

证券研究报告

2019年12月20日

行业报告 | 行业投资策略

医药生物

2020年投资策略：医改政策新周期，关注核心竞争力，把握创新、消费、大流通等核心投资主线

作者：

分析师 郑薇 SAC执业证书编号：S1110517110003

分析师 潘海洋 SAC执业证书编号：S1110517080006

分析师 杨焜辉 SAC执业证书编号：S1110516080003



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

药品集中采购成为突破口，医改进入新周期，创新成为产业趋势

我国医改沿着“医疗”、“医保”、“医药”持续进行着“三医联动”的深入改革。2018年医保局成立后，医保改革成为了三医联动的牵动者，以医保局带量采购和使用为深化医改的突破口，深刻的影响了医药全产业链，推动医改进入新周期，在新周期下，创新成为了企业核心竞争力和投资主线，创新相关（创新药、创新医疗器械、创新外包服务商）领域迎来了良好的发展机遇。1）国家顶层设计鼓励创新，审评审批不断优化和提速，医保通过谈判准入等在支付端对高临床价值药品的倾斜使得创新药上市后的放量速度明显加快。国内以恒瑞医药为代表的一批创新药企业已开始步入收获期，业绩有望持续跑赢行业整体。2）在产业、资本和国内政策多重利好因素共振下外包型（CRO、CDMO/CMO等）行业迎来了黄金发展期。海外企业外包、持续转移的产业趋势、国内MAH等代表性政策对创新的持续正向激励，以科创为代表的多层次资本市场的不断完善，将有力的促进外包型行业发展。

创新医疗器械，黄金时代的周期起点

2017年，中国医疗器械市场规模约为4450亿元，行业增速20%，远超全球增速增长。医疗器械细分领域较多，其中包括体外诊断、心血管、影像、骨科等细分，整体国产占比较低，具备较大的进口替代空间。近年来随着国产民企的崛起，部分细分领域产品已经可以满足临床需求，政策、资本、专利、人才的完善，都加速了国产替代进口的进程，一些细分如体外诊断的血球市场，国产已经具备替代进口的能力。在现行医保价格压力下，医疗器械领域有望加速实现进口替代，提升国产品牌市占率水平。建议关注产品力强，具有自主研发能力的标的。

医药大消费，潜力大，景气高，相对优势明显

随着我国人均收入的不断增长，居民的医疗保健意识逐步增强，医疗消费支出预计将持续增长，同时消费者对于更高层次的医疗保健需求也将逐渐增长，有望推动医药消费升级的发生。而在医保持续控费，实施战略购买的情况下，消费的成长性更高，相对优势明显。居民消费粘性持续提升将带来包括医疗服务（体检、口腔、辅助生物等）、眼科、品牌OTC、刚性治疗用药（生长激素、血制品、疫苗等）等的持续高景气度，未来行业发展潜力大。

医药商业与政策周期共振，零售药店终端渠道价值提升，流通机遇与挑战并存

1）零售药店是我国除医院终端外最重要的药品销售终端，在“4+7”带量采购以及医保控费加剧的背景下，工业企业开始谋求与更加市场化的零售药店合作，作为院外市场对接患者的唯一“窗口”，零售药店的渠道价值，尤其是在处方药品种的渠道能力逐步提升；2）医药流通机遇与挑战并存：在医改深入改革进程中，医药流通企业价格方面预计依旧存在一定压力，但从行业发展来看，流通环节渠道集中度或迎来快速提升，并推动企业从单纯配送商向综合服务商转变。

年度组合（排名不分先后）：爱尔眼科、长春高新、大参林、九州通、恒瑞医药、健帆生物、艾德生物、乐普医疗、迈瑞医疗、迈克生物、美年健康、片仔癀、泰格医药、万孚生物、益丰药房、锦欣生殖、药明康德

风险提示：政策推进速度低于预期、研发创新进展低于预期、一致性评价进展低于预期、消费需求推进与潜力挖掘进展低于预期、医保压力导致药品和器械降价、药品和器械短期量升不达预期、黑天鹅导致板块下跌等风险，企业经营质量管理风险。

目录

1. 医改新周期下，创新成为产业发展趋势	.....	4 页
2. 创新医疗器械：黄金时代的周期起点	.....	30页
3. 医药消费潜力大、成长性高，相对优势明显	.....	56页
4. 医药商业与政策周期共振，零售药店终端渠道 价值提升，流通机遇与挑战并存	.....	76页
5. 2019年复盘	.....	85页
6. 重点推荐公司介绍及风险提示	.....	89页

1、 医改新周期下， 创新成为产业发展趋势

医改十年三医联动持续前行

图：2009年医改以来“三医联动”推进

- ✓ 自2009年启动新一轮医改以来，新医改已经推进了十年，在这十年中，我国医改沿着公立医院改制、破除以“药养医”的机制的思路，着力于解决人民群众，看病难、看病贵的问题。
- ✓ 进入到深水区的新医改，在政策设计的总纲上，致力于让更多的人民群众看得起病、让公立医院回归公益性、让医保资金的使用效率最大化。

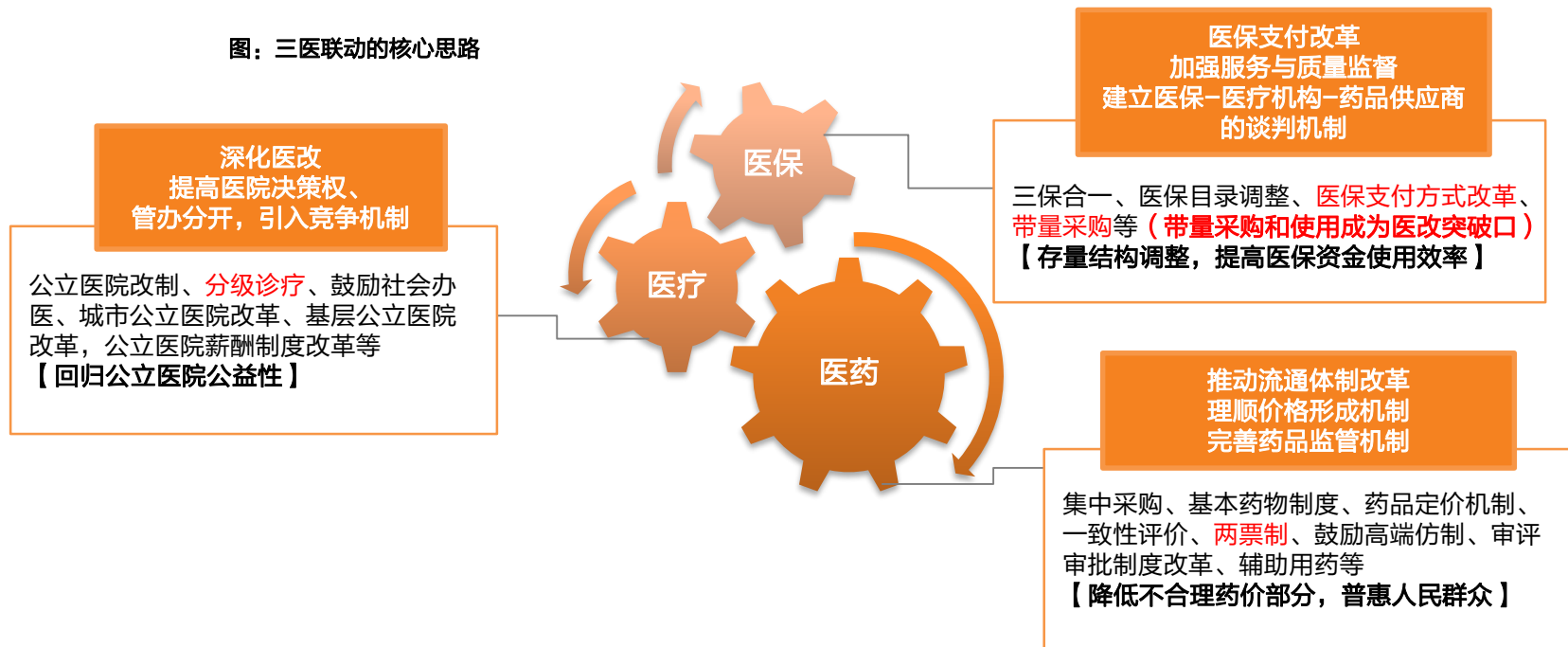


带量采购为突破口，医改三医联动进入新的周期

医保局医保改革牵头，带量采购为突破，医改进入新周期

- ✓ 单独的一项医改是不易成功的，只有三医联动的改革，才能推动医改进行，达到医改的目的。沿着“医保、医疗、医药”三条主线对我国医改进程进行梳理。我们发现在医改的进程中，主要切入角度为：医保制度改革、降低药品价格、推动医疗资源的平衡”，打破我国长期以来“以药养医”的局面，利用有限的医保资金，最大化满足人民群众对医疗服务的需求，提升我国医疗服务水平，建立健全更加健康的医疗卫生制度。
- ✓ 2018年医保局组建后，医保局动作频频，实施带量采购、医保目录准入谈判等，以带量采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革，通过医保改革带动医药、医疗改革，医改进入到了新的周期。

图：三医联动的核心思路



将药品集采作为重要点突破口，药品集采开展区域扩围

图：医保局制定集采扩围实施意见

国家医疗保障局等九部门关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围实施意见

日期：2019-09-30

访问次数：24483

字号：[大 中 小]

国家医保局 工业和信息化部 财政部 人力资源社会保障部 商务部

国家卫生健康委 市场监管总局 国家药监局 中央军委后勤保障部

关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见

医保发〔2019〕56号

- ✓ 2019年9月30日，为贯彻落实党中央、国务院决策部署，扩大国家组织药品集中采购和使用试点（下称“4+7”试点）改革成果，国家医疗保障局等九部门制定了《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》。
- ✓ 同日，国家组织药品集中采购和使用试点全国扩围产生中选结果公布：与扩围地区2018年同种药品最低采购价相比，拟中选价平均降幅59%，经过我们测算，与去年“4+7”带量采购中选价相比，平均降幅24%，拟中选企业数量和拟中选价格水平整体符合预期。
- ✓ 从产业角度看，今年的试点扩围集中采购对医药行业发展产生了重大的影响：
 - 1) 促进仿制药的一致性评价，“一致性评价”作为仿制药参加集中带量采购的入围标准，将会引导企业产品结构升级。
 - 2) 改善医药行业生态：在全国范围内推动改进药品购销模式，引导医生和患者理性用药，减少企业公关、销售及压款等交易成本，净化医药流通环境。
 - 3) 推动行业规模化发展，促进优化重组：试点扩围后，25个药品带量采购将覆盖全国所有地区，对企业的产品质量、产能供给和成本控制的要求更高，有利于推进行业优化重组，推动行业规模化、集约化和现代化发展。

带量采购成为医改突破口，重构行业生态

- ✓ 11月29日，国家卫健委印发通知明确，从药品、医疗、医保改革和行业监管四个方面提出了15项改革举措。
- ✓ **通知要求：**全面深化国家组织药品集中采购和使用改革；构建全国药品公共采购市场和多方联动的采购格局；提升药品质量水平；确保药品稳定供应；提升药品货款支付效率；推动构建全国统一开放的药品生产流通市场格局；推进医疗服务价格动态调整等联动改革；大力推进薪酬制度改革；加强医疗机构用药规范管理；推动实施药品医保支付标准；深化医保支付方式改革；完善医保基金监管机制；推进医疗服务精细化监管；健全全国药品价格监测体系；加快推进信息化建设。
- ✓ 国家从顶层设计将集中采购和使用作为深化医改的突破口，将集中采购放到了非常关键的位置，其重要性前所未有的突出，未来集采将成为常态，深刻的影响医药产业链并重构行业生态

图：国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发通知将集中采购和使用作为突破口

体制改革司

网站首页 | 首页 | 最新信息 | 政策文件 | 工作动态 | 关于我们 | 图片集锦 | 专题专栏

公文

您现在所在位置：首页 > 最新信息 > 综合管理 > 公文

国务院深化医药卫生体制改革领导小组印发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若干政策措施的通知

发布时间：2019-11-29 来源：体制改革司



国医改发〔2019〕3号

各省、自治区、直辖市及新疆生产建设兵团深化医药卫生体制改革领导小组，国务院深化医药卫生体制改革领导小组各成员单位，人民银行、审计署、税务总局、银保监会：

为贯彻落实党中央、国务院关于深化医药卫生体制改革的决策部署，推动各地加大力度持续深化医疗、医保、医药联动改革，经国务院同意，现将《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》印发给你们，请结合实际认真贯彻落实。

国务院深化医药卫生体制改革领导小组

2019年11月29日

（信息公开形式：主动公开）

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

带量采购成为医改突破口，地方试点集中采购

- ✓ 武汉试点地方带量采购：12月1日晚，武汉市下发《武汉市药品集中带量采购目录分类办法（征求意见稿）》《武汉市药品集中带量采购质量分层办法（征求意见稿）》《武汉市药品集中带量采购质量评分办法（征求意见稿）》《武汉市2019年第一批药品集中带量采购实施细则》4份带量采购细则，正式开启市级带量采购。
- ✓ 总体上看，武汉带量采购方案更加明确完善了量价挂钩，量大者要求降幅大，并创新性的提出梯度降价，只有通过降价才能获得量的增加。
- ✓ 我们认为带量采购作为医改的突破口，后续会成为一种常态，除了国家层面负责一致性评价的化药集采、医保准入外，其余品种地方试点集采或成为主流，以实现量价挂钩，在新常态下要求企业有一个比较好的价格策略，而长期来看需要关注企业的产品核心竞争力，包括产品的竞争格局将成为重要的议价能力，此外，企业需要用产品管线和产品梯队去对冲单个品种可能的大幅降价的风险，以应对未来新常态下可能出现的药品持续降价压力。

图：武汉探索地方药品带量采购

武汉市药械联合采购办公室

关于征求武汉市药品集中带量采购
相关文件意见的通知

图：武汉探索地方药品带量采购

武汉市药械联合采购办公室

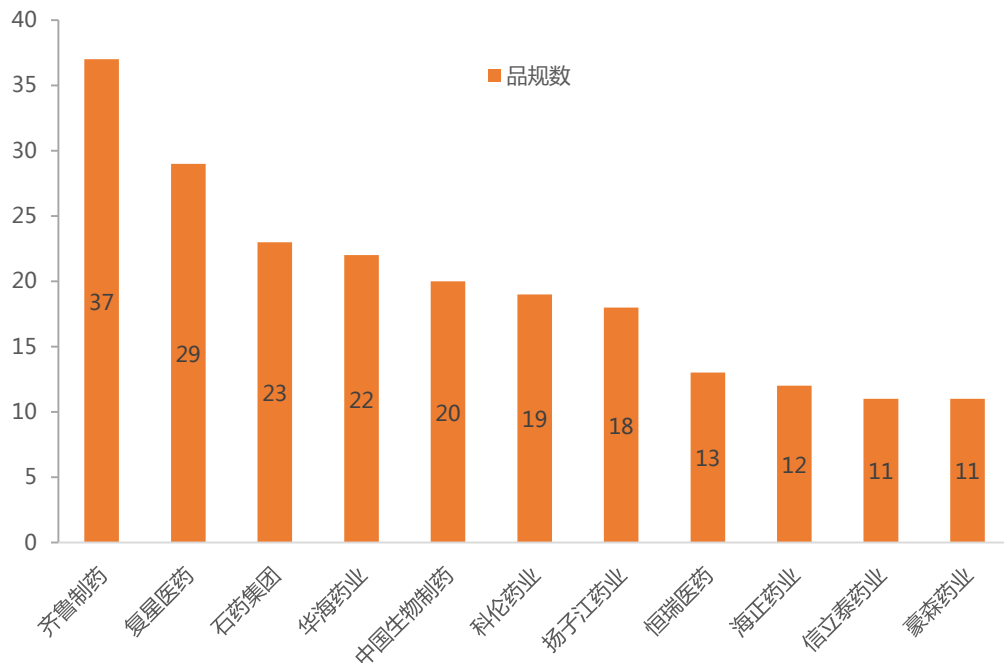
[2019] 002 号

关于发布《武汉市2019年第一批药品集中带量采购实施细则》《武汉市2019年第一批药品集中带量采购目录》的通知

仿制药行业整合是长期过程，产品梯队和成本管控是关键

- ✓ 截至2019年12月13日，共有 194 个品种（289 个品规）通过一致性评价，涉及 190 家企业。其中 11 个企业已有超过 10 个品规通过一致性评价。
- ✓ **长期看仿制药产品梯队建设和原料药-制剂一体化生产能力：**未来药品带量采购将是长期趋势，企业需要用产品管线和产品梯队去对冲单个品种可能的大幅降价的风险，以应对未来新常态下可能出现的药品持续降价压力。而在生产方面，具备原料药和制剂一体化生产能力的企业更具成本优势，且在行业中具备更强的话语权
- ✓ **建议关注标的：**中国生物制药、科伦药业、华海药业等

图：289目录中通过一致性评价数量较多的公司（个）



医保谈判、目录持续动态调整纳入更多新获批创新药助力放量

图：国家医疗保障局公布2019年医保谈判目录

国家医保局 人力资源社会保障部关于将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

日期：2019-11-28 访问次数：57023 字号：[大 中 小]

国家医保局人力资源社会保障部

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

医保发〔2019〕65号

- ✓ 2019年11月28日，国家医保局公布医保谈判药品名单，新增药品价格平均下降60.7%。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。31个续约药品谈成27个，价格平均下降26.4%。
- ✓ 医保局要求各地药品集中采购机构要在2019年12月底前将谈判药品直接挂网；对2019年12月31日前已经开始使用未能成功续约药品的患者，各地可制定最长不超过6个月的过渡期；本次谈判确定97个药品全国统一支付标准，有效期截至2021年12月31日。
- ✓ 我们认为，创新药降价纳入医保后大概率可以实现“以价换量”，而且此次纳入的很多为2018年新上市创新药，由于其价格较高，销量尚小，且疗效确切临床急需，降价有望带来明显的终端需求放量。建议关注品种纳入相关企业：**恒瑞医药**（吡咯替尼、19K入围，阿帕替尼降幅12.6%）、**康弘药业**（康柏西普降幅25%）、**微芯生物**（西达本胺降幅10.9%）、**中国生物制药**（雷替曲塞降幅59%，利多卡因贴膏降幅77.7%）、**丽珠集团**（艾普拉唑降幅39%）、**天士力**（注射用益气复脉降幅58.9%，注射用丹参多酚酸降幅78.7%）、**西藏药业**（重组人脑利钠肽降幅23.93%）等。

医保目录持续动态调整，更多新药有望迎来放量

表：医保谈判化药品种、企业和价格降幅

序号	公司名称	药品名称	剂型	规格	单位	中标价格	医保支付标准(元)	降幅
1	丽珠医药	艾普拉唑	注射剂	10mg		256	156	39.06%
2	弘和制药	甘草酸单铵半胱氨酸氯化钠	注射剂	100ml		114.8	40	65.16%
3	海思科	精氨酸谷氨酸	注射剂	250ml		340	81.16	76.13%
4	华东医药	阿卡波糖	咀嚼片	200ml:20g		354	54	84.75%
5	阿斯利康	艾塞那肽	注射剂	50mg		2.69	未公布	
6	诺和诺德	利拉鲁肽	注射剂	5ug 10ug 2mg(冻干)	1420.00 1715.70 1488.00	410	未公布	
7	赛诺菲	利司那肽	注射剂	3ml:18mg(支,预填充注射笔)		357.96 376.00	未公布	
8	阿斯利康	达格列净	口服常释剂型	10ug(0.2ml) 20ug(0.2ml)		2.56	未公布	
9	勃林格殷格翰	恩格列净	口服常释剂型	5mg		15.96	4.36	72.68%
10	西安杨森	卡格列净	口服常释剂型	10mg		15.96	未公布	
11	西安杨森	麦格司他	口服常释剂型	100mg		15.96	未公布	
12	爱可泰隆	司来帕格	口服常释剂型	100mg		142.86	未公布	
13	华润医药	重组人组织纤溶酶原激活剂生物	注射剂	18mg/10ml		1815	1399	22.92%
14	天士力	重组人尿激酶原	注射剂	5mg		1020	508	50.20%
15	诺和诺德	重组人凝血因子VIIa	注射剂	1mg 1.2mg 2mg 5mg		5780.00 6540.07 6611.10 4221.55	未公布	
16	阿斯利康/诺博进	罗沙司他	口服常释剂型	50mg 20mg		166 82.67	未公布	
17	费森尤斯卡比	羧乙基淀粉电解质	注射剂	100ml		198.00	未公布	
18	费森尤斯卡比	多种油脂脂肪乳(C6~24)	注射剂	250ml/瓶		346.00	未公布	
19	湖北一半天	复方氨基酸(18AAV-SF)	注射剂	100ml/瓶 250ml/瓶 500ml/瓶		30 70.08 133.16	未公布	
20	西藏药业	重组人脑利钠肽	注射剂	0.5mg		585	445	23.93%
21	爱可泰隆	波生坦	口服常释剂型	125mg		70.02	未公布	
22	拜耳	利奥西呱	口服常释剂型	1mg 2mg 2.5mg		61.43 36.19 95.00	未公布	
23	爱可泰隆	马昔腾坦	口服常释剂型	10mg		33.31	未公布	
24	信立泰	阿利沙坦酯	口服常释剂型	80mg		3.04	2.62	13.82%
25	诺华	沙库巴曲酮沙坦	口服常释剂型	240mg		7.05	6.08	13.76%
26	诺华	沙库巴曲酮沙坦	口服常释剂型	100mg(49mg+51mg)		17.33	未公布	
27	诺华	奥曲肽	微球注射剂	20mg/瓶 30mg/瓶		5800 7911	5800 7911	0.00%
28	浙江医药	奈诺沙星	口服常释剂型	250mg/粒		30	16.2	46.00%
29	豪森药业	吗啉硝唑氯化钠	注射剂	0.5g: 100ml/瓶		106	97	8.49%
30	MSD	泊沙康唑	口服液体剂			未公布	未公布	
31	强生	贝达喹啉	口服常释剂型			未公布	未公布	
32	Otsuka	德拉马尼	口服常释剂型			未公布	未公布	
33	吉利德	丙酚昔诺韦	口服常释剂型	25mg/片		39.33	17.98	54.28%
34	MSD	艾巴韦格拉瑞韦	口服常释剂型			未公布	未公布	
35	吉利德	来迪派韦索磷布韦	口服常释剂型			未公布	未公布	
36	吉利德	索磷布韦维帕他韦	口服常释剂型			未公布	未公布	
37	吉利德	艾考恩丙替	口服常释剂型	每片含150mg艾考恩丙替, 150mg考比司他, 200mg恩曲他滨, 10mg丙酚昔诺韦		99.33	43	56.71%
38	杰华生物	重组细胞因子基因衍生蛋白	注射剂	10 μg/瓶		575	325	43.48%
39	正大天晴	雷替曲塞	注射剂	2mg/支		1487	669	55.01%
40	Baxter Oncology GmbH, 汇宇制药、正大天晴	阿扎胞苷	注射剂	100mg/支		1055	1055	0.00%
41	Merk	西妥昔单抗	注射剂	100mg, 20ml/瓶		1295	1295	0.00%
42	罗氏	贝伐珠单抗	注射剂			未公布	未公布	
43	百泰生物	尼妥珠单抗	注射剂			未公布	未公布	
44	罗氏	曲妥珠单抗	注射剂			未公布	未公布	
45	罗氏	帕妥珠单抗	注射剂			未公布	未公布	

46	信达制药	信迪利单抗	注射剂	10ml:100mg/瓶		7838	2843	63.73%
47	GSK	拉帕替尼	口服常释剂型	250mg/片		66.7	66.7	0.00%
48	罗氏	厄洛替尼	口服常释剂型			未公布	未公布	
49	勃林格殷格翰	阿法替尼	口服常释剂型	30mg/片 40mg/片		160.5 200	160.5 200	0.00%
50	阿斯利康	奥希替尼	口服常释剂型	40mg/片 80mg/片		300 510	300 510	0.00%
51	正大天晴	安罗替尼	口服常释剂型	8mg/片 10mg/粒 12mg/粒		357 423.6 487	357 423.6 487	0.00%
52	辉瑞	克唑替尼	口服常释剂型	200mg/粒 250mg/粒		219.2 260	219.2 260	0.00%
53	诺华、山德士	塞瑞替尼	口服常释剂型	150mg/粒		198	198	0.00%
54	罗氏	阿来替尼	口服常释剂型			未公布	未公布	
55	GSK、诺华	培唑帕尼	口服常释剂型	200mg/片 400mg/片		160 272	160 272	0.00%
56	辉瑞	阿昔替尼	口服常释剂型	1mg/片 5mg/片		60.4 207	60.4 207	0.00%
57	拜耳	索拉非尼	口服常释剂型			未公布	未公布	
58	拜耳	瑞戈非尼	口服常释剂型	40mg/片		196	196	0.00%
59	辉瑞	舒尼替尼	口服常释剂型	12.5mg/粒 25mg/粒 37.5mg/粒 50mg/粒		155 263.5 359.4 448	155 263.5 359.4 448	0.00%
60	恒瑞医药	阿帕替尼	口服常释剂型	250mg/片 375mg/片 425mg/片		131.6 179.5 197.49	115 156.86 172.63	12.61% 12.59%
61	和记黄埔	吡咯替尼	口服常释剂型	1mg/粒 5mg/粒		293.0219048 1045.714286	94.5 378	67.75% 63.85%
62	恒瑞医药	吡咯替尼	口服常释剂型			未公布	未公布	
63	诺华	尼洛替尼	口服常释剂型	150mg/粒 200mg/粒		76 94.7	76 94.7	0.00%
64	Catalent CTS LLC	伊布替尼	口服常释剂型	140mg/粒		189	189	0.00%
65	罗氏	维莫非尼	口服常释剂型	240mg/片		112	112	0.00%
66	诺华	芦可替尼	口服常释剂型			未公布	未公布	
67	武田制药	伊沙佐米	口服常释剂型	2.3mg/粒 3mg/粒 4mg/粒		3229.4 3957.9 4933	3229.4 3957.9 4933	0.00%
68	恒瑞医药	培门冬酶	注射剂	2ml:1500IU/支 5ml:3750IU/支		1477.7 2980	1477.7 2980	0.00%
69	阿斯利康	奥拉帕利	口服常释剂型			未公布	未公布	
70	先声药业	重组人血管内皮抑制素	注射剂	15mg/3ml/支		630	490	22.22%
71	微芯生物	西达本胺	口服常释剂型	5mg/片		385	343	10.91%
72	阿斯利康	氟维司群	注射剂	5ml: 0.25g/支		2306	2306	0.00%
73	恒瑞医药	硫培非司亭	注射剂			未公布	未公布	
74	勃林格殷格翰	重组人干扰素β-1b	注射剂	0.3mg/支		590	590	0.00%
75	辉瑞	托法替布	口服常释剂型			未公布	未公布	
76	赛诺菲	特立氟胺	口服常释剂型			未公布	未公布	
77	诺华	依维莫司	口服常释剂型			未公布	未公布	
78	艾伯维	阿达木单抗	注射剂	40mg/0.4ml预填充式注射笔		3160	1290	59.18%
79	强生	英夫利西单抗	注射剂			未公布	未公布	
80	泰德制药	利多卡因凝胶贴膏	贴剂	700mg/片		85	19	77.65%
81	阿斯利康	唑来膦酸	唑来膦酸注射液			未公布	未公布	
82	GSK	帕罗西汀	肠溶缓释片	12.5mg/片 25mg/片		4.59 7.8	2.07 3.52	54.90% 54.87%
83	天普生化医药	尤瑞克林	注射剂			未公布	未公布	
84	GSK	乌美溴铵维兰特罗	吸入粉雾剂	乌美溴铵62.5 μg, 维兰特罗25 μg/30吸		640	219	65.78%
85	诺华	勃达特罗格罗度胺	吸入粉雾剂用胶囊			未公布	未公布	
86	诺华	奥马珠单抗	注射剂			未公布	未公布	
87	日本参天	他莫昔芬	滴眼剂	2.5ml: 37.5 μg/g		198	74.8	62.22%
88	艾尔建	地塞米松	玻璃体内植入剂	0.7mg/支		15120	4000	73.54%
89	康弘药业	康柏西普	眼用注射液	0.2ml/支		5550	4160	25.05%
90	拜耳	阿帕替尼	口服常释剂型			未公布	未公布	
91	诺华	雷珠单抗	注射剂			未公布	未公布	
92	诺华	地拉罗司	口服常释剂型			未公布	未公布	
93	赛诺菲	司维拉姆	口服常释剂型			未公布	未公布	
94	武田制药	喉痛灵	咀嚼片			未公布	未公布	
95	Bracco Imaging	钆特醇	注射剂	10ml/支 15ml/支 20ml/支		426 580 723	106.89 145.8 181.72	74.91% 74.86% 74.87%

带量采购为代表的医保改革将深刻影响以仿制药为代表的医药产业链

“4+7”集采等医保改革持续推进，终端药价承压，促进各环节开源节流，分工趋势会更为明显



产业逻辑：医保改革下，各环节开源节流，降低药价、缩短流通、提高药效、鼓励创新、倾斜治疗性药品，未来医药专业化分工趋势会更为明显。

医改新周期：创新成为核心竞争力和投资主线

医疗医保改革为主 2006-2012

- 新医改下医保覆盖率迅速提升至95%以上，基药制度、医保持续的扩容带来支持端的持续高增长，各级财政新医改今后三年将投入8500亿，财政，医药黄金十年！
- 受益行业：**中药（独家）、医疗服务等

医保控费为主 2012-2015

- 2012年开启医保总额控制，整体行业增速放缓，在价格-医生医院收入机制没有变化的条件下，医院仍然拥抱利益品种
- 受益品种：**中药配方颗粒、中药注射剂、辅助用药

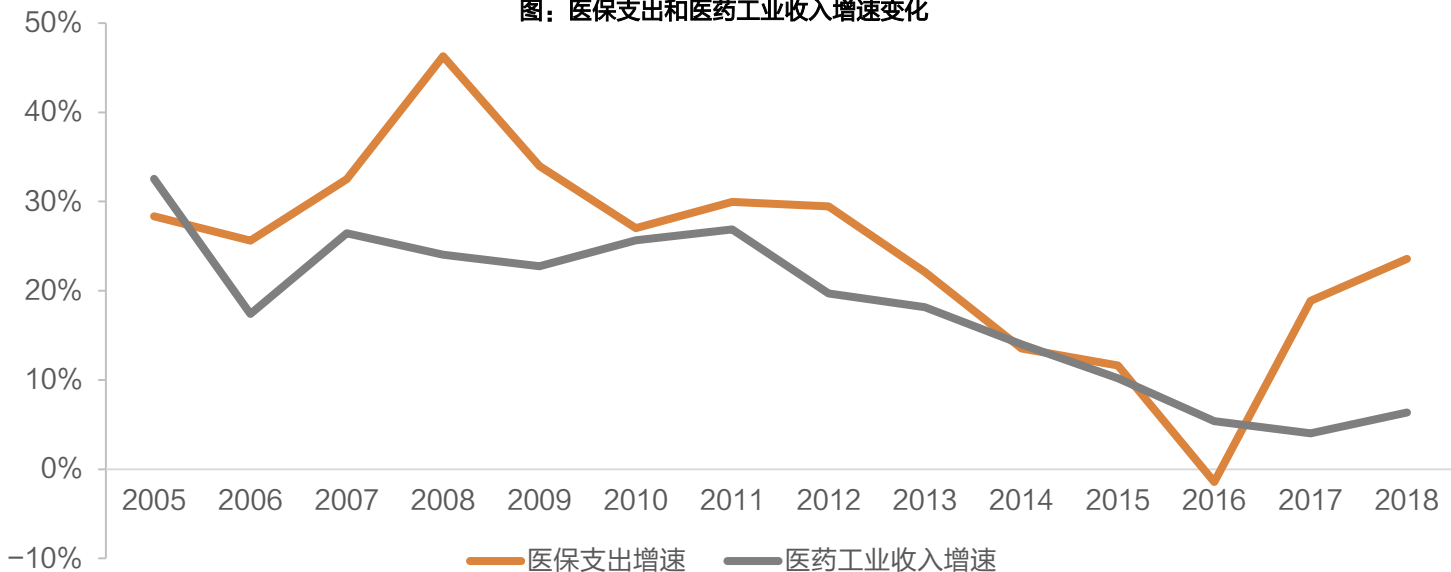
药政改革为主 2015-2018

- 2015年以“7.22”临床数据核查事件为起点，开启了药品审评审批改革的序幕，优先审批制度、鼓励创新和高端仿制（一致性评价），大幅缩短药品行政审核周期，解决药品审评堰塞湖
- 受益行业：**创新药、CRO等

医保改革引领医改周期 2018—

- 以医保局成立为起点，医保大一统时代开启，通过带量采购、医保支付改革等倒逼医疗、医药进行改革，推动三医联动持续突破深水区，未来产品力将成为衡量的关键点
- 受益行业：**创新药/器械、CRO、大消费

图：医保支出和医药工业收入增速变化



顶层设计鼓励创新，带量采购倒逼企业走创新研发之路

顶层设计鼓励创新和高端仿制，并为研发型企业降税减负

带量采购加快了仿制药降价节奏，仿制药盈利能力下降在所难免，会促进企业走创新研发之路。

2017年10月8日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，向社会全文公布。

✓ 《意见》具有深远的影响，其意义在于为我国医药产业未来发展做了顶层设计，其中两大主题会持续贯穿未来医药行业发展：即鼓励创新，同时也鼓励高端仿制，提升中国制药工业的创新和制造水平。

此外，2018年9月财政部、税务总局、科技部联合发文，在2018-2020年期间，提高企业研发费用税前加计扣除比例，费用化部分税前加计扣除比例由50%提升至75%，资本化部分税前摊销比例由150%提升至175%。此举进一步激励企业加大研发投入，支持科技创新，并切实为研发型企业降税减负。

表：2015年7月至今，药品药政改革加速推进

时间	发布机构	相关政策条例
2015/7/22	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告
2015/7/31	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于征求加快解决药品注册申请积压问题的若干政策意见的公告
2015/8/18	国务院	国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见
2015/11/6	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于征求化学仿制药生物等效性试验备案管理规定（征求意见稿）意见的公告
2015/11/10	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于发布药物临床试验数据现场核查要点的公告
2015/11/11	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于药品注册审评审批若干政策的公告
2015/11/13	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于征求《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见（征求意见稿）》意见的公告
2015/11/18	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于征求《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见（征求意见稿）》意见的公告
2015/12/1	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于化学药生物等效性试验实行备案管理的公告
2016/3/5	国务院办公厅	国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见
2016/3/9	CFDA	总局关于发布化学药品注册分类改革工作方案的公告
2016/5/19	CFDA	总局关于发布人体生物等效性试验豁免指导原则的通告
2016/5/19	CFDA	总局关于发布仿制药质量和疗效一致性评价参比制剂备案与推荐程序的公告
2016/7/29	CFDA	总局关于发布临床试验数据管理工作技术指南的通告
2017/4/5	CFDA	总局关于发布仿制药质量和疗效一致性评价品种分类指导意见的通告
2017/5/11	CFDA	关于鼓励药品医疗器械创新加快新药医疗器械上市审评审批的相关政策（征求意见稿）
2017/8/29	CFDA	总局关于发布已上市化学药品生产工艺变更研究技术指导原则的通告
2017/10/8	中共中央办公厅、 国务院办公厅	关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见
2017/10/13	CFDA	国家食品药品监督管理总局 国家卫生和计划生育委员会关于药物临床试验机构开展人体生物等效性试验的公告
2018/4/3	国务院办公厅	国务院办公厅关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见
2018/4/23	国务院关税税则委 员会	关于降低药品进口关税的公告
2018/5/17	国家药监局	关于加强药品审评审批信息保密管理的实施细则
2018/6/20	国家药监局	简化程序，加快境外创新药国内上市
2018/7/27	国家药监局	关于调整药物临床试验审评审批程序的公告

