的比例约为42.4%
- 以抗肿瘤小分子为例，国产申报数目多于进口申报数目
- 小分子作用靶点药物研发分布相对分散均衡
- 大分子以单抗为主，ADC、双特异性抗体显著增加，免疫治疗活跃，PD-1/PD-L1扎堆

图：2016年-2019年8月CDE IND注册申报情况



数据来源：CSCO、安信证券研究中心

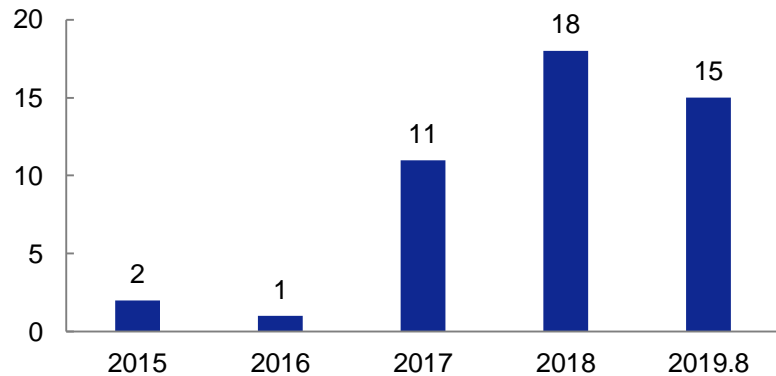
图：2016年-2019年8月抗肿瘤化药IND注册申报领域分布



数据来源：CSCO、安信证券研究中心

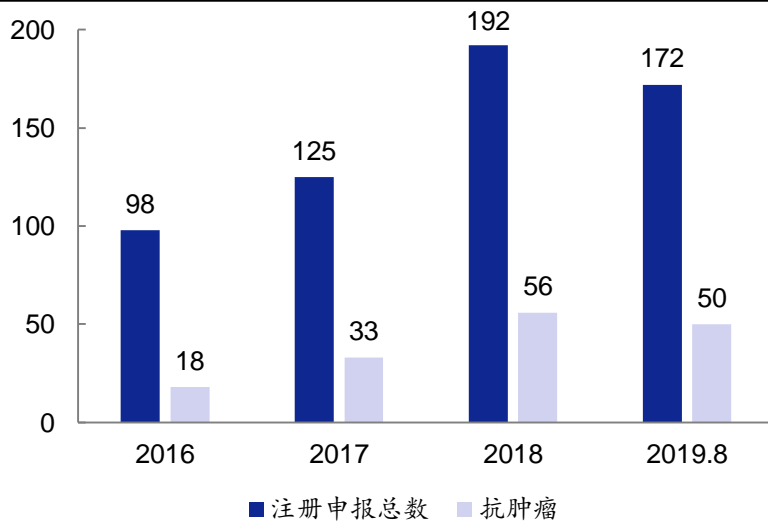
创新药：我国NDA申报逐季增加，抗肿瘤创新药占比近半

图：2015年-2019年8月获批抗肿瘤药物



数据来源：CSCO、安信证券研究中心

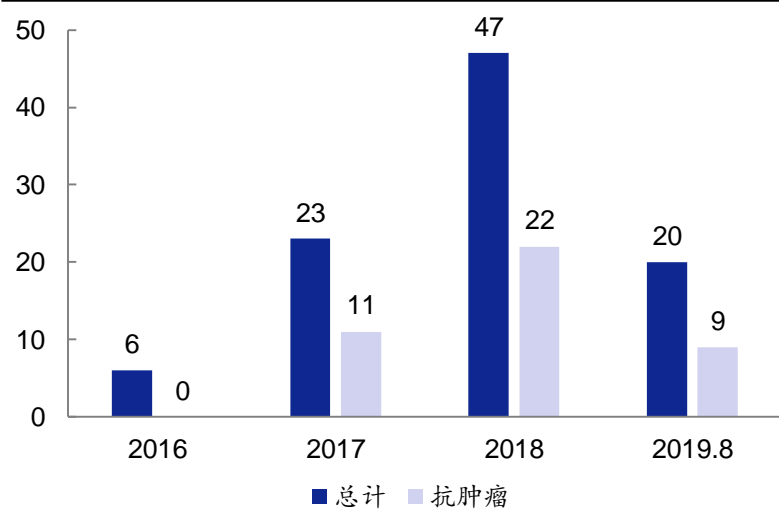
图：2016年-2019年8月CDE NDA注册申报情况



数据来源：CSCO、安信证券研究中心

- NDA注册申请逐年增多，其中抗肿瘤药物占的比例大约为29%
- 1类创新药的NDA申报数量，其中抗肿瘤占比例大约为46.5%
- 2019年8月截止目前共15个品种获批（包含首次适应症及增加适应症）。2019年已经批准的15个抗肿瘤药物中，小分子化学药占8个，平均审评时间为8.8个月

图：2016年-2019年8月CDE 1类创新药的NDA申报数量



数据来源：CSCO、安信证券研究中心

创新药：PD-(L)1适应症布局对比，恒瑞大癌种明显领先

- 以PD-1/PD-L1为代表的免疫治疗成为国内企业的重点研发布局方向之一，其中恒瑞医药在大适应症临床进度上明显领先，近期公司食管癌III期到达主要终点，肺癌一线中期分析成功，目前肝癌二线、食管癌、肺癌一线三大适应症已先后报产，胃癌III期也已开始入组

图：PD-(L)1单抗各适应症数据横向对比

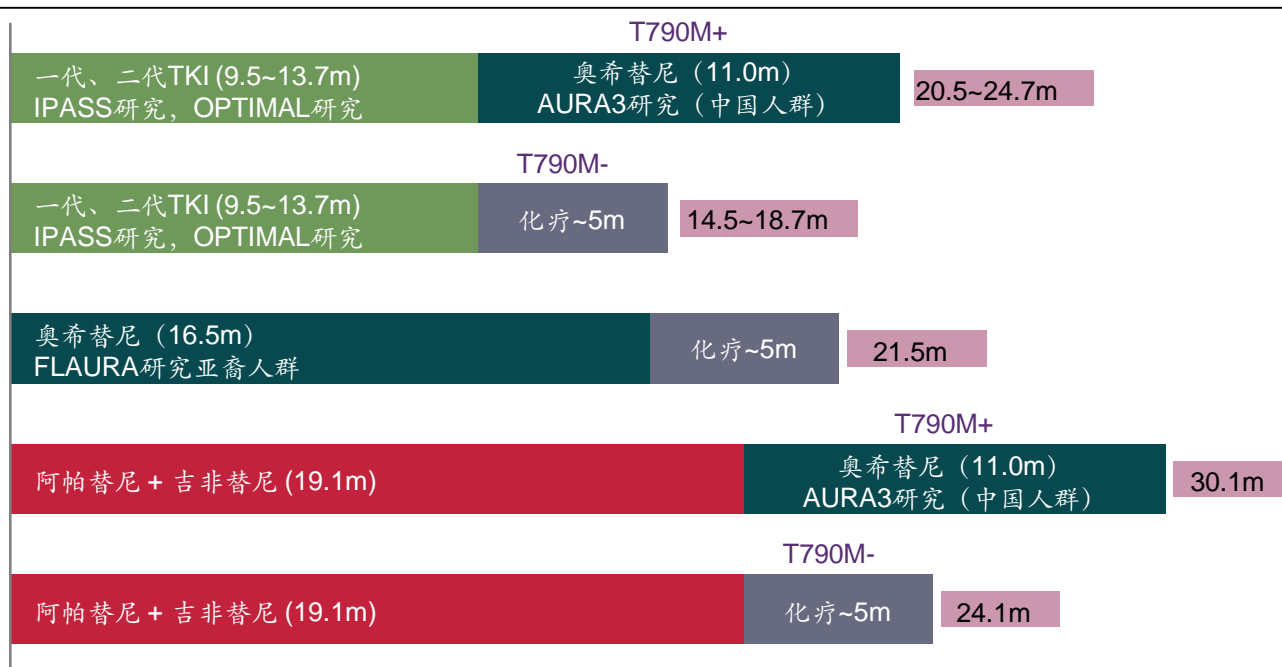
适应症	卡瑞利珠单抗	特瑞普利单抗	替雷利珠单抗	信迪利单抗	GLS-010	CS1001
NSCLC	60% (联合化疗一线, III期) 29.7% (联合阿帕二线, I/II期) 18.5% (单药二线, II期)	32.5% (联合化疗二线, II期)	13.6% (单药二线, I期) 18% (单药, I/II期)	65-68% (联合化疗一线, Ib期) 72.7% (联合安罗一线, Ib期) 13-22% (新辅助, I期)	25.7% (单药二线, Ib期)	
食管癌	80% (联合化疗阿帕一线, II期) 33.3% (单药二线, I期)	18.6% (单药二线, Ib/II期)	46.7% (联合化疗一线, II期) 11.3% (单药二线, I期) 8% (单药, I/II期)		20.0% (单药二线, Ib期)	77.8% (联合化疗一线, Ib期)
肝细胞癌	44.4% (联合阿帕一线, I期) 14.7% (单药二线, II期)		12.2% (单药二线, I期) 17% (单药, I/II期)			
胃癌	65% (联合化疗阿帕一线, II期) 16% (联合阿帕一线, I期)	12.1% (单药二线, II期)	46.7% (联合化疗一线, II期) 13.5% (单药二线, I期) 17% (单药, I/II期)	85% (联合化疗一线, Ib期)	15% (单药二线, Ib期)	
鼻咽癌		25.5% (单药二线, II期)	15% (单药二线, I/II期) 43% (单药, I/II期)		32.1% (单药二线, Ib期)	
尿路上皮癌		26.4% (单药二线, II期)	23-29% (单药二线, II期) 14% (单药, I/II期)		30% (单药二线, Ib期)	
黑色素瘤		48.3% (联合阿西一线, Ib期) 17.3% (单药二线, II期)	15% (单药, I/II期)			
胆管癌	46.2% (联合化疗一线, 探索)				25% (单药二线, Ib期)	
三阴乳腺癌	46.2% (联合阿帕二线, II期)	0% (单药二线, I期)				
神经内分泌肿瘤		20% (单药二线, Ib期)				
肾细胞癌			10% (单药, I/II期)			
ENKTL				67.9% (单药二线, II期)	57.1% (单药二线, Ib期)	
cHL	84.8% (单药三线, II期)		87.1% (单药三线, II期)	85.4% (单药三线, II期)	77.3% (单药二线, Ib期)	
软组织肉瘤	22% (联合阿帕二线, II期)	25% (单药二线, I期)				
实体瘤			19% (单药, I/II期)		29.2% (单药治疗消化道肿瘤 Ib期)	24-38.1% (单药二线, I期)

数据来源：ASCO、WCLC、CSCO、安信证券研究中心

创新药：抗血管生成药物在多数癌种中渗透率仍在提升

- **抗血管生成联合免疫治疗：**会产生1+1>2的效果。临床前研究证明，PD-(L)1药物能够提高肿瘤对抗血管生成治疗的敏感性，并且提高抗血管生成的疗效，反之亦然。近日，FDA已经授予K药与仑伐替尼组合疗法突破性疗法认定(BTD)，用于一线治疗不能局部治疗的晚期不可切除的肝细胞癌患者。其中，Ib期研究的ORR达到60%，疾病控制率高达93.3%，而mOS和mPFS都明显延长
- **抗血管生成联合EGFR-TKI：**最新临床数据显示，EGFR-TKI（如吉非替尼、厄洛替尼）与抗血管生成药物联用的治疗效果十分优异，PFS达到19个月，耐药之后仍然有50%概率使用奥希替尼，并额外获得11个月的PFS。同时，奥希替尼与抗血管生成药物（贝伐珠单抗、阿帕替尼等）的临床试验也在进行中，或将取得更加亮眼的临床数据

图：各代次EGFR-TKI治疗方案选择及其mPFS数据对比



数据来源：CSCO、安信证券研究中心

创新药：安罗替尼各适应症持续拓展

表：正大天晴安罗替尼的临床试验登记情况

癌种	适应症	临床阶段	试验状态	临床登记号	登记日期	样本大小
肺癌	联合化疗一线治疗晚期非鳞NSCLC	III期	进行中（尚未招募）	CTR20191086	2019年6月	国内369人
	晚期NSCLC	II期	已完成	CTR20150454	2015年7月	国内450人
	NSCLC	II期	已完成	CTR20130315	2015年7月	国内110人
	小细胞肺癌	II期	已完成	CTR20170146	2017年2月	国内90人
肝癌/胆管癌	联合TQB2450治疗驱动阳性NSCLC	I期	进行中（尚未招募）	CTR20191198	2019年6月	国内30人
	联合TQB2450治疗胆管癌	I期	进行中（尚未招募）	CTR20191087	2019年6月	国内42人
	联合TQB2450治疗肝癌	I期	进行中（尚未招募）	CTR20190999	2019年6月	国内30人
甲状腺癌	联合TQB2450治疗胆道系统腺癌、肝癌	I期	进行中（尚未招募）	CTR20190293	2019年2月	国内60人
	甲状腺髓样癌	IIb期	进行中（招募中）	CTR20150736	2015年12月	国内90人
	晚期甲状腺髓样癌	II期	进行中（招募完成）	CTR20130323	2015年7月	国内15-48人
软组织肉瘤	分化型甲状腺癌	II期	进行中（招募中）	CTR20150735	2015年11月	国内120人
	软组织肉瘤	II期	已完成	CTR20150531	2015年7月	国内319人
	晚期软组织肉瘤	II期	已完成	CTR20130324	2015年7月	国内150人
黑色素瘤	联合TQB2450治疗软组织肉瘤	I期	进行中（招募中）	CTR20190938	2019年5月	国内30人
	恶性黑色素瘤	I期	进行中（招募中）	CTR20170676	2017年7月	国内50人
肾细胞癌	联合TQB2450治疗黑色素瘤	I期	进行中（尚未招募）	CTR20191098	2019年6月	国内42人
	晚期肾细胞癌	II期	进行中（招募完成）	CTR20150331	2015年7月	国内60人
食管癌	晚期肾细胞癌	II期	进行中（招募完成）	CTR20150129	2015年7月	国内180人
	晚期食管鳞癌	II期	进行中（招募中）	CTR20160078	2016年8月	国内144人
胃癌	晚期胃癌	II期	进行中（招募中）	CTR20160073	2016年2月	国内378人
	转移性结直肠癌	II期	进行中（招募完成）	CTR20140777	2015年7月	国内450人
鼻咽癌	联合GP方案治疗鼻咽癌	II期	进行中（招募中）	CTR20181165	2018年8月	国内336人
	晚期骨肿瘤	II期	进行中（招募中）	CTR20181003	2018年7月	国内45人
神经内分泌瘤	晚期胃肠胰神经内分泌瘤	II期	进行中（招募中）	CTR20180291	2018年5月	国内60人
	联合TQB2450治疗三阴乳腺癌	I期	进行中（尚未招募）	CTR20190370	2019年2月	国内62人
实体瘤	晚期肿瘤	II期	进行中（招募完成）	CTR20150333	2015年7月	国内40-50人
	晚期恶性肿瘤	I期	已完成	CTR20170097	2017年2月	国内20-50人
	晚期恶性肿瘤	I期	已完成	CTR20160544	2016年9月	国内10-15人
	晚期肿瘤	I期	已完成	CTR20160329	2016年10月	国内6人
	联合TQB2450治疗实体瘤	I期	进行中（招募中）	CTR20191380	2019年7月	国内6-22人
	联合TQB2450治疗实体瘤	I期	进行中（尚未招募）	CTR20190568	2019年3月	国内6-22人

➤ 安罗替尼是正大天晴自主研发的小分子多靶点酪氨酸激酶抑制剂，于18年5月被批准用于晚期NSCLC的三线治疗

➤ 根据中国临床数据库披露，安罗替尼正在开展多个癌种的临床试验，包括肝癌、胆管癌、甲状腺癌、软组织肉瘤、黑色素瘤、肾细胞癌、食管癌、胃癌、结直肠癌、鼻咽癌、三阴乳腺癌、神经内分泌瘤等

创新药：重点关注恒瑞医药、中国生物制药

➤ 恒瑞医药

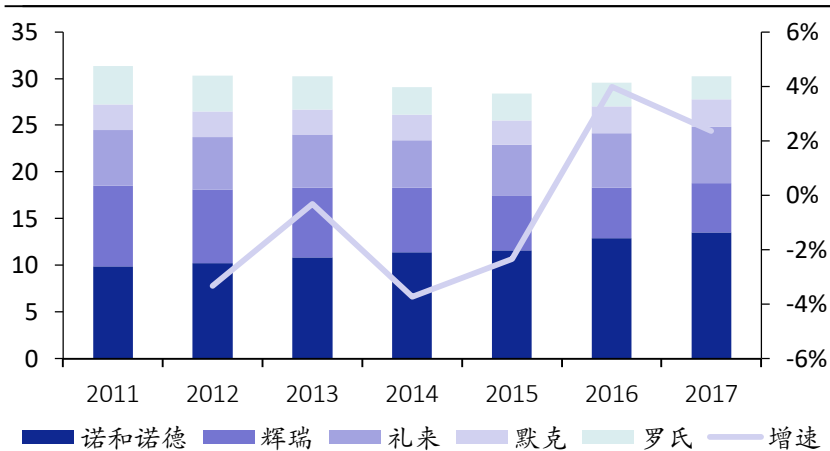
- ✓ **19Q3业绩超预期：**公司19Q3单季度营收增速高达47.27%，远超市场预期，预计这主要与造影线及肿瘤线的销售提速有关，公司业绩增速呈现季度间环比加速的趋势再次获得确认。根据公司公告，目前造影剂渠道依旧严重缺货，预计前三季度维持40%左右增速；肿瘤线在卡瑞利珠单抗及白蛋白紫杉醇放量的驱动下，销售增速预计提升至40%左右
- ✓ **创新研发龙头：**近年来，公司艾瑞昔布、硫培非格司亭、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇、卡瑞利珠单抗等重磅创新或高端仿制品种先后获批上市。公司卡瑞利珠单抗在肺癌、肝癌、胃癌、食管癌等大癌种适应症上都收获了优异的临床进展，研发进度处于国内领先地位。根据公司公告及CDE数据披露，公司已先后递交食管鳞癌二线治疗、肝癌单药二线治疗、NSCLC联合化疗一线治疗等三大适应症的上市申请并均已被纳入优先审评

➤ 中国生物制药

- ✓ **业绩高增长：**公司业绩保持高速增长的气势，主要受益于安罗替尼以及新上市的来那度胺和硼替佐米销售额的高速增长。公司核心创新药产品安罗替尼在19年7月份获批软组织肉瘤的新适应症，于19年9月获批小细胞肺癌三线治疗适应症，未来市场空间值得期待
- ✓ **带量采购影响弱化：**4+7带量采购对公司的恩替卡韦和氟比洛芬酯销售额产生影响。但由于其它产品的高速增长形成一定弥补，使得公司整体收入仍然能够保持稳健增长。我们预计未来恩替卡韦和氟比洛芬酯的销售额在公司总销售额的占比会持续下降，对公司业绩的影响也会持续变小
- ✓ **创新研发龙头：**今年以来，公司陆续获得了卡泊芬净、他达拉非、替格瑞洛和阿比特龙的生产批件。预计公司在19-21年每年均可获得约20个左右的生产批件，其中布地奈德预计于19年获批，PD-1、阿达木、沙美特罗/氟替卡松、重组人凝血因子VIII、乐伐替尼预计于20年获批，PD-L1、曲妥珠、利妥昔、贝伐珠预计于21年获批

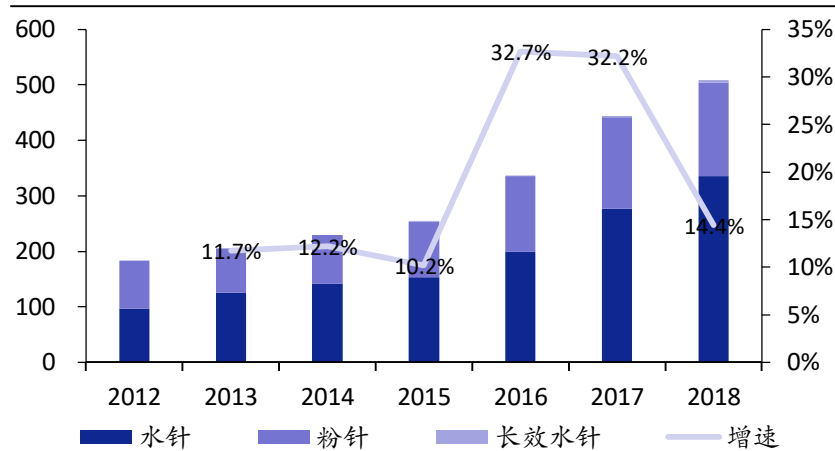
生长激素：国内市场规模持续快速增长

图：2011-2017年国外生长激素市场规模（亿美元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图：我国样本医院生长激素市场规模（百万元）



数据来源：PDB、安信证券研究中心

表：2018年我国样本医院各生长激素剂型市场竞争格局

剂型	销售额	市场份额	生产企业	上市时间	市场份额
粉针	1.68亿元	33.04%	安科生物	1999	48.16%
			联合赛尔	1999	37.17%
			金赛药业	1998	7.53%
			海济生物	2005	5.68%
水针	3.36亿元	66.04%	LG	2017	1.46%
			金赛药业	2005	99.98%
长效水针	467万元	0.92%	诺和诺德	2018	0.02%
长效水针	467万元	0.92%	金赛药业	2014	100.00%

数据来源：PDB、安信证券研究中心

- 我国生长激素市场仍处于快速增长期，2012-2018年PDB样本医院销售额年复合增速达18.5%，按8.2倍比例放大（参考金赛药业业绩），预计2018年我国生长激素市场规模约40亿元
- 我国生长激素市场同样呈现寡头垄断格局，2018年金赛药业、安科生物、联合赛尔3家国内企业占据97.6%的市场份额，其中金赛药业是绝对的行业龙头，市场占有率接近70%。水针是目前主流剂型，其中金赛药业占比99.98%，诺和诺德水针刚刚上市销售，未来市场份额有望上升。粉针市场竞争相对激烈，未来或被水针和长效水针替代。长效水针市场占比1%，未来市场占比有望迅速提升

生长激素：我国市场渗透率约10%左右，仍然很低

- ▶ **国内市场渗透率低：**我们对国内4-15岁矮小症儿童的生长激素治疗率进行了测算，假设生长激素治疗年龄平均分布、无超适应症使用、获批适应症占矮小症总数的40%，则我国生长激素市场渗透率为11.8%。但考虑到国内生长激素治疗年龄一般偏高、实际现有治疗总人数低于测算人数，同时也存在一定超适应症使用，因此国内生长激素实际渗透率可能低于10%
- ▶ **渗透率提升空间大：**我国生长激素市场渗透率依旧较低，未来提升空间极大，足以支撑未来3-5年高速增长；同时随着获批适应症的增加（尤其是特发性矮小），国内生长激素市场将进一步扩容

表：2018年我国4-15岁儿童生长激素市场渗透率测算

年份	生长激素销售 额（亿元）	生长激素剂型选择			平均年治疗费 用（万元）	当年治疗总人 数（万人）	2018年4-15岁 儿童出生年份	2018年现有治 疗人数（万人）
		粉针	水针	长效				
2007	4.55	94%	6%	0%	2.81	1.62	2003年	0.13
2008	3.14	93%	7%	0%	2.84	1.10	2003-2004年	0.18
2009	4.77	93%	7%	0%	2.84	1.68	2003-2005年	0.42
2010	6.17	92%	8%	0%	2.87	2.15	2003-2006年	0.72
2011	7.88	90%	10%	0%	2.93	2.69	2003-2007年	1.12
2012	9.13	60%	40%	0%	3.80	2.41	2003-2008年	1.20
2013	9.60	53%	47%	0%	4.00	2.40	2003-2009年	1.40
2014	10.09	45%	55%	0%	4.23	2.39	2003-2010年	1.59
2015	12.52	43%	57%	0%	4.29	2.92	2003-2011年	2.19
2016	19.35	43%	57%	0%	4.29	4.51	2003-2012年	3.76
2017	27.49	42%	57%	1%	4.48	6.14	2003-2013年	5.63
2018	41.82	40%	59%	1%	4.54	9.22	2003-2014年	9.22
							已接受治疗的4-15岁矮小症儿童数量（万人）	27.43
							4-15岁矮小症患者总数（万人）（2003-2014年出生）	580.92
							4-15岁获批适应症矮小症患者总数（万人）	232.37
							市场渗透率	11.80%

数据来源：PDB、公司公告、安信证券研究中心

生长激素：适应症拓展有望进一步扩容市场

- 与美国生长激素已获批11种适应症相比，我国生长激素获批适应症数量仍有较大差距，其中金赛药业获批适应症数量为6种，安科生物获批适应症数量为4种。但金赛药业的特发性矮小与小于胎龄儿两种适应症已进入III期临床，特别是特发性矮小在我国儿童矮小症中的占比约为19%，未来获批后，有望进一步扩容市场。根据上文所测算的市场渗透率数据，若特发性矮小适应症获批，则我国生长激素的2018年测算市场渗透率将仅为8%，2021年测算市场渗透率仅为19%

表：国内外生长激素获批适应症对比

领域	适应症	占比	美国	金赛药业		安科生物
				短效	长效	
儿童矮小症	儿童生长激素缺乏症	32.79%	1985	√	√	√
	慢性肾功能不全		1993	√		注册申报
	Turner综合征	4.12%	1996	√	II期临床	注册申报
	Prader Willi综合征		2000	临床试验		注册申报
	小于胎龄儿		2001	III期临床	II期临床	
	特发性矮小	18.96%	2003	III期临床	II期临床	临床试验
	短肠综合征		2003			注册申报
	shox基因缺乏		2006	√		√
	Noonan综合征		2007	√		√
	软骨发育不全	0.94%	日本			注册申报
其他	成人生长激素缺乏症		1997		II期临床	临床试验
	HIV感染相关性衰竭		1996			
	重度烧伤		国内特有	√		√

数据来源：FDA、NMPA、安信证券研究中心

生长激素：建议关注长春高新、安科生物

➤ 长春高新

- ✓ **金赛药业：**预计前三季度营收增速45%以上，净利润增速60%以上；其中19Q3单季度收入增速60%左右，利润增速80%以上。考虑到金赛目前新患增速可观，预计20年销售增速仍有望达到40%左右。公司于19年11月7日收到证监会批复，金赛换股事项获正式通过，预计有望在年内完成并表
- ✓ **百克生物：**预计前三季度业绩较去年同期下降10%左右；但19Q3水痘疫苗批签发恢复明显，19Q3单季度收入增速30%左右，同比及环比均改善明显，按目前批签发节奏测算，全年业绩有望与去年基本持平或略有增长。公司鼻喷流感疫苗有望年内获批，20年正式贡献利润
- ✓ **华康药业与高新地产：**预计前三季度华康药业贡献净利润3000万左右，高新地贡献净利润接近1亿元，两项业务为公司贡献相对稳定的现金流

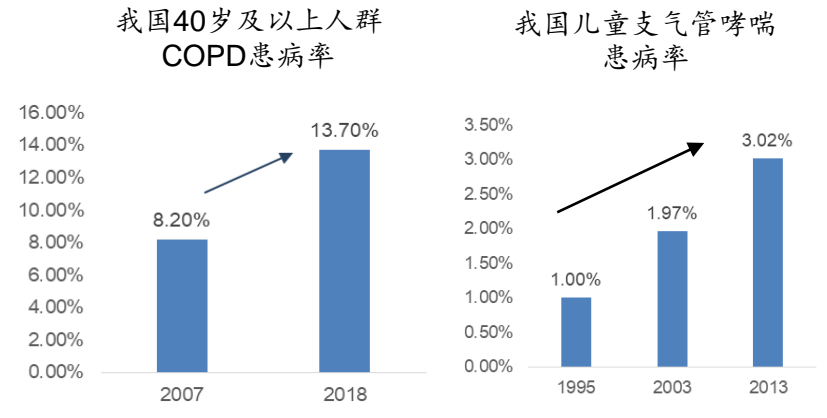
➤ 安科生物

- ✓ **生长激素粉针：**预计19Q3销售增速在20%左右，分析原因，这一方面可能与去年同期业绩基数较高有关，另一方面可能与公司生长激素产能受限及产品规格调整有关。为解决产能问题，公司目前正在建设一条2000万支的生长激素生产线，并有望19年通过GMP认证，公司未来生长激素供给能力及销售增速将进一步提升
- ✓ **生长激素水针及长效：**水针于19年6月正式获批上市，公司也成为继金赛药业和诺和诺德后，第三个国内获批生长激素水针剂型的生产企业。目前公司水针已正式上市销售，市场准入及产品销售进展顺利。此外，公司长效水针也已完成临床研究，有望19年申报生产、20年获批上市
- ✓ **研发有序推进：**公司曲妥珠与贝伐珠单抗均已进入III期临床，PD-1也已进入I期临床，同时公司还将与药明生物共同开展双特异性抗体的研究。博生吉靶向CD19的CAR-T产品的临床申报正在进行补充材料，针对其他靶点和适应症的CAR-T产品也将适时提交临床申请，并且博生吉还正在与德国默天旎展开深度合作

