

证券研究报告

2021年08月05日

行业报告 | 行业投资策略

医药生物

行业进入景气锦标赛——首席联盟培训

作者：

分析师 杨松 SAC执业证书编号：S1110521020001

分析师 戴爽 SAC执业证书编号：S1110516110005



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

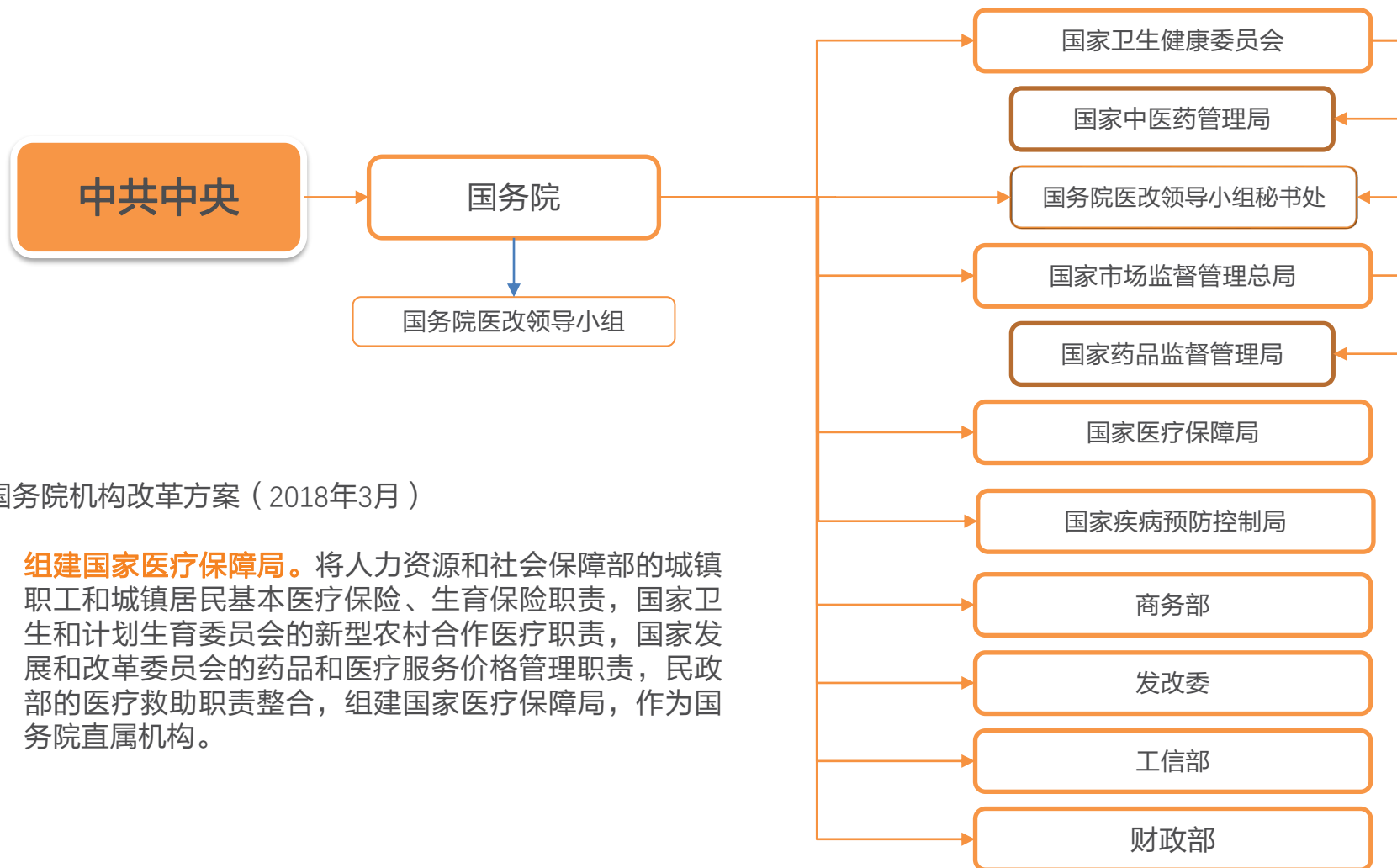
摘要

- **行业趋势：**人口老龄化加速叠加支付能力快速驱动带来的医疗健康需求持续增加：1) 支付改善带来美好生活向往类消费医药增加，2) 公立医疗机构公益属性持续加强且供给弹性有限，供需矛盾驱动医疗服务行业持续高景气；3) 药品第五批带量采购、关节集采等政策陆续出台，政策已由外部冲击转为内生假设，企业自身的经营能力和应对能力成为主要的考核要素，对于能够高效系统性地将研发管线转换为销售业绩的药品和器械龙头公司，会在未来的竞争中胜出。4) 创新研发仍是医药行业的主要发展方向，且从工业企业而言，研发效率重要性进一步凸显，我们预计研发服务类公司景气度仍将持续。5) 新冠疫情带来疫苗行业中长期机会，短期新冠疫苗的持续放量为企业带来业绩弹性，中长期来看，疫情提升居民疫苗接种意识，且新冠疫苗为企业发展奠定资金基础，带来长期发展机会。
- **投资逻辑：**中长期看好医药行业发展，医药行业具有行业景气度高的优势，我们建议从中期维度去看待企业的变化趋势。
- **建议选股思路（按先后顺序）：**
 - ① 医疗服务：国际医学、通策医疗、锦欣生殖（H）、爱尔眼科、信邦制药、海吉亚医疗（H）、盈康生命、康宁医院，建议关注三星医疗
 - ② CXO：凯莱英、药明康德、泰格医药、博腾股份、药石科技
 - ③ 消费医药：四环医药（H）、华东医药、复锐医疗科技（H）、爱博医疗、长春高新、时代天使（H）、片仔癀、鱼跃医疗（与电子组联合覆盖），建议关注欧普康视、现代牙科（H）
 - ④ 创新产品：信达生物（H）、贝达药业、康诺亚（H）、康希诺，建议关注君实生物（H）、康方生物（H）、百济神州（H）、再鼎医药（H）
 - ⑤ 医疗器械：迈瑞医疗、三友医疗、南微医学、英科医疗、翔宇医疗、归创通桥（H）
 - ⑥ 精选个股：一心堂、百洋医药
- **风险提示：**政策波动的风险，个别公司业绩不及预期，市场震荡风险，新冠疫情进展具有不确定性

目录

- 1、行业总览：整体呈上升趋势
- 2、创新药产业链：新药放量加速，研发投入持续加大
- 3、医疗服务：供需矛盾驱动行业持续高景气
- 4、消费医药：支付改善驱动美好生活向往
- 5、医疗器械：创新和消费升级是主旋律
- 6、疫苗：新冠疫情带来中长期机会
- 7、连锁药店：行业集中度提升是主旋律
- 8、血液制品：稳健的医药资源品

中国医药产业涉及多个监管部门



国务院机构改革方案（2018年3月）

- **组建国家医疗保障局。**将人力资源和社会保障部的城镇职工和城镇居民基本医疗保险、生育保险职责，国家卫生和计划生育委员会的新型农村合作医疗职责，国家发展和改革委员会的药品和医疗服务价格管理职责，民政部的医疗救助职责整合，组建国家医疗保障局，作为国务院直属机构。

资料来源：国务院，卫健委，天风证券研究所

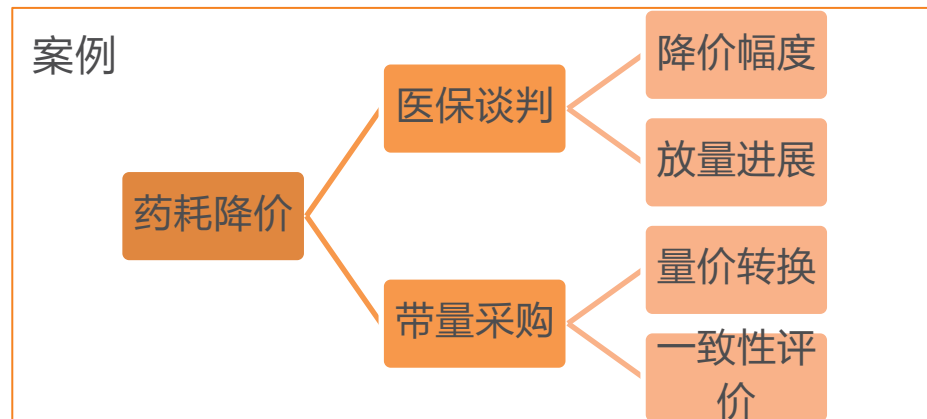
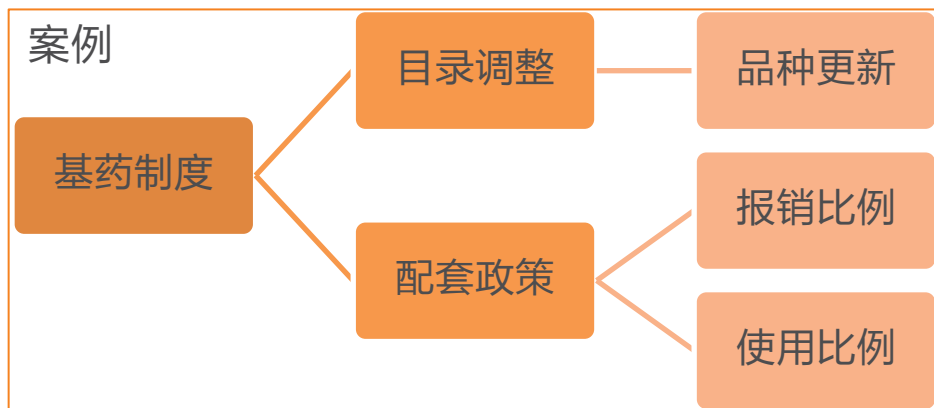
医药行业全链条受政策影响



医药行业全主体受政策影响



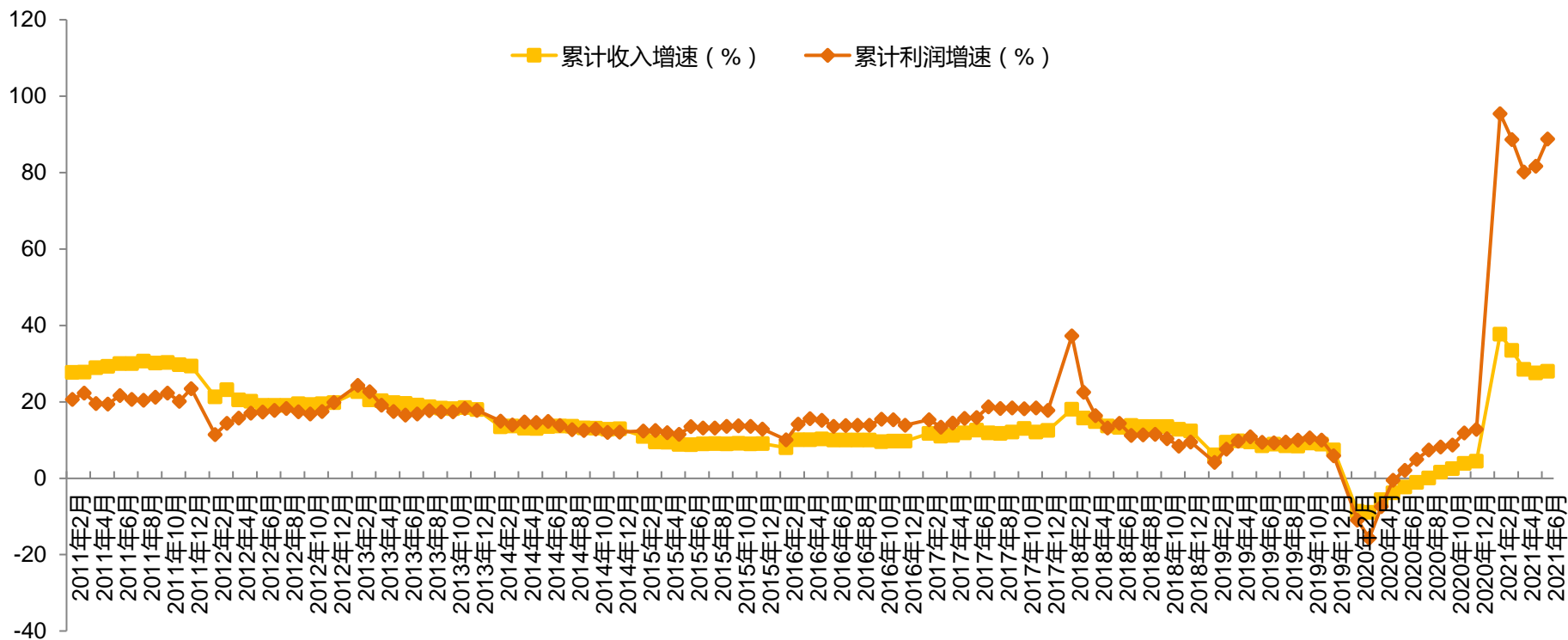
长期政策明方向，中期政策定策略，短期政策做更新



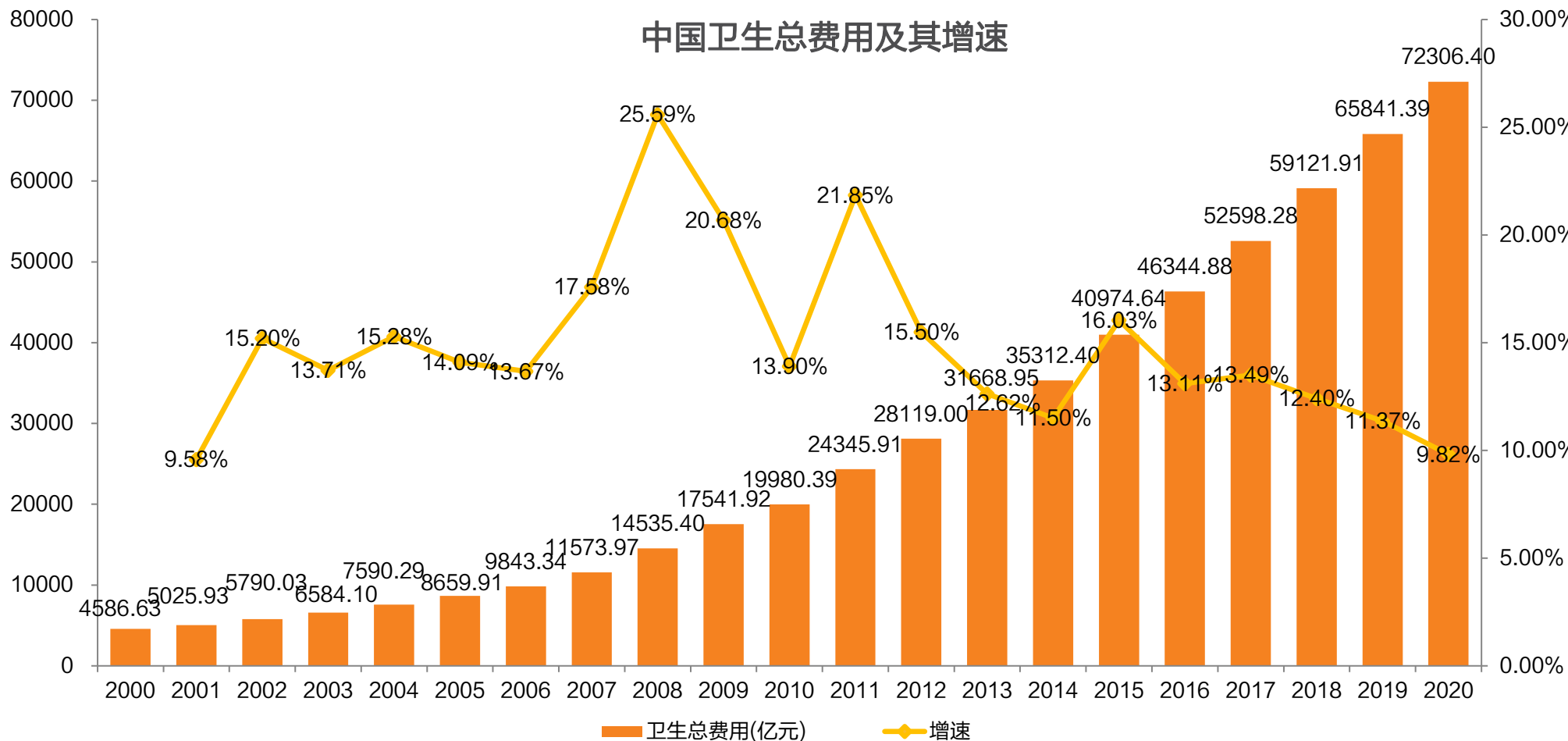
医药制造业累计收入利润增速继续恢复

- 2020年上半年基数较低，以及2021年在新冠疫苗及检测试剂等防疫抗疫物资产能扩充、产量提升等因素作用下，2021年1月-6月，医药制造业收入同比增长28%，利润同比增长88.8%；相比2020年1-12月的4.5%和12.8%，有大幅提升。

医药制造业2021年1-6月累计收入利润高速增长



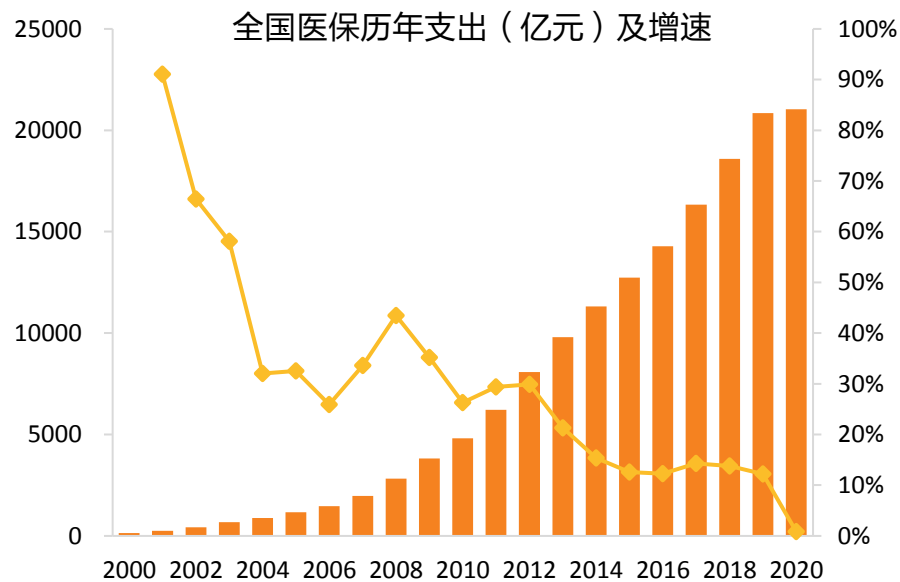
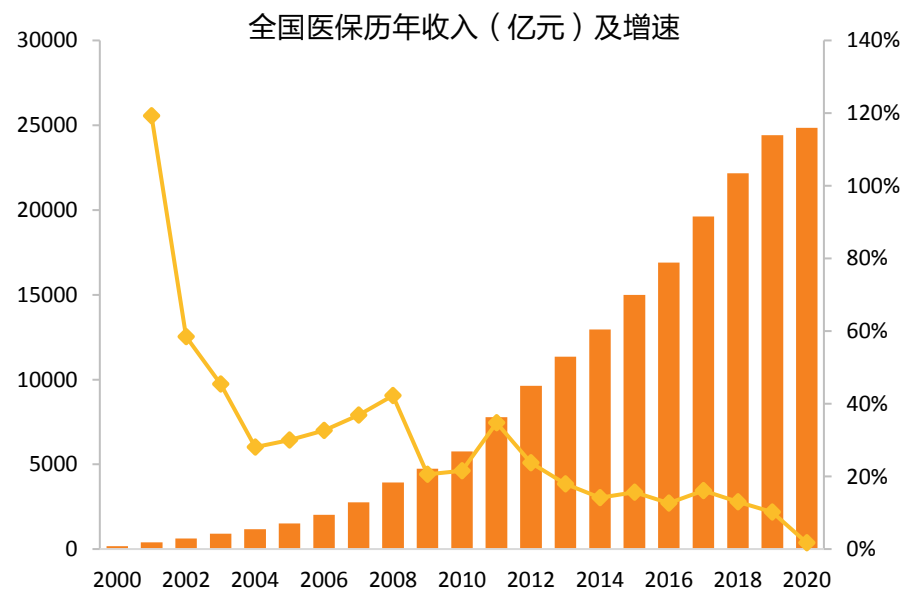
中国卫生总费用逐年增加，2020年增速约10%



资料来源：中国卫生健康统计年鉴，Wind，天风证券研究所；注卫生总费用通过来源法核算，主要反映筹资能力；2019年为初步核算数；按当年价格计算；2001年起卫生总费用不含高等医学教育经费，2006年起包括城乡医疗救助经费

医保：2020年全国医保收入2.48万亿（+1.7%），支出2.10万亿（+0.9%）

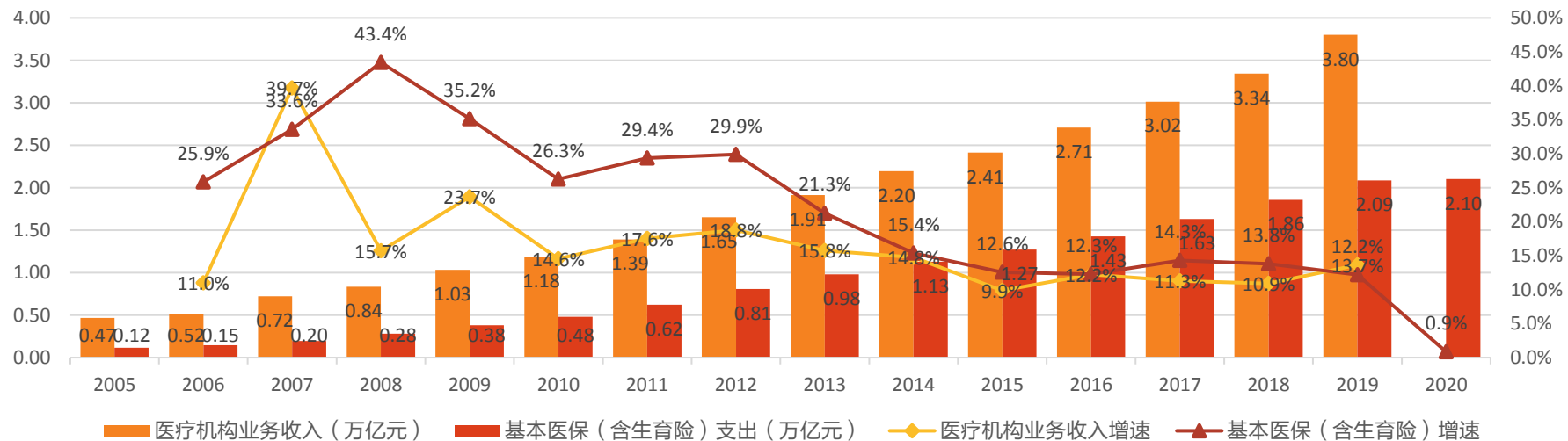
- 2020年参加全国基本医保136131万人，参保率稳定在95%以上。
- 2020年，全国基本医保基金（含生育保险）总收入2.48万亿元，比上年增长1.7%，占当年GDP比重约为2.4%；全国基本医保基金（含生育保险）总支出2.10万亿元，比上年增长0.9%，占当年GDP比重约为2.1%。（受疫情影响，2020年2-7月全国多地实施阶段性减半征收职工医保单位缴费，累计减征约1649亿元，职工医保收入较上年下降。若剔除减征因素的影响，职工医保较上年增长9.6%。）
- 全国基本医保基金（含生育保险）累计结存31500亿元，其中职工医疗个人账户累计结存10096亿元。



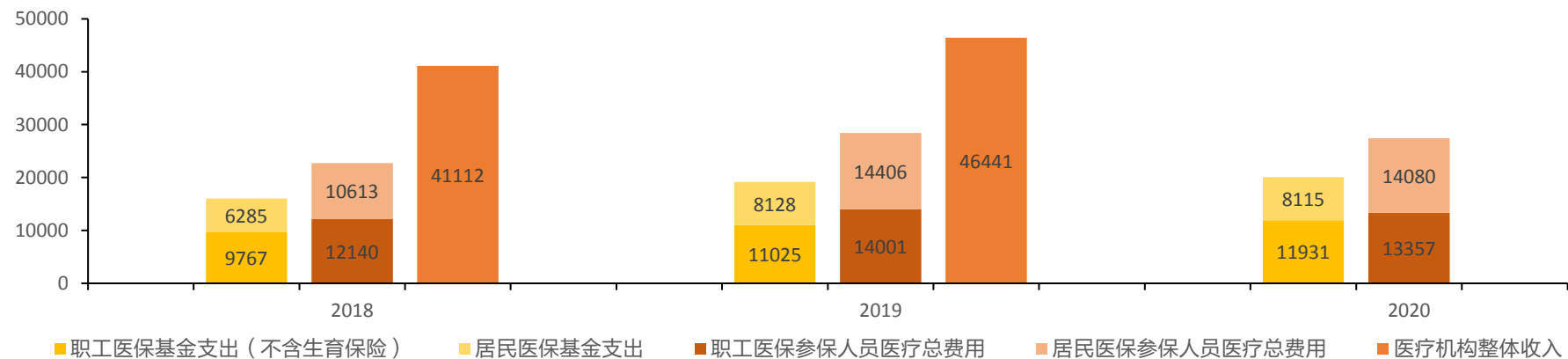
资料来源：国家医保局，天风证券研究所

医保：不考虑疫情影响，医保支出、医疗费用和医疗机构收入均呈上升趋势

医疗机构业务收入和基本医保（含生育险）支出

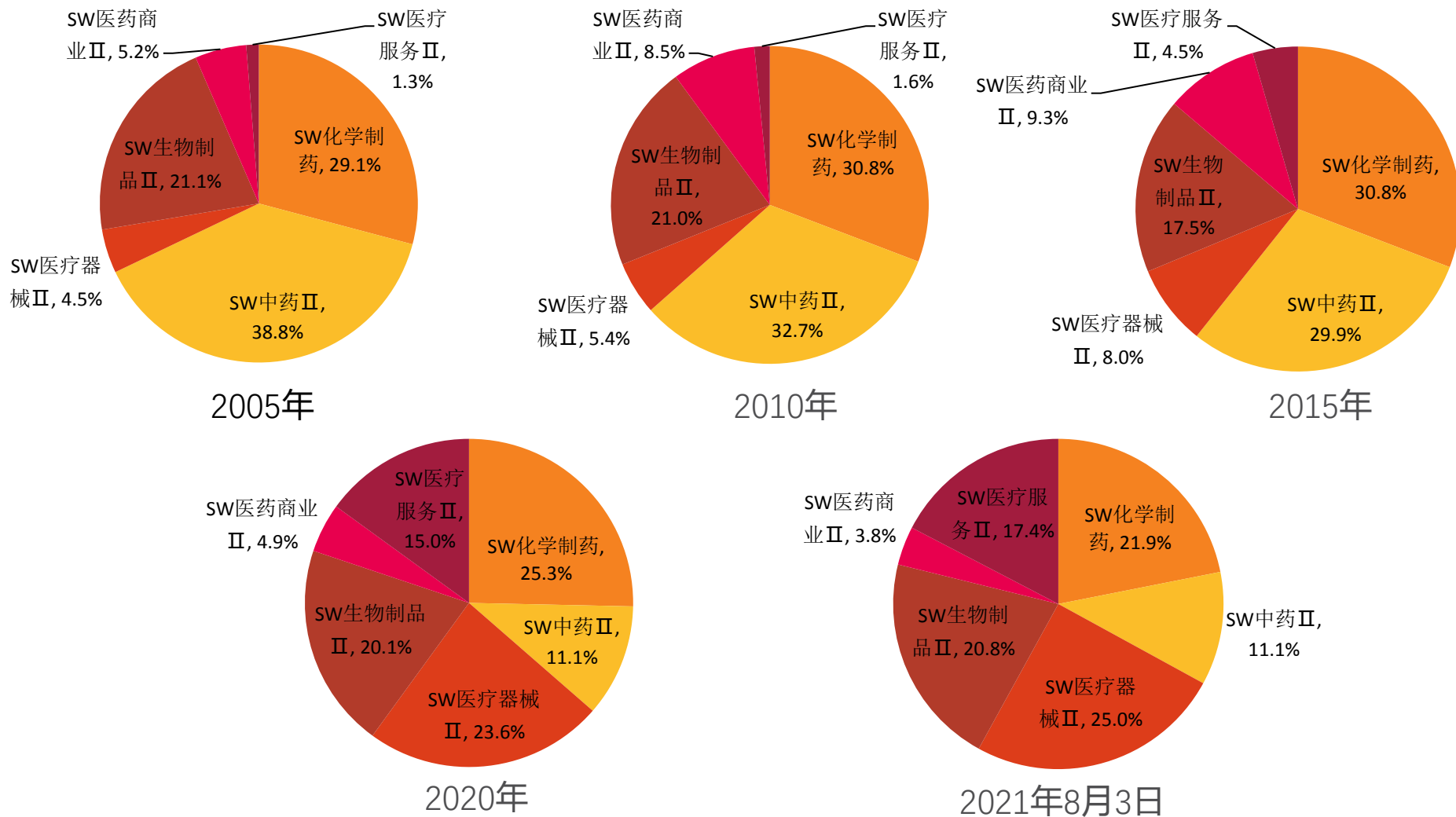


医保基金支出、参保人员医疗费用及医疗机构业务收入 (亿元)



资料来源：国家医保局，天风证券研究所

不同板块总市值：医疗服务公司市值占比提升



资料来源: Wind, 天风证券研究所;

前10大市值公司变化

	20051231		20101231		20151231		20201231		20210802	
	证券简称	市值(亿元)	证券简称	市值(亿元)	证券简称	市值(亿元)	证券简称	市值(亿元)	证券简称	市值(亿元)
1	国新健康	63.52	海普瑞	556.66	上海莱士	1096.16	恒瑞医药	5942.73	迈瑞医疗	4836.02
2	同仁堂	60.37	恒瑞医药	446.36	恒瑞医药	961.03	迈瑞医疗	5178.84	药明康德	4511.68
3	云南白药	60.00	上海医药	435.19	云南白药	756.26	药明康德	3289.44	恒瑞医药	3534.61
4	哈药股份	59.49	云南白药	419.34	*ST康美	745.36	爱尔眼科	3086.60	爱尔眼科	3121.69
5	白云山	50.76	科伦药业	378.05	同仁堂	611.81	智飞生物	2366.56	智飞生物	2472.48
6	海欣股份	40.68	东阿阿胶	334.21	复星医药	543.58	长春高新	1816.83	片仔癀	2249.17
7	复星医药	39.43	*ST康美	333.96	上海医药	535.36	片仔癀	1613.93	复星医药	2111.57
8	健康元	38.61	哈药股份	280.32	天士力	442.13	云南白药	1451.13	万泰生物	1723.45
9	恒瑞医药	37.62	华兰生物	278.83	白云山	390.81	泰格医药	1410.06	康龙化成	1646.21
10	江苏吴中	37.55	辽宁成大	273.93	美年健康	373.76	复星医药	1383.71	康希诺-U	1489.65

