

行业评级	增持
------	----

子行业评级	
化学原料药	中性
化学制剂	增持
中药	中性
生物制品	增持
医疗器械	增持
医药商业	中性
医疗服务	增持

基础数据	
上证指数	3473.07
医药生物(申万)	7993.15
总市值(亿元)	79,287.83
流通A股市值(亿元)	56,671.95
PE(TTM, 整体法)	45.05
PB(MRQ)	5.46
ROE(2020)	9.44%
资产负债率(2020)	42.59%

(注: 数据日期为 2020/12/31)



投资要点:

- **医药行业盈利反转, 出口显著提速。**2020年医药制造业实现营业收入24857.30亿元, 利润总额为3506.70亿元, 同比增长率分别为4.50%和12.80%。整体来看医药制造业营业收入增速连续三年出现下滑, 但盈利能力反转明显。受疫情影响, 医药出口显著提速, 医药行业出口总额3323.18亿元, 同比增长27.63%。其中, 医药制造业实现出口收入1966.20亿元, 同比增长38.83%。新冠疫情触发的医疗需求有效弥补了被疫情抑制的常规医疗需求, 拉动行业整体平稳增长。
- **新冠疫情和防控需求兑现催化火爆行情, 同时市场加速分化。**受新冠疫情催化和防控需求持续兑现驱动, 医药行业二级走势居前。2020年, 医药生物板块全年涨幅为52.69%, 在申万28个一级行业中排名第6。整体来看, 2020年医药生物行业整体从走势来看可分为五个阶段: 国内疫情发酵阶段(01/01-02/03)、国内疫情爆发阶段(02/04-03/18)、海外疫情爆发阶段(03/19-08/05)、行业估值调整阶段(08/06-11/26)和疫情预期波动阶段(11/27-12/31)。伴随医药行业快速拉升、然后调整的走势变化过程中, 市场加速分化, 基金重仓比例先升后降, 并且持续向大市值股票集中, 抱团趋势明显。板块方面, 受新冠疫情催化, 疫情产业链整体大幅上涨, 防护、检测、抗类、设备和疫苗等多个板块在防疫需求的刺激下实现业绩和估值双升的戴维斯双击。医疗服务等行业虽受疫情影响在一季度业绩出现下滑, 但在此后出现显著修复, 实现V形反转。医药行业的基金重仓比例在2020年7月达到近年高峰。随着国内疫情防控常态化和经济复苏, 整个行业在下半年进入了调整期。长期来看, 随着疫情防控常态化, 行业回归正常逻辑, 创新药、生物制品、医疗服务和消费等赛道有望持续维持高景气。
- **药品集采和医保目录谈判常态化, 医药创新逻辑持续强化。**上海阳光采购网发布的信息显示, 第四轮药品集采工作涉及45个药品品种和250亿集采规模, 药品集采常态化成为推动医保基金节约的有力手段。医保谈判同样如此, 2016年国家卫计委组织第一轮医保目录谈判后, 我国医保目录保持每年更新一次的谈判节奏。医保目录谈判多次明确“腾笼换鸟”的策略方向。通过药品品种和价格的调控, 对医保基金支出进行适当缩减。从历次医保目录谈判的趋势来看, 谈判药品数量总体呈上升趋势, 2020年医保目录谈判药价平均降幅趋于缓和。其中, 国产PD-1药品的全

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布证券研究报告

请务必阅读正文后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 010-59219558
 传 真: 010-59562637

部谈判入围，确认了政府对创新药的支持力度以及进口替代逻辑的自我强化。在我国人口老龄化进程持续推进的大趋势下，医保基金支付压力将会愈来愈大，医保目录的更新调整趋于常态化，在我国目前医保目录谈判框架基本已定的前提下，市场及医药公司针对谈判准备将会越来越充分。长期来看，产品管线丰富、创新能力强、竞争格局缓和的生产企业将会在医保目录谈判中更具竞争优势。

- **新冠疫情全球蔓延，危与机并存。**2020年初，新冠疫情爆发，自1月下旬起蔓延至全国，并在随后的数月内迅速席卷全球。同过去百年以来的世界主要流行疾病相比，新冠疫情在感染规模上弱于西班牙大流感、亚洲流感和香港流感，但综合考虑传播范围、确诊人数、死亡人数、死亡率等指标，新冠肺炎的冲击前所未有。从本次疫情相关产业链分析，新冠疫情产业链基本上可以分为抗类（包括抗生素、抗病毒、干扰素和激素等）、设备（检测、监测类）、耗材（口罩、纱布等）、试剂（病毒筛查）、疫苗和其他六类。伴随各国新冠疫苗的陆续获批和接种，新冠疫情在一定程度上会受到遏制，每日新增确诊病例已经在1月初达到高点后下行。结合新冠病毒的变异属性和新冠疫苗的全球接种进展，我们认为疫情会呈现渐进式可控的状态，在新冠病毒感染人数和新冠疫苗接种人数总和达到70%以上的情况下，达到群体免疫的基础标准。综合考虑以上因素，疫情拐点可能在年底或明年初出现，因此，新冠疫情产业链中的耗材、试剂和疫苗的需求短期不会消失。
- **医疗消费支付能力持续向好。**2019年，我国基本医保基金收入24421亿元，增速为14.20%；医保基金支出为20854亿元，增速为17.01%，医保基金支出增速连续两年高于收入增速。医保基金盈余为3567亿元，增速为0.14%，医保基金支付能力稳中有升，尚未出现下滑趋势。截至2020年11月，医疗商业保险保费收入为7641.52亿元，增速为16.42%，同比小幅下滑，但平稳增长的态势不变。2020年我国城镇居民人均可支配收入为43,834元，增速为3.48%；城镇居民人均医疗保健支出为2,172元，增速为-4.86%；农村居民人均可支配收入2020年为17,131元，增速为6.93%，人均医疗保健支出为1,418元，增速为-0.21%。2020年城乡居民收入持续增长，受疫情影响，2020年医疗保健支出较往年出现下滑趋势，主要是医疗需求受到疫情抑制，收支两端的正反方向变化为居民未来医疗消费提供了良好的物质基础。医保基金、商业保险和城乡居民的收支变化有效保障了医疗需求的释放。
- **行业整体估值偏高，短期业绩有支撑。**按照2020年12月31日的收盘数据，采用整体法（TTM）计算，医药行业的市盈率和市净率（最新报告期MRQ）分别为45.05和5.46。2019年医药行业相对A股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为2.29和2.35，2020年医药行业相对A股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为2.33和2.84，较2019年有所提升。总体来看医药行业市盈率及市净率溢价比率已经处于近年来较高水平。其中，医疗服务、生物制品明显高出行业平均水平，医疗器械和化学制剂相对较高，化学原料药、中药和医药商业的综合估值低于医药行业整体水平。业绩方面，医药生物行业上市公司2020前三季度营收增速和归母净利润增速分别为2.44%和24.84%，在疫情大环境的高需求刺激下，行业营业收入和归母净利润均增速实现增长。其中，医疗器械和生物制品的业绩增速显著高于行业整体水平。
- **投资策略。**2020年新冠肺炎疫情席卷全球，在我国疫情常态化管控政策下，部分常规医疗需求受到抑制，但疫情相关需求快速增长。政策方面：1）集采常态化贯穿药械。随着去年11月高值医用耗材集采落地，冠脉支架集采为高值医用耗材带量采购拉开序幕，标准化程度较高、具备国产替代属性的高值器械耗材，符合耗材集采开展的逻辑。与此同时，第四轮药品集采开展在即；2）医保目录谈判成为创新药医保准入的重要途径。2020医保目录谈判的结果显示，创新药品仍是受益较高的品类。创新能力强，竞争格局缓和的生产企业将会得到较好的发展；3）新冠疫苗作为免费公共卫生产品，有望持续提升细分领域市场关注度。综合考虑医药行业政策趋势、供需变化以及当前的市场走势，我们认为2021年医药行业或呈现六大特征：1）医药行业整体实现平稳增长；2）市场震荡加剧，业绩增长的确定性和持续性重要性凸显；3）老龄化进程下医疗需求加速释放，强化行业刚需和防御属性；4）创新药及创新药产业链贯穿医药行业长周期投资；5）新冠疫情产业链

中的“消耗类”物资需求短期常态化；6) 龙头公司市场份额持续提升，产品差异化布局的部分二线蓝筹凸显性价比。结合行业政策、基本面和市场风格的变化，建议在市场分化行情确定的情况下，重点关注成长确定的白马股和产品差异化布局、具备超预期可能的二线蓝筹，重点围绕以下几个方面展开：一是创新药及创新药产业链，包括创新药生产企业以及为创新药提供服务的 CXO 企业等；二是具备进口替代能力的高端医疗器械龙头及检测类等疫情耗材生产企业；三是对药械降价免疫的医疗服务行业；四是不受医保约束的消费类医药企业；五是差异化布局、边际变化超预期的多管线生产企业；六是受益市场集中度提升，稳健扩张的医药商业企业。

- **风险提示：**新冠疫情防控不及预期风险，行业政策风险，医疗事故风险，行业增速不及预期，药品评审不及预期，创新药发展不及预期。



目录

一、 医药生物行业整体走势	8
1.1 医药生物行业整体运行情况	8
1.1.1 医药行业盈利反转	8
1.1.2 疫情驱动出口提速	10
1.2 医药生物行业行情走势	11
1.2.1 机构持股集中度小幅下滑	14
1.2.2 公募基金重仓比例先升后降	16
1.2.3 抱团趋势上升，分化加剧	17
二、 政策回顾与展望	19
2.1 药品集采常态化，第四轮药品集采在即	20
2.2 医保目录谈判范围逐步扩大	21
2.3 医药行业创新发展趋势明确	22
三、 新冠疫情趋势研判	22
3.1 全球新冠疫情走势	23
3.1.1 海外疫情走势	24
3.1.2 中国疫情走势	24
3.2 全球新冠疫苗接种进展	25
3.3 新冠疫情产业链需求分析	27
四、 医疗消费支付能力稳中有升	28
4.1 医保基金盈余稳中有升	28
4.2 商业保险快速发展	29
4.3 个人支付能力持续提升	30
五、 估值与上市公司业绩	31
5.1 估值	31
5.2 上市公司业绩	34
六、 投资展望	34
6.1 投资策略	34
6.2 重点公司	35
6.2.1 恒瑞医药 (600276): 创新药龙头, 加速国际化进程	35
6.2.2 长春高新 (000661): 生长激素龙头, 强者恒强	35
6.2.3 爱尔眼科 (300015): 眼科龙头, 市场领先	35
6.2.4 迈瑞医疗 (300760): 器械龙头, 疫情助力业绩增长	36
6.2.5 科伦药业 (002422): 大输液龙头, 创新转型二次成长	36
6.2.6 海普瑞 (002399): 肝素产业链垂直整合, CDMO 业务持续推进	36
6.2.7 药明康德 (603259): 黄金赛道, CRO 行业领导者	36



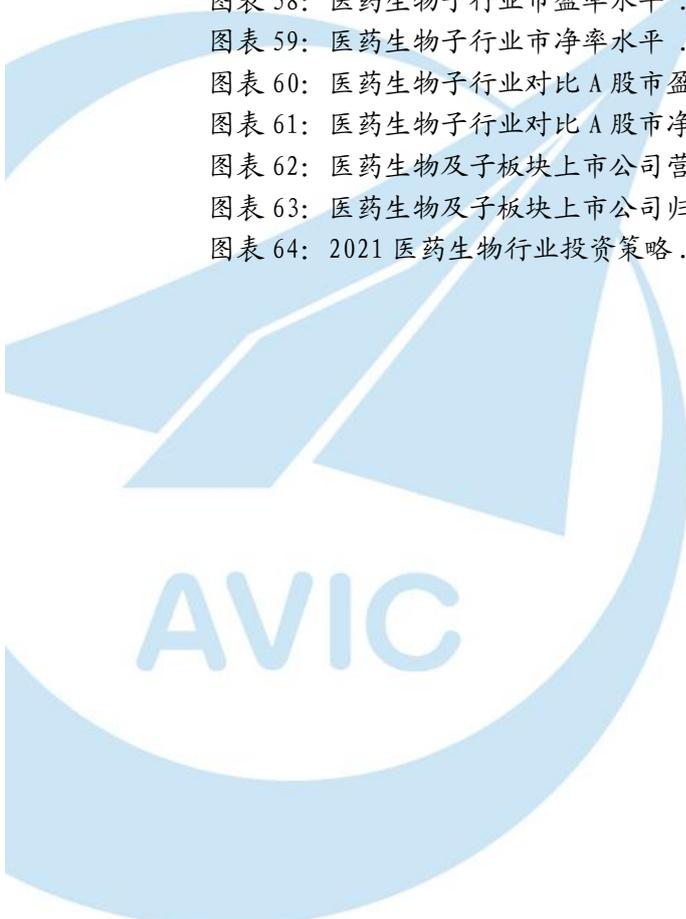
6.2.8 益丰药房 (603939): 稳健扩张, 蓄势待发.....	36
6.2.9 乐普医疗 (300003): 全产业布局构建核心竞争力, 长期看好.....	36
6.2.10 信立泰 (002294): 产品管线丰富, 步入收获期.....	37
6.2.11 丽珠集团 (000513): 受益疫情, 创新成长.....	37
6.2.12 智飞生物 (300122): 研发、代理双轮驱动, 疫苗行业的领导者.....	37



图表目录

图表 1: 医药制造业营业收入及增速	8
图表 2: 医药制造业利润总额及增速	8
图表 3: 2020 前三季度医药生物营业收入	9
图表 4: 2020 前三季度医药生物营收增速	9
图表 5: 2020 前三季度医药生物归母净利润	9
图表 6: 2020 前三季度医药生物归母净利润增速	9
图表 7: 2019 前三季度医药生物营收增速 (%)	10
图表 8: 2019 前三季度医药生物归母净利润增速 (%)	10
图表 9: 医药行业出口总额及增速	10
图表 10: 医药制造业出口总额及增速	10
图表 11: 医药行业出口结构	11
图表 12: 医药行业细分领域出口增速	11
图表 13: 2020 年医药生物行业市场表现 (%)	11
图表 14: 医药生物细分板块市场表现	12
图表 15: 医药生物行业 2020 年全年走势状况	13
图表 16: 医药生物板块 2020 年月度涨跌幅情况	13
图表 17: 医药生物及二级板块各月份涨跌数据	14
图表 18: 机构持股变动情况	14
图表 19: 公募基金重仓持股总市值排名前十的上市公司	15
图表 20: 公募基金重仓持股医药生物行业比例	16
图表 21: 医药生物股票市场标准行业配置比例	16
图表 22: 医药生物行业近年超配情况	17
图表 23: 2020 基金持仓持股总市值前十公司	17
图表 24: 2020Q1-2020Q4 基金持仓市值增加前十名公司情况	18
图表 25: 2020Q1-2020Q4 基金持仓市值减少前十名公司情况	18
图表 26: 市值排名前 10% 的公司行业总市值占比	19
图表 27: 公募基金重仓持股医药公司的市值分布	19
图表 28: 我国药品集中采购沿革	20
图表 29: 历次药品集采工作开展情况	20
图表 30: 我国药品集中采购沿革	21
图表 31: 五轮医保目录谈判情况	22
图表 32: 医药生物及子行业研发支出占营收比例情况	22
图表 33: 世界百年流行病对比 (数据截至 1 月 25 日)	23
图表 34: 全球新冠肺炎疫情病例情况	24
图表 35: 我国新冠肺炎疫情发生进程	25
图表 36: 全球新冠疫苗研发进展情况	25
图表 37: 全球各国接种新冠疫苗总剂量排名 (截至 1 月 28 日)	26
图表 38: 全球每百人接种新冠疫苗数量排名 (截至 1 月 28 日)	26
图表 39: 新冠疫苗接种比例前十国家 (数据截至 1 月 28 日)	26
图表 40: 美国累计、每日新增接种疫苗数量	27
图表 41: 美国累计接种数量占比及预测	27

