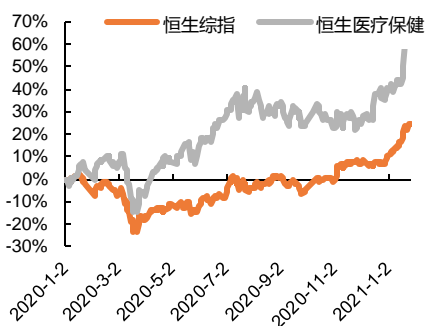


行业深度报告

长期看好港股医药优质细分领域龙头

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业周报*生物医药*“两定办法”出台，连锁药店企业受益》 2021-01-17

《行业周报*生物医药*医改持续深化，创新板块关注度高》 2021-01-10

《行业周报*生物医药*中国新冠病毒疫苗获批上市，国内疫苗行业快速发展》 2021-01-03

《行业周报*生物医药*第四批全国集采开始，带量采购已成为常态》 2020-12-27

《行业周报*生物医药*医保谈判结束，近期关注谈判结果》 2020-12-20

证券分析师

韩盟盟 投资咨询资格编号
S1060519060002
021-20600641
hanmengmeng005@pingan.com.cn

叶寅 投资咨询资格编号
S1060514100001
021-22662299
yeyin757@pingan.com.cn

- **港股医疗保健行业高科技企业占比高，涨幅一枝独秀。**截至2021年1月20日，港股医疗保健行业共有上市公司172家，较2019年底新增25家，市值合计为4.96万亿元，占比6%。其中子行业市值占比前三分别是生物科技（37%）、西药（24%）、生命科学工具和服务（14%）。与A股相比，港股医疗保健行业创新药、CXO、互联网医疗等高科技领域占比高。2019年年初至2021年1月20日，港股市场医疗保健行业涨幅高达110%，高居榜首；恒生医疗保健指数（港股医药龙头）涨幅126%，与医药生物全收益指数（A股医药龙头）基本相同。从A/H两地上市医药股市盈率来看，优质龙头企业估值趋于一致。
- **港股医药牛股辈出，港股通表现亮眼。**港股医药子行业分化明显，2019年年初以来涨幅前三位的分别是医疗保健设备（510%）、医疗保健技术（387%）、生命科学工具和服务（346%）。2019年初到2020年初，牛股主要集中在骨科器械耗材、西药制剂等领域，西药制剂中中国生物制药、石药集团、豪森制药等Big Pharma表现亮眼；而2020年初到2021年1月20日，牛股则主要集中在CXO、创新药等高景气领域，创新药中以Biotech类企业为主。其中药明康德、康希诺生物-B、药明生物、信达生物、阿里健康持续上榜，说明龙头企业持续得到市场认可。近1年49只港股通医药股平均涨幅51%，而同期港股医疗保健行业涨幅（算术平均）为24%。南下资金持续流入利好医药港股通标的。
- **紧抓创新药、CXO、互联网医疗等优质细分领域。**港股医药企业主要经营地多在中国大陆，受内地的医药行业政策影响，因此其基本投资思路与我们在A股医药板块的投资策略一致，即回避政策压制领域，从各细分领域寻找确定性增长的标的。建议关注：1）真正具有临床价值的创新药相关标的：建议重点关注翰森制药、中国生物制药、信达生物、君实生物、再鼎医药-SB、百济神州、康宁杰瑞制药-B、康方生物-B、荣昌生物-B、康希诺生物-B等。2）高景气CXO产业链：建议重点关注港股CXO中的药明生物、药明康德、康龙化成、维亚生物等。3）受益于疫情催化的互联网医疗：建议关注阿里健康、京东健康等。4）消费型医疗等其他特色细分领域：建议关注港股辅助生殖领域的锦欣生殖，和核医学领域的中国同辐。
- **风险提示：**1）行业政策变化风险。新医改政策体系在实施过程中可能会根据实际情况进行调整，存在一定不确定性。2）研发失败的风险。新药研发周期长、投入大、风险高。新药研发从临床I期到成功上市的概率仅为9.6%。3）药品安全风险。药品的运输、储存均需特定条件，如果质量控制的某个环节出现疏忽，则可能造成药品安全风险。

股票名称	股票代码	股票价格(港	EPS (元、CNY)					P/E				投资评级
		元、HKD)	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E		
中国生物制药	1177.HK	7.66	0.22	0.15	0.18	0.22	45.41	43.25	35.77	29.54	推荐	
信达生物	1801.HK	95.25	-1.46	-0.76	-0.78	-0.18	-17.39	-104.75	-101.95	-433.09	未评级	
君实生物	1877.HK	90.00	-0.95	-0.63	-0.32	0.16	-25.21	-120.34	-234.96	474.24	未评级	
百济神州	6160.HK	216.20	-1.22	-1.17	-0.87	-0.69	-10.75	-23.78	-32.10	-40.43	未评级	
药明生物	2269.HK	115.50	0.76	0.36	0.49	0.72	112.74	271.27	195.35	134.58	未评级	
阿里健康	0241.HK	26.05	-0.00	0.02	0.05	0.09	-21706.80	895.13	466.15	230.28	未评级	
锦欣生殖	1951.HK	17.20	0.19	0.17	0.23	0.29	55.47	85.10	61.87	50.47	未评级	
中国同辐	1763.HK	24.10	1.03	1.04	1.27	1.47	18.33	19.47	15.88	13.67	未评级	

注：所有公司盈利预测均来自 WIND 一致预期

正文目录

一、 医疗保健行业在港股一枝独秀	5
1.1 港股医疗保健行业高科技企业占比高	5
1.2 港股医疗保健板块走势好于其他行业	6
1.3 医疗保健行业 A/H 估值溢价率下降	8
二、 港股医药牛股辈出，港股通表现亮眼	9
2.1 港股医疗保健子行业分化明显，牛股向高景气行业集中	9
2.2 港股通医药股平均涨幅高于港股医疗保健行业	10
三、 紧抓创新药、CXO、互联网医疗等优质细分领域	11
3.1 寻找真正有临床价值的创新药	11
3.2 创新药外部产业链：需求充裕，人才决定长期发展	13
3.3 新冠疫情常态化背景下，互联网医疗迎发展契机	15
3.4 关注消费型医疗及其他特色细分领域	18
四、 把握流动性机遇，精选行业龙头	20
五、 风险提示	21

图表目录

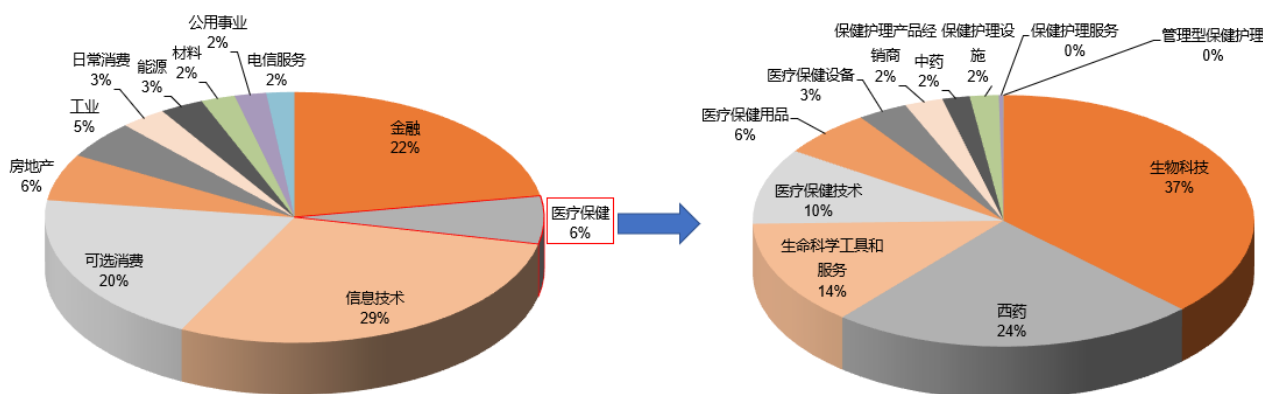
图表 1	港股医疗保健行业市值占比(截至 2021 年 1 月 20 日)	5
图表 2	A 股医药行业市值占比(截至 2021 年 1 月 20 日)	5
图表 3	港股医药板块分类及代表性公司(截止 2021 年 1 月 20 日)	6
图表 4	2015 年 8 月至 2021 年 1 月 20 日港股和 A 股医疗保健行业走势比较	6
图表 5	2019 年初至 2021 年 1 月 20 日港股和 A 股医疗保健行业走势比较	7
图表 6	2019 年初以来 A/H 股一级行业涨幅(总股本加权平均)及当前(20210120)市值占比	7
图表 7	2015 年初至 2021 年 1 月 20 日医疗保健行业 A/H 股市盈率(TTM_整体法_剔除负值)及溢价率	8
图表 8	A/H 两地上市医药公司估值溢价情况(2021 年 1 月 20 日)	8
图表 9	2019 年初至 2021 年 1 月 20 日港股医疗保健子行业收盘价(总股本加权平均)走势	9
图表 10	港股医药板块 20190120-20200120 和 20200121-20210120 涨幅榜 Top20 标的	9
图表 11	港股通医药板块标的(2021 年 1 月 20 日数据,按港股通持股市值占比排序)	10
图表 12	全球创新药与仿制药市场规模(千亿美元)	12
图表 13	全球在研药物数量	12
图表 14	2016-2019 年 CDE 受理的 1 类新药受理号分布	12
图表 15	2016-2019 年 CDE 受理的 1 类新药品种分布	12
图表 16	我国 1 类小分子肿瘤靶点分布	13
图表 17	医药研发外包服务产业链	13
图表 18	新药研发平均成本持续上升(亿美元)	14
图表 19	使用 CRO 大幅缩短新药研发周期	14
图表 20	国内部分医药外包公司 2019 年员工增量(人)及增长比例	15
图表 21	互联网医疗产业链	15
图表 22	互联网医疗相关政策梳理	16
图表 23	我国不同级别医院的数量及 2020H1 诊疗人次数情况	16
图表 24	我国各地区每百万人拥有三级医院数量	17
图表 25	中国网民规模及互联网普及率	17
图表 26	我国在线咨询诊疗次数及渗透率情况	18
图表 27	中美辅助生殖渗透率对比	18
图表 28	三种辅助生殖方法妊娠成功率对比	19
图表 29	我国 IVF 取卵周期及增速	19
图表 30	我国 PET/CT 装机量变化情况	19
图表 31	用两种方法推算的 F18 市场规模	20

