

创新发展提质增效 医药治理回归本源

2019年12月13日

【投资要点】

- ◆ 重磅政策的实质落地有利于行业的长期发展，落地之前长期的不确定性恐慌情绪得到较好的释放，医药生物行业在年度涨幅上优于大盘指数。随着市场的变暖，医药大健康依旧是市场关注的重要方向。医药生物板块总市值及其占比均有所提升。从三季报来看，营收增速出现明显下滑，归母净利润增速出现分化，医药生物行业归母净利润增速有所修复。
- ◆ 2019年，卫健委、医保局和药监局各司其职，坚持以人民为中心，不断增强群众健康获得感。重磅政策集中采购扩围、新版医保目录、新版《药品管理法》落地。新医保局成立近两年来，协同了定价、采购和支付的职能，医药行业治理进入新的发展阶段。我国卫生总费用占比逐步提升，医保基金支出占卫生总费用的比例提升较快。港交所和科创板助力医药创新。
- ◆ 我们认为可以从以下几个方面筛选标的：1) 细分行业空间较大、增长较快的治疗领域有良好布局；2) 加大投入注重创新、提质增效，在未满足需求领域有所进展；3) 全过程管控能力强，成本控制得当，规模效应显现。

【配置建议】

- ◆ 药品：抗肿瘤药持续增长，PD-1/PD-L1 抑制剂市场快速发展，建议关注相关创新药企，如**贝达药业**等；
- ◆ 非药市场：医院服务性收入将提高，关注眼科、口腔科，看好**通策医疗**；创新驱动下的 CRO/CMO 行业，看好**药明康德**；渗透率逐渐提升的医美产业，建议关注**华熙生物**；老龄化加剧下的骨科医疗器械；处方外流趋势强化下的药房企业，看好**大参林**；

【风险提示】

- ◆ 监管落实不达预期；
- ◆ 药品/器械安全事件；
- ◆ 细分行业增长不达预期；
- ◆ 运营管理不达预期；

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：马建华

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

《HA 填充剂搭上美丽之旅快车》

2019. 11. 14

《关注医疗器械 4 大细分领域：市场空间大+行业增长好+市场景气度高》

2019. 10. 18

《第一批鼓励仿制药品目录正式发布，或可提升企业研发积极性》

2019. 10. 11

《民营专科连锁医疗（以眼科、口腔为例）渐入佳境》

2019. 09. 30

《卫健委公布 118 个医联体试点城市名单，药品终端市场再迎分化》

2019. 08. 15

正文目录

1. 医药板块表现好于大盘	5
1.1. 医药生物板块行情回顾	5
1.2. 医药生物上市公司归母净利润增速有所修复	10
1.3. 医保基金收支保持稳定增长	12
1.4. 医药行业年度大事记	13
2. 医药行业治理进入新阶段	16
2.1. 赛道选择优于盲目努力	16
2.2. 有投入有进展有产出	28
2.3. 强化治理回归经营本源	35
3. 重点公司	37
3.1. 药明康德	37
3.2. 通策医疗	38
3.3. 大参林	39
3.4. 贝达药业	40
3.5. 华熙生物	40
4. 风险提示	41

图表目录

图表 1: 2019 年医药行业指数与沪深 300 指数走势大体一致 (%)	5
图表 2: 医药行业市场表现优于大盘指数 (%)	6
图表 3: 医药生物行业市值占比在提升 (亿元, %)	6
图表 4: 医药行业指数年度涨幅位居前列 (%)	7
图表 5: 医疗服务细分行业表现最好 (%)	7
图表 6: 医药行业年度涨/跌幅 TOP20	7
图表 7: 医药行业 PE (TTM) 处于近年中位水平	9
图表 8: 医药行业指数与上证综指估值溢价率	9
图表 9: 年度策略组合表现情况	9
图表 10: 年度重点推荐个股表现情况	10
图表 11: 医药行业上市企业业绩情况 (亿元, %)	11
图表 12: 医药行业上市公司归母净利润率变化 (%)	11
图表 13: 医药板块各子行业营收及归母净利润增长情况	11
图表 14: 我国卫生总费用增长情况 (亿元, %)	12
图表 15: 我国人均卫生费用增长情况 (元, %)	12
图表 16: 我国医保基金收支情况 (亿元, %)	13
图表 17: 我国职工/居民医保享受情况 (亿人次, %)	13
图表 18: 医药相关部门各司其职	13
图表 19: 医药行业年度大事件	14
图表 20: 我国医院用药十大治疗领域情况 (按销售额)	17
图表 21: 我国十大医院药品供应商 (按销售额)	17
图表 22: 我国药品三大终端市场销售情况 (亿元, %)	18
图表 23: 我国药品销售三大终端竞争格局 (%)	18
图表 24: 2018 年我国样本医院抗感染药情况 (%)	18
图表 25: 2018 年我国样本医院抗感染药企格局 (%)	18
图表 26: 2018 年我国样本医院抗肿瘤药情况 (%)	19

图表 27: 2018 年我国样本医院抗肿瘤药企格局 (%)	19
图表 28: 2018 年我国样本医院生物技术药情况 (%)	19
图表 29: 2018 年我国样本医院生物技术药企格局 (%)	19
图表 30: 2017 年部分医保谈判品种的样本医院销售额增速 (%)	20
图表 31: 我国主要上市公司重点品种样本医院销售情况	20
图表 32: 2014 年与 2018 年公立医院收入构成变化 (%)	22
图表 33: 我国眼科门诊患者增长情况 (百万人, %)	22
图表 34: 2018 年我国部分眼科患病情况 (百万人)	22
图表 35: 我国口腔科诊疗人次 (百万人次, %)	23
图表 36: 我国正畸与种植牙情况 (万例/颗, %)	23
图表 37: 我国 CRO 增长情况预测 (亿元, %)	23
图表 38: 我国 CMO/CDMO 增长情况预测 (亿元, %)	23
图表 39: 我国主要 CRO 企业增长情况 (亿元)	24
图表 40: 我国主要 CMO/CDMO 企业增长情况 (亿元)	24
图表 41: 我国医美产业增长情况 (亿元, %)	24
图表 42: 我国医美市场渗透率有望提升 (%)	24
图表 43: 我国医药级透明质酸分布情况 (亿元, %)	25
图表 44: 我国医美玻尿酸竞争格局 (%)	25
图表 45: 我国骨科医疗器械增长较快 (亿元, %)	25
图表 46: 我国老龄化进程加剧 (万人, %)	25
图表 47: 我国骨科医疗器械细分市场规规模 (亿元, %)	26
图表 48: 我国骨科医疗器械细分领域竞争格局 (%)	26
图表 49: 我国处方药外流市场粗略测算 (亿元, %)	26
图表 50: 我国药店门店数量及连锁化情况 (万家, %)	26
图表 51: 我国四大药房收入增长情况 (亿元, %)	27
图表 52: 我国四大药房市场占有率情况 (%)	27
图表 53: 我国医药工业收入和利润增速 (%)	27
图表 54: 医药生物子行业营业收入情况 (亿元, %)	28
图表 55: 医药生物子行业归母净利润情况 (亿元, %)	28
图表 56: 美国 FDA 创新药批准情况 (个)	28
图表 57: 美国各类药品销售占比情况 (%)	28
图表 58: 2019Q3 我国研发 TOP20 上市药企 (亿元)	29
图表 59: 2019Q3 我国研发占比 TOP20 上市药企 (%)	29
图表 60: 美国 FDA 创新药批准情况 (个)	29
图表 61: 美国各类药品销售占比情况 (%)	29
图表 62: 我国国产创新药上市申报受理情况 (个)	30
图表 63: 我国国产创新药批准上市情况 (个)	30
图表 64: 近年我国审批上市的化药 1.1 类新药和 1 类治疗用生物制品	30
图表 65: 近年我国创新药 license out 合作	31
图表 66: 我国抗体市场规模不断扩大 (亿元, %)	32
图表 67: 全球与我国 PD-1/PD-L1 抑制剂增长 (亿美元/元, %)	32
图表 68: 我国已经上市 PD-1 抑制剂	32
图表 69: 我国在研 PD-1/PD-L1 进展较快管线	33
图表 70: 港交所和科创板助力创新医药企业	33
图表 71: 我国仿制药一致性评价 BE 登记数量 (个)	34
图表 72: 通过一致性评价企业数 >=5 家品种	35
图表 73: 首家通过一致性评价品种 >=6 个企业	35
图表 74: 医药细分行业毛利率情况 (%)	36
图表 75: 医药细分行业净利率情况 (%)	36
图表 76: 医药细分行业 ROE 情况 (%)	36
图表 77: 医药细分行业销售费用率情况 (%)	36
图表 78: 医药细分行业管理费用率情况 (%)	37
图表 79: 医药细分行业财务费用率情况 (%)	37

图表 80: 医药生物行业及各子行业一致性盈利预测与估值.....	37
图表 81: 药明康德盈利预测.....	38
图表 82: 通策医疗盈利预测.....	39
图表 83: 大参林盈利预测.....	39
图表 84: 贝达药业盈利预测.....	40
图表 85: 华熙生物盈利预测.....	41
图表 86: 行业重点关注公司.....	41
图表 87: 各子行业相关公司财务数据.....	42

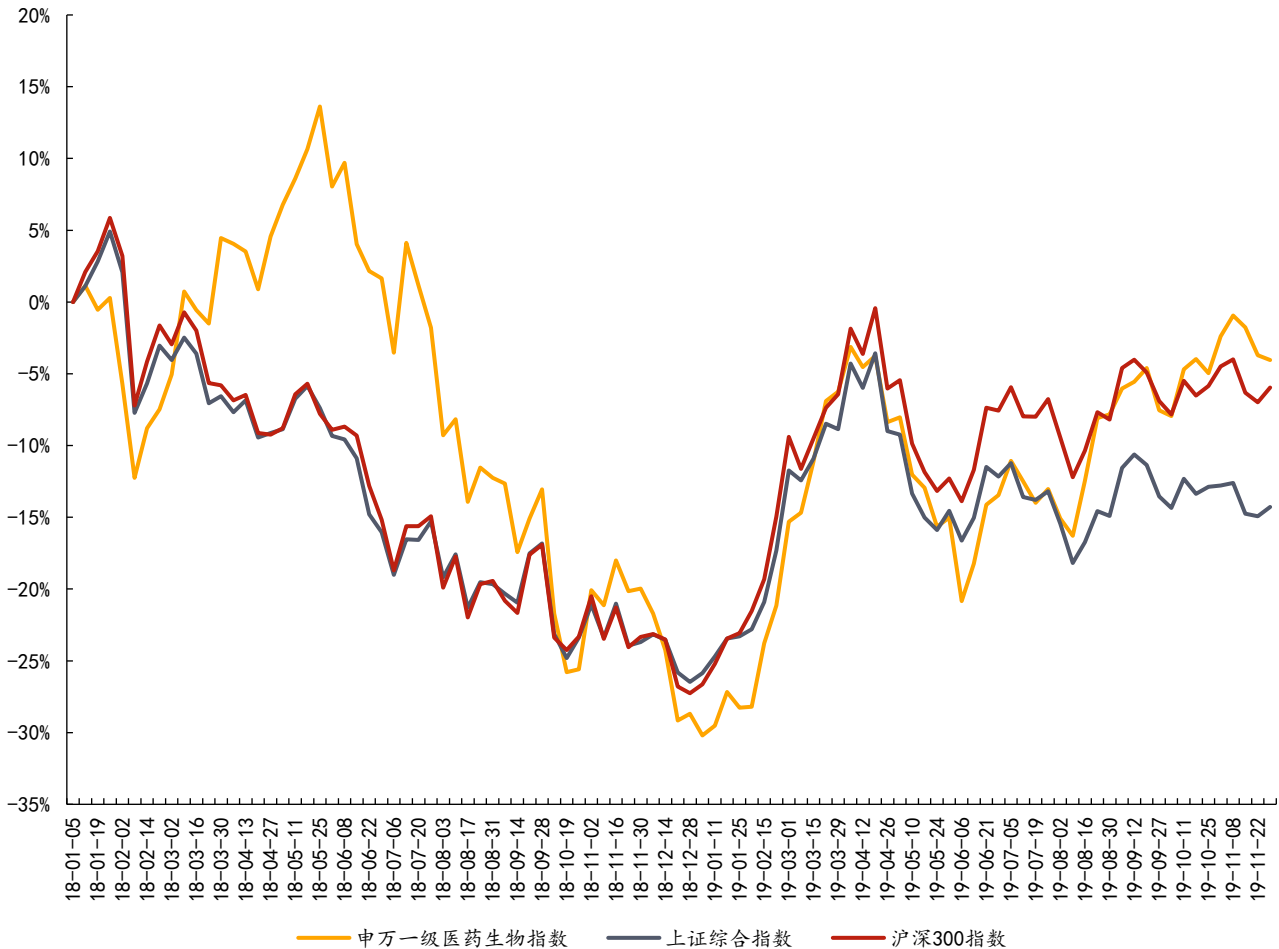
1. 医药板块表现好于大盘

1.1. 医药生物板块行情回顾

1.1.1. 医药生物 VS 大盘指数

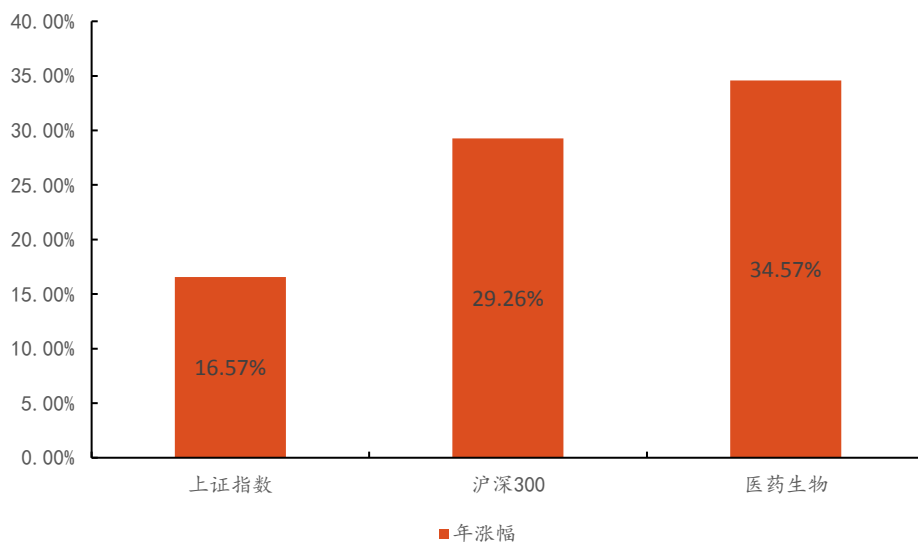
尽管药品集中采购、高值医用耗材改革等重磅政策推出，2019 年医药行业指数表现与大盘大体一致，在年度涨幅上优于大盘指数。截止 2019 年 11 月 26 日，医药生物行业指数年度上涨 34.57%，领先沪深 300 指数约 5 个百分点。我们认为，重磅政策的实质落地有利于医药行业的长期发展，落地之前不确定性的恐慌情绪已于去年下半年及今年一季度得到较好的释放。随着市场的变暖，医药大健康依旧是市场关注的重要方向。

图表 1：2019 年医药行业指数与沪深 300 指数走势大体一致 (%)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：20191126 收盘数据，下同。

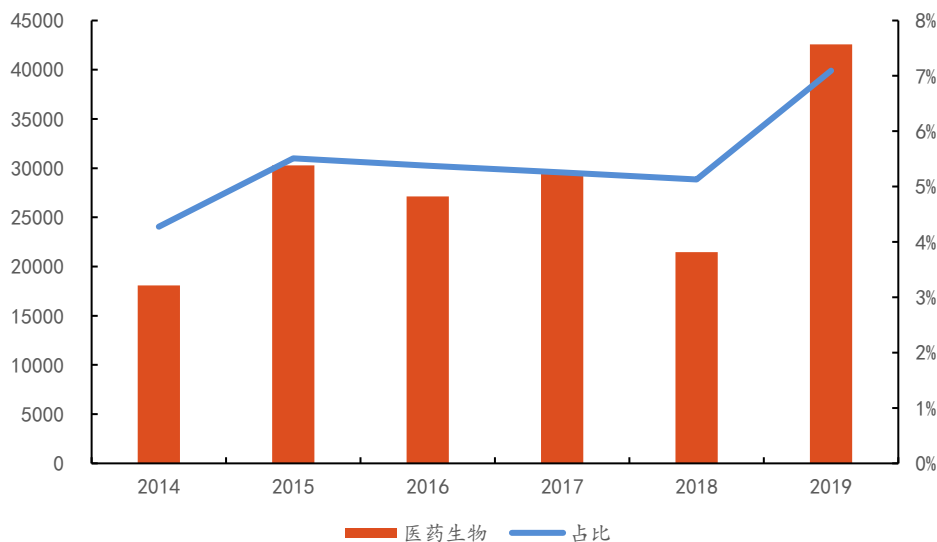
图表 2：医药行业市场表现优于大盘指数 (%)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

从市值变化来看，医药生物板块总市值及其占比均有所提升。医药生物板块总市值由 2014 年的 18065 亿元上升到目前的 42577 亿元，同期占所有板块比例也由 4.3% 提升到 7.1%

图表 3：医药生物行业市值占比在提升 (亿元, %)



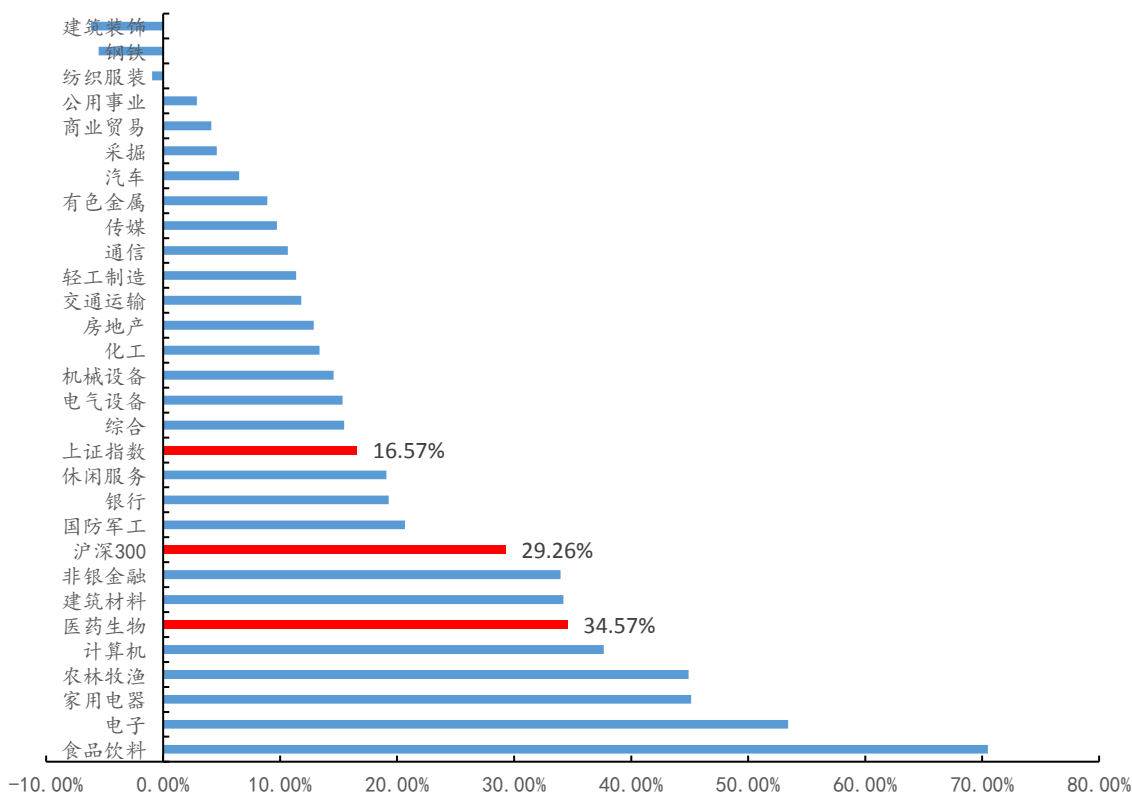
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.1.2. 医疗服务子行业年度表现最好

从申万 28 个一级行业来看，医药行业指数年度涨幅排名第六。从医药行业 6 个细分行业来看，医疗服务年度表现最好，年度涨幅为 64.5%，其次为化学制药 48.42%，医疗器械 42.95%，生物制品 39.78%，医药商业 13.62%，中药 0.48%。我们认为得益于创新药械的发展浪潮，加上政策冲击影响较小，研发服务/生产行业 (CRO/CMO/CDMO)、专科连锁医疗服务 (眼科、口腔) 等细分领

