

行业定期策略

医药生物

医改政策加速推进，行业创新提速

2021年01月05日

评级 同步大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
医药生物	3.39	4.56	51.06
沪深300	3.98	14.83	27.09

李侃

执业证书编号: S0530519110001  
likan@cfzq.com

王绍玲

执业证书编号: S0530519070003  
wangsl1@cfzq.com

分析师

0731-84779554

分析师

0731-89955751

重点股票	2019A		2020E		2021E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
恒瑞医药	1.00	94.41	1.28	73.80	1.77	53.62	推荐
迈瑞医疗	3.85	112.70	5.26	82.49	7.33	59.19	谨慎推荐
药明康德	0.76	180.41	1.22	112.39	1.46	93.91	推荐
泰格医药	1.12	148.95	1.46	114.26	1.90	87.80	推荐
凯莱英	2.39	124.65	3.14	94.88	4.35	68.49	谨慎推荐
大参林	1.07	71.95	1.46	52.73	1.89	40.74	推荐
通策医疗	1.44	186.11	1.61	166.46	2.57	104.28	推荐

资料来源：财信证券

投资要点：

- 行情回顾。今年受新冠肺炎疫情影响，医药生物板块上半年接力2019年上涨行情持续走牛，板块整体估值持续抬升，估值出现一定泡沫化，但是随着国内经济好转，叠加医改政策提速，医药生物板块的投资性价比有所下降，板块整体性上涨行情告一段落，进入估值消化阶段，其中优质细分领域的龙头公司股价持续创新高，而其他公司股价均出现了不同程度回调，行情相对比较分化。
- 投资策略。回归业绩层面，医药生物行业整体业绩持续环比改善，企业业绩分化程度不断加剧；需求端，老龄化加速、消费升级叠加我国庞大人口基数带来的市场增量仍保持快速增长；供给端，医药生物产业工程师红利成为推动产业升级的核心力量。未来一段时期内国产创新药平民定价、高可及性可能会成为其兑现业绩主要模式，但是随着全国经济的进一步发展，我们认为这种情况有望改善。集采背景下，原来以医院端为主的就医习惯受到冲击，新的就医生态正在形成，民营医疗进入快速发展期，连锁药店服务丰富度不断提升、互联网就医问诊蓬勃兴起。我们对医药生物板块维持“同步大市”评级，建议关注：（1）目前创新产业链依然处于高景气度，但是已然开始出现分化，差异化竞争与商业能力成为市场考虑的重点，建议关注创新平台型企业如恒瑞医药以及研发外包服务领域龙头药明康德、泰格医药、凯莱英等。（2）后新冠疫情时代，医疗硬件补短板成为医疗器械行业新的业绩推动力，同时高值耗材集采政策稳步推进又对企业创新能力以及新业务拓展能力提出新的挑战，建议关注龙头企业迈瑞医疗、万孚生物、圣湘生物。（3）药店处方外流逻辑在未来几年内将逐步兑现，龙头企业具备承接处方外流的能力，建议关注大参林、益丰药房。（4）医疗服务民营化的趋势下，已经具有竞争力的眼科、口腔等领域将率先突围，建议关注爱尔眼科，通策医疗；DIP/DRGs政策的推行，医院检验外包是趋势，建议关注第三方医学检验龙头金域医学。
- 风险提示：业绩增长放缓，商誉减值，产品降价，新政策推进过快。

## 内容目录

<b>1 行情表现</b> .....	<b>4</b>
1.1 医药生物板块行情表现强于大盘，医疗服务板块领涨.....	4
1.2 板块估值处于历史较高水平.....	5
<b>2 行业整体业绩受疫情影响先低后高，呈稳步恢复态势</b> .....	<b>6</b>
2.1 医药制造行业进入稳增长时代，医疗终端药品增速持续放缓.....	6
2.2 上市公司业绩先抑后扬，子板块业绩进一步分化.....	7
<b>3 投资策略：政策加码推动创新提速，平台型公司持续受益</b> .....	<b>9</b>
3.1 国家医保局引导医改方向，疫情无法扰动医改政策推进速度.....	10
3.2 创新药可及性，药品降价压力长期存在.....	10
3.3 生物药创新升级，差异化竞争是关键.....	11
3.4 仿制药集采常态化，整体市场规模快速萎缩.....	15
3.5 高值耗材集采正式落地，平台型企业受影响相对较小.....	16
3.6 创新热潮下利好 CXO.....	18
3.7 药店渠道属性凸显，重视线下流量.....	24
3.8 医疗服务：民营医疗连锁化的趋势更加明显.....	27
<b>4 投资策略</b> .....	<b>29</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>29</b>

## 图表目录

图 1：医药生物板块跑赢主要指数.....	4
图 2：2020 年 1-12 月份医药生物板块各月涨跌幅.....	4
图 3：2020 年 1 月-12 月医药生物子板块涨跌幅.....	5
图 4：2018-2020 板块市值及前十大公司市值占比.....	5
图 5：医药生物行业历史 PE（TTM）与估值溢价走势.....	6
图 6：医药生物子板块市盈率.....	6
图 7：2014-2019 年医药制造业营收.....	7
图 8：2014-2019 年医药制造业利润总额.....	7
图 9：2020 年 1-9 月全国医院销售表现.....	7
图 10：2016-2020 年 06 月医疗机构总诊疗人次.....	7
图 11：2017-2020Q3 医药生物板块营收及增速.....	8
图 12：2017-2020Q3 医药生物板块净利润及增速.....	8
图 13：2017-2020Q3 医药生物板块盈利能力.....	8
图 14：2017-2020Q3 医药生物板块费用率.....	8
图 15：2017-2020 年 9 月医药生物子板块营收增速.....	9
图 16：2017-2020 年 9 月医药生物子板块净利润增速.....	9
图 17：2018 年国家医疗保障局成立.....	10
图 18：2020 年重要医改政策.....	10
图 19：2016-2019 年化学药创新药注册申请受理情况.....	11
图 20：2016-2019 年各类药品注册申请受理情况.....	11
图 21：2016-2020 年国家医保药品目录谈判统计.....	11
图 22：2015-2030E 全球及中国生物药市场规模（十亿美元）.....	12
图 23：抗体药不同研发靶点占比（截止 2019 年 9 月）.....	12

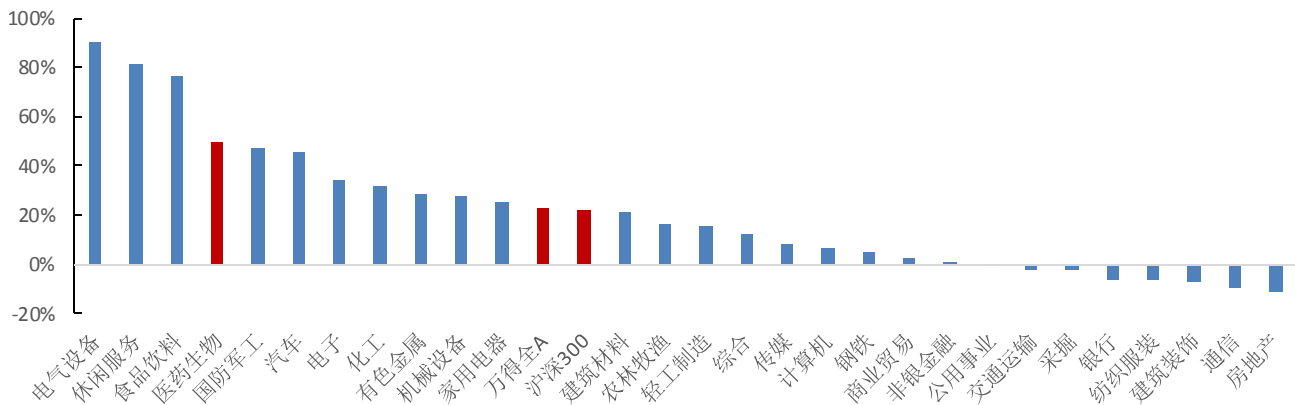
图 24: Keytruda 历年治疗费用 (元) .....	13
图 25: 双特异性抗体发展历史 .....	13
图 26: 全球双抗药物临床研究进展 (截止 2019 年 9 月) .....	14
图 27: 中国双抗市场排名前十靶点在研药物数量 (截止 2020 年 8 月) .....	14
图 28: ADC 药物结构 .....	15
图 29: 截止 2020 年 9 月已上市 ADC 药物 .....	15
图 30: CXO 产业伴随药品整个生命周期 .....	18
图 31: 药物发现的基本流程 .....	18
图 32: 临床前研究是多学科的融合 .....	19
图 33: 全球各阶段 CRO 市场规模及预测 (单位: 十亿美元) .....	21
图 34: 中国 CRO 细分市场规模 (十亿美元) .....	21
图 35: 新药研发回报率逐步降低 .....	22
图 36: 亚太地区具有较多的天然优势 .....	22
图 37: 中国临床试验成本较低 .....	22
图 38: 2019 年国内主要 CRO/CDMO 企业海内外收入 (单位: 亿元) .....	23
图 39: 2019 年国内主要 CRO/CDMO 企业海内外收入占比 .....	23
图 40: 2019 年国内主要 CRO/CDMO 企业国内外业务同比增速 (%) .....	23
图 41: 2020 年 Q3 开始, PE/VC 融资恢复正增长 .....	24
图 42: 我国零售药店的连锁化率逐年提高 .....	25
图 43: 2020 年 1-8 月不同规模零售药店销售额增速 .....	25
图 44: 2015-2019 年我国药品市场规模 .....	26
图 45: 全国药品终端市场渠道构成及表现 .....	26
图 46: 全国样本医院销售规模及同比增速 .....	26
图 47: 全国零售终端季度销售规模及同比增速 .....	26
图 48: 2020 年前三季度零售药店大类分类销售情况 .....	27
图 49: 零售药店处方药和非处方药季度销售规模趋势 .....	27
图 50: 专利药销售情况 (单位: 亿元) .....	27
图 51: PD-1/PD-L1 销售情况 (单位: 亿元) .....	27
图 52: 眼科医疗服务市场规模 (亿元) .....	28
图 53: 2008-2019 中国口腔医疗市场规模 .....	28
表 1: 高值耗材采购政策文件 .....	16
表 2: 国家冠脉支架集采中选结果 .....	17

## 1 行情表现

### 1.1 医药生物板块行情表现强于大盘，医疗服务板块领涨

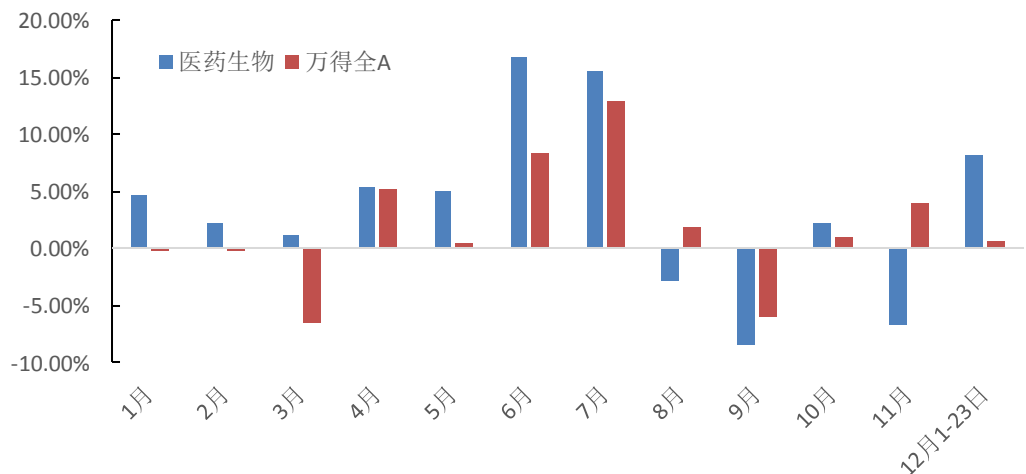
医药生物板块年初至今行情表现强于市场主要指数，截止至 12 月 23 日，医药生物板块累计上涨 49.36%，万得全 A 指数上涨 22.57%，沪深 300 指数上涨 22.23%，医药生物板块跑赢万得全 A 指数 26.78 个百分点，跑赢沪深 300 指数 27.13 个百分点，排在 28 个申万一级行业中第 4 位。分月份来看，医药生物板块涨跌节奏与整体市场基本一致，只有 11 月份医药生物板块指数明显跑输万得全 A 指数，全年来看，板块上涨主要来自 6、7、12 月份，分别上涨 16.88%、15.62%、8.26%。

图 1：医药生物板块跑赢主要指数



资料来源：wind，财信证券

图 2：2020 年 1-12 月份医药生物板块各月涨跌幅

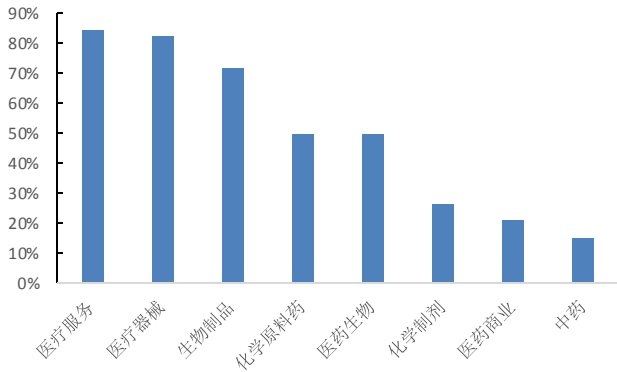


资料来源：wind，财信证券

分子板块来看，对比去年行情表现，医疗服务板块涨幅依然居首位，年初至今累计上涨 84.66%，医疗器械与生物制品板块受益新冠疫情，分别上涨 82.56%、71.50%，其次

