

医药生物行业

2020 年投资策略：返璞归真，回归本源

核心观点：

- **国内药品定价体系重塑期，新的定价体系逐渐明朗。** 国家医保局成立以后，作为现阶段国内医药支付端单一最大买方，开始推行仿制药带量采购，创新药谈判进医保，一举打破国内原有的药品定价体系。现阶段，新的药品定价体系正在逐步明朗。医疗器械的地方试点集采模式逐步推进，药监体系标准国际化是本轮药品监管体系改革的核心，以 CFDA 加入 ICH 成为其全球第 8 个监管机构成员为标志，围绕药品研发生产全过程监管体系进行了一系列改革，激发产业创新活力。
- **创新药研发持续高涨，专业化分工已经开始。** 通过 CDE 进入国内临床开发的国内外创新药项目量持续创新高，从早期阶段到二三期，临床开发壁垒可能逐步突显，有利于国内创新药产业健康发展。初创企业融资途径逐步优化，为创新药研发保驾护航；传统药企加快新药布局，大药企与 biotech 在产业链的分工合作已经开始，以恒瑞医药为代表的传统药企在创新药研发领域已布局十余年，目前已经形成丰富且高质量的研发管线；部分企业现阶段已经进入创新成果的收获期，开始充分享受国内创新药市场红利。
- **人才红利驱动 CRMO 全球化机会，医药消费领域成长确定性高。** 国内工程师红利仍是 CRMO 企业增长的长期驱动力，产业链一体化扩张有望成为提升综合竞争力的主要途径。手术器械下沉推动医院盈利模式转变，国内器械/药品占比持续提高，但仍与美国存在较大差距，国内器械成长空间仍然较大。结合国内政策与全球市场情况，我们看好骨科器械、IVD、微创医疗器械等细分领域。医疗服务行业品牌重要性凸显，需求潜力较大，主要连锁医疗龙头今年以来维持快速扩张趋势；高端疫苗兼具高成长与政策免疫属性，商业化价值不弱于一般创新药；生长激素仍是典型消费升级品种，渗透率仍存在较大提升空间。
- **重点投资组合和关注标的。** 医药产业目前进入深层次转型期，创新药、拥有技术难度的高壁垒产品将成为大势所趋，创新体系完备、短期迎来收获企业、创新产业链相关企业最有望受益。我们重点看好以下投资组合：1) 创新药组合：恒瑞医药、石药集团、金斯瑞生物科技、中国生物制药、丽珠集团；关注标的：翰森制药、信达生物-B、君实生物-B；2) 进口替代组合：威高股份；关注标的：迈瑞医疗、南微医学、启明医疗-B、爱康医疗；3) 国际化组合：药明康德；关注标的：药明生物；4) 医疗消费组合：爱尔眼科、通策医疗、康泰生物、沃森生物、康希诺生物-B、长春高新；关注标的：锦欣生殖；5) 低估值组合：国药股份、一心堂、国药一致、中国中药。
- **风险提示。** 药品审评进度低于预期；带量采购进度及范围超预期；创新药研发投入低预期。

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-12-16

相对市场表现



分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004

SFC CE No. BOR756



021-60750612



luojiarong@gf.com.cn

分析师：

孙辰阳



SAC 执证号：S0260518010001

021-60750628



sunchenyang@gf.com.cn

分析师：

孔令岩



SAC 执证号：S0260519080001

021-60750612



konglingyan@gf.com.cn

分析师：

马步云



SAC 执证号：S0260519080009

SFC CE No. BOS189



0755-88286935



mabuyun@gf.com.cn

请注意，孙辰阳、孔令岩并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：

李安飞 021-60750612

lianfei@gf.com.cn

联系人：

李东升

lidongsheng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
恒瑞医药	600276	CNY	86.85	2019/11/08	买入	94.20	1.19	1.57	72.98	55.32	64.75	49.03	20.9	21.9
康泰生物	300601	CNY	89.55	2019/12/09	买入	91.00	0.91	1.29	98.41	69.42	85.47	59.08	24.9	26
一心堂	002727	CNY	22.53	2019/02/27	买入	33.60	1.12	1.34	20.12	16.81	12.02	10.21	13.6	14
爱尔眼科	300015	CNY	40.83	2019/08/26	买入	37.80	0.45	0.57	90.73	71.63	54.50	42.33	17.7	18.5
通策医疗	600763	CNY	105.25	2019/10/31	买入	125.80	1.48	1.88	71.11	55.98	46.94	37.00	26.5	25.2
长春高新	000661	CNY	445	2019/10/24	买入	469.99	8.24	10.93	54.00	40.71	36.22	27.32	21.8	23.3
沃森生物	300142	CNY	31.31	2019/08/25	买入	36.90	0.15	0.82	208.73	38.18	175.68	28.13	4.7	20.7
药明康德	603259	CNY	94.58	2019/10/31	买入	104.40	1.39	1.74	68.04	54.36	67.81	52.06	11.2	12.3
丽珠集团	000513	CNY	30.39	2019/08/18	增持	29.10	1.32	1.51	23.02	20.13	18.98	17.30	10.2	10.4
国药股份	600511	CNY	24.19	2019/08/22	买入	37.57	2.22	2.57	10.90	9.41	6.72	5.91	15.6	15.2
石药集团	01093	HK	17.78	2019/11/19	买入	23.38	0.72	0.88	24.69	20.20	18.90	15.30	24.1	24.8
中国生物 制药	01177	HK	10.34	2019/11/27	买入	14.22	0.23	0.28	44.96	36.93	22.30	19.00	9.2	9.8
威高股份	01066	HK	9	2019/10/21	买入	12.2	0.42	0.50	21.43	18.00	13.17	11.31	11.7	12.5
中国中药	00570	HK	3.48	2019/9/3	买入	6.2	0.33	0.39	10.55	8.92	5.30	4.61	10.4	11.4
药明康德	02359	HK	97.2	2019/10/31	买入	106.29	1.55	1.94	62.63	50.03	67.81	52.06	11.2	12.3
丽珠医药	01513	HK	21.65	2019/8/18	增持	26.52	1.47	1.69	14.69	12.84	18.98	17.30	10.2	10.4
金斯瑞生 物科技	01548	HK	18.64	2019/12/9	买入	29.02	-0.02	-0.04	-	-	-	-	-	-
康希诺生 物-B	06185	HK	50.25	2019/11/7	买入	71.78	-0.95	-1.15	-	-	-	-	-	-

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、政策推动国内医疗体制改革，激发产业创新活力	7
(一) 医疗体系改革宏观目标：三医联动	7
(二) 国内药品定价体系重塑期，新的定价体系逐渐明朗	8
(三) 医疗器械的地方试点集采模式逐步推进	15
(四) 药品监管体系改革推向深化，激发产业创新活力	16
二、创新药研发持续高涨，专业化分工已经开始	20
(一) 国内新药研发热度不减，从早期阶段到二三期，临床开发壁垒可能逐步突显	20
(二) 初创企业融资途径逐步优化，为创新药研发保驾护航	21
(三) 传统药企加快新药布局，大药企与 BIOTECH 在产业链的分工合作已经开始 ..	23
三、人才红利驱动下的 CRMO 全球化机会	25
(一) 人力成本优势是国内 CRMO 企业有望长期维持的全球优势	25
(二) 产业链一体化扩张有望成为提升综合竞争力的主要途径	25
(三) 临床 CRO：潜力更大的细分市场，龙头效应依然显著	27
(四) CMO：临床早期订单数量快速增长，商业化转化提升空间大	27
(五) 大分子和精准医疗 CRMO：创新药研发热潮助力业务高速发展	28
四、手术器械下沉推动行业发展，骨科和化学发光潜力较大	30
(一) 政策红利：手术器械下沉推动医院盈利模式转变	30
(二) 骨科器械和化学发光是潜力较大的两个重点领域	32
五、医药消费需求快速增长，医疗服务和疫苗维持高景气	39
(一) 医疗服务行业品牌重要性凸显，需求潜力较大	39
(二) 高端疫苗兼具高成长与政策免疫属性，生长激素渗透率仍有较大提升空间 ..	45
六、重点投资组合和关注标的	52
(一) 创新药组合：恒瑞医药、石药集团、金斯瑞生物科技、中国生物制药、丽珠集团；关注标的：翰森制药、信达生物-B、君实生物-B	52
(二) 进口替代组合：威高股份；关注标的：迈瑞医疗、南微医学、启明医疗-B、爱康医疗	57
(三) 国际化组合：药明康德；关注标的：药明生物	60
(四) 医疗消费组合：爱尔眼科、通策医疗、康泰生物、沃森生物、康希诺生物-B、长春高新；关注标的：锦欣生殖	63
(五) 低估值组合：国药股份、一心堂、国药一致、中国中药	67
七、风险提示	71

图表索引

图 1: “三医”联动中医保、医疗、医药三方的合作效率逐步提升	7
图 2: 历次医保谈判入选创新药品种数	13
图 3: 2019 年医保谈判新入选创新药至上市时间分布	13
图 4: 排队待审评的注册申请持续减少(受理号计)	17
图 5: CDE 评审 ANDA 批准上市率(受理号计)	17
图 6: 一致性评价申请注册量(按受理号计)	18
图 7: 新药从 CDE 受理至批准临床时间间隔(天)	19
图 8: 新药从 CDE 受理至批准上市的时间间隔(天)	19
图 9: CDE 承办 IND 数量持续创新高(按品种计)	20
图 10: CDE 承办新药上市申请(按品种计)	20
图 11: 截止 2019 年 11 月国产新药临床开发进度分布(按品种计)	20
图 12: 港交所上市规则第 18A 章(生物科技章节)	22
图 13: 科创板上市条件总结	22
图 14: 港交所 18A 和科创板上市 biotech 企业市场表现	23
图 15: 传统大药企创新转型	23
图 16: 美国 biotech 企业与成熟大药企在创新药产业链上的分工	24
图 17: 各年度全国医学专业研究生毕业生数量及增速(单位: 人)	25
图 18: 中国和欧美主要国家年平均工资对比(2018 年, 美元)	25
图 19: 近两年主要 CMO 企业各阶段合同外包生产订单数量	28
图 20: 基层医院万元以上设备数量明显提高(单位: 台)	30
图 21: 县属综合医院出院病人检测费用及服务费用增速明显快于药费增速(单位: 元)	30
图 22: 近年基层医疗卫生机构数量逐步提高	30
图 23: 近年公立医院医疗收入中手术收入增速快于整体医疗收入增速	31
图 24: 近年公立医院住院收入中手术收入增速快于住院收入增速	31
图 25: 公立医院政府补助收入增速基本稳定	32
图 26: 国内器械/药品销售占比与美国有较大差距	33
图 27: 国内骨科器械市场维持较快增长	33
图 28: 国内骨科器械进口替代空间较广阔(2018)	33
图 29: 国内骨科医院数量持续增长	34
图 30: 骨科医院卫生从业人员数量保持较快增长	34
图 31: 凯立泰骨科植入物收入规模增速和利润率(亿元)	34
图 32: 春立医疗收入和净利润情况(亿元)	34
图 33: 春立医疗利润率和费用率情况	34
图 34: 爱康医疗收入和净利润情况(亿元)	35
图 35: 爱康医疗利润率和费用率情况	35
图 36: 大博医疗骨科业务收入情况(亿元)	35
图 37: 大博医疗骨科业务毛利率情况	35
图 38: 国内体外诊断市场规模及增速	36
图 39: 国内免疫及分子诊断市场持续较快增长(单位: 亿元)	36
图 40: 国内化学发光检测占比与发达国家水平仍有差距	38

图 41: 高端疫苗销售曲线分析	46
图 42: 2018 年国内疫苗类别占比情况 (批签发量口径)	46
图 43: 中国大陆疫苗市场分类规模及预测 (10 亿元)	46
图 44: 国内重磅疫苗上市进度及预测	47
图 45: 全球与中国大陆历年新生儿数量对比	47
图 46: 我国居民历年可支配收入情况	51
图 47: 我国居民历年消费结构情况	51
图 48: 石药集团成长路径解析	53
图 49: 中国生物制药成长路径解析	55
图 50: 翰森制药营收和净利润增长 (亿元)	56
图 51: 翰森制药各疾病领域占比变化	56
图 52: 不同 TAVR 产品术后一年对比	58
图 53: Venus A-Valve 术后一年 AR 发病率	58
图 54: 不同 TAVR 产品术后五年对比	58
图 55: 启明医疗-B 产品管线	59
图 56: 中国生物药研发服务市场增长 (亿人民币元)	61
图 57: 全球生物药研发服务市场增长 (亿美元)	61
图 58: 药明生物收入增长情况 (百万人民币元)	62
图 59: 药明生物净利润增长情况 (百万人民币元)	62
图 60: 药明生物毛利情况 (百万人民币元)	62
图 61: 金斯瑞生物药 CDMO 收入情况 (万美元)	62
图 62: 药明生物订单情况	62
图 63: 中国和美国辅助生殖服务渗透率	66
图 64: 全球各地区辅助生殖服务市场规模 (亿美元)	66
图 65: 天江药业销售额和净利润增速 (亿元)	69
图 66: 天江药业销售额同比和环比增速 (%)	69

表 1: 医保局主导的“4+7”带量采购及“4+7”带量采购全国扩面中标企业及中标价格	8
表 2: 第一批带量采购乳腺的 25 个品种在样本医院销量情况	10
表 3: 医保局主导的带量采购规则演进	12
表 4: 主要跨国药企中国区业务表现	13
表 5: 2016-2018 年医保谈判入选国产品种样本医院销售额(万元)	13
表 6: 2016-2018 年医保谈判入选进口品种样本医院销售额(万元)	14
表 7: 各省市医用耗材集采政策	15
表 8: 已通过一致性评价的口服制剂	17
表 9: 已通过一致性评价注射剂	18
表 10: 即将陆续上市的国产新药	21
表 11: 2019 年主要 CRMO 公司并购/投资活动(万元)	26
表 12: 过去一年泰格医药在临床 CRO 领域主要战略合作	27
表 13: 过去一年小分子 CMO 领域主要战略合作	28
表 14: 药明生物产能扩建	28
表 15: 过去一年大分子和精准医疗领域主要战略合作	29
表 16: 基层医院提升整体能力要求	31
表 17: 全球医疗器械市场情况	32
表 18: IVD 各细分领域国产与进口产品市场份额	36
表 19: 国产厂家化学发光仪器投放情况	36
表 20: 国内不同等级医院数量	37
表 21: 国内化学发光仪器数量测算	37
表 22: 通策医疗自建和收购持续推进	40
表 23: 爱尔眼科 2019 上半年并购新建分院情况	40
表 24: 爱尔 2019 年 10 月 29 日并购扩大合作方范围	41
表 25: 爱尔眼科 2019 下半年并购项目	41
表 26: 四大连锁药店门店布局情况	43
表 27: 益丰药房 2019 年发生 9 起并购事件	44
表 28: 老百姓 2019 年发生 6 起并购事件	44
表 29: 大参林 2019 年发生 5 起并购事件	45
表 30: 一心堂 2019 年自建门店数量	45
表 31: 国内二类苗价格对比	47
表 32: 国内疫苗上市公司研发管线概览	48
表 33: 美国和中国获批的重组人生长激素 (rh-GH) 适应症	50
表 34: 石药集团未来 3 年计划上市的创新药和新型制剂产品(亿元)	54
表 35: 启明医疗-B 全球布局	59
表 36: 中国 IVF 市场份额情况(2018 年)	67
表 37: 中国等级医院情况统计(2018 年)	70

一、政策推动国内医疗体制改革，激发产业创新活力

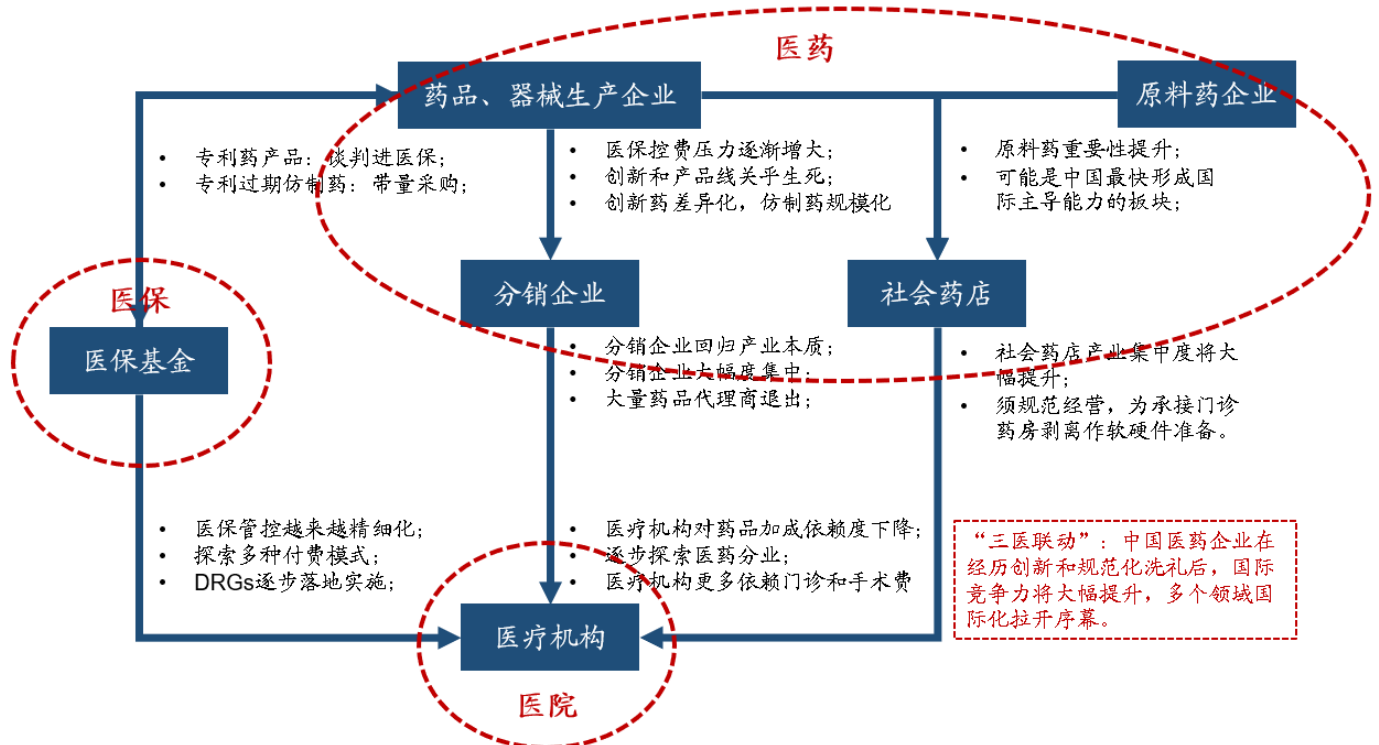
（一）医疗体系改革宏观目标：三医联动

“三医”联动是医疗、医药和医保部门或领域之间的协调工作机制，也就是医保体制改革、卫生体制改革与药品流通体制改革的联动，2019年1月全国卫生健康工作会议要求坚持“三医”联动，把医改推向纵深。2019年全年，多项相关政策出台，逐步推进从政府财政支持下的医保支付端向医药、医疗领域的供给侧改革：

- 6月确定在北京、天津、上海等30个城市2020年开始试点按疾病诊断相关分组付费（DRGs），试点优化支付结构，缓解医疗费用增长过快，同时倒逼医院端重视成本管控和运行效率；
- 9月“4+7”带量采购25个品种全国扩面采购试点和11月第四轮医保谈判，从支付端推动用药改革，目的是使技术性和经济性都好的药能在临床使用，推动药企在终端研究层面的代际竞争和互补，配合“两票制”优化医药流通环节；

“三医”联动联系医保、医院和所有医药企业，将不同环节之间的合作趋于合理化，医保资金使用效率提升，医疗机构激励机制更加透明，产业链各环节合作效率显著提升；在经历创新和规范化改革后，中国医药企业的国际竞争力有望大幅提升，多个领域国际化有望加速推进。

图1：“三医”联动中医保、医疗、医药三方的合作效率逐步提升



数据来源：卫健委，广发证券发展研究中心

(二) 国内药品定价体系重塑期, 新的定价体系逐渐明朗 仿制药回归本质, 新旧定价体系转换期

国家医保局成立以后, 作为现阶段国内医药支付端单一最大买方, 开始推行仿制药带量采购, 一举打破国内原有的仿制药定价体系。现阶段, 新的仿制药价格体系正在形成过程中。

表1: 医保局主导的“4+7”带量采购及“4+7”带量采购全国扩面中标企业及中标价格

序号	通用名	剂型	规格包装	4+7 集采		4+7 扩面	
				中选企业	价格(片/粒/支/瓶/袋)	中选企业	价格(片/粒/支/瓶/袋)
1	阿托伐他汀钙片	片剂	10mg*14片	北京嘉林	0.55	齐鲁制药	0.12
	阿托伐他汀钙片	片剂	20mg*14片	--	--		0.20
	阿托伐他汀钙片	片剂	10mg*28片	--	--	兴安药业	0.13
	阿托伐他汀钙片	片剂	10mg*14片	--	--	乐普制药	0.32
	阿托伐他汀钙片	片剂	20mg*7片	北京嘉林	0.94		0.55
2	瑞舒伐他汀钙片	片剂	5mg*28片	京新药业	0.46	瀚晖制药	0.12
	瑞舒伐他汀钙片	片剂	10mg*28片		0.78		0.20
	瑞舒伐他汀钙片	片剂	5mg*60片	--	--	Lek	0.13
	瑞舒伐他汀钙片	片剂	10mg*30片	--	--		0.23
	瑞舒伐他汀钙片	片剂	10mg*14片	--	--	南京正大天晴	0.30
3	硫酸氢氯吡格雷片	片剂	75mg*14片	--	--	石药欧意	2.44
	硫酸氢氯吡格雷片	片剂	75mg*30片	--	--		2.37
	硫酸氢氯吡格雷片	片剂	75mg*7片	信立泰	3.18	赛诺菲	2.54
	硫酸氢氯吡格雷片	片剂	25mg*20片		1.32	乐普药业	1.24
	硫酸氢氯吡格雷片	片剂	25mg*10片		1.35	--	--
	硫酸氢氯吡格雷片	片剂	75mg*7片	--	--	乐普药业	2.98
4	厄贝沙坦片	片剂	75mg*12片	--	--	瀚晖制药	0.19
	厄贝沙坦片	片剂	150mg*12片	--	--		0.33
	厄贝沙坦片	片剂	75mg*28片	--	--	华海药业	0.20
	厄贝沙坦片	片剂	75mg*28片	华海药业	0.20		0.20
	厄贝沙坦片	片剂	75mg*42片		0.20		0.19
	厄贝沙坦片	片剂	75mg*60片	--	--	--	0.19
	厄贝沙坦片	片剂	150mg*7片	--	--	恒瑞医药	0.35
	厄贝沙坦片	片剂	150mg*14片	--	--		0.35
5	苯磺酸氨氯地平片	片剂	5mg*21片	--	--	苏州东瑞	0.06
	苯磺酸氨氯地平片	片剂	5mg*28片	京新药业	0.15	--	--
	苯磺酸氨氯地平片	片剂	5mg*14片	--	--	国药容生	0.06
	苯磺酸氨氯地平片	片剂	5mg*7片	--	--	重庆药友	0.07
6	恩替卡韦分散片	分散片	0.5mg*21片	--	--	苏州东瑞	0.18
	恩替卡韦分散片	分散片	0.5mg*28片	正大天晴	0.62	--	--
	恩替卡韦片	片剂	0.5mg*28片	--	--	百奥药业	0.20
	恩替卡韦胶囊	胶囊	0.5mg*28片	--	--	广生堂	0.27
7	草酸艾司西酞普兰片	片剂	10mg*7片	科伦药业	4.42	洞庭药业	3.98
	草酸艾司西酞普兰片	片剂	10mg*10片		4.36		3.93
	草酸艾司西酞普兰片	片剂	10mg*14片		4.31		3.88
	草酸艾司西酞普兰片	片剂	10mg*7片	--	--	京卫制药	4.00
	草酸艾司西酞普兰片	片剂	10mg*7片	--	--	科伦药业	4.27
	草酸艾司西酞普兰片	片剂	10mg*10片	--	--		4.22
	草酸艾司西酞普兰片	片剂	10mg*14片	--	--		4.16
8	盐酸帕罗西汀片	片剂	20mg*14片	华海药业	1.69	华海药业	1.58
	盐酸帕罗西汀片	片剂	20mg*20片		1.67		1.56
	盐酸帕罗西汀片	片剂	20mg*30片	--	--	--	1.54
	盐酸帕罗西汀片	片剂	20mg*14片	--	--	福元医药	1.64

	盐酸帕罗西汀片	片剂	20mg*20片	--	--		1.62	
9	奥氮平片	片剂	5mg*14片	江苏豪森	5.53	齐鲁制药	1.46	
	奥氮平片	片剂	10mg*14片	--	--		2.48	
	奥氮平片	片剂	5mg*14片	--	--	江苏豪森	3.57	
	奥氮平片	片剂	10mg*7片	江苏豪森	9.64		6.23	
	奥氮平片	片剂	5mg*20片	--	--	Dr.Reddy's	3.64	
	奥氮平片	片剂	10mg*20片	--	--		6.19	
		头孢呋辛酯片	片剂	250mg*6片	成都倍特	0.53	国药致君	0.37
10	头孢呋辛酯片	片剂	250mg*12片		0.51			0.36
	头孢呋辛酯片	片剂	250mg*18片	--	--			0.35
	头孢呋辛酯片	片剂	250mg*24片	--	--			0.35
	头孢呋辛酯片	片剂	250mg*8片	--	--	白云山天心制药	0.48	
	头孢呋辛酯片	片剂	250mg*12片	--	--	京新药业	0.48	
		利培酮片	片剂	1mg*30片	--	--	齐鲁制药	0.05
11	利培酮片	片剂	1mg*60片	华海药业	0.17			0.05
	利培酮片	片剂	3mg*10片	--	--			0.12
	利培酮片	片剂	1mg*30片	--	--	常州四药制药	0.12	
	利培酮片	片剂	1mg*60片	--	--	华海药业	0.12	
	利培酮片	片剂	1mg*60片	--	--			0.12
		吉非替尼片	片剂	250mg*10片	阿斯利康	54.70	齐鲁制药	25.70
12	吉非替尼片	片剂	250mg*10片	正大天晴			45.00	
	吉非替尼片	片剂	250mg*10片	阿斯利康			54.70	
		福辛普利钠片	片剂	10mg*14片	--	--	华海药业	0.84
13	福辛普利钠片	片剂	10mg*21片	--	--			0.83
	福辛普利钠片	片剂	10mg*28片	--	--			0.82
	福辛普利钠片	片剂	10mg*14片	中美上海施贵宝	0.84	中美上海施贵宝	0.84	
		厄贝沙坦氢氯噻嗪片	片剂	(150mg+12.5mg)*14片	华海药业	1.09	南京正大天晴	1.02
14	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	片剂	(150mg+12.5mg)*14片	--	--	华海药业	1.05	
	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	片剂	(150mg+12.5mg)*14片	--	--			1.05
	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	片剂	(150mg+12.5mg)*14片	华海药业	1.06			1.02
	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	片剂	(150mg+12.5mg)*14片	--	--	赛诺菲	1.09	
	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	片剂	(150mg+12.5mg)*14片	--	--		1.09	
15	赖诺普利片	片剂	10mg*28片	华海药业	0.23	华海药业	0.23	
16	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	片剂	300mg*30片	--	--	齐鲁制药	0.29	
	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	片剂	300mg*30片	--	--	杭州和泽医药	0.38	
	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	片剂	300mg*10片	成都倍特	0.62	成都倍特	0.49	
	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	片剂	300mg*30片		0.59		0.47	
17	氯沙坦钾片	片剂	50mg*14片	华海药业	1.05	华海药业	1.05	
	氯沙坦钾片	片剂	50mg*7片			--	--	
	氯沙坦钾片	片剂	50mg*28片	--	--	华海药业	1.02	
	氯沙坦钾片	片剂	100mg*7片	华海药业	1.83			1.83
	氯沙坦钾片	片剂	100mg*14片				1.79	
18	马来酸依那普利片	片剂	5mg*16片	扬子江	0.33	扬子江	0.33	
	马来酸依那普利片	片剂	10mg*16片		0.56		0.56	
19	左乙拉西坦片	片剂	250mg*30片	京新药业	2.40	京新药业	2.39	
	左乙拉西坦片	片剂	250mg*30片	京新药业	2.40	普洛康裕制药	2.40	
	左乙拉西坦片	片剂	250mg*50片	--	--		2.35	
20	甲磺酸伊马替尼胶囊	胶囊	100mg*60粒	--	--	正大天晴药业	9.77	
	甲磺酸伊马替尼片	片剂	100mg*12片	--	--	江苏豪森	11.01	
	甲磺酸伊马替尼片	片剂	100mg*60片	江苏豪森	10.40		10.38	
21	孟鲁司特钠片	片剂	10mg*5片	安必生	3.88	安必生	3.79	
	孟鲁司特钠片	片剂	10mg*5片		3.88	默沙东	3.88	