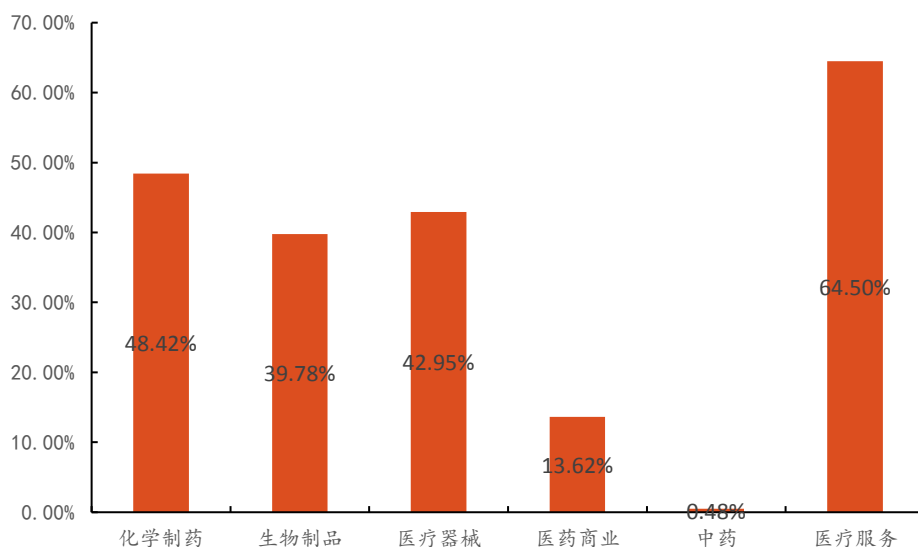
域表现良好，故而整个医疗服务子板块表现可圈可点。

图表 4：医药行业指数年度涨幅位居前列（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 5：医疗服务细分行业表现最好（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6：医药行业年度涨/跌幅 TOP20

证券代码	证券名称	年度涨幅 (%)	细分领域	证券代码	证券名称	年度跌幅 (%)	细分领域
300759.SZ	康龙化成	571.21	小分子临床前	002680.SZ	长生退	-80.46	疫苗

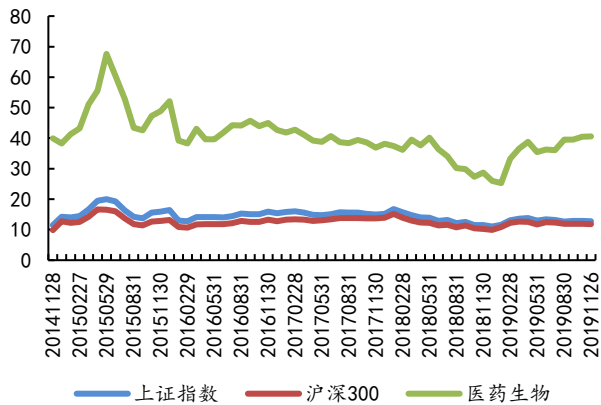
			CRO/CRMO				
300573.SZ	兴齐眼药	426.56	眼科药物	600518.SH	ST 康美	-61.79	中药
603222.SH	济民制药	255.84	医疗服务	002370.SZ	亚太药业	-61.09	化学制剂
688029.SH	南微医学	209.17	微创手术器械	600781.SH	ST 辅仁	-57.94	中成药
688016.SH	心脉医疗	187.09	介入医疗器械	000150.SZ	宜华健康	-51.71	养老医疗
688321.SH	微芯生物	181.55	创新药	002872.SZ	*ST 天圣	-44.16	医药制造 与流通
603707.SH	健友股份	171.52	化学制剂	300199.SZ	翰宇药业	-38.87	化学合成 多肽药物
000661.SZ	长春高新	165.19	生物制品	000504.SZ	*ST 生物	-33.92	大健康产业/干 细胞
300595.SZ	欧普康视	143.67	硬性角膜接触镜	600771.SH	广誉远	-31.69	传统中药
002524.SZ	光正集团	141.83	眼科医院	002219.SZ	恒康医疗	-31.40	“肿瘤治疗、高 端妇产”医院
603882.SH	金城医学	132.94	医学检验外包	000813.SZ	德展健康	-30.61	化学制剂
300357.SZ	我武生物	129.89	生物制品	600566.SH	济川药业	-30.57	中西药
002750.SZ	龙津药业	129.64	天然植物药	300049.SZ	福瑞股份	-28.30	肝病管理医疗
600763.SH	通策医疗	129.62	口腔医院	600090.SH	同济堂	-25.92	医药流通
300558.SZ	贝达药业	129.28	创新药	600671.SH	天目药业	-25.56	中药
300601.SZ	康泰生物	127.23	疫苗	002173.SZ	创新医疗	-24.93	医疗服务
688108.SH	赛诺医疗	124.46	高端介入 医疗器械	002038.SZ	双鹭药业	-23.72	生物制品
603520.SH	司太立	123.24	X 射线造影剂等 原料药及中间体	002907.SZ	华森制药	-23.71	中西药
300347.SZ	泰格医药	123.18	临床 CRO	002399.SZ	海普瑞	-23.08	肝素钠原料药
688166.SH	博瑞医药	115.58	高附加值 原料药及中间体	002349.SZ	精华制药	-22.59	中西药

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。截止日期: 20191126

1.1.3. 医药生物估值处于近年中位水平

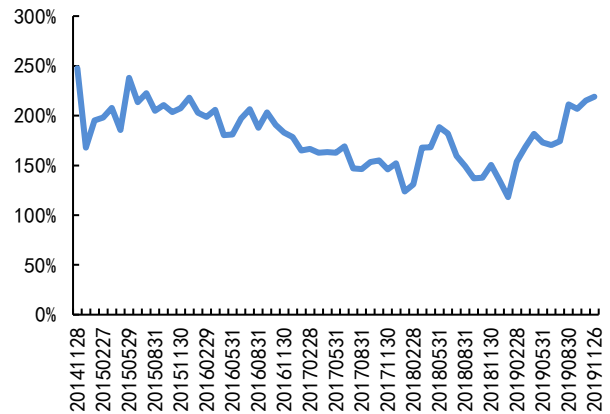
截至 11 月 26 日, 医药生物板块行业市盈率 (TTM) 为 41 倍, 仍然处于近年中位水平。医药行业指数相对于上证指数的估值溢价率为 219%, 处于近年较高位水平。

图表 7：医药行业 PE (TTM) 处于近年中位水平



资料来源：Choice，东方财富证券研究所。截止日期：20191126

图表 8：医药行业指数与上证综指估值溢价率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所。截止日期：20191126

1.1.4. 医药行业年度策略回顾

2019 年度/半年度策略中，我们“自上而下”规避政策不确定性子行业，看好增速较快的医疗器械领域（体外诊断 IVD 的化学发光和分子伴随诊断）；受益于处方外流、行业集中度提升的连锁药房；医药创新企业、仿制药一致性评价推动较好的企业，以及受益于此的 CRO 行业；快速发展的口腔医疗（专科医疗+修复材料）。“自下而上”筛选相关优势个股：医疗器械中的艾德生物；医药创新、仿制药一致性评价推动较好的恒瑞医药、安科生物、科伦药业和京新药业；精细化管理较好的连锁药房企业大参林、益丰药房；CRO 优质企业药明康德、昭衍新药；口腔相关企业：专科连锁医疗服务商通策医疗、口腔修复材料企业正海生物。

图表 9：年度策略组合表现情况

证券代码	证券名称	总市值 (亿元)	年涨跌幅 (%)	主要理由
600276.SH	恒瑞医药	3,965.05	104.56	创新药龙头企业
603259.SH	药明康德	1,479.12	69.93	CRO 龙头企业
002422.SZ	科伦药业	346.84	17.49	一致性评价推进较好
600763.SH	通策医疗	336.77	121.26	快速增长的口腔连锁医疗服务商
603939.SH	益丰药房	288.93	83.79	精细化管理较好的连锁药房
603233.SH	大参林	259.12	64.21	精细化管理较好的连锁药房
300009.SZ	安科生物	159.96	15.17	优质创新药企业
300685.SZ	艾德生物	105.03	75.03	快速发展的肿瘤伴随诊断企业
603127.SH	昭衍新药	94.86	73.30	临床前 CRO 优质企业
	平均值	781.74	69.42%	
801150.SWI	申万医药		33.74%	

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。数据截止：20191127

其中，我们年度重点推荐的个股收益情况良好：深度报告发布后，通策医疗最大涨幅 91.42%、药明康德 52.27%、科伦药业 25%、大参林 48.22%、京新药业 22.57%、正海生物 46.59%，平均最大涨幅为 47.68%；自发布深度报告开始计，截止 2019 年 11 月 27 日，个股组合涨幅平均值为 21.90%，高于同期申万医药指数涨幅平均值 12.34 个百分点。

图表 10：年度重点推荐个股表现情况

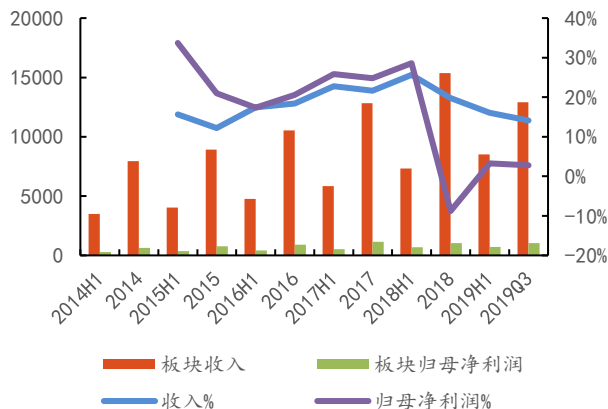
证券代码	证券名称	买入价格(元/点)	最大涨幅	最大回撤	至今涨幅
600763.SH	通策医疗	61.80	91.42%	-11%	69.95%
	申万医药指数	7330.88	13.35%	-21%	6.56%
603259.SH	药明康德	65.98	52.27%	-20%	36.84%
	申万医药指数	7883.96	5.39%	-18%	-0.91%
002422.SZ	科伦药业	26.80	25%	-18%	-10.11%
	申万医药指数	6765.82	22.81%	-9%	15.46%
603233.SH	大参林	41.83	48.22%	-20%	19.13%
	申万医药指数	6994.10	18.80%	-6%	11.7%
002020.SZ	京新药业	11.52	22.57%	-27%	-12.41%
	申万医药指数	7089.43	17.21%	-9%	10.2%
300653.SZ	正海生物	61.38	46.59%	-13%	28.02%
	申万医药指数	6831.37	21.63%	-6%	14.36%
	个股平均值		47.68%	-18%	21.90%
	申万医药指数平均值		16.53%	-12%	9.56%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。数据截止：20191127

1.2. 医药生物上市公司归母净利润增速有所修复

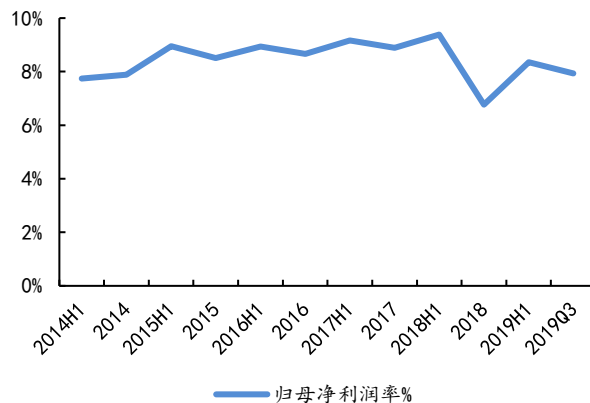
根据 2019 年三季报数据，医药生物板块上市公司营业收入为 12909 亿元，增速继续下滑，增速为 14.1%；归母净利润为 1024 亿元，增速有所回升，增速为 2.8%，医药生物行业归母净利润增速有所修复。归母净利润率也有所修复，2019Q3 值为 7.9%。

图表 11: 医药行业上市企业业绩情况 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 12: 医药行业上市公司归母净利润率变化 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

分子行业来看, 营收增速出现明显下滑, 归母净利润增速出现分化。营业收入方面: 2019 年三季度, 增速由高到低分别为医药商业 18.8%、生物制品 17.3%、医疗器械 14.4%、化学制剂 13.1%、医疗服务 12.2%、化学原料药增长 8.3%、中药 6.7%。相较于 2017-2018 年的高速增长, 除医药商业外, 子行业增速均出现较明显的下滑。

归母净利润方面: 生物制品为 40.8%、医疗器械 24.9%、化学原料药 16.8%、医药商业 5.2%、化学制剂-1.2%、中药-13.6%(康美药业影响大)、医疗服务-25.7%(国际医学影响大)。从三季报数据来看, 化学制药板块, 包括化学原料药和化学制剂, 经历了 2018 年下半年及 2019 年一季度调整, 逐渐消化了政策不确定性带来的负面影响, 有转暖回升迹象, 但仍需面对“带量采购”进一步推进的影响; 受东阿阿胶、康美药业等个股的影响, 中药板块持续走低; 在疫苗、血液制品快速增长的情况下, 生物制品行业强势回归; 医药商业保持低位数增长; 医疗器械行业保持较好增长; 尽管 CRO、专科医疗服务近年快速发展, 由于个股国际医学的影响, 医疗服务板块仍然保持负增长。

图表 13: 医药板块各子行业营收及归母净利润增长情况

	2014H1	2014	2015H1	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1	2018	2019H1	2019Q3
营业收入 (亿元, %)												
化学原料药	190.75	452.86	216.85	467.54	253.42	536.47	328.63	706.02	424.15	859.98	456.95	689.51
%			13.7%	3.2%	16.9%	14.7%	29.7%	31.6%	29.1%	21.8%	7.7%	8.3%
化学制剂	762.06	1624.46	816.88	1741.56	909.05	2054.78	1088.96	2399.23	1391.08	2940.35	1600.97	2422.48
%			7.2%	7.2%	11.3%	18.0%	19.8%	16.8%	27.7%	22.6%	15.1%	13.1%
中药	838.76	1860.47	931.28	2046.82	1094.38	2273.25	1225.30	2548.90	1437.47	2922.30	1607.15	2381.14
%			11.0%	10.0%	17.5%	11.1%	12.0%	12.1%	17.3%	14.6%	11.8%	6.7%
生物制品	187.93	426.57	202.55	462.82	232.31	524.42	290.47	670.44	422.89	909.75	498.84	769.74
%			7.8%	8.5%	14.7%	13.3%	25.0%	27.8%	45.6%	35.7%	18.0%	17.3%
医药商业	1319.06	2867.00	1610.75	3357.98	1932.60	4131.68	2388.44	5171.16	2911.33	6124.02	3488.50	5320.44
%			22.1%	17.1%	20.0%	23.0%	23.6%	25.2%	21.9%	18.4%	19.8%	18.8%
医疗器械	133.92	488.17	190.13	557.60	230.05	681.35	320.39	847.99	467.75	1030.11	551.68	850.44
%			42.0%	14.2%	21.0%	22.2%	39.3%	24.5%	46.0%	21.5%	17.9%	14.4%

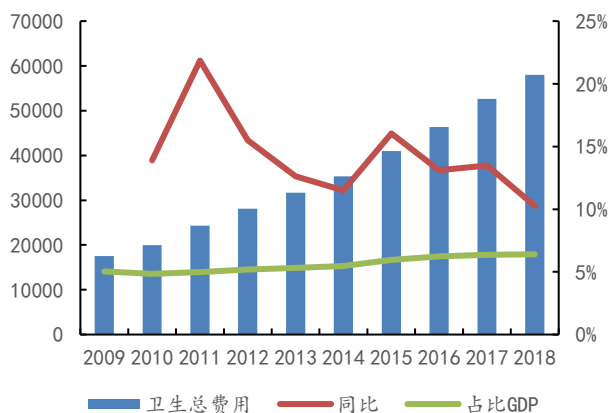
医疗服务	66.15	217.40	76.46	270.99	98.43	341.63	188.92	485.54	272.17	580.32	299.43	475.66
%			15.6%	24.7%	28.7%	26.1%	91.9%	42.1%	44.1%	19.5%	10.0%	12.2%
归母净利润 (亿元, %)												
	2014H1	2014	2015H1	2015	2016H1	2016	2017H1	2017	2018H1	2018	2019H1	2019Q3
化学原料药	18.40	37.13	21.02	47.00	33.95	66.23	34.28	77.83	64.58	66.78	60.09	102.05
%			14.3%	26.6%	61.5%	40.9%	1.0%	17.5%	88.4%	-14.2%	-7.0%	16.8%
化学制剂	62.25	133.92	89.55	181.92	100.13	213.65	124.33	309.67	153.56	225.42	167.03	222.06
%			43.9%	35.8%	11.8%	17.4%	24.2%	44.9%	23.5%	-27.2%	8.8%	-1.2%
中药	101.43	229.37	123.35	271.45	147.80	286.00	160.69	313.95	197.27	285.90	182.85	245.14
%			21.6%	18.3%	19.8%	5.4%	8.7%	9.8%	22.8%	-8.9%	-7.3%	-13.6%
生物制品	34.08	76.03	57.10	82.92	52.19	108.54	70.70	131.14	60.48	110.78	82.19	124.20
%			67.5%	9.1%	-8.6%	30.9%	35.5%	20.8%	-14.4%	-15.5%	35.9%	40.8%
医药商业	31.86	67.45	39.00	82.32	50.11	104.75	71.44	152.12	82.69	157.43	89.96	131.08
%			22.4%	22.0%	28.5%	27.3%	42.6%	45.2%	15.7%	3.5%	8.8%	5.2%
医疗器械	18.49	70.51	26.47	72.06	33.03	95.87	55.22	120.05	75.89	132.75	100.86	148.53
%			43.2%	2.2%	24.8%	33.1%	67.2%	25.2%	37.4%	10.6%	32.9%	24.9%
医疗服务	4.23	11.65	5.51	19.99	7.64	38.77	18.07	35.51	53.13	61.01	27.18	51.16
%			30.2%	71.6%	38.7%	94.0%	136.4%	-8.4%	194.0%	71.8%	-48.8%	-25.7%

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.3. 医保基金收支保持稳定增长

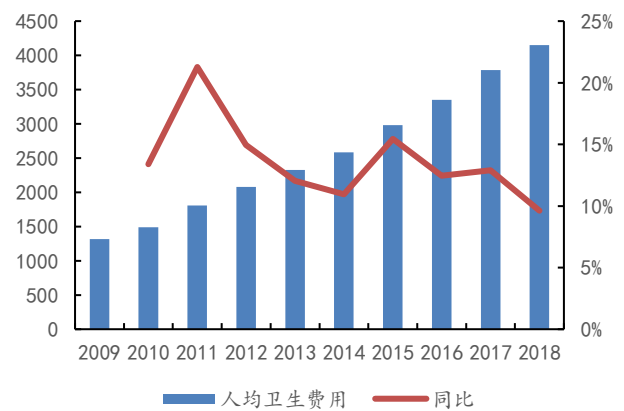
我国卫生总费用占比逐步提升。2018年,我国卫生总费用达到57998亿元,同比增长10.3%,保持稳定增长。我国卫生总费用占比GDP比例逐步提升,由2009年的5.0%增加到2018年的6.4%。2018年我国人均卫生费用为4148元,同比增长9.6%。

图表 14: 我国卫生总费用增长情况 (亿元, %)



资料来源: 人保部, 医保局, 东方财富证券研究所。

图表 15: 我国人均卫生费用增长情况 (元, %)



资料来源: 人保部, 医保局, 东方财富证券研究所

新医保局成立近两年来,协同了定价、采购和支付的职能,逐步推进支付方式改革、医保谈判、医保控费改革等,利好政策加速落地,医药行业治理进

入新的发展阶段。

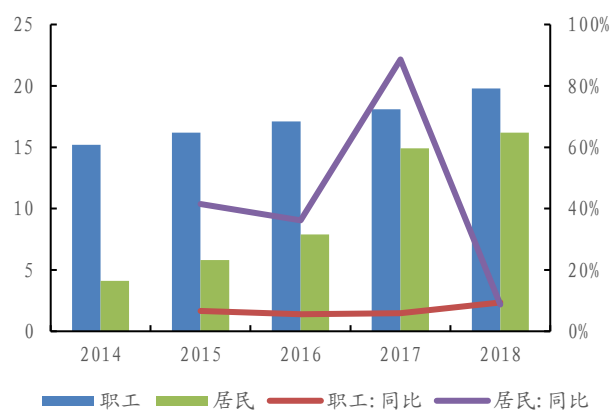
医保基金支出占卫生总费用的比例提升较快。2018 年我国医疗保险基金收入 21384 亿元,同比增长 19.25%;医保基金支出 17822 亿元,同比增长 23.58%。医保基金支出速度有大于基金收入速度的趋势。我国医保基金支出占卫生总费用比例由 2014 年的 23.03%提升到 2018 年的 30.73%,增加了 7.7 个百分点。截至 2018 年末,我国医保基金累计结存 23440 亿元,其中基本医保统筹基金累计结存 16156 亿元,职工基本医疗保险个人账户累计结存 7284 亿元,分别占比 69%和 31%。我国医保享受待遇人次保持较好增长。2018 年我国职工享受医保报销 19.8 亿人次,同比+9.4%;我国居民享受医保报销 16.2 亿人次,同比+8.7%。