图表 42: 疫情产业链相关上市公司	27
图表 43: 我国医保基金收入及增速	28
图表 44: 我国医保基金支出及增速	28
图表 45: 我国医保基金支出盈余及增速.....	29
图表 46: 我国医保基金统筹账户结余及增速.....	29
图表 47: 我国医保基金个人账户结余及增速.....	29
图表 48: 我国健康险保费收入及增速	30
图表 49: 我国健康险保费赔付金额及增速.....	30
图表 50: 我国城镇居民人居可支配收入、医疗保健支出及增速.....	30
图表 51: 城镇人均医疗支出占比	30
图表 52: 我国农村居民人居可支配收入、医疗保健支出及增速.....	31
图表 53: 农村城镇人均医疗支出占比	31
图表 54: 申万 28 行业市盈率情况	32
图表 55: 申万 28 行业市净率情况	32
图表 56: 医药行业和 A 股市盈率溢价比率情况.....	32
图表 57: 医药行业和 A 股市净率溢价比率情况.....	32
图表 58: 医药生物子行业市盈率水平	33
图表 59: 医药生物子行业市净率水平	33
图表 60: 医药生物子行业对比 A 股市盈率溢价比率情况.....	33
图表 61: 医药生物子行业对比 A 股市净率溢价比率情况.....	33
图表 62: 医药生物及子板块上市公司营收增速.....	34
图表 63: 医药生物及子板块上市公司归母净利润增速.....	34
图表 64: 2021 医药生物行业投资策略	35


 AVIC

一、医药生物行业整体走势

2020 年医药制造业持续增长，2020 年医药制造业实现营业收入 24857.30 亿元，利润总额为 3506.70 亿元，同比增长率分别为 4.50% 和 12.80%。受疫情影响，医药出口显著提速，医药行业出口总额 3323.18 亿元，同比增长 27.63%。新冠疫情触发的医疗需求有效弥补了被疫情抑制的常规医疗需求，拉动行业整体平稳增长。受新冠疫情催化和防控需求持续兑现驱动，医药行业二级走势居前。2020 年，医药生物板块全年涨幅为 52.69%，在申万 28 个一级行业中排名第 6。整体来看，2020 年医药生物行业整体从走势来看可分为五个阶段：国内疫情发酵阶段（01/01-02/03）、国内疫情爆发阶段（02/04-03/18）、海外疫情爆发阶段（03/19-08/05）、行业估值调整阶段（08/06-11/26）和疫情预期波动阶段（11/27-12/31）。伴随医药行业快速拉升，然后调整的走势变化过程中，市场加速分化，基金重仓比例先升后降，并且持续向大市值股票集中，抱团趋势明显。板块方面，受新冠疫情催化，疫情产业链整体大幅上涨，防护、检测、抗类、设备和疫苗等多个板块在防疫需求的刺激下实现业绩和估值双升的戴维斯双击。医疗服务等行业虽受疫情影响在一季度业绩出现下滑，但在此后出现显著修复，实现 V 形反转。医药行业的基金重仓比例在 2020 年 7 月达到近年高峰。随着国内疫情防控常态化和经济复苏，整个行业在下半年进入了调整期。长期来看，随着疫情防控常态化，行业回归正常逻辑，创新药、生物制品、医疗服务和消费等赛道有望持续维持高景气。

1.1 医药生物行业整体运行情况

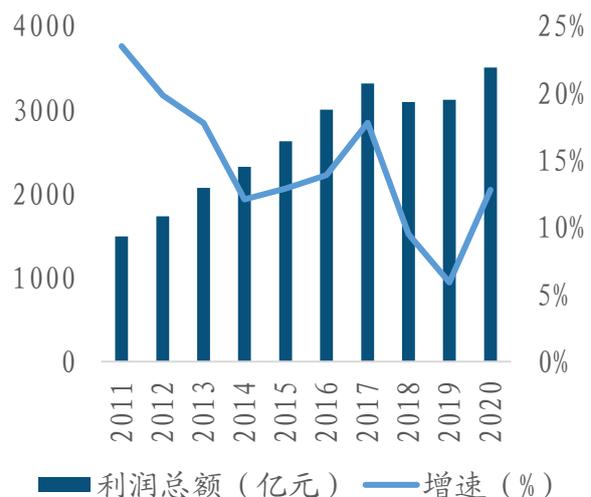
1.1.1 医药行业盈利反转

2020 年医药制造业实现营业收入 24857.30 亿元，利润总额为 3506.70 亿元，同比增长率分别为 4.50% 和 12.80%。2019 年，医药制造业营收及利润总额增速分别为 7.40% 和 5.90%。整体来看，医药制造业营业收入增速连续三年出现下滑，受疫情催化，高毛利率疫情产业链的收入占比的快速提升推动医药制造业盈利能力改善。

图表 1: 医药制造业营业收入及增速



图表 2: 医药制造业利润总额及增速



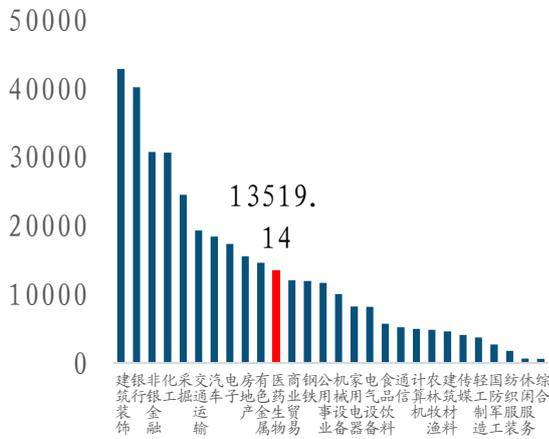
资料来源: Wind、中航证券研究所

资料来源: Wind、中航证券研究所



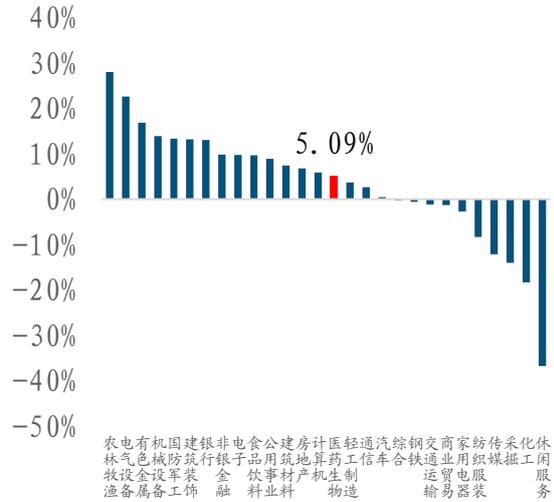
图表 3: 2020 前三季度医药生物营业收入

单位: 亿元



资料来源: Wind、中航证券研究所

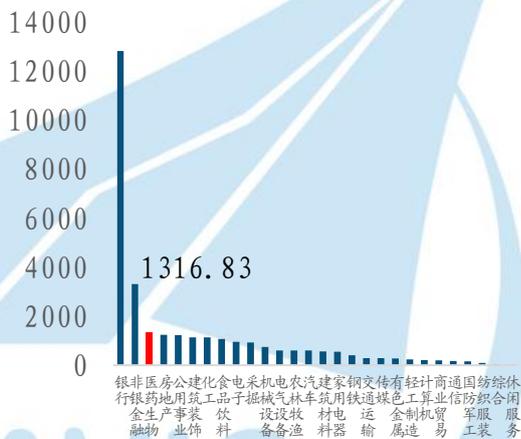
图表 4: 2020 前三季度医药生物营收增速



资料来源: Wind、中航证券研究所

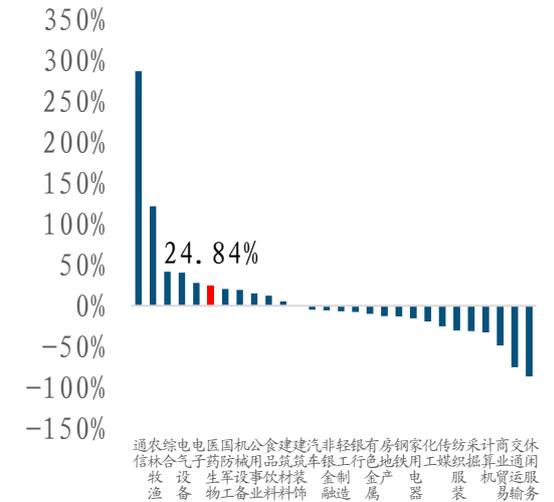
图表 5: 2020 前三季度医药生物归母净利润

单位: 亿元



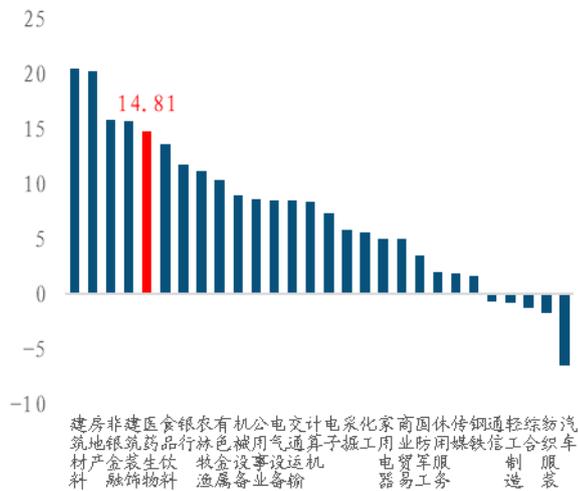
资料来源: Wind、中航证券研究所

图表 6: 2020 前三季度医药生物归母净利润增速

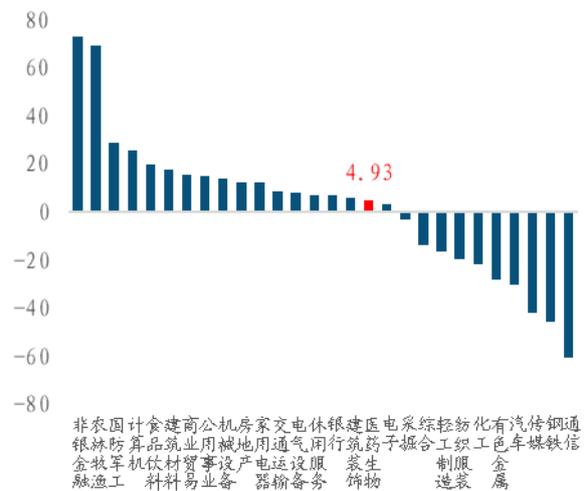


资料来源: Wind、中航证券研究所

图表 7: 2019 前三季度医药生物营收增速 (%)



图表 8: 2019 前三季度医药生物归母净利润增速 (%)



资料来源: Wind、中航证券研究所

资料来源: Wind、中航证券研究所

上市公司层面的数据显示,2020 前三季度医药生物板块实现营业收入 13519.14 亿元,行业排名第 11; 营收增速为 5.09%,行业排名第 15,收入规模和增速处在行业中游位置。2020 前三季度医药生物板块实现归母净利润 1316.83 亿元,行业排名第 3; 归母净利润增速为 24.84%,行业排名第 6。整体来看,医药生物板块盈利规模和业绩增速均处在行业前列。同 2019 年相比,医药生物板块收入增速下滑,但利润增速显著提升,主要是因为收入结构的变化。

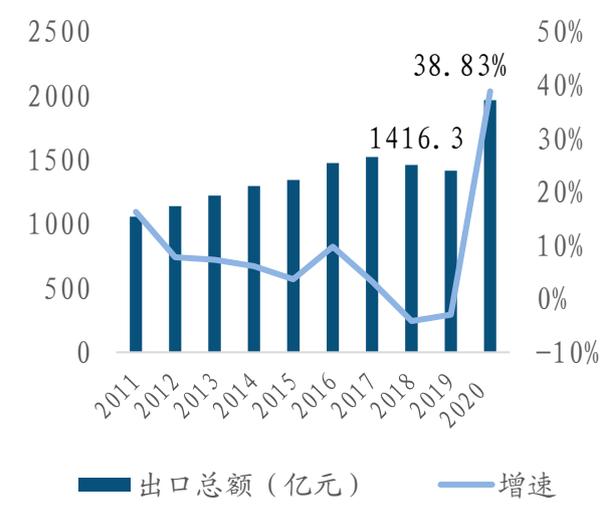
1.1.2 疫情驱动出口提速

受全球新冠疫情蔓延影响,海外医疗物资需求高涨,我国医药制造业出口增速显著提升。2020 年医药行业(医药行业包括医药材料及药品、医疗仪器及器械、医用敷料、中药材及中式成药和抗生素五类)实现出口总额 3323.18 亿元,同比增长 27.63%。剔除医疗仪器及器械、医用敷料,我国医药制造业出口总额 1966.20 亿元,同比增长 38.83%。

图表 9: 医药行业出口总额及增速



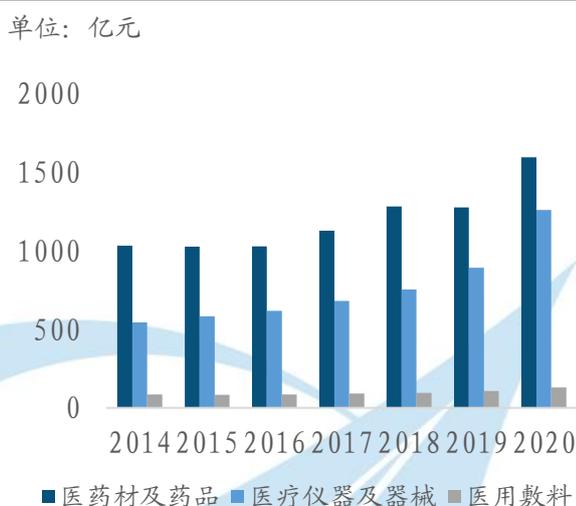
图表 10: 医药制造业出口总额及增速



资料来源: Wind、中航证券研究所

资料来源: Wind、中航证券研究所

分品类来看, 医药材及药品、医疗仪器及器械和医用敷料出口额最大, 2020 年出口额分别为 1593.92 亿元、1259.37 亿元和 128.93 亿元, 增速分别为 24.86%、41.35%和 20.00%, 增速创近几年新高。按照成长能力来看, 医疗仪器及器械、医药材及药品和医用敷料三类增长速度最快, 分别是 41.35%、24.86%和 20.00%。整体来看, 全球新冠疫情的持续蔓延刺激了防护、检测、药品和设备等各类医疗物资需求的释放, 拉动了医药行业出口总额的快速增长。

