

医药生物行业 2020 年度策略

精选好赛道，创新驱动和消费驱动成为重要选股思路

增持（维持）

2019 年 11 月 22 日

证券分析师 全铭

执业证号：S0600517010002

021-60199793

quanm@dwzq.com.cn

证券分析师 焦德智

执业证号：S0600516120001

021-60199793

jiadzh@dwzq.com.cn

证券分析师 许汪洋

执业证号：S0600519060002

021-60199793

xuwy@dwzq.com.cn

证券分析师 李颖睿

执业证号：S0600519090002

021-60199793

liyr@dwzq.com.cn

投资要点

■ 医药指数 2019 年表现靓丽，增长的稳健性和持续性成为关键因素

2019 年初至今医药指数累计涨幅为 37.76%，表现好于沪深 300 的 28.78% 的涨幅。2019Q3 基于重仓股的医药股持仓比例约 12.90%，较 2019Q2 的 11.64% 提升 1.26 个百分点。自 2018Q4 带量采购政策推出后，医药持仓比例逐季增加，体现了市场对于医药政策敏感度降低，对优质资产配置加强。科创板的推出加速医药行业估值重构，在科创板共上市 61 家企业，其中医药相关标的 15 家，医药标的已经成为科创板核心领域之一。

■ 2019Q1-Q3 医药上市公司实现有质量的增长，医保逐步落实“腾笼换鸟”，有望带来正面业绩贡献

2019 年 1-9 月医药行业上市公司（统计 288 家标的）合计收入增长 12.85%；合计归母净利润同比增长 1.26%；合计扣非后的归母净利润同比增长 1.11%。医药上市公司合计的经营性净现金流同比增长 92.62%，延续了 2018 年以来现金流持续优化的行业发展趋势。医药上市公司实现有质量的增长。

2019 年医药政策逐步落地，包括 4+7 带量采购全国扩面、国家医保目录谈判、注射剂一致性评价、高值耗材控费等。展望 2020，我们认为目前市场对政策负面影响已经有较充分预期，可以重点关注医保目录调整、谈判目录落地后对医药上市公司业绩将产生积极的影响。

■ 景气的细分赛道带来业绩的持续快速增长，创新驱动和消费驱动成为重要选股思路

中国药企积极转型致力于创新药研发成为重要转型方向，创新药企研发投入 2019Q1-Q3 增速达到 42.65%。同时，由于大部分药企研发基础薄弱，科创板推行增加了研发型药企的融资能力，创新药产业链 CRO 公司 2019Q1-Q3 收入同比增长 32.40%，扣非归母净利润 41.22%。医药自主消费类的公司主要以内生为主，而且均为患者自费品种，抵御了政策扰动，带来了业绩的增长，自主消费企业 2019Q1-Q3 合计实现营业收入和扣非净利润增长分别为 23.03% 和 30.95%。我们认为景气的细分赛道带来业绩的持续快速增长，创新驱动和消费驱动成为重要选股思路。

■ 建议关注：

1) 创新药及产业链：创新药方面，重点推荐创新药龙头恒瑞医药；CRO 方面，重点推荐临床前 CRO 龙头药明康德、临床 CRO 龙头泰格医药。2) 自主消费产品：重点推荐长春高新、我武生物、欧普康视。3) 医疗服务：重点推荐美年健康，建议关注通策医疗。4) 医疗器械：重点推荐 OK 镜龙头欧普康视，建议关注内镜诊疗龙头南微医学。5) 生物制品：重点推荐康泰生物。6) 特色原料药和高端原料药：建议关注华海药业、博瑞医药等。

■ 风险提示：医改政策落地风险；招标不及预期的风险；行业增速受宏观经济影响所带来的风险。

行业走势



相关研究

- 1、《医药生物行业：关注带量采购全国扩面，聚焦核心资产》2019-10-13
- 2、《医药生物行业：“4+7”带量采购政策出清，关注中标企业市占率提升的长期发展逻辑》2019-09-27
- 3、《医药生物行业周报：关注带量采购全国扩面，聚焦核心资产》2019-09-23

表 1：重点公司估值（截至 2019 年 11 月 21 日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
603259	药明康德	1,556.27	95.00	1.38	1.30	1.66	68.84	73.08	57.23	买入
300601	康泰生物	590.38	91.50	0.68	0.88	1.24	134.56	103.98	73.79	买入
688029	南微医学	238.61	178.95	1.93	2.13	2.83	92.72	84.01	63.23	
300357	我武生物	303.52	57.97	0.44	0.57	0.74	131.75	101.70	78.34	买入
000661	长春高新	813.07	477.96	5.92	8.39	11.46	80.74	56.97	41.71	买入

资料来源：wind，东吴证券研究所

内容目录

1. 医药指数 2019 年表现靓丽，增长的稳健性和持续性成为关键因素	5
1.1. 指数走势：医药行业龙头标的领涨，带动医药指数涨幅超越沪深 300 指数.....	5
1.2. 基金持仓：2019Q3 基金医药持仓比例 12.9%，提升 1.26 个百分点	6
1.3. 强势股及归因分析：关注增长的稳健性和持续性.....	8
1.3.1. 医药生物指数上涨 37.76%，医疗服务子板块涨幅 72.65%表现最好.....	8
1.3.2. 强势股集中在政策免疫板块，业绩突出行业龙头标的.....	9
1.4. 科创板成功启动为医药创新提供全面的融资平台，为医药行业转型升级提供新的动力	10
1.4.1. 科创板盈利要求宽松，为医药创新产业和新兴医疗服务模式提供更加便利的融资渠道.....	10
1.4.2. 目前科创板 1/4 的标的为医药行业新兴领域的优质公司	11
2. 医药行业实现有质量增长升级，行业现金流量表与资产负债表持续好转	11
2.1. 2019 年 1-9 月医药行业上市公司业绩增速稳健	11
2.2. 医药行业毛利率和净利润率稳步提升.....	13
2.3. 2019 年 1-9 月医药行业净现金流、应收账款、存货等持续好转，医药行业逐步进入注重质量带动的增长时期.....	14
3. 医药政策逐步落地，医保及谈判目录调整有望带来正面业绩贡献	15
3.1. 国家医保药品目录调整方案出炉，医保逐步落实“腾笼换鸟”	15
3.2. 注射制剂一致性评价开启，仿制药板块变革将进一步深化，行业集中度有望快速提升	17
3.3. 高值耗材控费政策逐步落地，零差率与带量采购试点地区先行.....	17
3.1. 4+7 带量采购正式启动，推进效果明显，正式推广至全国	18
3.2. 《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》发布，定调 2019-2020 年的重点工作	22
4. 中国医药行业进入创新驱动时期，创新药龙头和器械龙头公司增益显著	23
4.1. 创新药及产业链增长迅速，成为阶段性推动医药行业发展重要动力.....	23
4.1.1. 创新药——中国创新逐步走向海外.....	24
4.1.2. CRO——创新产业链集中受益者	27
4.2. 新产品出现、新技术的推广、基层地区的覆盖，推动医疗器械行业实现龙头引领行业发展的崭新格局.....	27
5. 生物制品行业迎来黄金发展期	29
5.1. “疫苗事件”不良影响褪去，批签发加速+大品种相继上市，疫苗行业进入快速增长期.....	31
5.2. 血液制品行业增长稳定，未来将继续维持稳定增长。	32
6. 消费升级+健康意识提升，推动自主消费类产品快速增长	34
6.1.1. 人均居民可支配收入提高带来的消费升级.....	34
6.1.2. 医保外的支付方式带来业绩的增长.....	35
7. 医疗服务长逻辑向好	35
7.1.1. 宏观政策扶持、老龄化社会来临，公立医院不能满足需求.....	35
7.1.2. A 股投资标的均为行业龙头，规模效应突出	36
8. 全球 API 产能逐步从欧美向新兴市场转移，关注特色原料药企业	36
8.1. 专利悬崖推动国际通用名药物市场持续增长.....	36
8.2. 全球 API 产能逐步从欧美向新兴市场转移，中国逐渐赶超印度	37

8.3. “一致性评价+带量采购”促使医药行业格局加速洗牌，重新定义仿制药核心竞争要素，API 企业产业链优势凸显	37
9. 核心观点及建议关注标的	38
9.1. 恒瑞医药（600276.SH）：国内创新药绝对龙头，着力研发投入铸就创新产线	38
9.2. 药明康德（603259.SH）：创新药产业蓬勃发展，CRO 龙头腾飞在即	40
9.3. 康泰生物（300601.SZ）：丰富管线铸就疫苗龙头，大品种上市带动业绩腾飞	41
9.4. 泰格医药（300347.SZ）：创新药热潮助飞 CRO 龙头，员工激励充分维持核心稳定	42
9.5. 欧普康视（300595.SZ）：角膜塑形镜渠道下沉带来发展机遇，“量价齐升”趋势有望延续	43
9.6. 长春高新（000661.SZ）：生长激素快速放量，生长激素龙头快速增长	44
9.7. 我武生物（300357.SZ）：脱敏领域快速放量，公司业绩增长可期	45
9.8. 通策医疗（600763.SH）：居民健康意识提升，口腔健康领域快速增长，口腔领域龙头增长可期	46
9.9. 美年健康（002044.SZ）：体检行业龙头企业风雨后再度起航	46
9.10. 南微医学（688029.SH）：内镜诊疗器械行业的领军者	47
10. 风险提示	48

图表目录

图 1：年初至今生物医药生物及沪深 300 涨跌幅（截止 11 月 15 日）	5
图 2：年初至今恒生医疗保健及恒生指数涨跌幅（截止 11 月 15 日）	6
图 3：2007 年 7 月至今期医药板块绝对估值水平变化	6
图 4：基金医药持仓比例变化	7
图 5：医药板块估值情况（截至 11 月 15 日）	8
图 6：医药上市公司销售收入情况（亿元）	12
图 7：医药上市公司归母净利润情况（亿元）	12
图 8：医药上市公司扣非归母净利润情况（亿元）	12
图 9：剔除并表和事件对上市公司造成业绩重大影响后医药上市公司销售收入情况（亿元）	12
图 10：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司归母净利润情况（亿元）	12
图 11：剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司扣非归母净利润情况（亿元）	12
图 12：医药上市公司毛利率、净利率和费用率情况	13
图 13：医药上市公司销售费用和管理费用情况（亿元）	13
图 14：医药上市公司经营性净现金流变化情况（亿元）	14
图 15：医药上市公司应收账款变化情况（亿元）	14
图 16：医药上市公司存货变化情况（亿元）	14
图 17：2019 年国家医保药品目录调整工作时间安排	15
图 18：创新药企销售收入情况（亿元）	24
图 19：创新药企净利润和扣非净利润情况（亿元）	24
图 20：创新药研发支出情况（亿元）	25
图 21：CRO 企业销售收入情况（亿元）	27
图 22：CRO 企业净利润和扣非净利润情况（亿元）	27
图 23：我国医疗器械行业市场规模（亿元）	28
图 24：部分典型高值耗材产品的进口情况（亿美元）	28

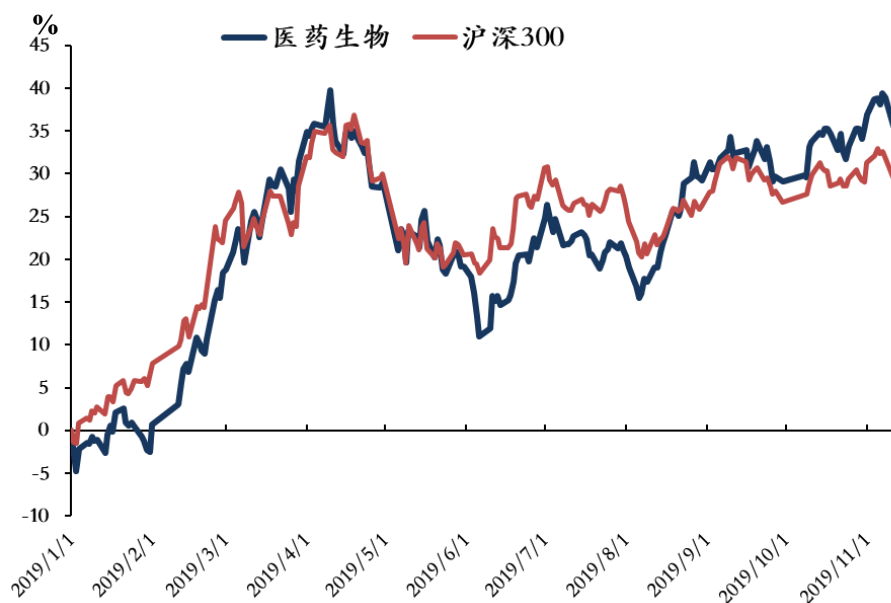
图 25: 部分典型医疗影像设备的进口情况 (亿美元)	28
图 26: 用于基层医疗机构, 和其中社区卫生机构与乡镇卫生院的全国公共财政支出 (亿元)	29
图 27: 生物制品上市公司销售收入情况 (亿元)	30
图 28: 生物制品上市公司归母净利润情况 (亿元)	30
图 29: 生物制品上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)	30
图 30: 剔除并表和事件对上市公司造成业绩重大影响后生物制品公司销售收入情况 (亿元)	30
图 31: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品上市公司归母净利润情况 (亿元)	30
图 32: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)	30
图 33: 2018-2019Q3 我国疫苗产品批签发变化情况	31
图 34: 疫苗行业上市公司销售收入情况 (亿元)	32
图 35: 疫苗行业上市公司归母净利润情况 (亿元)	32
图 36: 人血白蛋白批签发数量变化趋势	33
图 37: 静丙批签发数量变化趋势	33
图 38: 血液制品细分领域销售收入情况 (亿元)	34
图 39: 血液制品细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元)	34
图 40: 人均可支配收入变化情况 (元)	34
图 41: 我国人均医疗卫生支出变化情况 (元)	34
图 42: 自主消费类 4 家公司销售收入情况 (亿元)	35
图 43: 自主消费类 4 家公司净利润和扣非净利润情况 (亿元)	35
图 44: 我国人口年龄结构图	36
图 45: 公立医院&民营医院占比	36
图 46: 全球仿制药市场有望保持 10%复合增长	37
表 1: 重点公司估值 (截至 2019 年 11 月 21 日)	1
表 2: 2019Q3 基金医药行业持仓市值前十	7
表 3: 2019Q3 基金医药行业持仓个数前十	7
表 4: 2019Q3 基金医药行业加仓市值前十	7
表 5: 2019Q3 基金医药行业减仓市值前十	7
表 6: 生物医药指数及细分领域指数涨跌幅 (截至 11 月 15 日)	8
表 7: 医药生物个股涨幅前 20 (截至 11 月 15 日)	9
表 8: 科创板企业上市业绩要求	10
表 9: 科创板上市的医药行业相关标的情况 (截止 11 月 15 日)	11
表 10: 部分省市和地区执行耗材带量采购的政策情况	18
表 11: 25 个品种的中标价格和中标企业 (超过 3 家的前三家中标)	19
表 12: 预计 2019-2020 有望美国获批的中国创新药	24
表 13: 重点靶点国内药企进度	25
表 14: PD-1/PD-L1 国内市场空间测算	26
表 15: 我国采浆量、浆站数量及血液制品人均用量均与发达国家有较大差距	33
表 16: 三家医疗服务上市公司对比	36

1. 医药指数 2019 年表现靓丽，增长的稳健性和持续性成为关键因素

1.1. 指数走势：医药行业龙头标的领涨，带动医药指数涨幅超越沪深 300 指数

2019 年初至今（截止 2019 年 11 月 15 日）医药指数累计涨幅为 37.76%，表现好于沪深 300 的 28.78% 的涨幅。2019 年至今，在经历了一月份延续 2018 年底的调整之后，2 月春节前后开始快速反弹，逐渐追上并超越沪深 300 指数，完成底部反转。在 4 月中旬，随着宏观经济形势的变化，医药指数跟随大盘指数下跌进入调整，在之后的 8 月份开始反弹，在龙头标的的带领下，医药指数稳步上涨，至今已超越沪深 300 指数，成为 2019 年涨幅最好的板块。我们判断随着第二批带量采购、高值耗材降价等政策落地市场已经具备了充分的预期，2020 年医药行业或将迎来政策利空出尽、龙头业绩持续提高，所带来的指数稳步上升的可持续行情。

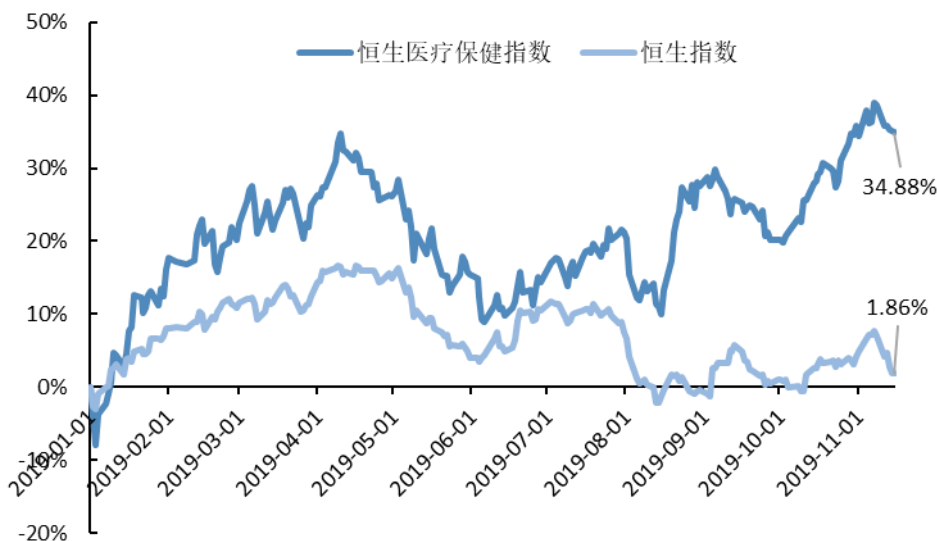
图 1：年初至今生物医药生物及沪深 300 涨跌幅（截止 11 月 15 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

恒生医疗保健指数走势与 A 股医药指数相似，先是上涨，4 月中旬后进入调整期，并于 8 月中旬开始快速反弹，至今显著超越恒生综合指数。恒生医疗保健指数年初至 11 月 15 号上涨 34.88%，好于于恒生指数 1.86% 的涨幅。