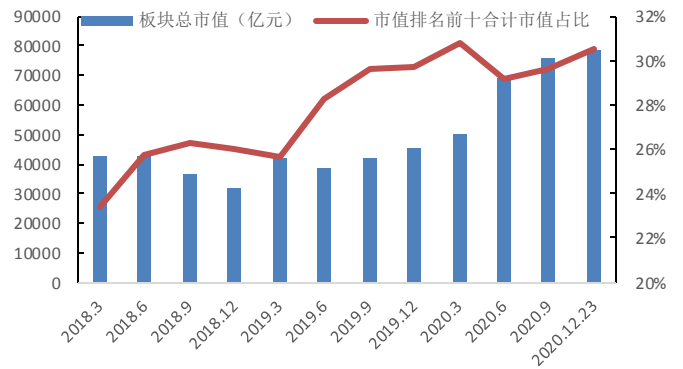
是化学原料药与化学制剂，分别上涨 49.68%、26.44%，而医药商业与中药板块表现依然最弱，分别仅上涨 21.08%、14.69%，明显跑输板块指数。个股行情统计结果显示，医药生物板块（不含 2020 年上市新股）个股平均涨幅 35.62%，涨幅中位数 14.89%，其中疫情受益股英科医疗涨幅居首，累计上涨 1381.63%。

图 3：2020 年 1 月-12 月医药生物子板块涨跌幅



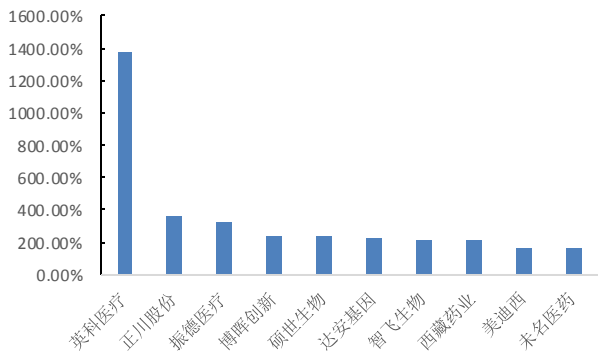
资料来源：wind，财信证券

图 4：2018-2020 板块市值及前十大公司市值占比



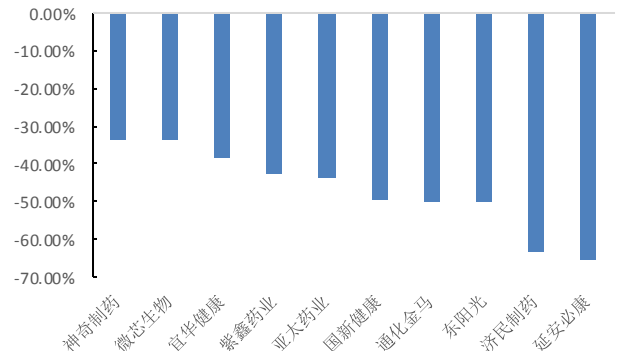
资料来源：wind，财信证券

图 5：2020 年 1 月-12 月医药生物个股涨幅 TOP10



资料来源：wind，财信证券

图 6：2020 年 1 月-12 月医药生物个股跌幅 TOP10

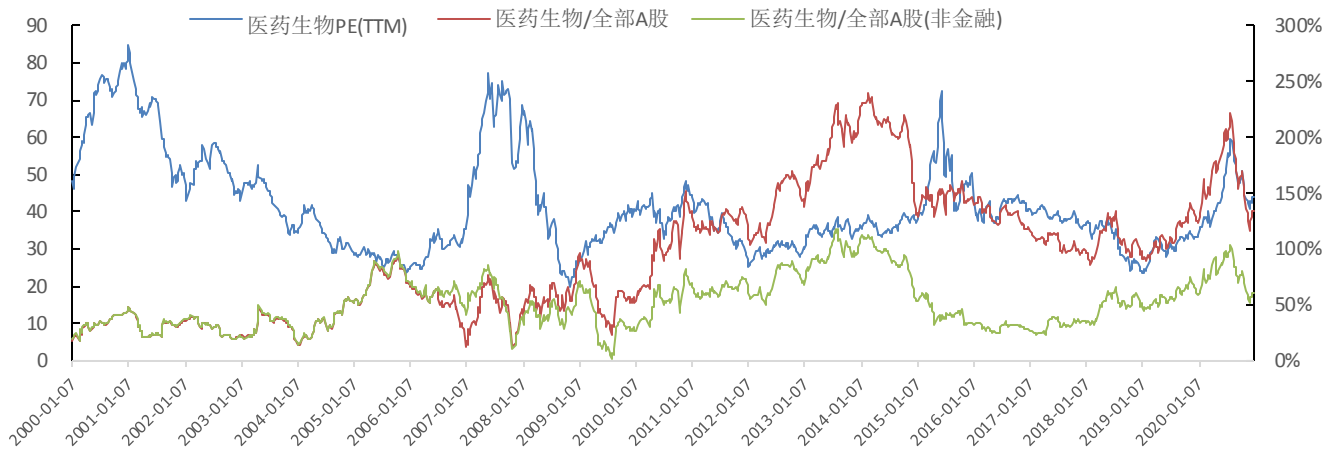


资料来源：wind，财信证券

## 1.2 板块估值处于历史较高水平

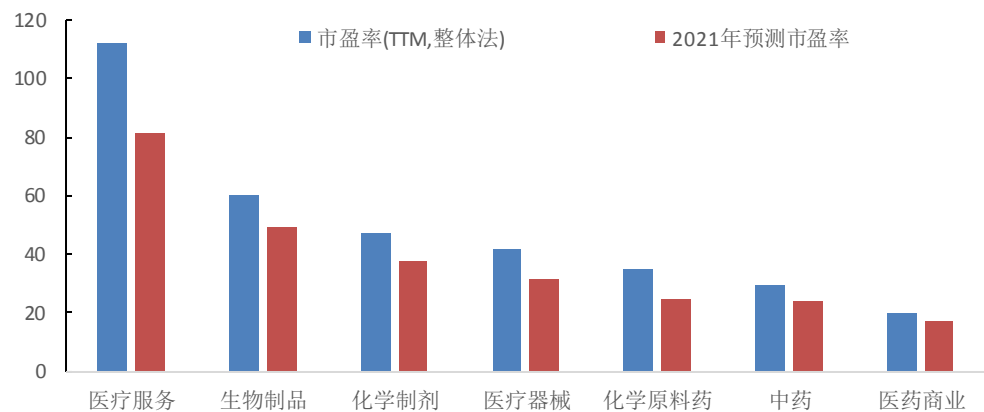
医药生物行业目前 PE (TTM) 估值为 44.25 倍 (数据截止 2020 年 12 月 23 日)，居 2000 年以来历史估值 71.50% 的分位，估值处于历史较高水平区间。从估值溢价来看，医药生物行业相对于全部 A 股以及剔除金融股后全部 A 股的估值溢价分别为 134.67% 和 60.24%。子板块估值水平延续此前趋势，医疗服务板块与生物制品板块的估值始终处于较高水平，而中药与医药商业板块全年估值一直处理较低水平，这与行业发展阶段呈正相关。

图 5：医药生物行业历史 PE (TTM) 与估值溢价走势



资料来源：wind，财信证券

图 6：医药生物子板块市盈率



资料来源：wind，财信证券

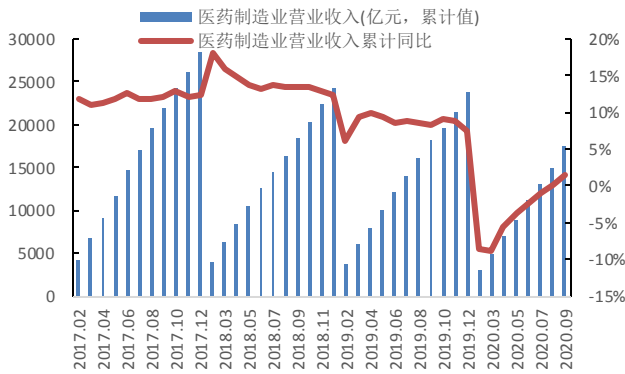
## 2 行业整体业绩受疫情影响先低后高，呈稳步恢复态势

### 2.1 医药制造行业进入稳增长时代，医疗终端药品增速持续放缓

2020 年年初受新冠肺炎疫情疫情影响，我国医药行业市场增速急速下滑，医药制造业营业收入与利润总额增速创下历史新低，而随着疫情得到有效控制，医药制造业整体业绩逐月改善，2020 年 1-9 月医药制造业营业收入总额为 17470.20 亿元，同比增长 1.60%，医药制造业利润总额为 2504.9 亿元，同比增长 8.20%。行业收入下降主要受医院终端诊疗人次大幅下降影响，根据国家卫健委统计，今年一季度全国公立医院诊疗人次 5.13 亿人次，仅为上年同期的 69.52%，其中单 2 月份的诊疗人次为 1.04 亿人次，仅为上年同期的 50.58%；随着国内疫情的有效控制，公立医院第二季度诊疗人次快速恢复至 6.81 亿人次，达到上年同期的 84.48%，医药制造业业绩也逐步好转，但是受医改政策影响，短期

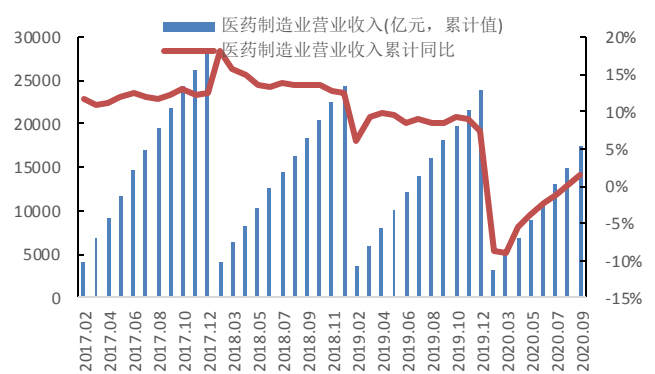
医药制造业营收增速依然将保持低位增速。

图 7：2014-2019 年医药制造业营收



资料来源：wind，财信证券

图 8：2014-2019 年医药制造业利润总额



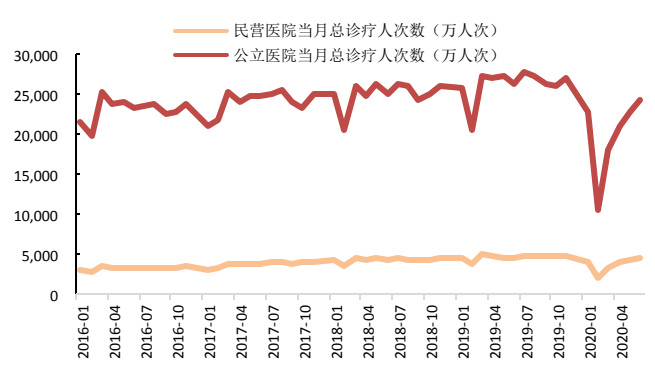
资料来源：wind，财信证券

图 9：2020 年 1-9 月全国医院销售表现

	销售规模 (亿元)	同比增速	销售占比
全国医院总体	6559	-13.30%	100%
三级医院	4530	-12.30%	69%
其中：化学药	3940	-10.50%	60%
中成药	591	-22.40%	9%
二级医院	2028	-15.60%	31%
其中：化学药	1693	-14.20%	26%
中成药	335	-22.20%	5%

资料来源：中康 CMH，财信证券

图 10：2016-2020 年 06 月医疗机构总诊疗人次数



资料来源：wind，财信证券

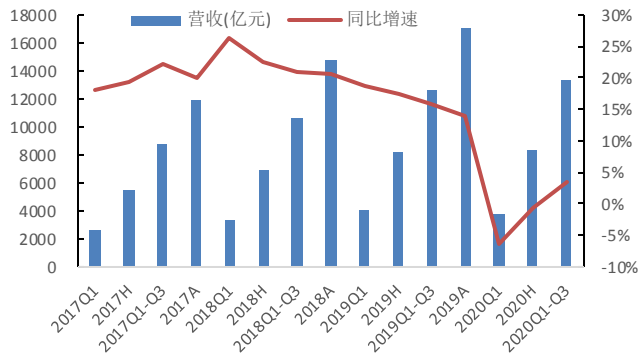
## 2.2 上市公司业绩先抑后扬，子板块业绩进一步分化

2020Q1~Q3 板块实现营收 13311.08 亿元，同比增长 3.59%，增速较上年同期减少 12.22 个百分点，归母净利润 1336.89 亿元，同比增长 24.94%，增速较上年同期增加 16.34 个百分点，扣非归母净利润 1165.91 亿元，同比增长 25.34% 增速较上年同期提升 18.34 个百分点。其中，2020Q3 单季度医药生物板块实现收入 4918.35 亿元，同比增长 11.98%，增速环比提升 7.51 个百分点；净利润 509.18 亿元，同比增长 54.55%，增速环比提升 16.57 个百分点，扣非净利润 444.34 亿元，同比增长 56.20%，增速环比提升 21.61 个百分点。整个板块净利润增速明显好于营收，主要受益于医疗器械板块中新冠疫情受益产业链带来的业绩增量。