一、 医疗保健行业在港股一枝独秀

1.1 港股医疗保健行业高科技企业占比高

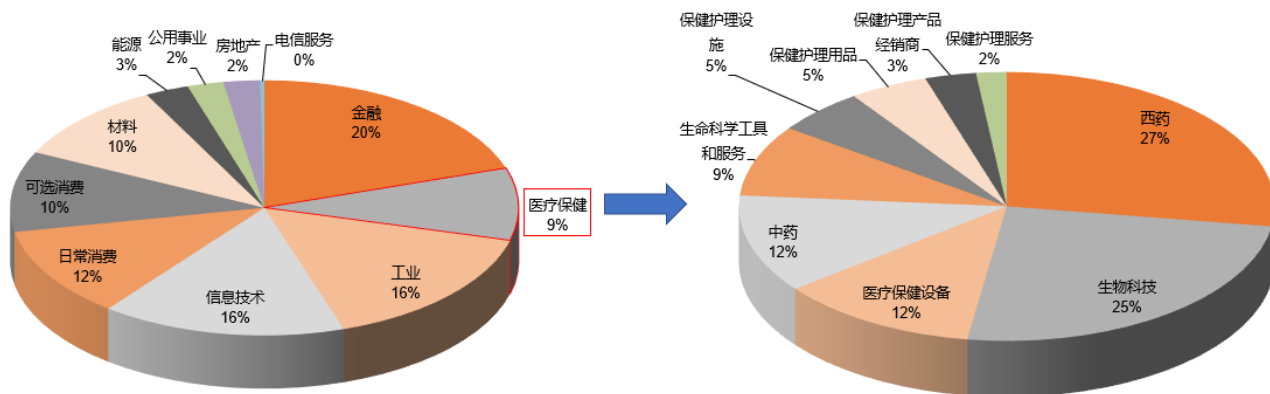
港股生物科技、CXO、互联网医疗占比高。截至 2021 年 1 月 20 日，港股医疗保健行业共有上市公司 172 家，较 2019 年底新增 25 家，市值合计为 4.96 万亿元，占比 6%。而 A 股医疗保健行业共有上市公司 371 家，市值合计为 8.15 万亿元，占比 9%，高于港股占比。从子行业占比来看，港股占比前三的分别是生物科技（37%）、西药（24%）、生命科学工具和服务（14%），而 A 股则是西药（27%）、生物科技（25%）、医疗保健设备（12%），港股在生物科技、CXO、互联网医疗等新兴领域较 A 股更高，我们认为主要与这些高科技企业优先选择在港股上市有关。

图表1 港股医疗保健行业市值占比(截至 2021 年 1 月 20 日)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表2 A 股医药行业市值占比(截至 2021 年 1 月 20 日)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

医疗保健行业千亿港元市值企业数量较 2020 年初翻倍。除去 AMGEN-T 和恒大汽车(原恒大健康)，目前港股医疗保健行业市值前 10 大公司分别是京东健康、药明生物、药明康德、阿里健康、翰森制药、百济神州、泰格医药、中国生物制药、信达生物、复星医药，Top10 市值门槛为 1417 亿港元。市值超过 1000 亿港元的还有康龙化成、再鼎医药-SB、平安好医生和石药集团，共有 14 家企业市值过千亿港元，而 2020 年 1 月 20 日仅 7 家企业。

图表3 港股医药板块分类及代表性公司(截止 2021 年 1 月 20 日)

分类	市值(亿元)	公司家数	代表公司
西药	11735	46	翰森制药、中国生物制药、信达生物、复星医药、再鼎医药-B、石药集团、君实生物、丽珠医药、华润医药、海普瑞、云顶新耀-B、康哲药业、先声药业、远大医药
医疗保健技术	9362	7	京东健康、阿里健康、平安好医生、医渡科技、启明医疗-B
生物科技*	7159	20	药明生物、百济神州、康希诺生物-B、荣昌生物-B、康方生物-B、复宏汉霖-B、三生制药、诺诚健华-B、昊海生物科技、欧康维视生物-B、基石药业-B、药明巨诺
生命科学工具和服务	6702	7	药明康德、泰格医药、康龙化成、金斯瑞生物科技、康宁杰瑞制药-B
医疗保健设备	1606	14	微创医疗、先健科技、沛嘉医疗-B、康基医疗、爱康医疗
保健护理产品经销商	1226	17	国药控股、上药控股
保健护理设施	924	22	海吉亚医疗、锦欣生殖
中药	880	10	白云山、中国中药
医疗保健用品	766	14	威高股份、春立医疗
保健护理服务	136	13	香港医思医疗集团
管理型保健护理	14	1	爱帝宫

资料来源: WIND, 平安证券研究所

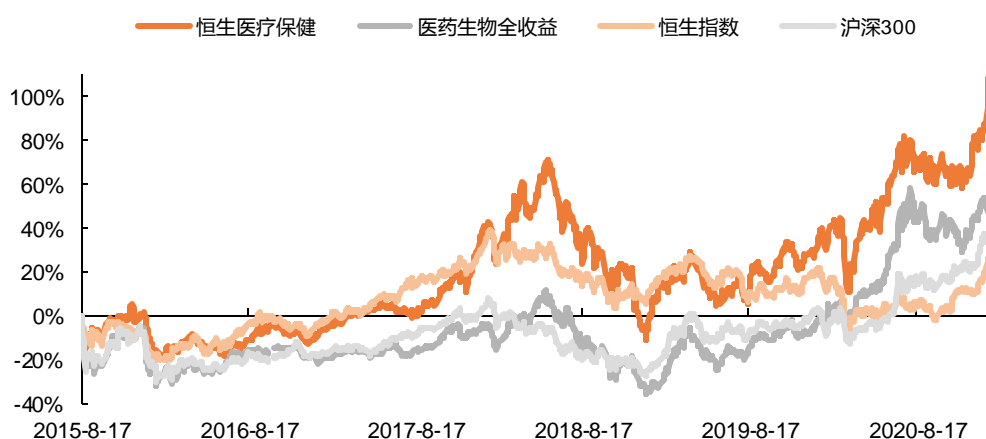
注: 生物科技板块剔除 AMGEN-T, 医疗保健用品剔除恒大汽车(原恒大健康), 京东健康在 wind 行业分类中属于零售业

1.2 港股医疗保健板块走势好于其他行业

根据 A/H 股上市公司数量, 我们分别选取医药生物全收益指数 (A 股市值最大的 Top100 医疗保健企业) 和恒生医疗保健指数 (H 股 49 家市值靠前的医疗保健企业) 作为样本, 来比较 A/H 股医疗保健行业龙头股价走势。

2015 年 8 月以来恒生医疗保健指数大幅跑赢医药生物全收益指数。截至 2021 年 1 月 20 日, 恒生医疗保健指数涨幅 108%, 而医药生物全收益指数涨幅 52%, 主要是跟龙头股中细分子行业构成差异有关。恒生保健指数中生物科技、CXO、互联网医疗等高景气细分领域龙头市值占比高; 而医药生物全收益指数中中药、仿制药、辅助用药等受政策压制明显的细分领域企业占比较高。