图表 11: 医药行业出口结构


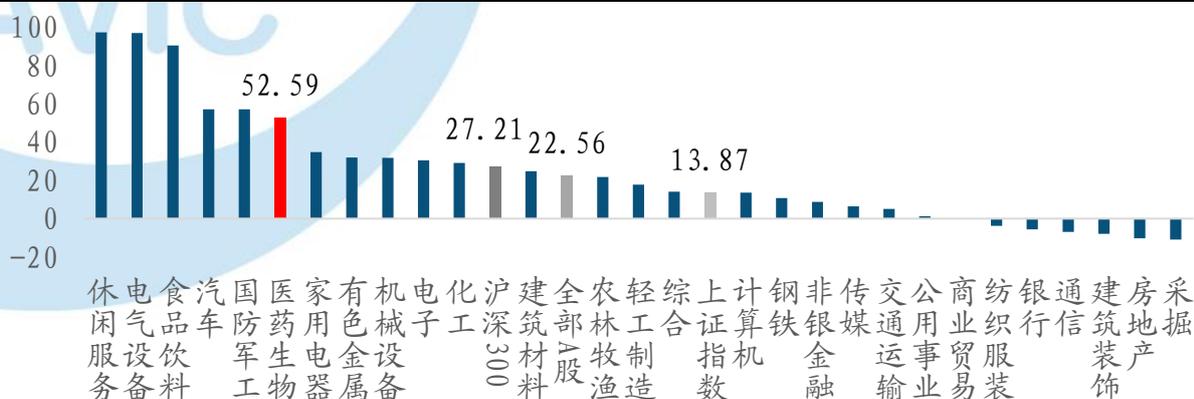
资料来源: Wind、中航证券研究所

图表 12: 医药行业细分领域出口增速


资料来源: Wind、中航证券研究所

1.2 医药生物行业行情走势

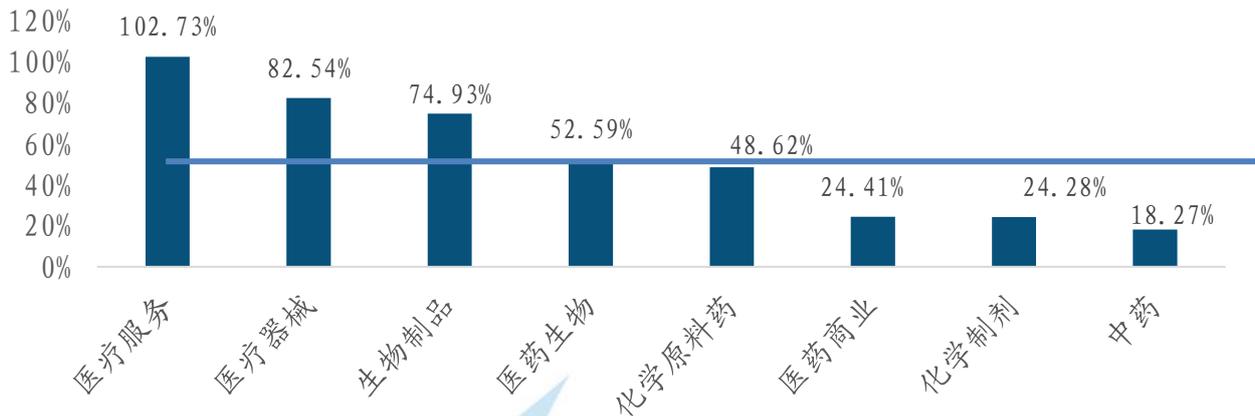
受医疗需求释放和业绩兑现驱动, 医药行业二级市场走势火爆, 全年涨幅 52.59%, 在申万 28 个一级行业中排名第 6。沪深 300、全部 A 股及上证指数全年涨幅分别为 27.21%、22.56 和 29.09%。受益于宽松的货币政策, 叠加新冠疫情影响下市场关注度大幅提升, 医药生物行业板块大幅跑赢沪深 300、全部 A 股和上证指数。

图表 13: 2020 年医药生物行业市场表现 (%)


资料来源: Wind、中航证券研究所

细分到医药生物行业子板块中，医疗服务表现最好，2020 年全年涨幅为 102.73%，连续两年居首。其次为医疗器械、生物制品，涨幅分别为 82.54% 和 74.93%。总体来看，医药行业七个二级子板块全部收涨，其中医疗服务、医疗器械和生物制品涨幅高于医药生物行业整体，化学原料药、医药商业、化学制剂和中药涨幅低于医药生物行业整体。

图表 14：医药生物细分板块市场表现



资料来源：Wind、中航证券研究所

2020 年医药生物行业根据市场走势整体来看可分为五个阶段，分别是国内疫情发酵、国内疫情爆发、海外疫情爆发、行业估值调整和疫情预期波动期。

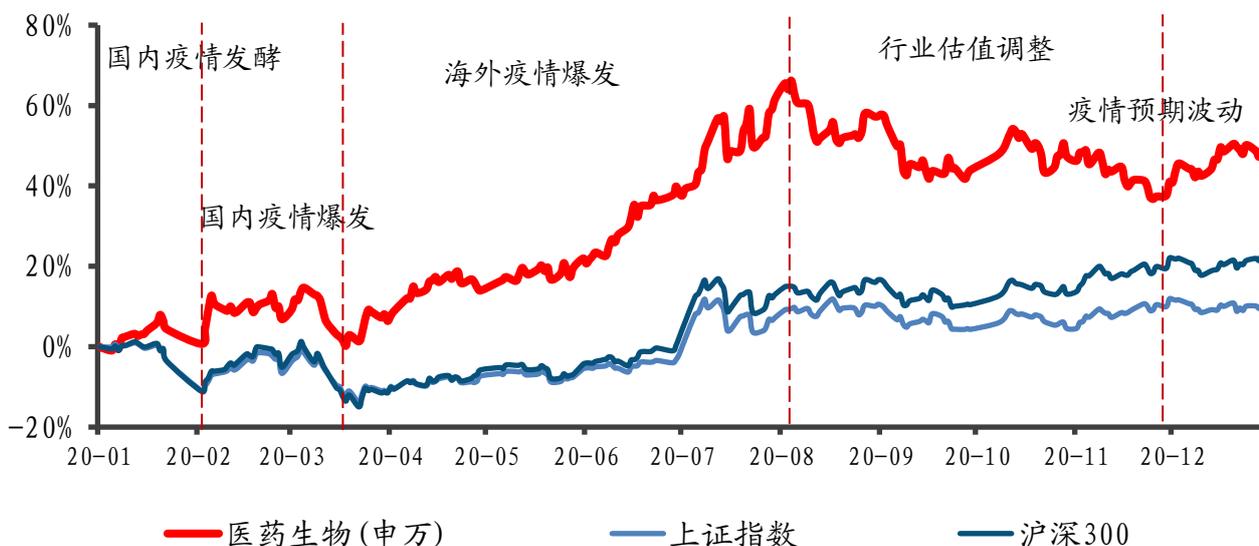
国内疫情发酵阶段（01/01-02/03）：国内新冠疫情开始发酵，恐慌情绪带动医药行业随大盘整体下滑。

国内疫情爆发阶段（02/04-03/18）：国内疫情爆发，受疫情影响部分公司 2020Q1 业绩预期下滑，同时新冠疫情带动医疗行业需求上升，疫情产业链开始上涨。3 月 11 日，世界卫生组织（WHO）宣布将新冠肺炎疫情列为全球大流行疾病，疫情不确定性引发行业出现震荡。

海外疫情爆发阶段（03/19-08/05）：我国疫情逐渐步入缓和期，并于 5 月逐渐趋于稳定，开始迈入常态化管控，但海外疫情呈多点扩散态势，部分国家出现疫情失控情况，我国医疗物资出口额大幅提升，国内外市场需求旺盛，持续推升医药行业整体景气度。

行业估值调整阶段（08/06-11/26）：由于在海外疫情爆发阶段行业估值提升过快，行业整体业绩虽逐季改善明显，但估值仍明显偏高，叠加市场看好短期内经济复苏形势，转向加仓顺周期板块等因素，行业逐渐回归理性。

疫情预期波动阶段（11/27-12/31）：随着年关将近，我国人口流动显著提升，全国疫情防控政策收紧态势明显，区域疫情爆发、高频的核酸检测及新冠疫苗获批等因素等引发市场重新关注疫情产业链相关概念，行业呈现回升走势。

图表 15: 医药生物行业 2020 年全年走势状况


资料来源: Wind、中航证券研究所

图表 16: 医药生物板块 2020 年月度涨跌幅情况


资料来源: Wind、中航证券研究所

月度数据显示,一、二月份医药生物板块分别上涨 5.38%、2.38%,此时新冠疫情处于蔓延初期,口罩、医用敷料、抗生素和呼吸机设备等相关概念开始发酵。医疗器械持续领涨行业,涨幅分别为 10.05%、14.07%。

三月份医药生物板块上涨 0.41%,世界卫生组织正式宣布将新冠肺炎称为全球大流行疾病,我国军科院新冠疫苗获批临床许可,疫苗研发提速时期,医药行业刚需价值凸显,在此趋势影响下生物制品等市场关注度逐渐提高,生物制品上涨 5.06%。

四、五月份医药生物板块分别上涨 5.81%、6.38%,其时我国疫情形势逐渐缓和,逐渐步入稳定期。部分疫苗进入临床 II 期试验,研发预期明确。同时,国家提出疫情常态化防控机制,开启大规模核酸检测工作,疫苗及新冠试剂检测概念开始升温,医疗器械单月分别上涨 6.75%、13.33%。

六月份医药生物板块实现全年最高月度涨幅,上涨 18.20%。行业中 7 个子板块均有较高涨幅,随着医药行业中报季的逐步开启,各公司纷纷披露中报业绩预期。受一季度业绩基数较低和业绩预告报喜等因素的影响,行业整体关注度得到进一步提升。

七月份医药生物板块整体上涨 15.99%。子板块中，生物制品上涨 38.32%，实现全年月度最高涨幅。公司中报陆续披露，业绩逐季改善趋势明显，业绩驱动市场聚焦行业，叠加疫情催化下全球新冠疫苗研发进展持续推进，生物制品板块关注度持续提高。

八月份医药生物板块下跌 4.55%，在经历前期较大涨幅及中报披露完毕后，随着我国疫情逐渐消退，经济复苏态势明朗，市场逐渐回归价值投资逻辑。板块月内呈现持续调整态势，自八月起医药板块逐渐步入调整期，其中以生物制品、医疗器械为主，八月分别下跌 16.11%和 8.25%。

九月份医药生物板块下跌 7.05%，药品集采持续推进，强化创新药投资逻辑。此外药品和高值医用耗材集中带量采购工作座谈会在京举行，预示高值医用耗材集中带量采购工作的开展。

十月份医药生物板块上涨 2.88%，回归较为合理区间。三季度业绩披露，行业整体业绩依旧保持逐季改善态势，以医疗服务为主的子板块逐渐走出疫情影响，整体业绩表现较好，医疗服务十月上涨 12.37%。

十一月份医药生物板块下跌 7.46%，整体来看，十一月份医药板块迎来全年最大跌幅，基于新冠疫苗 III 期试验逐步完成，海内外疫苗逐渐步入上市阶段，市场看好短期内经济复苏形势，叠加顺周期板块加仓、轮动等因素，对医药板块造成较大影响。此外高值医用耗材（冠脉支架）集中采购政策的首次落地也进一步带动了医疗器械子行业的加速下行，十一月医疗器械板块下跌 11.93%。

经过前期较大幅度调整后，十二月份医药行业表现出较回升态势，板块上涨 8.84%。从 2020 年医保目录谈判的开展到落地、疫苗研制的顺利进行到上市，行业整体迎来久违的反弹，主要系市场对于 2021 年年初疫情反弹的预期变化，以及 2020 上市公司的业绩兑现所致，生物制品、化学制剂分别上涨 6.97%和 6.66%。

图表 17: 医药生物及二级板块各月份涨跌数据

	一月	二月	三月	四月	五月	六月	七月	八月	九月	十月	十一月	十二月
医药生物	5.38%	2.38%	0.41%	5.81%	6.38%	18.20%	15.99%	-4.55%	-7.05%	2.88%	-7.46%	8.84%
化学原料药	8.17%	8.46%	3.98%	2.44%	4.57%	16.80%	6.62%	5.30%	-10.83%	-2.33%	-5.16%	5.22%
化学制剂	1.98%	-1.58%	-0.17%	3.19%	2.37%	17.00%	8.44%	-1.14%	-9.25%	-0.97%	-4.16%	6.66%
中药	4.15%	-5.40%	-1.54%	4.24%	0.94%	12.20%	14.96%	0.38%	-8.71%	-0.89%	-4.06%	3.43%
生物制品	6.69%	2.63%	5.06%	10.15%	7.36%	19.78%	38.32%	-16.11%	-7.07%	1.93%	-8.74%	6.97%
医药商业	7.24%	-3.51%	2.22%	0.66%	4.05%	12.07%	5.56%	5.87%	-5.74%	1.82%	-0.59%	-5.54%
医疗器械	10.05%	14.07%	1.16%	6.75%	13.33%	21.89%	14.03%	-8.25%	-3.86%	5.44%	-11.93%	10.35%
医疗服务	3.07%	2.65%	-6.87%	10.38%	9.26%	21.49%	9.18%	6.43%	-6.22%	12.37%	-8.54%	24.58%

资料来源: Wind、中航证券研究所

1.2.1 机构持股集中度小幅下滑

机构持仓方面，我们以机构在 2020H 至 2020Q3 期间持股占流通 A 股比例变动情况对 28 个行业进行排列，医药生物行业目前的机构持股市值为 26632.03 亿元，较 2020H 减少 1373.01 亿元，占流通 A 股比例减少 3.28%，变动比例在市场中排名第 27。我们判断可能是由于行业调整、机构减持等因素导致了机构持股集中度的下滑，市场逐步回归理性。

图表 18: 机构持股变动情况

序号	行业	占行业内公司总数比	持股市值(亿元)		占流通 A 股比例	
			2020Q3	较 2020H 变动	2020Q3	较 2020H 变动
1	纺织服装	94.44%	1,664.64	133.58	47.49%	0.17%
2	汽车	90.91%	10,168.91	1,924.13	53.72%	-0.56%

3	轻工制造	89.12%	3,348.41	234.14	40.75%	-0.64%
4	银行	97.30%	47,966.04	-1,187.65	84.70%	-0.81%
5	采掘	95.45%	13,054.66	400.50	82.48%	-0.86%
6	综合	100.00%	695.07	1.80	38.38%	-0.90%
7	机械设备	93.37%	9,801.14	1,133.72	46.00%	-0.90%
8	钢铁	97.22%	3,449.56	82.41	63.29%	-0.96%
9	化工	92.54%	14,581.54	1,452.92	57.04%	-0.98%
0	食品饮料	93.69%	38,800.43	5,773.89	54.18%	-1.06%
11	建筑材料	94.44%	4,167.78	242.86	48.54%	-1.13%
12	公用事业	94.62%	13,160.09	738.14	66.47%	-1.22%
13	非银金融	98.85%	32,612.88	6,925.24	61.56%	-1.37%
14	电气设备	94.12%	10,588.86	1,453.65	44.69%	-1.38%
15	交通运输	97.54%	13,545.38	1,127.70	68.59%	-1.39%
16	商业贸易	98.97%	3,613.57	-300.86	51.59%	-1.44%
17	传媒	98.27%	6,665.84	-326.61	42.25%	-1.61%
18	国防军工	93.83%	5,578.65	1,198.77	53.03%	-1.71%
19	房地产	98.45%	12,204.72	-113.18	58.66%	-1.71%
20	建筑装饰	97.04%	6,932.79	262.37	59.28%	-1.81%
21	家用电器	89.86%	8,440.30	627.08	50.57%	-2.04%
22	有色金属	96.92%	6,735.26	187.09	50.95%	-2.16%
23	通信	93.91%	3,381.09	-489.81	38.90%	-2.40%
24	农林牧渔	97.83%	5,109.64	-55.92	39.67%	-2.46%
25	计算机	96.95%	8,680.84	-1,635.57	30.25%	-2.94%
26	电子	94.16%	19,660.20	556.64	38.38%	-3.06%
27	医药生物	96.45%	26,632.03	-1,373.01	44.67%	-3.28%
28	休闲服务	97.37%	4,497.25	1,035.11	51.75%	-3.75%