	孟鲁司特钠片	片剂	10mg*30片	--	--		3.63
22	蒙脱石散	散剂	3g*15袋	海南先声药业	0.68	湖南华纳大药厂	0.28
	蒙脱石散	散剂	3g*10袋		0.68	--	--
	蒙脱石散	散剂	3g*12袋	--	--	哈药集团	0.30
	蒙脱石散	散剂	3g*12袋	--	--	浙江海力生制药	0.33
23	注射用培美曲塞二钠	注射剂	100mg/支	四川汇宇	810.00	四川汇宇	798.00
	注射用培美曲塞二钠	注射剂	500mg/支		2776.97		2735.83
	注射用培美曲塞二钠	注射剂	100mg/支	--	--	礼来	809.00
	注射用培美曲塞二钠	注射剂	500mg/支	--	--		2773.54
24	氟比洛芬酯注射液	注射剂	5ml:50mg*5支	北京泰德	21.95	北京泰德	21.88
	氟比洛芬酯注射液	注射剂	5ml:50mg*5支			武汉大安	21.95
25	盐酸右美托咪定注射液	注射剂	2ml:0.2mg*4支	扬子江	133.00	扬子江	133.00

数据来源：联合采购办公室，广发证券发展研究中心

带量采购品种放量及市场份额提升明显，超额完成是大概率事件。第一批25个品种带量采购从今年4月开始执行，根据米内网统计的样本医院数据销售量情况，总体上可以看出几点趋势：1)已有多家厂商供货的品种，带量采购执行后，中选企业放量非常明显，大部分中选企业在2019年Q2的销量环比翻倍增长；2)中选企业抢占未中选企业市场份额，大部分中选企业2019年Q2销量的增长幅度远高于同规格整体销量的增长幅度，部分产品中选规格整体销量甚至没有增长或者下滑；3)中选品种中选规格抢占非中选规格市场份额。整体而言，第一批带量采购在执行层面很可能超额完成。

表2：第一批带量采购乳糜的25个品种在样本医院销量情况

品种名称	规格	生产商	销量(万片·粒·支·瓶·袋)					
			2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
阿托伐他汀口服常释剂型	10mg	中标企业	6828	7277	7073	5872	5576	9144
		所有生产商	13131	14149	13913	12681	12799	13669
	20mg	中标企业	8054	8803	9549	9957	11229	24951
		所有生产商	46231	48073	50323	51134	52411	59239
瑞舒伐他汀口服常释剂型	10mg	中标企业	--	--	--	--	11940	41887
		所有生产商	28186	28614	30273	29404	41439	64563
	5mg	中标企业	--	--	--	--	3968	12816
		所有生产商	20708	23116	23157	26100	22864	27146
氯吡格雷口服常释剂型	25mg	中标企业	97077	99542	100939	93925	89451	103921
		所有生产商	133787	136701	140614	131776	123767	122473
	75mg	中标企业	300	323	488	790	1798	6544
		所有生产商	18785	19271	19463	18661	19184	20051
	75mg	中标企业	3188	2829	3127	4831	18674	64970

厄贝沙坦口服常释剂型		所有生产商	6100	5782	5969	7943	21923	67210
		所有生产商	17080	16816	17224	17272	17050	12784
氨氯地平口服常释剂型	5mg	中标企业	--	--	--	--	19053	65198
		所有生产商	76222	72234	70820	72132	108749	175028
	10mg	所有生产商	698	1017	1745	1966	2745	2059
	2.5mg	所有生产商	587	761	735	724	656	714
恩替卡韦口服常释剂型	0.5mg	中标企业	5153	8363	11810	12148	23058	74703
		所有生产商	17878	22493	25480	24938	33989	81418
艾司西酞普兰口服常释剂型	10mg	中标企业	1139	1152	1223	1416	1761	3869
		所有生产商	17586	18709	19623	19286	18345	16985
帕罗西汀口服常释剂型	20mg	中标企业	10430	10766	11882	12032	12320	14442
		所有生产商	16047	16051	17591	17298	17312	17572
奥氮平口服常释剂型	10mg	中标企业	2854	2764	2810	2762	2976	2982
		所有生产商	3800	3666	4059	4066	3789	3721
	5mg	中标企业	8858	9098	8864	9457	9758	12137
		所有生产商	18727	18768	19226	18755	19475	19762
头孢呋辛酯(头孢呋辛)口服常释剂型	250mg	中标企业	11	6	18	16	1194	5711
		所有生产商	10507	9770	9667	10071	10356	10562
	125mg	所有生产商	4195	4281	3910	4484	4153	2931
	500mg	所有生产商	327	492	540	650	536	353
利培酮口服常释剂型	1mg	中标企业	3523	2960	3177	2594	9480	30486
		所有生产商	33909	31759	34717	33622	38717	49606
	2mg	所有生产商	2266	2266	2456	2141	2496	2172
吉非替尼口服常释剂型	250mg	中标企业	705	713	555	582	561	786
		所有生产商	872	918	832	938	990	1200
福辛普利口服常释剂型	10mg	中标企业	3827	3612	3613	3372	3789	5438
		所有生产商	5717	5658	5606	5552	5949	6675
厄贝沙坦氢氯噻嗪口服常释剂型	150mg+12.5mg	中标企业	0	0	1	0	3813	10872
		所有生产商	12662	12593	13141	14329	19638	26939
赖诺普利口服常释剂型	10mg	中标企业	359	343	343	383	771	771
		所有生产商	523	490	495	509	866	812
替诺福韦二吡啶酯口服常释剂型	300mg	中标企业	2343	3927	4675	5148	6923	16785
		所有生产商	16559	21025	24861	25846	26342	34805
氯沙坦口服常释剂型	100mg	中标企业	1771	1889	1996	2031	3234	4658
		所有生产商	5604	5479	5692	5467	6196	6332
	50mg	中标企业	2286	2311	2477	2307	3427	6669
		所有生产商	8140	8056	8369	8082	8769	8887
依那普利口服常释剂型	10mg	中标企业	2420	2457	2306	2243	2631	4217
		所有生产商	9379	8783	8396	8275	8646	10063
	5mg	中标企业	1254	1169	1039	1024	1155	1360
		所有生产商	3079	2642	2469	2705	2463	2365
	250mg	中标企业	343	403	550	848	2898	9147

左乙拉西坦口服常释剂型		所有生产商	12961	11086	14831	12664	15279	17560
	500mg	所有生产商	25275	22974	26440	24027	24771	21729
曲马多口服常释剂型	50mg	中标企业	6854	7029	7428	8214	8878	15428
		所有生产商	13097	13334	14315	15299	16075	21739
孟鲁司特口服常释剂型	10mg	中标企业	--	--	--	--	403	2338
		所有生产商	6283	6177	6250	6282	6642	6220
蒙脱石口服散剂	3g	中标企业	407	436	659	449	1626	4638
		所有生产商	8986	6955	8640	6693	8694	8382
培美曲塞注射剂	100mg	中标企业	--	--	0	0	1	4
		所有生产商	3	4	7	8	7	10
	500mg	中标企业	--	--	--	0	0	1
		所有生产商	2	2	1	1	2	2
氟比洛芬酯注射剂	50mg/5ml	中标企业	360	437	451	432	388	396
		所有生产商	360	437	451	432	388	396
右美托咪定注射剂	2ml:200ug	中标企业	--	--	--	0	15	58
		所有生产商	133	144	156	154	166	161
	1ml:100ug	所有生产商	17	19	22	25	28	27

数据来源：米内网，广发证券发展研究中心(红色为带量采购开始执行季度)

医保局主导的仿制药带量采购对仿制药价格体系的重塑是短期内仿制药行业主要矛盾。规则还在不断优化中，随着医保局政策出台和执行进度，以及医保局与仿制药企业、仿制药企业间的博弈导致诸如规则修订、终端格局变化等短期波动，这个过程可能会持续一段时间。但是，比较确定的是，仿制药盈利模式将与国外趋同，产品进入低毛利、低费用发展阶段，单个品种甚至可能会出现亏损的情况；仿制药企业未来会向高效率、低成本、规模化、制剂差异化、仿创结合的方向发展。

表3：医保局主导的带量采购规则演进

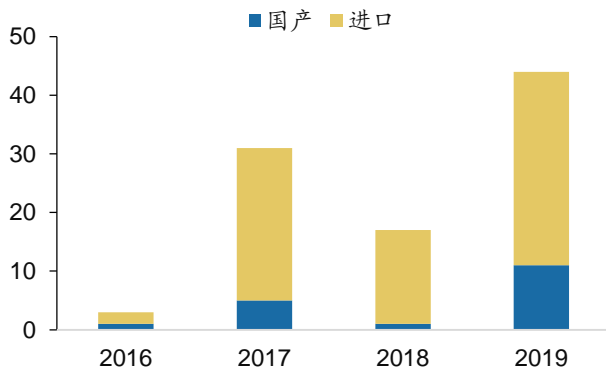
4+7 带量采购	4+7 带量产品全国扩面	第二轮带量采购
时间：2018 年	时间：2019 年	时间：2020 年
执行范围：4+7 个城市	执行范围：除 4+7 以外全国范围	执行范围：全国
采购周期：12 个月	采购周期：12 个月	采购周期：12 个月或更长
竞标资格：原研厂商、通过一致性评价厂商	竞标资格：原研厂商、通过一致性评价厂商	竞标资格：原研厂商、通过一致性评价厂商
中选企业：最低价独家	中选企业：不超过 3 家	中选企业：符合条件企业 N-1 家中选，中选企业不超过 6 家
--	供货市场选择权：竞标价由低到高选择优先供货市场	供货市场选择权：竞标价由低到高选择优先供货市场

数据来源：联合采购办公室，广发证券发展研究中心

创新药盛宴已经开启，国家医保下的价格形成体系逐渐明朗

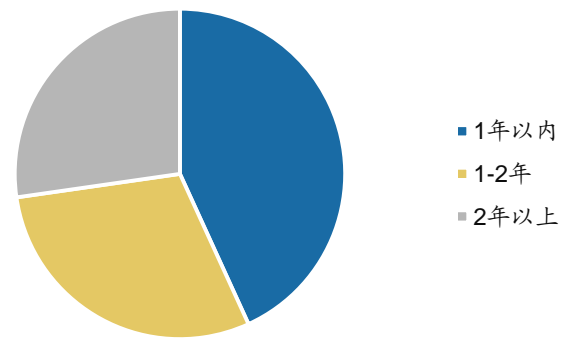
医保谈判机制打开了国内新药市场大幅扩容的大门，国内创新药盛宴已经开启，头部企业优先列席。过去国家医保目录的调整时间间隔在5年以上，很多新药在国内上市后无法享受医保支付。医保局主导下的国家医保目录调整更频繁(2年)，同时开展不定期的集中谈判，未来可能出现动态谈判，创新药得以在上市后在最短的时间内通过谈判进入国家医保目录。

图2: 历年医保谈判入选创新药品种数



数据来源: 医保局, 人社部, 卫健委, 广发证券发展研究中心

图3: 2019年医保谈判新入选创新药至上市时间分布



数据来源: 医保局, 广发证券发展研究中心

外资跨国大药企在国内市场多以创新药(或创新器械)为主, 已经发布的四轮医保谈判入选品种中, 多家外资药企的产品入选。从几家国内市场代表性外企药企来看, 截止其三季报发布, 受益于重磅产品进入国家医保, 中国区市场销售收入增长靓丽。

表4: 主要跨国药企中国区业务表现

跨国药企	中国市场表现
阿斯利康	2019年前三季度中国区收入 36.91 亿美元, 同比增长 37%
诺和诺德	2019年前三季度中国区收入 14.7 亿美元, 同比增长 13%, 单三季度增长 17%, 前三季度利拉鲁肽同比增长 67%
默沙东	2019年前三季度中国区收入 24.23 亿美元, 同比增长 55.72%, 单三季度收入 9.14 亿美元, 同比增长 78.52%
辉瑞	普强 Q3 中国区收入增长 2%
礼来	中国市场 Q3 收入增长 33%
诺华	中国市场 Q3 收入增长超 20%
罗氏	中国市场 Q3 收入增长 53%(Q1 和 Q2 增速分别为 64%和 58%)

数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

表5: 2016-2018年医保谈判入选国产品种样本医院销售额(万元)

产品	厂商	谈判时间	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
埃克替尼	贝达药业	2016	5,447	5,867	5,283	5,616	6,638	7,538	8,105	9,478	10,249	12,134	11,175	11,408	12,020
阿帕替尼	恒瑞医药	2017	1,385	1,983	2,564	2,794	3,736	4,183	4,478	5,286	5,959	8,068	7,481	7,088	8,319
重组人血管内皮抑制素	先声	2017	5,886	6,079	5,650	6,154	6,872	7,265	6,705	7,327	9,056	8,231	7,590	6,958	8,131
西达本胺	微芯	2017		4	5	4	53	122	423	793	985	1,138	1,239	1,021	1,447
阿利沙坦酯	信立泰	2017	18	14	26	53	57	107	242	427	782	1,342	1,922	2,582	3,252
重组人脑利钠肽	诺迪康	2017	4,366	4,513	4,960	5,601	5,833	5,604	5,141	6,094	6,436	6,875	7,549	8,726	9,528
重组人尿激酶原	天士力	2017	166	151	182	267	211	359	301	479	438	364	428	595	519
康柏西普	康弘药业	2017	3,775	3,820	4,191	4,683	5,510	6,163	5,317	6,222	7,678	8,341	7,733	7,785	10,038
吗啉硝唑	豪森制药	2017	7	3	6	8	10	68	142	379	609	864	1,411	1,837	2,983
培门冬酶	恒瑞医药	2018	1,695	1,684	1,584	1,763	1,890	1,920	1,732	2,020	1,838	2,517	1,997	1,989	1,634
安罗替尼	正大天晴	2018									33	326	2,752	9709	14583

数据来源: 米内网, 广发证券发展研究中心(注: 红色为开始执行时间)

表6: 2016-2018年医保谈判入选进口品种样本医院销售额(万元)

产品	厂商	谈判	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
吉非替尼	阿斯利康	2016	7,241	6,354	7,465	9,141	10,033	10,664	15,770	15,852	13,403	12,718	11,560	8,650
替诺福韦二吡啶酯	葛兰素史克	2016	2,782	3,506	4,313	5,088	6,770	6,779	7,648	7,909	9,347	8,588	8,427	6,518
曲妥珠单抗	罗氏	2017	18,549	17,956	19,790	23,420	24,401	18,369	21,638	24,207	44,435	40,786	42,190	45,107
贝伐珠单抗	罗氏	2017	12,552	11,220	12,278	14,267	14,373	14,470	18,602	23,209	28,900	29,235	29,241	34,727
尼妥珠单抗	百泰生物药业	2017	4,050	3,146	2,824	3,527	4,177	4,557	4,777	5,722	5,933	6,363	6,093	6,813
利妥昔单抗	罗氏	2017	25,137	22,908	25,236	27,861	28,919	23,684	28,511	29,546	33,733	29,986	31,426	32,454
厄洛替尼	罗氏	2017	2,798	2,708	2,506	2,788	2,596	1,465	1,874	2,182	2,515	2,295	2,373	2,125
索拉非尼	拜耳	2017	4,912	4,286	4,066	5,084	4,147	5,408	7,195	8,228	10,416	10,289	10,310	11,753
拉帕替尼	葛兰素史克	2017	497	595	430	454	366	586	889	1,181	1,503	1,399	1,460	1,691
硼替佐米	西安杨森	2017	5,968	5,430	6,813	7,645	8,892	8,941	10,471	10,445	11,063	9,009	8,302	7,930
阿比特龙	西安杨森	2017	401	406	436	595	931	2,629	5,852	7,827	9,296	9,521	11,724	12,872
氟维司群	阿斯利康	2017	817	787	889	779	1,003	1,593	2,509	3,116	3,882	4,461	11,724	12,872
依维莫司	诺华	2017	548	416	496	393	376	421	426	585	623	665	666	721
依维莫司	诺华	2017	4	4	0	4	4	1	9	11	25	8	6	6
来那度胺	新基医药	2017	546	414	306	461	493	798	1,796	3,013	4,376	4,538	4,619	4,834
喹硫平缓释片	阿斯利康	2017	0	0	0	0	0	0	0	0	8	2	3	3
富马酸喹硫平片	阿斯利康	2017	3,326	3,432	3,724	3,547	3,949	3,905	3,909	4,097	4,421	4,597	4,005	4,119
替格瑞洛片	阿斯利康	2017	3,766	3,299	3,867	3,777	4,508	4,062	6,010	6,491	7,428	7,442	9,492	9,593
重组人干扰素 β -1b	拜耳	2017	0	0	0	0	0	0	1	11	22	31	33	70
盐酸帕罗西汀肠溶缓释剂片	葛兰素史克	2017	2	3	1	2	2	7	40	87	233	495	807	658
碳酸司维拉姆	健赞	2017	93	93	119	185	295	557	775	1,091	1,606	1,795	2,076	2,496
利拉鲁肽	诺和诺德	2017	1,127	934	1,239	1,277	1,177	1,594	2,056	2,681	3,286	3,415	4,243	5,019
重组人凝血因子 VIIa	诺和诺德	2017	1,270	1,331	1,203	1,211	1,469	1,450	1,509	1,288	1,377	1,609	1,671	1,696
雷珠单抗注射液	诺华	2017	8,506	7,588	7,767	8,333	8,156	7,875	7,455	8,458	9,680	8,702	9,385	10,269
碳酸镧咀嚼片	夏尔	2017	425	327	358	423	585	990	1,502	1,751	2,073	2,054	2,035	2,445
托伐普坦片	大家制药	2017	566	552	642	625	709	686	1,147	1,343	1,616	1,762	2,081	2,478
泊沙康唑口服混悬液	默沙东	2017	476	338	403	403	556	637	888	1,131	1,838	1,579	1,880	2,441
阿昔替尼片	辉瑞	2018	97	150	193	237	247	213	178	134	167	447	1,152	1,489
甲磺酸奥希替尼片	阿斯利康	2018	0	0	0	73	269	576	1,277.00	1,642	1,742	4,555	14,303	21,784
枸橼酸伊沙佐米胶囊	武田药品	2018	0	0	0	0	0	0	0	0	19	707	1,681	2,464
克唑替尼胶囊	辉瑞	2018	2,185	2,344	2,116	1,937	1,493	1,832	1,450	1,491	1,390	2,664	5,996	7,661
磷酸芦可替尼片	诺华	2018	0	0	0	0	3	1		4	4	2	21	34
马来酸阿法替尼片	勃林格殷格翰	2018	0	0	0	0	7	9	18	22	12	374	1,259	2,165
尼洛替尼胶囊	诺华	2018	3,591	3,914	3,811	3,241	3,984	3,884	3,666	3,216	3,782	1,829	1,793	3,584
培唑替尼片	诺华	2018	0	0	0	0	0	7	51	214	244	425	1,235	1,723
苹果酸舒尼替尼	辉瑞	2018	1,490	1,531	1,942	1,942	2,130	1,678	1,682	1,574	1,637	1,104	1,773	2,140
瑞戈非尼片	拜耳	2018	0	0	0	0	6	0	33	56	46	1,018	3,607	4,532
塞瑞替尼胶囊	诺华	2018	0	0	0	0	0	0	0	0	0	350	1,209	1,683
维莫非尼片	罗氏	2018	0	0	0	0	0	0	0	0	0	340	719	1,030
西安昔单抗注射液	默克	2018	4,922	4,285	5,228	5,268	6,442	4,964	4,859	5,934	5,956	4,841	7,875	11,444
盐酸安罗替尼胶囊	正大天晴	2018	0	0	0	0	0	0	0	33	326	2,752	9,709	14,583
伊布替尼胶囊	Pharmacyclics	2018	0	0	0	0	0	5	72	95	87	1,483	4,581	5,511
注射用阿扎胞苷	新基医药	2018	0	0	0	0	0	0	0	0	3	324	934	1,708
注射用醋酸奥曲肽微球	诺华	2018	1,264	1,203	1,300	1,389	1,673	1,508	1,439	1,512	1,635	1,606	1,071	1,006

数据来源: 米内网, 广发证券发展研究中心(注: 红色为开始执行时间)

国家医保体系下的创新药价格体系已逐步明朗, 国家医保实现全民覆盖之时, 作为国内医药市场最大的购买方, 对新药的定价体系几乎空白: 2009年版国家医保目录发布后, 直至2017年才更新, 从2009年到2017年, 这期间在国内上市的众多新药均未被纳入国家医保。2017年医保更新, 纳入的新药绝大部分为专利到期或接近专利期的药品; 对新近上市的创新药(进口和国产)则通过医保谈判进入, 从2016年至2019年四轮医保谈判, 国家医保下的创新药定价体系已基本明朗。

1. 专利期已到或者临近到期品种: 这类药品在国家医保谈判中面临较大的降价压

力，譬如吉非替尼、利拉鲁肽、曲妥珠单抗、贝伐单抗、雷珠单抗、替格瑞洛、厄洛替尼、索拉非尼、依维莫司、来那度胺、阿达木单抗、英夫利昔单抗等；加上CDE对首仿药的审批加速，这类产品可能很快面临仿制药冲击

2.国内用药环境特殊的药品：以丙肝直接抗病毒治疗药品为主，由于丙肝这类疾病自身的病程特点，加上其他途径的DAAs药物获取成本较低，在2019年医保谈判中，这类药物降价幅度较大，但是可以保证产品在国内市场放量。

3.其他刚上市或者距离专利到期较长的品种：这类产品在去年以及今年的医保谈判中数量比例最高，这类产品的医保谈判基本符合药物经济学原理。其中属于国内重大慢性病如糖尿病等的治疗药品，其进入医保后的年用药费用集中在1500-2500元；常见肿瘤疾病新药进入医保后的年化用药费用集中在15-25万元；罕见病药物进入医保后的年化用药费用则集中在25万元以上。

创新药上市后能在短时间内通过谈判进入国家医保，整体是利好创新药在国内市场放量，但是具体到单个品种其价格形成、进入医保对其商业化的影响则需要综合考量。

（三）医疗器械的地方试点集采模式逐步推进

目前包括京津冀、山东五市联盟、江苏省等发布了区域联盟、省级、市级医用耗材集采文件，从集中采购方式看，高值耗材集采更多采取双信封制，即先确定市场份额较高的安全性和有效性得到医疗机构较长时间检验的产品，再进行谈判议价，类似于浙江耗材集采双信封模式。低值耗材集采目前仅在较少地市级开展，采购模式类似于药品带量采购模式，取低价、多家厂商中标。

表7：各省市医用耗材集采政策

区域	(全国/区域联盟/省份/地市级)	文件	集采主要耗材	集采政策
京津冀联盟	区域联盟	京津冀医用耗材联合带量采购工作意见	人工晶体类（此前已进行心血管支架类、心脏节律管理类、防粘连类、止血类、人工关节类和吻合器类联合采购）	医疗机构上报采购需求，按品种制定计划采购量（原则上不低于年度总用量的60%）
山东五市联盟	区域联盟	五市联盟普通医用耗材采购烟台市集中签约仪式	输液器、留置针、预冲式导管冲洗器三大类19个品规普通医用耗材	实行两轮谈判，设定价格上限，企业填报价格被接受的投票通过成交。对企业报价不接受的进行现场谈判议价，专家组半数以上通过的，确定成交。未通过的，进行记名投票决定。最终不通过的，临床限制使用。平均降价幅度达60.93%，单品最高降幅86.5%，最低降幅37.31%
江苏省	省份	《关于江苏省公立医疗机构医用耗材组团联盟集中采购谈判结果的公示》	雷帕霉素及其衍生物支架、双腔起搏器	支架按单个品种谈判，平均降幅51.01%，最高降幅66.07% 起搏器按生产企业谈判，平均降幅15.86%，最高降幅38.13% 55家三级公立医院1年约70%采购量

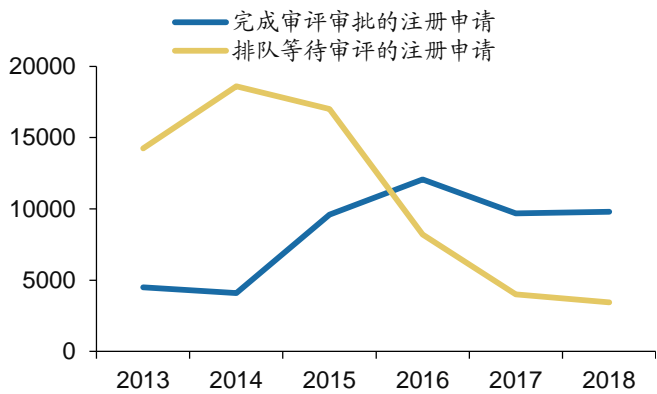
江苏省	省份	《关于江苏省第二轮公立医疗机构医用耗材组团联盟集中采购谈判结果的公示》	眼科人工晶体、血管介入球囊、骨科人工髋关节（三类300个型号）	血管介入球囊平均降幅 74.37%，最大降幅 81.05% 骨科人工髋关节平均降幅 47.20%，最大降幅 76.70% 170 家二级及以上公立医院 1 年约 70% 采购量
南通	地市级	《关于公布南通市医用耗材集中带量采购价格谈判结果的通知》	髌内钉、止血材料类（723 个产品）	髌内钉平均降幅 47.21%，最大降幅 70.35% 止血材料平均降幅 45.26%，最大降幅 79.37% 全市公立医院髌内钉年总采购量的 60%、止血材料年总采购量的 70%
南京、泰州、淮安	区域联盟	《关于南京、泰州、淮安地区联盟四类医用耗材集中带量采购谈判结果的公示》	植入式给药装置、预充式导管冲洗器、精密输液器、密闭留置针	最高降幅 80.39%，最低降幅 51.67，三市平均降幅 72.61% 86 家公立医院 1 年约 70% 采购量
无锡	地市级	《关于无锡市公立医疗机构医用耗材联盟带量价格谈判结果的公示》	超声高频外科集成系统超声刀头、透析液（A、B 液）、中心静脉导管（双腔）、医用高分子夹板	最高降幅为 48%-61.2% 40 家二级及以上医院 1 年 80% 的采购量
徐州	地市级	《关于江苏省徐州市公立医疗机构医用耗材联盟采购报名工作的公告》	骨科骨针、一次性使用套管穿刺器	骨科骨针平均降幅 77.7%，最高降幅 91% 一次性套管穿刺器平均降幅 59.5，最高降幅 78%
安徽省	省份	《关于执行安徽省省属公立医疗机构高值医用耗材集中带量采购谈判议价结果的通知》	骨科脊柱类、人工晶体类	骨科脊柱类国产平均降幅 55.9%，进口平均降幅 40.5%，总体平均降幅 53.4%，最大降幅 95% 人工晶体类国产平均降幅 18.1%，进口平均降幅 20.9%，总体平均降幅 20.5% 省属公立医院 1 年约 80% 采购量
临沂-菏泽	区域联盟	《临沂-菏泽公立医院药品（耗材）采购联盟联合采购公告》	静脉留置针、气管插管、镇痛泵、PICC 导管	
济南	地市级	《关于成立驻济南医疗机构药品和耗材采购联合体的通知》	输液器、留置针等 15 种低值耗材	78 家公立医院（含 30 家三甲医院）1 年不低于 50% 的采购量

数据来源：各省市医药招标采购网、广发证券发展研究中心

（四）药品监管体系改革推向深化，激发产业创新活力

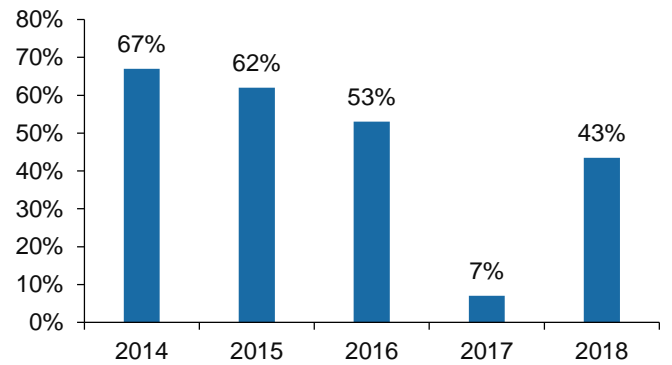
药监体系国际化是本轮药品监管体系改革的主旋律，以CFDA加入ICH成为其全球第8个监管机构成员为标志，围绕药品研发生产全过程监管体系进行了一些列改革，包括《药品管理法》修订、MAH试点、存量仿制药一致性评价、临床申请默认可、临床试验机构备案制、不涉及人类遗传资源材料出境的临床试验备案制、新药上市优先审评审批制度、有条件批准、上市数据滚动申报等。使我国药品监管体系与国际(ICH)接轨。

图4: 排队待审评的注册申请持续减少(受理号计)



数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

图5: CDE评审ANDA批准上市率(受理号计)



数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

仿制一致性评价取得阶段性成果。目前共有涉及超过300家生产厂商的超过120种口服制剂品种通过一致性评价; 此外还有超过100个品种已一致性评价补充申请, 涉及国内外超过200家生产商。