顶层设计鼓励创新，药品上市速度有望进一步加快

图：国家市场监督管理总局发布《药品注册管理办法（征求意见稿）》



国家市场监督管理总局

State Administration for Market Regulation

国家市场监督管理总局关于《药品注册管理办法（征求意见稿）》公开征求意见的公告

- ✓ 国家市场监督管理总局12月10日发布国家药监局起草的《药品注册管理办法（征求意见稿）》向社会公开征求意见
- ✓ 其中：药品上市许可申请审评时限为200个工作日，优先审评审批程序的审评时限为130个工作日，临床急需境外已上市罕见病用药优先审评审批程序的审评时限为70个工作日，单独申报仿制境内已上市药品原料药的审评时限为200个工作日。
- ✓ 药品上市速度未来有望进一步加快缩短创新药企业产品的上市周期。

第九十八条【受理】药品监督管理部门收到药品注册申请后进行形式审查，应当在5个工作日内作出受理、补正或者不予受理决定。

第九十九条【审评】药品注册审评时限，按照以下规定执行：

（一）药物临床试验申请、药物临床试验期间补充申请的审评时限为60个工作日（含审批时限）。

（二）药品上市许可申请审评时限为200个工作日，其中优先审评审批程序的审评时限为130个工作日，临床急需境外已上市罕见病用药优先审评审批程序的审评时限为70个工作日。

单独申报仿制境内已上市药品原料药的审评时限为200个工作日。

（三）审批类变更的补充申请审评时限为60个工作日，其中涉及临床试验研究数据审查、药品注册核查检验的审评时限为200个工作日。审评时限为60个工作日的补充申请合并申报事项的，审评时限延长20个工作日。

（四）药品通用名称核准时限为30个工作日；

（五）非处方药适宜性审核时限为30个工作日。

（六）关联审评审批时限与其关联药品制剂的审评时限一致。

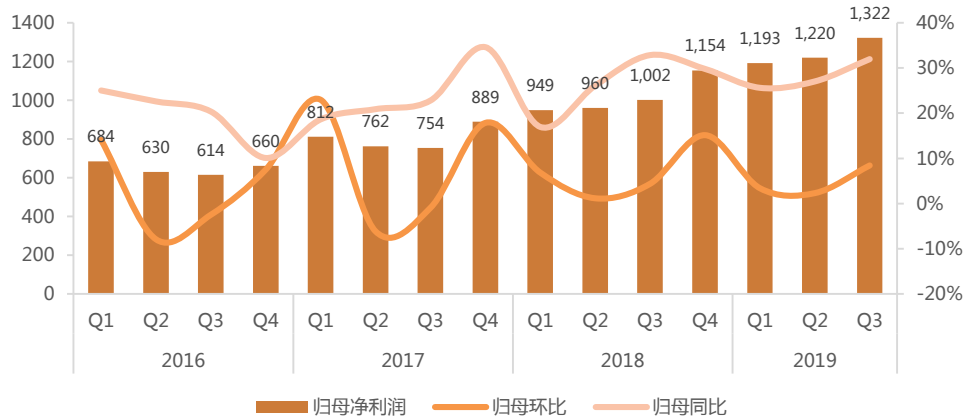
国内创新药企业开始步入收获期，业绩有望持续脱颖而出

- 随着国内药政改革的落地，新药审评审批的不断提速，创新药的供给明显增加；而医保支付端的加持（医保谈判准入等）使得创新药上市后的放量速度较过去明显加快。目前，国内以恒瑞医药为代表的一批创新药企业已开始步入收获期，业绩有望持续跑赢行业整体。
- ✓ **恒瑞医药**：以龙头恒瑞为例，公司2018年19K、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇等多款重磅创新药或高端仿制药迎来集中获批上市，超重磅产品PD-1已于今年获批上市。短期来看，公司创新药业绩有望迎来高速增长期，从而带动公司整体业绩提速，2019前三季度，公司营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长36%、28.3%、27.2%。长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长。

图：恒瑞2016-2019Q3收入(百万)及环比/同比增速(右轴)



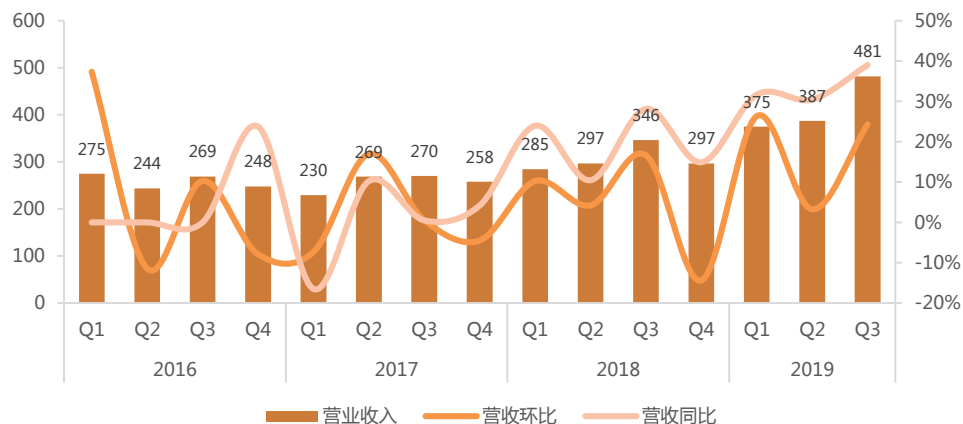
图：恒瑞2016-2019Q3归母净利润(百万元)及环比、同比增速(右轴)



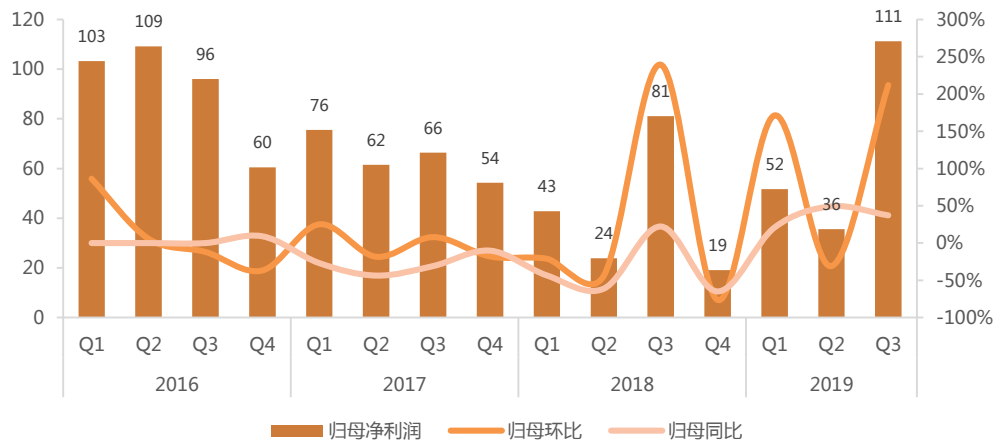
国内创新药企业开始步入收获期，业绩有望持续脱颖而出

- ✓ **贝达药业**：2018年贝达营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长19.27%、-35.27%、-30.74%。2019前三季度，公司营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长34.1%、34.4%、42.9%。2019年有望成为公司业绩的拐点年。
- ✓ 由于埃克替尼进入国家基药目录，公司加大基层医院覆盖并持续加强学术推广，埃克替尼2019前三季度继续放量，销量同比增长33.15%，营业收入同比增长34.05%。随着公司核心产品埃克替尼增长仍有望持续，后续产品恩莎替尼有望2020年初获批，同时帕妥木单抗、CM082、贝伐单抗类似物等有望陆续获批，贡献新的业绩增量，公司业绩有望持续向好。

图：贝达2016-2019Q3收入(百万)及环比/同比增速(右轴)



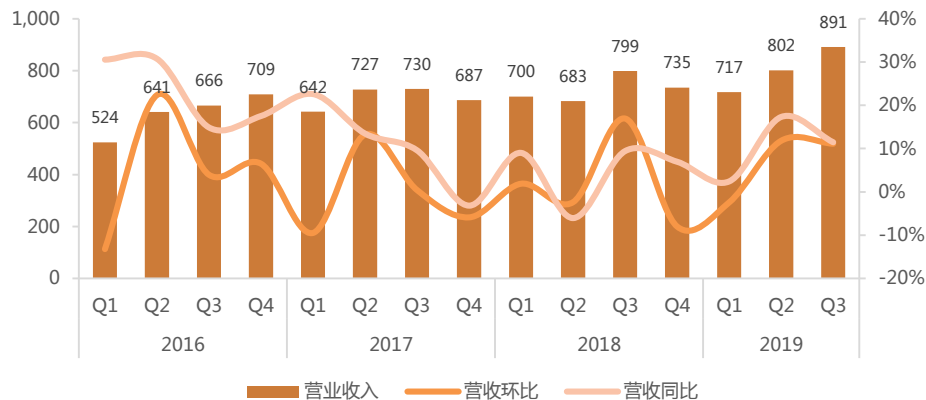
图：贝达2016-2019Q3归母净利润(百万元)及环比、同比增速(右轴)



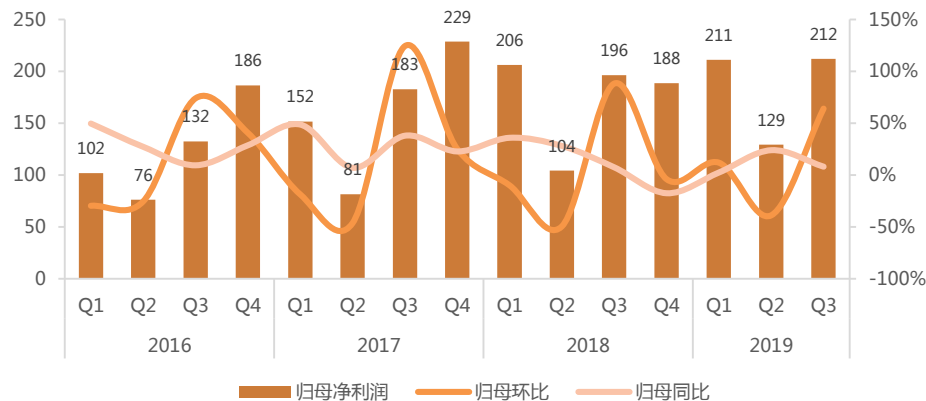
国内创新药企业开始步入收获期，业绩有望持续脱颖而出

- ✓ **康弘药业**：2018年康弘营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长4.70%、7.88%、0.35%。2019前三季度，公司营收、归母净利润、扣非净利润分别同比增长10.4%、9.0%、11.3%。
- ✓ 公司业绩低增长主要受传统中药和化药板块影响，而公司的生物创新药康柏西普仍保持高增长，2019年H1康柏西普实现收入5.6亿元，同比增长26.8%，实现净利润1.73亿元，同比增长62.7%。预计随着扩展适应症的获批及国际化的推进，其高增长有望持续。
- ✓ **港股创新药**：中国生物制药的安罗替尼2018年上市并纳入医保后以超高速放量，分业务板块合理推测，预计2019年前三季度贡献销售额在20亿元以上。**石药集团**2019年创新药业务增长强劲，上半年实现收入61.49亿元，同比增长55.4%，占上半年总收入比重提升至55.0%，营收结构不断优化。此外，**君实生物**和**信达生物**的PD-1在2018年12月获批后放量迅速，2019H1分别实现收入3.08亿元和3.316亿元，预计其有望凭借广阔的市场空间继续保持高速增长。

图：康弘2016-2019Q3收入(百万)及环比/同比增速(右轴)



图：康弘2016-2019Q3归母净利润(百万元)及环比、同比增速(右轴)



代表性创新明星产品PD-1/L1有望迎来高速放量期

- ✓ 在众多创新药中，PD-1/L1作为划时代的I-O广谱抗肿瘤明星药物，国内市场空间估计在500亿元。
- ✓ 国产第一梯队已陆续迎来获批。君实、信达已于2018年12月获批，恒瑞PD-1卡瑞利珠单抗于2019年5月获批，适应症为“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”（与信达相同），其已递交肝癌、食管癌、非小细胞肺癌三大核心适应症上市申请并纳入CDE优先审评。
- ✓ 本次医保谈判仅信达PD-1纳入，价格降幅64%，年费用降至9.67万元，医保严格按照适应症支付；而恒瑞PD-1在考虑赠药的情况下年用药费用为11.88万元。
- ✓ 竞争格局之国产VS进口：预计中短期外企凭借先发优势将占据大部分市场份额，中长期随着国产产品陆续获批且国产第一梯队企业不断收获核心适应症，国产份额十分有望超过进口。
- ✓ 竞争格局之国产VS国产：预计第一梯队企业有望拿下国产绝大部分市场，其中恒瑞有望凭借其在销售、核心适应症、联合用药、临床资源等方面的优势拿下该领域国产最大市场份额。明年PD-1有望继续迎来高速放量期，建议关注恒瑞医药等国产PD-1领军企业

表：国内已获批PD-1相关信息汇总

商品名	Opdivo	Keytruda	拓益	达伯舒	艾瑞卡
厂家	百时美施贵宝	默沙东	君实生物	信达生物	恒瑞医药
国内获批日期	2018/6/15	2018/7/25	2018/12/17	2018/12/24	2019/5/30
国内获批适应症	EGFR、ALK阴性，既往接受过化疗的非小细胞肺癌	一线治疗失败的黑色素瘤；EGFR、ALK阴性非小细胞肺癌一线治疗	既往接受系统治疗失败的黑色素瘤	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	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
推荐剂量与用法	3mg/kg/两周	2mg/kg/三周	3mg/kg/两周	200mg/次/三周	200mg/次/两周
规格:价格	100mg: 9260元; 40mg: 4591元	100mg: 17918元	240mg: 7200元	100mg: 2843元	200mg: 19800元
用药方案(60kg)	1支100mg + 2支40mg	2支	1支	2支	1支
年用药费用(60kg, 万元)	47.95	60.92	18.72	9.67	51.48
赠药计划	6+7(低收入患者)	黑色素瘤3+3(低保); 非小细胞肺癌5+5(低收入患者)	4+4	3+2	2+2,4+18
赠药下年用药费用(60kg, 万元)	22.13	30.46	9.36	9.67	11.88

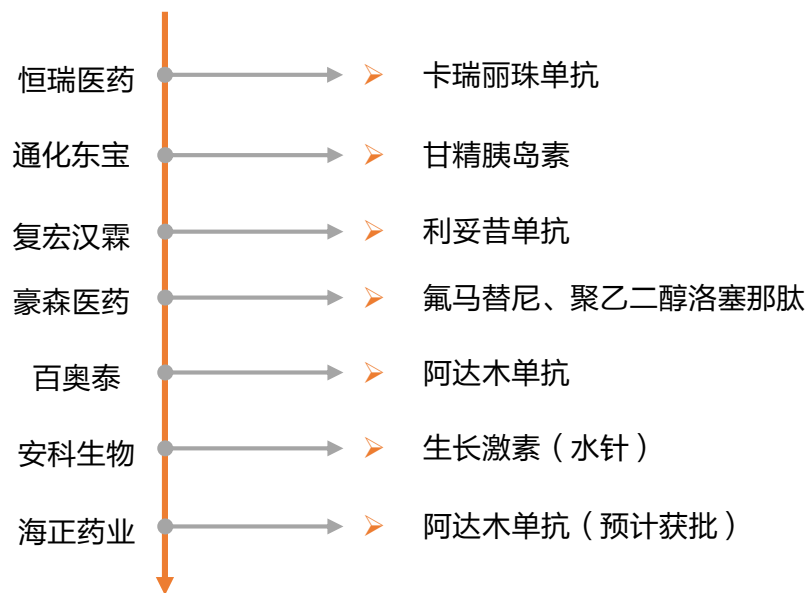
图：国内PD-1/L1领域目前已形成“4+4”格局



国产新药将迎来获批小高峰，为未来业绩持续保驾护航

- ✓ 随着过去几年新药审评审批的提速，国内创新药企业的研发成果开始显现，2019年多个重磅创新药或高端仿制药获批上市，2020年预计将迎来更多创新或高端仿制品种，国产新药上市小高峰有望持续。

图：2019年获批的创新药或高端仿制药



图：2020年有望获批的创新药及高端仿制药



建议关注恒瑞医药、贝达药业、我武生物等

- ✓ 国内创新药企业多年致力研发的成果已开始显现，部分公司已开始步入收获期，获批的品种不仅数量开始增多，其中亦不乏重磅的明星产品，有望为相关公司带来新的业绩增量，从该角度建议重点关注恒瑞医药、贝达药业、我武生物等。

个股名称	相关逻辑
恒瑞医药	公司作为国内医药龙头企业，自主研发的创新药开始步入收获期，2018年包括19K、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇等多款重磅创新药或高端仿制药迎来集中获批上市，超重磅产品PD-1已经获批。短期来看，公司创新药业绩有望迎来高速增长期，从而带动公司整体业绩提速；长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长。
贝达药业	公司是A股为数不多的纯正创新药标的，核心品种埃克替尼“基药+医保”双目录以价换量效果显现，预计未来仍能保持平稳较快增长。研发管线储备丰富，未来将步入收获期。我们判断2019年作为公司业绩的拐点年有望得到确证，不仅核心产品埃克替尼高增长仍有望持续，后续产品恩沙替尼有望即将迎来获批，帕妥木单抗、CM082、贝伐单抗类似物等有望陆续获批，贡献新的业绩增量。
我武生物	目前舌下免疫治疗作为变应原免疫治疗的新方式，得到了世界过敏反应组织的推荐，中国《变应性鼻炎诊断和治疗指南》明确提出变应原特异性免疫治疗为变应性鼻炎的一线治疗方法，临床推荐使用。经过多年发展，我国的临床医生对于变应原免疫治疗，尤其是舌下免疫治疗的接受度越来越高，其临床疗效认可度也持续提升。目前国内可供临床使用的舌下含服标准化变应原疫苗仅有粉尘螨滴剂一种，公司蒿草花粉滴剂预计明年上市，将进一步增强公司竞争力。自2012年起，公司“粉尘螨滴剂”在尘螨类脱敏药物市场占有率中排名第一，产品优势明显。

CRO、CDMO等外包型行业迎来发展大机遇

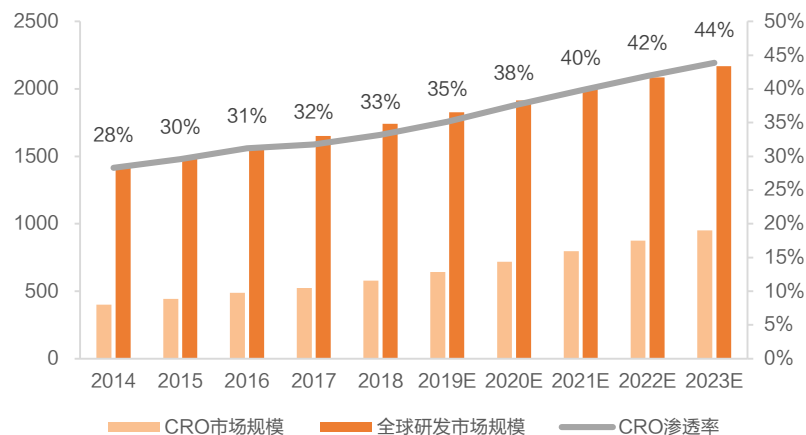
• 医药外包行业持续性快速发展

整体医药行业发展的同时，更多的药企选择了医药外包，跨国药企减少成本、提升效率的需求和新兴市场医药行业的崛起共同推进了医药外包行业的迅速发展。全球看，CRO、CDMO/CMO行业均持续快速增长，研发的渗透率持续提升。

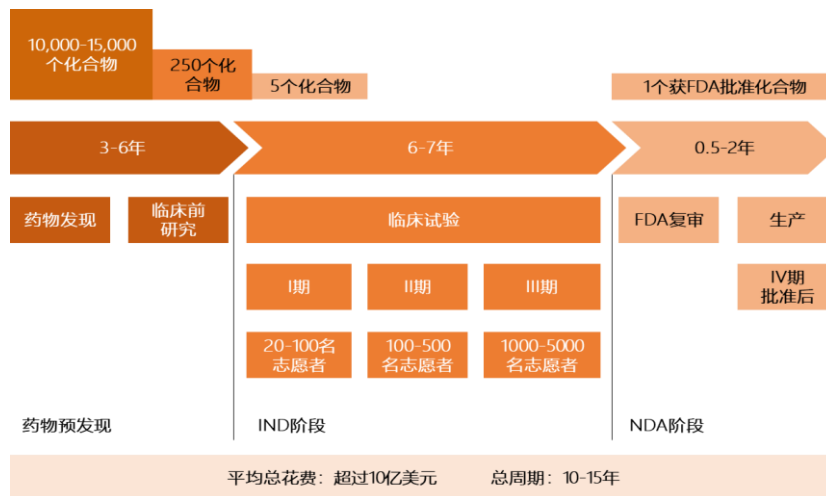
• 新药研发高成本、低回报率对外包需求增多

新药研发需要高的时间投入、资金投入。据Credit Suisse统计，发现和开发一种新的治疗方法平均需要10-15年的时间，成本超过10亿美元。最初研究的10,000-15,000种化合物中，只有5种能进入临床试验环节，最终被批准商业化的只有1种。数据表明，这种高时间和资金投入仍处于上升的趋势中，药企亟待降低成本，提升效率，外包需求增多。

图：全球CRO市场规模和渗透率不断提升



图：美国一个新药从开始研发到获批需要10年以上、花费超过10亿美元



CRO、CDMO等外包型行业迎来发展大机遇

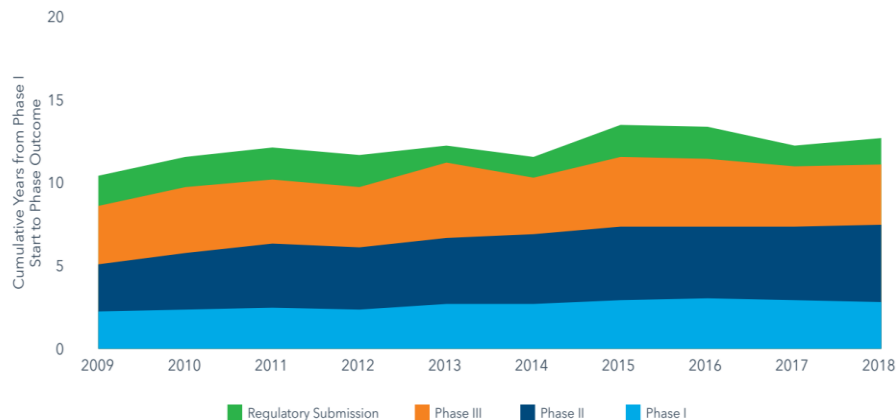
• 新药研发的时间成本不断提升

- 根据IQVIA统计，过去十年中，所有药物在所有开发阶段的综合进展时间（从I期临床开始到监管决定（无论是否成功）以实现市场营销的时间）一直在上升。自2010年以来，综合进展时间增长了26%。2018年，综合进展时间达到12.5年，比2017年的平均总和增长了6个月，所有药物研发综合进展时间继续逐渐延长。

• 罕见病用药研发需求使得药企需要借助专业化的CRO

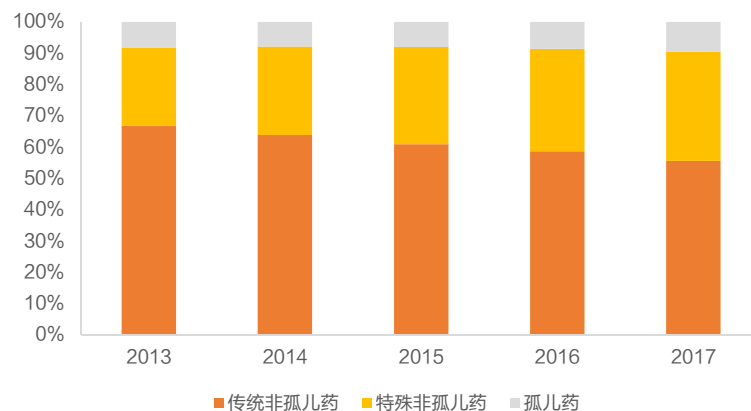
- 罕见病患者群体小、具有儿科群体，临床试验面临着一些挑战，这使得它们比更常见疾病的临床试验更难进行，因此药企需要借助专业化的CRO企业进行研究。
- 2013-2017年间，美国孤儿药销售额占药品总销售额比例呈上升趋势。2017年，美国的药品总销售额为4510亿美元，其中55.7%来自非孤儿传统药品，超过三分之一用于非孤儿特殊药品，其余9.6%的销售额（约430亿美元）为孤儿药产生。

图：药物临床I期到结束的累计时间在过去十年不断延长



Source: IQVIA Pipeline Intelligence, Mar 2019; IQVIA Institute, Mar 2019

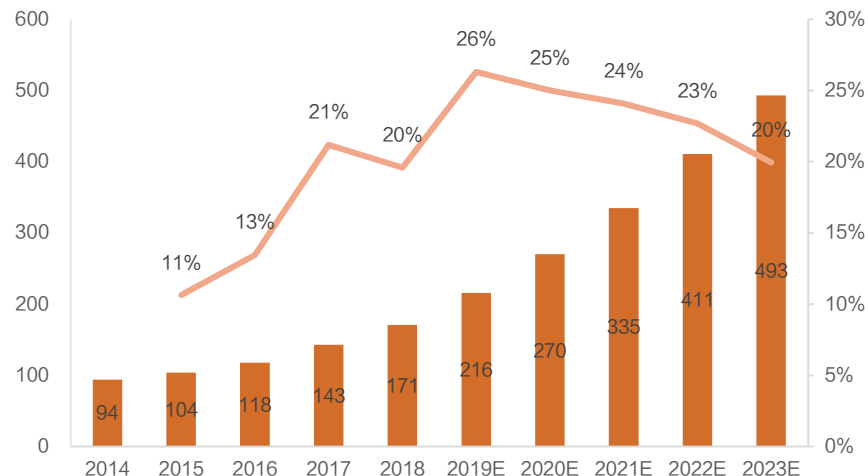
图：2013-2017年间美国孤儿药销售额占比不断提升



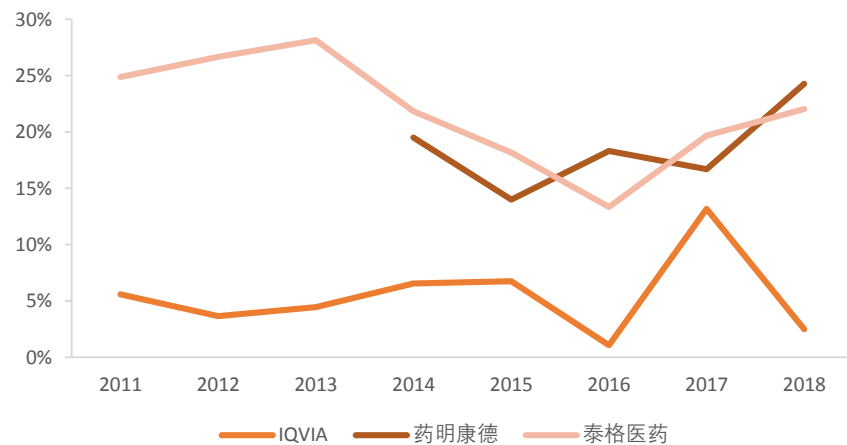
CRO、CDMO等外包型行业迎来发展大机遇

- 我国政策鼓励创新和高端仿制，为外包型行业带来了良好的发展机遇
- 我国医药政策顶层设计是鼓励创新和高端仿制，提升制药工业水平，以MAH为代表的的一系列政策有利于创新产业的持续发展。2018年我国药企研发投入超过170亿美元，同比增长20%。创新的兴起令外包型企业有更多的机会涉足到企业研发的全流程环节：包括分子筛选建模、安评、工艺改进、临床CRO等；一致性评价的推进也为CRO企业创造了丰厚的订单基础。
- “4+7”带量采购倒逼企业战略转型，外包型价值体现更为明显
- 医保局集采及后续控费是大趋势，未来药价承压，产品力是核心，医药企业更多的回归研发本质，加大研发投入，同时催生更多外包型业务需求，CRO行业受益；同时仿制药企业有更多控制成本需求，上游CDMO行业议价能力提升。
- 跨国制药企业开始在全球范围整合研发体系，将部分研发工作转移到新兴市场国家
- 由于中国具有庞大的医药市场、人数众多的化学与生物工程师以及服务能力日趋提高的本土CRO企业，我国在跨国制药企业中的战略地位越来越关键。虽然目前美国和印度占据了全球制药企业的离岸外包业务的主要份额，但中国因其相对较低成本、高技术能力的人力资源优势正在吸引全球制药企业将中国作为其核心研发和外包基地之一。

图：我国药企研发投入金额不断提升（亿美元）

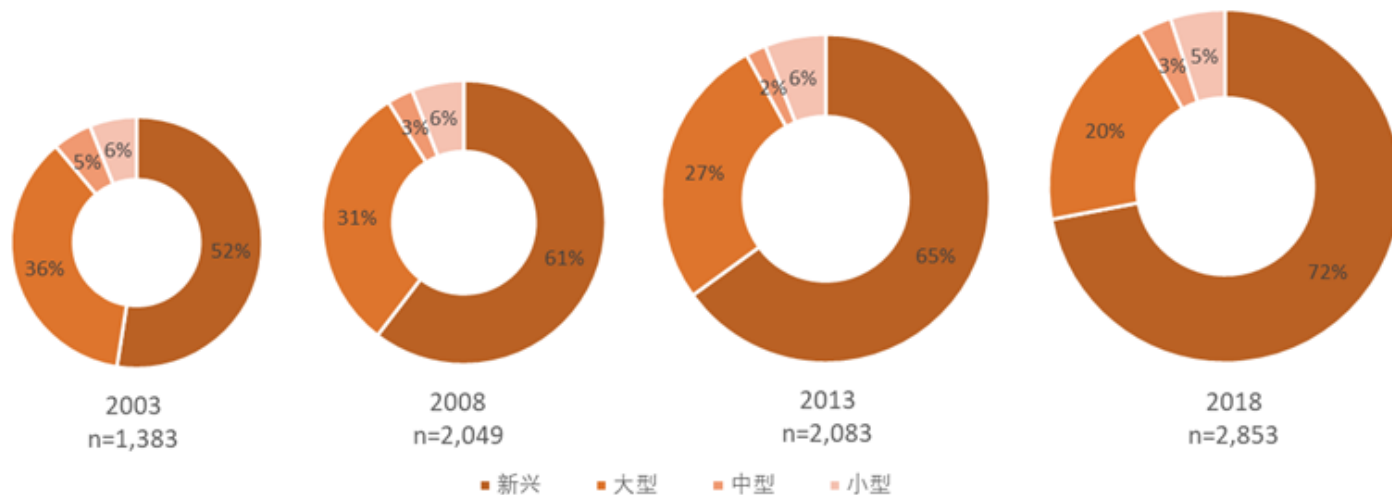


图：药明康德、泰格医药与IQVIA净利率(%)比较



CRO、CDMO核心绑定者——新兴生物医药企业占据大部分研发管线

- 生物医药产业的基础是新兴的生物科技型公司
- 根据IQVIA数据，新兴生物医药公司进行的后期研发项目占2018年所有后期研发项目的72%。这是因为这些公司在增长速度最快的肿瘤学和孤儿药领域最为活跃，并且独自研发创新药品的能力得到提高。小型生物医药公司在罕见病疗法领域最为活跃，在2018年获得批准的34个孤儿药中，有27个来自小型公司。
- 科创的推出为CRO创造了良好的发展机遇
- 科创板的推出为生物医药基石型的生物科技公司创造了良好的融资条件，而科创板的推出将为研发驱动型的生物科技类公司创造良好的借助资本发展的条件，而与生物科技类公司深度绑定的外包型行业有望显著受益。



CRO行业景气度高

• 目前市场主流CRO企业主要提供临床前CRO和临床研究CRO两类服务：

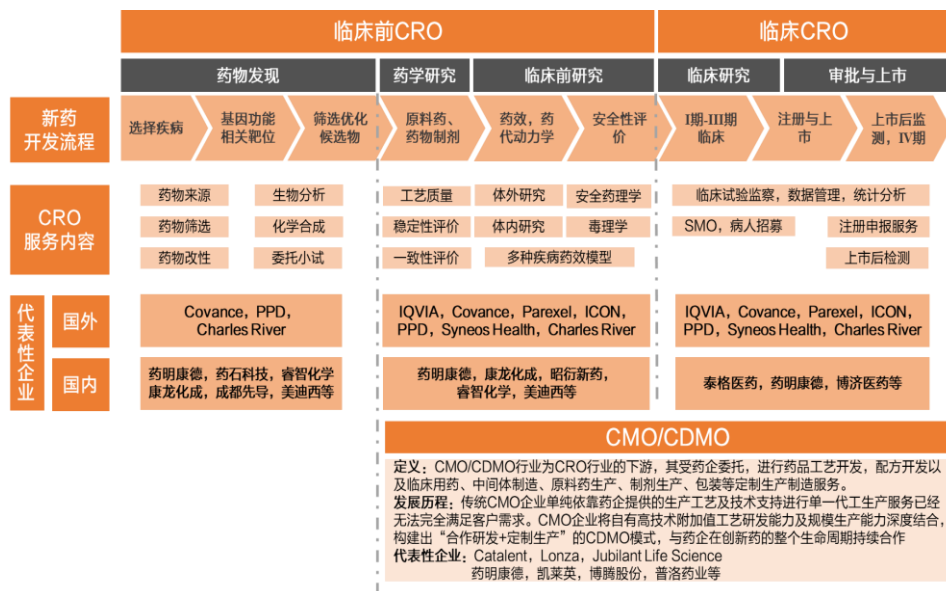
• **临床前CRO服务：**主要从事化合物研究服务和临床前研究服务；细分领域主要参与者包括泰格医药、康龙化成、睿智化学、新高峰、药石科技、昭衍新药等。

• **临床CRO服务：**主要针对临床试验阶段的研究提供服务，涵盖临床I-IV期技术服务、临床数据管理和统计分析、新药注册申报等；细分领域主要参与者包括IQVIA（昆泰）、Covance（科文斯）、泰格医药、博济医药、华威医药等。

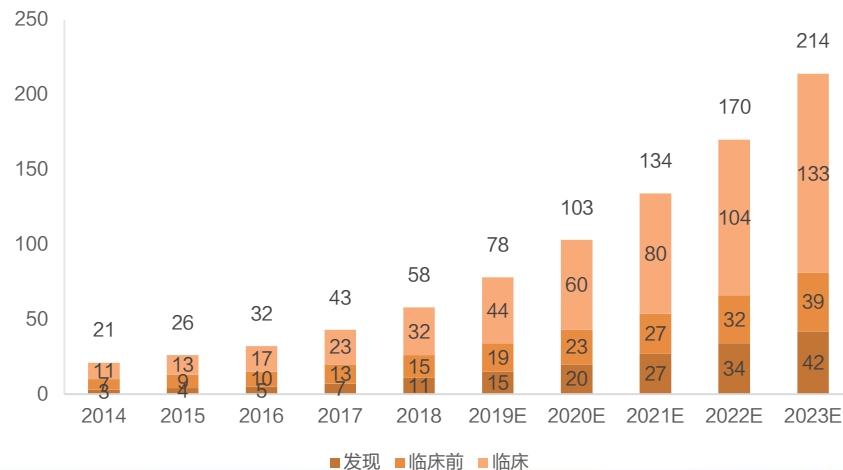
• 我国CRO行业规模过去4年CAGR为29%

• 2014年至2018年，我国CRO行业的市场规模由21亿美元迅速上升至58亿美元，年复合增长率达到29%。在医药行业细分加剧、上市许可人制度落实、药品CRO行业全球化趋势进一步加强等因素影响下，预计至2023年，国内CRO市场规模达到214亿美元，2019-2023年均增长率达28.7%。