资料来源: Wind、中航证券研究所

公募基金重仓持股数据显示,在持股总市值排名前十的公司中,3家公司所属行业为食品饮料行业,医药生物行业仅有迈瑞医疗1家上市公司。

图表 19: 公募基金重仓持股总市值排名前十的上市公司

序号	代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	持股总市值(亿元)	所属行业
1	600519.SH	贵州茅台	1,665	133	8,319.41	1662.22	食品饮料
2	000858.SZ	五粮液	1,322	127	41,801.63	1219.98	食品饮料
3	601318.SH	中国平安	1,269	127	89,234.53	776.16	非银金融
4	000333.SZ	美的集团	1,059	121	67,959.45	668.82	家用电器
5	300750.SZ	宁德时代	893	116	18,489.13	649.17	电气设备
6	601888.SH	中国中免	812	108	21,228.77	599.61	休闲服务
7	000568.SZ	泸州老窖	493	99	24,966.34	564.64	食品饮料
8	601012.SH	隆基股份	682	112	58,533.77	537.27	电气设备

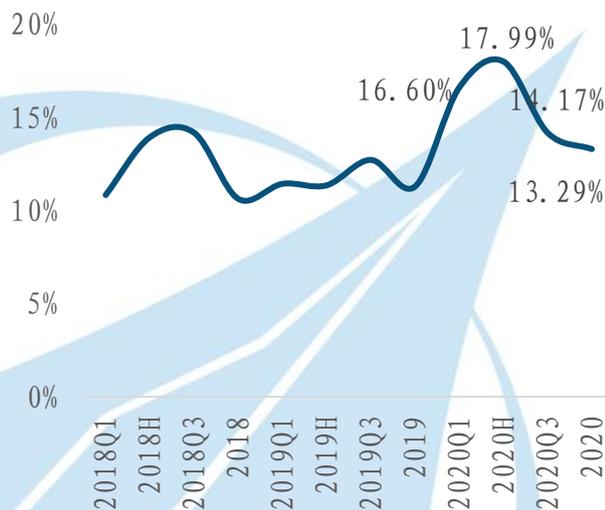
9	300760.SZ	迈瑞医疗	550	101	11,402.72	485.76	医药生物
10	002475.SZ	立讯精密	781	106	84,910.73	476.39	电子

资料来源: Wind、中航证券研究所

1.2.2 公募基金重仓比例先升后降

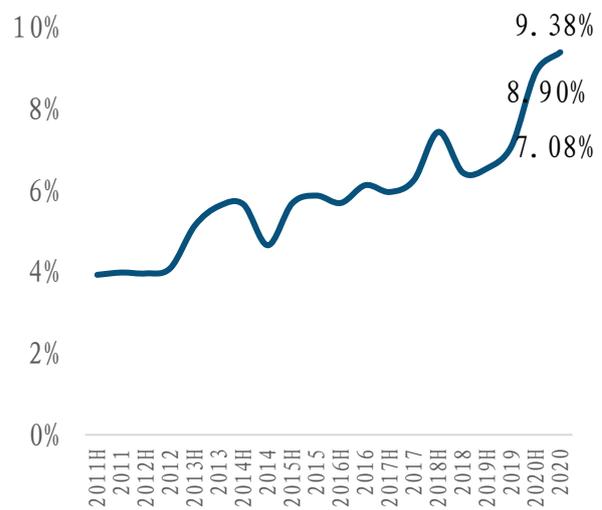
从医药生物行业公募基金重仓持股比例来看,2020年四个季度,基金重仓持有A股医药生物行业的市值占持有A股市值的比例分别为16.60%、17.99%、14.17%和13.29%。从趋势上来看,2020Q1至2020H期间行业持仓呈现快速上升态势,2020H至2020Q3行业重仓比例出现快速下滑,2020Q3至2020Q4下滑趋势出现减缓。医药生物股票市场标准行业配置比例数据显示,2020年医药生物标准行业配置比例出现较大幅度提升,由7.08%上升至9.38%,一方面是由于整个行业股价呈大幅上涨态势,另一方面是因为上市公司数量的增长。

图表 20: 公募基金重仓持股医药生物行业比例



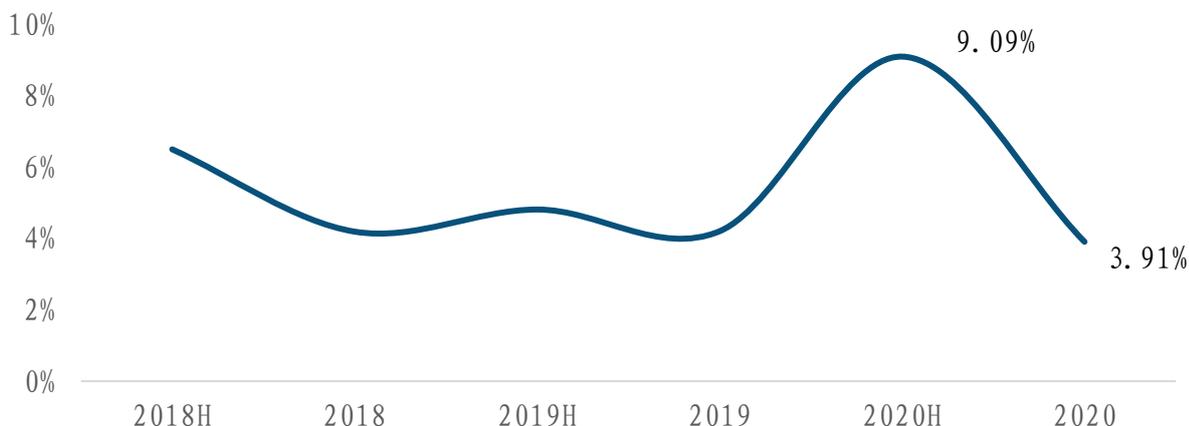
资料来源: Wind、中航证券研究所

图表 21: 医药生物股票市场标准行业配置比例



资料来源: Wind、中航证券研究所

通过对比公募基金重仓持股比例和标准行业配置比例,不难发现,医药生物行业长期处于超配状态。2020年初至2020H期间行业超配比例大幅提升,2020H超配比例为9.09%。2020H至2020年末行业超配比例快速下滑至3.91%。

图表 22: 医药生物行业近年超配情况


资料来源: Wind、中航证券研究所

1.2.3 抱团趋势上升, 分化加剧

从 2020 年末公募基金重仓持仓情况来看, 基金持股总市值排名前十的公司为迈瑞医疗、恒瑞医药、药明康德、长春高新、爱尔眼科、智飞生物、通策医疗、泰格医药、康泰生物和凯莱英, 持股总市值分别为 485.76 亿元、415.19 亿元、393.62 亿元、325.63 亿元、268.28 亿元、163.50 亿元、156.43 亿元、152.78 亿元、120.92 亿元和 106.55 亿元。

图表 23: 2020 基金持仓持股总市值前十公司

序号	代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	持股占流通股比 (%)	持股总市值(亿元)
1	300760.SZ	迈瑞医疗	550	101	11,402.72	22.84	485.76
2	600276.SH	恒瑞医药	756	114	37,250.55	7.03	415.19
3	603259.SH	药明康德	466	95	29,217.36	20.67	393.62
4	000661.SZ	长春高新	455	82	7,264.40	20.41	325.63
5	300015.SZ	爱尔眼科	268	69	35,823.20	10.49	268.28
6	300122.SZ	智飞生物	256	73	11,064.54	12.29	163.50
7	600763.SH	通策医疗	136	51	5,657.17	17.64	156.43
8	300347.SZ	泰格医药	180	64	9,453.48	17.46	152.78
9	300601.SZ	康泰生物	101	40	6,929.42	14.14	120.92
10	002821.SZ	凯莱英	107	51	3,571.51	16.03	106.55

资料来源: Wind、中航证券研究所

我们通过对 2020 年基金持股总市值的变动情况排名, 以观察、分析基金对于医药生物行业风格切换的内在逻辑。2020Q1-2020Q4 期间, 基金持仓市值增加的前十个公司中, 从所属板块层面来看, 创新药公司 5 家, 医疗服务公司 3 家, 医疗器械公司 2 家。从公司的市值层面来看, 市值超过 1000 亿的公司 7 家, 市值在 500-1000 亿的公司 3 家。不难发现, 公募基金配置医药的策略形成了共识, 一方面聚焦创新药、医疗服务和医疗器械板块, 同时风格向大市值股票靠拢。

图表 24: 2020Q1-2020Q4 基金持仓市值增加前十名公司情况

序号	代码	名称	持有基金变动数	持股变动总量(万股)	持股变动总市值(亿元)	总市值(亿元, 2020年12月31日)	所属板块
1	603259.SH	药明康德	212	21280.69	321.80	3,268.08	CRO; 创新药
2	300760.SZ	迈瑞医疗	110	3406.27	277.11	5,178.84	医疗器械
3	300015.SZ	爱尔眼科	139	16356.77	191.62	3,086.60	医疗服务
4	000661.SZ	长春高新	-27	3850.65	138.83	1,816.83	生物疫苗; 创新药
5	300122.SZ	智飞生物	106	5315.07	124.76	2,366.56	生物制品; 创新药; 疫苗
6	300347.SZ	泰格医药	74	4078.01	118.35	1,397.09	医疗服务
7	600763.SH	通策医疗	40	1659.41	113.34	886.63	医疗服务
8	600276.SH	恒瑞医药	-91	4281.75	111.78	5,942.73	化学制药; 创新药
9	002821.SZ	凯莱英	5	1345.77	68.33	725.46	创新药; 化学制药
10	300677.SZ	英科医疗	29	987.98	49.72	592.27	医疗器械; 医疗物资出口

资料来源: Wind、中航证券研究所

2020Q1-2020Q4 期间, 基金持仓市值减少的前十个公司中, 从所属板块层面来看, 医疗器械公司 5 家, 其余为生物制品和化学制药公司。从公司的市值层面来看, 市值处在 500-1000 亿范围的公司 2 家, 市值在 500 亿以下的公司 8 家。反向数据进一步验证了公募基金的投资策略, 市场分化加剧。

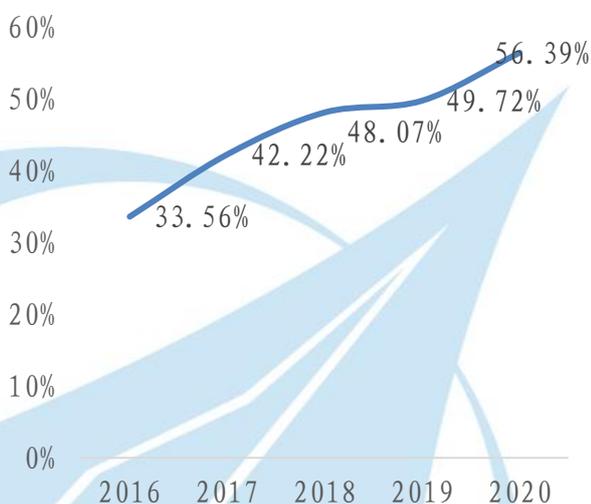
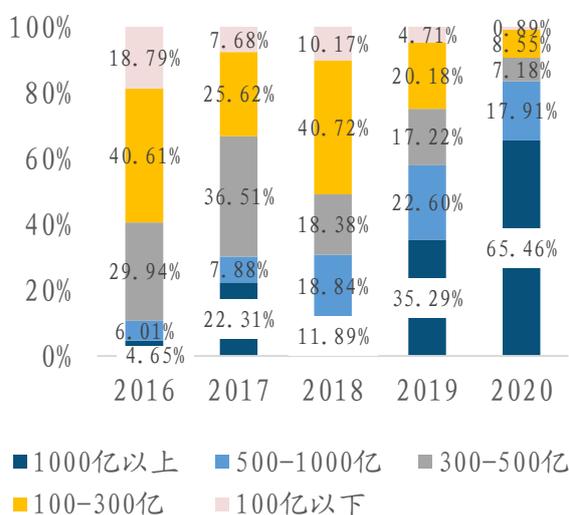
图表 25: 2020Q1-2020Q4 基金持仓市值减少前十名公司情况

序号	代码	名称	持有基金变动数	持股变动总量(万股)	持股变动总市值(亿元)	总市值(亿元, 2020年12月31日)	所属板块
1	300003.SZ	乐普医疗	-132	-14120.25	-53.60	490.49	医疗器械
2	002007.SZ	华兰生物	-116	-9170.82	-46.85	770.61	疫苗; 生物制品
3	600529.SH	山东药玻	-67	-10791.20	-35.18	298.38	医疗器械
4	300630.SZ	普利制药	-38	-1535.46	-12.33	183.05	仿制药; 化学制药
5	000739.SZ	普洛药业	-34	-7260.30	-12.04	274.36	化学制药
6	603707.SH	健友股份	-37	-1472.82	-10.90	328.17	化学制药
7	600216.SH	浙江医药	-58	-5400.17	-10.72	131.26	化学制药; 维生素
8	002223.SZ	鱼跃医疗	-17	-2851.34	-10.49	282.80	呼吸机; 医疗器械
9	300482.SZ	万孚生物	-15	-1342.49	-9.20	305.71	体外诊断; 生物疫苗; 医疗器械
10	603658.SH	安图生物	2	-869.74	-7.28	654.73	体外诊断; 生物疫苗; 医疗器械

资料来源: Wind、中航证券研究所

我们通过对 2016 至 2020 期间医药生物行业市值排名前 10% 的公司总市值占比的变化情况来观测行业的分化趋势。2016 年市值排名前 10% 的公司占行业总市值 33.56%，2020 年为 56.39%，2016 至 2020 年间该数据持续增加。

此外，我们进一步将医药生物行业内所有公司按照市值规模划分为 5 个区间，分别为 1000 亿以上市值公司、500-1000 亿市值公司、300-500 亿市值公司、100-300 亿市值公司和 100 亿以下市值公司。对于不同市值规模区间的公司，公募基金重仓持股数据显示，2016 年基金重仓持有规模为 1000 亿以上市值的公司的比例为 4.65%，2020 年占比为 65.46%；2016 年基金重仓持有规模为 500-1000 市值的公司的比例为 6.01%，2020 年占比为 17.91%；2016 年基金重仓持有规模为 300-500 市值的公司的比例为 29.94%，2020 年占比为 7.18%；2016 年基金重仓持有规模为 100-300 市值的公司的比例为 40.61%，2020 年为 8.55%；2016 年基金重仓持有规模为 100 亿以下市值的公司的比例为 18.79%，2020 年为 0.89%。近五年基金重仓持股数据显示，500 亿以上市值的公司在基金重仓持股中的占比整体呈大幅上升趋势。