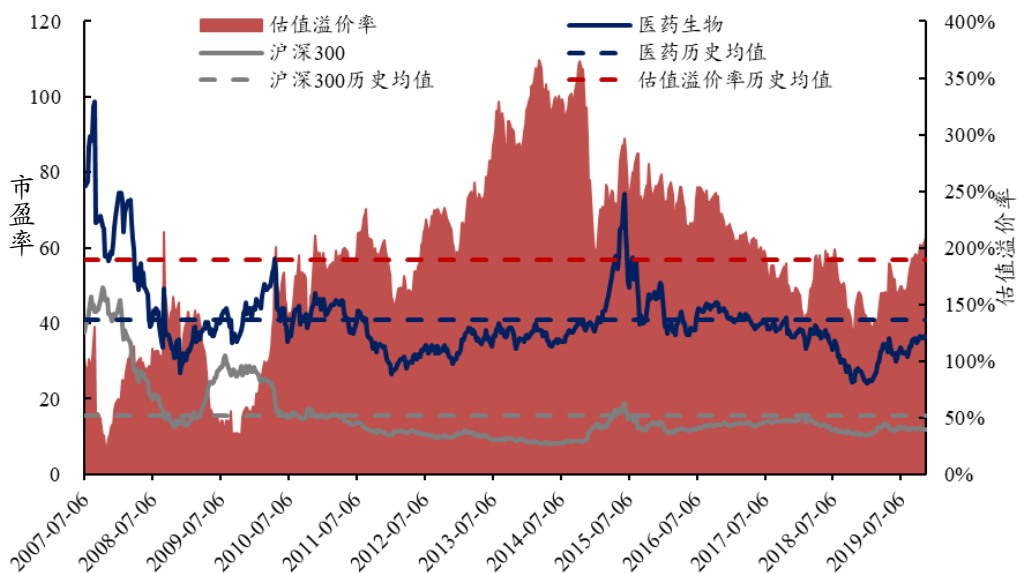
图 2: 年初至今恒生医疗保健及恒生指数涨跌幅 (截止 11 月 15 日)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

医药行业市盈率方面, 截至 11 月 15 日, 医药指数市盈率为 36.43, 高于年初 12.28 个单位, 低于历史均值 4.38 个单位。同期沪深 300 指数市盈率为 11.75, 医药指数的估值溢价率为 210.0%, 高于历史均值 20.1 个百分点, 整体医药指数的估值仍处于历史中间位置。

图 3: 2007 年 7 月至今期医药板块绝对估值水平变化



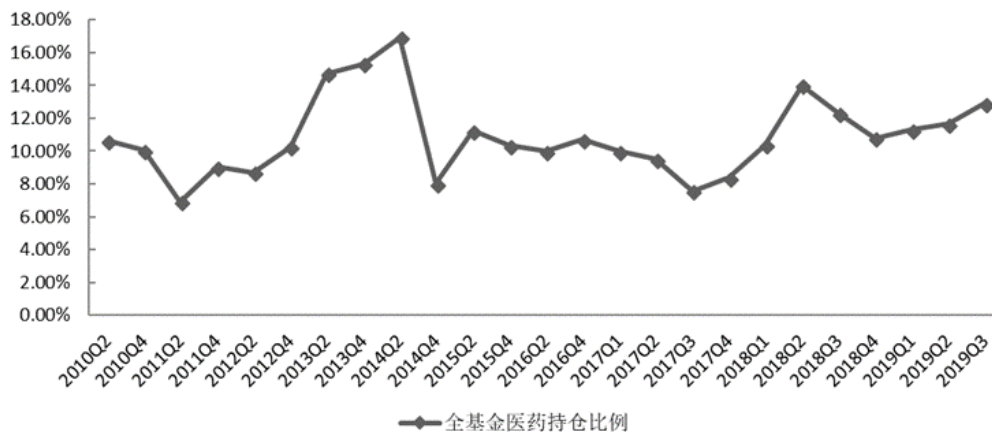
数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.2. 基金持仓: 2019Q3 基金医药持仓比例 12.9%, 提升 1.26 个百分点

我们统计了 2019Q3 基金的医药股持仓, 2019Q3 基于重仓股的医药股持仓比例约 12.90%, 较 2019Q2 的 11.64% 提升 1.26 个百分点。自 2018Q4 带量采购政策推出后, 医

药持仓比例逐季增加，体现了市场对于医药政策敏感度降低，对优质资产配置的加强。

图 4: 基金医药持仓比例变化



数据来源: wind, 东吴证券研究所

资金青睐龙头，基金集中持仓明显。恒瑞医药持股总市值 250 亿，821 支基金持股；长春高新持股总市值 151 亿，421 支基金持股。

基金加仓排名前十的标的主要集中在医药生物各个细分领域的龙头，如恒瑞医药 (+96 亿)，药明康德 (+66 亿)，金域医学 (+18 亿)，长春高新 (+17 亿)，康泰生物 (+13 亿)，健帆生物 (+9 亿)，山东药玻 (+8 亿)，欧普康视 (+8 亿)，生物股份 (+8 亿)，通化东宝 (+8 亿)。

表 2: 2019Q3 基金医药行业持仓市值前十

代码	名称	持股总市值(万元)
600276.SH	恒瑞医药	2499939
000661.SZ	长春高新	1512794
300015.SZ	爱尔眼科	837942
603259.SH	药明康德	754234
600763.SH	通策医疗	571893
300347.SZ	泰格医药	566489
002007.SZ	华兰生物	475955
300760.SZ	迈瑞医疗	428446
002044.SZ	美年健康	394242
603882.SH	金域医学	318405

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 3: 2019Q3 基金医药行业持仓个数前十

代码	名称	持有基金数
600276.SH	恒瑞医药	821
000661.SZ	长春高新	421
603259.SH	药明康德	267
300347.SZ	泰格医药	167
300015.SZ	爱尔眼科	157
600763.SH	通策医疗	151
300760.SZ	迈瑞医疗	115
300601.SZ	康泰生物	95
300529.SZ	健帆生物	93
002007.SZ	华兰生物	90

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表 4: 2019Q3 基金医药行业加仓市值前十

代码	名称	加仓市值 (万元)
600276.SH	恒瑞医药	959299
603259.SH	药明康德	658488
603882.SH	金域医学	175680

表 5: 2019Q3 基金医药行业减仓市值前十

代码	名称	减仓市值 (万元)
600436.SH	片仔癀	-145,628
002422.SZ	科伦药业	-111,710
300142.SZ	沃森生物	-94,721

000661.SZ	长春高新	171207	002223.SZ	鱼跃医疗	-88,759
300601.SZ	康泰生物	131381	300146.SZ	汤臣倍健	-66,848
300529.SZ	健帆生物	91217	000538.SZ	云南白药	-65,848
600529.SH	山东药玻	82614	000963.SZ	华东医药	-56,964
300595.SZ	欧普康视	81231	603939.SH	益丰药房	-53,341
600201.SH	生物股份	80843	002614.SZ	奥佳华	-52,954
600867.SH	通化东宝	79886	600085.SH	同仁堂	-49,842

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3. 强势股及归因分析: 关注增长的稳健性和持续性

1.3.1. 医药生物指数上涨 37.76%, 医疗服务子板块涨幅 72.65% 表现最好

年初至今, 生物医药指数上涨 37.76%, 好于沪深 300 指数 28.78% 的涨幅。其中, 医疗服务子板块表现最佳, 涨幅 72.65%; 医药商业表现最差, 涨幅 15.86%。医疗服务子板块在 2019 年成为领涨板块, 我们认为有几点原因: 1) 行业政策免疫, 对带量采购等政策免疫, 同时分级诊疗和鼓励民营医疗服务等政策利好逐步兑现; 2) 行业整合向龙头集中的趋势更加突出, 有利于上市公司提升行业竞争力; 3) 老龄化与健康消费升级双重需求逐步释放等因素叠加行业集中度上升, 推动板块业绩增速快速提升。

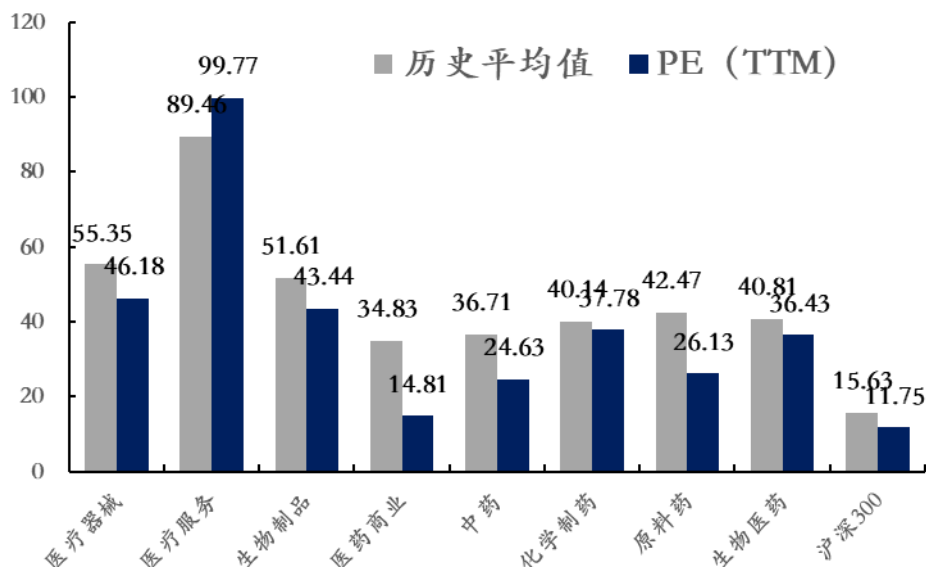
表 6: 生物医药指数及细分领域指数涨跌幅 (截至 11 月 15 日)

行业代码	行业	年初至今 (%)
801156.SI	医疗服务	72.65
801151.SI	化学制药	51.52
801153.SI	医疗器械	47.33
801152.SI	生物制品	43.82
851511.SI	原料药	42.96
801150.SI	生物医药	37.76
000300.SH	沪深 300	28.78
801154.SI	医药商业	15.86
801155.SI	中药	0.03

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

从行业估值情况看, 截止 11 月 15 号生物医药指数 TTM PE 为 36.43 倍, 低于历史平均估值水平。

图 5: 医药板块估值情况 (截至 11 月 15 日)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.2. 强势股集中在政策免疫板块，业绩突出行业龙头标的

我们整理了医药行业年初至今涨幅排行榜前20的公司，这些公司基本为医药消费、创新药、医疗服务等领域的龙头企业。

表7：医药生物个股涨幅前20（截至11月15日）

名称	年初至今涨跌幅	所属领域
1 兴齐眼药	402%	医药消费，眼科
2 济民制药	266%	医疗服务
3 天康生物	226%	动物疫苗
4 健友股份	198%	猪后周期，肝素原料药和制剂
5 长春高新	173%	医药消费，生长激素生产和销售
6 圣达生物	152%	生物素、叶酸、乳酸链球菌素等添加剂
7 欧普康视	144%	医药消费，眼科
8 金域医学	143%	IVD 检测第三方服务
9 康泰生物	139%	疫苗
10 泰格医药	139%	医疗服务，CRO 产业链
11 我武生物	138%	医药消费，脱敏治疗药物
12 龙津药业	133%	中药
13 通策医疗	131%	医疗服务，牙科诊疗
14 司太立	131%	原料药，造影剂原料药生产和销售
15 九洲药业	127%	原料药+CDMO 产业链
16 安图生物	122%	IVD 化学发光产品系列
17 普利制药	113%	制剂出口+带量采购转内销
18 益丰药房	111%	连锁药店
19 恒瑞医药	108%	创新药，医药行业龙头
20 凯普生物	108%	POCT，快速诊断

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 科创板成功启动为医药创新提供全面的融资平台，为医药行业转型升级提供新的动力

科创板的推出显著利好医药创新和新兴医疗服务模式的发展，同时对医药行业来说将有望带来新的估值体系。例如美国 NASDAQ 生物医药指数 NBI 显著跑赢 NASDAQ 综合指数，2014 年最高超额收益超过 1200%。在医药行业创新发展中，依赖于前期的高额资本投入，美国市场早期介入投资的机构，后续可以通过纳斯达克退出，如今科创板的成立必将成为我国医药行业转型升级向高端消费和自主创新发展的新契机。

1.4.1. 科创板盈利要求宽松，为医药创新产业和新兴医疗服务模式提供更加便利的融资渠道

对科创板上市企业所处的行业及盈利能力，细则亦给予了详细的要求，其中结合预计的市值整体考虑了企业的盈利状况和现金流情况，并准许处于研发投入阶段的未盈利的企业上市。具体要求：

1) 行业范围：优先支持符合国家战略、拥有关键核心技术、科技创新能力突出，具有较强成长性的企业，重点聚焦新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药等关键重要领域；

2) 盈利要求：市值指标与收入、现金流、净利润、研发投入等组合，设置五套差异化上市指标，准许存在未弥补亏损、未盈利的企业上市。

表 8：科创板企业上市业绩要求

市值	盈利要求
预计不低于 10 亿	最近两年净利润为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元，或最近一年净利润为正且累计营业收入不低于人民币 1 亿元。
预计不低于 15 亿	最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元，且最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于 15%。
预计不低于 20 亿	最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流净额累计不低于人民币 1 亿元。
预计不低于 30 亿	最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元。
预计不低于 40 亿	主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。 医药行业企业需要至少有一项核心产品取得开展 II 期临床试验批件 ，其它符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。

数据来源：《首次公开发行股票并在科创板上市管理办法》、东吴证券研究所

在科创板上市要求的其中一条明确指出“医药行业企业需要至少有一项核心产品取得开展 II 期临床试验批件”预计不低于 40 亿市值且具备明显的技术优势并满足相应条件的企业符合上市要求。此项科创板的要求是明确利好医药创新型企业，为起步阶段研发投入但盈利能力薄弱的医药创新公司提供一个开放式的融资平台。

医药创新企业普遍存在进入 II 期临床试验后，研发投入将大幅度提升，自身造血能力弱，对资本投入需求较大。科创板的出台为此类企业提供直接融资平台，为创新

研发产品提供一个公开市场的估价环境，科创板既是支持我国医药创新研发的一个金融工具，又是通过公开投资引领医药创新向优质领域投入的指引。

1.4.2. 目前科创板 1/4 的标的为医药行业新兴领域的优质公司

截止 11 月 15 号，在科创板共上市 61 家企业，其中医药相关标的 15 家，占比 24.6%，合计市值 1667.7 亿元，占市值 24.5%，可见医药标的是科创板的核心行业之一。从行业分布来看，主要集中在创新药、高端医用耗材、体外诊断、生物材料、高端医用设备等几个医药行业新兴领域。

表 9: 科创板上市的医药行业相关标的情况 (截止 11 月 15 日)

代码	名称	市值 (亿元)	市盈率	主营业务
688363.SH	华熙生物	476.9	112.5	透明质酸
688366.SH	昊海生科	133.6	36.6	生物可吸收材料
688166.SH	博瑞医药	120.9	165.2	仿制药、原料药和制剂
688321.SH	微芯生物	258.0	827.9	创新药
688016.SH	心脉医疗	99.7	110.0	主动脉支架等
688399.SH	硕世生物	0.0	0.0	体外诊断
688358.SH	祥生医疗	0.0	0.0	超声医学影像设备
688310.SH	迈得医疗	0.0	0.0	医用制品装配自动化设备
688139.SH	海尔生物	79.6	69.8	生物样本及医用药品低温储藏设备
688068.SH	热景生物	28.2	58.6	体外诊断 (POCT)
688029.SH	南微医学	229.3	119.0	内窥镜诊疗医用耗材
688098.SH	申联生物	67.8	77.5	动物疫苗
688202.SH	美迪西	34.5	56.7	临床前综合研发服务 CRO
688108.SH	赛诺医疗	67.0	75.2	冠脉支架、球囊等介入耗材
688389.SH	普门科技	72.1	88.9	体外诊断

数据来源: Wind、东吴证券研究所

2. 医药行业实现有质量增长升级，行业现金流量表与资产负债表持续好转

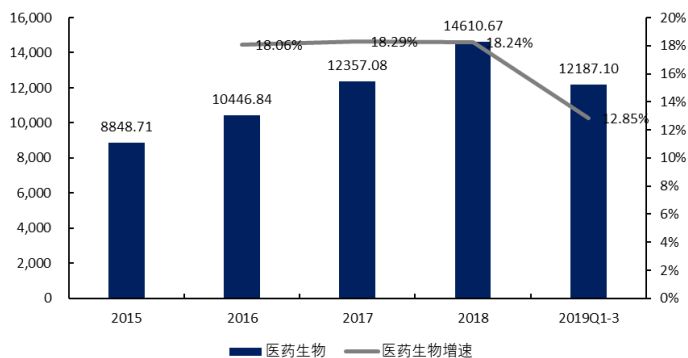
近年来医药行业迎来变革，随着带量采购等政策的跟进，行业整体收入增速和利润增速下行显著，但同时医疗产业向中高端消费与创新转型趋势明显，行业整体毛利率和净利润率稳中有升。与此同时，行业整体的现金流表和资产负债表明显好转，有助于行业长期有质量的增长。因此我们判断 2020 年医药行业将有望在 2019 年相对低的基数和相对医保政策出清等综合影响下逐步提升行业的收入和业绩增速。

2.1. 2019 年 1-9 月医药行业上市公司业绩增速稳健

2019 年 1-9 月医药行业上市公司 (统计 288 家标的) 合计收入 12187.10 亿元，收入端整体增长 12.85%，收入增速同比略有回落；合计归母净利润为 946.42 亿元，同比增长 1.26%；合计扣非后的归母净利润为 831.78 亿元，同比增长 1.11%。其中核心的原因

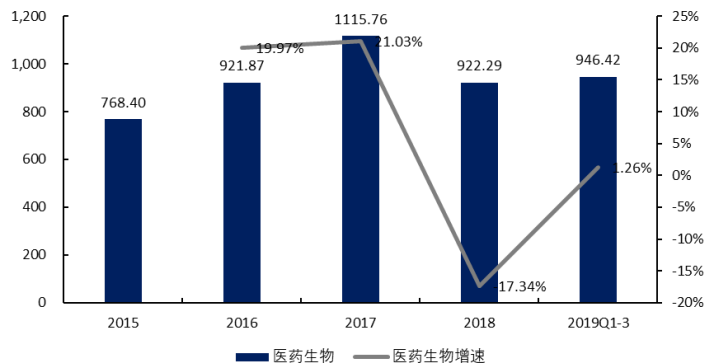
包括 2018 年爆发流感，OTC、大输液、抗生素、IVD 等多个板块迎来业绩快速增长，同时行业低开转高开推动收入体量快速上升，导致 2019 年整体在 2018 年高基数上增速放缓。在比较剔除事件因素外的 246 家公司 2019Q1-3 的收入、归母净利润和扣非净利润增速分别为 15.13%、4.21%和 2.40%。

图 6: 医药上市公司销售收入情况 (亿元)