• 建议关注行业领先公司：药明康德、康龙化成、泰格医药等



图：我国各阶段CRO市场规模不断提升（亿美元）



CDMO行业价值更为凸显

- CMO又名药品委托生产，主要涉及临床用药、中间体制造、原料药生产、制剂生产（如粉剂、针剂）以及包装等定制生产制造业务，按照合同的约定获取委托服务收入。

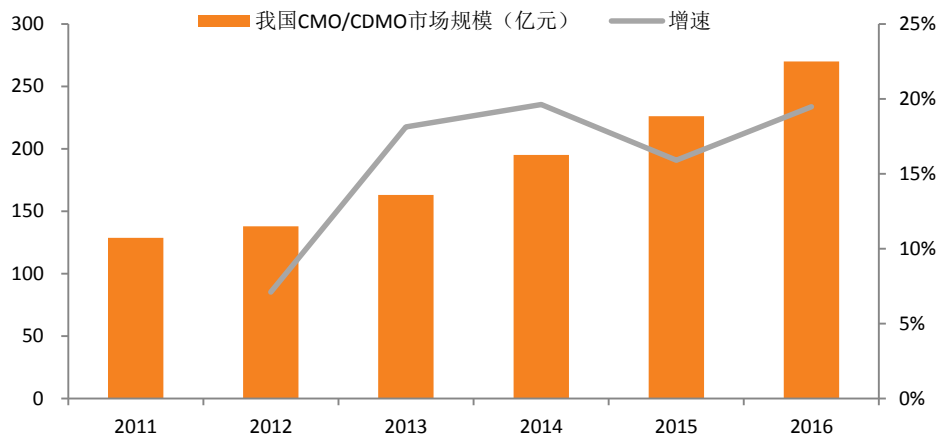
1、我国进入CMO/CDMO行业的时间较晚，但凭借人才、基础设施和成本结构等优势，在国际大型药企的带动和中国鼓励新药研发及高端仿制的大政策环境下，行业增长迅速。根据南方所统计和预测，我国CMO/CDMO行业市场规模由2011年的129亿元增加至2016年的270亿元，2012-2016年度年均复合增长率为15.9%，未来有望延续良好增长态势。

2、国内审评审批改革推进释放红利，药品上市许可持有人（MAH）制度的推出有望助推CMO/CDMO行业的发展。MAH制度下，上市许可和生产许可相互独立，有利于激活药品研发领域的活力，促进药品研发生产链条资源的合理配置，提高医药研发效率，同时有利于促进委托生产的发展，CMO/CDMO行业将直接受益。

3、同时随着一致性评级继续推进，带量采购政策的推行以及医保控费的大背景下，未来药企将进一步增强对于成本的管控，也有利于CMO/CDMO业务的发展，同时科创板的推出也有利于CDMO行业订单的释放。

- 建议关注行业领先公司：药明康德（合全药业）、凯莱英等

图：我国CMO/CDMO行业持续快速增长



图：CMO/CDMO阶段特征及相应布局公司

	临床前阶段	临床阶段	商业化阶段
特点	对技术附加值敏感度低，对价格敏感度高，无FDA监管，竞争激烈	研发难度大，工艺要求高，时间要求紧，对价格敏感程度相对较低	工艺要求高，严格的监管，技术附加值高，对价格敏感程度相对较高
毛利率	相对较低	较高	与临床阶段比较低
代表企业	药明康德	凯莱英、九洲药业	凯莱英、九洲药业、博腾股份

CRO/CDMO代表性公司高增长，不断兑现成长预期

• 总体来看，国内外包型行业受益于政策、产业、资本的共振，迎来了黄金发展期：

1、CRO重点公司方面：行业龙头药明康德2019年三季报延续良好的增长势头，收入增速34%，扣非后增速达到37%。临床CRO龙头泰格医药持续高增长态势，2019年三季报收入增速29%，扣非后增速达到50%。药明康德和泰格医药国内业务取得了更快发展。

2、CDMO方面：凯莱英2019年半年报收入增速44%，归母净利润增速46%，三季报延续强劲增长态势，收入端增速达到45%，归母净利润增速达到40%。

我们认为产业趋势有望延续，2020年行业仍有望延续良好的发展态势。

表：外包型（CRO、CDMO/CMO）相关企业2019H1&2019Q3表现

公司	2019年H1收入增速	2019年H1归母净利润增速	2019年H1归母扣非净利润增速	2019年Q1-Q3收入增速	2019年Q1-Q3归母净利润增速	2019年Q1-Q3归母扣非净利润增速
药明康德	33.68%	-16.91%	20.05%	34.06%	-8.46%	36.88%
康龙化成	28.80%	38.51%	34.38%	29.03%	46.25%	46.98%
量子生物	136.22%	-9.27%	-6.94%	53.72%	-27.76%	-28.33%
药石科技	37.80%	30.31%	35.28%	36.88%	24.90%	28.87%
昭衍新药	48.65%	78.86%	87.21%	42.95%	33.66%	38.95%
泰格医药	29.49%	61.04%	51.96%	27.38%	66.12%	65.78%
博济医药	22.11%	-48.69%	-72.56%	25.94%	-8.54%	-37.06%
亚太药业	-13.30%	-69.37%	-75.68%	-24.37%	-95.85%	-104.36%
*ST百花	-39.49%	-29.88%	-40.62%	-43.87%	-28.90%	-34.88%
凯莱英	44.27%	46.37%	42.75%	44.61%	40.48%	38.97%
博腾股份	22.46%	69.56%	224.82%	29.26%	38.98%	191.77%
九洲药业	-6.72%	15.51%	-9.01%	7.04%	43.21%	18.12%

2、 创新医疗器械：黄金时代的周期起点

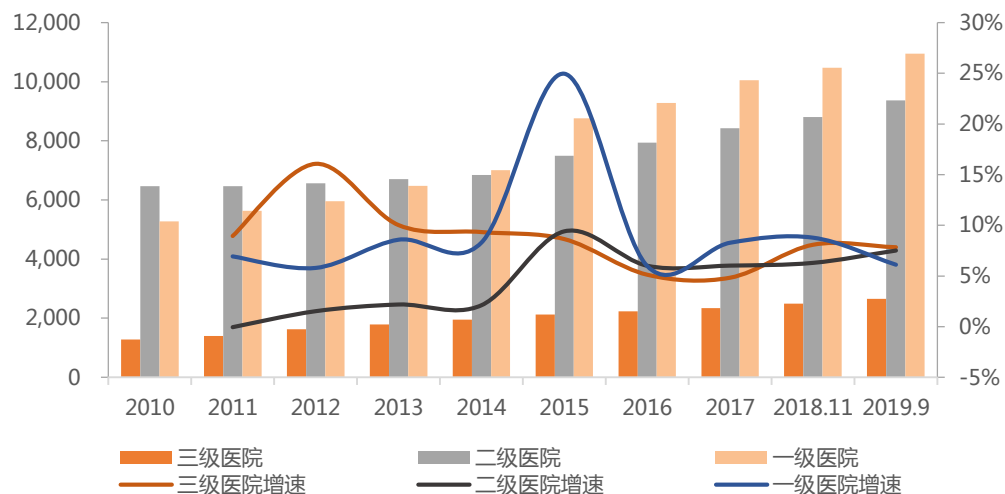
创新医疗器械：政策支持，进口替代迎来发展新时代

- 2.1 分级诊疗持续推进，检查和治疗收入增速提升
- 2.2 耗材、IVD、设备政策分析，降价风暴影响相对较小
- 2.3 医疗器械估值分析
- 2.4 重点推荐标的

2.1. 分级诊疗持续推进，医疗机构不断新增

- 政府资金的大力投入将加速分级诊疗的进度，资金主要用于设备更新、服务能力提升、开拓新科室等方面，加强基层医疗卫生服务能力建设。随着资金投入的落实，基层医院软硬件基础提升，逐步改变基层患者的诊疗意识，真正实现分级诊疗，基层市场的扩大将为多个医疗领域带来增量市场。
- 在医院建设方面，三个等级的医院数量持续提升，截止至2019年9月底，三级医院2653家（同比+7.8%），二级医院9368家（同比+7.5%），一级医院10953家（同比+6.1%）。
- 我们认为未来几年高等级医院的建设还将加速，根据国家卫健委发布的《全面提升县级医院综合能力工作方案（2018-2020年）》，计划到2020年，500家县医院和县中医医院分别达到“三级医院”和“三级中医医院”服务能力要求。

2010-2019.9各级医院数量（间）

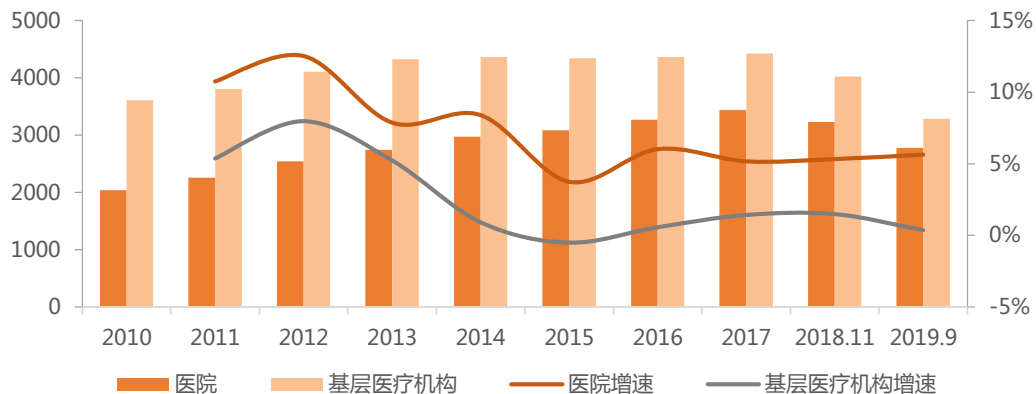


备注：更新至2019年9月数据

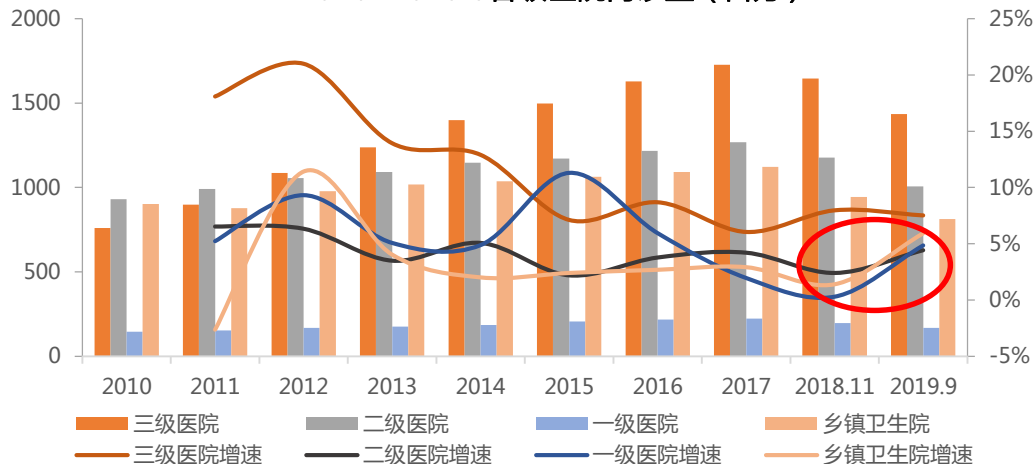
分级诊疗持续推进，基层诊疗量增速有所提升

- 在门诊量方面，医院（包含三级医院、二级医院、一级医院）整体保持平稳增长，基层医疗机构（包含社区卫生服务中心、卫生院、村卫生室等）则处于增速提升的增长过程中。
- 我们认为分级诊疗是分阶段向下层渗透的，渗透速度与医生水平、医疗服务质量、医院设备配置息息相关。2019年以来，二级、一级医院以及乡镇卫生院诊疗量增速提升，我们认为分级诊疗是逐步向下渗透的。
- 整体结论：分级诊疗持续在推进，从数据上看，三级的诊疗量是逐步往二级、一级、乡镇卫生院去渗透，进度较缓但具有持续性。

2010-2019.9医院和基层医疗机构门诊量（百万）



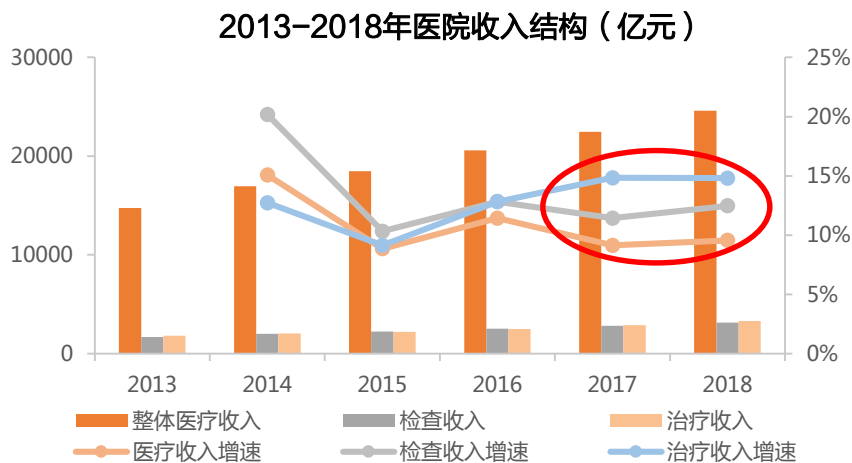
2010-2019.9各级医院门诊量（百万）



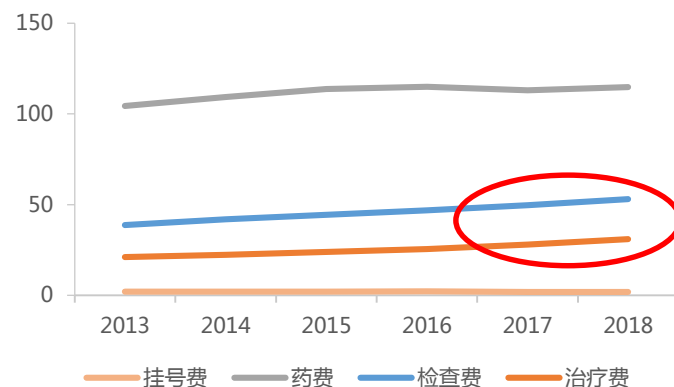
备注：更新至2019年9月数据

医院收入结构分化，检查和治疗收入增速提升

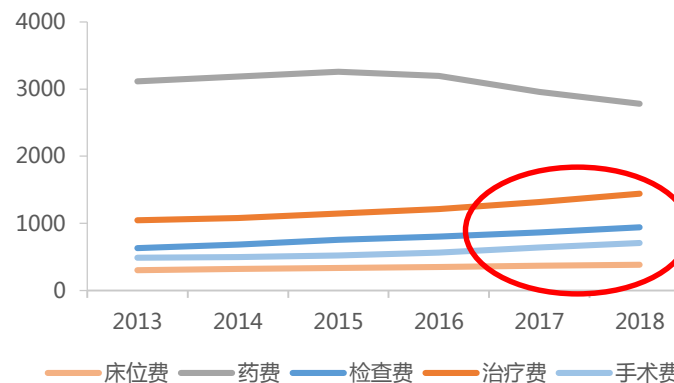
- 随着药品降价趋势，医院收入结构发生着变化，检查和治疗成为起量项目。
- 从整体收入结构上来看，医院检查收入和治疗收入增速高于整体医疗收入增速水平，表明由检查和治疗带来的收入占比逐步提升。
- 从患者次均费用角度，门诊药费近年来持平，住院出现下降，反观检查费和治疗费，门诊和住院都呈现逐年提升的态势。



2013-2018次均费用-门诊（元）



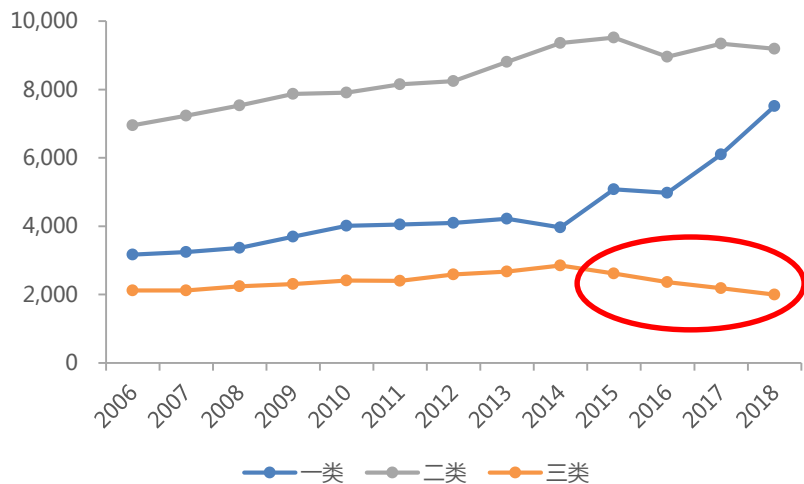
2013-2018次均费用-住院（元）



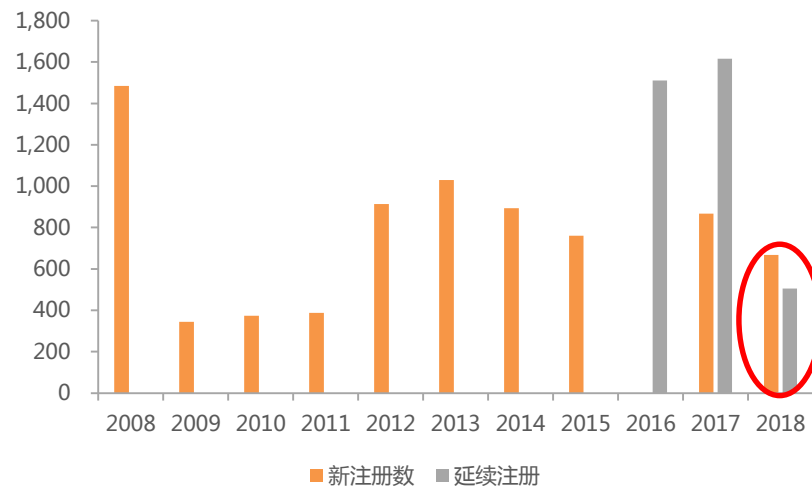
三类医疗器械监管趋严，市场集中度提升

- 对于三类医疗器械，监管趋严，集中度在提升
- 从医疗器械生产企业角度，二类医疗器械生产企业数量近年来基本趋平，而三类医疗器械企业则数目在下降，体现出国家对于三类器械的严监管，及时淘汰落后产能
- 而从注册证的角度，2018年三类医疗器械注册证处于近年来的低点，注册门槛提高

2006-2018国内各类医疗器械生产企业（家）



2008-2018三类医疗器械注册证获批情况（个）



2.2. 医疗器械领域降价讨论

- 首先，我们认为医疗器械难以出现类似药品雪崩式的降价情况，从产业端来判断：
- 1. **器械非标准程度高，不利于横向对比。**器械粗略的可以分为检验性器械（IVD、影像等）和治疗性器械（骨科、支架、起搏器等）：对于检验性器械而言，由于各家检测原理、产品性能、技术路径等不尽相同，同时各家企业在做产品设计时也有考虑到规避专利的问题，因此各家检验性器械内在本质是不同的，同时检验与治疗不同，没有具体标准判断检验结果是否准确，因此难以用统一的标准来做衡量。对于治疗性器械（医用耗材）而言，除了价格因素，还需要考虑产品型号丰富度、医生操作习惯、用户品牌意识等因素，多种因素无法具体量化，同样较难标准化，检验性器械进院多以市场化竞争为主。
- 2. **医保支付器械和药品方式不同。**医保对于药品基本是直接报销，而器械多以医疗服务来收费，医保支付的是医疗服务价格，并非直接支付采购价，器械里有部分治疗性器械是作为材料费用医保直接支付，但是需要说明的是一方面治疗性器械无法用单一因素来量化标准，另一方面治疗性器械也需要绑定医疗服务，医疗服务是临床医生价值的体现，属于合理收入，是国家政策鼓励的方向。
- 3. **降价每年都有，企业通过产品更新维持毛利率。**器械品类丰富，22个大品类，2000多种，即使是同一款产品，一家公司也会有不同的型号，满足不同临床、医院、医生的需求，器械产品是一个不断更新迭代螺旋式上升的过程，器械公司根据市场情况每年下调老产品的价格，同时推出新产品，保持公司整体的毛利率水平，例如美敦力毛利率长期维持在70%左右。
- 接下来我们分别从医用耗材、IVD、设备三个方面今年以来的招采政策来分析。

医用耗材：整体集采进度较药品领域缓慢

- 由于医用耗材医保支付模式与药品相类似，因此在降价风暴中首当其冲，但是**整体进度较缓**。
- 最新进展的政策为医用耗材统一编码，我们认为实现集中采购的基础工作，类似于药品一致性评价，将各类医疗器械实现分类，初步完成同一标准的建设，**该进度是符合早期政策预期的**。
- 其次，集采方案并未迅速推向全国，**目前是在局部省市试点**，逐步探索跨省联盟采购阶段。
- 落实到工业端企业层面，**出厂价和利润体系尚未受到影响**。参考江苏心脏支架带量采购的情况，乐普降价后的中标价仍然较出厂价更高。

2019年医用耗材重要政策梳理

时间	政策名称	发文机关	主要内容
2019.12.2	《关于公示医保医用耗材分类与代码数据库第一批医用耗材信息的通知》	国家医保局	形成第一批耗材编码数据库
2019.11.27	《关于全面推进药品和医用耗材集中采购的指导意见（征求意见稿）》	广东省医疗保障局	1、满足临床需求，保证产品质量；2、立足本省实际，用于改革创新；3、规范采购秩序，保护市场竞争；4、形成政策合力，促进“三医”改革
2019.11.21	《海南省治理高值医用耗材实施方案》	海南省医疗保障局	完善高值医用耗材价格形成机制，降低虚高价格，2020年启动建立高值医用耗材基本医保准入制度
2019.11.15	《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》	国务院深化医药卫生体制改革领导小组	对于高值医用耗材，各地要针对临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产的高值医用耗材，按类别探索集中采购。2020年9月底前，综合医改试点省份要率先进行探索。
2019.11.12	《湖南省治理高值医用耗材改革实施方案》	湖南省人民政府办公厅	1、完善价格形成机制，降低虚高价格；2、规范医疗服务行为，严控不合理使用；3、健全监督管理机制，严查违法违规行为；4、配套措施
2019.10.8	《山东省公共资源交易中心高值医用耗材平台集中采购实施方案（试行）》	山东省公共资源交易中心	平台采购，价格联动，鼓励创新，阳光操作
2019.9.29	《广西壮族自治区治理高值医用耗材改革实施方案》	广西壮族自治区卫生健康委员会、中医药管理局	1.加强高值医用耗材规范化管理，明确治理范围，以单价和资源消耗占比相对较高的高值医用耗材作为重点治理对象；2.配合自治区医保局制定医保支付政策。
2019.7.19	《治理高值医用耗材改革方案》	国务院办公厅	1、完善价格形成机制，降低高值医用耗材虚高价格；2、规范医疗服务行为，严控高值医用耗材不合理使用；3、健全监督管理机制，严肃查处违法违规行为；4、完善配套政策，促进行业健康发展
2019.7.3	《安徽省省属公立医疗机构高值医用耗材集中带量采购谈判议价（试点）实施方案》	安徽省医疗保障局	降低高值医用耗材采购价格，保障临床用材需求，切实减轻患者费用负担
2019.6.24	《关于开展高值医用耗材动态调整工作的函》	陕西省医疗保障局	“限价挂网目录”价格、品种的动态调整
2019.3.28	《关于进一步加强医疗机构高值医用耗材临床应用管理的意见（苏卫医政〔2019〕24号）》	江苏省卫生健康委员会	1、建立健全医疗机构内部管理体系；2、严格高值耗材遴选和采购；3、定期开展高值耗材临床应用监测与评估；4、加强高值耗材临床应用信息化管理；5、推动高值耗材信息公开

IVD：集采进度更为缓慢，目前仅在部分省市探索

- IVD逐步成为医院收入的重要来源，医保支付模式与药品、医用耗材不同，**政策进展更为缓慢**。
- 国家药监局在IVD领域同样考虑进行唯一标识系统试点工作，但是难度较大，进度慢于医用耗材
- 另外从2016年以来IVD相关的招标政策上可以看出，开始有省份提出集中采购概念，但是只是零星试点，同时**考虑到IVD各个方法学平台的差异，集中采购更多是一个争取“团购价”的意义，对于价格的压力有限**
- IVD更多应该关注项目收费目录的调整，参考上海IVD项目的调整情况，**收费目录调整周期较长，幅度较小，整体对上游压力影响较弱**。

2016年以来IVD重要招标政策梳理

时间	省份	方式
2019.8.9	国家药监局综合司	关于开展医疗器械唯一标识系统试点工作培训的通知
2019.07	江苏	对临床用量大、采购金额高、竞争性强的低值医用耗材和检验检测试剂中的部分品种，由省、市组成采购联盟，实施带量采购
2019.01	甘肃	实行政府主导 集中采购 ，以省为单位的体外诊断试剂阳光挂网采购工作， 跨省联动重庆药交所
2019	吉林	阳光挂网采购——网上公开交易（鼓励各医疗机构、医疗机构联合体、相关部门或有条件的地区通过“ 带量采购、量价挂钩 ”等方式与生产企业进行议价谈判）
2018.12	海南	全省集中采购 （参考过去3年，全国最低价；以量换价、量价挂钩）
2018.12	内蒙古	集中采购 ，最低价采购，挂网采集， 和四川省价格联动
2018.11	重庆	药交所模式——电子商务平台，医药交易综合运营平台
2018.03	山西	限价采购、省级 集中采购 （非独家品种的，按最低价采购独家品种的，直接降；在本省还没有交易记录的，以外省最低价为交易价钱。）
2017.12	广东	GPO采购
2017.12	安徽	最低价采购，挂网采集
2017.12	福建三明	在联合限价采购平台上，实行网络报价、现场议价方式，根据网上报价情况，组织“二次议价”，在设立的基准价上进行降价。
2017	黑龙江	实行体外诊断试剂两票制，采取 集中采购 方式，统一优化检验流程、统一室内质控品、统一检测仪器、试剂、统一冷链配送。
2016.12	四川	集中挂网阳光采购——网上公开交易
2016	河南	挂网采购——网上公开交易

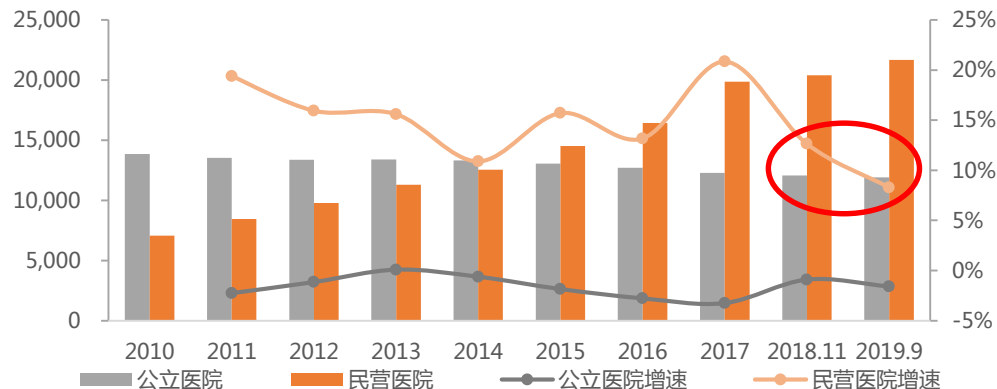
医疗设备：集采进度落后于医用耗材和IVD

- **医疗设备集采进度落后于医用耗材和IVD**，单价较高，医院需求多样化，集中采购难度较大，整体采购方式偏向于市场化，并非政府导向。
- **目前集中采购集中于大型医疗设备**（甲类3000万以上，乙类500-3000万），并且参考各省最新的集采目录，基于提高效率的原则，采购限额标准在往上提升，将单价较低的设备采购权倾向于下放到各个医疗机构。
- 对于单价较低的医疗设备，例如超声，较大比例属于医院单独采购，今年行业主要受到民营医院、基层医疗机构的影响，其中**民营医院近两年的建设速度明显放缓**，影响了这两年上市公司的业绩增速，但是从长周期来看，**公立医院采购依然是主导**，各医疗设备细分子行业增速有望回归正常。

2016年以来医用设备重要招标政策梳理

时间	部门	文件	内容
2019.8	陕西省财政厅	《陕西省2019年度政府集中采购目录及采购限额标准》	10万以下的设备、耗材不用进行部门集中采购，200万以下产品将不用公开招标（较上期上调了100万）
2019.3	湖北省财政厅	《湖北省2019—2020年政府集中采购目录及标准》	分散采购限额标准从50万元调整为100万元，省级公开招标数额标准从200万元调整到300万元
2018.9	上海市财政局	《上海市2019-2020年政府采购集中采购目录和采购限额标准》	50万以下的医疗器械设备不用进行集中采购，400万以下的医疗设备、耗材产品将不用公开招标（较上期上调了200万）
2018.3	国家卫健委	《大型医用设备配置许可管理目录（2018年）》	分为甲、乙两类，分别由中央和省级负责配置管理
2017.5	国务院	《国务院关于修改〈医疗器械监督管理条例〉的决定》	设定大型医用设备配置许可，并对大型医用设备配置、使用和监管等作出规定
2016.12	国务院	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》	其中明确提出，要“开展高值医用耗材、检验检测试剂、大型医疗设备集中采购

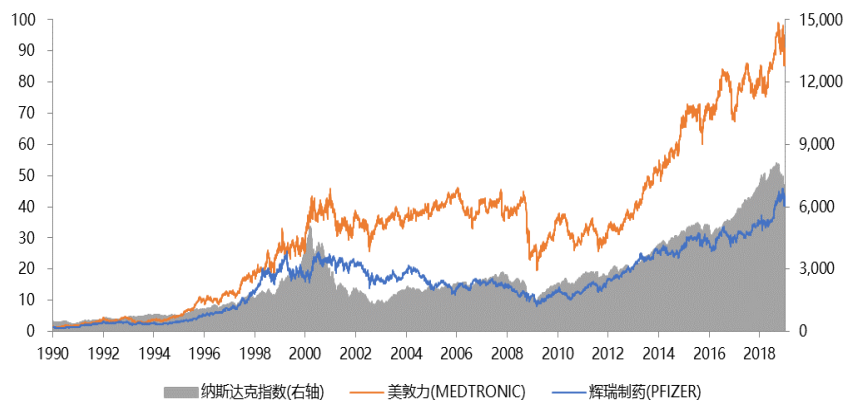
2010-2019.9医疗机构数及增速



2.3. 医疗器械的高回报率，成熟资本市场给予高估值

- 从股价角度来看，辉瑞在1990年初的股价是1.25美元，美敦力为1.43美元，而2018年底的股价，辉瑞是43.27美元，美敦力为90.96美元，美敦力28年的投资复合收益为16%。参考器械和医药头部企业的年复合收益率，投资优质器械公司的收益不输于优质医药企业，甚至更高。

图：1990年初-2018年底美敦力股价涨幅远超辉瑞及纳斯达克指数（前复权）



表：医疗器械企业年复合收益率高于制药企业（单位：百万美元）

代码	公司名称	上市时间	上市市值	2018年底市值	年复合收益
MDT.N	美敦力	1987	1,253	122,163	16.5%
DHR.N	丹纳赫	1987	194	72,277	21.8%
SYK.N	史赛克	1987	273	58,687	19.6%
BDX.N	碧迪	1987	2,515	60,625	11.2%
ILMN.O	illumina	2000	513	44,090	29.9%
PFE.N	辉瑞	1987	7,669	252,318	12.3%
NVS.N	诺华	1994	32,722	199,021	8.2%
BMY.N	BMS	1987	11,973	84,842	6.7%
GILD.O	吉利德	1992	250	80,916	26.0%
MRK.N	默克	1987	20,816	198,695	7.8%

医疗器械的高回报率，成熟资本市场给予高估值

- 医疗器械的估值相对都比较高，估值的问题我们在下文详细探讨了不同行业特征所导致的估值差异。我们根据美股成熟市场的医药股和器械股的TOP10来做比较，尽管器械公司的体量及市值不及制药企业，但是器械企业收入增速更高，市场给予的估值也更高，对于未来更具成长性。

表：医疗器械和制药企业业绩情况对比
(截止至2018年12月31日)

公司名称	18年底市值(亿美元)	18年底PE	17年收入(百万美元)	17年利润(百万美元)	15年收入增速	16年收入增速	17年收入增速	15-17年收入CAGR
器械中位值	465	44	11,327	1,060	4%	8%	7%	10%
MDT.N 美敦力	1,222	39	29,953	3,104	42%	3%	1%	14%
DHR.N 丹纳赫	723	29	18,330	2,492	3%	-18%	9%	-3%
BDX.N 碧迪	606	55	12,093	1,100	22%	21%	-3%	13%
SYK.N 史赛克	587	58	12,444	1,020	3%	14%	10%	9%
BSX.N 波士顿科学	489	470	9,048	104	1%	12%	8%	7%
ILMN.O ILLUMINA	441	61	2,752	726	19%	8%	15%	14%
FMS.N 费森尤斯	397	26	21,235	1,528	6%	7%	19%	10%
BAX.N 百特国际	350	49	10,561	717	-40%	2%	4%	-14%
A.N 安捷伦科技	215	31	4,472	684	-42%	4%	6%	-14%
ZBH.N 齐默尔	212	12	7,824	1,814	28%	28%	2%	19%
制药中位值	1,226	29	27,162	2,698	0%	3%	2%	3%
PFE.N 辉瑞制药	2,523	12	52,546	21,308	-2%	8%	-1%	2%
NVS.N 诺华制药	1,990	26	50,135	7,703	-6%	-4%	3%	-2%
MRK.N 默克集团	1,987	83	40,122	2,394	-6%	1%	1%	-2%
ABBV.N 艾伯维	1,387	26	28,216	5,309	15%	12%	10%	12%
LLY.N 礼来公司	1,226	-	22,871	-204	2%	6%	8%	5%
AMGN.O 安进	1,226	62	22,849	1,979	8%	6%	-1%	4%
GSK.N 葛兰素史克	1,026	50	40,557	2,058	-1%	-3%	19%	4%
AZN.N 阿斯利康	962	32	22,465	3,001	-5%	-7%	-2%	-5%
BMY.N BMS	848	84	20,776	1,007	4%	17%	7%	9%
GILD.O 吉利德科学	809	17	26,107	4,628	31%	-7%	-14%	2%

泾水长，渭水弯，医药、器械条条大路通长安

- 器械药品，由于产品特征的不同，资本市场也会享有不同的估值。我们选择了器械巨头和医药巨头，根据过往30年平均估值，器械的PEG通常在2-3之间，而医药是在1-1.5之间，医疗器械市场一直给予较高的溢价。我们分析器械的壁垒是逐步叠加式，同时研发投入的效能是相对稳定的，器械的生命周期相对较长，专利到期也不会有蜂拥而入的竞争者迅速蚕食市场，而医药的重磅创新药，一旦专利到期，市场份额和利润可能会大幅缩水。医药的优势在于新药推入市场，会快速的增长，而器械相对缓慢。