图表 26：市值排名前 10% 的公司行业总市值占比

图表 27：公募基金重仓持股医药公司的市值分布


资料来源：Wind、中航证券研究所

资料来源：Wind、中航证券研究所

总体来看，伴随医药行业快速拉升，然后调整的走势变化过程中，市场加速分化，基金重仓比例先升后降，并且持续向大市值股票集中，抱团趋势明显。板块方面，受新冠疫情催化，疫情产业链整体大幅上涨，防护、检测、抗类、设备和疫苗等多个板块在防疫需求的刺激下实现业绩和估值双升的戴维斯双击。医疗服务等行业虽受疫情影响在一季度业绩出现下滑，但在此后显著修复，实现 V 形反转。医药行业的基金重仓比例在 2020 年 7 月达到近年高峰。随着国内疫情防控常态化和经济复苏，整个行业在下半年进入了调整期。长期来看，随着疫情防控常态化，行业回归正常逻辑，创新药、生物制品、医疗服务和消费等赛道有望持续维持高景气。

二、政策回顾与展望

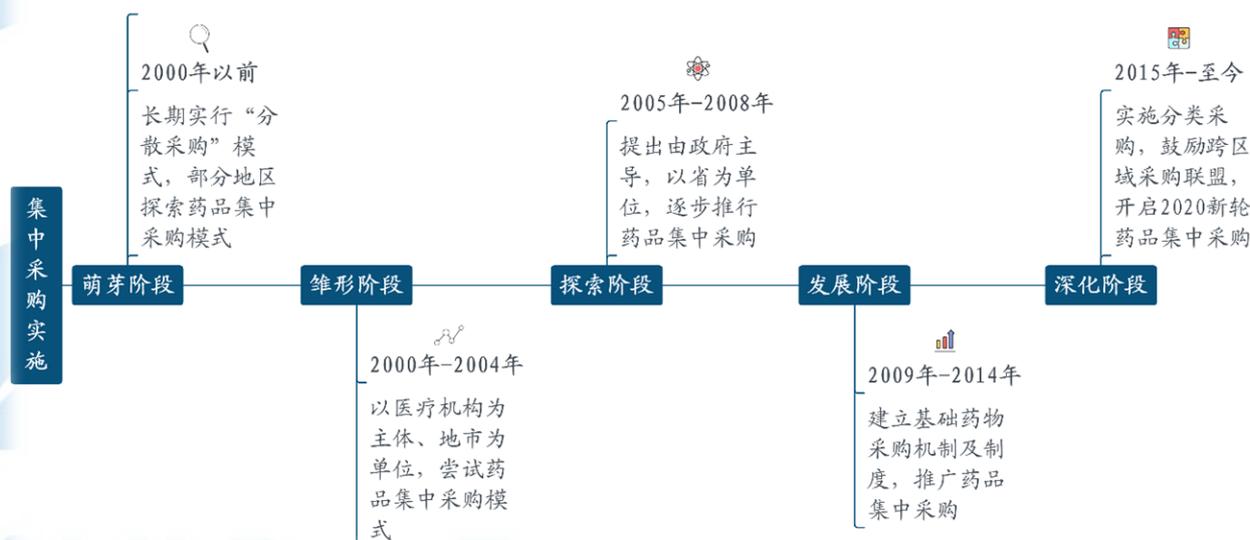
12 月 25 日上海阳光采购网发布的信息显示，第四轮药品集采工作涉及 45 个药品品种和 250 亿集采规模，药品集采常态化成为推动医保基金节约的有力手段。医保谈判同样如此，2016 年国家卫计委组织第一轮医保目录谈判后，我国医保目录保持每年更新一次的谈判节奏。医保目录谈判多次明确了“腾笼换鸟”的策略方向。通过药品品种和价格的调控，对医保基金支出进行适当缩减。从历次医保目录谈判的趋势来看，谈判药品数量总体呈上升趋势，2020 年医保目录谈判药价平均降幅趋于缓和。其中，国产 PD-1 药品

的全部谈判入围，确认了政府对创新药的支持力度以及进口替代逻辑的自我强化。在我国人口老龄化持续加剧的大趋势下，医保基金支付压力将会愈来愈大，医保目录的更新调整趋于常态化，在我国目前医保目录谈判框架基本已定的前提下，市场及医药公司针对谈判准备将会越来越充分，长期来看，产品管线丰富、创新能力强、竞争格局缓和的生产企业将会在医保目录谈判中更具竞争优势。

2.1 药品集采常态化，第四轮药品集采在即

我国药品集中采购大致可分为五个阶段。2000 年以前为萌芽阶段，全国施行“分散采购”模式，药品的集中采购模式尚在萌芽中。2000 年到 2004 年为雏形阶段，期间集中采购已经具备雏形，国家推行医疗机构为主体，地市为单位对集中采购模式进行初步尝试。2005 年到 2008 年为探索阶段，由以地市为单位的集中采购升级为以省级为单位，逐步推行药品集中采购。2009 年到 2014 年为发展阶段，期间我国相关政策不断出炉，集中采购机制、制度日趋完善。2015 年至今，我国药品集中采购已经步入深化阶段。2018 年 11 月开展的“4+7”集中采购试行效果显著，继 2019 年 9 月“4+7”集中采购扩面后，2020 年 1 月底我国第二轮药品集采覆盖全国，8 月底我国启动第三轮药品集采，集采范围持续扩大。12 月 25 日，上海阳光采购网发布第四轮集采信息。随着药品集采逐渐步入常态化，行业持续分化，龙头效应显著。

图表 28：我国药品集中采购沿革



资料来源：中国政府网、国家医保局、国家卫健委、上海阳光医药采购网、中航证券研究所

从历次药品集中采购发展趋势来看，除首轮药品集采后的集采扩面和最新一轮的药品集采外，其余药品集采工作在设计品种数量、中选品种数量、参加企业数量和中选企业数量上均有较大幅度提升。上海阳光采购网发布信息显示，第四轮药品集采工作将涉及 45 个药品品种，涉及约 250 亿集采规模。1 月 28 日，国务院办公厅发布《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》，表示重点将基本医保药品目录内用量大、采购金额高的药品纳入采购范围，逐步覆盖国内上市的临床必需、质量可靠的各类药品，做到应采尽采。

图表 29：历次药品集采工作开展情况

	首轮药品集采	药品集采扩面	二轮药品集采	三轮药品集采	四轮药品集采
座谈会日期	2018 年 9 月 11 日	2019 年 7 月 1 日	2019 年 11 月 27 日	2020 年 6 月 25 日	2020 年 12 月 8 日

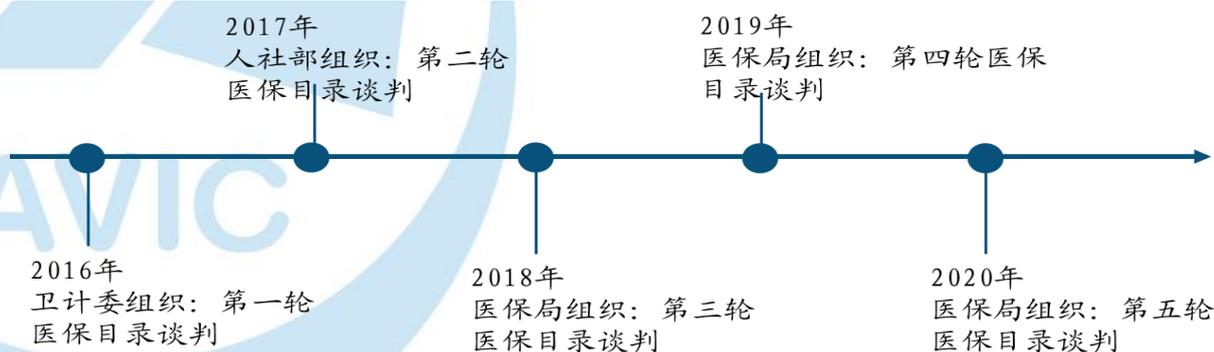
	日		日	日	日
启动日期	2019 年 3 月	2019 年 12 月	2020 年 5 月	2020 年 11 月	-
涉及品种数量	31	25 (较首次新增 4 个规格)	33	56	45
中选品种数量	25	25	32	55	-
参加企业数量	49	77	122	194	-
中选企业数量	20	45	77	125	-
降价最高幅度	96%	98%	93%	98.72%	-
平均降价幅度	52%	44.63%	53%	53%	-

资料来源：中国政府网、国家医保局、中航证券研究所

2.2 医保目录谈判范围逐步扩大

药品集采常态化成为推动医保基金节约的有力手段，医保谈判同样如此。2016 年国家卫计委组织第一轮医保目录谈判后，我国医保目录保持每年更新一次的谈判节奏。医保目录谈判多次明确了“腾笼换鸟”的策略方向。通过药品品种和价格的调控，对医保基金支出进行适当缩减。从历次医保目录谈判的趋势来看，谈判药品数量总体呈上升趋势，2020 年医保目录谈判药价平均降幅趋于缓和。同时，创新药竞争优势突出。

图表 30：我国药品集中采购沿革



资料来源：中国政府网、国家医保局、国家卫健委、上海阳光医药采购网、中航证券研究所

12 月 14 日，2020 年医保目录准入谈判开始。12 月 28 日，国家医保局及人社部公布了《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2020 年）》，表示新版目录将于 3 月 1 日起在全国范围正式启用。谈判结果来看，本次拟谈判药品数量为 162，谈判成功 119 种，包括目录内谈判成功 23 种药品，目录外 96 种药品。根据药品品类来分，包括 40 种中成药和 79 种西药，总谈判成功率为 73.46%，谈判成功的药品平均降价 50.64%。

图表 31: 五轮医保目录谈判情况

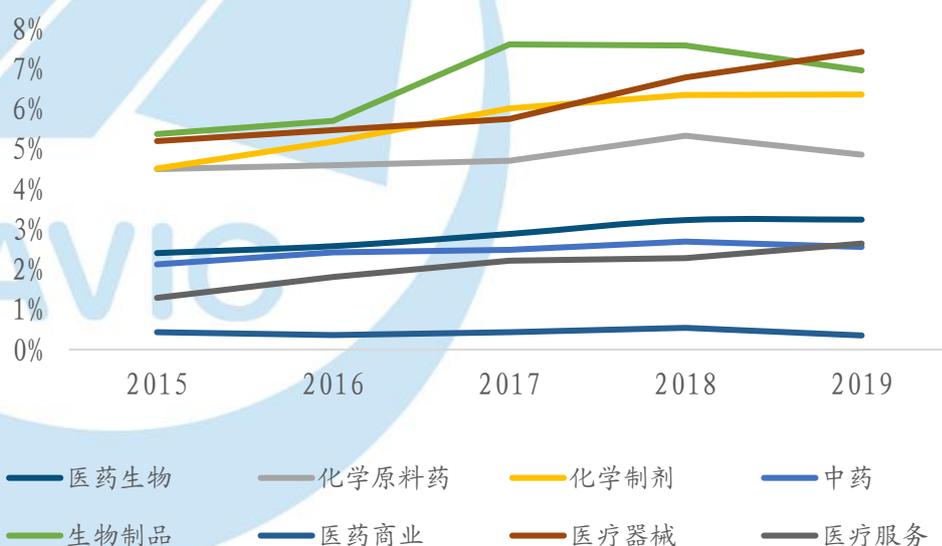
		一轮谈判	二轮谈判	三轮谈判	四轮谈判	五轮谈判
拟谈判数量		3	44	18	119	162
谈判成功数量	合计	3	36	17	70	119
	中成药	0	5	-	18	40
	西药	3	31	-	52	79
成功率		100.00%	81.82%	94.44%	58.82%	73.46%
平均降价幅度		55.33%	44%	56.70%	60.70%	50.64%
最高降价幅度		67%	70%	70%	98.18%	85%

资料来源: 中国政府网、国家医保局、中航证券研究所

2.3 医药行业创新发展趋势明确

对比过去几轮的医保目录谈判情况来看, 国产 PD-1 药品的全部谈判入围, 确认了政府对创新药的支持力度以及进口替代逻辑的自我强化。在我国人口老龄化持续加剧的大趋势下, 医保基金支付压力将会愈来愈大, 医保目录的更新调整趋于常态化, 在我国目前医保目录谈判框架基本已定的前提下, 市场及医药公司针对谈判准备将会越来越充分, 长期来看, 产品管线丰富、创新能力强、竞争格局缓和的生产企业将会在医保目录谈判中更具竞争优势。

研发支出方面, 2015 至 2019 年医药整体及子行业研发支出占营收比例数据显示, 行业整体占比呈上升态势。2015 年医药生物行业研发占比为 2.40%, 2019 年为 3.24%。细化来看, 生物制品研发占比 2015 至 2018 年中连续提升, 化学制剂、医疗器械及医疗服务研发占比 5 年连续提升, 各药企研发支出占比整体呈上升趋势的同时, 进一步验证了医药行业创新发展的长期逻辑。

图表 32: 医药生物及子行业研发支出占营收比例情况


资料来源: Wind、中航证券研究所

三、新冠疫情趋势研判

2020 年初，新冠疫情爆发，自 1 月下旬起蔓延至全国，并在随后的数月内迅速席卷全球。从本次疫情相关产业链分析，新冠疫情产业链基本上可以分为抗类（包括抗生素、抗病毒、干扰素和激素等）、设备（检测、监测类）、耗材（口罩、纱布等）、试剂（病毒筛查）、疫苗和其他六类。伴随各国新冠疫苗的陆续获批和接种，新冠疫情在一定程度上会受到遏制，每日新增确诊病例已经在 1 月初达到高点后下行。结合新冠病毒的变异属性和新冠疫苗的全球接种进展，我们认为疫情会呈现渐进式可控的状态，在新冠病毒感染人数和新冠疫苗接种人数总和达到 70% 的情况下，达到群体免疫的基础标准。综合考虑以上因素，全球疫情拐点可能在年底或明年初出现，因此，新冠疫情产业链中的耗材、试剂和疫苗的需求短期不会消失。

3.1 全球新冠疫情走势

2020 年初，新冠疫情爆发，自 1 月下旬起蔓延至全国，并在随后的数月内迅速席卷全球。同过去百年以来的世界主要流行疾病相比，新冠疫情在感染规模上弱于西班牙大流感、亚洲流感和香港流感，但综合考虑传播范围、确诊人数、死亡人数、死亡率等指标，新冠肺炎的冲击前所未有的。

图表 33: 世界百年流行病对比（数据截至 1 月 25 日）

病毒名称	年份	病例人数	死亡人数	死亡率	感染国家
西班牙流感 (H1N1)	1918	约 5 亿	5000 万-1 亿	10-20%	-
亚洲流感 (H2N2)	1957	-	100 万-400 万	0.3%-0.67%	-
马尔堡病毒 (Marberg)	1967	466	373	80%	11
1968 年流感 (H3N2)	1968	-	100 万-400 万	低于 0.5%	-
埃博拉病毒 (Ebola)	1976	33,577	13,562	40.40%	9
马流感病毒 (Hendra)	1994	7	4	57%	1
禽流感病毒 (H5N1)	1997	861	455	52.80%	18
尼帕病毒 (Nipha)	1998	513	398	77.60%	2
非典病毒 (SARS)	2002	8,096	774	9.60%	32
甲流病毒 (H1N1)	2009	1,632,258	284,500	17.40%	214
中东呼吸综合征病毒 (MERS)	2012	2,494	858	34.40%	28
禽流感病毒 (H7N9)	2013	1,568	616	39.30%	3
新冠肺炎病毒 (Covid19)	2020	100,758,855	2,157,818	2.15%	224

资料来源：WHO、中航证券研究所

3.1.1 海外疫情走势

全球疫情方面，2020 年 3 月 26 日以后，美国成为全球新冠肺炎确诊病例及死亡病例最多的国家，2021 年 1 月 25 日，全球新冠肺炎确诊病例突破 1 亿人。截至 1 月 25 日，全球累计死亡病例超过 215 万，近期每日新增确诊病例约在 50 万至 80 万之间。