图表 16: 我国医保基金收支情况 (亿元, %)



资料来源: 人社部, 医保局, 东方财富证券研究所。注: 2017年统计口径变化, 城乡居民基本医疗保险数据包括原城镇居民基本医疗保险和已整合的新型农村合作医疗数据。

图表 17: 我国职工/居民医保享受情况 (亿人次, %)



资料来源: 人社部, 医保局, 东方财富证券研究所

1.4. 医药行业年度大事记

2018 年 3 月, 十三届全国人大一次会议表决通过了关于国务院机构改革方案的决定, 与医药相关的“三医”职责权属全部进行调整。2019 年, 卫健委、医保局和药监局各司其职, 深入实施健康中国战略, 不断增强群众健康获得感。坚持以人民为中心的发展思路, 完善中国特色医疗保障制度。以强化药品生命周期管理为重点, 创新监管方式方法, 提高药品监管的科学化、法治化、国际化、现代化水平。

图表 18: 医药相关部门各司其职

	卫健委	医保局	药监局
2019 年重点工作	1) 推进健康中国建设; 2) 整合医疗卫生资源。推进医联体建设, 加强县医院建设, 发展远程医疗, 做实家庭医生签约服务; 3) “三医”联动改革。完善药品政策, 完善国	1) 把维护医保基金安全作为首要任务, 持之以恒强化医保基金监管, 巩固打击欺诈骗保的高压态势; 2) 全面建立统一的城乡居民医保制度, 健全缴费筹资政策。完善大病保险和医疗	1) 完善法规标准体系, 落实“四个最严”要求; 2) 深化审评审批制度改革, 推动医药产业高质量发展。加快新药上市审批, 全力推进仿制药质量和疗效一致性评价, 深入推

	<p>家基本药物制度，加强公立医院管理，配合开展医保支付方式改革；4) 构建更加成熟定型的分级诊疗制度。建立分级诊疗体系，从医疗服务体系、资源布局和功能调整完善入手，有效盘活存量，引导优质资源下沉，引导患者有序就医；5) 实施健康扶贫工程；6) 做好重大疾病防控和公共卫生工作；7) 促进人口均衡发展与健康老龄化；8) 推动中医药振兴发展；9) 加强卫生健康人才队伍建设；10) 推动卫生健康治理体系和治理能力现代化；</p>	<p>救助制度建立待遇清单，发挥医疗保障在精准脱贫中的托底作用；3) 建立医保目录动态调整机制，发挥医保战略购买者作用，将更多救命救急的好药纳入医保；4) 继续深化医保支付方式改革，充分借助大数据等手段，促进医疗资源合理配置；5) 推动药品招标采购制度改革，继续做好国家组织药品集中采购和使用试点。加强高值耗材流通和使用管理，推动医疗服务价格改革；6) 夯实医保基础工作，推进标准化和信息化建设，提升经办服务水平；</p>	<p>进医疗器械审评审批制度改革，完善化妆品注册备案管理；3) 推进完善疫苗监管体系，坚决守住完全底线。严格落实疫苗监管事权，加强监督检查，加大疫苗批发签发检验检查力度，实行案件挂牌督办；4) 坚持风险管理理念，严防严控风险；5) 推进监管科学研究，提升监管现代化水平；6) 大力推进智慧监管，持续创新监管方式方法；</p>
--	---	---	--

资料来源：Choice，卫健委，医保局，药监局，东方财富证券研究所

集中采购扩围。2019 年 9 月 24 日，上海阳光医药采购网发布《国家组织药品集中采购和使用试点全国扩围产生拟中选结果》：25 个“4+7”试点药品扩围采购全部成功，价格都低于“4+7”试点中选价格的水平。该次联盟采购共有 77 家企业参与，产生拟中选企业 45 家，拟中选产品 60 个。与联盟地区 2018 年最低采购价相比，拟中选价平均降幅 59%；与“4+7”试点中选价格水平相比，平均降幅 25%。

11 月 20 日召开的国务院常务会议提出，扩大集中采购和使用药品品种范围，优先将原研药与仿制药价差较大的品种，及通过仿制药质量和疗效一致性评价的基本药物等纳入集中采购，以带量采购促进药价实质性降低。

新版医保目录公布。2019 年 8 月 20 日，医保局、人社部发布《关于印发〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录〉的通知》，新版目录共涉及 2643 个药品（17 版为 2535 个），其中西药 1322 个、中成药 1321 个（含民族药 93 个）。新版目录收录甲类药品 640 个，其中西药 398 个，中成药 242 个，甲类药品数量适当增加，保障水平进一步提升。绝大部分国家基本药物通过了常规准入或者被纳入拟谈判药品的名单，并将 74 个基本药物由乙类调整为甲类，特别是癌症、罕见病用药列入了拟谈判的名单。

新版《药品管理法》出台。新修订的《中华人民共和国药品管理法》经十三届全国人大常委会第十二次会议表决通过，于 2019 年 12 月 1 日起施行。涉及从研制到使用全产业链的医药环节，对整个行业的发展影响深远。新版《药品管理法》的出台，在研发、生产、经营、销售等多方面进行了调整，从法制层面支持创新，严格监管研发、生产、经营等多环节，加大对假劣药的处罚力度，对网络售药增加了规定。

图表 19：医药行业年度大事件

时间	部门/机构	主要事件	主要内容/影响
20191129	国务院深化医药卫生体制改革领导小组	发布《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革的若干政策措施》	提出 6 点举措：1) 全面深化药品集中采购和使用改革，优化集中采购模式，有序扩大药品品种范围；2) 构建全国药品公共采购市场和多方联动的采购格局，对未纳入国家采

			<p>购范围的药品,各地依托省级采购平台开展集中采购 3) 提升药品质量水平,积极推进仿制药质量和疗效一致性评价,加快建设药品信息化追溯系统; 4) 确保药品稳定供应,从国家集中采购药品做起,逐步建立中标生产企业应急储备、库存和产能报告制度; 5) 提升药品货款支付效率,鼓励医保经办机构直接与生产或流通企业结算货款; 6) 推动构建全国统一开放的药品生产流通市场格局,促进市场有序竞争。</p>
20191128	医保局、人保部	<p>印发《关于将 2019 年谈判药品纳入<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>乙类范围的通知》</p>	<p>正式公布了谈判药品准入结果。本次谈判共涉及 150 个药品,包括 119 个新增谈判药品和 31 个续约谈判药品。1) 新增谈判药品中谈成 70 个,价格平均下降 61%。三种丙肝治疗用药降幅平均在 85%以上,肿瘤、糖尿病等治疗用药的降幅平均在 65%左右; 2) 续约药品中谈成 27 个,价格平均下降 26%。据医保局估计,通过谈判降价和医保报销,总体上患者个人负担将降至原来的 20%以下,个别药品可降至 5%以下。</p>
20190924	上海阳光医药采购网	<p>发布《国家组织药品集中采购和使用试点全国扩围产生拟中选结果》</p>	<p>25 个“4+7”试点药品扩围采购全部成功,价格都低于“4+7”试点中选价格的水平。本次联盟采购共有 77 家企业。产生拟中选企业 45 家,拟中选产品 60 个。与联盟地区 2018 年最低采购价相比,拟中选价平均降幅 59%; 与“4+7”试点中选价格水平相比,平均降幅 25%。</p>
20190826	十三届全国人大常委会	<p>新修订的《中华人民共和国药品管理法》获得通过</p>	<p>多项制度鼓励研究和创制新药: 1) 明确鼓励: 以临床价值为导向,鼓励具有新治疗机理,治疗严重危及生命的疾病、罕见病新药和儿童用药研制; 2) 创新审评机制,优化审评流程,提高审评效率; 3) 优化临床试验管理: 临床试验审批改批准制为默示许可制,临床试验机构的认证管理调整为备案管理; 4) 建立关联审评审批; 5) 实行优先审评审批: 对临床急需短缺药、防治重大传染病和罕见病等疾病新药、儿童用药开设审批绿色通道; 6) 建立附条件审批制度。</p>
20190820	医保局、人社部	<p>发布《关于印发<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录>的通知》</p>	<p>新版目录共涉及 2643 个药品(17 版为 2535 个),其中西药 1322 个、中成药 1321 个(含民族药 93 个),其中中药饮片 892 个(准入管理)。</p>
201905	深化改革委员会	<p>审议通过《治理高值医用耗材改革方案》</p>	<p>要求理顺高值医用耗材价格体系,完善全流程监督管理,推动形成高值医用耗材质量可靠、流通便捷、价格合理的治理格局,促进行业健康有序发展。</p>
20181207	上海阳光采购网	<p>发布《4+7 城市药品集中采购拟中选公示》</p>	<p>共有 25 个品种中标,整体降价幅度达到 52%,其中富马酸替诺福韦二吡啶酯片、恩替卡韦分散片价格降幅超过 90%,阿托伐他汀钙片、赖诺普利片降价幅度超过 80%。</p>

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 联盟地区指的是除了去年 11 个试点城市之外的全国其他省市, 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)。

2. 医药行业治理进入新阶段

国务院机构改革方案确定，“三医”职责权属全部调整，标志着医药行业统筹治理翻开了新的一页。从近年的医药政策制订与实施来看，无论是药品集中采购/扩围采购、医保目录调整，还是新版《药品管理法》的出台，都体现出以人民为中心的发展思路，用“实质低价”让大众患者获得实实在在的医药实惠。这个“实质低价”是支付方即医保局给出的能承受的“基准价”，也是医药企业除去成本获得一般利润的“限价”。医保基金将优化支出，引导医疗资源合理分配，提高使用效益。

药品需满足人民群众的迫切需求。从新版医保目录的动态调整结果看，剔除了重点监控的辅助类用药（疗效不佳、滥用明显），为临床价值显著的肿瘤药、慢性病和儿童用药腾出更多空间，其中新增数量最多的治疗领域为糖尿病和心血管领域。从近年谈判目录来看，品种从 2017 年 17 个、2018 年 36 个，到 2019 年的 97 个，这些药品境外属于对临床价值高但价格昂贵或对基金影响较大的专利药品，主要涉及癌症、罕见病等重大疾病，和肝病、高血压、糖尿病等慢性病等。

让老百姓用上更多质高价廉的药品。不断推进药品集中采购和使用，发挥“团购”效应，同时压缩流通环节的不合理费用，从而实现降低“虚高”药价。将“一致性评价”作为仿制药参加集中带量采购的入围标准，医保局将对医保目录中已通过“一致性评价”的仿制药及其原研药试行统一支付标准，进而提升群众用药水平。

鼓励创新，实现医药全周期监管。新修订的《中华人民共和国药品管理法》鼓励创新的方向，主要集中在儿童药、短缺药品、重大传染病和罕见病新药等，特别强调有临床价值、有明确疗效药品的创新。实施原辅包的关联审评制度。网络售药获得认可，但对网络售药的主体做出了规定，基本意味着必须有实体企业才能网上经营药品。对于药品价格，新法明确国家将进行实时监测，并开展成本调查。另外全面加大了对违法行为的处罚力度。

新的年度以及未来我们该选择什么样的细分领域，什么样的医药企业未来将走得更远、走得更稳？从政策监管的思路来看，我们认为可以从以下几个方面进行考量：1) 细分行业空间较大、增长较快的治疗领域有良好布局；2) 加大投入注重创新、提质增效，在未满足需求领域有所进展；3) 全过程管控能力强，成本控制得当，规模效应显现。

2.1. 赛道选择优于盲目努力

2.1.1. 医院市场：抗肿瘤药持续增长 生物技术药增长最快

根据 IQVIA 公开中国医院医药市场数据，2019 年第三季度中成药季度销售额居首位，达到 326 亿人民币，同比增长 1.7%；MAT（滚动年销售额）近 1284 亿人民币，在所有治疗领域中排名第一，同比增长 2.2%，有所回暖；全身性抗感染药、消化道和新陈代谢药的季度销售额和 MAT 均位列二、三位。

2019 年第三季度，中国医院抗肿瘤药和免疫调节剂的 MAT 同比增长 22.2%，

增速位列所有治疗领域第一，且有继续提升之势。此外，呼吸系统、血液和造血器官、骨骼肌肉系统用药均呈现两位数增长。

图表 20：我国医院用药十大治疗领域情况（按销售额）

排名	2018		2019Q1		2019Q2		2019Q3	
	治疗领域	MAT 同比%	治疗领域	MAT 同比%	治疗领域	MAT 同比%	治疗领域	MAT 同比%
1	其他(主要为中成药)	-4.9%	全身性抗感染药	0.8%	其他(主要为中成药)	-0.1%	其他(主要为中成药)	2.2%
2	全身性抗感染药	3.1%	其他(主要为中成药)	-3.7%	全身性抗感染药	4.1%	全身性抗感染药	6.8%
3	消化道和新陈代谢	1.7%	消化道和新陈代谢	3.4%	消化道和新陈代谢	7.1%	消化道和新陈代谢	9.7%
4	心血管系统	3.7%	抗肿瘤药及免疫调节剂	15.3%	抗肿瘤药及免疫调节剂	19.7%	抗肿瘤药及免疫调节剂	22.2%
5	抗肿瘤药及免疫调节剂	12.0%	心血管系统	4.5%	心血管系统	7.0%	心血管系统	7.2%
6	神经系统	4.4%	神经系统	6.4%	神经系统	8.6%	神经系统	9.2%
7	医用溶液	-1.5%	医用溶液	0.6%	医用溶液	4.3%	医用溶液	7.6%
8	血液和造血器官	13.1%	血液和造血器官	13.3%	血液和造血器官	14.5%	血液和造血器官	14.5%
9	呼吸系统	8.3%	呼吸系统	7.0%	呼吸系统	11.2%	呼吸系统	14.5%
10	骨骼肌肉系统	1.3%	骨骼肌肉系统	3.9%	骨骼肌肉系统	7.1%	骨骼肌肉系统	10.9%

资料来源：Choice, IQVIA 公开数据 (>=100 张床位)，东方财富证券研究所整理。注：MAT（滚动全年数据）：指定时间节点往前追溯 12 个月的数据总和。

从我国十大医院药品供应商来看，一半被外资巨头企业垄断，辉瑞、阿斯利康、扬子江和恒瑞医药稳居前四位。国内企业正大天晴、石药集团提速明显。

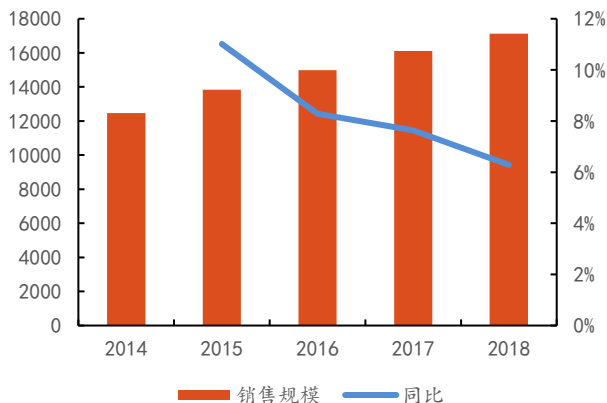
图表 21：我国十大医院药品供应商（按销售额）

排名	2018		2019Q1		2019Q2		2019Q3	
	公司	MAT 同比%	公司	MAT 同比%	公司	MAT 同比%	公司	MAT 同比%
1	辉瑞	14.7%	辉瑞	12.8%	辉瑞	13.6%	辉瑞	14.9%
2	阿斯利康	19.0%	阿斯利康	19.5%	阿斯利康	20.5%	阿斯利康	23.4%
3	扬子江	14.1%	扬子江	14.1%	扬子江	17.2%	扬子江	16.7%
4	恒瑞医药	23.0%	恒瑞医药	22.3%	恒瑞医药	20.4%	恒瑞医药	19.6%
5	赛诺菲	13.9%	赛诺菲	13.5%	赛诺菲	12.7%	罗氏	39.8%
6	拜耳	15.5%	拜耳	17.6%	罗氏	41.1%	赛诺菲	10.7%
7	齐鲁	-7.4%	罗氏	31.5%	拜耳	20.6%	拜耳	23.6%
8	正大天晴	6.3%	正大天晴	8.5%	正大天晴	13.3%	正大天晴	18.2%
9	罗氏	24.8%	复星医药	0.0%	复星医药	4.1%	石药集团	31.2%
10	复星医药	-1.1%	石药集团	18.6%	齐鲁	-6.2%	复星医药	4.7%

资料来源: Choice, IQVIA 公开数据 (>=100 张床位), 东方财富证券研究所整理。注: MAT (滚动全年数据): 指定时间节点往前追溯 12 个月的数据总和。

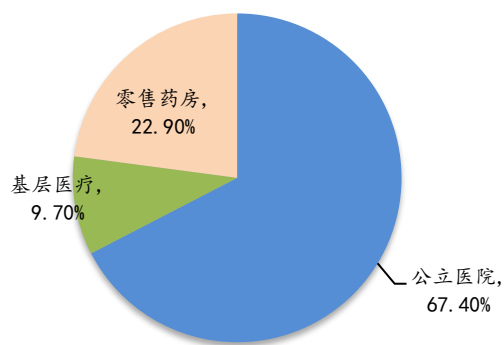
2018 年,我国药品销售三大终端合计 1.7 万亿元,同比增长 6.3%。其中公立医院终端为最大销售终端,占比为 67.4%,相较 2014 年下降 1.6 个百分点。目前我国药品销售规模仅将及于美国。

图表 22: 我国药品三大终端市场销售情况 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

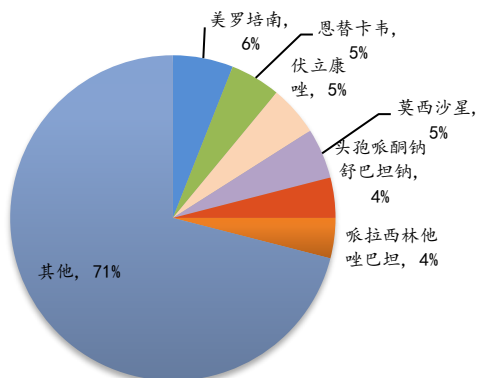
图表 23: 我国药品销售三大终端竞争格局 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

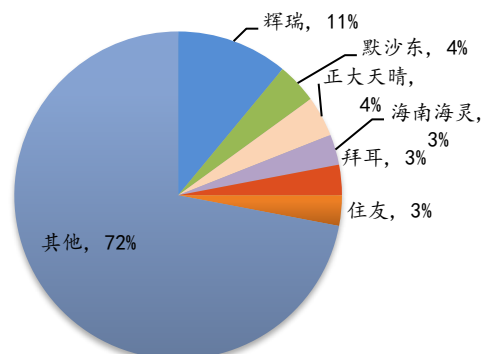
抗感染类药为我国第一大用药类别。2018 年,我国样本医院抗感染药销售规模为 346 亿元 (+2.6%), 占比为 15.1%, 连续多年为我国第一大用药类别。根据病原体类型不同,抗感染药可分为抗细菌药(抗生素)、抗真菌药、抗病毒药等不同类型。而抗生素为最主要的类别,其中β-内酰胺类抗生素(青霉素类、头孢菌素类、碳青霉烯类等)最为常用(2018 年在抗感染类药物中占比达到 56%)。辉瑞、正大天晴、住友等凭借复方抗生素、美罗培南、恩替卡韦等新型抗感染药物占据较高市场比例。

图表 24: 2018 年我国样本医院抗感染药情况 (%)



资料来源: Choice, PDB, 东方财富证券研究所整理

图表 25: 2018 年我国样本医院抗感染药企业格局 (%)