表：器械和药品公司近30年PEG中位值对比

公司	近30年PEG中位值
丹纳赫	2.4
史塞克	2.2
百特	2.5
赛默飞	3.1
辉瑞	1.1
默克	1.2
百事美施贵宝	1.2
礼来	1.3

创新药研发，临床结果决定巨额投入可能完全失败，器械没有明确的生杀节点

- 对于产品单一的医药企业，临床数据可能是定生死的关键，低于预期的临床表现会迅速杀跌股价，产品管线储备丰富的大型企业，抗风险能力较强，但是重磅产品的临床数据也会导致估值的迅速回落。
- 2006年辉瑞宣布降胆固醇药物torcetrapib III期临床试验失败，过往30年投资8亿美元，完全没有产出。而器械公司，很难有完全失败0收益的项目，因为产品性能会是螺旋上升，而不是完全覆灭的模式，一些大型设备，几乎没有临床失败的情况。

图：newlink上市至今股价变化图



图：Incyte上市至今股价变化图



研发投入产出比，器械是门更划算的生意

- 新药研发需要大量的投入，时间周期很长，但是由于产品专利期限，巨资研发的药品只能享受10+年的专利保护期，而器械的专利即使到期，由于模仿难度大，通常还能继续享受器械产品的技术红利。
- 我们拉长时间维度来测算研发的产出投入比，以10-15年为周期，用营业收入除以研发费用，发现器械的平均投入产出比约为10-15倍，而医药为5-7倍。

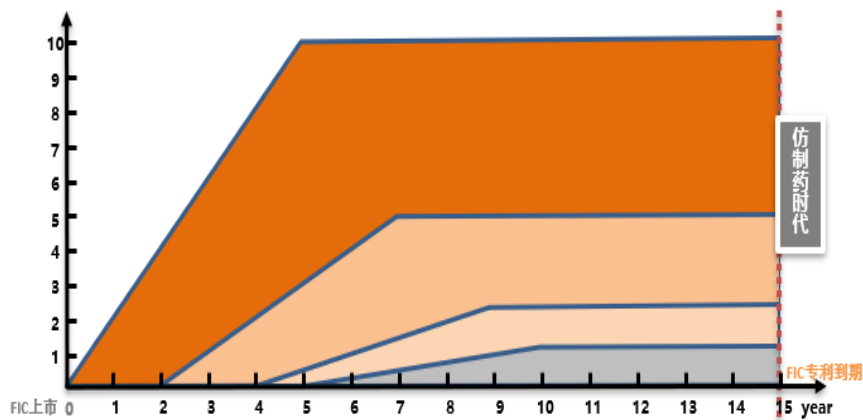
表：美股重点公司单位研发投入营收情况
(营收/研发投入)

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
制药企业中值	6.3	6.4	5.9	5.7	6.2	6.0	6.1	5.6	5.6	5.9	5.5	5.6	5.6
器械企业中值	13.7	9.9	12.7	12.5	12.3	12.3	12.8	11.5	11.9	12.0	14.4	14.3	14.5
辉瑞制药	6.9	6.4	6.0	6.1	6.4	7.2	7.4	7.5	7.7	5.9	6.4	6.7	6.9
诺华	-	6.9	6.1	5.7	6.0	5.7	6.2	6.2	6.0	5.9	5.6	5.4	5.6
百时美施贵宝	7.0	5.8	5.9	5.7	5.2	5.5	5.5	4.5	4.4	3.5	2.8	3.9	3.2
吉利德科学	7.3	7.9	7.2	7.4	7.5	7.4	6.8	5.5	5.3	8.7	10.8	6.0	7.0
艾伯维	-	-	-	-	8.3	6.3	6.7	6.6	6.6	6.1	5.3	5.9	5.7
默克集团	5.7	4.7	5.0	5.0	4.7	4.2	5.7	5.8	5.9	5.9	5.9	3.9	3.9
安进	5.4	4.2	4.5	5.0	5.1	5.2	4.9	5.1	4.6	4.7	5.3	6.0	6.4
葛兰素史克	-	6.7	6.8	6.6	6.9	6.4	6.8	6.7	6.8	6.7	6.7	7.7	6.7
阿斯利康	-	6.9	5.9	6.2	7.4	6.3	6.1	5.3	5.3	4.7	4.1	3.9	3.9
礼来公司	4.8	5.0	5.3	5.3	5.0	4.7	4.8	4.3	4.2	4.1	4.2	4.0	4.3
美敦力	10.1	9.9	10.6	10.8	10.8	10.6	10.9	10.7	11.5	12.4	13.0	13.5	13.3
丹纳赫	-	-	18.3	17.5	17.7	16.3	15.8	16.0	15.3	15.2	16.6	17.3	16.2
史赛克	17.4	16.7	16.0	18.3	20.0	18.6	18.0	18.4	16.8	15.8	15.9	15.8	15.8
ILLUMINA	-	5.5	5.0	5.7	4.7	5.1	5.4	5.0	5.1	4.8	5.5	4.8	5.0
碧迪	19.9	16.2	17.7	18.1	17.5	17.1	16.4	16.3	16.3	15.4	16.3	15.1	15.6
波士顿科学	9.2	7.8	7.7	8.0	7.9	8.3	8.5	8.2	8.3	9.0	8.5	9.1	9.1
百特国际	18.5	16.9	14.8	14.2	13.7	14.0	14.7	12.3	12.2	11.7	16.5	15.7	17.1
安捷伦科技	7.0	7.6	7.9	8.2	7.0	8.9	10.2	10.3	9.6	9.7	12.2	12.8	13.2
赛默飞	17.2	22.3	40.8	42.1	41.1	37.6	34.4	33.2	33.1	24.4	24.5	24.2	23.6
爱德华兹生命科学	10.1	9.1	8.9	8.9	7.5	7.1	6.8	6.5	6.3	6.7	6.5	6.7	6.2

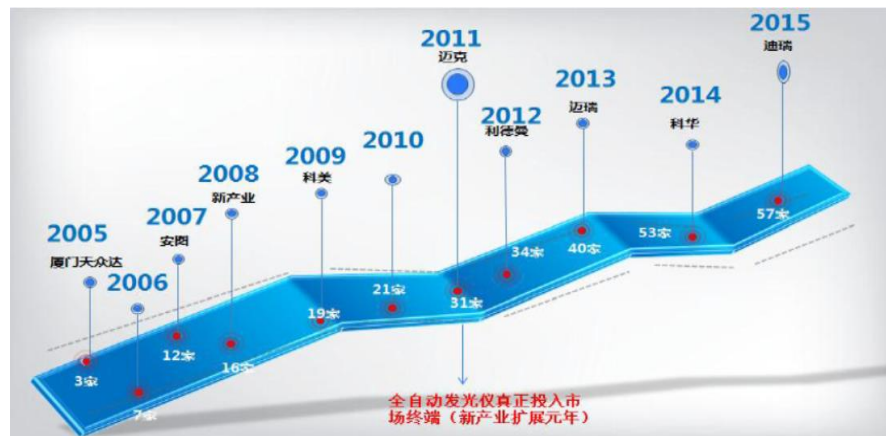
药品：与时间赛跑；器械：时间的朋友

- 医疗器械产品拿证速度和进展不是最关键因素，而创新药品则很关键。同一品种拿证的时间决定了未来的销售峰值，我们认为第一个拿批文的空间比后面拿批文的空间更大。
- 而医疗器械拿批文只是能否销售的第一步，产品的质量性能、品牌、渠道、售后等综合指标决定了产品能够拿到的市场空间。比如化学发光，现有市场主流的化学发光企业并非第一家拿证的。

图：创新药销售峰值预测



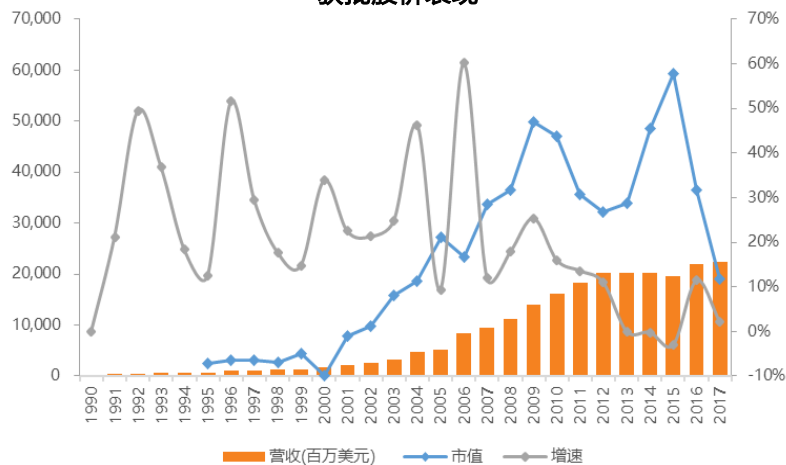
图：医疗器械拿证时间



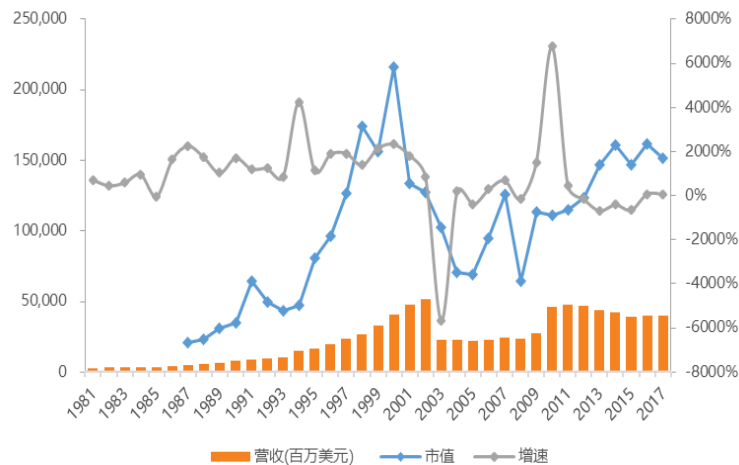
增长的稳定性：药品的重磅专利药到期，出现估值悬崖，器械专利壁垒逾越难度大

- 化药小分子由于分子结构公开，享受完专利期后，就有很多仿制药厂进场，由于没有研发投入，仿制药价断崖式下跌，原研药厂也会在很短的时间内失去市场份额。如果是销售占比很大的明星药品，没有新的产品能够衔接，利润也会迅速下滑。预期先释放，业绩随着下滑。
- 因此一个重磅创新药，会成就一个公司，同时也是未来股票的定时炸弹，因此药企在倒计时结束之前，需要竭尽所能收回研发成本，实现收益。

图：Teva 2015年格拉替雷专利到期，诺华首仿获批股价表现



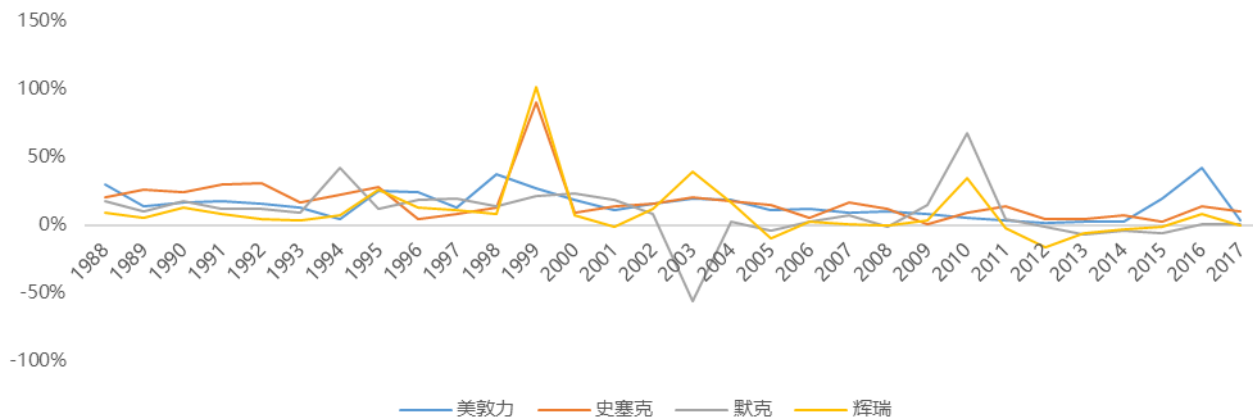
图：默克2001年专利到期后，营收市值双杀



增长的稳定性：药品的重磅专利药到期，出现估值悬崖，器械专利壁垒逾越难度大

- 药企产品的模式是研发难，模仿易，而器械是研发易（研发投入小、研发周期短），模仿难，产品的生命周期更长一些。
- 而我们分析过往30年的收入和利润的变化，器械呈现稳定态势，30年来医疗器械收入和利润基本实现每年正增长，而制药类企业则波动较大，默克收入和EBITDA为负增长的年份大致占比为23%和30%，辉瑞的为30%和37%。

图：美敦力、史赛克、默克、辉瑞过往收入的增速曲线(%)



2.4. 器械龙头：充分受益行业增长红利，平台价值凸显

✓ 医疗器械受益于分级诊疗+进口替代，中国4,583亿超大市场亟待挖掘

截至2017，全球医疗器械市场约为4,050亿美元，行业增速为5.6%，中国市场规模为4425亿元（RMB），行业增速20%。医疗器械作为国家重点扶持的高端新经济制造业，符合产业升级趋势，政策支持，顺着分级诊疗和鼓励进口替代的大势，医疗器械具有长期投资的价值。

✓ 迈瑞作为国产器械龙头，多条产品线市占率位列国内TOP3

迈瑞三条基石产品线分别是生命信息与支持，医学影像、体外诊断，其中多个细分品种市占率已经成为国内TOP3，国产TOP1，产品的品牌影响力被医疗圈广泛认可。2018年迈瑞医疗的监护线监护仪、麻醉机、除颤机、超声线的产品、体外诊断线的生化、血球等产品的市占率都位居国内前列。

✓ 心血管庞大市场，大水出大鱼

心血管病现患人数2.9亿，其中脑卒中1300万，冠心病1100万，肺原性心脏病500万，心力衰竭450万，风湿性心脏病250万，先天性心脏病200万，高血压2.45亿；心血管病死亡率居首位，高于肿瘤及其他疾病，占居民疾病死亡构成的40%以上，特别是农村近几年来心血管病死亡率持续高于城市。

✓ 乐普平台化效应明显，处于巨头发展的早期阶段

乐普平台化效应明显，以大病种为核心，目前重心围绕心血管疾病，构建器械、药品、服务等全产业链条，公司迎来新产品迭代周期，心血管药品是未来短期内业绩主要增长点。未来公司将围绕肿瘤、糖尿病深耕布局。

重点推荐：迈瑞医疗、乐普医疗

体外诊断IVD：优选细分赛道，精选龙头

✓ 化学发光

✓ 市场容量大，行业景气度高

中国化学发光市场240亿，占整个IVD行业较大的份额，排首位，预计未来3-5年还将保持20-25%高增长，行业景气度高。当前化学发光进口占比较高，国产品牌凭借性能提升、技术突破、性价比高等特点正快速蚕食进口品牌市场份额，行业高增长叠加进口替代，化学发光近年来有望实现快速增长，优秀国产公司将充分受益。

重点推荐：安图生物、迈克生物

✓ POCT

✓ 三大市场空间：基层+科室+五大中心新增需求，保障行业未来高成长

分级诊疗：2017年POCT（不含血糖）市场约为70亿，行业增速超过25%，行业的国产龙头公司增速都超出行业增速，随着基层市场继续扩容，POCT行业存量市场迎来高景气度态势。

临床科室：检验科和临床的需求、利益的博弈，使得检测不再局限在中心实验室，满足临床需求成为了最迫切的需求。新增需求科室和检验项目逐步分流到POCT平台，POCT的空间具有更大的弹性。

五大中心：率先布局的胸痛中心，在2017年开始落地，并且设置了明确的标准和胸痛发作的必测项目，我们预计在2019年完成大量中心的建设。而其他的中心也有望开始逐步增加，将直接为POCT行业带来增量空间。

✓ 重点推荐：万孚生物

体外诊断IVD：优选细分赛道，精选龙头

✓ 第三方医学独立检验实验室ICL

✓ 我国ICL行业方兴未艾，龙头有望强者恒强

2017年第三方医学检验市场总收入约为110亿元，渗透率为4%，远低于发达国家50%左右的渗透率，我国ICL行业具有广阔的发展前景。预计随着医院收支压力加大和分级诊疗政策的推行，我国ICL行业2020年规模有望达到206亿元，2015-2020年CAGR超过24%。

重点推荐：金域医学

✓ 分子诊断

✓ 伴随诊断作为靶向创新药衍生产业链，行业景气度高

随着靶向药加速审评上市、逐步纳入医保，合规化的基因检测必不可少，精准医疗概念逐步深化，将成为另一大产业新支柱。无论是海内外，伴随诊断都处于高速发展的黄金阶段，是体外诊断领域耀眼的明珠。2019年全球伴随诊断市场规模约35亿美元左右，未来增速将达到15.7%。国内市场根据我们测算，院内伴随诊断市场规模为9-12亿元，未来有望达到30亿元，年复合增长率约为25%。艾德占据主要市场份额，将获得主要的市场规模增长红利。

✓ 重点推荐：艾德生物

血液灌流：应用领域广泛，市场空间有待掘金

✓ 血液灌流应用领域广泛

一方面主要作为血液透析的重要补充，用于治疗终末期患者因为透析效果有限而出现的瘙痒症等并发症，另一方面应用于药物和毒物中毒救治，如有机磷农药中毒的重症急救。

对于血透患者而言，医保仍有一定的空间可以进行血液灌流，同时血液灌流采取医疗服务收费形式，医生具备动力为血透患者提供血液灌流服务。站在医保的角度，血透患者通过血液灌流，清除体内大分子毒素，降低未来相关并发症的风险，减少整体医保支出，实现医疗经济学。因此我们认为血液灌流仍有较大的空间可以进行拓展。

✓ 终末期肾病血液灌流当前渗透率20%，中性估计未来5年CAGR至少30%

主要目标患者人群为尿毒症患者，尿毒症患者约有300多万，中性估计未来5年我们看市场空间是50亿，年复合增速超过30%，整个行业处于快速成长初期，公司目前是这个领域的龙头公司。

✓ 行业增长动力：

1. 血透患者持续提升，每年增速约为15%；
2. 血液灌流使用渗透率持续提升；
3. 存量灌流患者使用频次提升。

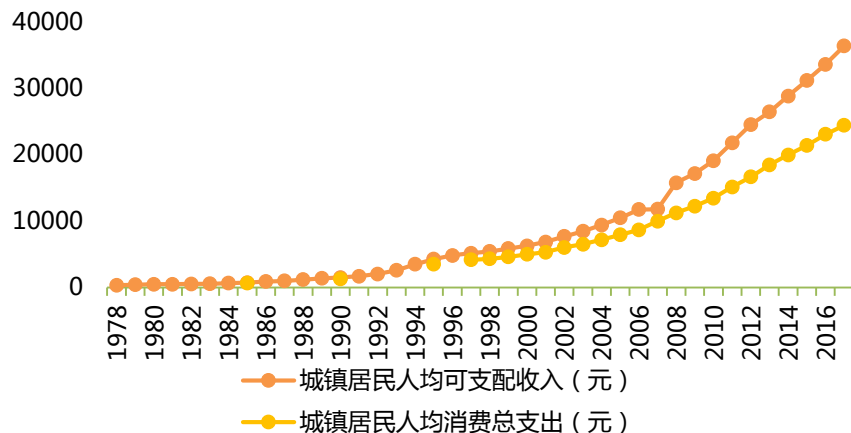
✓ 重点推荐：健帆生物

3、医药消费潜力大、成长性高， 相对优势明显

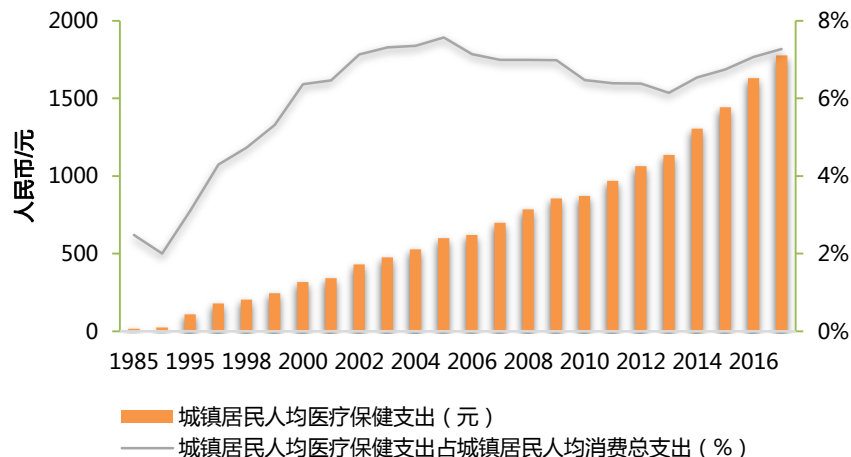
医药大消费市场容量继续稳步增长

- ✓ **我们认为**，随着我国人均收入的不断增长，居民的医疗保健意识逐步增强，医疗消费支出预计将持续增长；同时消费者对于更高层次的医疗保健需求也将逐渐增长，有望推动医药消费升级的发生。同时在医保持续控费，实施战略购买的情况下，消费的成长性更高，相对优势明显。
- ✓ **驱动因素一：我国居民可支配收入及消费支出稳步增长，个税扣除进一步提升居民整体收入及消费水平。**我国城镇居民人均可支配收入从1985年的739元增长至2015年的3.12万元，年复合增长率达到13.3%；同期城镇居民的人均消费支出从673元增长至2.14万元年复合增长率达到12.2%。2018年12月22日国务院印发的《个人所得税专项附加扣除暂行办法》自2019年1月1日起施行，子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或者住房租金、赡养老人等6项专项附加扣除，利好居民收入和消费水平提升。
- ✓ **驱动因素二：城镇居民人均医疗保健支出较消费支出增速更快。**我国城镇居民人均保健支出从1985年的16.7元增长至2015年达1443.4元，年复合增长率达到了16%，从2013年开始处于稳步上行的阶段。
- ✓ **驱动因素三：政策引导消费者自我诊疗。**《“健康中国”2030规划》是首次在国家层面提出的健康领域中长期战略规划,引导消费者从被动治疗变为主动的自我诊疗

图：我国城镇居民的人均可支配收入及消费支出均实现了稳定而快速的增长



图：我国城镇居民的人均医疗保健支出稳步提升



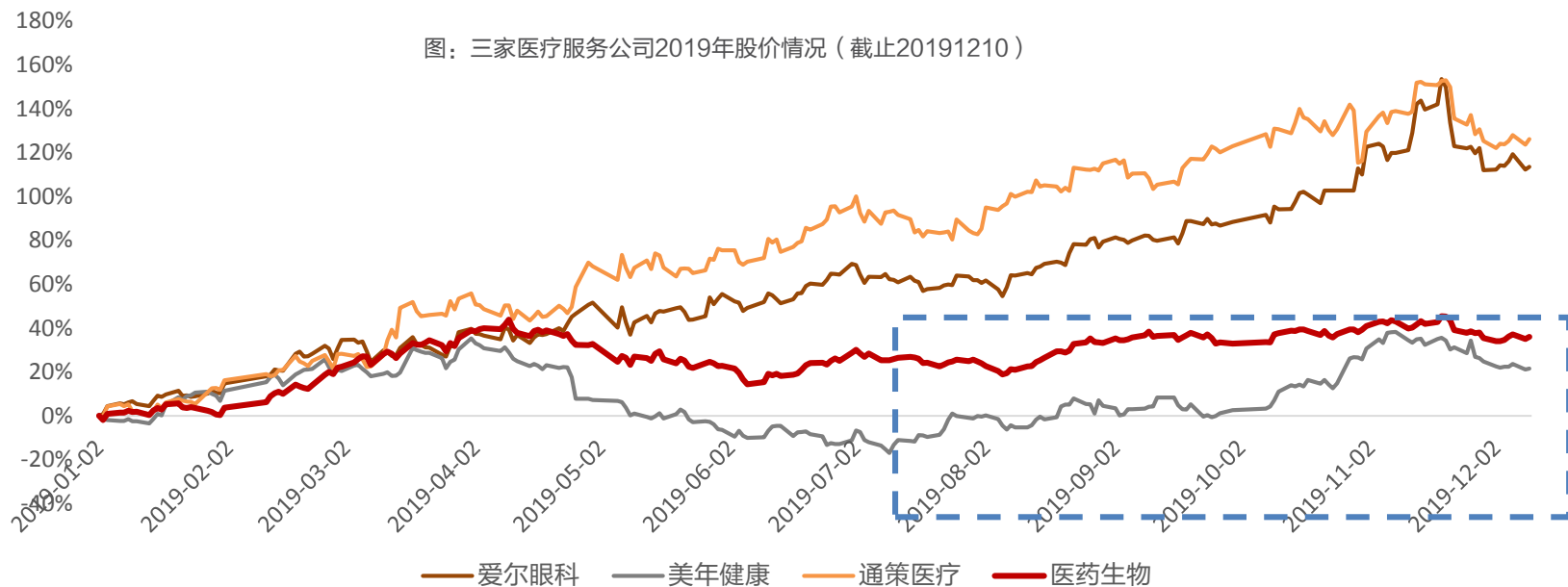
消费升级重点推荐板块

	受益板块	受益逻辑	受益标的
医药大消费	品牌OTC	1.具备资源品（原料稀缺）属性的品种，符合消费升级； 2.市场教育空间大，或从处方切入OTC； 3.具备品牌溢价能力的品种，重塑销售利益链，给渠道合理利益，良币逐劣币	片仔癀、云南白药等
	医疗器械	高端消费群体更注重体验消费，市场教育空间大	奥佳华、鱼跃医疗、欧普康视等
	医疗服务	高层次需求来自产品的高端差异化服务定位：体检、口腔、眼科、辅助生物等	美年健康、爱尔眼科、通策医疗、锦欣生殖等
	刚性用药	消费者消费意识、保健意识崛起，倾向于消费临床价值更高的药品	生长激素：长春高新、安科生物 脱敏药物治疗：我武生物 疫苗：康泰生物等 血制品：天坛生物等

医疗服务—高景气度，长期价值配置赛道

医疗服务具备长期稳定增长基础，回报率乐观

19年医疗服务领域三剑客“爱尔眼科”、“通策医疗”、“美年健康”依旧有不俗的表现。，其中美年健康虽未取得超额收益，但公司业绩处于逐步恢复过程中，下半年底部起来依旧有超过40%的涨幅；爱尔眼科、通策医疗今年以来延续高增长态势，年初至今（截止20191210），涨幅分别为113.6%、126%，位于医药行业涨幅前列。



医疗服务—高景气度，长期价值配置赛道

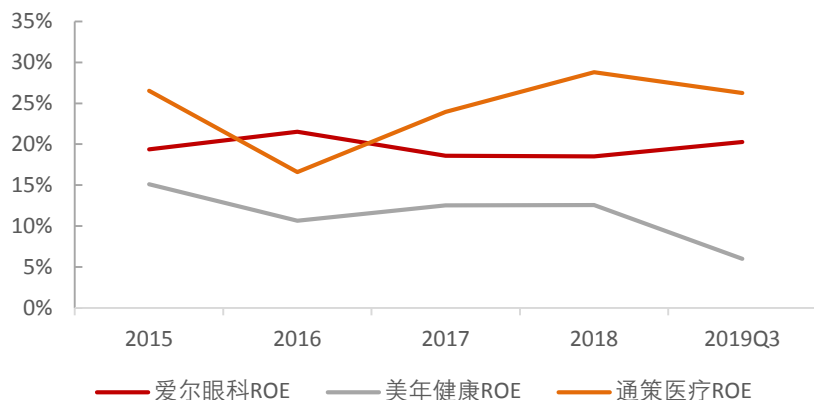
高ROE，现金流较好的可持续性增长行业

医疗服务行业发展正当时，正在步入快速发展的通道：（1）医疗服务行业不仅具有政策免疫性，而且在国家鼓励社会办医，提升丰富医疗服务资源的背景下，是政策的受益者；

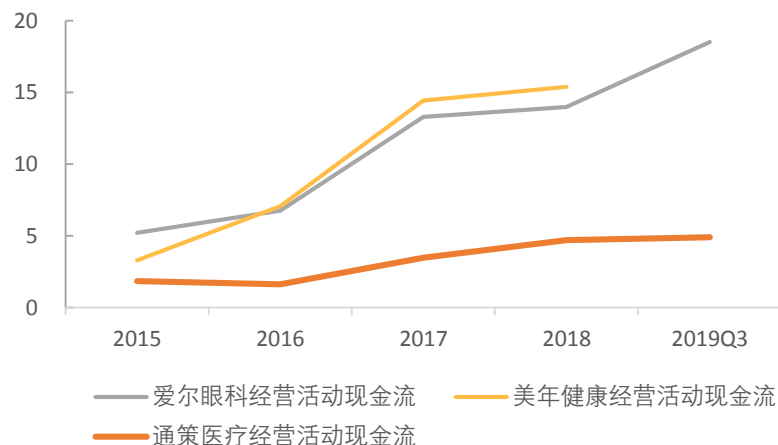
（2）消费升级与健康意识的提升，带来医疗服务需求的不断释放：我国城镇居民人均保健支出从1985年的16.7元增长至2015年达1443.4元，年复合增长率达到16%，从2013年开始处于稳步上行的阶段。

在此背景下医疗服务行业的需求依旧较高，具有长期稳定成长的基础，能支持一定的估值溢价，投资回报率依旧较为可观。

图：三家医疗服务公司2015-2019Q3ROE情况



图：三家医疗服务公司2015-2019Q3经营活动现金流情况（亿元）



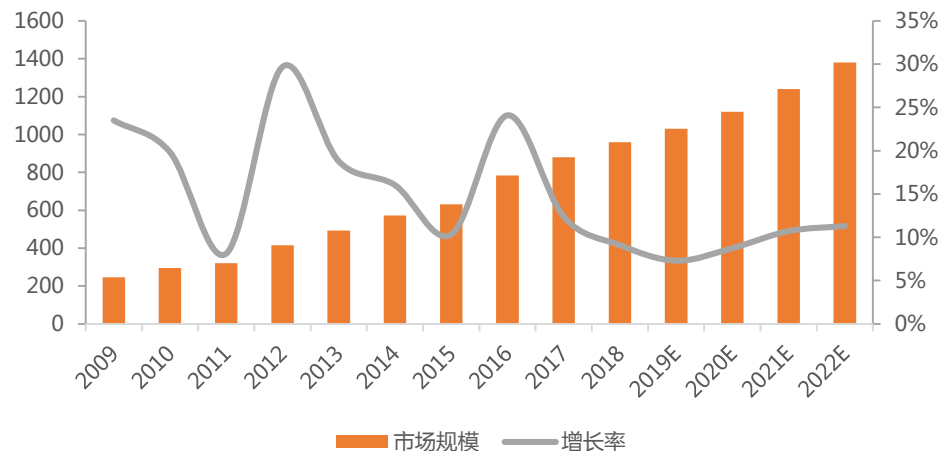
医疗服务—高景气度，长期价值配置赛道

“高关注”口腔—逐步释放的需求，冉冉升起的“新星”

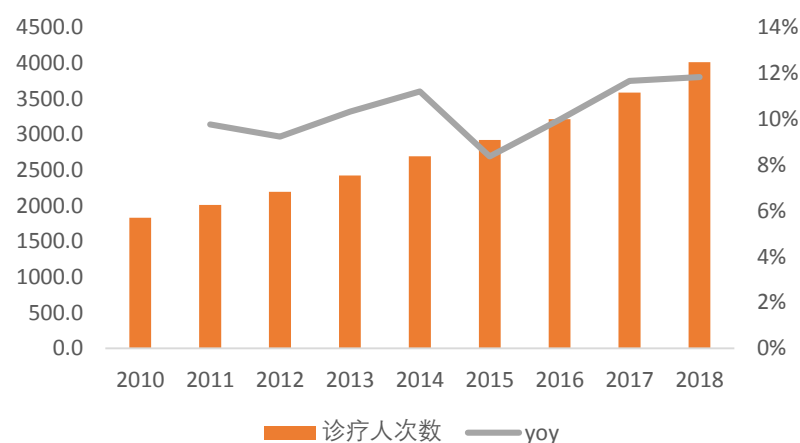
口腔医疗健康关注度提升，就诊人次攀升：随着饮食习惯的变化以及对美的追求，口腔医疗健康管理得到越来越多的重视，同时受益于消费水平的上升以及健康意识的提升，口腔医疗服务行业迎来了快速发展，2018年我国口腔医疗服务行业规模达到960亿，口腔专科医院就诊人次达到4012万人次，同比增长11.8%。

牙科患病率提升，人口老龄化亦带来更多消费需求：我国口腔疾病发病率不断提升：我国5岁儿童乳牙龋患率70.9%，12岁儿童恒牙龋患率34.5%，35-44岁居民中，龋患率达88.1%，65-74岁老年人组中龋患率达98.4%，牙科问题正在普遍化、扩大化。同时随着人口老龄化的到来，种植牙等牙科医疗服务需求或将继续释放口腔医疗服务正在成为一颗冉冉升起的新星。

图：2009-2020E口腔医疗服务市场规模（亿元）及增速



图：2010-2018年口腔专科医院诊疗人次（万）及增速



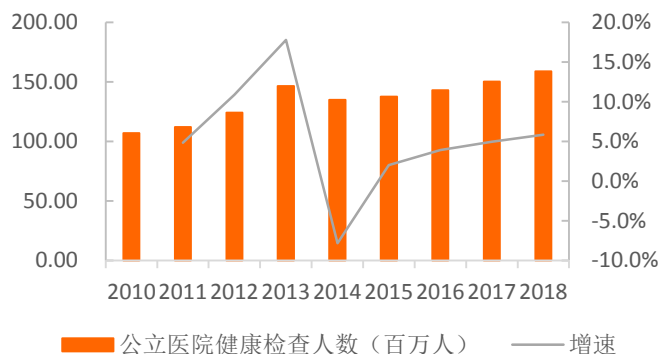
医疗服务—高景气度，长期价值配置赛道

“强需求” 体检—阿里入局破冰，渗透率有望持续提升

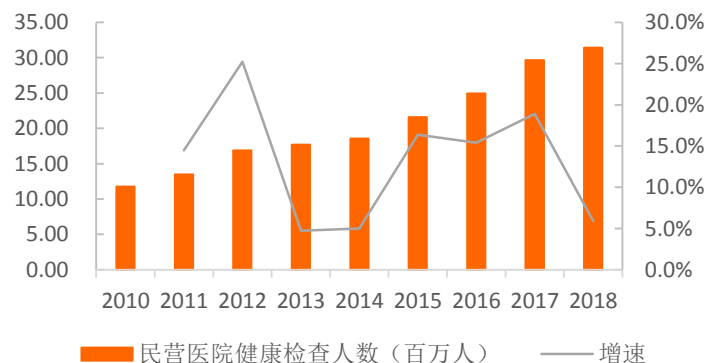
民营健康体检曲折中坚定前行：卫生统计年鉴数据显示2018年我国公立医院健康检查人数为1.59亿人次，同比增长5.85%；民营医院健康体检人次为3140万，同比增长仅为5.9%，2018年民营健康体检经历了一次“信任”危机，通过1年多时间的调整，行业在更加合规、规范的竞争环境中前行。2018年阿里战略入股我国民营体检龙头美年健康，之举有利于行业进一步的良好规范发展，同时有望与阿里强大的C端网络形成良好的协同效应。

渗透率尚有提升空间，民营体检竞争优势加强：我国健康体检渗透率大约仅为30%，相较于美国、日本等国家近70%的体检渗透率，我国健康体检行业的渗透率尚存在较大提升空间；在国家支持预防医学发展、居民健康意识逐步提升的背景下，行业有望持续维持快速增长，而公立医院受限于产能限制，接待量相对有限，非公立体检机构则有望在资本助力下提升竞争实力，抢占更多市场份额。