表8: 已通过一致性评价的口服制剂

药品	过评厂家	药品	过评厂家	药品	过评厂家	药品	过评厂家	药品	过评厂家
苯磺酸氨氯地平片	14	吲达帕胺片	3	硫酸氢氯吡格雷片	2	盐酸氟西汀胶囊	1	吡嗪酰胺片	1
盐酸二甲双胍片	13	辛伐他汀片	3	吉非替尼片	2	左乙拉西坦缓释片	1	盐酸曲马多片	1
盐酸二甲双胍缓释片	11	厄贝沙坦片	3	来那度胺胶囊	2	盐酸贝那普利片	1	盐酸雷尼替丁胶囊	1
蒙脱石散	11	奥氮平片	3	阿昔洛韦片	2	匹伐他汀钙片	1	头孢羟氨苄片	1
富马酸替诺福韦二吡啶酯片	9	阿哌沙班片	3	依非韦伦片	2	利福平胶囊	1	氟哌噻吨美利曲辛片	1
头孢唑辛酯片	8	盐酸曲美他嗪缓释片	3	地氯雷他定片	2	阿卡波糖片	1	替硝唑片	1
阿莫西林胶囊	8	福多司坦片	3	拉米夫定片	2	富马酸喹硫平片	1	氢溴酸西酞普兰片	1
瑞舒伐他汀钙片	6	他达拉非片	3	阿奇霉素片	2	盐酸特拉唑嗪片	1	氢溴酸西酞普兰片	1
格列美脲片	6	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	3	阿那曲唑片	2	米非司酮片	1	阿卡波糖胶囊	1
盐酸左西替利嗪片	6	琥珀酸索利那新片	3	盐酸帕罗西汀片	2	沙格列汀片	1	阿奇霉素胶囊	1
头孢氨苄胶囊	6	氟康唑片	3	盐酸多奈哌齐片	2	头孢地尼胶囊	1	盐酸特拉唑嗪胶囊	1
异烟肼片	5	甲硝唑片	3	阿法骨化醇片	1	瑞格列奈片	1	枸橼酸他莫昔芬片	1
盐酸克林霉素胶囊	5	马来酸依那普利片	3	拉米夫定替诺福韦片	1	甲磺酸伊马替尼片	1	磷酸奥司他韦胶囊	1
恩替卡韦分散片	4	坎地沙坦酯片	3	氢氯噻嗪片	1	琥珀酸普芦卡必利片	1	维生素 B2 片	1
阿托伐他汀钙片	4	富马酸比索洛尔片	2	氟康唑胶囊	1	盐酸坦索罗辛缓释胶囊	1	孟鲁司特钠颗粒	1
恩替卡韦胶囊	4	头孢克肟胶囊	2	阿立哌唑口崩片	1	替莫唑胺胶囊	1	硫酸氨基葡萄糖胶囊	1
奥美沙坦酯片	4	阿德福韦酯片	2	富马酸替诺福韦二吡啶酯胶囊	1	盐酸奥洛他定片	1	缬沙坦片	1
草酸艾司西酞普兰片	4	盐酸莫西沙星片	2	左氧氟沙星片	1	盐酸曲美他嗪片	1	奈韦拉平片	1
聚乙二醇 4000 散	4	铝碳酸镁咀嚼片	2	克拉霉素片	1	盐酸普萘洛尔片	1	氯沙坦钾片	1
利培酮片	4	维生素 B6 片	2	克拉霉素缓释片	1	拉考沙胺片	1	赖诺普利片	1
替格瑞洛片	4	环孢素软胶囊	2	米氮平片	1	单硝酸异山梨酯片	1	福辛普利钠片	1
左乙拉西坦片	4	维格列汀片	2	复方葡萄糖酸钙口服溶液	1	盐酸特比萘芬片	1	伏立康唑片	1
恩替卡韦片	3	安立生坦片	2	孟鲁司特钠片	1	盐酸昂丹司琼片	1	盐酸舍曲林片	1
卡托普利片	3	盐酸氨溴索片	2	孟鲁司特钠咀嚼片	1	奥氮平口崩片	1	左乙拉西坦口服溶液	1
对乙酰氨基酚片	3	替吉奥胶囊	2	吸入用氟烷	1	氯化钾颗粒	1	盐酸文拉法辛片	1
碳酸氢钠片	3	--	--	--	--	--	--	--	--

数据来源：NMPA，广发证券发展研究中心(数据截止 2019 年 12 月)

已上市化学药品注射剂仿制药一致性评价相关技术指导文件预计年初出台，注射剂仿制药一致性评价序幕已经拉开，目前已有部分仿制药注射剂品种通过一致性评价。

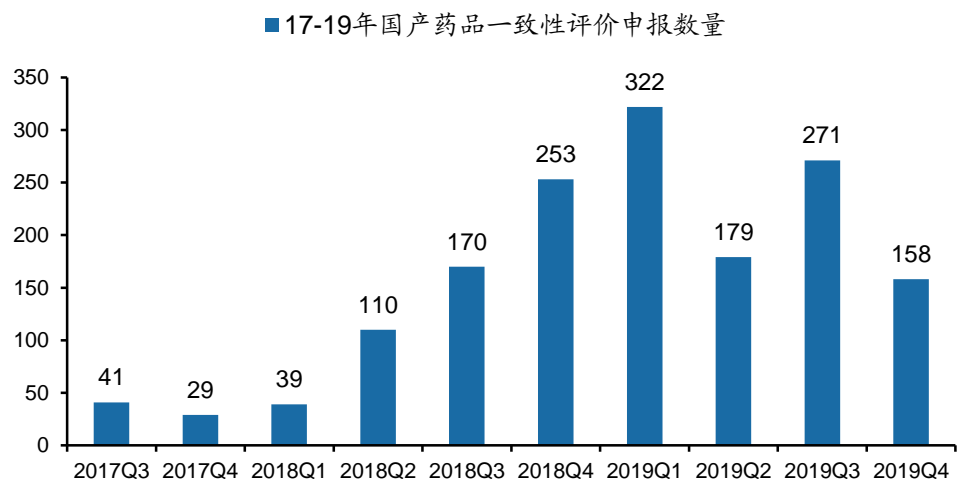
表9：已通过一致性评价注射剂

药品	已通过一致性评价企业
注射用紫杉醇(白蛋白结合型)	石药欧意、恒瑞医药
酮咯酸氨丁三醇注射液	成都倍特
布洛芬注射液	成都苑东
注射用头孢唑林钠	苏州大冢
注射用阿奇霉素	普利制药、石药欧意
注射用替莫唑胺	恒瑞
注射用培美曲塞二钠	四川汇宇
多西他赛注射液	四川汇宇
氟比洛芬酯注射液	武汉大安
盐酸右美托咪定注射液	扬子江
左乙拉西坦注射液	河北仁合益康
注射用阿扎胞苷	正大天晴
注射用福沙匹坦双葡甲胺	江苏豪森

数据来源：NMPA，广发证券发展研究中心(数据截止 2019 年 12 月)

仿制药一致性评价启动以来，传统药企纷纷开启存量仿制药产品的一致性评价，2018年年底由国家医保局主导的仿制药带量采购以来，根据2019年的仿制药一致性评价申请数量(按受理号)，尚未出现一致性评价大幅下滑，受理数量基本维持高位。

图6：一致性评价申请注册量(按受理号计)

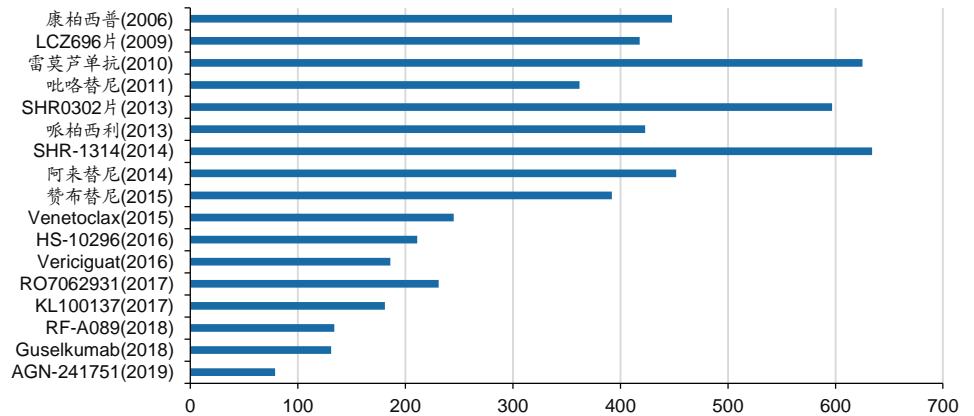


数据来源：CDE，广发证券发展研究中心

新药审评审批效率大幅提升。企业的研发效率对新药产品商业化价值至关重要，从早期的研究到后期的产品开发，创新药研发周期通常较长。整个过程中，在监管机构介入的环节，各方协作运行对研发管理的要求很高；过去，监管机构相应的规则制度尚未完善，以致监管环节耗时过久从而影响新药的上市进度。监管机构涉及的

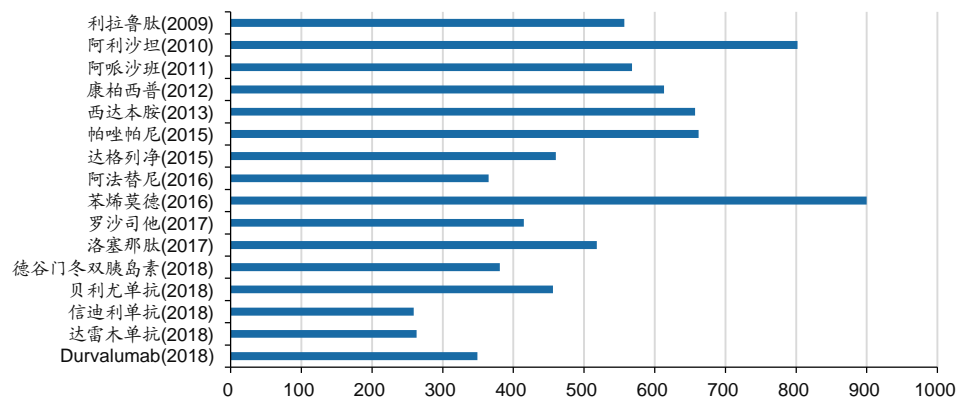
重要节点包括临床IND的审批、遗传办审批、临床试验中心的申请、新药上市申请等，其中以新药IND到启动临床和上市申请耗时最久。CDE在本轮国际化改革之后，临床申请实行默认许可制，新药临床评审周期大幅缩短；上市申请则根据新药的临床价值设置优先通道，上市审批环节亦较过去更加高效。

图7: 新药从CDE受理至批准临床时间间隔(天)



数据来源: CED, 广发证券发展研究中心

图8: 新药从CDE受理至批准上市的时间间隔(天)



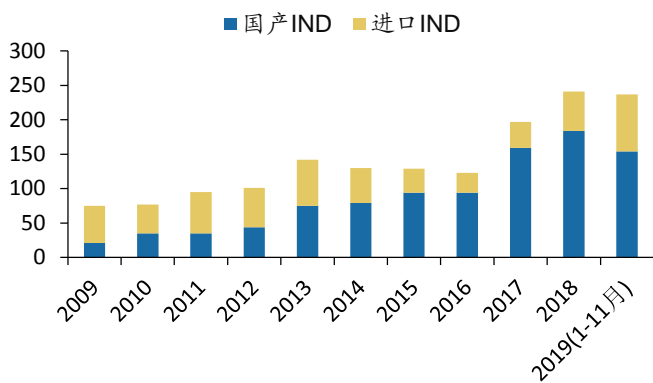
数据来源: CED, 广发证券发展研究中心

二、创新药研发持续高涨，专业化分工已经开始

（一）国内新药研发热度不减，从早期阶段到二三期，临床开发壁垒可能逐步突显

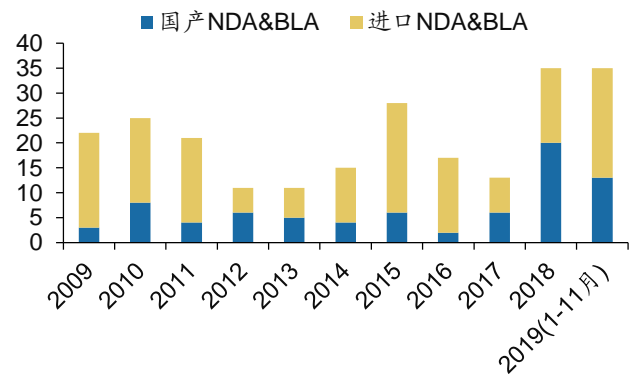
通过CDE进入国内临床开发的国内外创新药项目量持续创新高。2019年截止11月，CDE承办新药IND项目超过230项(按品种计)，接近去年全年的承办量。CDE受理的创新药上市申请(NDA&BLA)层面，进口产品波动较大，国产品种数量长期较少；2018年国产新药上市申请(NDA&BLA)数量大幅提升，国产创新药开始步入收获期。

图9: CDE承办IND数量持续创新高(按品种计)



数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

图10: CDE承办新药上市申请(按品种计)

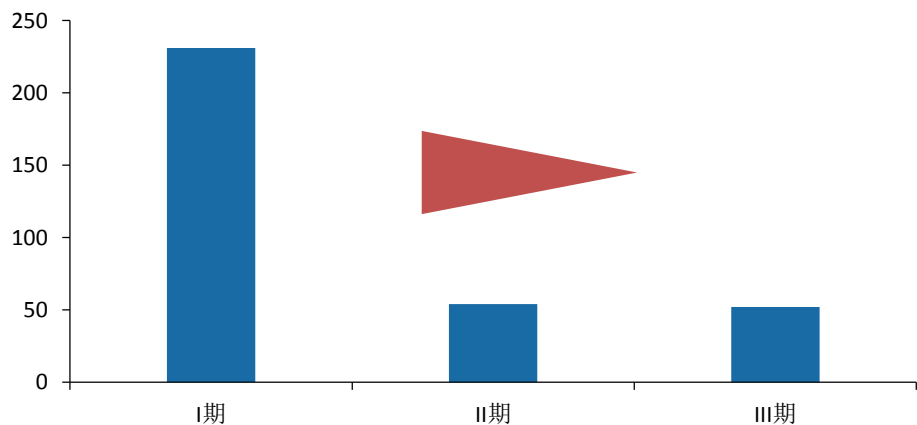


数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

现阶段已有数量较多的国产新药进入临床II期或III期阶段，这些项目将成为未来2-3年国产新药上市的品种；同时，国产新药的研发已经形成一定的梯队，大量的I期项目以及IND项目，成为国产新药持续产出的基础。

临床开发的策略和进度对新药产品塑造起着决定性的作用，是新药上市后商业化价值的重要决定因素之一。现阶段由于国内新药临床开发尚处于起步阶段，加上方案审评审批制度、临床治疗标准的更新、医学伦理、支付保障等因素，新药临床开发的壁垒尚未完全体现；随着监管体系的深入改革，新药的临床开发壁垒将逐渐体现，有利于国内创新药产业健康发展。

图11: 截止2019年11月国产新药临床开发进度分布(按品种计)



数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

预计未来12-16个月，将会有更多的国产新药获批上市，其中包括恒瑞医药的瑞马唑仑、氟唑帕利，贝达药业的恩沙替尼，百济神州的赞布替尼等。

表10: 即将陆续上市的国产新药

药物	企业	适应症	NDA 受理
苯环喹溴铵鼻用喷雾剂	银谷制药	变应性鼻炎	2017-11
对甲苯磺酰胺注射液	红日药业	中央型非小细胞肺癌	2018-01
注射用甲苯磺酸瑞马唑仑	恒瑞医药	胃肠镜镇静	2018-03
注射用苯磺酸瑞马唑仑	人福医药	胃肠镜镇静	2018-11
优替德隆注射液	华昊中天药业	乳腺癌	2018-03
KW-136 胶囊	北京凯因	HCV	2018-06
甲磺酸氟马替尼	江苏豪森	慢性粒细胞性白血病	2018-07
盐酸拉维达韦片	歌礼	HCV	2018-08
赞布替尼胶囊	百济神州	复发/难治套细胞淋巴瘤	2018-08
替雷利珠单抗注射液	百济神州	复发/难治经典霍奇金淋巴瘤	2018-09
重组结核杆菌融合蛋白 (EC)	安徽智飞龙科马	结核杆菌感染	2018-09
注射用磷丙泊酚二钠	人福药业	全麻诱导	2018-10
依达拉奉右旋莰醇注射液	南京先声东元	脑卒中	2018-11
盐酸恩莎替尼	贝达药业	ALK+非小细胞肺癌	2019-01
海泽麦布片	海正药业	高胆固醇血症	2019-01
注射用重组人纽兰格林	上海泽生制药	慢性心衰	2019-02
甲磺酸奥美替尼片	江苏豪森	EGFR&T790M+非小细胞肺癌	2019-04
HSK3486 乳状注射液	海思科	镇静/麻醉	2019-08
注射用磷酸左奥硝唑酯二钠	扬子江	妇科盆腔炎症性疾病(抗感染)	2019-08
磷酸依米他韦胶囊	东阳光药	HCV	2019-09
西格列他钠片	微芯生物	二型糖尿病	2019-09
氟唑帕利胶囊	恒瑞医药	卵巢癌	2019-10/29
索凡替尼胶囊	和记黄埔	非胰腺神经内分泌瘤	2019-11
注射用泰它西普	荣昌生物	红斑狼疮	2019-11

数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

(二) 初创企业融资途径逐步优化, 为创新药研发保驾护航

创新药研发周期长, 需要不断投入资金以保证新药研发顺利进行。香港交易所未盈利的生物医药科技初创企业上市出台的上市新规——上市规则第18A章(生物科技章节), 后续上交所科创板的推出, 初创型生物科技企业融资途径大幅优化, 为国内创新药产业发展逐渐建立起完善的融资环境。

图12: 港交所上市规则第18A章(生物科技章节)

上市标准	个别指引
<p>产品 最少有一只核心产品已通过概念开发流程</p>	<p>药剂 (小分子药物)</p> <ul style="list-style-type: none"> 已通过第一阶段临床试验, 或先前已获批准的产品 (例如美国FDA 505(b)(2)) 至少已通过一次人体临床试验 不反对开展第二阶段临床试验
<p>研究及开发 上市前最少12个月一直主要从事核心产品的研发</p>	
<p>首次公开招股 上市集资主要用于研发, 以将核心产品推出市面</p>	<p>生物制剂</p> <ul style="list-style-type: none"> 已通过第一阶段临床试验, 或生物仿制药至少已通过一次人体临床试验 不反对开展第二阶段 (或其后阶段) 临床试验
<p>专利 拥有多项与核心产品有关的长期专利、已注册专利、专利申请及/或知识产权</p>	<p>医疗器械 (包括诊断器材)</p> <ul style="list-style-type: none"> 第二级 (或相等级别) 或以上分类医疗器械; 已至少通过一次人体临床试验; 同意或并无反对开展进一步临床试验又或开始销售有关器材
<p>资深投资者 在首次公开招股至少6个月前已得到相当数额的投资 (且至进行首次公开招股时仍未撤回)</p>	<p>其他生物科技产品</p> <ul style="list-style-type: none"> 按情况逐一个别考虑; 需要证明有关生物科技产品已通过概念开发流程; 具备适合框架或客观指标可供投资者作出知情投资决策

数据来源: 港交所, 广发证券发展研究中心

图13: 科创板上市条件总结

<p>1 预计市值不低于10亿元 考核收入、净利润</p> <p>最近两年净利润均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营业收入不低于人民币1亿元</p>	<p>2 预计市值不低于15亿元 考核收入、研发支出</p> <p>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%</p>	<p>3 预计市值不低于20亿元 考核收入、现金流</p> <p>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量净额累计不低于人民币1亿元</p>
<p>4 预计市值不低于30亿元 考核收入</p> <p>最近一年营业收入不低于人民币3亿元</p>	<p>5 预计市值不低于40亿元 考核业务创新</p> <p>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, 并获得知名投资机构一定金额的投资。 医药行业企业需取得至少一项一类新药二期临床试验批件; 其他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。</p>	

数据来源: 港交所, 广发证券发展研究中心

图14: 港交所18A和科创板上市biotech企业市场表现

股票代码	股票名称	上月涨跌(%)	总市值(亿港元)	相比年初(%)	上市以来(%)	上市时间	相对发行价涨幅(%)
06160.HK	百济神州	44.1	856.7	42.9	0.8	2018-08-08	-0.1
01801.HK	信达生物-B	14.6	337.7	13.7	61.9	2018-10-31	92.1
01877.HK	君实生物-B	-8.4	209.8	6.0	12.5	2018-12-24	38.0
02616.HK	基石药业-B	6.8	106.7	-12.6	-18.0	2019-02-26	-12.2
06185.HK	康希诺生物-B	32.4	111.9	51.3	44.8	2019-03-28	128.4
02552.HK	华领医药-B	-25.4	53.0	-37.8	-39.4	2018-09-14	-39.4
01672.HK	歌礼制药-B	-4.9	36.8	-47.7	-76.6	2018-08-01	-76.6
02181.HK	迈博药业-B	8.7	43.7	-6.6	-12.4	2019-05-31	-29.3
688321.SH	微芯生物	18.1	230.4	-37.1	-41.0	2019-08-12	175.1
02696.HK	复宏汉霖-B	-9.3	223.1	-18.7	-17.2	2019-09-25	-17.2
06855.HK	亚盛医药-B	-4.3	65.1	-11.6	-8.9	2019-10-28	-8.9
09966.HK	康宁杰瑞制药-B	0.0	128.3	0.0	40.2	2019-12-12	40.2

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心(截止 2019-12-13)

(三) 传统药企加快新药布局, 大药企与 biotech 在产业链的分工合作已经开始

以恒瑞医药为代表的传统药企在创新药研发领域已布局十余年, 目前已经形成丰富且高质量的研发管线; 部分企业现阶段已经进入创新成果的收获期, 开始充分享受国内创新药市场红利。

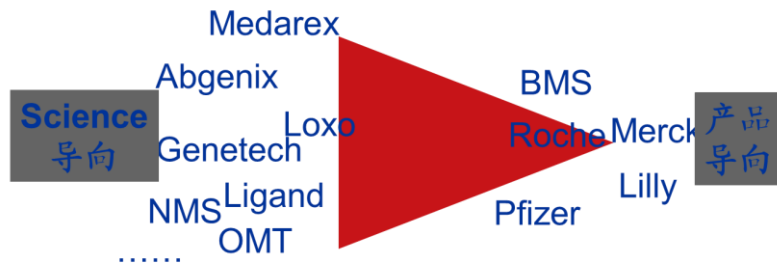
图15: 传统大药企创新转型

	Pre-IND	I期-II期	III期或注册研究	NDA/BLA	已上市
恒瑞医药	>50	>25	>10	2	5
中国生物制药	>40	>15	>3	0	1
翰森制药	>10	>10	>3	1	3
石药集团	>30	>15	>2	0	1
东阳光	>30	>15	>3	1	0

数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

国内biotech企业和大药企的合作初见端倪。欧美制药工业产业经过百余年的发展, 已经形成了完善的产业链条, 从过去的biotech企业成长起来的大药企, 拥有完整的产品开发和商业化体系; 数量庞大的biotech企业、科研院所则以突破性研究为导向, 两者之间形成了成熟的分工和合作体系; biotech探索新的创新治疗药物/器械, 同时可以分散研发风险, 大药企承接产品开发和商业化, 使得新药开发整体效率和新药上市后商业化价值最大化。

图16: 美国biotech企业与成熟大药企在创新药产业链上的分工



数据来源: Pubmed, 广发证券发展研究中心

目前国内创新药整体还处于起步阶段, 多数大药企在产品开发上还属于入场不久的选手, 加上现阶段国内创新药立项同质化严重, 传统大药企和biotech企业在创新药产业链上的分工与美国差异较大。由此出现的现状则是新药的同质化, biotech企业与大药企可能进入无序的商业化竞赛中。近期, 已经出现类似中国生物制药与康方生物的合作案例, 以及中国生物制药投资亚盛医药等, 预计未来国内biotech企业和大药企的合作可能更加频繁, 推动国产创新药产业链更上一个台阶。

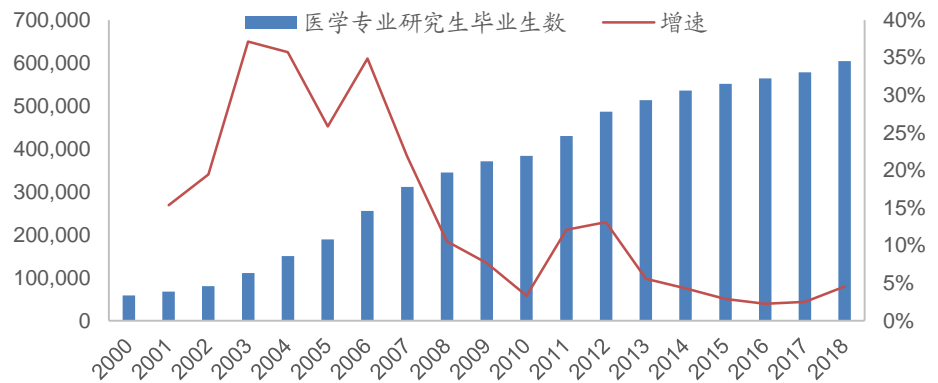
三、人才红利驱动下的 CRMO 全球化机会

（一）人力成本优势是国内 CRMO 企业有望长期维持的全球优势

国内工程师红利持续成为CRMO企业增长的驱动力。2018年全国医学专业研究生毕业人数再创新高，增速回升至5%，专业人才储备丰富。与此同时，国内劳动力成本仍然保持低位，中国的年平均工资显著低于欧美主要国家，仅为美国的1/9，日本的1/6。

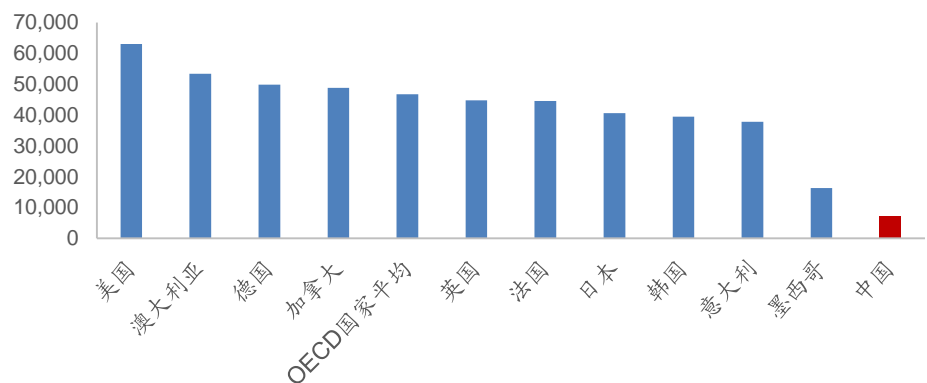
在国内CRMO企业海外业务收入占比继续保持在高位的业务结构之下，国内优质人才的数量和性价比优势继续显著利好CRMO业务离岸外包模式的发展，将进一步提高各大企业在国际层面的竞争力，驱动其全球化扩张机会。

图17：各年度全国医学专业研究生毕业生数量及增速（单位：人）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图18：中国和欧美主要国家年平均工资对比（2018年，美元）



数据来源：OECD、国家统计局、广发证券发展研究中心

（二）产业链一体化扩张有望成为提升综合竞争力的主要途径

国内CRMO龙头企业通过成本优势建立早期客户关系，积累一定人才和项目经验储备后，开始逐步加速产业链一体化扩张进程，寻求和客户的深度绑定关系，提高客户粘性。

一方面，CRMO龙头企业通过并购进一步扩张产业链或增强前期相对弱势的业务。药明康德通过收购Pharmapace提升其数据分析业务能力，在其相对较弱的临床

CRO领域逐步发力，同时收购药明奥测，布局基于多组学技术能力和临床诊断大数据的整合诊断服务平台。康龙化成投资临床研究现场管理企业联斯达医药布局SMO业务。

另一方面，大量CRMO企业通过投资拓展海外业务，泰格医药投资日本CRO行业领军企业EPS，同时计划和日本Accerise成立合资公司，拓展亚太版图，昭衍新药收购美国临床CRO公司Biomedical research models拓展美国业务，九洲药业收购苏州诺华，凭借其高质量的研发和生产能力，推动公司在欧洲和北美地区的业务发展，同时收购PharmaAgra Labs，拓展美国业务。

表11：2019年主要CRMO公司并购/投资活动（万元）

公司	时间及标的	业务范围	股权比例	投资金额	营业收入	净利润	标的详情
药明康德	2019.05 Pharmapace	数据统计	100%	-	-	-	为临床试验各阶段、注册申报及上市后支持提供数据统计分析服务
	2019.10 药明奥测	临床诊断	40%	7,729	136	(14,678)	基于 Mayo Clinic 全球领先的整合诊疗理念与经验，建立融合多平台、多组学技术能力与临床诊断大数据的整合诊断服务平台
康龙化成	2019.05 思睿生物	临床 CRO	56%	75,000	34,750	(1,049)	跟进投资，获得思睿生物及其子公司希麦迪的控股权
	2019.06 联斯达医药	临床 CRO	48%	-	-	-	第三方独立临床研究现场管理服务 SMO
泰格医药	2019.05 谋思医药	临床 CRO	33%	2,905	3,321	1,174	专注于创新药早期临床开发的合同研究组织（CRO）
	2019.10 EPS	CRO	3%	12,468	425,525	28,390	EPS 在日本主板上市，是日本 CRO 行业的领军企业
	2019.11 Accerise	CRO	50%	64	-	-	将于 2020 年 1 月和 Accerise 合作成立合资公司，提供在日本的国际临床多中心研究服务
昭衍新药	2019.05 Biomedical Research Models, INC.	临床前 CRO	100%	19,169	12,500	1,099	公司业务包括临床前 CRO 业务和疫苗研发业务，临床前 CRO 业务和昭衍相似，已通过 FDA 认证
九洲药业	2019.09 苏州诺华	CDMO	100%	79,000	-	-	收购剥离技术与药品开发资产后的苏州诺华制药科技有限公司，将作为高端委托研发和生产基地，支撑九洲药业在欧洲和北美地区的业务拓展
	2019.09 PharmaAgra Labs, Inc.和 PharmaAgra Holding Company, LLC.	CRO、CDMO	100%	11,243	3,541	1,314	拥有二十余年医药外包服务经验的 CRO 和 CDMO 企业，主要客户为美国本土的各种新兴生物技术、大型制药和医疗设备公司等