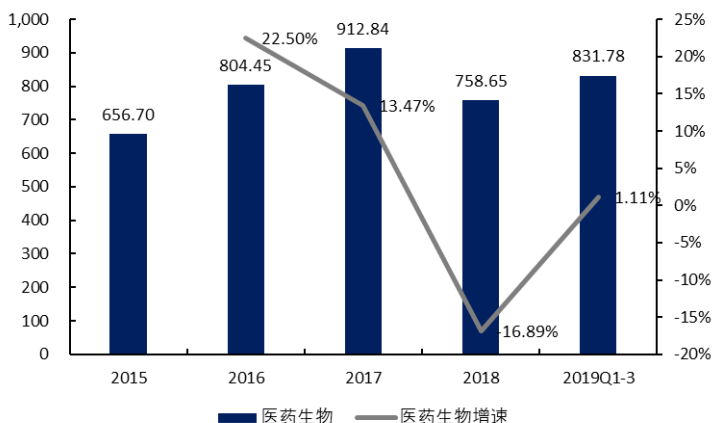
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 医药上市公司归母净利润情况 (亿元)



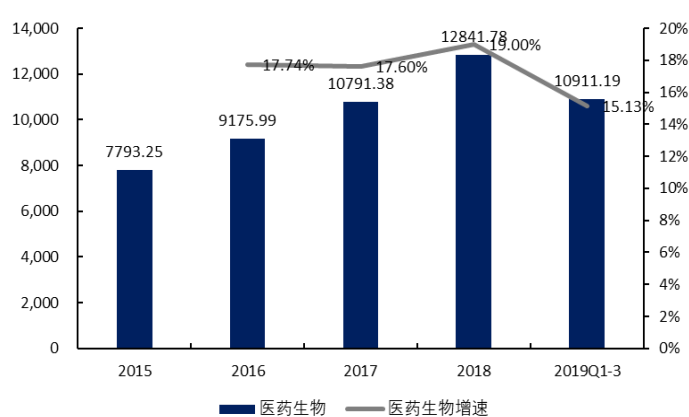
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

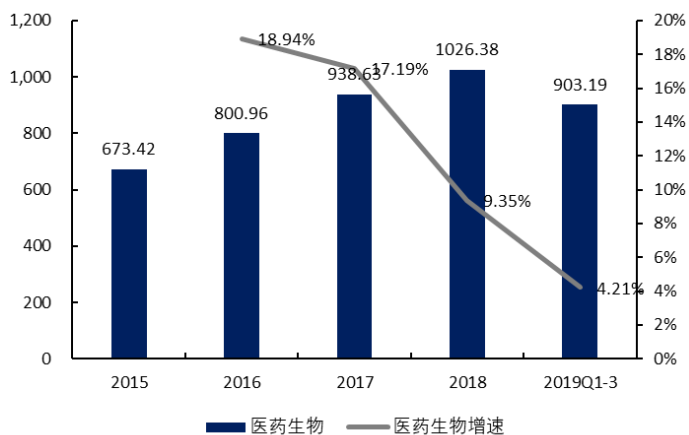
图 9: 剔除并表和事件对上市公司造成业绩重大影响后医药上市公司销售收入情况 (亿元)



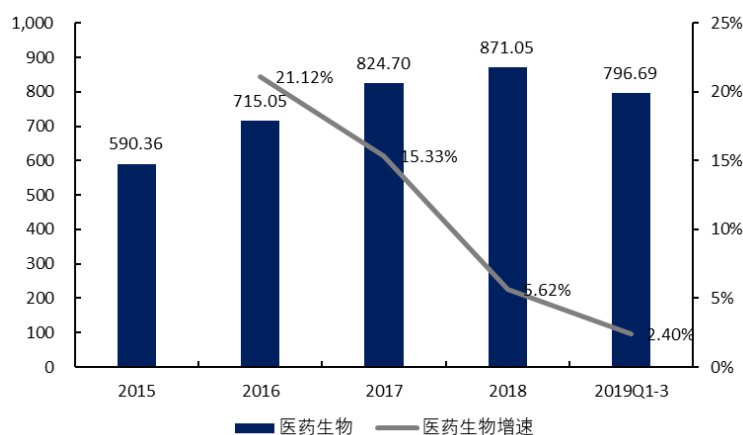
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 10: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司归母净利润情况 (亿元)

图 11: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的医药上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 医药行业毛利率和净利润率稳步提升

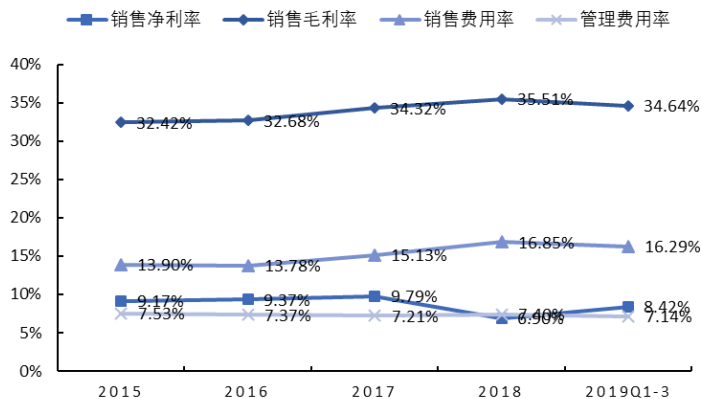
近年来医药行业主要受到带量采购等政策以及医药消费升级和创新升级影响, 政策面对阶段性的收入和利润造成了冲击, 但也推动了行业加速向更高价值产业升级的步伐。我们看到在费用端企业已经主动控制销售费用和管理费用, 同时在毛利率和净利润率上则通过调整产品结构得到一定程度的上升。

从 288 家样本公司数据分析, 医药上市公司 2019 年 Q1-3 的平均毛利率和净利润率分别为 34.64% 和 8.42%, 较去年同期水平, 毛利率保持稳步提升, 而净利润率则有较大幅度的提高。

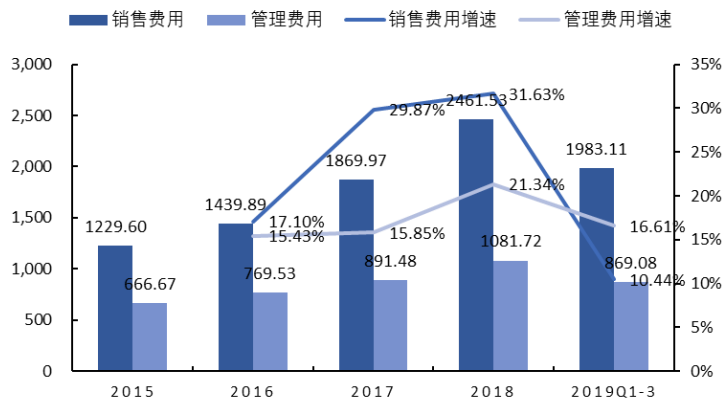
费用方面, 销售费用和管理费用得到了有效的控制。2019 年 1-9 月, 288 家样本公司合计销售费用达到 1983.11 亿元, 同比增长 16.61%, 销售费用率为 16.29%, 可以看到行业在去年达到销售费用率的高位之后开始进入下降趋势。管理费用上(含研发费用), 2019 年 1-9 月达到 869.08 亿元, 同比口径分别增长 10.44%, 管理费用率为 7.14%, 仍处于下降通道中。因此医药行业延续了近年来费用增速下降的趋势, 持续推动上市公司的净利润率在 2018 年之后稳步提升。

图 12: 医药上市公司毛利率、净利率和费用率情况

图 13: 医药上市公司销售费用和管理费用情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3. 2019年1-9月医药行业净现金流、应收账款、存货等持续好转，医药行业逐步进入注重质量带动的增长时期

2019年Q1-3全部288家医药上市公司合计的经营性净现金流为825.39亿元，同比增长92.62%，延续了2018年以来现金流持续优化的行业发展趋势。

图 14: 医药上市公司经营性净现金流变化情况 (亿元)

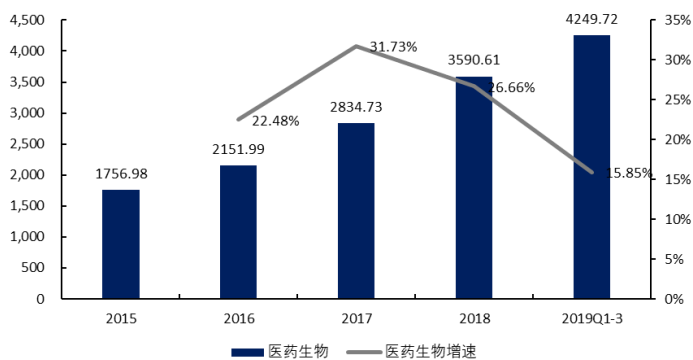


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

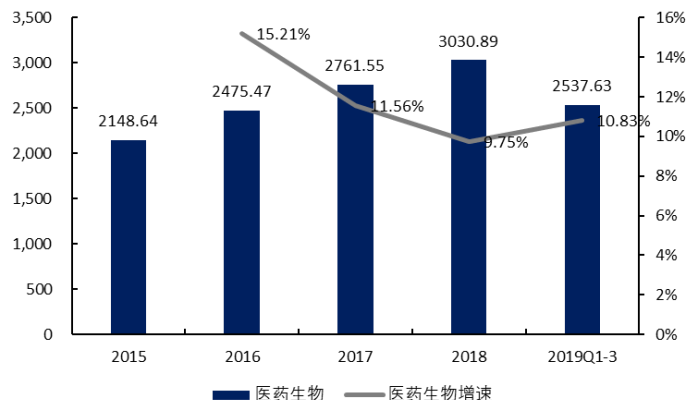
通过统计分析288家医药上市公司的应收账款和存货的数据，2019年1-9月医药行业的应收账款增速持续下滑，处于近三年医药上市公司整体最低的增长水平。存货方面增速略有提升，为10.83%，仍低于收入增速水平。可以看到，医药行业整体的结构性变化已经开始，更加注重经营性净现金流和对应收账款、库存等项目的管控，推动行业逐步进入有质量的良性发展周期。

图 15: 医药上市公司应收账款变化情况 (亿元)

图 16: 医药上市公司存货变化情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 医药政策逐步落地, 医保及谈判目录调整有望带来正面业绩贡献

2019年医药行业重要的政策既包括了纲领性的《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》、《实施健康中国行动的意见》, 也涵盖了对行业影响立竿见影的“4+7”带量采购的全国推广、2019版医保目录的出台以及医保谈判目录的推进。可以说在国家宏观政策上将投入更多资源在创新药、医疗、保健、养老等大方向上, 但同时微观上医保支出将更加有针对性的提高优质药品的使用和惠及更多的患者。展望2020, 我们认为目前市场对政策负面影响已经有较充分预期, 可以重点关注医保目录调整、谈判目录落地后对医药上市公司业绩将产生正面积积极的影响。

3.1. 国家医保药品目录调整方案出炉, 医保逐步落实“腾笼换鸟”

4月17日, 国家医保局公布《2019年国家医保药品目录调整工作方案》(以下简称《方案》)。时隔两年, 我国医保目录再次启动调整, 将在确保基金可承受的前提下, 努力实现药品结构更加优化, 管理更加规范, 有效缓解参保人员用药难用药贵的问题。

图 17: 2019 年国家医保药品目录调整工作时间安排



数据来源：国家医保局、东吴证券研究所

8月20日，国家医保局、人力资源社会保障部印发《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，新版医保目录共计纳入2643个药品，其中包括西药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。

本次目录调整常规准入部分共新增了148个品种，其中，西药47个，中成药101个。新增药品优先覆盖了国家基本药物、癌症及罕见病等重大疾病治疗用药、慢性病用药、儿童用药等，其中通过常规准入新增重大疾病治疗用药5个，糖尿病等慢性病用药36个（主要为口服复方降糖药/降压药、三代胰岛素等），儿童用药38个（主要为中药）。绝大部分国家基本药物通过常规准入或被纳入拟谈判药品名单，并将74个基本药物由乙类调整为甲类。

调出的150个品种，除被国家药监部门撤销文号的药品，其余79个品种主要是临床价值不高、滥用明显、有更好替代的药品。此外重点参考了6月份国家卫生健康委发布的第一批国家重点监控合理用药药品目录，将国家医保药品目录中的重点监控药品全部调出（包括前列地尔、鼠神经生长因子、依达拉奉长春西汀、桂哌齐特等）。

正式公布2019年版医保目录。医保目录整体呈现扩容状态，但扩容规模有限，主要变化体现在药品结构调整，辅助性用药、临床价值不明确药物被进一步压缩等方面。

《第一批国家重点监控合理用药药品目录》品种全部被调出医保目录，临床必须、疗效确切品种比例进一步升高，**药品目录结构趋于合理。地方增补权力基本被取消，医保目录调整权力收归国家医保局，目录准入趋于严格，并再次强调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，基金方可按规定支付。**除常规目录外，目录还公布了拟谈判的128个独家药品名单，治疗领域主要覆盖癌症、乙肝、丙肝及糖尿病等重大疾病，通过谈判准入，优质创新药进入医保目录的时间大大缩短。进入医保后可实现迅速放量，**切实利好国内创新药企。**预期谈判药品目录将于近期发布，建议关注相关药企。

3.2. 注射制剂一致性评价开启，仿制药板块变革将进一步深化，行业集中度有望快速提升

10月15日，药监局发布了《化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价技术要求（征求意见稿）》和《已上市化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价申报资料要求（征求意见稿）》。在口服制剂推广一致性评价之后，医药用药品的主要剂型注射制剂也展开了仿制药一致性评价的工作。

在具体内容和2017年开展的仿制药一致性评价的相似，只是注射制剂中的辅料种类和用量有了更加明确的要求。要求标明注射剂辅料种类和用量应与参比制剂相同，如附带专用溶剂，应与参比制剂的专用溶剂处方一致。整体来看相对于口服制剂一致性评价，注射剂一致性评价相对简单，但涉及的企业和药品种类更加宽广。

根据Insight统计数据，截止2017年12月，我国有化学仿制药注射剂820个品种，涉及超过700家药企，有456个品种超过三家药企拥有批文，可以预见注射剂一致性评价对整个仿制药行业将产生更广的影响。我们判断2017年之后，我国优质药企已经自主开启了注射剂的一致性评价，走在行业政策前面，对行业变化早有认知，因此注射剂一致性评价政策出台之后，推进速度有望加快，从而推动医药行业迅速完成集中度提升的整合之路。

3.3. 高值耗材控费政策逐步落地，零差率与带量采购试点地区先行

随着药品一致性评价后带量采购的推广，高值耗材带量采购也逐渐进入了各省试点的阶段中。2019年7月国务院办公厅印发《治理高值医用耗材改革方案》，提出聚焦高值医用耗材价格虚高、过度使用等重点问题推进改革，开启了全国高值耗材带量降价的篇章，其具体内容包括：

1) **完善价格形成机制，降低高值医用耗材虚高价格。**明确以单价和资源消耗占比相对较高的高值医用耗材作为重点治理对象；统一全国医保高值医用耗材分类与编码，建立价格监测和集中采购管理平台，做好与医保支付审核平台的互联互通；实行医保准入和目录动态调整，逐步实施医保准入价格谈判，建立产品企业报告制度；完善分类集中采购办法，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；取消医用耗材加成，实施“零差率”销售；研究制定医保支付政策，科学确定医保支付标准并进行动态调整。

2) **规范医疗服务行为，严控高值医用耗材不合理使用。**严格医疗卫生行业管理责任落实，加强相关手术管理，完善医疗机构自我管理，加强医保定点医疗机构服务行为管理，将高值医用耗材使用情况纳入医保服务协议内容，完善智能审核，建立“黑名单”制度。

3) **健全监督管理机制，严肃查处违法违规行为。**完善质量管理，严格上市前注册审批，建立产品信息追溯体系和生产企业产品质量终身负责制；强化流通管理，公立医

疗机构要建立配送遴选机制，鼓励各地通过“两票制”等方式减少流通环节；加强公立医疗机构党风廉政建设，严格落实“一岗双责”，强化部门联动加大违纪违法行查处力度。

至此之后包括江苏、安徽等多个省、市纷纷出台了部分高值耗材带量采购的试点文件，涵盖了骨科耗材、人工晶体、冠脉支架等多个典型的高值耗材领域。从出台的政策来看主要有耗材零加成、耗材带量采购等方式，目的在于去掉中间环节的流通成本，让利于民、让利于医保。我们判断随着“医保业务编码标准动态维护”窗口在国家医保局官网上线试运行，我国医用耗材将做到“一品一码”，即同一品种批次的产品要按照规定的追溯编码规则，赋予特定的识别追溯码，届时全国范围内的耗材集采或者按医保支付价付费的 DRGS 模式或将成为更加有效地耗材管控方式。

表 10: 部分省市和地区执行耗材带量采购的政策情况

地区	采购主体	高值耗材种类	采购量	降价幅度
安徽省	公立医院采购联合体	骨科植入(脊柱)类和眼科(人工晶体)类	2018 年度两类耗材采购量的 70%、90% (医疗机构采购使用量不得低于 2018 年度的 80%)	骨科脊柱类材料总体平均降价 53.4%，人工晶体类总体平均降价 20.5%
江苏省	55 家三级公立医院	雷帕霉素及其衍生物支架和双腔起搏器	全年用量的 70% 采购	支架中选品种平均降幅 51.01%；起搏器中选企业涉及品种平均降幅 15.86%
湖南省	全市公立医院	骨科植入类、血管介入类、眼科类		2019 年底前取消耗材加成，积极参与跨省联动，通过谈判、集采等方式进行降价
北京市	全市公立医院	全部耗材		医用耗材零加成
南通市	全市所有公立医院	止血材料和髓内钉	髓内钉总采购量的 60%、止血材料总采购量的 70%	最低价格中标

数据来源：Wind、东吴证券研究所

3.1. 4+7 带量采购正式启动，推进效果明显，正式推广至全国

2018 年 11 月份首批“4+7”城市带量采购首批品种出炉，6 个产品流标，平均降幅 52.21%。4+7 城市药品集中采购上海地区补充文件提出，未中选品种中的最高价药品梯度降价；非最高价药品挂网价低于调整后的最高价药品挂网价。首批带量采购执行情况超预期，集采模式获得医保局认可，因此我们认为带量采购扩面和增加品种仍将持续展开。

第一批 4+7 品种扩展至全国，行业集中度提升加快。9 月 1 日，上海阳光采购发布《联盟地区药品集中采购文件》，文件指出：在 4+7 城市及已跟进落实省份执行集中采购结果的基础上，国家组织相关地区形成联盟，依法合规开展跨区域联盟药品集中带量采购。

联盟地区包括山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、江西、山

东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆(含新疆生产建设兵团)。

本次采购品种为阿托伐他汀口服常释剂型等 25 个品种。具体采购品种 (指定规格) 目录、首年约定采购量计算基数及相应比例采购量已根据各地上报数量进行汇总公布。

竞争格局允许多家中标。首年约定采购量按以下规则确定:实际中选企业为 1 家的, 约定采购量为首年约定采购量计算基数的 50%;实际中选企业为 2 家的, 约定采购量为首年约定采购量计算基数的 60%;实际中选企业为 3 家的, 约定采购量为首年约定采购量计算基数的 70%。