吸入制剂：我国呼吸吸入制剂市场潜在空间大

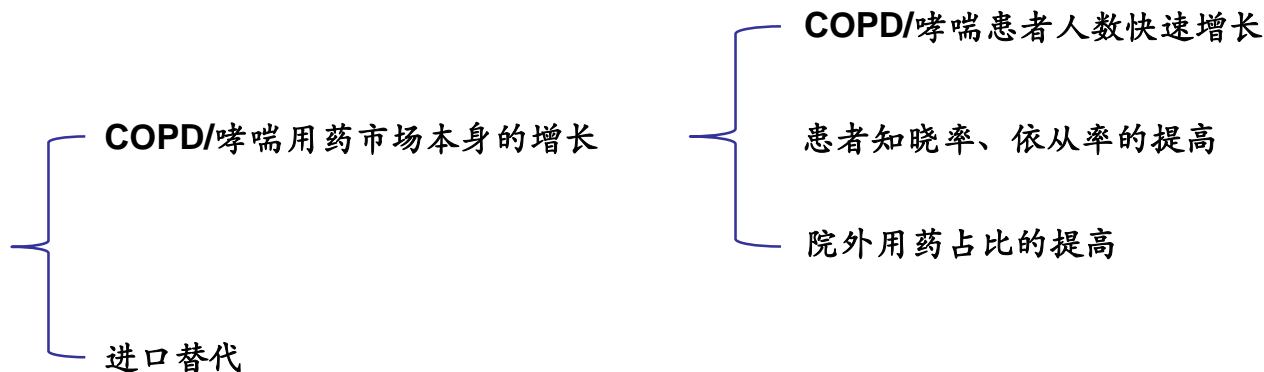
- 我国COPD和哮喘患者数量呈现不断上升趋势。根据2018年Lancet上发布的一项研究显示，我国目前存在约接近1亿的COPD患者。我国哮喘患病率也呈现上升趋势。
- 我国COPD和哮喘的治疗渗透率很低。我国COPD和哮喘患者的诊断率、知晓率、依从性均不足，未来药企和医生可通过患者教育、学术推广等途径不断扩大用药人群数量。根据张荣葆等人的研究，他们统计了2000-2011年的流行病学调查，发现在流行病学调查前只有33%的COPD患者知道自己患有COPD，而这其中又仅9.13% COPD患者曾经做过肺功能检查。

图：我国COPD和哮喘患病率不断提高



数据来源：中国知网、安信证券研究中心

图：我国呼吸吸入制剂行业增长的主要驱动因素

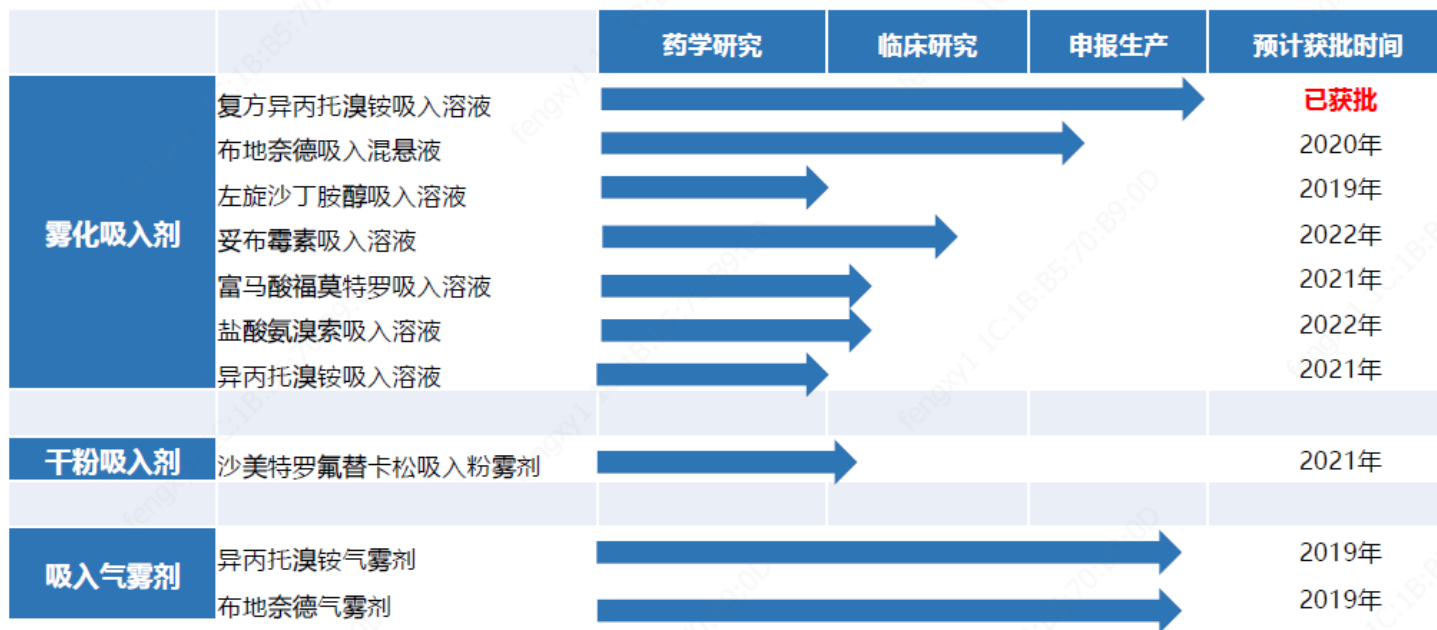


数据来源：安信证券研究中心

健康元：呼吸吸入制剂布局全面，产品上市稳步推进

- 公司自身业务板块（去除丽珠集团）延续较好的增长，毛利率水平有所提升。2019年公司自身业务板块（去除丽珠集团）前三季度归母净利润3.13亿元，同比增长42.1%，仍保持较高的增速。2019年前三季度公司整体毛利率水平为65.43%，同比提高2.28个百分点，公司整体的成本控制能力均在提高。
- 看好公司呼吸吸入制剂领域的布局和长期发展：公司是国内潜在呼吸吸入制剂龙头企业，产品布局全面且研发进展相对靠前。根据公司公告，公司今年4月份、10月份吸入用复方异丙托溴铵溶液、左旋沙丁胺醇雾化吸入溶液获批上市。公司在呼吸吸入制剂领域产品布局丰富，考虑到呼吸吸入制剂研发壁垒较高且国内呼吸吸入制剂产品市场前景广阔，我们认为公司呼吸吸入制剂板块前景可期。

图：公司重点产品研发进度



数据来源：CDE、公司资料、安信证券研究中心

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

- 高端新特药（创新药、生长激素、吸入制剂等）：治疗渗透率仍在快速提升
- **CXO**：总需求率、国际化率不断提升，受益于加大研发和全球产业链转移
- 疫苗：接种率（渗透率）还是不高，产业集中度（市占率）或快速提升
- 医疗服务（眼科、口腔、体检）：各细分赛道渗透率仍在上升通道中
- 器械（IVD、血液净化、支架等）：医疗技术的使用在医院地位逐步提升
- 医疗美容：人皆爱美，总需求率巨大，各项技术渗透仍处于早期

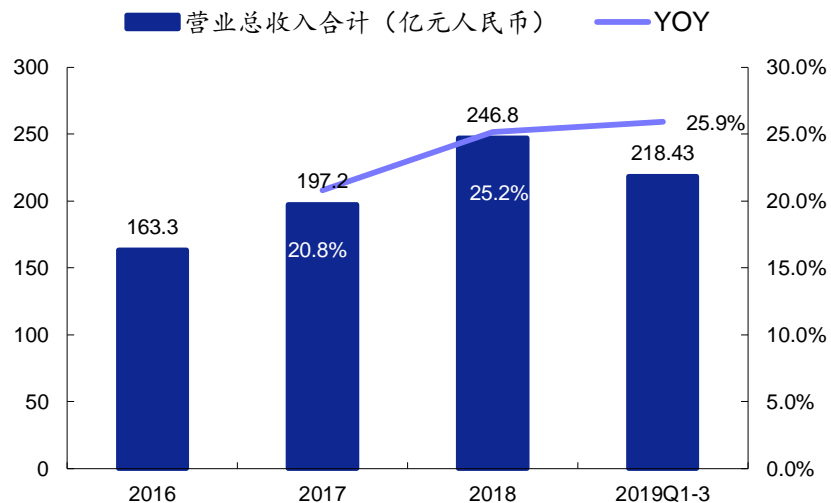
04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

05 风险提示

CRO/CDMO板块上市公司业绩延续高速增长态势

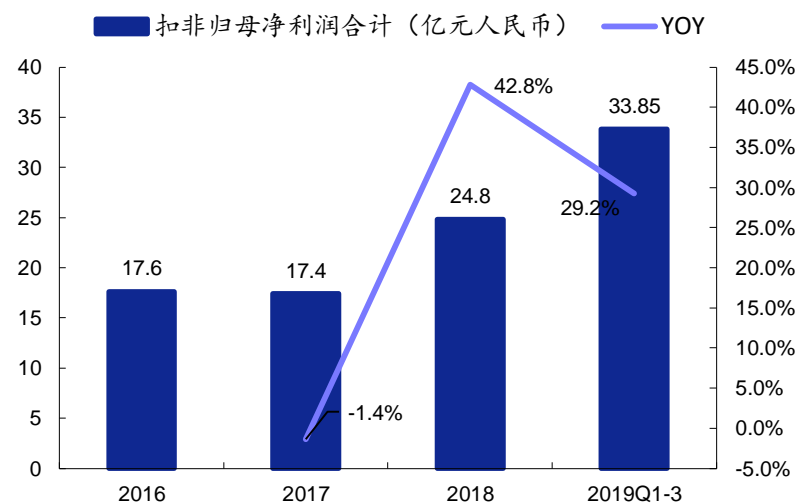
- **CRO/CDMO板块上市公司收入端保持高速增长**
 - ✓ **2019年前三季度 CRO/CDMO板块主要上市公司收入同比增长25.9%**，高于过去两年的收入增速
 - ✓ 具体公司来看，2019年前三季度，量子生物、凯莱英、昭衍新药的收入同比增速超过40%，亚太药业、太龙药业、*ST百花、九洲药业的收入增速在10%以下，其余公司收入增速均在25%以上
- **CRO/CDMO板块上市公司利润端亦保持高速增长**
 - ✓ 2019年前三季度 CRO/CDMO板块主要上市公司扣非归母净利润同比增长29.2%，利润增速高于收入增速，反映了CRO/CDMO板块整体盈利能力的提升
- **CRO/CDMO板块上市公司的业绩高增速为相对较高的板块估值奠定了基础**

图：CRO/CDMO板块上市公司营业总收入情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：CRO/CDMO板块上市公司扣非归母净利润情况



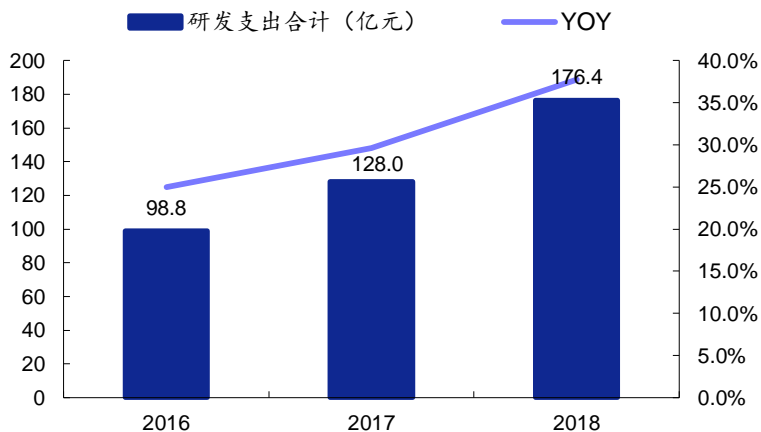
数据来源：Wind、安信证券研究中心

注：统计的CRO/CDMO公司包括药明康德、康龙化成、昭衍新药、泰格医药、亚太药业、太龙药业、*ST百花、量子生物、博济医药、药石科技、凯莱英、九洲药业、博腾股份。港股公司由于未披露三季报，故在此未做统计。

药企研发投入的快速增长推动CXO行业高景气

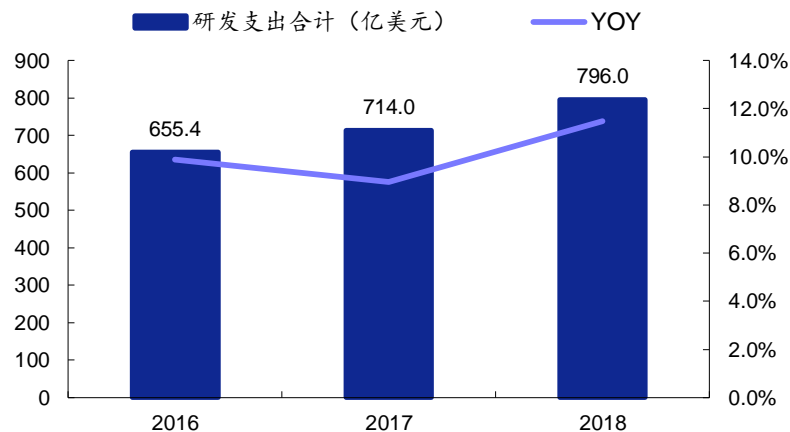
- **全球CXO行业景气度提升**：近些年，伴随新型治疗方法的不断涌现，研发需求不断提高，同时药企的外包率不断提高，全球医药研发外包行业景气度提高。据F&S统计，全球医药外包市场规模在2017-2022年将增至1785亿美元，CAGR为11%，高于全球制药行业个位数的增速。2018年美国PhRMA成员企业研发支出同比增长11.5%，为近年来少有的双位数增长
- **国内CXO行业高景气**
 - ✓ 国内药审改革提高审评速度、一致性评价、医保控费倒逼药企向创新药转型、加入ICH与国际接轨，这些因素共同促进药企加大研发投入，同时一级市场小型创新药企业融资活跃，科创板、港股提供更多可能的资金来源
 - ✓ 依靠成本优势和口碑优势，全球医药研发外包产业链正逐渐向中国转移

图：国内上市药企研发支出增长情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：美国PhRMA成员企业研发支出增长情况



数据来源：PhRMA官网、安信证券研究中心

CXO个股投资思路：看好一体化布局和细分领域一枝独秀的企业

- 与少数的CXO企业进行深度合作是未来药企进行研发外包行业的发展趋势。站在药企的角度，药企为了提高效率、减少沟通摩擦和知识产权泄露的风险，更倾向于与同一家CXO公司进行深度合作。站在CXO公司的角度，不断扩展业务范围是提高收入天花板的重要途径。

- 在投资逻辑上，首先看好已经具备或初步具备一体化布局能力的医药研发外包企业
- ✓ 药明康德：全球为数不多的CRO/CMO/CDMO全产业链布局企业，药物发现领域全球第二。连续19年收入稳健增长。始终紧跟全球最前沿技术，DDSU模式拓展产业链价值。合全药业后期阶段项目快速增长。新拓展业务临床CRO、细胞和基因治疗CDMO高速增长中。
- ✓ 泰格医药：国内临床CRO龙头，自2017Q1以来，已连续10个季度单季度收入同比增速超过28%。未来有望成为国际多中心临床业务能力突出的亚太区CRO领先企业。
- ✓ 康龙化成：小分子药物发现领域全球第三，收入快速增长，盈利能力快速提升，不断延伸产业链布局。
- ✓ 凯莱英：国内CMO/CDMO龙头企业，生产工艺技术全球领先。

- 同时，我们也看好已经在细分领域形成独特优势的医药研发外包企业。因为这类公司可以通过现有优势奠定良好的客户基础，然后再在已有的客户基础上去拓展业务范围，成功的概率会更高。
- ✓ 药石科技：夯实分子砌块业务领域的优势，在已有客户基础上向下延伸产业链，未来商业化阶段订单有望不断增长。
- ✓ 九洲药业：CDMO业务快速增长，收购诺华在华工厂，与诺华合作订单升级，有望带来较大业绩弹性。

一线龙头：药明康德：全球化布局，业绩持续稳健增长

- **全球医药研发外包趋势上涨，中国医药研发外包正处于蓬勃增长期**
 - ✓ 近些年，伴随新型治疗方法的不断涌现，研发需求不断提高，同时药企的外包率不断提高，两个因素共同推动全球医药研发外包行业的不断增长。全球医药外包市场在2017-2022年将增至1785亿美元，CAGR 11%
 - ✓ 我国医药研发外包高景气度：药审改革提高审评速度、一致性评价、医保控费倒逼药企向创新药转型、加入ICH与国际接轨，这些因素共同促进药企加大研发投入，同时一级市场小型创新药企业融资活跃，科创板、港股提供更多可能的资金来源。此外，依靠成本优势和口碑优势，全球医药研发外包产业链正逐渐向中国转移。预计我国医药研发外包行业未来5年能够保持20%以上的增长

- **药明康德是全产业链布局的CRO、CDMO行业龙头**
 - ✓ 药明康德是亚洲最大且全球领先的医药研发外包服务公司。公司具备优异的基因：（1）通过18年的内生增长和外延并购，公司已经完成CRO/CMO/CDMO的全产业链布局，同时累积强大的客户基础；（2）汇聚人才，公司依靠良好的口碑和成熟的培训体系，吸引大量海归顶尖专家加盟，同时公司具备经验丰富的顶尖管理团队；（3）紧跟生物学发展最前沿方向，不断提升平台的技术能力；（4）建立一体化赋能平台同时更关注长尾客户，提高客户粘性的同时也放大了项目收益能力

- **业绩增长稳健，DDSU项目前景可期**
 - ✓ 公司实验室服务和CMO/CDMO始终保持稳健增长，2015-2018年收入CAGR分别为24.7%和28.7%；临床CRO业务正在快速发展中，2018年公司临床研究及其他CRO服务收入同比增长64.2%。此外，公司通过DDSU（domestic discovery service unit）为国内客户提供一体化新药发现和研发服务，这类项目专注成熟靶点新药，研发风险相对较低，同时公司可以收取研发服务收费+里程碑付款+上市后分成

一线龙头：泰格医药：国内临床CRO龙头，国际化布局可期

- 国内临床CRO市场正处于蓬勃发展期，行业年平均增长率20%以上
- ✓ 伴随药审改革、医保控费倒闭药企转型等一系列医改措施，国内药企研发积极性提高，研发支出不断增长，研发活动不断增长
- ✓ 中国药品市场增速高于发达市场药品市场增速、中国可招募患者群体数量大、在中国进行临床试验的成本偏低等因素促使中国正成为非常有吸引力的临床试验地点，国外药企在中国进行的临床试验数量增加

- 公司是国内CRO行业龙头企业，具备先发优势，已积累最丰富的的临床试验资源
- ✓ 公司业务范围涵盖 I-IV期临床、BE、临床注册申报、临床数据管理和统计分析、BIO、CMC、SMO和医疗器械CRO等，打造药品+医疗器械一体化服务平台
- ✓ 深耕CRO行业多年，拥有国内最丰富的临床试验资源，在国内具有63个服务网点，已与1500多家临床试验机构开展合作
- ✓ 数据管理与统计分析业务主要由子公司嘉兴泰格和美斯达承担，美斯达在临床试验数据统计分析业务领域能够为欧美大型医药企业提供医药临床研究的离岸外包服务，市场定位以海外数据统计分析的高端业务为主
- ✓ SMO业务主要由全资子公司杭州思默承接，杭州思默是目前国内最大的SMO公司之一
- ✓ 生物分析和CMC业务依托方达医药，方达医药服务质量和专业水平已获得业内认可

- 外延并购向全球多中心临床CRO企业迈进
- ✓ 公司近年来不断的进行海外收购，目前已经建立了12个海外办事处：中国香港、中国台湾、韩国、日本、马来西亚、新加坡、印度、澳大利亚、加拿大、美国、瑞士和罗马尼亚。随着公司海外服务网络的日益完善，公司未来将有能力承接更多的国际多中心临床试验业务

一线龙头：凯莱英：受益行业高景气，国内CDMO领先企业

- 全球CMO/CDMO产业链向成本更低的亚洲地区转移，而中国已经超过印度成为亚洲医药外包的首选地
- ✓ 欧美的CMO/CDMO企业发展时间较长、成熟度高，但是由于成本因素以及长期服务成熟制药企业导致其在创新药的早期创新工艺研发领域发展较为缓慢，成长空间有限；而中国和印度的CMO/CDMO企业虽然发展时间相对较短，但是在工艺研发创新方面具备灵活、高效、成本低等竞争优势，增长快且潜力巨大
- ✓ 与印度相比，中国在知识产权的保护上更占优势，目前中国已经超过印度成为亚洲医药外包的首选地

- **CDMO模式从临床前研究到商业化生产同药企深度对接，客户粘性强，提供的服务具备高附加值**
- ✓ 在CDMO模式下，从临床前研究、临床试验到商业化生产阶段同制药企业的研发、采购、生产等整个供应链体系深度对接
- ✓ 与传统的CMO模式相比，CDMO模式与客户的粘性更强，提供的服务技术含量更高，收益也更高

- **公司是国内CDMO领先企业，核心技术领先，项目储备丰富**
- ✓ 公司核心技术处于国际领先地位：长期的研发和技术积累，多年来注重与学术前沿实验室、跨国大药企在前瞻性技术领域的开发合作
- ✓ 客户结构稳定，深入合作绑定国际优质客户
- ✓ 公司项目储备丰富，梯队合理，成长确定性强：公司有数百项临床项目储备，覆盖数十种重大疾病领域，项目梯队合理，服务的多个商业化阶段代表性新药和重磅品种持续快速放量

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

- 高端新特药（创新药、生长激素、吸入制剂等）：治疗渗透率仍在快速提升
- **CXO**：总需求率、国际化率不断提升，受益于加大研发和全球产业链转移
- **疫苗**：接种率（渗透率）还是不高，产业集中度（市占率）或快速提升
- 医疗服务（眼科、口腔、体检）：各细分赛道渗透率仍在上升通道中
- 器械（IVD、血液净化、支架等）：医疗技术的使用在医院地位逐步提升
- 医疗美容：人皆爱美，总需求率巨大，各项技术渗透仍处于早期

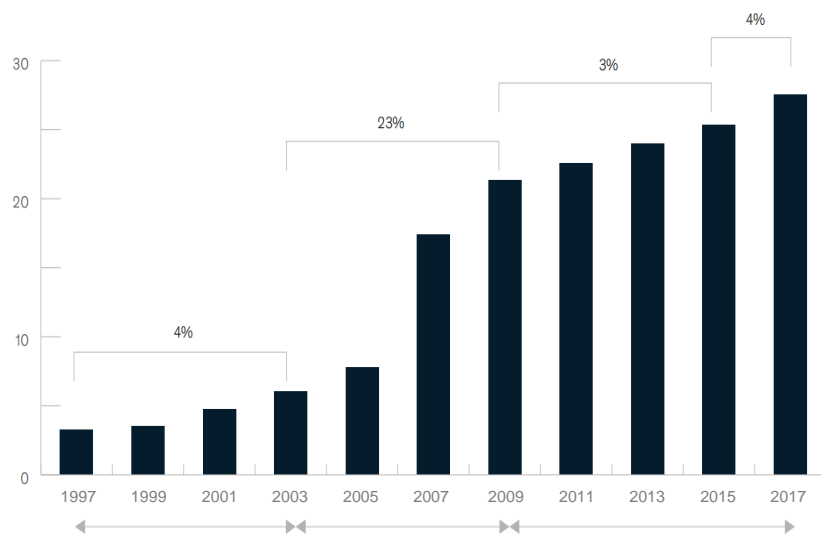
04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

05 风险提示

疫苗：驱动行业增长的二类苗，近两年才刚刚陆续上市

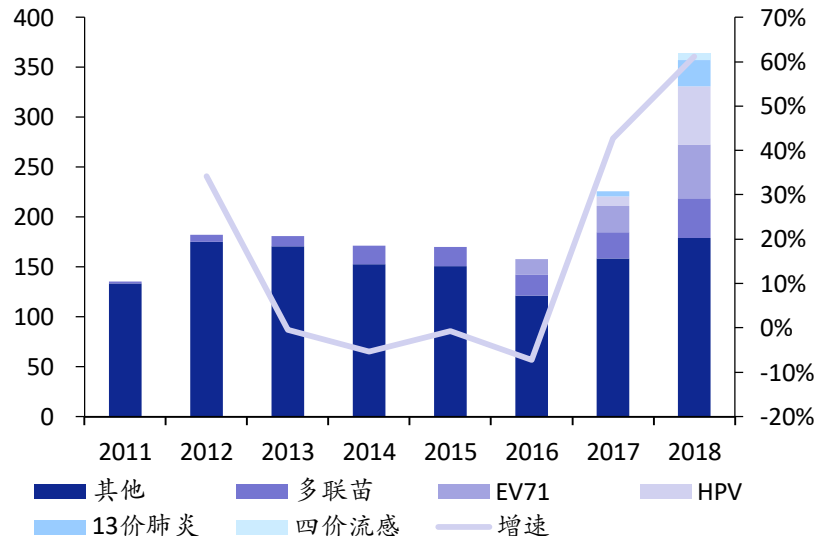
- 回顾全球疫苗行业过去20年的市场规模变化历程，2003-2009年是全球疫苗行业的快速增长期，全球市场规模从2003年的60亿美元左右迅速增长至2009年的210亿美元左右，年复合增速高达23%；尤其是2005-2007年期间，全球市场规模实现翻倍增长。其中，行业巨头的重磅品种的集中上市与销售放量，是行业快速增长的核心驱动因素
- 我国疫苗上市时间普遍落后美国10-20年时间，近年来，多种创新疫苗陆续在国内获批上市，带动我国疫苗行业进入类似全球疫苗行业2003-2009年的快速增长期。2018年，我国主要二类苗批签发对应市场规模达到364亿元，同比增长61%。但我们注意到，2018年批签发市值增量较大的疫苗品种（如HPV、13价肺炎疫苗等）大多为进口产品，国产重磅疫苗品种极其有限（只有EV71、四联苗）；随着国产13价肺炎疫苗、预防微卡、三代狂犬等重磅疫苗的陆续上市，国内疫苗企业及行业规模将真正迎来快速增长

图：全球疫苗行业市场规模变化趋势（十亿美元）



数据来源：麦肯锡、安信证券研究中心

图：我国二类疫苗批签发市场规模变化趋势（亿元）

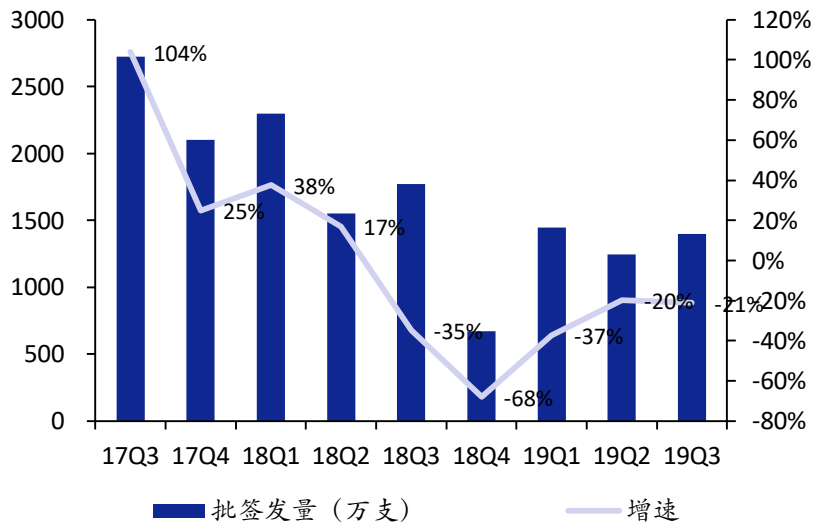


数据来源：中检院、安信证券研究中心

疫苗：19年下半年批签发有望重回增长快车道

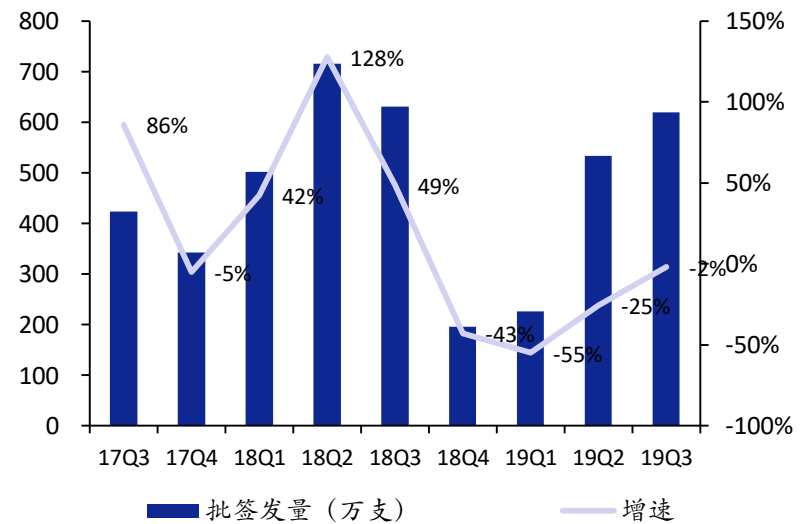
- 2018年8月长生生物事件以后，我国疫苗批签发明显趋严，批签发周期大幅延长（从以往的平均1.5月延长至2-3个月），进而导致2018下半年我国疫苗批签发量下降明显，国内疫苗供给受限（如狂犬、水痘、百白破、麻腮风等疫苗均有被报道出现缺苗现象），拖累上市公司业绩及行业整体增速
- 通过跟踪中检院数据，我国主要疫苗的批签发量在2018Q4到达低点后，自2019年开始已逐步恢复，2019下半年有望恢复同比正增长；而随着疫苗批签发量的恢复，相关疫苗品种的销售也将重回快速增长通道

图：近两年我国狂犬疫苗季度批签发量变化趋势



数据来源：中检院、安信证券研究中心

图：近两年我国水痘疫苗季度批签发量变化趋势



数据来源：中检院、安信证券研究中心

疫苗：管理法实施，行业风险进一步释放，下一步看集中度提升

- 2016年3月山东疫苗事件后，国务院于2016年4月修订《疫苗流通和预防接种管理条例》，我国疫苗流通全面实施一票制，疫苗流通规范度大幅提升。2018年7月长生生物事件再次引起社会广泛关注，2019年6月《中华人民共和国疫苗管理法》表决通过，并将于2019年12月1日开始施行。《疫苗管理法》是我国疫苗行业的基本法，随着其正式审议通过，我国疫苗行业政策风险进一步释放，行业确定性增强。在政策导向下，行业整合与产业并购有望加速，而龙头企业有望通过自主研发+外延并购的方式，加速实现重磅创新品种的布局，快速提升自身市场份额