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：收购标的收入、净利润为 2018 年数据

（三）临床 CRO：潜力更大的细分市场，龙头效应依然显著

泰格医药在临床CRO行业占据绝对龙头地位。2019年，其继续通过一系列战略合作巩固并拓展业务优势。公司分别和阿斯利康和康恩贝制药就创新药的临床研究和开发签订战略合作协议，和德国MLM实验室合作以拓展公司完成国际多中心临床实验的能力，和甲骨文合作，以其Argus安全系统为基础，布局药物警戒业务。

与此同时，药明康德和康龙化成也在逐步加大在临床CRO领域的布局和投资，他们的临床CRO业务高速增长。2019年，药明康德收购Pharmapace加码数据分析业务，康龙化成投资联斯达布局SMO业务。可见未来国内临床CRO业务领域参与者正在逐步增多。

表12：过去一年泰格医药在临床CRO领域主要战略合作

公司	时间	合作对象	地区	业务范围	合作详情
泰格医药	2019.08	赛默飞	美国	临床 CRO	新药开发靶点确定、精准诊疗
	2019.07	阿斯利康	美国	临床 CRO	创新医药产品的临床研究和开发
	2019.05	康恩贝制药	中国	临床 CRO	合作意向协议
	2019.05	MLM 实验室	德国	临床 CRO	国际多中心临床试验中心实验室
	2019.03	甲骨文	美国	临床 CRO	以甲骨文 Argus 安全系统为基础，向国内的生物制药公司提供完善的药物警戒（PV）服务

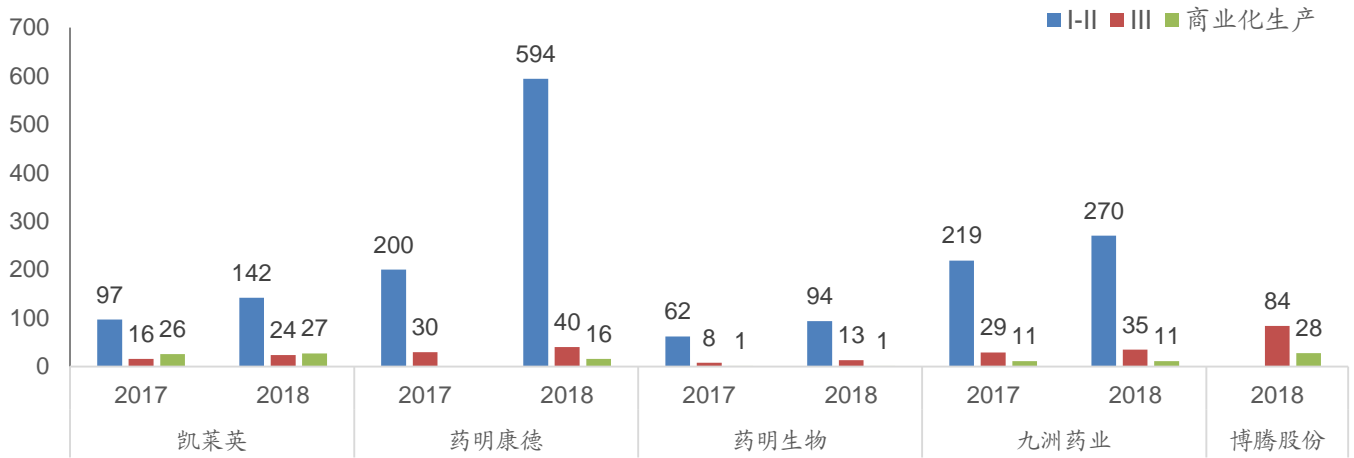
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（四）CMO：临床早期订单数量快速增长，商业化转化提升空间大

国内主要合同外包企业CMO业务订单逐步上升，凯莱英临床I-II阶段订单从2017年的97个增长至142个，临床III阶段订单从16个增长至24个，商业化生产订单数量增加1个。同样的，药明康德和药明生物在各个阶段的CMO订单数量也快速增长，尤其是药明康德在临床I-II期订单数量从接近200个快速增长到接近600个。

临床前期的生产订单数量反映了企业CMO业务的早期项目储备，早期项目数量较少或对单一客户或订单依赖性过强会影响公司业绩的稳定性。从业务结构来看，国内CMO企业的业务结构正趋向合理。随着早期项目的储备带来客户信任和项目经验的积累，临床二三期项目数量的积累成为后续长期成长能力的重要指标，预计后期整体CMO行业业绩将能够持续高速发展。

图19: 近两年主要CMO企业各阶段合同外包生产订单数量



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

备注: 药明康德 2017 年 30 个 III 期项目中包括商业化生产项目; 博腾股份将 I-II 期项目计入 CRO, 因此未列出

表13: 过去一年小分子CMO领域主要战略合作

公司	时间	合作对象	地区	合作详情
凯莱英	2019.11	润佳医药	中国	就有关 API、制剂及临床研究等方面服务内容开展全方位的合作
康龙化成	2019.11	拜耳	德国	拜耳和康龙化成将共同开发新型的药物分子实体, 旨在为兽医、宠物主人和农场主提供创新的治疗方法, 解决动物疾病未满足的医疗需求

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(五) 大分子和精准医疗 CRMO: 创新药研发热潮助力业务高速发展

受益于全球生物创新药研发热潮, 国内生物药 CRMO 业务高速发展。国内 CRMO 企业逐步开始布局生物药研发和生产业务, 例如凯莱英 2018 年 10 月宣布拟在上海金山投建生物大分子药物研发中心及生产基地。国内生物药 CDMO 龙头药明生物也在过去一年加速产能扩建, 分别在爱尔兰和成都投建生物药生产和研发基地, 同时扩建生物偶联药物一体化研发和生产技术中心。

表14: 药明生物产能扩建

公司	时间	业务类型	产能扩建
药明生物	2018.12	CDMO	在爱尔兰敦多克市正式开建生物制药生产基地。这是在中国境外投资建设的第一个生产基地
	2019.05	CDMO	成都正式开建包括药明生物十二厂的创新生物制药研发生产一体化中心。
	2019.06	CDMO	扩建生物偶联药物一体化研发生产技术中心。
	2019.11	CDMO	子公司药明海德将投资 2.4 亿美元在爱尔兰新建一座疫苗生产基地

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

同时, 国内生物药研发的快速发展给国内 CRMO 企业直接带来了大量生物药研发和

生产订单。药明生物在过去一年分别和正大天晴、北海康城、珠海泰诺麦博、天境生物和新码生物签订战略合作协议，9个新签战略合作伙伴中国内企业占到5个。此外，美迪西也和常州千红制药、多禧生物签订了专项药物临床前研究合作协议。

表15: 过去一年大分子和精准医疗领域主要战略合作

公司	时间	合作对象	地区	业务范围	合作详情
药明生物	2018.12	AC Immune SA	瑞士	CRO、CDMO	针对神经退行性疾病生物药发现、开发及生产等领域达成独家战略合作
	2019.01	正大天晴	中国	CRO	针对一款创新双特异性抗体开发达成合作
	2019.01	北海康成	中国	CRO 及 CDMO	进一步扩大罕见病领域战略合作关系，赋能发现、开发和商业化四个新的针对罕见遗传慢性疾病的候选药物
	2019.02	ABL Bio Corporation	韩国	CRO	针对多个全新双特异性抗体和一款肿瘤免疫项目开发达成新合作协议
	2019.04	NBE-Therapeutics	瑞士	CDMO	针对 NBE-Therapeutics 公司首要 ADC 产品 NBE-002 建立开发和生产全面合作
	2019.04	珠海泰诺麦博	中国	CRO	针对泰诺麦博多款全球创新的天然全人源单克隆抗体药物开发与生产进行全面合作
	2019.04	天境生物	中国	CDMO	针对天境生物创新研发管线中肿瘤免疫和自身免疫疾病治疗领域的多个临床试验和商业化项目，在工艺开发及生产领域长期合作
	2019.05	某全球疫苗巨头	-	CDMO	共建一座疫苗专用生产基地
	2019.10	新码生物	中国	CDMO	支持创新 ADC 药物 ARX788 的 III 期临床研究及大规模商业化生产
美迪西	2019.05	常州千红制药	中国	临床前 CRO	一类靶向抗肿瘤新药 QHRD110 的非临床研究及注册申报
	2019.11	多禧生物	中国	临床前 CRO	ADC 药物 DXC005 非临床药代动力学、安全性评价及药效研究
药明康德	2019.08	锦斯生物	中国	CRO	可复制生产型基因治疗病毒载体的研发生产
	2019.11	GeneMedicine	韩国	CDMO	为其关键研发项目提供覆盖溶瘤病毒产品开发、生产和 FDA 临床试验申报所需的服务

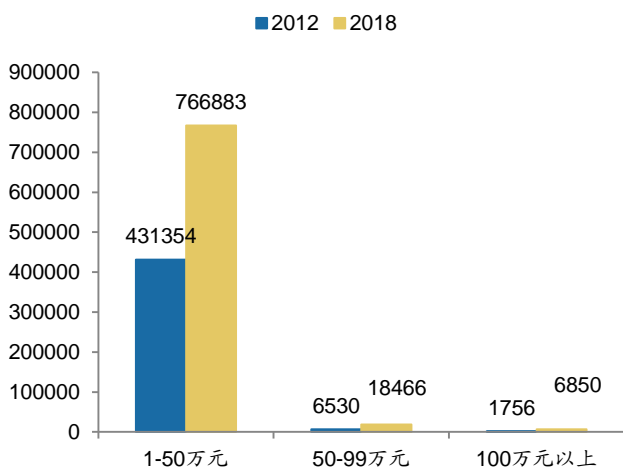
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

四、手术器械下沉推动行业发展，骨科和化学发光潜力较大

（一）政策红利：手术器械下沉推动医院盈利模式转变 县级医院能力提升计划：

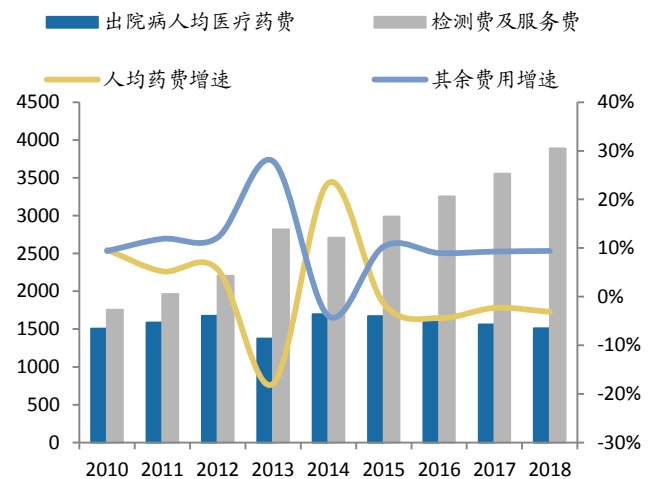
2014年8月，国家卫生计生委发布《全面提升县级医院综合能力工作方案》，通过建设、培训、支援等方式，加强县级医院以人才、技术、重点专科为核心的能力建设，使县级医院能够承担县域居民常见病、多发病诊疗，危急重症抢救与疑难病转诊的任务，力争使县域内就诊率达到90%左右，基本实现大病不出县。主要分为两个阶段，第一阶段，提升500家县级医院综合能力（2014-2017年），第二阶段，全面提升县级医院综合能力（2018-2020年）。

图20：基层医院万元以上设备数量明显提高（单位：台）



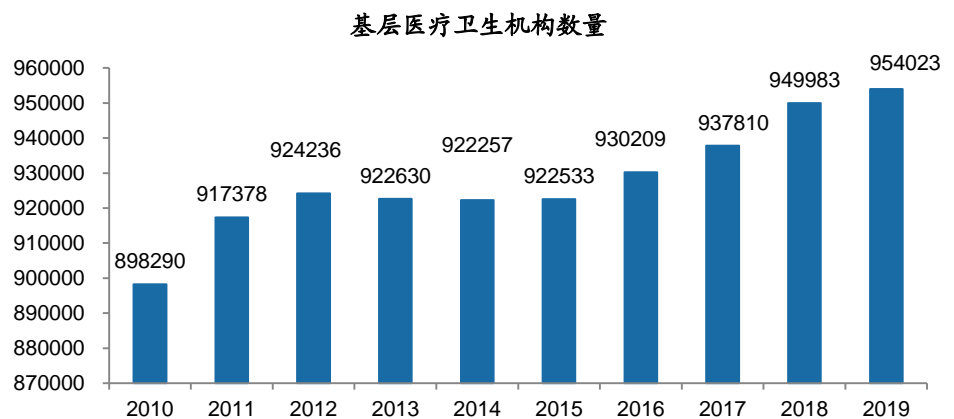
数据来源：卫计委，广发证券发展研究中心

图21：县属综合医院出院病人检测费用及服务费用增速明显快于药费增速（单位：元）



数据来源：卫计委，广发证券发展研究中心

图22：近年基层医疗卫生机构数量逐步提高



数据来源：卫生统计年鉴，广发证券发展研究中心

表16: 基层医院提升整体能力要求

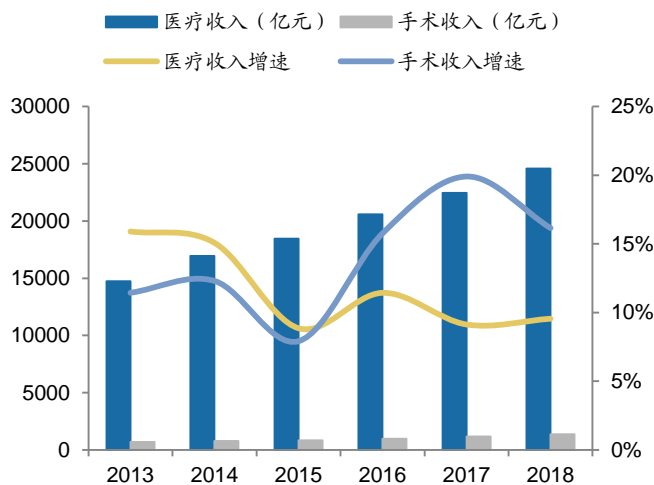
医院运行指标	推荐标准
出院患者平均住院日	≤8
床位使用率	90%±5%
入出院诊断符合率	> 95%
术前诊断与病理诊断符合率	≥98%
收治病种数量	> 2000
开展手术及操作种类数量(种)	> 400
住院患者传统手术比例	≤80%
住院患者微创手术比例	≥20%

数据来源: 卫健委, 广发证券发展研究中心

医院盈利模式变化:

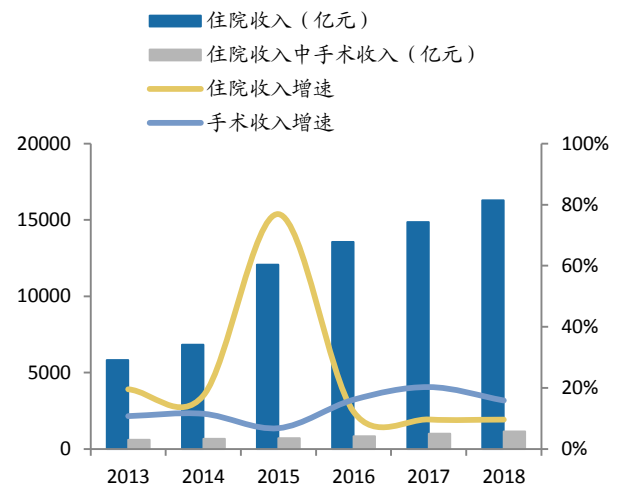
医疗机构相继取消药品和耗材加成, 医院收入来源由以前药品、耗材加成收入、政府补助收入和医疗服务收入转变为政府补助收入和医疗服务收入两项, 降低了医院收入来源。政府补助收入增速基本保持稳定, 医疗服务收费收入将持续提高, 主要由医生门诊, 手术收费等贡献, 有望带动诊断、治疗等医疗器械应用。

图23: 近年公立医院医疗收入中手术收入增速快于整体医疗收入增速



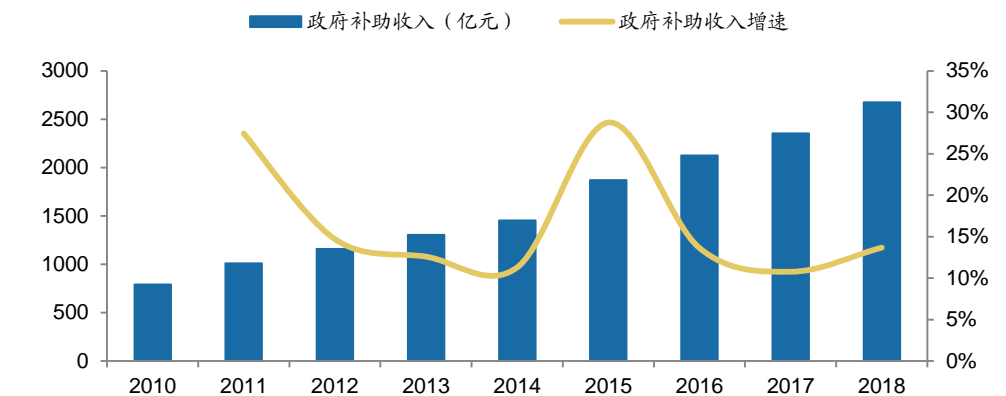
数据来源: 卫健委, 广发证券发展研究中心

图24: 近年公立医院住院收入中手术收入增速快于住院收入增速



数据来源: 卫健委, 广发证券发展研究中心

图25: 公立医院政府补助收入增速基本稳定



数据来源: 卫健委, 广发证券发展研究中心

(二) 骨科器械和化学发光是潜力较大的两个重点领域

国内器械/药品占比持续提高, 但仍与美国存在较大差距, 国内器械成长空间仍然较大。结合国内政策与全球市场情况, 我们看好骨科器械、IVD、微创医疗器械等细分领域。

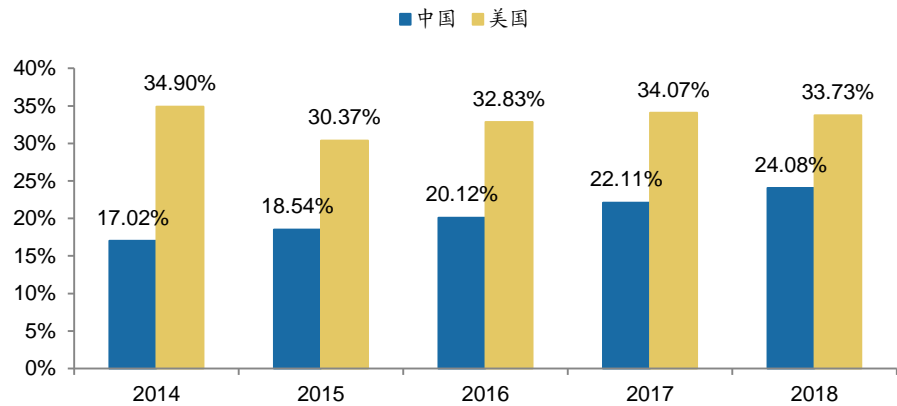
表17: 全球医疗器械市场情况

排名	领域	全球销售额 (亿美元)		CAGR	全球市场份额	
		2017	2024		2017	2024
1	IVD	526	796	+6.1%	13.0%	13.4%
2	心血管	469	726	+6.4%	11.6%	12.2%
3	医学影像	395	510	+3.7%	9.8%	8.6%
4	骨科	365	471	+3.7%	9.0%	7.9%
5	眼科	277	422	+6.2%	6.8%	7.1%
6	手术耗材	221	343	+6.5%	5.5%	5.8%
7	内镜	185	283	+6.3%	4.6%	4.8%
8	药物输送	185	253	+4.6%	4.6%	4.3%
9	齿科	139	216	+6.5%	3.4%	3.6%
10	糖尿病监护	117	198	+7.8%	2.9%	3.3%
11	伤口护理	130	178	+4.6%	3.2%	3.0%
12	医疗信息化	118	176	+5.9%	2.9%	3.0%
13	神经科器械	86	158	+9.1%	2.1%	2.7%
14	肾脏器械	117	156	+4.2%	2.9%	2.6%
15	耳鼻喉科	89	131	+5.7%	2.2%	2.2%

top 15	3420	5017	+5.6%	84.4%	84.4%
其余	631	929	+5.7%	15.6%	15.6%
全球医疗器械市场	4050	5945	+5.6%	100%	100%

数据来源: EvaluateMedTech, 广发证券发展研究中心

图26: 国内器械/药品销售占比与美国有较大差距

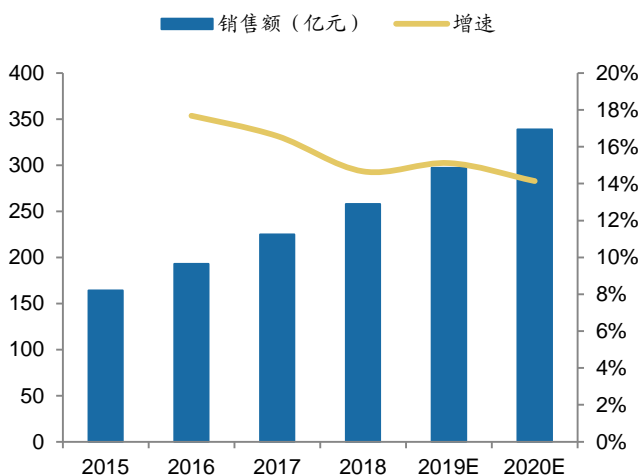


数据来源: 商务部、医疗器械蓝皮书 2019、广发证券发展研究中心

1.骨科器械: 进口替代空间广阔, 集采政策加速国产骨科龙头份额提升

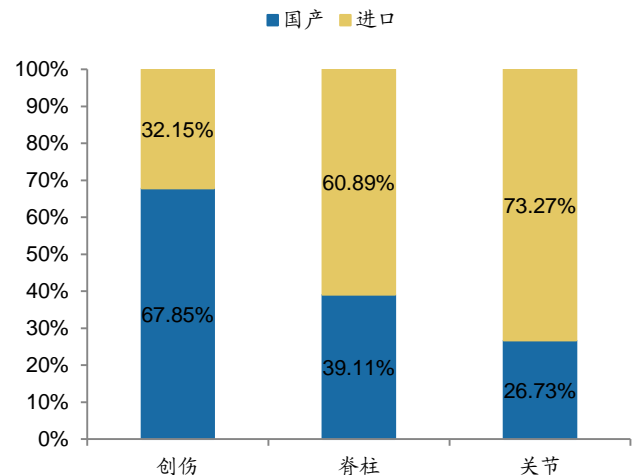
国内老龄化人口加速, 以及国内骨科植入物对于进口产品的替代、高端产品需求提升, 国内骨科植入物销售规模由2015年的164亿元提升至2018年的258亿元, 预计2020年行业规模有望达到339亿元。

图27: 国内骨科器械市场维持较快增长



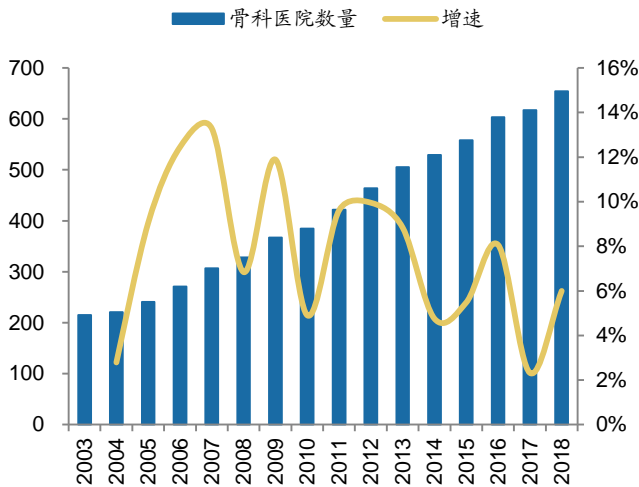
数据来源: 南方医药研究所, 广发证券发展研究中心

图28: 国内骨科器械进口替代空间较广阔 (2018)



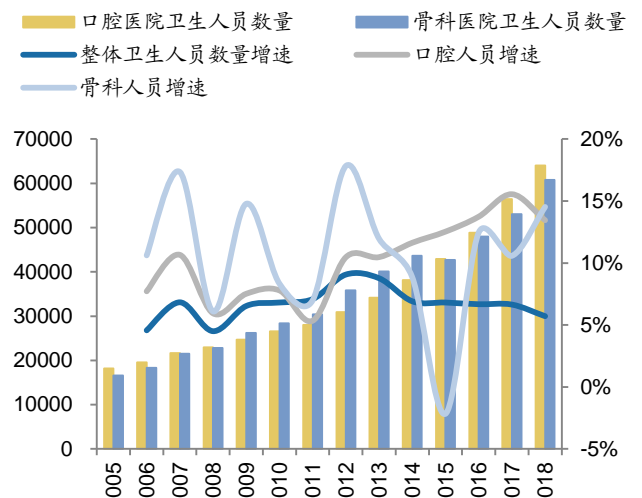
数据来源: 南方医药研究所, 广发证券发展研究中心

图29: 国内骨科医院数量持续增长



数据来源: 卫计委, 广发证券发展研究中心

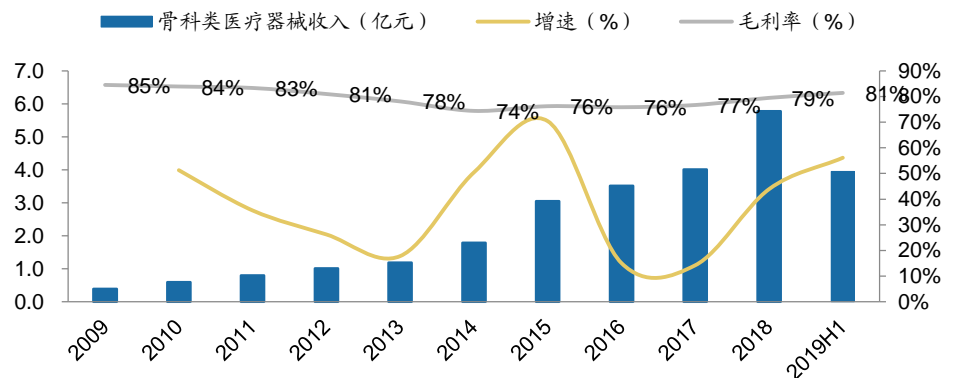
图30: 骨科医院卫生从业人员数量保持较快增长



数据来源: 卫计委, 广发证券发展研究中心

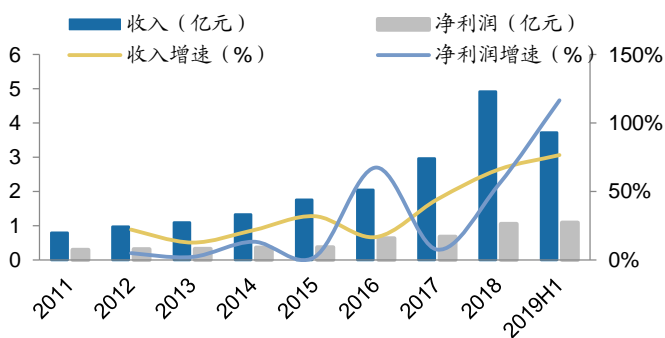
国内骨科医院数量持续增长, 骨科医院卫生从业人员数量保持较快增长。从行业内公司的业绩看, 凯立泰、春立医疗、爱康医疗、大博医疗收入和利润从2018年开始均有较为明显的加速趋势。

图31: 凯立泰骨科植入物收入规模增速和利润率 (亿元)



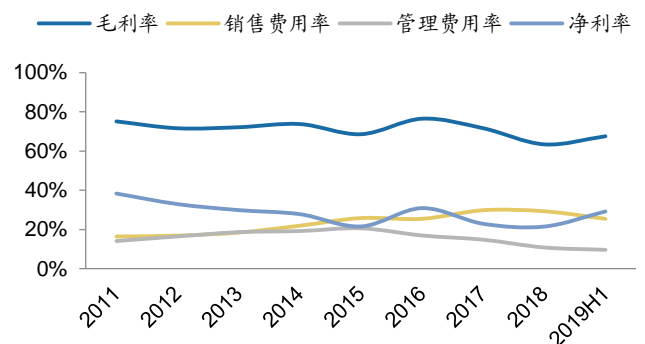
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32: 春立医疗收入和净利润情况 (亿元)



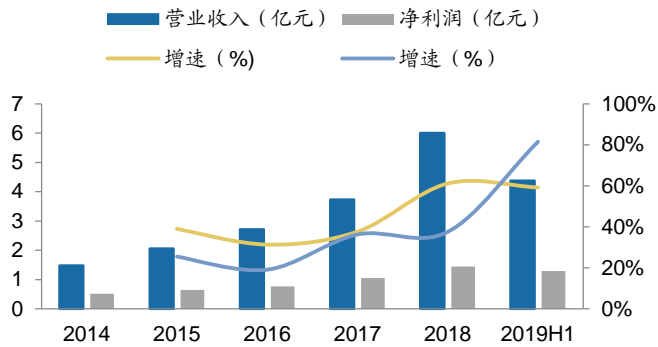
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 春立医疗利润率和费用率情况