2020Q1-Q3 期间，医药生物板块整体毛利率为 35.48%，较上年同期增加 0.99 个百分点；整体净利润率 10.04%，较上年同期增加 1.95 个百分点；销售费用率 14.90%，较上年同期减少 1.46 个百分点；管理费用率 7.69%，较上年同期增加 0.66 个百分点；财务

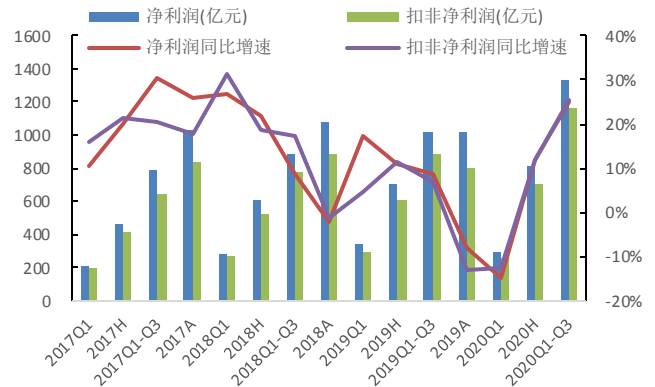
费用率 1.04%，与上年同期持平。

图 11：2017-2020Q3 医药生物板块营收及增速



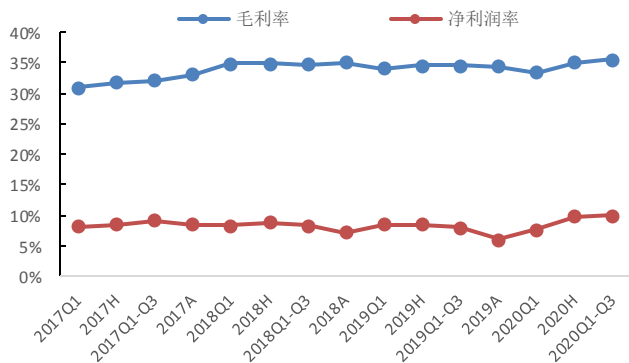
资料来源：wind，财信证券

图 12：2017-2020Q3 医药生物板块净利润及增速



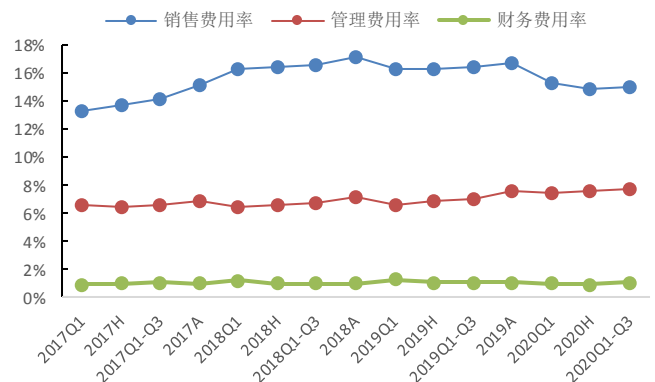
资料来源：wind，财信证券

图 13：2017-2020Q3 医药生物板块盈利能力



资料来源：wind，财信证券

图 14：2017-2020Q3 医药生物板块费用率



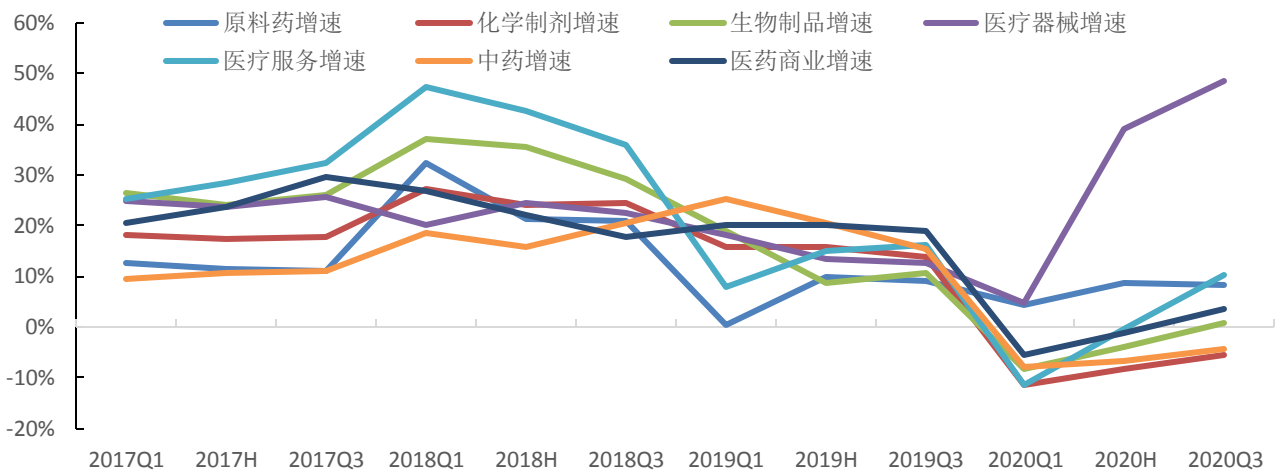
资料来源：wind，财信证券

分板块来看，医疗器械板块前三季度实现收入 1387.47 亿元，同比增长 48.42%，实现净利润 396 亿元，同比增长 123.27%，受益海外疫情的持续发酵，相关产业链（呼吸机、监护仪、检测试剂、手套及防护服）全年业绩有望保持快速增长；医疗服务板块实现收入 494.12 亿元，同比增长 10.37%，实现净利润 65.37 亿元，同比增长 24.45%，主要受益于子领域 CXO(包括 CRO 与 CMO)业绩持续快速增长及民营医疗业务快速回暖，CXO（10 家公司）前三季度实现收入 256 亿元，同比+28%，归母净利润 58 亿元，同比 64.5%；原料药板块受疫情影响较小，实现收入 633.18 亿元，同比增长 8.42%，实现净利润 113.71 亿元，同比增长 16.85%，原料药板块的业绩表现受产品价格波动影响，今年部分特色原料药价格见顶回落，导致板块业绩表现平平；生物制品实现收入 898.25 亿元，同比增长 0.91%，实现净利润 158.12 亿元，同比增长 23.57%，主要受益于疫苗相关公司在疫情刺激性快速回暖，部分疫苗大品种（如肺炎疫苗，HPV 疫苗等）均实现了高增长，疫苗公司前三季度实现收入 148.68 亿元，同比增长 42.39%，实现净利润 35.15 亿元，同比增长 44.65%，而血制品公司业绩恢复速度较慢，前三季度血制品公司实现收入 110.05



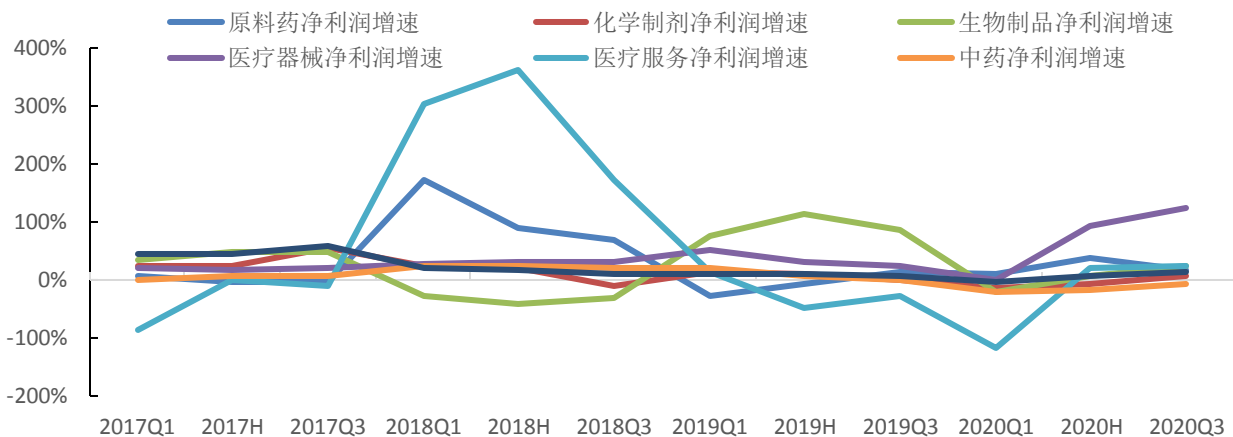
亿元，同比增长 6.33%，实现净利润 30.05 亿元，同比增长 15.95%；化学制剂板块实现收入 2291.17 亿元，同比减少 5.34%，实现净利润 228.78 亿元，同比增长 4.51%，板块实现弱复苏态势，主要是受下游医疗机构就诊人数恢复较慢以及仿制药集采政策加快影响，仅有部分龙头公司业绩恢复较快；中药板块实现收入 2189.98 亿元，同比减少 4.48%，实现净利润 231.67%，同比减少 6.23%，虽然较前两个季度业绩有所好转，但是仍未恢复到上年同期水平；医药商业板块实现收入 5416.91 亿元，同比增长 3.40%，实现净利润 143.24 亿元，同比增长 12.79%，其中零售连锁药店保持高成长性，四家连锁药房前三季度实现收入 393 亿元，同比+25%，实现归母净利润 25.5 亿元，同比+37%；除去药店公司外，医药流通公司前三季度共计实现收入 5024.04 亿元，同比增长 2.03%，实现净利润 117.75 亿元，同比增长 8.56%。

图 15：2017-2020 年 9 月医药生物子板块营收增速



资料来源：wind，财信证券

图 16：2017-2020 年 9 月医药生物子板块净利润增速



资料来源：wind，财信证券

### 3 投资策略：政策加码推动创新提速，平台型公司持续受益

### 3.1 国家医保局引导医改方向，疫情无法扰动医改政策推进速度

2018年5月31日，国家医保局正式挂牌成立，将人力资源和社会保障部的城镇职工和城镇居民基本医疗保险、生育保险职责，国家卫生和计划生育委员会的新型农村合作医疗职责，国家发展和改革委员会的药品和医疗服务价格管理职责，民政部的医疗救助职责整合到国家医保局。国家医保局成立之后，医改政策从点到面不断推陈出新，稳步引导医药生物产业发展趋势，已成为医疗改革与产业升级的引路人。

图 17：2018 年国家医疗保障局成立



资料来源：健识局，财信证券

图 18：2020 年重要医改政策

医药	医疗	医保
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 法律法规：药品注册管理办法、药品生产监督管理办法；</li> <li>➢ 注册审批：上市许可持有人、ICL指导原则、专利纠纷、真实世界研究、临床急需境外新药，注册管理配套政策；</li> <li>➢ 监督管理：医药代表备案管理、网络售药、反垄断、药品零售；</li> <li>➢ 质量监管：药品追溯、不良反应监测、召回管理等。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 抗疫防疫：诊疗方案、防控指南、核酸检测等；</li> <li>➢ 互联网医疗：互联网医院、互联网诊疗；</li> <li>➢ 罕见病：诊疗协作网</li> <li>➢ 临床路径：2019年版有关病种临床路径；</li> <li>➢ 合理用药：基药、抗菌药、抗肿瘤药、国采药品；</li> <li>➢ 分级诊疗：紧密医共体建设、国家医学中心、国家区域医疗中心、家庭医生、社会办医、基层建设等；</li> <li>➢ 公立医院绩效考核。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2020年医保目录调整；</li> <li>➢ 省级增补剔除；</li> <li>➢ 医保支付方式改革：DRG试点、DIP试点、总额预付；</li> <li>➢ 医保定点管理：医疗机构、零售药店；</li> <li>➢ 医药价格和招采信用评价体系建立；</li> <li>➢ 医保信息化建设：医保业务编码、电子医保卡；</li> <li>➢ 医疗保障：基本医疗保险、门诊共济保障、大病、长护险；</li> <li>➢ 疫情保障：报销、减征、支持互联网医疗；</li> <li>➢ 基金监管：打击骗保、违规查处。</li> </ul>

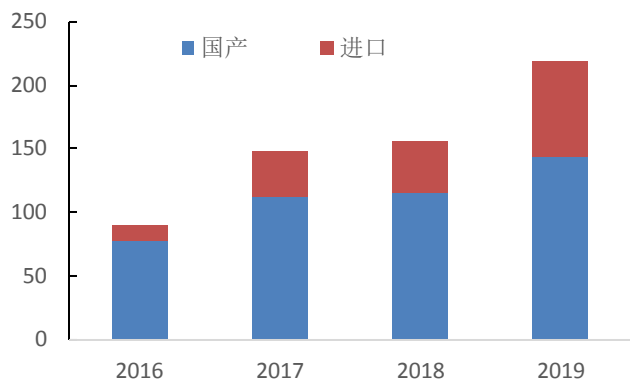
资料来源：易联阳光信息，财信证券

### 3.2 创新药可及性，药品降价压力长期存在

我国创新药数量快速增长，医保目录调整提速。我国创新药在审评制度完善后，药品上市速度明显加快，根据《2019年度药品审评报告》统计，药审中心受理1类创新药

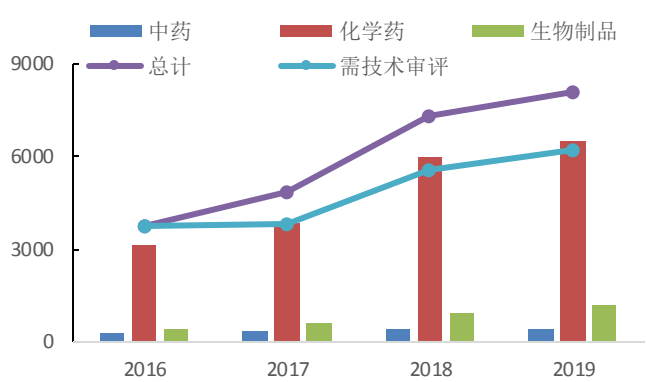
注册申请共 700 件（319 个品种）（化学药的品种数以活性成分统计，中药和生物制品的品种数均以药品通用名称统计，下同），品种数较 2018 年增长了 20.8%。