资料来源: Wind, 天风证券研究所;

中国医药行业的五个新特点

资本市场

外资在A股市场投入规模增大

患者需求

疾病谱趋同，用药结构仍有差异



企业发展

一二级投资界限模糊，越来越多早期公司上市

医生学习曲线

学习曲线持续爬升速度显著加快

监管政策

审评制度改革+医保谈判→创新药水平全球化，但仍存在差距

患者需求：国内外疾病谱趋同

表：全球十大死因

1990	2019
缺血性心脏病	缺血性心脏病
中风	中风
COPD	COPD
下呼吸道感染	下呼吸道感染
结核	新生儿疾病
早产并发症	气管癌、支气管癌、肺癌
气管、支气管、肺癌	阿尔兹海默病和其他痴呆症
疟疾	腹泻病
营养不良	糖尿病
胃癌	肾病

表：中国十大死因

1990	2017
下呼吸道感染	中风
新生儿死亡	缺血性心脏病
中风	COPD
COPD	肺癌
先天性出生缺陷	道路交通意外伤害
道路交通意外伤害	新生儿死亡
缺血性心脏病	肝癌
溺水	糖尿病
自杀	颈部疼痛
腹泻	抑郁障碍

表：美国十大死因

1990	2019
心脏病	心脏病
癌症	恶性肿瘤
脑血管疾病	意外伤害
意外伤害	COPD
COPD	脑血管病
流感和肺炎	阿兹海默病
糖尿病	糖尿病
自杀	肾病
慢性肝病及肝硬化	流感和肺炎
艾滋病	自杀

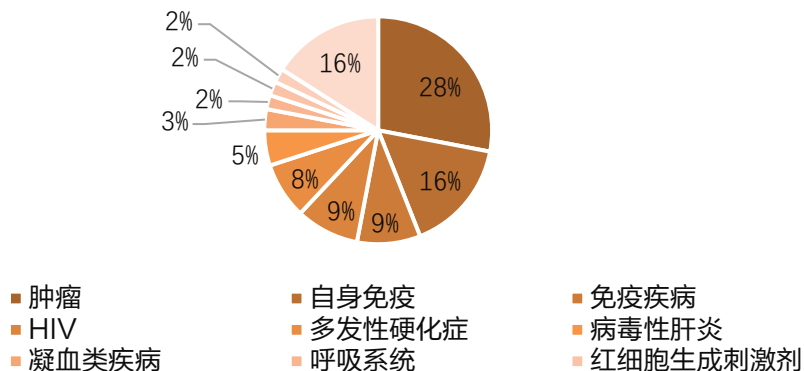
资料来源：WHO，天风证券研究所

资料来源：Lancet，天风证券研究所

资料来源：CDC，天风证券研究所

用药结构：中国逐步与国外趋同

发达国家十大治疗领域（2018）



资料来源：IMS，天风证券研究所；注：以销售额计

表：全球十大治疗药物（2020）

排名	商品名	通用名	制造商	治疗领域
1	修美乐	阿达木单抗	艾伯维	免疫炎症
2	可瑞达	帕博利珠单抗	默沙东	肿瘤
3	瑞复美	来那度胺	百时美施贵宝	肿瘤
4	艾乐妥	阿哌沙班片	辉瑞/百时美施贵宝	心脑血管
5	亿珂	伊布替尼	杨森/艾伯维	肿瘤
6	艾力雅	阿柏西普	拜尔/再生元	眼科
7	喜达诺	乌司奴单抗	杨森	免疫炎症
8	欧狄沃	纳武利尤单抗	百时美施贵宝	肿瘤
9	必妥维	比克恩丙诺片	吉利德	抗病毒感染
10	拜瑞妥	利伐沙班	拜尔	心脑血管

资料来源：FiercePharma，健康时报网，天风证券研究所；注：以销售额计

表：国内医院用药十大治疗领域（2020）

排名	治疗领域	MAT同比增长率
1	其他（中成药为主）	-12.0%
2	抗肿瘤和免疫调节剂	3.5%
3	消化道和新陈代谢	-3.7%
4	全身性抗感染药	-21.8%
5	心血管系统	-20.9%
6	神经系统	-12.1%
7	医用溶液	-5.0%
8	血液和血液形成器官	-7.7%
9	呼吸系统	-22.6%
10	骨骼肌肉系统	-7.0%

资料来源：医学药视网，天风证券研究所；注：以销售额计

表：国内医院用药十大主要药物（2020）

排名	商品名	通用名	制造商	治疗领域
1	加多宁	地佐辛	扬子江药业	精神麻醉
2	恩必普	丁苯酞软胶囊	石药集团	心脑血管
3	舒普深	注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠	辉瑞	抗感染
4	赫赛汀	注射用曲妥珠单抗	罗氏	癌症
5	普米克令舒	布地奈德	阿斯利康	呼吸
6	泰瑞沙	奥西替尼	阿斯利康	癌症
7	贝林	人血白蛋白	瑞士杰特贝林	心脑血管
8	来得时	甘精胰岛素注射液	赛诺菲	内分泌
9	诺雷得	醋酸戈舍瑞林缓释植入剂	阿斯利康	癌症
10	盐酸右美托咪定注射液	盐酸右美托咪定注射液	扬子江药业	精神麻醉

资料来源：医学药视网，天风证券研究所；注：以销售额计

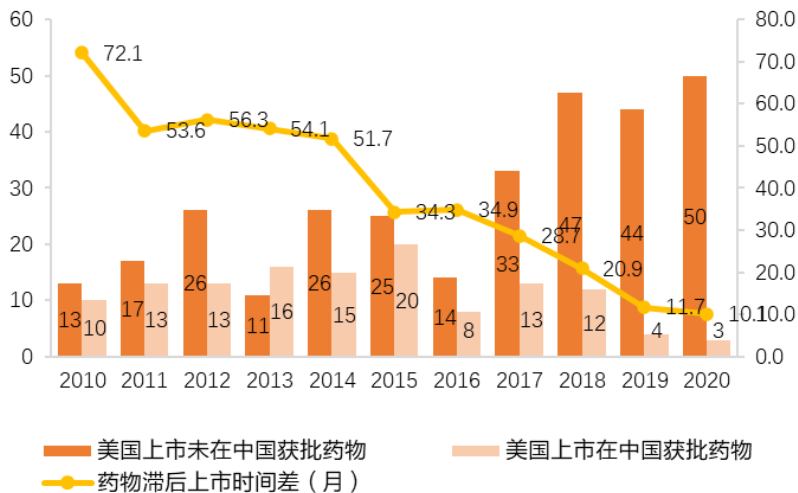
监管政策：审批与纳入医保加快，创新药放量显著加速

创新药国内外上市滞后平均时间缩短



资料来源：德勤，天风证券研究所

美国上市新药仍有较多未在国内上市



资料来源：GBI，天风证券研究所

创新药更快纳入医保谈判

2018年8月17日《关于发布2018年抗癌药医保准入专项谈判药品范围的通告》

2018

12家企业的18个品种纳入本次抗癌药医保准入专项谈判范围

2019年4月19日《2019年国家医保药品目录调整工作方案》

2019

2018年12月31日前注册上市的药品

2020年8月17日《2020年国家医保药品目录调整工作方案》

2020

2015年1月1日至2020年8月17日批准上市的新通用名药品/新适应症

2020年12月28日《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2020年)》

2020年8月17日前上市的16种药品纳入调整范围

2021年6月30日《2021年国家医保药品目录调整工作方案》

2021

2016年1月1日至2021年6月30日批准上市的新通用名药品/新适应症

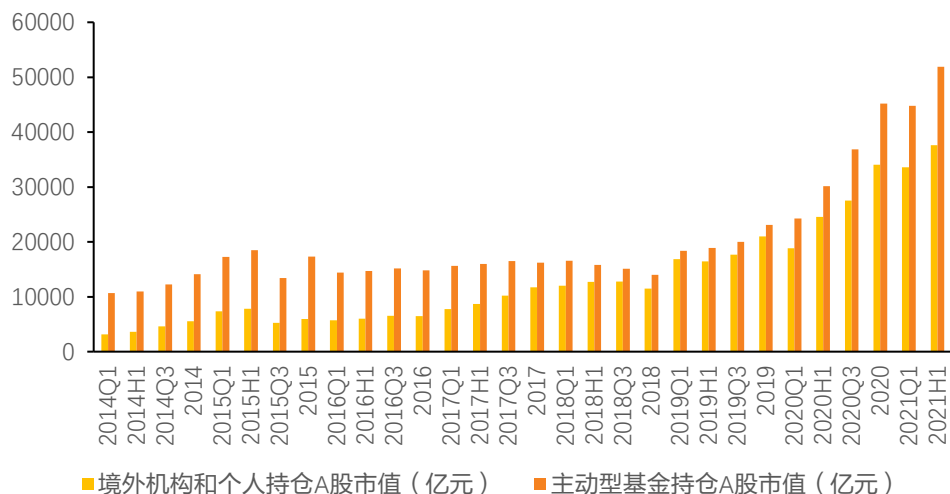
资料来源：医保局，天风证券研究所

资本市场：外资在医药行业持股增加

图：A股全球化进程

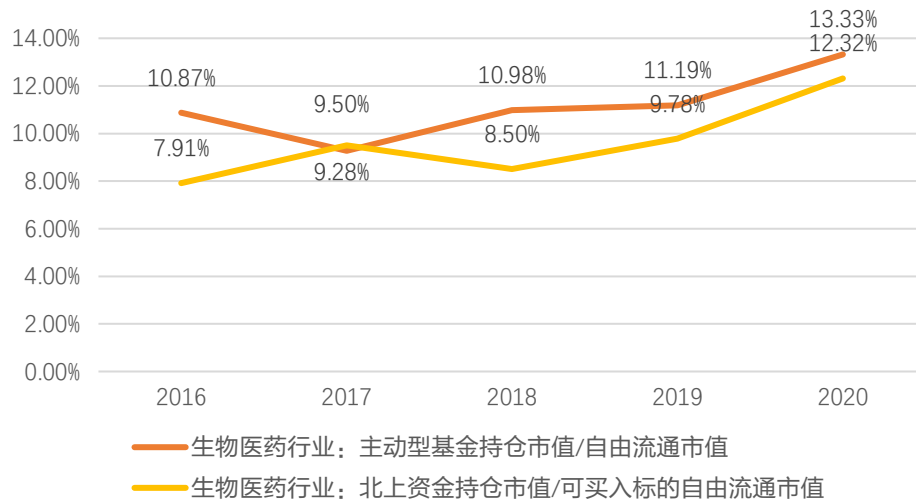


外资与主动型基金投资A股规模逐渐接近



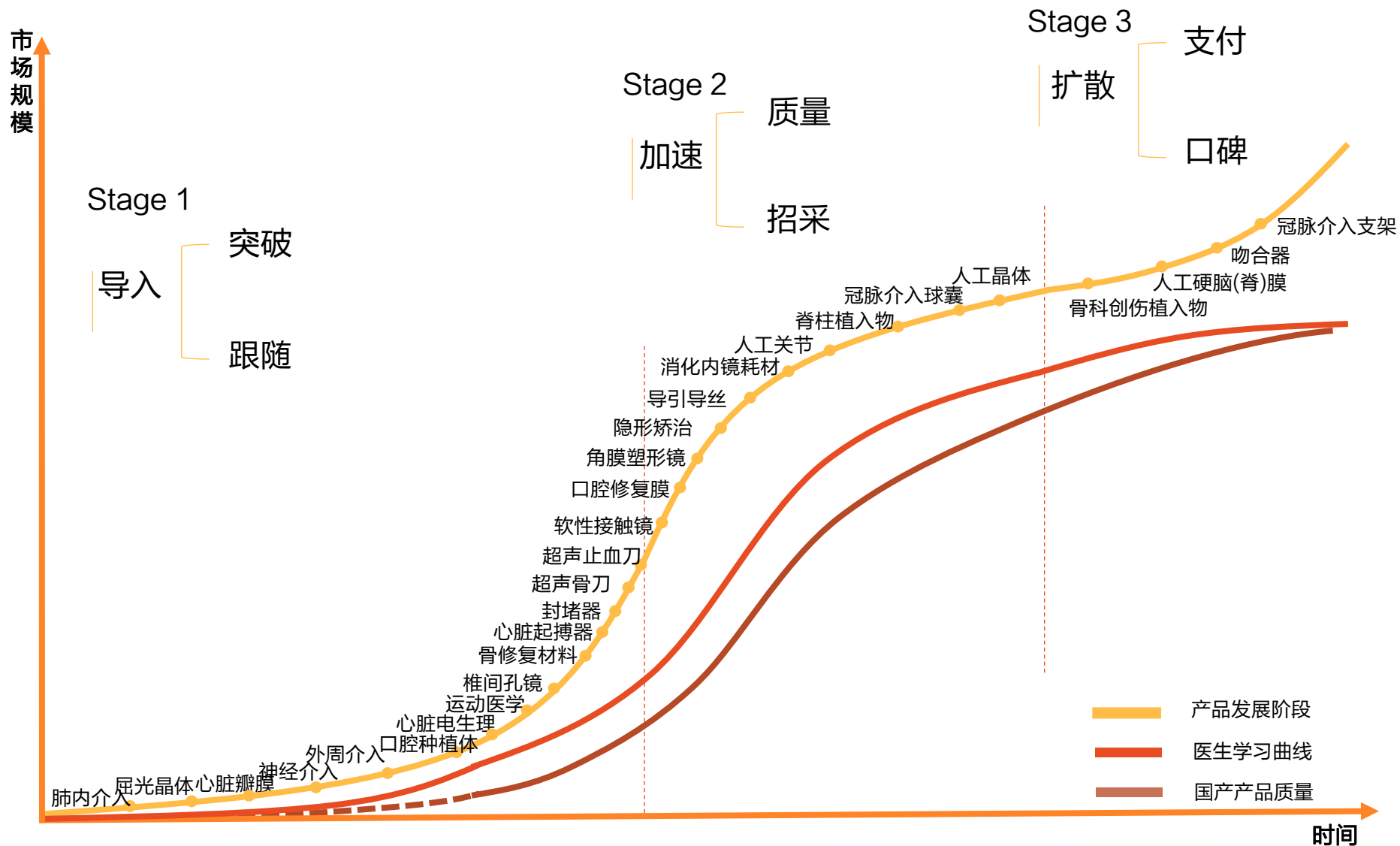
资料来源：Wind，天风证券研究所；注：主动型基金包括股票型、偏股混合型、灵活配置型基金

生物医药行业外资持股比例不断提升



资料来源：Wind，天风证券研究所；注：主动型基金包括股票型、偏股混合型、灵活配置型基金

医生学习曲线：爬升速度显著加速（以医用耗材为例）



目录

- 1、行业总览：整体呈上升趋势
- 2、创新药产业链：新药放量加速，研发投入持续加大
- 3、医疗服务：供需矛盾驱动行业持续高景气
- 4、消费医药：支付改善驱动美好生活向往
- 5、医疗器械：创新和消费升级是主旋律
- 6、疫苗：新冠疫情带来中长期机会
- 7、连锁药店：行业集中度提升是主旋律
- 8、血液制品：稳健的医药资源品

国家药品集采规则逐步完善，制度化、常态化开展

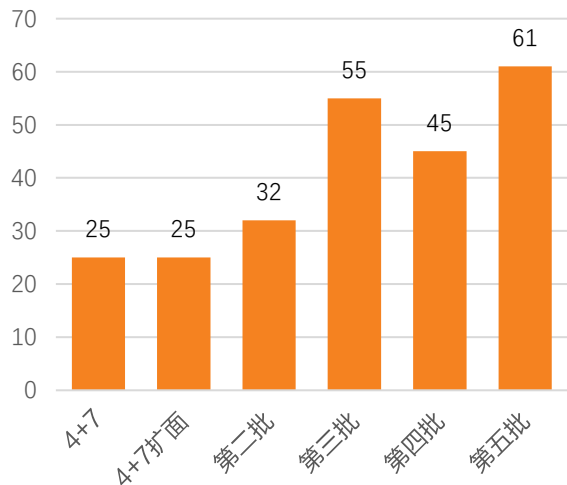
□ 自2018年以来，国家药品集采已开展五批六次，相关规则不断完善。尤其近几批集采规则对比来看，基本框架已然确定，只有细节微调，比如：1) 纳入国家集采的品种基本已有 ≥ 3 家企业可以申报，以保证相对充分的竞争；2) 差额中选并有1.8倍熔断机制，同时最多入围企业数增加到不超过10家，以保障合理且可接受的降价幅度；3) 采购周期和约定采购量与中选企业数挂钩，以适应不同的竞争格局等。国家集采逐渐制度化、常态化。

	第一批第一轮	第一批第二轮	第二批	第三批	第四批	第五批
地区范围	4+7城市	25省份	全国	全国	全国	全国
采购品种数	31 (6个流标)	25 (4+7中标品种)	33 (1个流标)	56 (1个流标)	45	62 (1个流标)
申报企业资质	原研、参比制剂、通过一致性评价的仿制药品、按化学药品新注册分类批准的仿制药品	原研、参比制剂、通过一致性评价的仿制药品、按化学药品新注册分类批准的仿制药品、纳入《中国上市药品目录集》的药品				
采购周期	12个月	中选 ≤ 2 家，则1年 中选3家，则2年	中选1家，则1年 中选2/3家，则2年 中选 ≥ 4 家，则3年	中选1/2家，则1年 中选3家，则2年 中选 ≥ 4 家，则3年 注射剂品种无论中选家数采购周期均为1年		中选1/2家，则1年 中选3家，则2年 中选 ≥ 4 家，则3年 未再单独区分注射剂品种
竞标时间	2018年12月6日	2019年9月24日	2020年1月17日	2020年8月20日	2021年2月3日	2021年6月23日
中选企业数	1家	不超过3家	不超过6家，大体N-1家入围	不超过8家，大体N-1家入围	不超过10家，大体N-2家入围	
中选规则	预中选：报价最低企业进入议价谈判确认过程； 拟中选：申报企业数 ≥ 3 家，则预中选=拟中选；否则比较降幅； 流标：不参加或不接受议价谈判的企业	拟中选：报价最低的 ≤ 3 家企业	以采购品种目录中同品种最小规格作为代表规格，按药品差价规则折算出单位可比价，单位可比价由低到高确认入围企业及顺位 拟中选企业符合以下条件之一： 单位可比价 \leq 同品种最低单位可比价的1.8倍； 单位申报价降幅 $\geq 50.00\%$ (以最高有效申报价为基数) 单位可比价 ≤ 0.1000 元			
约定采购量	各地区报量=约定采购量	首年以各地区报量作为基数，次年以首年实际采购量作为基数，确定约定采购量 中选1家，则50% 中选2家，则60% 中选3家，则70%	首年以各地区报量作为基数，确定约定采购量 中选1家，则50% 中选2家，则60% 中选3家，则70% 中选 ≥ 4 家，则80%	首年以各地区报量作为基数，确定约定采购量 中选1家，则50% 中选2家，则60% 中选3家，则70% 中选 ≥ 4 家，则80% 其中抗生素品种约定采购量各相应减少10%		
区域供应	4+7城市	拟中选企业按报价由低到高依次交替确认供应地区，每个企业每次选择一个地区	报价最低企业优先选择一个区域，之后从报价最低企业开始按照报价由低到高依次交替确认剩余地区，每个企业每次选择一个地区			

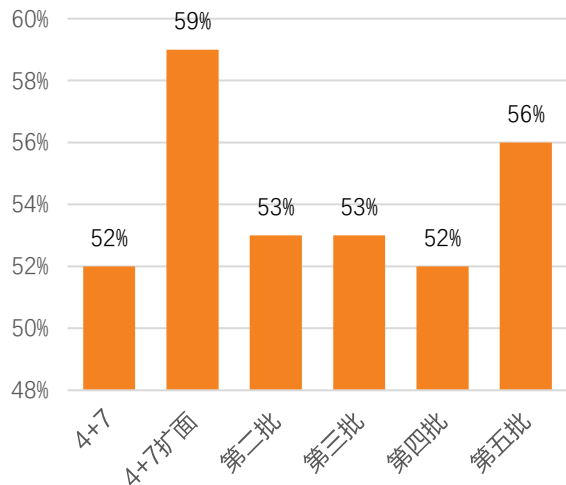
集采降价水平基本稳定，涉及品种规模大幅增加

- 根据医保局数据，目前药品国家带量采购共纳入218个品种，临床使用的化学药品大概490种，即已有约44%的品种纳入集采；五批带量采购共涉及金额2200亿元，占公立医疗机构全部化学药品采购金额的30%。
- 从历次带量采购情况来看，整体降价水平基本稳定在55%左右，但纳入集采的品种数目在不断增加，对应的市场规模也不断增加。以约定采购量*最高有效申报价计算，第五批62个纳入品种集采前对应的市场规模约为562亿元。

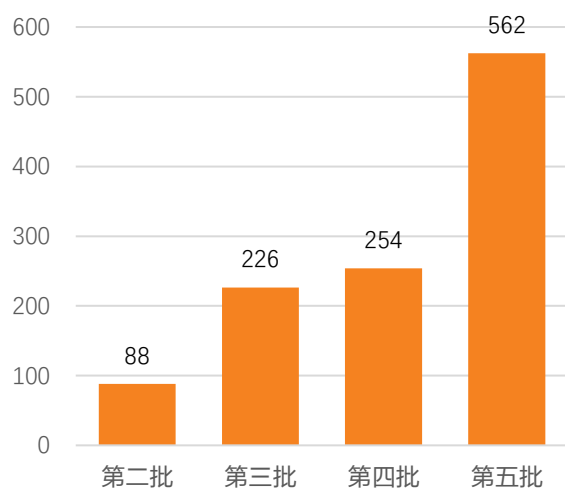
中标品种数



平均降幅



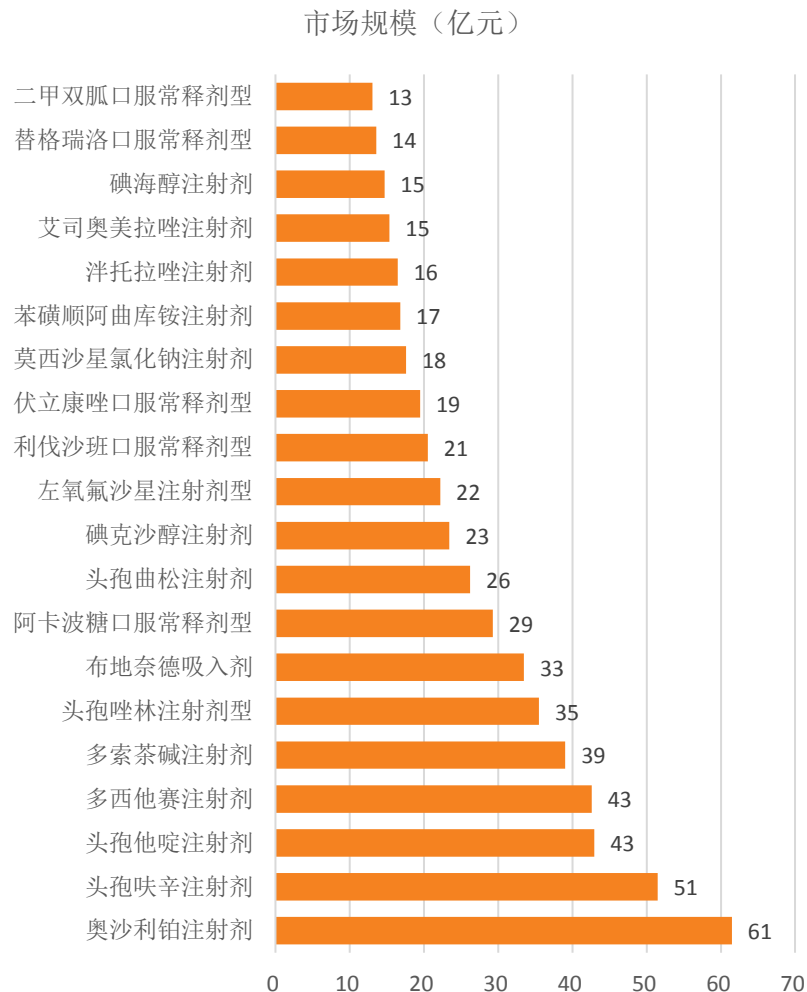
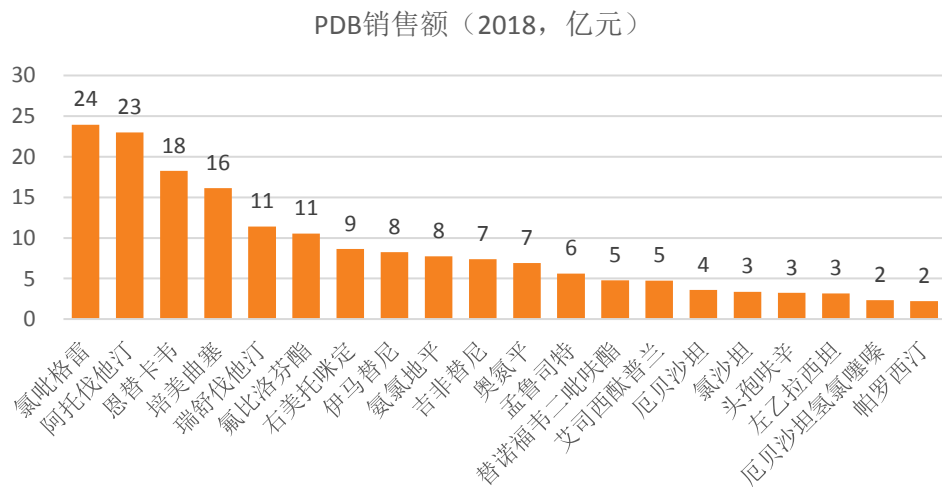
集采前对应规模（亿元）



多个大品种已经纳入集采

□ 2018年4+7及2019年4+7扩面中中选的25个品种以大品种为主，PDB样本医院销量超过2亿元的有20个，若以放大5倍计，则这些品种实际销售额可能超过十亿元。

□ 自第二批起，医保局开始公布最高有效申报价，若以最高有效申报价*首年约定采购量来估算品种对应市场规模，则有30个品种（第二批到第五批共采购193个品种）市场规模超过10亿元；市场规模前20的品种中，有14个为注射剂，其中奥沙利铂注射剂以61亿元的市场规模排在第一位。

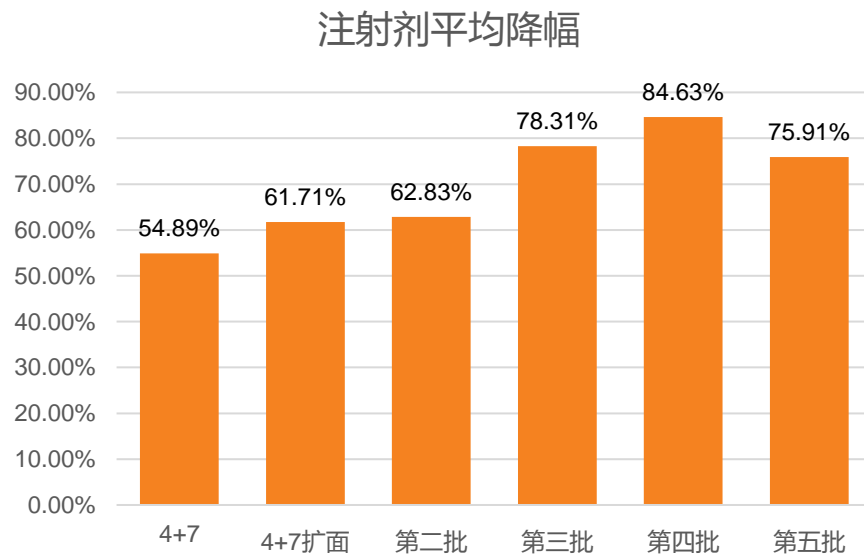
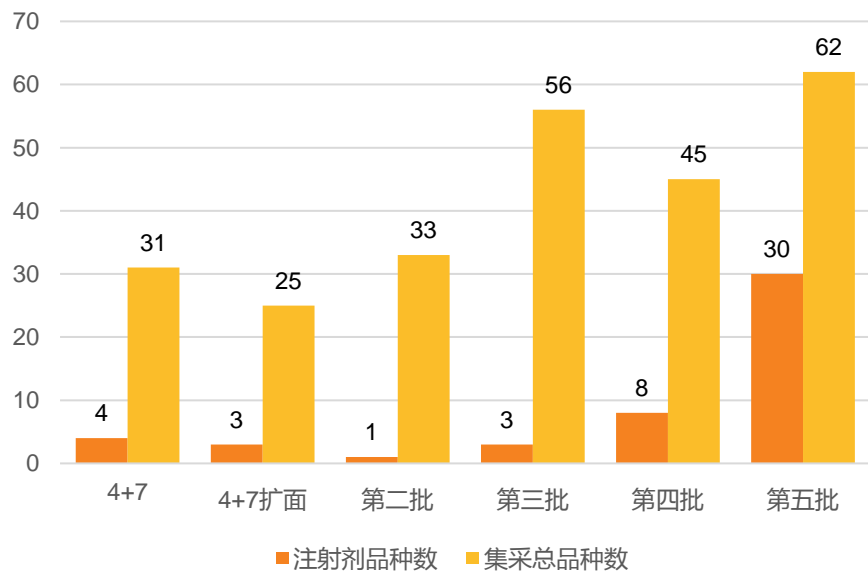


