

# 医药生物

## 探析荧光内窥镜市场机遇

**本周回顾与周专题：**本周中万医药指数下跌3.70%，位列全行业第22，跑输沪深300指数，跑赢创业板指数。**本周周专题，我们对内窥镜的全球市场以及国内市场做了深度分析，重点推荐海泰新光。**

**近期复盘：**本周医药整体下挫，医药核心资产在周一、周二在没有基本面变化的状态下继续大幅回调，周三之后开始逐步企稳反弹。整周来看，仅出现散点式的个股机会，没有明显主线。**板块观点：**医药未来依然是看结构性机会，中短期可结合一季报去选择主线赛道中具备估值性价比的优质标的。年后医药核心资产出现大幅度回调，主要原因是宏观环境变化所导致的市场风格变化，而非医药核心资产自身基本面出现重大变化。市场行情演绎至今，我们依然看好医药核心资产的中长期逻辑，结合市场风格因素，中短期则优先选择主线赛道估值性价比高的标的，弱化的市值大小、一二线区别的考量，但政策相对免疫依然是选择标的的核心条件。同时，市场对于疫情的认知更加充分了，我们依然维持疫情常态化的判断，需要继续监测新冠病毒的变异情况，假设没有大的变异，后续能够持续兑现的就是新冠疫苗和手套等板块。

**一、医药核心资产的中长期逻辑变化了吗？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在，从中长期来看，医药核心资产以及二线资产的行情并没有结束。**

**(1) GDP处于增速下行阶段，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。**医药长期广阔空间带来的持续高增长预期（尤其是一些新兴高景气赛道）使医药行业必将享受超越历史的估值溢价率，市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高。

**(2) 医药淘汰赛依然在持续，居民资产权益化依然是长期趋势，医药核心资产高估值只会波动不会消失。**近5年，医药核心资产估值不断重塑的核心原因是“优质资产荒”，2015年药监局开启的供给侧改革及2018年医保局开启的支付端变革导致具备长期投资价值的赛道逐渐减少，而与此同时资本市场中外资等长线资金逐步增多，产业与资本市场的双重共振造就了医药核心资产估值不断重塑。从中长期的角度来展望，医药资产的淘汰赛依然在持续，而居民资产权益化依然是长期趋势，我们认为医药核心资产的行情并没有结束。

**二、大调整后，选择什么方向？市场风格出现一定变化，叠加考虑后续宏观环境等因素，中短期优先选择主线赛道中具备估值性价比的优质标的。**

在大调整后，市场讨论最多的问题就是应该继续选择龙头抱团还是选择优质二线？我们的观点医药行业不用过分纠结于市值大小或一二线的区别，优选主线赛道下具备估值性价比的标的，原因有两点：

**(1) 医药细分领域多，很多优质标的还在成长早期：**医药与其他行业不一样，很多其他行业已经进入了相对稳态的竞争期，龙头和非龙头差距巨大，但医药行业细分领域非常多且增速特别快，企业大部分都处于成长早期，这个时候很多企业还不是真正意义上的龙头，但都具备成为未来龙头的潜质和可能性。因此，医药本质上是一线赛道和二线赛道、一线龙头和二线龙头都有机会的行业。

**(2) 宏观环境有所变化，需更加关注估值性价比，但仍然要选择主线赛道：**从目前来看，今年整体的宏观环境有所变化，包括美债利率上升、后疫情时代全球流动性的担忧、中国经济增速前高后低等等，那么在这个时候要更加关注调整后优质资产的估值性价比。但不受政策影响、天花板高的主线赛道依然是挑选标的的核心要素，规避故事性三四线标的。

**三、配置思路：近期关注主线赛道优质中盘成长。展望2021年，除确定性龙头&细分龙头配置思路外，对于估值业绩双击机会，我们认为“更为聚焦的政策免疫+疫情常态化超预期受益”是两条核心思路。具体如下：**

**1) 疫情常态化超预期受益思路：**疫苗（智飞生物）、手套（英科医疗）；

**2) 更为聚焦政策免疫思路：**

**服务端口：**医疗服务（爱尔眼科、通策医疗、信邦制药、国际医学）、创新服务商（药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、九洲药业、博腾股份）、渠道服务-药店（大参林、老百姓）；

**制造端口：**荧光内窥镜细分龙头（海泰新光）、健康消费升级&大单品-眼科（爱博医疗、兴齐眼药、昊海生科）、注射剂国际化（健友股份）、大单品-狗抗及流感（南新制药）、血制品（双林生物）；

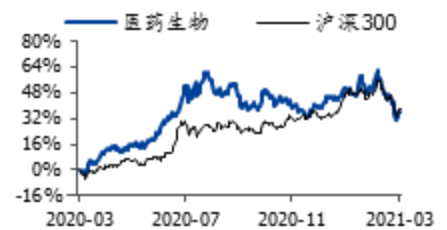
**3) 其他思路：确定性龙头&细分龙头**（长春高新、美年健康、我武生物、迈瑞医疗、益丰药房、恒瑞医药、康泰生物、司太立、片仔癀、云南白药、普利制药、安图生物、金城医学、东诚药业、康华生物）、拐点变革（太极集团）；

**4) 其他长期跟踪看好：**博瑞医药、冠昊生物、药石科技、中国生物制药、丽珠集团、贝达药业、科伦药业、君实生物、恩华药业、健康元、信立泰、康弘药业、乐普医疗、安科生物、九州通、柳药股份等。

**风险提示：**1) 负向政策持续超预期；2) 行业增速不及预期。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 缪牧一

执业证书编号：S0680519010004

邮箱：miaomuyi@gszq.com

分析师 殷一凡

执业证书编号：S0680520080007

邮箱：yinyifan@gszq.com

### 相关研究

- 1、《医药生物：药品集采新常态下，加强重视医药消费“皇冠上的明珠”》2021-01-31
- 2、《医药生物：2020Q4公募基金重仓医药持仓几何？继续强调Q1医药躁动期》2021-01-24
- 3、《医药生物：中国创新药是否到了国际化的拐点？》2021-01-17



## 内容目录

1、医药核心观点.....	4
1.1 周观点.....	4
1.2 投资策略及思考.....	6
1.3 内窥镜硬镜市场：全球市场荧光硬镜最具前景，国内市场国产替代正在进行时.....	8
1.3.1 内窥镜是什么？——深度契合临床需求，医用内窥镜应用广泛.....	8
1.3.2 海外硬镜市场发展较为成熟，荧光硬镜最具前景.....	8
1.3.3 国内硬镜市场方兴未艾，升级替代空间较大.....	11
1.3.4 重点推荐海泰新光：海外市场与史赛克深度绑定，国内市场产品管线陆续兑现.....	12
2、本周行业重点事件&政策回顾.....	15
3、行情回顾与医药热度跟踪.....	16
3.1 医药行业行情回顾.....	16
3.2 医药行业热度追踪.....	19
3.3 医药板块个股行情回顾.....	20
4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新.....	22
5、风险提示.....	25

## 图表目录

图表 1: 全球医用内窥镜市场规模及增速.....	8
图表 2: 全球医用内窥镜市场份额情况 (2019 年).....	8
图表 3: 全球硬管式内窥镜市场规模及增速.....	9
图表 4: 全球荧光硬镜市场规模及增速.....	10
图表 5: 全球硬镜市场荧光、白光市场份额变化.....	10
图表 6: 全球荧光硬镜主要企业销售额及市场份额 (2019 年).....	10
图表 7: 国内硬管式内窥镜市场规模及增速.....	11
图表 8: 国内荧光硬镜市场规模及增速.....	11
图表 9: 国内硬镜市场荧光、白光市场份额变化.....	11
图表 10: 国内白光硬镜主要企业销售额及市场份额 (2019 年).....	12
图表 11: 国内荧光硬镜主要企业销售额及市场份额 (2019 年).....	12
图表 12: 2019 年公司腹腔镜出口额占国内医用内窥镜总出口额排名第一.....	13
图表 13: 海泰新光第一大客户史赛克贡献收入及占比.....	13
图表 14: 海泰新光已持有国内医疗器械产品注册证情况.....	14
图表 15: 海泰新光国内申请中医疗器械产品注册证情况.....	14
图表 16: 海泰新光在研项目进展情况 (部分项目).....	14
图表 17: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比.....	16
图表 18: 2021 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比 (%).....	16
图表 19: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %).....	17
图表 20: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2021 年初至今, %).....	18
图表 21: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%).....	18
图表 22: 申万医药各子行业 2021 年初至今涨跌幅变化图 (%).....	19
图表 23: 医药行业估值溢价率 (申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行).....	19
图表 24: 2013 年以来申万医药行业成交额以及占市场占比的走势变化.....	20
图表 25: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股.....	20

---

图表 26: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股.....	21
图表 27: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况.....	22

## 1、医药核心观点

### 1.1 周观点

**本周回顾与周专题：**本周申万医药指数下跌 3.70%，位列全行业第 22，跑输沪深 300 指数，跑赢创业板指数。本周周专题，我们对内窥镜的全球市场以及国内市场做了深度分析，重点推荐海泰新光。

**近期复盘：**本周医药整体下挫，医药核心资产在周一、周二在没有基本面变化的状态下继续大幅回调，周三之后开始逐步企稳反弹。整周来看，仅出现散点式的个股机会，没有明显主线。

**板块观点：**医药未来依然是看结构性机会，中短期可结合一季报去选择主线赛道中具备估值性价比的优质标的。年后医药核心资产出现大幅度回调，主要原因是宏观环境变化所导致的市场风格变化，而非医药核心资产自身基本面出现重大变化。市场行情演绎至今，我们依然看好医药核心资产的中长期逻辑，结合市场风格因素，中短期则优先选择主线赛道估值性价比高的标的，弱化对市值大小、一二线区别的考量，但政策相对免疫依然是选择标的的核心条件。同时，市场对于疫情的认知更加充分了，我们依然维持疫情常态化的判断，需要继续监测新冠病毒的变异情况，假设没有大的变异，后续能够持续兑现的就是新冠疫苗和手套等板块。