图 19：2016-2019 年化学药创新药注册申请受理情况



资料来源：CDE，财信证券

图 20：2016-2019 年各类药品注册申请受理情况



资料来源：CDE，财信证券

**医保目录调整规则升级，药品经济性成主要标准。**2020 年 8 月 3 日，国家医保局起草了《2020 年国家医保药品目录调整工作方案（征求意见稿）》，此次医保目录调整工作分为准备、企业申报、专家评审、谈判和竞价、公布结果 5 个阶段，近期医保局公布调整结果，共对 162 种药品进行了谈判，119 种谈判成功，谈判成功率为 73.46%，谈判成功的药品平均降价 50.64%。与以往不同的是，此次调整首次对目录内 14 种独家品种进行降价谈判，平均降价 43.46%。此次医保目录调整规则变动，将药物经济性作为比较重要的指标，未来随着大量创新药的上市以及临床适应证拓展，药品目录将持续动态调整，部分药品因性价比不够突出而不得不以价换量或者退出医保目录。

图 21：2016-2020 年国家医保药品目录谈判统计

年份	主导部门	谈判品种数量	谈判成功数量	成功率	平均降幅
2016	卫计委	5	3	60.00%	58.60%
2017	人社部	44	36	81.82%	44.00%
2018	医保局	18	17	94.44%	56.70%
2019	医保局	150	97 (70个新增, 27个续约)	65.00%	60.70 (新增) 26.40% (续约)
2020	医保局	162	119 (目录外96种, 目录内23种)	73.46%	50.64%

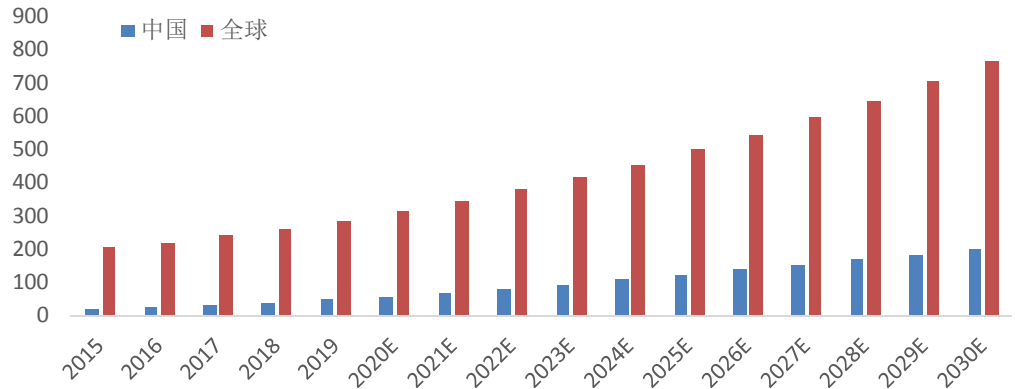
资料来源：医药魔方，财信证券

### 3.3 生物药创新升级，差异化竞争是关键

**全球生物药快速发展，我国生物药齐头并进。**近几年来，受市场需求增长、技术进步及新一代产品收入增长的推动，全球生物药市场增长迅速，预计全球生物药市场预期由 2019 年 2864 亿美元增长至 2030 年的 7680 亿美元，而伴随着我国药品审评审批提速，

我国生物药进入黄金期，目前我国生物药市场的增长速度超过全球生物药市场，2019年我国生物药市场总销售额为480亿美元，预计2030年有望达到2004亿美元。

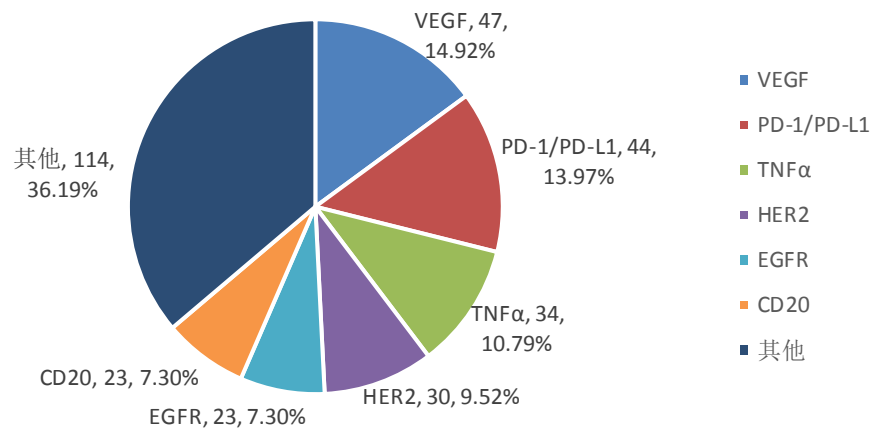
图 22：2015-2030E 全球及中国生物药市场规模（十亿美元）



资料来源：荣昌生物招股书，财信证券

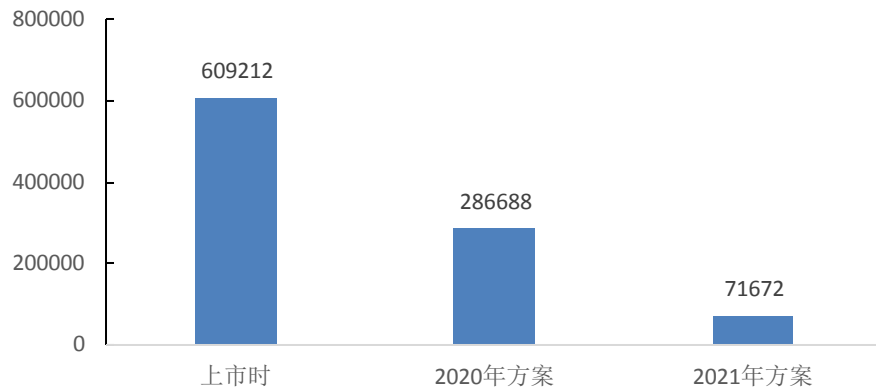
**单抗药物研发竞争激烈，产品降价压力凸显。**虽然我国生物药正处于爆发初期，但是针对热门靶点的单抗研发竞争已然非常激烈，根据米内网统计，截至2019年9月，国内已有超过150家企业布局了311个抗体药物，其中以VEGF为靶点的有47个品种，以PD-1/PD-L1为靶点的有44个品种，针对VEGF、TNF $\alpha$ 、PD-1/P-L1、EGFR、HER2、CD20靶点药物占在研品种总数的63.69%。激烈竞争导致产品降价趋势非常明显，以PD-1/P-L1为例，目前国内共上市了8款药物，其中有4款国产药品，从价格趋势来看，进口产品价格与国产品种降价节奏基本保持同步，帕博利珠单抗年治疗费用已由上市初的609212元降至71672元，降幅达88%。

图 23：抗体药不同研发靶点占比（截止2019年9月）



资料来源：米内网，财信证券

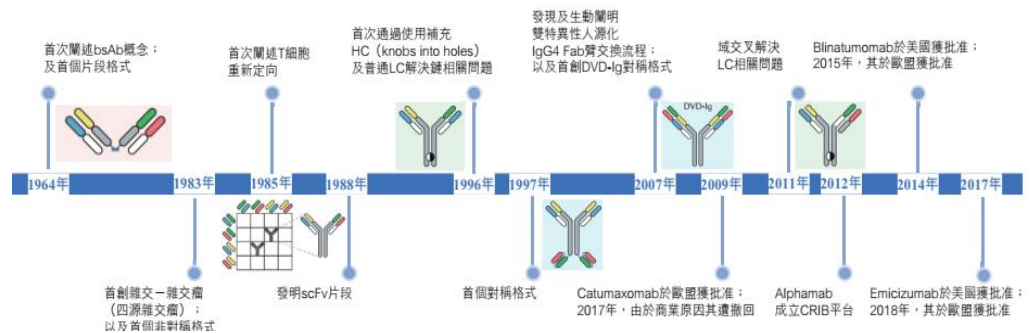
图 24: Keytruda 历年治疗费用 (元)



资料来源: 医药魔方, 财信证券

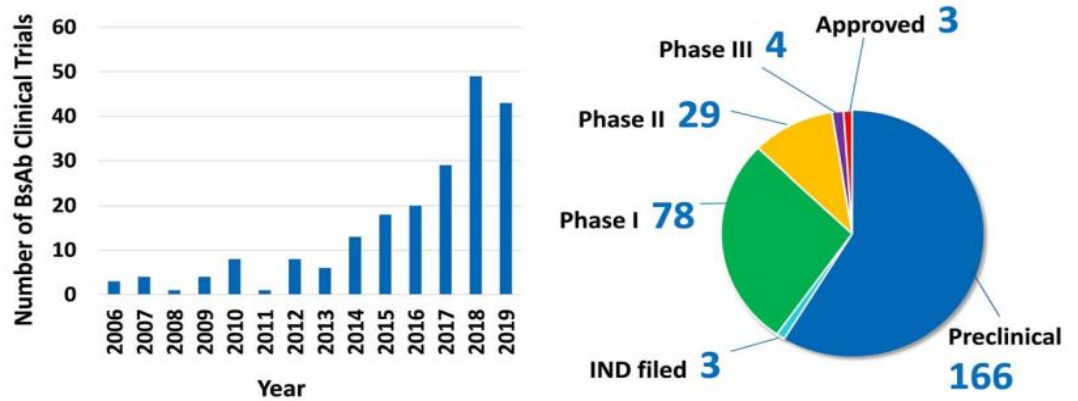
**双特异性抗体与 ADC 药物成为未来关注点。**双特异性抗体能够识别并特意结合两种抗原或表位, 从而能够同时阻断两种抗原/表位介导的生物学功能, 并有望诱导出过往单抗无法获得的潜在的优越生物学效应。双特异性抗体作为一种新的疗法, 首次于 2009 年推出, 此后十年肿瘤免疫学领域出现急速发展, 而双特异性抗体方面亦取得进展, 目前全球已上市的双抗只有 3 款, 分别是卡妥索单抗、博纳吐单抗、艾美赛珠单抗。除了潜在的成本效益、临床试验的简化以及在联合治疗中可简易使用之外, 具有免疫肿瘤靶点的双特异性抗体亦可以根据所选靶点和设定结构而取得额外的生物效益。

图 25: 双特异性抗体发展历史



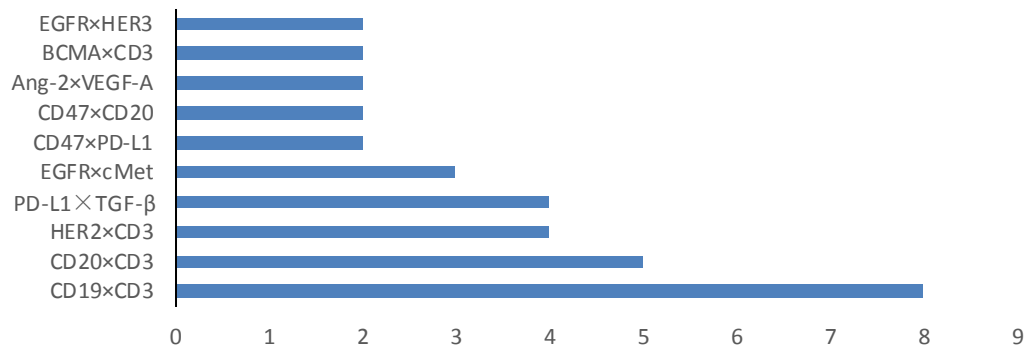
资料来源: 康宁杰瑞招股书, 财信证券

图 26：全球双抗药物临床研究进展（截止 2019 年 9 月）



资料来源：Antibody Therapeutics, doi:10.1093/abt/tbaa003, 财信证券

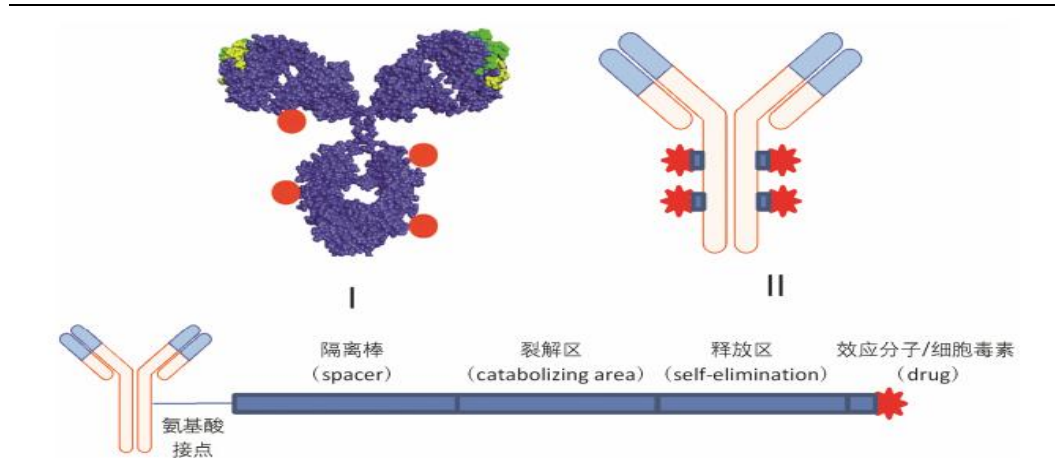
图 27：中国双抗市场排名前十靶点在研发药物数量（截止 2020 年 8 月）



资料来源：研发客, 财信证券

抗体药物偶联物 (antibody drug conjugate, ADC) 一种新型的肿瘤治疗方法, 是将单克隆抗体和高效细胞毒素有效结合到一起。ADC 包括抗体、接头 (linker) 和细胞毒素 (也经常称为效应分子) 三个组成部分。截止 2020 年 5 月, 美国 FDA 已经批准 9 种 ADC 药物, 其中 Kadcyla (通用名: ado-trastuzumab emtansine, T-DM1) 已被认为是一线治疗中接受曲妥珠单抗、帕妥珠单抗及紫杉醇治疗的 HER2 高表达转移性乳腺癌患者的标准二线疗法。