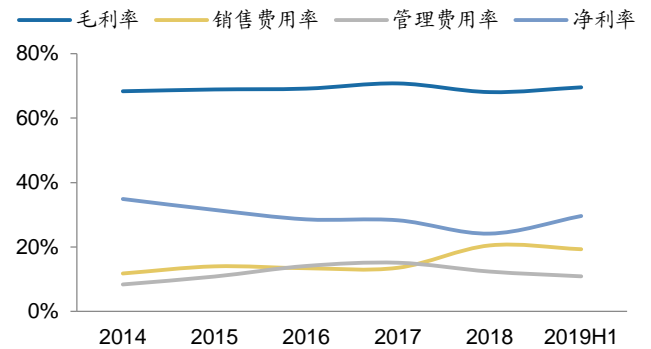
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图34: 爱康医疗收入和净利润情况 (亿元)



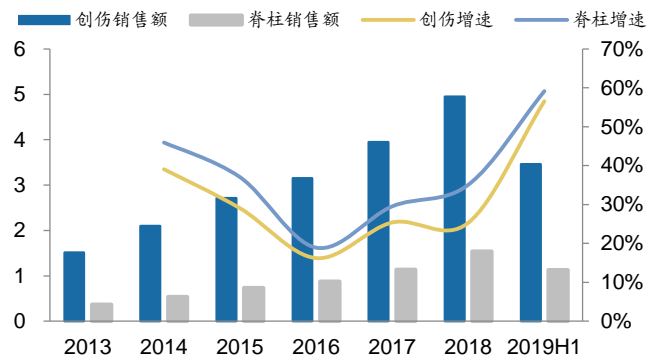
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图35: 爱康医疗利润率和费用率情况



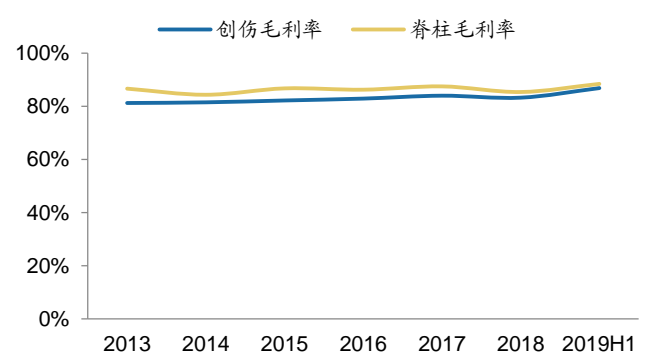
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图36: 大博医疗骨科业务收入情况 (亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图37: 大博医疗骨科业务毛利率情况



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

我们判断,在老龄化导致的骨科患者数量保持较快增长,基层医生手术能力提升,集采政策促进国产龙头份额提高(同时降价未对公司出厂价造成影响)背景下,我们预计国内骨科器械公司业绩有望保持较快增长。

2.IVD领域: 进口替代持续推进, 精选优质赛道

国内体外诊断市场约600亿元,持续以较快增速发展,近三年增速保持在18%以上。从细分领域看,生化诊断增速在低个位数水平,免疫诊断体量较大,但仍以高于15%速度持续增长,分子诊断目前处于快速增长期。

图38: 国内体外诊断市场规模及增速

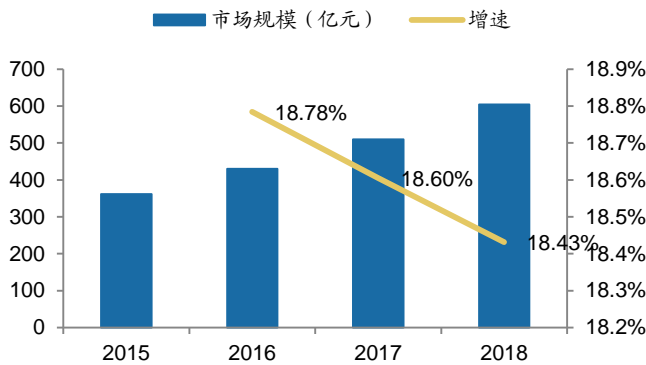
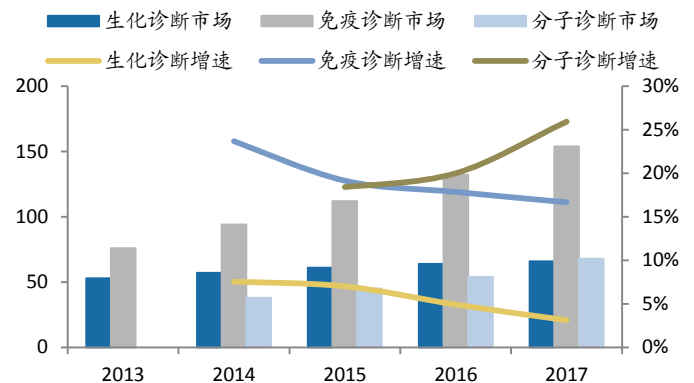


图39: 国内免疫及分子诊断市场持续较快增长 (单位: 亿元)



数据来源: 医疗器械蓝皮书 2019、广发证券发展研究中心

数据来源: 前瞻产业研究院、广发证券发展研究中心

从目前细分领域国产、进口市场份额看, 国内产品在免疫诊断、分子诊断和POCT检测领域市场份额较低, 国产产品进口替代空间广阔。

表18: IVD各细分领域国产与进口产品市场份额

细分领域	进口厂家	进口厂家份额	国产厂家	国产份额
生化诊断	罗氏、雅培、丹纳赫、西门子	50%	迈瑞、科华、九强	50%
免疫诊断	罗氏、雅培、丹纳赫、西门子	80%	迈瑞、安图、迈克、新产业	20%
分子诊断	罗氏、雅培、BD	60%	华大、达安、凯普	40%
POCT	美艾利尔(雅培)、拜耳、罗氏	65%	万孚、三诺、基蛋	35%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

从化学发光装机量来看, 行业龙头公司迈瑞医疗、安图生物、迈克生物仍然保持较快的仪器投放速度。

表19: 国产厂家化学发光仪器投放情况

公司	2017年存量 仪器数量	2018年存量 仪器数量	2019H1 仪器 投放数量	仪器测试速 度	单台仪器 产出	方法学
迈瑞医疗	2000	3000	700	240/480	20万元	酶促间接 法
安图生物	2200	3100	450	200	32万元	酶促间接 法
迈克生物 IS 1200	1800	2040	50	120	19万元	酶促间接 法
迈克生物 i3000			150	300	50万元	吡啶酯直 接法
新产业	8000	9000		180/280	15万元	ABEI 直接 法

亚辉龙	600	800		600		吡啶酯直接法
普门科技	400	500				电化学发光法

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

国内化学发光企业成长的动力主要源于：仪器投放仍有空间、免疫检测方法的替代、高性价比国产产品对进口产品的替代。

仪器投放增长空间：从国内目前化学发光仪器装机数量看，国内化学发光仪器装机数量未饱和，仍有较大成长空间。

表20：国内不同等级医院数量

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
三级医院数量	1954	2123	2232	2340	2548	2675	2782	2894
三级医院增速		8.6%	5.1%	4.8%	8.9%	5%	4%	4%
二级医院数量	6850	7494	7944	8422	9017	9648	10227	10738
二级医院增速		9.4%	6.0%	6.0%	7.1%	7%	6%	5%
一级医院数量	7009	8759	9282	10050	10831	11697	12516	13267
一级医院增速		25.0%	6.0%	8.3%	7.8%	8%	7%	6%

数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

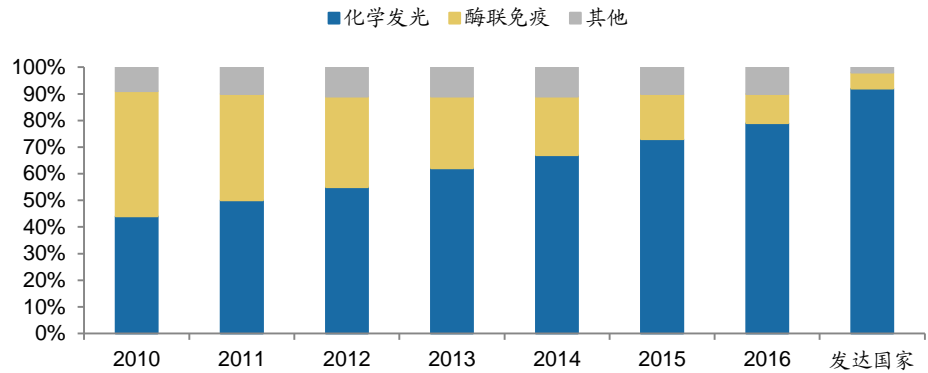
表21：国内化学发光仪器数量测算

	2018	2019E	2020E	2021E	开展化学发光比例	装机数量
三级医院装机台数	2548	2675	2782	2894	100%	6
二级医院装机台数	9017	9648	10227	10738	80%	3
一级医院装机台数	10831	11697	12516	13267	60%	1
合计	43427	46227	48749	51095		

数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

检测方法替代：从国内免疫检测细分领域占比看，国内化学发光检测占比持续提升，但仍与发达国家92%的化学发光检测占比有较大差距。随着国内化学发光检测对其余免疫检测方法学的替代，国内化学发光检测仍有较大成长空间。

图40: 国内化学发光检测占比与发达国家水平仍有差距



数据来源: 米内网, 广发证券发展研究中心

进口替代: 随着国内化学发光检测仪器检测通量与速度等性能逐步与进口品牌接近甚至某些领域领先, 凭借更高的性价比优势, 国内化学发光将持续替代进口产品。

POCT领域在五大中心建设推动下, 行业快速增长, 叠加分级诊疗国产厂家持续渠道下沉, 并与进口厂家形成错位竞争, 有望受益。核酸检测行业成长性好, 我们看好万孚生物和凯普生物的发展。

五、医药消费需求快速增长，医疗服务和疫苗维持高景气

（一）医疗服务行业品牌重要性凸显，需求潜力较大

医疗服务行业作为非药领域的避风港，在需求确定性和市场化定价的基础上维持高速增长。以爱尔眼科、通策医疗、美年健康、金域医学为代表的专科医疗机构因其优秀的商业模式具备持续复制能力，未来品牌的价值有望持续提升。

新的医院盈利结构下，服务定价能力有望提升。由人力资源社会保障部负责制定的公立医院薪酬制度改革指导性文件有望在2019年12月底完成，有利于优化公立医院的收入结构，提供医疗服务行业人员工资；同时随着集采的推进，仿制药价格大幅下降，结余出来的医保资金将增加流至医疗服务领域。医院利润来源正在从药品向服务转变，未来可能逐步从产品定价和成本定价向医生定价和服务定价转型，进一步提升了民营医疗的消费潜力。

1. 体检行业：阿里入局有望优化行业的竞争格局

国内体检行业仍处于两个全国龙头+各地分散竞争的格局中，两大龙头均成为阿里的参股公司。2019年1月，阿里巴巴通过淘宝中国及Treasure Cottage间接持有爱康国宾23.8%的股权，苏宁易购通过参与云峰基金旗下基金间接持有3.4%股权，博裕资本持有13%，云峰基金(除去苏宁)间接持股比例将达到35.8%，成为爱康国宾最大股东。阿里巴巴在年初牵头完成了对爱康国宾的私有化后，再次48亿元入股体检龙头企业美年健康，阿里巴巴已经成为国内体检行业双雄的大股东，在“互联网+医疗”的大背景下，逐步深入大健康产业。根据美年健康2019年10月25日公告，公司控股股东及一致行动人以及其他股东向阿里网络（5.58%）、杭州信投（5.24%）及上海麒钧（5.34%）转让持有的上市公司股份，占公司总股本的16.16%，此次股份转让实施后，阿里网络、杭州信投作为一致行动人持有美年健康10.82%股份成为公司第二大股东，加上阿里通过定增参与的股份，阿里合计持股已接近美年的控股股东。

多领域合作即将开展，行业竞争格局有望改善。11月8日，阿里网络与美年健康达成战略合作框架协议，此次合作阿里网络与美年健康将在医药医疗领域、保险领域以及阿里云、钉钉、支付宝等多个领域展开合作，能够帮助美年健康高质量提升企业数字化、智能化发展水平，构建协作创新的技术平台，为公司长期健康稳定发展提供支持。此次合作后两大龙头的利益理顺，未来两年的竞争格局有望逐步改善，个检消费升级有望驱动行业消费能力的持续提升。

2. 口腔行业：龙头持续扩大所在市场的覆盖能力

通策医疗今年以来保持较高的内生增长，且进一步加快了省内市场的全面覆盖。上半年进行了2项对外投资，蒲公英计划分院的新建项目和全资子公司宁波口腔收购宁波鄞州安和口腔医院64%股权。蒲公英计划截止至三季报已取得11家营业执照，包括柯桥、德清、富阳、下沙、临平、丽水、奉化、镇海、嘉兴、台州、普陀分院，部分暂未并表，此次计划将极大改善杭州当地口腔健康教育和口腔医疗薄弱现状。全资子公司宁波口腔收购宁波鄞州安和口腔医院64%股权，宁波的经济水平与

杭州部分伯仲，口腔市场的发展空间很大，此次收购是公司快速组建宁波口腔医院集团的重要战略部署，布局宁波三级口腔医院及分院，将扩大公司在宁波口腔医疗领域的市场占有率，有望解决公司过度依赖浙江市场的成长困境。

表22：通策医疗自建和收购持续推进

序号	被投资公司	投资类型	数目
1	蒲公英计划	新建项目	11
2	鄞州安和	外部收购	1

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

3.眼科市场：龙头全国化扩张进度仍然较快

爱尔眼科再2018年全面加速体内外医院数量扩张的基础上，2019年仍然维持较快的医疗网络布局，不断完善省内区域和同城分级连锁体系，扩大网络覆盖范围，多层次眼科医疗服务逐步落地。

国内收购加速，海外布局持续推进。医疗网络布局方面，公司分别收购或新建了晋中爱尔、上海爱尔睛亮、南京爱尔古柏、无锡爱尔、蚌埠爱尔和平、宜春爱尔、淄博康明、湘潭仁和、桂林爱尔、贵港爱尔、重庆爱尔儿童、达州爱尔博视、普洱爱尔13家医院及9个门诊部或诊所，其中，公司收购的重庆爱尔儿童眼科医院，该院专注于各种儿童青少年眼病和先天遗传性眼病的预防、诊疗、科普、研究。在高端医疗方面，沈阳爱尔卓越眼科医院开业，汇聚更多专家名医，为国内和东北亚高端客户提供国际水准的诊疗服务，加大力度开拓高端医疗服务市场。2019年8月，爱尔眼科通过新加坡爱尔收购东南亚眼科集团ISEC约35%股份，目标公司拥有11家眼科及全科诊所，此次收购使得公司切入东南亚最发达的新加坡与马来西亚市场，进一步实践公司国际化战略。

表23：爱尔眼科2019上半年并购新建分院情况

被投资公司	并购类型	数目
晋中爱尔眼医院有限公司	内部收购	13
上海爱尔睛亮眼科医院有限公司		
南京爱尔古柏医院有限公司		
无锡爱尔眼科医院有限公司		
蚌埠爱尔和平眼科医院有限公司		
宜春爱尔眼科医院有限公司		
淄博康明爱尔眼科医院有限公司		
湘潭市爱尔仁和医院有限公司		
桂林爱尔眼科有限公司		
贵港爱尔眼科有限公司		
重庆爱尔儿科眼科有限公司		
达州爱尔眼科有限公司		
普洱爱尔眼科有限公司		
远翔天祐部分股权	外部收购	2
ISEC Healthcare100%股权		
沈阳爱尔卓越眼科医院有限公司	新设	2
湖南迈欧医疗科技有限公司		

蚌埠爱尔和平眼科医院有限公司	增资	2
达州爱尔眼科有限公司		

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2019年10月29日，爱尔眼科以发行股份及支付现金的方式，购买30家眼科医院股权，此次收购扩大了爱尔影响力范围。一方面，继高瓴资本、淡马锡之后，中信产业基金、众生药业、爱瑞阳光成为公司的战略合作方，有利于公司把握行业发展机遇期，加快推进行业整合，完善眼科产业链布局，进一步扩大市场占有率与业务规模；另一方面，此举顺应了国家加强基层医疗体系的导向，这30家医院主要分布三、四线城市，人口基数大但优质眼科医疗资源相对缺乏，而各医院在当地占据着优势地位，随着居民眼健康意识的日益增强，这些医院具有广阔的增长空间。因此，本次交易有助于公司加快全国网络建设步伐，为持续、快速、健康发展提供坚实的基础，有利于加强公司行业地位，扩大服务范围，提高公司的盈利能力和可持续发展能力。

表24：爱尔2019年10月29日并购扩大合作方范围



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

具体来看，爱尔眼科拟以发行股份方式购买磐信投资、磐茂投资合计持有的天津中视信100%股权，由此间接收购爱尔产业基金的26家眼科医院（天津中视信成立于2019年9月17日，其持有26家医院），此次收购显示出很强信号意义，爱尔产业基金培育的医院将陆续进入收获期，为公司提供了很厚的安全垫；拟以发行股份及支付现金方式购买广东众生药业持有的奥理德视光100%股权和宣城眼科医院80%股权，此次收购公司与众生药业各取所需、有机整合，实现了产业链的生态协同（业绩测算中奥理德视光为模拟剥离奥理德后的财务数据）；拟以发行股份方式购买李马号、尚雅丽、重庆目乐、杭州仰健拟合计持有的重庆万州爱瑞90%股权与开州爱瑞90%股权，爱瑞杨过成为新三板挂牌公司，通过此次交易，爱尔与爱瑞由竞争者转变为同行者，顺利实现了合作共赢，将大幅度增强区域亿元的联动发展和品牌效应，在一定程度上昭示了行业发展的合流趋势。

表25：爱尔眼科2019年下半年并购项目

被收购公司	所属目标公司数量（家）	股权比例
乌鲁木齐爱尔阿迪娅眼科	天津中视信 26 家	100%
安庆施汉彬爱尔		
百色爱尔		
大连爱尔		
大同爱尔		
德州爱尔		

东营爱尔		
江门五邑爱尔新希望		
乐山爱尔		
临汾爱尔		
钦州爱尔		
柳州爱尔		
上饶爱尔		
十堰爱尔		
铜陵爱尔		
梧州爱尔		
西宁爱尔		
仙桃爱尔		
烟台爱尔*3		
延吉爱尔汇锋		
银川爱尔		
玉林爱尔		
玉溪爱尔		
张家界爱尔		
长治市爱尔		
中山爱尔		
湛江奥理德眼科医院		100%
宣城市眼科医院		80%
重庆万州爱瑞阳光眼科医院	4	90%
重庆开州爱瑞阳光眼科医院		90%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

4. 医保个人账户向统筹账户方向演进，连锁药店终端的行业地位有望提升

未来随着医保个人账户向统筹账户的演进，药店分类分级管理的过程中将承接更多的门诊慢、特病药品零售业务，以及医药分开推动处方外流加速，有望为医药零售行业持续带来增量。

医保账户统筹化是我国医保政策演进的方向，将为零售药店带来增量客流。我国现阶段医保账户包括城镇职工医保和城乡居民医保两种，由于城乡居民医保中个人账户资金占比小，个人账户主要存在于城镇职工医保中，因此医保个人账户向统筹账户演进主要影响城镇职工医保。由于个人账户相对统筹账户缺乏共济属性，以及资金未合理运用等问题，2019年7月医保局发文，未来将实施医保待遇清单管理制度，医保制度由全国统一规范，未来个人医保账户将向着不断提高共济属性、扩大门诊统筹力度、开展大病医保的方向不断发展，随着个人账户向门诊统筹资质的不断过渡，将为零售药店行业带来增量客流。

药店分级方面，最新版《药店分类分级管理指导意见》中鼓励通过过高等级药店提供门诊特殊病、门诊慢性病用药的医保费用结算服务。医疗方面，一方面卫健委已经发文全面叫停药房托管，17省发文探索剥离门诊药房，另一方面国家推动在品种

结构、处方来源角度推动处方外流。我们认为，未来零售药店行业将继续享受政策红利，在个人医保账户向统筹化过渡以及药店分类分级管理的过渡中承接更多的门诊慢病、特病药品的零售业务。政策将慢病、特病向药店不断放开，接入慢病统筹的处方药有望快速放量，虽毛利率有所下降，但净利润绝对值将不断提升，上游议价能力和行业地位均有稳步提升空间。

从今年以来药店龙头的布局情况看：2019年前三季度各药房全国门店布局战略各不相同，益丰药房新增华北地区布局；老百姓新增贵州、福建业务布局，广西新增500家门店；大参林新增黑龙江、西安，以拓展东北、西北市场，近期收购南通康欣大药房巩固华东地区布局；一心堂巩固川渝市场优势地位。

表26：四大连锁药店门店布局情况

连锁药店	目前门店主要布局区域	其中 2019 主要新增扩张门店区域
益丰药房	中南地区：湖南、湖北、广东 华东地区：上海、江苏、江西、浙江 华北地区：河北、北京	华北地区：河北、北京
老百姓	华中地区：湖南、湖北、江西、河南 华南地区：广东、广西 华北地区：北京、天津、河北、内蒙古 华东地区：浙江、上海、安徽、江苏、山东、福建 西北地区：陕西、甘肃、宁夏、四川、贵州	西北地区：贵州 华东地区：福建 华南地区：广西
大参林	华南地区：广东、广西 华中地区：河南 华东地区：江西、浙江、福建 华北地区：河北 东北地区：黑龙江 西北地区：西安	华北地区：河北 东北地区：黑龙江 西北地区：西安
一心堂	华南地区：广西、海南 西南地区：云南 西北地区：四川、贵州、山西、重庆 华东地区：上海 华北地区：天津 华中地区：河南	西南地区：云南 西北地区：四川、重庆 华南地区：广西、海南

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

益丰药房门店聚焦在华东地区、华南地区，主要集中在湖南、湖北、广东等七省市，2019年营销网络拓展至华北地区，包括河北、北京，华东地区特别是江苏地区并购加速，目前华东已有布局区域显著超过华南地区。**益丰药房2019年1-10月共完成9起并购，其中江苏5起，湖南2起，湖北1起，上海1起。**2019年1月，公司受让长沙市芙蓉区泰来森炎堂大药房完成交割，目标公司拥有11家门店；2019年2月，上海益丰收购上海隆顺堂有限公司51%的股权，目标公司拥有8家门店；2019年1月，江苏益丰收购淮安市济生医药连锁有限公司51%的股权；江苏益丰收购江苏健康人大药房连锁有限公司51%的股权；2019年7月，江苏益丰收购浙江至心医药投资旗下共计31家门店；2019年9月，江苏益丰收购泗洪县时代医药连锁有限公司的60%的股权，目标公司拥有54家门店；公司受让湖南华容县益康大药房等8

家零售药店的相关资产和业务；公司子公司荆州广生堂收购湖北济阳堂大药房连锁70%股权，目标公司拥有18家门店；2019年10月，公司收购湖南湘阴县千金药房城关店，目标公司拥有10家门店。

表27: 益丰药房2019年发生9起并购事件

序号	时间	并购事件	门店数量
1	2019年1月	受让长沙市芙蓉区泰来森炎堂大药房完成交割	11
2	2019年2月	上海益丰收购上海隆顺堂有限公司51%的股权	8
3	2019年1月	江苏益丰收购淮安市济生医药连锁有限公司51%股权	-
4	2019年1月	江苏益丰收购江苏健康人大药房连锁有限公司51%股权	-
5	2019年7月	江苏益丰收购浙江至心医药投资旗下门店	31
6	2019年9月	江苏益丰收购泗洪县时代医药连锁有限公司的60%股权	54
7	2019年9月	受让湖南华容县益康大药房零售药店的相关资产和业务	8
8	2019年9月	子公司荆州广生堂收购湖北济阳堂大药房连锁70%股权	18
9	2019年10月	收购湖南湘阴县千金药房城关店	10

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

老百姓沿京广线和沪昆线覆盖中国经济最发达的21个省份，在西北地区新增贵州省、华东地区新增福建省业务布局，广西新增500家门店，华中地区是公司收入主要来源，包括湖南省、江西省、河南省。**老百姓在四大连锁药房中覆盖区域最广，2019年前三季度，共发起6起并购，其中广西1起，湖南2起，陕西2起，山西1起。**2019年2月，广西老百姓收购广西广普医药，目标公司拥有24家公司；2019年3月，陕西老百姓收购西安十三朝老药铺医药，目标公司拥有10家公司；老百姓收购衡阳千禧一心堂药房连锁51%股份，目标公司拥有131家公司，其中约74家为老百姓衡阳，其余为千禧一心堂（数据来源：天眼查），此次收购公司扩大了湖南市场；2019年4月，公司收购长沙区域11家福音药号门店；2019年6月，陕西老百姓收购西安锦绣华佗医药，目标公司包括17家公司；2019年9月，公司收购山西华强百汇医药连锁公司所属零售药店相关资产51%股权，重组工作正在进行中。

表28: 老百姓2019年发生6起并购事件

序号	时间	并购事件	门店数量
1	2019年2月	广西老百姓收购广西广普医药	24
2	2019年3月	陕西老百姓收购西安十三朝老药铺医药	10
3	2019年3月	老百姓收购衡阳千禧一心堂药房连锁51%股份	131
4	2019年4月	收购长沙区域福音药号门店	11
5	2019年6月	陕西老百姓收购西安锦绣华佗医药	17
6	2019年9月	收购山西华强百汇医药连锁所属零售药店相关资产51%股权	-

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

大参林“深耕华南，布局全国”：大参林2019年1月-11月12日共发起5起并购，河北1起，广州1起，黑龙江1起，陕西1起，江苏1起；并购整合步伐加速，5起并购新增了华北、东北、西北地区市场，巩固华南地区优势地位，拓展华东地区业务布局。2019年前三季度，公司开始了华北地区的网络布局，在河北省新增48家门店，其中，2019年3月27日，收购河北保定盛世华兴医药连锁46%股权，目标公司拥有39家门店，此次收购完成公司进入河北市场；2019年2月，公司收购广州柏和药店连锁51%股权，目标公司拥有45家门店；2019年9月，公司收购黑龙江药业持

有的凌峰药房连锁51%股权，目标公司拥有35家门店，此次收购完成公司进入东北市场；2019年9月，公司继续收购西安当地康欣大药房连锁药房，本次转让后公司总占股比例51%，目标公司拥有39家公司，此次收购公司深入布局西北市场，目前两个项目均处于股权转让手续进行中；2019年11月收购南通市江海大药房51%股权，目标公司拥有123家连锁药店，此次收购有助于加速对南通市及周边区域的扩张。

表29：大参林2019年发生5起并购事件

序号	时间	并购事件	门店数量
1	2019年3月	收购河北保定盛世华兴医药连锁46%股权	39
2	2019年2月	收购广州柏和药店连锁51%股权	45
3	2019年2月	收购黑龙江药业持有的凌峰药房连锁51%股权	35
4	2019年9月	继续收购西安当地康欣大药房连锁药房	39
5	2019年11月	收购南通市江海大药房51%股权	123

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

一心堂重点布局西南地区，巩固在川渝市场的经营优势，公司直营网络共覆盖10个省份及直辖市，进驻280多个县级以上城市。门店主要集中在我国西南地区为主的七大省份（云、桂、川、渝、晋、桂、琼），豫、沪、津有少量门店，云南为公司第一大市场，川渝地区为公司第二大市场，区位布局较为集中。2019年1-9月新开595家门店全部为自建，其中，云南新开业门店数最多，为301家，其次为四川省、广西省，分别为94家、59家。

表30：一心堂2019年自建门店数量

省份	新开门店数量	省份	新开门店数量
云南	301	贵州	33
四川	94	海南	32
广西	59	重庆	26
山西	45	河南	3
天津	2		

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

综合看药店行业龙头仍处于快速收购和全国化扩张的进程中，区域内竞争力和全国品牌影响力均有持续提升。

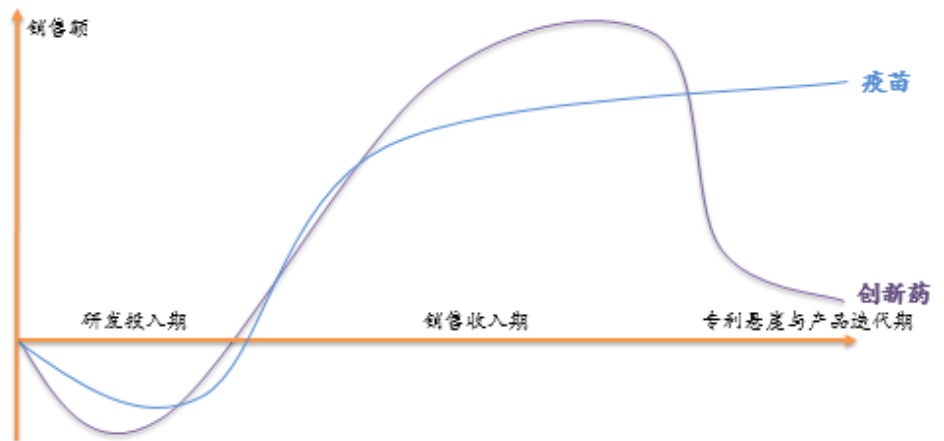
（二）高端疫苗兼具高成长与政策免疫属性，生长激素渗透率仍有较大提升空间

1. 高端疫苗：兼具高成长与政策免疫属性，商业化价值不弱于一般创新药

与创新药相比，疫苗更具爆发性强、生命周期长、技术迭代慢的属性。一方面疫苗由于是预防属性，每年面临着国内1500万左右的新生儿数量，接种人群基数较大。与此同时，疫苗从获批到上市的环节相对较少，获批后就可以在各省公共资源管理平台动态挂网，能够较快的覆盖到终端，因此疫苗的放量曲线十分陡峭，一般四五年时间就能达到销售峰值；另一方面，疫苗相对而言技术迭代较慢，全球销售额前十大的品种基本上都是2010年前上市的，目前这些疫苗仍然保持较高的销售额且维持良好的竞争格局，因此疫苗产品的生命周期比较长。业内对于创新药的估值往往基于未来现金流的贴现，由于疫苗放量曲线陡峭且生命周期长、技术迭代慢，国内