**一、医药核心资产的中长期逻辑变化了吗？逆向剪刀差+优质资产稀缺性带来的资产荒将长期持续存在，从中长期来看，医药核心资产以及二线资产的行情并没有结束。**

**(1) GDP 处于增速下行阶段，而我国医药产业又处于成长早期阶段，存在逆向剪刀差。**医药长期广阔空间带来的持续高增长预期（尤其是一些新兴高景气赛道）使医药行业必将享受超越历史的估值溢价率，市场对于医药估值容忍度在中长期维度会变得更高。

**(2) 医药淘汰赛依然在持续，居民资产权益化依然是长期趋势，医药核心资产高估值只会波动不会消失。**近 5 年，医药核心资产估值不断重塑的核心原因是“优质资产荒”，2015 年药监局开启的供给侧改革及 2018 年医保局开启的支付端变革导致具备长期投资价值的赛道逐渐减少，而与此同时资本市场中外资等长线资金逐步增多，产业与资本市场的双重共振造就了医药核心资产估值不断重塑。从中长期的角度来展望，医药资产的淘汰赛依然在持续，而居民资产权益化依然是长期趋势，我们认为医药核心资产的行情并没有结束。

**二、大调整后，选择什么方向？市场风格出现一定变化，叠加考虑后续宏观环境等因素，中短期优先选择主线赛道中具备估值性价比的优质标的。**

在大调整后，市场讨论最多的问题就是应该继续选择龙头抱团还是选择优质二线？我们的观点医药行业不用过分纠结于市值大小或一二线的区别，优选主线赛道下具备估值性价比的标的，原因有两点：

**(1) 医药细分领域多，很多优质标的还在成长早期：**医药与其他行业不一样，很多其他行业已经进入了相对稳态的竞争期，龙头和非龙头差距巨大，但医药行业细分领域非常多且增速特别快，企业大部分都处于成长早期，这个时候很多企业还不是真正意义上的龙头，但都具备成为未来龙头的潜质和可能性。因此，医药本质上是一线赛道和二线赛道、一线龙头和二线龙头都有机会的行业。

**(2) 宏观环境有所变化，需更加关注估值性价比，但仍然要选择主线赛道：**从目前来看，今年整体的宏观环境有所变化，包括美债利率上升、后疫情时代全球流动性的担忧、中国经济增速前高后低等等，那么在这个时候要更加关注调整后优质资产的估值性价比。但不受政策影响、天花板高的主线赛道依然是挑选标的的核心要素，规避故事汇型的三四线标的。

**三、配置思路：**近期关注主线赛道优质中盘成长。展望 2021 年，除确定性龙头&细分龙头配置思路外，对于估值业绩双击机会，我们认为“疫情常态化超预期受益+更为聚焦的政策免疫”是两条核心思路。具体如下：

**1) 疫情常态化超预期受益思路：**疫苗（智飞生物）、手套（英科医疗）；

**2) 更为聚焦政策免疫思路：**

**服务端口：**医疗服务（爱尔眼科、通策医疗、信邦制药、国际医学）、创新服务商（药明康德、康龙化成、泰格医药、凯莱英、九洲药业、博腾股份）、渠道服务-药店（大参林、老百姓）；

**制造端口：**荧光内窥镜细分龙头（海泰新光）、健康消费升级&大单品-眼科（爱博医疗、兴齐眼药、昊海生科）、注射剂国际化（健友股份）、大单品-狗抗及流感（南新制药）、血制品（双林生物）；

**3) 其他思路：**确定性龙头&细分龙头（长春高新、美年健康、我武生物、迈瑞医疗、益丰药房、恒瑞医药、康泰生物、司太立、片仔癀、云南白药、普利制药、安图生物、金域医学、东诚药业、康华生物）、拐点变革（太极集团）；

**4) 其他长期跟踪看好：**博瑞医药、冠昊生物、药石科技、中国生物制药、丽珠集团、贝达药业、科伦药业、君实生物、恩华药业、健康元、信立泰、康弘药业、乐普医疗、安科生物、九州通、柳药股份等。



## 1.2 投资策略及思考

不管短期中期还是长期，大的原则，还是要尽量规避政策扰动，从政策免疫角度去选择。

中短期观点请参照前文，再从中长期来看，什么样的领域能走出10年10倍股？我们认为有以下四大长期主线，另医药行业百花齐放，特色细分领域同样有可能走出牛股，但我们只看相对龙头（5+X）：

### （1）医药科技创新：创新是永恒的主线，医药已经迎来创新时代

- **创新服务商**：比较重点的是 CRO/CDMO 板块，创新药受政策鼓励，而创新服务商最为受益，前置创新药获批出业绩，我们推荐重点关注凯莱英、药明康德、泰格医药、昭衍新药、康龙化成、睿智医药、药石科技、艾德生物、博腾股份、九洲药业、美迪西、维亚生物、方达控股等；
- **创新药**：部分企业已经陆续进入到收获期，推荐重点关注恒瑞医药、中国生物制药、翰森制药、丽珠集团、康弘药业、科伦药业、复星医药、海思科、信立泰、冠昊生物等传统转型药企，以及贝达药业、信达生物、君实生物、百济神州、复宏汉霖、再鼎医药、南新制药、荣昌生物、康方生物、泽璟制药、微芯生物、康宁杰瑞等 biotech 企业；
- **创新疫苗**：创新疫苗大品种大时代已经来临，推荐重点关注智飞生物、沃森生物、康泰生物、万泰生物、康华生物、康希诺生物等。
- **创新&特色头部器械耗材**：推荐重点关注迈瑞医疗、微创医疗、乐普医疗、威高股份、心脉医疗、启明医疗、南微医学、天智航、健帆生物、英科医疗等。

### （2）医药扬帆出海：扬帆出海是国内政策承压后企业长期发展的不错选择

- **注射剂国际化**：推荐重点关注健友股份、普利制药等；
- **口服国际化**：重点看好的是专利挑战和特殊剂型国际化，推荐重点关注华海药业。
- **创新药国际化**：推荐重点关注恒瑞医药、贝达药业、康弘药业、信达生物、百济神州、再鼎医药等。

### （3）医药健康消费：健康消费是最清晰最确定的超长周期成长逻辑

- **品牌中药消费**：推荐重点关注片仔癀、云南白药、东阿阿胶、同仁堂、华润三九等；
- **眼科**：推荐重点关注爱尔眼科、光正眼科、欧普康视、爱博医疗、兴齐眼药、昊海生科等；
- **医美**：推荐重点关注爱美客、华熙生物、朗姿股份等；
- **儿科相关**：推荐重点关注我武生物、长春高新、安科生物等。

### （4）医药品牌连锁：品牌构筑护城河，连锁造就长期成长能力

- **药店**：推荐重点关注益丰药房、老百姓、一心堂、大参林、国药一致等；
- **特色专科连锁医疗服务**：推荐重点关注爱尔眼科、美年健康、通策医疗、锦欣生殖、光正眼科等；
- **第三方检验服务商**：推荐重点关注金域医学、迪安诊断等。

### （5）医药互联互通：信息化时代，医药的长期发展趋势

- **互联网医疗**：推荐重点关注京东健康、阿里健康、平安好医生、九州通等；
- **医疗信息化**：推荐重点关注卫宁健康、创业慧康等。

**(6) X (其他特色细分龙头):**

- **IVD:** 推荐重点关注安图生物、新产业、迈克生物、万孚生物、艾德生物、贝瑞基因等;
- **原辅包材:** 推荐重点关注山河药辅、山东药玻、浙江医药、新和成、司太立、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、奥翔药业、博瑞医药等;
- **血制品:** 推荐重点关注华兰生物、博雅生物、天坛生物、双林生物等;
- **特色专科药:** 推荐重点关注恩华药业、人福医药、华润双鹤、通化东宝、健康元、东诚药业、北陆药业、京新药业等;
- **流通:** 推荐重点关注上海医药、九州通、柳药股份、国药股份等;
- **其他特色:** 推荐重点关注伟思医疗、华北制药、太极集团等。

### 1.3 内窥镜硬镜市场：全球市场荧光硬镜最具前景，国内市场国产替代正在进行时

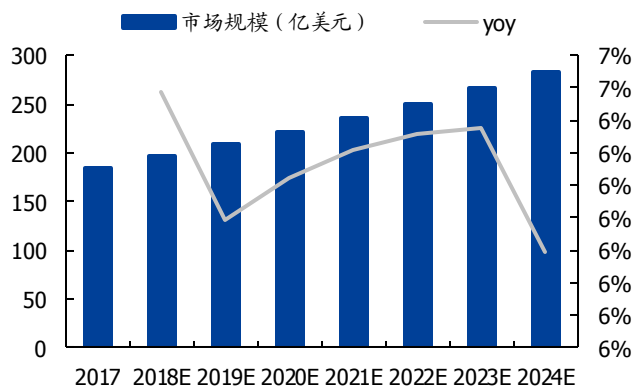
#### 1.3.1 内窥镜是什么？——深度契合临床需求，医用内窥镜应用广泛

医用内窥镜是集中了光学、人体工程学、精密机械、现代电子、计算机软件等为一体的用于在临床检查、诊断、治疗中为医生提供人体内部解剖结构图像的医用设备。临床实践中，医生通过手术切口或人体的自然孔道将医用内窥镜导入体内的预检查器官，并通过窗口或显示器观察体内器官的病变情况，直视下做出疾病诊断或取病灶活检进行病理诊断，同时也可对疾病进行及时治疗或植入具有治疗作用的人造产品。

随着内窥镜微创技术的普及和内窥镜工艺技术的提高，医用内窥镜的应用已覆盖消化内科、呼吸科、普外科、耳鼻喉科、骨科、泌尿外科、妇科等科室，成为不可或缺的医用诊断和手术设备，也是全球医疗器械行业中增长较快的产品之一。根据 EvaluateMedTech 数据，2019 年全球内窥镜市场销售规模达到 209 亿美元，预计将以 6.3% 的年均复合增长率增长至 2024 年的 283 亿美元。

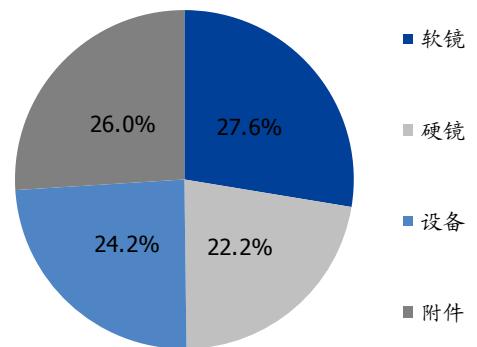
按照应用场景，医用内窥镜主要包括腹腔镜、关节镜、耳镜、鼻咽喉镜、宫腔镜、膀胱镜、胃镜、肠镜等，已在临床中被广泛应用于不同科室和不同疾病的治疗。其中，胃镜、肠镜等属于软管式内窥镜（软镜），即可以通过人体自然腔道（食道、肠道等）随意弯曲的内窥镜；腹腔镜、关节镜等属于硬管式内窥镜（硬镜），即借助戳孔使腔镜进入人体腔内或潜在腔隙的不可弯曲的内窥镜。根据中国医疗器械行业协会数据，在医用内窥镜市场份额划分中，软镜占比 27.6%，硬镜占比 22.2%，内窥镜相关附件和配件占比 26.0%，其他设备占比 24.2%。

图表 1：全球医用内窥镜市场规模及增速



资料来源：海泰新光招股书，国盛证券研究所

图表 2：全球医用内窥镜市场份额情况（2019 年）



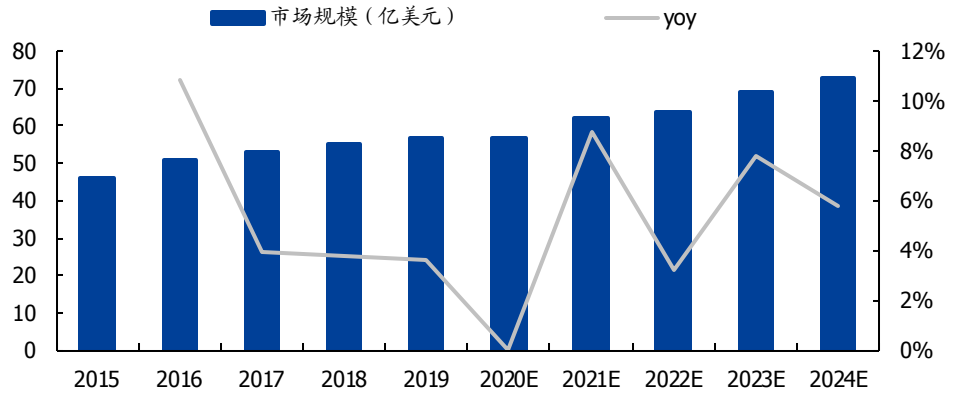
资料来源：海泰新光招股书，国盛证券研究所

#### 1.3.2 海外硬镜市场发展较为成熟，荧光硬镜最具前景

硬管式内窥镜的应用在全球范围内已经相对成熟，近年来保持稳定增速。全球硬镜的市场规模由 2015 年的 46.4 亿美元增长至 2019 年的 56.9 亿美元，期间年复合增长率为 5.2%；未来预计整体增速略微放缓，将以 4.9% 的年复合增长率增长至 2024 年的 72.3 亿美元。



图表 3: 全球硬管式内窥镜市场规模及增速



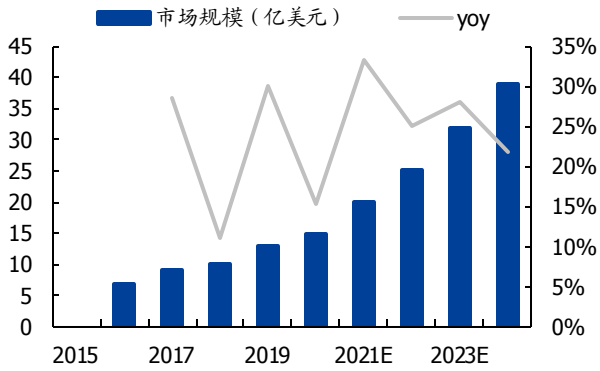
资料来源: 海泰新光招股书, 国盛证券研究所

根据工作光谱范围不同, 硬管式内窥镜可分为白光内窥镜和荧光内窥镜。荧光内窥镜是从2016年发展起来并得到大量应用的新型医用内窥镜技术, 相比白光内窥镜从功能到应用方面均具有明显优势, 未来荧光内窥镜的市场份额有望逐年提高, 逐步实现对白光内窥镜的升级替代。

- 从工作性能来讲, 白光内窥镜的图像基于 400-700nm 的可见光光谱, 展现的是人体组织表层的图像; 工作光谱在 400-900nm 的范围, 除了能够提供人体组织表层的图像外, 还能同时实现表层以下组织的荧光显影(如胆囊管、淋巴管和血管显影), 对术中精准定位和降低手术风险起到关键作用。尤其在普外科、肝胆科、妇科等对于显影效果及实时成像需求较高的临床科室中, 荧光内窥镜技术可有效克服白光内窥镜下观察、手术操作的局限性, 强化手术视野及图像清晰度, 便于实时观察和有效诊疗, 因此临床应用价值及优势更为显著, 但对于齿科、耳鼻喉科等对显影及实时成像要求较低的科室, 白光内窥镜依然保持广泛的应用。
- 从整机系统来讲, 从内窥镜整机系统的角度, 由于荧光内窥镜系统兼具白光和荧光两种模式的显影能力, 对于终端医疗机构来说, 可实现设备一体化功能, 即既能满足传统白光内窥镜的临床需求, 也能满足对病灶识别能力要求较高的荧光视野手术需求, 有效减少手术室的设备配置并提升医院的科室诊疗能力。市场销售过程中, 在采购预算充足的情况下, 终端医疗机构更有意愿采购荧光内窥镜整机系统产品。

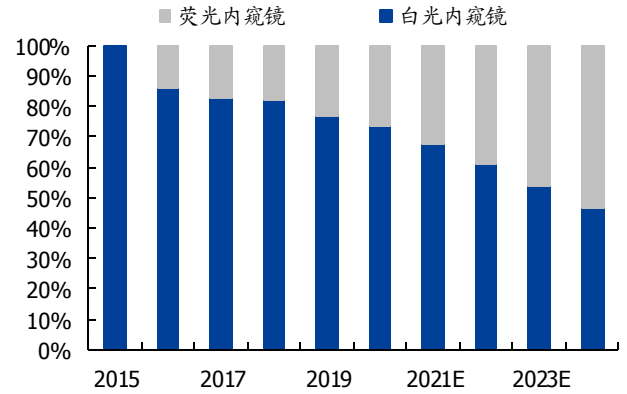
随着荧光技术的逐步普及, 全球荧光硬镜市场规模及占比有望持续提升。2019 年全球荧光硬镜的市场规模达到 13.1 亿美元, 占总体硬镜市场的比重为 22.9%; 预计未来将呈现高速增长, 以 24.3% 的年复合增长率增长至 2024 年的 38.7 亿美元, 占比逐步提高至 53.5%。2015 年至 2019 年, 全球白光硬镜市场规模从 46.4 亿美元略微降低至 43.8 亿美元, 年复合增长率为-1.4%。预计到 2024 年, 总体市场份额将跌至 33.7 亿美元, 市场占比不超过 50%。

图表 4: 全球荧光硬镜市场规模及增速



资料来源: 海泰新光招股书, 国盛证券研究所

图表 5: 全球硬镜市场荧光、白光市场份额变化

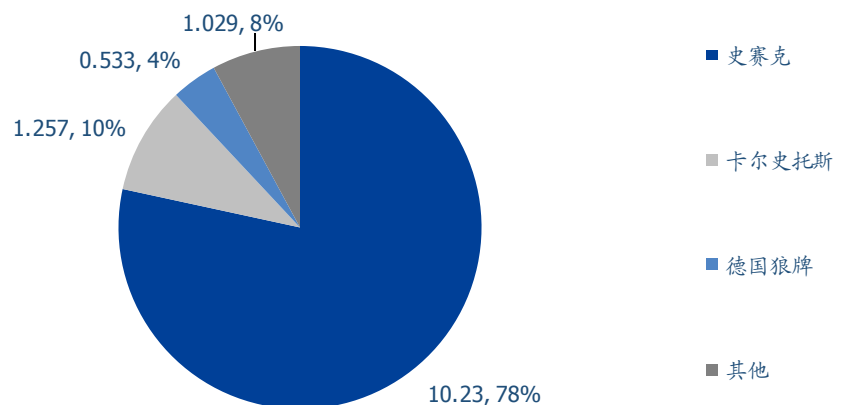


资料来源: 海泰新光招股书, 国盛证券研究所

**相对于白光内窥镜, 荧光内窥镜具备更高技术难度:** 设计和制造方面, 为实现在宽光谱范围内 (400-900nm) 矫正像差 (即白光图像和荧光图像切换时不需另行调节焦距), 荧光内窥镜需 45-50 片光学透镜并采用特殊的光学结构设计, 普通白光内窥镜通常仅需 30-35 片光学透镜; 镀膜技术方面, 由于荧光内窥镜的镜片数量远超过普通白光内窥镜, 其单面反射率需控制在 0.3% 以内, 从而实现高透过率和高对比度。白光内窥镜的单面反射率控制范围则为 0.5% 以内。

与白光硬镜技术发展成熟细分领域竞争者众多的特点不同, 荧光硬镜领域由于技术壁垒更高, 具备极高的全球行业集中度。在全球荧光硬镜细分领域, 史赛克公司占据绝对主导地位。史赛克是全球最大的骨科及医疗科技公司之一, 其内窥镜产品是集先进的内窥镜技术和图像显示技术于一体的先进医疗设备, 包括腹腔镜、宫腔镜、能源系统、光源系统、灌流系统和成像等, 广泛应用于内科、外科、妇科等科室的临床诊断和微创手术, 其产品在全球荧光内窥镜市场领域占据重要位。2019 年, 史赛克的营业收入为 148.84 亿美元, 荧光硬镜产品销售额达到 10.2 亿美元, 市场占比达到 78.4%, 其他主要参与者卡尔史托斯和德国狼牌分别以 1.3 亿美元和 0.5 亿美元的年销售额位列二、三位, 市场占比分别为 9.6% 和 4.1%。

图表 6: 全球荧光硬镜主要企业销售额及市场份额 (2019 年)



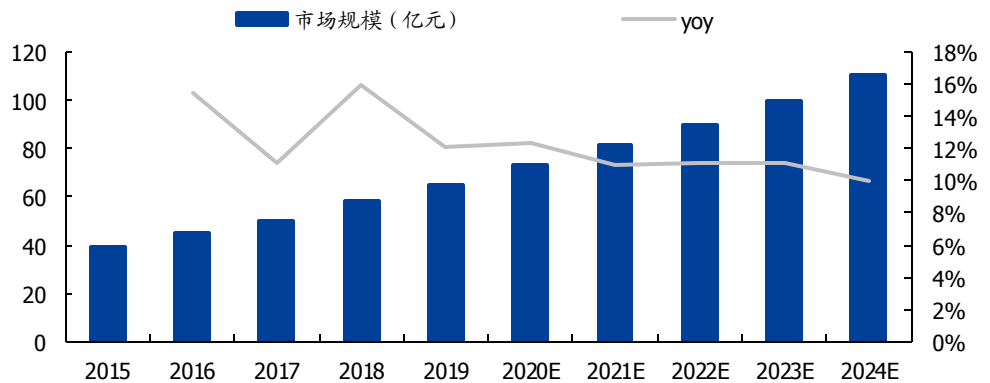
资料来源: 海泰新光招股书, 国盛证券研究所, 注: 销售额采用出厂价口径, 单位: 亿美元

### 1.3.3 国内硬镜市场方兴未艾，升级替代空间较大

内窥镜微创医疗器械产品国内发展已有 30 多年历史，虽然技术开展时间相对较短，但是随着医疗技术的进步，已逐渐从最初的完全依赖进口、模仿改制向学习创新、深度合作方向发展。不过行业的整体技术水平及产业化进程仍落后于发达国家，内窥镜行业在国内尚属于新兴行业。目前，国内大部分医用内窥镜生产企业已经具备低端医用内窥镜产品生产与研发能力，部分大型企业在中端医用内窥镜市场占据一定份额，少数企业在部分医用内窥镜细分领域的高端市场实现了零的突破。

**国内硬管式内窥镜市场处于快速上升阶段。**根据弗若斯特沙利文数据，国内硬镜市场规模于 2019 年达到 65.3 亿元人民币，2015 年至 2019 年的年复合增长率为 13.8%，远高于全球硬管式内窥镜市场的同期增速。预计到 2024 年，中国硬管式内窥镜器械的市场规模将以 11.0% 的年复合增长率增长至 110.0 亿元人民币。

图表 7: 国内硬管式内窥镜市场规模及增速



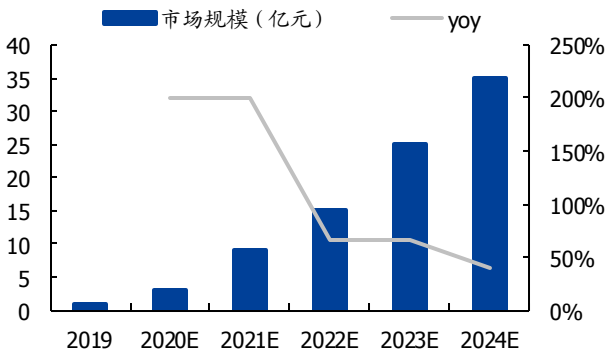
资料来源: 海泰新光招股书, 国盛证券研究所

#### 1) 从产品类型来看，荧光相对白光的具备较大替代空间

目前，我国硬镜市场主要以白光内窥镜产品为主。2019 年其市场规模达到 64.2 亿元人民币，市场占比为 98.3%。预计到 2024 年，中国白光硬镜的市场规模将增长至 74.8 亿元人民币，2019 到 2024 年的年复合增长率为 3.1%。

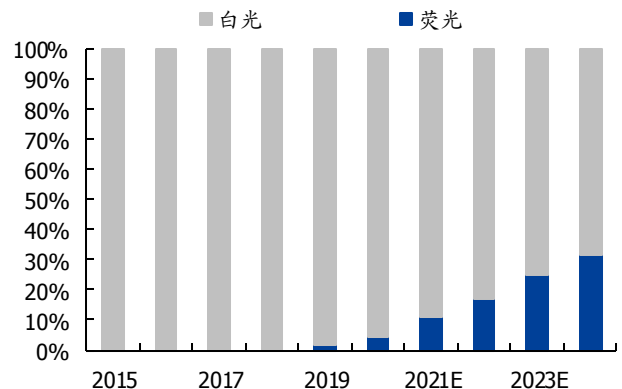
相较于全球荧光市场，国内荧光硬镜的发展相对滞后。2019 年行业发展初期，总体市场规模为 1.1 亿元人民币。随着进口品牌的产品推广、国产企业的技术研发创新、相关荧光产品的获批上市等，预计未来国内荧光硬镜市场将进入高速增长期，总体市场规模将快速增长至 2024 年的 35.2 亿元人民币，占我国硬镜市场的比重有望达到 32%。

图表 8: 国内荧光硬镜市场规模及增速



资料来源: 海泰新光招股书, 国盛证券研究所

图表 9: 国内硬镜市场荧光、白光市场份额变化



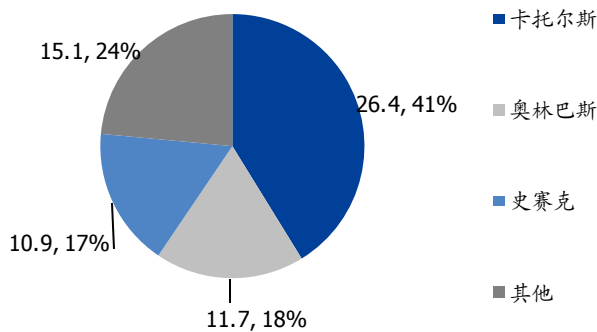
资料来源: 海泰新光招股书, 国盛证券研究所

## 2) 从参与企业来看, 国产相对进口具备较大替代空间

国内白光市场领域, 进口品牌卡尔史托斯、奥林巴斯、史赛克及德国狼牌等企业占据绝大部分市场份额。其中, 2019年卡尔史托斯的销售额达26.4亿元人民币, 占比达到41.2%; 奥林巴斯和史赛克分别实现了11.7亿元人民币和10.9亿元人民币的销售收入, 市场占比分别为18.3%和17.0%。

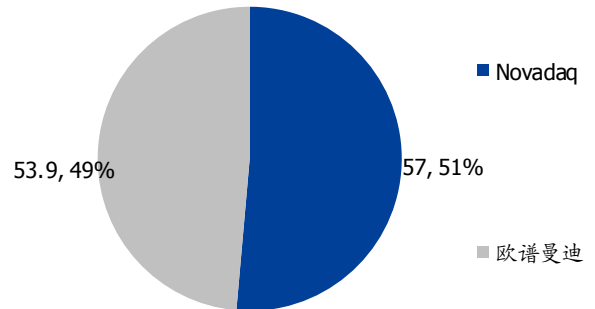
而受限于荧光核心光学技术水平较高及中国市场产品推广时间较晚等因素, 目前我国荧光硬镜市场参与者较少。2019年, Novadaq(史赛克旗下)和欧谱曼迪分别以5700万元人民币和5390万元人民币的销售额占据我国51.4%和48.6%的市场份额。除已上市产品的公司外, 卡尔史托斯、北京精准医疗、深圳迈瑞医疗等多家企业也致力于国内荧光硬镜产品的开发, 积极布局荧光市场。

图表 10: 国内白光硬镜主要企业销售额及市场份额(2019年)



资料来源: 海泰新光招股书, 国盛证券研究所, 注: 销售额采用出厂价口径, 单位: 亿元

图表 11: 国内荧光硬镜主要企业销售额及市场份额(2019年)



资料来源: 海泰新光招股书, 国盛证券研究所, 注: 销售额采用出厂价口径, 单位: 百万元

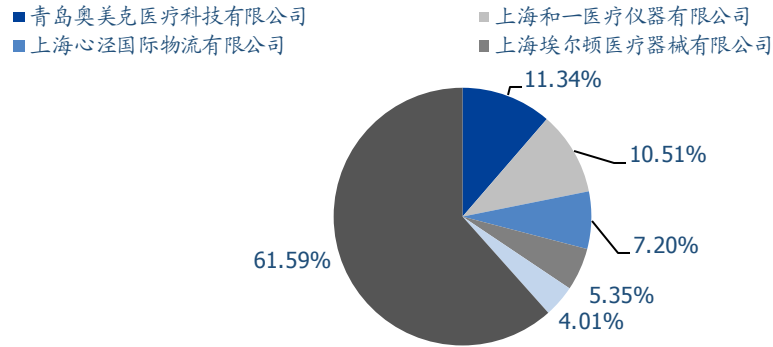
### 1.3.4 重点推荐海泰新光: 海外市场与史赛克深度绑定, 国内市场产品管线陆续兑现

#### 1) 从海外业务来看: 海泰新光深度合作绑定史赛克, 共享荧光硬镜对白光硬镜的替代红利

公司凭借较强的国际竞争力包括技术开发、质量控制及企业管理能力, 借助市场对新技术、新产品的需求契机打开了国际顶尖医疗器械公司的供应链窗口。高端医用内窥镜行业具有技术、资金、品牌等多种市场壁垒, 生产企业的产品需经过所在国家或地区的产品注册, 符合相应的医疗器械质量标准和监管条例方能上市销售, 对企业管理和产品质量的综合要求较高, 认证周期亦较长。此外, 国际顶尖医疗器械公司对供应商, 尤其是合同制造商有着严格的遴选制度, 考核因素包括核心技术、内部管理、服务能力和客户满意度等各个方面。

经过十余年的合作, 公司与国际顶尖医疗器械公司的合作逐渐深入, 业务范围不断扩大, 积累了丰富的全球化经营经验, 在国际医疗器械行业内也逐渐建立了较好的口碑和企业形象, 具备先发的国际资源优势, 能够与国际先进医疗器械制造企业进行良好互动, 快速设计并生产出符合其更新换代需求的配套产品的能力。2019年国内医用内窥镜出口总额为8135.46万美元, 其中公司主要产品腹腔镜的出口金额为922.95万美元, 占全国内窥镜总出口金额的比例为11.34%, 排名第一。

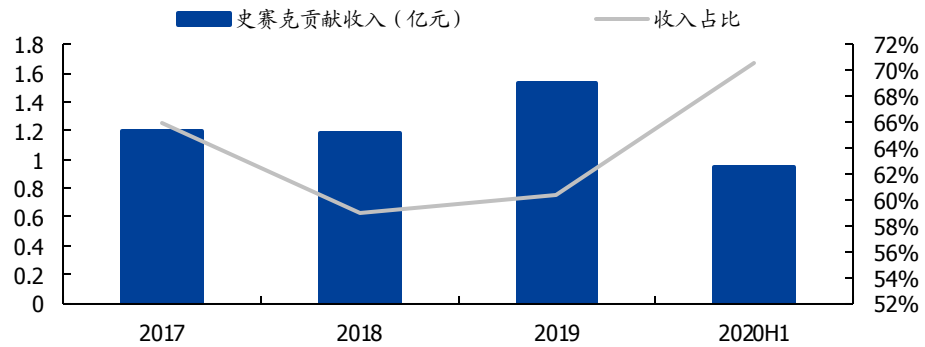
图表 12: 2019 年公司腹腔镜出口额占国内医用内窥镜总出口额排名第一



资料来源: 海泰新光招股书, 国盛证券研究所

在国外市场, 基于公司在荧光内窥镜领域突出的技术实力及产品性能, 公司核心产品荧光内窥镜系列被国际主流医疗器械品牌美国史赛克所采用, 应用于其在全球推出的首款高清荧光腹腔镜 (“荧光+白光” 两用腹腔镜) 整机系统, 成为该设备中核心部件的唯一设计及生产供应商, 包括高清荧光内窥镜、高清荧光摄像适配镜头和荧光光源模组。公司已与史赛克建立了稳固的长期合作关系, 具备极强的客户黏性, 近年来史赛克公司贡献收入占比均值超过 60%, 公司在全球范围内荧光内窥镜市场中的占比将随着史赛克荧光内窥镜销售规模的提高和荧光对传统白光内窥镜替代效应的增强而进一步扩大。

图表 13: 海泰新光第一大客户史赛克贡献收入及占比



资料来源: 海泰新光招股书, 国盛证券研究所

2) 从国内业务来看: 海泰新光的在研产品获批在即, 国内业务有望提速。

综合来看, 国内硬镜市场主要依赖进口企业, 对于白光硬镜、荧光硬镜均有较大的进口替代空间。同时, 由于荧光内窥镜技术在国内应用尚处于初期发展阶段, 后续荧光硬镜相对于白光硬镜的升级替代空间。公司凭借在医用硬镜尤其是荧光硬镜领域长时间的研发投入和技术积累, 在产品综合新能指标方面优势明显, 有望实现国内业务的快速发展。

- **白光内窥镜: 2018年1月8日**, 公司通过自主研发形成的白光腹腔镜内窥镜 (型号 680) 取得我国 NMPA 医疗器械产品注册证, 可与高清白光摄像适配器、白光光源模组进行配套在国内市场销售。多家国内内窥镜整机系统制造厂商经过样品测试、实地考察、小规模采购等产品验证过程, 已与公司建立合作关系。

2017年至2020H1, 公司实现白光内窥镜器械产品的国内收入分别为 292.8 万元、542.0 万元、557.43 万元和 178.8 万元, 内销业务收入规模逐年提升。但受限于国内整机系统品牌的市场占有率较小, 作为核心部件供应商, 公司产品的国内总体销售规模仍较小, 未来有望持续提升。同时, 公司已取得多家白光内窥镜器械产品国内主要客户出具的说明, 证明发行人销售的白光内窥镜器械产品具备市场竞争优势, 在其采购的如 SchottLED 光源模组、Schoelly 雪力腹腔镜等同类产品中可形成对部分进口品牌的替代。



- 荧光内窥镜:** 目前公司的**4K超高清荧光内窥镜(腹腔镜)**已于**2020年**在国内获批,目前正在积极进行**4K超高清图像技术、光源技术**的研发,有望在**2021年**陆续获批,未来将形成**集光、机、电、算技术为一体的自主品牌内窥镜整机系统**,为临床医学提供全套解决方案。进一步增强公司的竞争优势,有望改善我国内窥镜市场中低端产品集中、依赖进口的现状,持续完成国产器械产品进口替代以及荧光内窥镜对白光内窥镜的升级替代,实现国内销售收入的快速增长。

注:内窥镜整机系统主要由内窥镜、光源、摄像系统等核心部件及配套的显示器、台车等其他部件组成,各个部件共同作用、相互配合。在上述部件质量完备的情况下,将各核心部件组成整机的过程本身无技术难度及无资质相关要求,仅需通过简单的电路插接、物理组装和简单调试等步骤即可使用。目前,公司已掌握将内窥镜核心部件组成整机系统所需的相关技术。

图表 14: 海泰新光已持有国内医疗器械产品注册证情况

注册证产品名称	型号	广谱范围	注册人名称	许可证号	生产地址	批准日期	有效期至	发证机关
腹腔镜内窥镜	680	400-700nm的可见广谱	奥美克医疗	国械注准 20183220010	青岛崂山区科苑纬四路 100 号 1#楼五层	2019.8.7	2023.1.7	国家药品监督管理局
腹腔镜内窥镜	690	400-900nm的宽广谱	奥美克医疗	国械注准 20203060684	青岛崂山区科苑纬四路 100 号 1#楼五层	2020.8.7	2025.8.6	国家药品监督管理局

资料来源:海泰新光招股书,国盛证券研究所

图表 15: 海泰新光国内申请中医疗器械产品注册证情况

注册证产品名称	注册人名称	申请内容	申请进度	申请机关
腹腔镜内窥镜	奥美科医疗	型号 680 升级角分辨力	产品注册申请已于 2019 年 12 月 10 日受理国家药品监督管理局	国家药品监督管理局
内窥镜摄像系统	海泰新光	型号 N600(1080P)	已于 2019 年 12 月 26 日向山东省医疗器械产品质量检验中心提交注册检验申请	山东省药品监督管理局
内窥镜 LED 冷光源	海泰新光	型号 B600	已于 2020 年 2 月 10 日向山东省医疗器械产品质量检验中心提交注册检验申请	山东省药品监督管理局

资料来源:海泰新光招股书,国盛证券研究所

图表 16: 海泰新光在研项目进展情况(部分项目)

在研项目名称	计划完成时间	目前进度	对应产品或市场	拟实现的突破
4K超高清荧光腹腔镜	2020年	已获批产品注册证	用于超高清/荧光腹腔镜微创手术	实现 4K 分辨率白光/荧光图像,匹配超高清/荧光摄像系统
4K超高清荧光胸腔镜、关节镜、喉镜和宫腔镜	2021年	已完成样机,正在试生产和准备注册文件	用于超高清/荧光心脏搭桥等胸腔外科手术、超高清微创手术	实现 4K 分辨率白光/荧光图像,匹配超高清/荧光摄像系统
内窥镜冷光源	2021年	已完成研发和试生产,正在进行注册检验	用于高清和超高清内窥镜系统以及手术外视/荧光系统	实现高显色性(显色指数高于 90)白光和荧光光源照明
1080P 高清摄像系统	2021年	已完成研发和试生产,正在进行注册检验	高清内窥镜系统和手术外视系统	实现 1080P 分辨率、频率 60 帧的高清图像
4K超高清摄像系统	2021年	完成原理样机	超高清内窥镜系统和手术外视荧光系统	实现 4K 分辨率、频率 60 帧的超高清/荧光图像

资料来源:海泰新光招股书,国盛证券研究所

## 2、本周行业重点事件&政策回顾

### 【事件一】陕西省药品监督管理局发布《陕西省中药配方颗粒标准》（第一、二册）

<http://45dwz.com/pGoK0>

3月9日，陕西省药品监督管理局印发关于《陕西省中药配方颗粒标准》的公告，该标准共两册，涵盖共332个品种。该《标准》是继NMPA发布《中药配方颗粒质量控制与标准制定技术要求》后发布的首个省级中药配方颗粒标准文件。《标准》规定，在实施期间，若国家中药配方颗粒标准颁布实施，该标准内制定的相应标准即行废止。

**【点评】**陕西省药监局发布的《中药配方颗粒标准》响应国家鼓励中药发展的号召，切实将配方颗粒标准规范落实到地方政策。根据地方特色进一步规范了行业标准，明确了陕西省中药配方颗粒行业的发展方向。该《标准》为生产配方颗粒的企业提供一致的质量规范。企业可以根据品种目录规划药品布局、研发投入及规模生产，提升自身技术水平，以及按照要求对标生产工艺水平。统一的配方颗粒标也为市场监管部门提供药品质量监管的标准，减少一些厂商以次充好的行为，提高医院、医生和患者对配方颗粒的接受程度，引导配方颗粒市场健康和长远的发展。

### 【事件二】国家药监局药审中心关于发布《境外已上市境内未上市化学药品药学研究与评价技术要求（试行）》的通告（2021年第21号）

<http://hi06i.cn/PrSdq>

3月8日，国家药品监督管理局发布试行的《境外已上市境内未上市化学药品药学研究与评价技术要求》文件。该要求针对境外已上市境内未上市的化学药品进行了关于药品质量、技术等方面的规定。《要求》的适用范围包括境内申请人仿制境外上市的药品（境内未上市原研药品），境外上市的药品申请境内上市，以及与境外已上市境内未上市制剂关联申报的原料药。

**【点评】**国家药监局药审中心发布的《技术要求》为企业开展药品研发提供指导，为境外已上市境内未上市的化学药品研发上市加快进程，并提供可参照的技术标准。《技术要求》提高了我国患者对临床需求领域药品的可获得性和可及性，促进境外已上市化学药品的仿制和进口进而提升和规范国际化学药品合作空间。同时，《技术要求》也可以加强国内科学监管，提高审评审批质量和效率。对于工业和监管机构来说，提供了研发和审评的技术参考。相关化学制药企业可以根据该《技术要求》的指导进一步展开药品引进、仿制、研发等业务和工作，提升自身水平，做好相应布局。

### 3、行情回顾与医药热度跟踪

#### 3.1 医药行业行情回顾

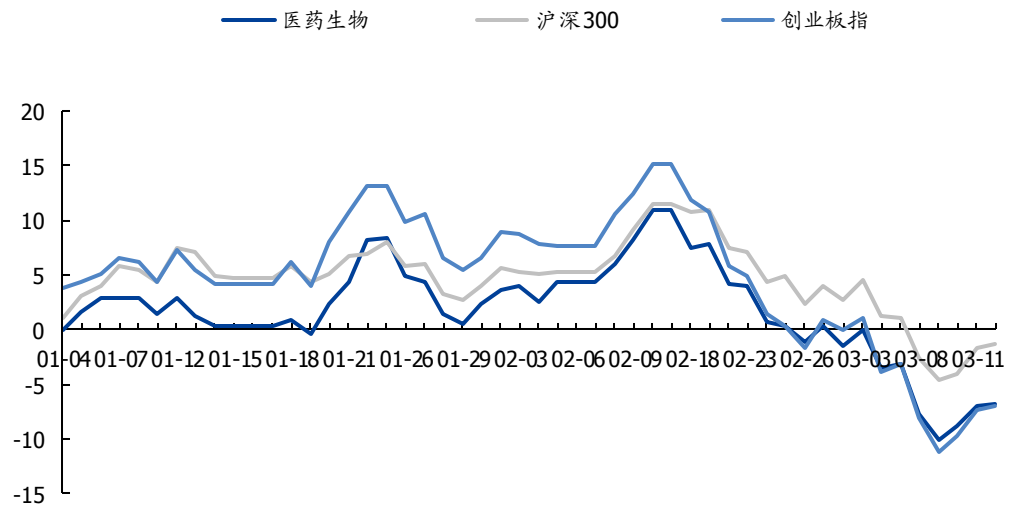
本周医药指数下降**3.70%**，跑输沪深300指数，跑赢创业板指数。申万医药指数11263.51点，周环比下降3.70%。沪深300下降2.21%，创业板指数下降4.01%，医药跑输沪深300指数1.49个百分点，跑赢创业板0.31个百分点。2021年3月至今申万医药下跌5.72%，沪深300下跌3.57%，创业板指数下跌5.40%，医药跑输沪深300指数，跑赢创业板指数。

图表 17: 本周申万医药 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数对比

指数	本周	上周	周环比 (%)	与月初比 (%)	与年初比 (%)
沪深 300	5,146.38	5,262.80	-2.21	-3.57	-1.25
创业板指数	2,756.81	2,871.97	-4.01	-5.40	-7.06
医药生物	11,263.51	11,696.43	-3.70	-5.72	-6.74

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

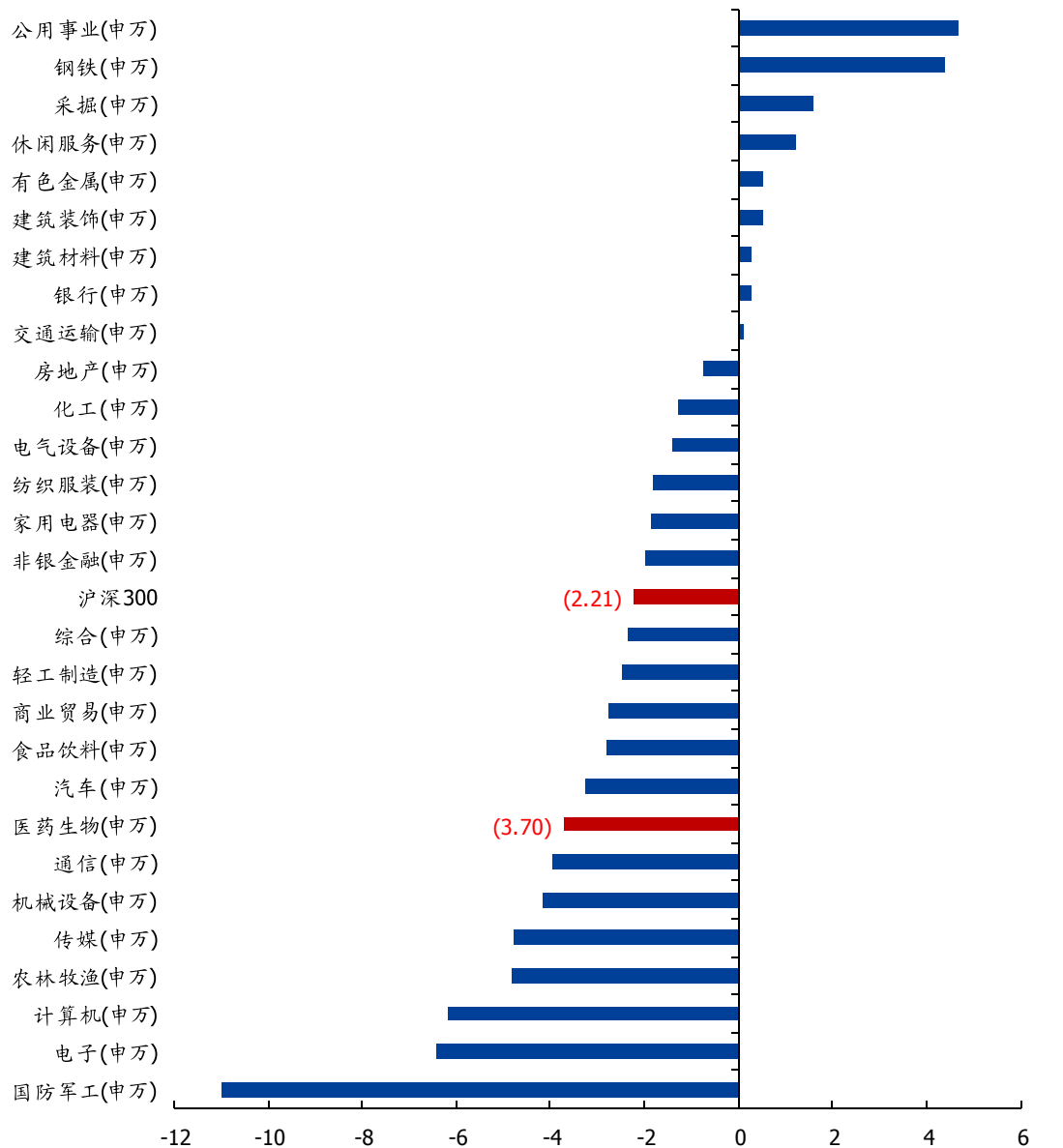
图表 18: 2021 年以来申万医药指数 VS. 沪深 300 指数 VS. 创业板指数走势对比(%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

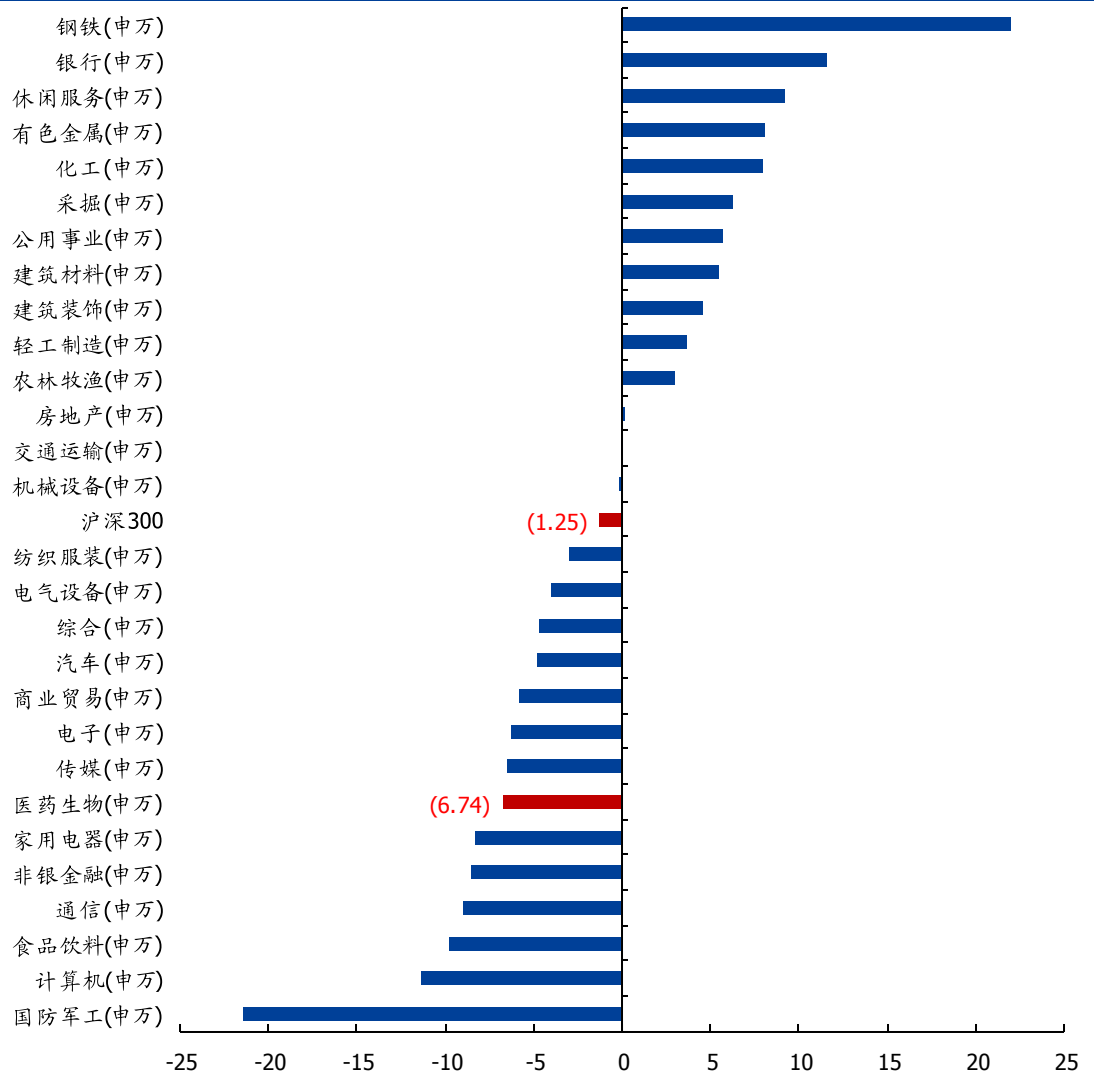
在所有行业中，本周医药涨跌幅排在第 21 位。2021 年初至今，医药涨跌幅排在第 22 位。

图表 19: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (周对比, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

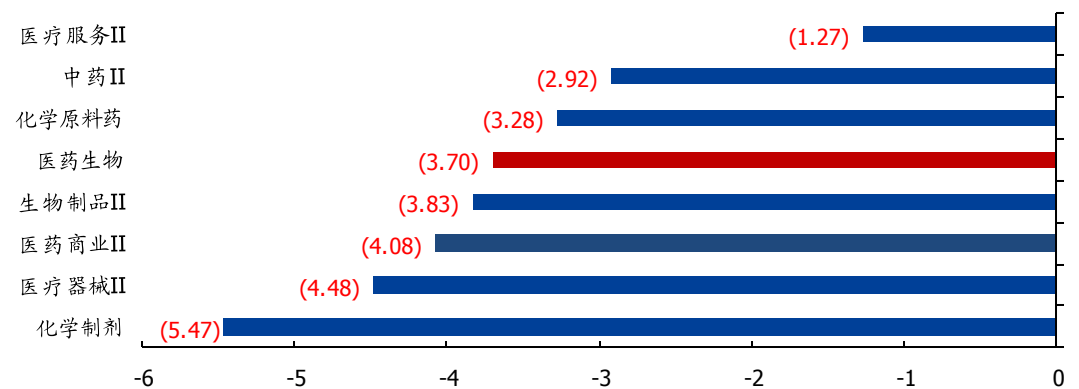
图表 20: 申万医药指数涨跌幅与其他行业涨跌幅对比 (2021年初至今, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

子行业方面, 本周表现最好的为医疗服务 II, 下跌 1.27%; 表现最差的为化学制剂, 下跌 5.47%。

图表 21: 申万医药各子行业近一周涨跌幅变化图 (%)

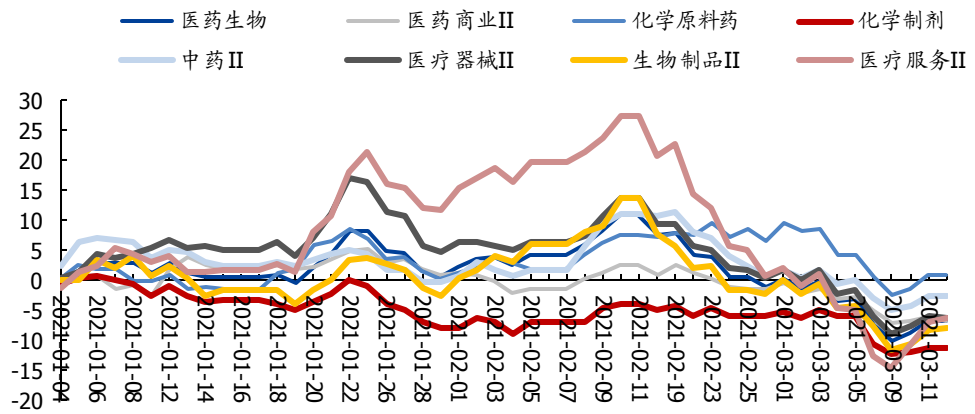


资料来源: Wind, 国盛证券研究所



子行业化学原料药和中药 II 年度涨幅行业内领先。2021 年初至今表现最好的子行业为化学原料药，上涨 1.85%；表现最差的子行业为化学制剂，下跌 11.53%。其他子行业中，中药 II 下降 2.79%，医药器械 II 下跌 6.18%，医药服务 II 下跌 6.23%，医药商业 II 下跌 6.70%，生物制品 II 下跌 7.85%。

图表 22: 申万医药各子行业 2021 年初至今涨跌幅变化图 (%)



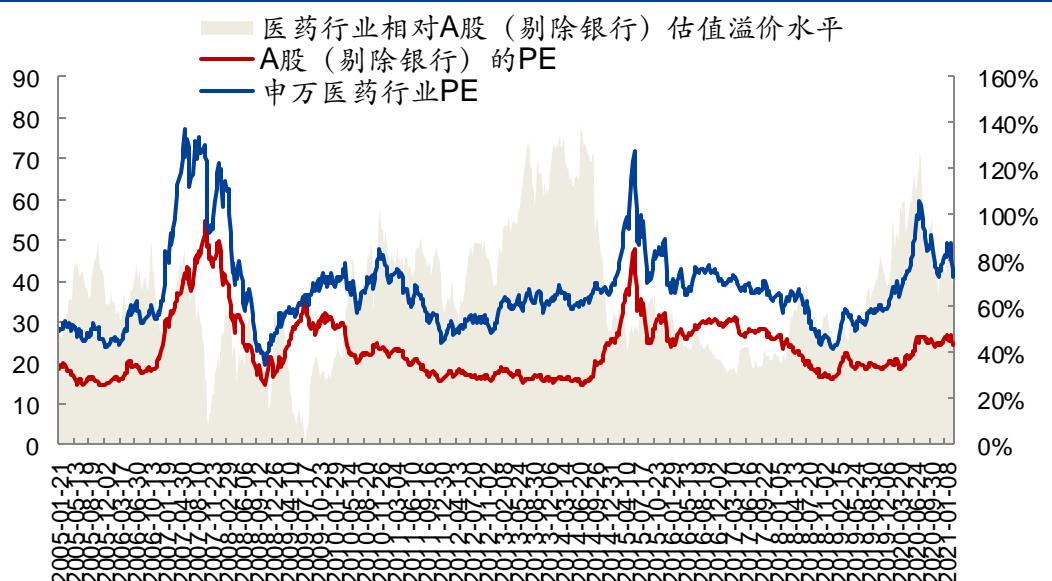
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 医药行业热度追踪

估值水平下降，处于平均线以上。目前，医药行业估值（TTM，剔除负值）为 40.95X，较上周相比下降 1.79 个单位，比 2005 年以来均值（37.96X）高 2.99 个单位，本周医药行业整体估值略降。

行业估值溢价率下降。本周医药行业估值溢价率（相较 A 股剔除银行）为 67.30%，较上周下降 2.99 个百分点。溢价率较 2005 年以来均值（64.93%）高 2.38 个百分点，处于相对高位。

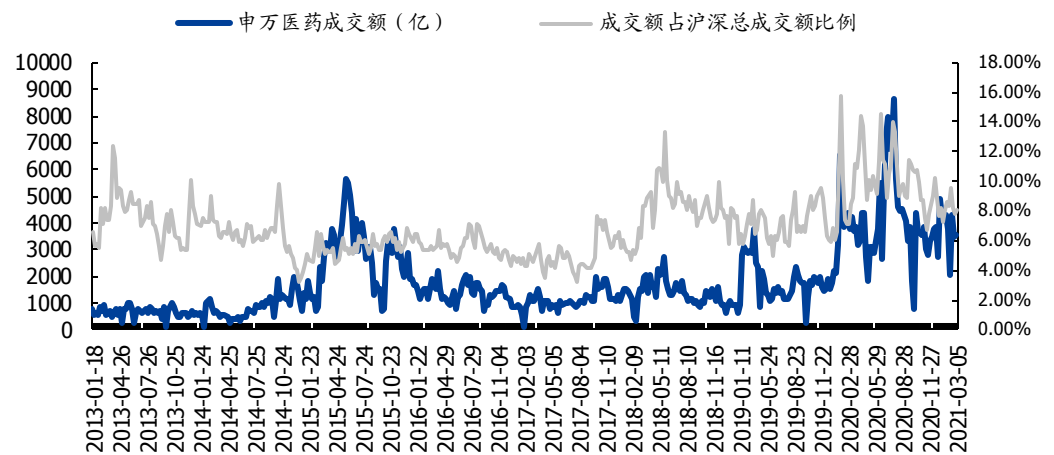
图表 23: 医药行业估值溢价率（申万医药行业 vs. 全部 A 股-剔除银行）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

本周医药行业热度较上周有所上升，医药成交总额为 3516.09 亿元，沪深总成交额为 43366.82 亿元，医药成交额占比沪深总成交额比例为 8.11%（2013 年以来成交额均值为 6.96%）。

图表 24: 2013 年以来申万医药行业成交额以及在市场中占比的走势变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.3 医药板块个股行情回顾

本周涨跌幅排名前 5 的为宜华健康、佐力药业、海思科、紫鑫药业、\*ST 恒康。后 5 的为三诺生物、美年健康、达安基因、贝达药业、济民制药。  
滚动月涨跌幅排名前 5 的为济民制药、宜华健康、华东医药、紫鑫药业、同和药业。后 5 的为康泰生物、通策医疗、我武生物、爱美客、欧普康视。

图表 25: 申万医药周涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
宜华健康	17.30	养老概念股	三诺生物	-21.91	无特殊原因
佐力药业	10.82	一季报预告高速增长	美年健康	-16.52	核心资产整体调整
海思科	10.53	国际化进展预期	达安基因	-13.99	无特殊原因
紫鑫药业	9.31	无特殊原因	贝达药业	-13.38	核心资产整体调整; 董事兼高管辞职
*ST 恒康	8.24	无特殊原因	济民制药	-13.19	无特殊原因
太龙药业	5.41	无特殊原因	康泰生物	-12.93	核心资产整体调整
普洛药业	5.28	年报业绩高增长	金城医药	-12.33	无特殊原因
昭衍新药	4.35	无特殊原因	我武生物	-12.15	核心资产整体调整
辰欣药业	4.03	无特殊原因	新产业	-11.58	无特殊原因
康缘药业	3.70	无特殊原因	兴齐眼药	-11.39	无特殊原因