图表4 2015 年 8 月至 2021 年 1 月 20 日港股和 A 股医疗保健行业走势比较

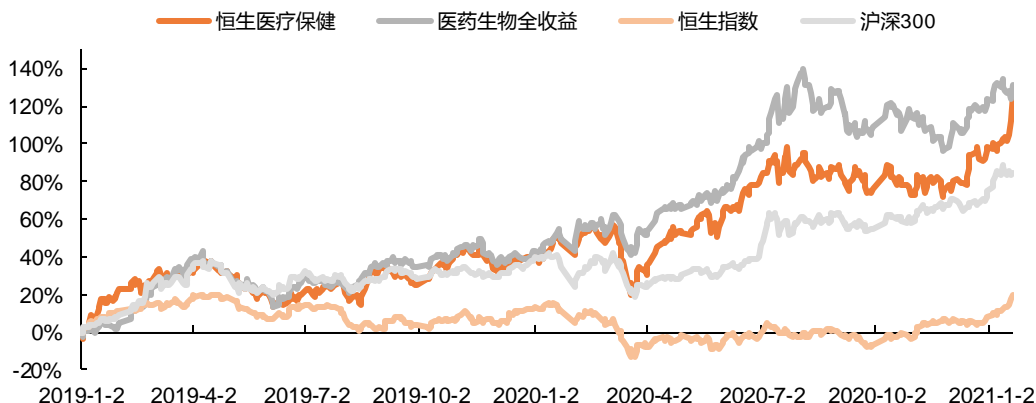


资料来源: WIND, 平安证券研究所

2019 年初至 2021 年 1 月 20 日 A/H 股医疗保健行业龙头走势趋于一致, 2020 年 12 月至 2021 年 1 月 20 日恒生医疗保健指数走势亮眼。2019 年初至 2021 年 1 月 20 日恒生医疗保健指数涨幅 126%, 医药生物全收益指数涨幅 132%, 基本在同一水平, 其中 2020 年 12 月中旬至 2021 年 1 月 20 日, 恒生医疗保健指数走势亮眼。值得注意的是, 2019 年初至 2021 年 1 月 20 日, 恒生指数涨幅仅 19%,

而沪深 300 指数涨幅高达 84%。说明 2019 年初以来港股医疗保健龙头相对于全市场指数的超额收益高于 A 股。

图表5 2019年初至2021年1月20日港股和A股医疗保健行业走势比较



资料来源: WIND, 平安证券研究所

2019 年初以来 A/H 股医疗保健行业整体均取得 110%涨幅。2019 年初以来港股涨幅前三位的一级行业分别为医疗保健、可选消费、材料, 涨幅分别为 110%、98%、70%; 而 A 股涨幅前三位的一级行业分别为日常消费、医疗保健、信息技术, 涨幅分别为 191%、110%、97%。

图表6 2019年初以来A/H股一级行业涨幅(总股本加权平均)及当前(20210120)市值占比

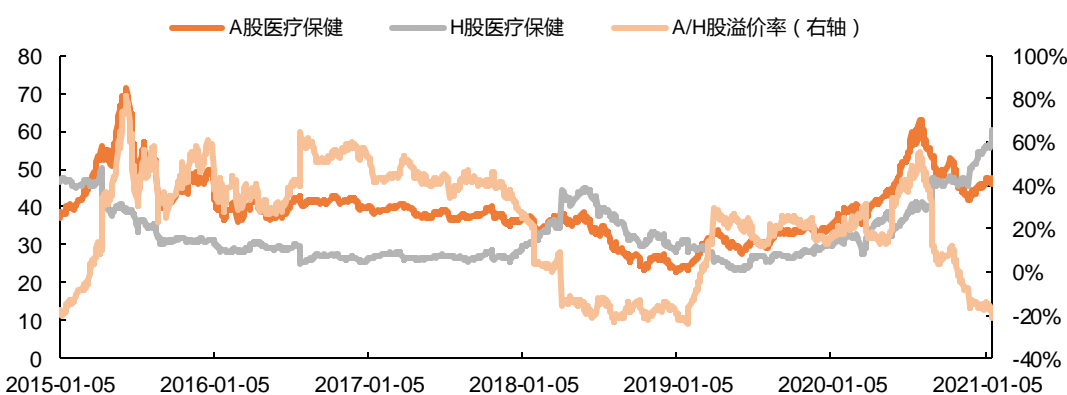
港股一级行业	涨幅	市值占比	A 股一级行业	涨幅	市值占比
医疗保健	110%	6%	日常消费	191%	11%
可选消费	98%	20%	医疗保健	110%	9%
材料	70%	2%	信息技术	97%	16%
信息技术	66%	29%	材料	76%	10%
日常消费	57%	3%	可选消费	66%	10%
金融	16%	22%	工业	53%	16%
房地产	12%	6%	金融	35%	20%
工业	2%	5%	房地产	13%	2%
公共事业	-4%	2%	公用事业	11%	2%
能源	-22%	3%	电信服务	-6%	0%
电信服务	-27%	2%	能源	-9%	3%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.3 医疗保健行业 A/H 估值溢价率下降

近期 H 股医疗保健行业市盈率提升明显，A/H 股估值溢价率处于低位水平。2021 年 1 月 20 日，A 股医疗保健行业整体市盈率为 47.58 倍，而港股医疗保健行业为 60.24 倍，A/H 股估值溢价率为 -21%，处于历史低位水平。从 2015 年至 2021 年 1 月 20 日来看，医疗保健行业 A/H 股估值溢价率有所波动，从 2015 年 3 月到 2018 年 3 月、2019 年 3 月到 2020 年 10 月均属于 A 股有溢价时期，而其他时间则是 H 股估值较高时期。**2020 年 11 月底至 2021 年 1 月 20 日 H 股医疗保健行业市盈率快速提升主要有两方面原因，一是近期南下资金增量明显，带动港股整体走牛，尤其是高景气行业龙头；二是 H 股医疗保健行业中创新药、CXO、互联网医疗等优质子行业占比高，估值较其他细分子行业更高。**

图表7 2015年初至2021年1月20日医疗保健行业A/H股市盈率(TTM_整体法_剔除负值)及溢价率



资料来源：WIND，平安证券研究所

A/H 股优质龙头企业估值趋于一致。目前共有 13 家在 A/H 股同时上市的医疗保健企业，从市盈率情况来看，以药明康德、君实生物、康龙化成、泰格医药为代表的 CXO、创新药龙头在 A/H 股估值处于同一水平，部分企业如药明康德、君实生物在 H 股估值更高；而传统制药企业在 A 股估值仍大幅高于 H 股估值，但这些企业通常市值较小。

图表8 A/H 两地上市医药公司估值溢价情况(2021年1月20日)

公司	A 股上市时间	H 股上市时间	A 股市值 (亿元)	A PE(TTM)	港股 PE(TTM)	A 股估值 溢价率
新华制药	1997-08-06	1996-12-31	44	17.98	7.29	147%
白云山	2001-02-06	1997-10-30	461	18.11	11.48	58%
复旦张江	2020-06-19	2002-08-13	128	89.57	21.14	324%
上海医药	1994-03-24	2011-05-20	478	12.74	8.25	54%
复星医药	1998-08-07	2012-10-30	1185	34.31	23.35	47%
丽珠集团	1993-10-28	2014-01-16	341	23.10	15.40	50%
昊海生科	2019-10-30	2015-04-30	144	69.55	37.29	87%
药明康德	2018-05-08	2018-12-13	3761	153.16	159.84	-4%
君实生物	2020-07-15	2018-12-24	689	-51.09	-57.54	-11%
康希诺	2020-08-13	2019-03-28	703	-382.82	-228.18	68%
康龙化成	2019-01-28	2019-11-28	1107	110.86	110.12	1%
海普瑞	2010-05-06	2020-07-08	238	23.11	14.57	59%
泰格医药	2012-08-17	2020-08-07	1499	93.02	89.07	4%

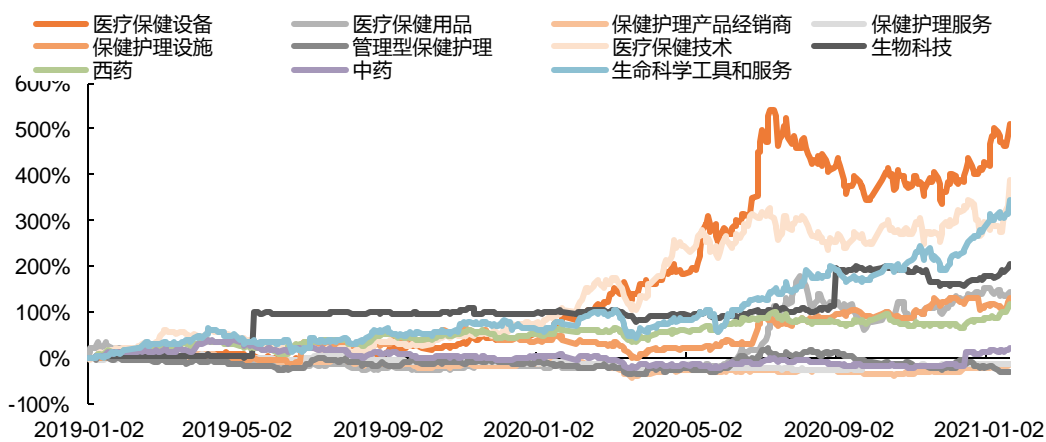
资料来源：WIND，平安证券研究所

二、 港股医药牛股辈出， 港股通表现亮眼

2.1 港股医疗保健子行业分化明显， 牛股向高景气行业集中

2019年初以来港股医疗保健行业整体涨幅可观，但子行业分化也较为明显。其中涨幅前三位的分别是医疗保健设备、医疗保健技术、生命科学工具和服务，涨幅分别高达 510%、387%、346%；而管理型保健护理、保健护理产品经销商、保健护理服务三个子行业涨幅为负，分别为-31%、-16%、-16%。子行业表现分化，一方面跟子行业本身景气度有关，另一方面也跟龙头企业是否在港股上市有关。比如保健护理服务，行业龙头金域医学、美年健康、迪安诊断等均在 A 股上市，2019 年年初以来涨幅分别为 528%、7%、162%。