图：2010-2018年公立医院健康检查人数（百万）及增速



图：2010-2018年民营医院健康检查人数（百万）及增速



医疗服务—高景气度，长期价值配置赛道

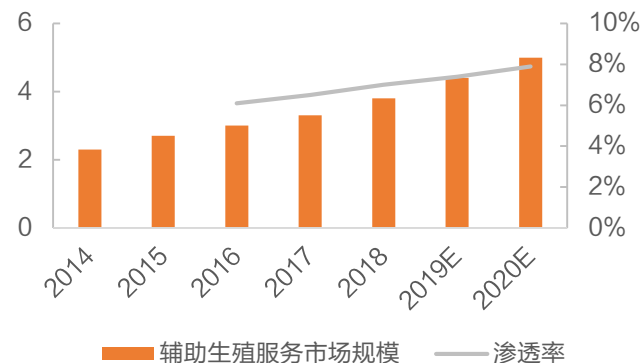
辅助生殖—资本“新赛道”，投资“新机会”

并未充分的认知&并未充分释放的需求：我国不孕不育率的发病率大约为15%，这意味着全国大约有4000万对夫妇可能存在一定生育问题，而2018年我国辅助生殖的渗透率仅为7%，行业规模为252亿，取卵周期数68.4万，进一步说明通过辅助生殖技术生育健康宝宝还未获得充分认知，渗透率有望进一步提升；同时随着生活压力的增加，环境的变化，以及育龄年龄的后移，辅助生殖的需求还将进一步释放。

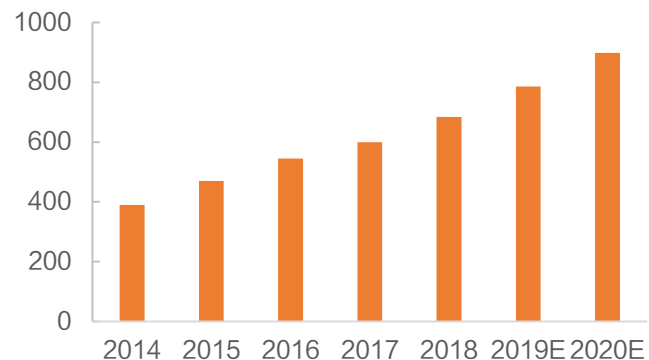
严格的牌照与合规限制，带来供给端的“堰塞湖”：我国对于试管婴儿牌照有较为严格的审批限制与法规管理，因此截止到2018年年底，我国经批准开展人类辅助生殖技术和设置人类精子库的医疗机构为498家，其中拥有三代PGD/PGS的医疗机构56家，二代技术的医疗机构375家，牌照限制促成了行业良好的竞争格局。由于辅助生殖对医生技术、实验室水平以及医疗机构口碑等方面均存在壁垒，因此在行业需求与供给并不匹配的情况下，患者更多拥挤在有口碑的三级医院，从而延长了治疗时间、降低了就诊体验等，也使得我国近500家的生殖中心出现了不平衡发展。

以辅助生殖为基础，拓展更广阔的市场：辅助生殖虽同时具备医疗属性与消费属性，但在一定程度上是“刚性需求”，因此在服务价格设置上，拥有一定的价格弹性；另一方面辅助生殖赛道在业务上具有较好的协同性，包括妇产、保胎、产后康复、检测等业务，以辅助生殖为基础能衍生出较大的行业市场。

图：2004-2020E年辅助生殖市场规模（十亿美元）及渗透率



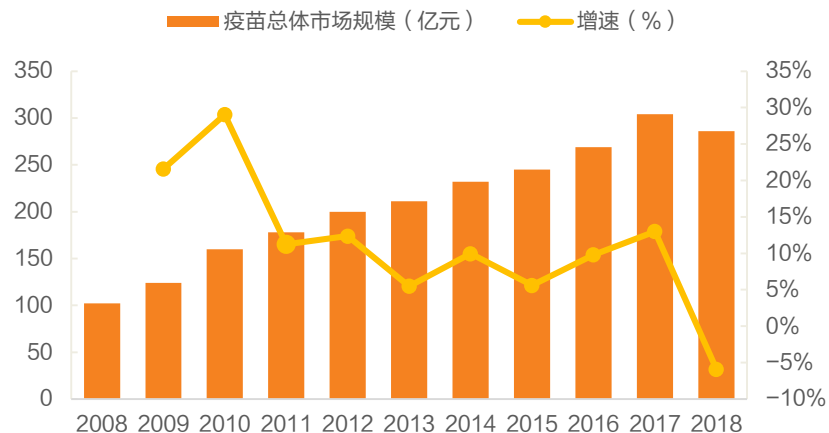
图：2004-2020E年我国进行的IVF取卵周期数（千例）



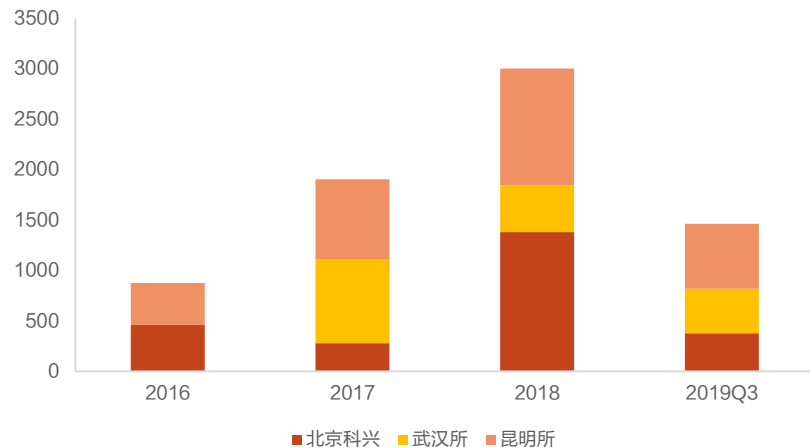
疫苗—国产大品种和强监管时代来临

- **我国疫苗总体市场规模实现了稳健快速增长：**2008–2018年CAGR达到10.9%，2018年整个市场规模接近300亿元左右，尽管2018年由于长生事件影响了行业销售，但未来我国疫苗市场在hpv疫苗、13价肺炎疫苗、EV71疫苗、多联苗等大品种陆续放量下将迎来新的发展阶段，行业增速有望加速，从国内和全球疫苗消费结构看，我们疫苗市场还存在很大的市场增长空间。
- **HPV疫苗：**2017年是大陆HPV疫苗元年：GSK的二价HPV疫苗Cervarix，默沙东重磅Gardasil四价（智飞代理）相继在内地正式上市。作为预防宫颈癌最有效的措施，HPV疫苗是重磅级疫苗品种，Cervarix和Gardasil 2018年全球销售收入超过30亿美元。国内厦门万泰生物2价HPV疫苗报产已在优先审品中，上市步伐逐步临近，沃森生物研发进度已进入临床Ⅲ期后期。
- **13价肺炎结合疫苗：**作为2岁以下婴儿预防肺炎球菌相关疾病的重磅品种，13价肺炎疫苗是全球疫苗销售冠军，辉瑞的13价疫苗已于去年进入中国市场，一直处于供不应求的情况。国内多家企业研发进展靠前，沃森生物已进入在审评中，有望明年获批上市，康泰生物紧随其后，已经报产。
- **EV71疫苗：**我国自主研发的肠道病毒71型灭活疫苗与2015年获批，是预防儿童手足口病的首选。我国手足口病发生率连续数年成为我国传染病发生率最高的病种之一，EV71疫苗市场空间巨大。2018年EV71批签发数超过3000万支，是国内销售值最大的疫苗之一，体现出我国疫苗市场的强大潜力。
- **多联苗：**多联多价是疫苗产品的发展趋势，能较少接种次数，大幅提升依从性，符合消费升级的趋势。赛诺菲的吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎和b型流感嗜血杆菌（结合）联合疫苗（五联苗）、康泰生物的百白破-Hib（四联苗），智飞生物的AC-Hib（三联苗）等市场前景向好。

图：我国疫苗行业市场快速增长



图：EV71疫苗批签发增长迅猛，2018年超过3000万剂



疫苗—监管进一步趋严，行业胜者为王，龙头优势进一步凸显

- ◆ **长生疫苗事件促使疫苗立法：** 长生生物事件后，对疫苗单独立法排上日程，2018年9月，中央全面深化改革委员会会议审议通过《关于改革和完善疫苗管理体制的意见》，提出严格市场准入，强化市场监管，优化流通配送，规范接种管理，坚决堵塞监管漏洞，严厉打击违法违规，确保疫苗生产和供应安全。要发挥国有企业和大型骨干企业的主导作用，加强疫苗研发创新、技术升级和质量管理。目前疫苗管理法已到二审稿，未来疫苗从研发、生产、流通和使用全链条的监管将进一步加强。

- ◆ **行业标准将进一步提升，龙头效应愈加明显：** 随着疫苗立法的逐步落地，未来疫苗强监管将是常态，行业的质量标注将进一步提升，对于不合规的小企业而言未来压力会越来越大，行业集中度将持续提升，规范性龙头的优势会进一步体现。

18.07.15

• 国家药品监督管理局发布通告指出，长春长生生物科技有限公司冻干人用狂犬病疫苗生产存在记录造假等行为。责成吉林省食品药品监督管理局收回长春长生相关《药品GMP证书》

18.07.18

• 长春长生收到《吉林省食品药品监督管理局行政处罚决定书》，按要求停止狂犬疫苗的生产。

18.07.22

• 《疫苗之王》引发舆论狂潮，国家药监局会同吉林省局对企业立案调查，涉嫌犯罪的将移送公安机关追究刑事责任。

18.11.12

• 市场监管总局关于就《中华人民共和国疫苗管理法（征求意见稿）》公开征求意见的公告

18.09.20

• 习近平主持中央全面深化改革委员会会议 审议通过《关于改革和完善疫苗管理体制的意见》

18.07.23

• 习近平对吉林长春长生生物疫苗案件作出重要指示

18.12.23

• 疫苗管理法草案首次提请十三届全国人大常委会第七次会议审议。

19.04.20

• 4月20日上午,疫苗管理法草案二审稿(以下简称草案二审稿)提请十三届全国人大常委会第十次会议审议。

19.06.29

• 《中华人民共和国疫苗管理法》颁布，自2019年12月1日起施行。

疫苗—未来质控、品种取胜，质控好、手握大品种企业有望脱颖而出

◆ 我国疫苗具有很大增长空间

1、从我国目前疫苗的消费品种结构和全球十大疫苗品种看，我们大品种还有很大的增长空间。未来我国疫苗行业将以品种取胜，拥有潜力品种的企业有望在市场中脱颖而出。

2、未来监管趋严，质量标准进一步提升，行业整合将是重要的发展趋势，国企和骨干型民企有望在竞争中胜出，优势将进一步凸显。

■ 建议关注沃森生物、康泰生物、智飞生物：

沃森生物（重磅13价肺炎结合疫苗进入在审评中，有望在2020年上市，二价HPV疫苗进入三期关键阶段）

康泰生物（13价肺炎疫苗已经报产，紧跟沃森生物步伐，产品储备丰富、未来在多联多价苗方面大有作为）

智飞生物（微卡疫苗已在审评中，未来有望成为重磅品种，15家肺炎疫苗等重磅品种在研）

图：从我国和全球疫苗消费品种看我国还有很大的大品种增长空间

2018	国内十大	批签发 (万剂)	全球十大	销售额 (亿美元)
1	乙肝疫苗	7508.64	Prevnar13 (13价肺炎疫苗)	58.02
2	吸附无细胞百白破联合疫苗	5508.8	Gardasil/Gardasil9 (HPV疫苗)	31.51
3	人血白蛋白	4519.75	Poilo/Prtussis/Hibvaccines (脊髓灰质炎疫苗)	20.46
4	脊髓灰质炎疫苗	4494.96	Influzenzvaccines (流感疫苗)	19.98
5	冻干人用狂犬病疫苗	4481.78	ProQuad/M-M-R11/Varivax (麻疹水痘腮腺炎疫苗)	17.98
6	A群C群脑膜炎球菌多糖疫苗	4029.16	Shingrix (带状疱疹疫苗)	10.43
7	乙型脑炎减毒活疫苗	3834.4	Hepatitis Franchinse (肝炎疫苗)	10.74
8	肠道病毒71型灭活疫苗	3005.24	Pneumovax23 (肺炎疫苗)	9.07
9	水痘减毒活疫苗	1956.84	Pediarix (百白破-乙肝-灭活脊灰联合疫苗)	9.04
10	麻腮风联合减毒活疫苗	1689.00	Bexsero (脑膜炎疫苗)	7.77

疫苗—未来质控、品种取胜，质控好、手握大品种企业有望脱颖而出

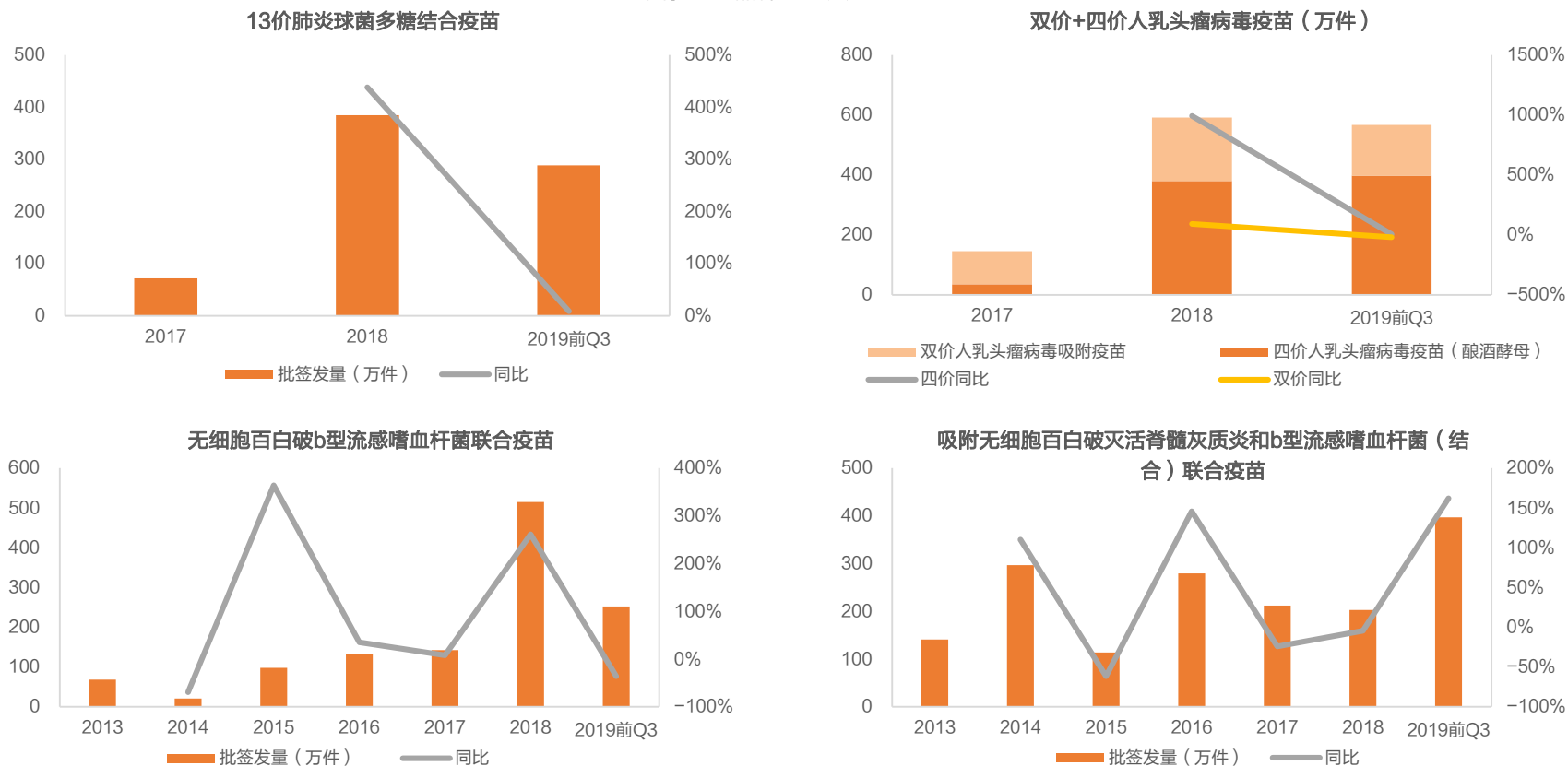
◆ 重点品种仍有很大增长空间

13价肺炎疫苗2019前三季度批签发288万件，同比+8.3%

2价和4价HPV疫苗前三季度合计批签发566万件，保持稳健增长

四联苗前三季度批签发252万件，同比下降36%；五联苗前三季度批签发397万件，同比大幅提升162%

图：重点品种批签发变化



血制品—强者衡强，资源多的头部企业有望进一步提升市占率

◆ 行业高壁垒，供应端增速受限，需求端可以通过营销推广开发

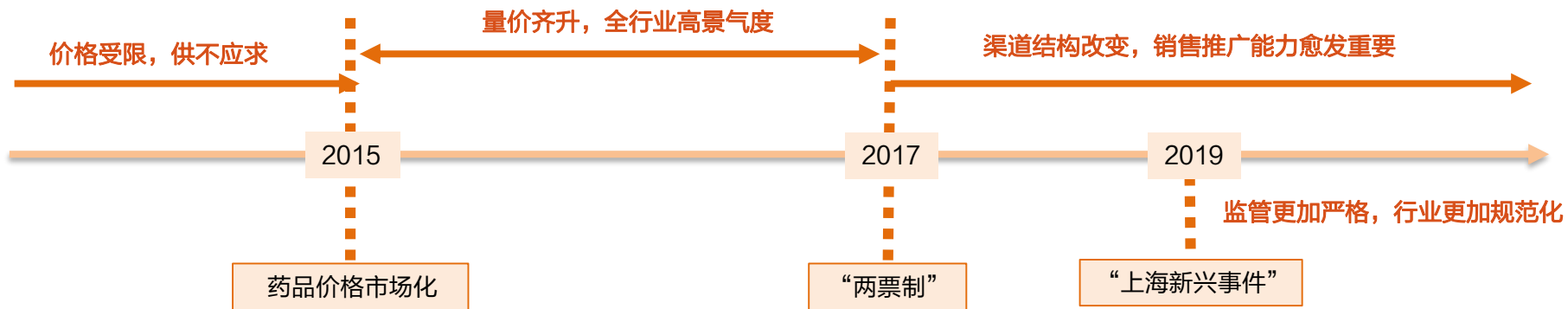
血制品行业具有较高壁垒，企业数量不再增加，浆站和浆源增速受限，需求端有进一步开发潜力，根据应收账款周转率、批签发数据等的变化，我们判断行业的库存消化已接近完成。对于血制品企业，应持续进行渠道建设、加强产品营销和学术推广，拉动终端纯销需求的增长。

◆ 上海新兴事件后，预期未来行业在强监管下有序发展

血制品安全关乎民生，2019年初上海兴新事件之后，引起社会各界对于血制品安全的关注，参考疫苗行业中《疫苗管理法》的出台，对于同样为生物制品的血制品，预计行业严管会进一步趋严，管理持续规范化，品种和浆源少而管理不足的企业可能会被淘汰，资源向产品丰富、浆站多、重研发的头部企业集中，行业将在严监管下保持有序发展。

◆ 2019年，库存达到合理化水平，行业有望持续稳健增长

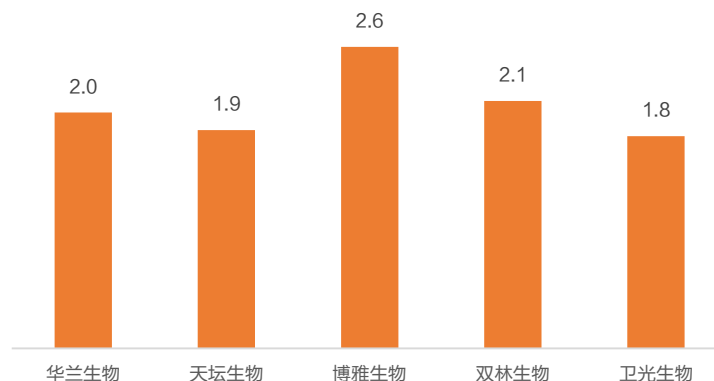
根据应收账款周转率、上市公司应收账款和应收票据周转天数等的变化，我们判断血制品行业的库存消化已接近完成，行业供需达到合理化水平，不同于2015-2017年企业坐销产品，在两票制市场化环境下，企业未来要持续进行渠道建设、营销和学术推广，不断进行市场开拓，进而拉动终端纯销需求的增长。



血制品—企业业绩整体稳健增长，产品结构决定吨浆收入

- **各血制品企业收入和净利润稳健上升：**血制品行业延续了良好的景气度，19年前三季度重点公司中：华兰生物收入快速增长30%，扣非归母净利润增长31.11%；博雅生物收入同比增长25%，归母净利润增长11.20%；天坛生物收入同比增加23%，扣非归母净利润增长18.26%。
- **吨浆营收是企业将浆源优势转换为收入的重要指标：**由于博雅生物产品中高利润的纤原占比很高，且市占率靠前，使得博雅吨浆营收和净利润最高，华兰生物、天坛生物白蛋白和静丙市占比较高，纤原市占率不及博雅，综合吨浆营收和吨浆净利润排在博雅之后。

图：2018年主要血制品企业吨浆收入（百万元）



表：血制品企业业绩表现稳健

证券代码	证券简称	营业收入（亿元）							归母净利润（亿元）						
		2018			2019			2019Q3 增速	2018			2019			2019Q3 增速
		H1	Q3	A	Q1	H1	Q3		H1	Q3	A	Q1	H1	Q3	
002252.SZ	上海莱士	9.61	14.09	18.04	5.85	12.97	19.16	36%	-8.47	-12.93	-15.18	2.19	4.13	6.06	147%
600161.SH	天坛生物	12.20	20.57	29.31	7.06	15.60	25.19	23%	2.40	3.97	5.09	1.31	2.94	4.67	18%
000403.SZ	振兴生化	4.27	6.34	8.60	1.77	4.02	6.41	1%	0.67	0.80	0.80	0.24	0.78	1.27	58%
002007.SZ	华兰生物	12.01	20.36	32.17	6.96	14.03	26.38	30%	4.53	7.60	11.40	2.60	5.07	9.64	27%
300294.SZ	博雅生物	10.92	16.87	24.51	6.51	13.76	21.02	25%	1.91	2.86	4.69	0.89	2.13	3.18	11%
002880.SZ	卫光生物	2.99	4.69	6.88	1.69	3.61	5.34	14%	0.69	1.08	1.57	0.27	0.71	1.09	1%

血制品—2019Q3品批签发量大幅提升，行业景气度明显回升

◆ 2019Q3各个品种批签发量同比和环比均大幅提升

- 白蛋白：Q3批签发1493万瓶，同比增加12%，环比增加7%。
- 免疫球蛋白：
 - 静丙：Q3批签发394万瓶，同比增加29%，环比增加71%；狂免：Q3批签发434万瓶，同比增加83%，环比增加58%；破免：Q3批签发434万瓶，同比增加50%，环比增加64%。
- 因子类：
 - 纤原：Q3批签发22.5万瓶，同比增加-23%，环比增加46%；因子Ⅷ：Q3批签发46.7万瓶，同比增加16%，环比增加43%；凝血酶原复合物：Q3批签发37.8万瓶，同比增加92%，环比增加51%。

产品	标准规格	2018				2019		
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
冻干静注人免疫球蛋白(pH4)	2.5g	6.2	7.2	14.4	4.8	3.4	4.4	9.7
冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白(pH4)	2500IU				1.5	0.0	0.9	1.7
静注人免疫球蛋白(pH4)	2.5g	214.0	270.0	305.2	266.9	233.6	230.4	393.8
静注乙型肝炎人免疫球蛋白(pH4)	2000IU	0.4	1.7	0.9	0.9	0.4	0.7	0.7
狂犬病人免疫球蛋白	200IU	103.9	386.7	237.0	412.5	205.9	275.2	434.1
破伤风人免疫球蛋白	250IU	89.8	59.1	136.0	71.4	126.0	124.2	203.7
人免疫球蛋白	300mg	5.0	15.9	3.0	40.2	24.3		30.4
人凝血酶原复合物	200IU	20.3	33.7	19.7	25.0	13.3	25.0	37.8
人凝血因子Ⅷ	200IU	30.0	52.1	40.4	45.4	36.8	32.6	46.7
人纤维蛋白原	0.5g	19.6	13.9	29.3	26.1	30.0	15.4	22.5
人血白蛋白	10g	988.4	1187.9	1332.9	1236.8	921.4	1391.2	1493.1
乙型肝炎人免疫球蛋白	200IU	38.1	31.5	49.9	39.5	6.6	41.5	9.1

血制品—头部企业2019Q3批签发量大幅提升，强者愈强趋势明显

◆头部企业Q3批签发相较于Q2大幅提升

华兰生物：三季度大品种批签发大幅提升，白蛋白、静丙、和狂免批签发环比增长115%、165%、202%。

天坛生物：静丙、狂免环比大幅提升44%和45%，白蛋白批签发量较为平稳，破免下降24%。

博雅生物：白蛋白环比大幅提升61%，静丙、纤原稳定增长，狂免降幅较高为47%。

振兴生化：各大品种批签发环比大幅提升，几大品种环比变化为：静丙+ 617%、破免+103%、白蛋白+ 37%、狂免+28%。

◆根据三季度批签发数据整体在同比和环比上的明显回升，以及上市公司半年报存货周转天数等的变化，**我们判断行业的库存消化已接近完成，景气度正在回升**，未来企业要继续进行渠道建设、营销和学术推广，进而拉动终端纯销需求的增长。建议关注产品丰富、注重研发、渠道优异的头部企业：天坛生物、华兰生物、博雅生物和双林生物。

表：华兰生物2019Q3批签发量大幅增长

(万件)	Q1	Q2	Q3
白蛋白	74.7	34.1	73.3
静丙	35.7	18.4	48.8
狂免	28.7	17.3	52.1
破免	23.6	0.0	44.5

表：天坛生物2019Q3批签发量稳定增长

(万件)	Q1	Q2	Q3
白蛋白	104.8	114.1	111.0
静丙	46.1	69.3	99.9
狂免	12.7	26.8	38.9
破免	21.8	48.5	37.0

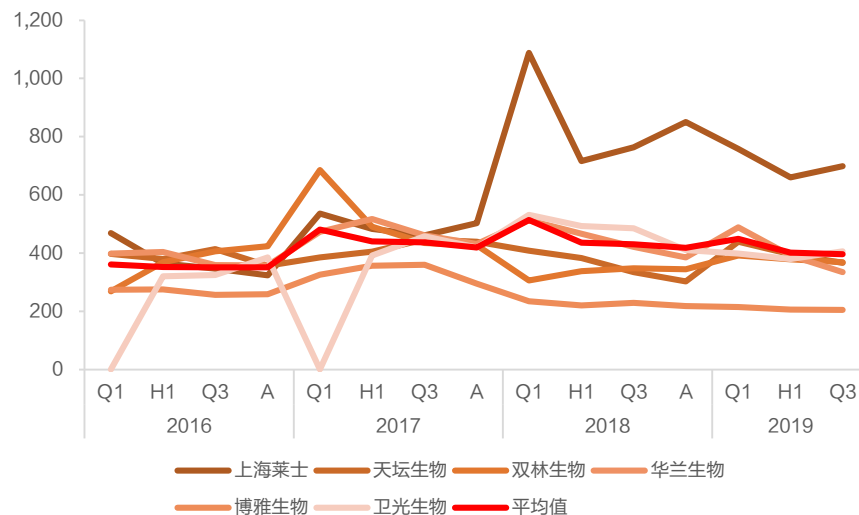
表：博雅生物2019Q3批签发量稳定增长

(万件)	Q1	Q2	Q3
白蛋白	17.6	15.7	25.3
静丙	10.4	14.7	16.4
狂免	0.0	25.4	13.5
纤原	12.1	7.5	7.7

表：双林生物2019Q3批签发量大幅增长

(万件)	Q1	Q2	Q3
白蛋白	25.7	24.3	33.4
静丙	9.5	3.8	27.4
狂免	58.0	33.2	42.5
破免	10.1	8.4	17.1

图：主要血制品企业周转天数有所下降（天）

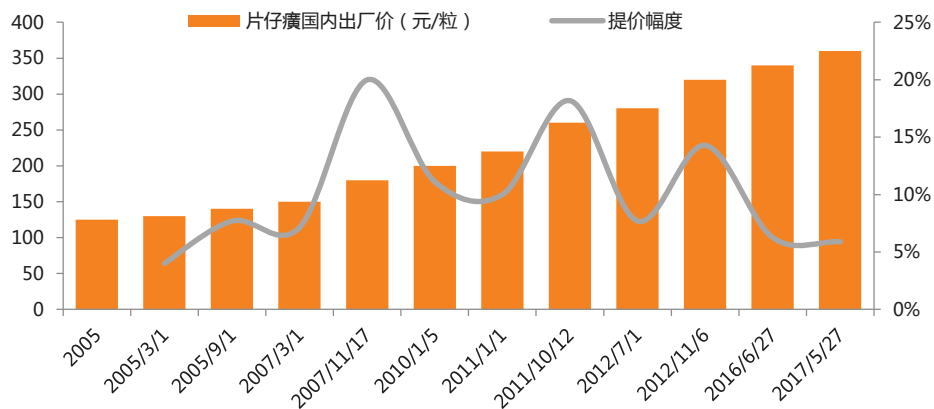


品牌OTC—消费升级重点推荐板块

✓ OTC稀缺性（原料或处方稀缺）品种能持续提价

- 稀缺性品种大多亦品牌力强，但其提价动力更足，主因在于原料稀缺带来的持续成本压力与处方稀缺赋予的强定价权
- 对于原料稀缺性品种而言，如果说一般的品牌OTC是高层次消费的基础版的话，那么原料稀缺性品种就好比高层次消费里的奢侈品或者个性化消费，其定位人群有限，价格往往较高，是名副其实的高端消费。如片仔癀、阿胶、精品安宫牛黄丸等
- 对于处方稀缺性而言，其需求刚性，难以替代，消费者价格不敏感，提价对销量影响不大。如片仔癀、云南白药、龟龄集等。

图：片仔癀历年提价情况



✓ 建议重点关注稀缺属性标的片仔癀、云南白药、广誉远等

• 片仔癀

- 国家一级中药保护品种，处方、公司双绝密；原料资源稀缺，主要原料天然麝香、蛇胆的供应需获得行政许可，持续存在成本压力
- 公司2016年6月提高片仔癀出厂价和终端价，2017年5月和7月又分别提升内销价格和外销价格，国内终端价格由500提升至530元/粒，海外供应价在45美元/粒的基础上平均提价2.5%，基于原料稀缺性等持续存在提价预期。

• 云南白药

- 云南白药是国家一级中药保护品种，其处方国家绝密级，是代表性的处方稀缺性品种

• 广誉远

- 品牌宣传持续加强，龟龄集、定坤丹、安宫牛黄等国药品牌知名度不断深入；采取积极的价格策略，促进收入增长明显

品牌OTC—消费升级重点推荐板块

- ✓ 主要表现为产品销售由渠道拉动模式向终端驱动模式转变，提振业绩并减少业绩波动性，主要表现为三类：
- 拓展终端渠道、加大终端宣传、提价并让利渠道终端

向终端驱动销售模式转变

具体措施

代表案例

拓展终端渠道

- 增加销售人员数量
- 建立新的销售渠道拓展基层
- 建立体验馆

- 羚锐制药2016年大力建设诊所团队，产品已覆盖全国各地
- 我们预计片仔癀已在全国设立超过100家体验馆，借助终端渠道推广产品

加大终端宣传

- 通过地推等进行品牌建设
- 试行体验式营销

- 东阿阿胶由传统渠道拉动开始注重终端地推销售，提高产品周转率
- 羚锐制药在药店做品牌建设活动，通过药店地推等保持OTC品类稳健增长

提价并让利终端

- 产品提价后，让利终端
- 终端盈利提升后，有动力推广产品，反哺产品的销售

- 片仔癀通过提价，终端的利润空间更大，带动终端推广产品的积极性
- 康恩贝实行“大品牌大品种工程”，通过渠道让利终端，使得原有单店的销售规模快速增长

建议关注营销改善明显的相关个股：仁和药业等

- ✓ **仁和药业**：实行工商联动，加大高毛利的自有品牌产品占比；公司2017年开始进行销售资源倾斜，重点打造清火胶囊、参鹿补片黄金单品。

眼科用药—患者人群大，市场前景广阔

✓ 眼科领域市场广阔，多种因素造就市场未来有望持续增长

- ✓ 眼科疾病发病率受多种因素影响，国内老龄化趋势的加剧，人们使用电子产品频率的增加、生活工作压力增大等因素都促进了眼科疾病用药市场的扩大。据前瞻产业研究院数据统计，2017年，中国的公立医疗机构眼科用药市场规模增长至82.38亿元，同比增长18.87亿元。2018年我国眼科用药市场规模达到约90亿元，同比增长了8.78%。
- ✓ 根据中华眼科杂志刊发文章《我国防盲与眼科流行病学研究的现状及进展》显示，通过对我国9省45747人次进行调查，进一步推算出全国50岁及以上盲人（WHO标准）有532.4万人（其中白内障盲人291万人），低视力2120万人。我国1988-2008年的盲情为白内障39%，屈光不正18%，视网膜病11%（包括年龄相关性黄斑变性（AMD）7%、糖尿病视网膜病变4%），青光眼10%，角膜瘢痕4%，儿童盲3%，沙眼3%，其他眼病12%。

✓ 重点领域一：视力问题为影响国人健康的重要因素，市场潜力大

- ✓ 世界卫生组织发布的《世界视力报告》显示，全球至少22亿人视力受损或失明，其中至少10亿人的视力损伤问题或本可通过预防避免，或尚未得到妥善处理，主要受近视、远视、青光眼及白内障等的影响，且未获得必要的医疗或护理服务。而目前中国近视患者人数多达6亿，其中小学生近视比例达45.7%，视力问题已经成为影响中国人口健康的重要因素，相关药品市场潜力巨大。

✓ 重点领域二：干眼症发病率高就诊率低，临床存在较大未满足需求

- ✓ 根据流行病学研究《干眼临床诊疗专家共识2013年》，在中国干眼症发病率为大约在21-30%。其中睑板腺功能障碍（MGD）相关蒸发过强型干眼症患者占大部分的比例。国内干眼症患者就诊率较低，并且可用的治疗方案有限。目前国内最常用的治疗方案为人工泪液和激素。对于中重度干眼症，大多数患者未能获得满意的治疗效果。临床治疗需求大。

✓ 重点领域三：老龄化趋势加剧，年龄相关性黄斑变性市场扩大

- ✓ 近年来，随着国内老龄化的加剧，我国年龄相关性黄斑变性（AMD）患者数量也进一步增多，从流行病学角度来看，目前我国60岁以上人群AMD患病率为13.36%，其中wAMD占比14%，预计目前我国AMD患者约有2140万人，其中wAMD患者约300万人。并且，伴随60岁以上人群数量的增加，AMD患病人数也有望进一步提升。