表：《疫苗管理法》主要监管政策变化及点评

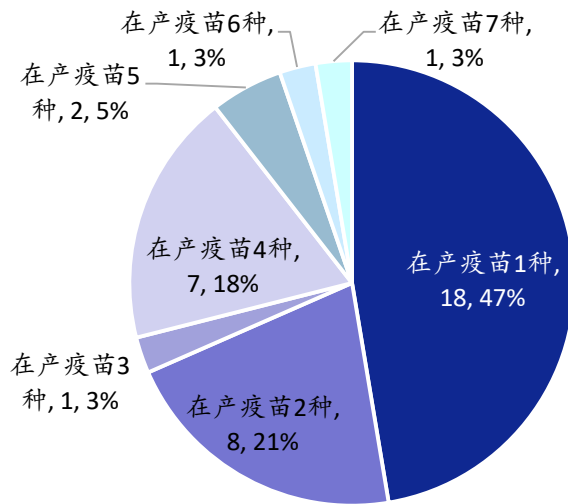
核心内容	具体表述	点评
行业监管趋严	实行“四个最严”管理，行业准入壁垒、产品质量要求、企业生产及质控要求均明显提升，同时“国家将建设中央和省级两级职业化、专业化药品检查员队伍，加强对疫苗的监督检查”。	行业内小微企业生存压力加剧，同时疫苗批签发趋严，使小微企业市场份额下降明显，龙头企业优势进一步凸显。
行业集中度提升	提高行业准入壁垒，支持疫苗产业发展和结构优化，鼓励疫苗生产规模化、集约化，不断提升疫苗生产工艺和质量水平。	未来几年，以产品互补为导向的产业并购有望明显增加，行业集中度将加速提升。
鼓励创新研发	国家支持疫苗基础和应用研究，促进疫苗研制和创新；安排必要资金，支持多联多价等新型疫苗的研制；对疾病预防、控制急需的疫苗和创新疫苗，国务院药品监督管理部门应当予以优先审评审批。	目前我国国产创新多联多价疫苗品种相对稀缺，与国外差距明显，但在国家政策支持下，创新品种有望加速上市，重点关注创新研发管线布局完善的龙头企业。
二类苗企业自主定价	疫苗的价格由疫苗上市许可持有人依法自主合理制定。疫苗的价格水平、差价率、利润率应当保持在合理幅度。	该表述较意见征求意见稿更加缓和，生产企业依旧拥有自主定价权，未来二类苗（尤其是独家品种）的降价压力较小，政策免疫属性突出。
疫苗流通更加灵活	疫苗上市许可持有人向疾病预防控制机构供应疫苗，向疾病预防控制机构或者疾病预防控制机构指定的接种单位配送疫苗。	与之前《疫苗流通和预防接种管理条例》的规定相比，生产企业的配送对象更加灵活。但考虑到，现有疫苗配送模式已相对成熟且规范度较高，我们预计，未来疫苗配送模式大概率仍会维持现状。
国家免疫规划动态调整	将建立国家免疫规划疫苗种类动态调整机制，省、自治区、直辖市在执行国家免疫规划时，可以增加免疫规划疫苗种类。	与欧美相比，我国免疫规划仍有较大差距，但未来扩容是必然趋势，水痘、Hib、23价肺炎疫苗都是一类苗的重点备选品种，但纳入进程需综合考虑国家财政、企业产能等多重因素，不会一蹴而就。
鼓励疫苗出口	国家鼓励疫苗生产企业按照国际采购要求生产、出口疫苗。	WHO预认证是疫苗出口非法规市场的有效路径，目前我国有4种疫苗通过WHO预认证，并有20多个品种正在或有意申报。在国家政策支持下，海外市场开拓或将成为疫苗企业的又一业绩增长点。
处罚从严从重	大幅提升了对违法犯罪行为的处罚力度，其中“生产、销售的疫苗属于假药的，处十五倍以上五十倍以下的罚款”、“生产、销售的疫苗属于劣药的，处十倍以上三十倍以下的罚款”。	随着犯罪成本的大幅提升，行业规范度有望进一步提升。

数据来源：NMPA官方网站、安信证券研究中心

疫苗：行业集中度（市占率）后续或加速提升

- 全球疫苗市场呈现寡头竞争格局，四大疫苗巨头占据全球疫苗市场80%以上的市场份额；而我国行业集中度较低，小微企业数量众多，根据中检院数据，我国近两年拥有批签发记录的疫苗企业合计38家，但18家企业只有1个疫苗品种，占比47%，8家企业只有2个疫苗品种，占比21%
- 《疫苗管理法》明确提出“鼓励疫苗生产规模化、集约化”，虽然其将于2019年12月1日开始施行，但行业整合已在酝酿之中。2018年9月《关于改革和完善疫苗管理体制的意见》，明确要求推动我国疫苗制造水平，用3到5年的时间，显著提高疫苗生产集约化水平；鼓励企业联合重组，解决疫苗企业过多过滥的问题；开展疫苗上市后再评价，淘汰落后产能。近期，工信部又组织疫苗企业等召开了行业整合方面的研讨会，核心政策思路是：一类苗一个品种只能有3家企业中标；二类苗招标中，有3个疫苗产品在生产的企业才有投标资格。若这一政策落地实施，我国疫苗行业集中度提升进程将大大加速

图：我国疫苗企业近两年在产疫苗品种数量分布



数据来源：中检院、安信证券研究中心

图：在产疫苗种类超过3个的国内疫苗企业信息

企业性质	生产企业	在产疫苗	在产疫苗品种
国有企业	武汉所	7	A群流脑多糖、EV71、狂犬、百白破、白破、乙脑、破伤风
	上海所	5	麻腮风、卡介苗、水痘、流感、麻腮
	北京所	4	麻腮风、麻风、IPV、bOPV
	成都所	4	卡介苗、百白破、乙脑、23价肺炎
	兰州所	4	轮状、AC流脑多糖、布氏菌、Hib
	长春所	4	流感、甲肝减毒、森林脑炎、双价肾综合征
	昆明所	3	IPV、EV71、甲肝减毒
民营企业	沃森生物	6	百白破、23价肺炎、四价流脑多糖、AC流脑结合、AC流脑多糖、Hib
	华兰生物	5	四价流脑多糖、AC流脑多糖、流感、四价流感、乙肝
	智飞生物	4	四价流脑多糖、三联苗、AC流脑结合、Hib
	康泰生物	4	麻风、四联苗、Hib、乙肝
	科兴生物	4	EV71、流感、甲肝灭活、腮腺炎

数据来源：中检院、安信证券研究中心

疫苗：产品管线决定发展空间，重点关注康泰、智飞、康希诺

在《疫苗管理法》鼓励创新研发的政策导向下，我国创新疫苗上市进度有望加速，而创新疫苗品种布局较为完善的康泰生物和智飞生物有望优先受益。全球疫苗巨头的发展历程已经说明，只有连续不断的重磅品种上市，才能够驱动企业持续快速发展。目前我国正处于重磅创新疫苗集中上市的临界点，研发管线的厚度将直接决定疫苗企业的未来发展空间。通过对比可以看到，康泰生物与智飞生物的研发管线布局明显领先于同行业其他企业，而康希诺凭借行业领先的研发能力同样有望在未来占据一定市场份额

表：我国主要民营疫苗企业的重磅疫苗品种布局情况

产品名称	康泰生物 (14)	智飞生物 (13)	康希诺 (8)	沃森生物 (7)	华兰生物 (2)
肺炎结合疫苗	13价申报上市	15价I期临床	13价准备I期	13价申报上市	
三代狂犬疫苗	III期临床完成	准备III期临床			
四价流脑结合疫苗	III期临床完成	II期临床	III期临床完成	I期临床	
IPV	III期临床		临床前		
EV71疫苗	III期临床, 重组	申报临床, 双价临床前		获批临床, 重组	获批临床, 双价申报临床
DTaP-Hib四联苗	已上市				
组分百白破(DTcP)	申报临床	申报临床	I期临床		
HPV	临床前			2价III期, 9价I期, 治疗性 获批临床	
DTaP-IPV-Hib五联苗	临床前				
五价轮状疫苗	临床前	临床前, 灭活			
麻腮风-水痘四联苗	临床前				
单纯疱疹疫苗	临床前, 重组				
重组B群流脑疫苗	临床前				
结核疫苗		预防微卡申报上市, 重组 结核疫苗临床中	I期临床		
23价肺炎多糖疫苗	已上市	III期临床	蛋白疫苗准备I期	已上市	
ACYW-Hib五联苗		申报临床		申报临床	
四价流感疫苗		III期临床		临床研究	已上市
四价诺如病毒疫苗		申报临床			
痢疾双价疫苗		II期临床			
寨卡病毒疫苗		临床前	临床前		
带状疱疹疫苗			临床前		

数据来源：公司年报、药智数据、安信证券研究中心

疫苗：重点关注康泰生物、智飞生物

➤ 康泰生物

- ✓ **业绩拆分：**19年前三季度，四联苗预计实际销量310-320万支，其中19Q3销量约130万支，较去年同期90万支的销量大幅增长，预计全年销量有望超过450万支；23价肺炎疫苗已获得山东、河南、安徽等省份的准入资格，预计三季度利润贡献有限，全年销量有望达到30万支
- ✓ **研发管线：**13价肺炎疫苗已递交上市预申请，预计20年下半年获批上市，21年正式贡献利润；三代狂犬已完成临床总结，预计年内递交上市预申请，20年底或21年初获批上市；IPV与EV71正在准备III期临床

➤ 智飞生物

- ✓ **业绩拆分：**三联苗预计前三季度销量约360万支，与去年同期基本持平，维持500万支全年销售预期不变，冻干剂型已递交预申报，预计20年底获批，三联苗业绩空白期不明显；四价和九价HPV疫苗预计销量分别约350万和230万支，合计贡献净利润约13亿元，默沙东分装线扩产完成后，明年批签发量与销量有望大幅提升；五价轮状疫苗预计销量约220万支，贡献净利润约1.2亿元
- ✓ **研发管线：**预防微卡与EC诊断试剂已完成技术审评，预计年内同步获批上市；23价肺炎疫苗已完成临床试验，正在血清检测，预计近期申报上市；四价流感疫苗处于III期临床；15价肺炎结合疫苗也已进入I期临床

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

- 高端新特药（创新药、生长激素、吸入制剂等）：治疗渗透率仍在快速提升
- **CXO**：总需求率、国际化率不断提升，受益于加大研发和全球产业链转移
- 疫苗：接种率（渗透率）还是不高，产业集中度（市占率）或快速提升
- 医疗服务（眼科、口腔、体检）：各细分赛道渗透率仍在上升通道中
- 器械（IVD、血液净化、支架等）：医疗技术的使用在医院地位逐步提升
- 医疗美容：人皆爱美，总需求率巨大，各项技术渗透仍处于早期

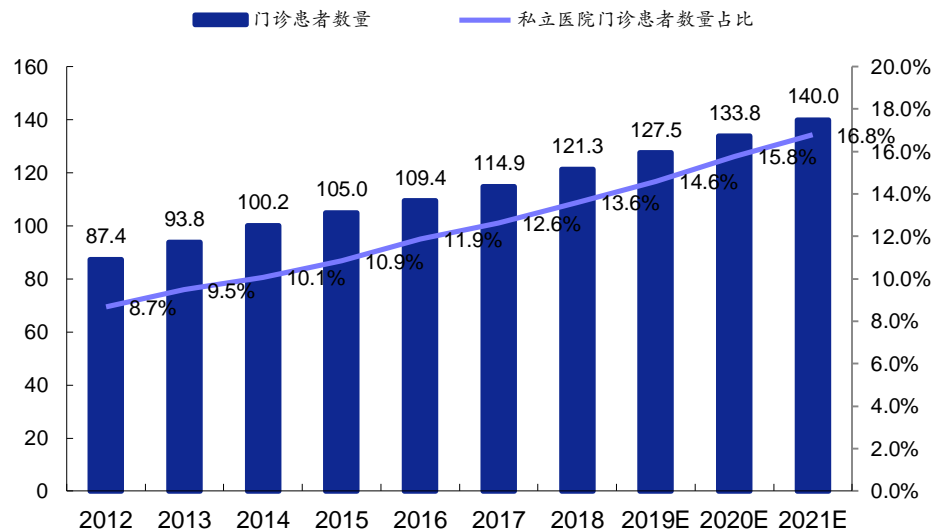
04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

05 风险提示

疾病谱变化，眼科疾病治疗需求大

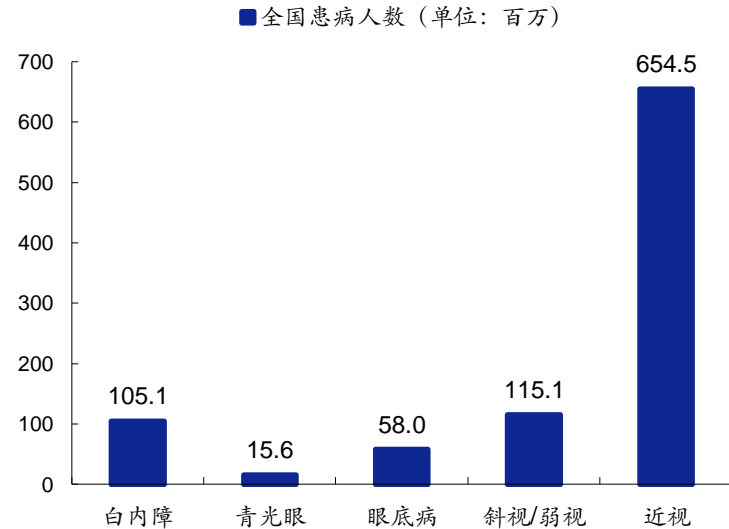
- 眼科疾病治疗服务市场指诊断及治疗白内障、青光眼、眼底病、斜视及弱视等眼科疾病，但不包括激光近视手术、眼科美容手术及验光服务
- 由于疾病谱变化、潜在需求释放及消费升级的共同作用下，我国眼科诊疗市场近几年增速保持稳速增长。从门诊患者来看，我国2012年眼科门诊患者8740万增至2017年的1.14亿人，预计2021年增至1.4亿人。对应之下，患者需求较大但渗透率较低。2018年我国白内障患者10.05亿，近视患者6.55亿人。根据第24次全国眼科大会统计，2018年我国CSR（白内障治疗案例/每百万人）为2600例，对比下2018年美国CSR已达12000例。同时，我国8-18岁青少年有1.5亿，近视发病率53.6%，目前有7000-8000万患近视眼。

图：我国眼科门诊患者数量以及私营医院门诊患者量占比



数据来源：希玛眼科招股书、安信证券研究中心 注：单位为百万人。

图：我国部分眼科疾病的患病人数（2018年）



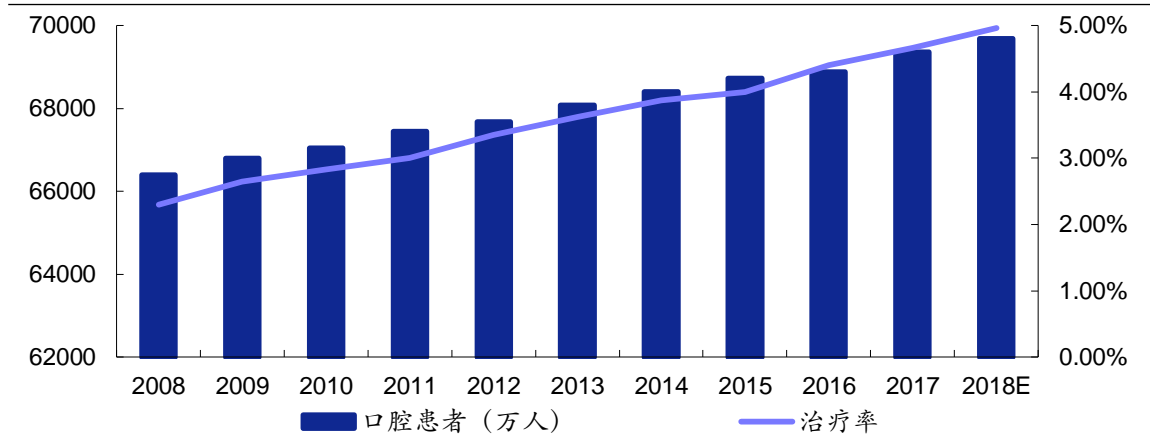
数据来源：中国知网、安信证券研究中心

爱尔眼科：眼科赛道的绝对龙头，内生外延助新高

- **眼科千亿市场，爱尔眼科是眼科赛道绝对龙头。**受益消费升级、发病率提升等因素，眼科诊疗渗透率持续提升。爱尔眼科作为行业龙头，公司凭借优异的治理结构与创新的管理模式，通过内生外延模式持续拓展覆盖网络。公司近几年市占率持续提升，未来仍有较大的提升空间
- **内生增长动力强劲，高端业务占比持续提升。**单季度来看，公司Q1/Q2/Q3收入端增速分别为28.50%、23.18%、27.24%，扣非净利润Q1/Q2/Q3增速分别为30.15%、33.10%、37.34%。Q3提速效应明显，预计暑假旺季带动业绩加速。高端业务占比提升带动公司毛利率提升。公司前三季度毛利率为48.41%，较去年提升0.58pct，主要系高端业务占比持续提升。屈光业务中全飞秒、ICL等高端手术占比进一步提高，形成量价齐升的趋势；白内障业务转型升级，高端晶体消费转化提升以及新技术运用增加；视光业务增速亮眼，是未来公司重点业务。国家近视防控战略、防盲治盲等政策的大力推进促进了居民眼健康意识的不断加强，公司视光业务增长强劲，是未来增长的新动力
- **进一步扩大“朋友圈”，28家眼科医院纳入版图。**根据公司公告，公司目前拟以发行股份方式购买磐信、磐茂（两者系中信产业投资基金管理有限公司旗下的基金）合计持有的天津中视信100%股权（拟从湖南爱尔中钰、南京爱尔安星、湖南亮视交银三家爱尔产业基金收购26家眼科医院的多数股权），拟以发行股份及支付现金方式购买众生药业持有的奥理德视光100%股权与宣城眼科80%股权。此次公司拟收购28家眼科医院，在引入强有力的战投军团的同时，通过产业链的深度合作，进一步扩大商业版图，进一步强化规模效应

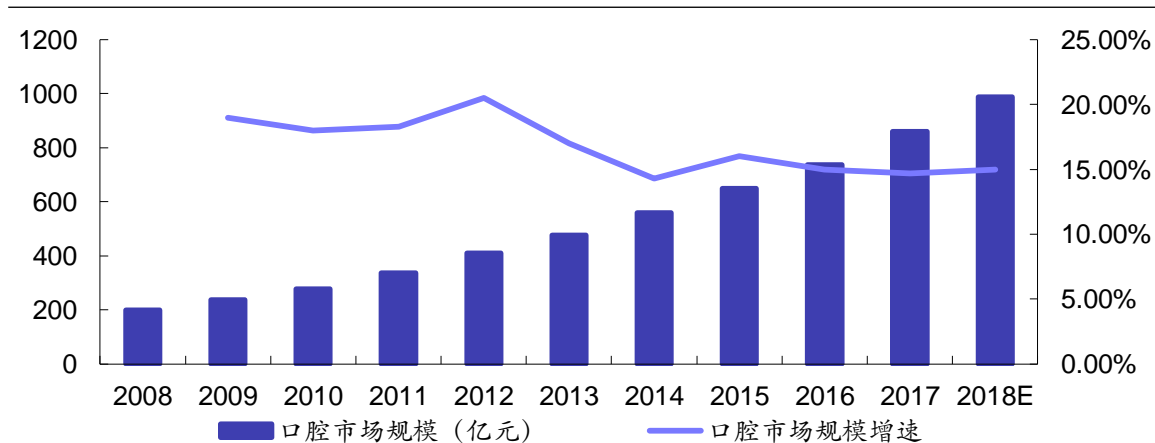
当前口腔治疗就诊率（渗透率）较低，行业仍处在增量市场

图：2011-2015年口腔患者人数及就诊率



数据来源：国家统计局、安信证券研究中心

图：2008-2017年口腔市场规模及增速



数据来源：中国产业信息网、安信证券研究中心

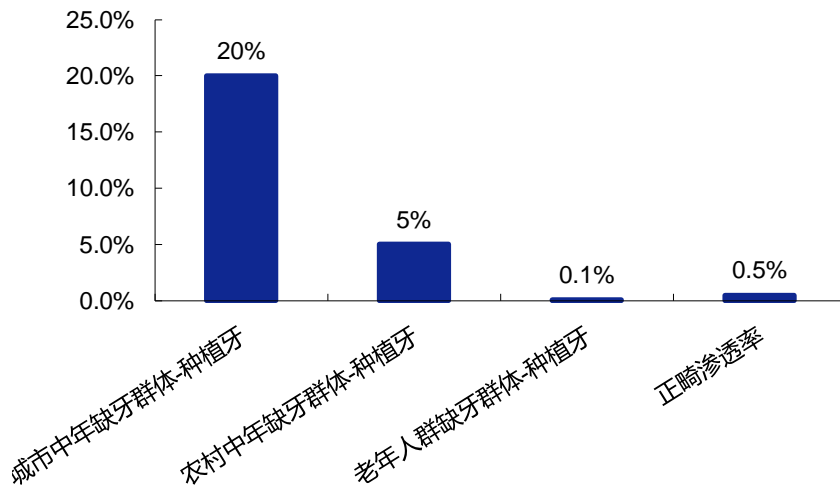
- 口腔行业需求端表现两大特点：发病率高、诊疗率低。随着发病率提高，我国口腔患者从2008年6.64万人提升至2017年的6.93万人。但目前诊疗率仍较低，根据统计，我国诊疗率从2008年的2.3%提升至2018年的4.96%。

- 伴随着就诊患者的提高，我国口腔市场规模逐步提高。我国2008年的200亿增至2017年的860亿，CAGR为18%

正畸和种植是前两大细分市场，目前渗透率均不高

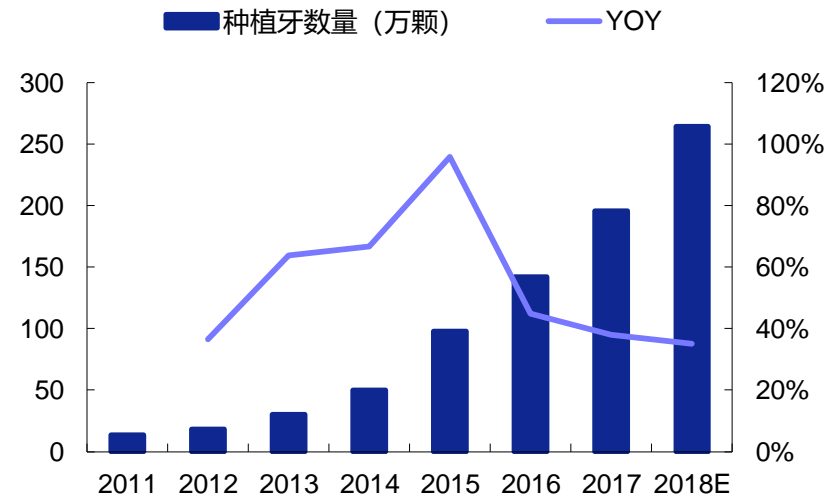
- 正畸和种植是前两大细分市场，目前渗透率都极低
- ✓ 目前牙齿畸形比例较高，根据《2018年中国正畸消费蓝皮书》统计，目前我国人口72%需要去需要治疗牙齿畸形，但目前仅有15.4%人群选择治疗，仍有84.6%人群未治疗。
- ✓ 种植主要针对牙齿缺失问题，牙齿缺失修复问题分为种植牙（效果好、费用高）、烤瓷牙（效果中等、费用中等）及活动义齿（效果差、费用低）。目前我国的国内种植牙市场仅17颗/万人，对比国外50-100颗/万人，仍有较大的成长空间。由于消费水平问题，城市的种植牙渗透率远高于农村种植牙渗透率。同时由于老年人偏好活动义齿方案，中年群体渗透率高于老年人群体

图：我国种植牙和正畸的渗透率



数据来源：《第四次全国口腔健康流行病学调查报告》、安信证券研究中心

图：我国口腔种植牙数量快速增长



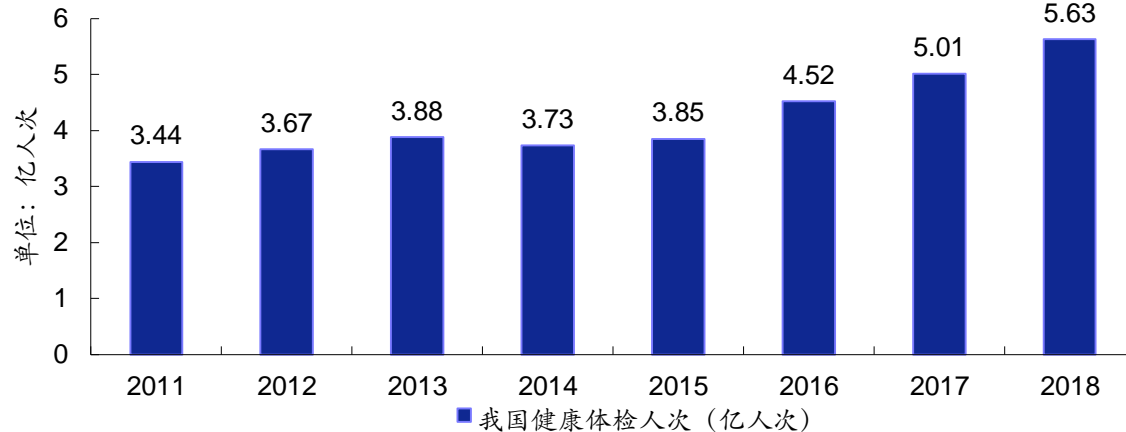
数据来源：前瞻产业研究院、安信证券研究中心

通策医疗：区域性口腔连锁龙头，未来成长可期

- **内生增长确定性高，规模整合下盈利能力增强。**总院定位为“蓄水池+辅助支持”角色，2019Q3总院本部营业收入实现4.7亿元，在去年高基数的基础上稳速增长9%，毛利率56.92%，净利率45.65%，规模效应明显。在总院的辐射下，目前杭口集团省内分院全部实现盈利，伴随净利率的提升，分院利润增速有望继续超过收入增速。根据三季度投资关系纪要统计，城西院前三季度实现营收3亿（+35%），利润约1亿（+77%），毛利率48.8%，净利率32.14%，盈利能力增强。另外杭口集团两年内新设已盈利的数家分院，盈利能力进一步增强。海宁口腔医院（201408）净利率32.86%，毛利率44.35%；上虞口腔医院（201501），净利率近30%，毛利率46.36%；湖州（201508）、庆春（201606）、绍兴（201501）成熟后可以对标衢州（2007），衢州口腔医院净利率达到35.45%，毛利率45.6%
- **种植医疗服务有望成为业绩驱动力，种植牙倍增持续推行。**根据三季度投资关系纪要统计，前三季度种植医疗服务收入2.27亿（+26%），正畸医疗服务收入3.14亿（+27%），儿科医疗服务2.14亿元（+31.67%），综合业务收入4.05亿元（+22.39%）其他业务1.83亿元（+15.59%）。公司开启三年期的种植增长计划：根据市场细分进行差异化定价，满足不同的消费需求，在保持原有针对中高端种植产品的同时，推出低价位种植产品，打破种牙贵的传统思维。全省范围内杭州口腔医院集团所属的19家医疗机构和今后县（市、区）新建医院均为该项目定点医疗机构
- **蒲公英计划持续推进，响应国家政策深耕基层医疗市场。**公司与杭州口腔医院集团于2018年底正式启动蒲公英计划，规划3-5年内完成全省县市区和重点乡镇100家口腔医疗机构布局。根据三季度投资关系纪要统计，蒲公英计划首批10家预计20年春季开业，预计明年开设30家，蒲公英计划分院按照杭口集团持股51%及以上比例规划，关联方蒲公英合伙企业持股比例9~20%，当地医生团队持股比例30~40%的方式设立，单家投入成本控制在1千万以内，成熟期体量约30-50家牙椅，今明年持续加大投入，预计21-22年发力