次年约定采购量按该采购品种(指定规格)首年实际采购量一定比例确定:实际中选企业为 1 家的, 约定采购量为首年实际采购量的 50%;实际中选企业为 2 家的, 约定采购量为首年实际采购量的 60%;实际中选企业为 3 家的, 约定采购量为首年实际采购量的 70%。次年约定采购量原则上不少于该中选品种首年约定采购量。

采购周期有所缓和延长: 中选企业不超过 2 家(含)的品种, 本轮采购周期原则上为 1 年;中选企业为 3 家的品种, 本轮采购周期原则上为 2 年。采购周期视实际情况可延长一年。采购周期内采购协议每年一签。

拟中选企业及供应地区确认的优先顺序:

- (1) “4+7 城市药品集中采购” 中选的企业优先;
- (2) 2018 年在联盟地区供应省(区)数多的企业优先;
- (3) 2018 年在联盟地区销售量大的企业优先, 多个规格的品种, 销售量合并计算;
- (4) 原料药自产的企业优先 (限指原料药和制剂生产企业为同一法人);
- (5) 通过或视同通过国家药品监督管理局仿制药质量和疗效一致性评价时间在前的企业优先 (以国家药品监督管理局批准日期为准)。

我们认为具备原料药生产供应能力的企业具有更强的竞争力。随着 4+7 带量采购在全国推广, 未来种类不断拓展, 我们预计整体集中度将加快提升。

表 11: 25 个品种的中标价格和中标企业 (超过 3 家的前三家中标)

序号	品种名称	规格	4+7 带量 采购中标 厂家	4+7 带量采 购中标价 格	首年约定采 购量计算基 数	首年约定采 购量基数销 售总额(亿 元)	本次集采 参选企业	本次集采参 选价格 (元)
1	阿托伐他 汀口服常 释剂型	10mg	北京嘉林	0.55	53815.61	2.96	齐鲁制药	0.12
							兴安制药	0.13
							乐普医疗	0.32
							嘉林药业	0.46
							Pfizer	3.59

		20mg	北京嘉林	0.94	65576.97	6.16	乐普医疗	0.55
							德展健康	0.79
2	瑞舒伐他汀口服常释剂型	10mg	京新	0.78	38902.73	3.03	海正药业	0.20
							Lek Pharma	0.23
							中国生物制药	0.30
							京新药业	0.42
							先声东元	0.53
							鲁南贝特	0.79
3	氯吡格雷口服常释剂型	75mg			27424.11	#REF!	乐普医疗	2.98
							石药集团	2.44
							Sanofi	2.54
							信立泰	3.13
4	厄贝沙坦口服常释剂型	150mg			43910.02		瀚晖制药	0.33
							恒瑞医药	0.35
							Sanofi	2.54
5	氯氯地平口服常释剂型	5mg	京新	0.15	112442.03	1.69	国药集团	0.06
							东瑞制药	0.06
							重庆药业	0.07
							亚宝药业	0.08
							京新药业	0.09
							浙江为康	0.10
							上海天慈	0.11
							黄河药业	0.11
							山东方明	0.15
6	恩替卡韦口服常释剂型	0.5mg	正大天晴	0.62	31990.32	1.98	东瑞制药(片剂)	0.18
							百奥药业(片剂)	0.20
							广生堂(片剂)	0.27
							青峰药业(胶囊,片剂)	0.34
							海思科(胶囊)	0.36
							贝克生物(片剂)	0.38
							重庆药友(片剂)	0.38
							中国生物制药(胶囊,片剂)	0.58
							BMS(片剂)	20.22
7	艾司西酞普兰口服常释剂型	10mg	科伦	4.42	4088.24	1.81	洞庭药业(复星)	3.98
							京卫制药	4.00
							科伦药业	4.27
							H. Lundbeck	13.62
8	帕罗西汀口服常释剂型	20mg	华海	1.67	9461	1.58	华海药业	1.07
							万生药业	1.62
							GSK	6.98
9		10mg	豪森	9.64	4771.24	4.60	豪森药业	6.23

	奥氮平 口服常释 剂型						DR. Reddy	6.40
							齐鲁制药	2.48
							Lilly	6.74
10	头孢呋辛 酯 (头孢呋辛) 口服常释 剂型	250mg	成都倍特	0.51	16372.91	0.84	国药致君	0.36
							京新药业	0.48
							倍特药业	0.48
							白云山	0.48
							苏州中化	0.49
							石药欧意	0.49
							GSK	2.20
11	利培酮 口服常释 剂型	1mg	华海	0.17	31972.81	0.54	齐鲁制药	0.05
							华海药业	0.12
							常州四药	0.12
							恩华药业	0.13
							强生	1.97
12	吉非替尼 口服常释 剂型	250mg	阿斯利康	54.70	819.75	4.48	齐鲁制药	25.70
							中国生物制药	45.00
							AstraZen	54.70
13	福辛普利 口服常释 剂型	10mg	中美上海 施贵宝	0.84	.		施贵宝	0.84
							华海药业	0.83
14	厄贝沙坦 氢氯噻嗪 口服常释 剂型	150mg+	华海	1.09	26632.13	2.90	中国生物制药	1.02
		12.5mg					华海药业	1.05
							赛诺菲	1.09
15	赖诺普利 口服常释 剂型	10mg	华海	0.23	1030.07	0.02	华海药业	0.23
16	替诺福韦 二吡呋酯 口服常释 剂型	300mg	成都倍特	0.59	3915.75	0.23	齐鲁制药	0.29
							杭州和泽	0.38
							成都倍特	0.47
17	氯沙坦	100mg	华海	1.05	4737.12	0.50	华海药业	1.05
18	依那普利 口服常释 剂型	10mg	扬子江	0.56	23016.91	1.29	扬子江药业	0.56
19	左乙拉西 坦口服常 释剂型	250mg	京新	2.40	1778.34	0.43	京新药业	2.39
							普洛药业	2.40
20	伊马替尼 口服常释 剂型	100mg	豪森	10.40	1641.62	1.71	中国生物制药	9.77
							豪森药业	10.38
21		10mg		3.88	7449.49	2.89	安必生	3.79

	孟鲁司特 口服常释 剂型		安必生 (杭州民 生)				默沙东	3.86
22	蒙脱石口 服散剂	3g	先声	0.68	16634.06	1.13	华纳大药厂	0.28
							哈药集团	0.30
							海力生	0.33
23	培美曲塞 注射剂	100mg	四川汇宇	810.00	31.53	2.55	四川汇宇	798.00
		500mg	四川汇宇	2776.97	19.02	5.28	礼来	809.00
24	氟比洛芬 酯注射剂	50mg/5 ml	北京泰德	21.95	1651.51	3.63	中国生物制药	21.88
							武汉大安	21.95
25	右美托咪 定注射剂	0.2mg/ 2ml	扬子江	133.00	1019.12	13.55	扬子江药业	133.00

数据来源：上海阳光医药采购网，东吴证券研究所

3.2. 《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》发布，定调 2019-2020 年的重点工作

6月4日，国务院办公厅发布《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》(简称“任务”)，详细罗列了诸多医改重大政策，共计 36 项，其中有几项与近期行业关注的重大政策相关。

1) 制定关于实施健康中国行动的意见、健康中国行动(2019—2030 年)、健康中国行动组织实施和考核方案。(国家卫生健康委负责，2019 年 6 月底前完成)。

2) 制定促进社会办医持续健康规范发展的政策文件。(国家卫生健康委、国家发展改革委共同负责，2019 年 6 月底前完成)。

3) 发布鼓励仿制的药品目录。(国家卫生健康委负责，2019 年 6 月底前完成)。

4) 制定进一步规范医用耗材使用的政策文件。(国家卫生健康委负责，2019 年 8 月底前完成)。

5) 制定以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医改的政策文件。(国务院医改领导小组办公室秘书处负责，2019 年 9 月底前完成)。

6) 制定医疗机构用药管理办法。(国家卫生健康委负责，2019 年 9 月底前完成)。

7) 制定二级及以下公立医疗机构绩效考核办法。(国家卫生健康委负责，2019 年 11 月底前完成)。

8) 制定公立医院薪酬制度改革的指导性文件。(人力资源社会保障部负责，2019 年 12 月底前完成)。

推动落实的重点工作包括：

1) 扎实推进**国家组织药品集中采购和使用试点**，加强对中标药品质量、试点地区公立医疗机构优先使用和药款结算、中标药品及原料药生产的监测，做好保证使用、确保质量、稳定供应、及时回款等工作。开展试点评估，认真总结试点经验，及时全面推开。(工业和信息化部、国家卫生健康委、国家医保局、国家药监局分别负责，分别负责为各部门按职责分别牵头，下同)。

2) 持续**深化公立医院综合改革**，继续开展示范和效果评价工作。在部分医院推进建立健全现代医院管理制度试点。(国家卫生健康委、国家发展改革委、教育部、财政部、人力资源社会保障部、国家医保局、国家中医药局负责)完善公立医院政府投入政策。根据公立医院综合改革评价结果等因素分配中央财政相关补助资金。(财政部、国家卫生健康委、国家中医药局负责)。

3) **完善短缺药品监测预警机制**，对临床必需、易短缺、替代性差等药品，采取强化储备、统一采购、定点生产等方式保障供应。总结评估地方体现药事服务价值的探索和做法。(国家发展改革委、工业和信息化部、国家卫生健康委、国家医保局、国家中医药局分别负责，国家药监局等参与)。

4) **巩固完善国家基本药物制度**，以省为单位明确各级各类公立医疗机构基本药物使用比例，**建立优先使用激励和约束机制**。(国家卫生健康委、国家医保局等负责)完善医保药品目录动态调整机制，将基本药物目录内符合条件的治疗性药品按程序优先纳入医保目录范围。把高血压、糖尿病等门诊用药纳入医保报销。(国家医保局负责)。

5) **加快推进医保支付方式改革**，**开展按疾病诊断相关分组付费试点**，继续推进按病种为主的多元复合式医保支付方式改革。扩大长期护理保险制度试点。(国家医保局、财政部、国家卫生健康委、国家中医药局等负责)加快发展商业健康保险，完善商业健康保险监管制度。(银保监会负责)抓紧落实和完善跨省异地就医直接结算政策，尽快使异地就医患者在所有定点医院能持卡看病、即时结算，切实便利流动人口和随迁老人。(国家医保局、财政部负责)。

任务在药品、医用耗材、医保支付等方面均给予具体要求，其中，**强调药品集中采购的重要性**，计划6月底发布鼓励仿制的药品目录，**预计与4+7药品带量采购试点相结合共同推进医疗医保医药联动改革**；制定医疗器械唯一标识系统规则，开展高值医用耗材治理；制定改进职工医保个人账户政策文件，**深化医保支付方式改革**。在医保支付方面，新增重点工作主要是制定改进职工医保个人账户政策文件，预计于12月底前完成。

4. 中国医药行业进入创新驱动时期，创新药龙头和器械龙头公司增益显著

4.1. 创新药及产业链增长迅速，成为阶段性推动医药行业发展重要动力

带量采购大幅降低仿制药盈利能力，随着后续品种扩增以及各省价格联动，仿制药企业经营压力将不断增加。因此，积极转型致力于创新药研发成为药企重要转型方向，同时，由于大部分药企研发基础薄弱，科创板推行增加了研发型药企的融资能力，创新药产业链 CRO 药企将直接受益。

4.1.1. 创新药——中国创新逐步走向海外

2019 年 11 月 14 日，美国食品药品监督管理局（FDA）加速批准了百济神州研发的 BTK 抑制剂泽布替尼（zanubrutinib，商品名 Brukinsa）胶囊上市，用于治疗已接受过至少一种已有疗法治的套细胞淋巴瘤（Mantle Cell Lymphoma, MCL）成年患者。百济神州 Brukinsa 的获批是中国本土新药出海“零的突破”，具有里程碑意义。预计未来将有更多国产创新药在美国陆续上市。

表 12: 预计 2019-2020 有望美国获批的中国创新药

厂家	药品	适用症	进度
贝达药业	爱沙替尼 (X-396)	NSCLC、黑色素瘤	国外 NSCLC 适应症开展 III 期临床，黑色素瘤开展 II 期临床
康弘药业	康柏西普	湿性年龄相关性黄斑变性(wAMD)	被免除 I 期和 II 期临床试验，直接进入 III 期，2018 年 5 月 21 日公布，将在全球多地展开临床试验，预算高达 15 亿人民币，预计康柏西普最快将于 2020 年在美国上市。
和记黄埔	沃利替尼	c-Met 异常的实体瘤	针对乳头状肾细胞癌临床试验已经进行到三期
亿帆医药	F627	第三代长效 G-CSF	目前处于美国第 2 个临床 III 期，预计能在 2019 年获得美国 FDA 批准上市。

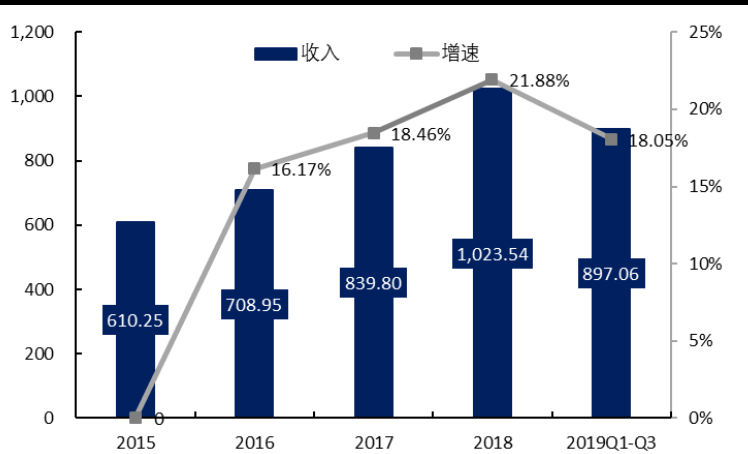
数据来源：FDA，公司官网，东吴证券研究所

仿制药持续价格承压背景下，创新研发成为药企重拾竞争力的重要手段。我们选取着力创新药研发的企业进行研究，样本标的包括：恒瑞医药、复星医药、华东医药、丽珠集团、康弘药业、贝达药业、科伦药业等。

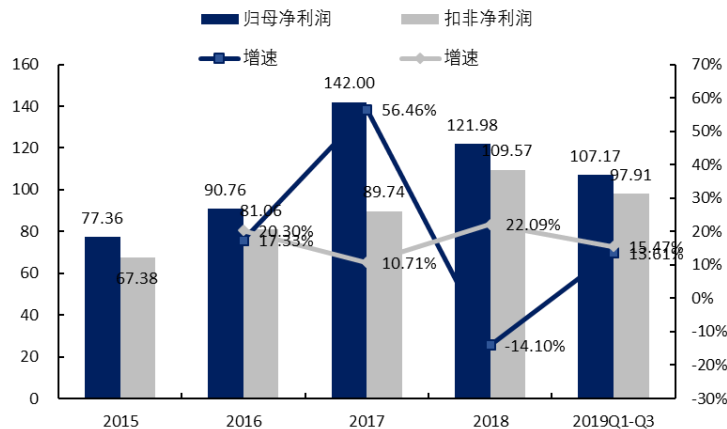
2019Q1-Q3 创新药行业上市公司收入、归母净利润和扣非净利润增速分别为 18.05%、13.61%、15.47%，行业的收入和扣非净利润增速同比略有下滑，主要由于所选标的公司的仿制药品种受到招标降价影响。

图 18: 创新药企销售收入情况 (亿元)

图 19: 创新药企净利润和扣非净利润情况 (亿元)



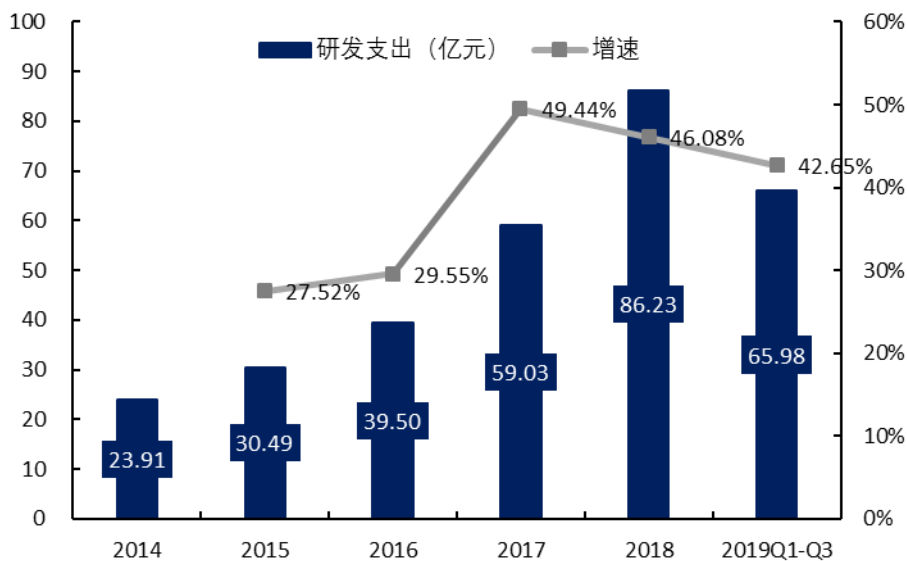
数据来源: Wind, 东吴证券研究所



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

创新药企持续加大研发投入, 去年同比增长达到 46.08%, 2019Q1-Q3 增速也维持在 42.65%, 包括恒瑞药业、复星医药、华东医药等随着临床 III 期项目增多, 开展新药研发项目增加, 研发投入持续加大, 而整体创新药企净利润增速仍然维持较高水平, 我们认为以恒瑞为首的创新药企正逐步踏入正轨, 高研发创新投入将助力公司业绩不断提升。

图 20: 创新药研发支出情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

近年来, 生物类似物成为国内各大药企深入布局的重要领域。根据弗若斯特沙利文预测, 国内生物类似药将逐步迎来快速增长, 预计 2020 年有望超过 50 亿规模。

目前国内药企生物创新药布局丰富, 涵盖了包括 PD-1、CD20、HER2 等靶点, 其中 PD-1 方面国内包括君实、信达、恒瑞、百济神州陆续获批, 药企迎来收获期。

表 13: 重点靶点国内药企进度

靶点	阶段	公司
PD-1	上市	君实、信达、恒瑞、百济神州

CD20	临床 3 期	基石药业、康宁杰瑞 (PD-L1)、正大天晴
	上市	复宏汉霖、信达
	临床 3 期	神州生物、正大天晴、海正生物
HER2	申报上市	三生国健、复宏汉霖
	临床 3 期	嘉和生物、安科生物、海正药业、正大天晴
VEGF	申报上市	百奥泰
	临床 3 期	恒瑞、复宏汉霖、嘉和生物、信达、正大天晴

数据来源: CDE, 东吴证券研究所

自去年 PD-1 单抗国内上市后, 迅速放量。默沙东的 K 药国内 12 个月已经销售额上 20 亿, 上半年信达、君实销售额均突破 3 亿元, 创新药快速放量逻辑不断落地增强。