资料来源：上海阳光医药采购网，国家医保局，PDB，天风证券研究所

药品集采正式进入注射剂时代

□ 自2020年5月相关技术要求文件正式发布后，注射剂一致性评价开始加速，并逐步在集采中开始反映：

- 1) 集采注射剂品种数增加：4+7扩面共涉及3个注射剂、第二批1个注射剂、第三批3个注射剂、第四批8个注射剂、第五批30个注射剂；
- 2) 参与企业数增加：4+7及扩面时每个注射剂品种基本只有1-2个企业竞标，第二批1个品种有4个企业竞标，第三批单品种最多有5家企业竞标，第四批有2个品种已分别有16家企业竞标，第五批已有多个品种有10家以上企业竞标；
- 3) 竞争激烈，降幅加大：注射剂品种的平均降幅在4+7时为54.89%、4+7扩面为61.71%、第二批为62.83%、第三批为78.31%、第四批为84.63%、第五批为75.91%；并且第二-四批降幅为相对于最高有效申报价，预计实际降幅更大。随着更多注射剂品种一致性评价落地，预计注射剂将继续作为集采主力值得关注。



资料来源：上海阳光医药采购网，国家医保局，天风证券研究所

集采展望：预计2022-2023年为化药集采高峰，非化药集采积极探索将是主要方向

- 预计重点品种2022年基本均将有企业通过。
- 集采有加速趋势，预计2022-2023年为化药集采高峰，整体可能持续、常态开展。
- 非化学药集采积极探索，预计将是后续的政策主要方向。

国家集采制度化、常态化

针对已过评化学药，尤其是符合申报条件企业数 ≥ 3 的品种

- 自4+7试点以来，国家带量采购已开展五批六次，整体规则依然完善，预计后续随着一致性评价的进展常规开展；
- 口服固体制剂品种的集采已相对充分，注射剂自2020年5月出台正式的技术要求后，预计后续将加速审评和通过，集采进程也有望相应加快。



地方探索方兴未艾

主要针对未过评品种，包括化药、中成药、生物类似物、胰岛素

- 河北、江西、山东等多个地区已经开展针对未过评品种的集采试点；

政策已由外部冲击转为内生假设

▣ 化学药国家集采制度化、常态化，对二级市场而言已从外部冲击演变为内生假设。

申万化学制剂指数



资料来源: wind, 天风证券研究所

创新药政策体系逐步完善

研发准入

- 2015年7月，《关于临床试验数据核查公告》发布，药品研发准入体系的建立，创新药研发进入新时期；
 - 1) 核查临床实验数据，规范临床试验标准
 - 2) 1622个申报项目，撤回和不予批准1277个
- 2021年7月，《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》公开征求意见，药品研发体系进一步完善，肿瘤药科学有序开发
 - 1) 临床试验指导原则发布，规范临床研发
 - 2) 以临床价值为导向，以患者需求为核心

医保准入

- 2018年5月，国家医保局成立，医保准入体系建立，创新药医保谈判准入更为规范
 - 1) 统筹推进“医保、药品、医疗”三医联动改革
 - 2) 整合其他部委医保相关职能，统一组织制定和调整药品、医疗服务价格和收费标准

销售准入

- 2019年3月，《2019年国家医保药品目录调整工作方案（征求意见稿）》印发，医院（零售）准入体系建立，医保谈判进入常态化
 - 1) 价格较高或对医保基金影响较大的专利独家药品应当通过谈判方式准入
 - 2) 同年8月，确定了128个拟谈判药品

创新药企业热门靶点布局

	TNF- α	PD-1	PD-L1	HER2	CD20	CD47	VEGF	EGFR	IL-17	IL-4R α
恒瑞医药	已上市	已上市	已上市	已上市	临床申请中	临床申请中	已上市	已上市	临床申请中	
百奥泰	已上市	临床申请中		临床申请中	临床申请中		临床申请中		临床申请中	
绿竹生物	临床申请中						临床申请中			
双鹭药业	临床申请中			临床申请中			临床申请中			
东阳光	临床申请中						临床申请中			
海正生物	已上市									
和铂医药	临床申请中									
嘉和生物	临床申请中	临床申请中		临床申请中	临床申请中		临床申请中			
康宁杰瑞	临床申请中		临床申请中	临床申请中						
三生国建	已上市	临床申请中		已上市	临床申请中		临床申请中	临床申请中	临床申请中	临床申请中
复旦张江	临床申请中									
君实生物	临床申请中	已上市	临床申请中					已上市	临床申请中	
赛金生物	已上市									
神州细胞	临床申请中	临床申请中			临床申请中		临床申请中	临床申请中		
通化东宝	临床申请中									
海正药业	临床申请中		临床申请中	临床申请中	临床申请中					
信达生物	已上市	已上市	信达生物	临床申请中	已上市	临床申请中	已上市			
正大天晴	临床申请中	临床申请中	临床申请中	临床申请中	临床申请中		临床申请中	临床申请中		
丽珠单抗	临床申请中	临床申请中		临床申请中	临床申请中				临床申请中	
齐鲁制药	临床申请中	临床申请中	临床申请中	临床申请中			已上市	临床申请中		
华兰基因	临床申请中			临床申请中	临床申请中		临床申请中	临床申请中		
迈博药业	已上市	临床申请中	临床申请中	临床申请中				临床申请中		
智翔医药			临床申请中					临床申请中	临床申请中	
康方生物		临床申请中				临床申请中	临床申请中			临床申请中
百济神州		已上市	临床申请中	临床申请中						

已上市
 申报上市
 III期临床
 II期临床
 I期临床
 批准临床
 临床申请中



资料来源: insight, 各公司官网, 天风证券研究所

资本对创新药公司兴趣高涨

- 创新药领域倍受资本青睐，多家创新药公司登陆科创板或。多家创新药明星企业相继登陆科创板，在我们统计的范围内，首发募资总额在2亿~56亿之间，平均值13亿元；截至2021.08.03总市值在20亿~1700亿之间，平均值213亿元。多家创新药明星企业相继登陆港股，在我们统计的范围内，首发募资总额在0.2亿~132亿之间，平均值17亿元；截至2021.08.03总市值在2亿~2000亿之间，平均值254亿元。

表：部分科创板创新药企业概况

证券简称	上市日期	首发募集资金 亿元	总市值 亿元
科兴制药	2020-12-14	11.1	73.1
艾力斯-U	2020-12-02	20.5	126.5
三生国健	2020-07-22	17.4	124.0
艾迪药业	2020-07-20	8.4	85.4
君实生物-U	2020-07-15	48.4	572.7
神州细胞-U	2020-06-22	12.8	305.3
百奥泰-U	2020-02-21	19.7	120.4
泽璟制药-U	2020-01-23	20.3	166.9
特宝生物	2020-01-17	3.8	133.1

表：部分港股创新药企业概况I

证券简称	上市日期	首发募集资金 亿元	总市值 亿元
康诺亚-B	2021-07-08	29.7	148.0
和黄医药	2021-06-30	39.9	488.3
科济药业-B	2021-06-18	25.8	140.7
赛生药业	2021-03-03	18.1	67.5
和铂医药-B	2020-12-10	14.5	58.5
德琪医药-B	2020-11-20	24.1	80.9
荣昌生物-B	2020-11-09	39.1	405.6
药明巨诺-B	2020-11-03	22.5	66.1
先声药业	2020-10-27	31.2	201.4
云顶新耀-B	2020-10-09	35.2	150.9
嘉和生物-B	2020-10-07	27.3	55.6
再鼎医药-SB	2020-09-28	60.1	895.2
开拓药业-B	2020-05-22	17.0	253.2

表：部分港股创新药企业概况II

证券简称	上市日期	首发募集资金 亿元	总市值 亿元
康方生物-B	2020-04-24	27.1	346.3
诺诚健华-B	2020-03-23	23.6	316.6
东曜药业-B	2019-11-08	5.3	20.8
亚盛医药-B	2019-10-28	4.3	97.2
翰森制药	2019-06-14	79.6	1,402.7
基石药业-B	2019-02-26	21.9	148.1
君实生物	2018-12-24	31.2	413.6
信达生物	2018-10-31	33.7	972.0
华领医药-B	2018-09-14	7.8	35.4
百济神州	2018-08-08	61.7	1,960.1
歌礼制药-B	2018-08-01	27.3	26.8
三生制药	2015-06-11	41.3	138.3
复星医药	2012-10-30	32.2	1,582.5

医药企业大力投入研发

- 医药行业企业研发投入大。2019年研发费用排名前七的企业研发投入总额为107亿，占医药行业整体研发费用的25%，2020年上升到147亿，占比29%。
- 研发投入靠前的企业研发增长更快。医药行业整体的研发费用从2019年的429亿增长到2020年的513亿，同比增长19.7%；相比而言，研发费用排名前七的行业龙头的研发投入总额从2019年的107亿增长到2020年的147亿，同比增长37%。

表：2019年医药行业研发费用前七企业

序号	证券简称	研发费用（亿元）	增速
1	恒瑞医药	39.0	45.9%
2	复星医药	20.4	38.0%
3	科伦药业	12.9	45.3%
4	君实生物-U	9.5	75.8%
5	健康元	9.1	27.8%
6	海正药业	9.0	41.3%
7	信立泰	7.6	87.4%

表：2020年医药行业研发费用前七企业

序号	证券简称	研发费用（亿元）	增速
1	恒瑞医药	49.9	28.0%
2	复星医药	28.0	36.9%
3	君实生物-U	17.8	87.9%
4	康弘药业	16.8	484.1%
5	科伦药业	15.3	18.8%
6	健康元	10.7	18.3%
7	丽珠集团	8.8	20.6%

国产创新药销售增长快速，品种日益丰富

- **创新品种放量增加。**从我们统计的几家重点创新药公司来看，2020年商业化创新药品种放量迅猛。尤其PD-1单抗为恒瑞医药、君实生物、信达生物、百济神州带来较大收入贡献，收入体量在10亿+级别，其中信达生物、君实生物增幅均在100%以上。百济神州的BTK抑制剂泽布替尼在2020年迎来大幅增长（3914%），主要是由于2019年11月泽布替尼在美国获批上市，而在2020年6月于中国获批上市同时产生收入贡献。
- **商业化创新药管线日渐丰富。**就信达生物、百济神州来看，均有2020年新增上市创新品种。其中，2020年信达生物上市阿达木单抗类似物、利妥昔单抗类似物和贝伐珠单抗类似物，泽布替尼获得NMPA批准上市。重磅品种潜力持续拓展，其中，2021年信达生物信迪利单抗新增3项适应症；百济神州替雷利珠单抗新获批3项适应症，泽布替尼新增1项适应症，并有创新品种帕米帕利获批上市。

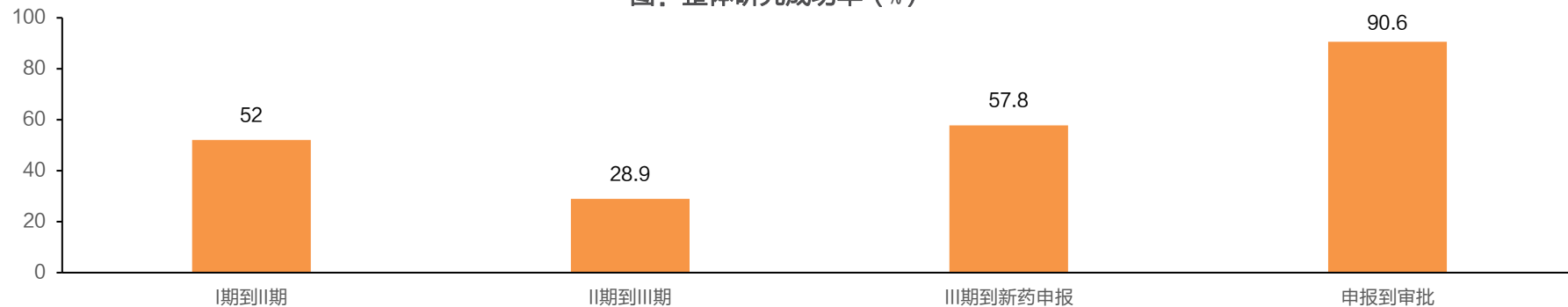
表：2020年重点创新药公司产品收入情况（百万元）

	恒瑞医药	信达生物	百济神州	君实生物	再鼎医药	贝达药业
主营产品1	抗肿瘤业务	达伯舒（信迪利单抗）	百泽安（替雷利珠单抗）	拓益（特瑞普利单抗）	则乐（尼拉帕利）	凯美纳（埃克替尼）
收入	15268	2290	1062	1003	209	未披露
增速	44%	125%	不适用	106%	385%	
主营产品2	麻醉业务	其它抗体药物	百悦泽（泽布替尼）		爱普顿（肿瘤电场治疗）	
收入	4591	78	271		107	
增速	-17%	不适用	3914%		158%	
主营产品3	造影剂		瑞复美（来那度胺）			
收入	3630		308			
增速	12%		-39%			

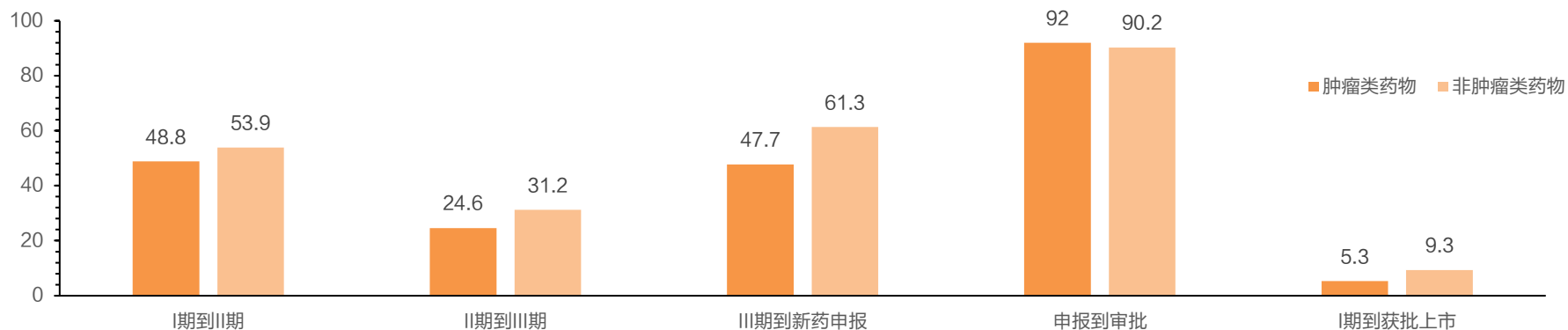
资料来源：公司财报，公司公告，天风证券研究所

创新药未来的机遇和挑战——科学风险的应对

图：整体研究成功率（%）



图：肿瘤与非肿瘤类药物研发成功率（%）对比



资料来源：Biomedtracker, 天风证券研究所

创新药未来的机遇和挑战——尚有相当大的未被满足治疗需求

□ 2020年中国的肝癌的新发人数占全世界肝癌新发病人数45%。

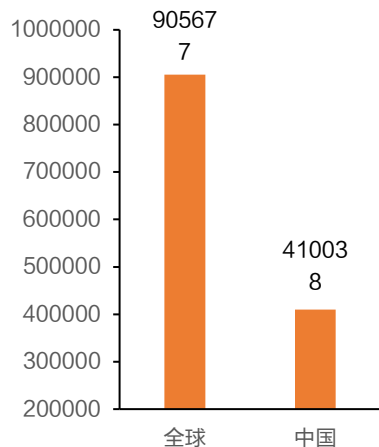
中国是肝癌易发国。目前中国获批肝癌适应症的靶向治疗药物有5种，一线用药仅有索拉非尼和仑伐替尼，其余均为二线治疗药物。

□ 索拉非尼是肝癌治疗的常用药，但是其客观缓解率仅2%，未满足的治疗需求较大。目前，苏州泽璟生物一种多靶点、多激酶抑制剂多纳非尼在一项II/III期临床试验中，与索拉非尼相比，OS延长近2个月（12.1 VS 10.3）。

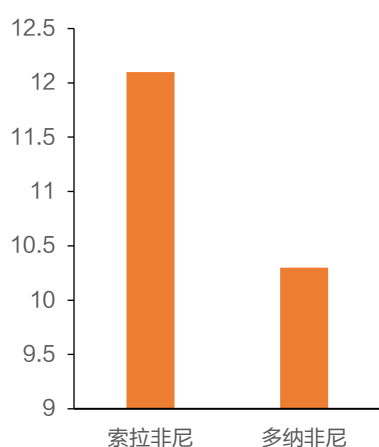
□ 中国的自免疾病。自身免疫病是一类以局部或全身性异常炎症免疫反应为特征的炎症免疫性疾病，主要包括类风湿关节炎、强直性脊柱炎、银屑病等。

□ 自免疾病给患者带来沉重的负担，尤其是中重症患者病情严重，需要更有效的治疗方法。RA患者可能跟致残，当患病时长超过15年，近2/3人致残。AS和PS患者也有严重的症状。

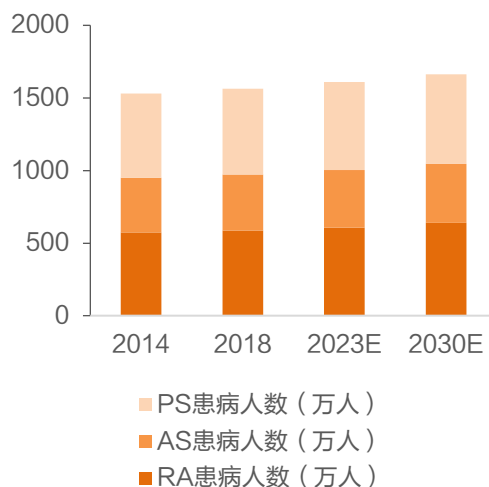
图：2020年肝癌新发人数



图：ZFDH3研究中OS的结果



图：中国三类自免疾病的患病人数



表：中重症自免疾病患者病情情况

疾病	患病时长/患者比例	严重时症状
RA	≥15年的患者	61.3%致残率
AS	1/3患者	复发性疼痛
PS	30%的患者	银屑病关节炎，部分关节变形和残废

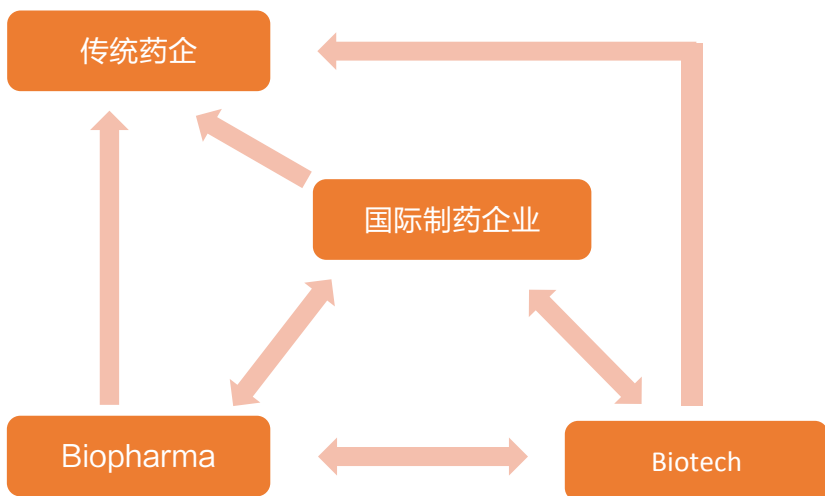
资料来源：药时代，治疗指南，天风证券研究所

注：RA=类风湿性关节炎，AS=强直性脊柱炎，PS=银屑病

创新药未来的机遇和挑战——传统Pharma和新兴Biotech的竞合

- **传统Pharma与新兴Biotech各具独特竞争力。**近年来，多项重点用药领域中接连诞生出多种新兴疗法。新兴Biotech基于对新靶点和新品种的快速推进，在建立自研产品管线的同时，以独特的技术优势、临床运营优势吸引多家国内龙头企业与之建立合作，达成了多项现象级合作；而传统Pharma则具备更优的渠道优势、成熟的产研销能力及可观的资金规模，可通过License in+自主研发等方式实现快速创新转型。
- **相辅相成，传统Pharma和新兴Biotech合作活跃。**在创新浪潮下，传统Pharma和Biotech的合作助力双方突破重围，以完善药物研发中从平台到商业化全过程，提高药物研发效率。方式不限于授权合作和合作开发等，这与海外企业成长模式相似。合作日渐丰富，商业化落地渐进。例如：正大天晴与康方生物共同开发AK105（PD-1单抗），恒瑞医药与瓊黎药业共同开发PI3K δ 抑制剂，均已成功向NMPA递交NDA申请。

图：国内创新药企业合作模式多元化

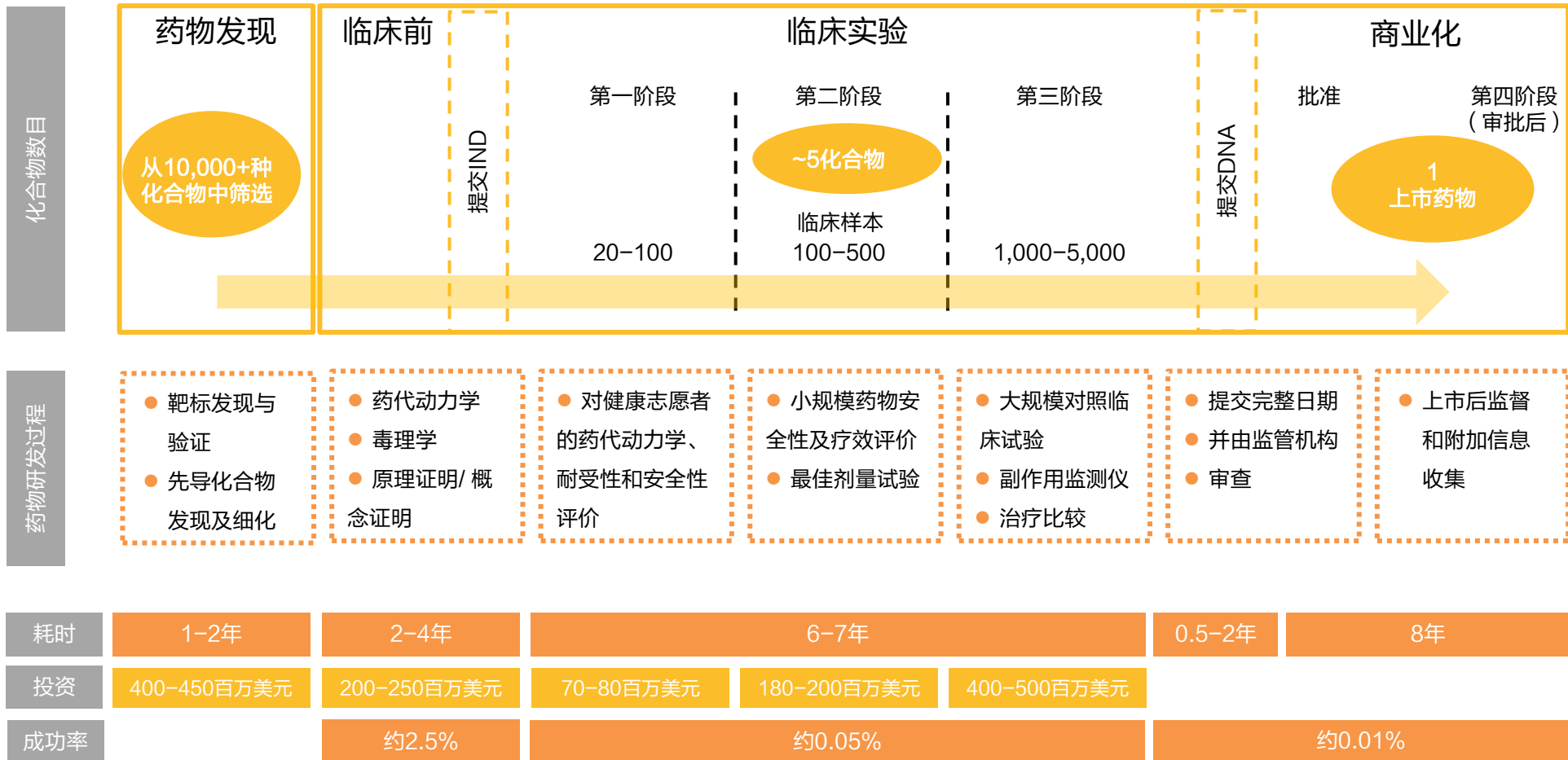


备注：箭头方向表示项目引入方向

表：近年达成的典型的合作项目

出让方	引入方	品种	靶点	疾病领域	合作内容
康方生物	正大天晴	AK105	PD-1	肿瘤	合资成立公司，分别占50%股权
瓊黎药业	恒瑞医药	Linperlisib	PI3K δ	肿瘤	认购瓊黎药业股份：2000万美元
康诺亚	石药集团	CM310	IL-4R α	呼吸	1.7亿元
亚盛医药	信达生物	HQP1351、APG-2575	BCR-ABL、Bcl-2	肿瘤	信达认购亚盛普通股：5000万美元
百济神州	诺华	替雷利珠单抗	PD-1	肿瘤	19.5亿美元
天境生物	艾伯维	TJC4	CD47	肿瘤	19.2亿美元
君实生物	Coherus	特瑞普利单抗	PD-1	肿瘤	5.3亿美元
再生元	再鼎医药	REGN1979	CD/CD20	肿瘤	1.9亿美元

CXO行业：创新药研发“三高一长” = 难度高 + 成本高 + 风险高 + 耗时长



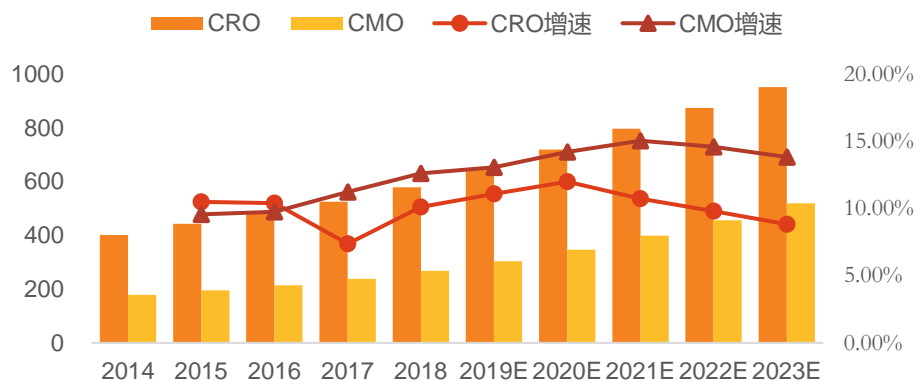
CXO行业：从药物发现到GMP生产，全方位赋能创新药研发



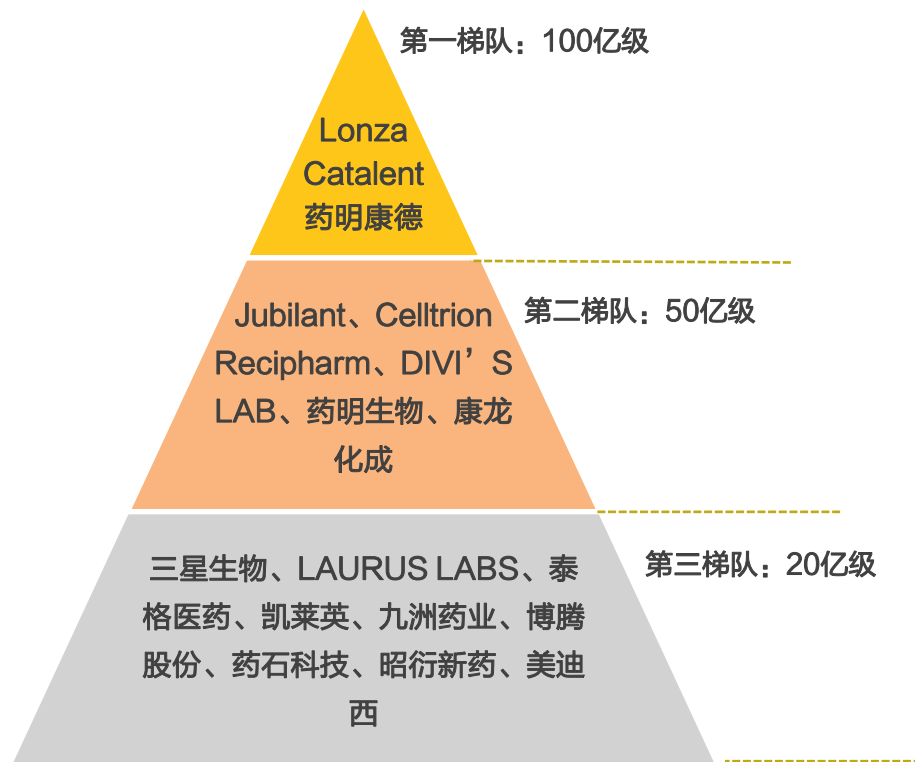
CXO行业：国内市场增速显著高于国际，国内企业竞争格局分散

国内CXO行业增速显著高于国际，国际市场增速维持在10-15%，国内市场增速范围为20%-30%。国内外CXO市场格局不同，国际CXO经过多年发展格局稳定且集中度较高，国内CXO处于快速发展阶段，具备进一步增长、整合的空间。