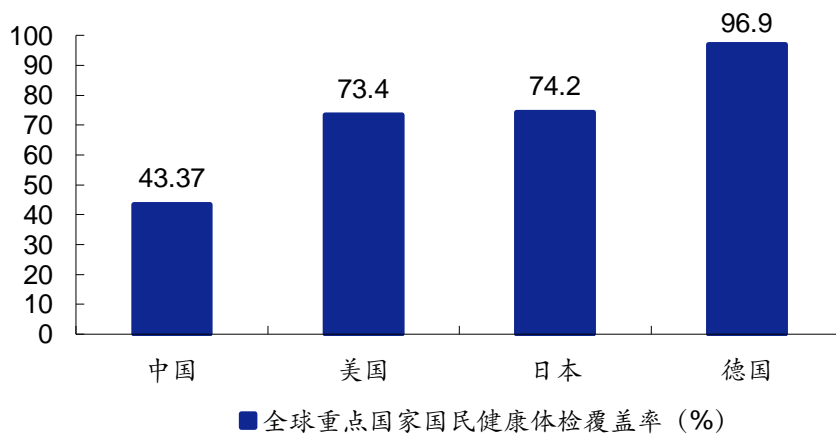
体检行业：需求不断增长，产业从分散走向集中

图：2011-2018年我国健康体检人次统计情况及预测



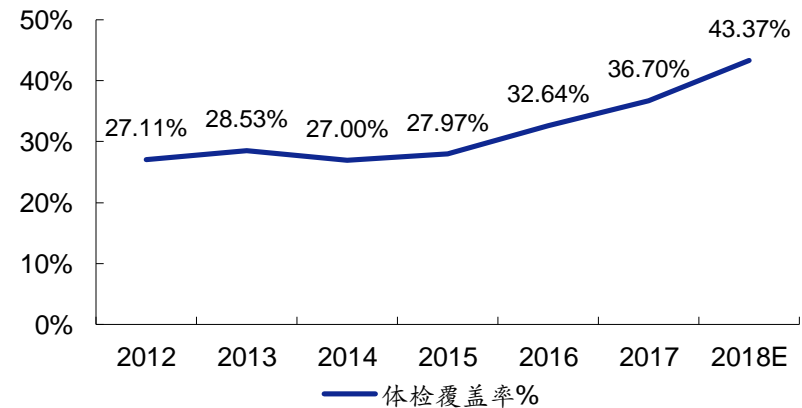
数据来源：前瞻产业研究院、国家统计局、安信证券研究中心

图：全球重点国家国民健康体检覆盖率统计情况



数据来源：前瞻产业研究院、安信证券研究中心 注：中国为2018年数据，其他国家为2017年数据

图：2012-2018年中国健康体检覆盖率走势

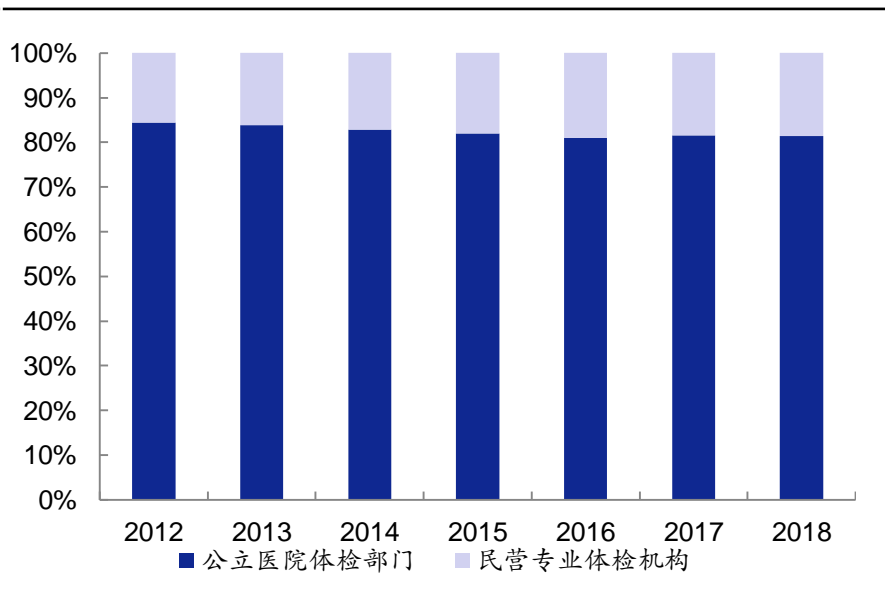


数据来源：前瞻产业研究院、国家统计局、安信证券研究中心

体检行业：非公体检份额不断提升，民营龙头有望受益

- 非公体检份额不断提升，但仍然具有较大的提升空间。非公体检机构占比由2012年的18%逐步提升至2018年的18.6%，市场份额由72.2亿提升至276.1亿，CAGR为25%，高于公立医院体检市场规模增速。相较公立医院，民营医院体检机构具有机制更为灵活、服务质量更好、复制性更强等优势
- 专业健康体检市场经过近十年的快速发展，目前国内专业健康体检行业进入了龙头整合阶段，集中度的提升将是未来三年市场的主流趋势。专业体检市场目前占有率较高的龙头企业主要有美年健康、爱康国宾、瑞慈体检和慈铭体检（现已被美年健康收购）。

图：中国体检行业民营专业体检机构市场规模占比



数据来源：《中国卫生统计年鉴》、F&S、艾媒咨询、安信证券研究中心

表：公立体检机构与民营专业体检机构对比

	公立医院体检部门	民营专业机构
优势	硬件设备齐全； 拥有国家优惠政策、受国家扶持，经营成本较低； 公立医院天生更受国民信任	市场化运作，经营机制灵活、服务意识更强； 在避免或减少医院交叉感染风险上具备优势； 业务体系可标准化，可连锁复制，迅速进行规模性扩张； 可以提供富有成效的检后健康管理服务
劣势	院内交叉感染风险较高； 服务理念和质量存在劣势； 对公立医院来说，体检仅作为辅助业务；一般不具备连锁经营条件	仅部分享受国家相关优惠政策，经营成本相对较高； 与有实力的大医院相比，某些先进硬件设备配置相对不足； 在获得民众的信任上，天生弱于公立医院

数据来源：安信证券研究中心整理

美年健康：业绩回暖，携手阿里步入新发展

- **聚焦内生改造，业绩稳步回升。** Q1-Q3公司实现收入62.78亿元（+7.89%），归母净利润实现3.91亿元(-5.46%）。扣非归母净利润实现2.41亿元（-29.78%）。单季度来看，Q3单季度实现收入26.36亿元（+15.58%），归母净利润3.74亿元（+46.80%），扣非归母净利润实现3.77亿元（+55.80%）三季度收入与利润端改善显著，Q1/Q2/Q3收入增速分别为4.21%、2.24%、15.58%，归母净利润增速分别为-6.45%、-49.92%、46.80%。2019年公司整体聚焦内生改善，在医疗质量体系、设备系统、人员培训、信息化建设等加大投入力度，以阵痛换取更长远、更健康的发展
- **发力个检业务，聚焦C端客户。** 2019H1公司团检与个检占比为72%、28%，公司计划5年内实现个检占比50%。目前团检客单价480元/人、个检609元/人，随着个检的占比提高，公司客单价逐步提升。2019年推出“美年好医生”和“X+1”等个检产品，全面升级配套流程、系统配备，为个检服务奠定基础，未来期待公司高端个检业务落地后的转型发展
- **定增落地，携手阿里步入新发展。** 公司定增落地后，阿里网络持股9.39%，成为公司第一大股东；其与杭州信投（持股5%）构成一致行动人共持有公司14.39%；而上海麒钧（云锋系基金控股）持股5.10%，三者合计持股19.49%。此次募资净额20.05亿，主要用于生物样本建设项目（9亿）、数据中心建设项目（5.3亿）、终端信息安全升级项目（1.79亿）、管理系统升级（6540万元），并补充流动资金3.71亿元。一方面能够助美年高质量提升企业数字化、智能化发展水平，构建协作创新的技术平台，助力公司高端个检产品的推出，为公司长期发展提供有力支持；另一方面，募资20.05亿，有利于降低公司资产负债率及财务风险，进一步增强公司资本实力

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

- 高端新特药（创新药、生长激素、吸入制剂等）：治疗渗透率仍在快速提升
- **CXO**：总需求率、国际化率不断提升，受益于加大研发和全球产业链转移
- 疫苗：接种率（渗透率）还是不高，产业集中度（市占率）或快速提升
- 医疗服务（眼科、口腔、体检）：各细分赛道渗透率仍在上升通道中
- 器械（IVD、血液净化、支架等）：医疗技术的使用在医院地位逐步提升
- 医疗美容：人皆爱美，总需求率巨大，各项技术渗透仍处于早期

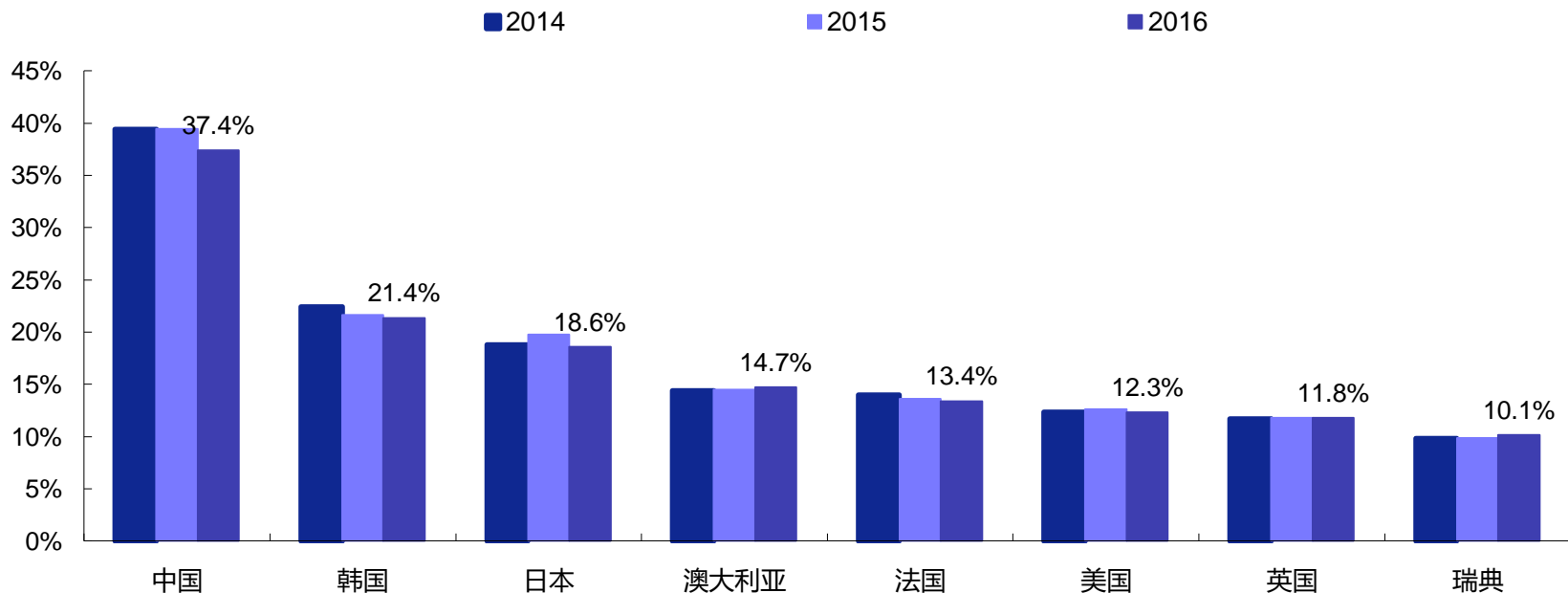
04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

05 风险提示

对标海外：我国药品占卫生总费用的比重仍显著高于其他国家

- 对比主要国家药品费用占卫生总费用的比重，我们发现中国是其中药品费用占比最高的国家。根据OECD数据，韩国、日本药品费用比例保持在20%左右，且依然呈现不同程度的下降趋势；欧美等国药品费用支出占比普遍更低，保持在10%-15%，且法国、美国、英国的这一比重仍在下降；我国近年来药品费用占比有所下降，但依然显著高于其他国家
- 卫生总费用主要包含药品费用、医疗技术类费用（服务、耗材、诊断等）、医院建设费用和医生人工费用等。在药品费用占比下行、医院建设与医师费用占比保持相对稳定的情况下，医疗技术费用占比将不断提高，成为卫生费用支出增长的驱动因素

图：各国药品费用占卫生总费用比重对比（%）

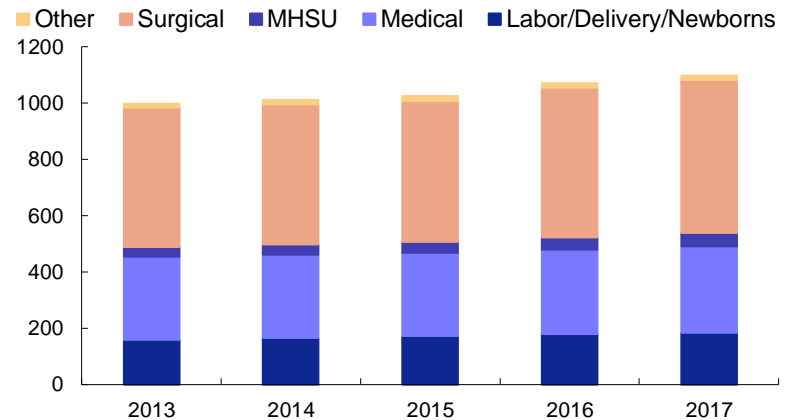


数据来源：OECD、卫计委、安信证券研究中心

对标海外：美国住院患者开销中手术与检测类占比有所提升

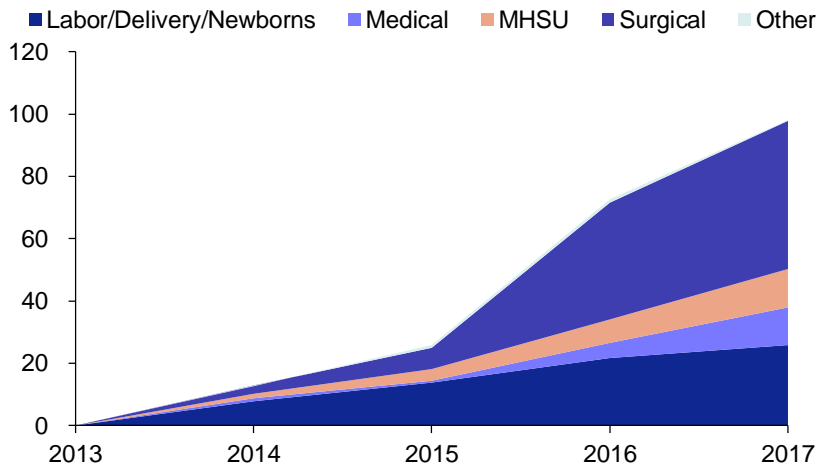
- 近年来，手术费用在美国住院病人医疗开销中占比最高，且增速最快。根据HCCI数据，2017年，人均住院手术费用占住院费用的49%
- 细分来看，手术费用增长幅度最大，分娩/新生儿服务花销成为累计增长金额第二大的类别。2013-2017年，人均住院总支出增加约98.1美元，其中手术与分娩增长金额分别约为48美元与26美元，二者占2017年住院人均支出增长金额的56%，占2013年至2017年住院人均支出增长金额的75%

图：2017年美国住院病人各类支出占比



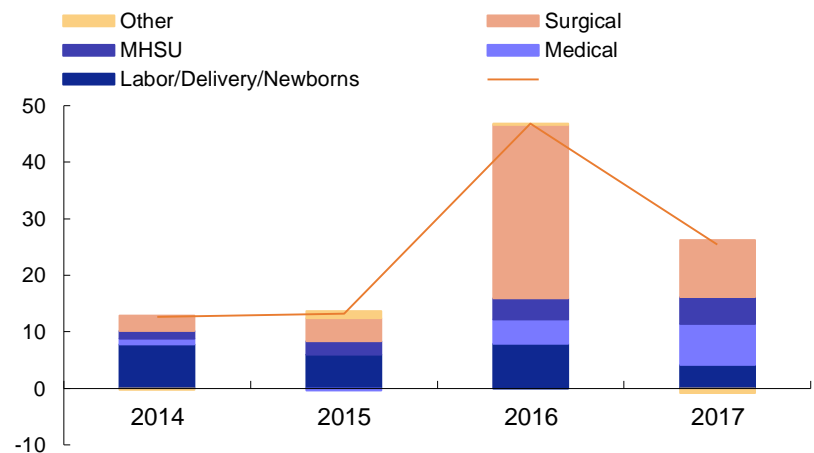
数据来源：HCCI、安信证券研究中心

图：美国各类住院费人均累计增长金额（美元）



数据来源：HCCI、安信证券研究中心

图：美国各类住院费人均同比增长金额（美元）

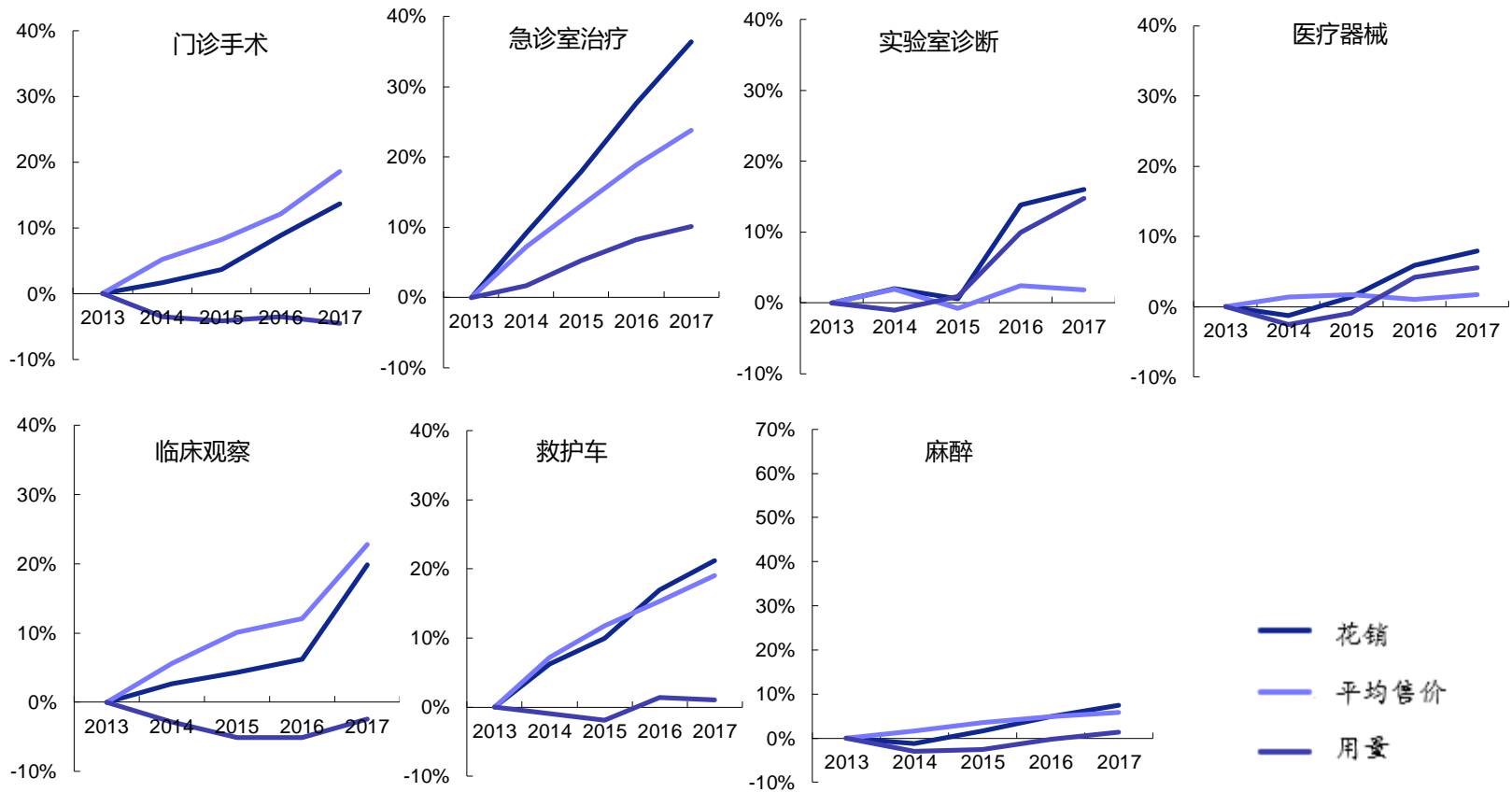


数据来源：HCCI、安信证券研究中心

对标海外：美国医技类项目使用量近年来稳中有升

- 2013-2017年，美国医技主要领域当中，门诊手术的使用量略有下降，平均价格的持续增长推动了总支出同比增长不断提升；医疗器械（DME）与实验室诊断的患者用量与价格均实现稳定增长，同时驱动支出金额提升

图：美国部分非药类医疗花销增长情况

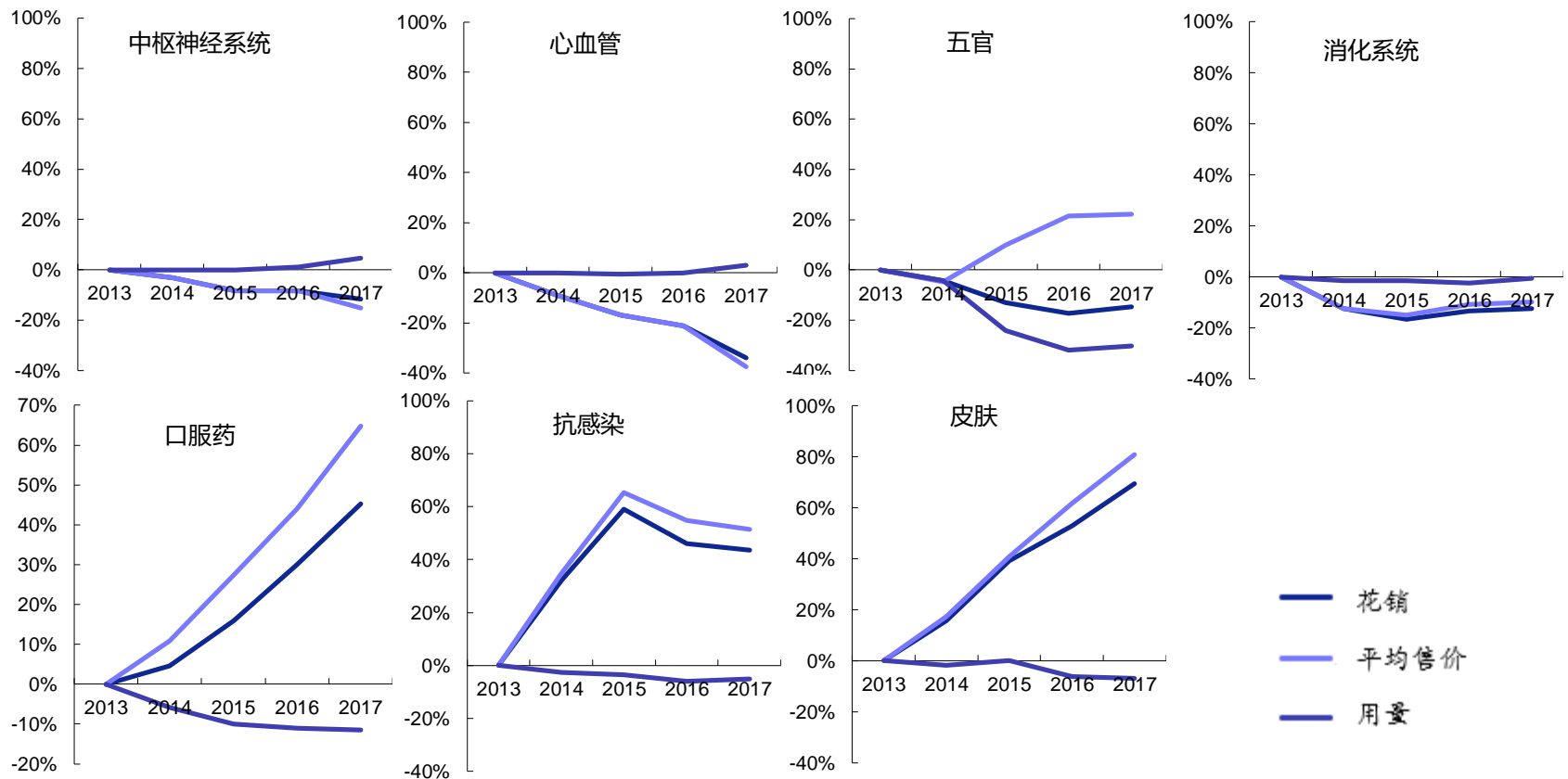


数据来源：HCCI、安信证券研究中心

对标海外：美国多数药品品类使用量出现显著下降

近年来，美国处方药使用量品类间分化明显。2013年至2017年，类风湿关节炎药物的使用增加了37%，而其他多个品种使用均出现不同程度的减少（与处方药OTC化有关）。整体处方药平均价格上涨了25%，价格增长有所放缓，主要系仿制药对部分品牌药形成替代（心血管和中枢神经系统尤为显著）

图：美国部分药品品类医疗花销增长情况

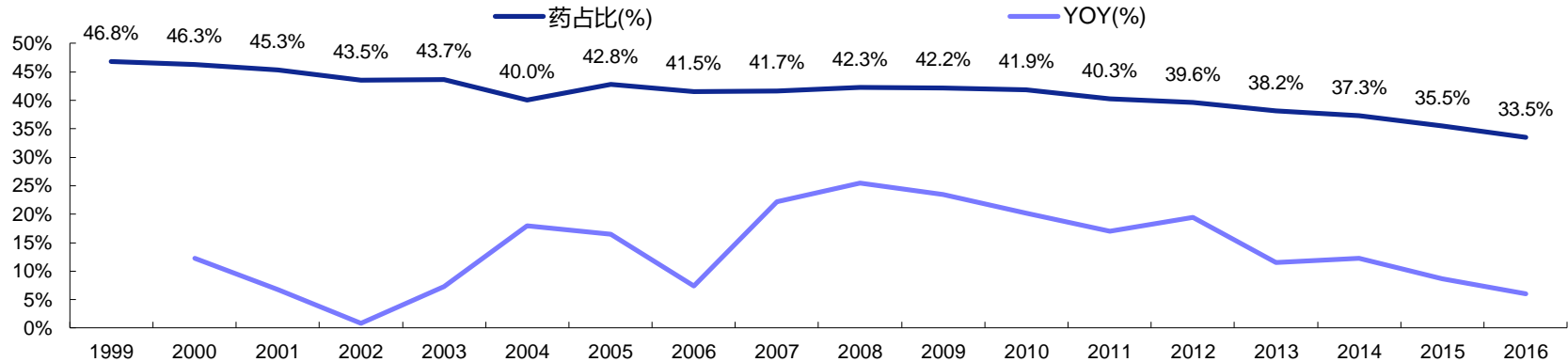


数据来源：HCCI、安信证券研究中心

国内市场：药占比不断下降，医技类占比逐步提升

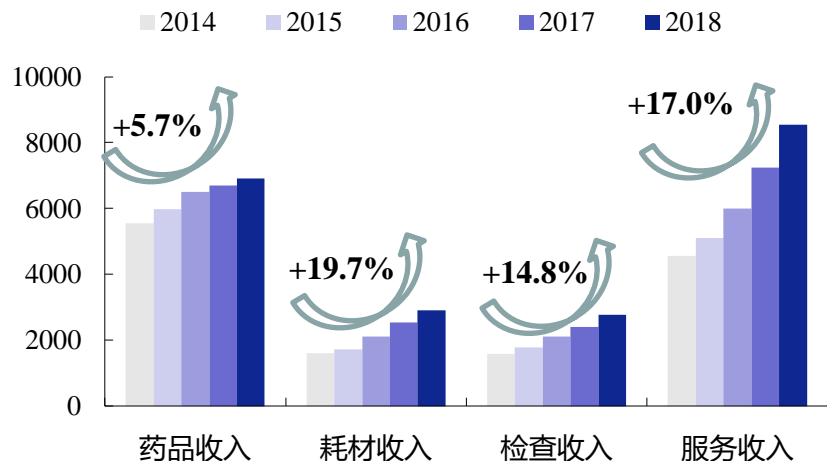
我国药品收入占医院整体收入的比例自2010年开始加速下降。耗材、检查与服务收入实现同比增速和占比的同步提升。

图：我国综合医院药占比及药品销售金额同比增长情况



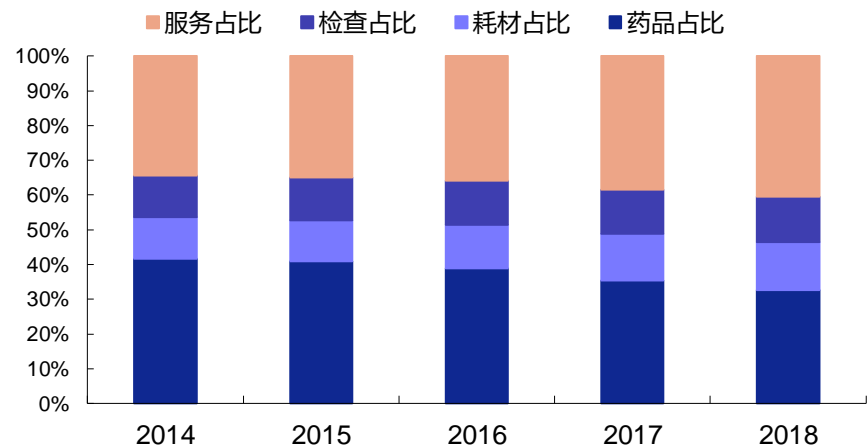
数据来源：卫计委、安信证券研究中心

图：我国公立医院各类收入增长情况



数据来源：HIA、安信证券研究中心

图：我国公立医院各类收入占比情况

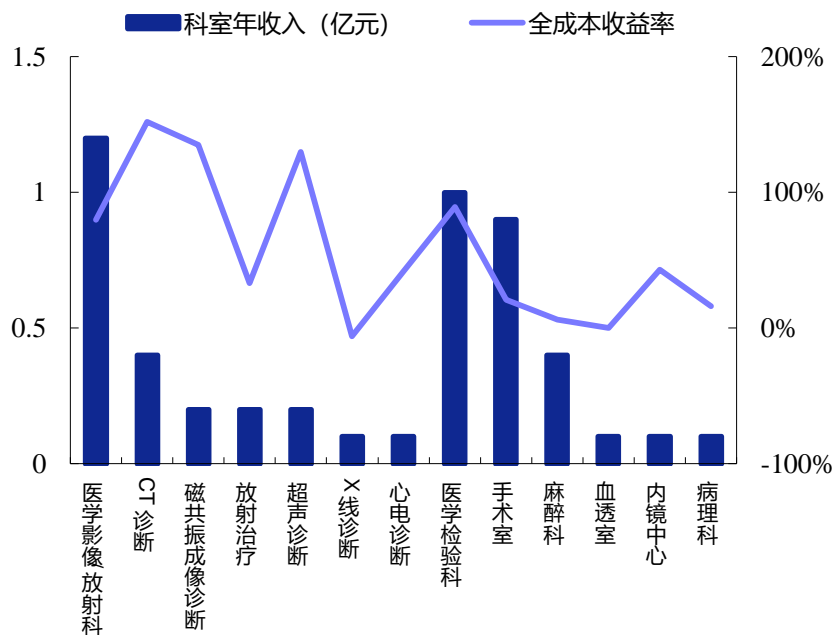


数据来源：HIA、安信证券研究中心

国内市场：医技收入增速显著高于药品，手术、诊断等科室收益 率突出

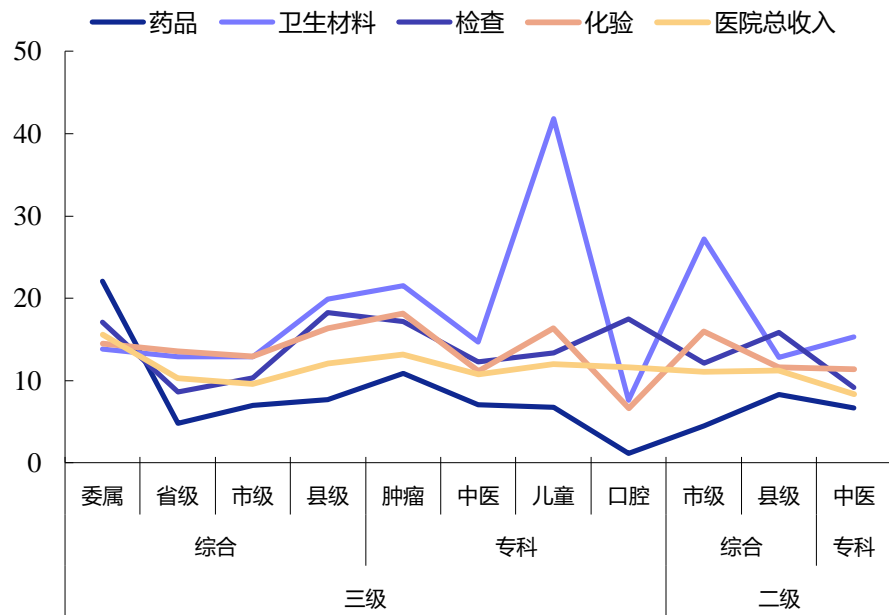
- 在诸多科室中，检验科和放射科两个医技科室盈利能力最强。根据HIA数据，医学检验科成本收益率高达89%，位居各科室之首，其中CT、MRI和超声的成本收益率均超过100%。此外，内镜中心与手术的成本收益率同样处于较高水平，分别为43%和21%。
- 各类医院分项目收入增长呈现出相似趋势：药品收入增速较低，而卫生材料、检查增速显著高于医院整体增速。根据HIA数据，2014-2016我国各类医院收入增速基本在10%左右，而卫生材料收入增速则多位于15%-20%（儿童医院高达40%+），而药品增速则多低于10%。