表 14: PD-1/PD-L1 国内市场空间测算

	非小细胞癌肺癌 (62.3 万人)		膀胱癌 (8.1 万人)	黑色素瘤 (0.8 万人)	肾及肾盂癌 (6.7 万人)	NK/T 细胞淋巴瘤 (0.53 万人)
	一线治疗	二线治疗	二线治疗	一线治疗	二线治疗	二线治疗
患者人数 (万人)	31.1525	31.1525	8.1	0.8	6.7	0.53
渗透率	40%	15%	15%	40%	15%	15%
特瑞普利单价	7200 元 /240mg	7200 元 /240mg	7200 元/240mg	7200 元 /240mg	7200 元/240mg	7200 元/240mg
推荐剂量	3mg/kg	3mg/kg	3mg/kg	3mg/kg	3mg/kg	3mg/kg
给药周期	240mg/2 周	240mg/2 周	240mg/2 周	240mg/2 周	240mg/2 周	240mg/2 周
年治疗费用 (万元)	18.77	18.77	18.77	18.77	18.77	18.77
治疗周期 (月)	13	3.7-6.3	2	4.1—5.6	11.7—14.7	4.8
疗程费用 (万元)	20.34	6.8	3.13	7.59	20.65	7.51
市场空间 (亿元)	253.40	31.8	3.8	2.43	20.75	0.6
	结直肠癌 (37.6 万人)	肝癌 (46.6 万人)	胃癌 (67.9 万人)	复发转移性鼻咽癌 (6.1 万人)	食管癌 (47.8 万人)	乳腺癌 (27.2 万人)
	二线治疗	一线治疗	二线治疗	一线治疗	一线治疗	一线治疗
0.88	37.6	23.3	67.9	3.05	23.9	13.6
20%	15%	40%	20%	30%	40%	30%
7200 元/240mg	7200 元 /240mg	7200 元 /240mg	7200 元/240mg	7200 元 /240mg	7200 元/240mg	7200 元/240mg
3mg/kg	3mg/kg	3mg/kg	3mg/kg	3mg/kg	3mg/kg	3mg/kg
240mg/2 周	240mg/2 周	240mg/2 周	240mg/2 周	240mg/2 周	240mg/2 周	240mg/2 周

18.77	18.77	18.77	18.77	18.77	18.77	18.77
6	12	5.8	6.6	2.8	5	1.9
9.39	18.77	9.07	10.32	4.38	7.82	2.97
1.65	105.87	84.56	140.20	4.01	74.77	12.13
合计				735.97		

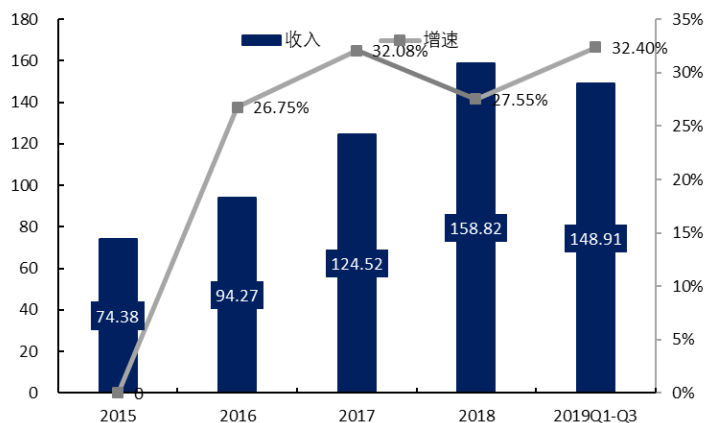
数据来源：药智网，东吴证券研究所

创新药板块如火如荼，重点推荐创新药龙头恒瑞医药，建议关注复星医药、贝达药业以及港股 biotech 板块标的君实生物、信达生物、百济神州等。

4.1.2. CRO——创新产业链集中受益者

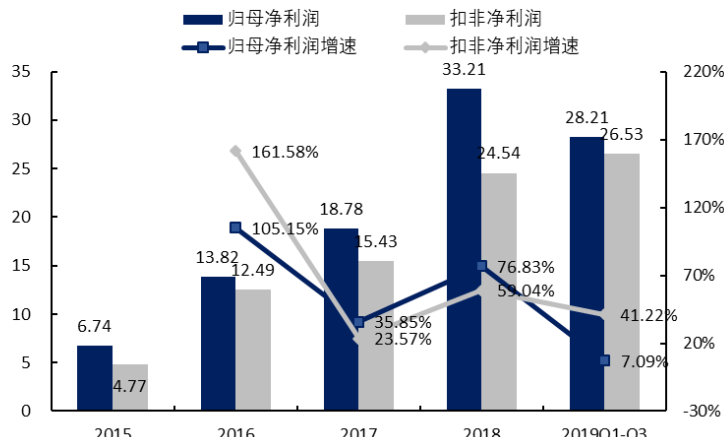
我们选取 CRO 行业 6 家公司分析（药明康德、泰格医药、博济医药、药石科技、昭衍新药、康龙化成），2019Q1-Q3 收入同比增长 32.40%，归母净利润、扣非归母净利润分别增长 7.09%、41.22%，归母净利润较低主要因为 2018 年药明康德投资收益较高所致。随着创新药政策不断推进，仿制药降价不断延续，整体创新研发趋势确立，作为创新药产业链不可或缺的一环，整体 CRO 企业将持续受益。

图 21: CRO 企业销售收入情况 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22: CRO 企业净利润和扣非净利润情况 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

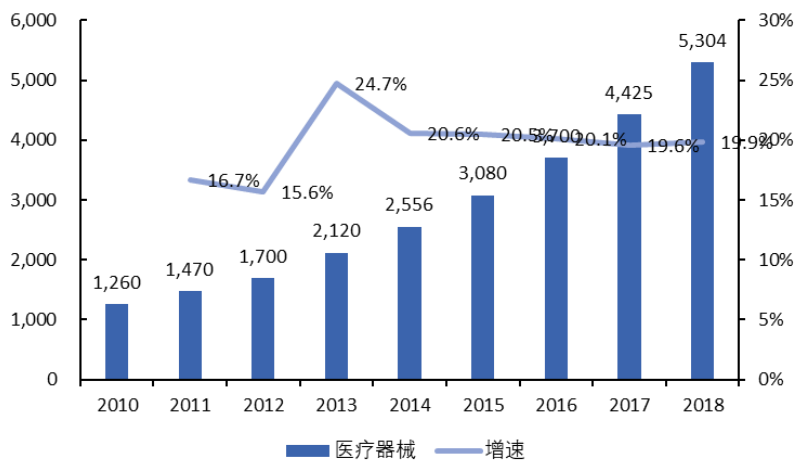
4.2. 新产品出现、新技术的推广、基层地区的覆盖，推动医疗器械行业实现龙头引领行业发展的崭新格局

医疗器械行业一直是创新速度较快的医疗板块，既包括了现有器械的升级换代，也包括了新技术推出带来的器械产品革新。而目前我国正处于医疗器械产品快速追赶进口产品的发展期，同时新的产品和新的治疗技术也在不断地推出，驱动了行业快速的发展，尤其行业内各个细分领域的龙头企业发展迅猛。

近年来我国在医疗器械的多个领域进入产品和技术升级的发展期，例如乐普医疗推出的可降解支架，安图生物和迈瑞医疗推出的 IVD 流水线，南微医学生产销售的内窥镜术式用耗材，迈瑞医疗和开立医疗生产的中高端彩超产品，联影医疗的大型影像设备等

均具备了调整所在领域进口中高端产品的能力，从而形成了中国医疗器械创新和升级的中间力量。

图 23: 我国医疗器械行业市场规模 (亿元)

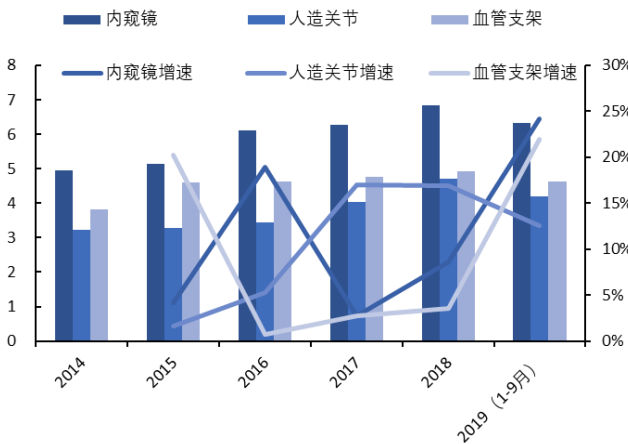


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我国医疗器械行业从 2010 年以来一直维持在 20% 左右的行业增速, 到 2018 年行业规模达到 5304 亿元, 当年同比增长 19.9%, 行业增长稳定。我国医疗器械行业最大的行业逻辑即是通过产品升级和创新不断追赶进口产品技术能力和产品质量, 从而完成进口产品替代, 惠及国人的历史使命。

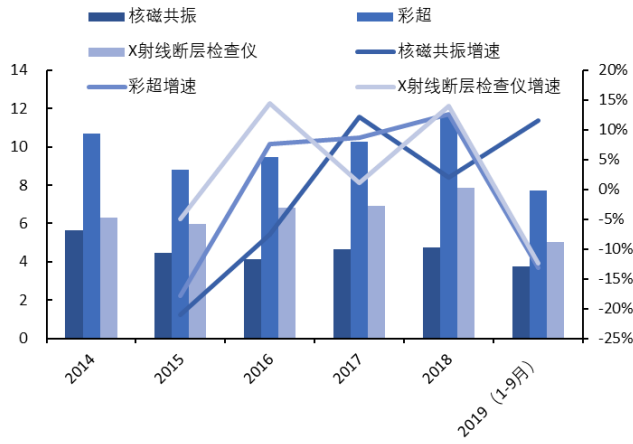
从进口数据来看, 高值耗材领域进口产品仍保持了较高的增长, 其中内窥镜和支架产品 2019 年增速快速攀升, 也反映出我国目前对新的治疗手段和技术快速推广带来的需求。在大型影像类产品的进口数据上, 核磁共振、CT 和彩超 2019 年同期增速有所放缓, 在需求持续旺盛的情况下, 国有产品技术提高将成为推动行业发展的新力量。

图 24: 部分典型高值耗材产品的进口情况 (亿美元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 25: 部分典型医疗影像设备的进口情况 (亿美元)



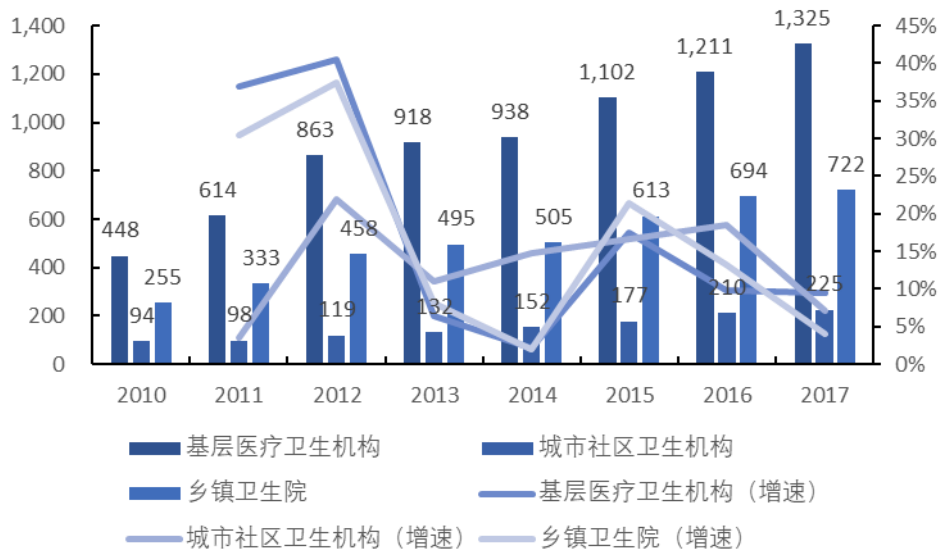
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

另一方面基层医院的建设在分级诊疗政策的推动下成为医疗器械行业发展又一个

重要推动力。近年来在完善基层医疗服务机构的指导思想以及地方和中央财政支持下，贵州、海南等多个省份逐步开启了基层医疗机构的医疗器械采购项目，核心设备包括超声、DR、IVD 诊断设备等基础检测项目所需设备。

基层医疗机构的支出持续增长，基本与医疗卫生指数的增速同步，体现了基层做好分级诊疗这一大政策的方向。2017 年基层医疗机构支出 1325 亿元，仍低于公立医院整体支出，但增速为 9.5%，成为医疗服务机构中新的增长点。

图 26: 用于基层医疗机构, 和其中社区卫生机构与乡镇卫生院的全国公共财政支出 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们判断随着基层医疗机构体系的完善，新的检验方法、新的诊疗技术以及新的器械产品将由高级别医院逐渐向低级别医院渗透，推动医疗器械领域在基层医院快速释放需求，同时逐步实现对进口医疗器械产品的替代。因此，我们认为彩超、IVD、微创手术等为代表的新兴检验技术和治疗方式将成为下一个行业爆发的重点领域，尤其是具备了和进口产品技术水平相当的国产器械龙头将最为受益。

5. 生物制品行业迎来黄金发展期

近年来医药的行业政策成为主导行业发展和走势的决定性因素，在医改以医保控费为核心的基础上，带量采购等政策对仿制药等行业形成了较大的冲击，也推动行业加速进入创新的转型。在宏观经济上，随着中美贸易战的持续进行，以内需为主的医药行业其稳定的增长将成为拉动我国 GDP 增长的重要动力。

我们认为聚焦中国市场的内需将是医药行业发展的核心方向。因此更好的服务于国民健康需求和健康消费升级将成为医药行业新动力，其中偏自主消费属性的生物制品行业所带来的更好的治疗方法和健康生活方式是发展的必然趋势。

由上市公司的业绩增长的趋势可以看出来，2019 年前三季度收入增速达 12.8%；净

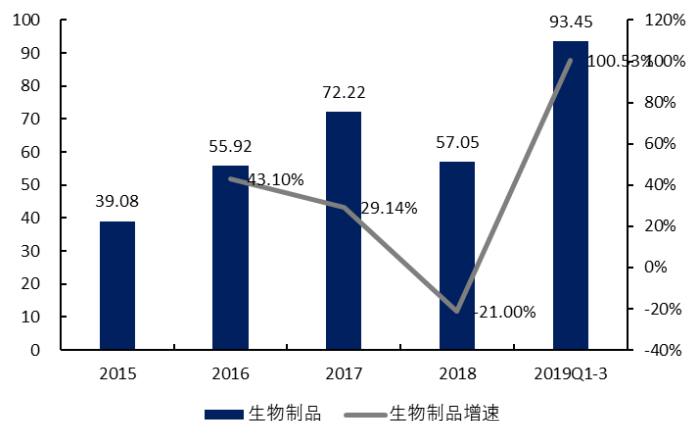
利润增速达 155.13%；扣非归母净利润增速达 100.53%；剔除并表和事件对上市公司造成业绩重大影响后生物制品公司收入增速为 34.92%；净利润增速为 30.21%；扣非归母净利润增速达 33.03%。医药生物上市公司整体增速较快，我们认为生物制品行业未来增长确定性较强，未来有望继续维持快速增长。

图 27: 生物制品上市公司销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 29: 生物制品上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

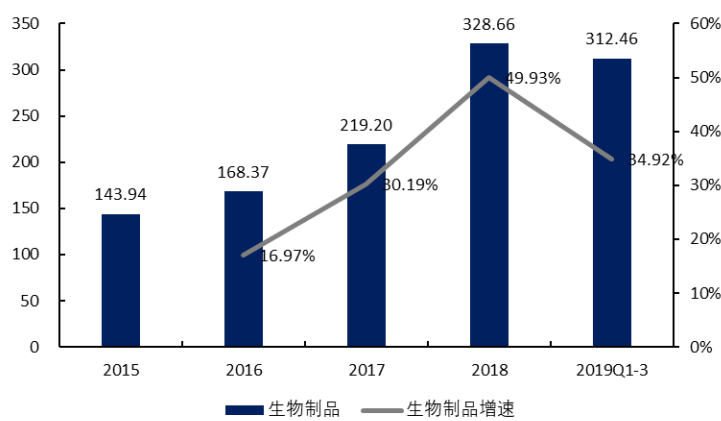
图 31: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品上市公司归母净利润情况 (亿元)

图 28: 生物制品上市公司归母净利润情况 (亿元)



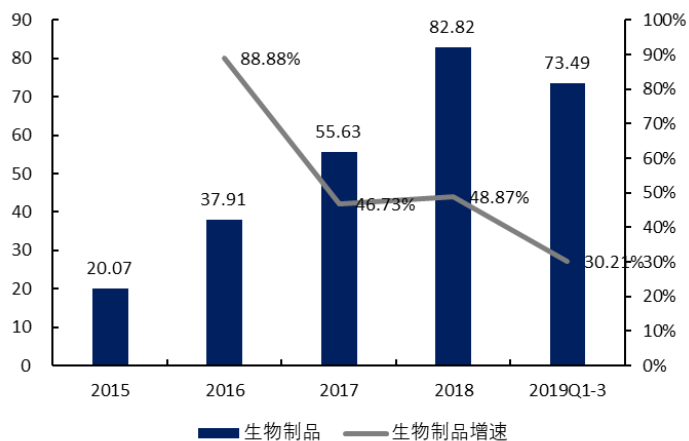
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 30: 剔除并表和事件对上市公司造成业绩重大影响后生物制品公司销售收入情况 (亿元)

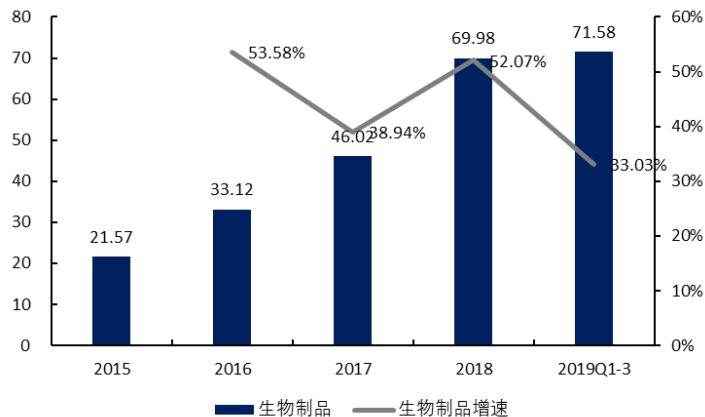


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 32: 剔除并表以及事件对公司造成一次性重大影响后的生物制品上市公司扣非归母净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所