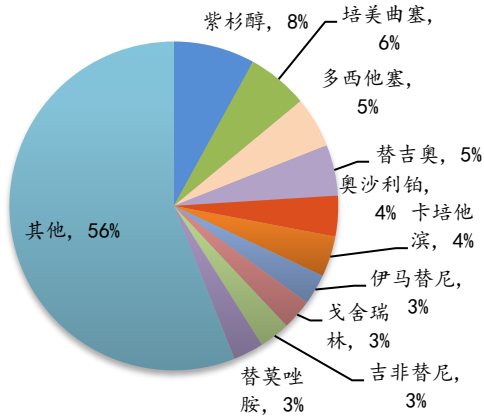


资料来源: Choice, PDB, 东方财富证券研究所整理

抗肿瘤用药持续增长。2018 年,我国样本医院抗肿瘤药销售额为 265 亿元 (+8.9%), 占比 11.6%。抗肿瘤药主要包括化学药、中成药(中药注射剂)和

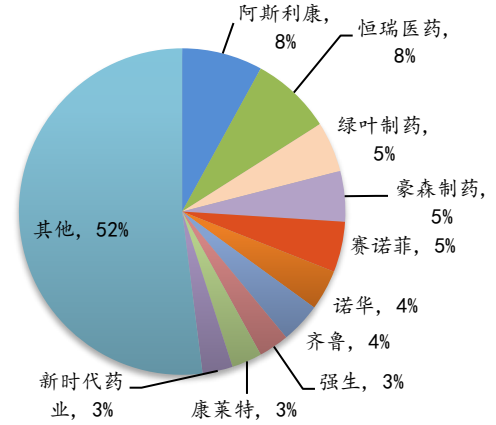
生物药（生物技术用药类）。由于国家辅助用药政策影响，2018 年中药注射剂等辅助用药销售额为 33 亿元，同比下滑 21.3%；化学药和生物药 2018 年同比增长 15.4%。样本医院抗肿瘤药企 TOP10 销售额占比为 48%，抗肿瘤药品品种 TOP10 销售额占比为 44%，其中伊马替尼、吉非替尼、戈舍瑞林等新型药物增长较快。

图表 26：2018 年我国样本医院抗肿瘤药情况（%）



资料来源：Choice, PDB, 东方财富证券研究所整理

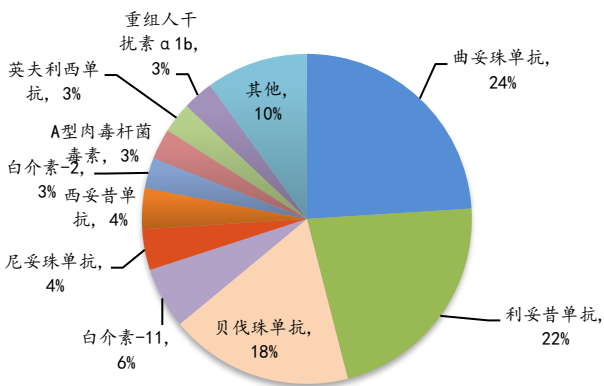
图表 27：2018 年我国样本医院抗肿瘤药企格局（%）



资料来源：Choice, PDB, 东方财富证券研究所整理

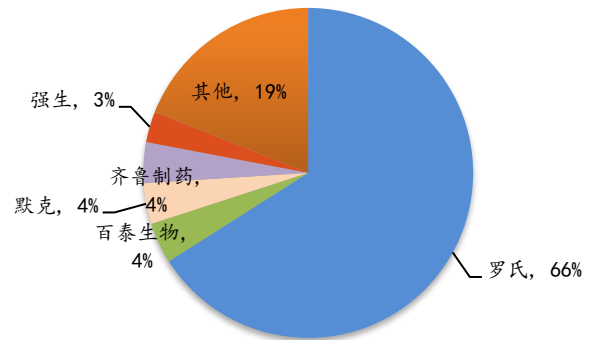
生物技术用药增长最快。2018 年，我国样本医院生物技术用药销售额为 67 亿元 (+26.7%)，占比 3%，是增速最快的大类。生物技术用药主要指大分子蛋白类药物，主要用于肿瘤、自身免疫等疾病的治疗。与普通化学药和中成药相比，生物技术用药靶向性强、临床效果好。从样本医院生物药品种来看，罗氏曲妥珠单抗、利妥昔单抗和贝伐珠单抗分别位列前三位，合计占比达 64%，主要受益于医保放量影响。从样本医院生物技术用药企业来看，罗氏公司占比高达 66%。目前，国内企业复宏汉霖、信达生物、齐鲁制药、百奥泰、海正药业、三生国健等在多个热门单抗药物纷纷布局，生物技术药 PD-1 等为潜力重磅品种。

图表 28：2018 年我国样本医院生物技术药情况（%）



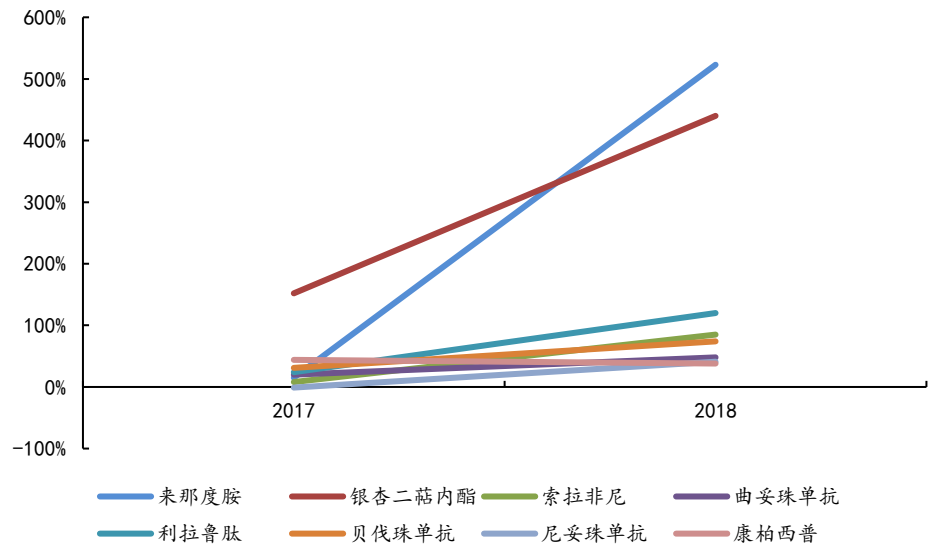
资料来源：Choice, PDB, 东方财富证券研究所整理

图表 29：2018 年我国样本医院生物技术药企格局（%）



资料来源：Choice, PDB, 东方财富证券研究所整理

图表 30：2017 年部分医保谈判品种的样本医院销售额增速 (%)



资料来源：Choice, PDB, 东方财富证券研究所整理

产品为王，业绩为纲。我们从主要上市公司重点品种样本医院销售情况来看，销售规模 1 亿元及以上，增长较好的治疗领域与品种如下：抗肿瘤药多西他赛、伊立替康、阿帕替尼、埃克替尼、替莫唑胺；神经系统用药布托啡诺、喷他佐辛、瑞芬太尼、舒芬太尼、复方脑肽节苷脂、复方曲可芦丁；骨髓与肌肉用药艾瑞昔布；免疫抑制剂他克莫司、吗替麦考酚酯；血液各造血系统用药那曲肝素；麻醉药依托咪酯、右美托咪定；内分泌及代谢系统用药艾普拉唑、复方聚乙二醇电解质；感觉器官用药康柏西普；抗感染药替加环素。

图表 31：我国主要上市公司重点品种样本医院销售情况

上市公司	重点品种	药物类别	2018 年		2017 年	
			销售额 (亿元)	同比	销售额 (亿元)	同比
恒瑞医药	多西他赛	抗肿瘤药	6.7	18%	5.6	6%
	右美托咪定	麻醉药	7.0	10%	6.4	15%
	碘克沙醇	碘造影剂	6.2	50%	4.2	37%
	伊立替康	抗肿瘤药	3.9	24%	3.1	18%
	布托啡诺	神经系统用药	2.7	241%	0.8	39%
	阿帕替尼	抗肿瘤药	2.7	68%	1.6	103%
	艾瑞昔布	骨骼与肌肉用药	1.0	111%	0.5	52%
华东医药	阿卡波糖	降糖药	3.5	9%	3.2	14%
	环孢素	免疫抑制剂	2.4	8%	2.2	15%
	他克莫司	免疫抑制剂	3.2	28%	2.5	21%
	吗替麦考酚酯	免疫抑制剂	3.1	17%	2.7	22%
	泮托拉唑	消化系统用药	4.1	9%	3.8	3%
海辰药业	托拉塞米	心血管系统用药	1.0	37%	0.76	-2%
东诚药业	那曲肝素	血液各造血系统用药	1.1	195%	0.4	533%
贝达药业	埃克替尼	抗肿瘤药	4.3	45%	3.0	23%

华润双鹤	喷他佐辛	神经系统用药	2.1	45%	1.5	25%
丽珠集团	尿促卵泡素	生殖系统用药及性激素	2.6	11%	2.4	-2%
	艾普拉唑	消化系统用药	2.8	26%	2.3	48%
恩华药业	咪达唑仑	精神障碍用药	1.5	12%	1.3	5%
	依托咪酯	麻醉药	1.4	23%	1.1	25%
	右美托咪定	麻醉药	1.0	107%	0.5	79%
长春高新	重组人生长激素	内分泌及代谢系统用药	3.5	21%	2.9	40%
翰宇药业	特利加压素	内分泌及代谢系统用药	1.2	31%	1.0	8%
科伦药业	氯化钠	血液和造血系统用药	6.4	11%	5.8	1%
	葡萄糖	血液和造血系统用药	1.8	44%	1.3	-11%
康弘药业	康柏西普	感觉器官用药	3.0	38%	2.2	44%
	文拉法辛	精神障碍用药	1.0	7%	0.95	2%
昆药集团	天麻素	神经系统用药	1.24	6%	1.17	5%
人福医药	瑞芬太尼	神经系统用药	5.0	17%	4.3	12%
	舒芬太尼	神经系统用药	4.2	15%	3.7	14%
海正药业	替加环素	抗感染药	1.1	39%	0.8	24%
	腺苷蛋氨酸	消化系统用药	2.8	6%	2.6	21%
华海药业	帕罗西汀	精神障碍用药	1.0	17%	0.9	-5%
天士力	替莫唑胺	抗肿瘤药	3.6	14%	3.2	18%
上海医药	丹参酮 IIA 磺酸钠	心血管系统用药	2.4	14%	2.1	-1%
	羟氯喹	抗感染药	2.1	4%	2.0	5%
	苯磺顺阿曲库铵	麻醉药	1.3	0%	1.3	-10%
步长制药	复方脑肽节苷脂	神经系统用药	1.8	440%	0.3	152%
	复方曲可芦丁	神经系统用药	1.7	23%	1.3	63%
舒泰神	复方聚乙二醇电解质	消化系统用药	1.1	14%	0.9	21%

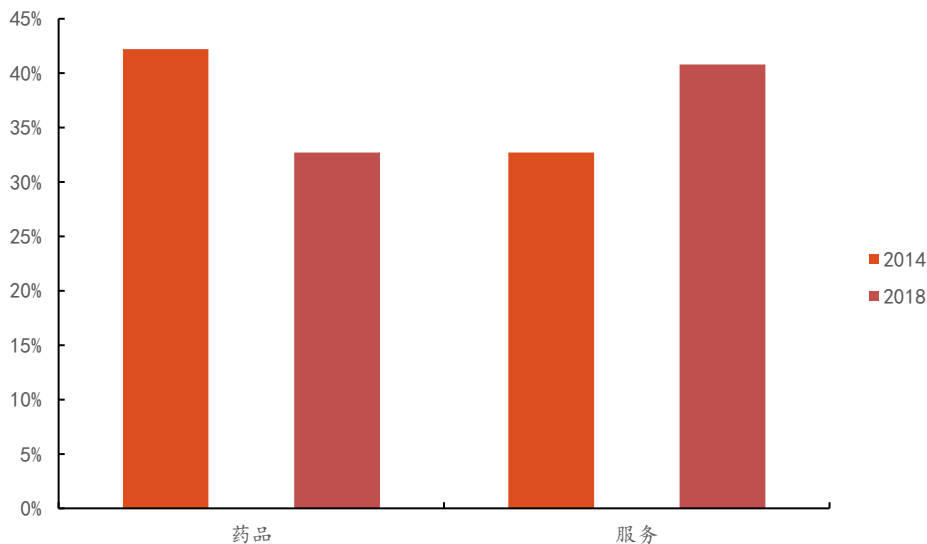
资料来源: Choice, PDB, 东方财富证券研究所整理。注: 品种为 1 亿元及以上, 且增速较好/向好品种

2.1.2. 非药市场: 百花齐放 多点开花

我国将进一步优化医院收入结构, 提高体现医务人员劳务价值的医疗服务项目收入的占比, 降低药品、医用耗材、检查、检验收入的占比。2019 年, 国务院《深化医药卫生体制改革 2019 年重点工作任务》提出: 督促指导各地建立有利于理顺比价关系、优化收入结构的公立医院医疗服务价格动态调整机制, 动态调整医疗服务价格; 2019 年, 浙江省医保局、卫健委《浙江省省级公立医院医疗服务价格改革方案》: 提高价格偏低的技术劳务型医疗服务项目价格, 降低价格偏高的大型医用设备检查治疗和检验等价格; 2018 年, 卫健委等发布《关于开展建立健全现代医院管理制度试点的通知》, 明确指出: 逐步提高诊疗费、护理费、手术费等医疗服务收入在医院总收入中的比例; 提高医院人员支出占业务支出的比重, 提高职工人均工资性收入。

我国医院服务性收入在提升、药品收入在下降。我国公立医院服务收入占比由 2014 年的 32.7% 提升至 2018 年的 40.8%，药品收入占比由 2014 年的 42.2% 下降至 2018 年的 32.7%。

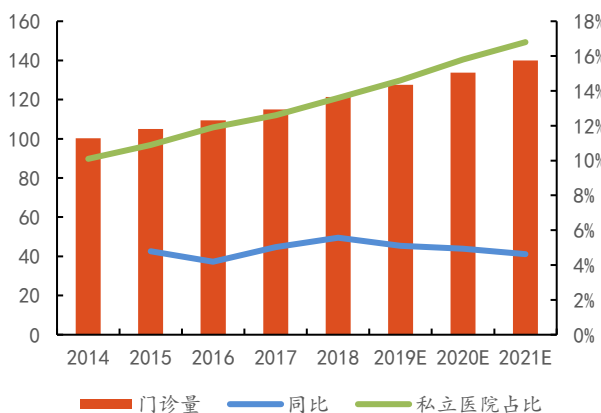
图表 32：2014 年与 2018 年公立医院收入构成变化 (%)



资料来源：Choice，动脉网，东方财富证券研究所整理。注：服务收入剔除药品、耗材、检查检验后的医疗收入部分，主要包括治疗、手术、护理收入等。

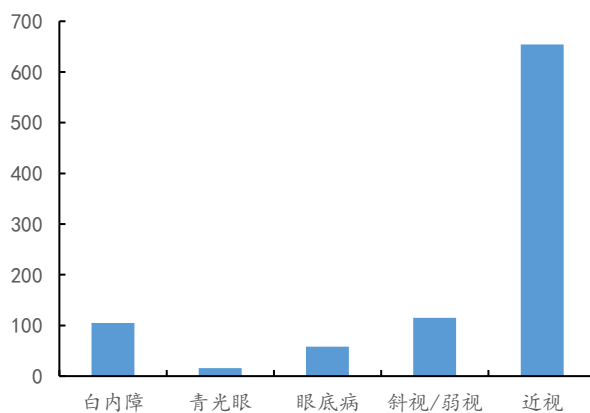
我国眼科诊疗稳定增长，市场空间仍然很大。眼科疾病主要包括白内障、青光眼、眼底病、斜视及弱视、近视等。从门诊患者来看，我国眼科门诊量由 2014 年的 1 亿人提升至 2018 年的 1.21 亿人，且私立医院占比呈提升趋势。2018 年，我国白内障患者 1.01 亿，近视患者 6.55 亿。根据第 24 次全国眼科大会统计，2018 年我国 CSR（每百万人白内障治疗）为 2600 例，相比于 1988 年的 83 例提升了 30 倍，但对比于同期美国 CSR 的 12000 例，仍然有较大空间。

图表 33：我国眼科门诊患者增长情况（百万人，%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 34：2018 年我国部分眼科患病情况（百万人）

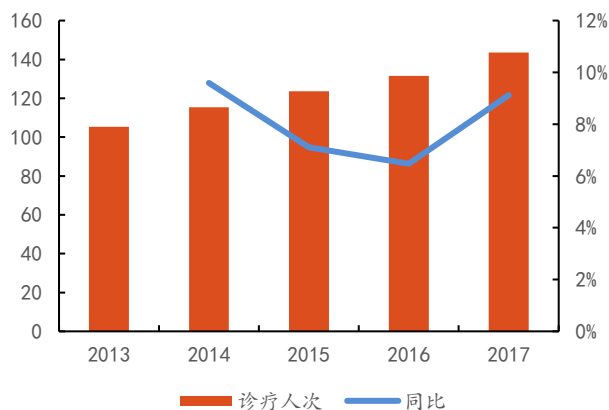


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

口腔行业稳定增长，种植牙项目依然强劲。2017 年，我国口腔科诊疗人次达到 1.44 亿人次，同比增长 9.1%，2013-2017 年 CAGR 达到 8.0%。具有较高附

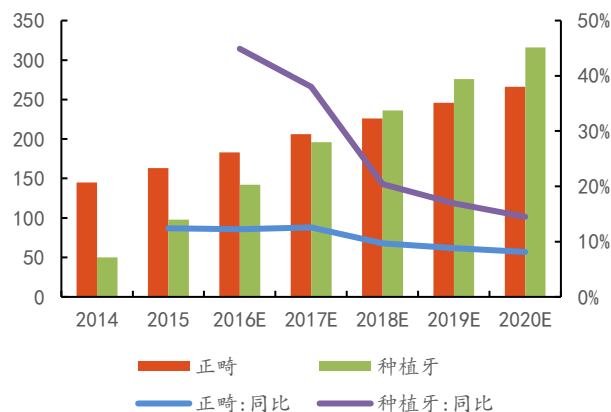
加值的正畸、种植牙预计将保持稳定较好增长。正畸项目 2016-2020 年 CAGR 约为 9.7%，种植牙项目 2016-2020 年 CAGR 约为 22.2%。

图表 35: 我国口腔科诊疗人次 (百万人次, %)



资料来源: Choice, 卫健委, 东方财富证券研究所

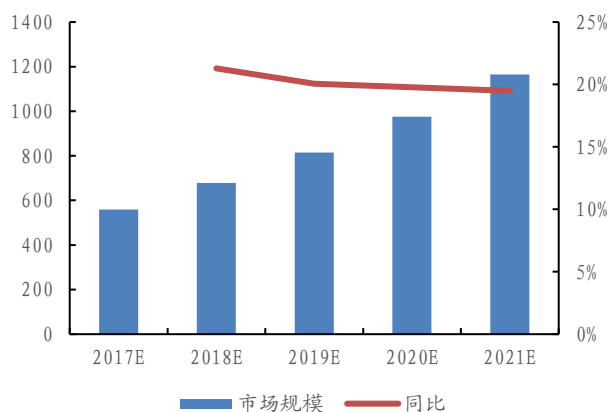
图表 36: 我国正畸与种植牙情况 (万例/颗, %)



资料来源: Choice, 《2018年中国正畸消费蓝皮书》, 东方财富证券研究所

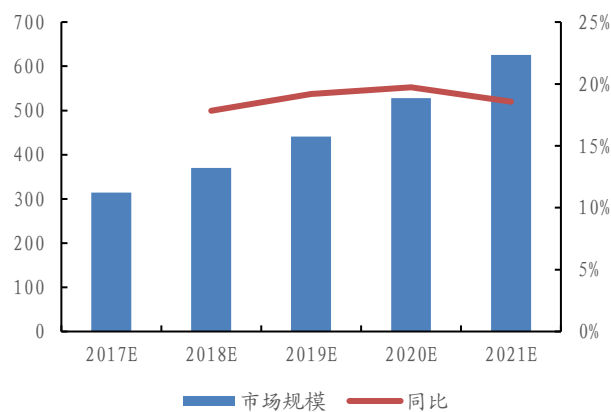
创新带动研发外包/生产行业长期发展。在创新发展的大浪潮下，制药企业研发预算逐渐增加（创新+仿制药 BE），有助于拉动整个 CRO/CMO 行业的快速发展。2017 年中国 CRO 市场销售额预计达 559 亿元，2017-2021 年 CAGR 预计为 20.09%，我国 CRO 产业实现跨越式发展。根据南方所统计及预测，2017 年我国 CMO/CDMO 的市场规模将从 314 亿元增加至 2021 年的 626 亿元左右，2017-2021 年 CAGR 将达到约 18.3%。

图表 37: 我国 CRO 增长情况预测 (亿元, %)