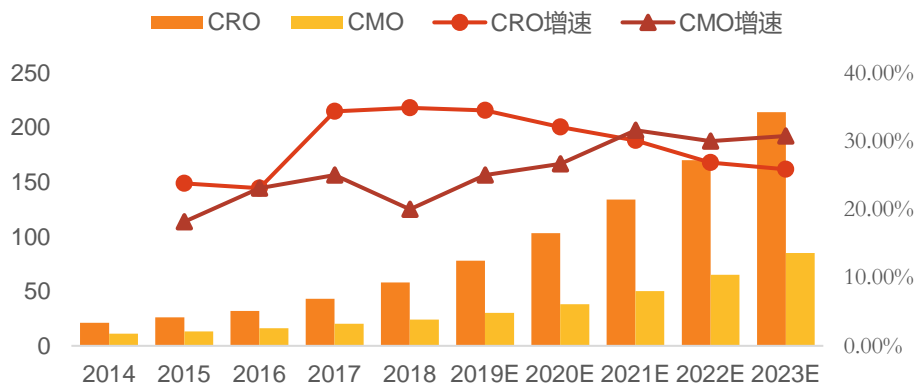
图：国际CRO/CDMO市场规模（亿美元）及增速



图：全球CXO公司营收规模格局，2020

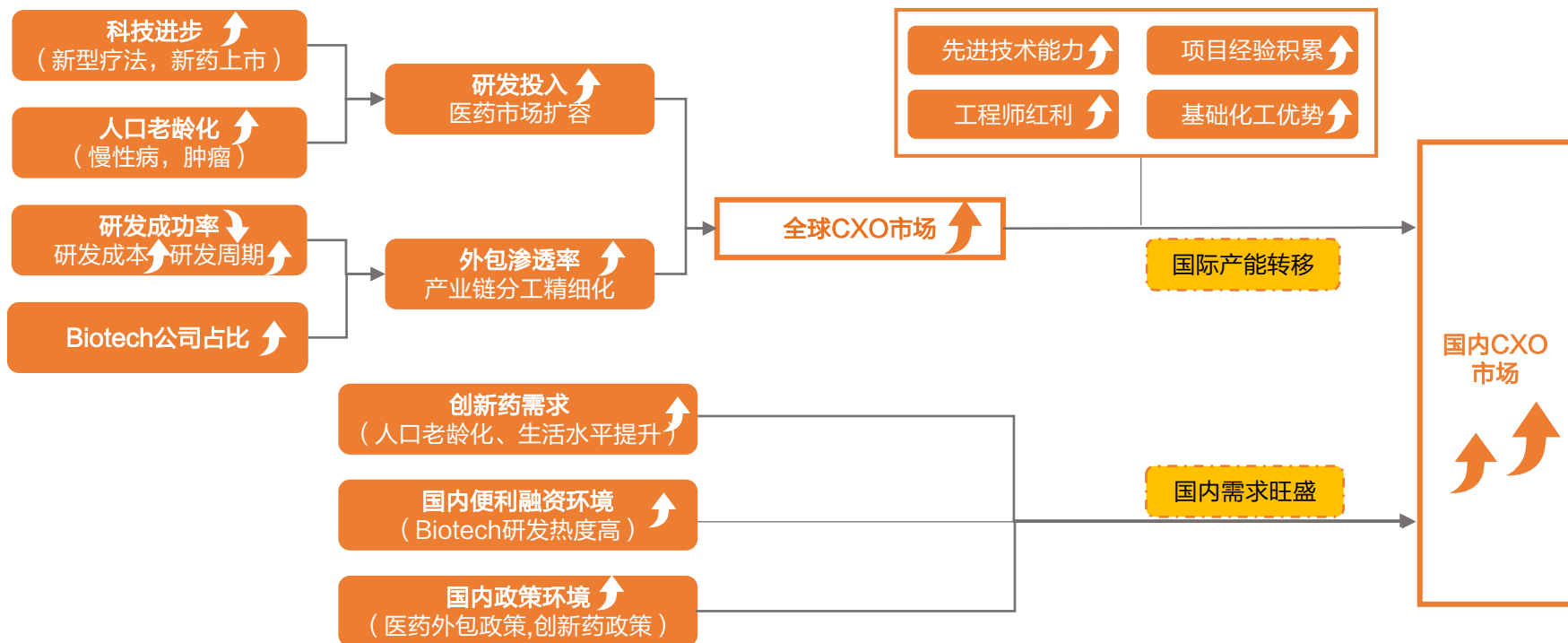


图：国内CRO/CDMO市场规模（亿美元）及增速



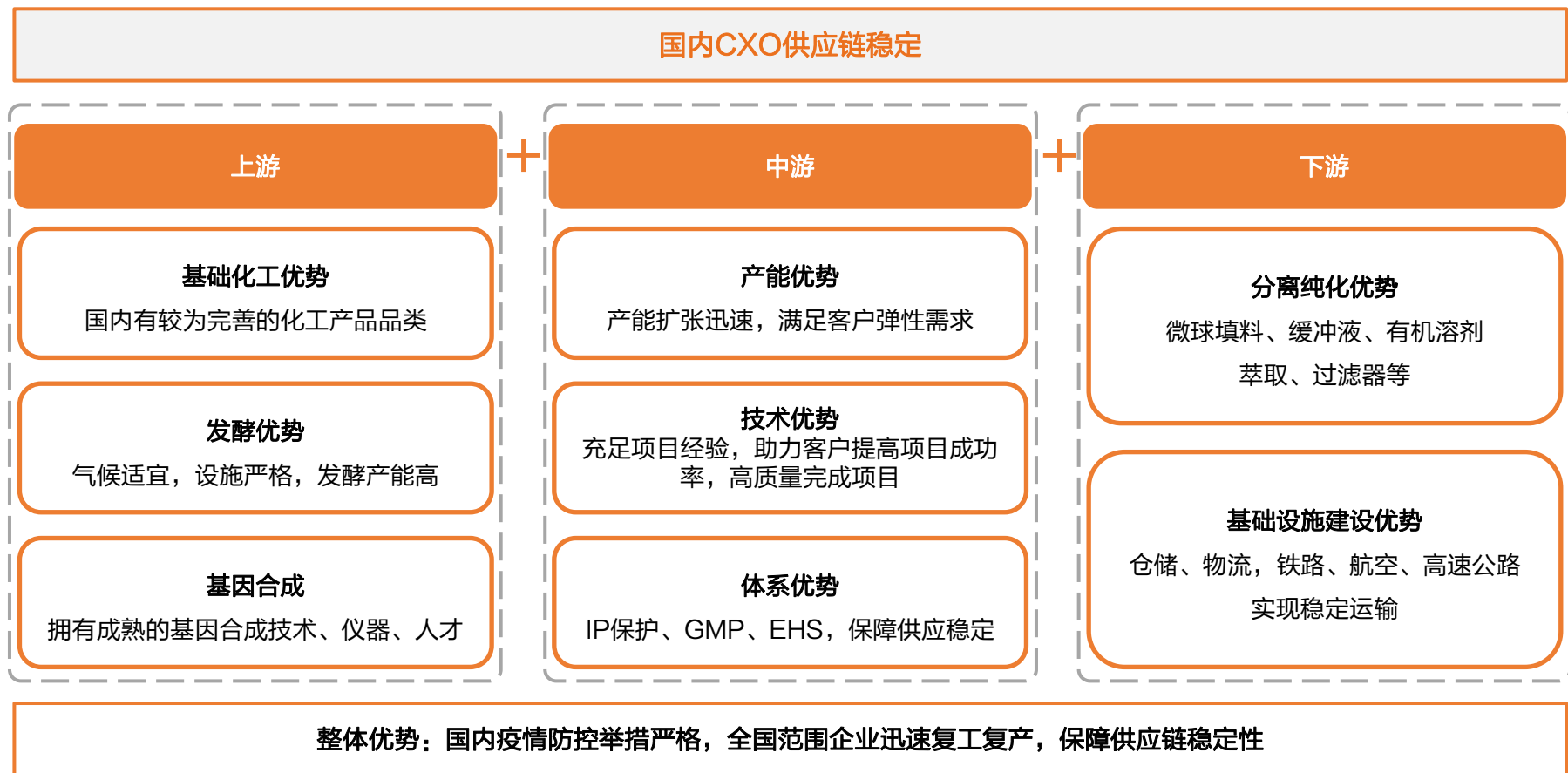
CXO行业：产能转移+本土创新，助力国内CDMO行业高景气度

- 从21世纪初期起，基于国内工程师红利、人力成本优势以及基础化工优势，国内CXO公司在承接国际医药外包订单过程中，逐步实现先进技术能力与项目经验的原始积累，国内CXO公司相比于欧美/日韩/印度等地区的竞争力愈发凸显，国际订单进一步向国内转移。
- 国内本土创新药在政策、资本双重驱动下掀起热潮，新药临床受理品种呈明显上升趋势，国内创新药企外包需求旺盛。产能转移与本土创新共同助力国内CDMO行业增速远高于全球。



CXO行业：上中下游协同，保障CXO供应链稳定

- 从上游原材料、仪器设备的稳定供应，到中游产能迅速扩张、技术能力优势、不断完善的专利制度与GMP管理体系，到下游分离纯化优势以及基础设施建设优势，CXO产业链上中下游协同，共同实现全球疫情期间稳定供应。



CXO企业竞争力：技术壁垒——助力药企降本增效

□ 通过长期、大量研发资本和人员投入获得的先进技术工艺是CXO企业核心竞争力之一：

□ 专业技术水平对研发成功率、研发效率和研发成本产生明显影响，创新药企倾向于与具有技术壁垒的CXO企业合作。Nice Insight对163家药企的702位受访者进行调研，三分之二的受访者表示CDMO企业的先进技术工艺对其具有很大的吸引力，先进技术工艺也是受访者选择与CDMO公司合作的首要原因。先进技术工艺需要大量的时间与资本投入，具有较高的时间壁垒，后进入者较难通过短期投入获得快速提升。

企业	技术平台	平台优势	降本增效
药明生物	WuXiBody	高度灵活性：允许几乎任何单抗连接建立双特异性抗体 根据项目需求，可以产生不同的价位格式	节约 6-18个月 的开发时间 生产成本降低 90%
	WuXia	高表达量：降低固定资产和单次生产成本 高稳定性：工艺开发与cGMP生产无缝衔接	2.5-6个月 时间可完成从DNA到IND申报 每年能开发60个项目
	WuXiUp	高产量：高密度和高活率细胞培养，获得超高产量 低成本：减少培养基使用量和填料使用量，降低成本	高达30-50克/升的表达量，是传统技术的 十倍以上 提供共计2万升以上产能支持商业化生产
合全药业 药明生物	ADC平台	简化开发过程：整合内部抗体、毒素和连接子开发技术，制备理想先导分子	年产能原液100千克 开发时间缩短一半
凯莱英	连续性工艺	安全、高效：提高对热效应的处理能力、增强混合能力和更大操作窗，开发出更安全、稳健的合成生产工艺	节省约 70% 的设备占地面积及人力，并减少约 50% 的生产成本及质检时长

企业竞争力：规模壁垒——灵活供应模式，匹配药企需求

- 拥有规模壁垒的CXO企业更能灵活满足药企需求：CXO企业的核心竞争力是服务创新药企研发、生产，从客户角度出发，客户会优先选择研发资源充足、生产资源充沛、能够及时稳定供应的供应商。
 - 产品在不同开发阶段所需服务资源不同，临床前研究过程中需要充足的实验室面积和研发人员匹配，临床期研究过程需要充足的临床人员团队，制备生产过程中需要充足的产能匹配。对于CRO行业来说，规模壁垒体现在实验室面积、动物房面积、研发人员数量、临床人员储备等方面，对于CDMO行业来说，规模壁垒体现在研发团队规模、cGMP生产产能等方面。

图：国内主要临床前CROs临床前设施

企业	成立年份	员工人数	临床前CRO设施
药明康德	2000	27272	大动物房74间，小动物房46间，计划新增87,000m ² 安评中心
康龙化成	2004	11012	2019年扩建3,500m ² 动物实验设施，2021年收购肇庆创药，开展实验动物养殖业务
昭衍新药	1995	1483	动物饲养管理设施32,000m ² ，拟扩建动物房约7,400m ² ，动物饲养及配套设施约9,000m ²
美迪西	2004	1642	动物饲养管理设施8,800m ² ，拟建设52,304m ² 临床前研究平台
睿智医药	2000	2657	拥有7,000m ² 动物房，拟租用6,743.46m ² 实验动物中心和综合楼

图：国内主要CDMOs生产产能

企业	成立年份	员工人数	生产产能
药明康德	2000	27272	合全药业产能合计约291,479m ² （原料药+制剂+多肽+小核酸）
凯莱英	1998	5477	预计2021年底反应釜体积约41400m ³
博腾股份	2005	2845	产能合计约1382m ³
九洲药业	1998	3586	瑞博台州2500m ³ ，瑞博苏州500m ³
药明生物	2014	6646	预计2021年底原液总产能达15万升

CXO企业竞争力：CRDMO服务体系——一站式服务高效助力创新药研发

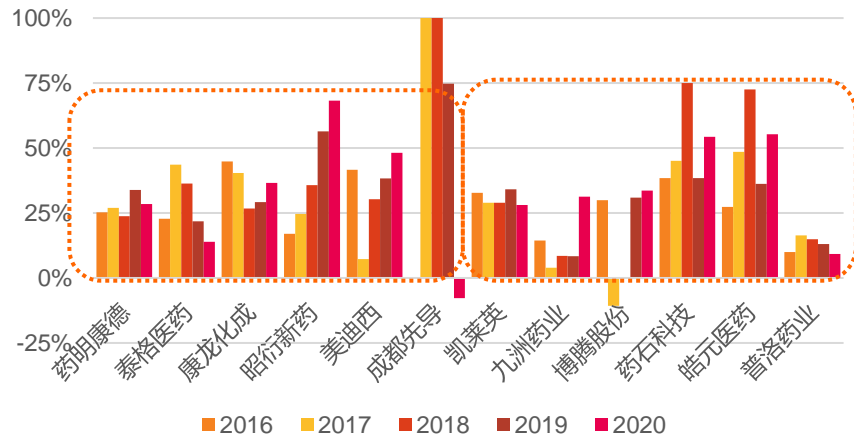
- CRDMO指同时具备CRO与CDMO服务能力的企业。外包服务过程中CXO企业与客户之间的信息透明度与沟通效率影响项目推进效果；在CRDMO“端到端”服务模式中，客户只需要与少量供应商合作，在合作过程中共同构建项目知识库，增加沟通效率，减少技术转移风险，实现高效项目流程执行的同时提升成本控制能力，增加药企对CXO企业的依赖。CRDMO一体化服务模式尤其对于中小型客户具有较大吸引力。
- CRDMO一体化服务模式通过CRO服务获取项目早期订单，介入客户研发管线，打开订单“流量入口”；早期研发阶段订单数量多，服务客户范围更广，同时打开客户“流量入口”；进一步借助CDMO平台优势，实现前端项目向后端导流，扩大商业化订单范围，扩展订单规模与客户服务深度。

图：细分龙头纷纷向上下游拓展，布局一体化服务

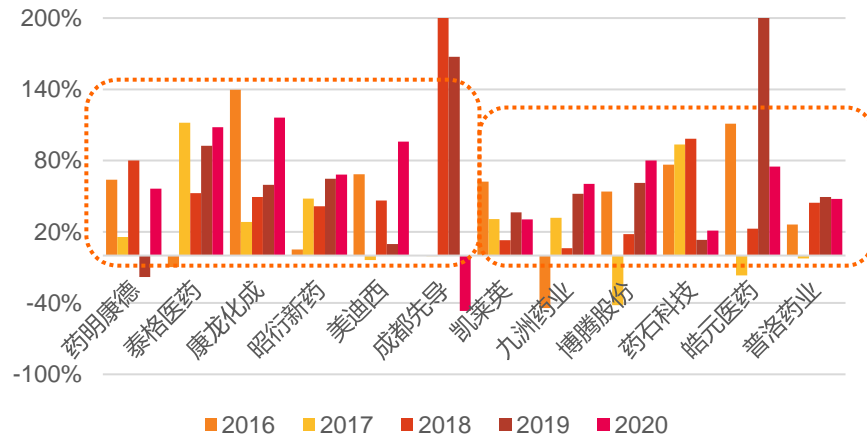
分类	研发外包服务						生产外包服务							
	阶段	药物发现	临床前	I 期临床	II 期临床	III 期临床	IV 期	药物发现	临床前	I 期临床	II 期临床	III 期临床	商业化	
药明康德														
康龙化成													布局	
泰格医药														
昭衍新药														
美迪西														
成都先导														
睿智化学														
药石科技													布局	
凯莱英			布局											
博腾股份									布局					
九洲药业									布局					
药明生物														

CXO企业基本情况：高景气度延续，整体利润增速超收入增速，CRO本科以上学历占比高

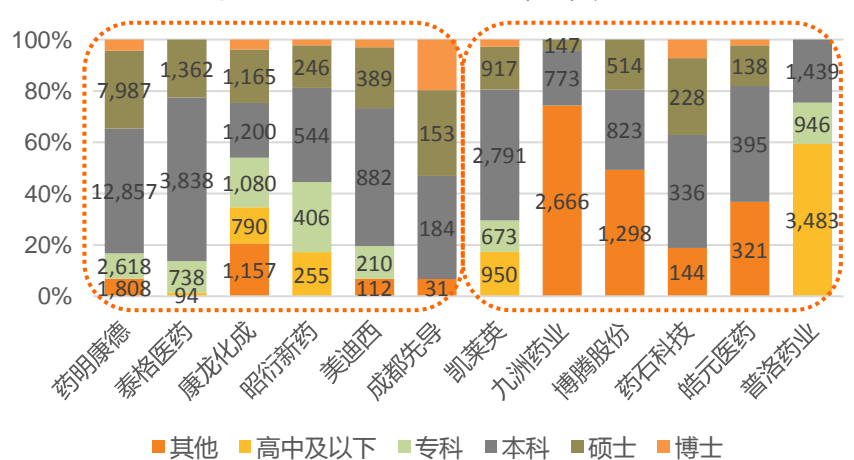
图：国内CXOs业绩增速（%），2016-2020



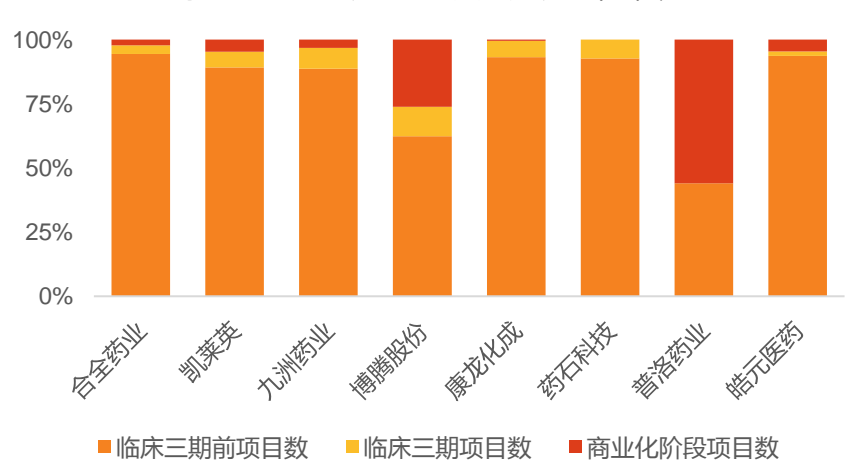
图：国内CXOs利润增速（%），2016-2020



图：国内CXOs员工学历构成（人），2020

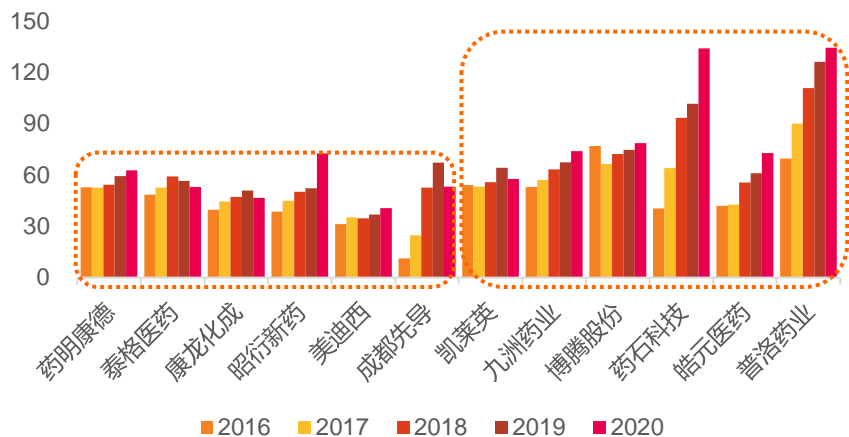


图：国内CDMOs项目储备构成及数量（%），2020

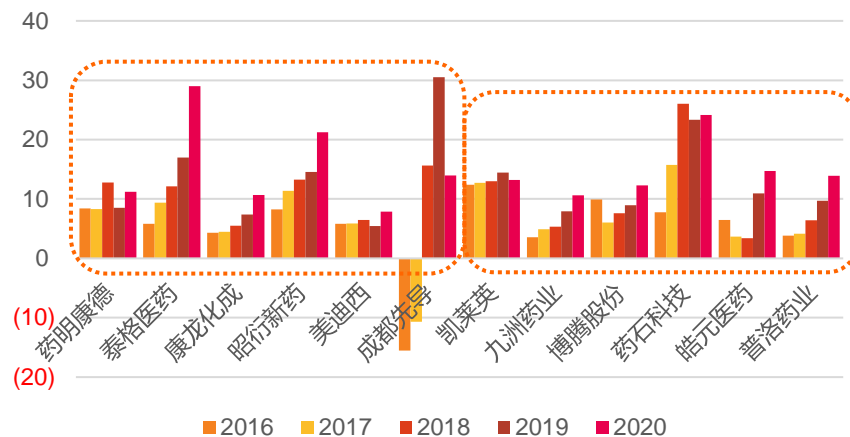


CXO企业创收能力：人均创收及人均创利逐年攀升，近两年ROE呈上升态势

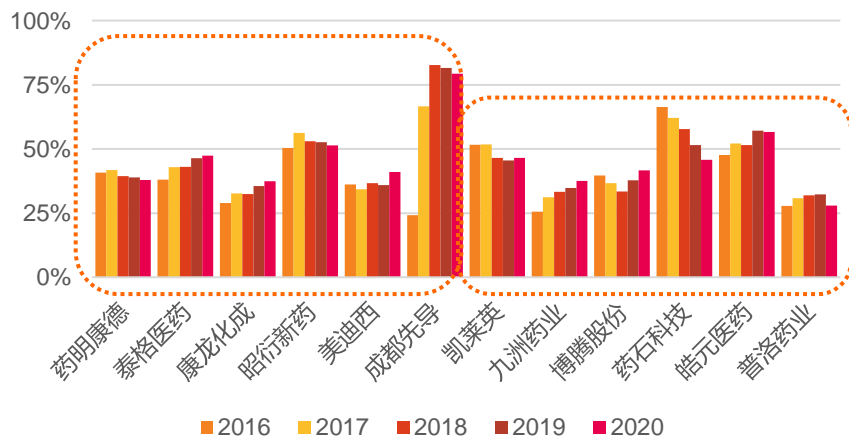
图：国内CXOs人均创收（万元人民币），2016-2020



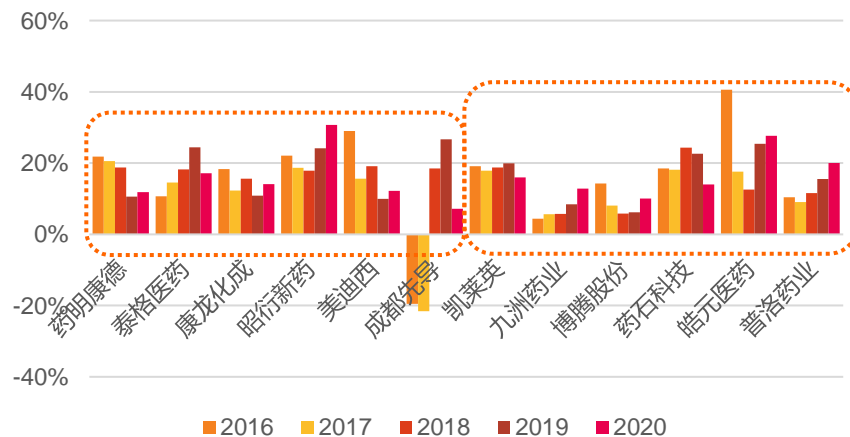
图：国内CXOs人均创利（万元人民币），2016-2020



图：国内CXOs毛利率（%），2016-2020

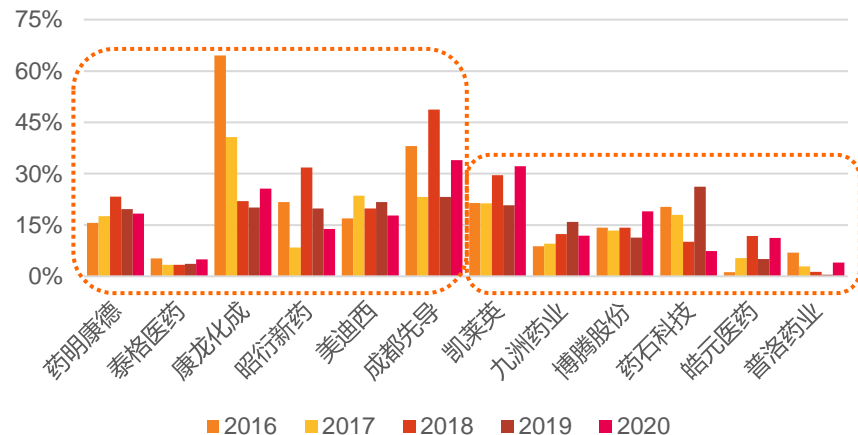


图：国内CXOs ROE（%），2016-2020

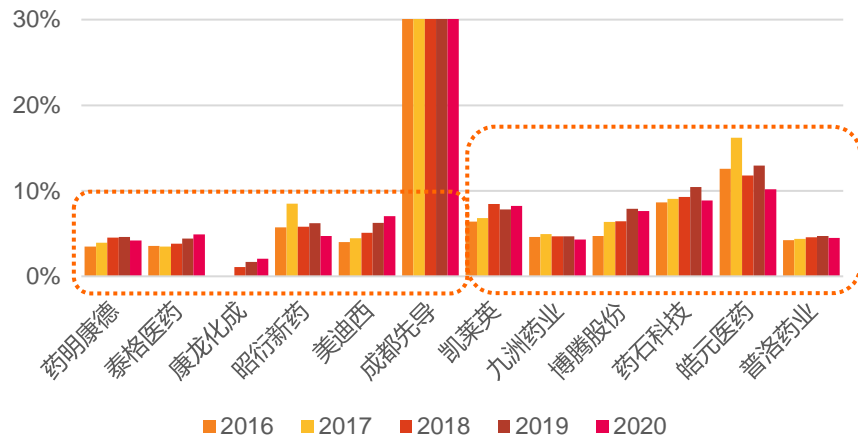


CXO企业成长能力：临床前CRO&CDMO资本开支占比高，CDMO研发投入占比略高

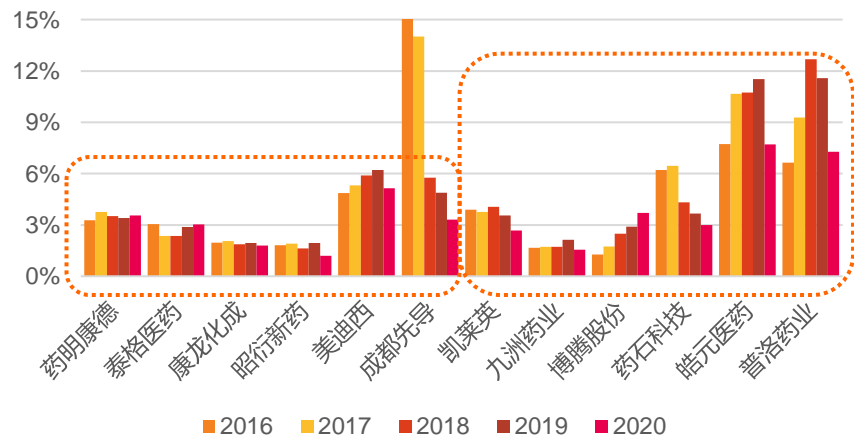
图：国内CXOs资本开支/营业收入（%），2016-2020



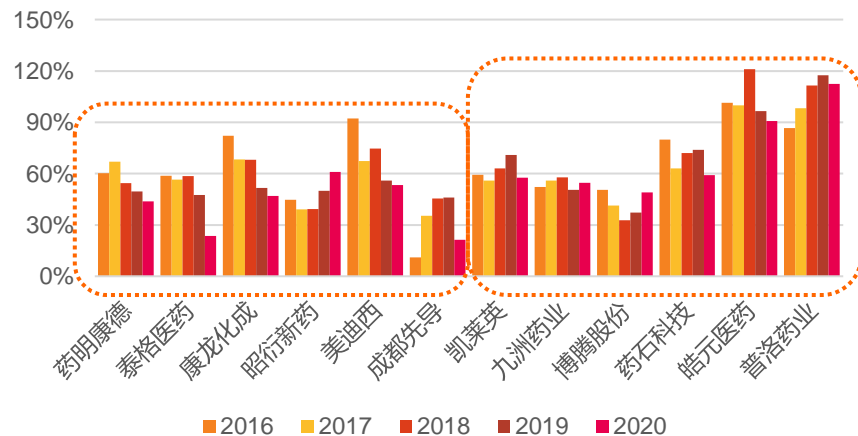
图：国内CXOs研发投入占比（%），2016-2020



图：国内CXOs销售费用率（%），2016-2020



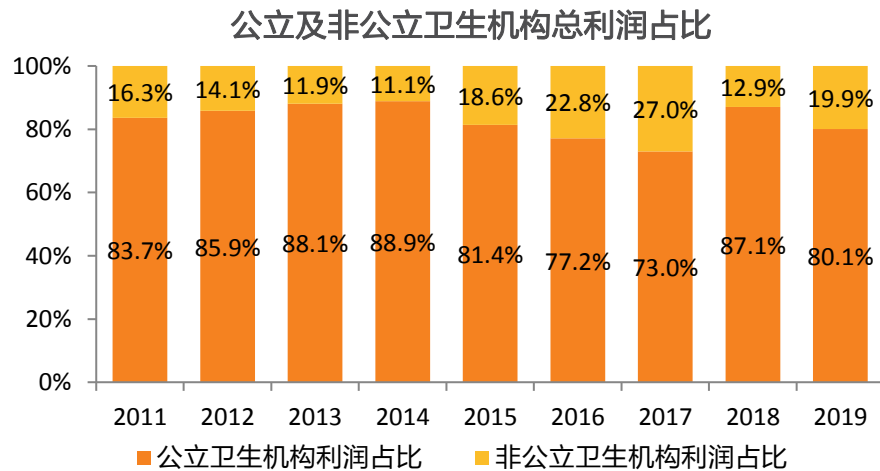
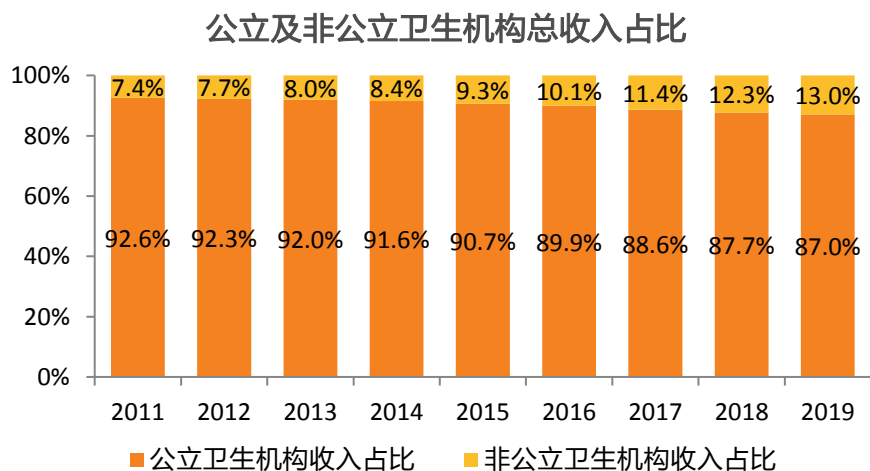
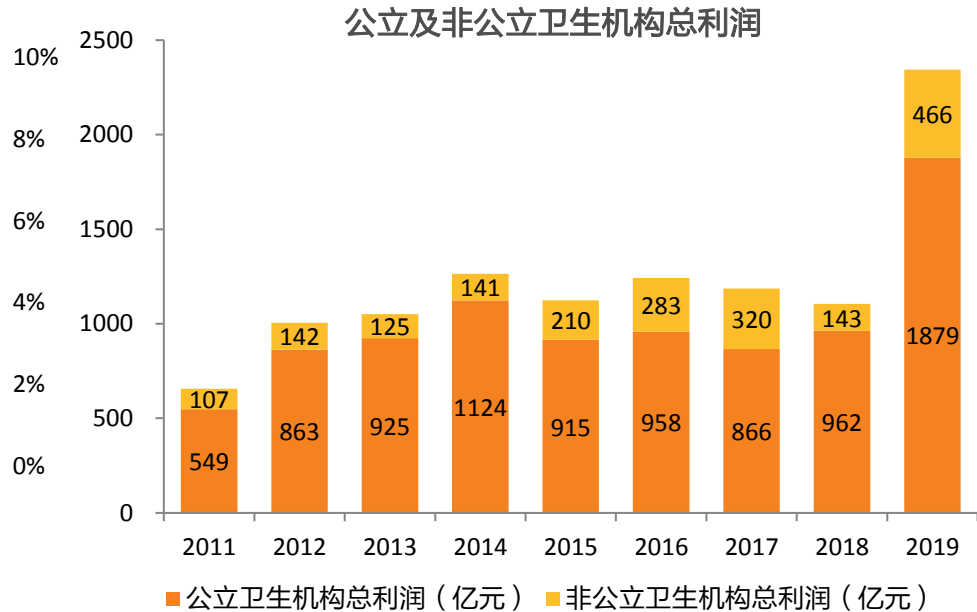
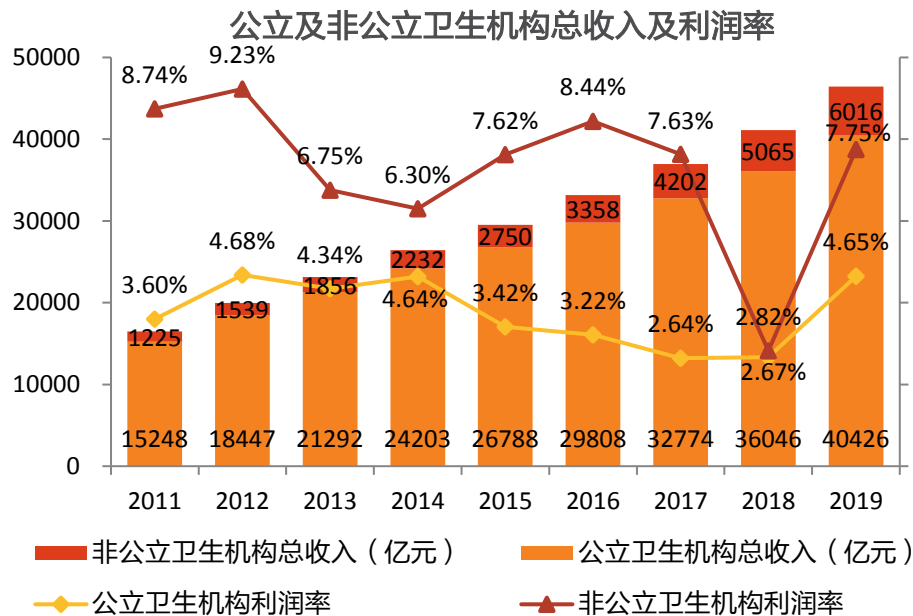
图：国内CXOs资产周转率（%），2016-2020