图表9 2019年初至2021年1月20日港股医疗保健子行业收盘价(总股本加权平均)走势



资料来源: WIND, 平安证券研究所

近一年牛股主要集中在创新药、CXO、互联网医疗等高景气领域。2019年初到2020年初，牛股主要集中在骨科器械耗材、西药制剂等领域，西药制剂中中国生物制药、石药集团、翰森制药等 Big Pharma 表现亮眼；而2020年初到现在，牛股则主要集中在CXO、创新药等领域，创新药中以 Biotech 类企业为主。我们认为牛股所处板块轮到主要受集采等行业政策影响，创新趋势越来越成为共识；另外2020年港股新上市 Biotech 公司较多也是原因之一。其中药明康德、康希诺生物-B、药明生物、信达生物、阿里健康连续上榜，说明龙头企业持续得到市场认可。

图表10 港股医药板块20190120-20200120和20200121-20210120涨幅榜Top20标的

序号	证券简称	2019-2020 涨跌幅	所属子行业	证券简称	2020-2021 涨跌幅	所属子行业
1	春立医疗	496%	医疗保健用品	微创医疗	471%	医疗保健设备
2	爱康医疗	203%	医疗保健设备	康希诺生物-B	295%	生物科技
3	药明康德	121%	生命科学工具和服务	药明生物	229%	生物科技
4	中国生物制药	93%	西药	康龙化成	222%	生命科学工具和服务
5	康希诺生物-B	83%	生物科技	先健科技	217%	医疗保健设备
6	平安好医生	76%	医疗保健技术	信达生物	217%	西药
7	药明生物	73%	生物科技	君实生物	195%	西药
8	信达生物	65%	西药	阿里健康	177%	医疗保健技术
9	康哲药业	73%	西药	海吉亚医疗	144%	保健护理设施
10	金斯瑞生物科技	64%	生命科学工具和服务	药明康德	142%	生命科学工具和服务
11	丽珠医药	57%	西药	再鼎医药-SB	138%	西药
12	威高股份	57%	医疗保健用品	康方生物-B	127%	生物科技

13	东阳光药	51%	西药	百济神州	104%	生物科技
14	石药集团	48%	西药	维亚生物	90%	西药
15	翰森制药	47%	西药	AMGEN-T	85%	生物科技
16	康德莱器械	47%	医疗保健设备	启明医疗-B	80%	医疗保健技术
17	阿里健康	43%	医疗保健技术	荣昌生物-B	77%	生物科技
18	方达控股	39%	西药	泰格医药	67%	生命科学工具和服务
19	远大医药	35%	西药	四环医药	66%	西药
20	锦欣生殖	31%	保健护理设施	复星医药	62%	西药

资料来源：WIND，平安证券研究所

注：标红为过去1年和过去3年的涨幅均位列前20标的

注：剔除恒大汽车，以及市值过小标的（<50亿港元），如德斯控股、朗生医药、精优药业等

2.2 港股通医药股平均涨幅高于港股医疗保健行业

近1年49只港股通医药股平均涨幅51%，而同期港股医疗保健行业涨幅（算术平均）为24%。港股通的筛选规则为被动型筛选，基本按照恒生综合大型指数成份股、恒生综合中型指数成份股、恒生综合小型指数中市值大于50亿港元的成份股、AH股上市公司的H股四个标准来确定。但并不是纳入恒生指数的成份股一定会纳入港股通，已在恒生综指中的外国公司、合订证券、不同投票架构公司暂不纳入沪港通和深港通下的港股通股票范围。目前港股医疗保健板块中有49个港股通标的，均为市值排名靠前的标的，也是各细分领域的优质龙头股。

南下资金持续流入利好港股通医药股。据统计，在49只港股通医药股中有15只为近1年纳入。其中维亚生物、微创医疗、信达生物、海吉亚医疗等4家企业目前港股通持股市值占比超过10%，近1年股价涨幅分别为90%、472%、225%、144%。我们认为纳入港股通在一定程度上促进了相关标的的股价上涨。考虑到南下资金的持续流入，我们建议关注优质港股通医药股，尤其是刚纳入标的。

图表11 港股通医药板块标的（2021年1月20日数据，按港股通持股市值占比排序）

序号	证券代码	证券简称	wind 行业	港股市值 (亿元)	近1年涨跌幅	港股通持股 市值占比	港股通占自由 流通股本比例
1	2196.HK	复星医药	西药	1185	64%	40%	41%
2	0719.HK	山东新华制药股份	西药	44	1%	35%	46%
3	0874.HK	白云山	中药	461	-16%	31%	31%
4	1558.HK	东阳光药	西药	73	-51%	29%	58%
5	1873.HK	维亚生物	西药	142	90%	24%	68%
6	1951.HK	锦欣生殖	保健护理设施	320	29%	20%	49%
7	1066.HK	威高股份	医疗保健用品	594	58%	17%	31%
8	1302.HK	先健科技	医疗保健设备	183	199%	16%	32%
9	0570.HK	中国中药	中药	171	5%	14%	28%
10	2186.HK	绿叶制药	中药	108	-35%	14%	26%
11	0853.HK	微创医疗	医疗保健设备	834	472%	13%	42%
12	1801.HK	信达生物	西药	1216	225%	12%	21%
13	3759.HK	康龙化成	生命科学工具和服务	1107	223%	12%	12%
14	2607.HK	上海医药	保健护理产品经销商	478	-7%	12%	12%
15	1548.HK	金斯瑞生物科技	生命科学工具和服务	190	-38%	12%	22%
16	6078.HK	海吉亚医疗	保健护理设施	327	144%	11%	35%
17	1513.HK	丽珠医药	西药	341	12%	11%	23%
18	1521.HK	方达控股	西药	85	4%	10%	30%
19	2005.HK	石四药集团	西药	115	-33%	10%	26%

20	3933.HK	联邦制药	西药	98	10%	9%	17%
21	3613.HK	同仁堂国药	西药	63	-25%	9%	30%
22	1530.HK	三生制药	生物科技	155	-35%	8%	19%
23	9989.HK	海普瑞	西药	238	-30%	8%	8%
24	1789.HK	爱康医疗	医疗保健设备	144	22%	8%	19%
25	3309.HK	希玛眼科	保健护理设施	55	10%	7%	20%
26	2359.HK	药明康德	生命科学工具和服务	3761	146%	7%	10%
27	2269.HK	药明生物	生物科技	3990	230%	7%	42%
28	1833.HK	平安好医生	医疗保健技术	890	50%	7%	16%
29	1515.HK	华润医疗	保健护理设施	80	57%	6%	11%
30	1093.HK	石药集团	西药	886	-9%	6%	13%
31	0460.HK	四环医药	西药	105	73%	6%	14%
32	1177.HK	中国生物制药	西药	1229	0%	5%	12%
33	1099.HK	国药控股	保健护理产品经销商	500	-32%	5%	6%
34	1112.HK	H&H 国际控股	保健护理产品经销商	203	3%	5%	14%
35	3320.HK	华润医药	西药	240	-34%	4%	14%
36	6855.HK	亚盛医药-B	西药	87	52%	3%	7%
37	2877.HK	神威药业	中药	39	-19%	3%	9%
38	0512.HK	远大医药	西药	197	27%	3%	13%
39	9926.HK	康方生物-B	生物科技	377	127%	2%	4%
40	0867.HK	康哲药业	西药	215	-10%	2%	4%
41	0241.HK	阿里健康	医疗保健技术	3089	173%	2%	6%
42	9997.HK	康基医疗	医疗保健设备	155	-47%	1%	5%
43	9969.HK	诺诚健华-B	生物科技	149	40%	1%	4%
44	2500.HK	启明医疗-B	医疗保健技术	288	83%	1%	3%
45	3347.HK	泰格医药	生命科学工具和服务	1499	67%	1%	1%
46	9996.HK	沛嘉医疗-B	医疗保健设备	167	22%	1%	1%
47	3692.HK	翰森制药	西药	2223	62%	1%	3%
48	9966.HK	康宁杰瑞制药-B	生命科学工具和服务	122	7%	1%	1%
49	6160.HK	百济神州	生物科技	2144	111%	0%	2%
平均涨幅（算术平均）					51%		