图表 34：全球新冠肺炎疫情病例情况

单位：万人



资料来源：Wind、中航证券研究所

3.1.2 中国疫情走势

根据新冠疫情的发生发展历程，我国本次新冠肺炎疫情大体可分为发酵期、爆发期、缓和期、稳定期及波动期五个阶段。

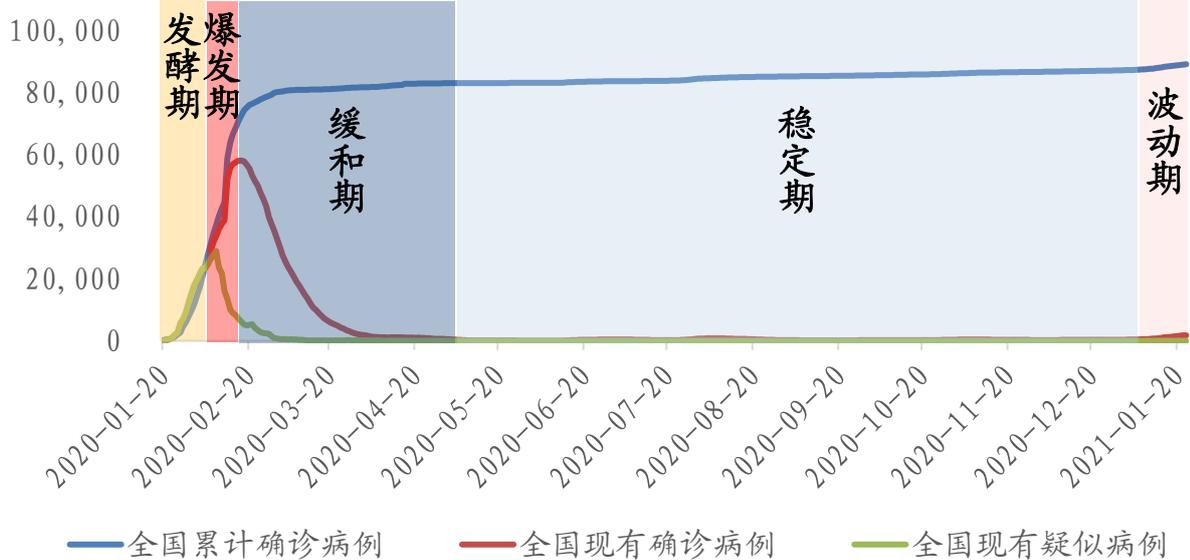
发酵期 (12/30-02/03)：从 2019 年 12 月底开始，湖北省武汉市陆续出现多起不明原因肺炎病例。国家卫健委实验室通过检测，宣布发现目前人类已知六种冠状病毒外的新型冠状病毒。1 月 23 日上午 10 时，湖北省武汉市正式宣布封城。1 月 23 日至 1 月 29 日，我国 31 个省市自治区相继启动突发公共卫生事件一级响应。

爆发期 (02/04-02/17)：2020 年 2 月 4 日，我国累计现有疑似病例人数首次被累计确诊病例人数超越，新冠肺炎疫情进入爆发阶段，累计确诊病例 14 天内增加了近 5 万人。2 月 11 日，国际病毒分类学委员会正式将病毒命名为“SARS-COV-2”，世界卫生组织、将新冠肺炎命名为“COVID-19”。

缓和期 (02/18-05/01)：随着疫情防控政策的推进，2 月 18 日我国现有确诊病例人数开始逐步下降。2 月 21 日，我国各个省份开始陆续下调重大公共卫生事件应急响应等级。

稳定期 (05/02-12/23)：5 月 2 日，湖北省突发公共卫生事件下调至二级响应，标志新冠疫情趋于稳定。尽管北京、大连和乌鲁木齐出现了疫情二次爆发的情况，但都很快被控制，疫情防控由应急状态全面进入常态化防控阶段。

波动期 (12/24-至今)：12 月 24 日起我国现有确诊病例呈现持续上升趋势。在近 8 个月的疫情常态化防控稳定期，我国疫情得到有效控制。随着 2020 年年底到来，年关将至，人员流动较为频繁，黑龙江、河北、吉林、上海、北京等省市均再次出现本土确诊病例。

图表 35: 我国新冠肺炎疫情发生进程


资料来源: Wind、中航证券研究所

3.2 全球新冠疫苗接种进展

截至 1 月 28 日, 全球新冠疫苗进入临床阶段项目共计 65 个, 包括 I 期临床项目 27 个、I / II 期临床项目 11 个、II 期临床项目 7 个和 III 期临床项目 20 个。在进行/完成 III 期临床的 20 个新冠疫苗项目中, 辉瑞/BioNTech 的 mRNA 疫苗、俄罗斯 Gamaleya 研究所的腺病毒载体疫苗、俄罗斯“矢量”病毒学与生物技术国家科学中心的重组蛋白亚单位疫苗和中国生物北京所的灭活疫苗已经在少数国家批准使用。除了上述 4 个疫苗项目, 包括 Moderna/NIAID 的 mRNA 疫苗、中国生物武汉所和科兴生物的灭活疫苗等也在部分国家获批紧急使用。

图表 36: 全球新冠疫苗研发进展情况

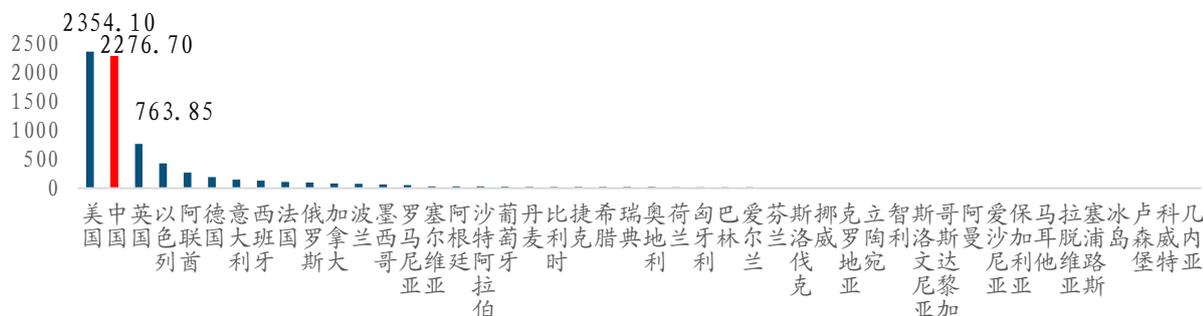
	I 期	I / II 期	II 期	III 期	总计
在研项目数量	27	11	7	20	65

资料来源: 纽约时报, 中航证券研究所整理

全球新冠疫苗接种剂量方面, 截至 1 月 28 日, 全球共接种新冠疫苗 6916 万剂。目前接种新冠疫苗剂量排名前五的国家分别为美国、中国、英国、以色列和阿联酋, 接种数量分别为 2354.10 万剂、2276.70 万剂、763.85 万剂、425.29 剂和 267.77 万剂。

图表 37: 全球各国接种新冠疫苗总剂量排名 (截至 1 月 28 日)

单位: 万剂


资料来源: Wind、中航证券研究所

从目前全球新冠疫苗接种进展方面来看,目前有序开展新冠疫苗接种的国家共计有 46 个。接种情况方面,截至 1 月 28 日,以色列、阿联酋、英国、巴林和美国目前为全球每百人接种疫苗数量最多的国家,分别为 49.13、27.95、11.25、8.47、7.11,我国目前每百人接种疫苗数量为 1.58,全球平均为 1.03。

图表 38: 全球每百人接种新冠疫苗数量排名 (截至 1 月 28 日)

资料来源: Wind、中航证券研究所

从新冠疫苗接种数量和国家人口比例来看,目前以色列、阿联酋、英国等国家目前排在世界前列,新冠疫苗接种比例分别为 49.13%、27.95%和 11.25%。

图表 39: 新冠疫苗接种比例前十国家 (数据截至 1 月 28 日)

序号	国家	接种比例	7 日平均新接种量	累计接种量 (万剂)
1	以色列	49.13%	16.57	425.29
2	阿拉伯联合酋长国	27.95%	8.62	276.45
3	英国	11.25%	36.69	763.85
4	巴林	8.47%	0.61	14.41
5	美国	7.11%	111.91	2,354.10
6	马耳他	5.07%	-	2.24
7	塞尔维亚	4.70%	-	31.95
8	冰岛	4.55%	-	1.55
9	丹麦	3.73%	0.47	21.61

10	罗马尼亚	2.97%	3.75	57.07
----	------	-------	------	-------

资料来源: Wind、中航证券研究所

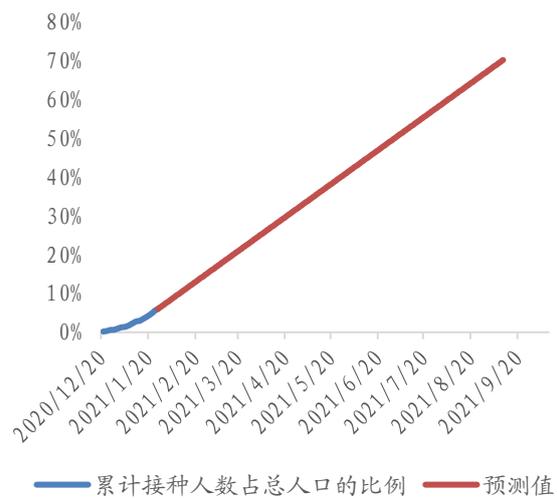
截至 1 月 28 日, 美国已累计接种疫苗 2354.10 万剂, 每日新增接种疫苗数量保持在 80-100 多万剂, 以此推算, 美国或将在 9 月中旬左右达到群体免疫的标准 (70% 接种率)。综合考虑其他因素, 全球新冠疫情可能在今年年底或明年初进入控制范围拐点。

图表 40: 美国累计、每日新增接种疫苗数量



资料来源: Wind、中航证券研究所

图表 41: 美国累计接种数量占比及预测



资料来源: 中航证券研究所

3.3 新冠疫情产业链需求分析

新冠疫情产业链基本上可以分为抗类 (包括抗生素、抗病毒、干扰素和激素等)、设备 (检测、监测类)、耗材 (口罩、纱布等)、试剂 (病毒筛查)、疫苗和其他六类。目前国内疫情处于常态化管控阶段, 海外疫情拐点仍未出现。随着疫苗成功上市, 呼吸机、监测仪器等设备趋于饱和, 抗类及设备类产业链市场景气逐渐褪去, 耗材、试剂和疫苗等疫情产业链有望持续从市场高需求中受益。

图表 42: 疫情产业链相关上市公司

分类	相关上市公司
抗类	吉药控股、东北制药、珍宝岛、仁和药业、鲁抗医药、上海凯宝、海正药业、以岭药业、现代制药、华润三九、同仁堂
设备	鱼跃医疗、新华医疗
耗材	英科医疗、南卫股份、蓝帆医疗、奥美医疗、振德医疗
试剂	硕世生物、华大基因、达安基因、透景生命、丽珠集团、凯普生物、迈克生物、万孚生物
疫苗	智飞生物、沃森生物、康泰生物
其他	海王生物、九州通

资料来源: 中航证券研究所

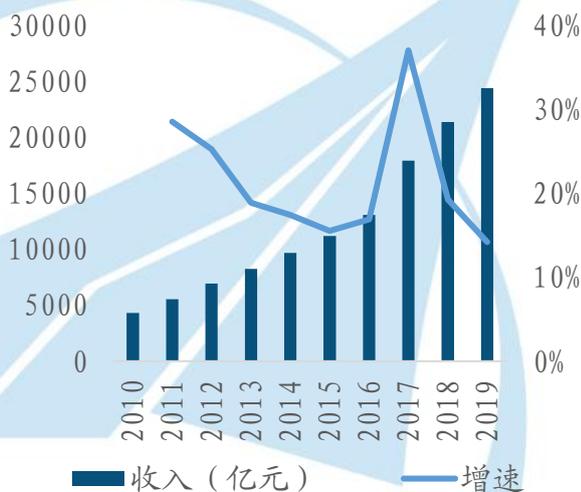
四、 医疗消费支付能力稳中有升

2019 年，我国医保基金盈余为 3567 亿元，增速为 0.14%，医保基金支付能力稳中有升，尚未出现下滑趋势。截至 2020 年 11 月，商业保险保费收入为 7641.52 亿元，增速为 16.42%，同比小幅下滑，但平稳增长的态势不变。2020 年我国城镇居民人均可支配收入为 43,834 元，增速为 3.48%；城镇居民人均医疗保健支出为 2,172 元，增速为-4.86%；农村居民人均可支配收入 2020 年为 17,131 元，增速为 6.93%，人均医疗保健支出为 1,418 元，增速为-0.21%。2020 年城乡居民收入持续增长，受疫情影响 2020 年医疗保健支出较往年出现明显波动，主要是医疗需求收到疫情抑制，收支两端的正反方向变化为居民未来医疗消费提供了良好的物质基础。医保基金、商业保险和城乡居民的收支变化有效保障了医疗需求的释放。

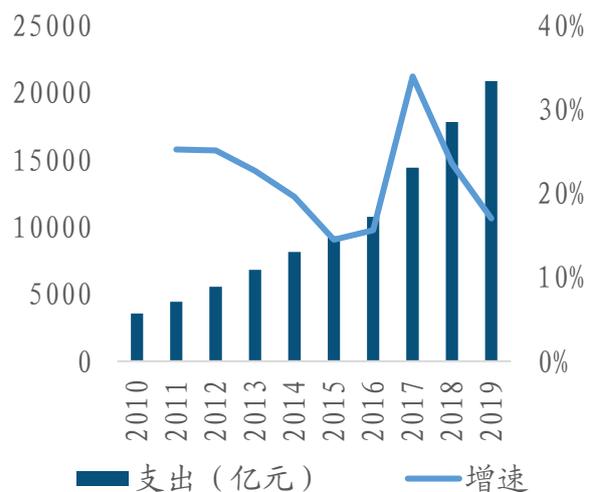
4.1 医保基金盈余稳中有升

2019 年，我国基本医保基金收入 24421 亿元，增速为 14.20%；同年我国基本医保基金支出为 20854 亿元，增速为 17.01%，医保基金支出增速连续两年高于收入增速。医保基金盈余方面，2019 年我国医保基金盈余为 3567 亿元，增速为 0.14%。近两年来我国医保基金盈余稳中有升，尚未出现下滑趋势。