图 28：ADC 药物结构



资料来源：《设计新一代抗体药物偶联物》，财信证券

图 29：截止 2020 年 9 月已上市 ADC 药物

药品名称	研发机构	获批时间	靶点	批准适应症
cetuximab saratolacan	Rakuten Aspyrian	2020-09-25	EGFR	头颈部鳞状细胞癌
belantamab mafodotin	GSK, Seattle Genetics	2020-08-05	BCMA	多发性骨髓瘤
sacituzumab govitecan	Everest Medicines, Seattle Genetics, Gilead	2020-04-22	TROP2	三阴性乳腺癌
trastuzumab deruxtecan	Daiichi Sankyo, AstraZeneca	2019-12-20	HER2	HER2阳性乳腺癌,胃癌
enfortumab vedotin	Agensys, Seattle Genetics	2019-12-18	nectin-4	尿路上皮癌
polatuzumab vedotin	Roche, Seattle Genetics	2019-06-10	CD79b	三线及以上成年复发或难治性弥漫性大B细胞淋巴瘤
伊珠单抗奥唑米星	Pfizer, Celltech(UCB)	2017-06-28	CD22	急性淋巴细胞白血病
恩美曲妥珠单抗	ImmunoGen, Roche	2013-02-22	HER2	乳腺癌
维布妥昔单抗	Takeda, Seattle Genetics	2011-08-19	CD30	原发性皮肤间变性大细胞淋巴瘤, 血管免疫母细胞性T细胞淋巴瘤, 蕈样肉芽肿, 外周T细胞淋巴瘤, 霍奇金淋巴瘤, 系统性间变性大细胞淋巴瘤
吉妥珠单抗奥唑米星	Pfizer	2000-05-17	CD33	成人新诊断CD33阳性急性髓细胞白血病; 成人和2岁以上儿童复发或难治性CD33阳性AML

资料来源：医药魔方，财信证券

### 3.4 仿制药集采常态化，整体市场规模快速萎缩

回顾 2018 年以来仿制药集采政策推进力度，我们认为未来仿制药集采的推进速度还将提速，并且推进形式可能是国家集采与地方集采同时推广，其中国家层面集采以通过一致性评价品种为主，而地方集采还将纳入未通过一致性评价的产品以及中成药。并且地方集采的降价幅度将不逊于国家集采。11 月 25 日，山东省药品集中带量采购正式开标，集中带量采购包含治疗心脑血管、肿瘤等疾病的 40 个药品，参与的企业有 368 家，涉及产品 1075 个，从中标结果来看，产品平均降价幅度达 60% 以上，最高降幅达 98.58%。

2021年，药品带量采购品种，可能会向注射剂、中成药、胰岛素等品种倾斜。

图 21：国内集采政策演变



资料来源：上海阳光采购网，财信证券

### 3.5 高值耗材集采正式落地，平台型企业受影响相对较小

高值耗材集采在经历了近1年半时间的酝酿，第一批冠脉支架集采在2020年11月初落地，中标产品价格大幅下降，首批国家集中带量采购的冠脉支架品种首年意向采购量超过107万支，占心脏支架市场规模的80%，涉及27个产品，节约医保资金超过100亿元。紧接着推出的第二批数据采集方案中，人工髋关节、人工膝关节、除颤器、封堵器、骨科材料、吻合器位列其中。相比药品，器械的产品迭代较快，研发周期短，主要以改进型的微创新为主，更加注重成熟技术的工程化、医学化应用。成熟的医疗器械不仅要求医生能够理解和应用，同时要具备相应的诊断和操作水平以确保产品的正确使用，因此，医疗器械的品牌护城河更深，除非新兴企业有颠覆性的产品和疗法，新进入者很难打破原有的竞争格局。与药品集采类似，器械集采的常态化时代也将到来，对于器械而言，由于涉及到医生的使用习惯和品类复杂等因素，集采的难度相对较大一些，整体推进速度相对药品可能较慢，但集采的趋势不会改变。

表 1：高值耗材采购政策文件

时间	部门	政策法规	文件内容
2019年5月29日	中央深改委	《关于治理高值医用耗材的改革方案》	中央全面深化改革委员会第八次会议召开并通过《关于治理高值医用耗材的改革方案》
2019年7月19日	国务院办公厅	《治理高值医用耗材改革方案的通知》	完善价格形成机制，明确以单价和资源消耗占比相对较高的高值医用耗材作为重点治理对象；完善分类集中采购办法，鼓励医疗机构联合开展带量谈判采购
2018年8月12日	国家医保局	《国家医疗保障局对十三届全国人大二次会议第6395号建议的答复》	建立耗材一致性评价机构，加强相关方面研究，完善评价机制，间接促进对一次性非植入高值耗材等费用增长的合理控制。
2019年9月17日	国家药监局	《关于做好第一批实施	按照风险程度和监管需要，确定部分有源植入



		医疗器械唯一标识工作有关事项的通告（征求意见稿）》	类、无源植入类等高风险第三类医疗器械作为第一批医疗器械唯一标识实施品种，对列入第一批实施产品目录的医疗器械，注册人应当按照时限要求有序开展唯一标识赋码、唯一标识注册系统提交、唯一标识数据库提交工作。
2019年12月2日	国家医保局	《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》	第一批医用耗材信息将纳入国家医保医用耗材分类与代码数据库，供各地医疗保障部门使用，耗材编码公示超过3万种医用耗材。
2020年6月8日	国家医保局	《基本医疗保险医用耗材管理暂行办法（征求意见稿）》	首个国家层面的医用耗材医保管理办法，将确定《基本医保医用耗材目录》
2020年7月3日	国家医保局	《国家组织冠脉支架集中带量采购方案（征求意见稿）》	以冠脉支架为切入点，探索国家组织高值医用耗材集中带量采购，推动规范化、常态化的高值医用耗材集中带量采购制度。
2020年11月3日		冠状支架集采开标	中标价格大幅下降，最低中标价469元，降幅超过96%
2020年11月20日	医药价格和招标采购指导中心	《国家医疗保障局全国高值耗材集中采购数据快速采集与价格监测实施方案》	第二批医用耗材清单主要包括：人工髋关节、人工膝关节、除颤器、封堵器、骨科材料、吻合器。

资料来源：国家医保局官网；国家卫健委官网；财信证券

**表 2：国家冠脉支架集采中选结果**

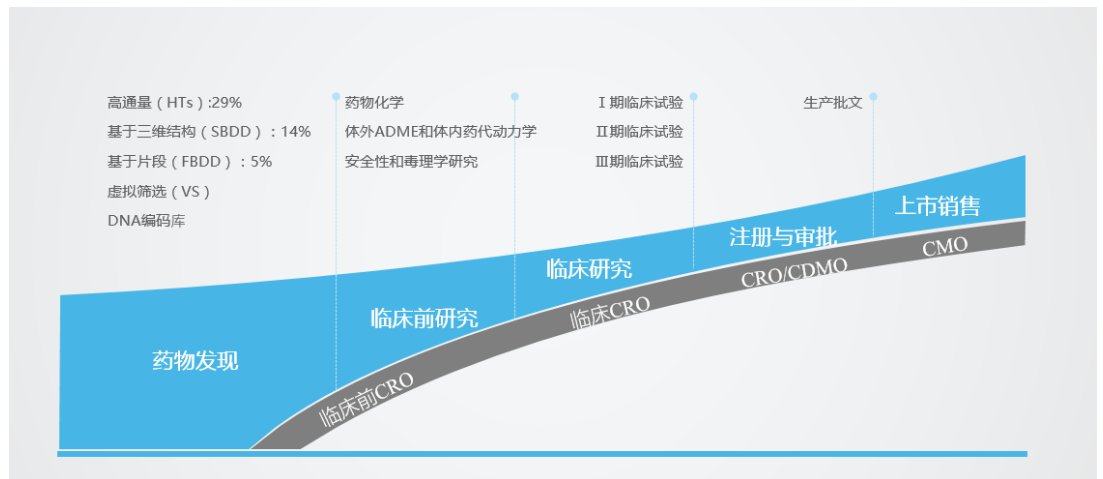
产品名称	商品名	企业名称	申报价	首先意向采购量（个）
药物涂层支架系统（雷帕霉素）	EXCROSSAL	山东吉威医疗制品有限公司	469	100690
药物洗脱冠脉支架系统	Tivoli	易生科技（北京）有限公司	549	41865
冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	Firebird2	上海微创医疗器械（集团）有限公司	590	247940
钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	GuReater	乐普（北京）医疗器械股份有限公司	645	120560
药物洗脱冠脉支架系统	Resolute	Medtronic Inc.	648	51667
冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	Firekingfisher	上海微创医疗器械（集团）有限公司	750	12176
药物支架系统	Helios	深圳市金瑞凯利生物科技有限公司	755	53441
铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	Promus PREMIER	Boston Scientific Corporation	776	59842
依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	PROMUS Element Plus	Boston Scientific Corporation	776	32251
冠状动脉钴铬合金可降解涂层雷帕霉素药物洗脱支架系统	NOYA	万瑞飞鸿（北京）医疗器材有限公司	798	9774

资料来源：天津市医药采购中心，医药魔方，财信证券

### 3.6 创新热潮下利好 CXO

**CXO 产业伴随药品整个生命周期。**药品研发的整个生命周期中，要经历药物发现，临床前研究，临床研究，注册与审批，上市销售等几个重要环节，CXO 公司在其中的各个阶段均扮演重要的角色，已经成为创新药诞生过程中必不可少的角色。

图 30：CXO 产业伴随药品整个生命周期



资料来源：《药物研发基本原理》，财信证券

**药物发现阶段要求走在科学技术的前沿。**依据关键节点和目标，可以把药物发现划分为靶标选择、靶标确证、苗头化合物的发现、先导化合物的发现、先导化合物的优化、候选化合物的发现几个阶段。靶标选择的目的是调研存在于人体或者寄生生物体内的潜在靶标，确证与相关疾病的关系，建立靶标的活性评价体系，评估筛选的可能性。靶标可以是蛋白质、蛋白质复合物或者 RNA 分子。如果靶标的功能变化能引发预期的生物反应，并于临床疾病治疗相关，可进行体内外的筛选确认靶标的存在与否。确认靶点之后就会进行苗头化合物的筛选，这一阶段往往是整个药物发现过程的起点。

图 31：药物发现的基本流程



资料来源：《殷赋科技》微信公众号，财信证券

苗头化合物的发现通常需要进行大规模的筛选，如高通量筛选 (HTS)、基于片段的筛选、基于三维结构的筛选 (SBDD)、DNA 编码库筛选。基于靶点进行高通量筛选，可以获得小分子和靶蛋白的复合晶体结构，大大提高了药物发现的效率。基于片段的药物设计方法，是把已知的一个药物分子剪裁成多个片段，这些分子碎片中的一些可能继承

了原有活性分子的全部或者部分药理性质，再通过筛选这些片段，可能找到更好的药物分子。基于片段的药物设计方法和虚拟配体筛选是新兴的高通量筛选替代办法。基于结构的药物设计是一种利用结构信息加快药物研发过程，从而改善候选新药过程的技术，X射线晶体学技术的发展，使得我们对分子的微观结构有了更充分的了解，冷冻电镜的问世，使得观测纳米级别的物质运动成为可能。DNA 编码化合物库（DNA Encoded Compound Library，简称 DEL）的特点在于每个化合物都有一段特异 DNA 片段来记录化合物结构相关信息。DEL 技术是组合化学和分子生物学的完美结晶，使得先导化合物的筛选变得前所未有的快捷和高效。目前，高通量筛选、基于三维结构的筛选、基于片段筛选的比重分别为 29%、14%、5%，虚拟筛选，DEL 等新型的筛选方式应用范围不大，还有较大的普及空间。在已有分子实体中再去筛选可成药结构的难度较大，所以药物筛选必须不断的扩张筛选领域及提升筛选技术，以获得更具有成药可能的分子实体，也就决定了药物发现的性质必须要不断的探索未知领域，走正科学技术的前沿。