外对于疫苗品种的估值较高，因此疫苗是具有较高商业化价值属性的品种。

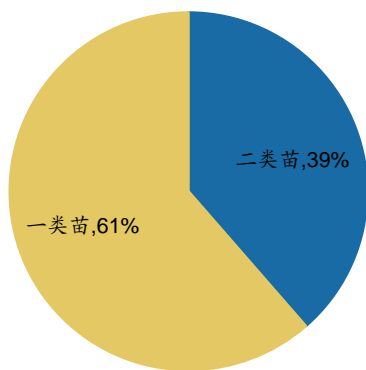
图41：高端疫苗销售曲线分析



数据来源：CNKI，广发证券发展研究中心

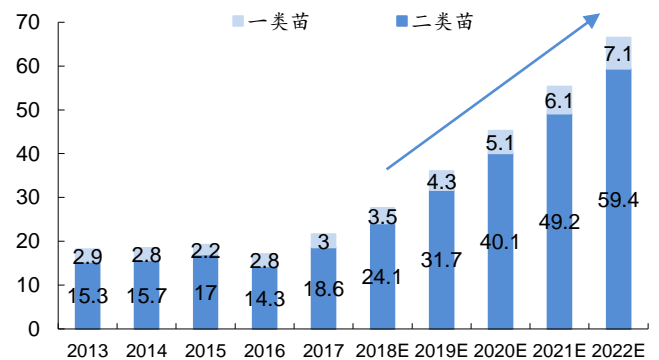
目前国内疫苗仍以一类苗为主，但产值占比较小。根据中检院披露，2018年共批签发疫苗5.39亿瓶，其中一类苗批签发量为3.31亿人份，数量占比61%，但产值仅占13%，76%以上数量的一类苗由国有企业供应；而二类苗虽然批签发量占比仅39%，但产值占比高达87%，主要由外资企业与民营企业供应。根据弗若斯特沙利文报告披露，2018年中国大陆疫苗市场规模约276亿元，其中一类苗35亿元、二类苗241亿元，二类苗在国内疫苗市场占主导地位。伴随着国内新型疫苗不断上市放量，有望迎来新一轮扩容期，预计2022年市场规模将增长至665亿元。

图42：2018年国内疫苗类别占比情况（批签发量口径）



数据来源：中检院，广发证券发展研究中心

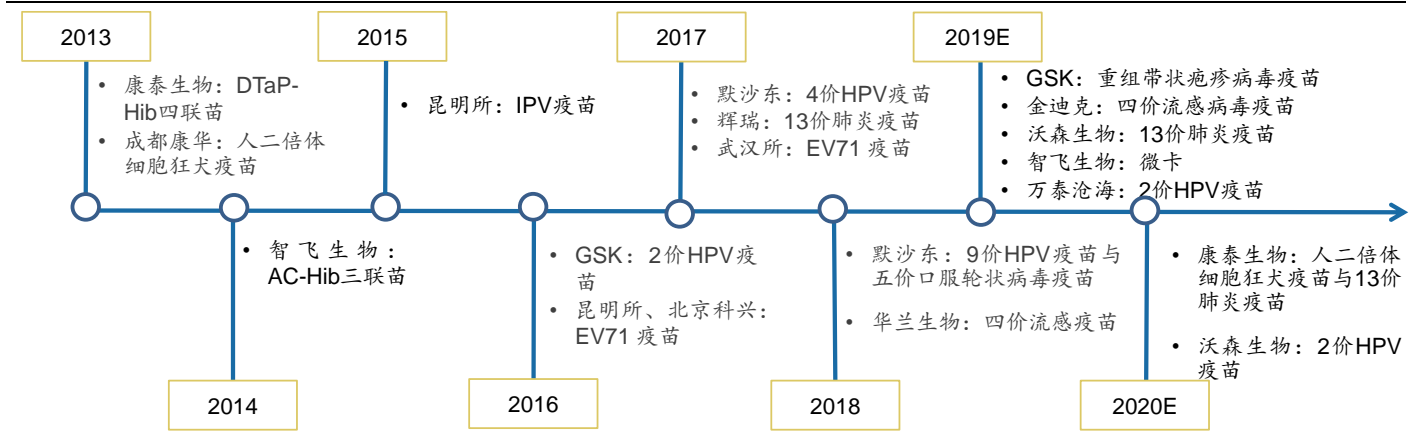
图43：中国大陆疫苗市场分类规模及预测（10亿元）



数据来源：弗若斯特沙利文报告，广发证券发展研究中心

国内外上市疫苗代际差异逐渐缩窄，可及性大幅提升有望助推行业迅速扩容。此前，国内疫苗市场波澜不惊，主要的原因是多个重磅品种未登陆国内市场，供给端的限制造成了疫苗市场整体停滞不前。国际上重磅疫苗大多为2010年前获批上市，国内外上市产品存在较大的代际差异。然而自2013年DTaP-Hib四联苗，2014年AC-Hib三联苗，2016年EV71疫苗与二价HPV疫苗，2017年四价HPV疫苗与13价肺炎结合疫苗，2018年九价HPV疫苗、五价口服轮状病毒疫苗与四价流感，2019年GSK的重组带状疱疹病毒疫苗等重磅疫苗相继获批上市后，叠加未来几年内其他国产重磅疫苗的陆续上市，我国二类苗市场的产品结构将得到大幅优化。

图44: 国内重磅疫苗上市进度及预测

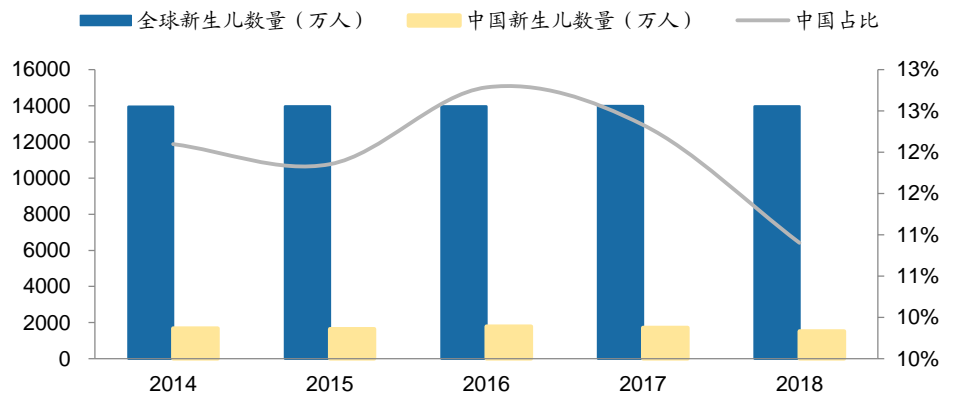


数据来源: 药智网、CDE, 广发证券发展研究中心

国内拥有庞大的新生儿人群基数, 伴随着可及性提升以及受益于消费升级, 疫苗市场未来前景广阔。

- ✓ 中国大陆新生儿人群基数处于世界前列, 决定了国内疫苗潜在市场空间庞大。根据WHO、卫健委披露, 近年来全球新生儿数量维持在1.4亿人左右, 而中国大陆新生儿数量占全球比例保持在11-13%之间, 位居全球前列。庞大的新生儿人群基数, 决定了国内疫苗市场潜在空间较大。

图45: 全球与中国大陆历年新生儿数量对比



数据来源: WHO、卫健委, 广发证券发展研究中心

- ✓ 疫苗行业的市场扩容主要由二类苗驱动, 而二类苗为自费的品种, 是典型受益于消费升级的品种, 国内仍存在较大的未满足需求。随着未来疫苗可及性的提升以及居民可支配收入的增长, 临床亟需的高价新型疫苗与多价多联疫苗渗透率将逐步提升, 带动国内疫苗市场步入新一轮扩容期。例如, HPV疫苗、13价肺炎疫苗、五联苗等高价苗在国内实现了快速放量。

表31: 国内二类苗价格对比

普通二类苗		新型疫苗与多价多联疫苗	
产品名称	定价 (元/支)	产品名称	定价 (元/支)
狂苗 (Vero 细胞)	45	9 价 HPV 疫苗	1298

AC 结合疫苗	77	4 价 HPV 疫苗	798
Hib 结合疫苗	78	2 价 HPV 疫苗	580
腮腺炎减毒活疫苗	44	13 价肺炎疫苗	698
伤寒 Vi 多糖疫苗	70	五联苗	600
甲肝疫苗	60	五价口服轮状病毒疫苗	280
乙型脑炎减毒活疫苗	37	四联苗	275
四价流脑疫苗	60	人二倍体狂苗	255
麻腮风联合减毒活疫苗	76	AC-Hib 疫苗	216
流感疫苗（三价）	42	23 价肺炎疫苗	200

数据来源：药智网，广发证券发展研究中心

国内疫苗行业的集中度的提升以及疫苗产品的换代升级是趋势，优势疫苗企业的商业化价值将大幅提升，重点关注拥有新型创新疫苗与多价多联疫苗等重磅在研产品的龙头公司。基于国内疫苗企业研发管线的布局与商业化价值，重点推荐疫苗龙头公司康泰生物、智飞生物、沃森生物以及康希诺生物-B（06185.HK）。

（1）康泰生物：公司研发管线商业化价值位居业内前列，尤其在联苗领域先发优势明显。公司现有在研项目23项，无论是梯队深度还是商业化价值均处于业内领先地位。明年起公司的13价肺炎疫苗与人二倍体细胞狂苗有望陆续获批上市，研发管线将进入集中收获期，公司的价值有望得到重估。另外，公司在单苗及毒株、菌种方面储备丰富，为开发联苗奠定坚实基础，业内先发优势明显，有望开发出首个国产的五联苗与麻腮风-水痘疫苗。

（2）智飞生物：公司为国内疫苗标杆企业，拥有全国性的营销网络以及强大自营销售推广队伍，在业内具有较强的核心竞争力。公司的研发管线不断丰富，其中不乏预防用微卡、EC诊断试剂盒、15价肺炎球菌结合疫苗、人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）等商业化价值较大的在研产品，其中预防用微卡与EC诊断试剂盒有望明年获批上市。

（3）沃森生物：公司在研产品13价肺炎疫苗有望今年年底或明年年初获批上市，明年起为公司贡献较大业绩弹性。此外，在研产品2价HPV疫苗处于临床数据总结阶段，9价HPV疫苗正开展临床1期，均为商业化价值较大的品种。

（4）康希诺生物-B：公司拥有丰富的研发管线梯队，在12个疾病领域已布局研发15种在研疫苗。目前，除了已批准上市的埃博拉病毒疫苗以及2个脑膜炎球菌结合疫苗临近商业化的产品之外，公司还有6种在研疫苗处于临床试验阶段或临床试验申请阶段以及6种临床前在研疫苗，按属性主要分为全球创新疫苗、潜在的中国大陆首创疫苗以及与国内进口产品竞争的中国大陆潜在最佳疫苗。因此，无论是产品布局还是在研产品的商业化价值均处于业内前列。

表32：国内疫苗上市公司研发管线概览

疫苗公司	在研产品	临床及注册进度						
		临床前	报临床	临床批件	临床 I	临床 II	临床 III	报产
智飞生物	母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）							
	重组结核杆菌融合蛋白（EC）							
	23 价肺炎球菌多糖疫苗							

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	流感病毒裂解疫苗							
	冻干人用狂犬病疫苗(MRC-5 细胞)							
	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗							
	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗							
	冻干重组结核疫苗(AEC/BC02)							
	15 价肺炎球菌结合疫苗							
	皮内注射用卡介苗							
	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)							
	卡介菌纯蛋白衍生物							
	肠道病毒 71 型灭活疫苗							
	四价流感病毒裂解疫苗							
	吸附无细胞百白破 (组份) 联合疫苗							
	重组乙型肝炎疫苗 (汉逊酵母)							
	双价手足口病疫苗							
	灭活轮状病毒疫苗							
	重组诺如病毒多价疫苗							
	塞卡病毒疫苗							
	冻干人用狂犬病 BC01 佐剂疫苗 (MRC-5 细胞)							
康泰生物	吸附无细胞百白破联合疫苗							
	冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗							
	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗							
	13 价肺炎球菌结合疫苗							
	冻干人用狂犬病疫苗(人二倍体细胞)							
	ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗							
	甲型肝炎灭活疫苗							
	冻干水痘减毒活疫苗							
	无细胞百白破冻干 b 型流感嗜血杆菌疫苗							
	重组肠道病毒 71 型疫苗(汉逊酵母)							
	Sabin 株脊髓灰质炎灭活疫苗(Vero 细胞)							
	口服重组 B 亚单位双价 O1/O139 霍乱疫苗							
	吸附无细胞百白破(组分)联合疫苗							
	吸附无细胞百白破-脊髓灰质炎-b 型流感嗜血杆菌联合疫苗							
	重组人乳头瘤病毒疫苗 (HPV)							
	60μg 鼻腔喷雾型乙型肝炎疫苗							
	冻干腮腺炎减毒活疫苗							
	麻腮风疫苗							
	麻腮风-水痘疫苗							
	单纯疱疹病毒基因工程疫苗							
	重组 B 群脑膜炎球菌疫苗							
	五价口服轮状病毒活疫苗							
	新型佐剂乙肝疫苗							
20 价肺炎球菌结合疫苗								

	吸附无细胞百白破-脊髓灰质炎-b型流感嗜血杆菌联合疫苗 (一瓶装)							
沃森生物	13价肺炎结合疫苗							
	2价HPV疫苗							
	9价HPV疫苗							
	ACYW135群脑膜炎球菌多糖结合疫苗							
	伤寒Vi多糖疫苗I期临床试验							
	EV71疫苗							
康希诺	AC脑膜炎球菌结合疫苗							
	ACYW135群脑膜炎球菌结合疫苗							
	结核病加强疫苗							
	PBPV(重组肺炎球菌蛋白疫苗)							
	婴幼儿用DTcP							
	DTcP加强疫苗							
	青少年及成人用TdcP							
	13价肺炎球菌结合疫苗							
	CSB012-腺病毒							
	CSB013-塞卡病毒							
	CSB014-联合疫苗							
	CSB015-脑膜炎							
	CSB016-带状疱疹							
	CSB017-脊髓灰质炎							

数据来源: CDE、药智网、各公司财报, 广发证券发展研究中心

2. 生长激素: 典型消费升级品种, 渗透率仍存在较大提升空间

生长激素 (Growth Hormone) 是垂体细胞分泌的一种肽类激素, 能够促进神经组织以外的所有其他组织生长, 尤其可以刺激骨关节软骨和骨骺软骨生长从而达到增高的功能。目前基因重组DNA技术获得的生长激素美国FDA已经批准用于儿童生长激素缺乏症 (GHD)、特发性矮小 (ISS)、小于胎龄儿 (SGA)、Turner综合症、慢性肾功能不全、Prader-Willi综合症等11种适应症; 而国内仅批准用于儿童生长激素缺乏、重度烧伤、SHOX基因缺陷引起的儿童生长障碍、Noonan综合症引起的儿童生长障碍4种适应症。

表33: 美国和中国获批的重组人生长激素 (rh-GH) 适应症

序号	美国 FDA 批准 rh-GH 适应症	中国 CFDA 获批 rh-GH 适应症
1	儿童及青少年生长激素缺乏 (1985)	儿童生长激素缺乏症 (GHD)
2	慢性肾功能衰竭所致的矮小 (1993)	重度烧伤
3	HIV 感染相关性衰竭综合症 (1996)	
4	Turner 综合症 (先天性卵巢发育不全) (1996)	
5	成人生长激素缺乏替代治疗 (1997)	
6	Prader-Will 综合症 (2000)	
7	小于胎龄儿 (SGA) (2001)	
8	特发性矮小 (ISS) (2003)	

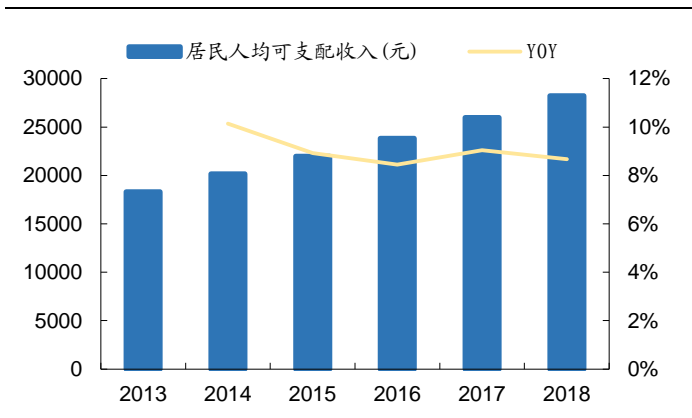
9	短肠综合症 (2003)	
10	SHOX 基因缺少但不伴 GHD 的患儿 (2006)	SHOX 基因缺陷引起的儿童生长障碍
11	Noonan 综合症 (2007)	Noonan 综合症所引起的儿童生长障碍

数据来源: CNKI, 广发证券发展研究中心

学术教育带动患者认知率提升、销售渠道下沉、适应症拓展以及受益于消费升级等多重因素带来生长激素行业高景气度。

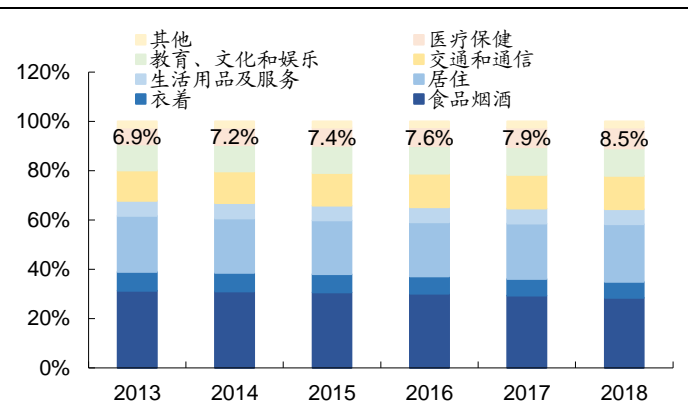
(1) 生长激素虽然是治疗矮小症的唯一有效用药, 但相比其他刚性需求的药物, 是典型的消费升级品种。当前生长激素粉针的年用药金额约2~3万、水针5~6万元、长效10~13万, 且支付结构中多为自费。伴随着近年来我国人均收入大幅提升, 促使患者家长对治疗孩子矮小症的需求得到释放和提升。根据国家统计局披露, 近年来中国居民人均可支配收入维持8%以上高速增长, 2018年人均可支配收入为2.8万元, 同比增长8.7%。与此同时, 我国居民消费结构正面临着动态调整, 生存型消费支出占比逐渐下降, 而代表消费升级的发展型与享受型消费支出占比逐渐提升。

图46: 我国居民历年可支配收入情况



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图47: 我国居民历年消费结构情况



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

(2) 目前国内重组人生长激素的市场渗透率尚低, 存在较大提升空间。根据国家统计局统计, 近年来每年新生儿加4-15岁儿童数量合计近2亿人, 按照中华医学会统计的儿童矮小症3%的发病率, 患有矮小症患者600万人, 其中大约2/3患者为病理性矮小, 可以通过重组人生长激素治疗, 保守按照每年2万左右的治疗费用, 国内重组人生长激素的理论潜在市场规模约800亿元。根据PDB披露数据推算, 2018年国内生长激素市场规模约42亿元, 目前国内渗透率仅5%左右, 仍存较大提升空间。

(3) 学术教育带动患者认知率提升与销售渠道不断下沉, 助推行业维持高景气度。金赛药业和安科生物等龙头企业不断扩大销售队伍, 实施渠道下沉, 持续进行医生和患者教育, 使得医生和患者家长对矮小症的认知度和诊疗率在逐年提升, 从近些年持续增长的新入组患者数量增长态势也能反映出行业处于高景气度阶段。

六、重点投资组合和关注标的

(一) 创新药组合：恒瑞医药、石药集团、金斯瑞生物科技、中国生物制药、丽珠集团；关注标的：翰森制药、信达生物-B、君实生物-B

恒瑞医药：充分享受国内创新药盛宴

仿制药新品迭代稳增长，高难仿制药构建良好竞争环境。在仿制药行业整体受政策影响下，公司通过不断提高自身产品技术壁垒(如白蛋白紫杉醇、卡泊芬净、右美托咪定鼻喷剂、阿比特龙、艾司氯胺酮、吸入制剂等)，加强抗肿瘤、麻醉镇痛、造影和综合四大现有核心领域产品协同性；同时向欧美市场出口生产壁垒较高、竞争格局较好的高难仿制药(如环磷酰胺、七氟烷、造影剂等)，保证其现有仿制药板块稳定增长。

多年研发布局，进入创新药第一个丰收季。司十余年远高于同行的研发投入，造就国内创新药龙头；从艾瑞昔布到卡瑞利珠单抗，已收获5个创新药；未来2-3年内将会有包括瑞马唑仑、氟唑帕利、海曲帕泊、SHR6390、SHR3680、Vunakizumab、SHR4640等在内的10个左右创新药品种上市。国家医保青睐高价值创新药，创新药龙头受益国内新药红利 本轮医疗改革下，高价值创新药上市后快速进入国家医保，销售放量曲线陡峭，首批企业如跨国药阿斯利康、罗氏，以及国产产品如安罗替尼已抢先享受国内新药红利。公司作为国内创新药先行者，将成为首批享受该红利的国产厂商。

创新能力不断升级，多种模式开拓国内外市场形成长期增长引擎。公司拥有深厚的研发管线布局，目前临床阶段的创新药项目超过30个；快速覆盖全球热门开发靶点，靶点覆盖广度上高于一流跨国制药企业；同Class研发进度上从过去相差5年以上，缩短至当前仅相差1-2年，部分项目处于全球领先(如SHR1701)。创新模式上，国内市场依托其自身高效的新药开发和商业化体系，引进全球Biotech新药项目如Oteseconazole、CyclASol™(0.1%环孢素A制剂)和NOV03(全氟己基辛烷)等，完善公司在非优势领域的新药布局，打造全治疗系列创新产品；国际新药市场的开拓方面，吡咯替尼、c-met ADC、SHR0302等多个项目在美国市场临床开发。

丽珠集团：基本面和业绩拐点的创新药新秀

艾普拉唑针剂谈判入医保，享受国内创新药红利。艾普拉唑是新一代PPI制剂，注射剂于2017年获批上市。2019年国家医保谈判，注射用艾普拉唑钠以156元/10mg/支的价格进入国家医保谈判目录，有望享受国内创新药红利。2019年前三季度，艾普拉唑针剂销售收入5684万元，根据样本医院数据，艾普拉唑针剂目前的销售额占比国内PPI市场不到1%，凭借产品优势和商业化能力，若市场份额提升至10%，则其销售额有望超过15亿元；艾普拉唑片剂在2019年前三季度销售收入7亿元左右，同比增长超过60%，目前处于放量阶段；针剂和片剂组合的创新药，在创新药红利下可维持高速增长。

创新研发加速公司转型，研发效率大幅改善。丽珠单抗在经历调整后，研发效率较之前大幅提升，新药项目推进速度明显加快。目前生物药重组hCG有望2020H1获批上市，IR-6R单抗(III期)、PD-1完成中美I期；亮丙瑞林3月剂、曲普瑞林微球、戈

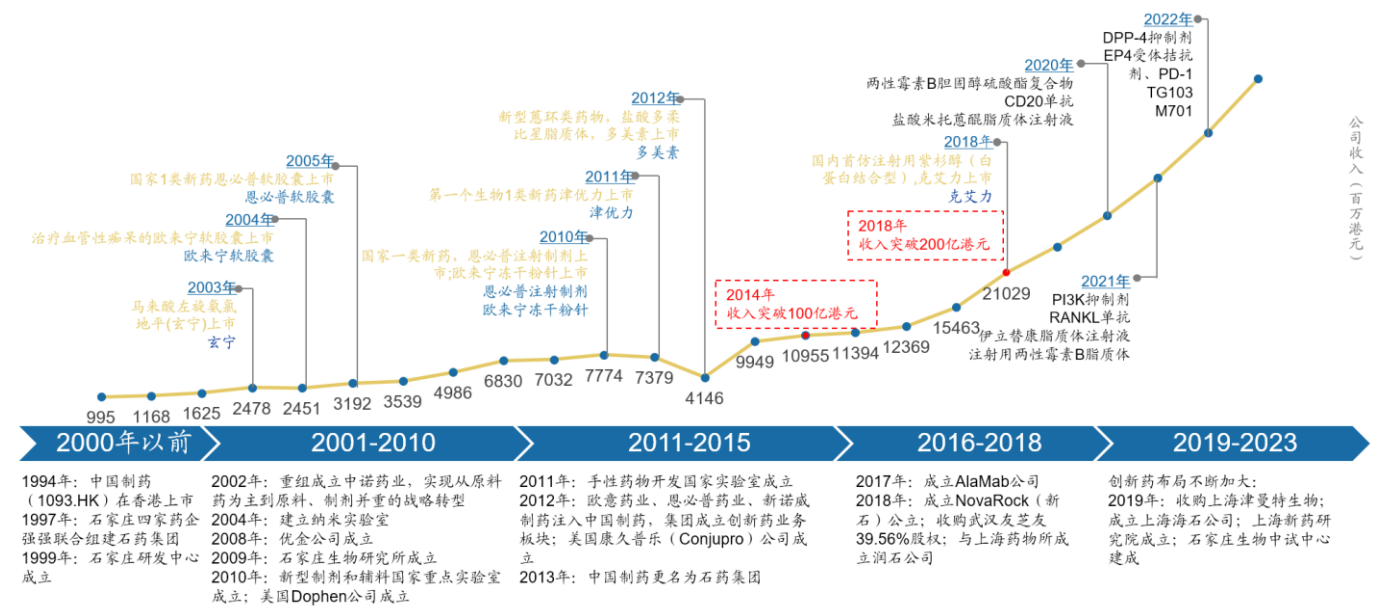
舍瑞林植入剂亦快速推进。结合检测平台在研产品，创新药+精准检测初具雏形。

规范化原料药/中间体盈利水平提升。2018年公司原料药和中间体业务(新北江和福兴医药)贡献超过2亿元的净利润；2019年前三季度，原料药和中间体收入17.7亿元，同比增长1.83%，毛利率30.58%，2018年毛利率24%，原料药和中间体盈利水平大幅提升。

石药集团：业绩持续稳健增长，重视创新管线价值

收入增长27.5%，归母净利润增长24.0%，业绩符合预期。公司2019年前3季度实现收入167.61亿元(+27.5%)，毛利润118.88亿元(+38.7%)，归母净利润28.11亿元(+24.0%)，高利润率创新药的强劲增长带动毛利率大幅提高至70.9%(+5.7pct)，业绩符合预期。

图48：石药集团成长路径解析



数据来源：公司业绩简报、广发证券发展研究中心

抗肿瘤产品和恩必普增长靓丽，收入结构不断优化。前3季度创新药收入95.25亿元，同比增长51.9%，收入占比提升至57%(+9.2pct)。恩必普实现销售额40亿元，近3年CAGR约35%。抗肿瘤重点产品津优力/克艾力/多美素分别实现销售额约11/11/12亿元，肿瘤板块收入占比提升至约20%(约+9pct)。销售团队扩充+空白市场拓展，创新药有望维持强劲增长。普药收入38.62亿元(+6.0%)，考虑集采和医保调整带来的增长以及销售团队调整完成，预计2020年普药增长将显著提速。维生素C收入15.96亿元(+15.3%)，抗生素收入7.15亿元(-17.2%)，其他收入10.63亿元(+8.2%)。公司收入结构不断优化。

研发投入大幅增加，重视创新管线价值。前3季度公司研发费用15.01亿元(+64.0%)，占制剂收入比例12.2%。通过自研和引进，公司目前在研产品中创新药100余项，其中大分子创新药50余项，小分子创新药40余项。重磅新型制剂产品两性霉素B胆固醇硫酸酯复合物、米托蒽醌脂质体、伊立替康脂质体；创新药PI3K抑制剂、CD20单抗、