目录

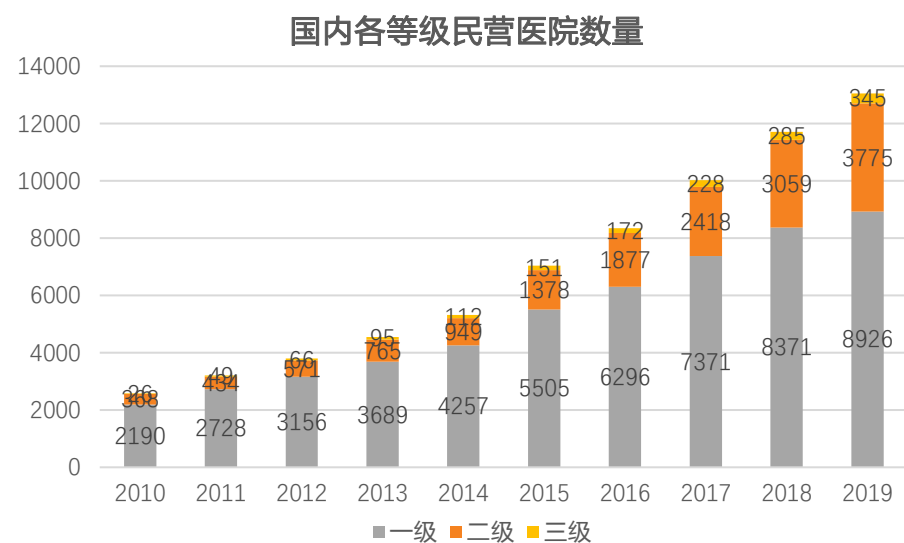
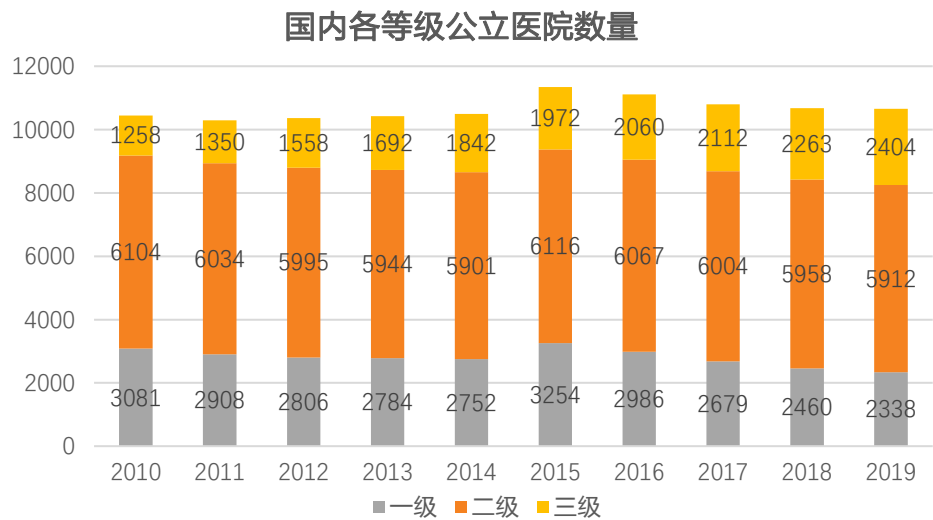
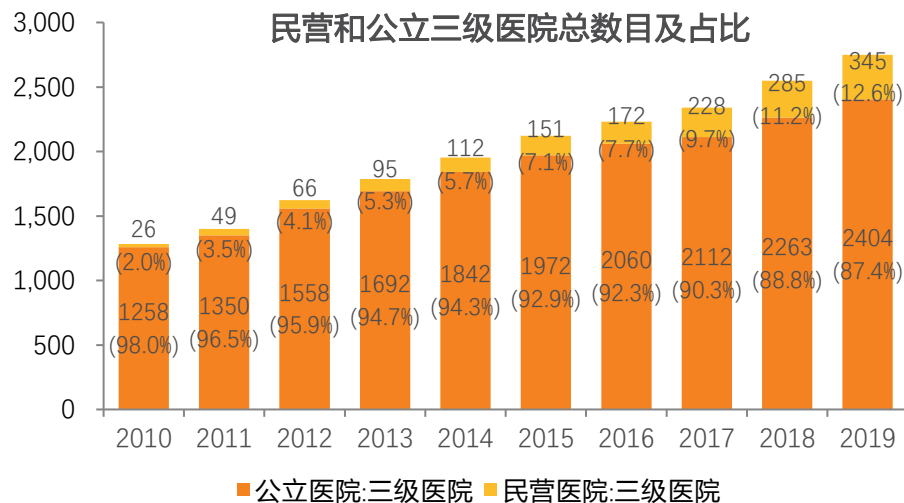
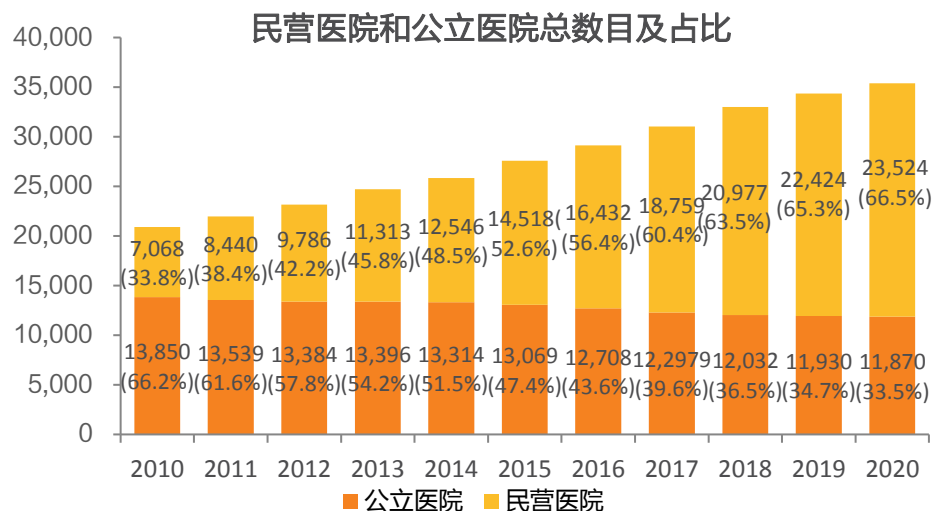
- 1、行业总览：整体呈上升趋势
- 2、创新药产业链：新药放量加速，研发投入持续加大
- 3、医疗服务：供需矛盾驱动行业持续高景气
- 4、消费医药：支付改善驱动美好生活向往
- 5、医疗器械：创新和消费升级是主旋律
- 6、疫苗：新冠疫情带来中长期机会
- 7、连锁药店：行业集中度提升是主旋律
- 8、血液制品：稳健的医药资源品

医疗服务：公立医疗机构为主导，非公医疗机构收入占比稳步提升



资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所

医疗服务：公立医院数量占三级医院主流，民营医院数量被误读



资料来源：中国卫生统计年鉴，天风证券研究所

医疗服务：中国主要医疗资源结构分布不均

年份：2019年



医生数量：387万人



诊疗人次：871987万人次



入院人次：26596万人次

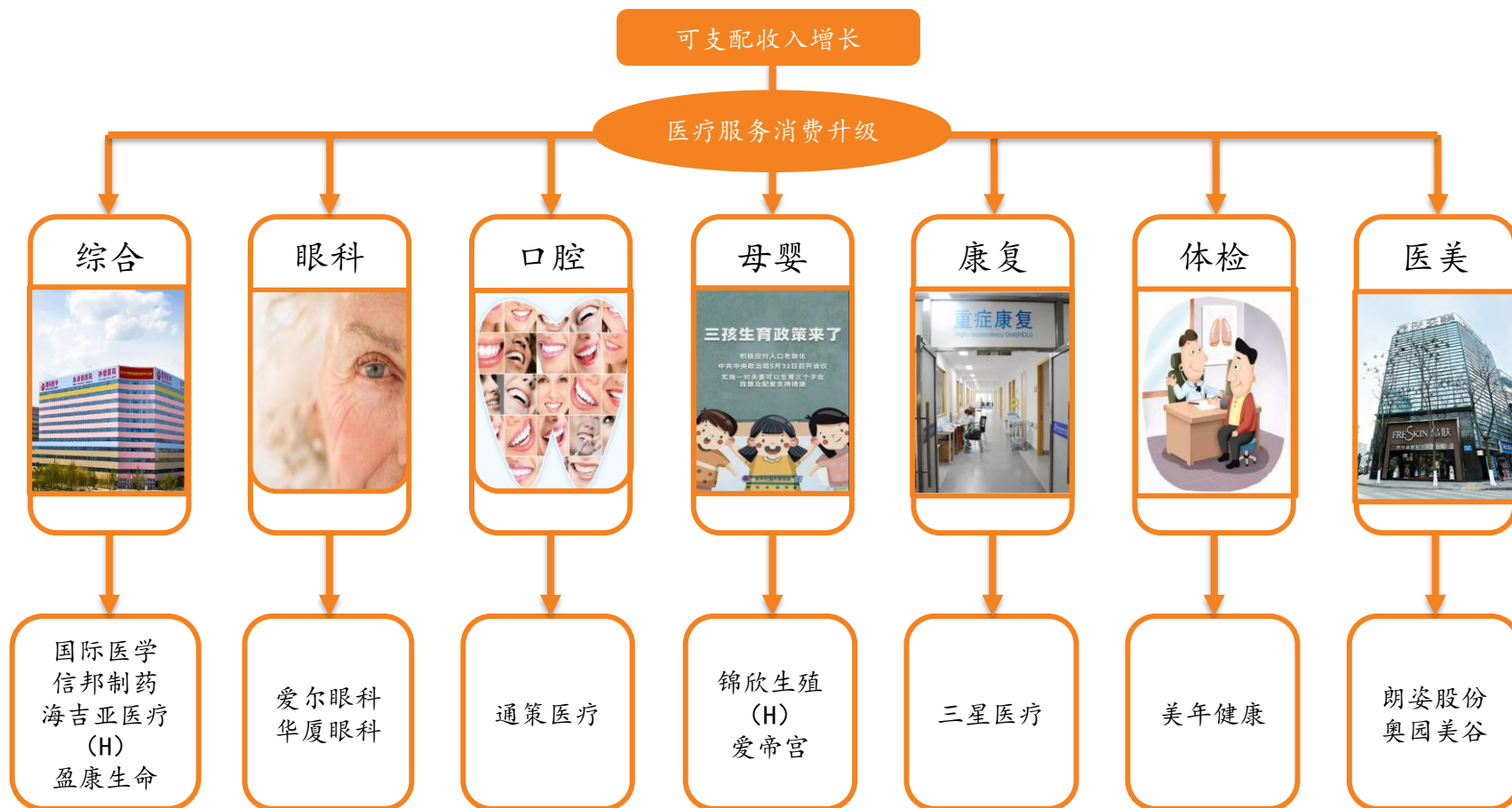


床位数：880.7万张



■ 其他 ■ 一级医院 ■ 二级医院 ■ 三级医院

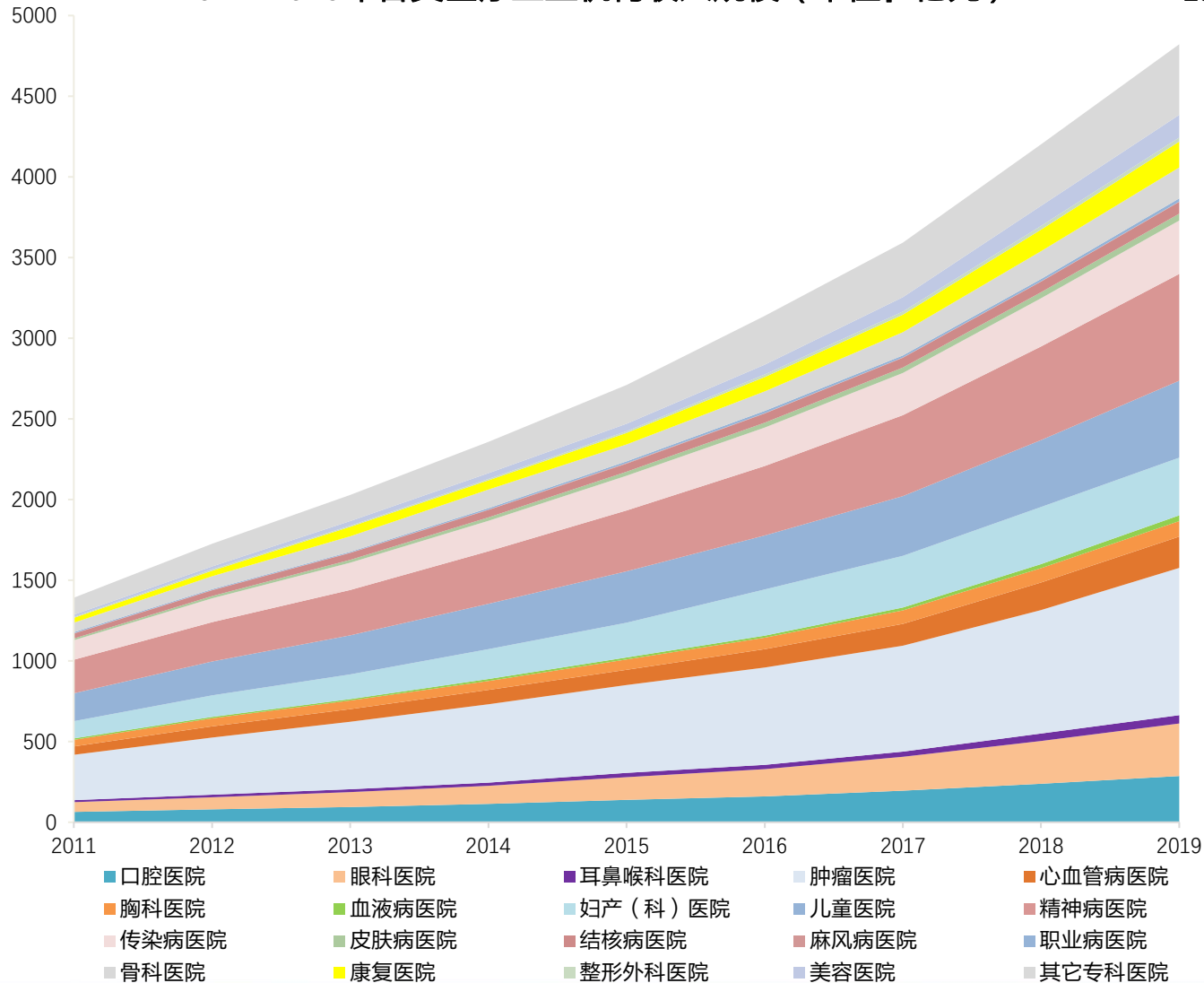
医疗服务细分领域：景气延续，中长布局



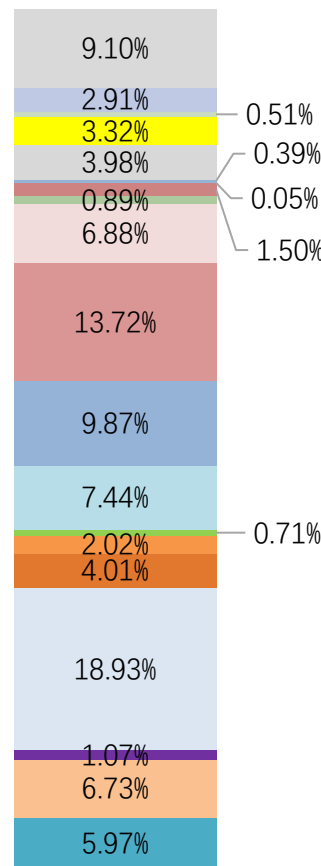
数据来源：腾讯时尚，新氧，容商天下，湛江久和医院，南华大学第一附属医院，新华社，浙江明州康复医院，盈康生命官网，朗姿股份官网，天风证券研究所

医疗服务：专科医院中美容、眼科、康复、口腔收入增速较快

2011-2019年各类医疗卫生机构收入规模（单位：亿元）



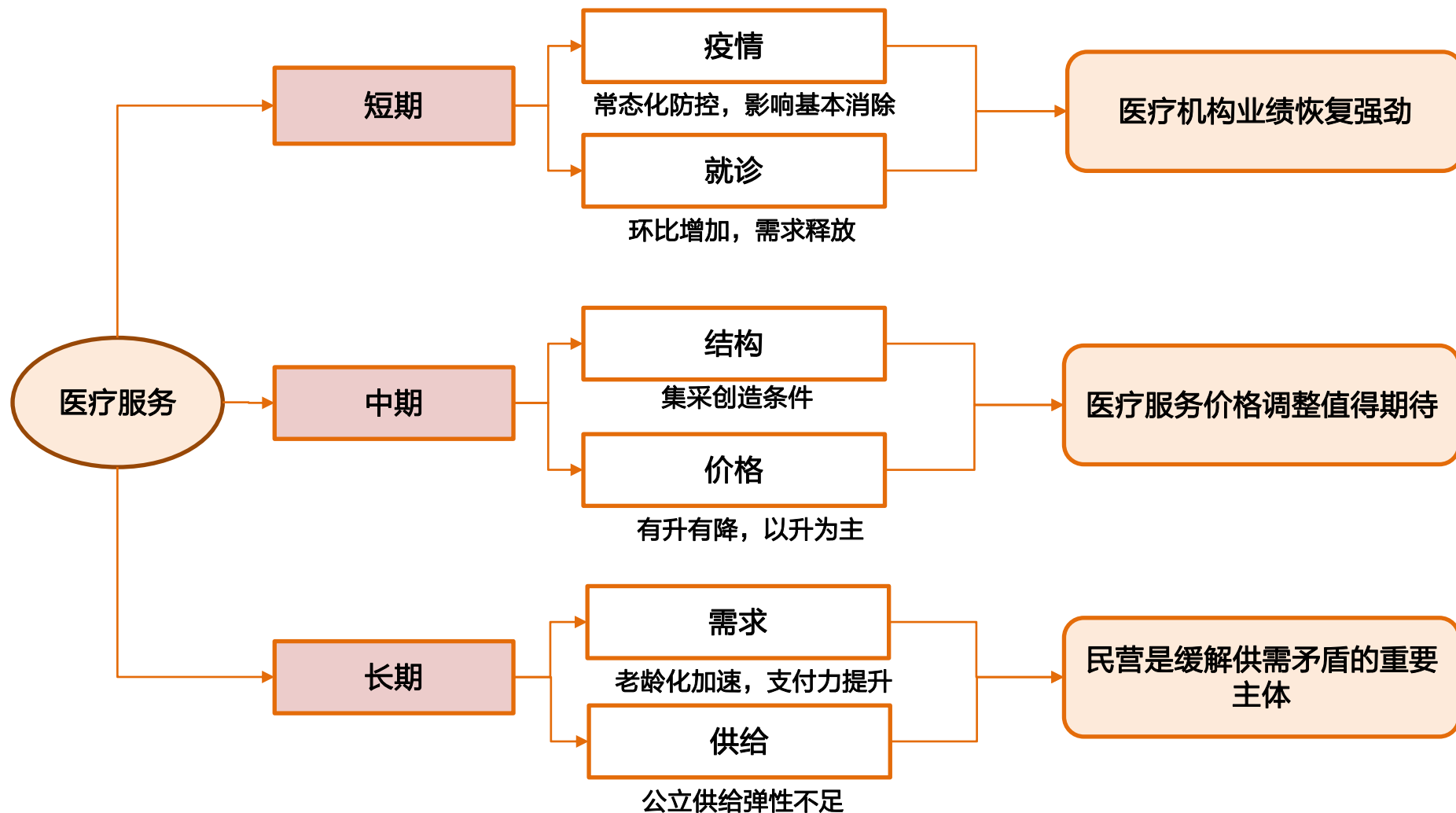
2019专科医院收入占比



2011-2019年 CAGR

美容	32.79%
眼科	21.22%
康复	20.07%
口腔	18.61%
耳鼻喉科	17.74%
整形外科	17.40%
血液病	17.22%
皮肤病	16.66%
心血管病	16.28%
妇产科	15.16%
精神病	14.93%
骨科	14.91%
肿瘤	14.85%
传染病	13.25%
儿童	12.37%
职业病	12.19%
结核病	11.35%
胸科	9.74%
麻风病	5.84%
其它专科	17.64%

三个维度看医疗服务行业增长逻辑

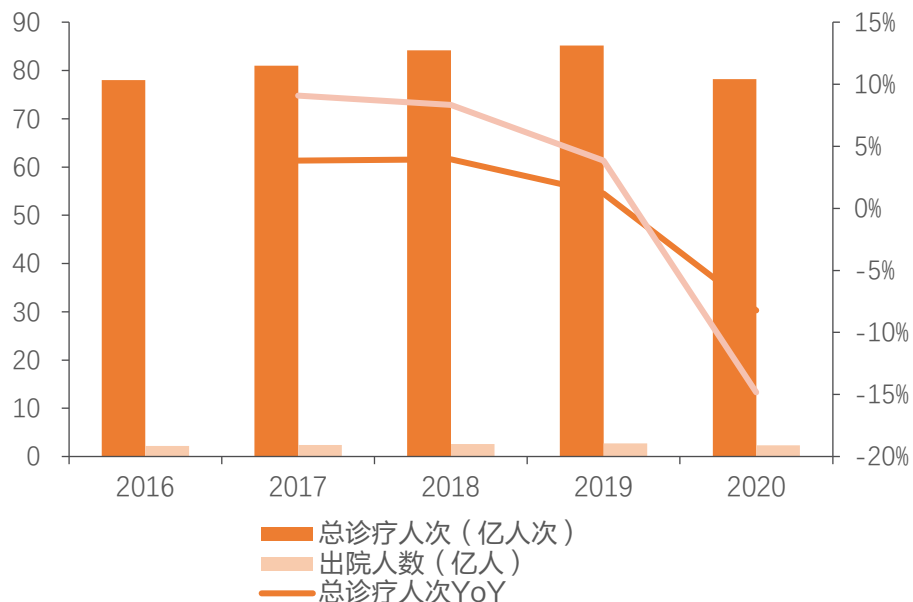


资料来源：天风证券研究所

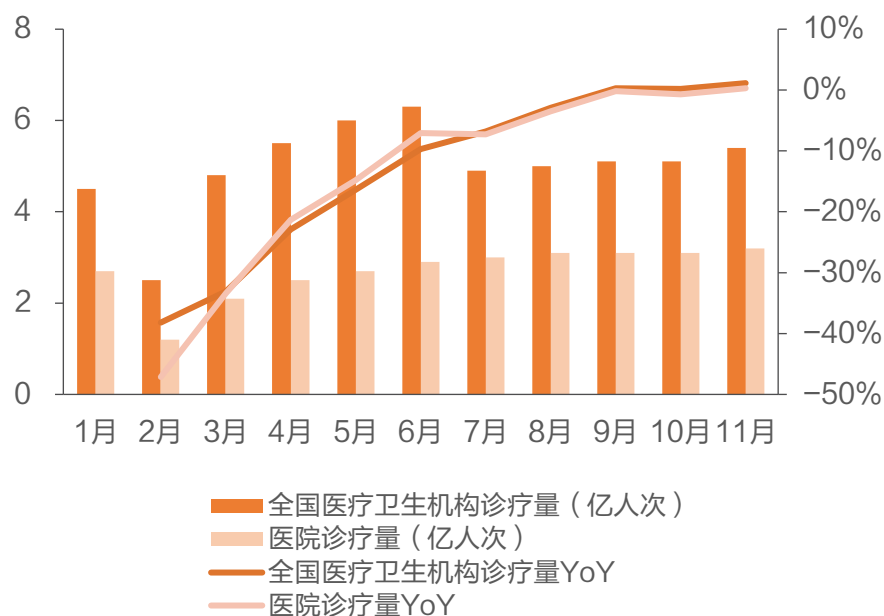
短期维度：疫情影响逐步消除，单月就诊逐步恢复

- 2020年全国医疗服务诊疗人次下降。受新冠疫情影响，2020年全年中国总诊疗人次78.2亿人次，同比降低8%，出院人数2.3亿人，同比降低15%。
- 截至2020年11月，全国单月就诊人数已恢复至2019年同期水平。2020年11月，全国医疗卫生机构诊疗人次5.4亿人次，同比提高1.1%。医院3.2亿人次，同比提高0.3%，其中公立医院2.7亿人次，同比降低0.1%；民营医院0.5亿人次，同比提高2.4%。

全国医疗服务总诊疗人次及出院人数



2020年全国单月医疗服务诊疗情况



中期：地方实践——云南省医疗服务价格调整：1300项整体调增28%

- **价格改革思路将有升有降，但预计以升为主**：2021年5月15日，云南省医保局、云南省卫健委发布《云南省2021年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案》，本次调整项目数共 1300 项，**平均调增幅度 28.25%**。其中调增项目 1113 项，平均增幅 36.4%；调减项目 187 项，平均降幅 20.1%。
- **调增的医疗服务项目**主要为综合医疗服务、医技诊疗、手术治疗、物理康复等。本次拟调整医疗服务价格的服务项目成本均高于拟调整价格，**体现技术服务劳务价值的手术、治疗类项目价格与成本偏离较大**。
- **调减的医疗服务项目**主要是检查、检验类项目，包括磁共振平扫、计算机X线摄影、X线摄影、普通CT扫描、伽玛刀治疗(一个靶点)、血栓弹力图试验（TEG）等项目。
- 按照医疗服务价格“**总量控制、结构调整、有升有降、逐步到位**”的改革方向，**调整体现医务人员技术劳务价值的价格项目，降低检查、检验类项目价格**，符合国家和云南省医改医疗服务项目价格调整的方向。