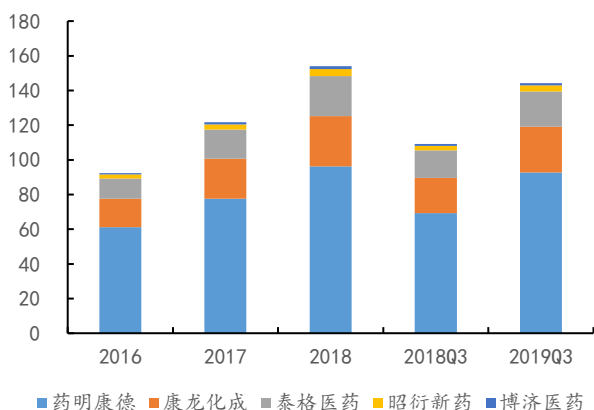
资料来源: Choice, 药明康德, 东方财富证券研究所

图表 38: 我国 CMO/CDMO 增长情况预测 (亿元, %)



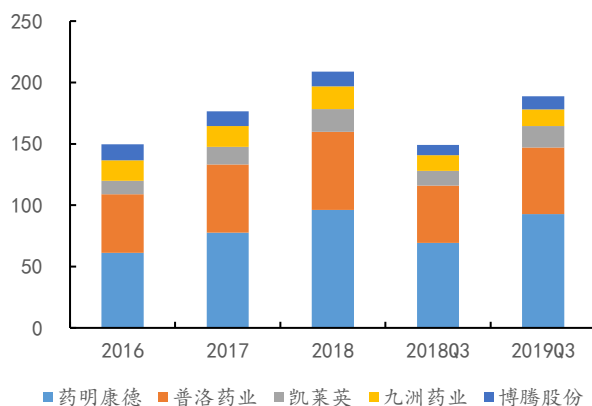
资料来源: Choice, 药明康德, 东方财富证券研究所

图表 39: 我国主要 CRO 企业增长情况 (亿元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

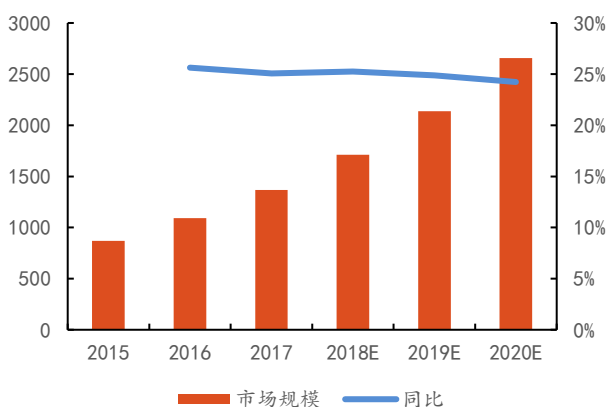
图表 40: 我国主要 CMO/CDMO 企业增长情况 (亿元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

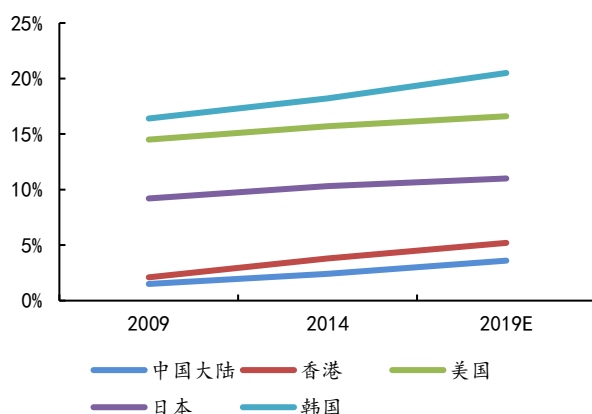
医美产业将保持高速增长, HA 注射剂成为主要驱动力。2017 年, 我国医疗美容市场规为 1367 亿元, 2015-2017 年 CAGR 为 23.35%。我国医疗美容的渗透率远低于其他国家, 成长空间巨大。中国内地医美市场渗透率有望从 2009 年的 1.5% 提升到 2020 年的 3.6%。根据中商产业研究院预测, 2020 年我国医疗美容市场规模将达到 2656 亿元, 2017-2022 年 CAGR 将达到 39.39%。

图表 41: 我国医美产业增长情况 (亿元, %)



资料来源: 中商产业研究院, 东方财富证券研究所

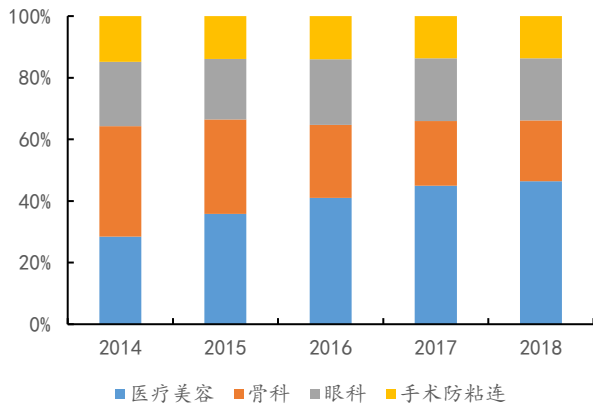
图表 42: 我国医美市场渗透率有望提升 (%)



资料来源: 香港医思医疗, 东方财富证券研究所

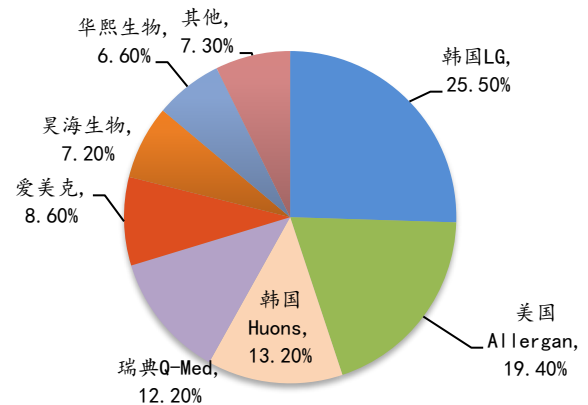
我国透明质酸的发酵技术、产量和质量都已经达到国际先进水平, 2018 年我国透明质酸原料市场规模达到 30.7 亿, 2014-2018 年 CAGR 达到 15.3%。我国医药级透明质酸市场规模从 2014 年的 42.6 亿增长到 2018 年的 79.7 亿, 2014-2018 年 CAGR 达 17.0%, 其中医疗美容玻尿酸市场占比从 2014 年的 28.4% 上升到 2018 年的 46.4%, 市场规模已经达到 37 亿元, 2014-2018 年 CAGR 约 32.2%, 其速度大大超过整体医用级玻尿酸的增长速度, 成为拉动医药级透明质酸市场的主要驱动力。目前, 我国医美玻尿酸市场主要被外资占据, 其中韩国 LG、美国 Allergan、韩国 Huouns 和瑞典 Q-Med 合计占比约 70%, 而国内企业爱美克、昊海生物、华熙生物逐渐抢占市场份额, 合计约 22%。

图表 43: 我国医药级透明质酸分布情况 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

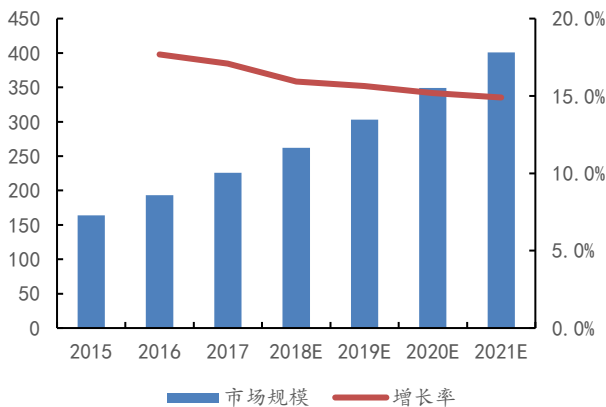
图表 44: 我国医美玻尿酸竞争格局 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

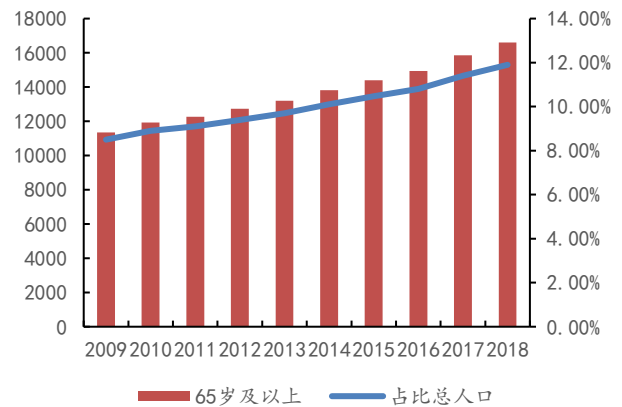
骨科医疗器械快速发展, 本土企业均有布局。老年人是骨质疏松的高发人群, 而骨质疏松是造成骨科疾病最重要的原因之一。老龄化加快成为骨科医疗器械发展的重要原因。我国 65 岁以上人口由 2009 年的 1.13 亿上升到 2018 年的 1.66 亿人, 占总人口比例也由 8.5% 提升到 11.9%。2017 年, 我国骨科医疗器械市场规模达到 226 亿元, 同比增长 17.1%, 预计到 2021 年规模将达到 401 亿元。

图表 45: 我国骨科医疗器械增长较快 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

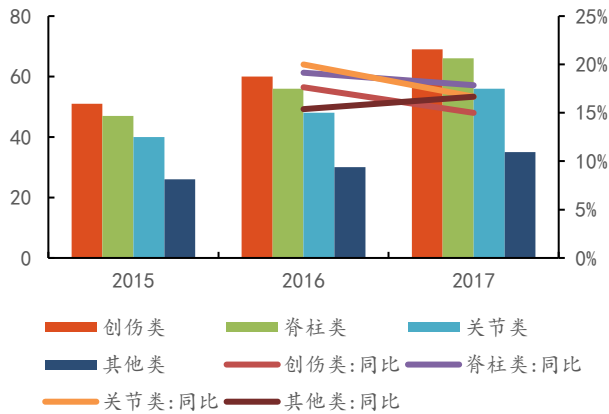
图表 46: 我国老龄化进程加剧 (万人, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

从主要细分领域来看, 创伤类医疗器械市场规模相对较大但增长缓慢, 而脊柱类、关节类医疗器械近年增速加快, 市场份额有上升的趋势。我国创伤类骨科医疗器械集中度一般, 强生、史赛克、美敦力、大博医疗、捷迈邦美等企业市场占有率仅为 36.81%; 我国脊柱类骨科医疗器械市场集中度较高, 市场主要集中在强生、美敦力、威高、史赛克、捷迈邦美等企业, 上述企业市场占有率为 78.83%; 我国关节类骨科医疗器械市场中, 捷迈邦美、强生、林克骨科、施乐辉、史赛克等跨国企业市场份额相对较高, 合计为 53.61%。本土关节类医疗器械企业春立医疗 (5.07%)、微创医疗 (4.13%)、爱康医疗 (3.89%) 也占有一定份额。

图表 47: 我国骨科医疗器械细分市场规 模 (亿元, %)



资料来源:《中国医疗器械行业发展报告》, 东方财富证券研究所整理

图表 48: 我国骨科医疗器械细分领域竞争格局 (%)

创伤类	市场份额	脊柱类	市场份额	关节类	市场份额
强生	13.11%	强生	31.34%	捷迈邦美	16.72%
史赛克	8.79%	美敦力	25.31%	强生	15.97%
美敦力	4.97%	威高	8.21%	林克骨科	9.13%
大博医疗	5.73%	史赛克	6.82%	施乐辉	6.01%
捷迈邦美	4.21%	捷迈邦美	7.15%	威高	1.85%
威高	2.92%	凯利泰	4.26%	春立医疗	5.07%
微创	3.15%	微创	6.68%	史赛克	5.78%
天津正天	3.04%	天津正天	5.06%	爱康医疗	3.89%
其他	54.08%	其他	5.17%	天津正天	2.82%
				微创	4.13%
				其他	28.63%

资料来源:《中国医疗器械行业发展报告》, 东方财富证券研究所整理

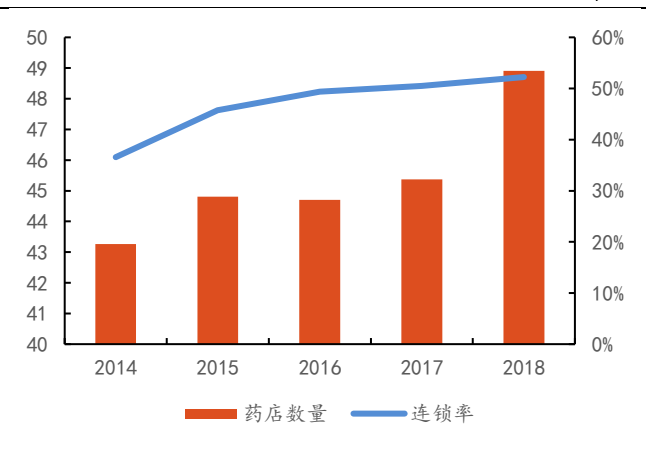
处方外流趋势加强, 行业集中度提升明显。随着药品降价, 医院“以药养医”不再, 处方外流趋势加强。零售药房连锁化率逐渐提升, 行业集中度趋势明显。四大上市药房以“自建+并购”方式不断扩张, 其市占率从 2014 年的 6.29% 提升至 2018 年的 10.48%, 行业集中度进一步提升。

图表 49: 我国处方药外流市场粗略测算 (亿元, %)

指标	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
医疗收入 (亿元)	18460	20571	22449	24615	26830	29245	31877
增速		11.4%	9.1%	9.6%	9%	9%	9%
药品收入 (亿元)	7542	7970	7930	7996	8049	8774	9563
增速 (降低药占比)		5.7%	-0.5%	0.8%	0.7%	9.0%	9.0%
药占比	40.9%	38.7%	35.3%	32.5%	30%	30%	30%
药品收入 (亿元) (不降低药占比)					8720	9505	10360
药占比					32.50%	32.50%	32.50%
处方外流量 (亿元)					671	731	797

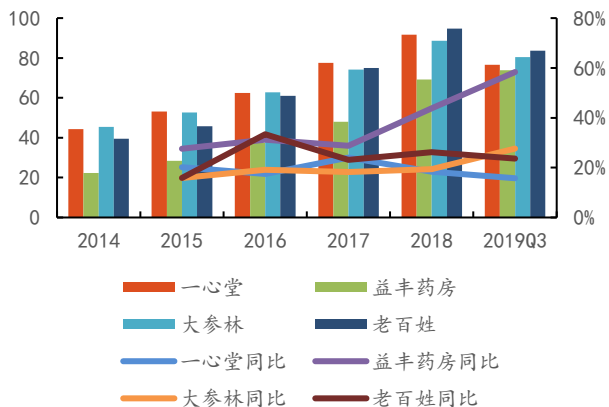
资料来源: Choice, 卫生年鉴, 东方财富证券研究所测算

图表 50: 我国药店门店数量及连锁化情况 (万家, %)



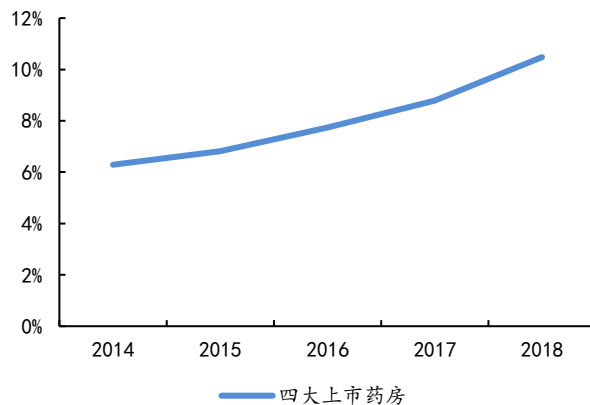
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

图表 51: 我国四大药房收入增长情况 (亿元, %)



资料来源:《中国医疗器械行业发展报告》, 东方财富证券研究所整理

图表 52: 我国四大药房市场占有率情况 (%)

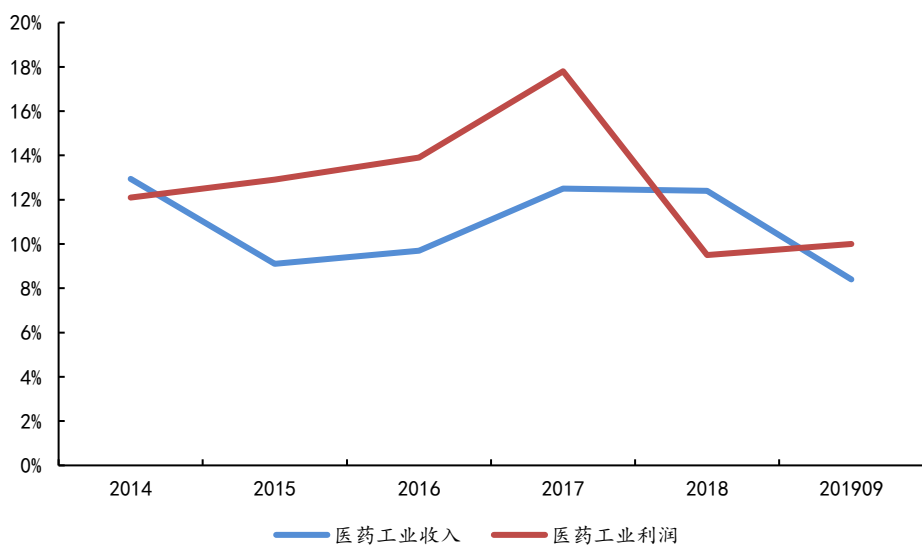


资料来源:《中国医疗器械行业发展报告》, 东方财富证券研究所整理

2.1.3. 上市公司: 医疗器械较好增长 生物制品强势回归

医药工业收入增速和利润增速均有所下滑。2019 年 1-9 月, 医药工业同比增长 8.40%; 工业利润同比增长 10.00%, 利润端有所改善。

图表 53: 我国医药工业收入和利润增速 (%)

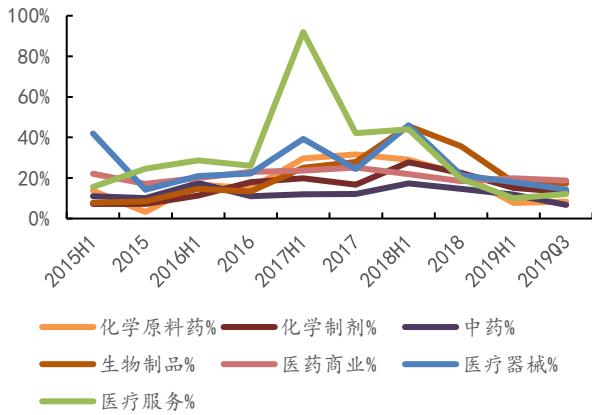


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

根据 2019 年三季报数据, 医药生物板块上市公司营业收入为 12909 亿元, 同比增长 14.1%; 归母净利润为 1024 亿元, 同比增长 2.8% (未剔除)。从子行业营业收入方面来看: 上市公司子行业收入增速由高到低分别为医药商业 18.8%、生物制品 17.3%、医疗器械 14.4%、化学制剂 13.1%、医疗服务 12.2%、化学原料药 8.3%、中药 6.7%。

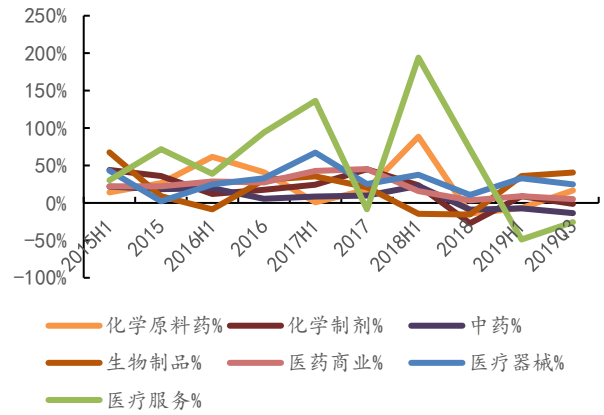
从子行业归母净利润方面来看: 生物制品为 40.8%、医疗器械 24.9%、化学原料药 16.8%、医药商业 5.2%、化学制剂-1.2%、中药-13.6% (康美药业影响)、医疗服务-25.7% (国际医学影响)。从三季报数据来看, 化学原料药、生物制品、医疗器械行业盈利能力有所提升或保持较高增长水平。

图表 54: 医药生物子行业营业收入情况 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 55: 医药生物子行业归母净利润情况 (亿元, %)