资料来源：WIND，平安证券研究所

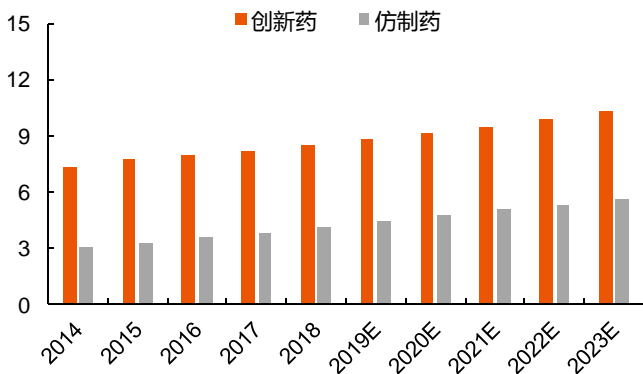
注：标红的股票是近1年纳入港股通标的

三、紧抓创新药、CXO、互联网医疗等优质细分领域

3.1 寻找真正有临床价值的创新药

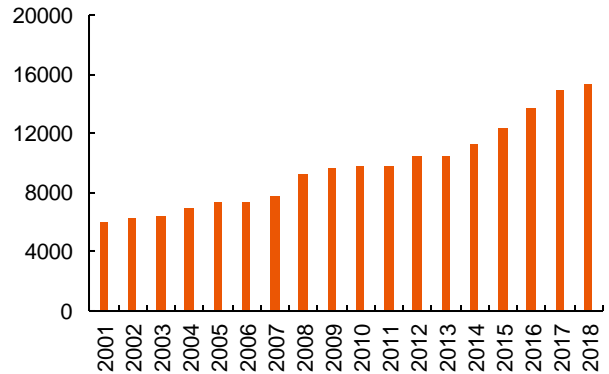
药品市场的发展依靠创新持续迭代。尽管药物开发日趋困难，创新仍然是推动产业发展最有效的路径。近年来药企在创新研发上的投入持续提升，在研药物数量也逐步增长。2018年全球药品市场规模为1.27万亿美元，其中创新药物市场0.85万亿美元，占比达67%，是药品市场的重要组成部分。处在高景气环境下的药品创新相关领域依然是资金青睐的方向。

图表12 全球创新药与仿制药市场规模(千亿美元)



资料来源: Frost&Sullivan、平安证券研究所

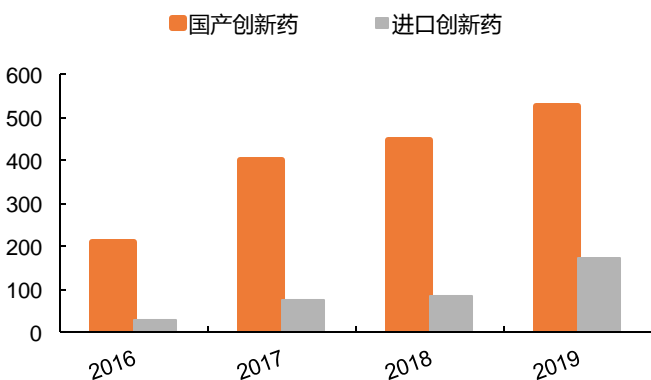
图表13 全球在研药物数量



资料来源: IQVIA、平安证券研究所

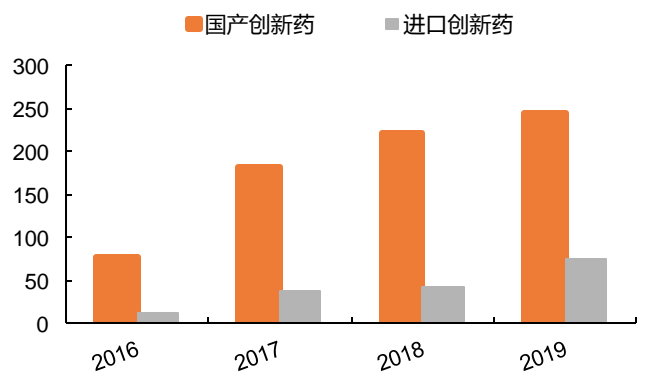
我国创新药申报数量持续提升。一方面，带量采购常态化压缩了仿制药的盈利空间，企业要想保持长期成长性，必须向更高附加值的创新药转型；另一方面，随着医改的持续深入，我国创新药审评审批制度逐步与美国等成熟市场接轨，为创新转型铺平道路。此外，医保调整的常态化也为创新药的放量解决了支付问题。2019年 CDE 共受理 1 类创新药 700 件（319 个品种），受理号同比增长 31%，品种数同比增长 21%。

图表14 2016-2019年 CDE 受理的 1 类新药受理号分布



资料来源: IQVIA、平安证券研究所

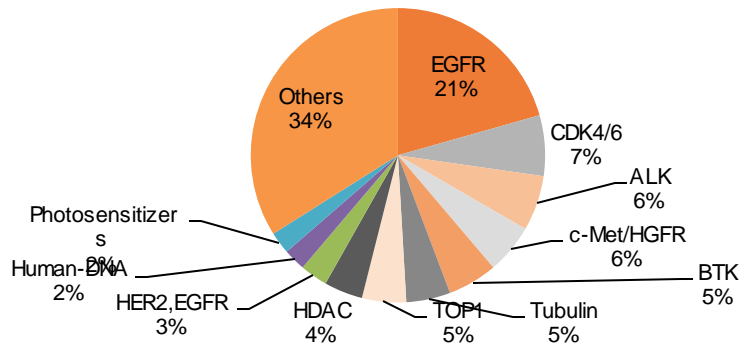
图表15 2016-2019年 CDE 受理的 1 类新药品种分布



资料来源: IQVIA、平安证券研究所

我国创新药申报扎堆现象明显，寻找真正有临床价值的创新。如 1 类小分子抗肿瘤药靶点中，前三大靶点 EGFR、CDK4/6 和 ALK 合计占比达到 34%；而大分子生物药同样存在扎堆现象，以热门靶点 PD-1/PD-L1 为例，根据 WIND 数据库显示，该靶点临床试验多达 226 项。扎堆申报虽然能提升成功率，但会导致新药上市不久即迎来竞争格局恶化，同类产品临床优势不明显，造成研究资源的浪费。创新药具备科技属性，存在高风险高收益的特征。我们建议关注真正具有临床价值的创新。

图表16 我国 1 类小分子肿瘤靶点分布



资料来源：药渡、平安证券研究所

国内新药研发成果初显，众多产品密集申请上市。国内的药物创新浪潮在 2005 年左右起步，主要由大量曾在国际创新药企工作的中高层研发人员回国创业驱动。考虑到新药 10+年的研发周期，以及 2016年后 CDE 持续加快药物审评审批节奏的情况，近几年较早启动的一批创新药项目正密集进入上市申请阶段。药品从临床走向上市的过程，也是从梦想走向现实的过程。投资者的关注点由临床数据、产品空间转向销售团队、竞争格局、医保以价换量等现实问题。而前文述及的同类产品数量众多、竞相上市的情况使这一转变更加彻底。寻找能够在上市环节继续保持较高胜算的公司，或者是拥有完善营销体系的大型药企，或者是在建立一定营销能力的同时善于把握医保放量机遇的行业新贵。

结合研发能力、技术水平、营销体系等因素，建议重点关注翰森制药、中国生物制药、信达生物、君实生物、再鼎医药-SB、百济神州、康宁杰瑞制药-B、康方生物-B、荣昌生物-B、康希诺生物-B 等。

3.2 创新药外部产业链：需求充裕，人才决定长期发展

外包成为新药研发的趋势：新药研发具有技术难、成本高、周期长、风险大的特点，为集中精力、控制成本、缩短研发周期和降低风险，越来越多的药企选择内生实现药物设计和营销销售，而把研发与生产环节外包。

图表17 医药研发外包服务产业链

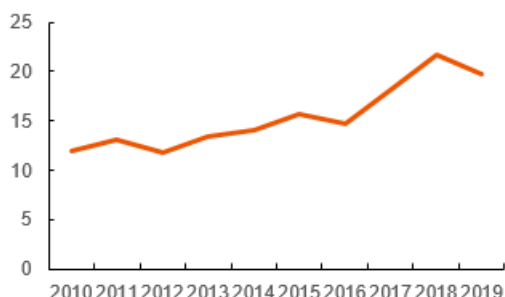


资料来源：平安证券研究所

- 新药的研发平均成本持续上升，2019 年全球单个药物研发成本在 19.81 亿美元左右；
- 从实验室发现到进入市场周期平均需要 10-15 年；

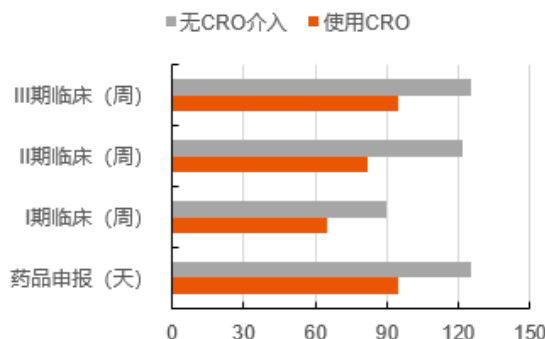
- 成功率低，平均 5,000 至 10,000 个先导化合物可诞生一个上市新药。