部分调增项目情况

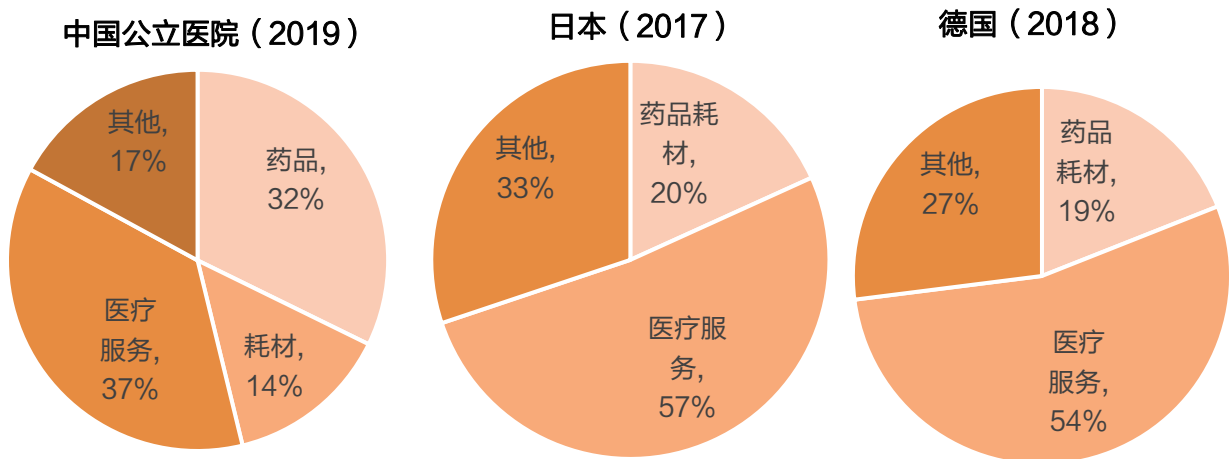
序号	项目编码	项目名称	项目内涵	除外内容	计价单位	说明	调整前价格			财务分类	拟调整价格			备注
							一类价	二类价	三类价		一类价	二类价	三类价	
61	270400001a	冰冻切片检查与诊断（非特异性感染标本）			例		150	150	150	D	250	250	250	
130	310702008	永久起搏器手术换	含取出和安装。	起搏器、心导管、电极	次		1000	850	750	E	1300	1105	975	
131	310702009	除颤器安置术		除颤器、心导管、电极	次		2000	1700	1500	E	2600	2210	1950	
134	310702016	心脏电复律术			次		60	51	45	E	70	60	53	

资料来源：《云南省2021年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案项目成本调查报告》，天风证券研究所

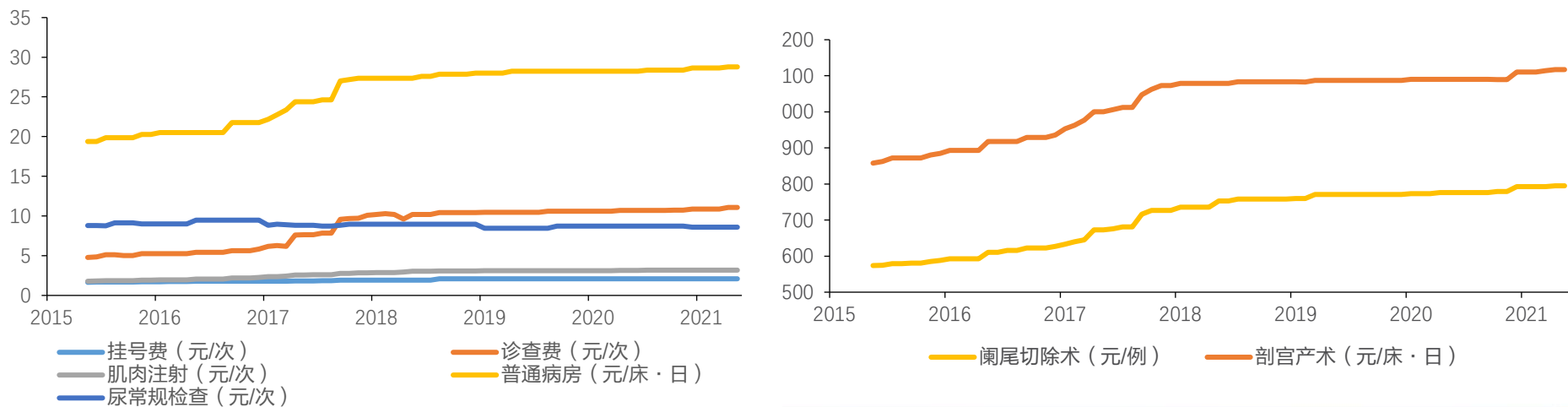
中期维度：医疗服务未来2-3年将进入价格陆续调整周期

- **价格：**医疗服务价格多年未调整，医疗服务价格处于低估状态，预计未来将进入涨价周期。
- **占比：**服务端占比将继续提升。随着药占比降低，医院只能继续提高服务费用来增收，服务端增长可持续性高，占比亦将持续提升

中国公立医院、日本与德国医药费用结构对比



7年间36个大中城市居民医疗服务价格稳步增长



数据来源：国家卫健委，厚生省，OECD，国家发改委，天风证券研究所

长期维度：老龄化持续程度加剧且不可逆

全国人口普查	普查标准时间	发布时间	文件名称	60岁及以上人口		65岁及以上人口	
				绝对数（万人）	人口占比	绝对数（万人）	人口占比
第一次	1953年6月30日	2001年11月2日	《第一次全国人口普查数据》	/	/	2563	4.40%
第二次	1964年6月30日	2001年11月2日	《第二次全国人口普查数据》	3817	5.50%	2500	3.60%
第三次	1982年7月1日	2001年11月2日	《第三次全国人口普查数据》	/	/	4940	4.90%
第四次	1990年7月1日	2001年11月2日	《第四次全国人口普查公报（第1号）》	/	/	6461	5.60%
第五次	2000年11月1日	2001年5月15日	《第五次全国人口普查公报（第1号）》	/	/	8811	7.00%
第六次	2010年11月1日	2011年4月28日	《2010年第六次全国人口普查主要数据公报（第1号）》	17765	13.30%	11883	8.90%
第七次	2020年11月1日	2021年5月11日	《第七次全国人口普查公报（第五号）》	26402	18.70%	19064	13.50%

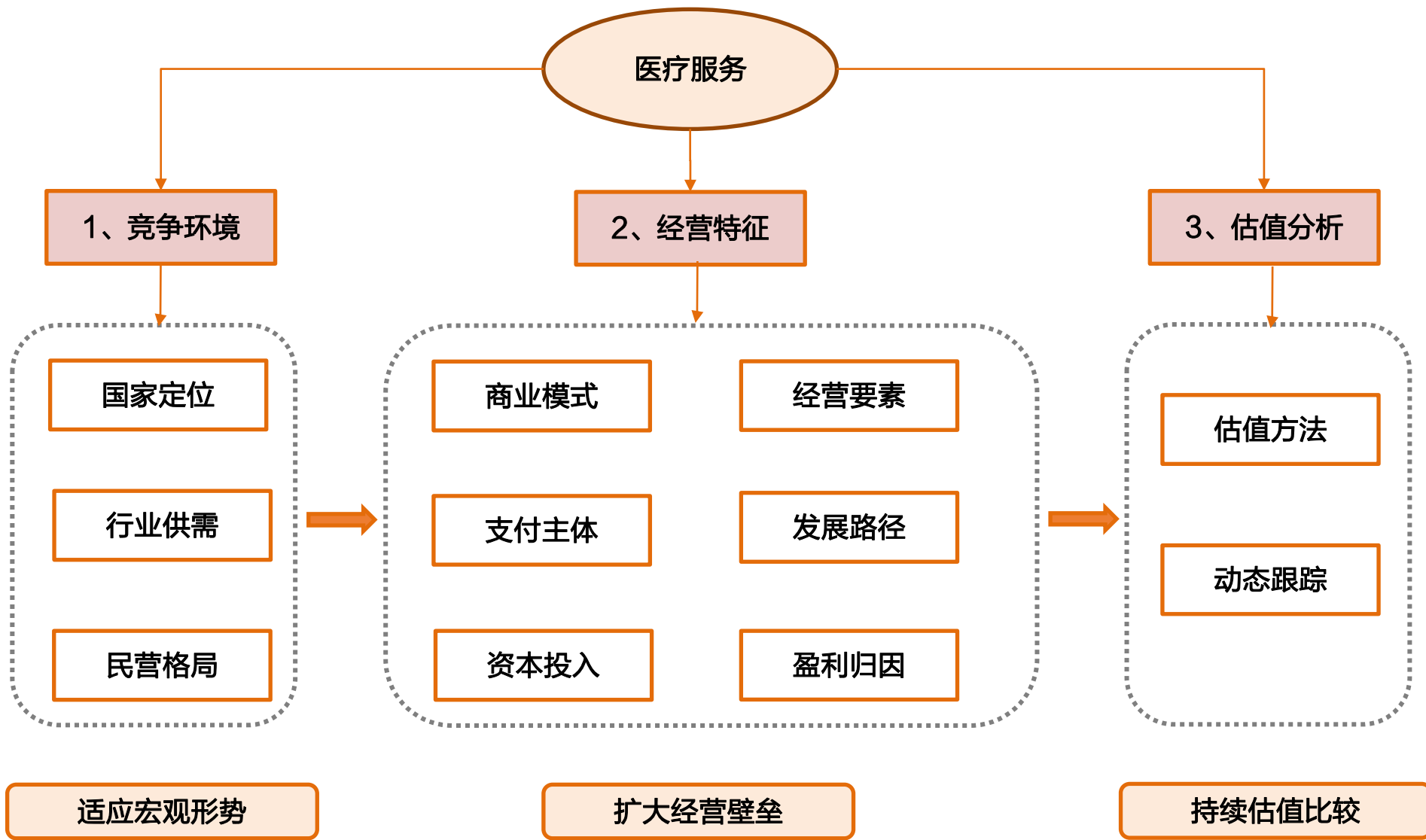
数据来源：中国国家统计局，天风证券研究所

医院商业模式分析

细分行业	代表性公司	品牌属性	品牌影响半径	品牌形成方式	实际支付方	服务使用者
综合	国际医学	百强医院专家加盟	西北五省	口碑	医保、自费、商保	全科患者
肿瘤	海吉亚医疗、信邦制药、盈康生命	核心稀缺医院/肿瘤科专家信赖	全省（贵肿）/地市三甲周边	广告/口碑	自费、医保	肿瘤患者
康复	三星医疗	ICU、神经内外科专家信赖	三甲转院安全距离	口碑	自费、医保	需康复的重症患者，普通康复患者
美容	朗姿股份、苏宁环球	强宣传广布局	地市	广告	自费	求美者
眼科	爱尔眼科	全球最大口腔连锁	全国	广告/口碑	自费、医保	眼科患者
口腔	通策医疗	核心稀缺医院	浙江全省	广告/口碑	自费、医保	口腔患者
精神	康宁医院	精神病学科第一梯队	浙江地市	广告/口碑	医保、自费	精神疾病患者
生殖	锦欣生殖	高成功率及强整合力	全省	口碑	自费	辅助生殖夫妇
体检	美年健康	低成本广布局	全国	广告/口碑	自费、商保	员工

资料来源：各公司公告，官网，天风证券研究所

医疗服务公司的投资价值分析方法



资料来源：天风证券研究所

医院竞争要素分析

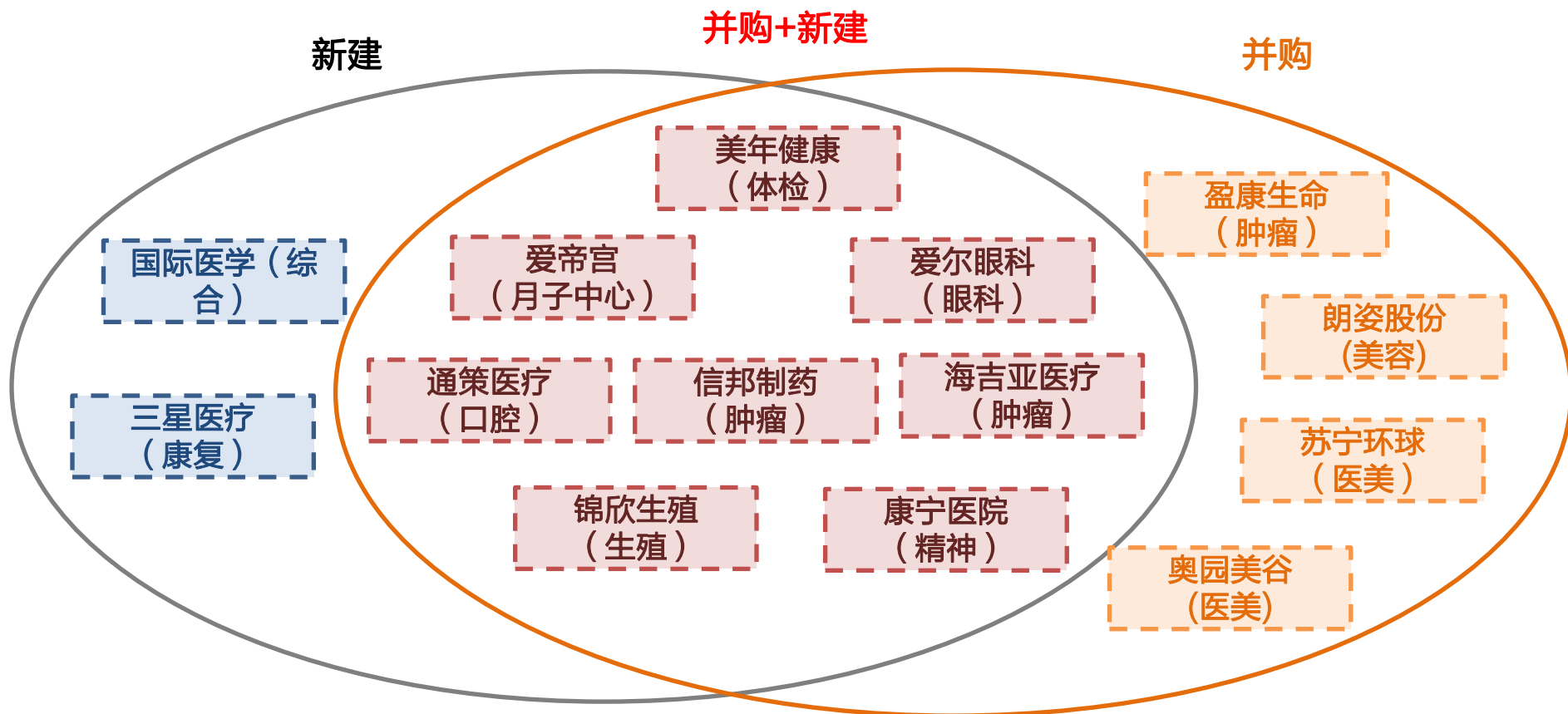
- 五个必要条件：1) 人才，2) 牌照获取能力，3) 丰富的运营经验，4) 可验证的商业模式，5) 资金/设备五大要素是必要条件，但不是充分条件
- 医疗服务要做好非常困难，属于典型的“幸存者”，五大成功要素是必要而非充分条件

图：医疗服务经营核心要素



资料来源：天风证券研究所

医院发展路径分析——不同类型医院各有侧重



结合公司基本面做中长线布局



资料来源：公司公告，天风证券研究所

医疗服务上市公司：供需所向，行业龙头已现

	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	国际医学	信邦制药	锦欣生殖	海吉亚医疗
最新市值(亿元)	3121.69	1044.20	299.83	294.05	182.65	297.30	392.56
2021年预测PE(wind) ¹	132.69	141.46	35.78	731.10	65.78	81.74	100.91
2020年医疗机构数	146家（境内医院） 88家（门诊部）	50家 （口腔医疗机构）	266家（控股） 339家（参股）	3家 （综合医院）	7家 （综合/专科医院）	6家 （医院/中心）	10家（医院） 17家（放疗中心）
2020年门诊量（万人次）	754.87	219.07	1663.43 ² （体检人次）	132.92	88.54	22879 （个/周期数）	95.98
2020年住院量（万人次）	69.47 （手术量）	NA		7.87	10.29		6.64
2019年医疗机构数	105家（境内医院） 65家（门诊部）	32家 （口腔医疗机构）	266家（控股） 333家（参股）	3家 （综合医院）	7家 （综合/专科医院）	4家 （医院/中心）	10家（医院） 15家（放疗中心）
2019年门诊量（万人次）	662.81	212.12	1867.08 ² （体检人次）	113.82 ³	NA	27854 （个/周期数）	84.64
2019年住院量（万人次）	60.84 （手术量）	NA		5.47 ³	NA		5.92

数据来源：公司公告，Wind，天风证券研究所，注：1，市值、PE、一致性预期更新至2021/8/2日收盘数据；2，美年健康体检人次为控股体检中心数据；3，国际医学2019年就诊量未包含开业不足一年的国际医学中心医院；4，港股已按最新汇率转换为人民币

医疗服务上市公司：打造细分特色龙头

医疗服务上市公司2020年经营情况

	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	国际医学	信邦制药	锦欣生殖	海吉亚医疗
总营业收入(亿元)	119.12	20.88	78.15	16.07	58.46	14.44	14.03
增速	19.24%	8.12%	-8.33%	62.17%	-12.16%	-13.11%	29.08%
归母净利润(亿元)	17.24	4.93	5.54	0.45	1.74	2.52	1.70
增速	25.01%	5.69%	163.93%	111.23%	-26.57%	-38.57%	327.70%
扣非净利润(亿元)	21.31	4.73	-6.00	-6.48	1.99	2.35	1.79
增速	49.12%	3.77%	30.91%	-38.34%	-13.90%	-50.11%	388.56%
主营业务1	屈光业务	综合	美年大健康	高新医院	贵州肿瘤医院	ARS	医院
收入(亿元)	43.49	8.64	60.72	7.99	10.53	9.79	12.43
增速	23.2%	6.8%		-3.3%	6.1%	5.0%	31.6%
主营业务2	视光业务	正畸	慈铭/奥亚	中心医院	白云医院	管理服务费	第三方放疗
收入(亿元)	24.54	4.11	16.31	7.21	5.25	3.75	1.51
增速	27.2%	7.7%		1181.1%	1.0%	-42.2%	11.8%
主营业务3	白内障业务	儿科	美兆	商洛医院		辅助医疗服务	医院托管
收入(亿元)	19.61	4.01	1.11	1.04		0.72	0.08
增速	11.4%	18.9%		-15.3%		5.9%	-87.6%
销售毛利率	51.03%	45.17%	37.05%	-9.21%	21.42%	39.67%	34.25%
销售净利率	15.76%	26.10%	8.25%	2.17%	3.77%	18.04%	12.62%

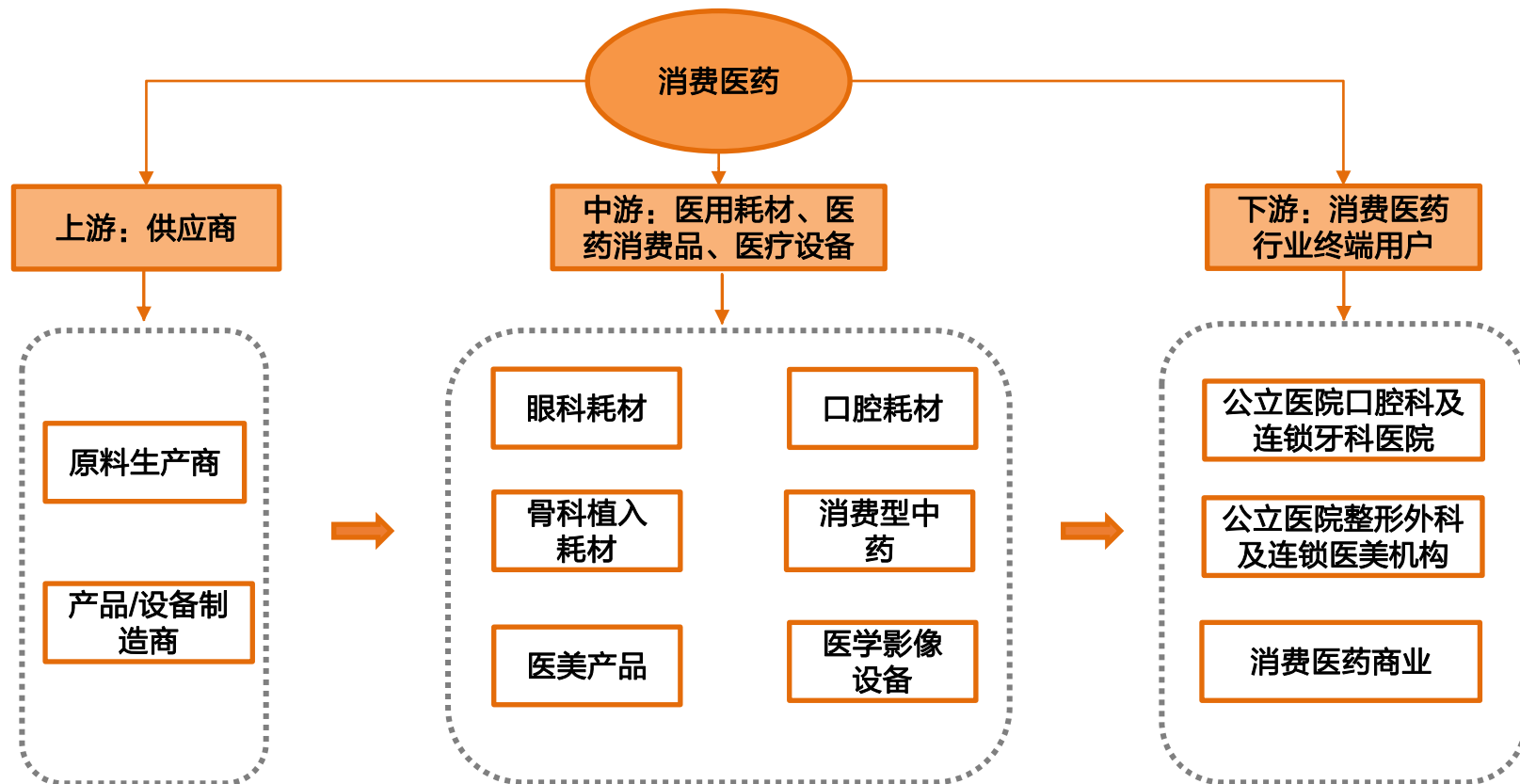
数据来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

目录

- 1、行业总览：整体呈上升趋势
- 2、创新药产业链：新药放量加速，研发投入持续加大
- 3、医疗服务：供需矛盾驱动行业持续高景气
- 4、消费医药：支付改善驱动美好生活向往
- 5、医疗器械：创新和消费升级是主旋律
- 6、疫苗：新冠疫情带来中长期机会
- 7、连锁药店：行业集中度提升是主旋律
- 8、血液制品：稳健的医药资源品

消费医药：大健康主题景气持续，消费升级推动增长

- 消费医药泛指具有一定医疗属性（如消费场景在医院），能为消费者带来医学上的改变，但主要由个人支付（较少依赖于医保），且兼具品牌效应的产品或者服务，涵盖了医美、齿科、眼科、妇产、皮肤、消费中药等领域，具有单次消费价格高、复购频率高等特点。
- 市场空间广阔，发展前景良好。消费医疗对应的是消费者的健康需求和审美需求，在消费升级和大健康趋势的推动下，消费医药的市场空间仍有较为广阔的发展空间。



眼科：接触镜引领消费升级，角膜塑形镜市场空间广阔

□ 国产替代势不可挡，尚有较大空间。国内头部企业凭借较强的创新能力、学术推广能力和过硬的产品质量和，有望持续提升市占率。

表：消费品眼科耗材

	隐形眼镜	美瞳/彩色隐形眼镜	硬性透气性角膜接触镜 (RGP)	角膜塑形镜
优势	舒适、低价、易获取，适合普通视力矫正	兼具美容和矫正视力的功能	高透氧、成像质量高，适合成像质量需求高、复杂不规则角膜	延缓近视发展、白天无需戴镜，适合青少年近视控制
舒适度	高	高	低，异物感较明显	中
护理要求	中	中	高	高
更换周期	日/月/年	日/月/年	1-1.5年	1-1.5年
价格	低	低	中	高
购买途径	眼镜店/线上	眼镜店/线上	有资质的验配机构	有资质的验配机构

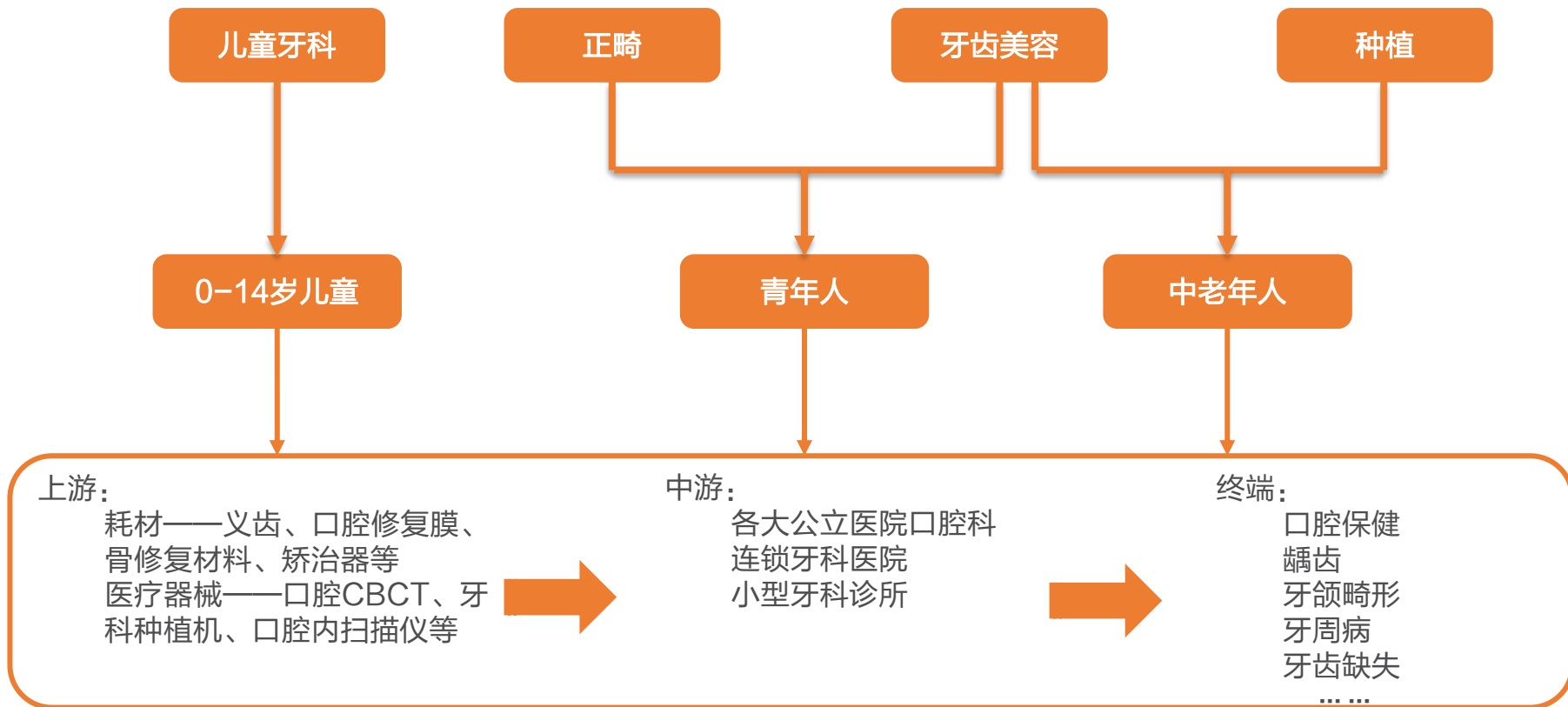
表：国内主流角膜塑形镜经营企业

公司	角膜塑形镜业务
昊海生科	2021年3月，公司战略合作台湾亨泰光学，取得国内最高透氧率角膜塑形镜“迈儿康myOK”10年独家经销权，透氧率达DK141，产品于2021年6月上市。
欧普康视	拥有“梦戴维”和“DreamVision”两个角膜塑形镜品牌。梦戴维是大陆首个取证的角膜塑形镜产品，已应用十五年，用户超过百万。高端镜片DreamVision于2019年推出，拥有智能设计与自动调节参数、验配简单、全自动生产等优势，大大缩短验配人员的验配耗时。2020年OK镜业务实现营收5.22亿，占比59.90%。
爱博医疗	核心产品普诺瞳角膜塑形镜于2019年3月取得注册证，是中国境内第2家取得角膜塑形镜产品注册证的生产企业。普诺瞳采用125高透氧材料和全弧段非球面的设计，配戴更加安全、舒适。2020年角膜塑形镜快速放量，实现收入0.41亿元。

表：国内主流角膜塑形镜参数比较

品牌	公司	产地	设计	透氧系数	湿润角
普诺瞳	爱博诺德	中国	四弧区反几何设计、全弧段非球面	125 cm ² /s	30°
DreamVision	欧普康视	中国	四弧区反几何设计	100 cm ² /s	49° ± 15%
梦戴维	欧普康视	中国	四弧区反几何设计	100 cm ² /s	49° ± 15%
亨泰	亨泰	中国台湾	四弧区反几何设计	90 cm ² /s	30° ± 15%
迈儿康	亨泰	中国台湾	四弧区反几何设计	141 cm ² /s	
Euclid	Euclid Systems Corporation	美国	四弧区反几何设计、全弧段非球面	127 cm ² /s	36°
DreamLite	荷兰普罗克尼	荷兰	四弧区反几何设计	100 cm ² /s	49°
阿尔法	阿迩发集团	日本	四弧区反几何设计，适配弧2段球面	104 cm ² /s	35°
Lucid	韩国露晰得	韩国	四弧区反几何设计	100 cm ² /s	49° ± 15%
C&E	C&E GP Specialists	美国	四弧区反几何设计	75 mL O ₂ /(mL × hPa)	42°
CRT	PARAGON VISION SCIENCES Inc.	美国	三弧区反几何设计，适配弧直线段	75 mL O ₂ /(mL × hPa)	42° ± 15%