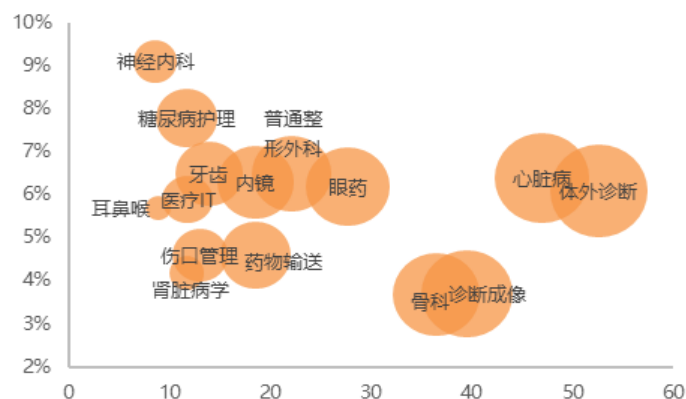
眼科用药—市场潜力巨大，龙头公司积极卡位布局

- ✓ 未来以干眼症、年龄相关性黄斑变性、视力问题等为代表的的眼科疾病用药市场预计将持续扩容，国内公司持续卡位布局，分享未来市场行业增长。建议关注恒瑞医药、康弘药业、兴齐眼药等
- ✓ 恒瑞医药：公司引进德国Novaliq公司治疗干眼症药物CyclASol™（0.1%环孢素A制剂）和NOV03（全氟己基辛烷）在中国的临床开发、生产和市场销售的独家权利。其中：环孢素A滴眼液美国已上市的艾尔建Restasis™（0.05%，乳剂）2018年在美国销售额超过12亿美元；而目前还没有和NOV03主要成分相同的产品上市。公司此次引入两款干眼症药物，将有助于公司加快扩展眼科产品线，以切入眼科优质赛道。
- ✓ 康弘药业：公司主营产品康柏西普眼用注射液是自主研发的治疗湿性年龄相关性黄斑变性（wAMD）的中国原创I类生物新药，该药于2014年在中国上市，今年5月，该药获批第三个适应症“治疗糖尿病性黄斑水肿（DME）引起的视力损害”，此前国内已获批用于治疗湿性年龄相关性黄斑变性（nAMD）以及继发于病理性近视的脉络膜新生血管引起的视力损伤（pmCNV）。同时公司正在开展该药的国际多中心Ⅲ期临床研究。该药已纳入2019年医保谈判准入名单，在基于适应症获批的情况下，康柏西普有望进一步放量，保持业绩的高增长。
- ✓ 兴齐眼药：公司新药硫酸阿托品滴眼液获得国家药监局临床试验批件，同意其开展延缓儿童近视进展的临床试验。目前国内尚无延缓儿童近视进展的硫酸阿托品滴眼液产品上市。此外，控股子公司沈阳兴齐眼科医院收到监管部门下发的《医疗机构制剂注册批件》，批准其配制硫酸阿托品滴眼液，有效期至2022年1月28日。公司未来在眼科用药领域的有望持续前行。

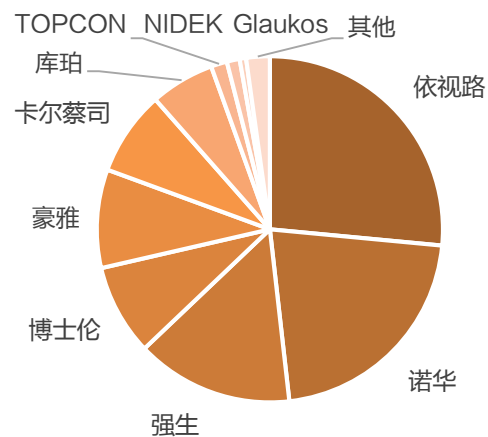
眼科医疗器械—全球器械市场重要分支，企业集中度高

- 根据国家食品药品监督管理局发布的《医疗器械分类目录》，眼科医疗器械主要包括眼科手术用钩、针、剪、镊、夹、钳及其他器械、眼科光学仪器、植入体内或长期接触体内的眼科光学器具、眼科康复治疗仪器、激光诊断仪器、其他生物电诊断仪器等。
- 根据Evaluate MedTech，全球眼科医疗器械2017年市场规模为277亿美元，排名第五，预计2017-2024复合增长率为6.2%，高于整体器械的增长率。
- 全球眼科医疗器械行业市场集中度高，销售前五的企业——依视路、诺华、强生、博士伦、豪雅合计市场份额超过80%。经过多年的市场渗透和学术宣传，以依视路和诺华为代表的国际巨头在三甲医院和大型眼科专科医院认可度高，主导我国眼科高端市场。
- 2017年，我国眼科医疗器械企业市场份额，占比较高的是诺华（7.2%）、博士伦（6.8%）、强生（5.9%）；其次是雅培、拓普康、海昌、高视远望、六六视觉、卫康、欧普康视等。

2017年全球医疗器械子行业市场规模（十亿美元）及增速



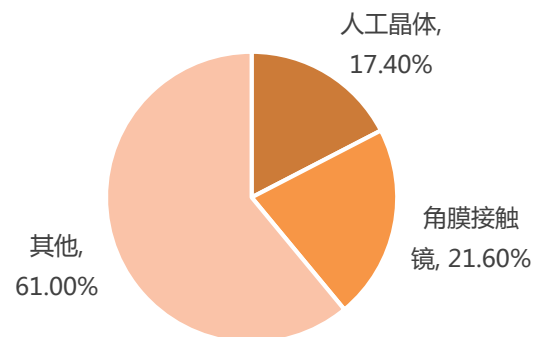
2017年全球眼科医疗器械市场份额



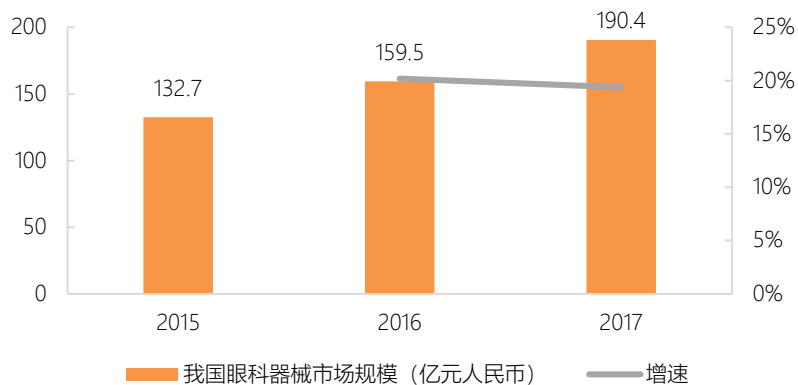
眼科医疗器械—国内行业快速发展，细分领域景气度高

- 根据《中国医疗器械行业发展报告（2018）》，2015~2017年，随着我国人口老龄化的加剧以及眼科患病人数的增加，眼科相关医疗机构对眼科医疗器械的需求持续增加。从细分产品市场份额看，2017年，我国角膜接触镜占据眼科医疗器械整体市场规模的比重为21.6%。
- 2015年，角膜接触镜市场规模为28.38亿元，同比增长16.7%；2017年，角膜接触镜市场规模扩大至41.20亿元，增长率为22.1%。由于本土企业技术水平有限，产品主要集中在中低端领域，因此进口规模远大于出口规模。

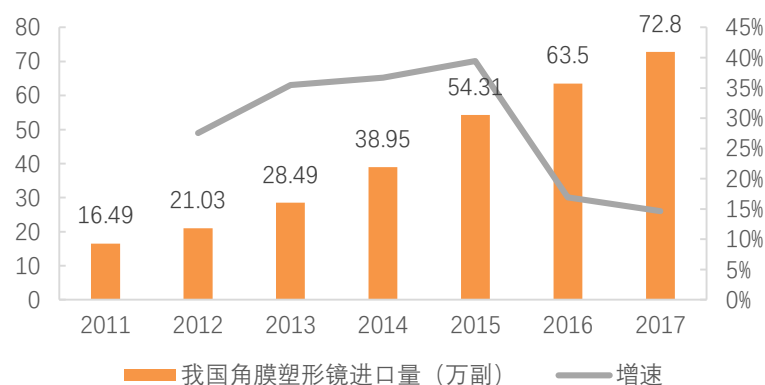
2017年我国眼科医疗器械细分市场占比



2015-2017年我国眼科医疗器械市场规模及增速



我国角膜塑形镜进口量 (万副)



眼科医疗器械—角膜塑形镜国内竞争格局良好，先发优势明显

- 角膜塑形镜市场的竞争格局已基本稳定。国内获得国家药品监督管理局（NMPA）颁发的角膜塑形镜产品注册证的企业达8家，其中中国内地企业包括欧普康视、爱博诺德，7家进口企业包括中国台湾亨泰，美国的EUCLID、C&E、Paragon，日本的阿迩法，韩国的LUCID、荷兰的Dream Lite。国内厂商现有爱博诺德的角膜塑形镜（普诺瞳）2019年已获批。未来行业行业有望持续增长，建议关注优质企业欧普康视。

2017年我国已获批角膜塑形镜

产品名称	注册人	上市时间	地区
欧几里得	Euclid Systems Corporation	2007	美国
阿迩法	(日本)株式会社アルファコーポレーション	2011	日本
露晰得	Lucid Korea Co.,Ltd	2011	韩国
菁视	C&E GP Specialists	2011	美国
CRT角膜塑形镜	PARAGON VISION SCIENCES Inc.	2011	美国
亨泰	中国台湾亨泰光学有限公司	2013	中国台湾
Dream Lite	Procornea Neder land B.V.	2013	荷兰
梦戴维	欧普康视科技股份有限公司	2014	中国
普诺瞳	爱博诺德（北京）医疗科技有限公司	2019	中国

眼科医疗服务—高景气度，长期价值配置赛道

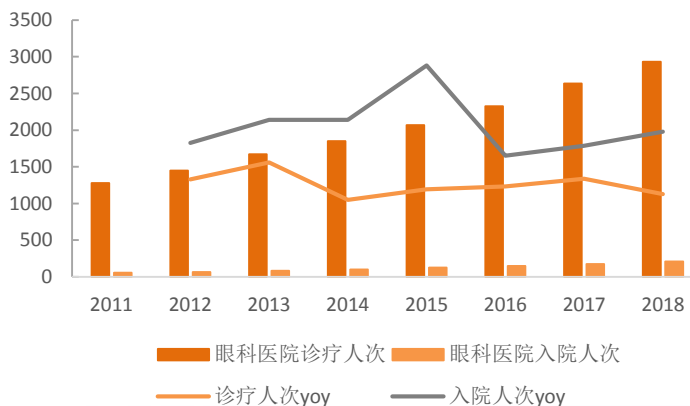
“大市场”眼科—以“爱尔”为代表的民营眼科医疗服务机构，逐步崛起

“治疗+消费”双角度来看，眼科服务孕育大市场：从治疗角度来看，眼科领域包括了白内障、青光眼、干眼症、角膜病等，而随着用眼习惯的变化以及人口老龄化的到来，相关眼科疾病的发病率正在逐步提升，对眼科医疗服务的需求将进一步释放；从“消费”角度看，屈光、视光（角膜塑形镜、配镜、视力矫正等）等服务的渗透率也在逐步提升。2018年眼科医院诊疗人次达到2932万（+11.3%），入院人次210万（+19.8%）。

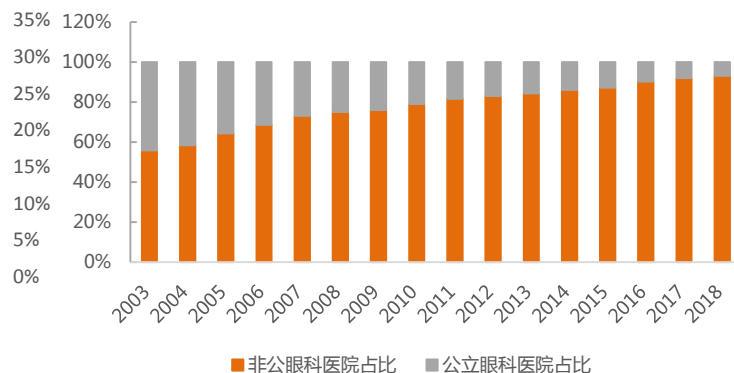
从竞争格局上看，非公立眼科医院正在逐步的抢占市场：2018年非公立眼科医院同比增长20.17%，近三年均保持了20%以上的增长，非公立眼科医院占比达到93%。

基层眼科医疗服务逐步崛起，下沉市场颇具潜力：2018年农村（含县级）眼科医院数量为254家（+33.7%），较2010年增加了178家，且自2015年起，保持了快速增长。农村（含县级）市场人口基数大，未来在眼科医疗服务领域存在较大的挖掘潜力。未来眼科医疗服务发展空间大，建议关注龙头企业爱尔眼科。

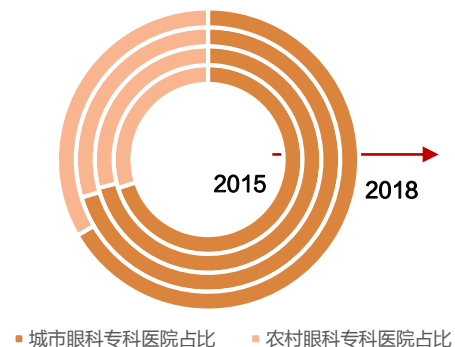
图：2011-2018年眼科医院诊疗/入院人次（万）及增速



图：2003-2018年非公立、公立眼科医院数量占比变化



图：2015-2018年城市与农村眼科医院数量占比变化



4、医药商业与政策周期共振， 零售药店终端渠道价值提升， 流通机遇与挑战并存

医药商业与政策周期共振，零售药店终端渠道价值提升，流通机遇与挑战并存

在医改政策深入推进的背景下，我国医药产业价值链条也正在发生变化，渠道逐步集中，市场化终端价值逐步凸显，再此过程中，医药商业顺应政策周期共振，在整个医药产业链中开始发挥越来越重的作用：

(1) 从药品流向来看，医药分家的政策获得阶段性的效果，院外市场与基层市场在整个药品销售结构中的比重逐步增加。其中尤其是基层医疗机构药品销售比重从2010年的6.5%提升至2019年H1的9.9%，提升了3.4个pp。

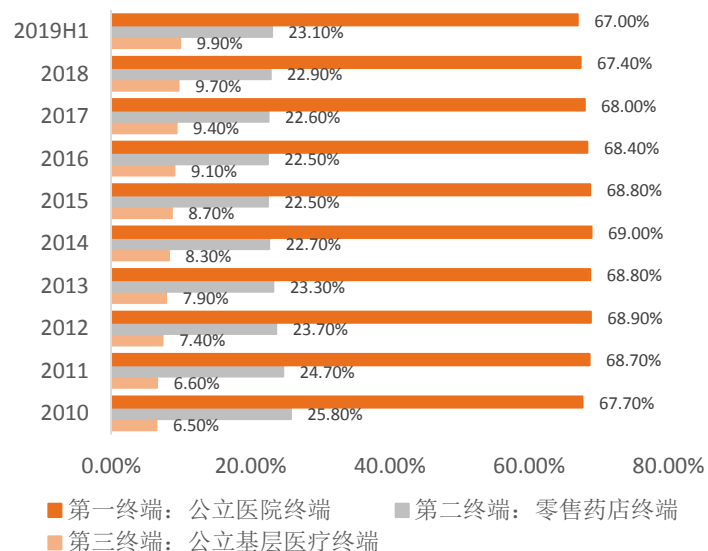
(2) “寻租”空间变薄，具备市场竞争力的渠道企业崛起：在医改逐步深入的背景下，之前存在的“寻租”空间变薄，而其中尤其是中游的医药流通、终端的药品销售渠道均在发生较大变化：

①从终端销售来看：零售药店是我国除医院终端外最重要的药品销售终端，在“4+7”带量采购以及医保控费加剧的背景下，工业企业开始谋求与更加市场化的零售药店合作，作为院外市场对接患者的唯一“窗口”，零售药店的渠道价值，尤其是在处方药品种的渠道能力逐步提升。

②从中游批发角度来看：在“两票制”背景下，一些中小药品批发商的生存压力变大，从品种获取、医院端切入、资金流转等多方面来看“生意越来越难做”，预计未来将出现一批退出潮，医药流通的集中度会迎来较快提升；医药流通企业的渠道能力将逐步增强，从而提升其价值。

(3) 来自“支付端”的变革，进一步推动药品市场格局的变化：2018-2019年部分地区陆续推出了“处方外流”的试探政策，从“梧州模式”到慢病统筹对接，在支付端的改革，进一步推动了药品市场从院内向院外转移。

图：三大终端药品市场占比

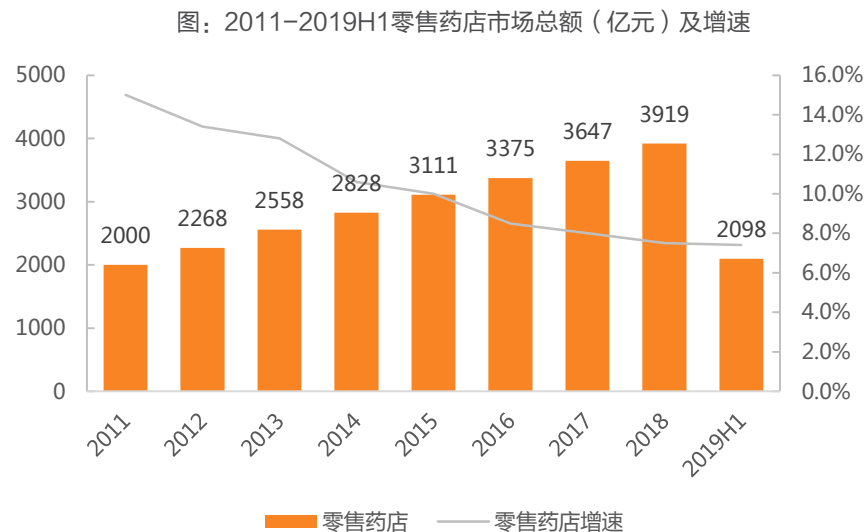
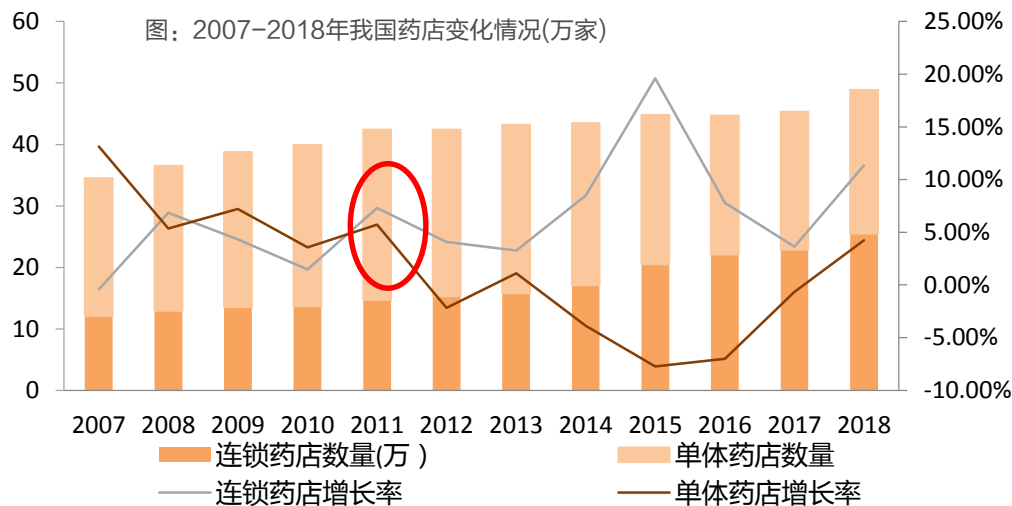


连锁药店—符合政策方向，处方外流加速，渠道价值凸显

行业变化：龙头议价优势明显，预计2020年行业集中度提升加速

中小药店的生存压力增加，相较于18年，19年以及2020年连锁药店行业的变化：

- (1) 一级并购市场减弱，对并购标的选择上利好龙头；
- (2) 18年单体药店在“并购热潮”中畸形增长（2007-2018年单体药店增加1万家，其中2018年单年度增加0.95万家），预计2020会出现退出热潮，大连锁具备优势；
- (3) 大连锁具备供应链优势，商品管理优势，合规优势，执业药师配备优势等、渠道价值优势，因此龙头的增长依旧远高于行业的增长。

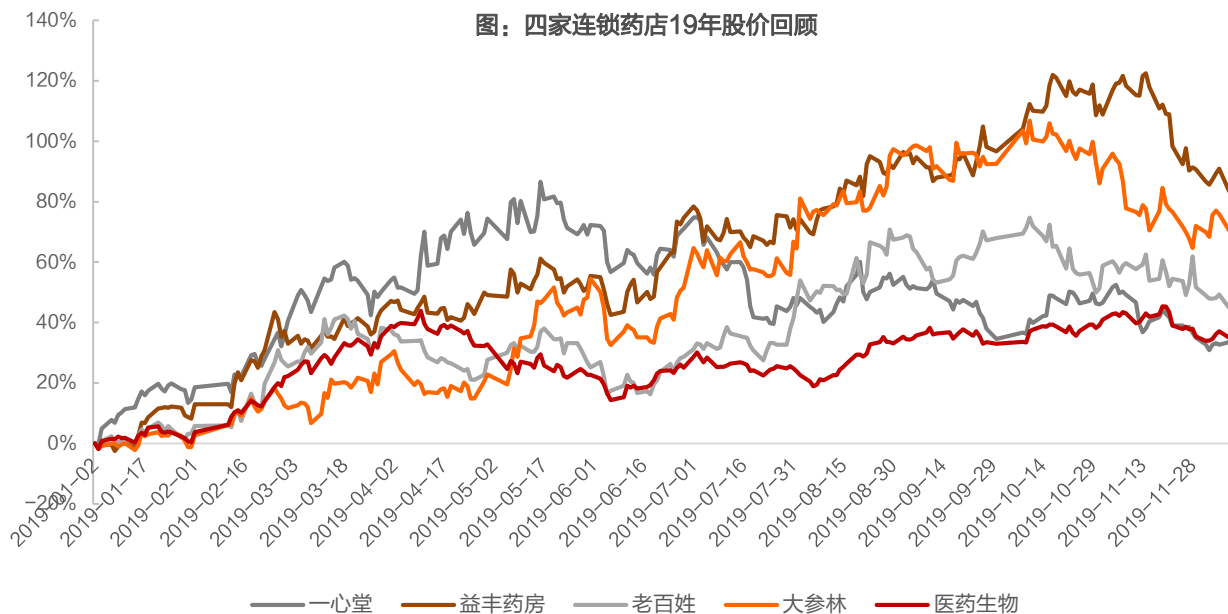


连锁药店—符合政策方向，处方外流加速，渠道价值凸显

19年超额收益，盈利支撑增长

2019年连锁药店走势虽有些分化，但整体依旧具有超额收益：其中益丰药房、大参林延续了高增长态势，19年收益乐观。2019年对于连锁药店而言，依旧是“业绩”为王，盈利是支撑估值的重要因素之一，持续性的高增长带来更加稳定的收益。

图：四家连锁药店19年股价回顾



图：四家连锁药店18年&19年单季度归母净利润增速

	2018	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4
益丰药房	32.83%	45.77%	29.47%	31.99%	39.81%
大参林	11.93%	25.20%	39.52%	39.23%	17.80%
老百姓	17.32%	22.13%	22.01%	20.07%	26.36%
一心堂	23.27%	33.51%	0.48%	16.48%	32.04%

连锁药店—符合政策方向，处方外流加速，渠道价值凸显

估值回落，2020年更具吸引力

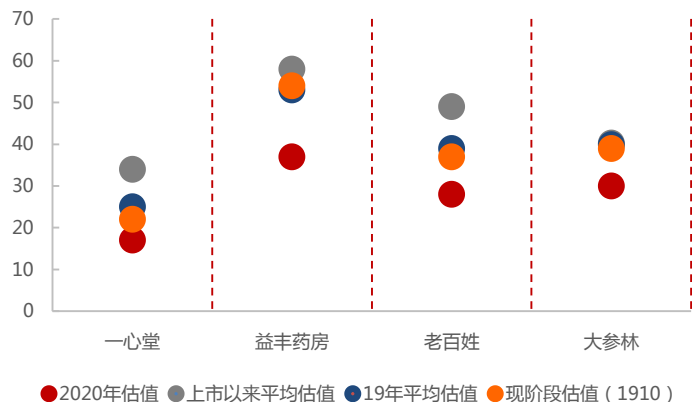
上市以来估值的平均：一心堂34X、益丰药房58X、老百姓49X、大参林40X

19年的平均估值：一心堂25X、益丰药房53X、老百姓39X、大参林40X

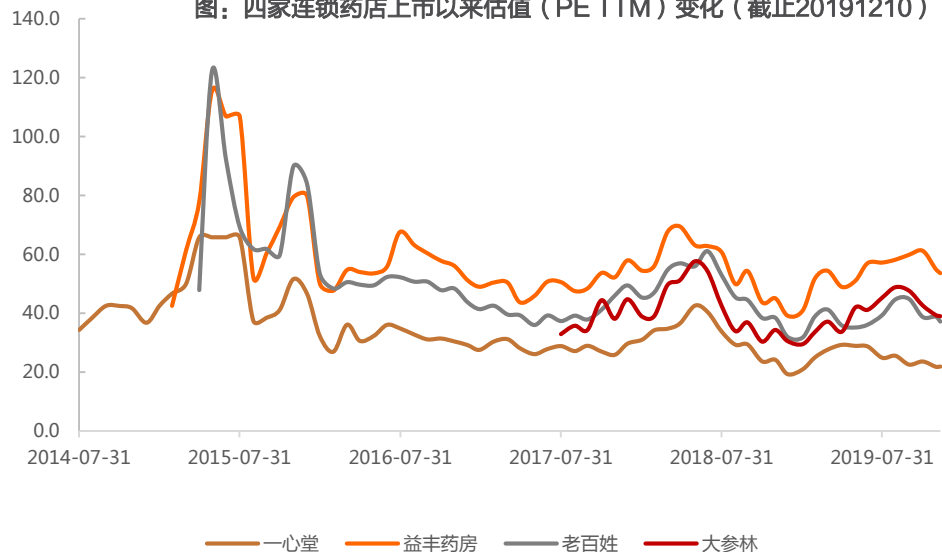
- ✓ 四家连锁药店，现阶段估值<上市以来平均估值
- ✓ 除益丰药房外，现阶段估值<19年平均估值 差距较小
- ✓ 现阶段估值/2020年估值，益丰药房>老百姓>大参林>一心堂

2019年连锁药店估值回落，现阶段估值水平小于上市以来平均估值，较19年平均估值水平低或者接近。在盈利支撑下，2020年连锁药店估值水平依旧具备一定的吸引能力。

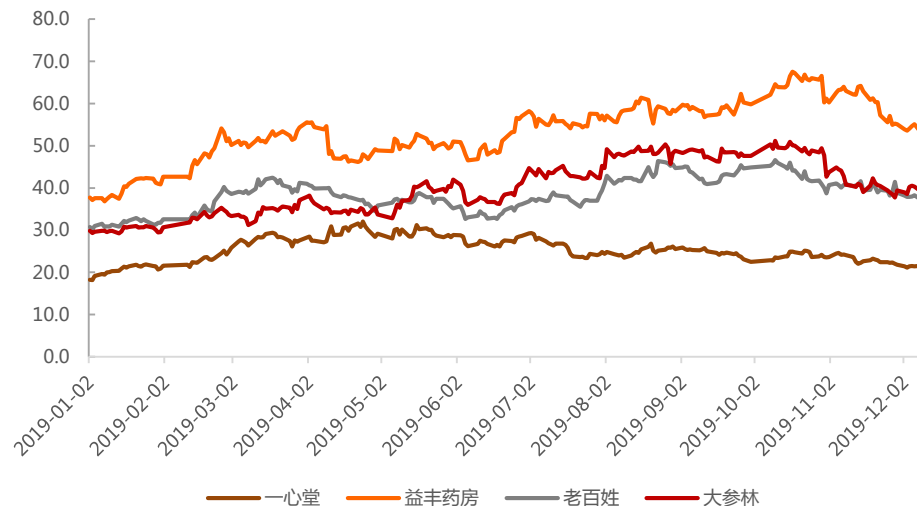
图：四家连锁药店不同阶段估值（PE TTM）变化（截止20191210）



图：四家连锁药店上市以来估值（PE TTM）变化（截止20191210）



图：四家连锁药店2019年估值（PE TTM）变化（截止20191210）



连锁药店—符合政策方向，处方外流加速，渠道价值凸显

四家连锁药店情况：

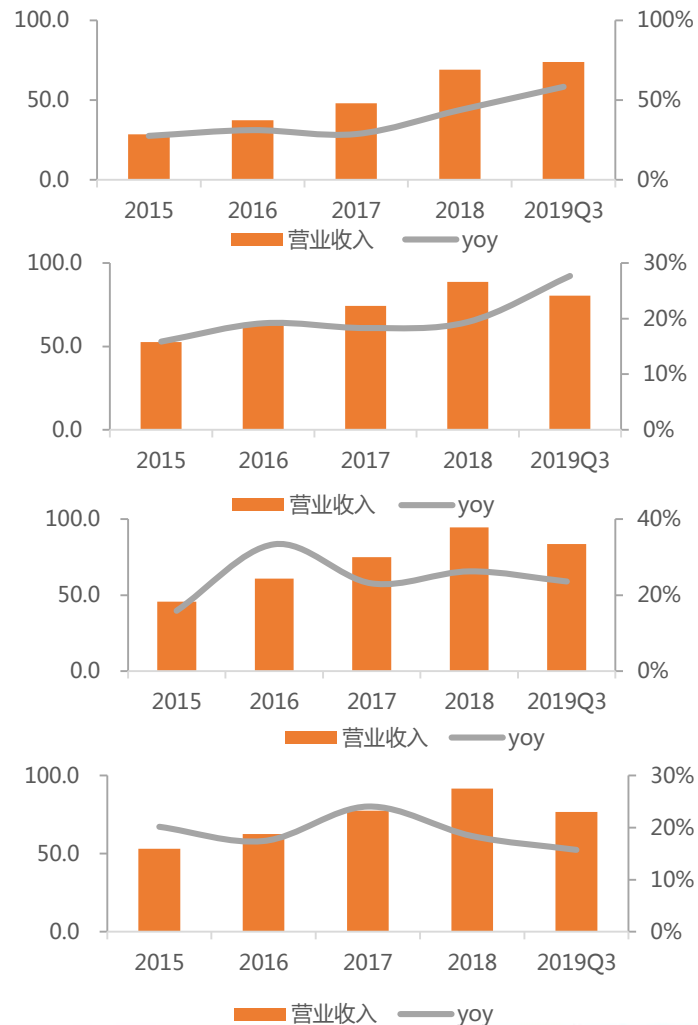
益丰药房：聚焦式战略布局，在多个省份展示其优秀的整合能力与异地扩张能力；管理层优秀，精细化的管理能力是公司长期发展的护城河。2019Q3门店数达到4416家，规模73.9亿元（+58.4%）、归母净利润4.2亿元（+35.48%）

大参林：广东省连锁药店龙头，公司有望持续受益广东医改政策推进，带动广东地区市场份额的提升；公司次新店比例高，资金储备充足，未来具备长期增长动力。2019Q3门店数4256家，规模80.4亿元（+27.6%），归母净利润5.56亿元（+34.34%）

老百姓：布局全国17个省份，全国网络布局较为完善的连锁药店龙头。引入战投落地，春华资本与方源资本成为公司二股东，有望为公司带来积极变化。2019Q3门店数3756家，规模83.7亿元（+23.6%）、归母净利润3.94亿元（+21.44%）

一心堂：云南省连锁药店龙头，在云南省拥有稳固的市场地位，2019H1业绩受执业药师不足影响增长乏力，随着远程审方系统的建立于推广，执业药师影响逐步减弱；2019Q3公司门店数6216家，规模76.6亿元（+15.7%）、利润4.8亿元（+15.66%）

图：四家药房2015-2019Q3收入(亿元) &增速



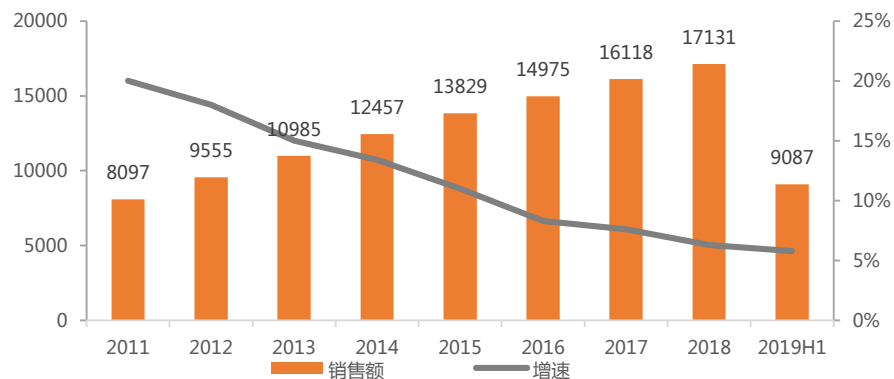
医药流通—机会与挑战并存，看好龙头企业的发展

医药流通行业随着用药需求的提升而具备稳定的行业增长基础：根据米内网数据，2019年上半年全国三大终端药品销售总额为9087亿，同比增长5.8%，增速较2018年略有降低，但我们认为在药品降价的大趋势下，支付能力的相对提升能带来药品需求的增加，医药流通行具备稳定增长的基础。

医改政策推进过程中，医药流通的集中度提升，利好龙头企业的发展。随着“4+7”带量采购、“两票制”的持续推进，一些中小商业企业面临了更大的生存压力，加速了医药流通行业集中度的稳步提升，龙头企业有望在行业发展过程中受益行业集中度的提升。

不可缺少的“中间环节”，医药流通亦会是医改的受益者：医药流通是医药产业链中不可或缺的环节，在整个医药产业链中具有重要的地位，在目前药品降价的趋势下，行业也在发生积极的变化：行业集中度的快速提升，渠道价值的快速体现，行业的迈向更加市场的阶段。同时在“4+7”带量采购背景下，中选品种的回款得到控制，这部分品种的现金流情况有望好转。

图：2011-2019H1三大终端药品销售总额（亿元）及变化情况

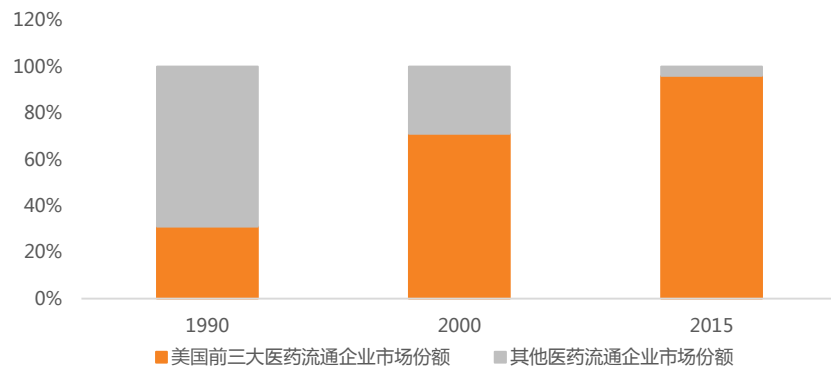


医药流通—机会与挑战并存，看好龙头企业的发展

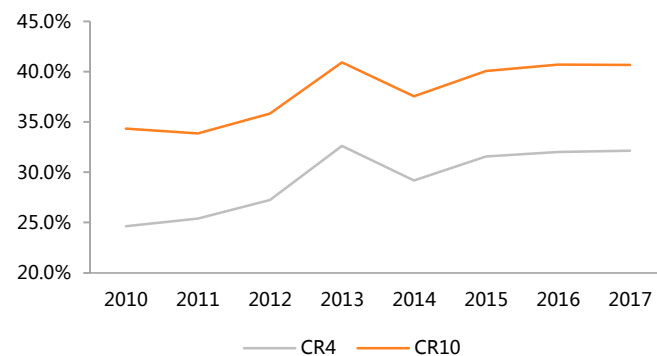
对比美国，行业集中度提升是趋势：我国流通行业的起步相对较晚，在特殊的医疗结构背景下，行业中存在较多的经销商，2017年我国药品分销企业家数达到1.3万家，下游也多集中在公立医院。对比美国医药流通的发展历史，流通商通过一系列的并购，最终诞生了Meckesson、Cardina Health、AmerisourceBergen三大分销商，占据美国超过95%的市场份额。对比美国来看，我国医药流通行业集中度提升亦是大趋势，其中龙头企业在渠道、仓储物流、服务能力等方面具备整合能力，持续看好龙头企业的发展。