图表18 新药研发平均成本持续上升（亿美元）



资料来源：Deloitte、平安证券研究所

图表19 使用 CRO 大幅缩短新药研发周期



资料来源：Frost&Sullivan、平安证券研究所

海外外包需求因产业结构向中国转移的同时，国内创新药崛起也创造出众多外包需求。对国内医药外包服务商而言，临床 CRO 与临床前 CRO 主要客户来自国内，正向海外延伸；药物发现 CRO 和 CMO 客户则以海外为主，随国内创新药研发推进，国内业务也在快速成长。

展望 2021 年，各环节订单需求依旧充裕，行业继续维持高景气。过往两年间，资本市场对创新外包环节的基础认知已较为充裕，行业的边际变化成为关注点。在 2020Q4 的行业走访中，我们发现创新外包各环节企业的订单签订情况仍普遍乐观。

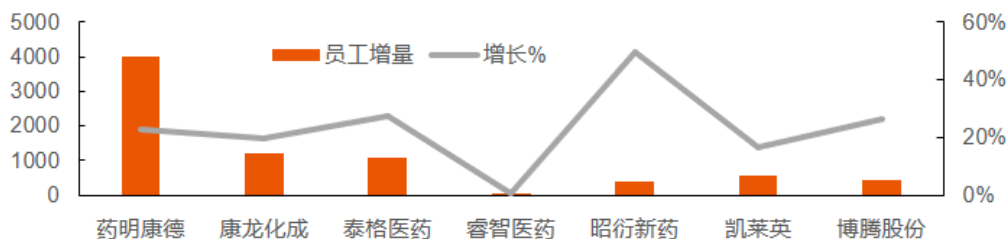
- **海外疫情仍然辗转反复，加快了外包由欧美向中国转移的速度。**尽管新冠疫苗临床结果理想，近期资本市场对疫情复苏十分乐观，但药企在选择供应商时更看重供应链的稳定性，而非“可能的”好转。而中国在疫情期间充分证明了自身运转的稳定性。
- **宽松的资金成本和国内便利的融资环境为 Biotech 企业的项目推进提供了良好的土壤，也为医药外包企业带来了更多项目。**

长期看，人才或成供给瓶颈，得人才者得天下

在订单充沛而产能不足的行业大背景下，投资者可以针对各细分行业抽象出不同参数考察其产能供给，例如：员工数量之于药物发现或临床 CRO、动物房规模之于安评 CRO、新增固定资产规模之于 CDMO。这些参数对外包企业的增长潜力有不错的指引作用。

行业发展到当前水平，我们提示市场注重外包公司的人才获取能力，人才竞争或将成为行业长期发展的胜负手。人才（包括基础人才）是拥有科技属性的医药外包产业最重要的资产。在创新如火如荼的当今，不论药企或是外包企业都在大力扩张人才队伍，竞争在学校招聘环节就开始了。即使是业务主要与固定资产挂钩的 CDMO 企业，也已经感受到了人才竞争的压力，凯莱英新基地选址在长三角地区、博腾在上海兴建研发团队、几乎所有上市的外包企业连续不断进行股权激励，都证明了这一点。

图表20 国内部分医药外包公司 2019 年员工增量（人）及增长比例



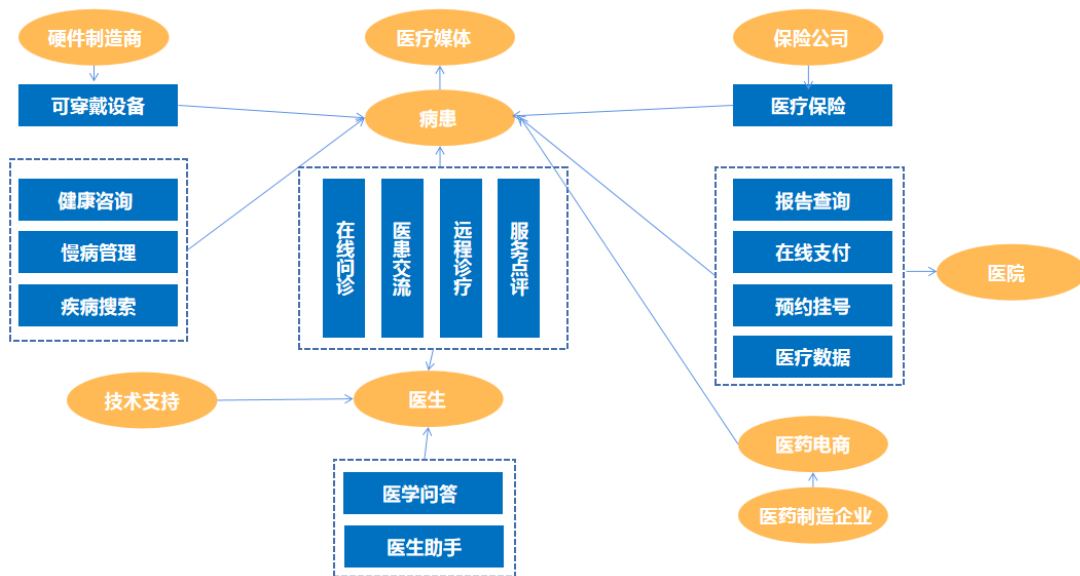
资料来源：WIND、平安证券研究所

CXO 是创新药相关产业链，随着创新项目的增加和外包比例的提升，将长期保持高景气发展态势。结合人才储备、在手订单、公司规模等因素，建议重点关注港股 CXO 中的药明生物、药明康德、康龙化成、维亚生物等。

3.3 新冠疫情常态化背景下，互联网医疗迎发展契机

疫情推动互联网医疗加速发展。近年来，国家出台了一系列政策，支持互联网医疗的发展。随着疫情的爆发，医院集中应对，医疗机构满负荷运转，更多患者的医疗服务需求得不到满足。互联网医疗解决了疫情期间医护资源不足、问诊需求过高、二次感染等重要问题，同时也促进了互联网医疗的广泛应用，成为居民看病问诊常态模式，加强了人们对互联网医疗的了解和认可，建立对互联网医疗的信任。

图表21 互联网医疗产业链



资料来源：搜狐、平安证券研究所

互联网医疗支持政策密集出台。2015 年国务院提出推广在线医疗卫生新模式。2018 年以来相关政策密集出台。2020 年 11 月，医保局出台《国家医疗保障局关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》。进一步制定互联网医疗医保付费的付费方法同时将互联网医疗的诊疗范围从慢病扩展到常见病。在线诊疗的医保支付，将引导居民慢病和常见病的线上诊疗，进一步推动行业的发展。

图表22 互联网医疗相关政策梳理

时间	政策名称	发布机构	主要内容
2015.7	国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见	国务院	提出：推广在线医疗卫生新模式。发展基于互联网的医疗卫生服务，支持第三方机构构建医学影像、健康档案、检验报告、电子病历等医疗信息共享服务平台，逐步建立跨医院的医疗数据共享交换标准体系。
2016.12	关于印发“十三五”卫生与健康规划的通知	国务院	全面实施“互联网+”健康医疗益民服务，发展面向中西部和基层的远程医疗和线上线下相结合的智慧医疗，促进云计算、大数据、物联网、移动互联网、虚拟现实等信息技术与健康服务的深度融合，提升健康信息服务能力。
2018.4	关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见	国务院	提出发展“互联网+”医疗服务、创新“互联网+”公共卫生服务、优化“互联网+”家庭医生签约服务、完善“互联网+”药品供应保障服务、推进“互联网+”医疗保障结算服务、推进“互联网+”人工智能应用服务。
2018.9	互联网诊疗管理办法（试行）、互联网医院管理办法（试行）、远程医疗服务管理规范（试行）	国家卫健委	根据使用的人员和服务方式将“互联网+医疗服务”分为三类：远程医疗、互联网诊疗活动和互联网医院。明确互联网医院性质及与实体医疗机构的关系。明确互联网医院和互联网诊疗活动准入程序和监管。
2018.1	关于印发公立医院开展网络支付业务指导意见的通知	国家卫健委	要求有条件的地方可以探索区域共享互联网支付平台建设。通过便捷的支付结算服务优化就诊流程，提高工作效率。
2019.1	药品网络销售监督管理办法	药监局	允许通过网络像个人消费者销售处方药；允许单体药店通过网络销售药品；允许向个人消费者售药网站发布处方药信息。
2019.8	关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见	国家医疗保障局	适应“互联网+”的运行发展规律，针对不同的服务主体、对象和内容，制定有操作性的价格和支付政策。符合条件的“互联网+”医疗服务，按照线上线下公平的原则配套医保支付政策，并根据服务特点完善协议管理、结算流程和有关指标。公立医疗机构提供“互联网+”医疗服务，主要实行政府调节，非公立医疗机构提供“互联网+”医疗服务，价格实行市场调节。
2020.3	关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见	医保局、国家卫健委	要求地区经办机构建立处方审核制度，明确纳入医保支付的“互联网+”医疗服务范围、条件、收费和结算标准、支付方式、总额指标管理以及医疗行为监管。
2020.11	国家医疗保障局关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见	医保局	明确了互联网医疗医保付费的付费方法，鼓励将互联网诊疗的范围，从慢性病进一步扩展到常见病，同时支持“互联网+”医疗复诊处方流转。