口腔：供需共振带动口腔医疗服务耗材景气度持续提升

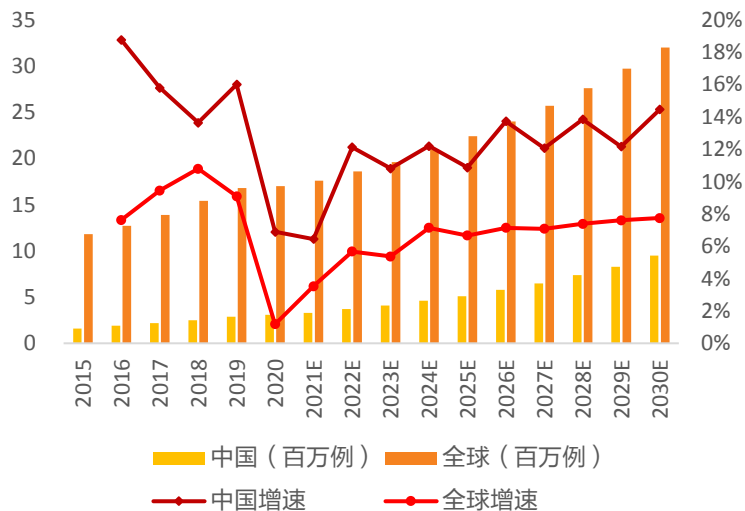


国内正畸行业需求扩张：市场规模不断扩大

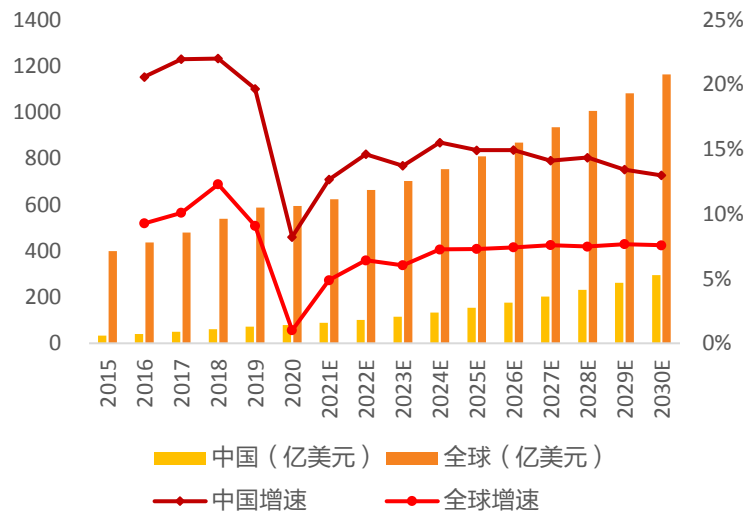
□ 正畸案例数快速增长：根据灼识咨询报告，2015-2020年，全球正畸案例数从1180万例增加至1700万例，复合年增长率为7.7%。其中，中国正畸案例数从160万例增加至310万例，复合年增长率为13.4%。

□ 正畸市场规模不断扩大：根据灼识咨询报告，2015-2020年，全球正畸市场的零售销售收入从399亿美元增加至594亿美元，复合年增长率为8.3%。其中，中国正畸市场的零售销售收入从34亿美元增加至79亿美元，复合年增长率为18.1%。

2015-2030E全球及中国正畸案例数快速增长（百万例）



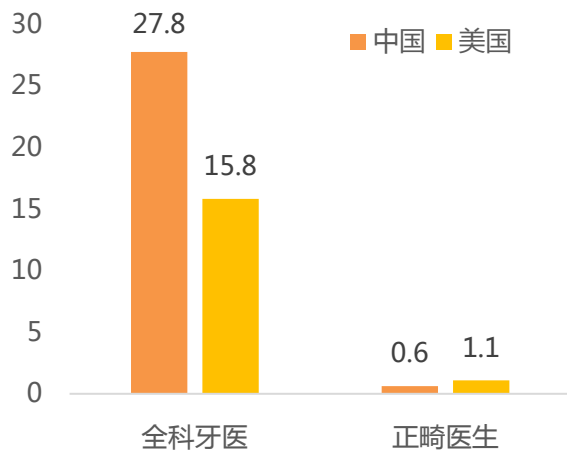
2015-2030E全球及中国正畸市场规模快速增长（亿美元）



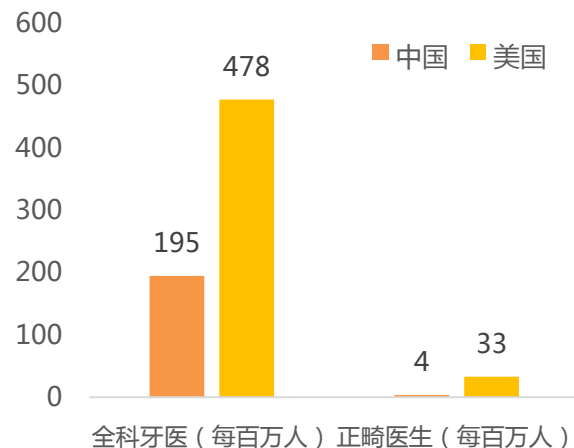
国内正畸行业供给不足：正畸医生数量少

- 国内口腔正畸医生供给相对不足。根据灼识咨询报告，2020年美国约有15.84万名全科牙医及1.08万名正畸医生，相当于每10万人有47.8名全科医生及3.3名正畸医生。相比之下，2020年国内约有27.75万名全科牙医及6100名正畸医生，相当于每10万人仅19.5名全科牙医及0.4名正畸医生。随着民营口腔医疗机构的持续增加，口腔医生的培训力度逐步加大，将有助于打开医生供给的瓶颈。

2020年中国和美国全科牙医和正畸牙医数
(万人)



2020年中国和美国每百万人全科牙医和正畸牙医数
(人)



隐形矫治解决行业供给瓶颈，行业快速增长

- 相较于传统正畸，隐形正畸美观、卫生、舒适，患者就诊频率低、就诊时间短。
- 正畸医生和全科牙医均可实施隐形正畸治疗，改善行业供给不足的现状。隐形矫治器治疗只需要相对的适度培训，且医生能获得隐形矫治解决方案提供商全面的医学和技术支持。

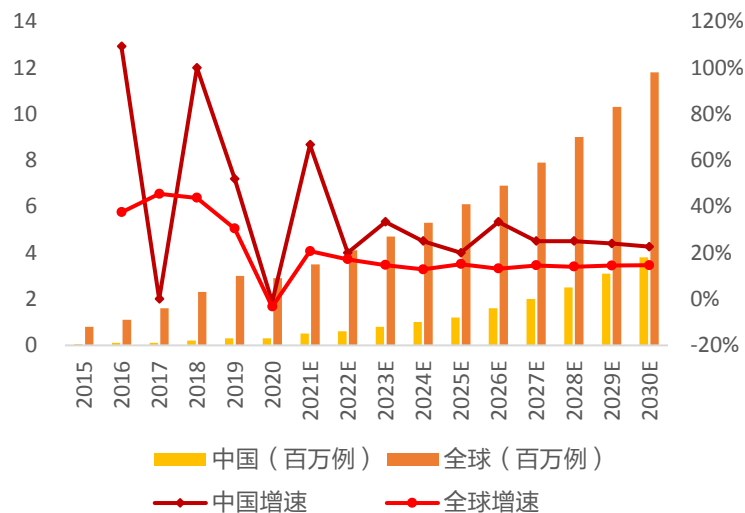
矫治类型	金属牙套	舌侧矫治器	陶瓷牙套	隐形矫治器
正畸治疗				
适应症	严重、中度和轻度错颌畸形	轻度至中度错颌畸形	轻度至中度错颌畸形	轻度至中度错颌畸形
美观度	牙套可见，金属托槽和丝固定在牙齿表面	牙套置于牙齿舌侧，部分隐形	牙套半透明	不明显
卫生状况	牙套固定且不可拆装，这使其难以保证口腔卫生且感染牙龈炎等并发症	牙套容易残留食物碎末，增加龋齿可能性	牙套为食物残渣和细菌提供更大的隐藏和繁殖空间	矫治器可拆装并易清洁
舒适度	金属牙套在嘴里有强烈存在感，且刺激口腔组织或摩擦牙龈和嘴唇	牙套导致舌头受到一定程度的损伤	牙丝和牙套摩擦嘴里伤疤	隐形矫治器非弓丝制造，不会造成不适感
治疗周期	1.5-2年	1.5-2年	1.5-2年	0.8-2年
后续就诊频率	每隔4-6周	每隔3-5周	每隔4-6周	每隔8至12周
每次后续就诊所花时间	约45分钟	约60分钟	约45分钟	约15分钟
零售价格(万元)	0.5-3	2-3.5	3.5-6	1.5-6
对正畸医生/全科牙医的专业要求	高要求：研究生水平的专业正畸培训	极高要求：学习放置和调整牙内牙套的额外培训	高要求：研究生水平的专业正畸培训	相对较低要求：隐形矫治疗法的特定培训；隐形矫治解决方案提供商医学服务团队的额外支持

国内隐形正畸市场规模快速增长

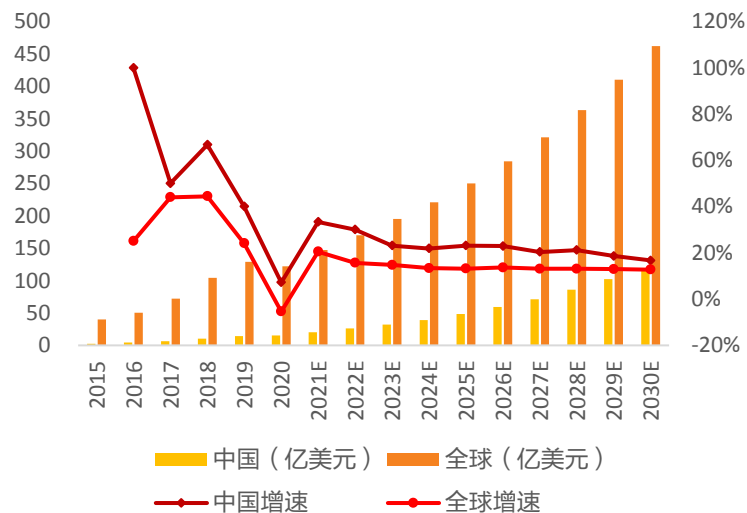
□ 隐形正畸案例数快速增长：根据灼识咨询报告，2015-2020年，全球隐形正畸案例数从80万例增加至290万例，复合年增长率为28.7%。其中，中国正畸案例数增加至34万例，复合年增长率为47.7%。

□ 隐形正畸市场规模不断扩大：根据灼识咨询报告，2015-2020年，全球隐形正畸市场的零售销售收入从40亿美元增加至122亿美元，复合年增长率为25.3%。其中，中国正畸市场的零售销售收入从2亿美元增加至15亿美元，复合年增长率为44.4%。

2015-2030E全球及中国隐形正畸案例数快速增长（百万例）



2015-2030E全球及中国隐形正畸市场规模快速增长（亿美元）



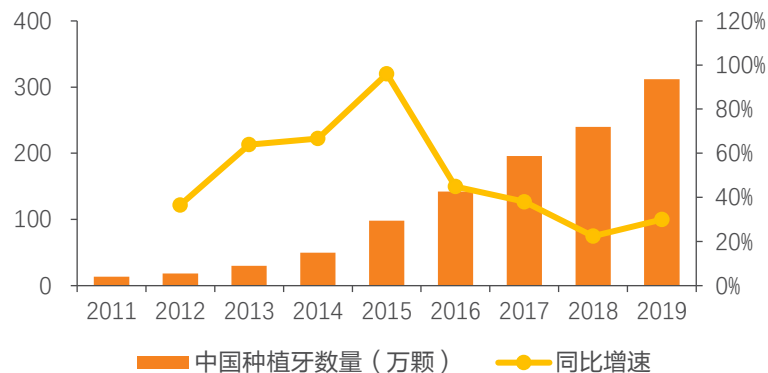
口腔细分方向：种植牙市场景气度高

- 常用的缺牙修复方式包括活动义齿、固定义齿和种植牙三种。
- 种植牙与前两种方式相比，不损伤正常牙齿，咀嚼功能类似天然牙，舒适美观，使用周期长，是目前效果最好的缺牙修复方式，但整体费用相对较高，此外种植手术相对复杂。
- 中国种植牙数量高速增长，2016年已超过百万颗，2019年已达到312万颗，2011-2019年复合增长率达到48%，是全球增长最快的种植牙市场之一。

种植牙是目前效果最好的缺牙修复方式

	对邻牙影响	异物感	咀嚼效率	使用寿命	适用范围	稳定性	价格
活动义齿	少量磨损	较重	低	较短3-5年	广泛	差	便宜
固定义齿	需将两边邻牙磨小	较轻	较低	较长10-15年左右	基牙健康	较好	中等
种植牙	基本无影响	无异物感	强	半永久	无牙周疾病，骨量充足	好	昂贵

2011-2019年中国种植牙数量高速增长



国内种植牙市场渗透率仍较低，未来受益于支付能力提升及老龄化

- 目前国内种植牙渗透率远远低于其他国家。分析原因，一方面是国内植牙医生数量仍然不足，另一方面是目前种植牙费用相对较高。
- 目前种植牙费用相对较高，并且在口腔科诊疗当中，涉及牙齿整形美容的项目，包括镶牙、烤瓷牙、洗牙、牙齿矫正、种植牙等，基本不属医保报销范畴。此类口腔诊疗项目具有较强的消费属性，目前支付能力较强人群是主要的消费客户。
- 主流消费人群为中老年代际，随着此人群年龄的增长，口腔种植需求增多。随着口腔诊疗机构的普及、口腔治疗的观念逐步被接受，口腔种植潜在需求可兑现的空间较为广阔。

种植牙整体治疗费用相对较高

项目	价格（元）
种植体	3000-12000
种植基台	1500
牙冠	烤瓷牙300-1000，全瓷牙1000-2500
修复材料	1000-3000
手术费+麻醉费	3000-5000
总费用	7000-22000

老龄化人群具有更高的潜在种植需求

类别	5岁儿童	12岁儿童	35-44岁	55-64岁	65-74岁
恒牙患龋率	71.90%	38.50%	89.00%	95.60%	98.00%
恒牙龋均			4.54	8.69	13.33
平均存留牙数			29.60	26.27	22.50
缺失牙数			2.40	5.73	9.50

医美：轻医美市场快速发展，产品领域逐渐丰富

□ 全球范围内，肉毒素是最受欢迎的非手术类美容项目。根据国际美容整形外科协会（ISAPS）2020年12月发布的美容整形手术年度全球调查结果，肉毒素、玻尿酸、脱毛为排名前三的非手术类美容项目。



上游：

- 注射类：透明质酸、肉毒杆菌、胶原蛋白等
- 医疗器械：水光仪、皮秒仪、超声提升仪等
- 医疗耗材：假体、线材

中游：

- 公立医院整形美容科
- 大型连锁整形集团
- 中小型美容院
- 私人诊所

下游：

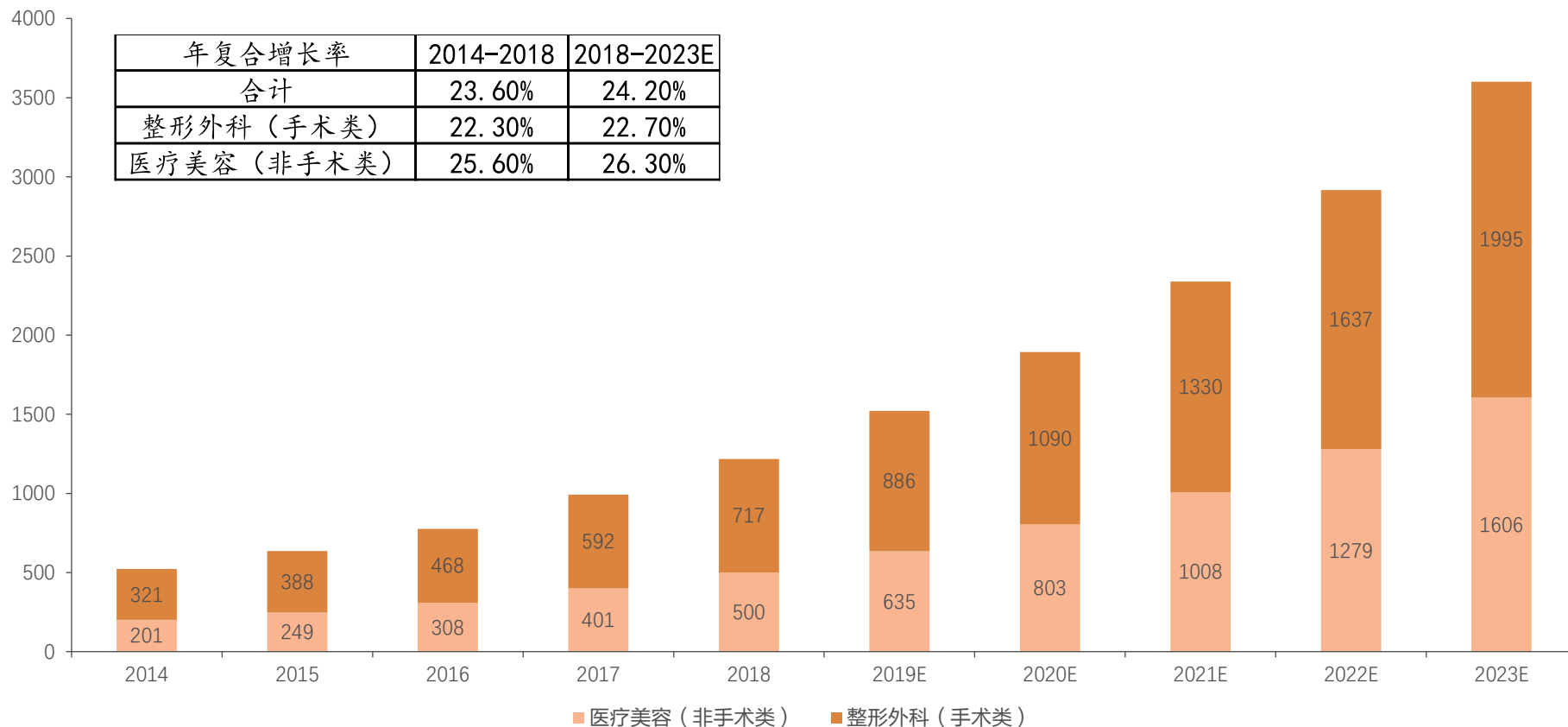
- 线上销售：医美类APP
- 线下传统销售：推广、医院美容院导流

终端：
消费者

轻医美市场占比持续提升

□ 非手术类医美市场快速增长。医疗美容按项目可分为手术类（重整形）和非手术类（轻医美），2019年中国医美市场非手术收入占比42%，预计到2023年，中国非手术医美市场收入占比有望提升至45%。

中国医疗美容和整形外科市场规模（亿人民币）

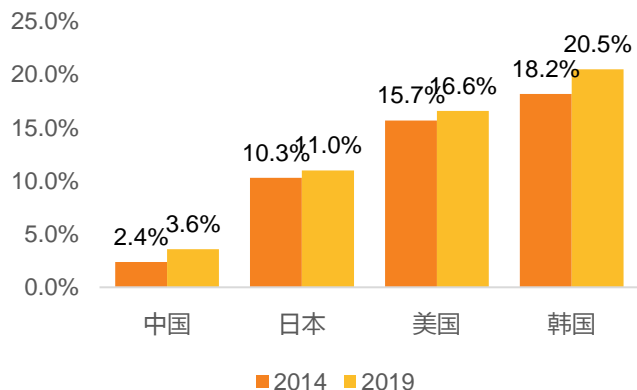


医美行业展望：渗透率仍有3-6倍提升空间

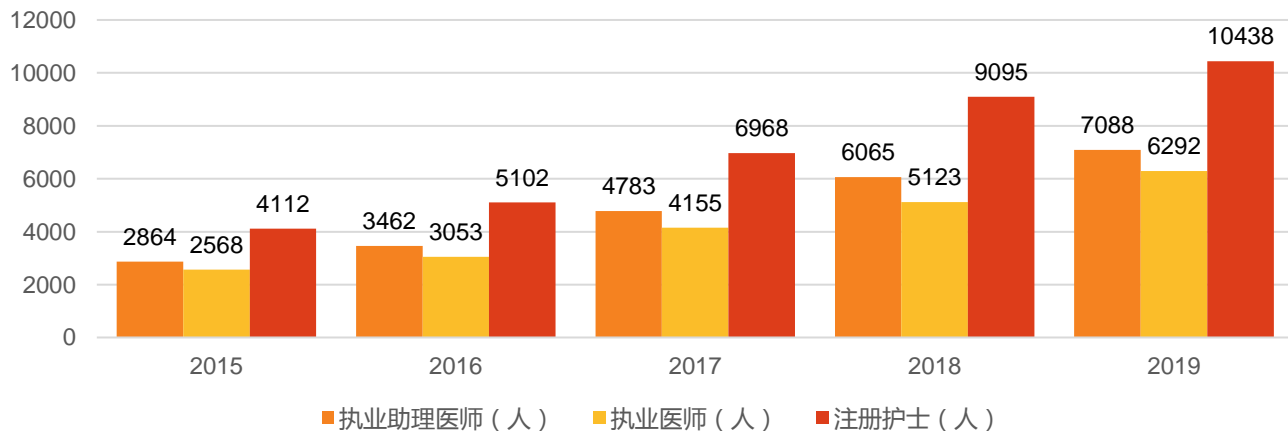
□ 医美从业人员稳步增长。中国医美行业执业医师、执业助理医师、注册护士人数由2015年的2568/2864/4112人逐年增长到2019年的6292/7088/10438人，年复合增长率分别达25%/25%/26%的较高水平，为中国医美市场的成长提供人才支撑。

□ 国内医美渗透率市场仍处于较低水平。2014年国内医美渗透率为2.4%，2019年增长到3.6%，但远低于美日韩水平。

各国医美项目渗透率对比



中国美容医院从业人员数量，2015-2019



中药消费品：品牌产品高速增长

- 片仔癀医药业务实现稳定增长，日用品和化妆品销售实现高速增长。2020年片仔癀医药收入达到55.76亿元，增速达到10.20%；日用品、化妆品销售达到9.05亿元，同比增长42.49%。食品销售及其他业务也保持了较为稳定的增长速度。
- 云南白药工业产品、批发零售药品增势良好。大健康产品目前增速较快，云南白药牙膏的市场占有率达到了22%；医药产品稳健增长，2020年收入达到210亿元，同比增长13.1%，提供了稳定的现金流和利润来源。
- 东阿阿胶阿胶及其系列产品增速较快，规模较大，毛驴养殖及销售等其他业务快速发展。东阿阿胶阿胶系列产品收入达到27.90亿元，同比增长36.54%；毛驴养殖及其销售业务2020年收入达到了约3亿。
- 广誉远精品中药系列产品实现快速增长。2020年广誉远精品中药系列产品收入实现2.30亿元，同比大幅增长111.03%。

	片仔癀	云南白药	东阿阿胶	广誉远
主营业务1	医药	批发零售(药品)	阿胶及系列	传统中药
收入	5576.07	20974.23	2789.7	761.8
同比增速(%)	10.20%	13.1%	36.54%	-19.76%
主营业务2	日用品化妆品销售	工业产品(自制)	毛驴养殖及销售	精品中药
收入	905.18	11716.43	299.66	230.36
同比增速(%)	42.49%	6.28%	--	111.03%
主营业务3	食品销售	农产品	其他药品	养生酒
收入	11.26	0.38	212.42	33.35
同比增速(%)	3.87%	-88.31%	--	-55.62%
主营业务4	其他业务	酒店及其他	其他主营业务	其他业务
收入	18.28	4.54	111.02	83.92
同比增速(%)	11.87%	-37.64%	-87.61%	0.64%
主营业务5		其他业务		
收入		47.19		
同比增速(%)		-40.61%		

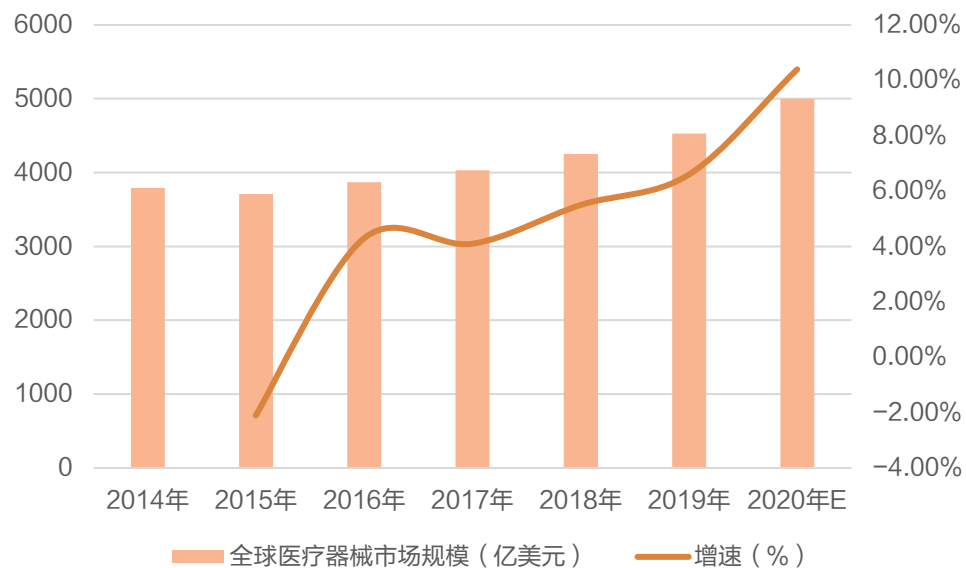
目录

- 1、行业总览：整体呈上升趋势
- 2、创新药产业链：新药放量加速，研发投入持续加大
- 3、医疗服务：供需矛盾驱动行业持续高景气
- 4、消费医药：支付改善驱动美好生活向往
- 5、医疗器械：创新和消费升级是主旋律
- 6、疫苗：新冠疫情带来中长期机会
- 7、连锁药店：行业集中度提升是主旋律
- 8、血液制品：稳健的医药资源品

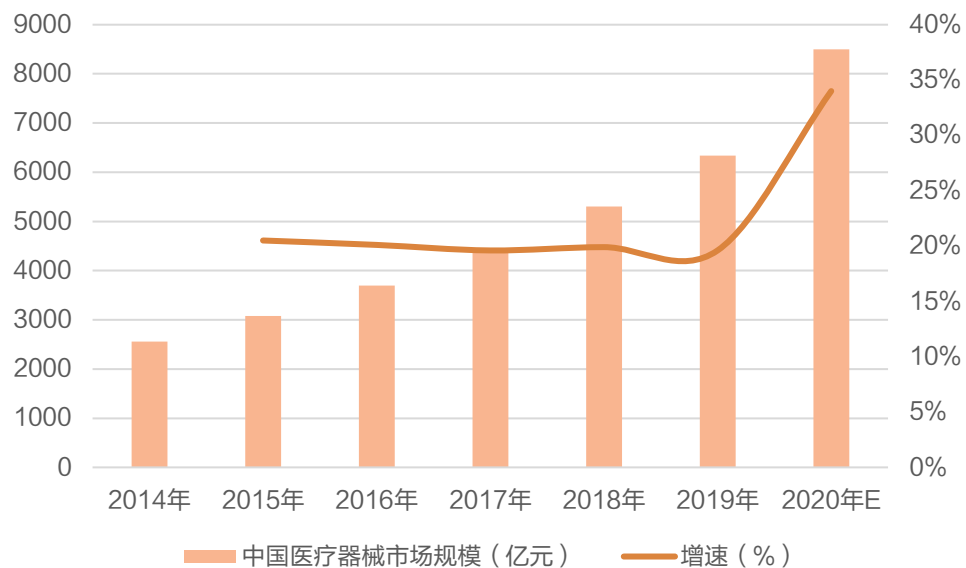
医疗器械：行业进入快速发展期

- 医疗器械是指直接或者间接用于人体的仪器、设备、器具、体外诊断试剂及校准物、材料以及其他类似或者相关的产品，用于对疾病的预防、诊断、治疗、监护、缓解。
- 中国医疗器械市场增速高于全球市场，2019年全球医疗器械的市场规模为4529亿美元，增速维持在4%-6%。2019年中国医疗器械的市场规模为6341亿元，增速维持在19%-20%。
- 医疗器械主要分为三个大类：影像设备、体外诊断和高值耗材，其中影像设备包括超声、CT、MRI、DR等，体外诊断包括生化、免疫和分子诊断，高值耗材包括骨科、眼科、血管介入、口腔等。

全球医疗器械市场规模及增速（亿美元）



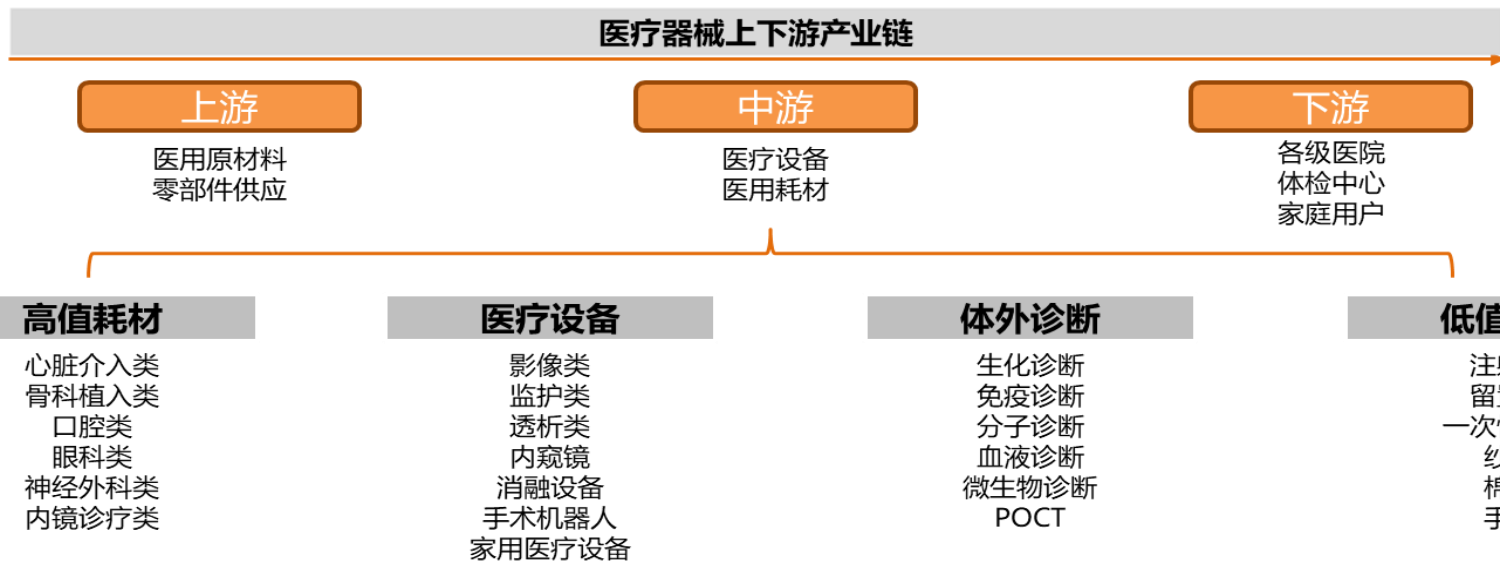
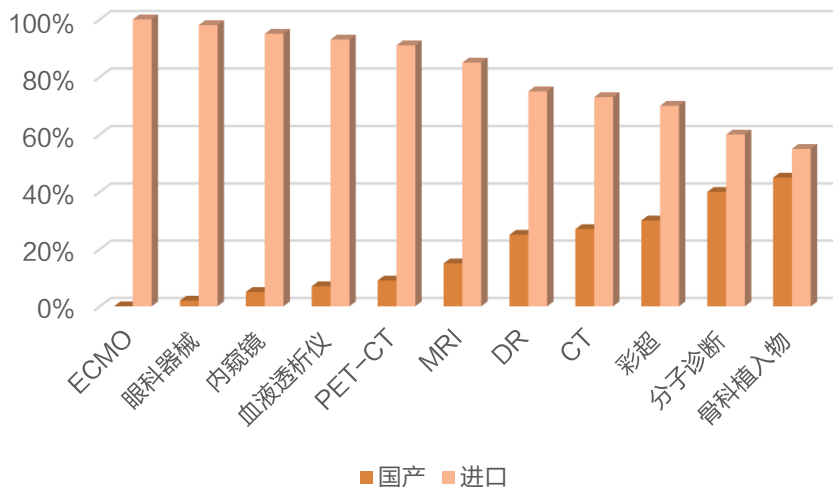
中国全球医疗器械市场规模及增速（亿元）