图：我国各类科室年收入与成本收益率情况



数据来源：HIA、安信证券研究中心

图：2014-2016公立医院分类型与项目收入复合增速



数据来源：HIA、安信证券研究中心

小结：未来医技类项目终端地位有望进一步提升

国际情况



- ✓ 目前发达国家药品占卫生总费用的比重普遍维持在20%以下，显著低于我国。药价上涨是维持/推高药品费用占卫生总费用比重的主要因素，在药价涨幅趋于平缓时，药品占卫生总费用的比重将出现下降
- ✓ 近年来美国处方药市场受到OTC化、仿制药份额提升等因素影响，多个药品品类医院用量出现大幅缩减，价格增速明显放缓。而医技类收入显著增长，且多数项目使用量有所上升

国内现状

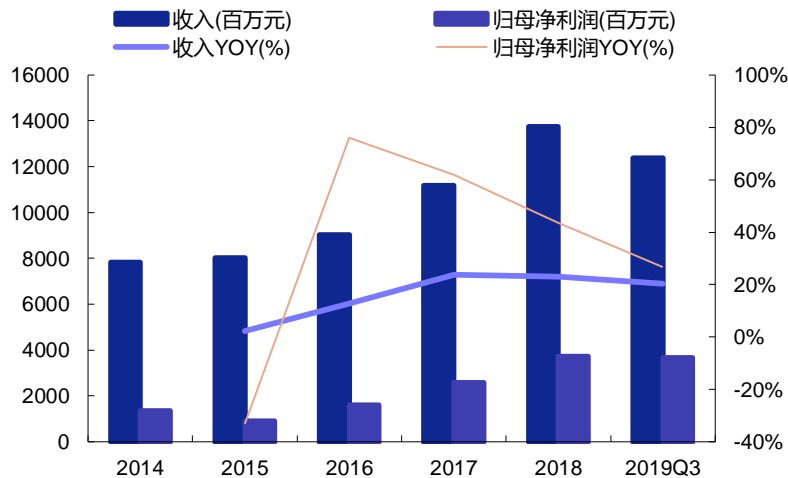


- ✓ 近年来，我国药品板块同比增长显著低于耗材与服务，药占比不断降低
- ✓ 根据国际经验，当药品失去价格优势时，其收入贡献将逐步下行。在我国药品零加成、集采降价的背景下，我们预计医院药占比将进一步下降，医技类项目（手术、检验等）收入&用量占比有望进一步提升

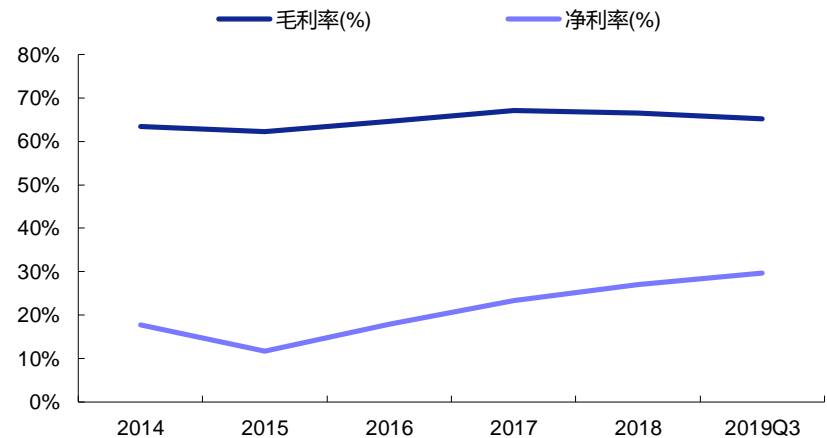
迈瑞医疗：国产医疗器械巨头，监护、影像、IVD均衡发展

- **国产医疗设备龙头，业绩实现稳健增长。**2019年前三季度，公司实现营业收入123.79亿元，YOY 20.42%；归母净利润36.71亿元，YOY 26.74%。2014-2018年，公司营业收入年复合增速为15.1%；归母净利润年复合增速28.6%。分产品线来看，生命信息与支持业务线实现收入约48-50亿元，YOY约20%-25%，占总收入的比重约38-40%；体外诊断业务线实现收入约40-45亿元，YOY约22%-25%，占总收入的比重约33-35%；公司影像业务线实现收入约30亿元，YOY约12%-15%，占总收入的比重约25%
- **公司三大业务线的产品技术与行业地位均达到国产顶级水平，新产品不断打开公司的成长空间：**
- ✓ **生命信息与支持：监护仪与二线品种有望共同拉动增长。**今明两年是国内二级医院扩建的高潮，即将开标的项目超过1000家，且三级医院持续受政策因素驱动，仍处于设备升级、新增的进程中，公司作为监护领域产品布局最全面、品牌认知度最高的国产龙头，有望优先受益。其中，呼吸机、输注泵、麻醉剂、除颤仪等新产品处于快速增长期。未来国际高端客户群开拓与国内ICU建设加速有望使新产品保持快速放量

图：公司收入与归母净利润增长情况



图：公司毛利率与净利率变化情况



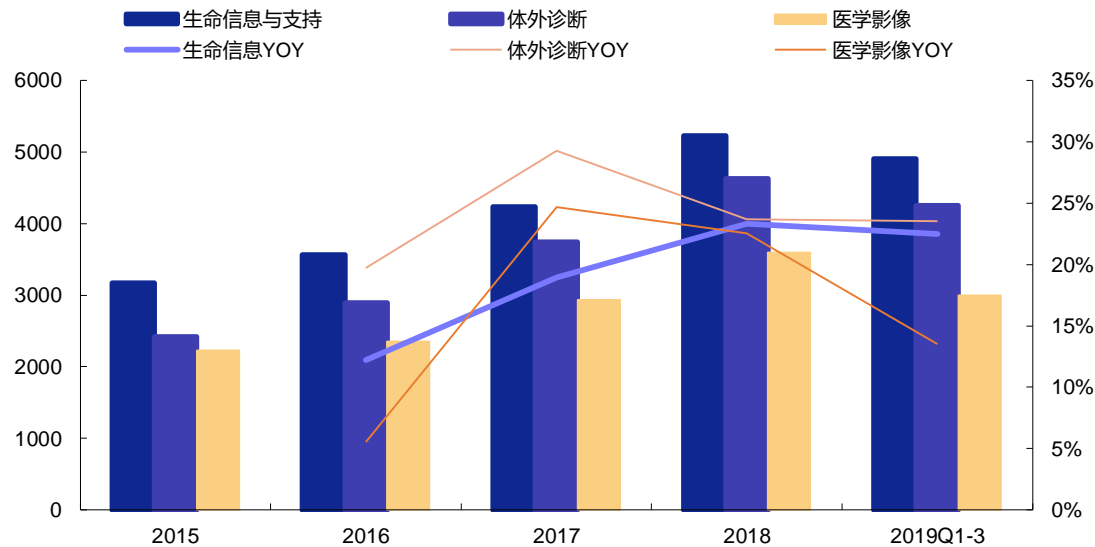
数据来源：Wind、安信证券研究中心

数据来源：Wind、安信证券研究中心

迈瑞医疗：国产医疗器械巨头，监护、影像、IVD均衡发展

- **体外诊断：化学发光与血球增长迅速，流水线产品上市有望拉动试剂端长期增长。**目前IVD板块是公司研发投入占比最高的业务线，产品和试剂不断实现升级迭代。重磅流水线产品M6000于19年8月发布，整合了生化、免疫、血液、凝血四大自主检测系统，随着公司流水线投放上量，配套试剂的销售有望得到显著拉动。我们预计公司血球与化学发光业务将保持快速增长，不断突破高端市场，市场份额持续提升
- **医学影像：基层采购阶段性放缓，长期市场需求仍然强劲，高端产品不断上市。**公司高端影像产品保持高速增长，Re系列19H1国内增速近50%，占整个超声业务的比例超过30%。X-Insight DC-90中高端彩超于19年10月份发布，延续了Re系列产品的卓越性能，是公司又一高端产品系列。此外，公司于上半年还推出了中高端台式彩超X-Insight DC-80版、新低端便携彩超Z50/Z60及新黑白超DP50专家版、低端台式彩超DC-30 V2.0版等新品，为后续开启新一轮放量奠定了基础

图：公司分产品线增长情况（百万元）

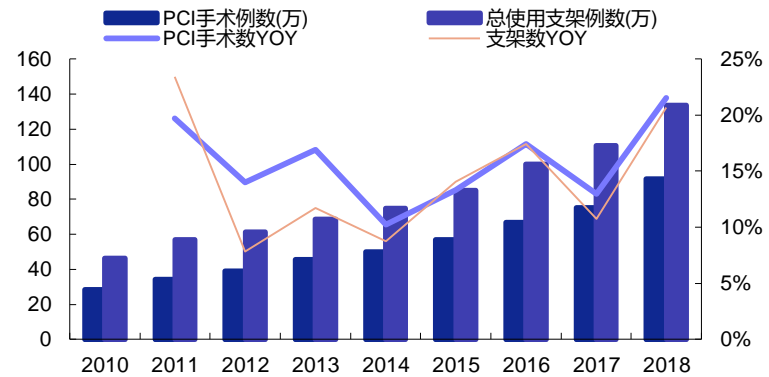


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

PCI手术：STEMI病例数与PCI比例提升带动PCI例数不断增长

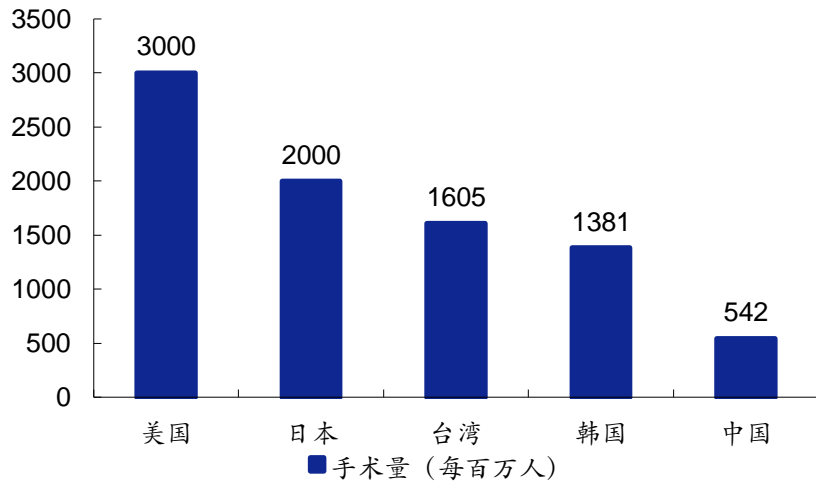
➤ 市场需求保持增长，且渗透率很低。近年来我国STEMI病例数与直接接受PCI手术的患者比例稳定上升，使得PCI手术例数实现稳定较快增长。但与此同时，我国PCI治疗率相比发达国家/地区仍显示出较大差距。截至2017年我国平均每100万人有542例患者进行PCI治疗，治疗渗透率仍远低于美国、日本、中国台湾、韩国

图：2009年至2018年我国PCI手术例数与增速



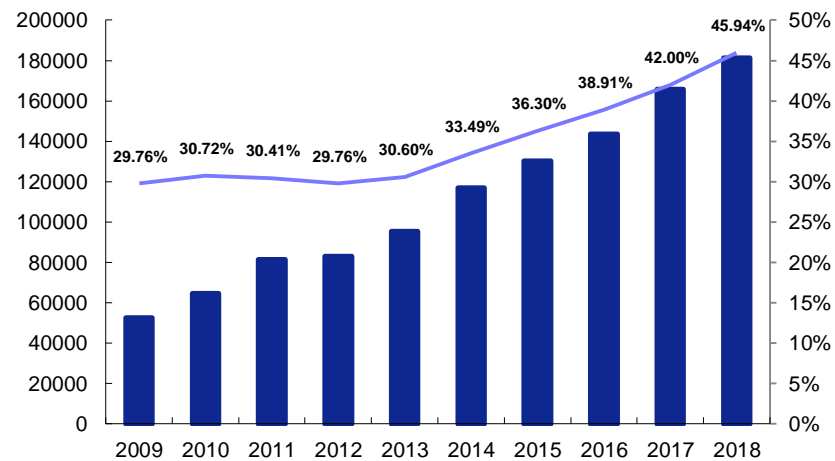
数据来源：全国介入心脏病学论坛2019、安信证券研究中心

图：每百万人PCI手术量对比（2017年）



数据来源：OECD、NCBI、米内网、安信证券研究中心

图：STEMI病例数与直接接受PCI比例

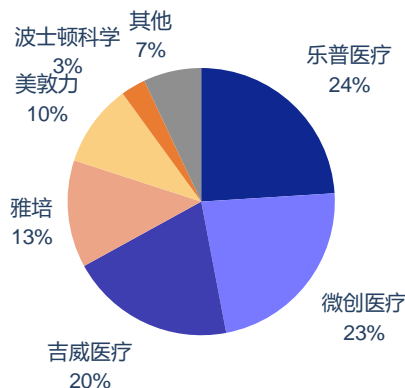


数据来源：全国介入心脏病学论坛2019、安信证券研究中心

心脏支架：技术迭代重塑供应格局，创新型国产厂商有望受益

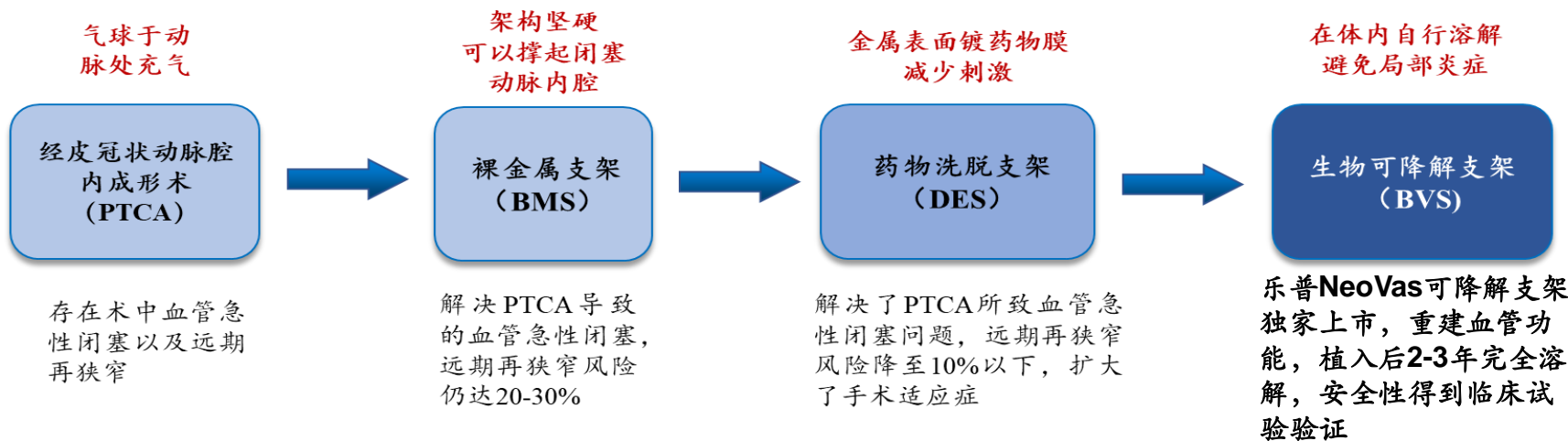
- 心脏支架领域国产化率高，供应格局相对稳定。前三大龙头，乐普医疗、微创医疗、吉威医疗占据市场近70%的份额。雅培、美敦力和波科等外资厂商市场份额相对较低
- 心脏支架技术不断实现迭代。支架至今经历四代发展，由BMS到现在的BVS。未来，支架演进的方向包括：降低再狭窄率、不需要长期服药、减少晚期追赶、支架可降解等。乐普在可降解支架的布局上领先市场

图：2018年我国心脏支架市场各厂家市占率（按植入量计算）



数据来源：中国产业信息网、安信证券研究中心

图：PCI技术的发展与演变



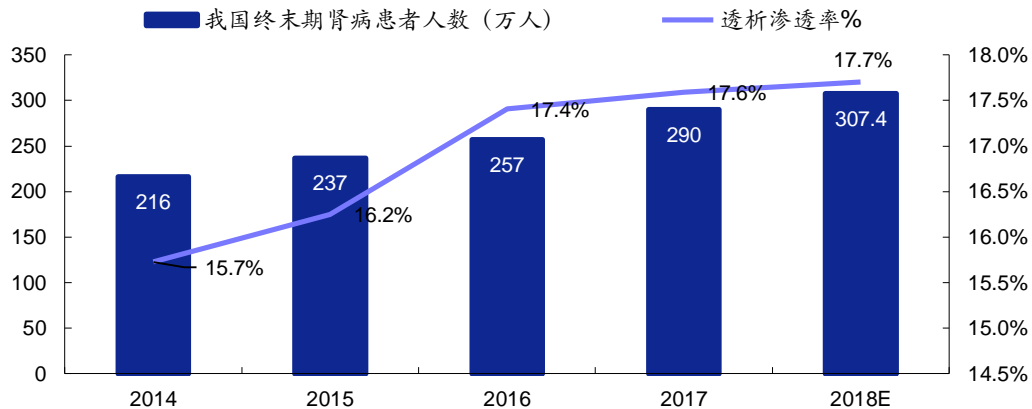
数据来源：CNKI、安信证券研究中心

乐普医疗：发力新产品，拥抱新领域，心血管龙头扬帆再起航

- 创新器械产品的批量上市与推广有望不断打开板块的成长空间
- ✓ **(1) 生物可吸收支架(NeoVas):** 全国独家可降解支架产品，临床试验数据显著优于国际竞争对手，较之传统金属支架血管弹性恢复更好，未来有望持续替代老一代支架产品。目前，公司NeoVas市场推广进展顺利，已在河南、山东等28个省份内的300多家医院完成病例植入，预计全年销售额有望突破2亿元
- ✓ **(2) 冠脉药物球囊:** 药物球囊在治疗支架内再狭窄、小血管病变、分叉病变等方面具有优势。公司药物球囊于19年6月获得NMPA的注册申请受理、并通过首次GMP审核，预计于20年上半年取得注册批件。目前我国药物球囊年使用量约为10万只，其中95%市场份额由贝朗占据，国产化率仅不到5%，公司有望打响国产替代第一枪
- ✓ **(3) PCI术配套耗材:** 公司已经实现了全面的产品线布局，是国内唯一能够供应全套PCI术配套耗材产品的厂商，有望打破进口垄断的格局
- ✓ **(4) 其他产品:** 公司不断拓展心血管器械的边界，进军结构性心脏病、心脏瓣膜等新领域。未来两年，随着左心耳封堵器、切割球囊、纳米膜封堵器等系列重磅产品上市，公司器械板块有望拥抱新一轮增长
- 仿制药中标国家集采叠加未来重磅生物创新药上市有望共同带动药品板块继续实现增长。2019前三季度，公司原料药实现营收5.46亿元，同比增长46.01%；制剂业务实现营收24.59亿元，同比增长27.25%。未来，药品板块核心驱动因素包括：
 - ✓ **(1) 两大仿制药品种中标国家集采降低业绩不确定性:** 根据25省中标结果，氯吡格雷量（1倍多）价齐升；阿托伐他汀钙片价略降、量（6倍多）大升；两大品种有望获得全国医院市场接近1/3的市场份额，收获稳定增长
 - ✓ **(2) 生物新药有望在长期内为公司提供新的增长点:** 甘精胰岛素已于2019年6月申报生产获得受理，门冬胰岛素、重组人胰岛素和精蛋白锌重组人胰岛素已获批临床，正在进行临床入组；PD-1单抗I期临床结果优异，已进入II期临床；PD-L1单抗也已进入III期临床；重组人GM-CSF溶瘤II型单纯疱疹病毒（OH2）注射液（Vero细胞）已获得临床批件，有利于丰富免疫治疗产品线，且可与PD-1/PD-L1单抗联用，形成特有的免疫治疗产品组合

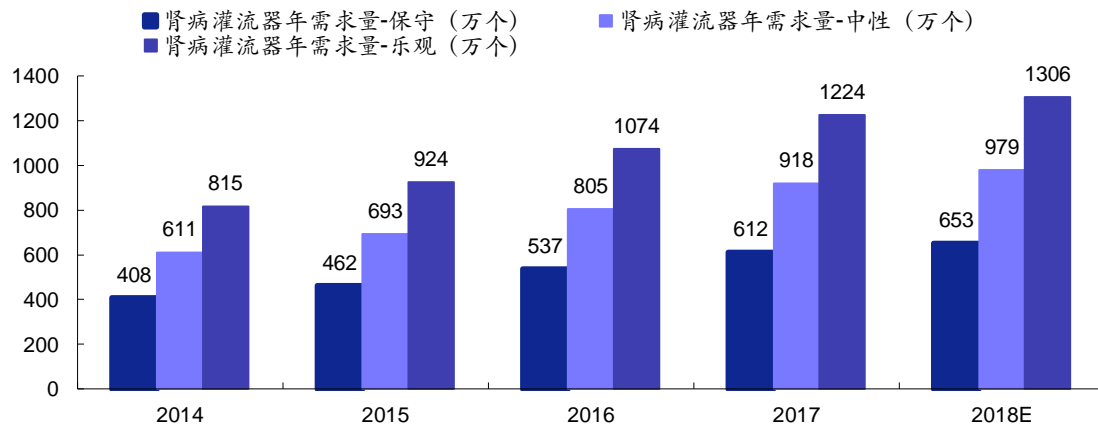
血液净化：尿毒症患者、透析患者与串联灌流患者三维度增长

图：我国终末期肾病患者人数及透析渗透率



数据来源：中华医学会肾脏病分会、安信证券研究中心

图：我国肾病灌流器年需求量预测



数据来源：安信证券研究中心测算

➤ 我国终末期肾病患者人数与透析患者人数不断增加；透析渗透率近年来提升显著，但仍然处于较低水平，进一步提升空间可观

➤ 根据尿毒症患者人均年使用灌流器支数的不同假设，我们预计2018年肾病灌流器年需求量天花板的乐观/中性/保守支数分别为653万、979万、1306万支，三种情况下2014-2018年复合增速均约为12.5%

血液净化：中性估计血液灌流现阶段渗透率仅不到4%

表：健帆生物血液灌流器渗透率测算

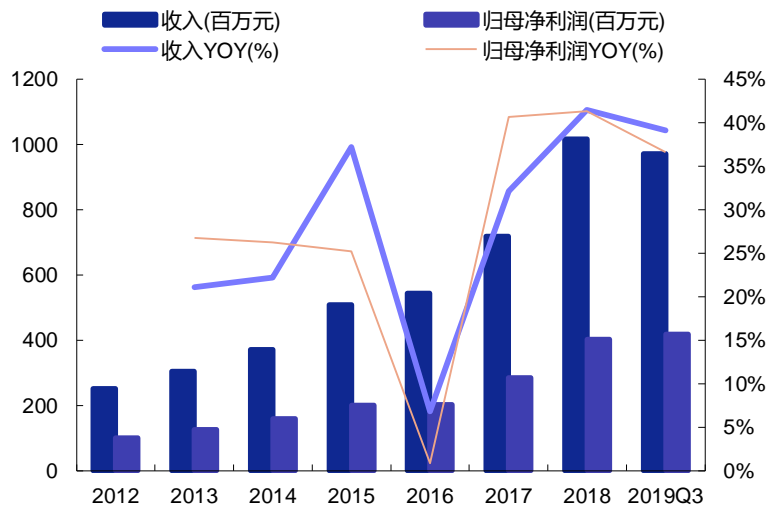
	单位	数据来源	2014	2015	2016	2017	2018E
我国终末期肾病患者人数	万人	中国医学会肾脏病学分会	216	237	257	290	307.4
YOY	%	计算得到		9.72%	8.44%	12.84%	6.00%
我国透析患者数量	万人	中国医学会肾脏病学分会	33.97	38.51	44.74	51.01	54.41
透析渗透率	%	计算得到	15.73%	16.25%	17.41%	17.59%	17.70%
肾病灌流器年销售金额	百万	公司公告及估算	270.21	372.13	380.55	458.95	661.16
销售价格	元	调研	600	600	600	510	510
灌流器年销售支数	万	计算得到	45.04	62.02	63.42	89.99	129.64
单个患者使用量保守估计 (0.8支/月)							
单个患者平均每月使用数量	个	调研&估算	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
单个患者平均年使用量	个	调研&估算	9.6	9.6	9.6	9.6	9.6
覆盖患者数量	万	计算得到	4.69	6.46	6.61	9.37	13.50
灌流对透析的渗透率	%	计算得到	13.81%	16.78%	14.77%	18.38%	24.82%
灌流对终末期肾病患者的渗透率	%	计算得到	2.17%	2.73%	2.57%	3.23%	4.39%
单个患者使用量中性估计 (1支/月)							
单个患者平均每月使用数量	个	调研&估算	1	1	1	1	1
单个患者平均年使用量	个	调研&估算	12	12	12	12	12
覆盖患者数量	万	计算得到	3.75	5.17	5.29	7.50	10.80
灌流对透析的渗透率	%	计算得到	11.05%	13.42%	11.81%	14.70%	19.86%
灌流对终末期肾病患者的渗透率	%	计算得到	1.74%	2.18%	2.06%	2.59%	3.51%
单个患者使用量乐观估计 (1.2支/月)							
单个患者平均每月使用数量	个	调研&估算	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
单个患者平均年使用量	个	调研&估算	14.4	14.4	14.4	14.4	14.4
覆盖患者数量	万	计算得到	3.13	4.31	4.40	6.25	9.00
灌流对透析的渗透率	%	计算得到	9.21%	11.18%	9.84%	12.25%	16.55%
灌流对终末期肾病患者的渗透率	%	计算得到	1.45%	1.82%	1.71%	2.15%	2.93%

数据来源：中华医学会肾脏病分会、公司公告、产业调研、安信证券研究中心

健帆生物：血液净化领域绝对领导者，受益于全球渗透率提升

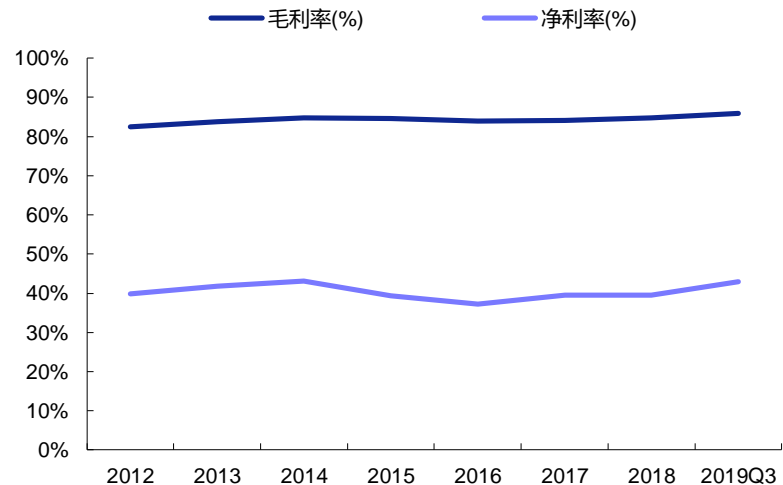
- 国产血液灌流龙头，市场份额一家独大。目前，国产灌流器厂商共有7家左右，其中健帆生物市占率超过80%，技术、学术、渠道优势显著
- 肾病板块：有望在学术成果规范化的推动下保持稳定快速增长
- ✓ 目前肾病方面公司已拥有两项重磅多中心RCT试验，两项学术成果从毒素清除率、瘙痒症状改善、全因死亡率等不同角度全面验证了公司灌流器的优越疗效，以及相比于高通量透析的显著优势。19年7月发布的最新版《血液净化标准操作规程》征求意见稿明确提出每周一次血液灌流器与血液透析器串联治疗2小时，可显著提高维持性血液透析患者血清iPTH和β2微球蛋白的清除率，并改善瘙痒症状。这一结论与健帆肾病多中心RCT试验的结果相一致，侧面体现出了公司学术成果的影响力