资料来源：政府网站、平安证券研究所

我国医疗服务市场大，但整体分布不均衡。1) 不同级别的医院之间，患者流量的分布不均衡；2) 不同城市中，三级医院的分布不均衡。在我国，患者在选择医疗机构时，倾向性明显：患者更乐于选择三级医院就诊，而非一级及二级医疗机构。

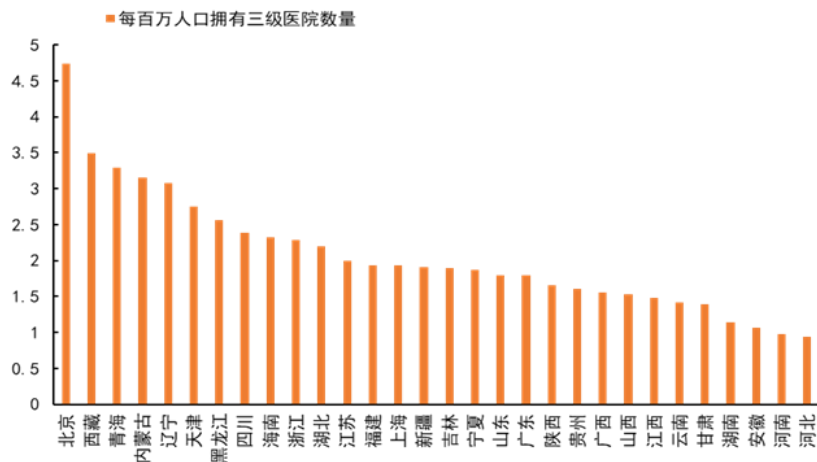
图表23 我国不同级别医院的数量及2020H1诊疗人次数据情况



资料来源：卫健委，平安证券研究所

不同城市、地区之间，每百万人口拥有三级医院的数量差别较大。数量最多的北京为4.7家/百万人口，数量最少的河北则为0.9家/百万人口。居民更倾向接诊于三级医院，而三级医院在我国分布不均，因此均衡各地区的医疗资源为我国医疗服务行业中的需要解决的问题之一。

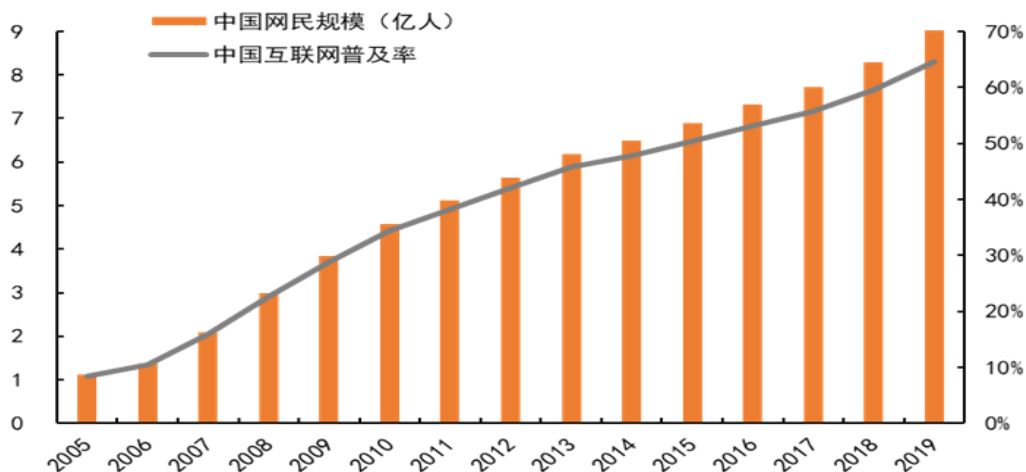
图表24 我国各地区每百万人拥有三级医院数量



资料来源：卫健委，平安证券研究所

互联网医疗在我国有肥沃的土壤。截至 2019 年底，我国网民规模达到 9.04 亿人，中国互联网普及率达到 65%。基数庞大的网民规模，为互联网医疗提供了基础。

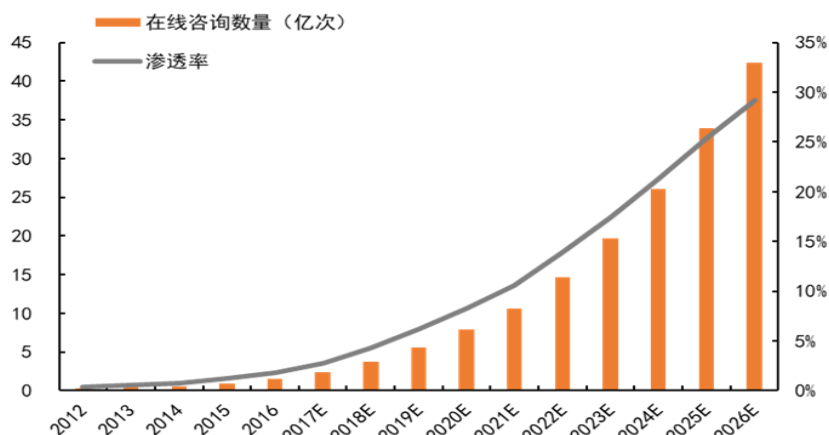
图表25 中国网民规模及互联网普及率



资料来源：Frost & Sullivan, 平安证券研究所

在线诊疗市场空间广阔。根据沙利文的报告，我国在线诊疗人数在 2020 年可以达到 7.9 亿人次，渗透率达到 8.3% (在线咨询诊疗人次数/(在线咨询诊疗人次数+线下诊疗人次数))。根据草根调研，我们发现现有诊疗中，超过 30% 为常见病与慢病问诊，均可通过互联网医疗进行线上问诊。而线上问诊叠加处方外流及互联网购药，带来了互联网医疗市场的广阔空间。

图表26 我国在线咨询诊疗次数及渗透率情况



资料来源: Frost & Sullivan, 平安证券研究所

根据沙利文的报告, 预计 2020 年互联网医疗的市场规模达到 330 亿元, 同比增速在 29%。到 2025 年, 我国互联网医疗的市场规模有望达到 1360 亿元, 行业实现快速增长。互联网医疗涵盖从线上问诊到健康管理的一系列服务内容, 业务范围、医生资源、供应链整合能力等均是竞争力体现。目前我国互联网医疗巨头主要在港股上市, 建议关注阿里健康、京东健康等。

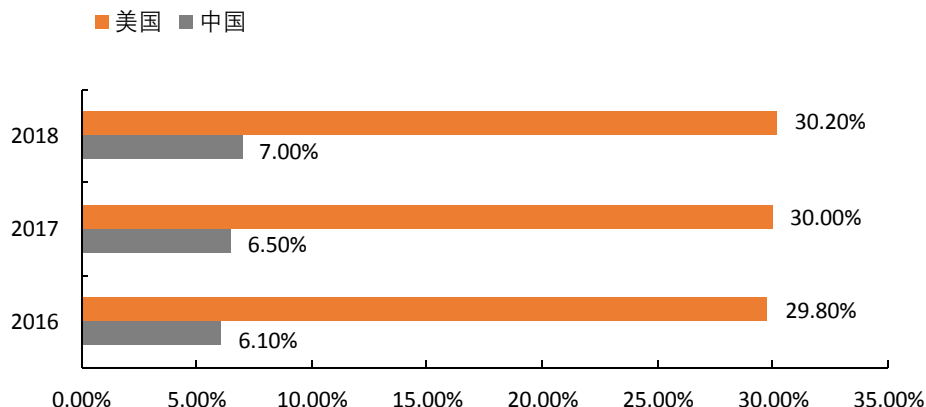
3.4 关注消费型医疗及其他特色细分领域

3.4.1 消费型医疗需求在逐步提升, 不受负面政策影响

我国居民人均可支配收入每年呈稳定增长的态势, 2019 年全年人均可支配收入实现 3.07 万元, 增速稳定在 8.9%。随着人均可支配收入的稳定增长, 我国居民对医疗卫生领域的需求逐步提升, 消费型医疗在我国的需求不断提升。同时, 因消费型医疗以自费为主, 不受带量采购等负面政策影响。消费型医疗主要包括口腔、眼科、医美、生长激素、辅助生殖等领域, 我们重点建议关注港股中辅助生殖领域的锦欣生殖。

我国辅助生殖领域刚起步, 即将迎来快速发展。2016 年我国不孕不育患者数量超过 5000 万, 患病率超过 15%。我国不孕不育患者中, 2018 年仅有 7% 尝试通过辅助生殖的方式生育, 这一比例在美国高达 30.2%。我国辅助生殖领域仍有较大发展空间。