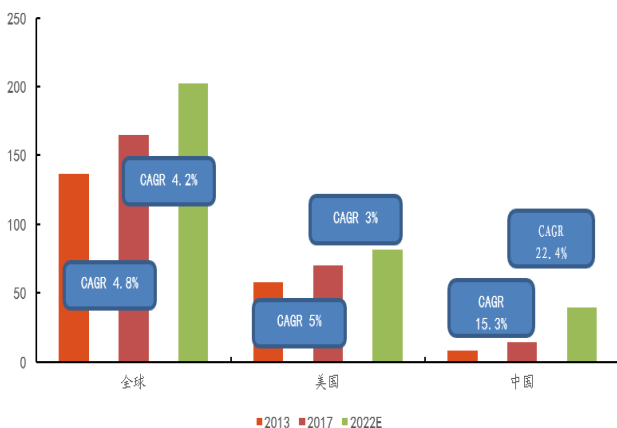
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2.2. 有投入有进展有产出

2017 年, 全球医药研发支出达到 1651 亿美元, 我国医药研发支出约 143 亿美元, 2017-2022 年 CAGR 预计将分别达到 4.2%和 22.4%。全球制药行业研发支出占比持续保持较高水平, 其中全球制药龙头企业研发投入占比均值达到 21%。我国制药企业研发支出比例相对较低, 比例为 6.8%, 全球为 13.7%, 而美国达到 15.2%。随着创新研发意识的增强、医药企业实力的增强, 我国研发投入空间仍然很大。

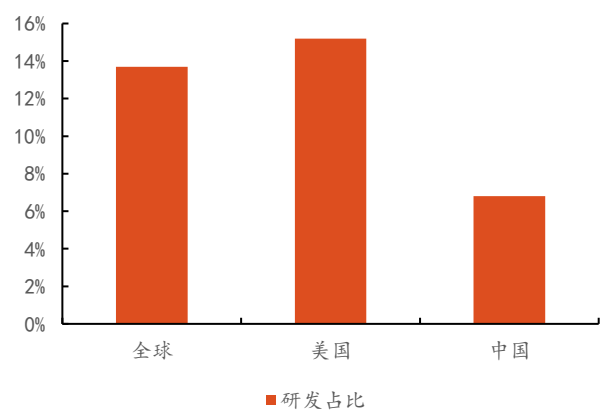
从今年三季度的数据来看, 研发投入 TOP20 上市药企中, 主要为综合性大型医药企业, 超过 10 亿元的有百济神州 45.4 亿元、恒瑞医药 28.99 亿元、中国生物制药 20.5 亿元、石药集团 14.97 亿元、复星医药 12.9 亿元、迈瑞医疗 10.84 亿元。而从研发占比来看, 投入比例较高的主要为创新生物科技公司, 如百济神州 173.5%、金斯瑞生物科技 51.6%, 这跟该类企业收入不高有关。另外, 一些医疗器械公司研发投入力度较大, 如开立医疗 21.9%、微创医疗 17.3%、理邦仪器 16.7%, 这与高比例投入的行业属性有关。

图表 56: 美国 FDA 创新药批准情况 (个)



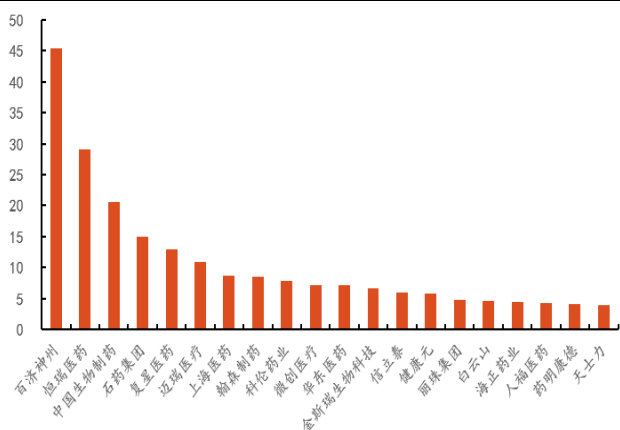
资料来源: Choice, 方达医药, 东方财富证券研究所整理

图表 57: 美国各类药品销售占比情况 (%)



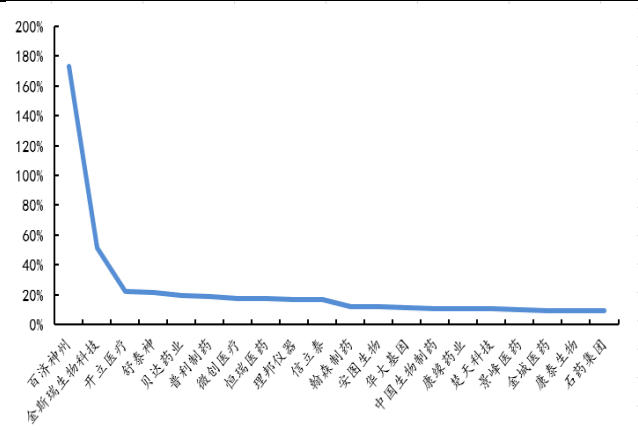
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

图表 58: 2019Q3 我国研发 TOP20 上市药企 (亿元)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 取研发投入1亿元及以上企业; 港元按目前1:0.899转化为人民币, 相关港股公司未公布Q3报告以H1数据以等比例推算, 下同

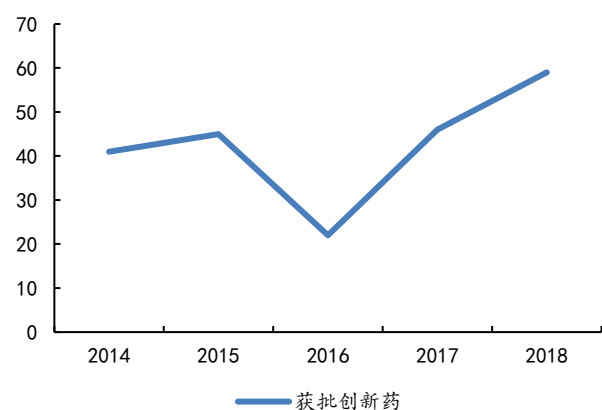
图表 59: 2019Q3 我国研发占比 TOP20 上市药企 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 相关新上市科技公司, 由于其收入少该比例过高, 故而未展示。

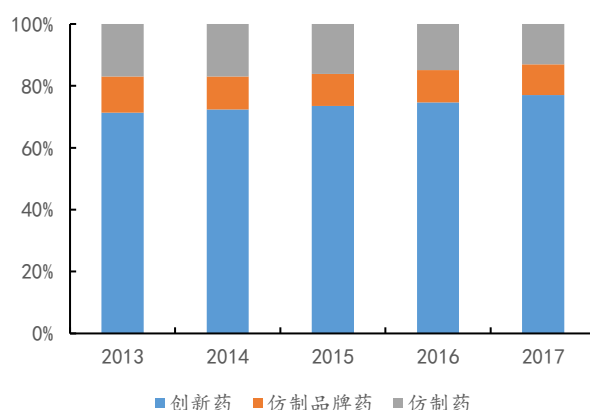
2018 年, 美国 FDA 获批创新药 59 个, 呈现增长态势。近年创新药在美国各类药品销售占比在 70% 以上。2018 年, 我国国产创新药化学药上市申报受理 34 个、生物药 11 个, 获批上市的化学药 6 个、生物药 3 个, 均呈现增长趋势。

图表 60: 美国 FDA 创新药批准情况 (个)



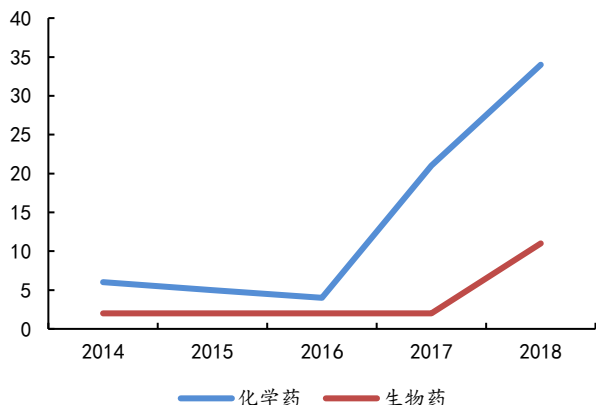
资料来源: Choice, FDA, 东方财富证券研究所

图表 61: 美国各类药品销售占比情况 (%)



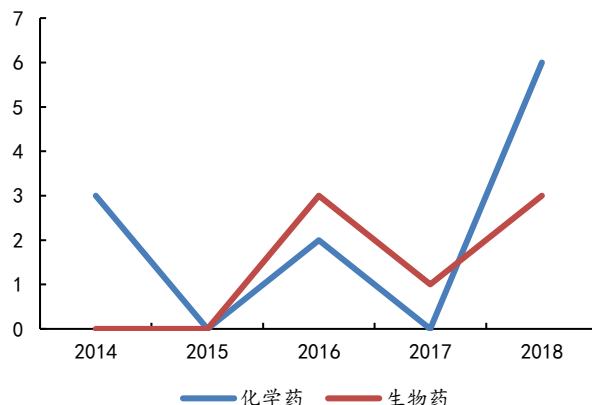
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 62: 我国国产创新药上市申报受理情况 (个)



资料来源: Choice, CDE, 东方财富证券研究所

图表 63: 我国国产创新药批准上市情况 (个)



资料来源: Choice, CDE, 东方财富证券研究所

我国在加大研发投入的同时, 创新成果也纷沓而至。近年我国获批上市的创新药主要类型有 PD-1 单抗、VEGFR-Fc 融合蛋白、VEGFR 抑制剂、HER-2、EGFR 抑制剂等, 均为国内外热门靶点, 主要适应症包括阿尔兹海默症、银屑病、恶性肿瘤等。其中, 正大天晴的盐酸安罗替尼胶囊为 VEGFR、PDGFR、FGFR、c-Kit 等多靶点酪氨酸激酶抑制剂, 主要针对三线治疗晚期非小细胞肺癌的治疗。

图表 64: 近年我国审批上市的化药 1.1 类新药和 1 类治疗用生物制品

药品名称	药物类型	适应症	企业	获批时间
甘露寡糖二酸胶囊	海洋寡糖类分子	轻度至中度阿尔兹海默症	上海绿谷制药/上海药物研究所	20191102
可利霉素片	抗生素	上呼吸道感染	同联制药	20190624
注射用卡瑞珠单抗	PD-1 单抗	经二线系统化疗的复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	恒瑞医药	20190529
本维莫德乳膏	芳香烃受体调节剂	银屑病	广东中昊/北京文丰天济/深圳天济	20190528
康柏西普眼用注射液	VEGFR-Fc 融合蛋白	糖尿病黄斑水肿引起的视力损害	康弘药业	20190520
聚乙二醇洛塞那肽注射液	GLP-1 受体激动剂	II 型糖尿病	翰森药业	20190508
信迪利单抗注射液	PD-1 单抗	经二线系统化疗的复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	信达生物	20181227
特瑞普利单抗注射液	PD-1 单抗	经标准治疗失败后的局部进展或转移性黑色素瘤	君实生物	20181221
罗沙司他胶囊	低氧诱导因子脯氨酰羟化酶抑制剂	透析治疗患者因慢性肾脏病引起的贫血	珐博进	20181221
呋喹替尼胶囊	VEGFR 抑制剂	既往接受过化疗的转移性结肠直肠癌	和记黄埔	20180913
马来酸吡咯替尼片	HER-2、EGFR 抑制剂	经化疗后, 联合卡培他滨治疗 HER2 阳性复发或转移性乳腺癌	恒瑞医药	20180814
丹诺瑞韦钠片	NS3-4A 蛋白酶抑制剂	丙肝	歌礼	20180611
注射用艾博卫泰	长效 HIV-1 融合抑制剂	与其他抗逆转录病毒药物联	前沿生物	20180530

		合使用，经治疗后仍有病毒复制的 HIV-1 感染者		
盐酸安罗替尼胶囊	多靶点酪氨酸激酶抑制剂：VEGFR、PDGFR、FGFR、c-Kit 等	三线治疗晚期非小细胞肺癌	正大天晴	20180517
重组高效抗肿瘤抗病毒蛋白注射液	重组干扰素 α 融合蛋白	乙肝	北京杰华	20180428

资料来源：Choice，东方财富证券研究所整理

我国创新企业也纷纷走出国门，参与到世界创新药发展的大潮中。如金斯瑞生物科技与杨森公司在 LCAR-B38M (CAR-T) 上的合作进展顺利。12 月 7 日-9 日，美国血液学会 (ASH) 年会更新的结果表明，在接受中位 3 线既往治疗失败的晚期复发性及/或难治性多发性骨髓瘤 (“RRMM”) 患者中，LCAR-B38M 可使患者缓解。根据研究结果，总缓解率 (ORR) 为 88%。74% 的患者达到完全缓解 (CR)；4% 的患者达到非常好的部分缓解 (VGPR)；11% 的患者达到部分缓解。

图表 65：近年我国创新药 license out 合作

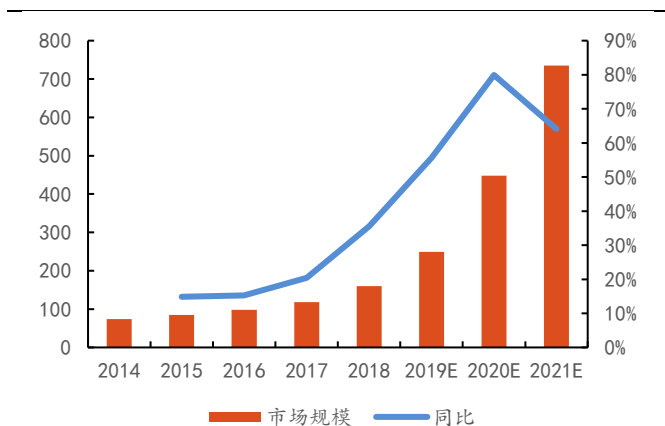
出让企业	受让企业	专利授权许可产品	授权收益	时间
中国生物制药 (正大天晴)	强生	TLR7 激动剂	约 2.53 亿美元首付款和里程碑款，以及上市后的销售提成	2016
誉衡药业/药明生物	Arcus	GLS-010 (PD-1)	首付款 1850 万美元，里程碑款 7.98 亿美元	2017
金斯瑞生物科技 (南京传奇)	杨森	LCAR-B38M (CAR-T)	3.5 亿美元先期资金，双方在中国将以 3:7 的比例共同承担成本和分享收益，在全球其他地区该比例为 5:5	2017
复宏汉霖	Biosidus	HLX01 (GD20)	未披露	2018
复宏汉霖	Accord Healthcare	HLX02 (HER2)	首付款 800 万美元及 4050 万美元里程碑款	2018
复宏汉霖	Cipla	HLX02 (HER2)	未披露	2018
恒瑞医药	Arcutis	SHR0302 (JAK1)	200 万美元首付款，2.2 亿美元销售里程碑款	2018
恒瑞医药	TG Therapeutics	SHR1459 和 SHR1266 (BTK)	100 万美元首付款，3.46 亿美元销售里程碑款	2018
天境生物	ABL Bio	双抗	250 万美元首付款，1 亿美元销售里程碑款	2018
博生药业	Appollomics	ES-072 (EGFR)	未披露	2018
天境生物	Tracon	CD73	产品开发成本共享	2018
亚盛医药	Unity	UBX1967 (Bcl-2)	未披露	2019

资料来源：Choice，公司公告，东方财富证券研究所整理

近年来，随着 PD-1 等抗体的获批、适应症的不断拓展，我国抗体市场规模不断扩大。预计到 2021 年我国抗体市场规模将达到 735 亿元。PD-1 单抗通过激活人体自身免疫系统来杀死癌细胞，能够治疗多种癌症。目前，全球有 9 款 PD-1/PD-L1 产品，其中 BMS 的 O 药和默沙东的 K 药最早于 2014 年获批，涉

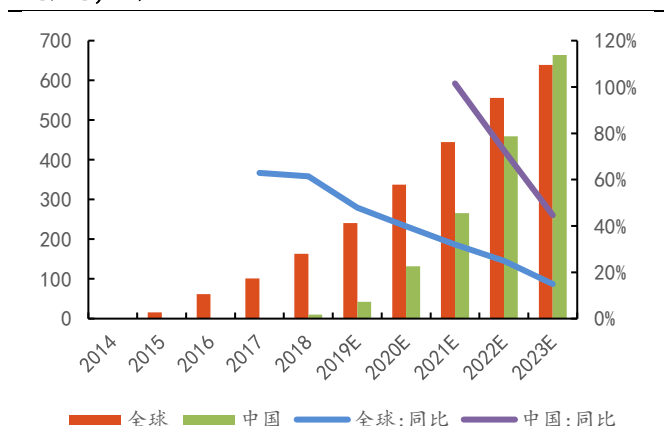
及黑色素瘤、非小细胞肺癌、肝细胞癌、肾细胞癌、霍奇金淋巴瘤、胃癌、食管癌、小细胞肺癌、结直肠癌等多种适应症。全球 PD-1/PD-L1 抑制剂市场从 2014 年的 0.8 亿美元急增至 2018 年的 163 亿美元，2014-2018 年 CAGR 高达 283.5%。预计 2020 年我国 PD-1/PD-L1 抑制剂市场规模将达到 132 亿元。随着适应症的拓展、渗透率的提高及药物可及性的提高，未来几年全球及中国 PD-1/PD-L1 抑制剂市场将保持高速增长。

图表 66: 我国抗体市场规模不断扩大 (亿元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

图表 67: 全球与我国 PD-1/PD-L1 抑制剂增长 (亿美元/元, %)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理。注: 由于早年的增速过高, 未显示

国内第一批 PD-1 抑制剂有 5 个, 其中 2 家为跨国企业, 3 家为本土企业。与进口药物相比, 国内 PD-1 药物具有明显价格优势, 主要与其适应症覆盖尚低有关。援助方案后, 0 药年费用约为 22 万元、K 药约为 31 万元、君实的拓益约为 9 万元、信达的达伯舒约 16 万元 (近日降价约 64% 进入国家乙类医保目录, 赠药取消后年费用约为 10 万元)、恒瑞的艾立妥约为 12 万元。

图表 68: 我国已经上市 PD-1 抑制剂

药品名称	公司	CDE 承办日期	国内获批日期	适应症	推荐剂量	规格	价格 (元)	用量 (60KG)	援助方案	援助前费用 (万元)	援助后费用 (万元)
卡瑞利珠-艾立妥	恒瑞医药	20180423	20190529	至少经过二线系统化疗的复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	200mg/次 /2 周	200mg	19800	1 支	买 2 赠 2 后买 4 赠 18	51.48	11.88
信迪利-达伯舒	信达生物	20180419	20181224	至少经过二线系统化疗的复发或难治性经典型霍奇金淋巴瘤	200mg/次 /3 周	100mg	7838	2 支	买 3 赠 2	26.65	16.46
特瑞普利	君实生物	20180320	20181217	既往接受系统治疗失败的黑色素	3mg/kg/2 周	240mg	7200	1 支	买 4 赠 4	18.72	9.36

-拓 益				瘤							
帕博 利珠 -K 药	默沙 东	20180211	20180725	一线治疗失败的 黑色素瘤；联合 培美曲塞和铂类 用于 EGFR、ALK 阴性非小细胞肺 癌一线治疗	2mg/kg/3 周	100mg	17918	2 支	买 3 赠 3	62.12	31.06
纳武 利尤 -O 药	百时 美施 贵宝	20171101	20180615	EGFR、ALK 阴性， 既往接受过化疗 的非小细胞肺癌	3mg/kg/2 周	100mg/40mg	9260/4591	1 支 100mg+2 支 40mg	买 6 赠 7	48.15	22.22

资料来源：Choice，CDE，东方财富证券研究所整理

我国在研 PD-1 进展较快的有百济神州、复宏汉霖、中山康方、赛诺菲，
PD-L1 进展较快的有阿斯利康、基石药业、思路迪、恒瑞医药和正大天晴等。

图表 69：我国在研 PD-1/PD-L1 进展较快管线

	进度	公司名称	通用名	适应症
PD-1	NDA	百济神州	特雷利珠单抗	霍奇淋巴瘤
	III 期	复宏汉霖	HLX10	非小细胞肺癌
		中山康方	AK105	小细胞肺癌
		赛诺菲	Cemiplimab	食管癌
	II 期	嘉和生物	GB226	B 细胞非霍奇金淋巴瘤
		誉衡药业	GLS-010	霍奇金淋巴瘤
		泰州翰中	HX008	M SI-H/实体瘤
		百奥泰	BAT1306	EBV 相关性胃癌
PD-L1	III 期	阿斯利康	Durvalumab	小细胞肝癌、肝细胞癌、非小细胞肺癌、尿路上皮癌
		基石药业	CS1001	非小细胞肺癌
		思路迪	KN035	胆道癌
		恒瑞医药	SHR-1316	小细胞肺癌
		正大天晴	TQB2450	头颈癌
	II 期	康宁杰瑞	KN046	非小细胞肺癌