国内企业中，药明康德是小分子药物发现的龙头去企业，公司拥有全球规模最大，经验最为丰富的小分子化学药研发团队之一。在小分子药物领域，公司每天进行超过 11000 个化学反应，构建的 DNA 编码化合物库（DEL）化合物分子约 900 亿个。成都先导构建的 DNA 编码化合物库有化合物分子约 5000 亿个，收购 Vernalis（R&D）Limited 100% 股权进展暨交割完成，药物筛选方式由 DEL 扩张到 FBDD 和 SBDD，药物发现方式更加多样化，有实力的药物筛选平台已经建成。维亚生物（SBDD）和药石科技（FBDD）等平台也具有一定的药物筛选能力。

**临床前研究是多学科的融合。** 药物发现阶段筛选出临床候选化合物后，将对候选化合物进行临床前研究。临床前研究包括药效学研究、安全性研究、药动学研究，是多学科的融合。药学研究包括理化性质、成药性、质量标准等的研究；药效学研究指对新药预期用于临床的药理作用的研究；安全性研究是为了获得药物剂量与毒性作用的相关性；药动学是研究药物的吸收、分布、代谢、排泄（ADME），指导临床用药方案的制定。

图 32：临床前研究是多学科的融合



资料来源：美迪西官网，财信证券

药理学主要是围绕剂量-浓度-效应关系，药代动力学（PK）诠释的是剂量与浓度的

关系，药效学（PD）诠释浓度与效应的关系。化合物在体内的吸收、分布、代谢和排泄情况，通常被称为该化合物的代谢性质。在理想状态下，可以监测全身范围内药物浓度随时间和剂量的改变而发生的变化情况，通过测定药物的清除率、分布容积、半衰期、生物利用度来确定药代动力学性质。做完体外实验后，要进行体内动物模型测试，在小鼠、大鼠、犬类体内进行测试，进一步确定药代动力学性质和药效，并给出给药剂量，同时也要检测副作用。除了确定备选药物的药效，还要对药物进行安全性和毒理学的研究，对急性毒性、慢性毒性、细胞毒性、致癌性、基因毒性和致突变性等进行观测，并作出安全性评价。

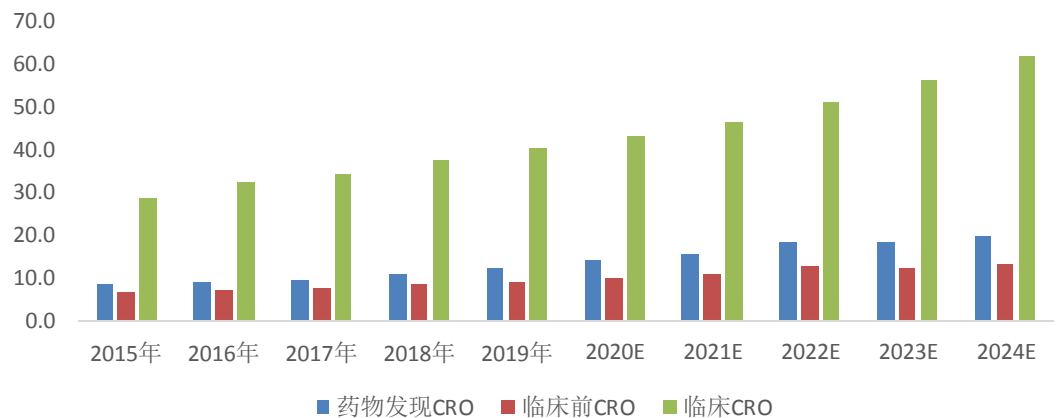
国内方面，药明康德中国区实验室可以为客户提供药物代谢动力学及毒理学、生物分析服务、分析化学和测试服务一系列相关业务。康龙化成依托于核心的实验室化学业务，公司有完整的生物学、药物代谢动力学、药理学和药物安全评价等生物科学平台，截止 2020 年 6 月 30 日，公司在中国、英国及美国拥有超过 8000 名研发、生产和临床服务人员，员工总数为 9113 人。美迪西在上海建立了一家集化合物合成、化合物活性筛选、结构生物学、药效学评价、药代动力学评价、毒理学评价、制剂研究和新药注册为一体的符合国际标准的综合技术服务平台。目前拥有 4 万平方米的研发实验室，扩建后将超过 7 万平方米，公司现有员工近 1500 人。昭衍新药专注于药物全生命周期的安全性评价和监测，主要业务包括非临床安全性评价服务、药物临床 CRO 服务、药物警戒服务、实验动物的供应，药物临床前药理毒理学评价是核心业务，截止 2020 年 6 月，公司拥有 1300 余人的专业服务团队。

**临床研究—研发的阶段性终点。**做完临床前的研究之后，在确定了药物供给、给药方式、药物配方后，可以向监管部门提出新药研究申请（IND），一旦获得批准，即可开展人体试验。I 期临床试验的参与者一般是一群健康的志愿者，结束时，最大耐受剂量得以确定，可以确定 II 期临床试验中的剂量及药效学方面的一些初步信息。一旦证明候选化合物可被安全地用于人体研究，即可开展 II 期临床试验，该阶段的目的在于判断候选化合物是否具有安全地改善患者病情的药效，因此所有受试者均为患有针对疾病的患者。III 期临床试验则是确定候选化合物在更广泛的患者中确定候选药物的药效和安全性。

临床试验能否取得成功，不仅仅取决于化合物本身，还取决于试验设计和定义“成功”的结果评价尺度，而后者则高度依赖于受试的疾病或者病症本身。所以，在该环节中，合理的设计临床试验，快速的招聘患者，成为试验是否成功的关键。

临床阶段是整个药物研发过程中占用资金规模最大的阶段，占整个新药研发投入的比重达到 67% 左右。同时，对于临床 CRO 而言，也是整个环节中规模最大的，2019 年的规模达到 406 亿美元，占据整个 CRO 行业的 65%。

图 33：全球各阶段 CRO 市场规模及预测（单位：十亿美元）

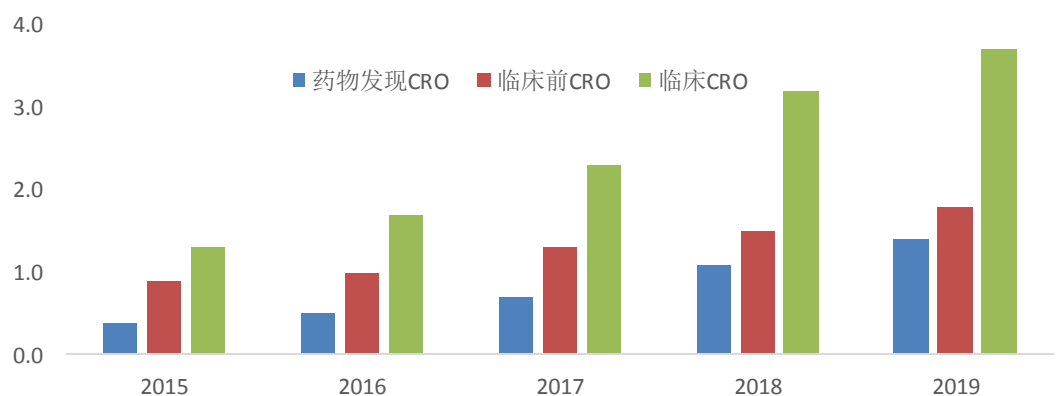


资料来源：《泰格医药港股招股说明书》，财信证券

从国内情况来看，2019 年中国 CRO 市场规模为 68 亿美元，占全球 CRO 市场规模的 10.86%，其中临床阶段规模为 37 亿美元，占全球 CRO 市场规模的 9.1%，国内临床 CRO 是整个 CRO 领域中相对薄弱的环节。2015 年 7 月 22 日，国家药监局发布《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的报告》，要求对临床试验数据进行核查，此后不断修改和完善 GCP 法规，对临床 CRO 的监管要求逐步与国际规范接轨。2017 年，我国正式加入国际人用药品注册技术协会（ICH），中国药品注册技术要求开始与国际全面接轨，我国 CRO 行业正式迎来发展机遇。

中国虽然是全球第二大药品市场，但长期以仿制药为主，药品研发不论在技术能力、资金投入还是政策环境上都较为薄弱，与海外市场相比，我国的 CRO 行业起步较晚，与海外跨国 CRO 昆泰等企业存在较大的差距。国内市场来看，昆泰等跨国 CRO 占据较多的市场份额，国内龙头企业泰格医药市占率不到 10%，其他的 CRO 企业在体量和市占率上与泰格均有较大的差距。

图 34：中国 CRO 细分市场规模（十亿美元）

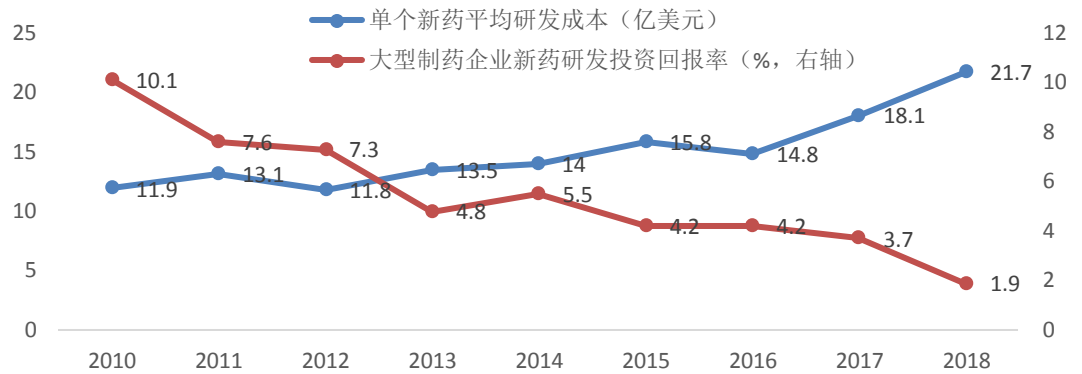


资料来源：《泰格医药港股招股说明书》，财信证券

产业转移正在发生，疫情给中国企业带来了机遇。新药研发具有高风险、高投入的特点，2011 年，研发一款新药的平均成本为 11.9 亿美元，2018 年攀升至 21.7 亿美元，相应的，大型制药企业新药研发投资回报率从 10.1% 快速下降至 1.9%。CRO 企业利用较

高的周转和细分领域更加专业化的优势，能够降低研发成本、提高研发成功率、压缩研发成本、缩短研发周期，全球 CRO 行业的渗透率由 2006 年的 18% 提高到 2020 年的 54% 左右。

图 35：新药研发回报率逐步降低



资料来源：美迪西招股说明书，财信证券

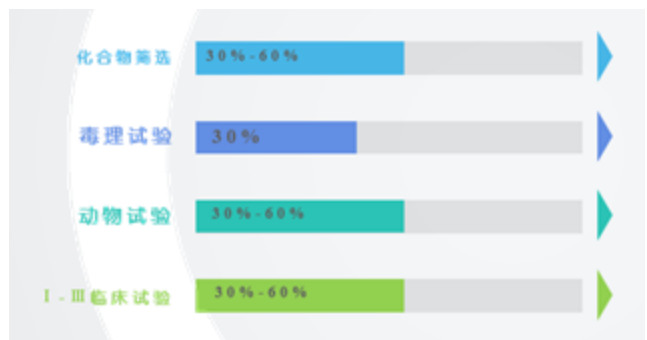
根据沙利文预测，2019 年全球药物 CRO+CMO 服务市场规模预计为 944 亿美元，2014-2019 年的复合增长率为 10.3%，远高于 2-3% 的研发费用增长率。从细分领域来看，2019 年药物发现 CRO 市场规模预计为 130 亿美元，预计 2019-2023 年的复合增长率 10.1%，2019 年中国的药物发现市场规模 15 亿美元，预计到 2023 年达到 42 亿美元复合增长率达 29.36%。2019 年全球药物 CMO 服务市场规模预计为 303 亿美元，预计 2023 年达到 518 亿美元，复合增长率为 14.3%，2019 年，中国的 CMO 服务市场规模 30 亿美元，预计到 2023 年达到 85 亿美元，复合增长率为 29.74%。整体来看，国内 CRO 各个环节的市场增速都远高于全球增速，一是得益于全球产业向亚太地区转移，另一方面也得益于国内创新药热潮。CRO 行业是人才密集型行业，国内的工程师红利浪潮下，义务教育的一代人已经成长为各个行业中坚力量，我们的基础科学有能力支撑产业的发展，在低的供应链成本下，中国的临床试验成本只有欧美地区的 30-60%，全球的 CRO 产业正在向以中国和印度为主的亚太地区转移。