图表 43: 我国医保基金收入及增速

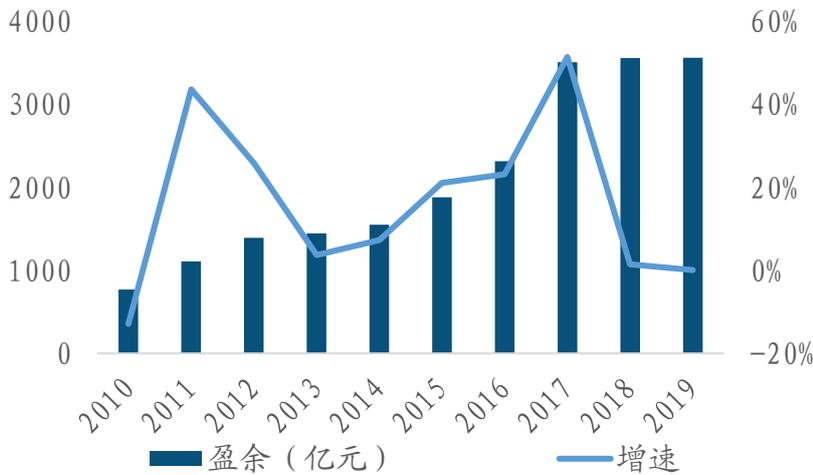


图表 44: 我国医保基金支出及增速



资料来源：中国卫生健康统计年鉴、中航证券研究所

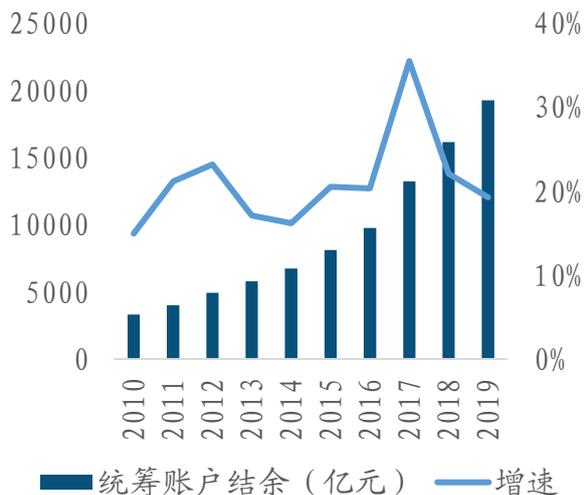
资料来源：中国卫生健康统计年鉴、中航证券研究所

图表 45: 我国医保基金支出盈余及增速


资料来源: 中国卫生健康统计年鉴、中航证券研究所

我国医保基金统筹账户结余 2019 年为 19270 亿元, 增速为 19.27%。医保基金个人账户结余方面, 2018 年为 8427 亿元, 增速为 15.69%。从增速趋势上看, 我国医保基金统筹账户和个人账户基金结余增速上仍呈现增长态势, 但均较前值有所下降。

图表 46: 我国医保基金统筹账户结余及增速

图表 47: 我国医保基金个人账户结余及增速


资料来源: 中国卫生健康统计年鉴、中航证券研究所

资料来源: 中国卫生健康统计年鉴、中航证券研究所

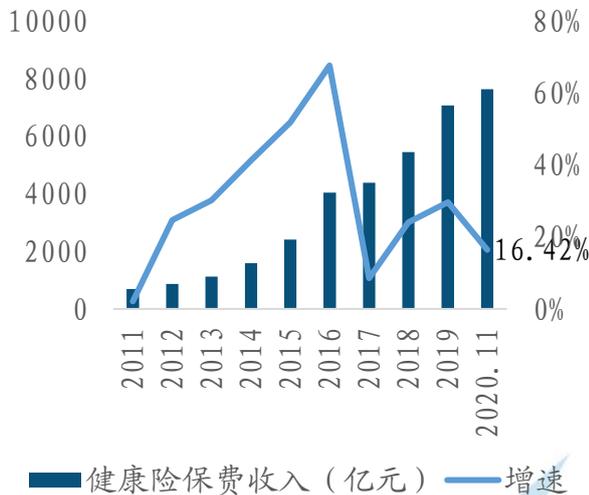
总体来看, 医保基金支出增速显示我国医疗需求旺盛, 随着经济水平的提高, 持续释放。另一方面, 在医保控费的大环境下, 医保基金的年度结余和累计结余情况显示支付能力仍处于持续上升趋势。

4.2 商业保险快速发展

我国 2019 年健康险保费收入为 7066 亿元, 增速为 29.70%, 截至 2020 年 11 月收入为 7641.52 亿元, 增速为 16.42%。健康险保费赔付方面, 2019 年为 2351.00 亿元, 增速为 7.66%, 截至 2020 年 11 月为 2531.17

亿元，增速为 22.34%。整体来看，我国健康险近年来发展较为快速，保费收入保持较快增长态势，成为个人支付、医保基金支付以外的另一支撑。

图表 48: 我国健康险保费收入及增速



图表 49: 我国健康险保费赔付金额及增速



资料来源: Wind、中航证券研究所

资料来源: Wind、中航证券研究所

4.3 个人支付能力持续提升

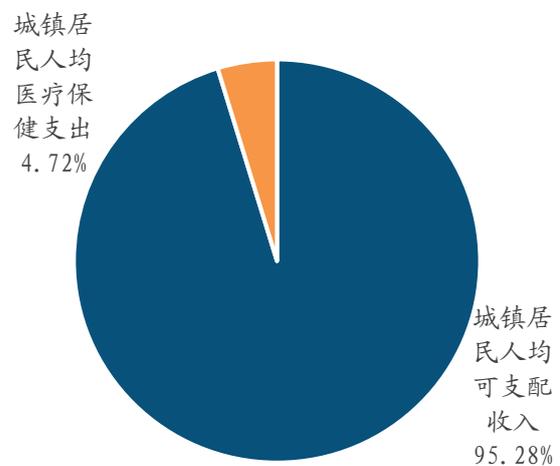
医疗需求释放离不开收入端的支持，我们通过人均收入及医保基金近年来的变动情况对收入端进行分析。在人均医疗保健开销方面，2020 年我国城镇居民人均可支配收入为 43,834 元，增速为 3.48%，城镇居民人均医疗保健支出为 2,172 元，增速为-4.86%，城镇医疗保健支出占可支配收入 4.72%。农村居民人均可支配收入 2020 年为 17,131 元，增速为 6.93%、人均医疗保健支出为 1,418 元，增速为-0.21%，农村医疗保健支出占可支配收入 7.64%。城乡居民收入的持续增长为医疗需求的释放提供了良好的物质基础，受疫情影响 2020 年医疗保健支出较往年出现明显波动，主要是医疗需求收到疫情抑制。

图表 50: 我国城镇居民人均可支配收入、医疗保健支出及增速

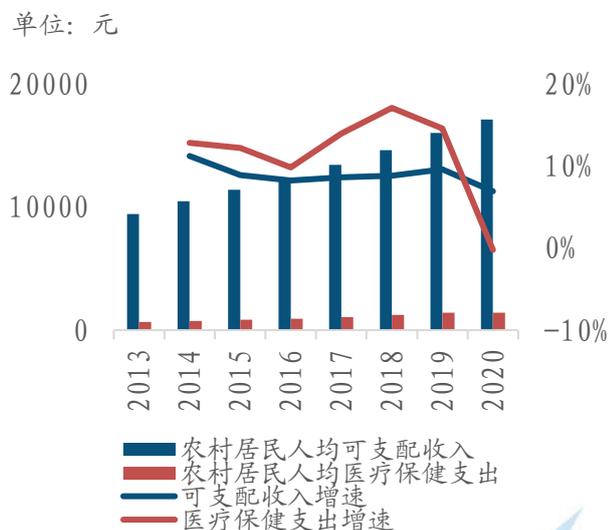


资料来源: Wind、中航证券研究所

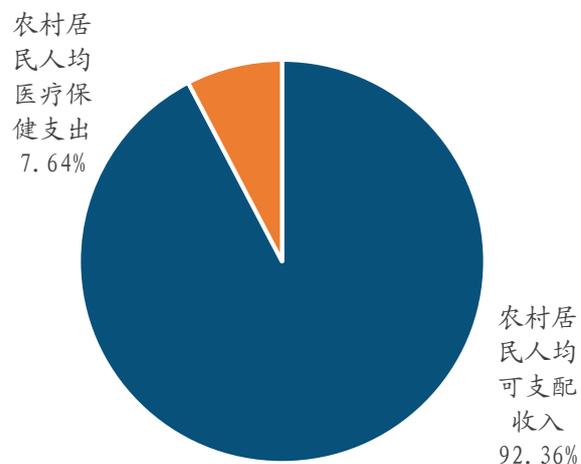
图表 51: 城镇人均医疗支出占比



资料来源: Wind、中航证券研究所

图表 52: 我国农村居民人均可支配收入、医疗保健支出及增速


资料来源: Wind、中航证券研究所

图表 53: 农村城镇人均医疗支出占比


资料来源: Wind、中航证券研究所

五、 估值与上市公司业绩

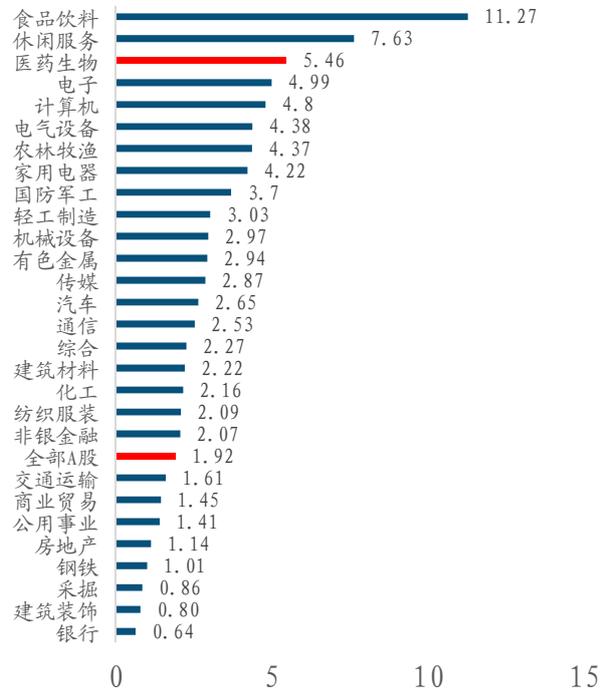
5.1 估值

按照 2020 年 12 月 31 日的收盘数据, 采用整体法 (TTM) 计算, 医药行业的市盈率和市净率 (最新报告期 MRQ) 分别为 45.05 和 5.46。2019 年医药行业相对 A 股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为 2.29 和 2.35, 2020 年医药行业相对 A 股整体的市盈率和市净率的溢价比率分别为 2.33 和 2.84, 较 2019 年有所提升。总体来看医药行业市盈率及市净率溢价比率已经处于近年来较高水平。

图表 54: 申万 28 行业市盈率情况



图表 55: 申万 28 行业市净率情况



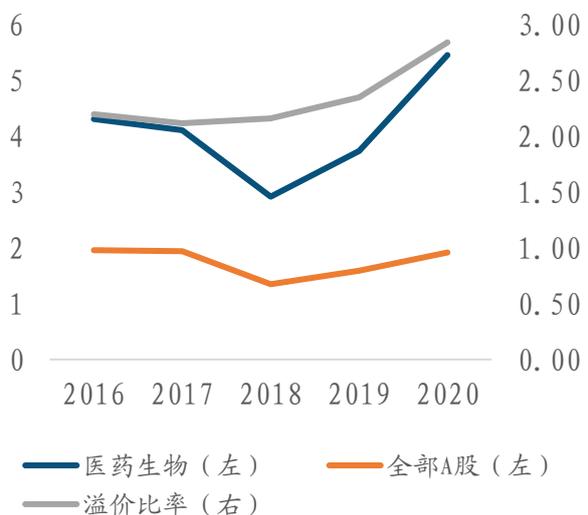
资料来源: Wind、中航证券研究所

资料来源: Wind、中航证券研究所

图表 56: 医药行业、A 股市盈率及溢价比率情况



图表 57: 医药行业、A 股市净率及溢价比率情况

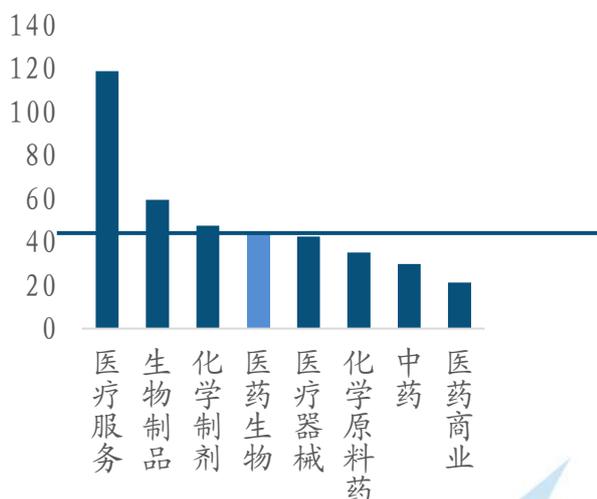


资料来源: Wind、中航证券研究所

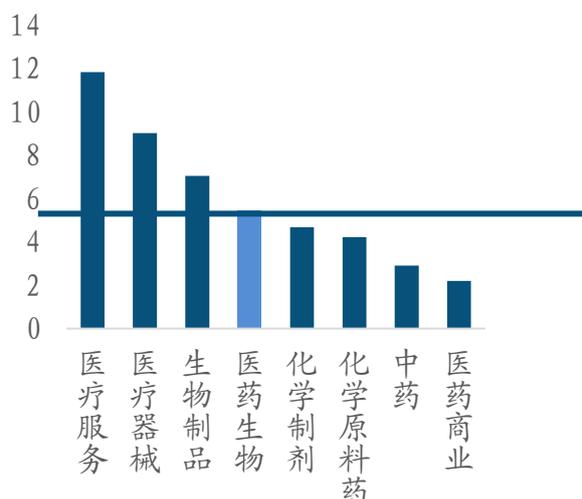
资料来源: Wind、中航证券研究所

我们同样使用整体法计算医药行业内各个细分行业的市盈率和市净率,按市盈率由高到低的顺序排列,依次是医疗服务、生物制品、化学制剂、医疗器械、化学原料药、中药和医药商业。其中,医疗服务、生物制品和化学制剂的市盈率高于行业平均水平。按市净率由高到低的顺序排列,依次是依次是医疗服务、医疗器械、生物制品、化学制剂、化学原料药、中药和医药商业。其中,医疗服务、医疗器械、生物制品

和化学制剂的市净率均高于行业平均水平。综合来看，化学原料药、中药和医药商业的综合估值低于行业平均水平。

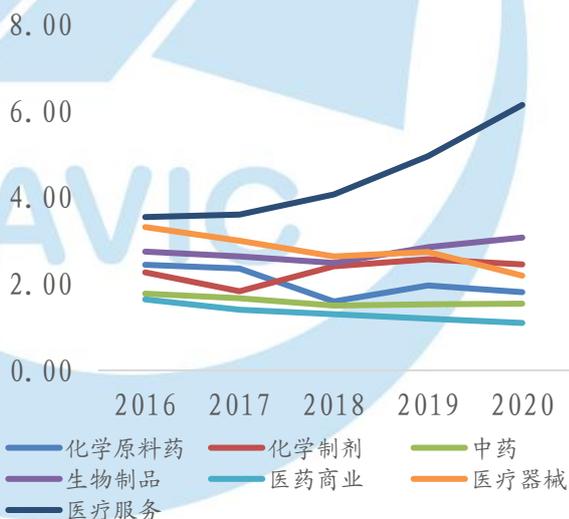
图表 58: 医药生物子行业市盈率水平


资料来源: Wind、中航证券研究所

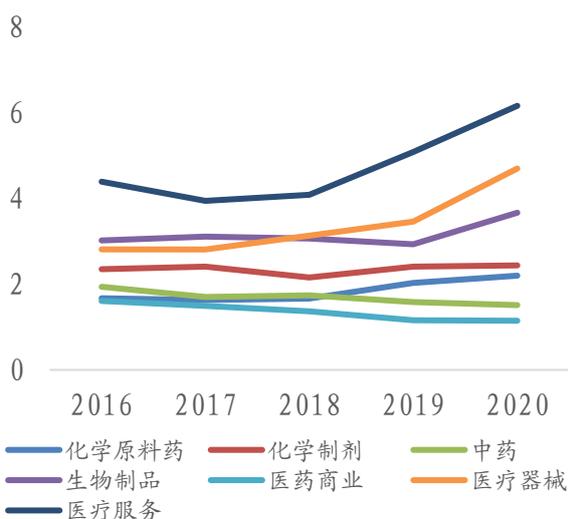
图表 59: 医药生物子行业市净率水平


资料来源: Wind、中航证券研究所

同全部 A 股相比，化学原料药、化学制剂、医药商业和医疗器械的是市盈率溢价比率表现较为平稳，2020 年市盈率溢价比率较前值有所降低，生物制品及医疗服务 2020 年市盈率溢价比率较前值有所升高。其中，医疗服务连续 5 年上升，且趋势明显。市净率溢价比率方面，生物制品、医疗器械及医疗服务均有快速上升趋势。