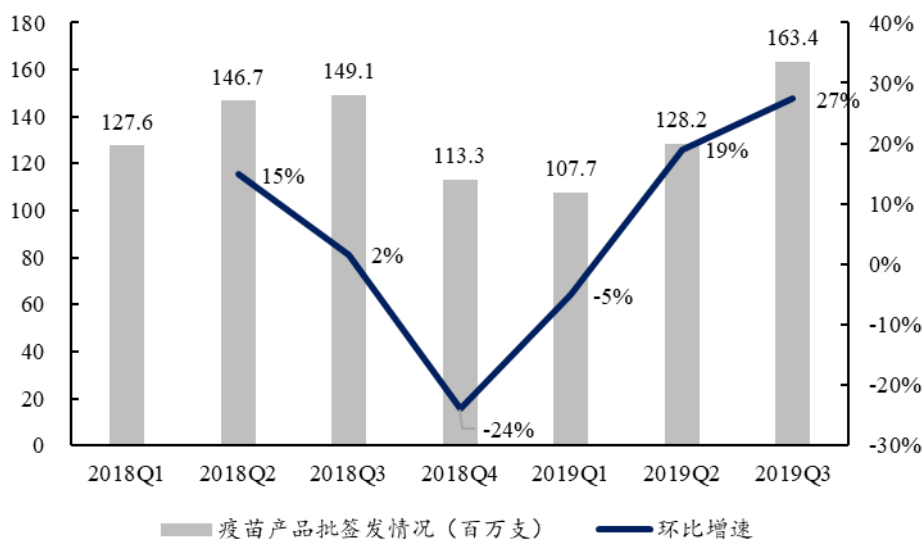
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5.1. “疫苗事件”不良影响褪去，批签发加速+大品种相继上市，疫苗行业进入快速增长长期

2018年6月，长生生物“疫苗事件”爆发，疫苗行业由此进入下行阶段。由于“疫苗事件”带来了不良影响，我国整体疫苗监管趋严，批签发进度放缓。从批签发数据的变化可以看出，2018年四季度单季，疫苗批签发环比下滑24%，在此基础上2019年一季度批签发仍然出现了环比下滑。批签发的下滑直接导致市场上销售的疫苗数量出现大幅度下滑，通过草根调研我们认为，终端市场出现疫苗供不应求的情况。

随着我国居民健康意识的逐步提升，疫苗逐步趋于刚需，二类疫苗的渗透率也在逐年提升。疫苗批签发的下滑，使得市场出现空缺，为接下来疫苗行业的快速增长提供了空间。2019年2季度开始，疫苗批签发环比增速明显，2019年三季度环比增速更达到了27%，单季度批签发实现1.63亿支。

图 33: 2018-2019Q3 我国疫苗产品批签发变化情况



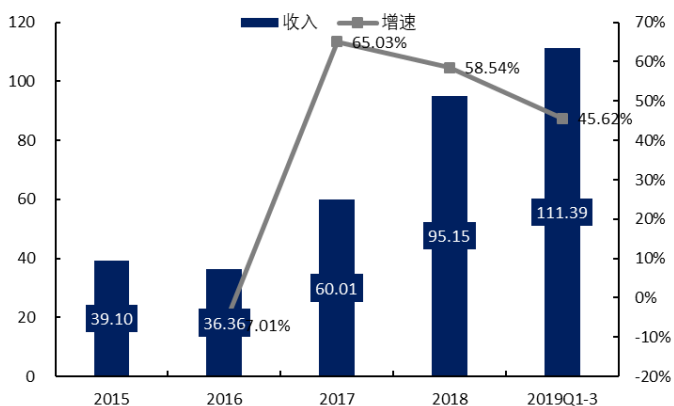
数据来源：中检所，东吴证券研究所

我们认为，疫苗的快速增长，除去年“疫苗事件”不良影响带来的批签发放缓以外，最主要的原因因为我国近期有较多的优质疫苗产品相继上市。我们梳理了关注度较高品种的批签发数据，截至 2019 年 11 月第一周：4 价 HPV 疫苗批签发 440 万支；9 价 HPV 疫苗 260 万支；EV71 疫苗 1720 万支；4 价流感疫苗 759 万支；3 价流感疫苗 2107 万支；四联苗 353 万支；五联苗 397 万支；13 价肺炎球菌疫苗 288 万支。

其中 4 价 HPV 疫苗、9 价 HPV 疫苗、4 价流感疫苗、四联苗均处于加速放量期，市场空间广阔。我国目前上市的 13 价肺炎球菌疫苗为辉瑞进口产品，3 年来，其为唯一进入全球销量前十药品的疫苗产品，由于产能受限，该产品在我国长期处于供不应求的状态。目前我国自主研发的 13 价肺炎球菌产品即将上市，沃森生物和康泰生物均处于现场核查阶段，如果顺利，明年将会获批生产。随着该产品可以实现国产，我国疫苗行业将进一步快速增长。

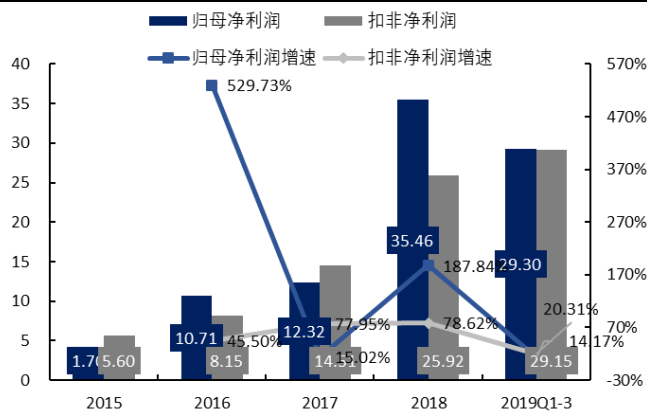
根据疫苗上市企业的业绩增长情况可以看出，2019 年 1-3 季度，收入增速为 45.62%，扣非净利润增速则为 20.31%。考虑上半年疫苗行业较为低迷的情况，前三季度上市公司的业绩增长略超预期。我们认为，疫苗行业整体向上，全年增速将高于前三季度的增长，明年有望实现加速增长。

图 34：疫苗行业上市公司销售收入情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 35：疫苗行业上市公司归母净利润情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

疫苗行业进入快速增长的时期，现有重磅产品相继放量的同时，在研产品亦值得期待，我们推荐关注：康泰生物、智飞生物等。

5.2. 血液制品行业增长稳定，未来将继续维持稳定增长。

我国血液制品行业需求仍然稳定增长，随着我国老龄化加剧，血液病（增速 8.5%）、肿瘤疾病（增速 10%）、免疫性疾病（增速 10%）、感染性疾病（增速 15%），患者数目不断增加，未来血制品需求的增速有望维持在 10% 左右。

与发达国家相比，无论在浆站数量还是总采浆量上，我国都有较大差距。其中，每千人采浆量方面，主要发达国家平均在 30L 左右，而我国仅 6.3L。从人均各产品的用量

来比较，我国白蛋白的人均用量是发达国家的一半。免疫球蛋白及凝血因子类我国人均用量与发达国家相比有较大差距：免疫球蛋白的用量仅为发达国家的 23%，凝血因子为 19%，尚有较大的提升空间。

表 15: 我国采浆量、浆站数量及血液制品人均用量均与发达国家有较大差距

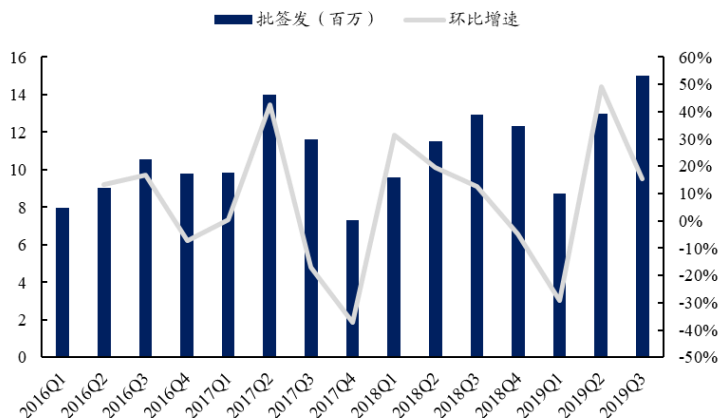
	欧洲与北美	中国
单采血浆站数量 (个)	778	232
人口 (亿人)	13	14
总采浆量 (吨)	40000	8800
平均千人采浆量 (升)	31	6.3
白蛋白使用量 (g/千人)	0.43	0.21
免疫球蛋白使用量 (g/千人)	10	2.26
凝血因子使用量 (IU/人)	1.08	0.21

数据来源：PPTA、中检所、东吴证券研究所

血液制品随着两票制的推行，渠道库存亟待消化。随着 2017 年及 2018 年上半年的消化，血液制品渠道库存出清完毕，2019 年上半年迎来上升趋势。从批签发数据可以看出，2018 年开始，血液制品中白蛋白批签发开始出现环比增长。2019Q1 出现下滑的主要原因为进口产品下滑严重。批签发数据可以看出进口产品 2019Q1 下滑 40%，国产产品增速为 12%。截止 2019 年 9 月底，从批签发数据来看，进口产品占比在 43%，国产在 57%，国产高于进口产品。进口产品的下滑为国产产品的销售让出了市场，利好国产企业。

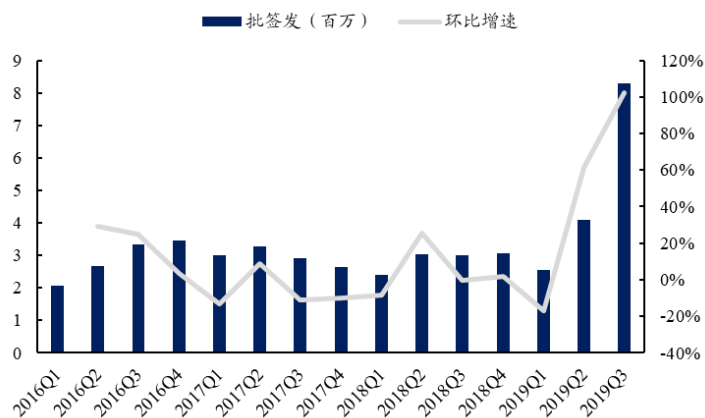
静丙 2019Q1 仍然有所下滑，截至 2019 年 9 月底，其呈现逐季度环比上升的趋势。我们认为静丙的快速增长的原因有两点：1) 需求端看：我国静丙的用量相较于国际市场仍有较大差距，市场空间较大；2) 供应端看：随着 2017 年血液制品行业的下滑，各个企业加强学术推广，进一步推动了静丙的增长。我们认为，随着静丙的提升，我国有望进入静丙驱动的血液制品行情，从而进一步向国际市场靠拢。

图 36: 人血白蛋白批签发数量变化趋势



数据来源：中检所，东吴证券研究所

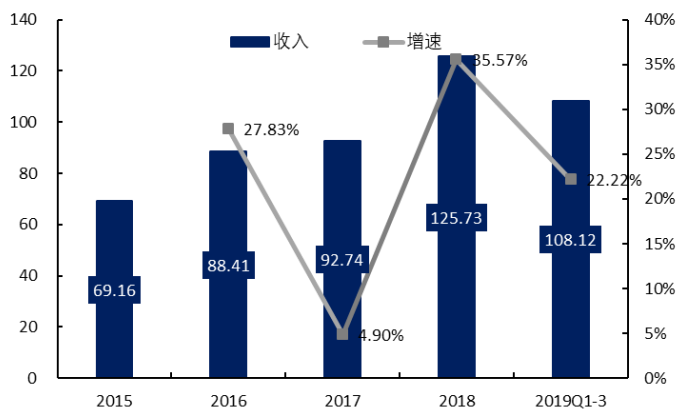
图 37: 静丙批签发数量变化趋势



数据来源：中检所，东吴证券研究所

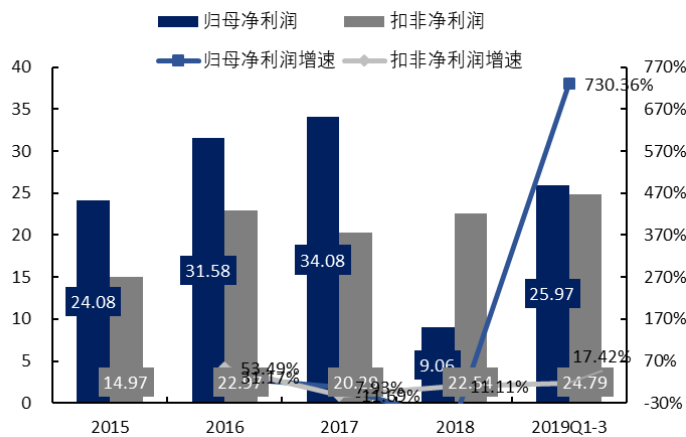
2019Q1-Q3，血液制品上市公司收入和扣非净利润增速分别为 22.2%和 17.42%。随着血液制品价格底部的逐渐确认，两票制在全国推行完毕，从 2019 年开始血液制品批签发逐季度向好，我们认为全年将延续该态势，整个行业逐步向好。相关样本标的包含：天坛生物、华兰生物、博雅生物等。

图 38: 血液制品细分领域销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 39: 血液制品细分领域归母和扣非净利润情况 (亿元)



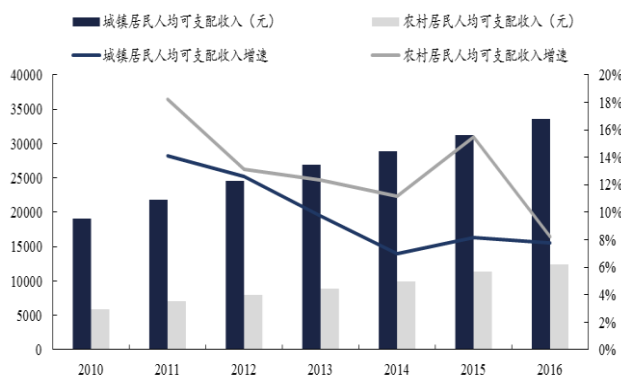
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

6. 消费升级+健康意识提升，推动自主消费类产品快速增长

6.1.1. 人均居民可支配收入提高带来的消费升级

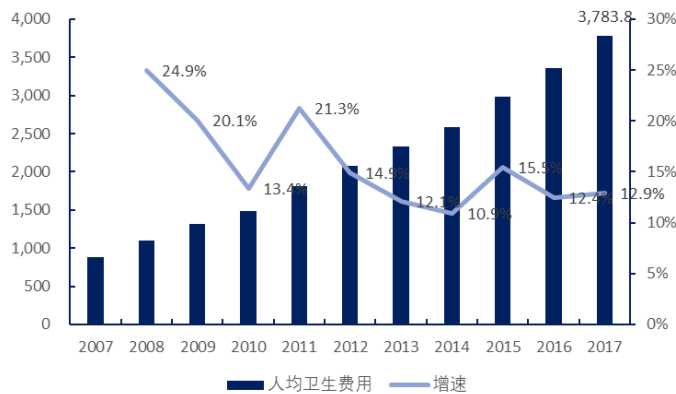
改革开放 30 年以来个人收入水平大幅提高，到 2017 年我国人均可支配收入达到 2.6 万元/年，比 2013 年的 1.8 万元/年提高了 42%。随着个人可支配收入的大幅提高，人们的健康理念也发生了翻天覆地的变化，集中体现在年人均医疗保健支出的大幅提高，从 1995 年人均 110 元/年医疗保健支出，到 2013 年达到 912 元/年，再到 2017 年人均 1451 元/年，医疗保健支出水平提高了 13 倍，可以说健康观念的进步速度远超收入水平的提高速度。

图 40: 人均可支配收入变化情况 (元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 41: 我国人均医疗卫生支出变化情况 (元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

随着健康意识与消费能力的快速提高，医药自主消费类产品与服务的需求呈现了快速上升的趋势，通过加大消费支出水平享受更好的健康服务和医药产品已经成为了我国居民提高生活水平的必选消费需求。我们推荐重点关注4家具有典型自主消费产品标的，重点推荐**长春高新、我武生物、欧普康视和片仔癀**。

标的产品具备共同的自主消费特点：

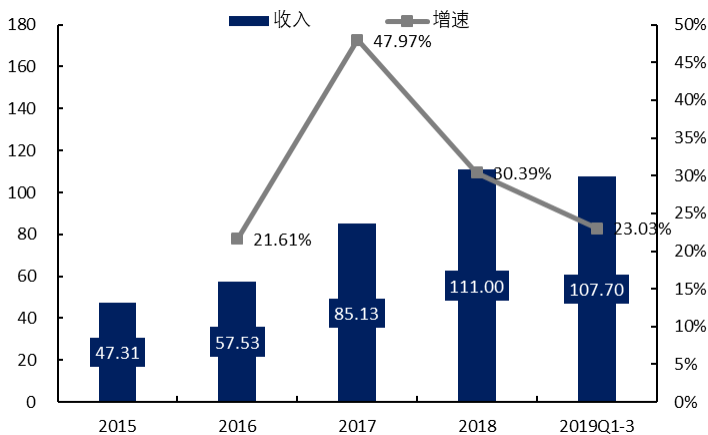
- 1) 产品单价高；
- 2) 产品使用人群少，但适用人群广，渗透率低；

产品属于可选消费，但其疗效显著，具备一定的刚需属性。

6.1.2. 医保外的支付方式带来业绩的增长

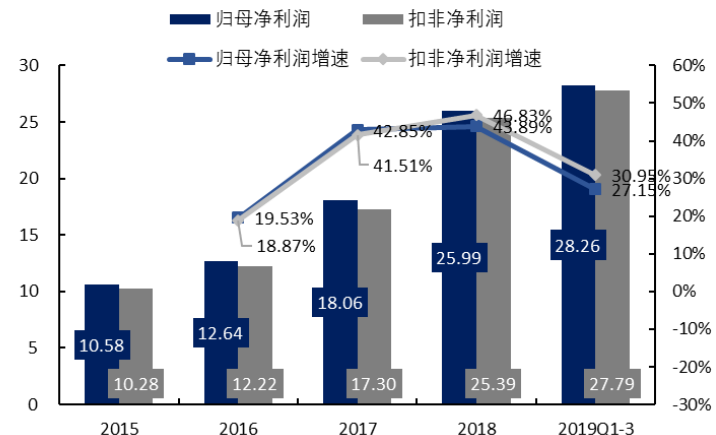
医药自主消费类的公司主要以内生为主，其需求驱动、产品驱动的属性十分明显。而且均为患者自费品种，抵御了政策扰动，带来了业绩的增长。我们综合统计了4家公司在2016年以来进入高速增长时期，其业绩表现靓丽。2019年前三季度4家企业合计实现营业收入、归母净利润和扣非净利润增长分别为23.03%、27.15%和30.95%。

图 42: 自主消费类 4 家公司销售收入情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 43: 自主消费类 4 家公司净利润和扣非净利润情况 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