图：公司收入与归母净利润增长情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：公司毛利率与净利率变化情况

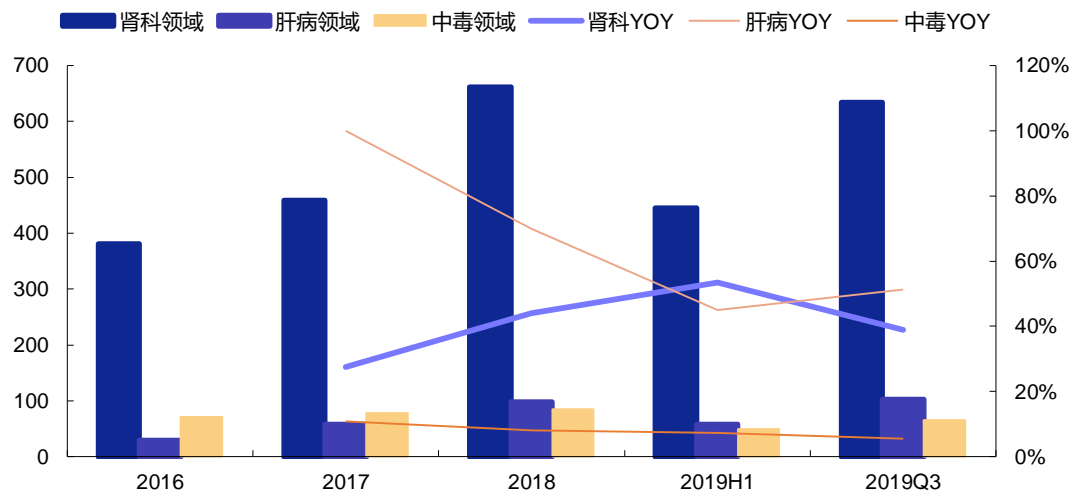


数据来源：Wind、安信证券研究中心

健帆生物：血液净化领域绝对领导者，受益于全球渗透率提升

- ✓ 随着学术成果的增多和不断写入指南，公司产品有望同时实现：**1) 终端覆盖数量增加**：使产品推广更加有“规范”可循，有助于进一步提升产品的终端覆盖率；**2) 单院产出提高**：指南中给出一周一次（1月4次）的治疗频率指引带动治疗渗透率和患者使用频次提升（以前多数存量患者血液灌流治疗频率仅1月1次）
- **肝病板块：团队扩张迅速，“一市一中心”项目对肝病产品收入贡献显著：**
- ✓ 根据公司调研及投资者关系记录，我们预计：2019年前三季度，公司肝病产品团队整体人数已增加至120人以上，全国共有101家医院参与了该项目（2019新加入33家），对BS330与HA330-II两项产品贡献收入占比约50%。肝病近年来终端拓展顺利，组合式人工肝DPMAS目前已在超过500家三级医院使用，几乎覆盖了全国每个省份。此外，由李兰娟院士牵头的肝病DPMAS多中心RCT研究已在规划中

图：公司分产品线增长情况（百万元）



数据来源：Wind、安信证券研究中心

IVD行业：化学发光、基因检测、POCT等皆是黄金细分

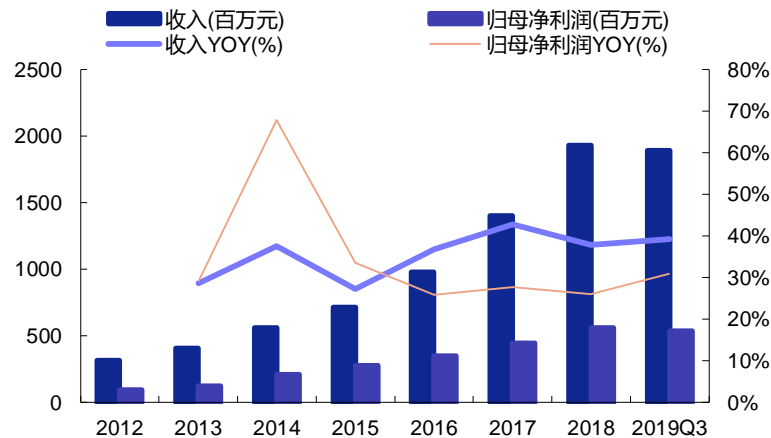
图：IVD行业各细分领域及细分规模

产品分类	产品适用领域	市场现状	国内主要企业	市场规模及占比	行业预计增速
生化诊断	跟代谢相关：血常规、尿常规、肝功能、肾功能、胰腺、糖尿等	试剂：70%国产 设备：高端市场进口为主	迈瑞、迪瑞医疗、九强生物、美康生物、迈克生物等	约120亿元	0%-10%
免疫诊断	常规疾病基本覆盖	90%以上市场份额被进口产品占据	迈瑞、安图生物、迈克生物、透景生命、深圳新产业等	约280亿元	15%-20%
微生物诊断	细菌、真菌等	高端：进口产品为主 中低端：国产产品为主	安图生物、科华生物等	约50亿元	10%
分子诊断	病毒、细菌、基因检测等	试剂：国产产品为主 仪器：进口产品为主	厦门艾德、华大基因、凯普生物、贝瑞基因等	约120亿元	20%-25%
POCT	心脏标志物、传染病等	高端：进口产品为主 中低端：国产产品为主	万孚生物、明德生物、基蛋生物、瑞莱生物等	约110亿元	20%-25%
其他	血球、凝血等	部分高端：进口产品为主 中低端：国产产品为主	迈瑞医疗、乐普科技、帝迈等	约100亿元	10%-20%

安图生物：IVD领域龙头，技术创新引流国产潮流

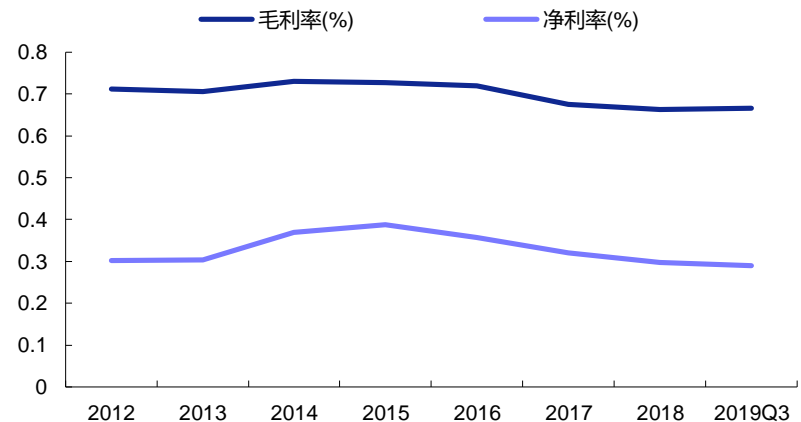
- 国产体外诊断制造端龙头，业绩实现稳定快速增长。**2019年前三季度，公司实现营业收入18.94亿元，同比增长39.22%；归母净利润5.38亿元，同比增长30.88%。2014-2018年，公司营业收入年复合增速为36.4%；归母净利润年复合增速35.3%
- 公司加码研发投入，产品注册证数量不断增多。**2019前三季度，公司研发投入为2.26亿元，同比大幅增长56.8%；Q3单季研发费用为8640万元，环比增长15.1%。截至2019年中，公司共获专利335项（包含国际专利26项），获得产品注册证书473项，并取得了141项产品的欧盟CE认证。Q3新增产品注册证有：真菌（1-3）-β-D-葡聚糖检测试剂盒、降钙素/骨钙素检测试剂盒、HIV抗体和抗原联检试剂盒、抗缪勒管激素检测试剂盒、支原体鉴定试剂盒、叶酸检测试剂盒、胃泌素释放肽前体检测试剂盒与全自动加样系统，主要集中于磁微粒化学发光平台，同时兼顾微生物检测和干化学平台。新产品的不断上市为公司丰富产品线、实现长期良性发展奠定良好基础

图：公司收入与归母净利润增长情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：公司毛利率与净利率变化情况

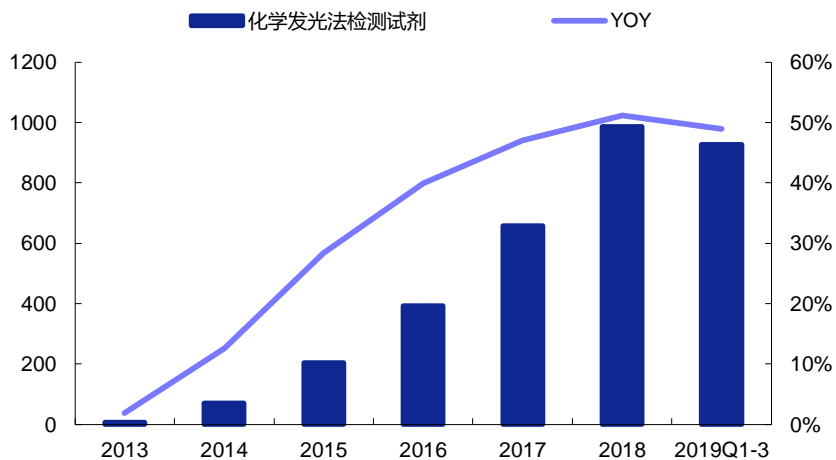


数据来源：Wind、安信证券研究中心

安图生物：IVD领域龙头，技术创新引流国产潮流

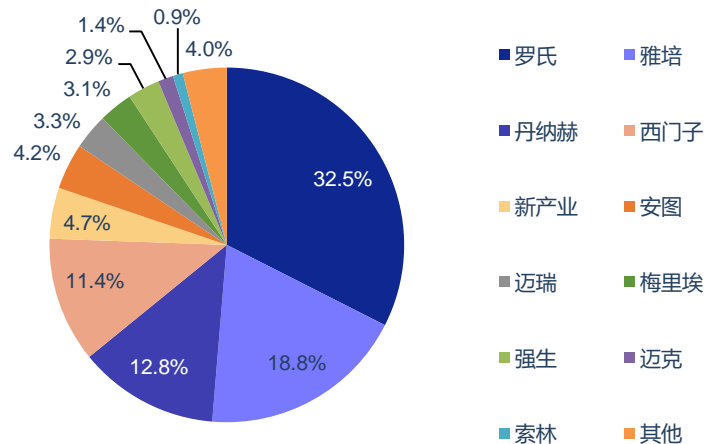
➤ 公司化学发光业务保持高速增长，仪器投放进展顺利，有望持续驱动试剂销售。预计2019年前三季度公司化学发光业务实现收入约为9亿元，同比增长约45%+，2013-2018年实现复合增长率165%，占整体营业收入的比重约为50%。近年来公司加快仪器布局，2016年末收购盛世君晖获得化学发光仪业务，2018年推出质谱仪和医用检验流水线高端产品。预计公司2019年全年化学发光仪装机量约1000台，19年上半年实现约450-500台，年底存量有望达到4000台。流水线方面，公司已初步完成产品的营销价值定位、定价、团队搭建和销售流程的建立。截至19年中，公司流水线已装机4条（2018年下半年装机1条，2019年上半年装机3条），且有超过20条的流水线存量订单，预计19全年可实现流水线装机约20条左右。未来，公司流水线在终端医院投放上量有望持续带动配套试剂的销售

图：化学发光增长情况（百万元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

图：化学发光市场厂商份额

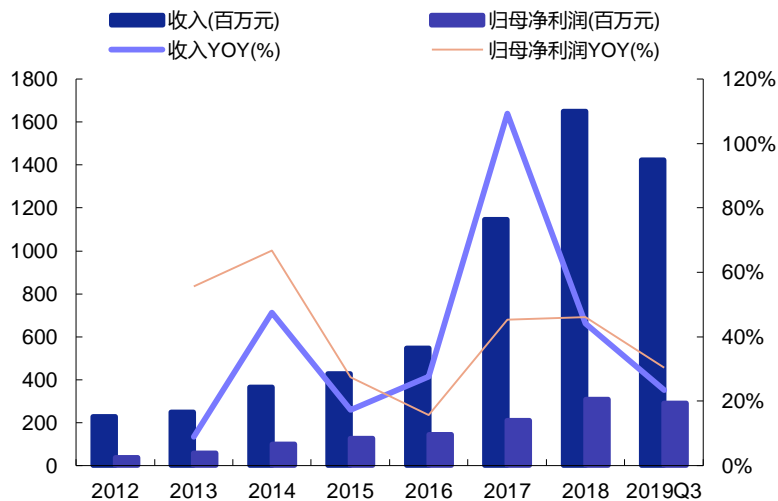


数据来源：公司公告、安信证券研究中心

万孚生物：POCT国产领军，慢病+传染病驱动中期

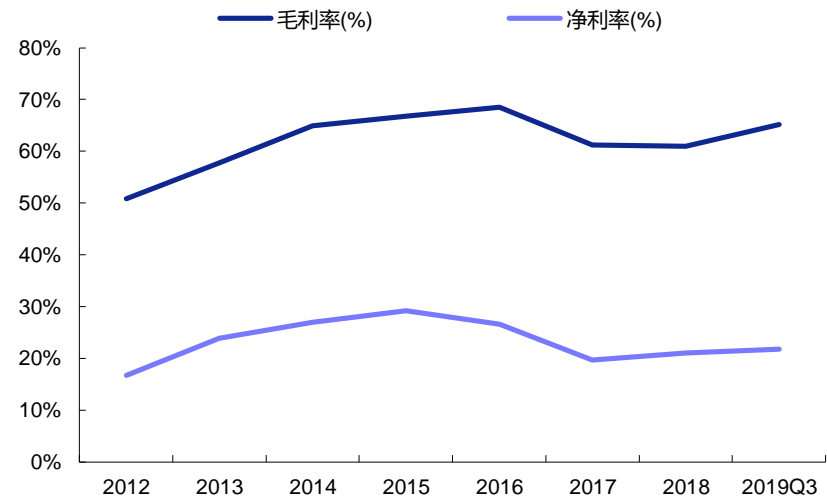
- ▶ **国产POCT龙头，主业实现稳定高速增长。**实现2019年前三季度，公司实现营业收入14.24亿元，同比增长23.51%；归母净利润2.9亿元，同比增长30.44%。公司今年以来回归POCT主业，逐步剥离渠道公司，对收入端增速形成一定冲击，若剔除渠道业务影响，则公司内生收入端增长依旧超过30%。2014-2018年，公司营业收入年复合增速为46.1%；归母净利润年复合增速39.1%
- ▶ **公司业绩增长有所提速，**得益于慢病、传染病检测业务增长强劲，免疫荧光平台和免疫胶体金平台以老带新，流感、心脏标志物和炎症因子等高毛利产品快速增长带动公司整体利润率提升。美国毒检业务回暖，预计三季度美国毒检下滑幅度缩小到个位数，四季度实现增量，全年实现同比正向增长。19-21年，预计公司利润端复合增长率达30%+，20年估值30倍出头，仍然具备性价比

图：公司收入与归母净利润增长情况



数据来源：Wind、安信证券研究中心

图：公司毛利率与净利率变化情况

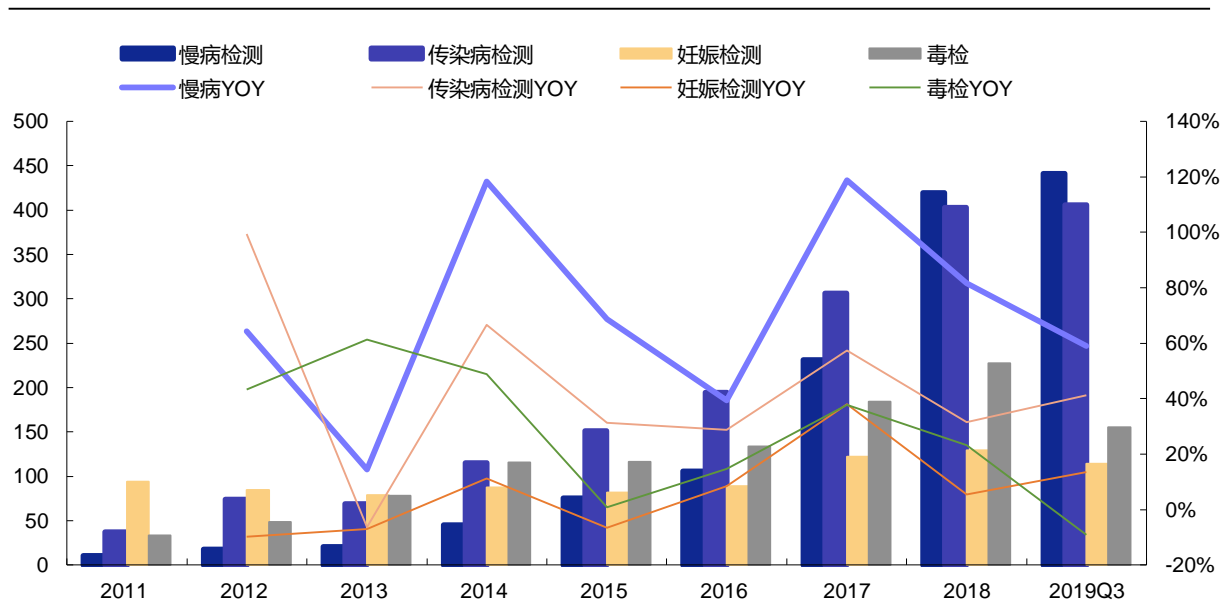


数据来源：Wind、安信证券研究中心

万孚生物：POCT国产领军，慢病+传染病驱动中期

- **受益终端覆盖率提升+胸痛中心建设，慢病检测有望保持高速增长。**目前公司新拓展医院终端1700+家，一级医院覆盖率22%，二级医院覆盖率27%，三级医院覆盖率28%。截止7月底，全国共有胸痛中心1060家，其中万孚建立300家，占比28%，单个胸痛中心每年带给公司的收入平均为10-20万，随着胸痛中心建设进度的推进，公司有望充分抓住增量市场机遇。新产品方面，电化学、化学发光、干式生化平台处于起步阶段，血气、凝血增长较快
- **学术推广力度加强与新产品导入打开传染病检测产品的成长空间。**近年来我国流感疫情爆发，叠加医生对流感分型、对症下药重视程度提高，公司流感检测产品实现迅速放量。2019全年，公司计划在15个省份做胶体金平台的学术推广，进一步推动流感产品上量。同时，公司新导入的SAA和IL-6通过项目不同的组合能够使临床意义更佳，有望使板块迎来新一轮更快增长

图：公司分产品线增长情况（百万元）



数据来源：公司公告、安信证券研究中心

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

- 高端新特药（创新药、生长激素、吸入制剂等）：治疗渗透率仍在快速提升
- **CXO**：总需求率、国际化率不断提升，受益于加大研发和全球产业链转移
- 疫苗：接种率（渗透率）还是不高，产业集中度（市占率）或快速提升
- 医疗服务（眼科、口腔、体检）：各细分赛道渗透率仍在上升通道中
- 器械（IVD、血液净化、支架等）：医疗技术的使用在医院地位逐步提升
- 医疗美容：人皆爱美，总需求率巨大，各项技术渗透仍处于早期

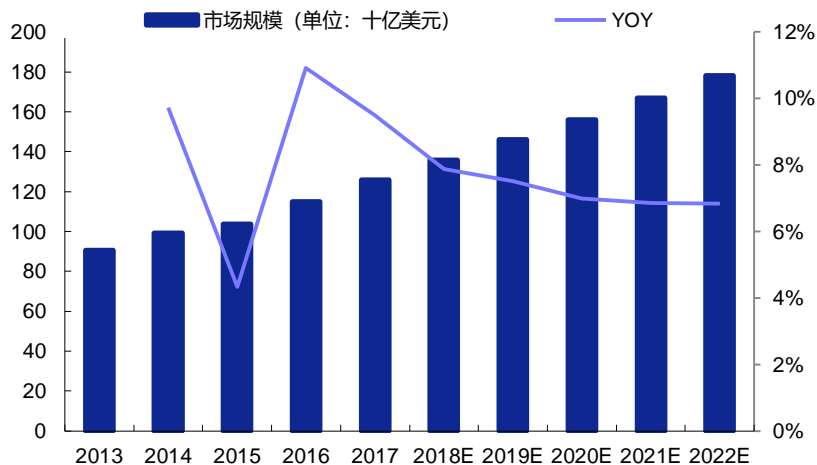
04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

05 风险提示

医美：国内需求量巨大，目前是全球第二大消费大国

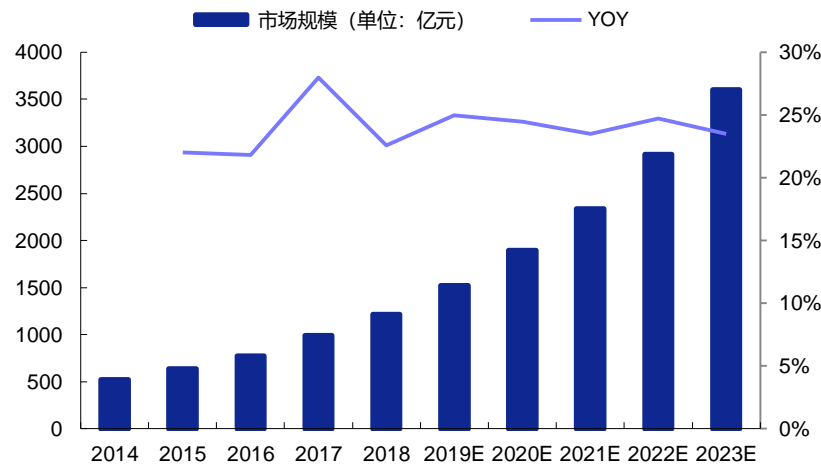
- ▶ 全球医美市场处于稳速增长阶段。从市场规模来看，全球医疗美容服务市场从2013年的905亿美元增至2017年的1,258亿美元，2013年至2017年的复合增速为8.58%。预计全球医疗美容服务市场规模至2022年达到1782亿美元，预计2018年至2022年的复合增速为7.05%
- ▶ 相比之下，我国医美市场处于高速增长阶段，2018年医美市场规模过千亿，跻身全球第二大医美消费大国。根据F&S的统计，我国医美市场规模（含手术类与非手术类）从2014年522亿增至2018年的1,217亿，2014-2018年复合增速高达23.57%，预计我国医美市场将从2019年的1,521亿元增至2023年的3,601亿元，复合增速预计高达24.04%，延续高速增长态势

图：2013-2022年全球医疗美容服务市场规模



数据来源：艺星医疗美容招股说明书、ISAPS、ASAPS、Frost&Sullivan、安信证券研究中心，注：数据统计口径为各个国家的合规医疗美容服务市场

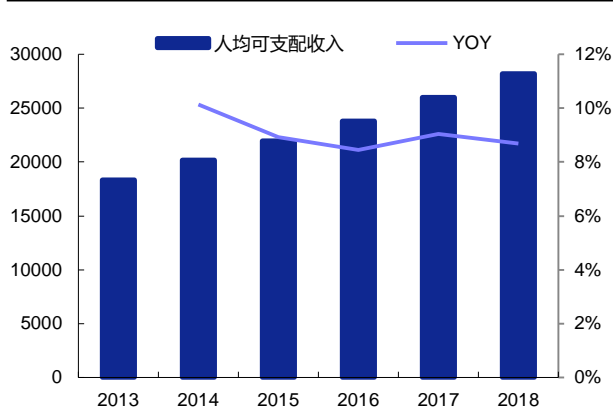
图：2014-2023年我国医疗美容服务市场规模



数据来源：新氧招股说明书、Frost&Sullivan、安信证券研究中心，注：数据统计口径为手术类与非手术类销售收入

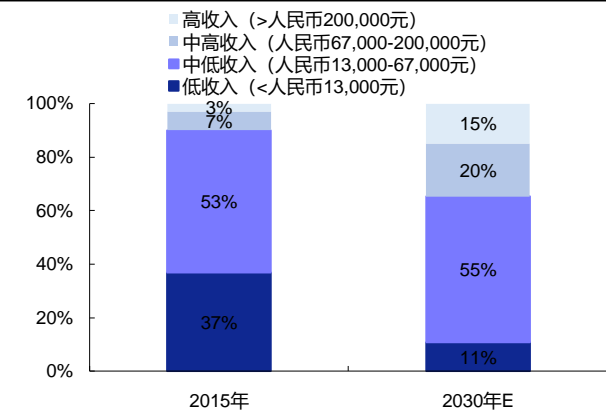
医美：庞大的中产阶级为国内医美进一步扩容提供基础

图：2013-2018年我国居民人均可支配收入（美元）



数据来源：WIND、安信证券研究中心

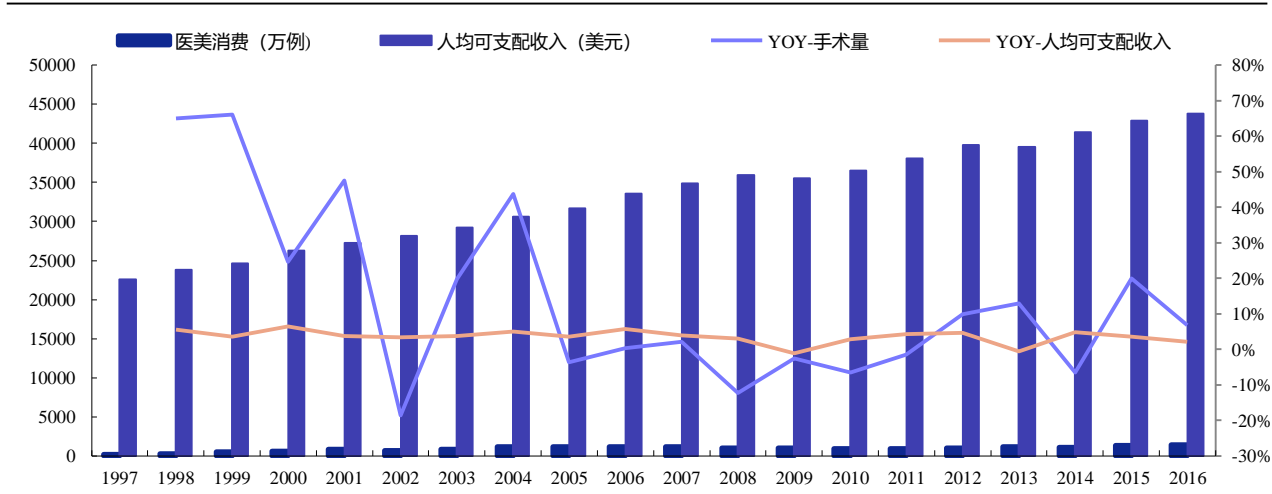
图：2015年及2030年中国不同阶层收入人群变化



数据来源：The Economist Intelligence Unit、安信证券研究中心

➤ 我们以美国人均可支配收入与医美消费项目增长来测算，我们选取了1997-2016年人均可支配收入与医美消费作参照。对比之下，美国1997-2003年的人均可支配收入在3万美元以下，1997-2003年的人均可支配收入复合增速为4%，与此同时医美项目（手术项目加非手术项目）消费处于高速增长阶段，从1997年的167.99万例增至2003年的823.50万，复合增速为30%，保持高速增长状态。由此可见，可支配收入的提高是医美消费的底层经济基础

图：2008年至2016年美国人均可支配收入与医美项目消费增长情况对比

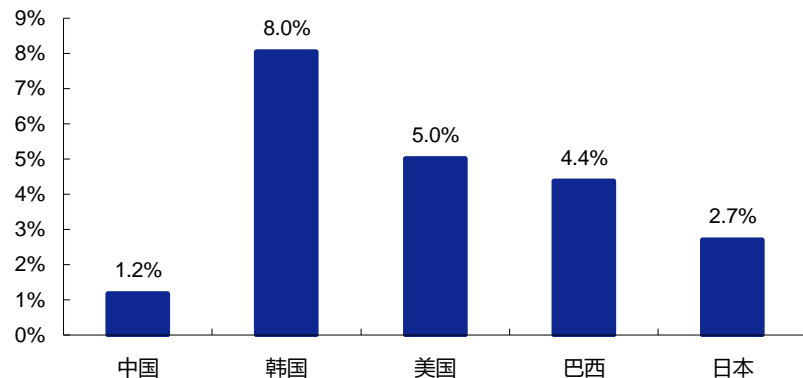


数据来源：WIND、安信证券研究中心

医美：消费群体的拓宽与二三线城市下渗是未来提高渗透率两大逻辑

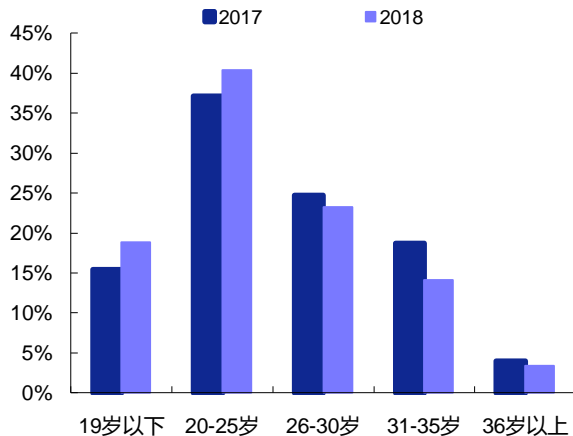
- 中国人口优势显著，相较全球第一大美容市场美国而言，我国消费群体庞大，但渗透率仍较低，市场成长空间巨大。根据新氧招股说明书的披露，中国每千人接受医美疗程的次数为11.7，相较之下，韩国、美国、巴西和日本分别是80.4，50.1，43.6和27.0。据此测算，目前2017年我国约有1626万人进行医美消费。若以日本的渗透率作为参考，未来我国的医美消费群体至少有两倍的成长空间
- 消费群体的拓展+二三线城市的下渗是未来提高渗透率的两大路径：（1）消费群体拓展看两点，一是年龄的广谱化，二是男性群体需求的释放；（2）地域分布上看，二三线城市是未来重点