图表 60: 医药生物子行业对比 A 股市盈率溢价比率情况


资料来源: Wind、中航证券研究所

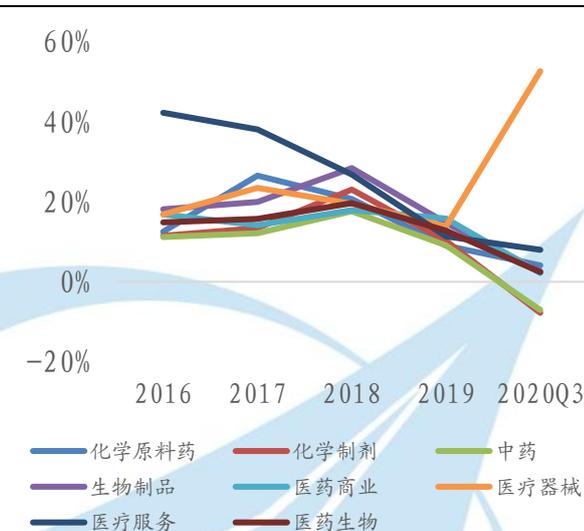
图表 61: 医药生物子行业对比 A 股市净率溢价比率情况


资料来源: Wind、中航证券研究所

5.2 上市公司业绩

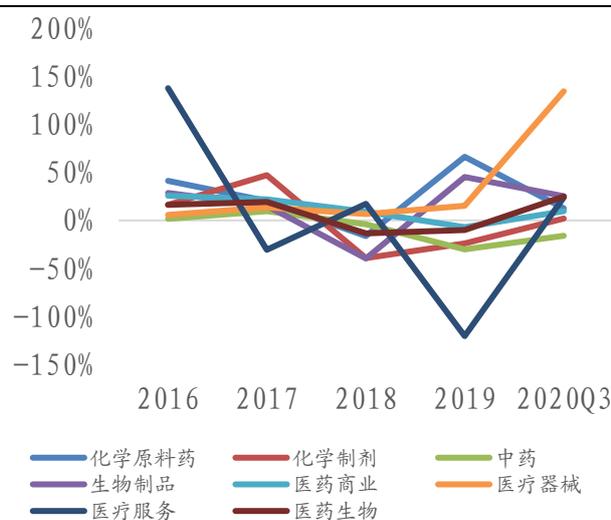
统计数据显示，医药生物行业上市公司 2020 前三季度营收增速和归母净利润增速分别为 2.44% 和 24.84%。在疫情大环境的高需求刺激下，行业营业收入和归母净利润均实现增长。同时，归母净利润增速远高于营收增速。营业收入角度来看，化学原料药、生物制品、医疗器械和医疗服务的同比增速高于行业整体水平，化学制剂、中药和医药商业的同比增速低于行业平均水平，其中，中药和化学制剂为负增速。归母净利润方面，仅生物制品和医疗器械的同比增速高于行业平均值，受益于疫情的高景气，医疗器械归母净利润大幅提升，拉动行业整体需求。

图表 62: 医药生物及子板块上市公司营收增速



资料来源: Wind、中航证券研究所

图表 63: 医药生物及子板块上市公司归母净利润增速



资料来源: Wind、中航证券研究所

六、 投资展望

6.1 投资策略

2020 年新冠肺炎疫情席卷全球，在我国疫情常态化管控政策下，部分常规医疗需求受到抑制，但疫情相关需求快速增长。政策方面：1) 集采常态化贯穿药械。随着去年 11 月高值医用耗材集采落地，冠脉支架集采为高值医用耗材带量采购拉开序幕，标准化程度较高，且普遍具备国产替代的高值器械耗材，符合耗材集采开展的逻辑。与此同时，第四轮药品集采开展在即；2) 医保目录谈判成为创新药医保准入重要途径。2020 医保目录谈判的结果显示，创新药品仍是受益较高的品类。创新能力强，竞争格局缓和的生产企业将会得到较好的发展；3) 新冠疫苗作为免费公共卫生产品，有望提升持续提升细分领域市场关注度。综合考虑医药行业的政策、供需变化以及当前的市场走势，我们认为 2021 年医药行业或呈现六大特征：1) 医药行业整体实现平稳增长；2) 市场震荡加剧，业绩增长的确定性和持续性重要性凸显；3) 老龄化进程下的医疗需求加速释放，强化行业刚需和防御属性；4) 创新药及创新药产业链贯穿医药行业长周期投资；5) 新冠疫情产业链中的“消耗类”物资需求短期常态化；6) 龙头公司市场份额持续提升，产品差异化布局的部分二线蓝筹凸显性价比。结合行业政策、基本面和市场风格的变化，建议在市场分化行情确定的情况下，重点关注成长确定的白马股和产品差异化布局具备超预期可能的二线蓝筹，重点围绕以下几个方面展开：一是创新药及创新药产业链，包括创新药生产企业以及为创新药提供服务的 CXO 企业等；二是具备

进口替代能力的高端医疗器械龙头及检测类等疫情耗材生产企业；三是对药械降价免疫的医疗服务行业；四是不受医保约束的消费类医药企业；五是差异化布局、边际变化超预期的多管线生产企业；六是受益市场集中度提升，稳健扩张的医药商业企业。

图表 64：2021 医药生物行业投资策略

投资逻辑	标的公司
创新药及创新药产业链	恒瑞医药、华海药业、药明康德、泰格医药、智飞生物、沃森生物
具备进口替代能力的高端医疗器械龙头及检测类等疫情耗材生产企业	迈瑞医疗、乐普医疗、丽珠集团、万孚生物
对药械降价免疫的医疗服务行业	爱尔眼科、通策医疗、金域医学
不受医保约束的消费类医药企业	长春高新、欧普康视、片仔癀
边际变化超预期的多管线生产企业	信立泰、科伦药业、海普瑞、普洛药业
受益市场集中度提升，稳健扩张的医药商业企业	益丰药房

资料来源：中航证券金融研究所

6.2 重点公司

6.2.1 恒瑞医药（600276）：创新药龙头，加速国际化进程

恒瑞医药是集科研、生产和销售为一体的大型上市企业，是国内最大的抗肿瘤药和麻醉药品的生产企业之一，创新能力突出，其主要收入包括抗肿瘤、麻醉药物及造影剂。恒瑞医药 2020 前三季度实现营业收入 194.13 亿元，同比增长 14.57%；归母净利润 42.59 亿元，同比增长 14.02%。政策方面，我国积极鼓励罕见药、创新药的发展。此外，公司 PD-1 产品纳入 2020 年医保目录，未来有望持续放量，长期来看公司增长比较确定。

6.2.2 长春高新（000661）：生长激素龙头，强者恒强

长春高新成立于 1993 年 6 月，1996 年 12 月 18 日在深圳证券交易所上市。公司主营业务以生物制药、中成药生产及销售为主，辅以房地产开发、物业管理等。长春高新 2020 前三季度实现营业收入 63.99 亿元，同比增长 17.55%；归母净利润 22.60 亿元，同比增长 82.19%。医药业务的收入占比超过 80%。公司的主要医药收入由金赛药业、百克生物及华康药业构成，其中金赛药业主要产品包括多种生长激素产品，百克生物主要负责各类疫苗产品生产，华康药业负责包括中药抗炎、心脑血管、妇儿三类产品线。

6.2.3 爱尔眼科（300015）：眼科龙头，市场领先

爱尔眼科是我国目前规模最大的眼科专科医院，公司主要业务范围包括眼科疾病诊疗、手术服务以及医学验光配镜等。目前公司的业务可以分为三块，分别为医疗服务、视光服务及其他业务。爱尔眼科 2020 前三季度实现营业收入 85.65 亿元，同比增长 10.78%；归母净利润 15.46 亿元，同比增长 25.60%。爱尔眼科加速贯彻扩张布局，2020 年 7 月，公司完成单笔收购 30 家眼科医疗机构的并购工作，截至 2020 年 10 月底，公司在全国范围已覆盖近 650 余家眼科医疗机构，海外机构近 100 家，为业绩稳定增长奠定坚实的基础。

6.2.4 迈瑞医疗 (300760): 器械龙头, 疫情助力业绩增长

迈瑞医疗成立于 1999 年, 是国内目前医疗器械行业龙头企业, 主要业务为生命信息与支持、体外诊断以及医学影像三大领域。迈瑞医疗 2020 前三季度实现营业收入 160.64 亿元, 同比增长 29.76%; 归母净利润 53.63 亿元, 同比增长 46.09%。随着我国医疗器械市场需求不断增长以及政策支持, 市场集中度会进一步提升。此外, 新冠疫情有望持续带动市场需求, 叠加海外疫情持续扩散, 出口需求有望进一步提升。同时, 数据表明在高值器械领域企业分化现象已经逐渐凸显。作为医疗器械行业龙头, 公司有望在未来继续保持高于行业平均水平的增长速度。

6.2.5 科伦药业 (002422): 大输液龙头, 创新转型二次成长

科伦药业成立于 2002 年, 主要业务范围包括输液领域、抗生素领域和创新药品研发。自公司上市以来, 便制定了“三发驱动”的战略计划, 以输液板块、抗生素产业链及创新药品为战略基础, 驱动公司业绩增长。公司输液业务上半年受疫情因素影响较大, 下半年修复情况较好, 基本恢复至 2019 年同期水平。公司预计 2020 全年实现归母净利润 8.00 亿-8.80 亿元, 同比下降 14.70%-6.17%。基于公司在创新药领域的布局和研发成果的不断释放, 仿创结合有望驱动公司二次成长。

6.2.6 海普瑞 (002399): 肝素产业链垂直整合, CDMO 业务持续推进

海普瑞成立于 1998 年, 公司的主要业务为肝素类产品的生产和销售, 主要产品是肝素钠原料药和依诺肝素钠制剂, 全资孙公司赛湾生物提供 CDMO 服务, 包括为客户提供单抗、细胞因子、融合蛋白和抗体药物耦合化合物等生物大分子药物的合同开发和生产服务。海普瑞 2020 前三季度实现营业收入 35.42 亿元, 同比增长 12.85%; 归母净利润 7.09 亿元, 同比增长 5.56%, 公司 90%以上业务收入来自于海外。公司多年来专注肝素全产业链一体化发展, 2018 年收购多普乐公司, 向产业下游加速整合。同时公司在 2015 年收购赛湾生物, 向创新药产业链迈进。

6.2.7 药明康德 (603259): 黄金赛道, CRO 行业领导者

药明康德成立于 2000 年, 是全球范围领先的药物研发服务平台, 也是我国目前 CRO 行业的头部企业, 主要为客户提供全方位药品研发及生产服务。公司于 2019 年 5 月收购了临床研究数据统计分析服务公司 Pharmapace, Inc., 进一步增强公司全球创新药临床试验服务能力。市场方面, 随着 FDA 新药研发法规的完善, 新药研发的难度越来越大, 包括研发成本升高、研发周期变长和研发成功率降低等, 综合研发成本的抬升在一定程度上决定了药物研发走向专业化、集约化, 行业的分工也变得更加细致, 研发外包也就成了医药巨头的共识。市场对创新药需求的增长, 将驱动公司业绩持续增长。

6.2.8 益丰药房 (603939): 稳健扩张, 蓄势待发

益丰药房成立于 2008 年, 公司是国内领先的药品零售连锁企业之一, 主要从事药品、保健品、医疗器械以及与健康相关的日用便利品等的连锁零售业务, 子公司益丰医药作为公司内部集中采购平台, 兼顾少量对外药品批发业务。截至 2020Q3, 公司拥有药房门店 5496 家。外延扩张方面, 益丰药房门店数量在 2017 至 2020Q3 期间分别净增 524 家、1552 家、805 家和 744 家, 维持快速扩张步伐。作为医药零售连锁龙头企业, 公司业务扩张步伐稳健, 市场份额不断提升。

6.2.9 乐普医疗 (300003): 全产业链布局构建核心竞争力, 长期看好

乐普医疗成立于 1999 年，其核心业务为医疗器械产品生产，包括冠脉支架、PTCA 球囊导管、中心静脉导管及压力传感器的研发、生产。公司在医药业务方面，公司具备原料药-制剂一体化竞争优势，产品上包括阿托伐他汀钙片、硫酸氢氯吡格雷等药物生产，以及多个市场容量大的缬沙坦、阿卡波糖、苯磺酸氨氯地平和盐酸倍他司汀片等重磅品种，并且不断研发培育新型生物制药等新型药品。公司目前着重于糖尿病药物及高端仿制药研发，已有多个项目开展临床试验。通过全产业布局，公司的市场竞争力不断提升。

6.2.10 信立泰（002294）：产品管线丰富，步入收获期

信立泰成立于 1998 年，专注于心脑血管、糖尿病及并发症、抗肿瘤及骨科领域，主营业务路线包括创新药、化学药及医疗器械三个方面。目前公司既有仿制药纳入集采，为公司现金流提供稳定保障。同时，公司新品持续放量。研发方面，公司从短、中、长期分别布局了多个有特色、成药性高、具备临床价值的药品，涵盖高血压、心衰、肾科、糖尿病等多个细分领域，并逐步步入创新产品收获期，长期向好。

6.2.11 丽珠集团（000513）：受益疫情，创新成长

丽珠医药成立于 1985 年，是集医药研发、生产、销售为一体的综合医药集团公司。公司产品涵盖制剂产品、原料药和中间体、诊断试剂及设备等多个医药细分领域，并在抗肿瘤用药、辅助生殖用药、消化道用药、精神用药及神经用药等多个治疗领域方面形成了一定的市场优势。公司制剂产品艾普拉唑于 2019 年底纳入医保目录，持续放量；抗病毒颗粒纳入新冠肺炎诊疗指南，销售快速增长。此外，海外疫情拐点尚未到来，国内外新冠检测试剂产品需求依然旺盛，带动公司业务高速增长。

6.2.12 智飞生物（300122）：研发、代理双轮驱动，疫苗行业的领导者

智飞生物成立于 1995 年，公司是一家集疫苗研发、生产、销售、配送及进出口为一体的生物高科技企业，主要产品包括多联多价疫苗、病毒类疫苗和结核防治类疫苗。公司目前在售产品共有 10 款，其中 5 款为自主研发产品，5 款为代理销售默沙东产品，其中包括独家代理默沙东的 HPV 四价/九价疫苗。自主研发方面，公司目前正在开展临床项目共 17 个，其中包括 III 期临床项目 7 个。公司代理产品持续放量，为公司长期提供业绩保障，同时，随着公司各类自研产品获批生产，未来或将成为公司新的业绩增长点。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%-10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

分析师简介

沈文文，CFA，SAC 执业证书号：S0640513070003，2011 年 7 月加入中航证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。