医药流通行业处于医药产业链的中游，主要依靠赚取配送费用获得利润。上游拥有独家品种与畅销品种的工业企业拥有一定的议价能力，而由于我国药品处方权多掌握在医生手中，医疗资源也多集中在二三甲公立医药机构。因此流通环节中，公立医疗机构对医药流通企业的议价能力较强，是议价“强势方”。在药品降价的背景下，我们认为流通行业虽然会面临“降价”的压力，但行业集中度提升，渠道价值的提升对于医药流通企业而言也是机会。挑战与机会共存，看好龙头的发展，重点关注九州通、国药股份、柳药股份、上海医药等。

图：美国医药流通行业竞争格局



图：我国医药流通行业竞争格局



连锁药店—符合政策方向，处方外流加速，渠道价值凸显

行业趋势：医改背景下处方外流加速，零售药店渠道价值提升

条件逐步成熟，处方外流加速：

- ①医院处方流出（处方共享平台的建设）：药品在医院端降价趋势明显，医生通过药品尤其是普药获取利润的空间变薄，院内药房转变为成本中心，处方愿意流出（梧州模式，广东省慢病统筹对接等）
- ②药店承接能力增强：处方药品规增加，SKU保有量提升，探索支付端改革（广东省慢病对接统筹等）
- ③患者愿意到药店购药：支付端问题解决后，药店的便利性将更加凸显，同时药店的专业化程度提升带来患者的体验感增加。

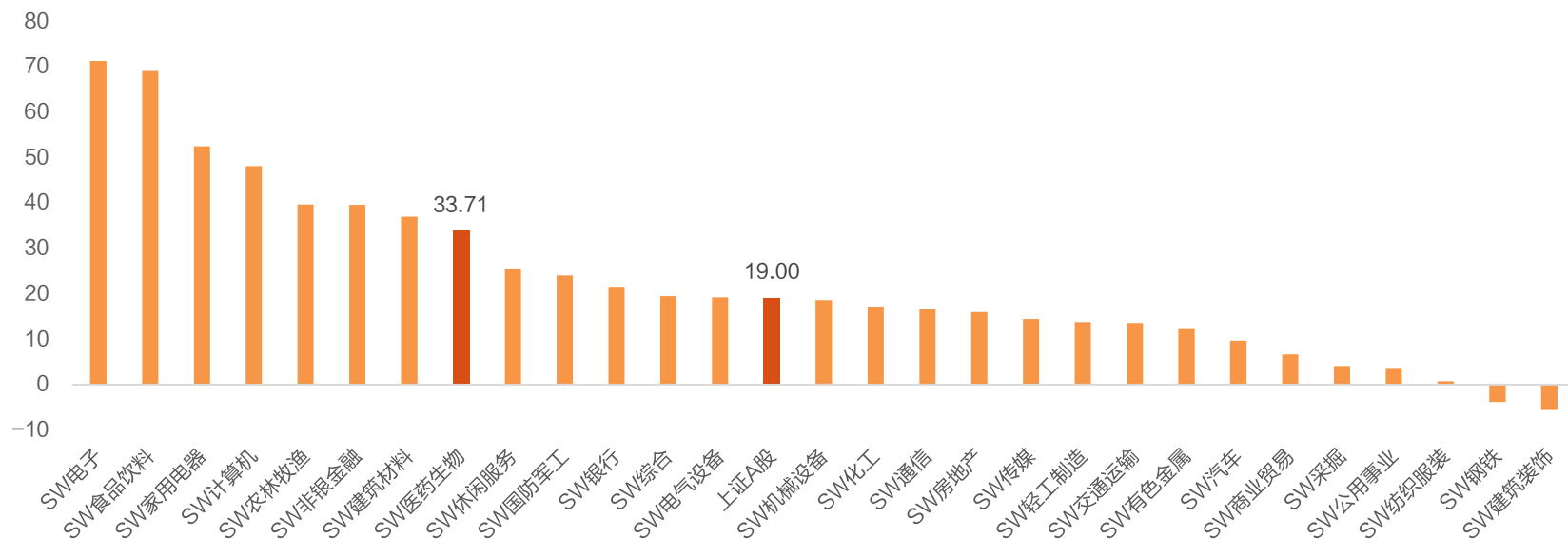
“4+7”带量采购背景下，零售药店终端渠道价值逐步提升：中国药品销售的三大终端：公立医院，基层、零售药店。在“4+7”背景下，对工业企业而言，在公立医院端药价承压，单一渠道竞争加剧，销售不确定性增加，从而转向第二大渠道零售药店（诸如恒瑞医院建立零售药店团队），更加市场化的定价，更加贴近患者教育，终端渠道的价值凸显。

5 2019年复盘

年初以来各行业板块整体上涨，医药生物涨幅靠前

- ✓ 截止到2019年12月15日，申万28个行业除建筑装饰和钢铁外表现均有所上涨，电子、食品饮料、家用电器和计算机四大板块涨幅靠前。2019年，在国内宏观经济下滑，外部中美贸易战环境影响下，市场不确定增加，医药板块业绩稳定增长，性价比突出，取得了良好的收益。
- ✓ 医药生物指数2019年上半年涨幅为33.71%，涨幅排在申万28个子行业中8位，同期上证综指上涨19.00%。

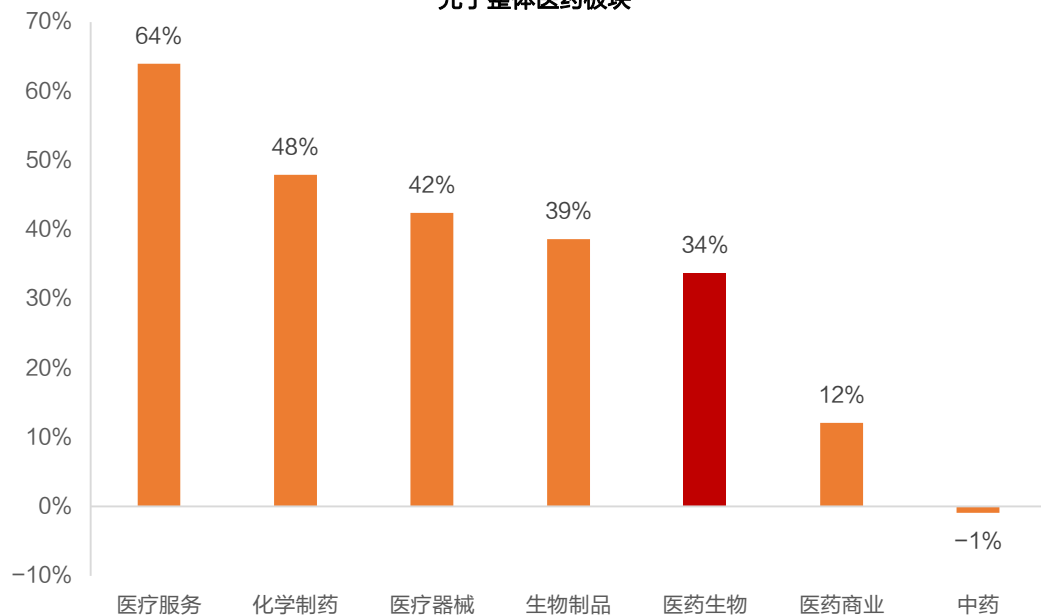
图：2019年至今医药板块在申万28个子行业中排名第8



2019年医药生物板块整体表现较强

- ✓从医药细分板块来看，2019年年初至今医疗服务、化学制药、医疗器械、生物制品板块在医药细分板块中涨幅排名靠前，获得了超过医药生物的整体收益。
- ✓医药商业与中药板块则整体跑输医药生物指数。
- ✓从收益的角度看，上半年318支医药生物标的中92支表现为下跌，226支标的表现为上涨，其中兴齐眼药、康龙化成、济民制药等标的表现优秀。

图：2019年至今医药子版块中医疗服务、化学制药、器械和生物制品涨幅领先于整体医药板块



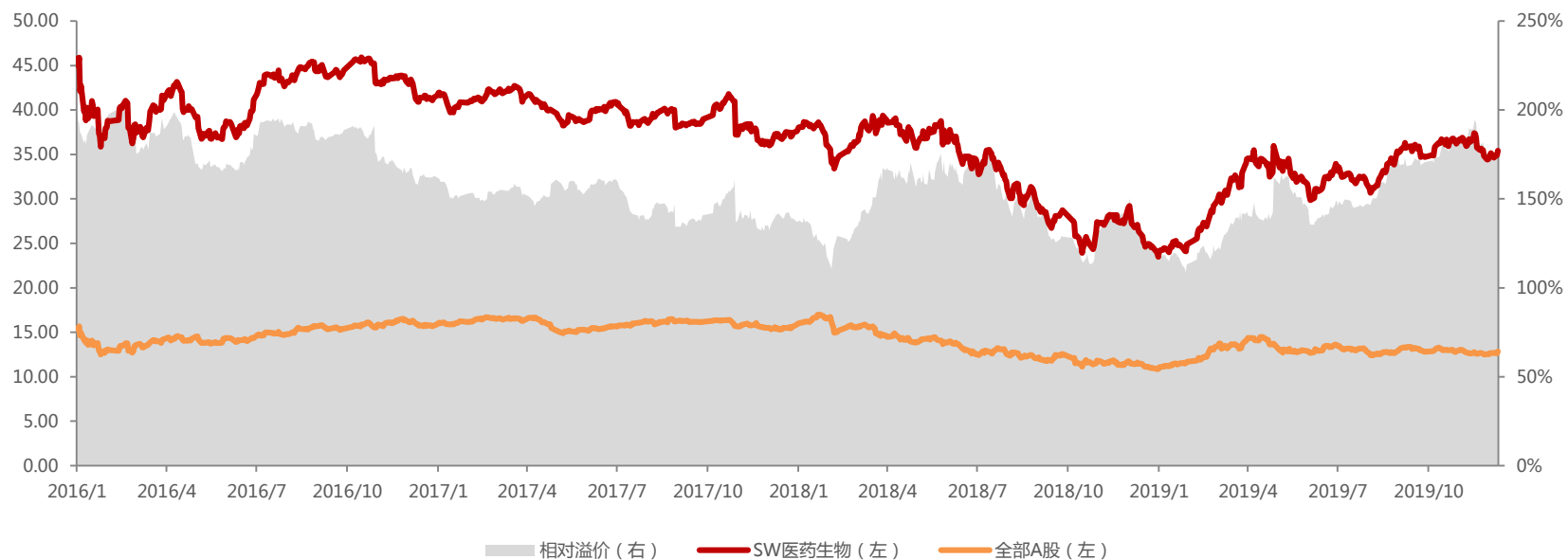
表：2019年年初至今医药板块涨幅前30标的

序号	简称	年初至今涨幅	所属版块
1	兴齐眼药	392%	化学制药
2	康龙化成	354%	CRO/CDMO
3	济民制药	267%	化学制药
4	健友股份	193%	化学制药
5	光正集团	159%	医疗服务
6	长春高新	155%	生物制品
7	康泰生物	151%	疫苗
8	天宇股份	151%	化学制药
9	欧普康视	145%	医疗器械
10	金域医学	139%	医疗服务
11	圣达生物	137%	化学制药
12	我武生物	130%	生物制品
13	司太立	129%	化学制药
14	华北制药	127%	化学制药
15	泰格医药	126%	CRO/CDMO
16	贝达药业	125%	创新药
17	龙津药业	122%	中药
18	通策医疗	122%	医疗服务
19	九洲药业	118%	化学制药
20	安图生物	111%	医疗器械
21	东诚药业	109%	化学制药
22	大博医疗	107%	医疗器械
23	凯普生物	104%	医疗器械
24	爱尔眼科	103%	医疗服务
25	恒瑞医药	98%	创新药
26	万孚生物	98%	医疗器械
27	普利制药	98%	化学制药
28	迈克生物	96%	医疗器械
29	凯莱英	95%	CRO/CDMO
30	山东药玻	93%	医疗器械

医药生物板块配置性价比提升明显

- ✓ 拉长时间维度，从2006年至今，剔除2015年大牛市的影响，A股医药生物指数（申万）呈现波动上行的态势，但是从估值水平上来看，目前估值为35.4倍，处在近三年来中等水平，后续仍有提升的空间。
- ✓ 截止至2019年12月15日，医药生物（申万）行业市盈率为35.4 X，相对全部A股溢价率为176%。

图：2006年至今医药生物PE(TTM)下跌提升配置性价比

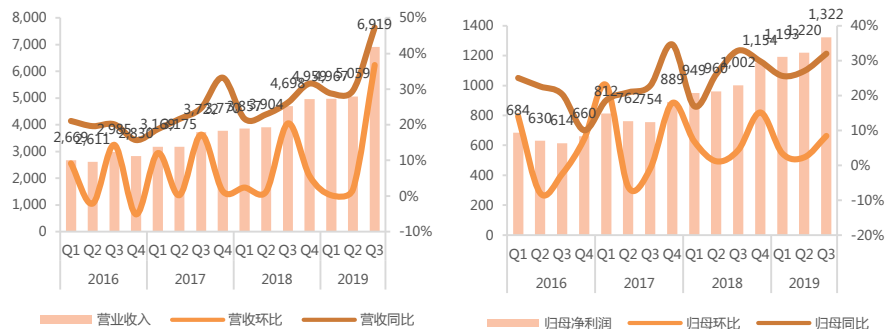


6、重点推荐公司介绍

恒瑞医药——创新药龙头已步入业绩释放期，研发管线依然支持长期增长

- ✓ **政策鼓励创新发展：**中国过去几年药政改革从供给端到支付端带来的利好将兑现到创新药企业的业绩，其中龙头企业恒瑞将率先从事件驱动走向业绩兑现。公司2018年19K、吡咯替尼、白蛋白紫杉醇等多款重磅创新药或高端仿制药迎来集中获批上市，超重磅产品PD-1已于今年获批上市。
- ✓ **短期来看，**公司创新药业绩有望迎来高速增长期，从而带动公司整体业绩提速。长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长。
- ✓ **风险提示：**创新药研发具有不确定性；药品审评进度慢于预期；产品销售低于预期；同类产品竞争风险；仿制药带量采购风险；国际化慢于预期；股票市场波动及风格切换的风险

图：恒瑞2016-2019Q3业绩、同比增速（右轴）



图：恒瑞研发管线

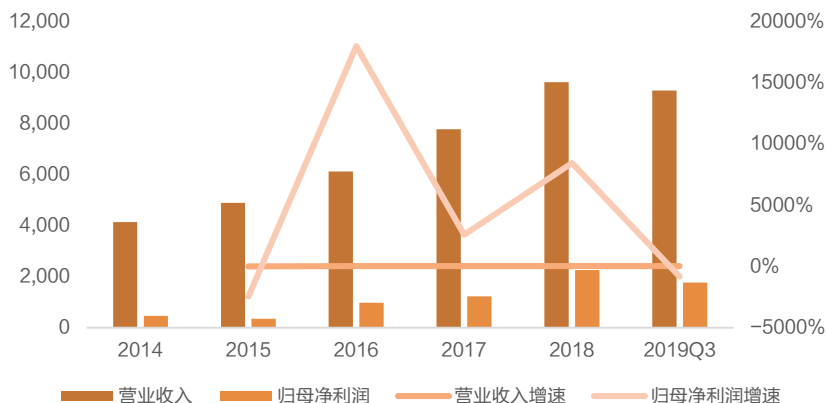
业务板块	药品名称	靶点	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市
肿瘤管线	吡咯替尼	EGFR/HER2	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	卡瑞利珠单抗	PD-1	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	法米替尼	VEGFR/c-Kit/PDGFR	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-3680	AR	前列腺癌	→	→	→	→	→	→	→
	贝伐珠单抗	抗-VEGF	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-3162	PARP	癌症	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-6390	CDK4/6	乳腺癌	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1316	PD-L1	癌症	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1701	PD-L1/TGF-β	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1603	CD-47	癌症	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-9146	IDO	肿瘤免疫	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1459	BTK	淋巴瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-7390	MEK	实体瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-A1201	Herceptin ADC	乳腺癌	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-A1403	c-Met ADC	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1501	IL-15	癌症	→	→	→	→	→	→	→
	HS-12041	c-Met	实体瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1702	TIM-3	癌症	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-9549	SERD抑制剂	乳腺癌	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-2554	EZH2	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
HAO-472	AML1-ETO	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→	
SHR-1309	Her2	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→	
SHR-1601	LAG-3	癌症	→	→	→	→	→	→	→	
SHR-2150	TLR7	实体瘤	→	→	→	→	→	→	→	
SHR-1704	CD40	癌症	→	→	→	→	→	→	→	
糖尿病管线	瑞格列汀	DPP-4	II型糖尿病	→	→	→	→	→	→	→
	恒格列净	SGLT-2	II型糖尿病	→	→	→	→	→	→	→
	味格列泛	GPR40激动剂	II型糖尿病	→	→	→	→	→	→	→
	INS068	基础胰岛素	糖尿病	→	→	→	→	→	→	→
其他	SHR-1209	PCSK-9	高胆固醇血症	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-0302	JAK1	风湿关节炎	→	→	→	→	→	→	→
	瑞马唑仑	GABAa	手术镇静	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1314	IL-17	银屑病	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-4640	URAT1	痛风	→	→	→	→	→	→	→
	海曲泊帕	TPOB	血小板减少症	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-0532	ROMK	高血压	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-0410	KOR	疼痛	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-8554	MOR	疼痛	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-7280	GnRH	子宫内腺异位症	→	→	→	→	→	→	→
SHR-1222	SOST	骨质疏松症	→	→	→	→	→	→	→	
DDO-3055	PHD2	慢性肾性贫血	→	→	→	→	→	→	→	

备注：→ 中国大陆 → 美国 → 澳大利亚

药明康德——受益行业高景气度，深度参与全球创新药产业链的CRO巨头

- ✓ **行业高景气度：**2014年至2018年，全球CRO行业销售额呈逐年上升趋势，根据弗若斯特沙利文预测，2023年市场销售额将达214亿美元，2017-2021年期间年均复合增长率为28.7%。
- ✓ **国内医药市场需求持续增长，医药行业细分趋势加剧、一致性评价标准落地、分级诊疗推进及CRO行业全球化趋势进一步加强等因素影响下，我国CRO行业飞速增长。未来五年，我国CMO/CDMO企业仍将持续受益于全球CMO/CDMO行业增长及区域性转移等趋势。根据南方所预测，2017-2021年我国CMO/CDMO的市场从314亿元增加至约626亿元，2017-2021年复合增长率为18.83%。**
- ✓ **全球CRO巨头，竞争优势明显：**公司业务涵盖CRO行业及CMO/CDMO行业，与行业竞争者相比，拥有全面的业务覆盖领域。受益于国内创新药产业蓬勃发展等因素，预计国内CRO行业将继续保持高增长态势，公司凭借核心竞争优势亦有望保持高速增长。
- ✓ **风险提示：**汇率波动风险；境外经营及国际政策变动风险；行业监管政策风险；长周期合同的执行风险

图：公司营业收入、归母净利润（百万元）及增速



图：公司与主要行业竞争者业务覆盖领域

	临床前					临床						生产
	药靶向认证	药物发现	化学实验	生物实验	药物安全评价	I期	II期	III期	中心实验室	临床药物生产	IV期	安全检测/商业生产
药明康德	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
QuintilesIMS												
Covance												
Parexel												
Inventive Health												
ICON												
PPD												
PRA												
Charles River												
Chiltern												
INC Research												

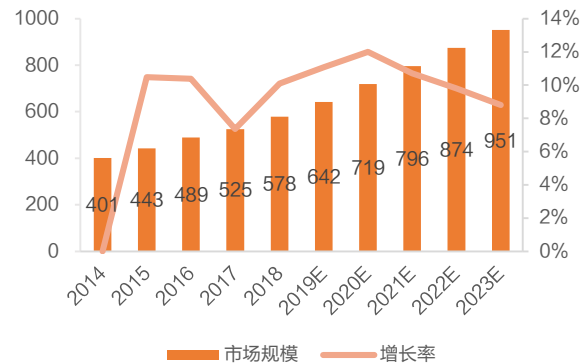
泰格医药——业绩高速增长，有望持续受益创新浪潮的临床CRO龙头

- ✓ **行业高增长：**在国内医药市场需求持续增长，医药行业细分趋势加剧、一致性评价标准落地、分级诊疗推进及CRO行业全球化趋势进一步加强等因素影响下，我国CRO行业飞速增长。根据弗若斯特沙利文预测，2019年中国CRO市场规模达78亿美元，2023年市场销售额将达214亿美元，2017-2021年期间年均复合增长率为28.7%。
- ✓ **行业龙头：**公司作为国内临床CRO领域的龙头企业，在国内拥有稳定优质的客户资源，为公司提供持续稳定高质量的订单提供了雄厚的支持和保障。同时，公司是为数不多能承担国际多中心临床试验的本土CRO企业，有能力参与到全球医药研发产业链中。
- ✓ 受益于国内创新药产业蓬勃发展、医药研发投入不断增长等因素，预计国内CRO行业未来有望继续保持高增长态势，
- ✓ 风险提示：质量控制风险；对大客户的依赖风险；药企研发投入不及预期

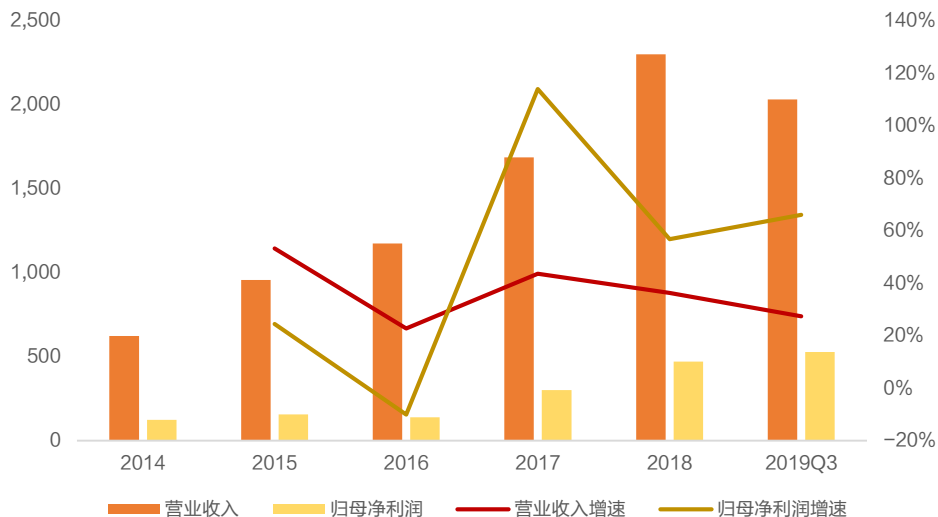
图：我国CRO行业高速增长（单位：亿美元）



图：全球CRO行业持续增长（单位：亿美元）



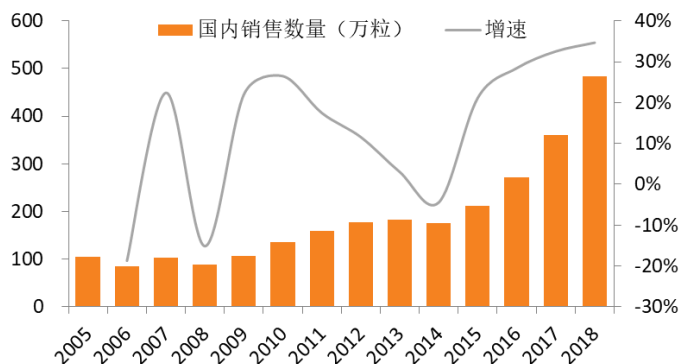
图：公司营业收入、归母净利润（百万元）及增速



片仔癀——业绩延续高增长，继续看好片仔癀后续渠道拓展和销量增长

- ✓ **前三季度收入增长21.07%，归母净利润增长20.56%**：公司经营净现金流达到11.24亿元，同比增长920.21%，三季度末母公司（运营核心片仔癀系列）应收账款和票据1.03亿元，较Q2末继续优化，显示出良好的运营质量，公司持续的营销改革有望拉动核心品种持续增长、日化、化妆品等业务的崛起有望为公司增长增添新动力，公司后续有望延续良好的发展态势。
- ✓ **核心产品片仔癀系列Q3恢复高增长，加大研发和销售费用投入**：分业务板块：公司代表核心片仔癀系列的肝病用药收入17.52亿元，同比增长23.74%，毛利率下滑2.03pp至81.26%，显示出仍存在成本压力。其中肝病用药Q3收入5.91亿元，同比增长达到42.23%，折算锭剂销量增长在40%左右，实现高增长，带动公司医药工业前三季度收入达到18.07亿元，同比增速提升至22.59%。
- ✓ 我们预计公司片仔癀销售后续有望延续良好的增长态势，根据公司半年报：1、公司持续梳理渠道，完善体验馆布局，精准定位高端客户，扩大市场增量，截至半年度末开设近200家，数量保持良好增长，体验馆从核心的福建、广东区域外拓，纵深发展，青海、甘肃等省份实现了零的突破；2、公司在加大终端销售活力，积极参与高端客户交流推介商会、行业协会等会议；组织大型户外宣传，以及终端商业连锁门店培训等终端活动，不断带动终端纯销持续增长；3、公司持续推进片仔癀二次开发研究，加大学术推广，让更多消费者了解片仔癀的功效，提升粘性；4、海外业务有望延续良好的发展势头，公司持续深化“福建三宝”片仔癀的概念，在澳门成功举办学术推广会并开设片仔癀澳门国药堂，增进海外华人对中华优秀医药文化和“国宝瑰药”片仔癀的认识
- ✓ **风险提示**：经济大环境疲软导致终端消费需求低于预期；营销拓展低于预期使得销售受到影响；日化业务发展低于预期使得业绩不及预期

图：国内片仔癀销量持续增长



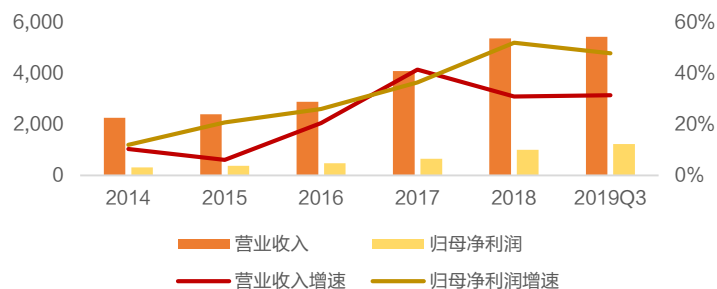
表：公司业绩财务信息及盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,713.95	4,766.16	6,002.55	7,293.11	8,691.97
增长率(%)	60.85	28.33	25.94	21.50	19.18
EBITDA(百万元)	990.79	1,453.40	1,688.47	2,092.57	2,574.90
净利润(百万元)	807.02	1,142.93	1,417.09	1,764.02	2,178.60
增长率(%)	50.53	41.62	23.99	24.48	23.50
EPS(元/股)	1.34	1.89	2.35	2.92	3.61
市盈率(P/E)	83.33	58.84	47.45	38.12	30.87
市净率(P/B)	16.26	13.40	11.42	9.48	7.84
市销率(P/S)	18.11	14.11	11.20	9.22	7.74
EV/EBITDA	36.53	34.30	37.70	29.81	23.65

长春高新——购买金赛药业少数股权方案细节落地，公司后续发展值得期待

- 2019前三季度营收增长31.50%，业绩同比大幅增加47.93%
- 公司三季报整体业绩超市场预期，其中第三季度营收20.52亿元，同比增长47.59%，实现归母净利润5.14亿元，同比增长76.82%。公司运营状况良好，前三季度经营活动产生的现金流量净额为15.76亿元，同比增长423.67%。
- **看好公司生长激素发展前景：**公司整体表现大幅增长主要是控股医药企业收入增长及公司房地产开发项目结算收入同比上升所致。其中医药企业收入增长30.99%，净利润增长49.58%，房地产业务预计收入增速超过30%，净利润增长超过40%。预计核心的子公司金赛药业延续高增长态势，生长激素产品销售持续扩大，金赛继续扩大重点品种市场，规范化各级销售体系；配合水针品种的市场开拓，完善电子笔做为企业独立品种的业务发展；同时根据公司2018年年报，公司坚持差异化市场策略组织多场促销活动及省级以上大型会议，持续加大营销力度，儿科新患数大幅增加，医院累计进药覆盖率大幅提高，这些举措都推动生长激素等有望实现持续高增长，巩固市场领先地位。2018年内长效生长激素产品完成IV期临床研究，为后续放量奠定了基础，公司的产品梯队优势有望进一步凸显。
- ✓ **风险提示：**招标进展缓慢，长效生长激素、重组人促卵泡激素放量速度低于预期，购买金赛少数股权事项进展低于预期

图：公司营业收入、归母净利润（百万元）及增速



表：公司业绩财务信息及盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,102.26	5,374.99	7,093.35	9,144.03	11,519.71
增长率(%)	41.58	31.03	31.97	28.91	25.98
EBITDA(百万元)	1,204.15	2,180.94	2,419.06	3,220.61	4,151.47
净利润(百万元)	661.95	1,006.50	1,393.29	1,852.06	2,378.07
增长率(%)	36.53	52.05	38.43	32.93	28.40
EPS(元/股)	3.89	5.92	8.19	10.89	13.98
市盈率(P/E)	107.67	70.81	51.15	38.48	29.97
市净率(P/B)	16.10	13.46	11.14	9.01	7.22
市销率(P/S)	17.37	13.26	10.05	7.79	6.19
EV/EBITDA	25.05	13.07	28.90	21.38	16.28

爱尔眼科：眼科专科龙头，“二次创业”有望带动公司更上一层楼

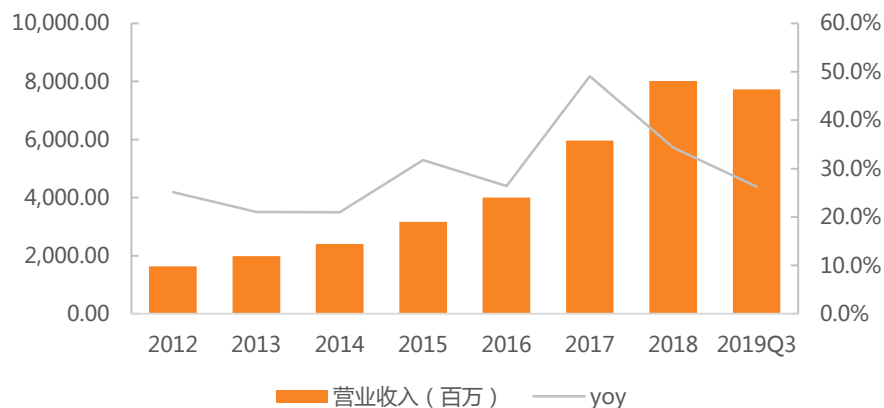
眼科专科龙头，持续受益眼科医疗服务需求的增长：公司作为全球眼科专科服务龙头，目前眼科中心大约400家，未来随着用眼习惯的变化，眼病发病率与近视人数的不断提升，需求端潜在增长空间还较大，公司作为龙头企业，将持续受益眼科医疗服务需求的增长。

口碑效应明显，基层市场增长动力充足：在多年的发展历程中，公司已经建立了较强的口碑与品牌效应，获客成本在逐步降低，推动新老门店的快速增长。同时随着公司渠道网络不但下沉至人口基数较大的地级/县级市区域，这部分眼科服务消费市场将成为公司威力啊保持稳定快速增长的新动力。

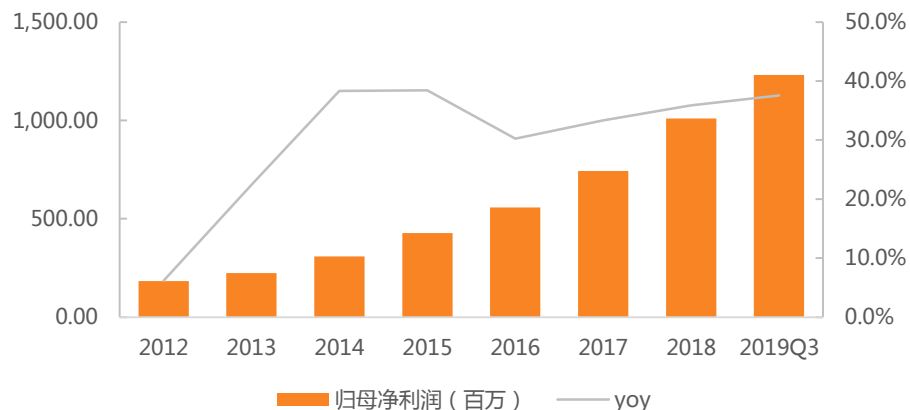
全球化市场布局开启，“二次创业”带来新活力：在长期发展过程中，公司既享受了社会办医的政策春风，同时也享受了眼科技术发展的红利；而另一方面，公司通过“分级连锁”、“合伙人模式”、“股权激励”等方式进一步吸引招募医疗人才；同时公司逐步开启全球化的布局，在市场上“走出去”，在技术和服务上“引进来”，逐步提升自身实力。

风险提示：政策风险，医疗事故风险，人才流失风险，海外市场拓展不及预期，经营管理风险，三四线城市市场开拓不及预期等

图：2012-2019Q3爱尔眼科营业收入（百万）及增速



图：2012-2019Q3爱尔眼科归母净利润（百万）及增速



美年健康：业绩逐步恢复，迎来配置时点

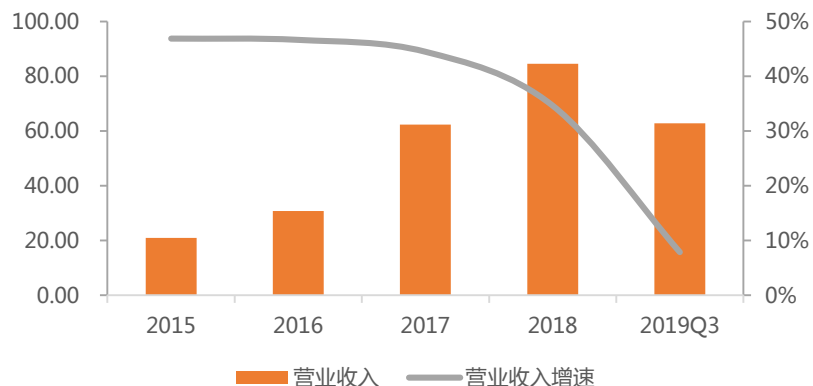
优质赛道中的优秀选手。2019年上半年公司门店数达到684家（含筹建），体检人次达到1038万人次。体检行业市场空间大，业务延伸性亦很强，能结合健康管理、第三方检测、保险等，是一条优质赛道，美年健康规模优势已经形成，成为行业中的佼佼者。

阿里战略入股，平台流量价值凸显：作为公司国内非公体检龙头，亦是健康数据的流量入口，未来公司有望深度挖局大健康数据价值，搭建更广，更深的健康产业生态圈；同时随着阿里的战略入股，公司未来流量平台价值凸显。