图：2017年医美疗程全球主要国家渗透率



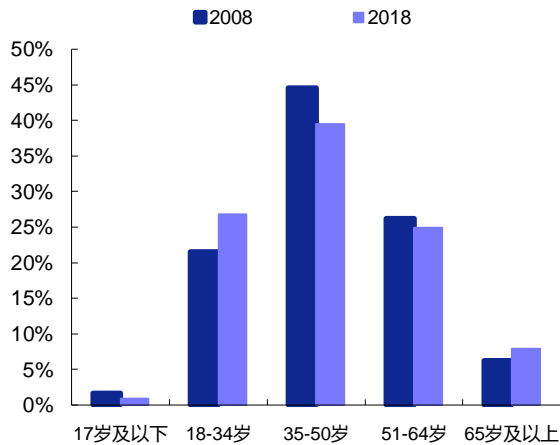
数据来源：新氧招股说明书、Frost&Sullivan、安信证券研究中心

图：2017年及2018年中国医美消费年龄段情况



数据来源：新氧《2018年医美行业白皮书》、安信证券研究中心

图：2008年及2018年美国医美消费年龄段情况



数据来源：新氧《2018年医美行业白皮书》、安信证券研究中心

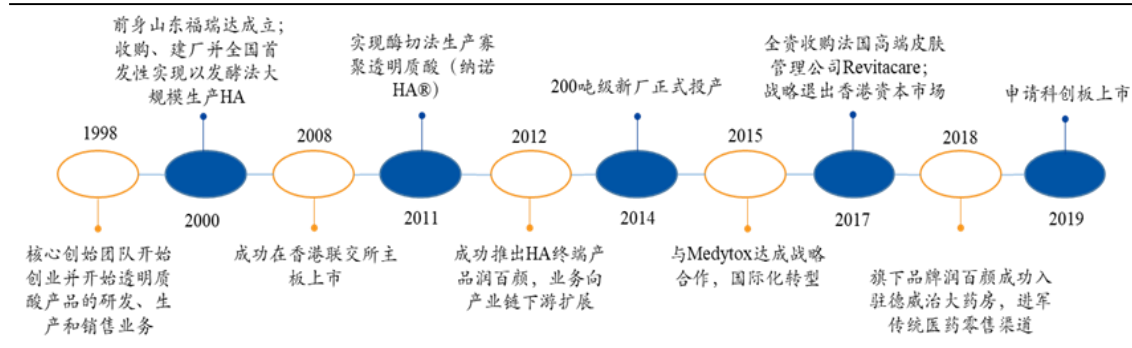
图：我国不同级别城市的医美消费渗透率占比

地区	医美消费在18-40岁人群渗透率	消费人群占比
一线	21.16%	30.50%
新一线	8.73%	28.20%
二线	4.22%	14.10%
三线	1.95%	14.40%
四线以下	0.69%	12.80%

数据来源：新氧《2018年医美行业白皮书》、更美《2018年医美行业白皮书》、国家统计局（城市分级依照第一财经-新一线城市研究，包含15个城市）、安信证券研究中心

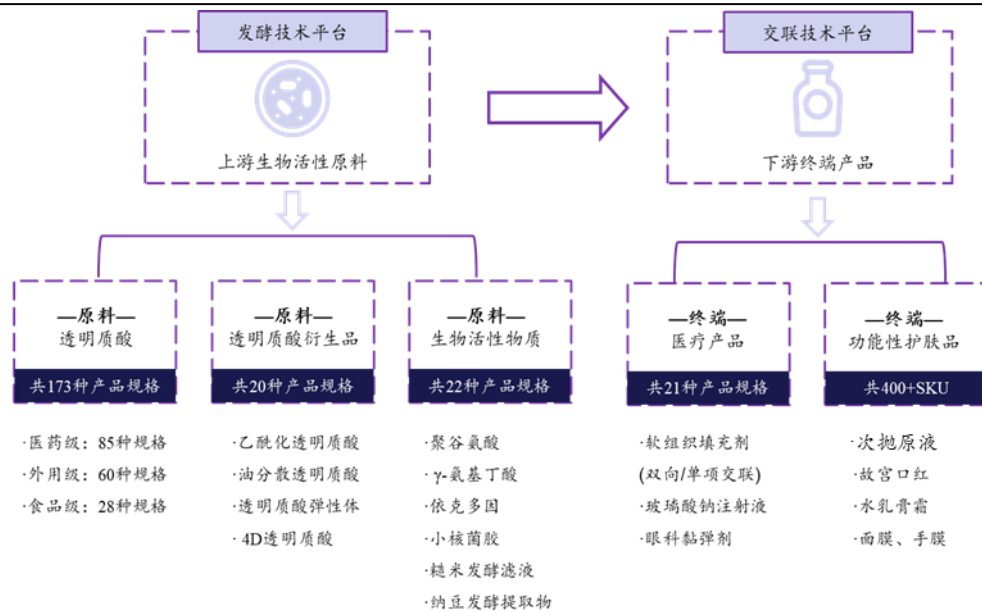
华熙生物：透明质酸原料起家，逐步延伸至全产业链

图：华熙生物发展历程



数据来源：华熙生物招股说明书、安信证券研究中心

图：华熙生物全产业布局



数据来源：华熙生物招股说明书、安信证券研究中心

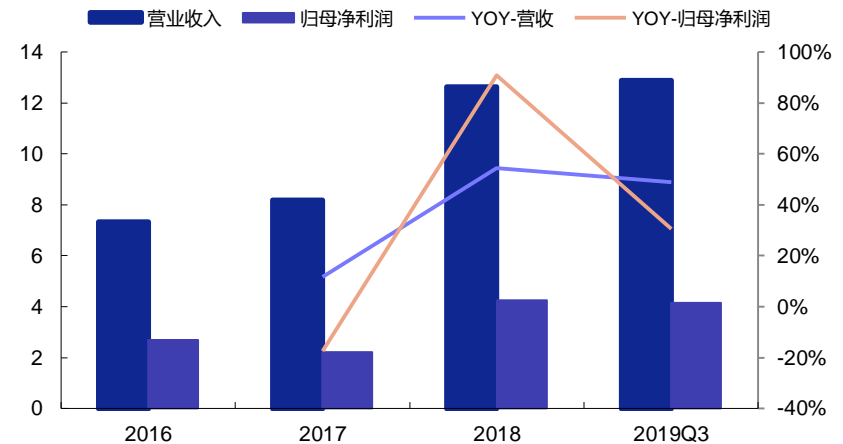
二十余年深耕透明质酸领域，成就国内医美行业领军者。华熙生物核心创始团队于1998年成立，前身山东福瑞达于2000年成立，专注于透明质酸原料药产销研，后逐步拓展至下游端医疗终端产品、功能性护肤品。目前公司凭借微生物发酵和交联两大技术平台，建立了从原料到医疗终端产品及功能性护肤品的全产业链业务体系，致力于以生物技术研发为依托，服务于全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户

华熙生物：玻尿酸全产业链布局，最大程度享受医美红利

➤ 终端产品推动公司规模高速增长，全产业链打通筑造高护城河。随着终端产品快速放量，公司19Q3收入实现12.88亿，同比增长48.97%，归母净利润实现4.16亿，同比增长30.57%。2019年上半年，公司原料产品占43%，医疗终端产品占25%，功能性化妆品占比32%

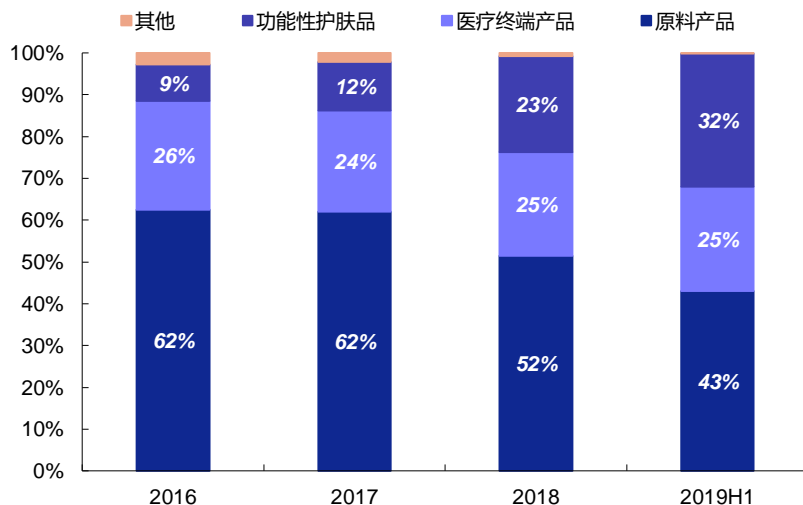
➤ 未来看好公司发展逻辑：（1）原料药：随着产能扩建和下游终端应用拓宽，公司原料药凭借技术壁垒及价格优势维持绝对龙头地位；（2）医疗终端产品：凭借成本及技术优势，公司玻尿酸填充剂有望持续提高市占率，分享高速发展的医美市场；（3）功能性护肤品：消费属性强，凭借品牌形象的打造及技术成本优势，公司未来业绩有望快速增长

图：2016-2019Q3华熙生物营收与净利润规模及增速（单位：亿元）

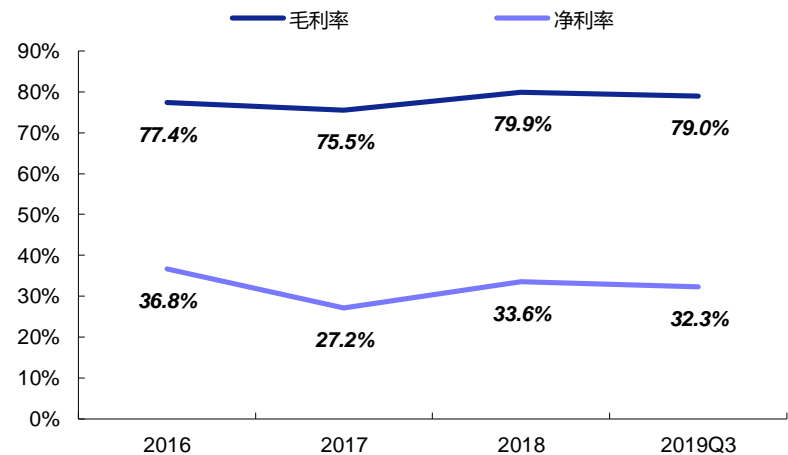


数据来源：Wind、招股说明书、安信证券研究中心

图：2016-2019H1华熙生物营业收入构成（单位：百万）



图：华熙生物毛利率与费用率



数据来源：Wind、招股说明书、安信证券研究中心

数据来源：Wind、招股说明书、安信证券研究中心

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

- 医保目录扩容：进一步“去芜存菁”
- 高值耗材集采：2020年或无全国性政策出台
- 中医药政策扶持：品牌中药焕发新机

05 风险提示

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

- 医保目录扩容：进一步“去芜存菁”
- 高值耗材集采：2020年或无全国性政策出台
- 中医药政策扶持：品牌中药焕发新机

05 风险提示

2019医保目录调整：上一轮调整以价换量效应明显

- 2018年是2017版医保目录和2017年首批医保谈判目录落地实施的第一个完整年度，根据PDB样本医院数据，医保对新纳入品种的销售放量形成了明显的促进作用
- **2017年医保谈判：**绝大多数谈判品种均实现了“以价换量”，多数品种18年销售额及销量增速同比显著提升，31个拥有PDB数据的谈判品种中，销售额与销量增速同比提升的品种数量分别为19个和21个
- **2017版医保目录：**医保对常规调整品种的销售影响较小，部分价格较高的品种受医保影响相对较大

表：部分新进医保品种的PDB样本医院销售情况

医保目录	药品	生产企业	适应症	降价幅度	18年PDB销售额 (百万)	销售额增速			销量增速		
						2017	2018	同比增加	2017	2018	同比增加
2017年医保谈判	来那度胺	新基	骨髓瘤	60%	137	15%	523%	508pct	90%	904%	814pct
	银杏二萜内酯	康缘药业	脑梗塞	49%	175	152%	440%	288pct	213%	653%	440pct
	索拉非尼	拜耳	肝细胞癌	50%	361	8%	85%	77pct	46%	312%	266pct
	曲妥珠单抗	罗氏	乳腺癌	65%	1311	20%	48%	28pct	78%	259%	181pct
	利拉鲁肽	诺和诺德	糖尿病	49%	114	24%	120%	96pct	72%	208%	136pct
	贝伐珠单抗	罗氏	结直肠癌	62%	999	31%	74%	43pct	96%	205%	109pct
	尼妥珠单抗	百泰生物	鼻咽癌等	50%	228	-1%	41%	42pct	39%	91%	52pct
	康柏西普	康弘药业	wAMD	17%	300	44%	38%	-6pct	51%	59%	8pct
2017版医保目录	艾瑞昔布	恒瑞医药	抗炎药	新进乙类	99	52%	113%	61pct	56%	116%	60pct
	益赛普	三生国健	自身免疫	新进乙类	383	5%	27%	22pct	6%	24%	18pct
	艾拉莫德	先声药业	抗风湿	新进乙类	117	58%	72%	14pct	62%	73%	11pct
	埃克替尼	贝达药业	肺癌	新进乙类	430	23%	45%	22pct	83%	66%	-17pct
	吉非替尼	阿斯利康	肺癌	新进乙类	577	25%	55%	30pct	92%	61%	-31pct

数据来源：PDB、官方网站、安信证券研究中心

2019医保目录调整：腾笼换鸟，利好创新

- 2019年8月20日，国家医疗保障局、人力资源社会保障部发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，新版医保常规目录正式公布
- 常规准入方面，调整前后药品数量变化不大，但调出、调入较多，药品结构发生较大变化。本次发布的常规准入部分共2643个药品，包括西药1322个、中成药1321个（含民族药93个）；中药饮片采用准入法管理，共纳入892个。本次医保目录调整调入148个品种，包括西药47个，中成药101个。其中糖尿病用药成为本次调整中新增品种数量最多的治疗领域。调出药品方主要是被国家药监部门撤销文号的药品以及临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品，共调出150个品种，除被国家药监部门撤销文号的药品外，共调出79个品种，其中医保目录中的重点监控药品全部调出
- 高临床价值药物有望通过谈判进入医保目录，利好创新。对于临床价值高但价格昂贵或对基金影响较大的专利独家药品，根据专家评审和投票遴选结果，初步确定将128个药品纳入拟谈判准入范围，包括109个西药和19个中成药。这些药品的治疗领域主要涉及癌症、罕见病等重大疾病、丙肝、乙肝以及高血压、糖尿病等慢性病等。许多产品都是近几年国家药监局批准的新药，亦包括国内重大创新药品
- 限制地方医保权限，地方医保不再进行增补。新版医保目录规定，新版国家医保目录印发后，除有特殊规定的以外，地方不再进行乙类药品调整，原增补的品种原则上应在3年内逐步消化，并优先消化被纳入国家重点监控范围的品种
- 对中药的支付进行了更严格的规定。对中成药和中药饮片，应由具有相应资质的医师开具的中成药处方和中药饮片处方，医保基金方可按规定进行支付

2019医保目录调整：西药调入品种及竞争格局

表：2019版医保常规目录西药调入品种及竞争格局

药品名称	2018年样本医院竞争格局	药品名称	2018年样本医院竞争格局
利妥昔单抗	罗氏100%	唑尼沙胺	资福药业100%
银杏叶提取物	Dr.Willmar Schwabe 62.64%；悦康药业37.35%	德谷胰岛素	诺和诺德100%
硼替佐米	强生89.67%；豪森9.41%；齐鲁0.54%；正大天晴0.38%	吡格列酮二甲双胍	华东医药93.96%；德源药业6.04%
阿比特龙	强生100%	二甲双胍格列吡嗪	立方制药48.53%；扬子江药业32.19%；华纳大药厂18.11%；四环科宝制药0.4%；福祈制药0.78%
替格瑞洛	阿斯利康99.99%；信立泰0.01%	瑞格列奈二甲双胍	豪森药业100%（2017年）
来那度胺	Celgene(新基)96.24%；双鹭药业3.76%	利格列汀二甲双胍	Boehringer Ingelheim 100%
双歧杆菌四联活菌	远大生物制药100%	沙格列汀二甲双胍	阿斯利康100%
阿托西班	海南中和药业55.59%；辉凌医药44.41%	艾曲泊帕乙醇胺	诺华100%
培哌普利吡达帕胺	施维雅制药100%	银杏达莫	益佰制药78.88%；普德药业15.53%；步长制药5.59%
水飞蓟素	MADAUS 99.96%；盘锦华成制药0.04%	银杏蜜环	邛崃天银制药（步长制药）100%
索利那新	安斯泰来制药100%	多磺酸粘多糖	Daiichi Sankyo 100%
托珠单抗	罗氏100%	培哌普利氨氯地平	
加替沙星	兴齐眼药58.67%；楚雄老拔云堂19.15%；双科药业8.60%；大眾制药7.39%；吉贝尔药业4.88%	坎地氢噻	德源药业100%
卡泊三醇倍他米松	LEO pharma 100%	他扎罗汀倍他米松	华邦制药100%
西格列汀二甲双胍	MSD 100%	氯喹那多普罗雌烯	亚宝药业78.10%；Theramex Labs 21.34%；默克0.56%
复方卡比多巴	MSD 99.84%；精华制药0.16%	地诺孕素	
薯蓣皂苷	陕西恒诚制药74.7%；成都第一制药25.3%	戈利木单抗	强生100%
他卡西醇	帝人100%	拉考沙胺	
哌罗匹隆	丽珠100%	雷沙吉兰	Teva 100%
二甲双胍维格列汀	诺华100%	恩他卡朋双多巴	Orion 100%
奥布卡因	参天100%	利斯的明	
阿比多尔	石家庄四药10.79%、涟水制药18.42%、先声药业29.11%、吴中医药41.69%	纳曲酮	华素制药（四环医药）100%(2016年)
他扎罗汀	华邦制药100%	色甘荼甲那敏	
洛匹那韦利托那韦	艾伯维100%	巯粟乙碘油	恒瑞医药100%
复方罗布麻	紫鑫药业100%	维生素AD	达英海洋生物52.64%；国药控股星鲨制药16.82%；海利生制药15.00%；双鲸药业11.11%；海鲸药业2.21%
西甲硅油	鸿鹤制药45.32%；Berlin-Chemie 37.00%；健能制药17.57%；中杰药业0.09%；西南药业（太极实业）0.01%	维生素K4	

2019医保目录调整：相关公司有望受益于目录调整

- 本次医保目录调整中，数量扩容不大，更多的是结构上的调整。将临床价值不明确或存在滥用的品种调出，为高临床价值的创新药、优质仿制药提供空间
- 对于常规目录调入品种数量较多、可能通过谈判进入医保目录实现放量的品种数量较多的上市公司，有望在此次医保目录调整中获益

表：2019年医保目录调整部分利好的上市公司

相关公司	调入品种	调出品种
中国生物制药	来那度胺、硼替佐米、替格瑞洛、阿比特龙	前列地尔
恒瑞医药	阿比特龙、巯粟乙碘油	
石药集团	替格瑞洛、阿比尔多	
复星医药	利妥昔单抗	前列地尔
丽珠集团	哌罗匹隆、血栓通注射液	鼠神经生长因子
翰森制药	硼替佐米、瑞格列奈二甲双胍	
信立泰	替格瑞洛	
兴齐眼药	加替沙星眼用制剂	
石四药基团	阿比尔多	
华东医药	吡格列酮二甲双胍、百令片（胶囊）	
康弘药业		
信达生物		
君实生物		

数据来源：人社部、医保局、公司公告、安信证券研究中心

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

- 医保目录扩容：进一步“去芜存菁”
- 高值耗材集采：2020年或无全国性政策出台
- 中医药政策扶持：品牌中药焕发新机

05 风险提示

高值耗材集采：全国范围政策延后，地方试点先行

➤ 2019年，国家出台多项耗材相关政策：

- ✓ 2019年5月29日，深改会审议通过《关于治理高值医用耗材的改革方案》，提出高值耗材改革；
- ✓ 2019年6月5日，国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》，规范了医用耗材使用的政策文件、制定医疗器械唯一标识系统规则、对单价和资源消耗占比相对较高的高值医用耗材开展重点治理；
- ✓ 2019年6月15日，北京市正式取消耗材加成；
- ✓ 2019年7月31日，国务院发布《关于印发治理高值医用耗材改革方案的通知》，明确带量采购重点任务分工和时间表、以及取消医用耗材加成；
- ✓ 2019年11月15日，国务院发布《深化医药卫生体制改革领导小组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》，各地要针对临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购。2020年9月底前，综合医改试点省份要率先进行探索



高值耗材集采：全国范围政策延后，地方试点先行

表：《关于印发治理高值医用耗材改革方案的通知》主要内容和影响

主要方面	具体内容或影响分析
建立高值耗材集采平台 (预计2020年底前启动)	完善分类集中采购办法 (2019下半年) → 完成第一批重点治理的高值耗材清单 (2019年底前) → 取消医用耗材加成 (2019年底前) → 逐步统一全国医保高值医用耗材分类与编码 (2020年底前) → 建立高值医用耗材价格监测和集中采购管理平台 (2020年底前启动)
高值耗材国产替代	《方案》总体要求中明确提出：支持具有自主知识产权的国产高值医用耗材提升核心竞争力，推动形成高值医用耗材质量可靠、流通快捷、价格合理、使用规范的治理格局。目前，高值耗材领域，外资仍旧占据主要市场份额，且价格显著高于国产厂商，因此耗材降价中外资品牌将首当其冲的受到影响，国产价格压力相对较轻
进一步推动跨省采购联盟的发展	对于临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购，鼓励医疗机构联合开展带量谈判采购，积极探索跨省联盟采购。目前国内已形成4大耗材跨省采购联盟，占据全国过半的耗材市场，包括：西部联盟（15省参与，陕西主导，共享采购价格信息）；京津冀联盟；三明联盟（全国性联盟，信息共享，实行两票制）；华东“四省一市”联盟（计划推广浙江宁波经验）。后续预计会有更多地区不断加入四大联盟
取消医用耗材加成	早年我国药品一般为15%的加成，而耗材加成区间则多在5%-10%，且存在封顶。以江苏省为例（各地大同小异），医用耗材的加成是5%，封顶加成100元，即100元的产品只能卖105元，2000元的产品只能封顶加成卖2100元，即便是过万元的产品，也只能加100元进行销售。高值耗材普遍单价较高很多加成都触及上封顶，因此我们判断取消加成对工业企业影响有限

高值耗材集采：各地开始初步探索

安徽

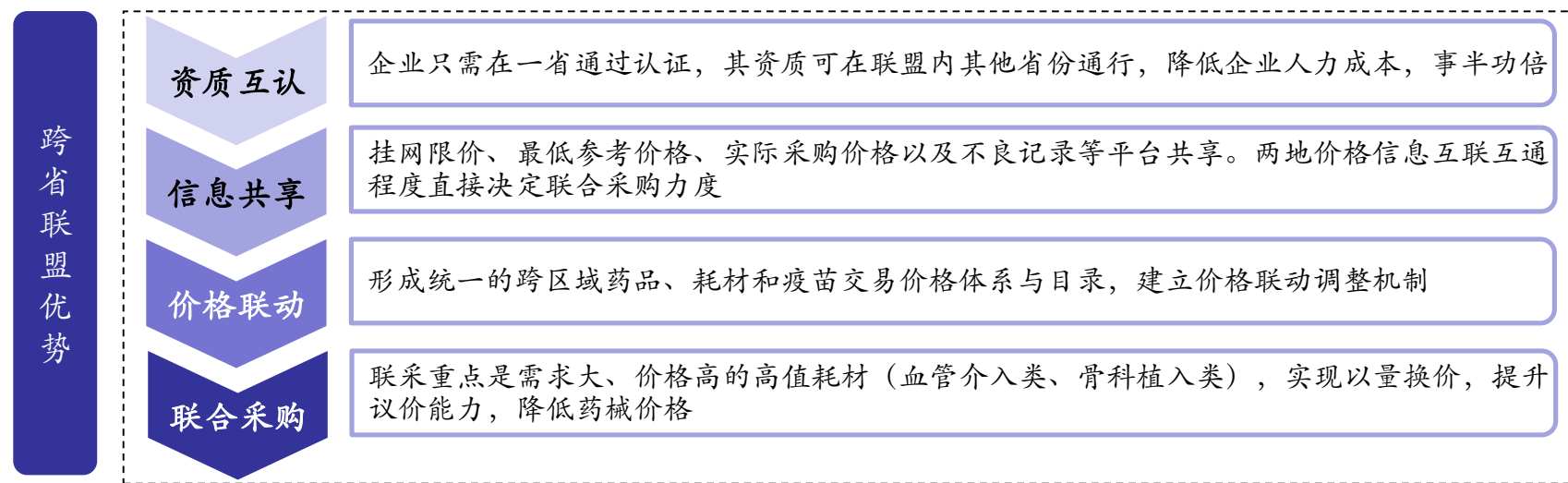
- **2019.06 《安徽省省属公立医疗机构高值医用耗材集中带量采购谈判议价（试点）实施方案》发布：**
 - ✓ 第一，明确将骨科植入（脊柱）类、眼科（人工晶体）类耗材作为高值耗材带量采购第一批试点产品。筛选试点产品规则为，占2018年省属公立医院骨科植入（脊柱）类、眼科（人工晶体）类高值耗材采购量70%，90%的产品；
 - ✓ 第二，在最低谈判价格选取上，2016年以来全国省级中标价或者挂网限价的最低价、省属公立医院2018年实际采购价的中位价、平均价、最低价（具体取哪个专家论证一定）、两票制中的第一票价格。以上三个中的最低价作为入围参考价，在此基础上谈判；
 - ✓ 国家医保局长胡静林赴安徽调研高值耗材带量采购工作时指出，安徽省率先在全国开展高值耗材集中带量采购谈判试点，作为试点要为全国开展高值医用耗材治理积累经验

江苏

- **2019.07 《江苏省医疗保障局关于推进医用耗材阳光采购的实施意见（试行）》发布：**
 - ✓ 第一，2019年底前建成省平台，将实现“六大类”和“五大类”在省平台的采购。“六大类”包括血管介入、非血管介入、神经外科、起搏器、电生理、眼科等六大类高值耗材；“五大类”包括骨科、普外科、心胸外科、体外循环及血液净化、口腔科等五大类高值耗材。省级层面重点对前述“六大类”开展，各地市重点对“五大类”开展联盟采购；
 - ✓ 第二，对“六大类”、“五大类”原省、市集中采购招标入围的高值耗材，入围产品可在省平台直接挂网，挂网价为省、市入围价且不高于全国各省现执行入围价中最低价。公立医院与挂网企业在网上直接议价交易。全省采购联盟按“省级组织、联盟采购、平台操作、结果共享”的方式组织，实施联盟带量或集体谈判采购，促进实质性降价；



耗材集采：跨省联盟合作优势显著，联盟扩张有望不断推进



表：我国四大高值耗材招采联盟模式

四大联盟	成立时间	涉及范围	实践范围	特点
三明联盟	2016年3月	药品、医用耗材、检验试剂	覆盖15省53个市县成员：三明市、宁波市等	全国性联盟，信息共享，实行两票制，拟将福建省医保办平台与各成员现有采购平台的端口对接，实施跨省药械联合阳光采购
京津冀联盟	2016年12月	药品、医用耗材	北京、天津、河北等	三地共用统一平台，统招统采，全程监控，价格信息共享
西部十省联盟	2016年9月	医用耗材	陕西、内蒙古、甘肃、青海、宁夏、新疆、湖南、辽宁、黑龙江、广西、贵州、海南、吉林、山西、西藏等	已建立“省际联盟医用耗材采购协同应用平台”，15省共享医用耗材采购商品及价格信息
四省一市联盟	2016年11月	医用耗材	上海、江苏、浙江、安徽、福建等	计划推广浙江省、宁波市医用耗材带量采购的成功经验，选择1-2类用量大、价格高的医用耗材品种，实行四省一市联合采购

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

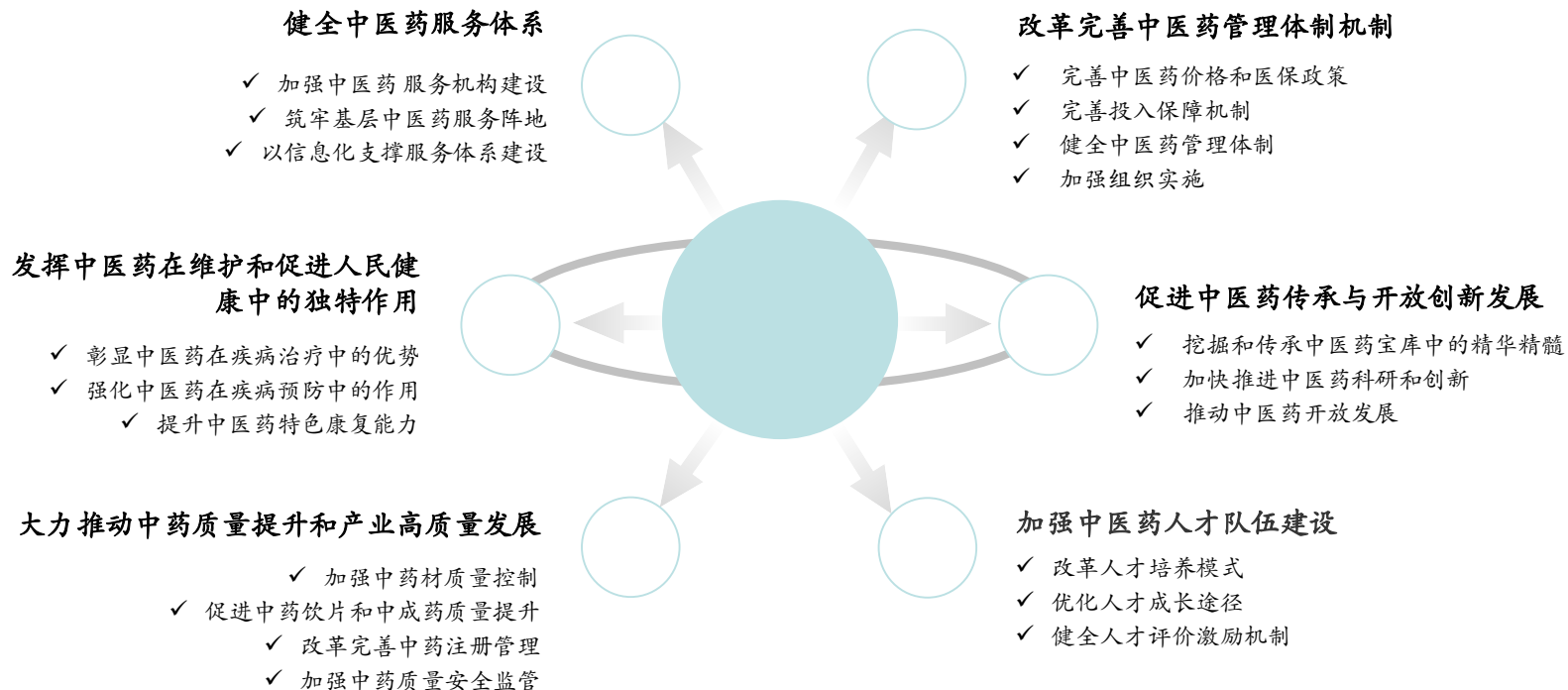
- 医保目录扩容：进一步“去芜存菁”
- 高值耗材集采：2020年或无全国性政策出台
- 中医药政策扶持：品牌中药焕发新机