图表27 中美辅助生殖渗透率对比

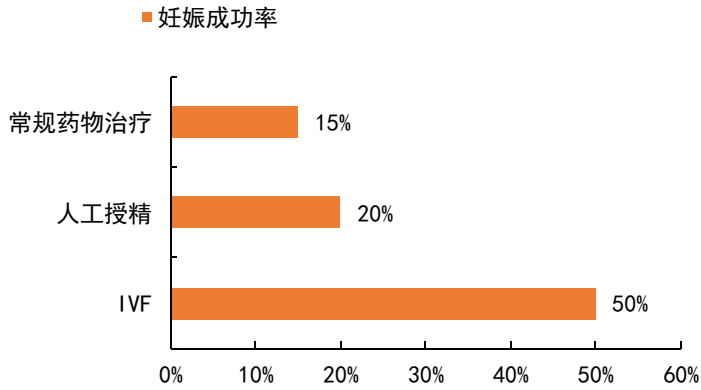


资料来源: 产业信息网, 平安证券研究所

IVF 为最有效的辅助生殖手段, 未来市场可期。IVF 的妊娠成功率高达 50%, 高于常规药物治疗和

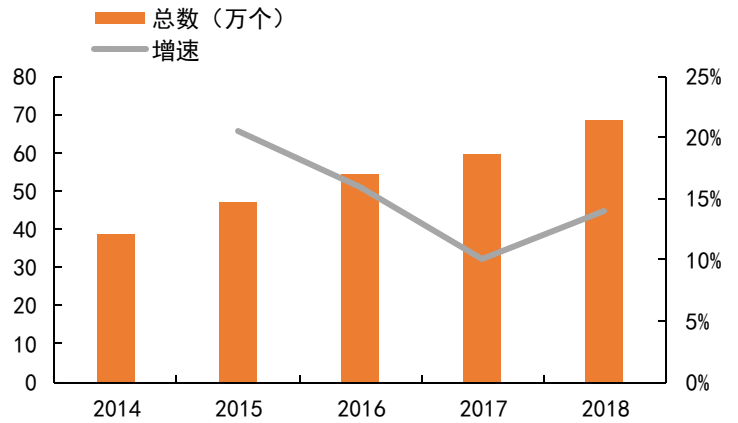
人工授精。2018年，我国 IVF 取卵周期总数共 68.4 万个，增速为 14%。随着 IVF 市场教育的推进，其有望加速发展。

图表28 三种辅助生殖方法妊娠成功率对比



资料来源：产业信息网,平安证券研究所

图表29 我国 IVF 取卵周期及增速



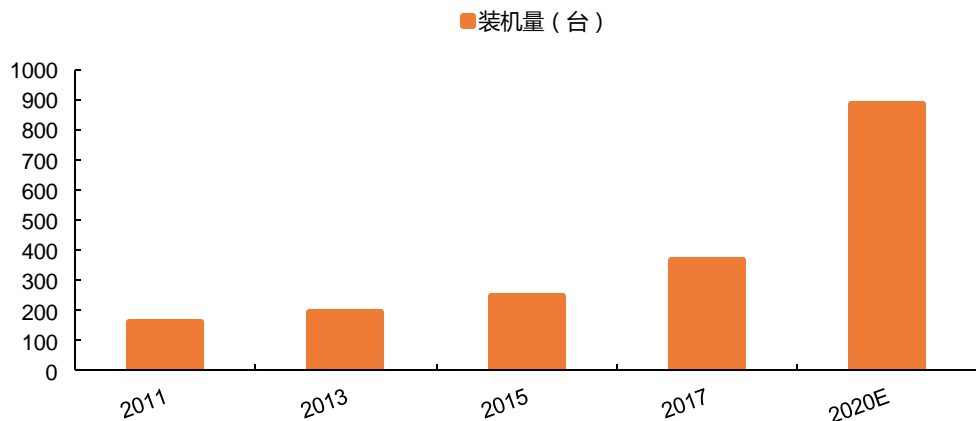
资料来源：产业信息网,平安证券研究所

3.4.2 核医学：一片新兴的蓝海市场

核医学显像：医学影像皇冠上的明珠。核医学成像是通过有选择地测量摄入体内的放射性核素所发出的射线来成像。进入人体循环系统的示踪分子，通过活脏器内的正常与病变组织之间的放射性浓度差别揭示人体的代谢和功能信息，也可以通过探测细胞活性的差异，进行癌症的早期诊断。

PET/CT 与 F18-FDG。F18-FDG 是 PET/CT 检测专用（且必须）的显影剂，随着配置证的放开，全国 PET-CT 装机量将会大幅提升，按照规划到 2020 年底达到 884 台（2017 年为 370 台左右），对应的检查人次也将大幅上升。

图表30 我国 PET/CT 装机量变化情况







资料来源：国家卫健委、平安证券研究所

F18-FDG 的放射性和短半衰期决定其超高门槛。国家对放射性药物高度管制，目前国内仅有东诚药业（全资子公司安迪科）、中国同辐和江苏华益拥有 F18-FDG 药品批文。同时由于其短半衰期的特征，药品必须当天生产使用，企业必须建设全国性的生产网点，进一步加深了护城河。

F18 核素显影剂市场有望达到 50~60 亿元。目前市场规模约 6-8 亿，其中 1/3 安迪科，1/3 同辐，1/3 医院自制。随着核药房的布局完善，医院倾向于外购 F18，未来医院自制部分比例会持续下降。我们用两种方法推算 F18 的市场规模，一是根据 PET-CT 装机量的未来趋势及检查人数预测，2030 年国内 F18 显影剂市场有望达到 60 亿元；二是参照美国的肿瘤发病率和检查渗透率，预计国内的理论市场空间为 50-60 亿元。**F18 核素显影剂是极佳的蓝海投资领域：高门槛决定其竞争格局不会恶化，中国同辐和东诚药业的二元格局非常稳定。**

图表31 用两种方法推算的 F18 市场规模

	2018	2020	2025	2030		美国	中国
装机量 	300	750	1500	3000	年新发肿瘤数	170万	约500万
单机年检 检查人次 	1800	1800	2000	2000	渗透率	2.35	假设1
药品单价 	1500	1500	1200	1000	总检查次数	400万例	500万例
市场规模 	约8亿	约20亿	36亿	60亿	市场规模	约10亿美金	50亿

资料来源：中华医学会、平安证券研究所

目前我国核医学呈现两大寡头竞争的格局，港股市场建议关注中国同辐。从国内核医学竞争情况来看，东诚药业和中国同辐两家寡头优势明显。其中中国同辐在港股上市，公司背靠大股东中核集团，具有天然的资源优势，是国内少数几家具备基础研发能力的放射性药物企业之一，2017 年公司在国内核医学影像诊断及治疗用放射性药品的市场份额为 40%，名列第一。

四、把握流动性机遇，精选行业龙头

港股医药板块的公司主要经营地多在中国大陆，受内地的医药行业政策影响，因此其基本投资思路与我们在 A 股医药板块的投资策略一致，即回避政策压制领域，从各细分领域寻找确定性增长的标的。建议关注：

- 1) **真正具有临床价值的创新药相关标的：**创新药是医药行业确定性发展方向，我国扎堆申报现象明显，需甄别选择真正有临床价值的创新药。结合研发能力、技术水平、营销体系等因素，**建议重点关注翰森制药、中国生物制药、信达生物、君实生物、再鼎医药-SB、百济神州、康宁杰瑞制药-B、康方生物-B、荣昌生物-B、康希诺生物-B 等。**
- 2) **高景气 CXO 产业链：**CXO 是创新药相关产业链，随着创新项目的增加和外包比例的提升，将长期保持高景气发展态势。结合人才储备、在手订单、公司规模等因素，**建议重点关注港股 CXO 中的药明生物、药明康德、康龙化成、维亚生物等。**
- 3) **受益于疫情催化的互联网医疗：**2018 年以来互联网医疗行业支撑政策频出，新冠疫情加速行业发展。目前我国互联网医疗巨头主要在港股上市，**建议关注阿里健康、京东健康等。**
- 4) **消费型医疗等其他特色细分领域：**随着我国居民可支配收入持续提升，消费型医疗需求快速增加，**建议关注港股辅助生殖领域的锦欣生殖；其他优质细分领域包括处于蓝海市场的核医学，建议关注中国同辐。**

五、 风险提示

1、 行业政策变化风险

随着新医改的逐步深入，在全面推进公立医院改革、药品零差率、两票制、医保支付方式改革等的同时，行业监管日趋严格。新医改政策体系由于涉及面较广，具体执行需要应对各种复杂情况，在实施过程中可能会根据实际情况进行调整，存在一定不确定性。

2、 研发失败的风险

新药研发周期长、投入大、风险高。药物不同于其他工业品，其研发阶段包括临床前研究，临床 I-IV 期研究。根据报告《Clinical Development Success Rates 2006-2015》的数据显示新药研发从临床 I 期到成功上市的概率仅为 9.6%。

3、 药品安全风险

药品的运输、储存均需特定条件，特别是生物制品和疫苗，需全程冷链运输储存。如果质量控制的某个环节出现疏忽，则可能造成药品安全风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033