资料来源：Choice，CDE，东方财富证券研究所整理

港交所和科创板助力创新。近年，资本市场大力支持医药企业的创新，港交所、科创板对创新医药企业纷纷伸出橄榄枝。允许尚未盈利的生物公司申请，更加注重研发实力和发展潜力，为科技创新企业提供便捷的融资平台。

图表 70：港交所和科创板助力创新医药企业

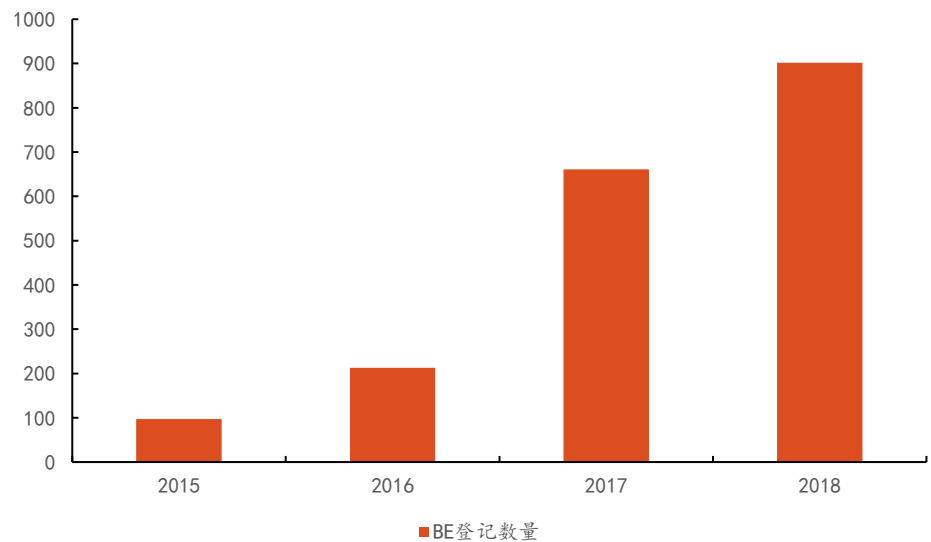
市场	具体内容	上市企业
港交所	港交所发布了《新兴及创新产业公司上市制度》，正式接受尚未盈利的生物科技公司、双重股权结构公司、在海外上市的创新产业企业	君实生物、信达生物、歌礼制药、百济神州、华领医药、康希诺生物、基石药业等

	赴港 IPO，对符合条件的、产品没处于研发阶段的生物科技公司给予资本支持。	
科创板	科创板允许未盈利公司申请，推出多层次上市标准，强调以市值、财务指标和科技研发为核心的上市条件，为优质创新企业提供了便捷的融资平台。	南微医学、心脉医疗、微芯生物、博瑞医药、赛诺医疗、华熙生物、昊海生科等

资料来源：Choice，东方财富证券研究所整理

注射液仿制药一致性评价有望提速。2019 年 3 月，CDE 发布《化学仿制药参比制剂目录（第二十一批）》，首次发布 242 个注射参比制剂。目前，CDE 受理注射液一致性评价申请 400 余个，涉及 100 多个品种。通过仿制药质量和疗效一致性评价的基本药物将纳入集中采购范围，医保局将对医保目录中已通过“一致性评价”的仿制药及其原研药试行统一支付标准。

图表 71：我国仿制药一致性评价 BE 登记数量（个）



资料来源：Choice，CDE，东方财富证券研究所整理

截至 12 月 6 日，我国通过或视同通过一致性评价品种数 185 个(492 个受理号)，涉及 137 家医药集团，其中 13 个品种通过一致性评价企业数达 5 家及以上，齐鲁、华海、复星、扬子江 4 家药企首家过评品种数达 10 个及以上。

图表 72: 通过一致性评价企业数>=5 家品种

药品名称	过评企业数量	首家过评企业	批准日期
苯磺酸氨氯地平片	14	江苏黄河药业	20180209
盐酸二甲双胍片	13	石药欧意药业	20180712
蒙脱石散	11	维奥制药/先声药业	20180622
盐酸二甲双胍缓释片	11	江苏德源药业	20181113
雷马酸替诺福韦二吡啶酯片	9	正大天晴	20170929
头孢唑肟钠片	8	国药致君制药	20171228
阿莫西林胶囊	8	联邦制药	20180404
格列美脲片	6	扬子江海瑞药业	20180716
瑞舒伐他汀钙片	6	正大天晴	20171227
头孢氨苄胶囊	6	科伦药业	20190401
盐酸左西替利嗪片	6	齐鲁制药	20190109
盐酸克林霉素胶囊	5	重庆药友	20181027
异烟肼片	5	沈阳红旗/华中药业	20190321

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

图表 73: 首家通过一致性评价品种>=6 个企业

企业简称	过评品种数	首家过评品种数	独家过评品种数
齐鲁制药	22	13	6
华海药业	13	12	6
复星医药	16	11	7
扬子江药业	15	10	5
正大制药	19	9	2
豪森药业	9	9	5
恒瑞医药	12	9	5
石药控股	17	8	3
科伦药业	13	7	3
东阳光药	8	6	5
信立泰	9	6	5

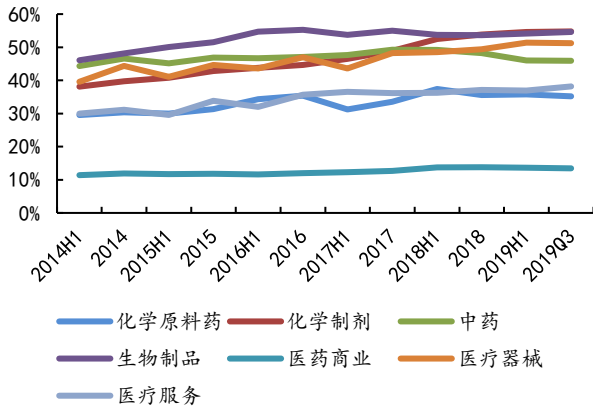
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所整理

2.3. 强化治理回归经营本源

药品降价趋势已定, 医药企业要想获得超额利润越来越难。医药企业要走远走稳, 要么生产更多更好的产品以实现“以价换量”, 要么开拓创新提供更多未满足需求的产品或服务; 同时, 完善产业链布局, 加强研发、生产、销售全过程监管, 精细化管理以降低费用支出。其实所有行业亦是如此, 在“转型调结构”关键时期, 公司治理需要回归到经营本源: 专注主业, 开源节流, 回馈股东和投资者, 回馈社会。

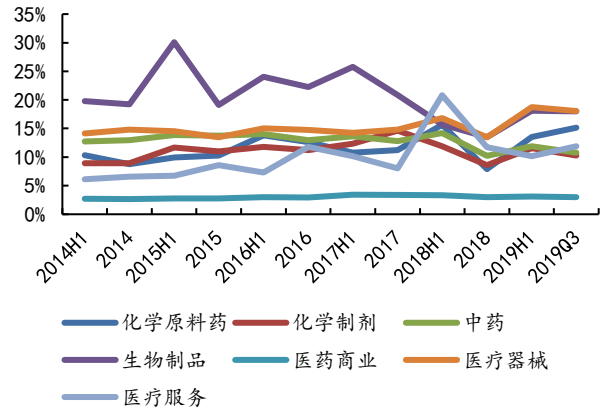
回到医药细分行业的盈利能力上。毛利率方面: 2019Q3, 化学原料药毛利率为 35.2%、化学制剂 54.8%、医药商业 13.4%, 近年变化不大; 中药 45.9%, 略有下滑; 生物制品 54.6%、医疗器械 51.2%、医疗服务 38.2%, 有所提升。净利率方面: 2019Q3, 化学原料药净利率为 15.1%, 经历了 2018 年的低值后有所提升; 化学制剂 10.2%、中药 10.8%, 环比有所下滑; 生物制品 18%, 中药 3%、医疗器械 18% 环比未有变化; 医疗服务 11.9%, 环比提升了 1.7pct。**ROE 方面:** 化学原料药经历了 2018 年的低值后, 有所提升; 化学制剂仍在 2018 年的低位附近徘徊; 中药、医药商业 ROE 向下行; 生物制品经历 2019H1 的低值后有所提升; 医疗器械和医疗服务是经历了 2017 年的低值后有提升。

图表 74: 医药细分行业毛利率情况 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

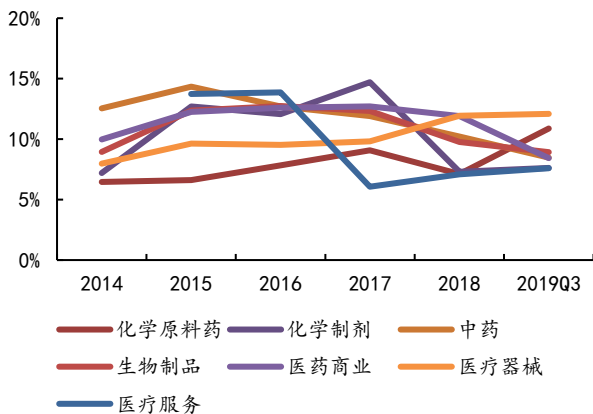
图表 75: 医药细分行业净利率情况 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

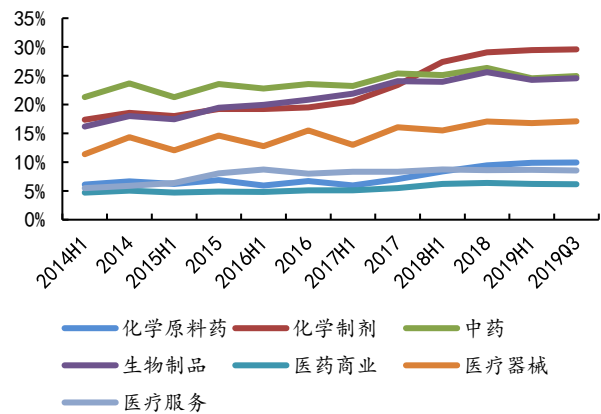
回到医药企业费用管控上。销售费用率方面: 从 2014 年到 2019 年各个细分行业均出现提升, 2017 年以来提升加快。从 2017H1 到 2019H1, 化学原料药提升 3.9pct、化学制剂提升 8.8pct、中药 1.4pct、生物制品 2.4pct、医药商业 1.1pct、医疗器械 3.8pct、医疗服务 0.3pct。管理费用率方面: 由于 2018 年将研发费用单列, 因而除医疗服务外其他细分行业均出现了下滑, 之后保持平稳。财务费用率方面: 由于比值相对较低, 总体来看除了医疗服务相对高以外, 其他子行业均有趋同倾向, 费用率在 1.2% 左右。

图表 76: 医药细分行业 ROE 情况 (%)



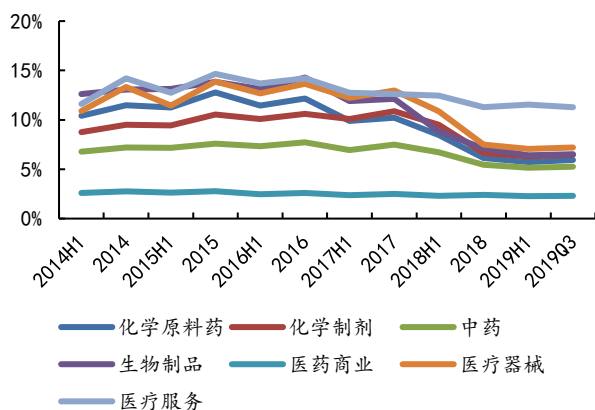
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 77: 医药细分行业销售费用率情况 (%)



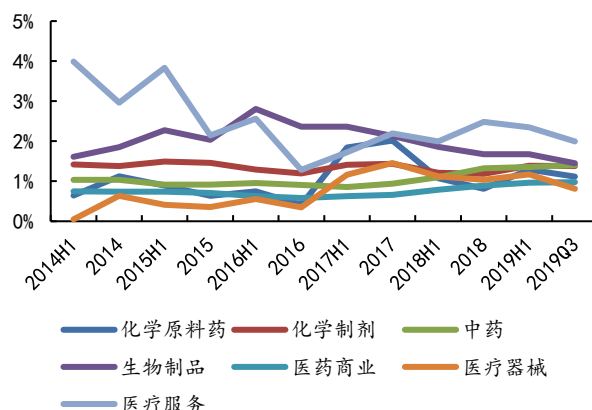
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 78: 医药细分行业管理费用率情况 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 79: 医药细分行业财务费用率情况 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3. 重点公司

根据 Choice 一致性盈利预测 (目前有 150 家), 医药生物行业 2019-2020 年归母净利润增速分别为 24.0% 和 21.7%, 对应 PE 分别为 32 倍和 26 倍。总体来说, 市场对医药行业依然信心满满, 预计医药各子行业将保持稳定较好增长。受药品降价影响, 化学制药板块明年增速出现下滑, 短期的阵痛是为了长期的发展, 但市场预测仍然有 22.1% 的增长。另外, 预计生物制品、医疗服务行业 2020 年增速将加快。

图表 80: 医药生物行业及各子行业一致性盈利预测与估值

子行业	归母净利润增速%		PE	
	2019E	2020E	2019E	2020E
化学制药	41.3%	22.1%	32	26
中药	13.3%	13.1%	21	19
生物制品	18.5%	30.8%	39	30
医药商业	14.9%	17.3%	16	13
医疗器械	24.4%	25.8%	40	32
医疗服务	22.5%	30.3%	69	52
整体	24.0%	21.7%	32	26

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: 医疗服务未统计公司国际医学。数据截止: 20191210

3.1. 药明康德

受益于创新大潮所处行业景气度高, 公司具有先发优势且在国内外均占据重要地位, 长期成长性突出。CRO 方面: 2017-2021 年中国 CRO 市场 CAGR 预计约达到 20.09%。CMO/CDMO 方面: 2017-2021 年我国 CMO/CDMO 市场 CAGR 预计将达到约 18.3%。公司是全球领先的药物研发服务平台, 总部设于上海, 通过全球各地设立的 29 个运营基地和分支机构为超过 3700 家客户提供小分子化

学药的发现、研发及生产的全方位、一体化平台服务。

业绩保持稳定较好增长。2019Q3，公司实现营业收入 92.78 亿元，同比增长 34.06%；归母净利润 17.65 亿元，同比-8.46%（扣除所投资标的的公允价值变动影响，实现同比增长 43.74%）；扣非归母净利润为 17.14 亿元，同比+36.88%。报告期内经营活动产生的现金流量净额同比+93.31%，较上年同期增加人民币 8.56 亿元。

全球范围内生性建设不断加强。年内公司启东研发中心正式投入运营，有效支持上海总部研发中心新增需求；药物安全性评价、生物分析服务、及医疗器械测试等三个业务设施，分别顺利通过了美国 FDA、OECD 和 CNAS（中国合格评定国家认可委员会）的现场核查；无锡细胞和基因治疗研发生产基地正式落成，将有效赋能国内客户；控股子公司合全药业新的制剂生产基地通过欧盟 GMP 认证。2019 年 7 月，合全药业位于上海的分析服务部和常州的原料药研发及生产基地均以“零缺陷”顺利通过美国 FDA 的现场检查（未接到 Form483）。

2020 年主要看点：药物分析及测试服务新增产能将在 2020 年逐步释放，临床 CRO 业务有望快速增长；早期项目转化与新建产能释放有望推动 CDMO 发展；后期商业化项目有望持续提供业绩弹性；在手订单储备充足，2019Q3 公司存货为 12.63 亿元，同比+32.64%（根据在手订单储备导致原材料及在产品的增长，同时新增消耗性生物资产）。另外，公司盈利能力环比有所改善，费用支出控制良好。

图表 81：药明康德盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	9613.68	12838.75	16212.32	20217.31
增长率（%）	23.80	33.55	26.28	24.70
归母净利润（百万元）	2260.52	2054.34	2593.44	3234.68
增长率（%）	84.22	-9.12	26.24	24.73
EPS（元/股）	1.38	1.25	1.58	1.98
市盈率（P/E）	65.49	72.06	57.08	45.77
市净率（P/B）	8.37	7.76	7.05	6.29

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。数据截止：20191210

3.2. 通策医疗

预计 2020 年我国口腔市场将达到 1250 亿元，2016-2020 年 CAGR 约 12.5%。随着口腔保健意识的增强、国民可支配收入的提升，正畸、种植牙等高附加值业务未来或将带动整体牙科市场年均 20%-30% 的增长势头。

公司内生增长保持较快速度。2019 年 1-9 月，公司实现营业收入 14.21 亿元，同比+22.11%；实现归母净利润 3.99 亿元，同比+45.13%；扣非归母净利润 3.93 亿元，同比+45%。

2020 年主要看点：“蒲公英”计划有序推进，有望进一步完善浙江全省基层医疗机构的市场布局，强化品牌影响力，近年新开分院由培育期进入业绩增长长期，增厚公司业绩；诊疗模式的创新将带来牙椅单产的提升；医院盈利能力持续提升，费用控制良好。

图表 82：通策医疗盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1546.04	1985.03	2538.84	3302.96
增长率（%）	31.05	28.39	27.90	30.10
归母净利润（百万元）	332.09	497.64	641.80	848.29
增长率（%）	53.34	49.85	28.97	32.17
EPS（元/股）	1.04	1.55	2.00	2.65
市盈率（P/E）	100.41	67.01	51.96	39.31
市净率（P/B）	25.34	18.39	13.58	10.09

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。数据截止：20191210

3.3. 大参林

我国药品零售市场仍处于竞争发展阶段，龙头企业借助资本力量加速整合，连锁药店优势强化且日趋品牌化，连锁率将继续提升。

公司为国内大型医药零售龙头企业，产品结构稳定，业绩保持稳定增长。2019Q3，公司实现营业收入 80.41 亿元，同比+27.65%；归母公司净利润 5.56 亿元，同比+34.34%；经营活动产生的现金流净额为 10.85 亿元，同比+118.25%。业绩增长的主要原因是老店的内生增长及新增门店的业绩贡献。

公司在我国重要的医药消费市场华南地区（广东、广西）树立了较高的品牌知名度和较强的市场竞争力。同时公司不断向周边省市辐射，实现跨区域发展。公司在参茸滋补药材领域形成了自主品牌为主、覆盖高中低各档次产品。

2020 年主要看点：公司省外拓展新进河北（保定）、黑龙江（鸡西）、陕西（西安）和江苏（南通）等省份，目前布局省份达到 10 个，药店增长有加快之势；公司目前已经在广西、广东、河南省份强化了处方平台建设，将为企业发展带来较大的增量；广东地区政策开放，处方药趋势明显，公司作为龙头企业受益最大；精细化管理推进，公司盈利水平仍有提升空间。

图表 83：大参林盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8859.27	11121.77	13346.12	15990.44
增长率（%）	19.38	25.54	20.00	19.81
归母净利润（百万元）	531.63	684.45	823.36	986.81
增长率（%）	11.93	28.74	20.29	19.85
EPS（元/股）	1.02	1.32	1.58	1.90
市盈率（P/E）	49.41	38.38	31.90	26.62
市净率（P/B）	8.65	7.21	5.99	4.97

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。数据截止：20191210

3.4. 贝达药业

埃克替尼适应症不断拓展，未来增长确定性强。埃克替尼拥有优秀的临床数据背书，有望成为脑转移患者的首选治疗方案。布局术后辅助治疗，将 TKI 从肿瘤晚期治疗提早至中早期，且较三代药经济性更好。埃克替尼 2018 年销售额达到 12.08 亿元 (+17.8%)，2019Q3 销量同比增长 33.15%，且销量增速与收入增速一致，说明公司“以价换量”策略成功，产品放量明显。

转型 BigPharma，研发管线逐渐丰富。公司目前有 11 个新药项目处于临床试验阶段，28 个处于临床前项目。预计未来几年每年均有新品上市，预计 2020 年新上市产品有恩沙替尼、帕妥木单抗、MIL60。

项目拓展能力强。公司通过收购获得 CM-082、恩沙替尼等重磅产品，通过和天广实合作开发获得 MIL60 的权益。

2020 年主要看点：核心品种埃克替尼有望拓展新适应症，“以价换量”策略有望继续奏效，稳步提升业绩产出；恩沙替尼、帕妥木单抗、MIL60 等新品有上市面市；公司销售费用率有望改善，现金流增加，进而拓展新的项目。

图表 84：贝达药业盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1224.17	1552.94	1939.41	2523.26
增长率（%）	19.27	26.86	24.89	30.10
归母净利润（百万元）	166.82	219.66	278.97	374.80
增长率（%）	-35.27	31.68	27.00	34.35
EPS（元/股）	0.42	0.55	0.70	0.93
市盈率（P/E）	76.85	129.54	102.00	75.92
市净率（P/B）	13.00	11.95	10.83	9.56