RANKL单抗等产品有望于未来1-2年获批，助力公司持续稳健成长。

未来3年石药预计有12个创新药产品上市，其中大分子创新药5个，小分子创新药3个，新型制剂4个。

表34：石药集团未来3年计划上市的创新药和新型制剂产品（亿元）

序号	产品名称	项目类别	靶点	适应症	峰值	预计上市时间
1	两性霉素 B 胆固醇硫酸酯复合物	新型制剂	多烯类抗真菌药物	深度真菌感染	30-50	2020 年
2	SCT-400	大分子	CD20	淋巴瘤等	> 15	2020 年
3	盐酸米托蒽醌脂质体注射液	新型制剂	蒽环类细胞毒药物	淋巴瘤等	> 50	2020 年
4	duvelisib 胶囊	小分子	PI3K	CLL/SLL/FL 高钙血症、肿瘤骨转移、骨巨	> 10	2021 年
5	JMT103	大分子	RANKL	细胞瘤、骨质疏松	> 30	2021 年
6	伊立替康脂质体注射液	新型制剂	拓扑异构酶抑制剂	结直肠癌	> 30	2021 年
7	注射用两性霉素 B 脂质体	新型制剂	多烯类抗真菌药物	深部真菌感染	30-50	2021 年
8	OBRP108 片	小分子	DPP4 抑制剂	糖尿病	> 10	2022 年
9	RMX1002	小分子	EP4 受体拮抗剂	肿瘤疼痛	> 10	2022 年
10	TG103	小分子	Fc-GLP1	糖尿病	> 20	2022 年
11	SYSA1802	大分子	PD-1	肿瘤	> 30	2022 年
12	M701	大分子	EpCAM/CD3	肿瘤	> 15	2022 年

数据来源：石药集团研发开放日、广发证券发展研究中心

盈利预测与投资建议：公司业绩持续靓丽，在研创新品种不断丰富，研发成果转化值得期待。预计2019-2021年收入增速25%/22%/21%，归母净利润增速23%/22%/22%，EPS为0.72/0.88/1.08港元/股，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险；临床进展不达预期

金斯瑞生物科技：细胞治疗进展顺利，CDMO业务快速发展

全球领先的基因合成服务提供商，各项业务开展符合预期。金斯瑞是基因合成服务领域的全球龙头，市场份额全球第一，技术、成本、交付时间、客户基础等优势显著。在基因合成基础上，公司衍生出完善的生命科学服务及产品业务、生物制剂开发服务业务、工业合成生物产品业务及细胞治疗研发业务，推动公司持续稳健发展，不断壮大。

生物制剂CDMO和工业酶有望迎来高增长，推动整体收入增长提速。2019年上半年金斯瑞生物制剂CDMO业务收入930万美元，同比增长27.4%，但订单金额保持翻倍增长，考虑多数订单将在1-2年完成时再确认收入，预计2020-2021年公司生物制剂CDMO收入将有强劲增长。2019年上半年工业酶收入1076万美元，同比增长50.0%，毛利润226万美元，同比增长125%，毛利率同比提升7pct。工业酶仍处于起步阶段，新产能和新设备刚投入使用，随着更多专业人才的加入和产能利用的释放，未来3年将持续高增长。

美国1b期数据优异，Best-in-Class创新药确定性进一步提高。2019年12月8日，金

斯瑞生物科技公告其子公司南京传奇与美国强生合作开发的用于治疗多发性骨髓瘤的BCMA CAR-T 美国1b期临床试验数据。在中位随访期6个月时，可评估患者共29人，总缓解率(ORR)为100%。其中，69%的患者达到完全缓解(CR)；17%的患者达到非常好的部分缓解(VGPR)；14%的患者达到部分缓解(PR)；66%的患者为严格意义上的完全缓解(sCR)。在输注后的第28天，100%可评估MRD状态的患者达到微小残留病灶(MRD)阴性的状态。中位随访6个月后，有27例(93%)患者保持无疾病进展。与Bluebird的BCMA CAR-T相比，传奇的产品在极低的剂量下达到较高的CR，Best-in-Class确定性不断提高。

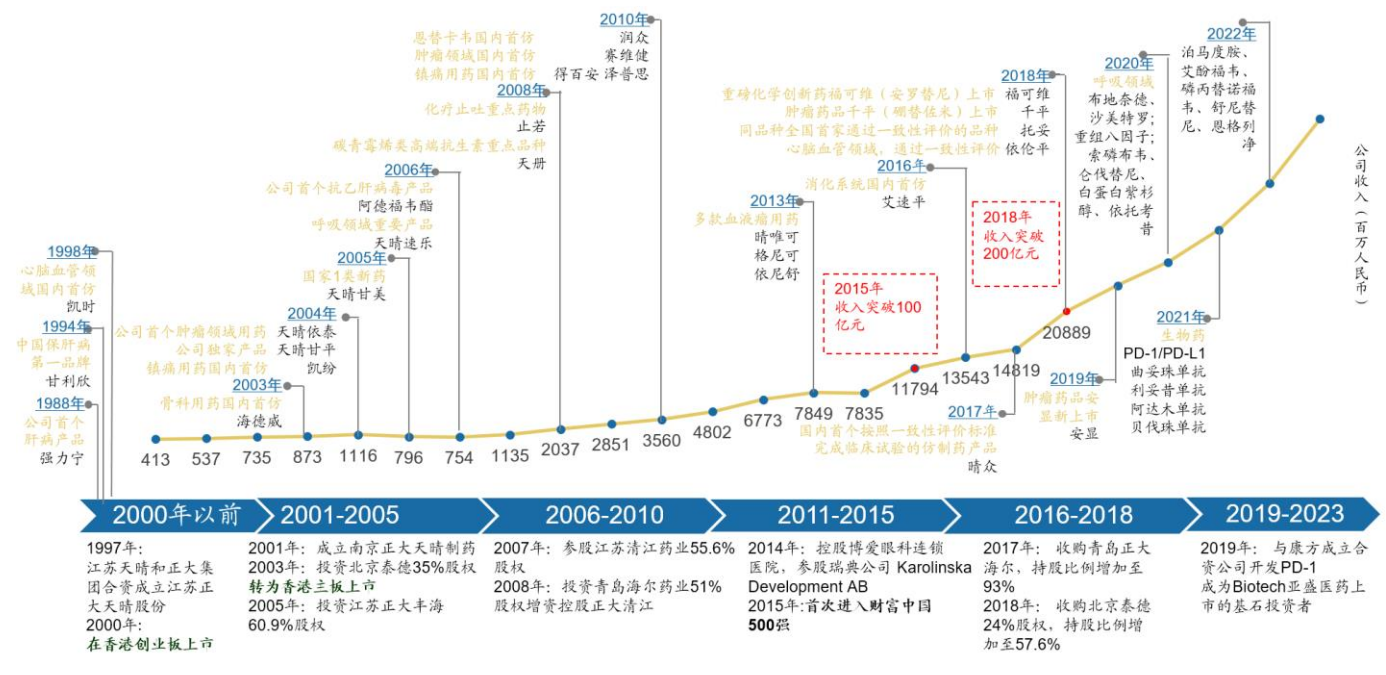
投资建议：传统业务稳健增长，CAR-T具备较高弹性。 预计2019-2021年收入2.8/3.3/4.0亿美元，同比增长20%/19%/22%。采用SOTP方法得到公司合理价值为29.02港元/股。公司传统业务增长稳健，CAR-T产品上市后将贡献较大利润弹性，“买入”评级。

风险提示：费用投入超预期；研发进展低于预期；临床数据不达预期

中国生物制药：肿瘤表现靓丽，多个领域稳健增长

收入增长22.8%，调整后归母净利润增长15.7%，业绩符合预期。2019年前3季度，公司收入193.2亿元，同比增长22.8%；调整后归母净利润26.0亿元（去除收购泰德产生的无形资产摊销费用和权益投资影响），同比增长15.7%；调整后每股盈利20.65分，同比增长14.0%；归母净利润22.6亿元，同比增长2.5%。派息每股2港仙。

图49：中国生物制药成长路径解析



数据来源：公司业绩简报、广发证券发展研究中心

肿瘤领域表现靓丽，多个领域稳健增长。肿瘤领域收入42.02亿元(同比+83.3%)，收

入占比提升至21.8%(+7.2pct)。雷替曲赛(5.43亿元, 同比+39.9%), 达沙替尼(1.82亿元, 同比+47.6%), 卡培他滨(1.73亿元, 同比+29.8%), 硼替佐米(1.28亿元, 同比+211.5%)等产品增长显著。推测安罗替尼前3季度销售额已超过20亿元, 全年有望实现28-30亿销售额。考虑来那度胺、硼替佐米、阿比特龙、吉非替尼等肿瘤新产品的上市及安罗替尼新适应症的拓展, 2020年肿瘤板块有望冲击80亿元销售额, 成为公司贡献收入和利润最高的领域。公司其他多个疾病领域也稳健增长: 心脑血管24.95亿元(+16.0%), 骨科14.06亿元(+18.3%), 消化系统11.94亿元(+32.6%), 呼吸系统8.43亿元(+33.1%), 抗感染8.38亿元(+34.0%)。

迎来研发收获期, 新产品支撑未来成长。公司指引2019-2021年可上市的新产品达30/18/24个, 数量位居上市公司第一, 未来5年可推出20种创新药, 10种生物药。不断批量上市的优质首仿药、难仿药和陆续上市的创新药将成为公司强者恒强的重要驱动力。

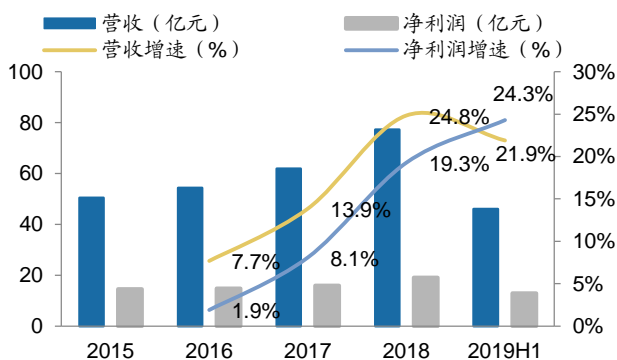
19-21年业绩分别为0.23元/股、0.28元/股、0.33元/股。预计公司19-21年收入增速18%/16%/18%, 归母净利润增速-68%/19%/18%, EPS为0.23/0.28/0.33元/股。采用DCF方法得到公司合理价值为14.22港元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 仿制药降价超预期; 研发进度低于预期; 行业政策风险

翰森制药: 研发创新驱动型龙头制药公司

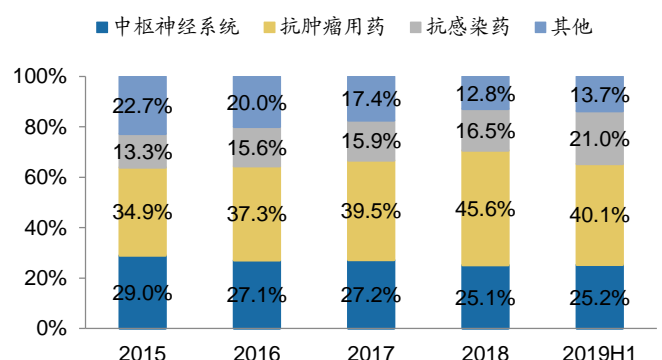
翰森制药是中国排名前列的研发创新驱动型龙头制药公司, 目前已或接近商业化的1.1类创新药数量领先。翰森制药已实现2个1.1类创新药的商业化, 有5个1.1类创新药处于研发后期: 创新药聚乙二醇洛塞那肽2019年5月获批; 创新药甲磺酸氟马替尼和创新药三代EGFR TKI奥美替尼已经报产。公司储备的2019-2020年新上市超过30种产品, 其中创新药3-4个, 首仿药8个。

图50: 翰森制药营收和净利润增长 (亿元)



数据来源: 招股说明书、公司财报、广发证券发展研究中心

图51: 翰森制药各疾病领域占比变化



数据来源: 招股说明书、公司财报、广发证券发展研究中心

聚焦高利润率、高壁垒的大疾病领域。翰森制药目前约70%的收入来自中枢神经及肿瘤领域, 具备未满足的临床需求大, 空间广, 增速快, 利润率高等特点, 当前翰森毛利率超过90%, 净利率超过25%, ROE超过20%, 体现出优质龙头药企盈利能力

和成长性双高的特点。

（二）进口替代组合：威高股份；关注标的：迈瑞医疗、南微医学、启明医疗-B、爱康医疗

威高股份：经营向好，盈利能力提升

领先的医疗器械整体解决方案供应商，各项业务增长符合预期。威高成立于1988年，从一次性耗材龙头逐步拓展业务领域，发展成为中国领先的医疗器械整体解决方案供应商。目前公司业务涵盖通用医疗器械（临床护理、创伤管理、医学检验、麻醉及手术）、骨科、药品包装、介入和血液管理等领域，并于多个细分领域占据市场主导地位。

高利润率业务增长强劲，盈利能力不断提升。老龄化加速叠加进口替代，国产骨科市场显著提速。公司骨科产品线齐全，涵盖创伤、脊柱、关节等，目前整体骨科收入为国产第一。考虑公司产品和渠道优势，有望最为受益国产替代。公司药品包装业务主要包括预灌封注射器和冲管注射器。预灌封注射器用于疫苗、生物制品等产品的包装，需求刚性，增长强劲。骨科和药包收入占比分别为13.8%和12.7%，经营溢利率均高于30%，增速超过30%。高利润率业务推动公司成长和盈利提升。

收购爱琅迅速拓展介入产品，融资置换有望释放利润。2018年1月公司完成对美国爱琅的收购，介入产品从影像介入拓展至肿瘤介入和血管介入，介入业务占比从2.4%迅速提升至16.4%。爱琅产品于中国具备较大的市场空间和稀缺性，借助威高于中国的销售渠道，爱琅中国有望推动公司整体介入板块的增长。爱琅融资置换工作接近完成，首年有望节约约1400万美元财务费用，介入板块利润释放可期。

预计2019-2021年归母净利润18.9/22.5/26.5亿元，增速19%/19%/18%。结合SOTP和DCF估值方法得到公司合理价值为12.20港元/股。高利润率业务的高增长和财务费用的降低将提升公司盈利能力，强劲的产品更新换代和领域拓展能力确保公司长期稳健成长，“买入”评级。

风险提示：耗材集采降价超预期；并购整合不及预期；费用拖累利润

启明医疗-B：国内经导管主动脉瓣龙头，行业竞争格局较好

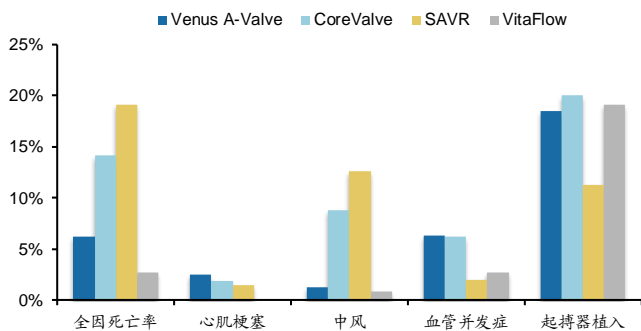
公司于2017年9月获批国内首个经导管主动脉瓣产品Venus A-Valve，目前国内获批上市的经导管主动脉瓣产品仅Venus A-Valve（启明医疗-B）、VitaFlow（微创心通），苏州杰成J-Valve为经心尖产品，后续在研产品包括沛嘉医疗及爱德华生命科学产品，公司率先在国内进行心内科/心外科医生团队培训，具有明显的先发优势，同时，后续产品升级迭代，进一步夯实行业内的领先地位。

核心产品 Venus A-Valve 为全球第一且唯一获 NMPA 批准上市的 TAVR 产品。中国患者钙化程度高，且二叶化病变率高，Venus A-Valve 第一代产品专门针对中国患者设计，具有如下特点：1）采用自膨式瓣膜，相较球扩式瓣膜，自膨式瓣膜配置更可控。2）径向力强，专门针对扩张钙化瓣膜设计。3）瓣膜流入端采用锥形设计，能够有效降低心脏传导阻滞发生率。且流入端有 3 个不透光标记，清晰可见，确保精确环形定位。4）采用激光切割镍钛合金管，兼顾强度和柔韧性。5）采用交

叉型释放杆，稳定的机械设计，保证瓣膜平稳释放。6) 采用猪心包膜，下端轻薄耐用。

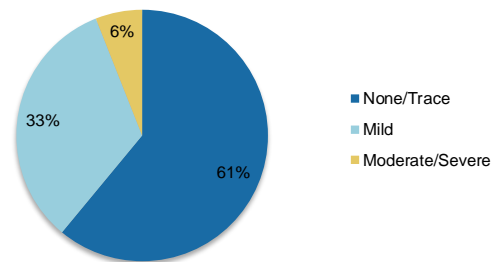
将 Venus A-Valve 与同样是自膨式瓣膜的美敦力产品 CoreValve 进行对比发现，Venus A-Valve 术后一年的死亡率及中风比例远低于 CoreValve 发布的数据，但都优于 SAVR 术后一年的数据。在引起心肌梗死、血管并发症及起搏器植入方面，Venus A-Valve 与 CoreValve 数据相当。此外，Venus A-Valve 术后一年引起主动脉瓣膜关闭不全的概率与现有产品相比大大降低，61% 的病人术后无明显症状，仅有 6% 的病人出现中、重度症状。爱德华生命科学发布的一年期数据中，有 15% 的病人术后出现中、重度主动脉瓣膜关闭不全症状。

图52: 不同TAVR产品术后一年对比



数据来源: 严道医生网, 广发证券发展研究中心

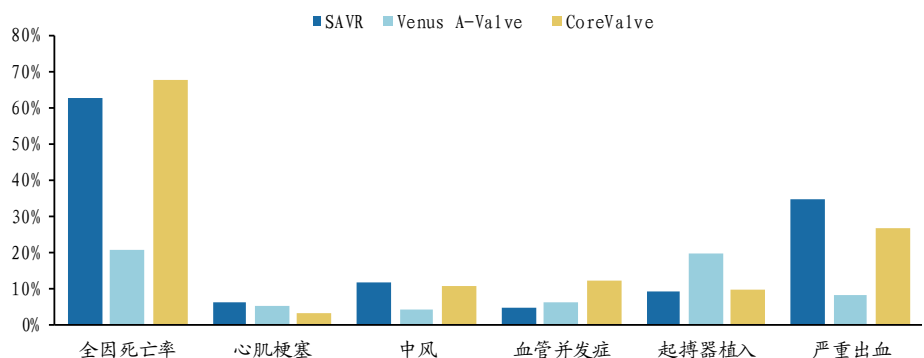
图53: Venus A-Valve术后一年AR发病率



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

将 Venus A-Valve 五年期数据与 CoreValve 五年期数据进行对比发现，Venus A-Valve 术后五年的死亡率、中风、血管并发症、严重出血比例远低于 CoreValve 发布的数据。但 Venus A-Valve 引起心肌梗死的比例和起搏器植入比例比 CoreValve 略高。

图54: 不同TAVR产品术后五年对比



数据来源: 严道医生网, Pubmed, 广发证券发展研究中心

公司具有丰富的产品线。除了治疗主动脉狭窄的TAVR产品外，公司产品线还包括治疗二尖瓣返流的TMVR产品，治疗三尖瓣返流的TTVR产品，治疗肺动脉瓣返流的TPVR产品。补充产品包括脑血栓保护装置（CEP）和输送球囊TAV8。该CEP从Keystone Heart引进，与公司原有的设备兼容，可用于TAVR在内的多种心血管手术。

图55: 启明医疗-B产品管线

	产品	临床试验			
		研发	FIM	关键实验	注册
TAVR 产品	Venus A-Valve (不可回收)	国内已上市			
	Venus A-Valve (可回收)	注册申请变更中			
	Venus A-Pilot (可回收, 可调弯)	国内: 动物临床实验阶段 国外: 动物临床实验阶段			
TPVR 产品	Venus P-Valve (有无 RVOT 功能障碍患者均适用)	国内: 创新医疗产品申请中 CE: 关键试验阶段 FDA: IDE 认证申请阶段			
	TMVR/TTVR 产品	TMVR Valve TTVR Valve	产品设计阶段		
其他支撑保护装置	TAV8 球囊	国内: 进口许可证申请准备中 国外: 已上市			
	脑血栓保护装置	CE: 申请阶段 FDA: 临床 II 期 REFLECT 研究阶段			

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

公司快速发展国内业务布局。公司将国内市场划分为三个区域, 包括东区、西区、东北区域。业务涵盖了包括阜外医院、华西医院、浙二医院、中山医院在内的四家一线医院以及 7 家具备独立完成手术能力的二线医院。

公司大力拓展产品管线, 发展全球化布局。公司的国际业务涉及美国、加拿大、哥伦比亚等 8 个国家和地区。其中, Venus-P 已在加拿大完成首例植入, TAVR 产品在哥伦比亚已经获批, TAV8 球囊产品已完成美国 FDA 批准和欧洲 CE 认证。

表 35: 启明医疗-B 全球布局

国家/地区	进展
美国	TAV8 球囊产品已获 FDA 批准 TPVR 产品 IDE 认证申请阶段 脑血栓保护装置临床后期阶段
欧洲	TAV8 球囊产品已获 CE 认证

加拿大	TPVR 产品关键试验阶段
哥伦比亚	脑血栓保护装置 CE 认证阶段
巴西、阿根廷	Venus-P 完成首例植入
菲律宾	TAVR 产品已获批
中国台湾	TAVR 产品注册申请阶段
	TAVR 产品申请准备中
	TAVR 产品申请准备中

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

风险提示： TAVR产品竞争加剧、公司学术推广不及预期、在研产品进展不及预期等

南微医学：微创诊疗器械全面布局，明星产品助力高增长

抢占微创诊疗蓝海市场，已成为国内内镜微创诊疗器械龙头之一

南微医学主营业务聚焦微创诊疗领域，目前已有的两大版块为内镜下的微创诊疗器械和肿瘤微波消融领域，产品包括止血及闭合类、活检类、扩张类、EMR/ESD类、ERCP类、EUS/EBUS类、肿瘤微波消融类七大于版块。公司产品覆盖全国2900多家医院，三甲医院覆盖率达到55%以上。2018年公司实现营业收入9.2亿元，过去三年的收入复合增长率为49.19%。公司收入的高速增长得益于市场对微创诊疗需求的不断扩大。一方面，中国目前胃肠镜诊断和治疗的开展率与发达国家相比差距仍然较大，大量的需求未被满足；另一方面，微创诊疗相对于传统外科手术疗效快、创伤小的优势明显。

软组织夹为公司明星产品

软组织夹用于内镜下的机械止血，由于副作用小、使用方便等优势，在实际的手术过程中逐渐替代了传统的电凝止血。2018年公司软组织夹实现销售收入3.67亿元，占公司所有产品总销售收入的40%，是公司的明星产品。根据招股书，公司可旋转重复开闭软组织夹(SureClip)的制作工艺为世界首创，在便利性和实用性方面充分考虑到医生的需求，两款软组织夹也能够满足不同术式对于使用方法的不同要求。南微医学的软组织夹在过去三年销量的复合增长率为94%。

研发管线全面布局，EOCT系列产品较超声影像有优势

南微医学的在研管线覆盖扩张类、ESD、ERCP、EUS、医学影像设备、肿瘤消融等领域，体现了公司对内镜诊疗设备产品全领域覆盖的战略布局。其中，EOCT（内窥镜光学相干断层成像系统）是南微医学正在研发的内窥镜成像系统，其清晰度远高于超声影像，可用于早期癌症筛查。南微医学的EOCT为国内首创，已获得FDA批准，有望于2020年上市。

风险提示： 医用耗材降价超预期、研发进展不及预期、销售推广不及预期等

（三）国际化组合：药明康德；关注标的：药明生物

药明康德： 全球创新药研发增长红利驱动下的全产业链龙头

全球创新药研发热潮和政策红利驱动下，业绩持续保持高增长。2019年业绩增长提速，前三季度实现收入92.79亿，增长34.06%，归母净利润17.65亿，下降8.46%，扣非净利润17.14亿，在去年同期投资收益很大的高基数前提下，扣非净利润恢复到36.88%的增长，预计公司未来有望维持较快的内生增速。

核心业务增长稳健，各板块项目数量显著提升。前三季度公司DDSU部门助力客户完成16个研究性新药的临床试验申报，并获得20个项目的临床试验许可小分子；CDMO/CMO服务项目所涉新药物分子超过900个，其中，处于III期临床试验阶段的项目40个、已获批上市的项目17个；公司细胞和基因治疗CDMO平台为24个I期临床试验项目以及9个II/III期临床试验项目提供服务。预计CDMO业务的增长仍是公司收入和利润增量的主要来源。

持续推进产业链一体化进程，前期投资逐步兑现。2019年5月收购美国临床服务研究公司Pharmapace，拓展临床数据分析业务；10月入股诊断服务平台药明奥测，布局临床诊断业务，进一步打造全产业链生态圈。2018年底，药明康德旗下创投基金参股公司Hua Medicine和Twist Bioscience Corporation分别在港股和纳斯达克上市，公司前期大量对前沿技术平台和创新药平台的投资逐步兑现。

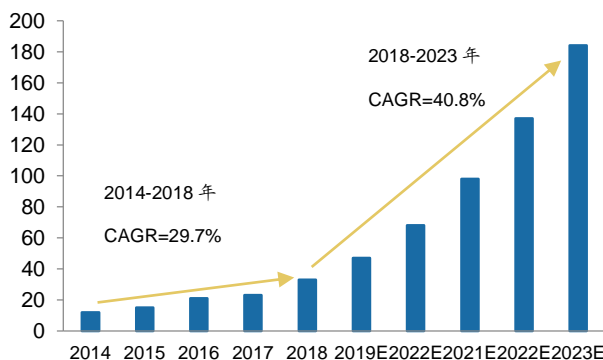
风险提示：全球创新药研发投入增长不及预期；龙头研发外包比例波动；部分客户订单波动。

药明生物：创新无止境，全球生物药CDMO行业快速增长

全球生物制剂研发服务市场随着整体生物制剂市场而成长。随着生物制剂市场的增长，产品和技术的更新换代，大型制药公司和中小型生物技术公司与生物制剂研发服务供应商和合作更加密切频繁。驱动因素包括：1) 生物制剂研发支出增加；2) CRO带来的成本和时间的节省以及良好的供应链和产能管理；3) CRO公司专业的高端技术。

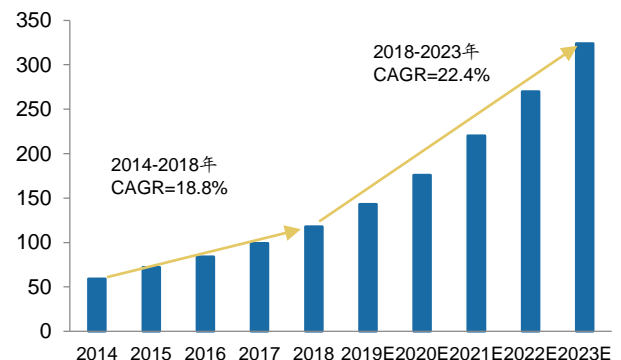
从Frost & Sullivan的预测数据来看，2018-2023年全球和中国生物药研发服务市场的CAGR均高于生物制剂市场的CAGR，为未来3-5年持续的高景气度细分行业。而龙头公司依靠技术优势、先发优势、成本和效率优势铸造的壁垒使得新进入者难以撼动其市场份额，未来行业份额仍有望向绝对龙头公司集中。

图56：中国生物药研发服务市场增长（亿人民币元）



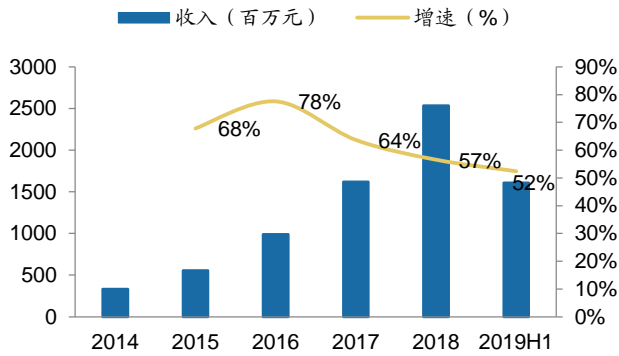
数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

图57：全球生物药研发服务市场增长（亿美元）



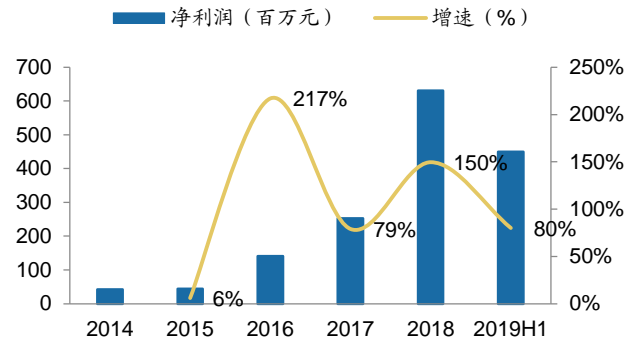
数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

图58: 药明生物收入增长情况 (百万人民币元)



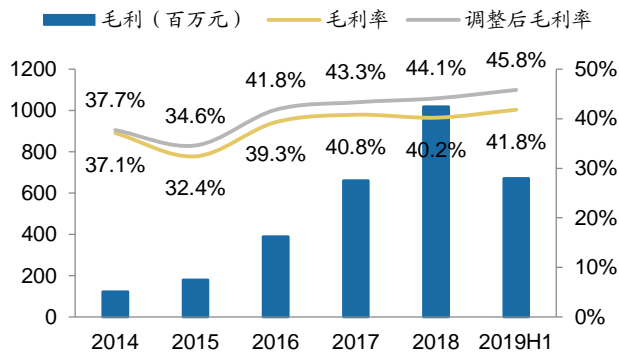
数据来源: Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