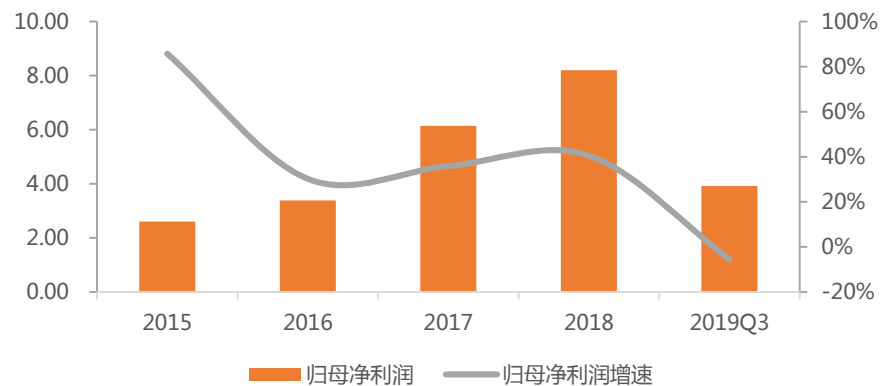
产品的升级创新带动个检比例的提升，品牌影响力增强。作为专业的体检连锁机构，公司以团检业务起家，迅速占领市场，随着设备与产品的升级，公司逐步推出了“999套餐”、“3650套餐”。2019年公司个检产品再次升级，“美年好医生”的推出有望继续推动个检比例的提升。

风险提示：政策风险，体检项目因仪器设备等原因会出现漏检等风险，并购整合不及预期，阿里协同效应不及预期等

图：2012-2019Q3美年健康营业收入（百万）及增速



图：2012-2019Q3美年健康归母净利润（百万）及增速



锦欣生殖：IVF第一股，孕育新机会

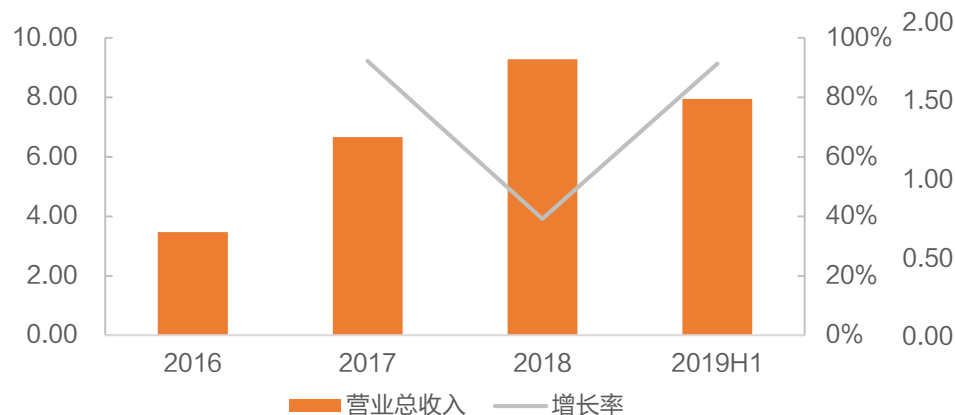
大市场的细分龙头，产能扩充具备持续增长基础：辅助生殖医疗服务市场空间大，竞争格局良好，行业维持了持续稳定的增长，公司目前布局成都、深圳、美国三地，2018年取卵周期超2万例，市场份额约为3.1%，全国排名第三，随着产能扩产完成，公司有望在旺盛的需求的下，保持稳步的增长。

稳固的行业地位与口碑，护城河高：2018年公司辅助生殖成功率为54%，高于全国45%的平均水平，同时公司成都西囡医院、深圳中山泌尿外科医院以及美国HRC在当地均建立了良好的口碑与行业地位，具备较好的增长潜力。另外一方，相较于中国而言，美国在辅助生殖领域的法律法规更加宽松，也进一步让美国HRC与中国业务形成良好的补充作用。

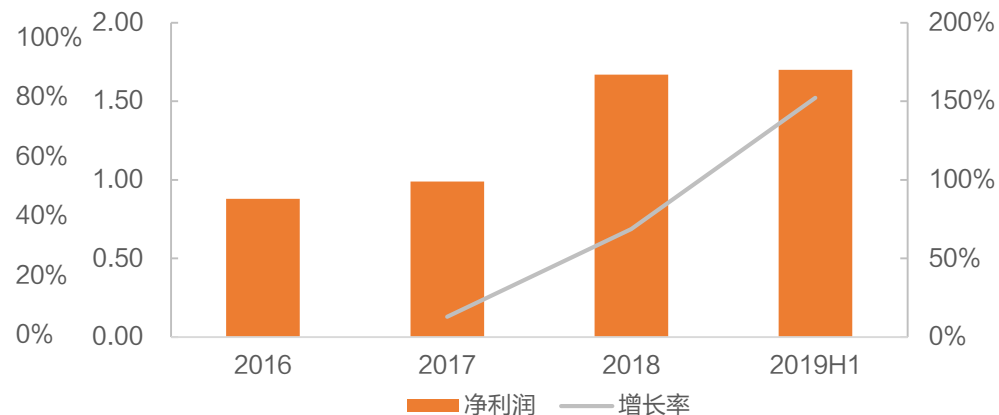
合规规范度高，盈利模式具备“价格弹性”：辅助生殖领域监察严格，公司具备完善的合规规范流程，同时重视医疗服务质量与技术投入发展，软硬实力兼备，属于行业第一梯队。从盈利模式上来看，公司以“服务打包”的模式收费，在项目设置上有较大，IVF一定程度上属于“刚性消费”，因此，公司服务收费的弹性价格，有望成为另一增长动力。

风险提示：医疗质量风险，美国业务与国内辅助生殖行业的在法规上的不同可能涉及到的法律风险，政策与监管导致公司业务开展受影响的风险，估值差异风险，医疗事故风险等

图：2016-2019H1锦欣生殖营业收入（亿元）及增速



图：2016-2019H1锦欣生殖净利润（亿元）及增速



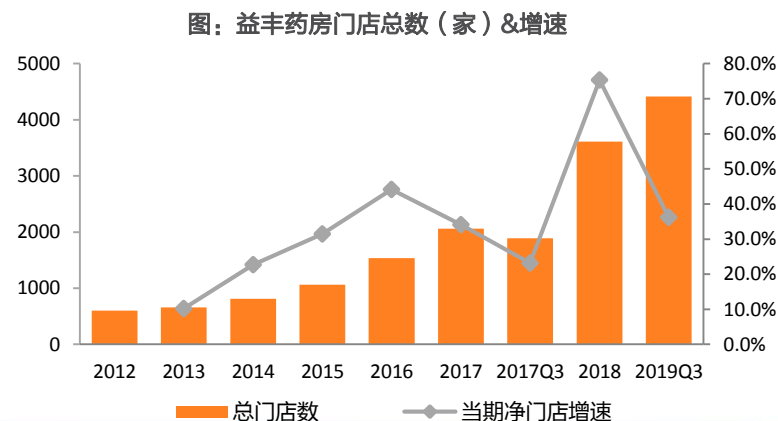
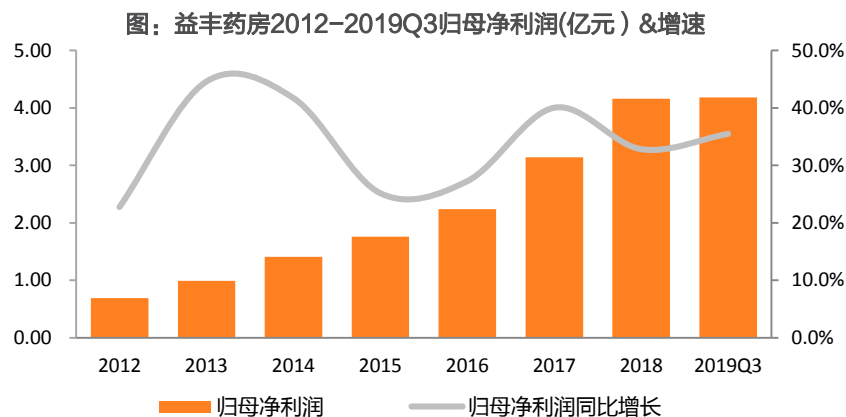
益丰药房—聚焦战略效果明显，精细化管理促发展

连锁药房属于“小而美”的经营，精细化的管理是保障公司快速稳定扩张的基础，公司是行业内精细化的管理的典范，跨区域扩张、整合管理能力较强。同时作为华东、中南地区零售药店龙头企业，公司业绩持续保持了快速稳步的增长，另一方面随着河北新兴的整合稳步推进，未来有望借力新兴，深入华北市场发展。

连锁药店行业正处于行业集中度快速提升的过程中，公司通过“自建+并购”的方式，不断提升自身市场份额，从而提升与供应商的谈判优势，进一步提升供应链的管理优势，2019年前三季度公司门店总数达到4416家，在其精细化的管理能力下，公司在行业的市场份额有望获得快速的提升。

严监管背景下，行业龙头有望受益：2019年连锁药店行业的合规度以及监管逐步加强，对执业药师的要求以及“骗保”等行为的管理逐步加强，公司作为行业龙头，有望在更加合规的竞争环境中脱颖而出。

风险提示：连锁管理经营风险，并购整合不及预期，政策风险等。



大参林—广东省连锁药店龙头，省外扩张稳步推进

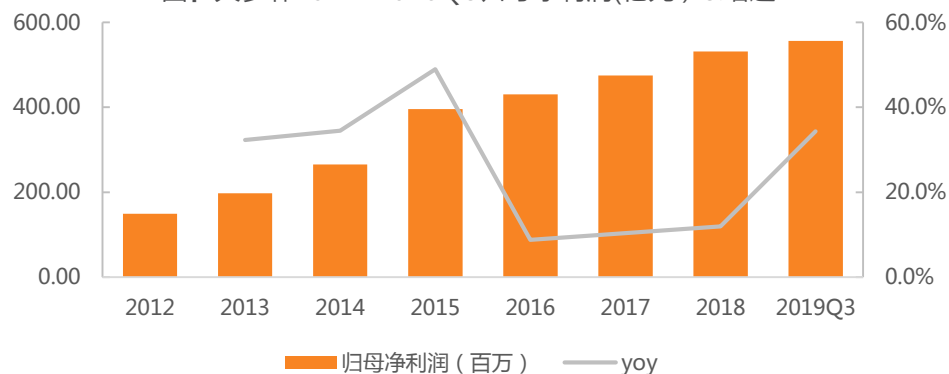
公司是广东省连锁药店龙头，2018年营业规模达到了89.5亿元，属于行业第一梯队。广东省零售市场规模大，居民消费能力强，具备较强的增长动力，同时广东省医药连锁药店行业监管严格，更加合规严格的监管环境下龙头地位稳固。

广东省作为改革的“先锋者”，公司有望持续受益政策的推进：广东省作为医药零售行业改革的先锋者，先后开始试点推行连锁药店分类分级政策等，促进行业发展。2019年12月广东省推出《关于推动广东省基本医疗保险定点零售药店做好慢性病用药供应保障工作的指导意见》，在统筹支付对接上迈出具有较大意义的一步，大参林作为广东省连锁药店龙头，有望进一步受益。

省外扩张稳步推进，连锁药店龙头发展势头充足：2019年11月13日公司公告收购南通市江海大药房51%的股权，进入江苏市场，自此公司在广西、河南、江苏、西安等地的市场拓展都在稳步推进。公司前期自建门店比例较高，长期来看，发展势头充足。

风险提示：并购整合不及预期，政策落地执行不及预期，省外拓展不及预期等。

图：大参林2012-2019Q3归母净利润(亿元) & 增速



图：大参林门店总数(家) & 增速



九州通—低估值稳增长，“变”中出机会

受益政策方向，院外市场与第三终端快速增长：在医药分家的大背景下，我国药品销售结构正在发生变化，院外市场以及第三终端的药品销售比重正在逐步提升，尤其是基层医疗机构药品销售比重从2010年的6.5%提升至2019年H1的9.9%，提升了3.4个pp，我们判断，随着医改进入到一个新阶段，院外市场以及第三终端药品销售的比重有望进一步提升。公司作为全国民营医药商业龙头，长期以来耕耘与院外市场以及基层药品器械的配送，未来有望持续受益这两部分市场的增长。

“变”中谋机会，总代理业务驱动公司成长：凭借在全国的仓储物流信息化系统基础，以及优异的终端服务能力，公司的总代理迎来快速发展，近期公司拿下东阳光药、华海药业“4+7”带量采购品种的独家OTC代理权以及全渠道代理权，总代理业务是“非现金驱动型”业务，并具有更高的服务价值，高毛利率与良好的现金流回转有望持续改善公司的盈利能力。

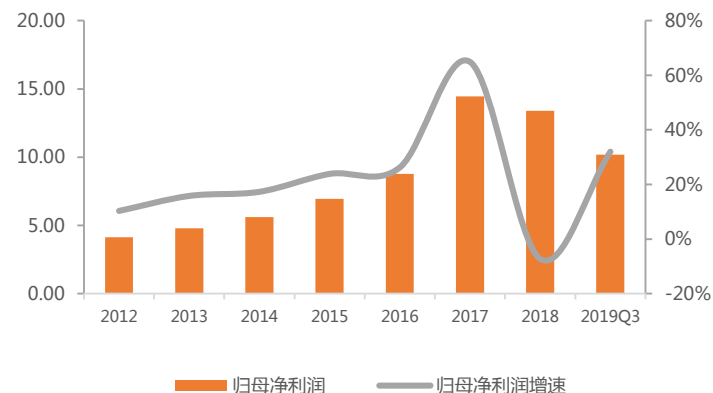
以布局全国的仓储物流网络为基础，创新促发展：公司在全国仓储物流布局已经完成，未来相应的资本开支将逐步减少，并开始依托全国仓储物流的布局为基础，开始协同企业业务的快速发展。同时FBBC等创新业务的快速发展，未来都有望推动公司的长期稳步发展。

风险提示：药品降价带来的压力，市场竞争加剧，应收账款坏账风险，政策执行力度不及预期等。

图：2012-2019Q3公司收入（亿元）及增速



图：2012-2019Q3公司归母净利润（亿元）及增速



迈瑞医疗：行业、龙头、公司的三重溢价，内在价值凸显

✓ 迈瑞作为国产器械龙头，多条产品线市占率位列国内TOP3

迈瑞三条基石产品线分别是生命信息与支持，医学影像、体外诊断，其中多个细分品种市占率已经成为国内TOP3，国产TOP1，产品的品牌影响力被医疗圈广泛认可。2018年迈瑞医疗的监护线监护仪、麻醉机、除颤机、超声线的产品、体外诊断线的生化、血球等产品的市占率都位居国内前列。

✓ 核心优势：

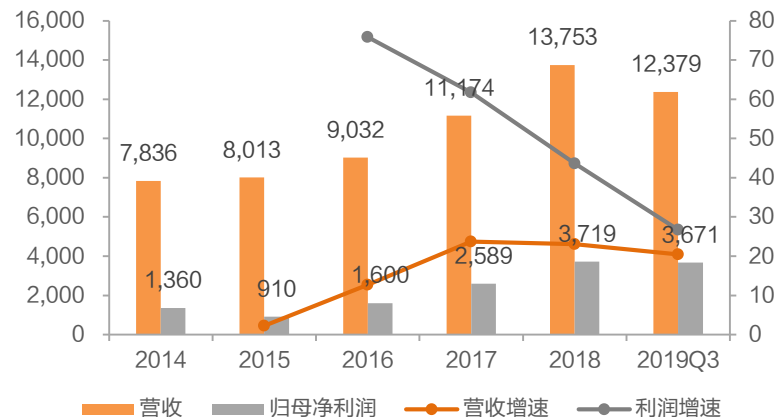
1、充足的研发投入：迈瑞长年来一直将销售收入10%投入研发，自主创新的路途上从未停止。高瞻远瞩的格局和视野，踏实进取的执行和坚持，使得迈瑞发展成为国内医疗器械龙头。

2、国内外技术收购及引进：在过去发展历史中，进行多次收并购，包括产品、渠道的收购，包括监护、彩超、体外诊断各个领域的行业整合。多次尝试使得迈瑞在海内外收购不断积累选择标的、整合人员、管理输出、商业化转化的能力和经验，为未来持续的推进外延战略打下扎实的基础。

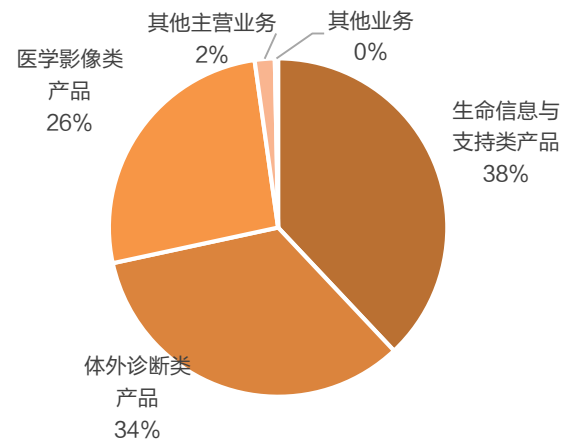
3、全球化布局：迈瑞医疗立足全球视角，2018年收入中43%来源大陆以外地区，全球化品牌已经深入人心。

风险提示：基层扩容不达预期，分级诊疗难以推动基层市场的发展；医院和医保局对于成本和支付的控制，导致产品价格下降的风险；拓展新产品线不达预期等。

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2018年公司收入拆分



乐普医疗：心血管器械龙头，引领行业走入新时代

✓ 乐普平台化效应明显，处于巨头发展的早期阶段

乐普平台化效应明显，以大病种为核心，目前重心围绕心血管疾病，构建器械、药品、服务等全产业链条，公司迎来新产品迭代周期，心血管药品是未来短期内业绩主要增长点。未来公司将围绕肿瘤、糖尿病深耕布局。

✓ 核心优势：

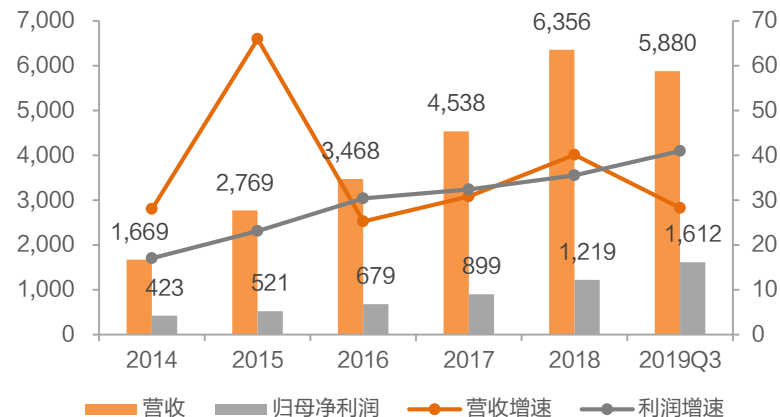
1、创新器械产品迭代：今年获批的可降解支架为公司带来业绩增量，将在未来时间内持续推动业绩增长，同时在布局当中的重要产品有望形成产品接力，包括药物球囊、左心耳封堵器等。

2、药品长期稳健增长：乐普两大重磅药品（氯吡格雷和阿托伐他汀）中选国家集采，将快速提高市占率，获得短期的业绩增长，长期来看，乐普具备原料药、药店终端、系列化仿制药等优势，有望持续获得药品稳定的现金流贡献，享受行业稳健增长红利。

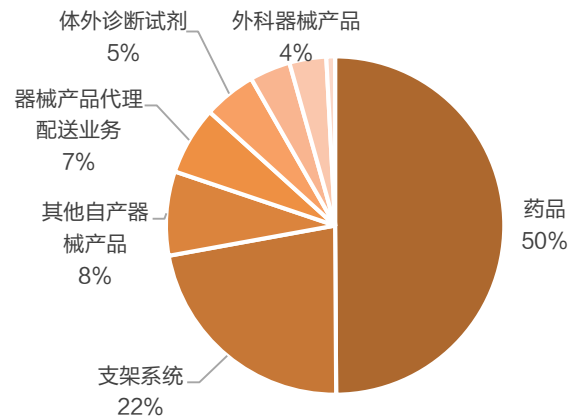
3、平台化优势：十年来，乐普通过内生和外延，由单一器械业务发展成为心血管健康全产业链平台，未来将延续大病种战略继续拓展业务，聚焦于糖尿病、肿瘤治疗、智能医疗等领域，平台化价值构建公司核心竞争力。

风险提示：可降解支架推广不及预期、药物球囊注册不及预期、高值耗材降价风险、产品的采购合同签订等后续工作尚具有不确定性等

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2018年公司收入拆分



安图生物：高端医疗器械，铸造优秀民族品牌

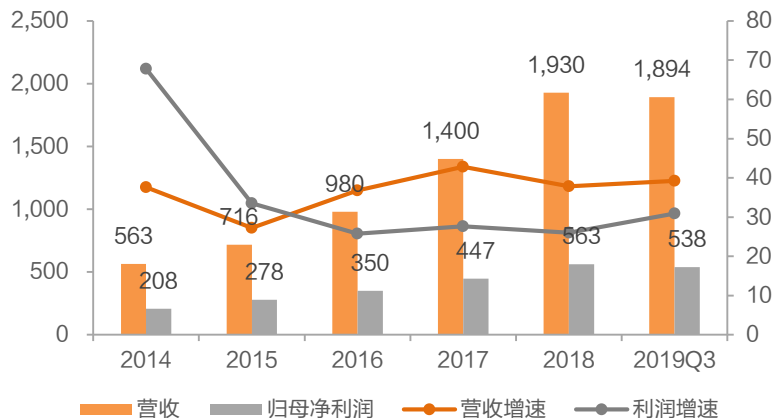
✓ 安图生物

1、老牌国产化学发光厂家，纯正的化学发光标的：在市场发展早期公司是微孔板领域的龙头之一，随后竞争加剧，公司加快研发磁微粒相关仪器和试剂，目前磁微粒已经成为公司的主要收入来源之一，充分享受技术带来的红利。

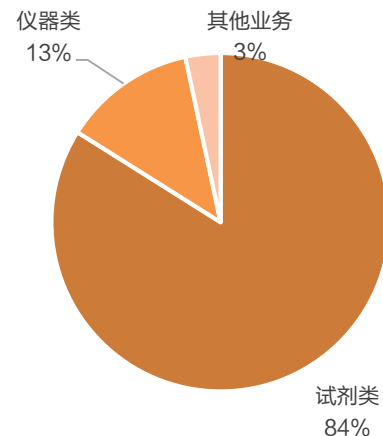
2、产品迅速丰富，切入高等级医院：流水线、微生物质谱等产品推出，完善产品线，流水线帮助发光仪器的卡位，提升发光仪器的单台产出，质谱补全微生物产品线。标准检测流程细菌培养、药敏、鉴定，质谱仪补全鉴定领域空白

风险提示：行业竞争加剧的风险；并购整合不达预期的风险；产品质量导致的潜在风险；技术创新与技术泄密的风险等。

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2018年公司收入拆分



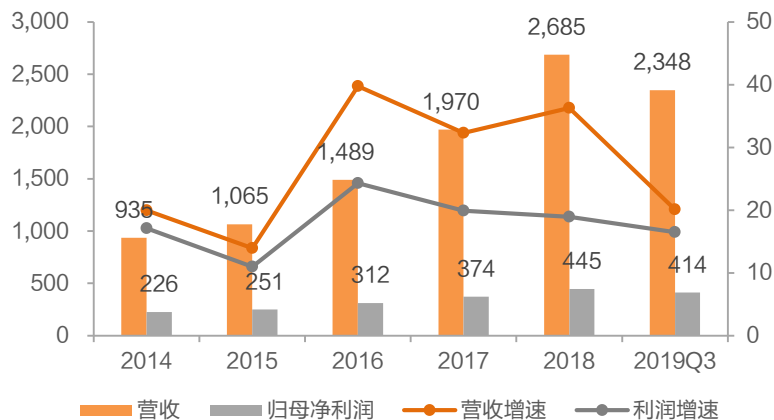
迈克生物：价值股的戴维斯双击，业绩估值有望迎来双重拐点

✓ 迈克生物：

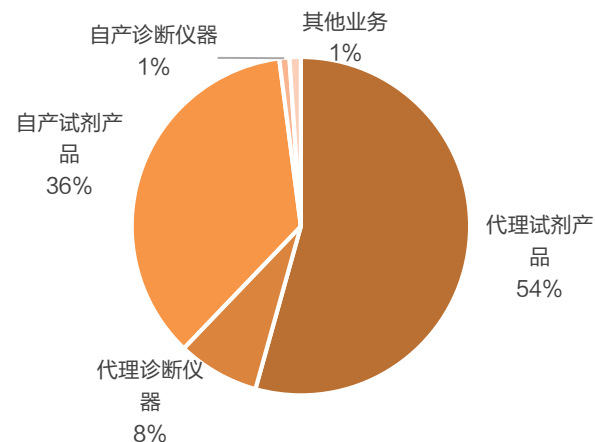
- 1、产品线齐全：**公司已成为行业产品品种最丰富的企业之一，拥有生化、发光、血球、血凝、POCT、PCR、测序、血型等产品，积极布局全产业链。
- 2、高研发投入蓄力新产品上市：**主要系围绕直接化学发光平台做配套试剂项目的研发及中低速仪器开发。
- 3、300速化学发光仪配套试剂盒获批，丰富产品布局：**平台原理是直接化学发光（吖啶酯），可以为客户提供高端免疫产品，将会拉动化学发光产品业务更快速增长，进一步扩大核心产品的竞争优势。

风险提示：行业竞争加剧的风险；并购整合不达预期的风险；产品质量导致的潜在风险；技术创新与技术泄密的风险等。

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2018年公司收入拆分



万孚生物：行业景气度高，POCT领先企业强者恒强

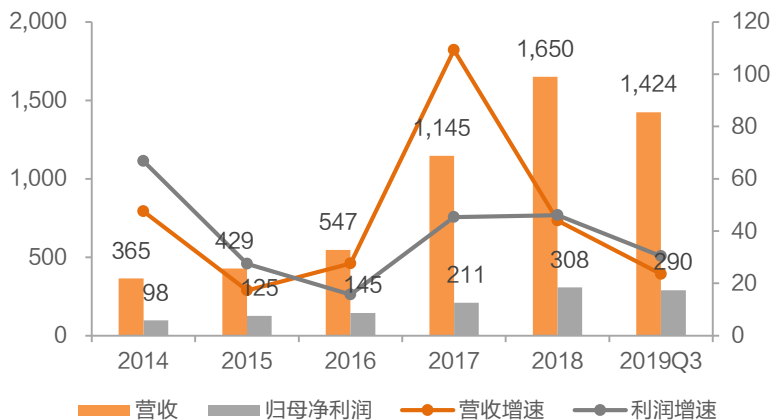
✓ 核心优势：

1、专注于POCT领域：万孚自成立以来专注于POCT领域，目前已经具备了较为丰富的产品线，未来公司将聚焦在糖尿病、心脑血管病、呼吸道病三类慢性疾病的诊断、控制到反馈的全过程个人慢性病健康管理产业。

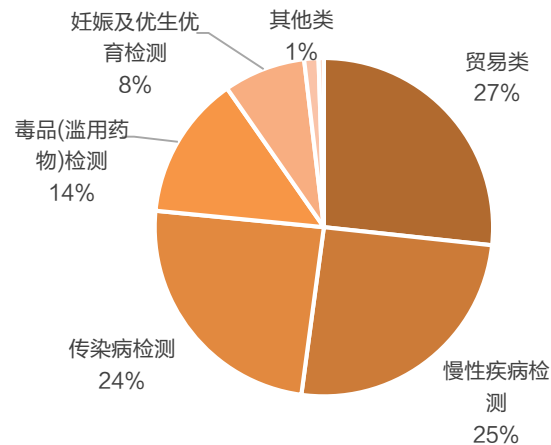
2、海内外市场齐发力：在国外市场中公司主要业务在美洲，主要是由于美国子公司利用现有渠道，加强与现有客户的粘性，帮助客户共同开发下游市场，提升和增进市场服务能力。在国内市场，公司以华南地区为中心，2018年占比为22%，而西南和西北地区在崛起。

风险提示：新产品销售不及预期、研发不及预期、销售收入不及预期、汇率变动风险、政策变化风险等。

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2018年公司收入拆分



艾德生物：伴随诊断的领导者，引领药物使用走向精准医学

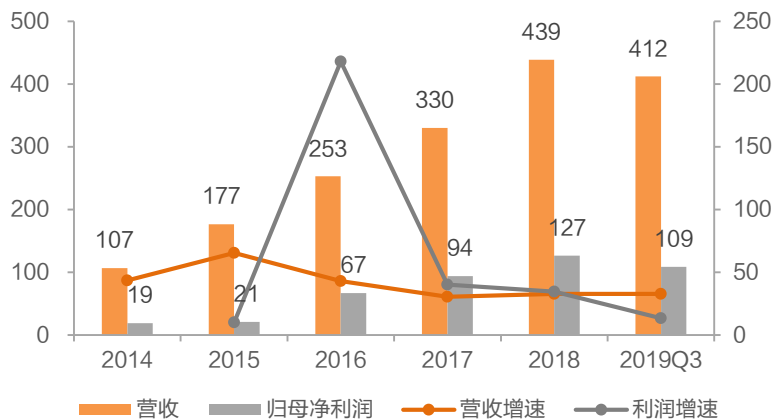
✓ 核心优势：

1、研发+渠道双协同：伴随诊断行业景气度高，未来随着靶向药的使用，行业持续发展驱动力强。艾德生物是国内伴随诊断行业龙头企业，核心竞争力强，技术领先竞争对手，PCR领域基本实现进口替代，200多人的直销团队，牢牢卡位核心肿瘤医院，研发+渠道双协同，充分享受行业红利。

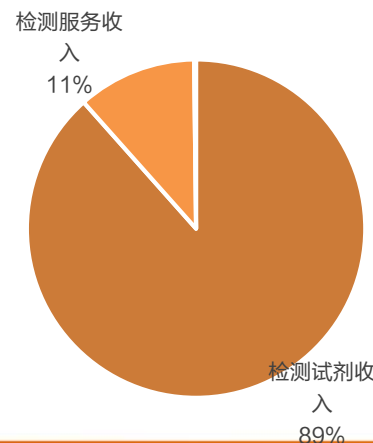
2、发展思路清晰：公司肺癌、结直肠癌产品保持渗透率和产品升级，还将继续保持稳健增长，新产品角度，重磅产品BRCA试剂盒和RET试剂盒（9个基因检测试剂盒，对应loxo药物）将形成产品梯队，中短期为公司业绩带来增量。中长期发展角度来看，艾德和海内外知名药厂保持紧密合作，通过临床合作，能够作为其伴随诊断试剂盒同步上市，先发优势明显，最大程度享受行业发展红利，同时艾德开始走向全球化，不再局限于国内市场，将会有更大的市场空间。

风险提示：收费目录降价风险、BRCA推广不及预期、loxo临床推进不及预期等

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2018年公司收入拆分



健帆生物：核心产品正处于发展黄金期，肝病领域有望迎头赶上

✓ 健帆业绩增长动力：

1、血液透析治疗患者每年15%的增速增长；2、进行血液灌流的渗透率提升；3、其他领域（比如肝病等）产品收入提升。

✓ 核心优势：

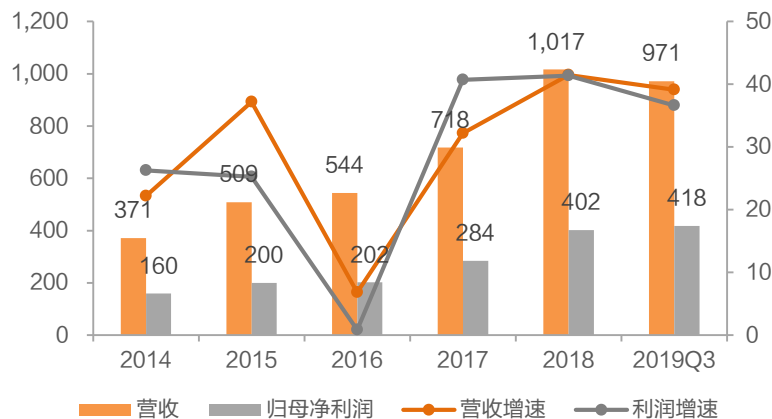
1、需求端，从医保基金、临床医生、患者的角度，采取血液灌流都能实现三方受益，需求端能够得到满足

2、供给端，独家专利技术，和国产比质量，和进口比性价比

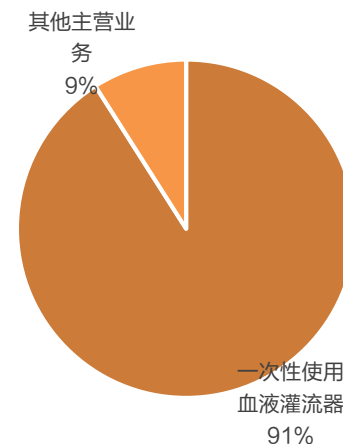
3、渠道优势，海内外都与院士级别学术泰斗合作，作为早期导入型产品，学术推广必不可少

风险提示：产品质量控制风险；产品结构单一风险；毛利率下降风险；技术泄密风险、竞争加剧、政策变动风险等

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2018年公司收入拆分



风险提示

- (1) 政策推进速度低于预期；
- (2) 研发创新进展低于预期；
- (3) 一致性评价进展低于预期；
- (4) 消费需求推进与潜力挖掘进展低于预期；
- (5) 医保压力导致药品和器械降价；
- (6) 药品和器械短期量升不达预期；
- (7) 黑天鹅导致板块下跌等风险；
- (8) 企业经营质量管理风险。

天风医药团队成员简介

郑薇：中国科学技术大学&中科院广州生物医药与健康研究院，生物化学与分子生物学硕士，毕业后在国内最大医疗器械公司—深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司工作5年（研发+战略）。2015年10月加入华泰证券，现就职于天风证券，熟悉医疗器械板块，涉及体外诊断、血糖、影像、血透、体检等行业。2017年作为团队核心成员入围新财富。SAC执业证书编号：S1110517110003。

杨焯辉：中山大学硕士，曾就职于江中药业研发部，默沙东市场销售部，招商证券、华泰证券研究所，2016年加盟天风证券。有超过8年的医药行业从业+投资研究工作经验，作为团队成员参评获得2011年新财富第三名，2012年新财富第四名，2013年新财富入围，2014年新财富第二名，2017年带队参评新财富入围。SAC执业证书编号：S1110516080003。

潘海洋：南开大学金融学硕士，天津大学生物工程学士。曾就职于华泰证券研究所，任医药生物行业研究员。覆盖化药，中药，部分生物药领域，深入研究招标趋势，蛋白产业链。SAC执业证书编号：S1110517080006。

李扬：香港中文大学生物信息学硕士，华南理工大学生物工程学士，2017年11月加入天风证券，曾就职于华大基因，先后在研发部和产品部分别负责生物信息流程开发和遗传咨询工作，目前主要研究医疗器械板块，在基因检测领域研究较为深入。

李沙：东北师范大学硕士/哈尔滨工业大学生物工程学士，2018年1月加入天风证券，曾就职于或辉基金，主要从事大健康、消费、环保等领域投研工作，目前主要负责医药商业板块研究，对药品流通与零售行业较为熟悉。

赵楠：中国药科大学药学硕士，沈阳药科大学制药工程学士，南京大学管理学学士，通过CFA一级，2019年3月加入天风证券，曾就职于恒瑞医药，主要从事肿瘤创新药研发，导师为恒瑞全球研发负责人，目前主要研究创新药领域，身处医药行业多年对产业理解较为深入。

赵雅韵：西安交通大学分析化学硕士/制药工程学士，硕士期间主要研究磁性纳米分子印迹聚合物在分析分离、药物靶向方面的应用。2019年7月加入天风证券，目前主要研究血制品领域。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS