

医药行业

人口结构变化带来行业长牛，持续看好兼具确定性与成长性的优质赛道

——医药行业 2021 年中期投资策略

投资要点

◆ **2021Q1 行业整体业绩加速回暖，内部结构分化。**医药制造业业绩 2020 年受疫情影响增速放缓，2021 年 Q1 增速实现强劲增长。医药行业上市公司业绩增速 2020 年大幅超过行业，2021Q1 与行业持平。上市公司 2020 年业绩分化严重，逐季修复，2021 年 Q1 加速回暖；2021 年 Q1，医药行业上市公司归母净利润呈负增长的企业下降至 56 家，占比 17.5%；增速为 0-20% 的有 37 家，占比 11.5%；增速为 20%-50% 的有 74 家，占比 23.1%；增速为 50% 以上的有 154 家，占比 48.0%。

◆ **人口结构变化、医改深化等因素驱动医药行业长牛。**我国人口结构老龄化的同时伴随少子化，而这两个年龄段通常有更多的医疗需求，我们认为医药行业会维持长牛。目前，我国医保覆盖范围已超 95%，庞大的基数及现收现付制使医保长期存压。因此，近年来我国医改频频落地，系列政策从药械研发到销售支付进行了全流程多维度的优化；港股 18A、科创板的推出为小型药械企业和投资人提供了更多融资和退出的渠道，我国已形成了向创新药械倾斜的营商环境，进入了医药创新大时代。

◆ **CXO：乘全球制药产业转移之风，探中国新药升级之路，行业长期维持高景气。**医药是一个依靠创新驱动的行业，但新药研发成本高、耗时长、成功率低的问题始终存在，越来越多的药企选择将研发外包。中国 CXO 企业对外凭借工程师红利、成本较低、承接能力强等相对优势吸引大量海外药物研发生产外包订单流入；对内则助力本土药企创新升级；行业长期维持高景气。

◆ **医美：兼具医疗和消费属性，行业壁垒高、增速快、空间大。**医美产业链各环节具备不同的商业模式和竞争格局；医美上游及中游竞争壁垒高，具备率先获批产品的企业具备明显的先发优势，同时市场集中度和盈利能力较强。随着居民消费水平的提升，女性意识的崛起，行业目前处于快速增长的阶段；但是我国医美渗透率较医美消费大国仍有数倍提升空间，医美项目种类繁多，轻医美更具备复购性，市场前景广阔。

◆ **医疗服务连锁机构：消费属性高、具备标准化复制的扩张基础，行业长期景气成长空间广阔。**近年来国家持续推动系列医改政策将进一步分化公立、民营医疗服务机构的职能，使优质医疗资源逐步向民营医疗服务机构开放，加速民营医疗服务产业化。观察眼科、口腔、辅助生殖、医美及肿瘤五个领域的专科医院，发现优质的民营医疗服务公司具备一些共同特点：①消费属性高；②具备可标准化复制的扩张基础；③细分龙头具备较强领先优势。

◆ **投资建议：医药行业长牛，下半年整体优于大市。**由于海外疫情仍在蔓延，我们认为疫情相关标的持续向好；常规企业在国内疫情防控较好的大环境下可以实现业绩反弹，总体来看行业下半年业绩持续向好。长期来看，在我国人口结构老龄化伴随少子化的背景下，医疗需求将持续上升，营商环境持续优化，医药行业整体长牛。建议关注兼具成长性和确定性的优质赛道：1) 创新药产业链卖水人 CXO；2) 消费升级、集采免疫的医疗服务连锁机构；3) 渗透率持续提升，国产替代空间广阔的医美领域。

◆ **风险提示：**宏观经济下行风险；集采降价超预期；药品研发不及预期。

投资评级

强于大市

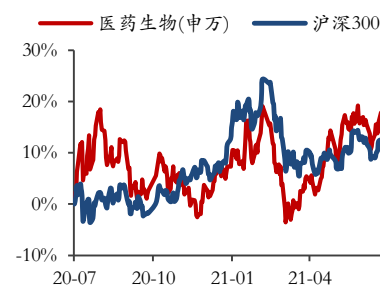
维持评级

首选股票

评级

300015.SZ	爱尔眼科	买入
300759.SZ	康龙化成	买入
603259.SH	药明康德	买入
688363.SH	华熙生物	买入
600763.SH	通策医疗	增持
002821.SZ	凯莱英	增持
300896.SZ	爱美客	增持
688366.SH	昊海生科	增持

行业表现



%	1M	3M	12M
相对收益	1.76	9.63	-0.23
绝对收益	-1.46	8.16	14.84

资料来源：Wind，万和证券研究所

作者

伍可心

分析师

SAC 执业证书：S0380521010002

联系电话：0755-82830333(190)

邮箱：wukx@wanhesec.com

相关报告

《万和证券-行业报告-医药行业-2020 年年报及 2021Q1 医药行业业绩综述：业绩持续回暖，行业景气度高》



正文目录

一、行业加速回暖，内部结构分化.....	4
(一) 行情概述：医疗服务板块领涨.....	4
(二) 基金持仓情况：重仓偏好医疗服务、CXO、生物制品、医疗器械领域.....	6
(三) 一季报概览：医药制造业整体业绩加速回暖，内部结构分化.....	7
二、人口结构变化、医改深化等因素驱动医药行业长牛.....	11
(一) 人口结构问题导致行业需求上升.....	11
(二) 医保控费压力仍然较大，医改持续多维度深化.....	12
(三) 创新药市场稳步增长，资本助力新型药企加速赶超.....	15
三、持续看好兼具确定性与成长性的优质赛道.....	17
(一) CXO：助力全球医药创新研发，行业长期高景气.....	18
(二) 医美：兼具医疗和消费属性，行业壁垒高、增速快、空间大.....	23
(三) 医疗服务连锁机构：消费属性高、具备标准化复制的扩张基础，行业长期景气成长空间广阔.....	25
四、投资建议.....	28
五、风险提示.....	30

图表目录

图 1 2020 年年初至 7 月 2 日行业指数走势.....	4
图 2 2021.1-2021.7.2 申万一级行业涨跌幅 (%).....	4
图 3 申万医药生物三级子行业 2021.1.1-2021.7.2 区间涨跌幅 (%).....	5
图 4 申万医药生物估值情况 2011.1.1-2021.7.2 (%).....	5
图 5 申万医药生物三级子行业 2011.1.1-2021.7.2 PE 区间.....	5
图 6 2013Q1-2021Q1 医药板块的基金持仓情况.....	6
图 7 2013-2021Q1 医药制造业营业收入及利润总额同比增速.....	8
图 8 医药上市公司营业收入及增速.....	8
图 9 医药上市公司归母净利润及增速.....	8
图 10 医药上市公司扣非净利润及增速.....	9
图 11 医药上市公司期间费用率 (%).....	9
图 12 医药生物上市公司单季度营业收入同比及环比增速 (%).....	9
图 13 医药生物上市公司单季度归属母公司净利润同比及环比增速 (%).....	9
图 14 医药上市公司个股归母净利润增速区间 (家).....	10
图 15 中国总人口预计在 2030 年前后到达最高位.....	11
图 16 人口老龄化伴随少子化.....	11
图 17 1950 年中国人口结构.....	12
图 18 1990 年中国人口结构.....	12
图 19 2020 年中国人口结构.....	12
图 20 2050 年中国人口结构.....	12
图 21 基本医保参保人数.....	13
图 22 医保基金收支情况.....	13
图 23 我国卫生费用.....	13
图 24 我国卫生费用构成.....	13
图 25 近年来我国药政的主要改革.....	14
图 26 全球创新药市场规模.....	15
图 27 全球医药研发投入情况.....	16

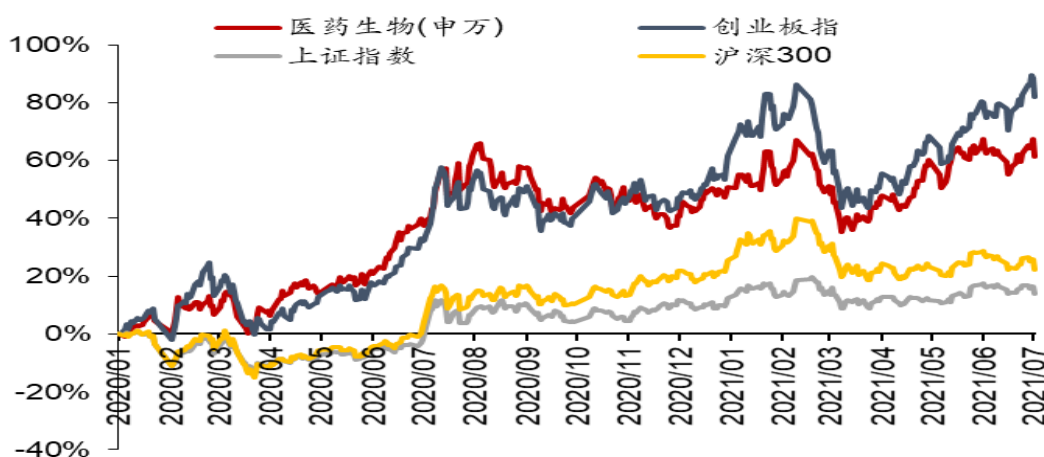
图 28	历年来 FDA 新药获批数量	16
图 29	临床实验末期的研发管线分布	16
图 30	药企研发投入来源	17
图 31	CXO 在药物研发的主要流程提供的服务内容	18
图 32	药物研发从进入临床阶段到审批结果的平均耗时一直在增加	18
图 33	药物研发的成功率及进入临床 I 期到申报审批各阶段的成功率 (2009-2019)	19
图 34	全球 TOP12 药企单品种平均研发成本及平均销售峰值	19
图 35	全球 TOP12 药企研发回报率	19
图 36	有 CRO 参与的 药物研发耗时显著减少 (周)	20
图 37	药物研发过程中各环节的外包率	20
图 38	全球制药行业研发外包意愿持续提升	20
图 39	全球 CXO 市场逐年扩大	20
图 40	中国 CXO 市场的相对优势	21
图 41	中国研发生产外包市场规模	23
图 42	医美产业链情况	23
图 43	医美项目众多	24
图 44	我国医美渗透率仍有数倍提升空间	25
图 45	2018 年主要医美消费市场每千人诊疗次数	25
图 46	国内医美项目非手术类占比持续提升	25
图 47	国内医美注射类项目市场规模持续高速增长	25
图 48	透明质酸在医美注射类项目占比最高	25
图 49	国内医美透明质酸注射市场竞争格局 (按销售额)	25
图 50	不同级别医疗机构数量与诊疗量倒挂	26
图 51	各国卫生费用占 GDP 比重	26
图 52	2019 年主要专科医院分布	27
图 53	2019 年主要专科医院经营占比	27
图 54	部分专科医院的优劣势分析	27
表 1	基金前二十大重仓股 (剔除港股)	6
表 2	2021 年一季度末持仓市值增/减前 10 名股票 (剔除港股)	7
表 3	各子行业营业收入、归母净利润 2021Q1 及 2021Q1 同比 2019Q1 复合增速	11
表 4	四轮五批药品集采情况	14
表 5	通过港交所 18A 上市的医药企业	17
表 6	通过科创板上市的未盈利医药企业	17
表 7	近年来优化医药市场营商环境的主要政策文件	21
表 8	中国主要 CXO 公司业务分布	22
表 9	近期医院相关医改政策	26
表 10	医药行业重点跟踪公司盈利预测	30

一、行业加速回暖，内部结构分化

(一) 行情概述：医疗服务板块领涨

疫情以来医药行业刚需性凸显，指数绝对和相对收益均表现突出。2020年初以来，医药板块整体走势表现突出，期间在2020年7、8月及2021年2月出现过两次显著的回调，截至2021年7月2日，A股指数整体呈震荡上行趋势。

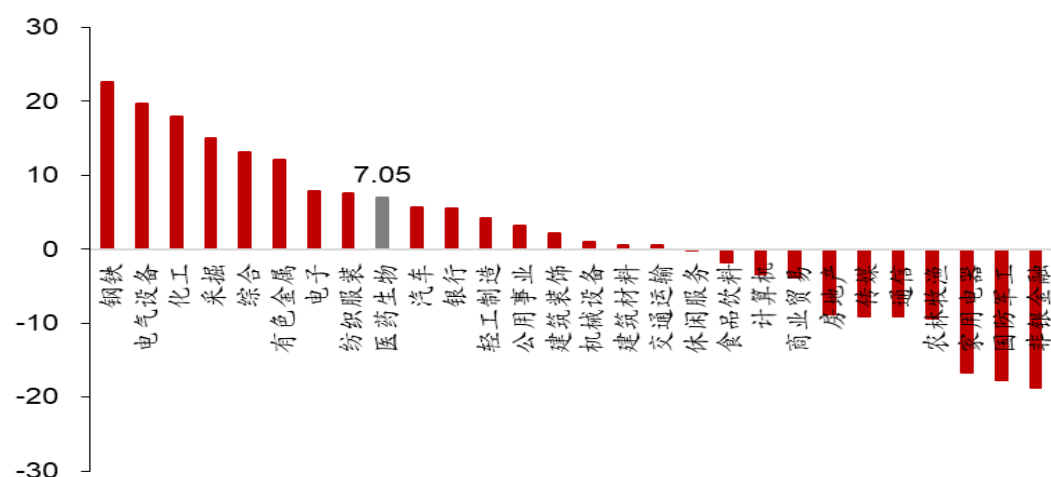
图1 2020年年初至7月2日行业指数走势



资料来源：Wind，万和证券研究所

2021年初以来，疫情影响逐渐褪去，国内经济复苏，仍有部分板块业绩承压，由于医药具备较强刚需性，板块维持较好态势。截至7月2日，医药生物行业涨幅为7.05%，排名靠前，居第9位。

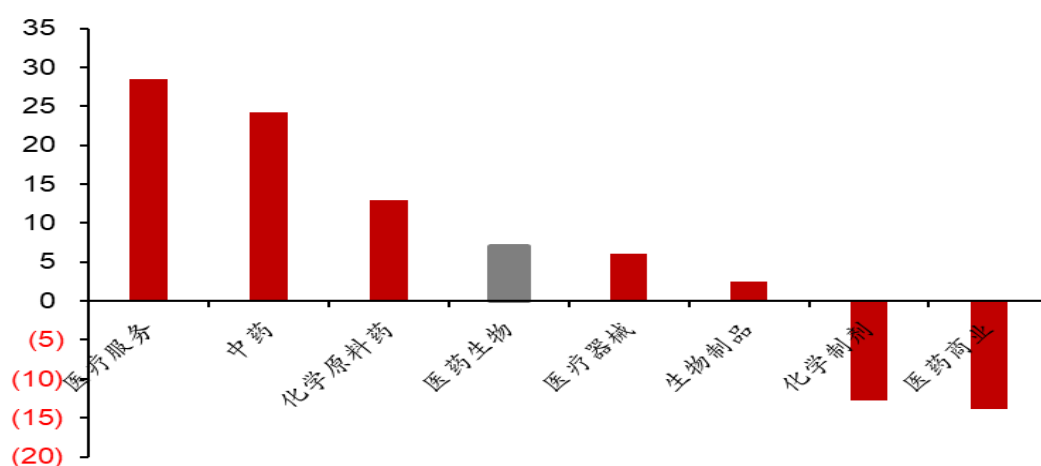
图2 2021.1-2021.7.2 申万一级行业涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

医疗服务板块领涨；医药商业、化学制剂走势欠佳。从年初至7.2日累计涨跌幅来看，医药生物板块涨幅前三的为：医疗服务（28.41%），中药（24.20%），化学原料药（12.89%）；涨幅后三为医药商业（-13.94%），化学制剂（-12.77%），生物制品（2.46%）。

图3 申万医药生物三级子行业 2021.1.1-2021.7.2 区间涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

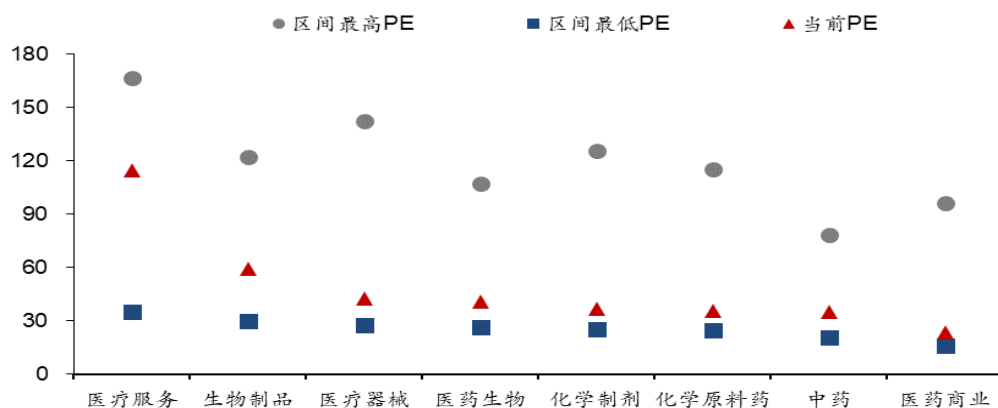
2021年Q1医药行业估值水平得到显著改善,子板块分化延续。截至2021年7月2日,医药生物板块PE为40.62倍,位于2011年以来历史水平的38.03%,医疗服务、生物制品的PE最高,分别为114.79倍、59.33倍,其中医疗服务板块目前处于历史最高的68.86%的水平;医药商业、医疗器械板块估值均远低于历史平均水平;中药、化学制剂、化学原料药板块略低于历史平均水平。

图4 申万医药生物估值情况 2011.1.1-2021.7.2 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图5 申万医药生物三级子行业 2011.1.1-2021.7.2 PE 区间

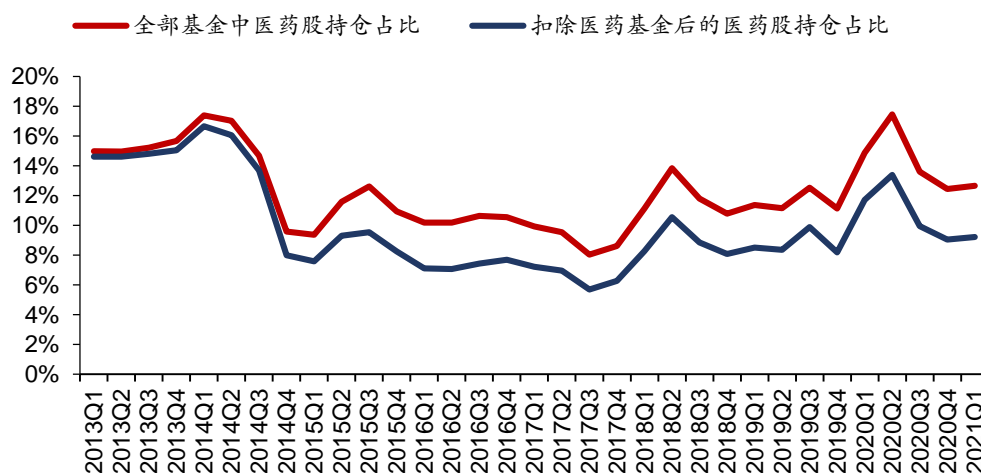


资料来源：Wind，万和证券研究所

(二) 基金持仓情况：重仓偏好医疗服务、CXO、生物制品、医疗器械领域

截至 2021 年 Q1，全部基金中医药股持仓占比为 12.66%，同比下降 2.21%，环比上升 0.22 个百分点；扣除医药基金后，市场整体的医药持仓为 9.21%，同比下降 2.49%，环比上升 0.7 个百分点。

图 6 2013Q1-2021Q1 医药板块的基金持仓情况



资料来源：Wind，万和证券研究所

基金重仓偏好医疗服务、CXO、生物制品、医疗器械领域。2021Q1 的基金持仓前二十大重仓股，主要集中在 CXO、医疗服务、生物制品和医疗器械领域；其中持有公募基金数前五与持有市值前五的标的一致，有恒瑞、迈瑞、药明康德、长春高新、智飞生物。2021Q1 增持市值前 10 的标的主要集中在 CXO、医疗服务、医疗器械、生物制品领域，减持前 10 的标的主要在化药、医疗服务、生物制品、医疗器械领域。

表 1 基金前二十大重仓股（剔除港股）

公司名称	行业	21Q1 持有公募基金	20Q4 持有公	变化 (家)	21Q1 持仓总市值	20Q4 持仓总市值	变化 (亿元)	21Q1 占医药重仓股比	20Q4 占医药重仓股比	变化

		金(家)	募基金 (家)		(亿元)	(亿元)				
恒瑞医药	化药	586	748	-162	307.66	417.96	-110.30	7.64%	11.16%	-3.52%
迈瑞医疗	医疗器械	565	545	20	501.56	485.72	15.83	12.46%	12.97%	-0.51%
药明康德	CXO	557	462	95	468.30	393.56	74.74	11.63%	10.51%	1.13%
长春高新	生物制品	548	450	98	375.12	325.54	49.58	9.32%	8.69%	0.63%
智飞生物	生物制品	369	252	117	283.38	163.46	119.91	7.04%	4.36%	2.68%
爱尔眼科	医疗服务	192	267	-75	206.98	268.27	-61.29	5.14%	7.16%	-2.02%
泰格医药	CXO	189	177	12	157.81	152.62	5.19	3.92%	4.07%	-0.15%
金域医学	医疗服务	132	147	-15	60.47	42.20	18.27	1.50%	1.13%	0.38%
凯莱英	CXO	115	104	11	104.17	106.20	-2.03	2.59%	2.84%	-0.25%
通策医疗	医疗服务	105	135	-30	119.97	156.20	-36.24	2.98%	4.17%	-1.19%
九洲药业	原料药	92	55	37	28.90	27.53	1.37	0.72%	0.74%	-0.02%
健帆生物	高值耗材	91	45	46	79.92	62.66	17.26	1.99%	1.67%	0.31%
康龙化成	CXO	81	51	30	82.55	37.05	45.50	2.05%	0.99%	1.06%
康泰生物	生物制品	76	98	-22	88.45	120.60	-32.16	2.20%	3.22%	-1.02%
博腾股份	CXO	69	34	35	44.94	28.55	16.39	1.12%	0.76%	0.35%
欧普康视	高值耗材	67	46	21	31.90	20.79	11.11	0.79%	0.56%	0.24%
美年健康	医疗服务	66	31	35	112.55	62.71	49.83	2.80%	1.67%	1.12%
一心堂	医药零售	62	33	29	32.11	20.74	11.37	0.80%	0.55%	0.24%
云南白药	中药	60	67	-7	21.49	13.20	8.30	0.53%	0.35%	0.18%
贝达药业	化药	60	60	0	35.68	30.95	4.73	0.89%	0.83%	0.06%

资料来源: Wind, 万和证券研究所

表 2 2021 年一季度末持仓市值增/减前 10 名股票 (剔除港股)

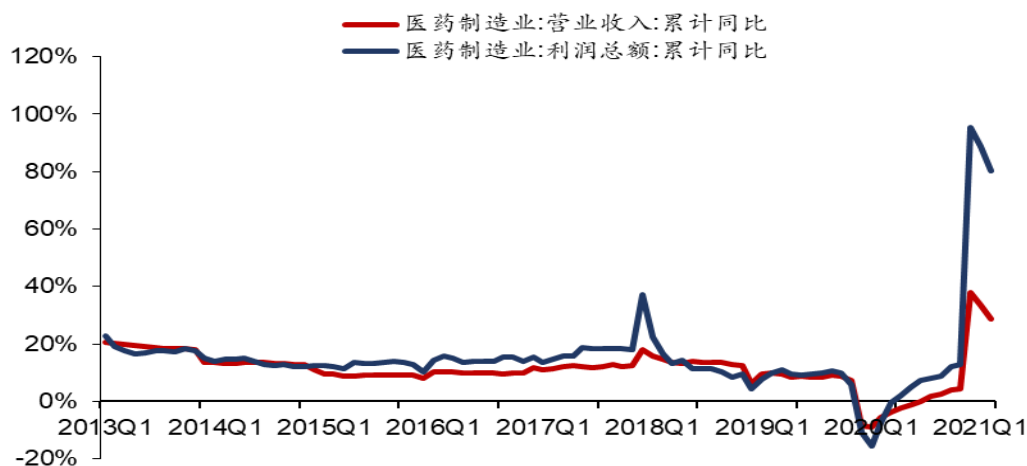
	公司名称	行业	21Q1 持有 基金数 (家)	20Q4 持 有基金数 (家)	相较 20Q4 变动 (家)	Q1 持仓 总市值 (亿元)	相较 20Q4 持 仓市值变动 (亿元)	21Q1 占医 药重仓股比 例	20Q4 占医 药重仓股比 例
增持前 10 名	智飞生物	生物制品	369	252	117	283.38	119.91	7.04%	4.36%
	药明康德	CXO	557	462	95	468.30	74.74	11.63%	10.51%
	美年健康	医疗服务	66	31	35	112.55	49.83	2.80%	1.67%
	长春高新	生物制品	548	450	98	375.12	49.58	9.32%	8.69%
	康龙化成	CXO	81	51	30	82.55	45.50	2.05%	0.99%
	金域医学	医疗服务	132	147	-15	60.47	18.27	1.50%	1.13%
	健帆生物	高值耗材	91	45	46	79.92	17.26	1.99%	1.67%
	博腾股份	CXO	69	34	35	44.94	16.39	1.12%	0.76%
	迈瑞医疗	医疗器械	565	545	20	501.56	15.83	12.46%	12.97%
	美迪西	CXO	31	2	29	17.19	15.78	0.43%	0.04%
减持前 10 名	恒瑞医药	化药	586	748	-162	307.66	-110.30	7.64%	11.16%
	爱尔眼科	医疗服务	192	267	-75	206.98	-61.29	5.14%	7.16%
	通策医疗	医疗服务	106	135	-29	119.97	-36.24	2.98%	4.17%
	康泰生物	生物制品	76	98	-22	88.45	-32.16	2.20%	3.22%
	英科医疗	医疗器械	38	54	-16	34.89	-27.14	0.87%	1.66%
	华海药业	原料药	47	81	-34	26.78	-21.30	0.67%	1.28%
	我武生物	生物制品	17	25	-8	8.67	-19.92	0.22%	0.76%
	康弘药业	化药	5	12	-7	4.54	-11.92	0.11%	0.44%
	三诺生物	医疗器械	11	13	-2	15.12	-11.56	0.38%	0.71%
片仔癀	中药	52	61	-9	14.94	-9.52	0.37%	0.65%	

资料来源: Wind, 万和证券研究所

(三) 一季报概览: 医药制造业整体业绩加速回暖, 内部结构分化

2021Q1 医药制造业整体业绩加速回暖，利润端优于营收端。我们对国家统计局公布的相关医药制造业数据进行分析，2020 年由于受到疫情影响，医药制造业盈利增速放缓，营业收入与利润总额同比增速分别为 4.5%、12.8%。2021 年 Q1 医药制造业业绩增速实现强劲增长，营业收入与利润总额同比增速分别为 33.5%、88.7%，主要系疫情影响加速褪去及 2020 年同期低基数影响。

图 7 2013-2021Q1 医药制造业营业收入及利润总额同比增速



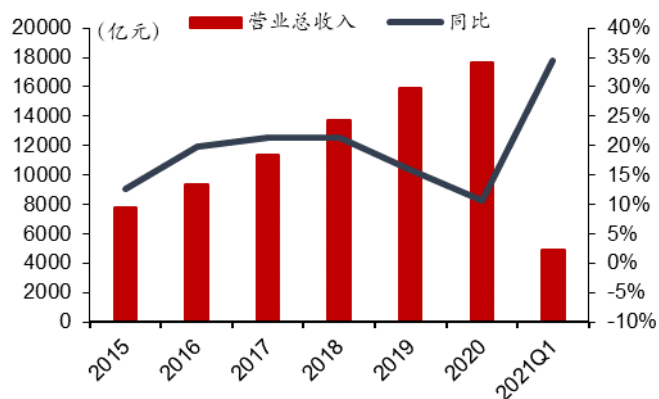
资料来源: Wind, 万和证券研究所

医药行业上市公司业绩增速 2020 年大幅超过行业，2021Q1 与行业持平。我们以 321 家上市公司为统计对象，2020 年，医药行业上市公司规模效应凸显，整体增速大幅超过行业。2020 年，医药生物行业上市公司分别实现营收、归母净利润、扣非净利润合计 17,655.7、1,704.6、1,472.7 亿元，分别同比增加 10.7%、35.2%、33.2%。受疫情影响加速褪去及去年同期基数较低影响，2021 年一季度业绩实现高速增长，医药行业上市公司整体实现分别实现营收、归母净利润、扣非净利润合计 4,910.6、586.8、534.3 亿元，分别同比增加 34%、89%、90%。

*注释: 计算医药行业上市公司业绩时剔除了近三年数据可比性较低的公司，具体如下: (1) 存在 ST 或 *ST 或其他连续两年亏损的有: *ST 生物、*ST 华塑、*ST 恒康、*ST 交昂、ST 百花、ST 冠福、翰宇药业; (2) 经营存在较大波动的有: 宜华健康、东阿阿胶、*ST 华塑、国际医学、海南海药、通化金马、景峰医药、创新医疗、嘉应制药、精华制药、亚太药业、长江健康、誉衡药业、瑞康医药、龙津药业、*ST 天圣、莱美药业、康芝药业、吉药控股、盈康生命、翰宇药业、冠昊生物、美康生物、太极集团、圣济堂、ST 康美、康恩贝、ST 运盛、览海医疗; (3) 经常性损益占营业收入比重过大的有: 国新健康、*ST 华塑、览海医疗; (4) 非经常性损益占归属母公司净利润比重过大的有: 国农科技、国新健康、*ST 生物、海南海药、紫鑫药业、九安医疗、光正集团、佛慈制药、双成药业、香雪制药、仟源医药、博晖创新、广生堂、太极集团、江苏吴中、海正药业、亚宝药业、国发股份、新华医疗、哈药股份、天目药业、钱江生化、莎普爱思、济民制药。

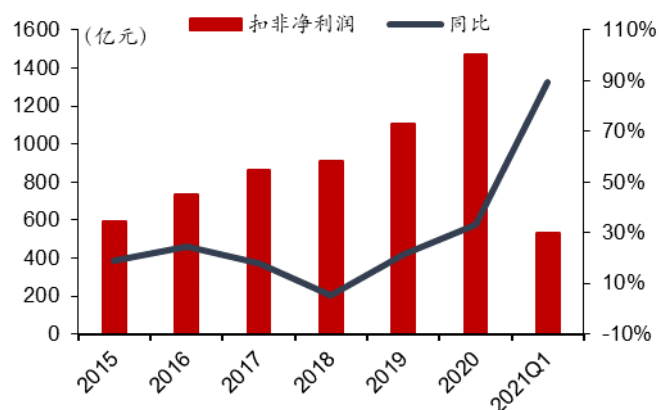
图 8 医药上市公司营业收入及增速

图 9 医药上市公司归母净利润及增速

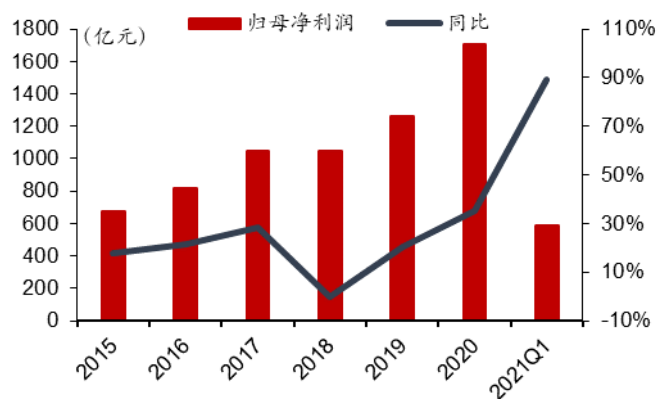


资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 10 医药上市公司扣非净利润及增速

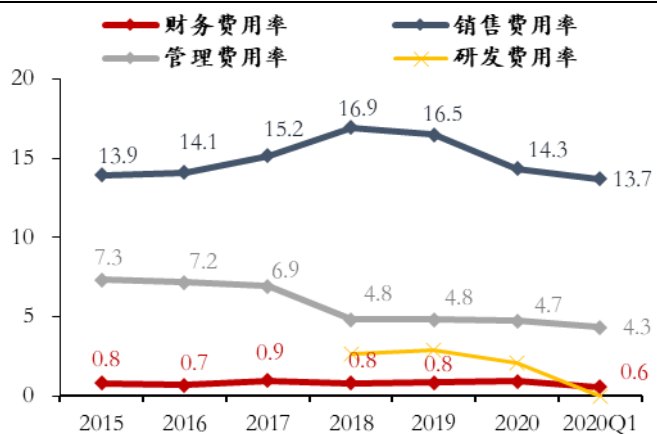


资料来源: Wind, 万和证券研究所



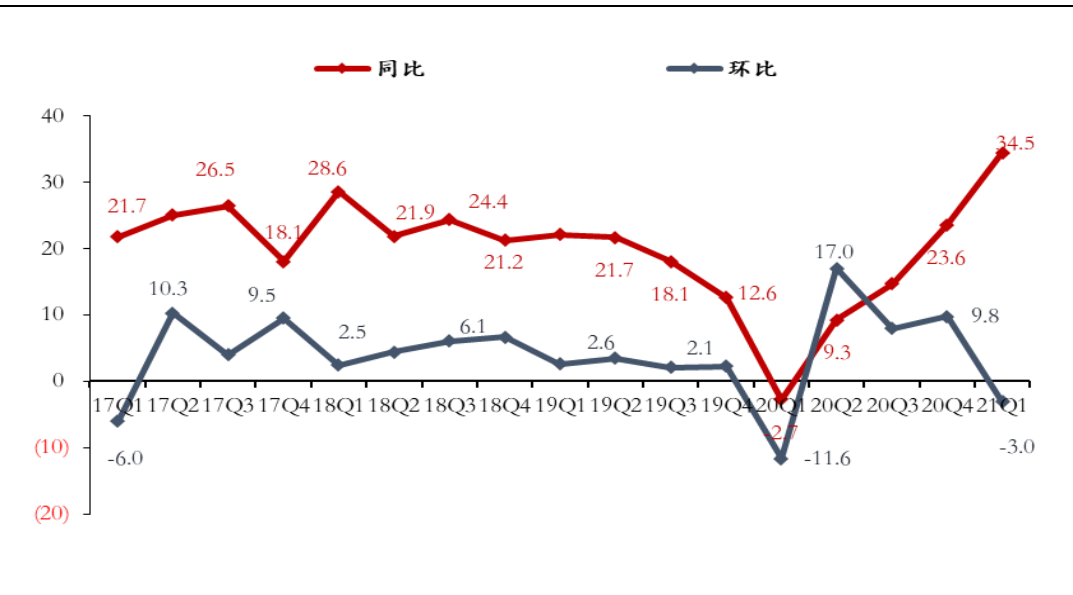
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 11 医药上市公司期间费用率 (%)



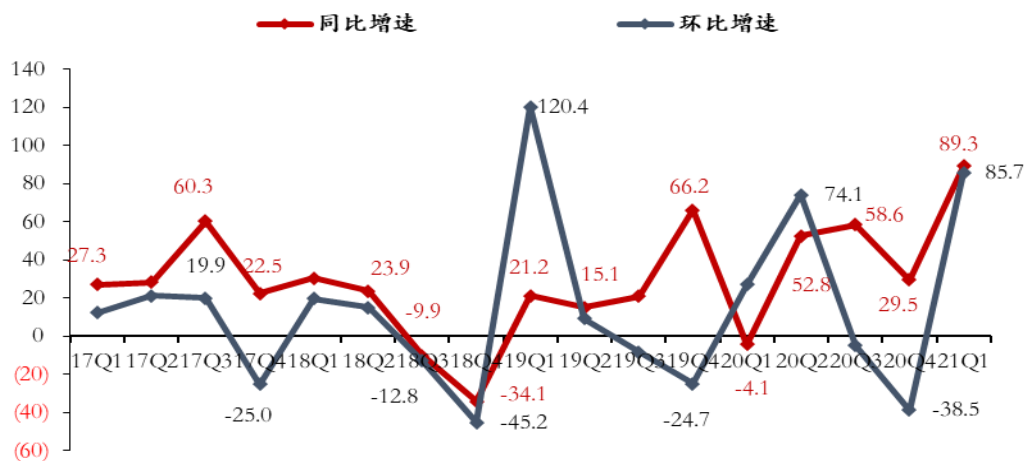
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图 12 医药生物上市公司单季度营业收入同比及环比增速 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

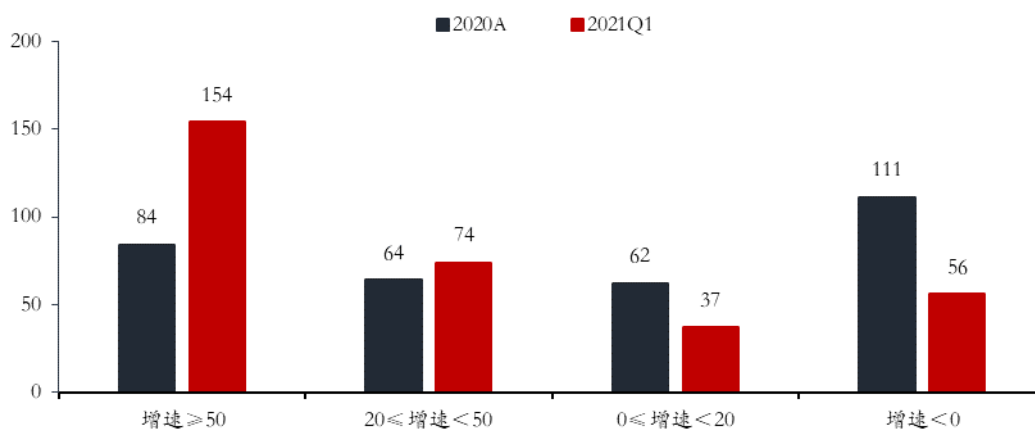
图 13 医药生物上市公司单季度归属母公司净利润同比及环比增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

医药行业上市公司 2020 年受疫情影响业绩分化严重，2021 年 Q1 疫情影响基本消除。2020 年医药行业上市公司业绩逐季修复，Q1 归母净利润呈负增长企业占比超过一半（55%），Q2 占比下降至 46%，Q3 占比下降至 38%，Q4 占比下降至 35%。2021 年一季度，情况继续好转，医药行业上市公司归母净利润呈负增长的企业下降至 56 家，占比 17.5%；增速为 0-20% 的有 37 家，占比 11.5%；增速为 20%-50% 的有 74 家，占比 23.1%；增速为 50% 以上的有 154 家，占比 48.0%。

图 14 医药上市公司个股归母净利润增速区间（家）



资料来源：Wind，万和证券研究所

2021Q1 各子板块业绩增速均有显著提升。从 2021Q1 营收增速来看，医疗器械表现最为亮眼，主要系器械子领域（医疗设备+低值耗材）与 IVD 带动；医疗服务板块同样突出，主要系医疗服务连锁机构和 CXO 子领域带动。从利润端增速来看，医疗器械、医疗服务、生物制品表现亮眼；生物制品系由生物制药（生物制药+疫苗）带动影响。随着国内整体经济活动恢复，因疫情推迟的需求将逐步得到释放，各板块的业绩已实现强劲恢复（医疗服务连锁机构剔除美年健康对于该板块的影响）。

考虑到去年一季度部分上市公司业绩受到疫情较大影响，我们也计算了 2021 年 Q1 同比 2019 年 Q1 的复合增速。从营收增速来看，2021Q1 同比 2019Q1 复合增速比较亮眼的是医疗器械，主要由器械子领域（医疗设备+低值耗材）和 IVD 带动；从利润端增速来看，2021Q1 同比 2019Q1 复合增速亮眼的是医疗器械和医疗服务，医疗器械由器械子领域（医疗设备+低值耗材）和 IVD 带动；

医疗服务主要受 CXO 的带动影响。

表 3 各子行业营业收入、归母净利润 2021Q1 及 2021Q1 同比 2019Q1 复合增速

细分板块	营业总收入		归属母公司净利润	
	2021Q1 同比	2021Q1 同比 2019Q1 复合增速	2021Q1 同比	2021Q1 同比 2019Q1 复合增速
化学原料药	13.26%	9.44%	15.42%	4.13%
化学制剂	22.85%	6.23%	45.46%	15.26%
中药	18.85%	3.62%	28.49%	-2.30%
生物制品	43.07%	16.38%	103.11%	37.26%
生物制药（生物制药+疫苗）	49.25%	17.67%	138.69%	43.53%
血制品	6.29%	7.07%	20.46%	16.29%
医疗器械	110.07%	53.25%	268.29%	102.75%
器械子领域（医疗设备+低值耗材）	101.33%	55.78%	277.11%	110.97%
高值耗材	66.83%	25.82%	76.93%	21.17%
IVD	157.59%	68.16%	381.19%	142.94%
医疗服务	78.19%	28.43%	761.02%	70.68%
医疗服务连锁机构	106.43%	29.07%	810.42%	59.34%
CXO	53.43%	33.17%	207.55%	79.94%
医药商业	28.87%	12.85%	17.79%	8.05%
医药流通	30.87%	11.91%	16.48%	1.82%
医药零售	15.12%	21.12%	20.63%	26.04%

资料来源：Wind，万和证券研究所

二、人口结构变化、医改深化等因素驱动医药行业长牛

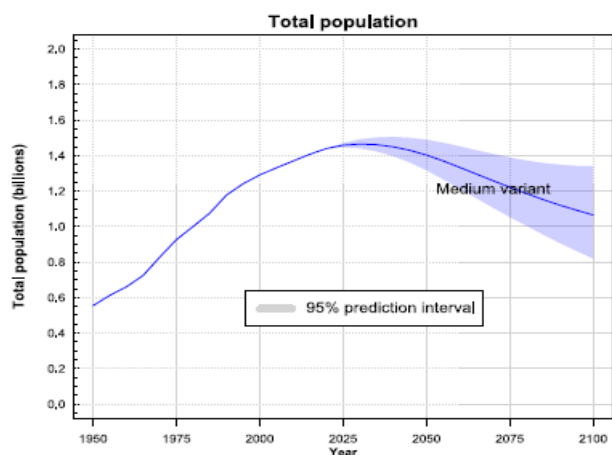
（一）人口结构问题导致行业需求上升

总人口或逐步下降，人口结构老龄化的同时伴随少子化。根据联合国预测的中等情况，中国总人口将于 2030 年前后达到最高位水平，预计达到 14.64 亿人，随后将开启下降趋势，中国人口结构图从扩张型逐步成为收缩型。其中，主要劳动力（25-64 岁年龄段的人口）预计将于 2025 年迎来最高峰，随后持续下降；老龄人口（65 岁及以上人口）则在 21 世纪后进入加速上升趋势，在 2060 年前后达到最高位，儿童（0-14 岁人口）则在 1975 年前后达到高峰后持续下降。

人口结构变化带来行业整体需求上升。政府先后发布多项文件以大力发展银发产业及全面放开三胎。我们认为全面三胎有望改善国内人口结构，一定程度上缓解人口老龄化进一步加深带来的压力。考虑到国民健康意识逐步提升，65 岁以上、0-14 岁这两个年龄段通常有更大、更多的医疗需求，伴随科研技术发展，消费升级，整体医疗需求将进一步升级，人均医疗费用也将逐步上升，我们认为医药行业整体在长期都是一个加速发展的趋势。

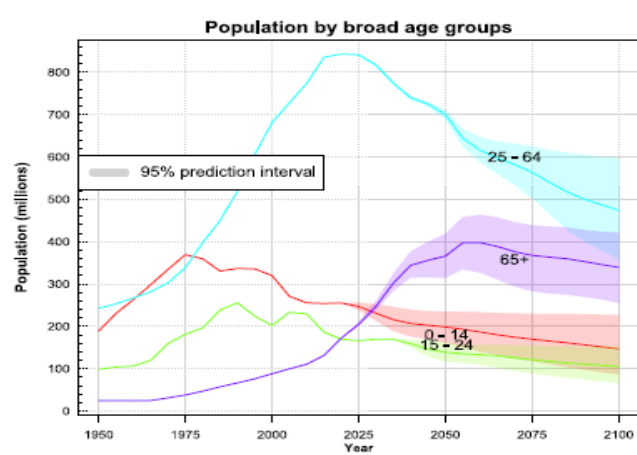
图 15 中国总人口预计在 2030 年前后到达最高位

图 16 人口老龄化伴随少子化



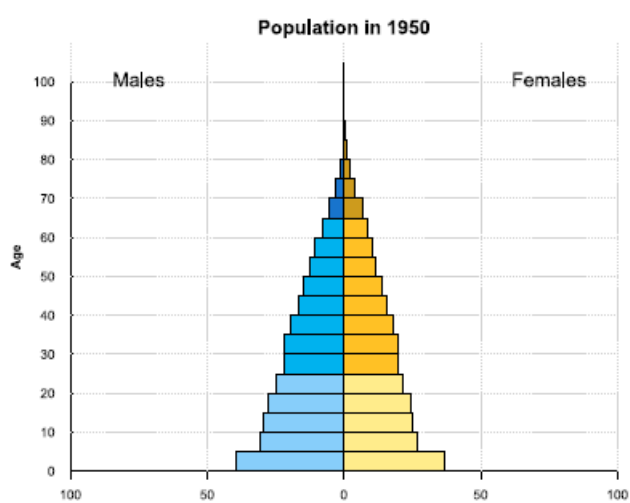
资料来源：联合国，万和证券研究所

图 17 1950 年中国人口结构



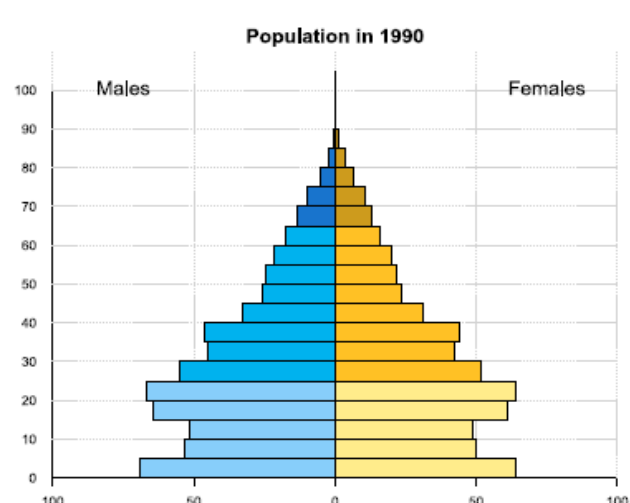
资料来源：联合国，万和证券研究所

图 18 1990 年中国人口结构



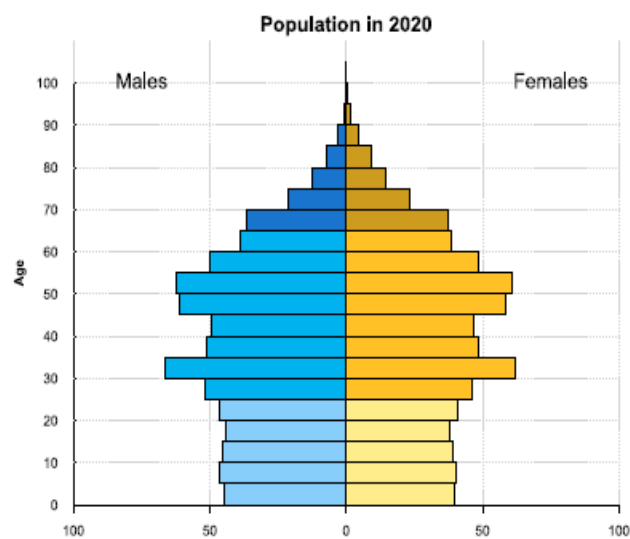
资料来源：联合国，万和证券研究所

图 19 2020 年中国人口结构

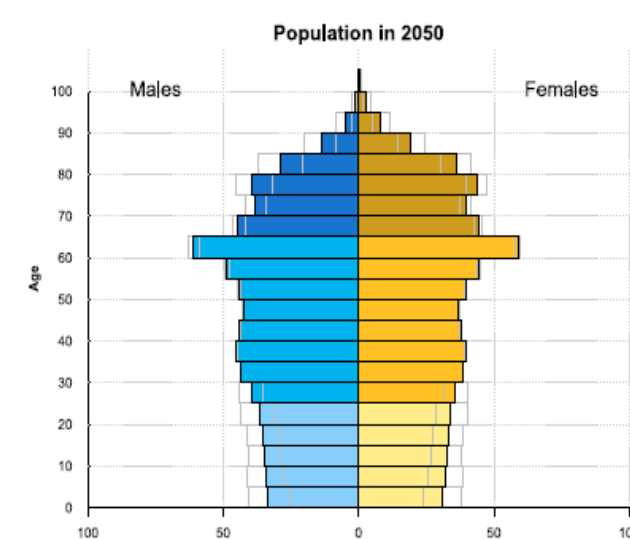


资料来源：联合国，万和证券研究所

图 20 2050 年中国人口结构



资料来源：联合国，万和证券研究所

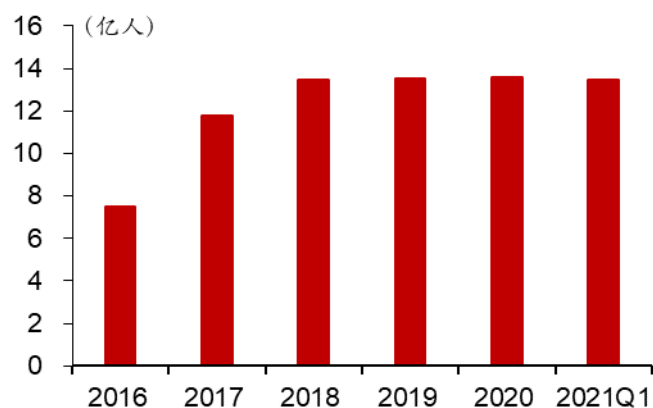


资料来源：联合国，万和证券研究所

(二) 医保控费压力仍然较大，医改持续多维度深化

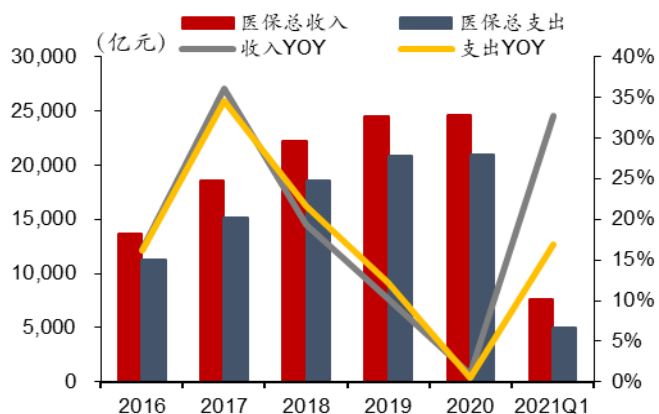
医保基金已基本无扩容空间，收支已恢复常态。2020年，我国基本医疗保险参保人数为13.6亿，覆盖率已超过95%，医保基金已基本无扩容空间。受疫情影响，2020年我国医保基金（含生育保险）收支增速均有所下降，其中医疗保险基金累计收入及支出24,638.6、20,949.3亿元，分别同比增长0.9%，0.5%。2021Q1，我国基本医疗保险参保人数达到13.49亿人，覆盖率仍保持95%以上；医疗保险基金累计收入及支出为7568.3、5039.5亿元，分别同比增长32.7%，16.9%。

图 21 基本医保参保人数



资料来源：Wind，万和证券研究所

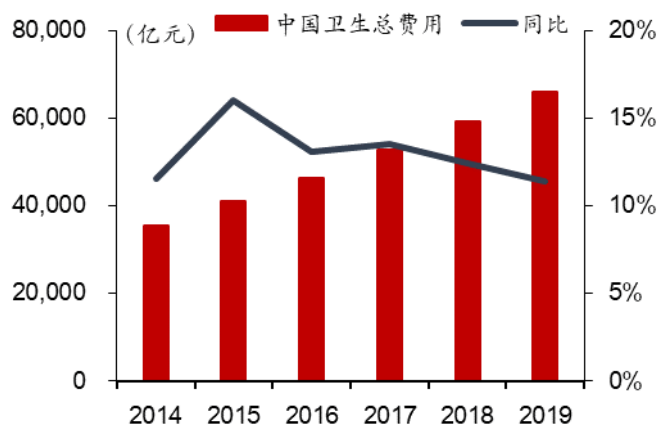
图 22 医保基金收支情况



资料来源：国家医保局、iFind，万和证券研究所（2019年起生育保险纳入医保基金统计口径，以往数据口径均做统一调整）

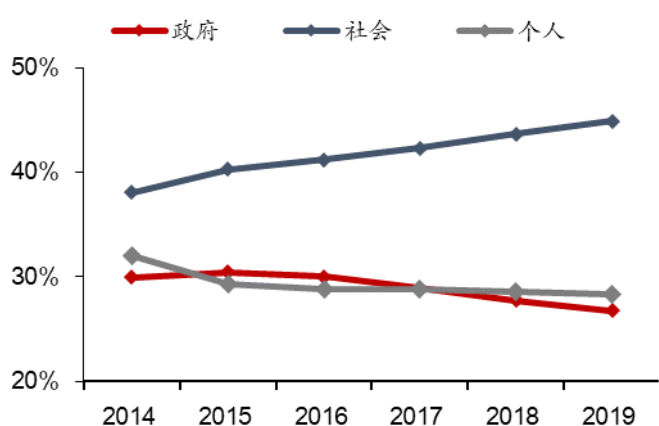
卫生费用持续增长，社会支出占比逐年提升。伴随我国基本医保覆盖范围增加，国民经济和生活水平的提升，我国卫生费用逐年稳步增加，2019年达到65,841.4亿元，2014-2019年CAGR为13.27%。2014-2019年间，个人支出和政府支出的占比逐年下降，而社会支出逐年提升，承担了主要的医疗支出。

图 23 我国卫生费用



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 24 我国卫生费用构成



资料来源：Wind，卫健委，万和证券研究所

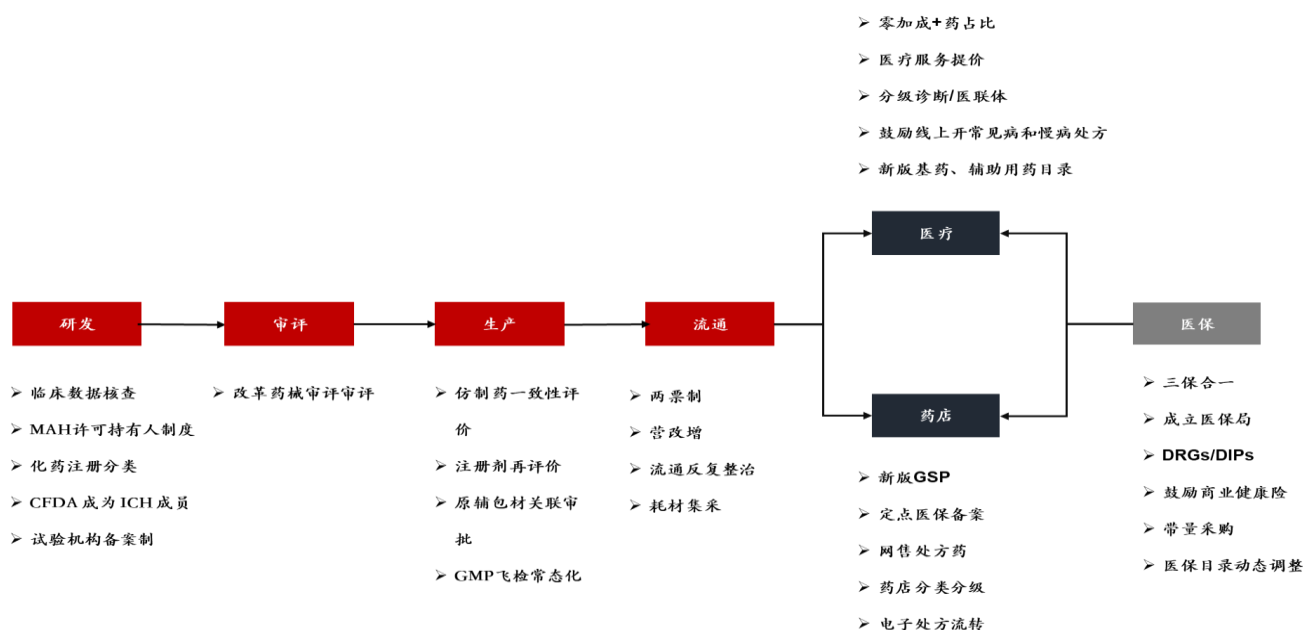
医保控费压力大，医改持续多维度深化。考虑到人口老龄化提速，而整体人口数量增长有限，我国目前现收现付的社保制度长期来看缺乏可持续性，医保费用压力大，医保控费势在必行。近年来，我国医改政策频频出台，系列政策从药械的研发到销售全流程多维度进行了优化。

- **在研发、审批阶段：**监管部门通过“722”事件对医药研发、审评阶段进行了严格规范，极大提高了药械研发标准和审评审批的门槛并解决了大量申报项目积压。此后，监管部门不断改

革，通过 MAH 上市许可持有人制度、试验机构备案制、改革药械审评审批等制度使医药行业进行资源优化配置。同时，CFDA 成为了国际人用药品注册技术协调会的成员，意味着中国药监部门、制药行业和研发机构，将逐步转化和实施国际最高技术标准和指南，并参与规则制定，推动国际创新药品早日进入中国市场。

- **在生产阶段：**监管部门通过持续推动仿制药一致性评价，使仿制药在临床上可真正替代原研药，不仅节约了医疗费用也提升了我国药品质量和制药行业的整体发展水平，保障了公众用药安全有效。同时，监管部门将 GMP 飞检常态化，极大的督促了药品生产的规范，保障了药品的质量。
- **在流通至终端阶段：**近年多项医改落地，如“药占比”降至 30%、药品“零加成”、“两票制”。“两票制”有效的减少了流通环节，压缩了不合理的利润空间。“零加成+药占比”倒逼公立医院停止以药养医，同时，公立医院薪酬制度改革，调整人员薪酬分配制度，调动人员积极性以提高医疗服务质量和水平，促进医药分离。
- **在支付阶段：**自 2018 年医保局成立后，连续对医保目录进行了调整，2020 年，国家医保局发布了《基本医疗保险用药管理暂行办法》，进一步明确了国家医疗保障行政部门建立完善动态调整机制，原则上每年调整 1 次。此外，医保局通过集采谈判等方式进一步为医保目录压缩不必要的费用进而腾笼换鸟。

图 25 近年来我国药政的主要改革



资料来源：各政府官网，万和证券研究所

集采常态化进一步推动医药行业创新升级。近年来，集采稳步推进，2018 年 11 月至今，已开展五批带量采购，总体来看，前四批集采的品种和范围都在持续扩大，价格降幅维持在 50% 以上。第四批集采规则与第三批相比变化较小，包括约定采购量、拟中选企业确定准则等基本类似，历次降幅和影响也逐步稳定，集采常态化已基本确定。集采政策持续推进，将进一步压缩仿制药品的利润空间，从而倒逼医药企业加速创新研发。

表 4 四轮五批药品集采情况

4+7 首批	4+7 扩围	药品第二轮	药品第三轮	药品第四轮	药品第五轮
--------	--------	-------	-------	-------	-------

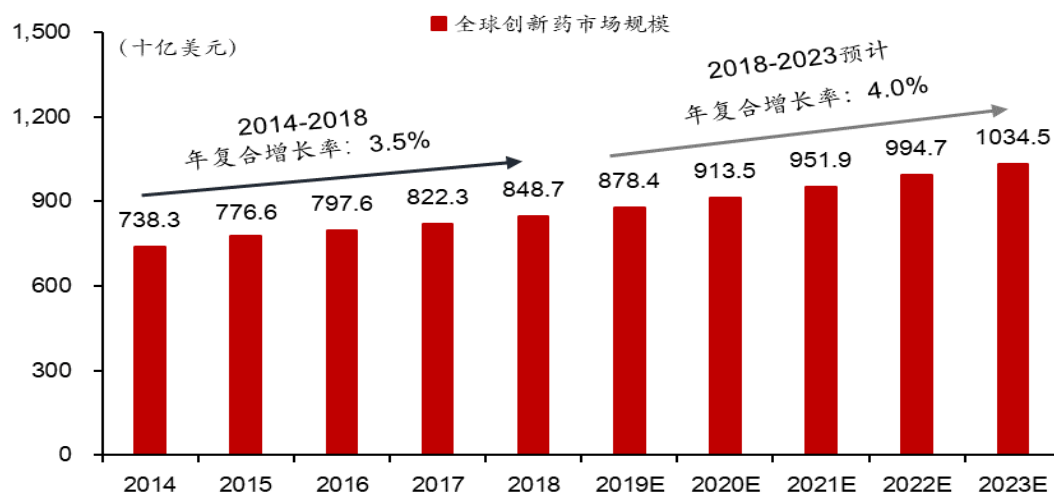
时间	2018年11月	2019年9月	2020年1月	2020年8月	2021年2月	2021年6月
区域	4+7城市	联盟地区(25个省级地区)	全国31个省级地区	全国31个省级地区	全国31个省级地区	全国31个省级地区
品种数	25个	25个	32个	55个	45个	62个
入围企业数量	1家	1-3家	1-6家	1-8家	1-10家	1-10家
采购量 (占首年约定采购量计算基数比例)	60%-70%	1家50%; 2家60%; 3家70%	1家50%; 2家60%; 3家70%; 4家及以上80%	1家50%; 2家60%; 3家70%; 4家及以上80%	1家50%; 2家60%; 3家70%; 4家及以上80%	1家50%; 2家60%; 3家70%; 4家及以上80%
采购周期	1年	1-2家: 1-2年 3家: 2-3年	1家: 1年; 2-3家: 2年; 4家及以上: 3年	1家: 1年; 2-3家: 2年; 4家及以上: 3年	1家: 1年; 2-3家: 2年; 4家及以上: 3年	1家: 1年; 2-3家: 2年; 4家及以上: 3年
集采结果	平均降幅52%,最高降幅95%	平均降幅59%,比4+7价格再降25%	平均降价幅度达到53%,最高降幅达到93%	平均降幅53%,最高降幅95%	平均降幅52%	N/A

资料来源：上海阳光医药采购网，万和证券研究所

(三) 创新药市场稳步增长，资本助力新型药企加速赶超

创新是医药产业永恒的主旋律。全球医药市场稳步发展，预计2023年全球医药市场将达到15,593亿美元。从全球来看，医药行业本身就是一个依靠创新驱动的行业。其中，历年来创新药市场规模占比均超60%，预计2023年创新药规模将增长至10,345亿美元，复合增速将达到4.0%（2018-2023）。

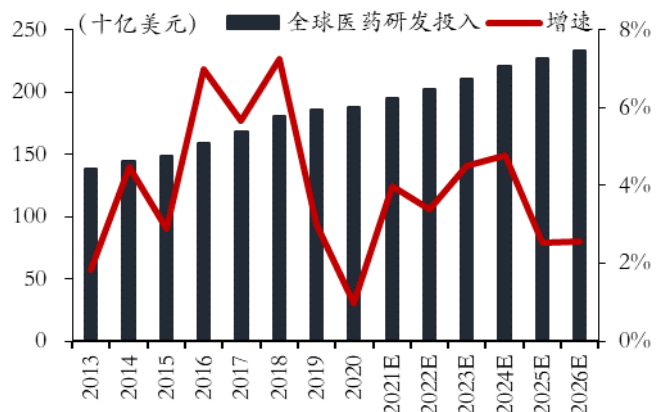
图 26 全球创新药市场规模



资料来源：弗若斯特沙莉文，康龙化成招股说明书，万和证券研究所

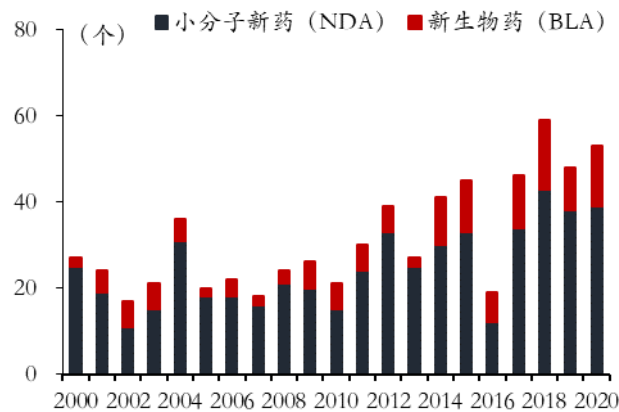
持续大规模的研发投入推动 FDA 新药获批数量稳步增加。全球医药研发投入稳步增长，根据 EvaluatePharma 的数据来看，预计2026年全球医药研发投入将达到232.67十亿美元规模。随着部分地区及国家人口老龄化趋势逐步提升，相关疾病治疗需求逐步放大，庞大的老龄化人口将推动全球药企持续加大研发投入。此外，专利药品的丰厚回报也是推动药企积极投入研发的动力之一。根据 FDA 的数据，近20年的新药获批数量整体趋势稳步提升。

图 27 全球医药研发投入情况



资料来源: EvaluatePharma, 万和证券研究所

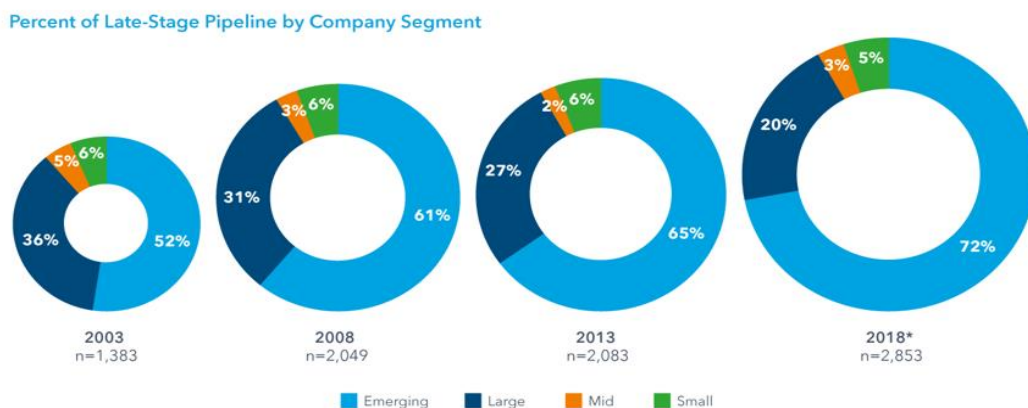
图 28 历年来 FDA 新药获批数量



资料来源: FDA, 万和证券研究所

新兴药企奋起超赶，末期在研管线占比稳步提升至 72%。大型制药企业与研发型生物科技公司之间出现显著分工，越来越多的前期研发工作由生物科技公司完成，新兴小规模药企在临床试验默契研发管线数量和首创新药获批数量持续增加。根据 IQVIA 研究，年收入低于 5 亿美元或研发支出不足 2 亿美元的新兴生物制药企业临床试验末期研发管线占比已从 2003 年的 52% 增加到 2018 年的 72%。

图 29 临床实验末期的研发管线分布

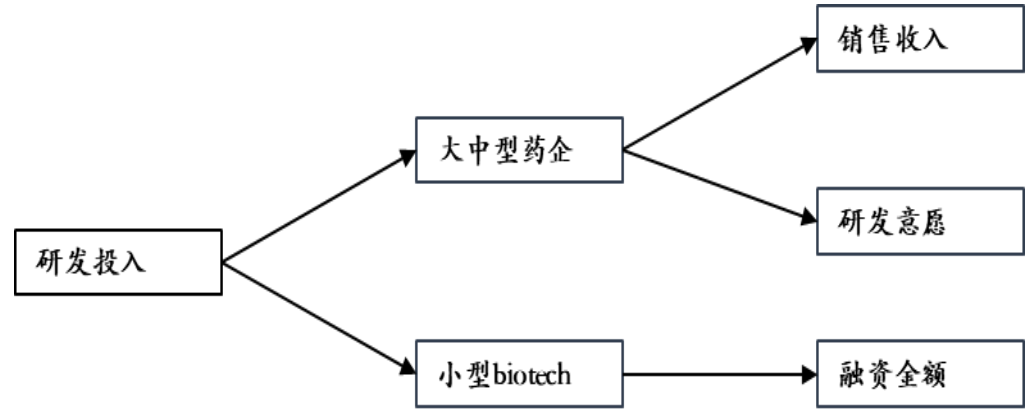


Source: IQVIA Pipeline Intelligence, Apr 2018; IQVIA Institute, Mar 2019
 Chart notes: Late-stage pipeline is defined as active programs (activity in past three years) in Phase II through Registered. Pipeline products are categorized by their most-advanced indication, and additional indications for pipeline drugs still in earlier phases or for already marketed drugs are not counted. Infectious disease* = infectious disease products excluding vaccines; ALS = amyotrophic lateral sclerosis; GI = gastrointestinal; ADHD = attention-deficit/hyperactivity disorder.
 Report: The Changing Landscape of Research and Development. IQVIA Institute for Human Data Science, April 2019

资料来源: IQVIA Institute, 2019, 万和证券研究所

多地鼓励未盈利生物科技企业上市，资本市场为创新研发输血热情高涨。由于创新药上市后在独占期内具备竞争格局好，降价压力小等优势，通常可以给企业贡献丰厚的利润，在证券市场上，投资者愿意给予创新药企业高估值。而小型 Biotech 的研发投入主要资金来源为融资，港交所 18A 和上交所的科创板的推出为未盈利的生物科技公司拓宽了融资渠道，同时也为生物科技企业背后的资本提供了更丰富、更早的退出渠道从而更快收获医药项目成功上市的硕果，优异的回报使投资人加速在一级市场上布局药械企业，激发和支撑生物科技企业创新活力，一二级市场的联动，推动整个医药行业创新升级浪潮。

图 30 药企研发投入来源



资料来源：万和证券研究所

表 5 通过港交所 18A 上市的医药企业

证券代码	证券简称	首发募集金额	上市日期	证券代码	证券简称	首发募集金额	上市日期
6622.HK	兆科眼科-B	20.76	2021-04-29	9926.HK	康方生物-B	29.68	2020-04-24
6606.HK	诺辉健康-B	23.48	2021-02-18	9969.HK	诺诚健华-B	25.76	2020-03-23
2170.HK	贝康医疗-B	20.12	2021-02-08	9966.HK	康宁杰瑞-B	21.04	2019-12-12
2160.HK	心通医疗-B	28.85	2021-02-04	2500.HK	启明医疗-B	29.80	2019-12-10
1167.HK	加科思-B	15.16	2020-12-21	3681.HK	中国抗体-B	13.84	2019-11-12
2142.HK	和铂医药-B	17.11	2020-12-10	1875.HK	东曜药业-B	5.90	2019-11-08
6996.HK	德琪医药-B	28.41	2020-11-20	6855.HK	亚盛医药-B	4.79	2019-10-28
9995.HK	荣昌生物-B	45.86	2020-11-09	2181.HK	迈博药业-B	11.75	2019-05-31
2126.HK	药明巨诺-B	26.04	2020-11-03	6185.HK	康希诺-B	13.57	2019-03-28
1952.HK	云顶新耀-B	40.19	2020-10-09	2616.HK	基石药业-B	25.72	2019-02-26
6998.HK	嘉和生物-B	31.12	2020-10-07	1877.HK	君实生物	35.42	2018-12-24
1477.HK	欧康维视-B	17.86	2020-07-10	1801.HK	信达生物	38.00	2018-10-31
6978.HK	永泰生物-B	12.60	2020-07-10	2552.HK	华领医药-B	8.92	2018-09-14
9939.HK	开拓药业-B	18.61	2020-05-22	6160.HK	百济神州	70.85	2018-08-08
9996.HK	沛嘉医疗-B	26.94	2020-05-15	1672.HK	歌礼制药-B	31.38	2018-08-01

资料来源：Wind，万和证券研究所

表 6 通过科创板上市的未盈利医药企业

证券代码	证券简称	首发募集金额	上市日期	证券代码	证券简称	首发募集金额	上市日期
688319.SH	欧林生物	4.00	2021-06-08	688277.SH	天智航-U	5.04	2020-07-07
688578.SH	艾力斯-U	20.46	2020-12-02	688520.SH	神州细胞-U	12.82	2020-06-22
688221.SH	前沿生物-U	18.44	2020-10-28	688177.SH	百奥泰-U	19.66	2020-02-21
688185.SH	康希诺-U	52.01	2020-08-13	688266.SH	泽璟制药-U	20.26	2020-01-23
688180.SH	君实生物-U	48.36	2020-07-15				

资料来源：Wind，万和证券研究所

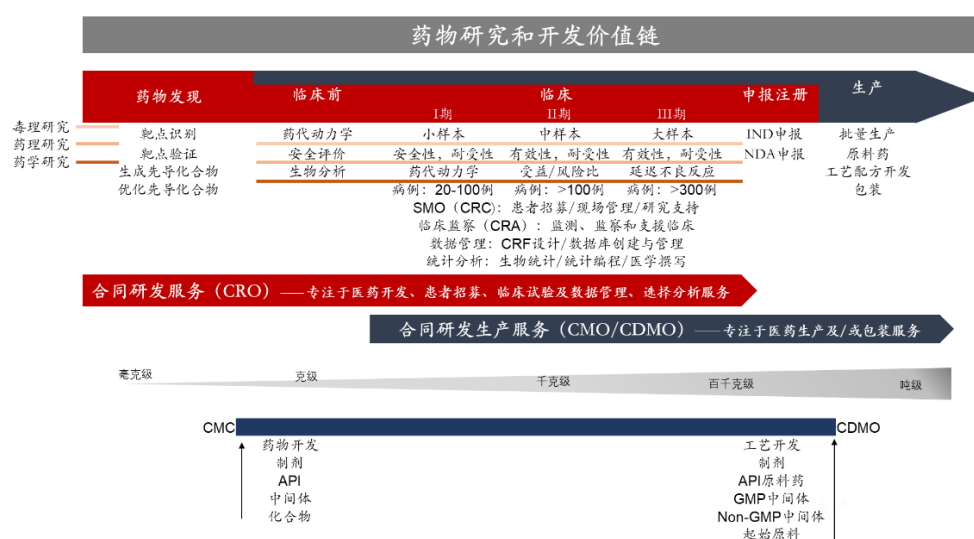
三、持续看好兼具确定性与成长性的优质赛道

（一）CXO：助力全球医药创新研发，行业长期高景气

医药外包服务组织（CXO）作为药企的服务商业务覆盖药物研发至最终商业化生产的全过程。CXO服务渗透到药物研发及生产的各个阶段，主要分为临床前 CRO、临床 CRO 和 CMO/CDMO。

- **临床前 CRO** 可以分为药物发现和临床前研究。**药物发现**：提供药物发现阶段的化合物研究服务。具体来看，药物发现阶段包括靶点识别、靶点验证、先导化合物的发现及优化，业务涵盖合成化学、生物学、药物化学等多学科。**临床前 CRO**：提供动物模型的构建、药代动力学、药理学、毒理学等研究服务。
- **临床 CRO**：提供临床 I、II、III、IV 期的试验服务，包括技术、临床试验管理、监察、临床数据分析、临床协调及现场管理、辅助服务、新药注册申报等。I-III 期临床试验在上市前进行，IV 期在新药获批上市后进行。
- **CMO/CDMO**：即药品委托生产，为药企提供药品生产涉及的工艺开发、配方开发提供支持。工艺开发、配方开发提供支持，主要涉及临床用药、中间体制造、原料药生产、制剂生产（如粉剂、针剂）以及包装等定制生产制造业务。

图 31 CXO 在药物研发的主要流程提供的服务内容



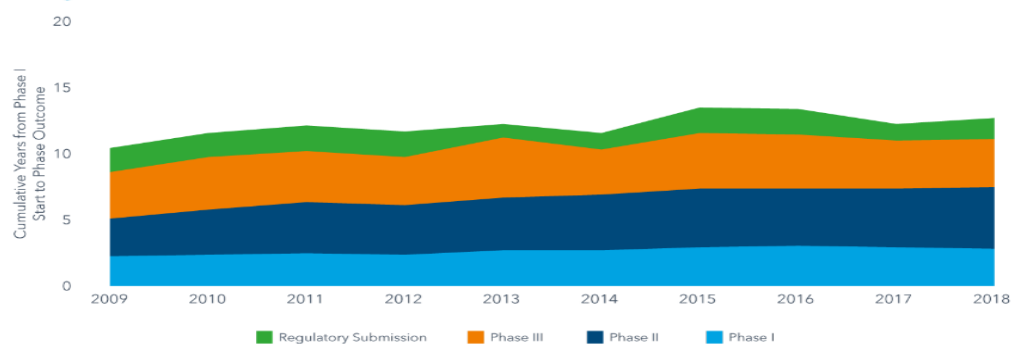
资料来源：康龙化成招股说明书，公开资料整理，万和证券研究所

➤ 为什么需要 CXO?

巨大的需求及回报创新驱动全球医药研发投入稳步增长，多融资渠道助新兴药企奋起赶超。庞大的消费市场叠加丰厚的新药回报驱动全球药企持续加大研发投入。近年来，新兴及小规模药企在临床试验默契研发管线数量和首创新药获批数量持续增加，不同于大型药企产品管线丰富研发投入来源于销售收入，小型 Biotech 的研发投入主要来源为融资。各地区陆续拓宽未盈利生物科技公司的融资渠道，同时也为生物科技企业背后的投资人提供更丰富、更早的退出渠道从而更快收获医药项目成功上市的硕果。

图 32 药物研发从进入临床阶段到审批结果的平均耗时一直在增加

Average Cumulative Phase Durations from Phase I Start to Phase Outcome



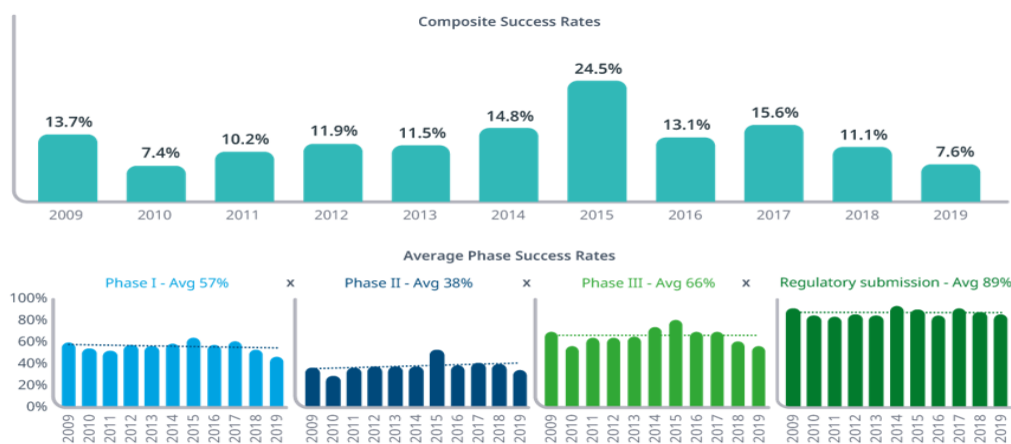
Source: IQVIA Pipeline Intelligence, Mar 2019; IQVIA Institute, Mar 2019
 Chart notes: Phase duration is calculated from start and start of subsequent Phase or the date of a decision to discontinue, suspend or withdraw research programs. End is also based on drugs being inactive for more than three years and they are assigned as inactive in the year the 3 years of inactivity occurs, while duration is calculated based on the point three years prior when the activity ceased. Average duration in months is reported as the mean. Phase II includes Phases I/II, II, IIa, IIb. Phase III includes Phase III/III and III. Each phase's duration is based on products that finished that year and are mutually exclusive. For failed records and overall, each phase is based on having prior phase success.
 Report: The Changing Landscape of Research and Development. IQVIA Institute for Human Data Science, April 2019

资料来源：《The Changing Landscape of Research and Development》-IQVIA Institute，万和证券研究所

但创新之路道阻且长。根据 IQVIA 统计，从药物进入临床到成功获批的综合成功率仅为 7.6%（从药物研发进入临床阶段至申报审批成功整个过程的成功率）。其中医药研发过程中各阶段的平均成功率基本趋于稳定(2009 年至 2019 年十年间)：临床阶段 I、II、III 期平均成功率分别为 57%、38%、66%，申报注册的平均成功率为 89%。2009-2018 年，平均药物研发周期（从临床 I 期开始到监管决定作出）的时间跨度一直在上升，2018 年整体进展时间已达到 12.5 年。

图 33 药物研发的成功率及进入临床 I 期到申报审批各阶段的成功率（2009-2019）

R&D Composite Success Rate and Average Phase Success Rates Phase I to Filing, 2009-2019



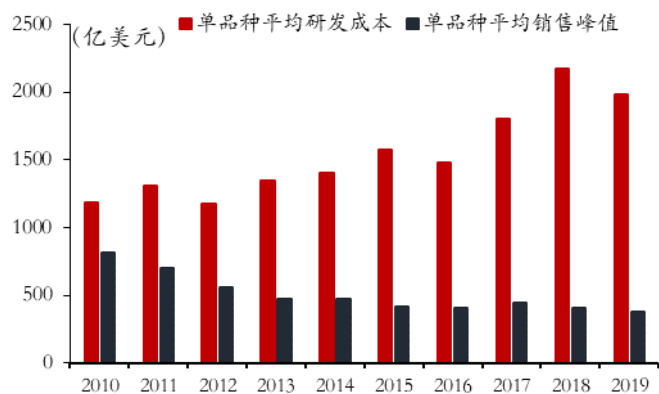
Source: IQVIA Pipeline Intelligence, Feb 2020; IQVIA Institute, Feb 2020
 Report: 2019 R&D Achievements: New Product Launches, Clinical Trial Activity, and Investments, April 2020

资料来源：IQVIA Institute,2020，万和证券研究所

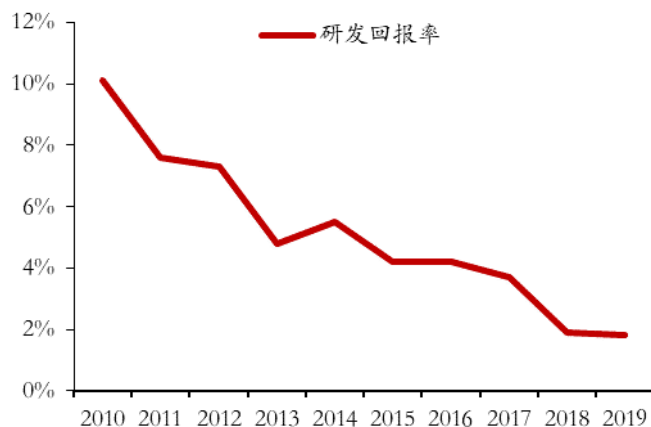
新药研发成本持续增加，而研发回报率逐年下降。根据德勤统计，全球 TOP12 药企近十年（2010-2019 年）的单品种平均研发成本呈上升趋势，而单品种平均销售峰值却呈现下降趋势；整体研发回报率逐年下降，已低至 9 年来新低水平，2018 年新药研发回报率仅为 1.9%。虽然这些制药企业不断在进行创新投入，但依旧无法快速补充后期对于每年研发投入过百亿美元的跨国药企而言，高强度的研发投入未必可带来较高的回报。

图 34 全球 TOP12 药企单品种平均研发成本及平均销售峰值

图 35 全球 TOP12 药企研发回报率



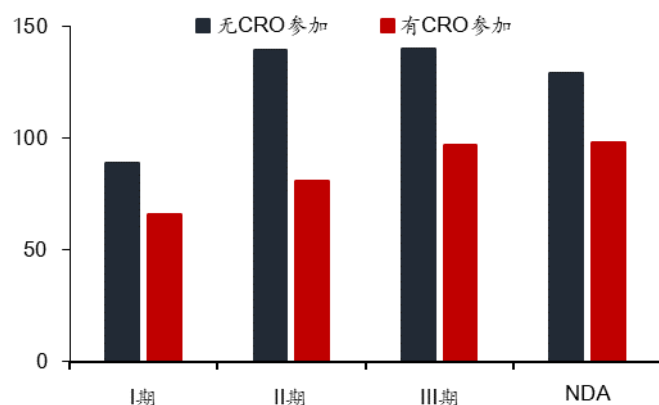
资料来源:《Measuring the return from pharmaceutical innovation 2019》-Deloitte, 万和证券研究所



资料来源:《Measuring the return from pharmaceutical innovation 2019》-Deloitte, 万和证券研究所

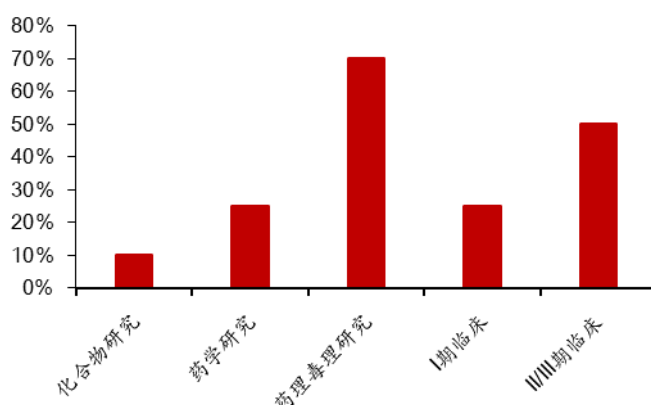
CXO 有效提高药物研发效率, 全球制药行业研发外包持续提升。一旦作为新药获批成功, 将在随后几年享有专利独占期, 获得巨额收益, 因此多因素促使药企进行更专业化的分工, 能有效直击药企痛点难点的 CXO 应运而生。有 CRO 参与的药物研发过程耗时显著缩短, 在成本、时间、专业分工等多重优势下, 不仅全球 TOP20 药企倾向于选择外包服务提高自身研发效率、解决产能瓶颈, 中小型药企及新兴 biotech 更可以通过 CXO 服务弥补自身的人力和资源等不住的短板。全球 CXO 市场规模逐年扩大, 研发外包率近半, 预计未来 CXO 的渗透率会持续增长。

图 36 有 CRO 参与的药物研发耗时显著减少 (周)



资料来源: Tuft, 万和证券研究所

图 37 药物研发过程中各环节的外包率



资料来源: 动脉网, 万和证券研究所

图 38 全球制药行业研发外包意愿持续提升

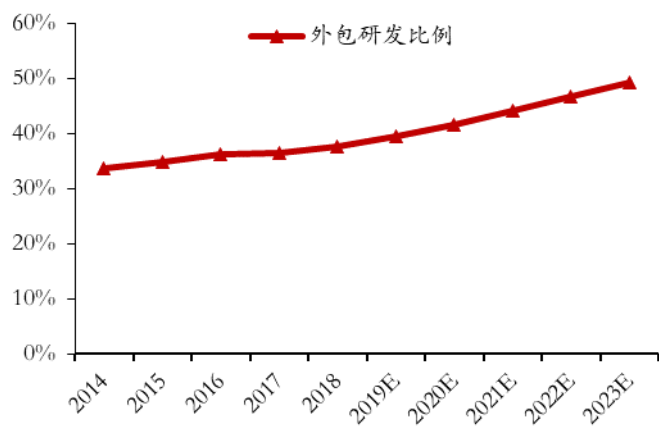


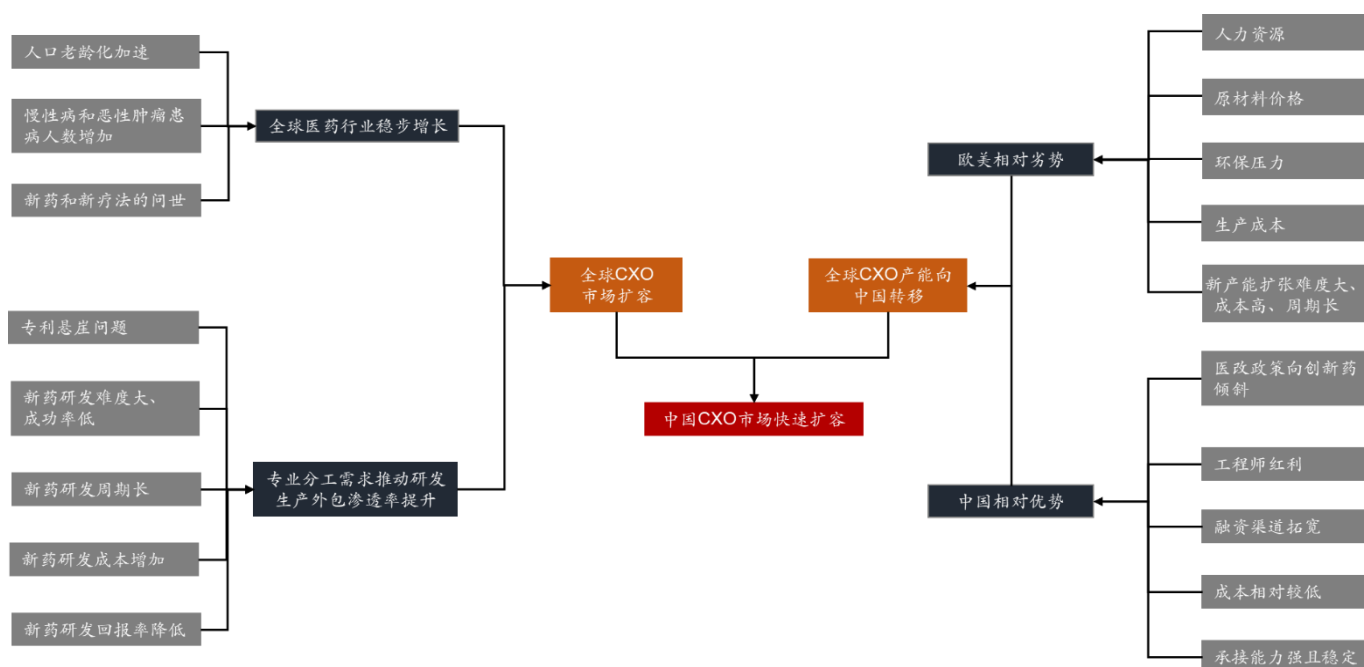
图 39 全球 CXO 市场逐年扩大



行业卖水人盈利稳定，业务间协同性极高，订单增长可期。作为创新药研发外包的服务商，无论新药是否最终能研发成功，药企的持续研发投入都将在药物研发的各阶段转化为 CRO 企业的收益，且不受医保支付、集采等政策影响。同时，CRO 企业可以通过分享上市后销售分成或入股等不同合作方式将收益进一步放大。CDMO 企业则可以承接药物研发至商业化生产各阶段的生产工艺优化等定制服务，随着药物研发的持续推进而转化为后期更大的订单。

中国 CXO 吸引海外订单加速转移。全球医药研发与生产需求旺盛，而欧美由于成本高、人力资源有限、新产能扩张难度大且周期长等多项劣势而导致本土 CXO 市场扩展受限，全球 CXO 产业向新兴国家和地区转移。中国医药外包市场凭借工程师红利、成本较低、承接能力强等全方位优势吸引大量海外药物研发生产外包订单流入，成为全球产业转移的主要目的地之一。

图 40 中国 CXO 市场的相对优势



资料来源：公开资料整理，万和证券研究所

CXO 助力本土药企转型升级迎接国内新药黄金时代。近年来医改频频落地，主要重大良好有：1) 722 事件疏通药审排队堰塞湖，将积压数年的申请大量解决，让企业重拾研发信心。2) MAH 制度被正式确立全国推行，极大地鼓励了药物研发创新，药品研发机构及科研人员的研发热情被进一步调动；药企有效减少重复建设；CMO/CDMO 企业作为生产方迎来巨大商机。3) 药品审评审批增加数个加快通道，明确规定阶段时限，缩短上市注册总时限。国内经过近年来的系列医改，已经形成向创新药倾斜的政策环境。

表 7 近年来优化医药市场营商环境的主要政策文件

关键词	时间	主要部门	文件/事件	主要内容或影响
深化审评审批制度改革	2015.7	药监局	《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》	722 事件以严谨的标准和监管对临床试验数据自查核查，自查的 1622 个临床试验项目有近 90%撤回或不予批准。解决了注册申报项目的积压和延期问题
	2015.8	国务院	《关于改革药品医疗器械审评	《意见》提出主要恩物为提高药品审评标准，将药品分为新药和仿制药；推

			审批制度的意见》	进仿制药质量一致性评价；加快新药审评审批；开展 MAH 制度试点；改进药品临床试验审批，允许及鼓励多中心临床试验；简化药品审批程序；鼓励医疗器械研发创新，符合条件可进入特殊审评审批范围
	2017.3	药监局	《关于调整进口药品注册管理有关事项的决定（征求意见稿）》	加快引进国际新药，建立全球化竞争格局，激励国内药企创新
	2017.6	药监局	《关于调整进口药品注册管理有关事项的决定（征求意见稿）》	加快引进国际新药，建立全球化竞争格局，激励国内药企创新
	2017.6	药监局	CFDA 成为 ICH 成员	监管体系国际化（利于国产药品进入国际市场）；进口药加速进入中国市场，竞争格局国际化
	2017.10	中央、国务院	中办、国办《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	《意见》共 6 部分提出 36 项改革，主要包括临床试验机构资格认定改为备案管理；急需药械可带条件批准上市；推动上市许可持有人制度全面实施；加强药品医疗器械全生命周期管理
	2017.12	药监局	《关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见》	将具有临床价值、优势和急需等三类新药申请列入优先审评审批的范围
	2018.5	药监局	《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》	境外已上市继续药品可以用境外临床试验数据申报上市注册
	2018.7	药监局	《于调整药物临床试验审评审批程序的公告》	在我国申报药物临床试验的，自申请受理并缴费之日起最快 60 日内获得通过
	2020.3	市监局	《药品注册管理办法》	药物审评审批再提速。明确药品审评审批增加的四个加快通道，并规定药品审评中心在受理后四十日内需启动药品注册检验，进一步提高审评审批效率，缩短上市注册总时限，加大对创新研发的支持力度。
医保目录动态调整	2017	医保局	2017 版国家医保目录	时隔 8 年首次调整医保目录，本次调整主要以扩容为主
	2019	医保局	2018 版国家医保目录	与前次医保目录调整相比，在扩容的同时优化了药品结构，药品费用显著降低。其中调入的品种中，很多是在 2018 年新上市的，较大程度的鼓励了国内药企研发创新
	2020	医保局	2020 版国家医保目录	本次医保目录调整的主要目的是为了临床急需的创新药、鼓励仿制药、儿童药腾笼，调入的药品最新上市日期标准截止在当年 8 月中

资料来源：各政府网站，万和证券研究所

国内 CXO 业务仍以临床前 CRO 和 CMO 为主，未来成长空间巨大。早期，我国 CXO 企业仅承接全球制药行业的部分商业化生产订单如原料药、中间体的 CMO，而后逐渐承接早期项目如药物发现、临床前 CRO 业务，逐步获得全球医药行业认可，并随着早期项目逐步推动到中后期，逐步向全产业链拓展。

表 8 中国主要 CXO 公司业务分布

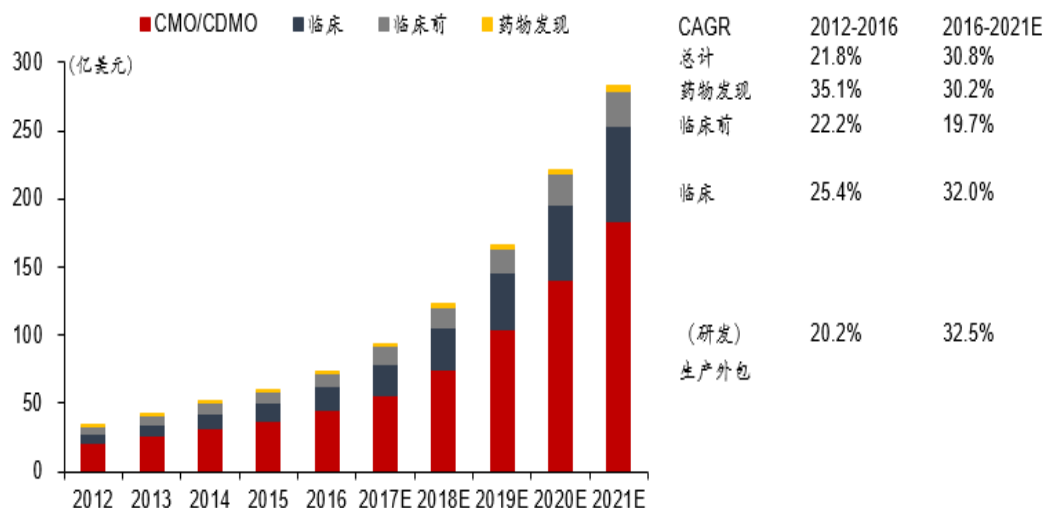
公司名称	药学研究			临床前研究			临床研究	CMO/CDMO	商业化
	药物发现	原料药	制剂	生物分析	药效、药代动力学	毒理学	临床 CRO		
药明康德	√	√	√	√	√	√	√	√	√
康龙化成	√	√	√	√	√	√	√	√	
量子生物	√	√	√	√	√	√		√	√
昭衍新药				√	√	√	√		
泰格医药		√	√	√	√	√	√		
美迪西	√	√	√	√	√	√			
维亚生物	√								
成都先导	√								
亚太医药				√	√	√	√		

博济医药				✓	✓	✓	✓		
博腾股份		✓	✓					✓	✓
九洲药业		✓	✓					✓	✓
凯莱英		✓	✓				✓	✓	✓

资料来源：公司公告，公司官网，万和证券研究所

国内 CXO 行业长期维持高景气度。根据弗若斯特沙利文预测，国内 CXO 行业在 2020 年达到 141 亿美元的规模，复合增速为 30.8%，市场增速显著高于全球。随着中国药企近年来对创新研发的重视显著提升及全球医药产业加速转移，预计未来我国 CXO 市场规模将维持快速增长。

图 41 中国研发生产外包市场规模

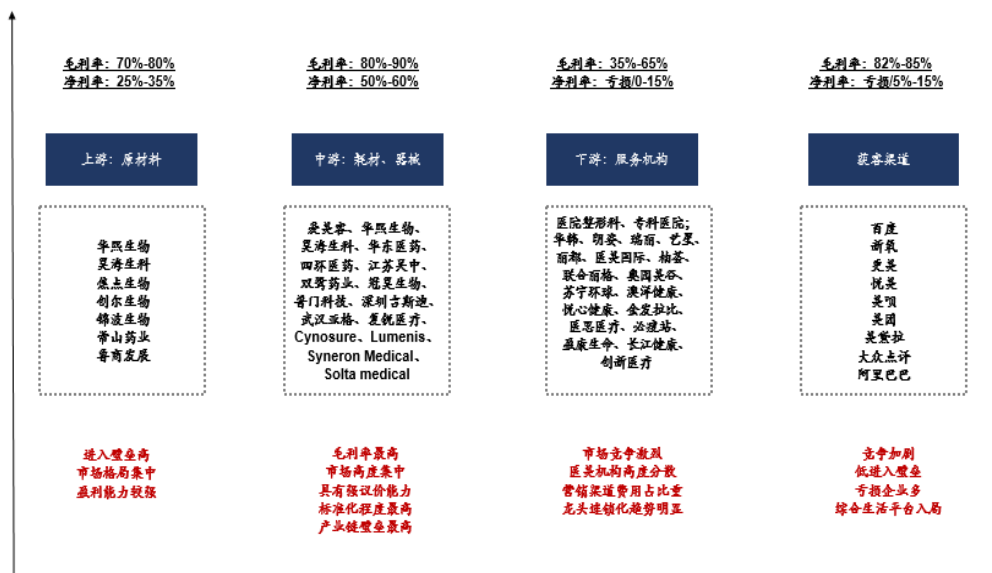


资料来源：康龙化成招股说明书，万和证券研究所

(二) 医美：兼具医疗和消费属性，行业壁垒高、增速快、空间大

医美产业链各环节具备不同的商业模式和竞争格局。医美上游及中游竞争壁垒高，具备率先获批产品的企业具备明显的先发优势，同时市场集中度和盈利能力较强。下游医美机构则市场竞争激烈，集中度较低，仍未形成全国性的盈利稳定的连锁龙头，由于医美机构获客成本高企，获客平台发展迅猛。

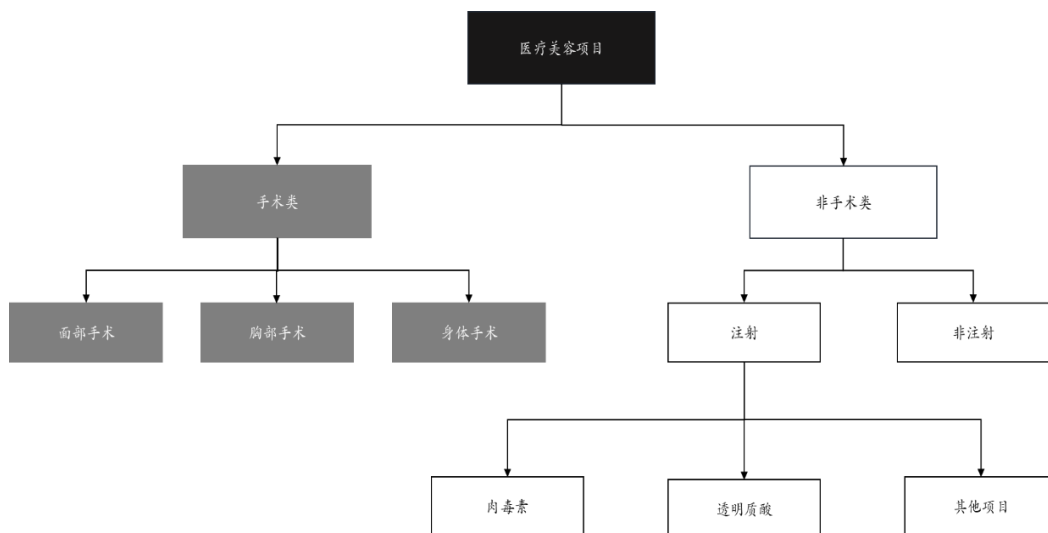
图 42 医美产业链情况



资料来源：公开资料整理，万和证券研究所

医美项目种类繁多，轻医美更具备复购性。医美是医疗美容的简称，是指运用药物、手术、医疗器械以及其他具有创伤性或者不可逆性的医学技术方法对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑的美容方式。医美项目根据是否需要手术分为手术类和非手术类。手术类主要是对面部、胸部及其他身体部位进行侵入性的改变，从根本上通过手术一次性改变外观，风险较高，恢复周期相对较长。非手术类医疗美容服务又称为轻医美，主要包括注射疗法和激光疗法，注射类项目以肉毒素和玻尿酸修复和填充为主，持续时间有限带来天然复购率，风险较低，康复周期短。

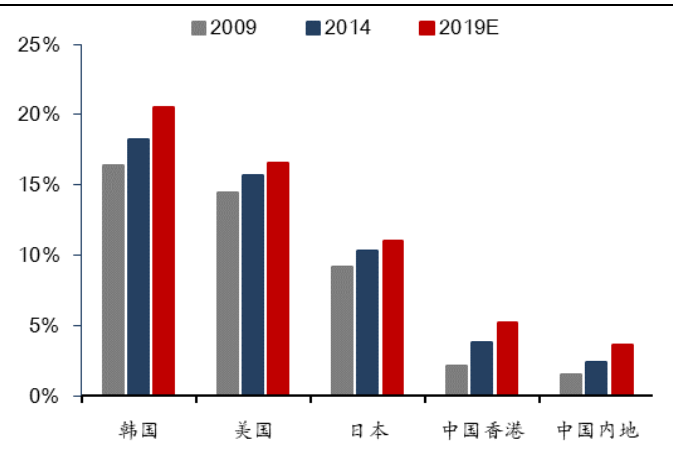
图 43 医美项目众多



资料来源：艾瑞咨询，万和证券研究所

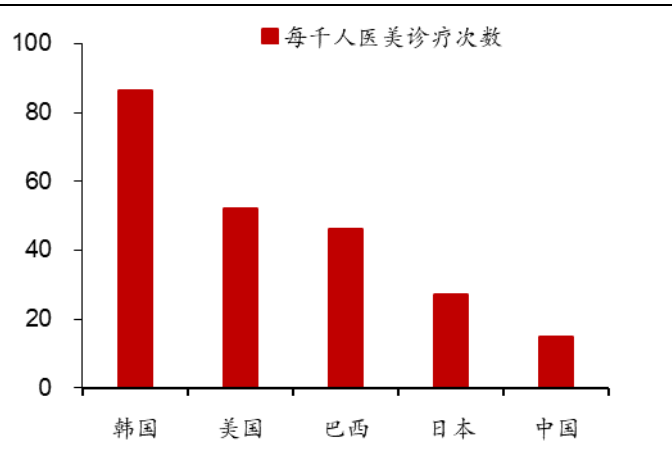
我国医美渗透率仍有较大提升空间，市场前景广阔。我国医美渗透率及每千人医美诊疗次数较日韩欧美等主要国家和地区还有数倍发展空间，市场规模持续增长，空间巨大。其中，非手术类项目在医美项目中占比不断提升，注射类项目中的注射透明质酸在非手术类项目中最受消费者欢迎。目前，我国医美注射透明质酸的市场仍以进口产品为主，国产替代有望持续提升。

图 44 我国医美渗透率仍有数倍提升空间



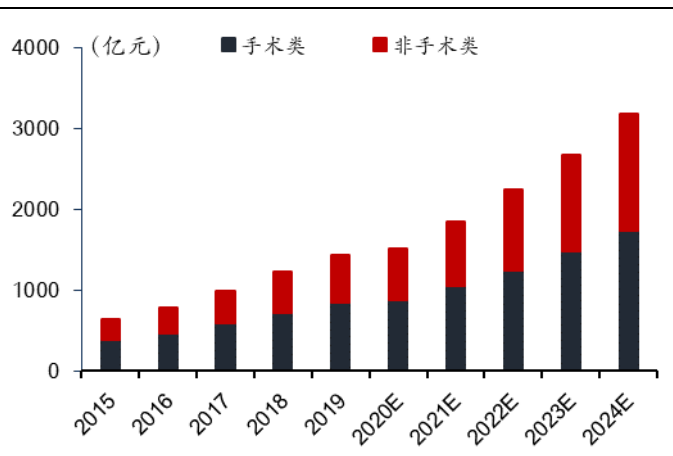
资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

图 45 2018 年主要医美消费市场每千人诊疗次数



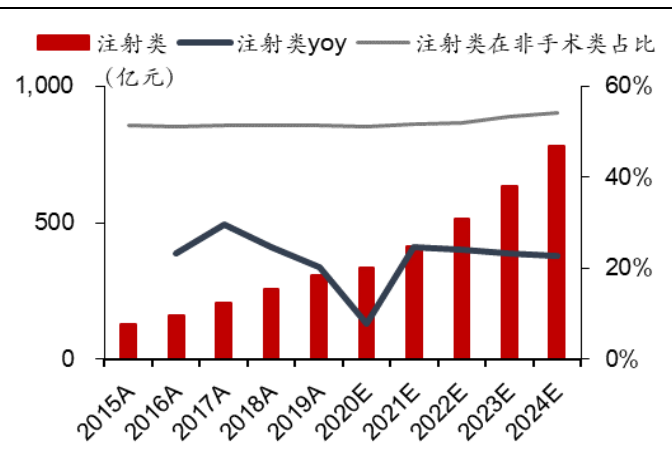
资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

图 46 国内医美项目非手术类占比持续提升



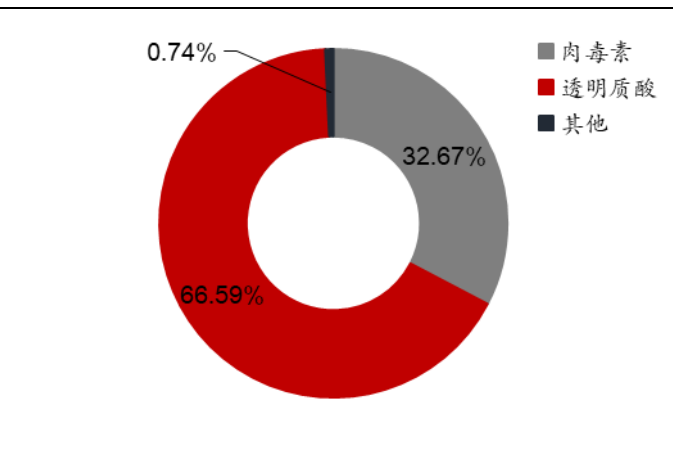
资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

图 47 国内医美注射类项目市场规模持续高速增长



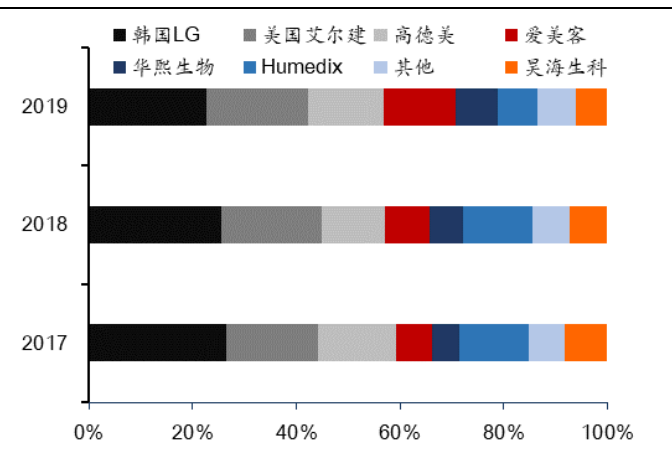
资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

图 48 透明质酸在医美注射类项目占比最高



资料来源：新氧大数据，万和证券研究所

图 49 国内医美透明质酸注射市场竞争格局 (按销售额)



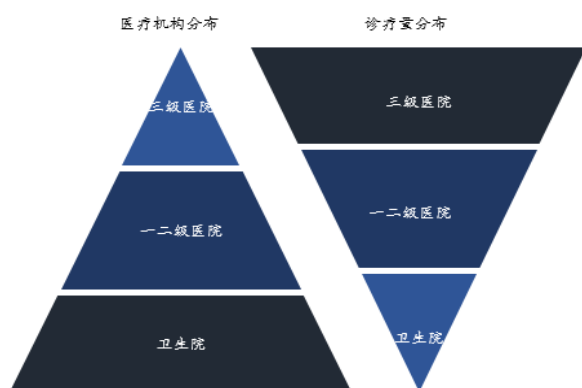
资料来源：弗若斯特沙利文，万和证券研究所

(三) 医疗服务连锁机构：消费属性高、具备标准化复制的扩张基础，行业长期景气成长空间广阔

现有公立医疗体系难以满足我国日益增长、升级的医疗服务需求。一直以来，人们更倾向于去三级

医院选择更优质的医疗服务，我国各级医院的数量和诊疗量分布一直呈倒挂态势。而公立医院在我国的定位是保基本，因此随着人均可支配收入的增长，人们日益增加的多元化健康需求已很难在公立医疗机构得到满足。观察各国卫生费用占 GDP 的比重，我国人均卫生费用仍有较大的提升空间，医疗机构产业化发展拥有巨大潜力。