图 36：亚太地区具有较多的天然优势



资料来源：美迪西招股说明书，财信证券

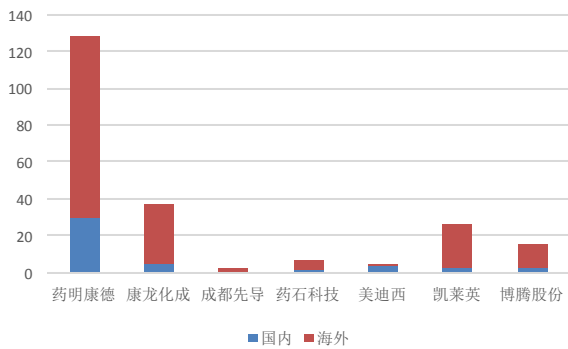
图 37：中国临床试验成本较低



资料来源：美迪西招股说明书，财信证券

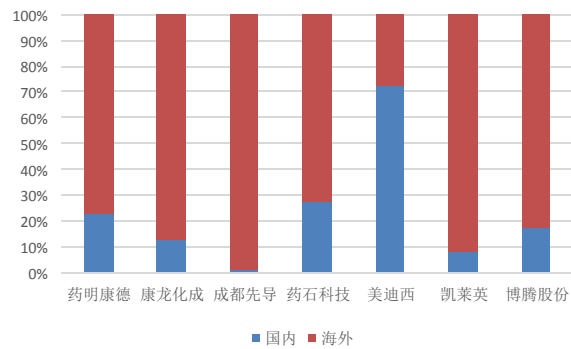
从国内的 CRO/CDMO 的情况看，除了美迪西国内业务比重较高外，其他公司以海外收入为主。2019 年，药明康德海外业务收入 99.07 亿元，同比增长 20.42%，康龙化成海外业务收入 32.59 亿元，同比增速为 25.77%，凯莱英海外业务收入 24.6 亿元，同比增长 34.97%，国内 CRO/CDMO 企业的海外业务同比增速高于全球行业增速，说明产业转移的趋势已经形成。2020 年，新冠疫情席卷海内外，国内疫情率先得到控制，CRO 行业尤其是 CDMO 行业的产业转移趋势更加明显。展望 2021 年全年，海外疫情得到全面控制的时间窗口大概率在下半年及以后，整个 CRO/CDMO 行业的产业转移趋势将更加明显。内外疫情状况的差异下，给了中国 CRO 企业更多的机会，相信明年来看，产业转移额度趋势将更加明显，将 CRO/CDMO 企业需要 5 年左右时间走完的进程，可能缩短至 2 年左右，明年往后看，中国的 CRO/CDMO 企业全球竞争力将再上台阶。

图 38: 2019 年国内主要 CRO/CDMO 企业海内外收入 (单位: 亿元)



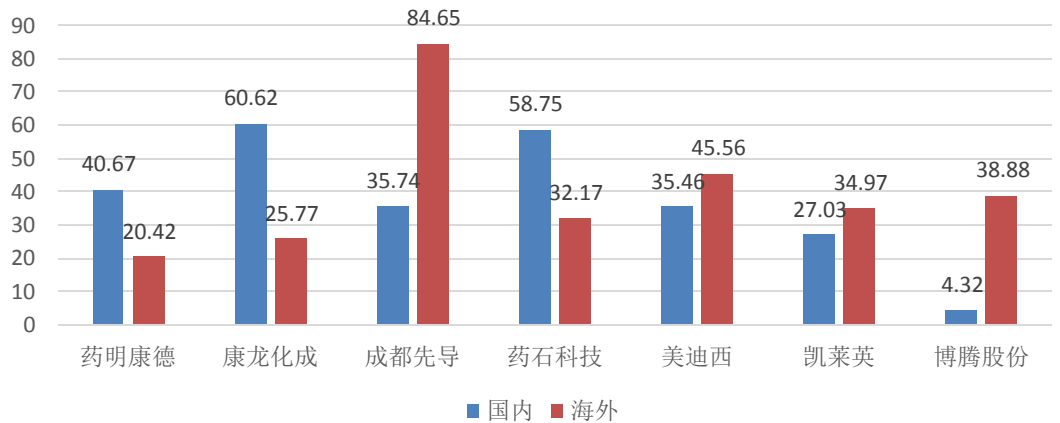
资料来源: 各公司公告, 财信证券

图 39: 2019 年国内主要 CRO/CDMO 企业海内外收入占比



资料来源: 各公司公告, 财信证券

图 40: 2019 年国内主要 CRO/CDMO 企业国内外业务同比增速 (%)

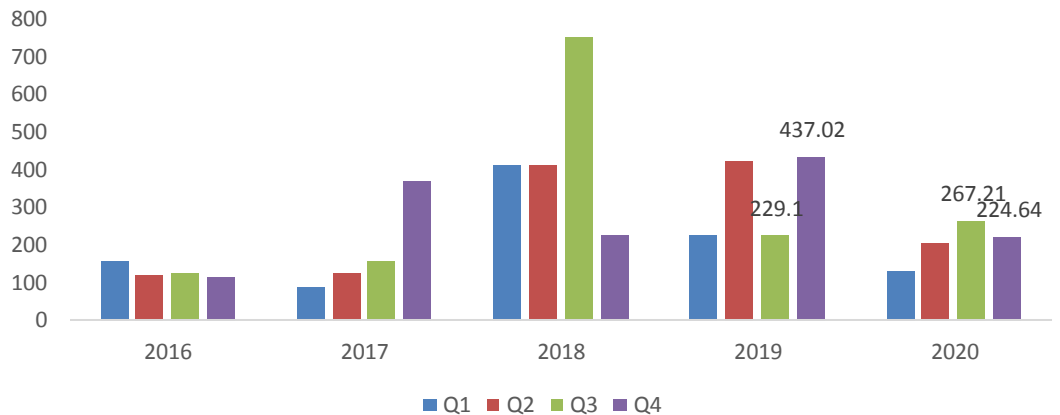


资料来源: 各公司公告, 财信证券

**国内创新投资热度不减。**2017 年四季度以来，医疗保健一级市场迎来了融资潮，根据 wind 中国 PE/VC 库统计，2018 年、2019 年医疗保健行业分别融资 1801.94 亿元，1321.76 亿元。2020 年 Q1 和 Q2，受到疫情的影响，融资额较上年同期有所下降，进入 Q3 后，国内疫情基本得到控制，一级市场融资开始恢复。截止 2020 年 12 月 24 日，第四季度国内医疗保健融资额度为 224.64 亿元，融资额度超过 Q1、Q2，医疗保健行业一级市场的

融资热度没有明显的减弱，在国内创新热潮的推动下，预计热度还将持续。

图 41：2020 年 Q3 开始，PE/VC 融资恢复正增长



资料来源：PE/VC 库，财信证券

### 3.7 药店渠道属性凸显，重视线下流量

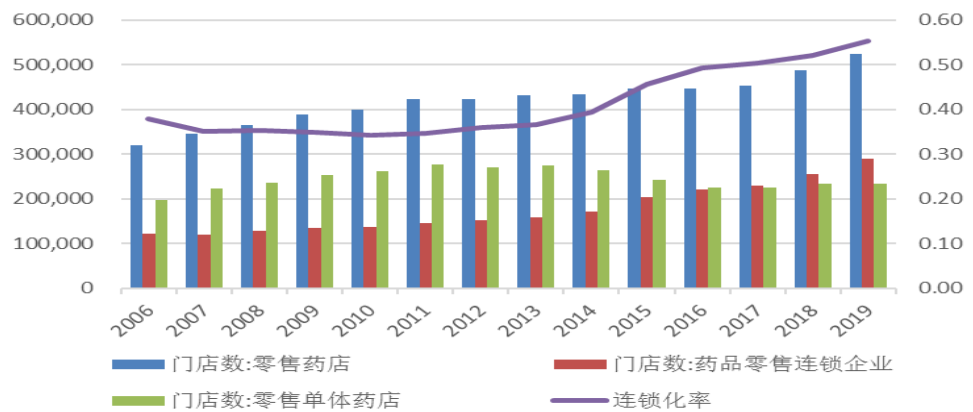
新医改形式下，大型连锁药店优势凸显，行业集中度加速提升。截止 2019 年底，我国零售药店门店总数量达到 52.4 万家，其中连锁药店数量为 29 万家，单体药店数量为 23.4 万家，连锁化率达 55%，较 2018 年的 52% 提升 3 个百分点，相比于前期 1-2 个点的提升，2019 年连锁化率加速提升，零售药店的连锁化步伐有所加快。

相比于单体药店和小型连锁药店，大型连锁药店的优势主要体现在两个方面，一是成本端，大型连锁药店具有采购量大、渠道优势明显、议价能力强、供应链管理能力强，加上本身的营业外收入（上架费、特陈费、活动补贴等）优势，使其成本优势明显；二是收入端，大中型药店门店多、品种齐全、药事服务能力更强、客流量更大，使其在收入和利润空间上更有优势。

从行业发展趋势来看，我国零售药店连锁化的进程还将继续，假设连锁化率每年提升 1-3 个百分点，远景估计连锁化率提升至 65% 左右，我国零售药店的连锁化率提升道路有 5 年以上时间要走。对于行业集中度提升而言，连锁化率提升只是初级阶段，连锁化率提升之后，行业仍有进一步向龙头企业集中的趋势，换言之，行业集中度提升可能是零售药店未来 10 年将面临的主要路径之一。



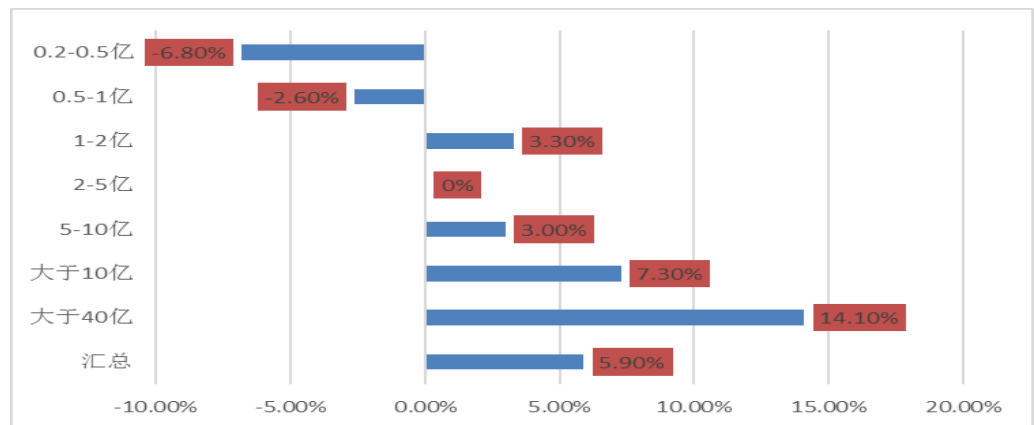
图 42：我国零售药店的连锁化率逐年提高



资料来源: wind, 财信证券

从 2020 年 1-8 月的销售情况来看，营业额大于 40 亿元的 8 家头部连锁企业营业额增速达到 14.10%，而数量众多的营业额在 0.2-0.5 亿元的中小型连锁药店营业额增速为负数。从 4 家龙头上市企业来看，前三季度合计实现营收 392.88 亿元，同比增速达 24.88%，中小型连锁药店和单体药店的经营压力增大，行业加速集中化的趋势明显，龙头企业将实现强者恒强。

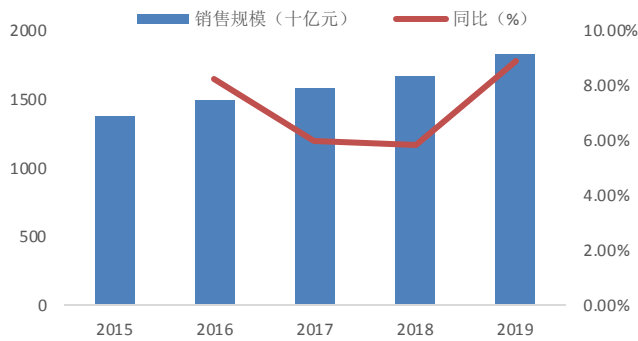
图 43：2020 年 1-8 月不同规模零售药店销售额增速



资料来源: 中康 CMH, 财信证券 (样本数据中, 营业额大于 40 亿连锁数量 8 家, 大于 10 亿是 34 家, 5-10 亿是 55 家, 2-5 亿是 137 家, 1-2 亿是 303 家, 0.5-1 亿是 680 家, 0.2-0.5 亿是 1314 家)

**渠道作用凸显，重视线下流量。**2015-2019 年，我国药品市场规模从 1.38 万亿规模扩大至 1.82 万亿规模，5 年复合增长率 5.7%。我国药品市场销售渠道主要包括等级医院、零售药店、基层医疗机构和网上药店，从 2019 年的情况看，药品终端市场呈现多元化发展趋势，网上药店和其他院外新兴渠道增速较快，等级医院的增速快于零售药店。2020 年前三季度的情况看，零售终端药品销售终端增速 3.1%，单季度来看，Q1 增速 6.2%，Q2 增速 -0.1%，Q3 增速 3.1%，整体销售情况受到疫情的扰动比较明显，一季度出现屯药行为，随着疫情的缓解，三季度回落到往年平均水平，消费者购药行为恢复至常态。反观样本医院端，受到前三季度销售额同比下滑 36.53%，零售药店平台的渠道稳定性较高。