7. 医疗服务长逻辑向好

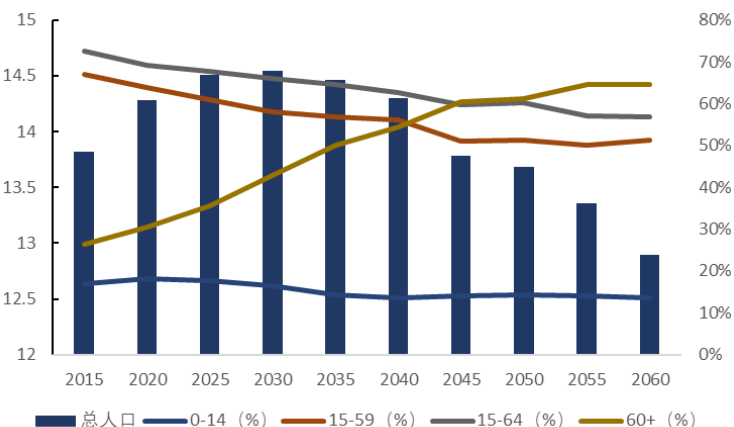
7.1.1. 宏观政策扶持、老龄化社会来临，公立医院不能满足需求

《“十三五”规划纲要》、“健康中国 2030”、“十三五”卫生与健康规划与限制公立医院扩张的政策相继出台，“抓预防、治未病”的健康管理方式成为政策主导的大方向，非公立医疗机构迎来政策红利带动快速发展的机遇。

中国老龄化社会加速到来，对健康的需求群体不断扩大。2030 年中国人口将达到峰值，60+人口比例将达到 43%。2004~2015 年期间，公立医院占比从 86%下降到 47%，

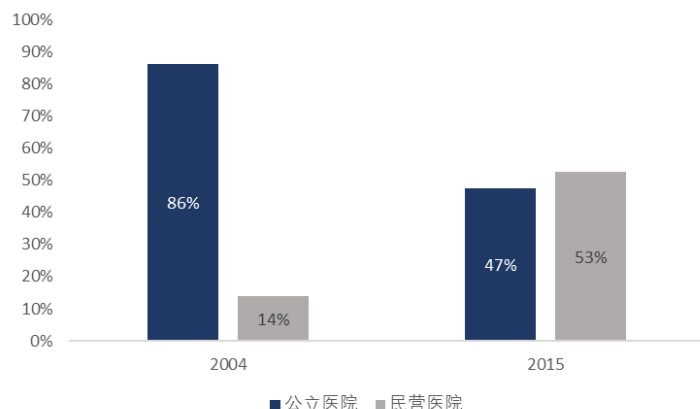
民营医院逐渐成为满足人们健康需求的重要终端。

图 44: 我国人口年龄结构图



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图 45: 公立医院&民营医院占比



数据来源: 国家卫计委, 东吴证券研究所

7.1.2. A 股投资标的均为行业龙头, 规模效应突出

目前 A 股投资标的分布于体检、眼科、口腔领域, 行业增速均超过 20%, 景气度较高。对医生、设备以及资金的依赖程度决定了全国可复制性。体检、眼科对设备依赖程度高。

表 16: 三家医疗服务上市公司对比

	美年健康	爱尔眼科	通策医疗
所属领域	体检	眼科	口腔
医师依赖程度	低	低	高
设备、资金依赖程度	高	高	低
行业增速	20%	25%	20%
民营占比	25%	20%	50%
布局	全国布局	全国布局	全国布局
市值 (亿元)	630	1465	378
2019 年收入 E (亿元)	104.0	102.9	19.7
增速	25%	29%	27%
2019 年净利润 E (亿元)	10.3	13.8	4.7
增速	21%	37%	43%

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所

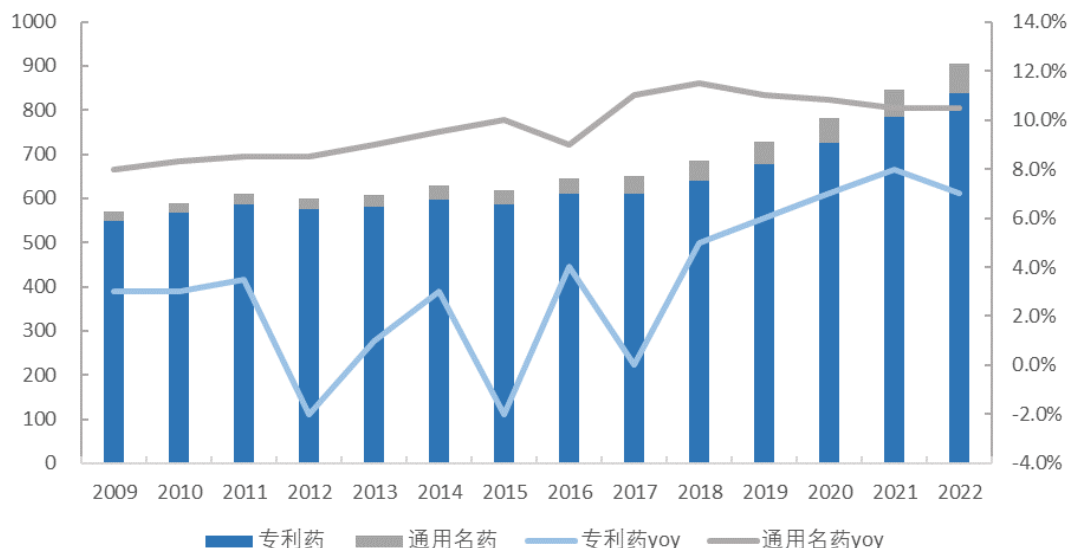
8. 全球 API 产能逐步从欧美向新兴市场转移, 关注特色原料药企业

8.1. 专利悬崖推动国际通用名药物市场持续增长

根据 Evaluate Pharm 发布的统计报告, 在 2014 年至 2020 年的 7 年时间里, 将有

2590 亿美元的药品面临专利到期的风险,其中预期有 46%的市场份额会被仿制药侵蚀。大批世界级畅销专利名药相继到期为国际通用市场的繁荣提供了强大原动力,进而带动 API 需求量持续增加。目前,欧美日等发达国家在政府的倡导和支持下,仿制药市场占有率已经达到了 50% 以上,全球仿制药市场有望保持 10%左右复合增长。

图 46: 全球仿制药市场有望保持 10%复合增长



数据来源: Evaluate Pharm, 东吴证券研究所

8.2. 全球 API 产能逐步从欧美向新兴市场转移, 中国逐渐赶超印度

过去十年中,全球 API 产能逐步从欧美向新兴市场转移,印度和中国成为主要承接者,目前印度是 API 产能转移的最大受益者,但中国凭借在技术和质量方面的优势,正快速缩小与印度的差距。目前欧洲 80%,美洲 70%的通用名产能由中印两国提供。印度由于语言和技术优势,成为过去十年 API 产能转移的最大受益者。

目前,中国凭借更为成熟的基础工业体系、成本优势以及发酵类产品优势,正在技术、产品质量体系和 DMF 认证等方面快速追赶印度。中国目前拥有全球数量最多的 API 生产基地,截至 2017 年底中国拥有 1474 个 API 生产基地,印度为 688 个。过去十年中国在美国注册的 DMF 数量迅速增长。2000 年前中国每年获得的 DMF 注册号基本只有个位数,2010 年后每年 100 个以上。近几年来中国每年新增获得的 DMF 注册仅次于印度,已经超过了美国和欧洲五国的数量。

8.3. “一致性评价+带量采购”促使医药行业格局加速洗牌,重新定义仿制药核心竞争要素, API 企业产业链优势凸显

2016 年 3 月,国务院办公厅发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的通知》,明确提出: 1) 国家基本药物目录(2012 年版)中化学药品仿制口服固体剂,应在 2018 年底之前完成一致性评价,其中需开展临床有效性试验和存在特殊情形的品种,应 2021 年底前完成一致性评价,否则不予再注册; 2) 化学药品新注册分类实施前批准上市的其

他仿制，自首家通过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种原则上应在3年内完成一致性评价，否则不予再注册；3) 鼓励企业开展一致性评价工作，同品种达到3家以上通过一致性评价的，在集采中不再选用未通过一致性评价的品种。

与此同时，4+7带量采购要求通过招标形式确定价格的原则为量价挂钩。首批带量采购降价平均降价幅度超过50%，2019年带量采购全国扩面，与去年底“4+7”试点城市中选价格水平相比，平均降幅25%。

一致性评价及带量采购政策的出台，对仿制药行业将产生深远影响，对药企质量和成本管控提出了更高要求，API质量稳定性、研发技术实力和效率、成本和产能稳定性在整个制药产业链中的重要性进一步凸显。

9. 核心观点及建议关注标的

在医改以医保控费为核心的基础上，带量采购等政策对仿制药等行业形成了较大的冲击，也推动行业加速进入创新的转型。我们认为聚焦中国市场的内需将是医药行业发展的核心方向。因此更好的服务于国民健康需求和健康消费升级将成为医药行业新动力，其中中国医药创新和中国医药消费所带来的更好的治疗方法和健康生活方式是发展的必然趋势。建议关注：

- 1) 创新药及产业链：创新药方面，重点推荐创新药龙头恒瑞医药；CRO方面，重点推荐临床前CRO龙头药明康德、临床CRO龙头泰格医药。
- 2) 自主消费产品：重点推荐长春高新、我武生物、欧普康视。
- 3) 医疗服务：重点推荐美年健康，建议关注通策医疗。
- 4) 医疗器械：重点推荐OK镜龙头欧普康视，建议关注内镜诊疗龙头南微医学。
- 5) 生物制品：重点推荐康泰生物。
- 6) 特色原料药和高端原料药：建议关注华海药业、博瑞医药等。

9.1. 恒瑞医药 (600276.SH)：国内创新药绝对龙头，着力研发投入铸就创新产线

1) 白蛋白紫杉醇、PD-1、19k等品种放量，公司收入实现高增长

公司2018年Q3以来陆续上市19K、吡咯替尼及白蛋白紫杉醇以及PD-1等重磅品种，并在今年逐步放量。其中肿瘤线品种放量明显，预计前三季度增速超过40%，其中PD-1下半年上市，Q3实现收入约3亿元，预计全年有望达6-8亿元，白蛋白紫杉醇大幅增长，Q3单季度销售约6亿元，全年销售有望超过15亿元，19k、吡咯替尼Q3销售分别为2亿左右，预计两品种有望进入医保谈判目录并持续放量。麻醉线增速预计为20%左右，布托啡诺、七氟烷等品种持续增长，右美托咪定受带量采购影响略有下滑；影像

事业部同比增速预计超过 40%，其中碘克沙醇高速增长，预计全年收入为 16 亿元，可载药栓塞微球全年销售有望超过 5.5 亿（+40%以上）。预计 Q4 公司整体收入有望持续高速增长。

2) 研发投入持续增大，公司创新管线进展顺利

2019 年前三季度公司研发费用 28.99 亿元（+66.97%），其中 Q3 单季度为 14.15 亿元（+90.93%），随着公司 PD-1 等多适应症开展及联合用药临床试验国内外逐步开展，公司持续加大投入。卡瑞利珠单抗顺利获批经典性霍奇金淋巴瘤适应症，公司四大瘤种投入力度大，在食管鳞癌方面预计今年下半年申报上市，肝癌方面，公司上半年提交了二线治疗肝细胞癌的新药上市申请并获得优先审评资格，胃癌方面，联合阿帕替尼的治疗方案顺利进入临床 3 期，而在非小细胞方面，公司多个联合用药方案均处于临床 3 期。今明两年公司瑞马唑仑、贝伐珠单抗生物类似物有望获批贡献业绩弹性。

3) 积极拓展海外市场，加强国际化战略布局

公司环磷酰胺、苯磺酸阿曲库铵、多西他赛等 13 个品种获得美国 FDA 的 ANDA 批文，2018 年公司 SHR0302 片等三款创新药获批海外临床，磺达肝癸钠、塞替派注射液在美国获批，地氟烷溶液剂在美国和欧盟获批，公司海外品种协同效应强。2018 年海外销售规模为 6.51 亿元，随着公司获批产品增多，海外增长的弹性将获得不断提升，逐步成为公司未来的发展方向。

4) 盈利预测与投资评级

基于公司稳健的经营风格、多样化的产品线以丰富的研发管线储备，预计公司 2019-2021 年营业收入为 232/292/361 亿元，归母净利润为 52.33 亿元、67.21 亿元、84.87 亿元，同比增长 28.7%、28.4%、26.3%，PD-1、吡咯替尼、紫杉醇白蛋白等重磅产品上市带来销售增长，丰富的研发管线为公司未来发展提供持续推动力。公司作为行业龙头，受益于政策带来的创新药利好及行业集中度提升，因此维持“买入”评级。

5) 风险提示

公司药品招标低于预期；研发管线进度低于预期；仿制药价格低于预期

9.2. 药明康德（603259.SH）：创新药产业蓬勃发展，CRO 龙头腾飞在即

1) 创新药大潮持续，国内临床 CRO 进入发展黄金期，行业年均增长率 20% 以上，全球小分子 CDMO/CMO 市场有望保持 12.0% 左右增长，国内增速预计达 19.4%

随着国内鼓励创新药政策不断推出，一致性评价等政策促进药企进行改革，国内 CRO 进入发展黄金期，行业年均增长率 20% 以上，预计 2020 年全球、中国 CRO 行业规模将分别达到 400 亿元、687 亿美元，市场空间广阔。全球小分子 CDMO/CMO 市场规模预计 2022 年将达到 1,021 亿美元，2018-2022 年均复合增长率 12.0% 左右，新药研发黄金阶段，CMO 需求大幅增加，发达国家 CMO 业务向发展中国家转移，我国市场份额不断增加。

2) 公司作为全球 CRO/CMO 龙头，全产业链布局臻于完善

中短期公司业绩增长主要依赖中国区实验室及合全药业，临床 CRO 业务有望快速增长。中国区实验室小分子药物发现业务依托行业增长及公司龙头地位，有望保持 20% 以上增长，CDMO/CMO 全产业链覆盖，订单充足增长强劲，预计维持 30% 左右增长，后期商业化项目有望持续提供业绩弹性，临床 CRO 业务通过收购 MedKey、Pharmapace 等完善业务布局，预计未来有望通上下游业务协同提升市场占比。长期看，公司 DDSU 部门为国内药企赋能，随着项目推进，未来有望成为公司重要业务增量，并逐步巩固行业龙头地位，美国区实验室的细胞与基因治疗产品随着该领域技术升级迭代，未来几年有望迎来重磅产品，成为公司布局创新前沿业务的重要桥头堡。

3) 公司全产业链布局，提升上下游渗透率有望进一步巩固行业地位，充分利用行业优势布局投资领域

公司业务范围从早期临床前发现延伸至 CMO 领域，进一步提升公司上下游业务部门间渗透率有望增加公司业绩与客户忠诚度。同时，公司布局投资领域，一方面有效增强公司业务能力水平，丰富产业链布局，另一方面，发挥自身行业优势，充分挖掘优质公司，并利用自身资源协助标的的发展成长。

4) 盈利预测与评级

我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 125.20 亿元、160.74 亿元、203.12 亿元，增速分别为 30.2%、28.4%、26.4%。归母净利润分别为 21.30 亿元、27.14 亿元、33.33 亿元，增速分别为 -1.7%、24.8%、22.7%，EPS 分别为 1.30、1.66、2.03 元/股，对应 PE 分别为 76X、60X、49X。CRO 行业随着国内医药改革驱动创新药蓬勃发展，公司从临床前 CRO 至下游的 CMO/CDMO 全产业链覆盖，同时在细胞与基因治疗领域提前布局，逐步发展 DDSU 部门业务，综合行业景气度及公司绝对行业龙头地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

5) 风险提示

行业景气度低于预期的风险，行业竞争加剧的风险，研发创新低于预期的风险，投资收益低于预期的风险，汇兑损益的风险。

9.3. 康泰生物（300601.SZ）：丰富管线铸就疫苗龙头，大品种上市带动业绩腾飞

1) 疫苗法出台提高行业进入门槛，发展高质高价疫苗大势所趋

国内疫苗市场随着全民健康意识以及消费水平提升而增长迅速，当前市场规模接近 200 亿元，预计 2017-2030 年复合增速超过 10%。优质创新的二类疫苗成为行业核心竞争力，疫苗研发、生产、商业化严要求高标准铸就行业高壁垒，竞争格局相对较为稳定，对标创新药，降价压力小。疫苗管理法出炉，监管进一步严格化，行业分化走向三极，三分市场各司其职，行业集中度提升大势所趋，我们预计以康泰生物为首的民营疫苗企业有望通过丰富的产品管线享受行业集中度提升的红利。

2) 康泰生物疫苗产品线丰富，短中长期具备增长看点

短期看在售产品持续放量，业绩增长有保障。四联苗批签发恢复正常，2019 年至今批签发量达到 206 万支，联苗替代单苗已成为市场趋势，百白破供应紧张，四联苗有望替代维持今明两年稳定增长。23 价肺炎球菌多糖疫苗预计下半年开始销售，中国老龄化提升市场空间。

中期关注 13 价肺炎苗、三代狂苗、IPV、EV71。重磅品种 13 价肺炎球菌结合疫苗临床试验结束，预计未来 1 年左右上市，公司进度位于国内第二，涵盖年龄广泛，预计产品进入成熟期后每年增量患者有望为公司带来 47 亿收入。狂犬疫苗（人二倍体）国内领先，目前处于临床 III 期总结阶段，预计公司产品峰值销售将达到 23 亿元。公司 IPV 疫苗即将进入临床 III 期，位居行业领先水平，OPV 后遗症及 II 型脊髓灰质炎病例出现，IPV 需求大幅提升，多城市开展 2IPV+2OPV 的免疫接种计划将进一步提升品种空间。EV71 疫苗 II 期临床中，采用汉逊酵母工程菌种，在当前在研企业中进度靠前，通过成本优势和产能优势有望获得较高市占率。

长期看多价多联疫苗市场空间广阔。联合疫苗是未来疫苗行业发展的方向，我国多联疫苗种类数量占比仅为 16.87%，替代空间广阔。公司作为国内联苗领跑者，具有较强的联苗研发和生产能力。除了在售的四联苗，公司百白破-IPV-Hib（新型五联苗）、麻腮风水痘四联苗（全球仅默克、GSK 有，尚未进入中国市场）均已处于临床前研究中。

3) 盈利预测与投资评级

我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 22.73/25.81/37.73 亿元，归母净利润为 5.69/8.02/14.10 亿元，13 价肺炎疫苗、三代狂苗等重磅产品上市为带来销售增长，丰富的研发管线为公司未来发展提供持续推动力。公司作为行业龙头，受益于行业集中度提升，因此我们维持“买入”评级。