图 50 不同级别医疗机构数量与诊疗量倒挂



资料来源：万和证券研究所

图 51 各国卫生费用占 GDP 比重



资料来源：Wind，万和证券研究所

医改进一步开放公立医院优质医疗资源，推动公私营医院分工。近年来国家持续推动的医保控费、分级诊疗、公立医院改革、鼓励民营资本办医等多系列医改政策逐步落地将进一步分化公立医疗机构与民营医疗服务机构的职能，特别是医生执业方面的政策改革使优质医疗资源逐步向民营医疗服务机构开放，加速民营医疗服务产业化。据统计，2019 年我国主要专科医院数量达到 8531 家，主要分布在精神病、眼科、口腔、妇产、康复、顾客、美容等 19 个方向，其中，美容、眼科、口腔的民营比例最高。

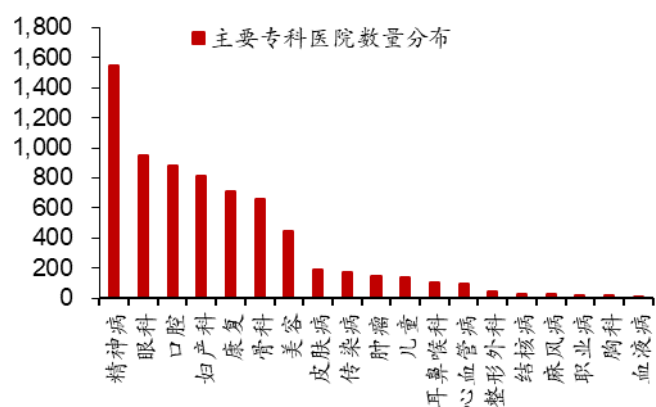
表 9 近期医院相关医改政策

政策分类	具体医改方向	负责部门	文件	相关内容
医保控费/ 医保政策	药品/耗材集中采购	医保局、卫健委、人社部、药监局	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	常态化制度化开展国家组织药品集中采购，逐步扩大药品和高值医用耗材集中带量采购范围。2021 年 8 月底前进一步完善相关政策措施。建立实施医药价格和招采信用评价制度。推进统一的医保药品、医用耗材分类与编码标准生物制品（含胰岛素）和中成药集中采购工作听取专家意见和建议
	生物药、中成药集中采购	医保局	-	推进按疾病诊断相关分组付费、按病种分值付费试点，促进精细管理，适时总结经验并向全国推广
	医保支付方式	医保局、卫健委	-	推进按疾病诊断相关分组付费、按病种分值付费试点，促进精细管理，适时总结经验并向全国推广
医院管理	公立医院机构绩效考核	卫健委、国资委、人社部、医保局、	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	深入实施公立医院绩效考核，健全以公益性为导向的考核指标和方式方法，考核结果及时以适当方式向社会公布，并与公立医院新增薪酬总量挂钩。开展公立医院高质量发展试点。深入推进公立医院综合改革示范和建立健全现代医院管理制度试点
	公立医院薪酬制度改革	人社部、卫健委	-	落实“两个允许”要求，合理确定、动态调整公立医院薪酬水平；拓宽公立医院薪酬制度改革的经费渠道；允许医院自主设立薪酬项目，鼓励对主要负责人实行年薪制
	大型医院巡查	卫健委	《大型医院巡查工作方	明确了大型医院巡查的指导思想、巡查范围、巡查重点、

查		案(2019—2022 年度)的 通知》	组织实施和巡查要求
医药代表备 案管理办法	药监局	《医药代表备案管理办 法(试行)》	强调医药代表是代表药品上市许可持有人在中华人民共 和国境内从事药品信息传递、沟通、反馈的专业人员,不 是销售人员
医学人才培 养	教育部、人社部	《深化医药卫生体制改 革 2021 年重点工作任 务》	实施医学专业高校毕业生免试申请乡村医生执业注册政 策;加强农村订单定向医学生就业安置和履约管理,将定 向生违约情况纳入信用信息管理
诊疗行为规 范	卫健委、发改委		推广多学科诊疗、日间手术等服务模式,优化预约诊疗; 推进先诊疗后结算或一站式缴费改革试点
医生执业 职称制度改 革	人社部、卫健委	《关于深化卫生专业技 术人员职称制度改革的 指导意见(征求意见稿)》	健全评价体系和评价、标准、机制,促进评价与使用相结 合,完善基层评价标准,鼓励人才向艰苦边远地区和基层 一线流动;改进职称管理服务方式

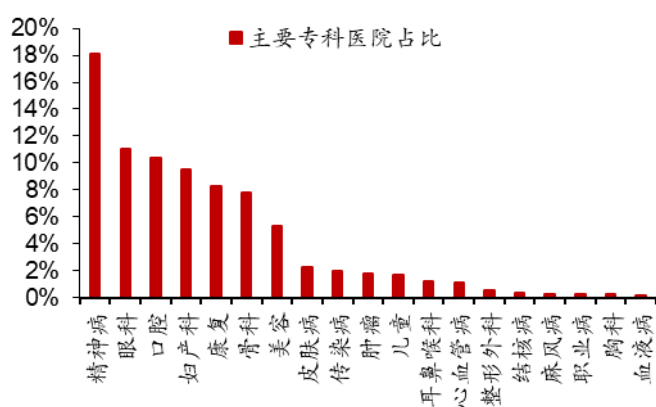
资料来源:各政府网站,万和证券研究所

图 52 2019 年主要专科医院分布



资料来源:Wind,万和证券研究所

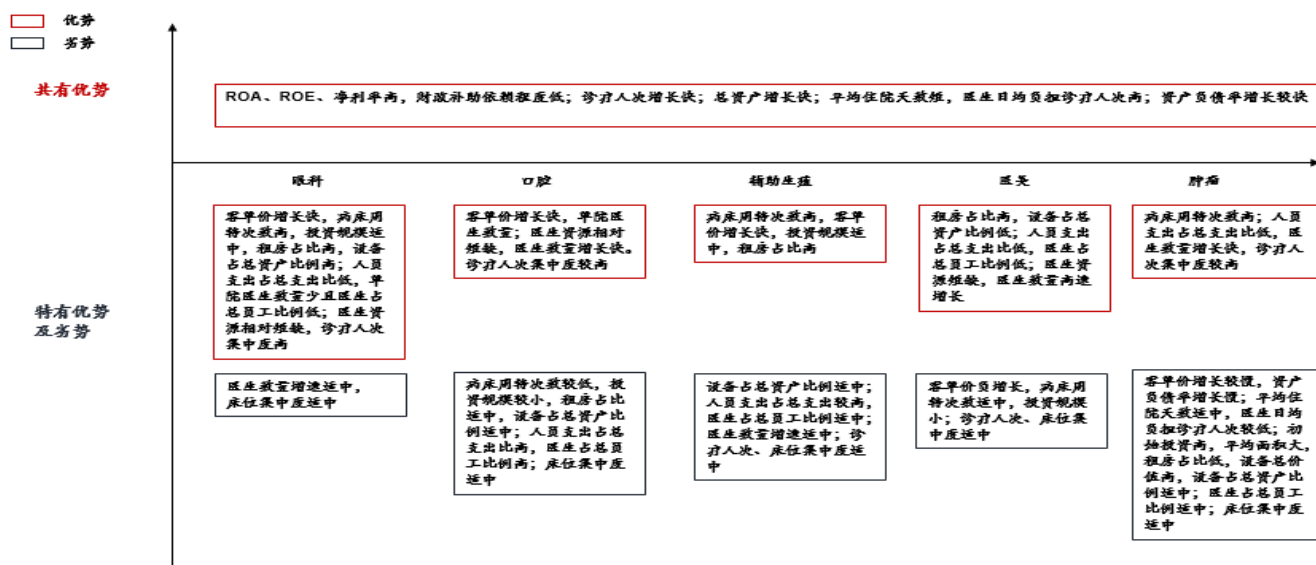
图 53 2019 年主要专科医院经营占比



资料来源:Wind,万和证券研究所

优质民营医疗服务机构具备共同点,行业长期景气成长空间广阔。观察眼科、口腔、辅助生殖、医美及肿瘤五个领域的专科医院,发现优质的民营医疗服务公司具备一些共同特点:①消费属性高:患者自费程度高,医院对财政补助依赖程度低;②具备可标准化复制的扩张基础,资产负债率可快速增长;③细分龙头具备较强领先优势,品牌形象好,诊疗服务的量价持续快速提升。在人口结构演变及鼓励政策持续推进的大背景下,我国鼓励社会资本推动专科医疗服务行业发展的逻辑可以保持不变,医疗连锁机构存在庞大市场,在较长时期内仍会维持较高景气度,品牌连锁医疗服务有望长期保持高增长态势。

图 54 部分专科医院的优劣势分析



资料来源：公开资料整理，万和证券研究所

四、投资建议

下半年整体优于大市。目前国内疫情防控较好，而海外疫情因疫苗产能、病毒突变等原因仍处于反复态势。我们以是否与疫情相关可以分为疫情相关标的企业和常规产品生产企业，疫情相关标的持续向好；常规企业可以在内销上实现业绩反弹，因此医药行业下半年整体业绩是持续向好的。

长期来看，医药行业整体是一个加速发展的趋势，我国医药行业已步入创新大时代。需求侧方面：随着我国人均可支配收入逐年增加，人民对于健康重视一直在提升，消费升级的意愿也从而提升。我国人口结构呈老龄化伴随少子化的趋势，这两个年龄段通常有更大、更多的医疗需求，伴随人均医疗费用逐步提升，庞大的市场推动供给侧加速提升服务质量、布局相关创新药械。供给侧方面：近年来医改持续深化，覆盖范围广泛，从临床研发、审评审批到上市价格和费用向创新药械倾斜。然而，创新之路道阻且长，研发回报率逐年走低，越来越多的前期研发工作由生物科技公司完成，新兴小规模药企在临床试验默契研发管线数量和首创新药获批数量持续增加。港股 18A、科创板的推出进一步拓宽未盈利企业的融资渠道，资本市场持续为创新研发输血为创新药械研发输血。

我们认为医药行业未来的投资方向应该围绕创新药产业链和消费升级两条主线，建议关注兼具成长性和确定性的优质赛道：1) 创新药产业链卖水人 CXO；2) 消费升级、集采免疫的医疗服务连锁机构；3) 渗透率持续提升，国产替代空间广阔的医美领域。具体涉及标的如下：

创新药产业链卖水人——CXO

药明康德 (603259.SH)：国际领先的新药研发全产业链一体化平台。公司是行业中极少数在新药研发全产业链均具备服务能力的开放式新药研发服务平台，服务范围覆盖从概念产生到商业化生产的整个流程，各板块业务协同性高，有望全面受益于全球新药研发外包服务市场的快速发展。公司户群庞大、粘性极高，新老客户数量稳步增长。2020年，中国区实验室服务、小分子 CDMO 服务、美国区实验室服务、临床研究 CRO 服务四大板块实现业务收入 85.5、52.8、15.2、11.7 亿元，分别占公司整体营业收入的 52%、32%、9%、7%。

康龙化成 (300759.SZ)：国内 CRO+CMO 全产业链龙头之一，业务间协同效应高。康龙化成是

行业领先的全流程一体化 CXO 公司，实验室服务、CMC 服务和临床研究服务三大板块共同形成公司全流程、一体化的研发和生产服务平台，实现 CRO+CMO 各阶段的无缝衔接，显著提高研发效率，促进公司各服务板块的协同。2020 年，药物发现阶段的体内外生物科学超过 80% 的收入来源于实验室化学的现有客户，约 77% 的 CMC（小分子 CDMO）收入来源于药物发现服务的现有客户，随着产能逐步释放及业务间相互转化，公司前景可期。

凯莱英 (002821.SZ)：全球领先的服务于新药研发和生产的 CDMO 一站式综合服务商。公司为国内外生物制药企业提供药品全生命周期的一站式 CMC 服务、研发与生产服务，加快创新药的临床研究与商业化应用。公司与国内外药企达成多维度协同合作，不断拓展高成长性客户的覆盖率。截至 2020 年末，公司累计服务全球客户超过 800 家，累计服务临床项目 600 余个。公司多个在建项目预计在 2021、2020 陆续完工，公司项目需求旺盛，伴随产能释放，后端项目收入有望显著提升。

集采政策免疫、消费升级——医美

华熙生物 (688363.SH)：全球领先的、透明质酸全产业链企业，透明质酸产业化规模居国际前列。公司建立了从原料到医疗终端产品、功能性护肤品及功能性食品的全产业链业务体系，服务于全球的医药、化妆品、食品制造企业、医疗机构及终端用户。2020 年，公司功能型护肤品、原料产品、医疗终端产品三大板块分别实现业务收入 13.5、7.0、5.8 亿元，分别占公司整体营业收入的 51%、27%、22%。目前，公司外延并购原料企业，内生持续加码研发、销售构建品牌护城河。

爱美客 (300896.SZ)：国产医美透明质酸系列产品领域的领导者。公司自成立以来一直聚焦于医美主业，对国内医疗美容行业从产品、技术、服务到生态都进行了战略性布局；目前的主要产品为：Ⅲ类医疗器械系列注射用透明质酸钠产品、面部埋植线产品、衍生的品牌矩阵“伴侣型”化妆品；在医疗美容领域，具有产品布局差异化的竞争优势。

昊海生科 (688366.SH)：专注医用生物材料的优质赛道，积极布局医美、眼科产品。主要产品涉及眼科、整形美容与创面护理、骨科、防粘连及止血四个主要业务领域，并取得了一定的行业领先优势。2020 年公司四大板块实现收入 5.7、3.3、2.4、1.7 亿元，分别占公司整体营业收入的 42%、25%、18%、13%。目前，公司在眼科领域管线布局取得多项重大进展；在医美领域持续完善产品布局，高端玻尿酸产品“海魅”上市+积极布局肉毒毒素、治疗脱发白发小分子产品+收购光电类设备，我们认为未来该板块各产品间将形成一个协同效应，驱动整体收入高增长。

医保控费免疫、消费升级——医疗服务连锁机构

爱尔眼科 (300015.SZ)：全球眼科龙头，具备成熟可复制的扩张模式。公司正推进新十年的战略规划，逐步打造区域性眼科中心，加快一城多院以及视光门诊的网络布局，使更多居民就近享有优质的眼健康服务。同时，规范经营内涵，优化总部-省区-医院组织结构，全面推进院科岗三级管理；聚焦口碑建设，建立医疗-科普-服务三位一体的服务全价值链体系。2021 年公司发布定增预案及股权激励方案，通过扩建新建多地医院及充分激励来调动员工积极性，助力公司业绩持续高增长。

通策医疗 (600763.SH)：区域连锁口腔龙头，已形成可复制的“区域总院+分院”的扩张模式，前景可期。目前公司拥有已营业口腔医疗机构 50 家，其中，公司在浙江省内已经拥有杭州口腔医院平海院区、城西院区和宁波口腔医院三家总院，绍兴区域医院集团也已经成立，由此扩张分院，形成多个“区域总院+分院”区域医院集群。截至 2020 年底，公司口腔医疗服务营业面积超过 16 万平方米，开设牙椅 1986 台，口腔医疗门诊量达到 219.1 万人次。

表 10 医药行业重点跟踪公司盈利预测

证券简称	股价 (元)	EPS			PE			PB			评级
		20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	
药明康德	153.88	1.0	1.6	2.1	153.3	95.0	72.1	14.0	12.1	10.7	买入
康龙化成	203.64	1.5	1.7	2.4	138.0	123.5	85.7	18.2	16.2	14.1	买入
凯莱英	339.98	3.0	3.9	5.3	114.2	86.3	64.2	13.8	11.9	10.2	增持
华熙生物	305.90	1.4	1.8	2.6	227.4	166.4	119.4	29.3	24.9	20.6	买入
昊海生科	250.99	1.3	2.4	3.1	192.7	102.5	80.7	8.1	7.7	7.3	增持
爱美客	814.20	2.0	3.0	4.6	401.1	270.5	178.2	38.8	21.6	19.9	增持
爱尔眼科	68.67	0.3	0.6	0.7	215.3	124.8	92.4	37.7	30.6	25.5	买入
通策医疗	401.60	1.5	2.2	2.9	261.4	182.8	137.8	59.9	45.2	34.0	增持

资料来源: Wind, 万和证券研究所预测

*股价为 2021 年 7 月 5 日收盘价

五、风险提示

宏观经济下行风险；集采降价超预期；药品研发不及预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>