图 44：2015-2019 年我国药品市场规模



资料来源：中康 CMH，财信证券

图 46：全国样本医院销售规模及同比增速



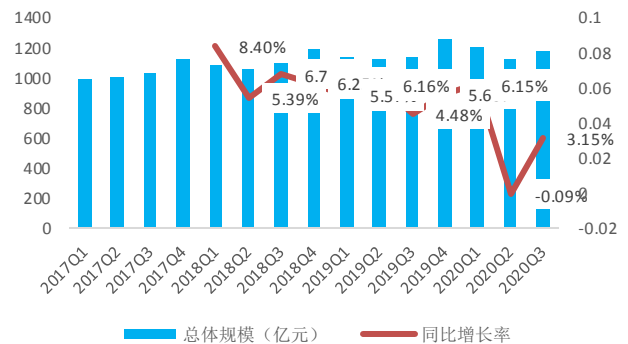
资料来源：wind 医药库，财信证券

图 45：全国药品终端市场渠道构成及表现

渠道	2019	2019vs2018	2015-2019
	销售额占比	增长率 (%)	CAGR
全终端整体	100%	8.90%	5.70%
等级医院	68.90%	9.70%	5.20%
零售药店	18.80%	7.30%	6.40%
基层医疗	10.40%	3.10%	4.70%
网上药店	0.60%	34.60%	28.50%
其他院外渠道	1.30%	28.50%	68.20%

资料来源：中康 CMH，财信证券

图 47：全国零售终端季度销售规模及同比增速

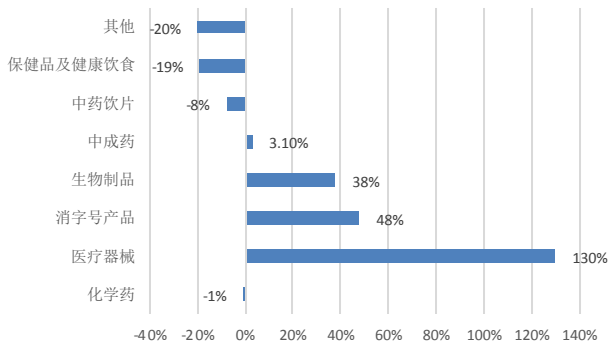


资料来源：中康 CMH，财信证券

从零售药店销售品类结构上看，受到疫情的影响，口罩、手套为代表的医疗器械和消字号产品大增。值得注意的是，前三季度生物制品销售额同比增速达 38%，同时极具代表性的品种 PD-1/PD-L1 在零售端的销售额已经赶超医院端，专利药品在零售端的销售额也在逐步扩大。集采品种来看，医院市场中标者为非原研药企的阿托伐他汀、氨氯地平片和瑞舒伐他汀等品种，因为原研药企在院外发力，零售端的销售量均正增长。对于非专利药品而言，在集采品种扩围的压力下，积极发力院外市场是明智之举，对于专利药品，随着零售药店的流量稳定增加，药店已经成为不得不布局的销售终端，药店的渠道价值上升。

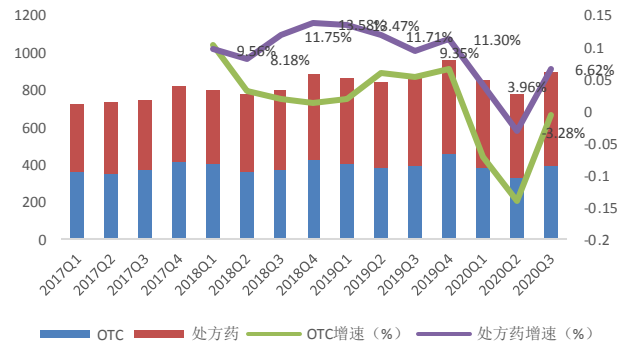
从处方药销售情况看，零售端的处方药销售增速一直高于 OTC，随着药店药事服务能力的提升，大型连锁药店将优先承接处方外流，销售品类结构进一步向处方药集中，处方外流的红利将集中在大型连锁药店。

图 48：2020 年前三季度零售药店大类分类销售情况



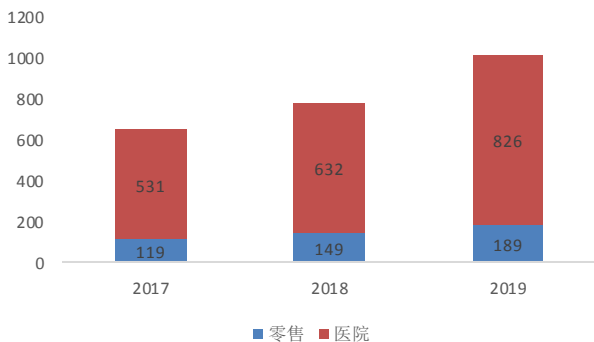
资料来源：中康 CMH，财信证券

图 49：零售药店处方药和非处方药季度销售规模趋势



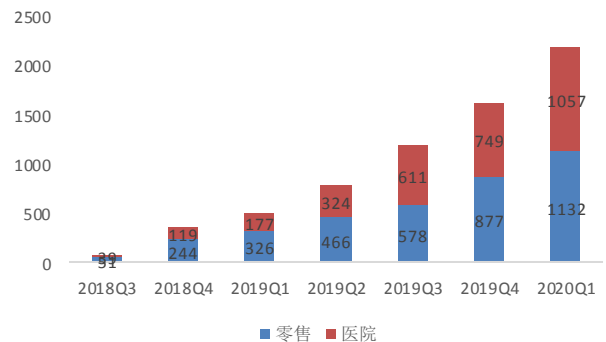
资料来源：中康 CMH，财信证券

图 50：专利药销售情况（单位：亿元）



资料来源：中康 CMH，财信证券

图 51：PD-1/PD-L1 销售情况（单位：亿元）

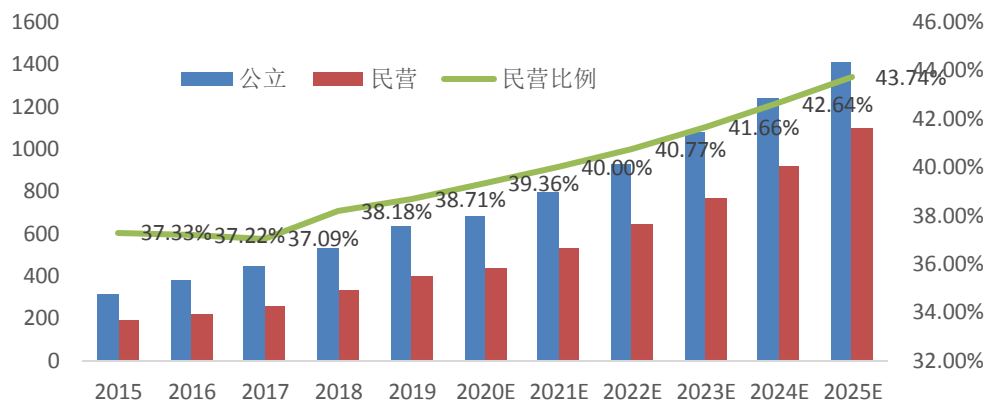


资料来源：中康 CMH，财信证券

### 3.8 医疗服务：民营医疗连锁化的趋势更加明显

医疗机构民营化的浪潮已经到来，眼科、口腔等领域均出现了较为明显的民营化。2019 年，公立医院眼科市场规模 635.8 亿元，民营医院眼科市场规模 401.6 亿元，占比 38.71%，预计到 2025 年，公立医院眼科市场规模 1418.7 亿元，民营医院眼科市场规模 1102.8 亿元，占比 43.74%。随着民营机构医学技术的提升，口碑建设逐步产生影响，民营机构的渗透率还将提升。

图 52：眼科医疗服务市场规模（亿元）

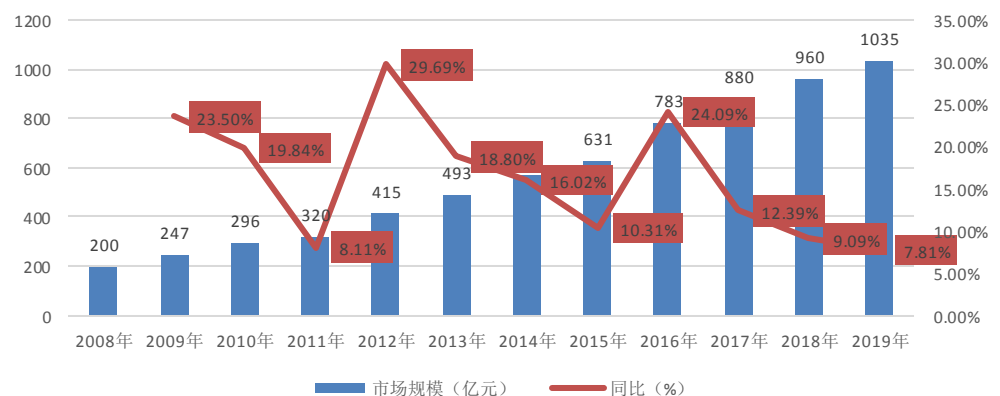


资料来源：《卫生统计年鉴》，财信证券

眼科产业链上游是眼科器械、药品，下游为眼科医疗服务。角膜塑形镜是睡觉期间佩戴，起床后摘下，既可以保持白天裸眼视力，又可以减缓近视加深，是非手术近视缓解的重要方法。欧普康视主营角膜塑形镜等硬性接触镜以及配套护理产品，核心产品“梦戴维”和“DreamVision”品牌逐渐强化，已经进入全国除西藏以外 30 个省市中的 900 多家知名医疗机构，累计用户 90 万例。爱尔眼科作为民营眼科医疗机构龙头企业，无论是竞争力还是影响力，在全国多个地区占据有绝对领先地位，借助产业基金实现快速扩张，公司管理及运营模式成熟，成长确定性较高。

据第四次全国口腔健康流行病学调查结果显示，我国居民口腔健康知晓率为 60.1%、84.9%，因预防口腔疾病和咨询检查就诊比例分别为 40%、43.2%。2019 年，中国口腔医疗服务市场规模 1035 亿元，同比增长 7.81%。随着人口老龄化进程的推进，我国口腔医疗服务市场规模还将继续扩大。

图 53：2008-2019 中国口腔医疗市场规模



资料来源：CYAMLAN Asset Mangement，财信证券

在口腔产业链中，上游是设备制造商和材料制造商，下游是医疗服务机构。得益于民营口腔医院医院的快速发展，低成本的国产口腔设备制造商美亚光电和材料商国瓷材料受益。口腔医疗服务商通策医疗凭借在浙江省内的口碑和品牌，实现了区域连锁。

## 4 投资策略

今年受新冠肺炎疫情影响，医药生物板块上半年接力 2019 年上涨行情持续走牛，板块整体估值持续抬升，估值出现一定泡沫化，但是随着国内经济好转，叠加医改政策提速，医药生物板块的投资性价比有所下降，板块整体性上涨行情告一段落，进入估值消化阶段，其中优质细分领域的龙头公司股价持续创新高，而其他公司股价均出现了不同程度回调，行情相对比较分化，其中既有资本市场对高景气领域的高度认可，也有部分原因是短线资金博弈扰动。

回归业绩层面，医药生物行业整体业绩持续环比改善，而在医改政策引导下，企业业绩分化程度不断加剧，把握创新趋势公司业绩有望持续成长，而传统公司未来向创新转型的难度进一步加大。需求端，老龄化加速、消费升级叠加我国庞大人口基数带来的市场增量仍保持快速增长；供给端，医药生物产业工程师红利成为推动产业升级的核心力量，在医改提效之后，未来将不断涌现出更好、更新的产品来服务社会。由于我国人均医疗支付绝对规模相比欧美国家仍有较大差距，国家医保局成为权衡创新药定价与用药可及性、调控仿制药与创新药市场结构核心关键。未来一段时期内国产创新药平民定价、高可及性可能会成为其兑现业绩主要模式，但是随着全国经济的进一步发展，我们认为这种情况有望改善。集采背景下，原来以医院端为主的就医习惯受到冲击，新的就医生态正在形成，民营医疗进入快速发展期，连锁药店服务丰富度不断提升、互联网就医问诊蓬勃兴起。我们对医药生物板块维持“同步大市”评级，建议关注：

(1) 目前创新产业链依然处于高景气度，但是已然开始出现分化，差异化竞争与商业能力成为市场考虑的重点，建议关注创新平台型企业如恒瑞医药以及研发外包服务领域龙头药明康德、泰格医药、凯莱英等。

(2) 后新冠疫情时代，医疗硬件补短板成为医疗器械行业新的业绩推动力，同时高值耗材集采政策稳步推进又对企业创新能力以及新业务拓展能力提出新的挑战，我们建议关注龙头公司迈瑞医疗、万孚生物、圣湘生物。

(3) 2021 年，是处方外流的元年，处方外流逻辑在未来几年内将逐步兑现，龙头企业具备承接处方外流的能力。零售药店的确定性和长期逻辑均支撑 2021 年仍具有较好的投资机会，建议关注大参林、益丰药房。

(4) 医疗服务民营化的趋势下，已经具有竞争力的眼科、口腔等领域将率先突围。建议关注眼科医疗服务绝对龙头爱尔眼科，眼科器械龙头欧普康视；口腔医疗服务企业通策医疗；DIP/DRGs 政策的推行，医院检验外包是趋势，建议关注第三方医学检验龙头金域医学。

## 5 风险提示

业绩增长放缓，商誉减值，产品降价，新政策推进过快。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438