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 申万医药滚动月涨跌幅排名前十、后十个股

个股	涨跌幅 (%)	原因	个股	涨跌幅 (%)	原因
济民制药	89.05	无特殊原因	康泰生物	-38.82	核心资产整体调整
宜华健康	35.61	养老概念股	通策医疗	-37.20	核心资产整体调整
华东医药	25.71	医美布局认知	我武生物	-36.97	核心资产整体调整
紫鑫药业	24.31	无特殊原因	爱美客	-34.57	核心资产整体调整
同和药业	20.85	无特殊原因	欧普康视	-34.00	核心资产整体调整; 实控人减持
透景生命	19.96	获得 1 项医疗器械注册证	爱尔眼科	-32.14	核心资产整体调整
览海医疗	18.81	无特殊原因	片仔癀	-31.93	核心资产整体调整
天宇股份	18.71	预期业绩高增长	万泰生物	-31.62	核心资产整体调整
*ST 辅仁	17.97	无特殊原因	贝达药业	-29.52	核心资产整体调整
通化金马	17.93	无特殊原因	泰格医药	-29.39	核心资产整体调整

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 4、医药行业 4+X 研究框架下特色上市公司估值增速更新

图表 27: 国盛医药 4+X 研究框架下的特色上市公司估值业绩情况

细分领域	上市公司	最新市值 (亿元)	归母净利润 2020E(亿元)	归母净利润 2021E(亿元)	净利润增速 2021E	2021PE
创新服务商	凯莱英	623	7.5	10.0	32.8%	62
	药明康德	3,426	29.2	37.6	28.6%	91
	泰格医药	1,173	16.9	19.3	14.4%	61
	昭衍新药	350	2.8	3.9	36.3%	91
	康龙化成	948	10.3	12.8	25.0%	74
	睿智医药	65	1.7	2.5	47.8%	27
	药石科技	234	2.0	2.9	43.6%	81
	艾德生物	154	1.8	2.6	44.3%	60
	博腾股份	229	3.2	4.1	26.5%	55
	九洲药业	277	3.8	5.8	54.2%	48
	美迪西	156	1.3	1.6	26.3%	86
	维亚生物	105	-2.7	6.5	-343.4%	16
	方达控股	81				-
	创新药-传统转型	恒瑞医药	4,915	64.7	82.8	27.9%
中国生物制药		1,320	26.7	32.4	21.4%	41
翰森制药		1,761	27.4	35.4	29.0%	50
丽珠集团		336	17.1	19.9	16.4%	17
康弘药业		333	8.4	9.7	15.8%	34
科伦药业		274	9.2	12.3	34.2%	21
复星医药		1,020	37.0	48.6	31.5%	21
海思科		263	6.2	8.3	33.7%	36
信立泰		362	1.4	4.9	241.9%	74
冠昊生物		49	0.8	1.3	63.5%	39
创新药-biotech	贝达药业	412	5.2	4.7	-10.5%	88
	信达生物	956	-7.7	-11.4	48.4%	-79
	君实生物	549	-16.7	-6.0	-63.9%	-77
	百济神州	1,881	-90.0	-66.7	-25.9%	-25
	复宏汉霖-B	173	-6.4	-2.8	-55.5%	-61
	再鼎医药-SB	831	-17.0	-8.9	-47.7%	-70
	南新制药	55	1.3	1.8	37.6%	27
	荣昌生物-B	458	-4.8	-4.6	-3.4%	-92
	康方生物-B	300	-5.6	-4.7	-15.2%	-63
	泽璟制药-U	142	-3.2	-2.2	-31.5%	-65
	微芯生物	150	0.3	0.7	127.1%	212
	康宁杰瑞制药-B	91	-4.4	-5.4	22.2%	-17
	创新疫苗	智飞生物	2,714	33.0	45.8	38.8%
沃森生物		623	9.5	14.8	55.3%	42

	康泰生物	852	7.7	13.3	72.1%	64
	万泰生物	1,001	6.9	11.7	68.9%	85
	康华生物	238	4.1	6.5	58.6%	37
	康希诺-U	1,004	-4.1	0.0	-100.0%	18
<b>创新&amp;特色头部器械耗材</b>	迈瑞医疗	4,669	64.3	77.3	20.1%	60
	微创医疗	609	-1.4	-0.5	-66.7%	-1342
	乐普医疗	510	18.9	26.8	41.7%	19
	威高股份	491	21.1	26.0	23.6%	19
	心脉医疗	179	2.1	2.8	29.0%	64
	启明医疗-B	228	-0.3	2.5	-1012.6%	93
	南微医学	242	2.6	4.2	60.2%	61
	天智航	131	-0.6	0.0	-100.0%	
	健帆生物	572	8.3	11.1	33.7%	52
	英科医疗	776	72.0	146.5	103.5%	5
<b>注射剂国际化</b>	健友股份	336	8.5	11.3	33.3%	30
	普利制药	191	4.2	5.8	37.7%	33
<b>口服国际化</b>	华海药业	395	11.3	15.6	38.0%	25
<b>创新国际化</b>	恒瑞医药	4,915	64.7	82.8	27.9%	59
	贝达药业	412	5.2	4.7	-10.5%	88
	康弘药业	333	8.4	9.7	15.8%	34
	信达生物	956	-7.7	-11.4	48.4%	-79
	百济神州	1,881	-90.0	-66.7	-25.9%	-25
	再鼎医药-SB	831	-17.0	-8.9	-47.7%	-70
<b>品牌中药消费</b>	东阿阿胶	231	0.9	10.1	1011.6%	23
	片仔癀	1,618	16.7	20.6	23.6%	79
	云南白药	1,619	47.1	53.2	12.9%	30
	同仁堂	354	9.8	11.2	13.5%	32
	华润三九	250	18.4	20.6	11.7%	12
<b>眼科</b>	爱尔眼科	2,548	17.6	23.8	34.9%	107
	光正眼科	52	0.9	1.3	57.6%	39
	欧普康视	502	4.1	5.7	37.3%	88
	爱博医疗	182	1.0	1.5	52.8%	123
	兴齐眼药	73	0.9	1.8	109.8%	43
	昊海生科	174	2.3	4.3	85.0%	42
<b>医美</b>	爱美客	956	4.4	6.6	50.8%	144
	华熙生物	706	6.5	8.6	33.6%	82
	朗姿股份	128	1.4	2.3	67.9%	55
<b>儿科相关</b>	我武生物	305	3.1	4.2	35.9%	73
	长春高新	1,763	29.9	38.4	28.4%	46
	安科生物	194	4.1	5.2	27.0%	38
<b>药店</b>	益丰药房	452	7.5	9.9	31.4%	46
	老百姓	252	6.4	7.9	24.2%	32
	一心堂	234	7.9	9.3	17.9%	25



	大参林	503	10.6	13.6	27.5%	37
	国药一致	169	14.1	16.3	15.8%	10
<b>特色专科连锁</b>	爱尔眼科	2,548	17.6	23.8	34.9%	107
	美年健康	568	2.3	9.2	303.0%	62
	通策医疗	781	5.4	7.4	36.5%	105
	锦欣生殖	318	4.0	5.5	37.5%	63
	光正眼科	52	0.9	1.3	57.6%	39
<b>ICL</b>	金域医学	555	13.8	12.4	-10.0%	45
	迪安诊断	191	8.4	9.9	17.5%	19
<b>互联网医疗&amp;医疗信息化</b>	卫宁健康	355	5.0	6.8	36.3%	52
	创业慧康	135	3.7	5.1	37.0%	27
	阿里健康	2,694	3.7	6.9	85.0%	349
	平安好医生	930	-9.5	-12.6	33.1%	-70
<b>IVD</b>	安图生物	496	8.5	12.4	45.9%	40
	新产业	419	9.4	12.1	28.7%	35
	迈克生物	210	8.0	9.1	14.5%	23
	万孚生物	268	6.5	8.2	26.9%	32
	艾德生物	154	1.8	2.6	44.3%	60
	贝瑞基因	123	2.5	3.4	37.6%	36
<b>原辅包材</b>	山河药辅	26	0.9	1.3	32.8%	21
	山东药玻	232	5.7	7.2	26.6%	32
	浙江医药	153	12.4	15.5	24.9%	10
	新和成	898	38.4	44.6	16.1%	20
	司太立	143	2.7	4.3	60.3%	34
	普洛药业	310	8.0	10.3	29.5%	30
	仙琚制药	121	5.1	6.3	25.0%	19
	天宇股份	184	7.7	9.6	23.7%	19
	奥翔药业	81	0.9	1.8	104.5%	45
	博瑞医药	172	1.7	2.7	58.7%	64
<b>血制品</b>	华兰生物	729	15.9	19.2	20.4%	38
	博雅生物	108	4.0	4.9	21.7%	22
	天坛生物	404	6.6	8.0	20.7%	50
	双林生物	277	2.1	3.5	70.5%	73
<b>特色专科药</b>	恩华药业	135	7.3	9.5	30.6%	15
	人福医药	438	9.8	13.5	37.7%	33
	华润双鹤	119	10.1	11.0	8.7%	11
	通化东宝	247	9.3	11.2	20.9%	22
	健康元	236	10.8	12.7	18.1%	19
	东诚药业	150	4.3	5.7	31.7%	26
	北陆药业	42	2.1	2.6	23.2%	16
	京新药业	75	6.5	5.9	-9.5%	13
<b>流通</b>	上海医药	540	46.0	52.2	13.6%	10
	九州通	336	30.0	29.0	-3.6%	12

	柳药股份	79	7.2	10.1	41.0%	8
	国药股份	263	16.5	18.9	14.5%	14
其他特色	伟思医疗	72	1.4	1.8	22.4%	41
	华北制药	141	2.3	3.1	36.4%	46
	太极集团	74	0.3	3.0	1108.0%	25

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 表中数据均为 wind 一致预期或已公告快报数据

## 5、风险提示

- 1) 负向政策持续超预期; 2) 行业增速不及预期。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com