图59: 药明生物净利润增长情况 (百万人民币元)



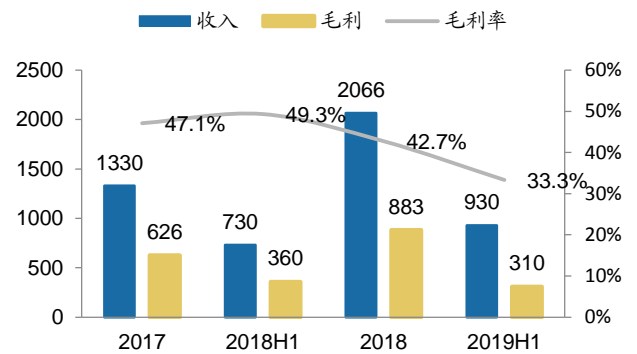
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图60: 药明生物毛利情况 (百万人民币元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

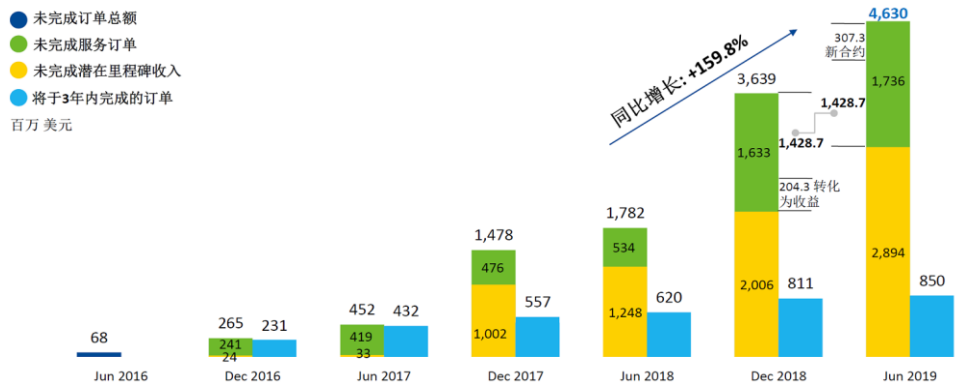
图61: 金斯瑞生物药CDMO收入情况 (万美元)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

药明生物为全球目前唯一能提供全方位生物制剂研发服务的企业，研发管线涵盖各类生物药。截至2019年中期，药明生物综合项目数224个，其中单抗项目132个，融合蛋白项目35个，抗体偶联药物25个，双特异性抗体19个，全球新 (First-in-Class) 项目58个，占比26%。目前抗体偶联药物和双特异性抗体项目增长较快，符合生物药创新趋势，彰显全球领先的技术平台能力。

图62: 药明生物订单情况



数据来源: 药明生物业绩简报、广发证券发展研究中心

（四）医疗消费组合：爱尔眼科、通策医疗、康泰生物、沃森生物、康希诺生物-B、长春高新；关注标的：锦欣生殖

爱尔眼科：品牌影响力显著领先的全国连锁眼科龙头

技术迭代、资本力量、政策环境三重机遇持续推动我国眼科连锁龙头快速发展。董事长陈邦自爱尔眼科成立之初坚持白内障手术、屈光手术为重点发展方向，至今仍是公司收入贡献的两大主要业务，超声乳化技术和飞秒激光技术是爱尔早期的两大技术，随激光新技术不断迭代公司白内障和屈光手术客单价仍有50%以上的提升空间。目前公司的手术技术不断迭代引领民营眼科医院市场规模高速发展，公司作为全国综合眼科集团的品牌价值不断提升。

“体外孵化”并购驱动，公司的优秀的商业模式有望不断复制。公司通过重要的商业模式“合伙人计划”，并同时设立并购基金，在体外培育非上市的眼科医院资产，待其标的度过约2-3年左右的亏损期，利润转正后，爱尔眼科通过发行股份、支付现金或两者相结合的方式将其并入上市公司主体，收购产业基金持有的培育标的股权，直接增厚公司业绩。从眼科医疗机构成本角度来看，前期培育的主要成本是的治疗医用器械，技术推动眼科治疗医用器械不断更新，相对其他的专业医疗细分领域，对医生的依赖程度相对较低，可复制性相对较强。在会计处理方面，由于在并购产业基金参股的情况下，上市公司将这些并购基金计入到可供出售的金融资产中，采用成本法计量，因此在投资期间，并购基金和资产的亏损不会计入上市公司净利润计算中，当有分红时，将以公司投资收益的方式计入上市公司业务。因此，爱尔眼科兼具“体外孵化”的优秀并购商业模式和对眼科赛道的强可复制属性，同时，“合伙人计划”使得公司不同层级的人员更具有参与感，优秀的商业模式将带动爱尔眼科业绩持续提升。

政策方面，医保资金规范化推动公司行业地位提升。公司三大业务板块白内障、屈光、视光中，只有白内障手术医保支付占比最高，屈光手术和视光业务均不在医保覆盖范围，小型相对以来白内障手术业务的公司业绩影响较大，爱尔眼科作为全科室布局的综合眼科龙头，医保资金规范下推动公司行业地位提升。长期看白内障手术需求仍具有刚性，公司的屈光手术和视光业务近年来增长均超预期，整体消费性需求保持快速增长，公司各业务板块间具有相互协同作用和口碑传递作用，从业保证公司整体业务快速增长。

爱尔眼科借力五大并购基金逐年加速扩张，2020年有望迎来培育收获期。2014年开始公司通过爱尔中钰和前海东方两大并购基金开始尝试体外扩张，根据天眼查数据可见，整体通过体外并购基金呈现加速扩张趋势，2018年新增医院甚至达到70家，合计通过并购基金新增的医院已经超过200家，其中最早两只基金中已经有9家医院在2017年并入上市公司，并表后也体现出非常高的增长速度。考虑到公司以往通过“体外孵化”的标的度过亏损期，实现盈利纳入上市公司并表一般需要2年左右时间，因此公司2018年新增的医院有望在2020年陆续进入收获期，为公司业务增长提供动力。

通策医疗：省内消费升级趋势明确，蒲公英计划进一步提升覆盖能力

口腔连锁红利仍在高速释放期，营收保持稳健增长。三大医院是公司最大的利润增

量贡献，利润率仍在快速提升；分业务看，细分业务增速前三季度儿科增速比正畸和种植都快，体现了儿童需求的升级，从而后续进一步带动家庭需求的升级，新的消费习惯正在形成，公司的业务也在向潜力更大的细分行业变化。

加快战略布局，省内外扩张规划明确。省内蒲公英计划截止至三季报已取得11家营业执照，包括柯桥、德清、富阳、下沙、临平、丽水、奉化、镇海、嘉兴、台州、普陀分院，达成2019年开设10家分院的计划，第二批蒲公英计划已经启动，目前有15家医院进入项目立项及筹备阶段，通策医疗在浙江省内的影响力仍在快速提升。省外，持续参与投资大型口腔区域总院，布局一线及重点省会城市，继武汉存济口腔医院后，重庆存济口腔医院已于2019年2月开始试营业，西安存济口腔医院、成都存济口腔医院将加快投建进度，预计2019年年内落成。

盈利预测与投资建议：我们预计19-21年业绩分别为1.48元/股、1.88元/股、2.42元/股。考虑到公司从杭州口腔医院逐步打造以浙江为核心，全国综合布局的口腔连锁医疗龙头。未来省外大型口腔医院将显著增强公司的品牌效应，长期成长空间较大；考虑到公司目前优于行业平均的成长能力，持续看好公司的长期成长能力，维持买入评级。

风险提示：新院盈利情况低于预期；口腔行业景气度和行业成长性不及预期；行业竞争加剧带来盈利能力影响；医院扩张的速度不能满足业务量增长需求。

康泰生物：疫苗品种储备丰富，产品研发步入收获期

在百白破与五联苗供应紧张的背景下，公司核心品种四联苗仍将保持稳定增长。百白破疫苗目前呈现供应紧张的局面，因此四联苗与五联苗作为最佳替代品有望受益，然而由于往年五联苗的批签发量有限，我们判断四联苗有望保持稳定增长。基于中检院的批签发以及库存情况，我们预计2019年有望实现销量约450万支、2020年有望突破600万支。

公司研发管线商业化价值位居业内前列，尤其在联苗领域先发优势明显。公司现有在研项目23项，无论是梯队深度还是商业化价值均处于业内领先地位。明年起公司的13价肺炎疫苗与人二倍体细胞狂犬苗有望陆续获批上市，研发管线将进入集中收获期，公司的价值有望得到重估。另外，公司在单苗及毒株、菌种方面储备丰富，为开发联苗奠定坚实基础，业内先发优势明显，有望开发出首个国产的五联苗与麻腮风-水痘疫苗。

盈利预测与投资评级：考虑到核心产品四联苗有望保持稳定增长，从明年起公司的研发管线将步入集中收获期，为公司未来的持续高增长提供了保障。我们预计公司2019-2021年的归母净利润分别为5.89亿元、8.29亿元、21.45亿元，暂不考虑未来定增摊薄影响，对应当前市值的PE分别为98X/70X/27X，维持买入评级。

风险提示：产品研发失败的风险；在研产品审批进度不达预期；产品推广低于预期。

沃森生物：13价肺炎疫苗获批在即，有望迎来经营拐点

公司为国内疫苗龙头企业之一，质控体系业内领先。公司目前生产和销售的自主疫苗产品共计6个品种，分别为Hib（西林瓶型和预灌封型）、AC脑膜炎结合疫苗与

多糖疫苗、ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗、百白破疫苗以及23价肺炎球菌多糖疫苗。根据中检院披露，2019年前三季度公司上述各品种的批签发数量均较去年同期大幅提升，在当前批签发制度趋严的背景下，彰显出良好的质控体系。

在研产品13价肺炎球菌结合疫苗已完成生产现场检查，有望年底或明年初获批上市。根据CDE披露，公司在研产品13价肺炎疫苗已完成注册现场生产检查阶段，预计有望今年年底或明年初获批上市，明年起为公司贡献较大业绩弹性。此外，在研产品2价HPV疫苗处于临床数据总结阶段，9价HPV疫苗正开展临床1期，若未来成功获批上市，将为公司长期发展提供有力支撑。

盈利预测与投资建议：考虑到公司的13价肺炎疫苗有望年底或明年初上市，明年起为公司贡献较大业绩弹性，我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为2.25亿元、12.56亿元、17.20亿元，对应当前市值的PE分别为214X/38X/28X，给予买入评级。

风险提示：13价肺炎疫苗上市时间与销售情况不达预期；市场竞争加剧；行业不良事件。

康希诺生物-B：定位于全球化发展的疫苗新锐企业

公司为定位于全球化发展的疫苗新锐企业，具有较强的核心竞争优势。公司为定位于全球化发展的疫苗新锐企业，管理团队拥有丰富的跨国公司经验，具有国际化视野与全球化竞争能力，在临床前研究、临床试验、生产各环节均有与全球知名机构与企业的合作项目。公司的核心竞争优势来源于先进的研发平台技术与世界级的疫苗生产能力及质量管理体系，拥有四大技术研发平台以及世界级的质控生产体系，有能力达到全球性的质量和监管标准。

公司在研梯队丰富，拥有多个潜在全球与中国大陆最佳或首创在研疫苗。公司拥有丰富的研发管线梯队，在12个疾病领域已布局研发15种在研疫苗。目前，除了已批准上市的埃博拉病毒疫苗以及2个脑膜炎球菌结合疫苗临近商业化的产品之外，公司还有6种在研疫苗处于临床试验阶段或临床试验申请阶段以及6种临床前在研疫苗，按属性主要分为全球创新疫苗、潜在的中国大陆首创疫苗以及与国内进口产品竞争的中国大陆潜在最佳疫苗。因此，无论是产品布局还是在研产品的商业化价值均处于业内前列。

盈利预测与投资建议：公司最先商业化上市的脑膜炎结合疫苗有望明年起陆续上市，公司将迎来新的发展阶段。我们预计2019-2021年公司归母净利润分别为-2.12亿元、-2.57亿元、-1.2亿元，基于疫苗销售曲线较为陡峭，伴随着多个在研产品陆续上市后，预计公司收入将会迅速提升，预计2023年左右有望扭转现时大量研发投入所带来的亏损。利用Risk-adjusted DCF方法对公司进行估值，公司当前时点的合理市值为143.84亿元，对应公司总股本约2.23亿股的合理价值约64.6元/股，即71.78港元/股（1港元=0.9人民币），给予买入评级。

风险提示：在研产品研发与评审进度不达预期；AC结合疫苗纳入免疫规划存在不确定性；创新型疫苗研发存在一定的失败风险；脑膜炎球菌结合疫苗上市后销售不达预期；疫苗涉及民生，若发生不良事件易引起较大社会舆论压力。

长春高新：生长激素空间超百亿元，资产重组后公司将步入新发展阶段

国内生长激素市场空间过百亿元，随着渗透率的提升未来空间巨大。根据国家统计局披露，国内3-14岁儿童数量约2亿人，矮小症发病率约3%，其中病理性患者约2/3即400万人用药潜在人群，保守按照生长激素（粉针剂型）年治疗费用2万元估算，潜在市场空间约800亿元，若渗透率提升至15%，则国内市场过百亿元。目前国内生长激素市场规模仅42亿元左右，未来存在较大的成长空间。生长激素是显著受益于消费升级且不受医保控费影响的刚需用药，随着学术推广不断加强以及销售渠道不断下沉，我们预计渗透率有望得到持续提升，未来几年内将维持高景气度。公司作为业内唯一拥有粉针、水针、长效三种剂型产品梯队的龙头企业以及较强的营销推广团队，生长激素业务有望保持快速增长。

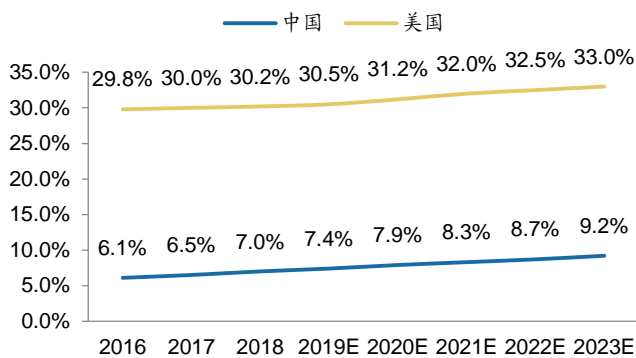
金赛药业少数股权问题得到解决，公司步入新的发展阶段。根据公司年报披露，公司向金磊、林殿海发行股份及可转换债券购买其持有的金赛药业29.50%股权，增发股份已于19年12月12日完成登记，我们认为此次资产重组成功实施，以金磊为代表的金赛核心管理层与上市公司的利益关系将得到理顺，公司将步入新的发展阶段。

风险提示：生长激素市场拓展不达预期；在研产品进度不达预期。

锦欣生殖：黄金赛道，重视稀缺性

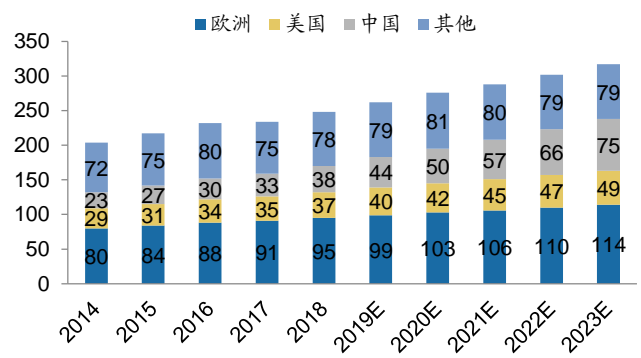
政府鼓励生育，中国辅助生殖服务市场发展迅速，但渗透率较低，未来增长空间广阔。2014-2018年，中国辅助生殖服务市场CAGR约13.6%，高于全球的5.1%。但2018年中国的辅助生殖服务渗透率依然只有7.0%，远低于同期美国的30.2%，市场增长空间广阔。预计2018-2023年中国辅助生殖市场增长较2014-2018年仍有提速，CAGR约14.5%。

图63：中国和美国辅助生殖服务渗透率



数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

图64：全球各地区辅助生殖服务市场规模（亿美元）



数据来源：Frost & Sullivan、广发证券发展研究中心

锦欣生殖是中国领先的辅助生殖服务机构，技术优势显著。2018年锦欣旗下辅助生殖医疗机构就完成IVF治疗周期和营业额而言分别排名中国第三和第二，完成的IVF治疗周期数达20,958个，市占率3.1%。丰富的操作经验不断提高锦欣的成功率：

四川地区：锦欣54% > 平均49%；广东地区：锦欣52% > 平均50%。

表36: 中国IVF市场份额情况 (2018年)

公司	性质	中国 IVF 取卵周期数目计算的市场份额	中国辅助生殖医疗网络所得的收入计算的市场份额
中信湘雅生殖与遗传专科医院	国有	5.8%	6.2%
山东大学附属三级生殖医院	国有	4.1%	3.6%
锦欣生殖	非国有	3.1%	3.9%
北京大学附属三级医院	国有	2.8%	2.7%
上海交通大学附属三级医院	国有	2.6%	2.9%

数据来源: 锦欣生殖招股说明书、广发证券发展研究中心

投资建议: 医疗服务行业为当前政策免疫赛道, 中国辅助生殖行业渗透率低, 成长性高, 建议关注民营辅助生殖龙头公司锦欣生殖 (01951.HK)。

(五) 低估值组合: 国药股份、一心堂、国药一致、中国中药

国药股份: 区域商业龙头地位提升, 精麻业务竞争优势显著

各项药品政策逐步落地, 业绩逐步回暖。影响流通的各项政策药品零加成、两票制、药占比等政策已基本完成, 加上集采对流通市场集中度提升的催化作用, 医药分销行业回归到龙头份额提升的增长路径。医药分销行业龙头国药股份以经营麻精特药和高端处方药为主要特色, 立足北京市场辐射全国医药市场。

分销业务势头良好, 麻精业务保持竞争力。公司药品分销业务营收占比超过90%, 2019年公司进一步巩固在北京地区的医药商业龙头地位, 北京地区二三级医院实现100%覆盖, 并覆盖超过4500家基层医疗机构, 二三级医药销售稳居区域首位, 同时全国分销业务网络覆盖31个省市, 外埠分销业务在进口分销业务带动下保持较好的持续发展态势。公司在麻精业务保持80%以上的市场份额, 麻精业务准入壁垒高, 行业增长持续性好, 公司核心竞争优势明显。

谋定战略转型, 打造多元核心竞争力。2019年公司引进多个一类、二类精神类药物, 麻精业务向“大麻药”模式进军; 直销业务积极发展社区创新性服务; 子公司发力器械业务, 国药天星收购北京慧鑫清源科技70%股权, 拓展其在器官移植专业领域的医疗器械销售, 国药科技启动耗材配送业务, 逐步培育新的业绩增长点。

风险提示: 医保控费对行业整体增速形成压力, 带量采购、DRGs试点、临床用药检测等政策对公司可能带来的业绩波动, 医药政策变动风险

一心堂: 以云南为起点, 西南地区影响力持续提升

西南区域连锁药店龙头, 省内地位稳固。一心堂是以云南为起点, 主要布局在我国西南地区为主的七大省份(云、桂、川、渝、晋、桂、琼), 豫、沪、津有少量门店的连锁药企, 公司整合川渝市场, 逐步复制云南的管理模式到省外市场, 高密度的战略布局和不断扩张的模式, 未来公司业绩有望持续改善。

今年以来执业药师审核和低毛利处方药销售占比提升影响短期毛利率。一方面, 一心堂的主营业务主要来自于医药零售业务, 受执业药师政策影响造成公司销量下滑

风险而开展了多次打折促销活动；另一方面，主要是处方外流大趋势下，低毛利的处方药销售占比提升。目前公司业务所在的主要省份，云南省执业药师有效注册人数快速增长，公司加大引进和鼓励员工参加执业药师资格证；同时，在处方药价格下行趋势明显的趋势下，调整零售药店的销售品种结构，加强产品互补，未来利润有望改善。

品牌OTC占比较高，上游议价能力提升。短期来看，对于处方药和中标品种，由于其价格在带量采购的影响下下滑，带来毛利率下滑，但由于一心堂处方药占比小，对公司业绩影响较小，未来若“院店同价”政策落地，药店受处方药降价影响量上不会受影响，甚至有望放量；对于非中标药品，公司加强在过去有一定品牌知名度的处方药厂商展开深度合作，有望保持高毛利品种价格空间，并通过知名单一产品的引流作用，推出关联用药，进行品类拓展满足顾客需求；对于品牌OTC品种，聚焦高品质OTC产品，适当的产品提价会使得利润留存在药店，提升公司业绩；对于非医保刷卡的保健品产品，消费者长期需求不会改变，仍有提升空间。

未来处方外流趋势下，提升公司获客能力。虽然处方药的毛利率较低，但是销量上行的纯增量业务还是会使得药店的销售额提升，净利润绝对值上行，同时能够提供额外的客流贡献；公司通过品牌合作，加强慢病管理的切入，加强对亚健康干预需求的客户提供产品和服务的能力，公司的精细化管理能力逐步体现；公司的DTP药房业务较依赖供应链资源，公司凭借在零售药店企业深耕多年的优势，在医药分开、分级诊断的推动下，DTP药房业务有望为公司后续的潜在增量业务。

国药一致：批零一体化龙头，DTP药房优势显著

“零售+分销”并行，业绩增速加速。公司是医药商业领域龙头，药品分销业务在广东、广西的市场占有率第一，子公司国大药房是国内医药零售第一梯队企业，2017重组完成后逐步推进“零售+分销”的战略转型与升级。2019年公司业绩增速加速，前三季度实现营业收入388.8亿元，同比增长22.38%，扣非归母净利润9.43亿元，同比增长4.14%，经营性现金流净值10.73亿元，同比增长90.24%。

医药零售：药店扩张提速，亟待业绩释放

2019年上半年国大药房实现营业收入61.08亿元，同比增长18.75%。10月重磅收购两大批零一体化资产吉林国控天和和上海浦东药材，其中中国控天和下属438家直营门店，收购后国大药房正式进入吉林省，进一步扩张版图；浦东药材下属75家直营药店，收购后在上海的药房总数预计超过800家，进一步巩固上海地区市场份额。本次收购累计新增513家直营药店，公司总药店数量接近4000家，利润释放将推动医药零售板块业绩增长。

医药批发：分销业绩超预期，或将迎来拐点

2019年上半年医药分销业务实现营收194.77亿元，同比增长22.66%，下属各细分板块均实现高速增长：传统业务增长22%、零售直销同比增长30%、器械耗材增长52%、零售诊疗同比增长80%、基层医疗同比增长34%，业绩超预期。同时，公司积极应对政策环境变化，在“4+7”带量采购中，分别取得深圳和广州84%和95%的品种配送权，随着医药流通领域各项政策逐步落地，收入增长回归常态，预计公司分销业务将迎来向上拐点。

风险提示：并购药店整合不达预期，分销业务增速下滑，医药政策变动风险

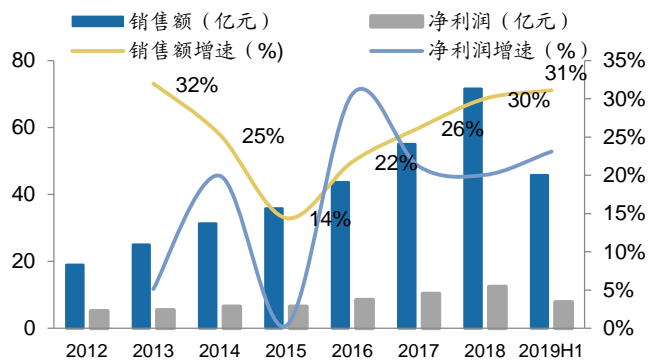
中国中药：颗粒和饮片双驱动，持续稳健成长可期

收入增长27.0%，归母净利润增长13.0%。2019年上半年公司实现营收69.37亿元，同比增长27.0%；毛利润41.87亿元，同比增长42.9%；经调整EBITDA15.22亿元，同比增长13.3%；归母净利润8.59亿元，同比增长13.0%。中期派息每股股息5.72港仙，派息率约30%。收入增速符合预期，净利润增速略低于预期。

中药配方颗粒增长持续提速，有望成为行业试点放开最大赢家。核心业务中药配方颗粒维持强劲增长，实现收入45.71亿元，同比增长31.1%；毛利润30.25亿元，同比增长48.1%；净利润7.87亿元，同比增长23.1%。自国药集团收购天江药业之后，颗粒业务步入高速成长期，增长不断提速，16-18年收入增速22%/26%/30%。公司持续加大市场开拓和配药机的投入，通过配药机销售占比已达到52.9%，先发优势不断加强。

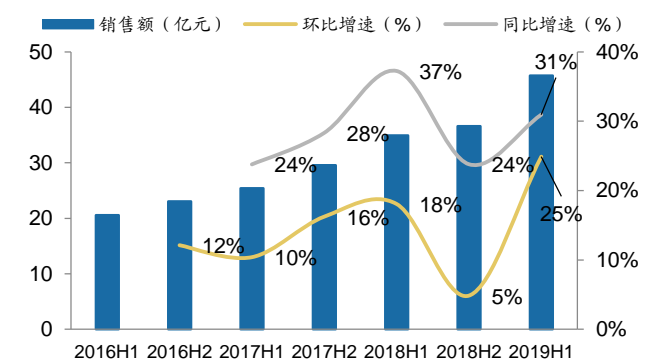
饮片业务整装出发，后续高成长可期。中药饮片业务实现收入6.05亿元，同比减少5.4%，毛利润1.09亿元，同比增长15.9%，净利润0.31亿元，同比减少17.3%。饮片业务收入的减少主要因为：1) 公司优化业务结构，主动减少低毛利率业务，影响收入1.33亿元；2) 新建饮片厂初期主要以内部供应为主，19年上半年对内销售2.12亿元，18年上半年1.12亿元。饮片行业在享受政策扶持的同时，对于品质的监管也不断加严，公司饮片业务有望受益行业集中度的提升。

图65：天江药业销售额和净利润增速（亿元）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图66：天江药业销售额同比和环比增速（%）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

我们认为：

- 1) 中药配方颗粒行业试点放开为大势所趋，中国中药已构建足够高的竞争壁垒。
- 2) 试点放开将带来数倍的终端空间，中药配方颗粒在市场开拓中面临的阻力显著降低，将迎来新一轮黄金发展期。截至2018年，我国二级以上中医院共计2296家，二级以上综合性医院共计6076家，而等级医院共计33009家，具备开处方资格的医疗卫生机构共计99.7万家。配方颗粒使用终端由二级以上中医院逐步拓展至所有等级医院再拓展至基层医疗机构的过程中，将迎来数倍的空间。

表37: 中国等级医院情况统计 (2018年)

分类	医院总数	综合医院	中医医院	中西医结合医院	民族医院	专科医院	
总计	33009	19693	3977		650	312	7900
三级	2548	1396	448		72	29	603
甲等	1442	786	326		57	16	257
乙等	431	281	88		5	12	45
丙等	28	22					6
未定等	647	307	34		10	1	295
二级	9017	4680	1848		137	153	2186
甲等	4322	2568	1352		50	89	262
乙等	1406	921	228		22	41	194
丙等	78	42	9		2	1	24
未定等	3211	1149	259		63	22	1706
一级	10831	7985	874		212	56	1641
甲等	2107	1820	62		16	10	195
乙等	541	427	20		9	6	77
丙等	232	127	62		9	3	28
未定等	7951	5611	730		178	37	1341
未定级	10613	5632	807		229	74	3470

数据来源: 《2019 中国卫生健康统计年鉴》、广发证券发展研究中心

3) 依托国药的丰富资源, 以及独特的“混合所有”体制, 中国中药大发展可期。

4) 中国中药大规模资本开支投入已过, 通过重资产投入打通全产业链实则也是长期竞争壁垒的构建, 未来随着收入规模的稳健增长, 新投资产业园利润的释放, 财务费用的降低, 净利率、ROE等各项财务指标也将迎来好转。

盈利预测和投资建议。 预计2019-2021年EPS为0.33/0.39/0.47元/股, 增速为17%/18%/19%。采用DCF方法得到公司合理价值为6.2港元/股。考虑公司作为中药配方颗粒龙头, 先发、技术、品牌和全产业链布局等优势显著, 将成为行业试点放开的最大受益者, 持续稳健成长可期, “买入”评级。

风险提示: 配方颗粒增速放缓; 费用投入超预期; 行业政策风险

七、风险提示

（一）创新药研发投入低预期，创新药研发投入与全球药物靶点发现、一级市场融资、国内药品价格体系密切相关，可能受到多方面政策的影响；

（二）药品审评进度低于预期，药品审评审批制度改革是本轮创新药及创新产业链快速发展以及制药产业升级的助燃剂，药品监管已逐步与国际接轨，新药审批速度直接关系产品上市放量；

（三）带量采购进度及范围超预期，“4+7”带量采购及全国扩面对仿制药行业影响深远，新一轮带量采购方案即将出台，届时涉及品种和降价幅度直接影响相关上市公司收入和利润。

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：高级分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：联系人，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 李东升：联系人，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。