4) 风险提示

研发进度低于预期的风险；疫苗销售低于预期的风险；疫苗行业事件风险。

9.4. 泰格医药 (300347.SZ): 创新药热潮助飞 CRO 龙头, 员工激励充分维持核心稳定

1) 国内临床 CRO 进入发展黄金期, 行业年均增长率 20%以上

随着国内鼓励创新药政策不断推出, 一致性评价等政策促进药企进行改革, 国内临床 CRO 进入发展黄金期, 行业年均增长率 20%以上, 预计 2020 年规模超过 400 亿元。作为劳动密集型行业, 国内 CRO 企业人力成本及临床试验资源优势明显, 在中国药审政策不断与国际接轨的背景下, 国内 CRO 企业业务范围有望拓展至全球。临床核查 722 事件影响逐步消除, 整体行业盈利能力上升。

2) 临床国内 CRO 领域泰格医药一枝独秀, 投资收益具备可持续性

公司深耕 CRO 行业多年, 拥有国内最丰富的临床试验资源, 在国内临床资源相对稀缺的情况下, 具备较强的议价能力以及相关衍生的临床咨询服务水平。核心子公司陆续步入正轨, 方达医药 (生物分析、CMC) 港股上市有望加快, 增加募资渠道, 加快公司业务拓展; 美斯达 (数据统计业务) 逐步开始承接境外数据管理业务; 杭州思默受益于 SMO 业务的快速发展, 项目和专业团队不断拓展; 韩国子公司 DreamCIS 逐步扭亏。公司截至 2018Q3 拥有 11.5 亿可供出售金融资产, 主要是通过基金方式投资, 直投项目数目估计在 70-80 个, 科创板、港交所 BIOTECH 板出台为创新药企提供了更好的融资平台和资本退出渠道, 未来也将借助平台优势以及多年行业经验进行创新药投资, 有望维持未来 2-3 年 50%左右投资收益增速。

3) 推出员工持股计划及限制性股权激励等有望加强核心员工稳定性

公司推出第二期员工持股计划, 拟从二级市场回购不超过 1 亿元的股票, 激励对象包括核心高管董事、副总经理 ZhuanYin 等及公司核心技术 (业务) 人员 (8500 万元, 占比 85%); 同时, 推出 2019 年限制性股票激励计划, 主要针对核心技术 (业务) 人员、在公司工作满 3 年的部分人员。随着订单及收入情况上升, 2017 年公司员工数增加至 3214 人, 员工薪资维持稳健, 平均年薪基本维持在 20 万元左右, 而人均效率持续提升, 2017 年达 52.49 万元/年, 预计 2018 年持续上升。

4) 盈利预测与投资评级

基于行业高速增长以及公司行业龙头地位, 我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 29.64 亿元、37.85 亿元、48.65 亿元, 归母净利润为 7.01/9.32/12.16 亿元, 同比增长 48.4%/33.1%/30.5%, 国内创新药研发开展如火如荼, 公司作为临床 CRO 龙头企业, 各板块业务高速增长, 整体业绩高增长有望持续, 维持“买入”评级。

5) 风险提示:

临床试验进度低于预期的风险、临床试验资源低于预期的风险、投资收益低于预期的风险。

9.5. 欧普康视 (300595.SZ): 角膜塑形镜渠道下沉带来发展机遇, “量价齐升” 趋势有望延续

1) 公司为国内非手术视力矫正领域优质、稀缺标的, 核心产品——角膜塑形镜呈“量价齐升” 发展势头

公司主营硬角膜接触镜及相关产品的生产销售, 核心产品为梦戴维角膜塑形镜, 收入占比 75%左右。作为角膜塑形镜大陆唯一获批生产企业, 公司先发优势显著, 且与同类进口产品相比允许矫治度数更高。近年公司持续加码研发升级与产品推广, 角膜塑形镜呈现“量价齐升” 发展势头。

2) 角膜塑形行业市场空间大、壁垒高, 渠道下沉是产品渗透率提升的重要途径

我国非手术视力矫正市场容量较大, 但因行业准入严、角膜塑形镜属高端定制化产品, 目前市场渗透率极低。随着技术升级、渠道下沉、创新医疗器械政策鼓励, 角膜塑形行业有望迎来上升发展期。若公司角膜塑形镜的渗透率由 2016 年的 0.1% 提高到 2020 年的 0.5%, 则梦戴维的销售收入有望突破 10 亿规模。

3) 丰富产品线, 加大渠道开发力度, 推动公司收入增长超预期

新品研发持续推进, 日戴角膜接触镜 DreamVisionGP 正式上市销售。企业自主研发生产的临床诊断泪液分泌障碍的泪液分泌检验滤纸的注册申请已取得产品注册证, 并有多款产品位于临床试验和审批注册的过程中。同期, 公司正式推出 DreamVision 产品系列的日戴角膜接触镜 DreamVisionGP, 该产品有效减少中周部远视离焦、不规则角膜验配简易化、减少镜片厚度以提高使用舒适性, 以及智能化设计调整和自动化生产等技术特点融合一体。新产品的推出为公司长期发展注入新活力。

渠道持续扩张, 新增医疗机构和零售终端, 以及渠道商建设有效拉倒公司收入增长。公司投资入股了一些经销机构, 并支持他们拓展营销服务终端, 提高了终端覆盖数量, 有效的拉动了公司的收入增长。在 2019 年 1-6 月, 公司通过完善销售服务和销售网络建设, 新增了数十家合作医院和零售终端机构。截止目前, 公司设计和生产的硬性角膜接触镜产品已进入约 800 多家验配点, 累计验配超过 80 万例。

3) 盈利预测与投资评级

预计 2019-2021 年, 公司收入分别为 6.24 亿元、8.46 亿元和 11.41 亿元, 归母净利润为 2.99 亿元、4.04 亿元和 5.43 亿元, 对应 EPS 分别为 0.74 元、1.00 元和 1.34 元。我们认为公司经营发展稳健, 终端推广持续推动角膜塑形镜“量价齐升”, 同时股权激励的

顺利实施为长期发展注入动力。因此，我们维持公司“增持”评级。

4) 风险提示:

产品质量风险; 产品结构单一风险; 市场推广不达预期。

9.6. 长春高新 (000661.SZ): 生长激素快速放量, 生长激素龙头快速增长

1) 生长激素板块实现快速增长, 金赛药业收入增速或超 45%

根据草根调研, 我们认为我国生长激素整体增速较快, 增速超过 35%, 其中金赛药业增速行业领先。我们认为金赛药业 2019Q1-Q3 的增速或超过 45%, 收入在 33-35 亿上下, 考虑公司 33%-35% 的净利率, 公司净利润或维持在 11-12 亿。公司的快速增长主要由生长激素的快速放量推动。生长激素快速增长的原因我们认为主要为: 1) 需求端方面—消费升级带来生长激素放量, 儿科新患数大幅增加, 推动了公司的业绩增长。随着分级诊疗政策的推进生长激素向基层市场下沉, 同时处方外流带来药店销售额的增加。2) 供应端—公司加大学术推广力度, 市场营销方面拓展多渠道, 提升市场份额, 全国市场份额增长 3%。考虑到金赛药业旺季在下半年, 我们预计全年业绩增速有望超过 50%。

2) 疫苗板块三季度出现回暖, 或小幅贡献利润

受制于疫苗事件, 疫苗行业整体批签发进度放缓。2019 年上半年, 公司水痘疫苗实现批签发 235 万支, 同比下滑 36.12%; 狂犬疫苗实现批签发 174 万支, 同比下滑 86.08%。三季度随着疫苗事件的不良影响褪去, 水痘疫苗单季度批签发实现 271 万支, 前三季度共批签发 507 万支 (去年前三季度批签发 599 万支)。我们认为, 截至三季度, 考虑终端市场疫苗产品仍有供不应求的趋势, 批签发的产品可全部实现销售, 疫苗板块前三季度或为公司贡献利润。

3) 盈利预测与评级

在不考虑金赛药业股权并表的情况下, 我们预计 2019-2021 年公司实现归属母公司净利润为 14.28 亿元、19.50 亿元和 25.83 亿元, 同比增长 41.8%、36.6% 和 32.5%; 对应 EPS 分别为 8.39 元、11.46 元和 15.18 元, 我们判断金赛在渠道下沉和新品占比逐渐上升等因素的驱动下能够保持高速增长, 持续为公司贡献利润; 百克生物在“疫苗事件”之后逐渐恢复销售。因此, 我们维持“买入”评级。

4) 风险提示

行业变动风险、产品推广销售不达预期。

9.7. 我武生物 (300357.SZ): 脱敏领域快速放量, 公司业绩增长可期

1) 现有产品快速增长

我国脱敏治疗市场规模不断扩大, 公司主导产品销售收入持续较快增长, 管理效率持续优化, 盈利水平较去年保持快速增长。公司产品在国内华南、华中、华东等重点区域均实现较快增长, 在大多数省级医疗机构药品集中采购中中标, 销售网络已进入到全国大多数省级城市和部分地县级城市, 患者规模不断扩大。根据草根调研, 公司新患增速维持在 20% 以上, 保证未来业绩的持续稳定快速增长。目前我国的过敏原检测仍然以血检为主, 但是由于单价高、准确度差阻碍了脱敏治疗的发展。公司粉尘螨诊断试剂盒 2018 年收入 372.8 万元, 收入比重 0.74%。公司新批屋尘螨诊断试剂盒和粉尘螨诊断试剂盒相互配合, 有望在致敏原诊断上上新的台阶, 有望在过敏诊断试剂领域迅速扩大销售额。

2) 重磅产品黄花蒿花粉舌下滴剂进入现场核查阶段, 上市可期

公司收到国家药品监督管理局药品审评中心寄发的《药审中心关于黄花蒿花粉变应原舌下滴剂注册现场检查的通知》, 对公司注册申报品种黄花蒿花粉变应原舌下滴剂(受理号: CXSS1900020) 组织开展注册现场检查。我们根据目前流行病学调查数据, 假设 AR 患病人群中的 10% 用药, 黄花蒿粉滴剂保守估计市场空间 118 亿。目前产品竞争格局良好, 仅有 ALK 和我武生物两家企业。公司在销售推广同类产品中有丰富经验, 我们认为该产品上市后会为公司的业绩带来新一波增长。

3) 盈利预测与评级

我们预计 2019-2021 年, 公司营业收入分别为 6.63 亿元、8.63 亿和 11.21 亿元, 归母净利润分别为 3.00 亿元、3.87 亿元和 5.01 亿元, 对应 EPS 分别 0.57 元、0.74 元和 0.96 元。考虑到公司在我国脱敏治疗领域具备稀缺性, 未来产品渗透空间广阔, 短期渠道布局迎来收获期, 中长期过敏诊疗产品集群化稳步推进。我们维持“买入”评级。

4) 风险提示

行业政策变化风险、主导产品较集中的风险、新药开发进度不达预期的风险。

9.8. 通策医疗 (600763.SH): 居民健康意识提升, 口腔健康领域快速增长, 口腔领域龙头增长可期

1) 口腔行业未来发展前景良好

我国口腔市场空间广阔, 目前仍有较大的成长空间。我国龋齿的发病率较高, 但治疗率较低。虽然 2015 年相较于 2005 年已有较大的提高, 但 5 岁和 12 岁的治疗率仍然仅为 4.1% 和 16.5%, 处于较低水平。与发达国家相比, 我国与之仍有较大差距。2017 年, 美国每十万人中牙医数量已经达到 61.05 人, 而我国仅有 10.86 人, 仍有较大的提升空间。牙医数量的不足, 使得我国的医疗资源相较于美国仍然稀缺。我们认为, 我国口腔科未来的发展方向主要为民营医疗机构。

2) 分院效率有望进一步提升, 带动公司业绩加速增长

杭口总院和其它各家口腔医院的效率均在逐年提升, 但截至 2019 年半年报, 可以看出其它医院与杭口医院的效率仍有较大差距。如果各个分院的净利率达到杭口总院的水平, 我们认为其将为公司贡献较大的利润弹性。若其它医院均达到杭口医院 2018 年毛利率的水平, 则 2018 年的业绩将提升 15%。

随着各个医院的成长, 并将相继度过盈亏平衡点开始盈利, 净利率开始逐步提升。随着各个分院牙椅数量的增长和患者的增加, 规模优势将逐渐凸显, 从而带来成本及费用的增速远低于收入的增长。

3) 建立独特的通策模式, 实现有效快速的扩张

公司采取地区总院+分院的扩张模式, 即区域总院平台对医生医疗服务技能、学术地位形成支撑, 分院作为总院的“护城河”, 将医疗资源下沉到县、市。这种方式的扩张可有效将总院的优秀口碑更加充分的利用, 同时总院对医生的培训亦使得当地的医生的专业水平、服务意识等得以提升并实现统一, 从而进一步巩固加强医疗服务集团的口碑。公司的“蒲公英计划”为公司的扩张提供了高效的管理, 使公司在充分调动员工积极性的同时, 留住优秀的医生资源。通策医疗联合内部优秀的医生和专家, 以及浙江省有威望的优秀医生, 以 3-5 年的时间在浙江省的县市区和重点镇打造 100 家分院。“蒲公英计划”中的分院采取公司、医生集团和当地新成立医院的主要医生共同出资成立的管理模式, 既可以充分调动当地医生的积极性, 又可以加强医生集团对当地医生的培训并且留住优秀的医生。

4) 风险提示

医疗事故风险、医患关系风险、收购医院不达预期的风险。

9.9. 美年健康 (002044.SZ): 体检行业龙头企业风雨后再度起航

1) 公司和体检行业正处于逐步恢复期, 业绩增速逐季提高

经过了 2018 年体检事件后一年的时间，美年健康通过强大的管理能力开创用九大规范构建质控体系，从源头屏蔽质控风险。并且在营销、体检和后台进行分部管理提高效率、确保体检服务质量。在 2019 年 Q3 公司收入和业绩开始反转向，逐步走出行业事件的影像，回归到内生和外延并进的发展轨道之中。

2) 引入战略投资者阿里系，进一步夯实公司在行业内的龙头地位

目前公司拥有 684 家体检分院（含在建），分布在 311 个城市，其中具有医保定点资质的体检中心达到 187 家。控股和参股体检中心数量均有提升，公司控股 288 家、参股 305 家、在建 91 家。目前全国在营的体检中心，一二线布局 306 家、三四线布局 287 家，一二线与三四线市场占比为 51.6%和 48.4%。公司在规模上已经遥遥领先竞争对手，同时在分布上更加的均衡涵盖了我国主要地区的城市，行业卡位优势逐渐体现。

而通过股权转让，公司引入战略投资者——阿里网络后，将明显有助于改善公司自身股权结构和未来公司在大数据、信息化的大健康产业竞争者保持持续竞争力，从而夯实自身在体检行业的龙头地位。

3) 核心赛道重点布局，强化大健康产业生态圈，打造 3.0 健康管理时代

公司在关键赛道重点发力，巩固和强化健康产业生态圈，为更多优质企业提供生态平台供给，促进彼此协同发展。公司继续支持优健康、记健康、美因基因、大象医生等生态圈核心赛道业务的发展，并持续不断的导入其他专业检查、先进诊断、精准评估、健康管理、智能诊断、专科诊疗、远程医疗等业务。

同时，公司充分发挥体检行业特性，积极打造大健康产业平台价值，做强自己的同时做大行业，成为推动体检行业发展的领路人。美年健康联合平安好医生、中国人保财险，以及美年生态圈优质企业优健康、大象医生等推出美年好医生更是塑造行业新标准，引领体检行业迈向“检”“存”“管”“医”“保”全程保障的 3.0 健康管理时代。

4) 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2019-2021 年的销售收入分别为 104.04 亿元、135.25 亿元和 179.88 亿元，归属母公司净利润为 10.26 亿元、13.98 亿元和 19.35 亿元。我们看好公司体检业务规模的快速扩张，以及作为大健康产业入口端的价值，未来有能力导入更多体检项目与挖掘体检数据的应用，全方位体现其大健康行业的龙头公司的价值。因此，持续推荐公司，维持“买入”评级。

5) 风险提示

医疗服务行业政策风险；并购整合企业融合和商誉风险。

9.10. 南微医学（688029.SH）：内镜诊疗器械行业的领军者

1) 南微医学内镜诊疗领域的领军者

公司主要从事微创医疗器械研发、制造和销售，包括内镜下微创诊疗器械、肿瘤消融设备两大主营产品系列，形成了内镜诊疗产品系列、肿瘤消融产品系列和 OCT 技术产品系列三大核心产品。2013 年至 2018 年，公司的销售收入和归母净利润分别从 1.69 亿元和 2489 万元上升到 9.22 亿元和 1.93 亿元，分别扩大了 5.5 倍和 7.7 倍，复合增长率分别达到了 40.39%和 50.58%。

2) 核心产品、核心技术是南微医学持续的增长动力

公司在核心领域内镜诊疗类产品、肿瘤消融类产品和 EOCT 类产品的质量和技术含量处于行业领先地位。目前公司已经形成依托 40 项核心技术打造的 6 大类 11 个系列的 30 种产品，2016 年至 2018 年核心技术产品创造收入 3.28 亿元、5.34 亿元和 7.85 亿元，依靠核心技术拉动公司发展的趋势明显。

内镜诊疗技术产品是南微医学的核心领域。公司在该领域已经处于行业的领先地位，公司止血及闭合类产品占全球市场的 9.59%；EMR/ESD 产品和扩张类产品约占市场份额的 1.97%；胆胰管疾病 ERCP 产品约占全球市场份额的 0.56%。2014 年至 2018 年内镜类系列产品销售收入复合增速高达 46.1%，显著超越医疗器械行业增速。

EOCT 产品系列成为未来发展的重点领域。EOCT 内窥式光学相干断层扫描系统是在快速病理判断和早癌及癌前期病变筛查中的一种全新诊疗手段。公司 EOCT 产品是在约翰霍普金斯大学独家授权专利基础上进行自主研发的产品，已获得美国 FDA 批准，目前获得我国 CFDA 创新医疗器械评审的绿色通道。

3) 内镜诊疗是快速发展的蓝海市场

微创医学迅猛发展，尤其是在我国随着支付能力的提高和更多基础医院微创诊疗能力的提升，推动内镜诊疗成为我国医疗产业增速最快的领域之一。2018 年我国内镜诊疗器械市场规模达到 34.34 亿元，2018 年到 2022 年内窥镜市场复合增速约为 9.25%，其与内窥镜配套的内镜诊疗设备增速高于 9.25%。

4) 盈利预测与投资建议

基于内镜诊疗行业快速发展，以及公司在行业中的地位 and 后续创新产品的推出，我们预计公司 2019-2021 年的收入为 12.12 亿元、15.84 亿元和 20.57 亿元，同比增长 31.46%、30.64%和 29.90%；归母净利润为 2.84 亿元、3.77 亿元和 5.00 亿元，同比增长为 47.4%、32.9%和 32.6%。

5) 风险提示

专利诉讼风险；行业政策风险；产品研发注册风险。

10. 风险提示

医改政策落地风险：带量采购、医保目录调整落地不及预期的风险。

招标不及预期的风险：药企各地招标中标情况低于预期的风险。

行业增速受宏观经济影响所带来的风险：行业受到宏观经济压力、居民消费水平压力的风险。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