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：Choice 一致性盈利预测，数据截止 20191210

3.5. 华熙生物

全球领先的透明质酸高新技术企业。公司凭借微生物发酵和交联两大技术平台，从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务布局，服务于全球医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。公司透明质酸产业化规模位居国际前列。

公司产品丰富。现有润百颜的小颗粒款作为流量型产品，同时，陆续推出含有多卡因（含麻）的产品润致，主打中高端市场。目前公司已拥有单相、双相、单相含麻、双相含麻的透明质酸填充产品，以满足不同客群的不同需求。未来肉毒产品的获批，将进一步丰富公司医美终端产品线。

公司内生性增长强劲。2019 年上半年，公司原料业务在主营业务中占比最大，同比增长为 13.78%，保持稳定增长。公司医疗终端产品（主要为注射用修饰透明质酸钠凝胶产品）同比增长 51.66%。2018 年底推出的“故宫系列”产品广受消费者认可并成为“爆款”产品，2019H1 营业收入为 4056.20 万元，推动功能性护肤品产品收入同比增长 122.06%。

2020 年主要看点: 医美渗透率提升明显, 作为龙头企业的公司受益最大; 2019 年 6 月, 公司济南二厂区第二条透明质酸原料产品生产线试生产, 达产后增加透明质酸原料产品产能 150 吨, 合计 350 吨产能, 产能将得到大大提升。

图表 85: 华熙生物盈利预测

项目\年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	1263.15	1804.51	2479.05	3356.89
增长率 (%)	54.41%	42.86%	37.38%	35.41%
归母净利润 (百万元)	423.86	584.22	782.17	1017.45
增长率 (%)	90.70%	37.83%	33.88%	30.08%
EPS (元/股)	0.98	1.22	1.63	2.12
市盈率 (P/E)	85.41	68.61	51.35	39.48
市净率 (P/B)	20.98	11.89	9.74	7.94

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。注: Choice 一致性盈利预测, 数据截止 20191210

图表 86: 行业重点关注公司

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		股价 (元)	评级
			2019	2020E	2019	2020E		
603259.SH	药明康德	1480.75	1.25	1.58	72.06	57.08	90.39	买入
688363.SH	华熙生物	401.76	1.22	1.63	68.61	51.35	83.70	未评级
600763.SH	通策医疗	333.31	1.55	2.00	67.01	51.96	103.95	买入
300558.SZ	贝达药业	279.10	0.55	0.70	129.54	102.00	69.60	未评级
603233.SH	大参林	262.66	1.32	1.58	38.38	31.90	50.51	买入

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所。数据截止: 20191210, 未评级公司预测来自 Choice 一致性盈利预期。

4. 风险提示

- 监管落实不达预期;
- 药品/器械安全事件;
- 细分行业增长不达预期;
- 运营管理不达预期;

图表 87: 各子行业相关公司财务数据

化学原料药												
证券名称	归母净利润增速%			销售净利率%			销售费用率%			管理费用率%		
	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3
普洛药业	-2.4%	44.4%	57.9%	4.62	5.81	7.97	9.28	12.69	11.56	13.24	7.23	5.30
新华制药	71.4%	19.7%	23.4%	4.90	5.27	5.81	11.29	12.58	14.16	8.52	4.99	4.83
海翔药业	52.1%	76.8%	42.9%	14.83	22.25	29.04	1.70	1.61	1.96	18.34	12.85	11.16
海普瑞	-66.9%	369.2%	48.9%	4.43	12.30	20.92	2.38	6.03	7.73	15.24	7.91	9.09
凯莱英	35.0%	25.5%	40.5%	25.30	22.15	21.03	3.76	4.05	3.42	16.70	11.28	10.95
博腾股份	-37.2%	15.9%	39.0%	7.98	9.41	12.55	1.74	2.49	2.75	19.05	12.66	11.16
花园生物	197.9%	135.7%	37.5%	31.06	46.56	53.42	3.08	2.84	1.93	16.39	7.76	6.99
山河药辅	3.2%	39.3%	24.0%	15.58	18.01	20.24	8.10	7.99	7.84	7.09	4.78	4.52
富祥股份	2.1%	9.7%	25.1%	18.21	16.53	22.71	1.91	2.17	1.76	13.43	7.73	7.31
药石科技	86.0%	98.5%	24.9%	24.81	28.12	25.30	6.46	4.32	3.74	25.16	12.57	9.91
新诺威	-5.6%	14.8%	24.9%	18.90	18.09	22.24	20.11	22.22	22.80	3.26	3.62	3.78
九洲药业	32.4%	6.5%	43.2%	8.55	8.37	9.94	1.72	1.72	1.97	16.20	12.89	12.49
司太立	9.2%	12.7%	62.1%	11.45	10.73	14.56	1.21	1.14	0.76	17.59	10.50	9.10
美诺华	-43.3%	115.6%	98.7%	8.25	12.38	16.38	2.86	2.22	1.67	18.25	12.89	10.84
健友股份	22.2%	35.1%	34.1%	28.24	24.97	24.54	4.22	14.57	14.66	11.05	2.20	1.42
化学制剂												
证券名称	归母净利润增速%			销售净利率%			销售费用率%			管理费用率%		
	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3
丽珠集团	464.6%	-75.6%	10.6%	52.60	13.34	16.11	38.27	36.87	35.04	10.95	6.17	5.52
东北制药	400.2%	64.0%	11.9%	1.62	2.70	3.00	19.76	25.69	27.48	12.65	6.81	9.16
吉林敖东	11.8%	-49.8%	29.4%	61.98	27.82	48.96	46.66	46.87	43.80	11.01	11.36	9.71
山大华特	22.6%	-46.7%	7.8%	25.51	15.70	20.76	27.18	28.39	26.47	8.66	8.33	7.29
华东医药	23.0%	27.4%	22.3%	6.78	7.81	8.34	13.40	14.01	16.55	3.84	2.56	2.80
京新药业	24.7%	40.0%	43.4%	12.03	12.62	17.51	30.63	37.39	36.38	14.91	6.02	3.84
恩华药业	27.4%	33.0%	23.3%	11.06	13.46	16.07	27.74	30.93	31.93	6.84	3.93	4.18
仙琚制药	41.3%	45.8%	37.4%	8.07	9.54	11.79	32.92	32.99	30.24	9.50	7.12	9.41
力生制药	1.0%	58.3%	28.4%	11.35	12.30	11.14	29.91	43.92	43.32	21.11	7.77	7.38
千红制药	-18.5%	21.0%	4.9%	16.42	15.97	18.49	23.32	24.25	21.53	15.31	8.51	5.39
海思科	-47.5%	40.3%	26.4%	12.34	9.27	12.53	40.64	38.74	42.42	16.60	5.46	5.74
东诚药业	31.8%	62.4%	44.0%	16.59	16.67	17.25	20.90	24.62	27.32	9.12	6.19	5.38
康弘药业	29.7%	7.9%	9.0%	23.12	23.82	22.92	45.83	47.15	49.45	18.10	13.23	10.48
北陆药业	625.4%	24.4%	32.3%	22.74	24.30	27.51	33.04	30.64	29.85	7.59	6.56	4.94
金城医药	79.6%	-7.8%	85.1%	10.41	9.39	22.59	8.76	14.93	17.92	12.67	9.34	11.14
贝达药业	-30.1%	-35.3%	34.4%	24.43	13.36	15.63	38.38	40.55	37.75	32.63	14.27	15.74
兴齐眼药	-27.3%	-65.4%	116.3%	24.43	13.36	15.63	38.38	40.55	37.75	32.63	14.27	15.74
海辰药业	45.0%	26.9%	24.3%	14.42	11.69	11.31	48.07	61.52	59.21	11.85	3.73	3.43
普利制药	41.0%	84.4%	70.0%	30.29	29.08	33.86	21.72	22.09	21.02	28.27	7.16	6.54
天宇股份	-18.1%	63.4%	463.4%	8.43	11.16	28.07	2.28	2.55	1.78	20.61	16.25	13.28
一品红	14.1%	32.9%	25.8%	11.22	14.53	14.09	31.84	42.96	52.79	11.40	5.97	4.50
华润双鹤	18.0%	15.0%	8.8%	13.74	12.03	12.56	29.24	38.83	39.68	10.48	7.20	7.10

恒瑞医药	24.2%	26.4%	28.3%	23.80	23.32	22.03	37.50	37.11	36.37	21.34	9.34	8.98
健康元	372.5%	-67.2%	21.4%	43.35	13.03	16.66	36.77	35.51	34.91	10.96	6.36	5.65
华海药业	27.6%	-83.2%	100.4%	12.47	2.65	13.53	18.09	25.41	18.96	19.99	16.48	15.96
神奇制药	-28.8%	-18.1%	27.4%	6.89	5.31	5.46	41.71	44.51	43.64	7.02	6.22	5.69
华北制药	-65.5%	703.0%	19.0%	0.19	1.58	1.08	17.78	28.65	28.95	6.09	5.35	4.56
济民制药	29.3%	-39.4%	11.8%	9.27	6.17	8.53	17.38	18.23	18.50	11.98	10.08	9.24
博瑞医药	168.9%	59.5%	54.1%	14.48	17.96	20.35	4.27	3.22	3.09	10.77	10.76	11.84
微芯生物	359.4%	29.5%	38.4%	21.79	21.10	16.20	28.95	34.62	36.07	18.80	19.71	16.65
中药												
证券名称	归母净利润增速%			销售净利率%			销售费用率%			管理费用率%		
	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3
云南白药	7.7%	5.1%	29.6%	12.88	12.32	16.34	15.15	14.68	12.77	1.59	1.17	1.90
仁和药业	2.1%	33.2%	11.9%	11.48	13.26	14.21	16.09	17.67	16.91	7.91	6.50	6.12
华润三九	8.7%	10.0%	77.0%	11.93	10.98	19.48	42.72	48.17	42.82	8.28	5.26	5.48
奇正藏药	3.8%	6.0%	12.0%	28.56	26.17	28.37	49.14	51.93	46.92	7.74	5.80	7.69
众生药业	1.4%	3.7%	5.2%	21.54	18.23	19.34	30.22	31.75	31.26	7.04	4.25	4.49
汉森制药	28.1%	35.6%	19.6%	13.11	16.00	16.63	44.99	45.93	47.80	9.75	5.99	6.02
以岭药业	-0.2%	10.8%	2.3%	13.15	12.32	13.17	39.23	37.80	38.08	12.03	6.13	5.60
葵花药业	39.9%	32.8%	8.1%	12.19	13.59	13.32	33.13	32.36	29.74	11.52	8.07	8.26
华森制药	17.0%	22.7%	23.0%	18.91	19.53	21.99	40.41	39.71	34.82	6.43	4.69	4.44
红日药业	-31.6%	-53.2%	11.4%	13.25	5.11	14.55	39.68	42.75	41.53	11.69	9.06	7.22
同仁堂	9.0%	11.5%	0.0%	13.02	12.83	13.94	19.88	20.78	20.69	8.87	8.76	9.91
西藏药业	15.8%	-6.1%	3.4%	25.59	21.22	26.05	41.16	47.12	49.34	5.54	5.34	4.19
中恒集团	23.6%	1.4%	20.8%	29.54	18.59	20.98	34.68	64.24	62.93	10.98	5.16	4.47
羚锐制药	-37.2%	12.0%	23.0%	12.17	11.97	15.41	48.00	51.46	50.61	9.57	6.26	5.42
片仔癀	50.5%	41.6%	20.6%	21.01	23.68	25.82	10.87	8.23	8.24	7.32	5.05	4.21
千金药业	39.0%	22.9%	16.0%	7.75	9.09	7.08	29.61	29.87	28.07	6.92	4.60	5.12
马应龙	27.9%	-44.9%	143.0%	17.64	7.49	15.04	26.56	24.10	21.11	7.22	4.27	3.18
生物制品												
证券名称	归母净利润增速%			销售净利率%			销售费用率%			管理费用率%		
	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3
双林生物	-59.9%	270.3%	58.4%	2.22	8.72	19.60	11.40	17.03	15.85	27.63	18.21	11.71
长春高新	36.5%	52.1%	47.9%	22.61	27.22	32.69	38.16	38.97	35.14	14.15	6.53	4.93
华兰生物	5.2%	38.8%	26.9%	33.94	37.60	38.50	11.30	16.72	11.12	12.18	5.65	5.85
安科生物	40.8%	-5.2%	10.9%	25.70	18.11	21.85	33.87	43.83	40.41	14.57	6.75	6.46
智飞生物	1229.3%	235.7%	62.2%	32.20	27.76	23.00	23.41	14.64	9.24	13.95	2.55	1.65
沃森生物	-862.3%	-294.8%	32.1%	-83.54	120.89	20.11	37.96	39.75	40.17	29.67	14.87	14.74
博雅生物	31.1%	31.6%	11.2%	24.99	19.79	15.75	25.85	30.78	32.50	11.05	5.28	6.25
我武生物	44.0%	25.1%	30.2%	48.27	46.30	48.56	33.43	33.61	32.98	8.79	6.82	4.19
康泰药业	149.0%	102.9%	14.5%	18.49	21.60	30.90	53.00	49.85	39.50	15.67	7.69	7.89
天坛生物	350.7%	-56.8%	17.7%	70.59	25.11	27.17	5.99	6.80	6.69	14.31	6.65	6.44
华熙生物	-17.5%	90.7%	30.6%	27.17	33.56	32.26	15.34	22.46	25.31	21.40	13.42	10.20
医药商业												
证券名称	归母净利润增速%			销售净利率%			销售费用率%			管理费用率%		

名称	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3
国药一致	-10.9%	14.5%	3.8%	2.80	3.13	2.90	5.59	6.41	5.78	1.78	1.82	1.51
英特集团	-3.9%	12.4%	64.7%	1.01	1.09	1.52	2.09	2.62	2.50	1.66	1.49	1.47
一心堂	19.6%	23.3%	15.7%	5.45	5.66	6.32	27.83	26.75	27.08	4.58	4.35	3.75
鹭燕医药	13.0%	38.1%	44.2%	1.74	1.60	1.77	2.02	1.89	1.72	2.23	2.33	2.11
国药股份	108.4%	23.0%	12.7%	3.69	4.11	3.81	1.91	2.69	2.15	1.06	1.04	1.00
南京医药	32.7%	10.5%	49.0%	1.13	1.10	1.30	2.52	2.63	2.55	1.17	1.19	1.04
九州通	64.9%	-7.3%	32.0%	1.99	1.59	1.40	3.08	3.23	3.11	2.21	2.09	1.94
上海医药	10.1%	10.2%	0.8%	3.10	2.80	2.88	5.66	6.95	6.73	3.15	2.56	2.57
大参林	10.4%	11.9%	34.3%	6.40	5.93	6.86	25.91	28.07	25.67	4.67	4.69	4.16
柳药股份	25.0%	31.6%	40.1%	4.53	4.85	5.45	2.04	2.39	2.45	1.66	1.97	2.07
老百姓	24.9%	17.3%	21.4%	5.29	5.32	5.57	22.24	22.78	21.84	5.25	4.77	4.51
益丰药房	40.0%	32.8%	35.5%	6.60	6.39	6.33	26.92	27.43	25.69	4.15	3.87	4.49
医疗器械												
证券名称	归母净利润增速%			销售净利率%			销售费用率%			管理费用率		
	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3
贝瑞基因	-5654.9%	15.2%	31.1%	20.87	18.04	26.45	26.35	19.12	18.50	10.66	7.79	7.09
科华生物	-6.3%	-4.6%	3.7%	13.89	12.40	14.91	14.45	15.23	15.16	10.16	9.35	9.22
鱼跃医疗	18.3%	22.8%	13.5%	17.72	17.95	20.23	11.29	12.83	10.67	9.77	5.90	5.30
大博医疗	34.8%	25.7%	20.9%	50.60	48.95	40.62	12.15	15.66	29.75	14.80	5.50	3.86
奥美医疗	-5.8%	-2.5%	54.7%	13.63	11.16	12.66	5.17	5.57	5.59	9.66	8.90	9.44
理邦仪器	66.1%	111.7%	27.2%	4.50	8.68	13.43	22.66	23.37	22.31	30.33	8.86	7.60
迪安诊断	33.0%	11.2%	20.5%	9.27	8.45	8.51	9.28	9.31	8.56	12.76	8.85	8.21
宝莱特	-14.3%	11.5%	11.3%	9.94	9.62	10.41	15.13	15.33	15.46	9.79	5.82	5.62
凯利泰	22.8%	137.2%	39.5%	24.18%	49.45%	25.99%	16.72%	20.91%	19.56%	13.80%	13.07%	7.59%
迪瑞医疗	33.8%	18.1%	20.2%	24.33	25.71	29.84	17.40	15.56	12.73	20.39	10.23	9.61
九强生物	0.6%	10.1%	11.7%	39.34	38.84	38.10	12.54	12.32	12.13	11.92	3.92	4.14
美康生物	20.7%	12.6%	3.7%	12.47	7.93	9.49	12.84	10.07	10.52	15.00	7.19	7.02
迈克生物	19.9%	18.9%	16.5%	20.73	17.98	18.92	16.86	16.88	16.91	9.41	5.07	4.41
万孚生物	45.3%	46.1%	30.4%	19.65	21.00	21.75	20.77	21.72	23.26	17.61	8.69	8.56
健帆生物	40.7%	41.3%	36.6%	39.59	39.44	42.90	29.18	29.45	26.62	13.06	8.56	7.21
凯普生物	22.5%	22.4%	33.7%	19.15	18.39	18.95	38.22	37.49	35.13	23.83	17.93	17.43
正海生物	35.6%	39.2%	22.2%	33.74	39.81	39.55	41.75	38.77	39.37	19.64	7.67	6.55
艾德生物	40.3%	34.7%	13.5%	28.47	28.87	26.39	39.28	39.15	35.67	23.22	5.87	11.82
迈瑞医疗	61.8%	43.6%	26.7%	23.28	27.09	29.68	24.40	23.28	21.07	14.90	5.20	4.76
山东药玻	38.6%	36.3%	30.0%	11.27	13.86	15.82	8.39	8.47	8.00	8.47	6.41	5.20
新华医疗	89.2%	-65.2%	422.1%	1.49	1.19	12.85	7.76	8.27	10.85	6.30	4.59	4.70
维力医疗	-18.5%	1.3%	146.8%	9.57	7.57	14.74	8.47	9.93	11.63	12.90	13.18	12.67
辰欣药业	48.7%	37.1%	9.5%	12.34	13.21	13.74	25.68	28.61	29.40	9.93	4.28	4.46
基蛋生物	40.2%	28.7%	10.3%	39.66	36.52	32.53	20.85	22.16	18.45	18.78	8.01	7.88
安图生物	27.7%	26.0%	30.9%	32.12	29.80	28.95	16.77	16.39	15.84	14.60	4.63	4.54
心脉医疗	54.2%	43.0%	47.9%	38.38	39.22	45.45	15.72	17.39	13.15	3.68	5.89	5.60
南微医学	-377.6%	90.5%	38.9%	17.50	22.06	24.62	17.77	20.08	19.62	14.09	13.80	13.07
海尔生物	-51.0%	88.7%	78.7%	9.72	13.63	18.42	16.20	16.75	13.94	13.37	10.30	7.67

昊海生科	22.1%	11.3%	-10.0%	29.53	29.20	23.78	30.57	31.77	34.59	14.25	15.42	15.30
医疗服务												
证券名称	归母净利润增速%			销售净利率%			销售费用率%			管理费用率%		
	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3	2017	2018	2019Q3
爱尔眼科	33.2%	35.9%	37.6%	13.30	13.31	16.88	12.98	10.31	10.56	14.19	13.38	12.29
泰格医疗	114.0%	56.9%	66.1%	19.69	22.03	28.42	2.36	2.37	2.95	16.96	13.66	11.38
康龙化成	30.5%	46.9%	42.4%	9.90	11.66	12.09	2.06	1.88	1.77	14.18	13.44	13.19
通策医疗	59.1%	53.3%	45.1%	19.22	23.23	31.42	0.99	0.71	0.57	15.73	12.28	9.84
润达医疗	88.3%	19.5%	20.1%	6.88	7.24	8.59	8.61	7.39	7.40	6.76	5.36	4.34
昭衍新药	47.9%	41.7%	33.7%	25.37	26.46	21.80	1.91	1.62	2.31	25.70	18.78	18.47
药明康德	25.9%	84.2%	-8.5%	16.70	24.27	19.60	3.75	3.51	3.38	16.35	11.76	11.08
金域医学	10.9%	23.8%	94.2%	5.49	5.64	8.34	16.77	15.50	14.99	17.12	9.76	9.18

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

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

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。