05 风险提示

政策扶持中医药：鼓励中医药传承创新，品牌中药焕发新机

- 顶层政策落地，鼓励中医药传承创新。2019年10月26日，国务院颁布《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》，《意见》在肯定中医药的价值与意义基础上，从六大方面指明中医药发展之路，包括健全中医药服务体系、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用、大力推动中药质量提升和产业高质量发展、加强中医药人才队伍建设、促进中医药传承与开放创新发展、改革完善中医药管理体制机制

图：关于促进中医药传承创新发展的六大意见



数据来源：政府官网、安信证券研究中心

政策扶持中医药：鼓励中医药传承创新，品牌中药焕发新机

- 过去中药板块整体受医保政策影响较大，中药品种（尤其是中药注射剂）销售压力较大，部分纳入省级医保的品种，未来3年面临调出医保的风险，未来销售额或将持续下滑。《意见》明确鼓励疗效独特的中药品种，建议关注拥有强势品牌的中药标的，如**云南白药**、**片仔癀**：
 - ✓ **云南白药**：（1）百年传承中药品牌，药品、日化板块维持稳健增长；（2）混改迈入新步伐，理顺长期激励机制。公司19年10月公布员工持股计划及激励基金计划，核心高管及骨干明确受益，有利于理顺长期经营激励机制；（3）并购外延再起航，拓展全球化布局版图。2019年10月，公司先后通过自有资金认购万隆控股可转债及投资中国抗体，拓展公司在生物医药布局，拓展全球化版图
 - ✓ **片仔癀**：核心产品片仔癀增速回升，两翼板块高速增长。（1）片仔癀系中药绝密品种，具有极强的产品力。价格方面，19年原材料麝香、牛黄上半年价格上涨，产品长期提价预期强，销量方面Q3销量回升，预计全年稳健增长；（2）日化板块延续高增长。得益于品牌建设与渠道加大投入，化妆品实现延续高增长态势，家化产品上半年扭亏为盈；（3）公司持续梳理渠道，提高终端活力。目前全国目前已开设近两百家体验馆，其中两家博物馆。体验馆建设区域向纵深发展，青海、甘肃等省份实现了空白市场的“零”突破。研发方面，公司聚焦新药开发、片仔癀大品种培育、创新体系建设等核心业务，逐步形成具有片仔癀的研发布局和研发管线

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

小结：医疗改革持续推进，药品带量扩围和耗材集采势在必行

- 2019年11月15日，国务院发布《国务院深化医药卫生体制改革领导小组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》，明确提出：

药品
集采
扩容

- 2019年12月底前，各省份全面执行国家组织药品集中采购和使用改革试点25种药品的采购和使用政策。2020年，按照国家统一部署，扩大国家组织集中采购和使用药品品种范围。综合医改试点省份率先推进由医保经办机构直接与药品生产或流通企业结算货款，其他省份同时开展积极探索

鼓励
跨区
采购
联盟

- 各地应积极采取单独或跨区域联盟等方式，按照带量采购、招采合一、质量优先、确保用量、保证回款等要求，对未纳入国家组织集中采购和使用的药品开展带量、带预算采购。2020年9月底前，综合医改试点省份率先进行探索，其他省份同时也应积极探索

数据来源：体制改革司、安信证券研究中心

目录

01 医药2019年行情回顾及核心推荐标的

02 医药新周期分化下：用“四率模型”遴选2020年（往后）赛道及投资标的

03 “四率模型”中重点细分领域及对应标的推荐逻辑

04 三组政策对2020年及后续行业边际影响的评估

05 风险提示

风险提示

- 带量采购推进速度及药品降价等负面因素超预期；
- 新产品研发及审批速度低于预期；
- 药品及医疗服务等出现质量问题；
- 滞胀引发消费能力变弱影响消费升级进程。

附录：医药板块所有个股信息整理

表：医药行业个股信息整理

序号	证券代码	证券简称	年初以来涨幅 (%)	市值 (亿元)	TTM市盈率	持仓机构数 (个)	序号	证券代码	证券简称	年初以来涨幅 (%)	市值 (亿元)	TTM市盈率	持仓机构数 (个)
1	300573.SZ	兴齐眼药	404.6%	69.6	239.8	14	33	603998.SH	方盛制药	85.0%	37.5	45.4	
2	300759.SZ	康龙化成	393.7%	358.5	82.0	16	34	603259.SH	药明康德	82.8%	1591.2	75.9	275
3	603222.SH	济民制药	259.5%	156.2	428.7	2	35	600812.SH	华北制药	82.3%	118.1	71.5	1
4	603707.SH	健友股份	194.8%	304.6	56.5	39	36	600422.SH	昆药集团	82.0%	84.7	19.7	1
5	000661.SZ	长春高新	178.4%	826.6	58.7	445	37	300702.SZ	天宇股份	80.2%	71.5	13.5	6
6	300595.SZ	欧普康视	165.0%	229.7	82.0	67	38	300685.SZ	艾德生物	80.0%	108.0	77.3	22
7	002524.SZ	光正集团	163.6%	62.4	110.5	1	39	300760.SZ	迈瑞医疗	78.8%	2358.4	52.5	130
8	603079.SH	圣达生物	161.4%	47.0	125.5	1	40	603127.SH	昭衍新药	78.7%	97.8	76.7	29
9	300357.SZ	我武生物	160.2%	278.5	96.0	61	41	000513.SZ	丽珠集团	76.2%	307.6	26.0	22
10	300601.SZ	康泰生物	147.0%	567.8	115.8	100	42	300267.SZ	尔康制药	74.7%	138.8	162.0	
11	603882.SH	金城医学	144.5%	248.7	64.1	70	43	600521.SH	华海药业	74.3%	255.0	70.1	25
12	600763.SH	通策医疗	143.2%	370.2	81.1	159	44	300406.SZ	九强生物	72.6%	84.4	26.1	12
13	300347.SZ	泰格医药	139.5%	509.7	74.7	175	45	603811.SH	诚意药业	71.2%	32.6	26.1	3
14	002750.SZ	龙津药业	133.6%	52.4	4546.3		46	002332.SZ	仙琚制药	70.8%	95.1	25.0	10
15	300015.SZ	爱尔眼科	124.3%	1398.0	103.9	172	47	300326.SZ	凯利泰	69.7%	103.4	19.7	35
16	300558.SZ	贝达药业	122.3%	284.2	130.6	18	48	002007.SZ	华兰生物	69.6%	515.3	38.4	103
17	603456.SH	九洲药业	120.7%	110.4	55.7	9	49	000739.SZ	普洛药业	69.5%	147.0	27.8	21
18	603520.SH	司太立	117.8%	68.3	46.7	18	50	300653.SZ	正海生物	68.0%	61.5	61.4	10
19	603658.SH	安因生物	117.4%	441.0	64.0	43	51	603233.SH	大参林	66.7%	263.1	39.1	47
20	600276.SH	恒瑞医药	111.5%	4099.9	83.9	882	52	300003.SZ	乐普医疗	66.1%	611.5	36.2	93
21	603939.SH	益丰药房	110.5%	330.9	62.9	84	53	002626.SZ	金达威	65.8%	115.8	20.5	7
22	300639.SZ	凯普生物	108.8%	55.1	39.2	4	54	300142.SZ	沃森生物	62.6%	477.1	44.4	57
23	300630.SZ	普利制药	108.2%	167.6	62.9	49	55	300194.SZ	福安药业	61.4%	61.6	-17.0	1
24	002901.SZ	大博医疗	107.7%	243.0	56.4	15	56	300725.SZ	药石科技	60.7%	96.1	61.3	34
25	002675.SZ	东诚药业	107.4%	130.4	35.7	11	57	300404.SZ	博济医药	58.2%	24.0	349.4	1
26	300482.SZ	万孚生物	105.7%	178.0	47.4	23	58	002099.SZ	海翔药业	57.9%	112.2	13.8	6
27	300463.SZ	迈克生物	96.4%	158.9	31.6	25	59	600380.SH	健康元	57.4%	199.4	23.8	32
28	002821.SZ	凯莱英	94.6%	304.2	57.0	98	60	603976.SH	正川股份	55.8%	38.2	60.3	1
29	300238.SZ	冠昊生物	94.5%	49.2	142.6	2	61	688029.SH	南微医学	55.6%	229.3	89.5	24
30	300529.SZ	健帆生物	92.9%	331.9	64.6	108	62	600161.SH	天坛生物	55.5%	287.3	49.5	22
31	002653.SZ	海思科	92.0%	243.6	59.0	5	63	002001.SZ	新和成	54.1%	480.2	21.4	59
32	600529.SH	山东药玻	90.2%	152.0	34.8	83	64	300363.SZ	博腾股份	52.4%	72.8	44.8	8

附录：医药板块所有个股信息整理（续）

表：医药行业个股信息整理（续）

序号	证券代码	证券简称	年初以来涨幅 (%)	市值 (亿元)	TTM市盈率	持仓机构数 (个)	序号	证券代码	证券简称	年初以来涨幅 (%)	市值 (亿元)	TTM市盈率	持仓机构数 (个)
65	300244.SZ	迪安诊断	51.1%	142.1	31.7	20	97	002262.SZ	恩华药业	28.4%	117.4	18.8	11
66	600216.SH	浙江医药	50.9%	124.6	59.3	21	98	002728.SZ	特一药业	28.0%	32.4	19.3	
67	600557.SH	康缘药业	49.8%	90.8	18.6	11	99	300584.SZ	海辰药业	27.9%	36.7	37.3	7
68	603883.SH	老百姓	48.2%	198.8	39.4	70	100	002118.SZ	紫鑫药业	27.5%	71.2	-87.0	2
69	000590.SZ	启迪古汉	47.4%	26.8	-278.3		101	000788.SZ	北大医药	26.8%	39.3	77.7	
70	300436.SZ	广生堂	46.3%	49.7	203.0		102	002019.SZ	亿帆医药	26.7%	165.7	21.6	13
71	300233.SZ	金城医药	45.8%	77.2	16.6	3	103	002950.SZ	奥美医疗	26.6%	84.4	27.7	
72	603309.SH	维力医疗	45.3%	27.8	21.8	1	104	002044.SZ	美年健康	26.4%	587.2	73.6	73
73	600285.SH	羚锐制药	44.9%	60.8	20.8	17	105	600222.SH	太龙药业	26.2%	24.6	-28.0	2
74	603108.SH	润达医疗	44.2%	59.6	19.2	1	106	002880.SZ	卫光生物	25.8%	54.2	34.3	1
75	300006.SZ	莱美药业	43.6%	41.6	56.2		107	300255.SZ	常山药业	25.7%	47.9	27.6	1
76	002758.SZ	华通医药	43.0%	21.4	62.8		108	002755.SZ	奥赛康	24.8%	149.1	12.0	3
77	300396.SZ	迪瑞医疗	42.1%	45.8	20.0	3	109	600267.SH	海正药业	24.8%	101.1	13.4	10
78	300246.SZ	宝莱特	39.1%	22.2	31.8		110	300030.SZ	阳普医疗	24.7%	19.8	-15.4	1
79	600129.SH	太极集团	38.6%	63.9	134.1	1	111	603387.SH	基蛋生物	24.1%	60.6	22.6	2
80	002390.SZ	信邦制药	38.1%	94.2	-6.9	2	112	300009.SZ	安科生物	24.0%	172.3	59.7	22
81	600993.SH	马应龙	37.8%	79.0	22.7	10	113	300110.SZ	华仁药业	23.3%	46.5	127.5	
82	300298.SZ	三诺生物	37.6%	80.7	28.3	6	114	000538.SZ	云南白药	23.2%	1133.7	27.5	47
83	002166.SZ	莱茵生物	36.9%	40.5	60.2		115	002022.SZ	科华生物	22.8%	59.0	27.4	
84	600079.SH	人福医药	35.7%	186.3	-8.2	18	116	000153.SZ	丰原药业	22.4%	19.4	24.3	1
85	300562.SZ	乐心医疗	35.7%	25.3	80.2		117	300122.SZ	智飞生物	22.2%	748.8	35.2	75
86	002773.SZ	康弘药业	35.4%	308.9	41.7	17	118	603963.SH	大理药业	21.9%	18.5	92.5	
87	002727.SZ	一心堂	33.1%	132.8	22.6	29	119	600436.SH	片仔癀	21.5%	631.7	47.4	60
88	300723.SZ	一品红	32.5%	56.7	23.4	8	120	600055.SH	万东医疗	21.3%	56.4	36.1	12
89	603368.SH	柳药股份	32.3%	88.2	12.9	38	121	000931.SZ	中关村	21.1%	63.1	65.3	1
90	600613.SH	神奇制药	31.4%	34.4	27.8		122	002550.SZ	千红制药	20.5%	57.1	24.6	
91	603229.SH	奥翔药业	31.0%	23.9	38.7	1	123	002020.SZ	京新药业	20.2%	73.2	14.1	5
92	600739.SH	辽宁成大	30.2%	208.3	18.8	8	124	300016.SZ	北陆药业	19.4%	40.5	21.5	8
93	000915.SZ	山大华特	29.4%	44.2	31.4	14	125	300206.SZ	理邦仪器	19.4%	39.8	34.1	4
94	000403.SZ	振兴生化	29.1%	88.6	69.8	5	126	002393.SZ	力生制药	18.6%	46.0	21.4	
95	300239.SZ	东宝生物	28.4%	24.7	66.6	2	127	603538.SH	美诺华	18.6%	34.6	21.6	5
96	000756.SZ	新华制药	28.4%	43.7	14.8	3	128	603987.SH	康德莱	18.5%	32.9	21.6	1

附录：医药板块所有个股信息整理（续）

表：医药行业个股信息整理（续）

序号	证券代码	证券简称	年初以来涨幅 (%)	市值 (亿元)	TTM市盈率	持仓机构数 (个)	序号	证券代码	证券简称	年初以来涨幅 (%)	市值 (亿元)	TTM市盈率	持仓机构数 (个)
129	300158.SZ	振东制药	18.4%	46.6	-69.6		161	000650.SZ	仁和药业	11.7%	74.8	13.5	4
130	300254.SZ	仟源医药	18.4%	15.9	55.0		162	603367.SH	辰欣药业	11.2%	75.3	14.0	1
131	600513.SH	联环药业	18.3%	20.1	25.5		163	002603.SZ	以岭药业	11.1%	139.0	22.7	1
132	002422.SZ	科伦药业	17.8%	347.7	31.5	28	164	200028.SZ	一致B	11.1%	109.4	8.8	
133	600673.SH	东阳光	17.8%	256.2	24.4	18	165	300026.SZ	红日药业	10.8%	101.0	38.3	2
134	600196.SH	复星医药	17.7%	693.5	25.9	46	166	002589.SZ	瑞康医药	10.6%	115.3	22.0	1
135	300294.SZ	博雅生物	17.2%	136.3	27.2	8	167	600511.SH	国药股份	10.6%	190.6	12.5	34
136	688363.SH	华熙生物	16.7%	476.9	91.5		168	300753.SZ	爱朋医疗	10.6%	35.5	37.0	2
137	600976.SH	健民集团	16.6%	25.2	30.8	7	169	603590.SH	康辰药业	10.5%	56.0	18.0	
138	002102.SZ	ST冠福	16.6%	53.7	-2.2		170	002462.SZ	嘉事堂	10.3%	46.1	12.7	2
139	600479.SH	千金药业	16.4%	36.2	13.1	7	171	300147.SZ	香雪制药	10.2%	44.5	78.5	
140	000919.SZ	金陵药业	16.2%	35.9	10.0		172	000078.SZ	海王生物	10.0%	90.1	25.9	4
141	300636.SZ	同和药业	15.6%	16.7	41.4		173	300453.SZ	三鑫医疗	8.9%	19.6	37.7	
142	000999.SZ	华润三九	15.6%	277.4	12.1	12	174	300677.SZ	英科医疗	8.9%	31.5	17.8	1
143	002317.SZ	众生药业	15.5%	76.7	16.9	5	175	000950.SZ	重药控股	8.8%	94.4	10.6	5
144	000004.SZ	国农科技	15.0%	15.5	-56.1	2	176	600829.SH	人民同泰	8.6%	36.7	13.8	3
145	002107.SZ	沃华医药	14.9%	27.2	52.9		177	601607.SH	上海医药	8.3%	511.0	13.1	43
146	000963.SZ	华东医药	14.8%	438.2	16.4	29	178	600329.SH	中新药业	8.2%	102.0	16.8	5
147	600789.SH	鲁抗医药	14.8%	58.4	49.0		179	002287.SZ	奇正藏药	8.2%	108.9	31.3	2
148	600252.SH	中恒集团	14.7%	100.4	14.1	2	180	000623.SZ	吉林敖东	7.7%	178.5	14.9	12
149	300642.SZ	透景生命	14.7%	39.1	26.3	6	181	600056.SH	中国医药	7.6%	140.0	11.0	5
150	002817.SZ	黄山胶囊	14.5%	17.0	44.1		182	600767.SH	ST运盛	7.4%	17.3	161.5	
151	000566.SZ	海南海药	14.5%	78.3	572.9	7	183	600530.SH	交大昂立	7.2%	37.0	-7.5	
152	000710.SZ	贝瑞基因	14.4%	129.4	37.8		184	600896.SH	览海投资	7.2%	35.1	-53.7	1
153	002693.SZ	双成药业	14.4%	18.0	-30.7		185	002581.SZ	未名医药	7.0%	45.6	-77.2	2
154	300039.SZ	上海凯宝	14.4%	48.6	24.7		186	603896.SH	寿仙谷	6.9%	40.4	38.6	
155	002923.SZ	润都股份	13.0%	32.2	25.8		187	900904.SH	神奇B股	6.7%	32.2	26.0	
156	300497.SZ	富祥股份	12.5%	45.8	19.3	10	188	300273.SZ	和佳股份	6.7%	38.9	41.7	
157	000790.SZ	泰合健康	12.5%	25.5	37.3		189	600867.SH	通化东宝	6.6%	297.2	35.4	63
158	600572.SH	康恩贝	12.5%	174.2	34.0	5	190	600538.SH	国发股份	6.3%	21.2	-96.7	
159	300452.SZ	山河药辅	12.3%	21.1	25.7	3	191	000028.SZ	国药一致	6.2%	186.6	15.0	22
160	002435.SZ	长江健康	11.8%	48.1	14.1	2	192	002223.SZ	鱼跃医疗	5.8%	206.6	25.4	42

附录：医药板块所有个股信息整理（续）

表：医药行业个股信息整理（续）

序号	证券代码	证券简称	年初以来涨幅 (%)	市值 (亿元)	TTM市盈率	持仓机构数 (个)	序号	证券代码	证券简称	年初以来涨幅 (%)	市值 (亿元)	TTM市盈率	持仓机构数 (个)
193	600062.SH	华润双鹤	5.7%	130.5	12.5	9	225	300204.SZ	舒泰神	-0.4%	50.2	89.2	4
194	600488.SH	天药股份	5.7%	42.5	27.5		226	000518.SZ	四环生物	-0.6%	35.4	-335.1	
195	600721.SH	*ST百花	5.7%	22.2	-2.7		227	300534.SZ	陇神戎发	-0.7%	17.2	242.8	1
196	600211.SH	西藏药业	5.7%	55.5	24.8	2	228	600645.SH	中源协和	-1.3%	75.0	-41.3	4
197	603168.SH	莎普爱思	5.5%	23.3	-14.1	1	229	300705.SZ	九典制药	-1.6%	27.0	41.3	1
198	002198.SZ	嘉应制药	5.5%	27.3	68.9		230	300401.SZ	花园生物	-1.8%	56.6	14.4	3
199	600851.SH	海欣股份	5.3%	87.9	69.0	4	231	300318.SZ	博晖创新	-2.5%	31.7	62.0	1
200	300314.SZ	戴维医疗	5.3%	25.1	79.2		232	002551.SZ	尚荣医疗	-2.7%	31.3	59.4	2
201	600587.SH	新华医疗	5.2%	55.7	8.3		233	600085.SH	同仁堂	-2.9%	362.8	32.0	23
202	002566.SZ	益盛药业	4.7%	19.9	27.9	1	234	300149.SZ	量子生物	-3.0%	70.6	54.3	2
203	000766.SZ	通化金马	4.7%	69.4	22.4	1	235	300519.SZ	新光药业	-3.1%	21.0	23.1	1
204	603858.SH	步长制药	4.7%	220.8	10.9	1	236	688166.SH	博瑞医药	-3.7%	120.9	126.5	
205	603139.SH	康惠制药	4.4%	16.0	29.0	1	237	600833.SH	第一医药	-3.7%	19.5	34.7	1
206	600272.SH	开开实业	4.3%	17.9	79.0		238	002826.SZ	易明医药	-3.7%	19.0	63.4	
207	600713.SH	南京医药	4.1%	45.2	12.5	3	239	603567.SH	珍宝岛	-3.8%	96.6	22.6	
208	603880.SH	南卫股份	3.7%	15.8	79.2		240	300181.SZ	佐力药业	-4.2%	29.8	88.2	
209	002412.SZ	汉森制药	3.6%	43.6	26.5		241	002900.SZ	哈三联	-4.2%	34.9	20.0	1
210	000597.SZ	东北制药	3.6%	63.9	29.9	3	242	600420.SH	现代制药	-4.4%	88.7	12.6	3
211	002030.SZ	达安基因	3.1%	83.2	80.6	2	243	300765.SZ	新诺威	-4.5%	67.3	25.3	
212	002437.SZ	誉衡药业	3.1%	63.3	51.8	3	244	000411.SZ	英特集团	-4.6%	29.7	20.9	10
213	000705.SZ	浙江震元	2.6%	20.7	25.4		245	000516.SZ	国际医学	-4.8%	91.3	-134.6	2
214	002275.SZ	桂林三金	2.4%	75.4	20.0	1	246	600332.SH	白云山	-5.2%	545.5	17.3	22
215	603669.SH	灵康药业	2.4%	34.6	20.7	1	247	002432.SZ	九安医疗	-5.4%	21.0	-353.8	3
216	002737.SZ	葵花药业	2.0%	83.2	14.1	4	248	002433.SZ	太安堂	-5.5%	33.5	17.2	2
217	600351.SH	亚宝药业	1.6%	42.3	14.8	1	249	600664.SH	哈药股份	-5.6%	93.5	87.0	7
218	300439.SZ	美康生物	1.3%	46.3	18.7	1	250	002252.SZ	上海莱士	-5.6%	376.1	98.9	5
219	002424.SZ	贵州百灵	1.0%	123.8	25.7	3	251	300289.SZ	利德曼	-5.9%	26.1	-263.4	
220	000503.SZ	国新健康	0.9%	144.1	-65.3	5	252	002873.SZ	新天药业	-6.4%	17.8	23.5	
221	300381.SZ	溢多利	0.8%	35.4	28.9	1	253	300583.SZ	赛托生物	-6.4%	33.4	30.2	
222	300683.SZ	海特生物	0.8%	28.2	32.7		254	600796.SH	钱江生化	-7.4%	14.4	-39.5	1
223	002788.SZ	鹭燕医药	0.5%	24.1	10.0	1	255	000952.SZ	广济药业	-7.4%	23.2	16.1	1
224	300676.SZ	华大基因	-0.4%	238.7	70.9	8	256	600750.SH	江中药业	-7.8%	64.2	12.9	8

附录：医药板块所有个股信息整理（续）

表：医药行业个股信息整理（续）

序号	证券代码	证券简称	年初以来涨幅 (%)	市值 (亿元)	TTM市盈率	持仓机构数 (个)	序号	证券代码	证券简称	年初以来涨幅 (%)	市值 (亿元)	TTM市盈率	持仓机构数 (个)
257	002294.SZ	信立泰	-7.8%	195.5	19.1	3	289	002940.SZ	昂利康	-23.1%	24.2	24.2	
258	000423.SZ	东阿阿胶	-8.3%	229.8	21.5	8	290	002038.SZ	双鹭药业	-23.3%	128.7	23.7	
259	603676.SH	卫信康	-9.1%	43.1	80.7		291	300086.SZ	康芝药业	-23.5%	20.2	-66.2	
260	600998.SH	九州通	-9.4%	246.3	15.5	11	292	002907.SZ	华森制药	-23.7%	57.6	35.3	
261	900917.SH	海欣B股	-9.5%	33.1	26.0		293	002349.SZ	精华制药	-23.8%	36.2	-23.3	
262	600080.SH	金花股份	-10.5%	23.8	52.9	2	294	600671.SH	天目药业	-24.6%	14.7	-99.4	
263	002382.SZ	蓝帆医疗	-11.0%	127.1	27.5	6	295	900943.SH	开开B股	-24.7%	9.0	39.6	
264	000813.SZ	德展健康	-12.0%	181.1	33.6	3	296	600227.SH	圣济堂	-25.0%	35.0	-2.1	
265	603716.SH	塞力斯	-12.2%	34.3	30.6	1	297	002411.SZ	延安必康	-25.0%	242.3	84.1	
266	688016.SH	心脉医疗	-12.5%	99.7	78.4	6	298	688108.SH	赛诺医疗	-26.4%	67.0	73.6	
267	603351.SH	威尔药业	-12.6%	29.4	21.3	1	299	600090.SH	同济堂	-26.7%	57.4	10.7	
268	300143.SZ	盈康生命	-13.0%	43.2	201.0	2	300	002173.SZ	创新医疗	-27.4%	24.0	-15.6	
269	688389.SH	普门科技	-13.0%	72.1	70.4		301	300049.SZ	福瑞股份	-28.7%	19.0	2100.8	
270	300485.SZ	赛升药业	-13.1%	40.8	20.4		302	600771.SH	广誉远	-29.1%	72.0	22.4	
271	002898.SZ	赛隆药业	-13.8%	20.4	63.0		303	600566.SH	济川药业	-29.9%	184.6	11.0	
272	603301.SH	振德医疗	-14.6%	26.8	19.1		304	002219.SZ	恒康医疗	-33.4%	42.7	-3.6	
273	600594.SH	益佰制药	-14.9%	37.2	-4.9	1	305	002399.SZ	海普瑞	-33.7%	189.6	22.7	
274	002644.SZ	佛慈制药	-16.0%	33.4	37.1	1	306	688321.SH	微芯生物	-34.0%	258.0	698.4	
275	000509.SZ	华塑控股	-16.3%	18.7	-50.3	2	307	688366.SH	昊海生科	-34.7%	151.8	39.3	
276	002864.SZ	盘龙药业	-17.2%	22.8	29.8		308	688068.SH	热景生物	-36.0%	28.2	66.1	
277	600200.SH	江苏吴中	-17.4%	34.8	-10.1	1	309	000504.SZ	*ST生物	-37.0%	24.5	-75.9	
278	300434.SZ	金石亚药	-17.5%	28.9	19.2		310	300199.SZ	翰宇药业	-41.5%	50.1	-7.0	
279	688139.SH	海尔生物	-17.7%	79.6	46.1		311	000150.SZ	宜华健康	-45.8%	50.0	-194.6	
280	000989.SZ	九芝堂	-18.1%	66.8	36.8	1	312	002872.SZ	*ST天圣	-47.9%	14.2	-14.5	
281	300358.SZ	楚天科技	-18.4%	29.4	-1976.1	1	313	600781.SH	ST辅仁	-58.9%	32.6	4.7	
282	000908.SZ	景峰医药	-18.5%	31.8	-43.7		314	002370.SZ	亚太药业	-60.2%	35.3	73.4	
283	002365.SZ	永安药业	-19.1%	24.7	25.5		315	600518.SH	ST康美	-62.4%	171.1	-6.4	
284	600535.SH	天士力	-20.9%	225.5	17.2	8	316	002680.SZ	长生退	-87.1%	5.0	0.9	
285	300633.SZ	开立医疗	-21.5%	87.6	60.1	12							
286	688202.SH	美迪西	-21.7%	34.5	53.8								
287	300108.SZ	吉药控股	-21.8%	26.0	20.5								
288	002932.SZ	明德生物	-22.2%	22.7	39.0								

免责声明

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上;
同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%;
落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动;
B — 较高风险, 未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动;

■ 分析师声明

马帅、齐震、冯雪云声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。在法律许可的情况下, 本公司及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并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

联系人及地址

■ 销售联系人

上海联系人

朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn

北京联系人

温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn

深圳联系人

胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道2008号中国凤凰大厦1栋7层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街2号楼国投金融大厦15层

邮编：100034

感谢耐心阅读!

2019/11/18