医疗器械：进口替代大有可为

- 从医疗器械产业链来看，上游是器械零部件的制造，中游是医疗器械的研发、制造和销售，下游是医院、第三方医学检验室和家庭用户。
- 医疗器械领域正处于国产替代加速时期。目前生化诊断、冠脉支架和监护仪已经基本实现国产化替代，其他细分领域仍是进口为主，其中骨科耗材和分子诊断的国产化率接近50%。
- 各细分赛道中医疗器械企业和产品逐渐涌现，产品质量和专利是竞争关键。创新不在是噱头，落实到产品的质量和专利保护上，产品满足临床医生的需求受到认可可是放量的关键。

医疗器械各细分行业国产和进口的比例（按销售额测算）

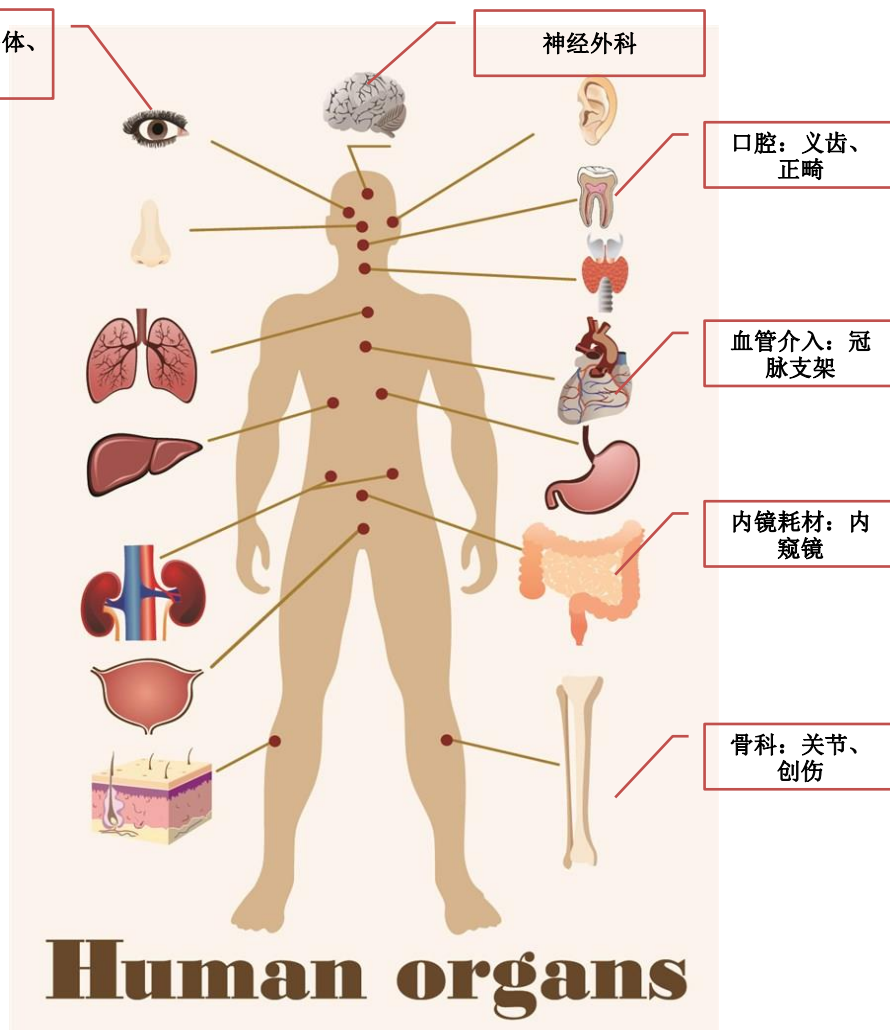
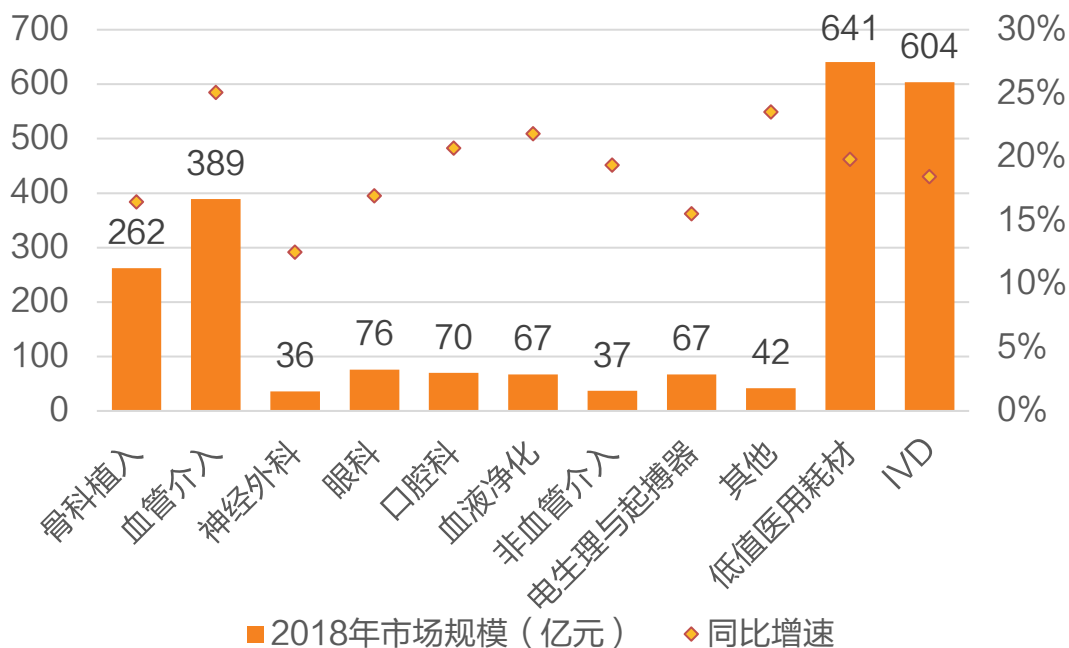


高值耗材：应用遍及全身，血管介入和骨科占比居前

□ 医疗高值耗材应用遍及全身，按照人体结构顺序包括神经外科耗材、眼科耗材、口腔科耗材、血管介入类、内镜耗材、骨科类耗材、非血管介入耗材、血液净化耗材、电生理耗材等。

□ 高值耗材中血管介入市场规模居于首位，达389亿元，其次为骨科植入，达262亿元。

图：2018年国内医用耗材细分市场规 模（亿元）



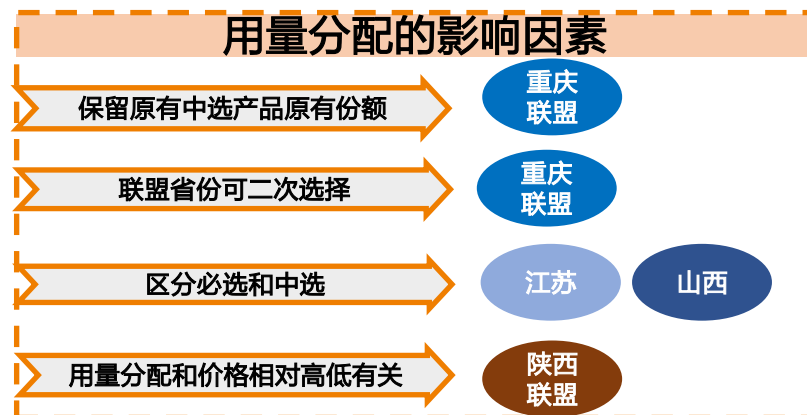
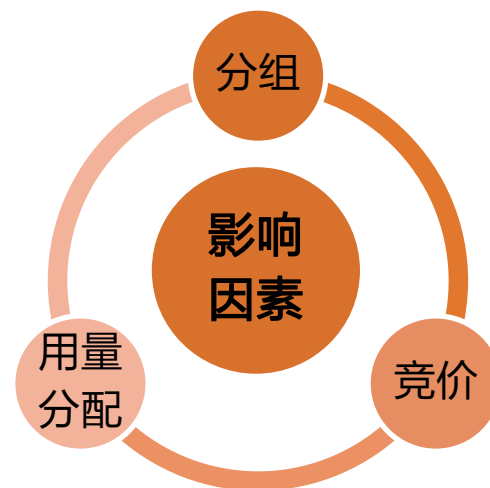
耗材带量采购逐步制度化

□ 国务院办公厅《关于治理高值医用耗材的改革方案》的发布拉开全国高值医用耗材带量采购序幕。

□ 2020年7月3日，相关部门发布冠脉支架带量采购相关方案征求意见函，冠脉支架成为首个国家级集采品种。

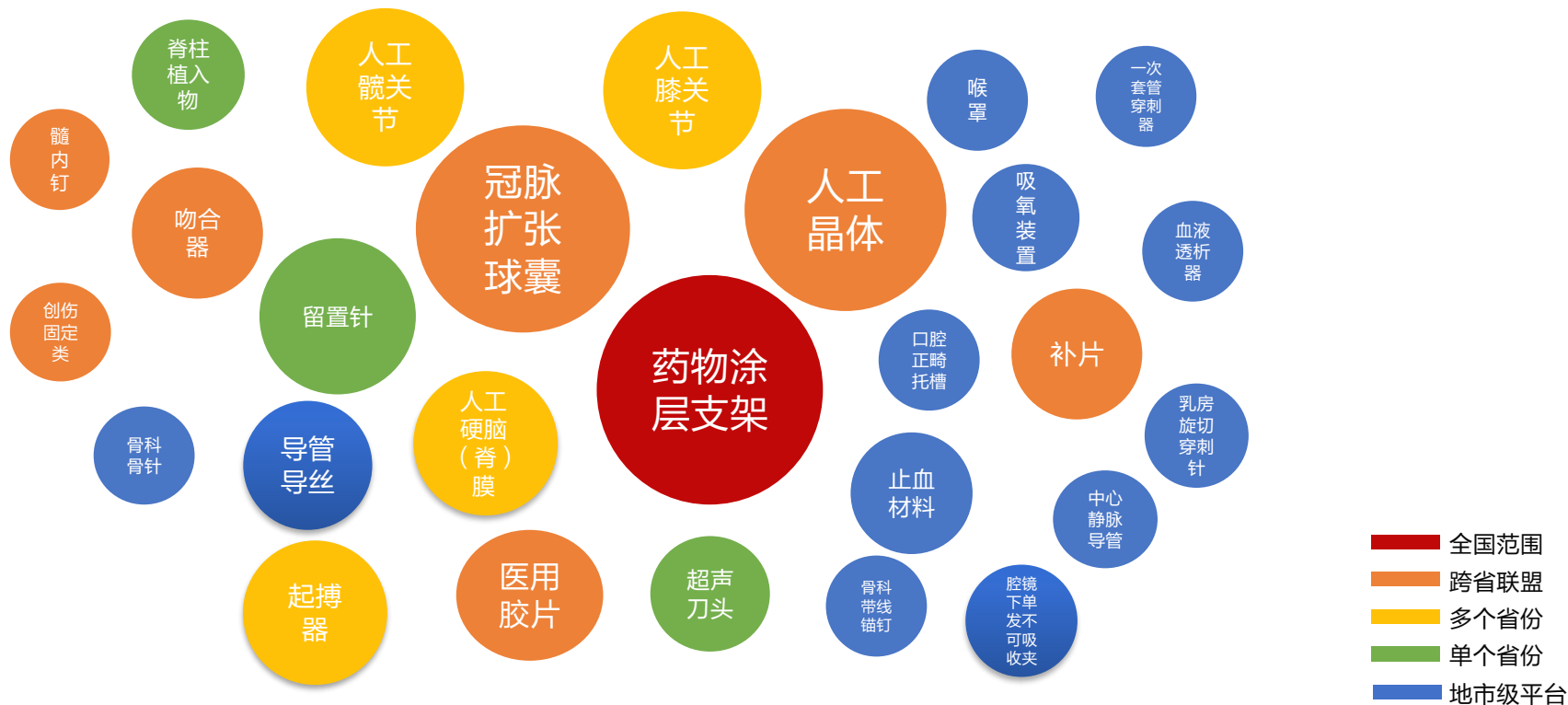
时间	部门	政策法规	文件内容
2019年5月29日	中央深改委	《关于治理高值医用耗材的改革方案》	中央全面深化改革委员会第八次会议召开并通过《关于治理高值医用耗材的改革方案》。
2019年6月18日	国家卫健委	《医疗机构医用耗材管理办法》	逐步统一全国医保高值医用耗材分类与编码 。对单价和资源消耗占比相对较高的高值医用耗材开展重点治理。改革完善医用耗材采购政策。该办法自2019年9月1日起施行。
2019年7月31日	国务院	《治理高值医用耗材改革方案》	对于 临床用量较大、采购金额较高、临床使用较成熟、多家企业生产 的高值医用耗材，按类别探索集中采购，鼓励医疗机构联合开展带量谈判采购，积极探索跨省联盟采购，由国家医保局单独负责。
2019年8月12日	国家医保局	《国家医疗保障局对十三届全国人大二次会议第6395号建议的答复》	建立 耗材一致性评价 机构，加强相关方面研究，完善评价机制，间接促进对一次性非植入高值耗材等费用增长的合理控制。
2019年9月17日	国家药监局	《关于做好第一批实施医疗器械唯一标识工作有关事项的通知（征求意见稿）》	按照风险程度和监管需要，确定部分有源植入类、无源植入类等高风险第三类医疗器械作为 第一批医疗器械唯一标识实施品种 ，对列入第一批实施产品目录的医疗器械，注册人应当按照时限要求有序开展唯一标识赋码、唯一标识注册系统提交、唯一标识数据库提交工作。
2019年12月2日	国家医保局	《关于公示医保医用耗材分类与代码数据库第一批医用耗材信息的通知》	第一批医用耗材信息将纳入 国家医保医用耗材分类与代码数据库 ，供各地医疗保障部门使用，此次耗材编码公示超过3万种医用耗材，涉及范围广泛。
2020年6月8日	国家医保局	《基本医疗保险医用耗材管理暂行办法（征求意见稿）》	首个国家层面的医用 耗材医保管理办法 ，将发布医用耗材医保目录。
2020年7月3日	国家医保局	《国家组织冠脉支架集中带量采购方案（征求意见稿）》	首批国家级带量采购品种为钴铬合金和铂铬合金、载药种类为雷帕霉素或衍生物、药物载体涂层性质为非聚四氟乙烯的 冠脉支架 。

采购规则：三大要素影响格局演化路径



采购品类：持续拓宽，从支架到胶片

- 支架成为首个全国集采品种。
- 人工晶体采购范围最广，目前京津冀3+N联盟、陕西省际联盟（10省）、广东跨省联盟（3省）、河南、安徽、江苏、云南等均已开展。
- 采购品种以临床使用量大为特点，品种涉及广泛，从支架到医用胶片均有集采。



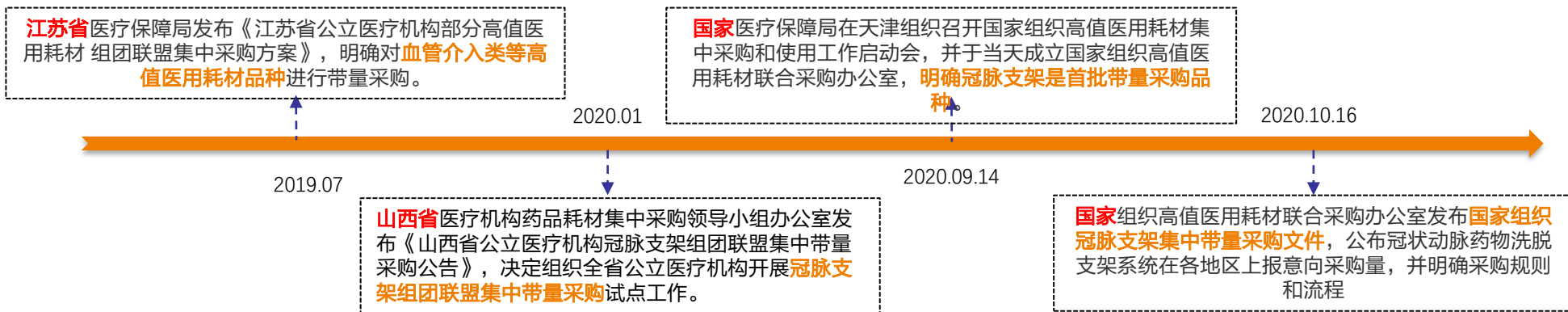
冠脉支架：由点及面，成为首个全国集中带量采购品种

- 2020年2月25日，中共中央国务院发布《关于深化医疗保障制度改革的意见》，提出深化药品、医用耗材集中带量采购制度改革。坚持招采合一、量价挂钩，全面实行药品、医用耗材集中带量采购。
- 2020年5月28日，国家医疗保障局领导主持召开高值医用耗材集中采购改革座谈会，听取部分企业和协会代表意见建议。
- 核心观点：1) 关注分组的情况和竞价规则，2) 关注用量的实际执行情况。

各省及全国的支架带量采购情况

项目	江苏省	山西省	全国*
时间	2019年7月	2020年1月	2020年7月
采购主体	55家三级公立医院	全省公立医疗机构组团联盟	2019年使用量超过1000个的公立及军队医院
采购量	70%	70%	80%
采购周期	1年	1年	2年
集采支架	雷帕霉素及其衍生物支架	药物洗脱和药物涂层支架	钴铬或铂铬合金药物支架

冠脉支架带量采购的时间轴



资料来源：各省招采平台，国家医保局，天风证券研究所，注：*方案摘自网传《关于委托开展<国家组织冠脉支架集中带量采购方案（征求意见稿）>征求意见的函》

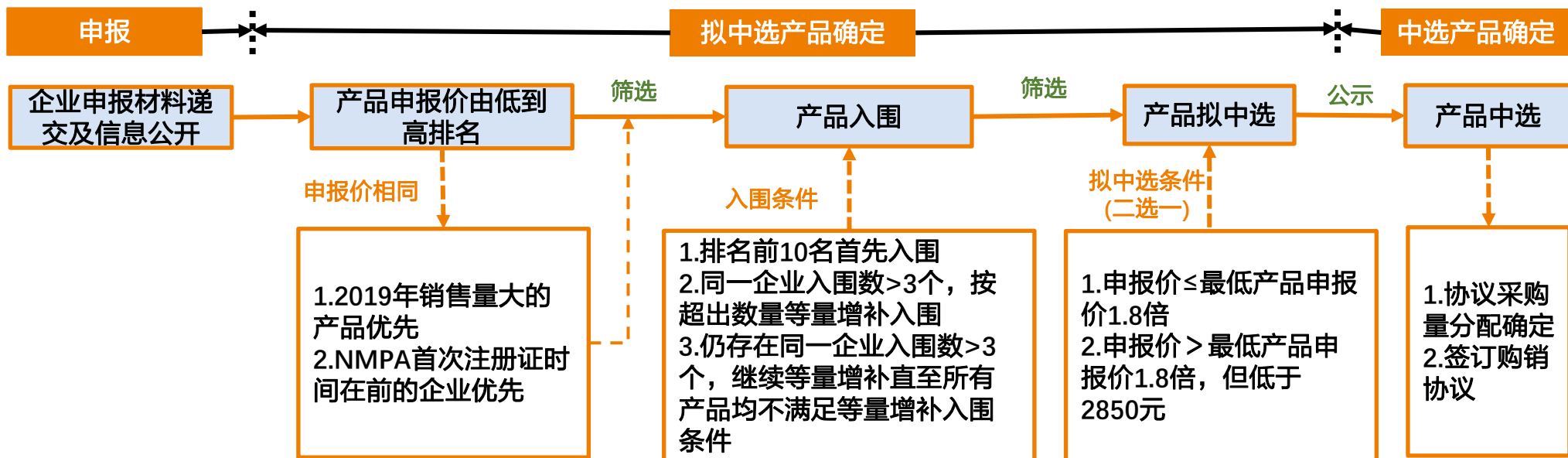
全国支架集采中选规则：等量增补规则下最多可入围17个注册证

□ 分组：本次集采以注册证作为采购单元申报，不设任何分组。

□ 中选规则

□ 第一步，所有产品先报价，而后价格由低到高排名，前10名入围（根据企业入围产品数可等量增加）；

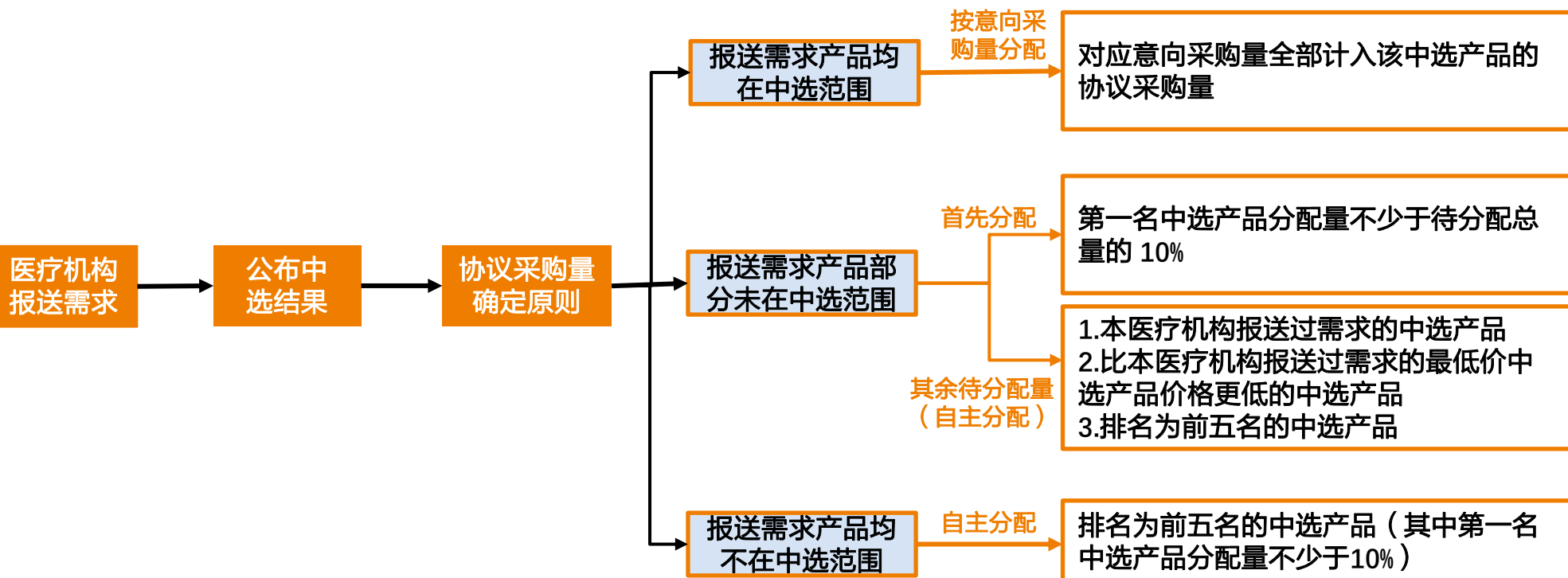
□ 第二步，入围后，价格不超过2850元（江苏省集采最低价），或者不高于最低价的1.8倍，即可拟中选。



全国支架集采用量分配：存量产品优先，中选才有机会

用量分配

- 联盟地区在组织签订采购协议前，各医疗机构在国家组织医用耗材联合采购平台确定各中选产品的协议采购量，中选产品协议采购量确定原则按医疗机构报送需求的产品在中选范围/未在中选范围/全部未在中选范围三种场景进行划分。
- 该规则下，企业倾向于让旗下主流产品中选（保生存量），由此降低对现有临床使用格局的冲击。



国内主要冠脉支架制造上市公司经营概览(2021Q1)

公司	蓝帆医疗	乐普医疗	微创医疗	赛诺医疗	信立泰
最新市值(亿元)	213	486	1064	45	310
2020年营业总收入(亿元)	79	80	42	3	27
2020年归母净利润(亿元)	18	18	-12	0.2	0.6
2021Q1营业总收入(亿元)	31.67	27.49	NA	0.28	7.66
同比增速	253.01%	64.96%	NA	-61.58%	-11.56%
2021Q1归母净利润(亿元)	17.18	7.26	NA	-0.41	1.55
同比增速	1086.89%	89.17%	NA	-624.34%	3.31%
毛利率	68.83%	64.89%	67.21%	62.86%	71.94%
净利率	54.26%	27.56%	-34.43%	-149.03%	19.81%
2020年支架产品业务情况					
主营业务1	心脏介入器械	心血管介入产品	心血管介入产品	支架	医疗器械
收入(亿元)	9.86	11.13	9.37	2.26	0.61
同比增速	-43.2%	-42.1%	-45.3%	-38.4%	-11.6%
主营业务2				球囊	
收入(亿元)				1.00	
同比增速				47.1%	2.23%
支架业务收入比例	12.53%	13.85%	NA	69.16	NA
支架业务毛利率	71.72%	67.73%	NA	79.49%	64.17%

全国支架集采：平均降幅93%，最高降幅96%

□ 本次集采，支架价格从均价1.3万元左右下降至700元左右。医疗机构临床常用的主流产品基本中选，覆盖医疗机构意向采购量的70%以上。与2019年相比，相同企业的相同产品平均降价93%，最高降幅96.55%，按意向采购量计算，预计节约109亿元。

序号	企业名称	产品名称	注册证号	挂网价格（元）	中选价格（元）	带量采购 中标价降幅
1	山东吉威医疗制品有限公司	药物涂层支架系统（雷帕霉素）	国械注准20173461407	13300	469	96.47%
2	易生科技（北京）有限公司	药物洗脱冠脉支架系统	国械注准20193131802	7500	548.99	92.68%
3	上海微创医疗器械（集团）有限公司	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	国械注准20163462305	7500	590	92.13%
4	乐普（北京）医疗器械股份有限公司	钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	国械注准20173460564	8400	645	92.32%
5	Medtronic Inc.	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进20163460682	19250	648	96.63%
6	上海微创医疗器械（集团）有限公司	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	国械注准20203130662	--	750	--
7	深圳市金瑞凯利生物科技有限公司	药物支架系统	国械注准20163461174	7600	755	90.07%
8	Boston Scientific Corporation	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进20153130608	17100	775.98	95.46%
9	Boston Scientific Corporation	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进20173466661	11400	776.31	93.19%
10	万瑞飞鸿（北京）医疗器材有限公司	冠状动脉铂铬合金可降解涂层雷帕霉素药物洗脱支架系统	国械注准20163460595	7700	798	89.64%

第一批国家集采冠脉支架的启发

中选才有机会

加大创新投入

拥抱内生假设

- **对内：** 现有集采规则下，保住存量基本盘
- **对外：** 积极开拓海外市场，凭借产品性能在海外占据一席之地，扩大增量

- **坚持创新战略：** 器械企业持续成长的唯一路径
- **持续挖掘需求：** 可降解支架、药物球囊等其他同类产品替代的可能性，总有新的临床需求未被满足

- 耗材集采常态化、国产替代加速化已势不可挡
- 不走“做高空间、掌握终端、营销为王、无效供给”的老路
- 企业、医院、监管等各方面协调平衡

未来趋势——集采品种： 医保基金支出多+竞争较为充分

- 日前相关部门下发《关于开展高值医用耗材第二批集中采购数据快速采集与价格监测的通知》（以下简称《通知》）。根据《通知》，第二批医用耗材集采品类将大幅扩围，在第一批血管介入类、眼科类等基础上，增加人工髋关节、人工膝关节、除颤器、封堵器、骨科材料、吻合器，涉及产品信息1万余条，具体到规格型号信息约32万条。同时还将对第一批血管介入类、非血管介入类、起搏器类、眼科类产品进行增补。
- 《中国医疗器械蓝皮书（2019版）》显示，2018年我国高值医用耗材细分领域中，血管介入领域和骨科植入领域市场规模最大，占比分别为37.2%和25%。CFDA南方医药经济研究所数据显示，2019年中国骨科植入耗材市场规模约为304亿元，到2023年可增长至520亿元，2018-2023年复合增长率在15.05%左右。

临床用量大，价额昂贵→医保基金支出多



临床使用较成熟，竞争较为充分→适宜开展集采

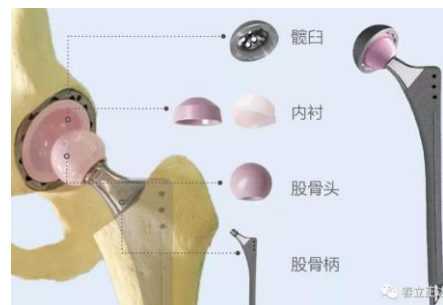
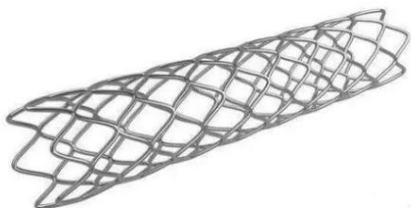
未来趋势——带量采购：根据品种特点探索采购方案

▶ 根据国家医疗保障局医药价格和招标采购司丁一磊发表在《旗帜》的文章指出

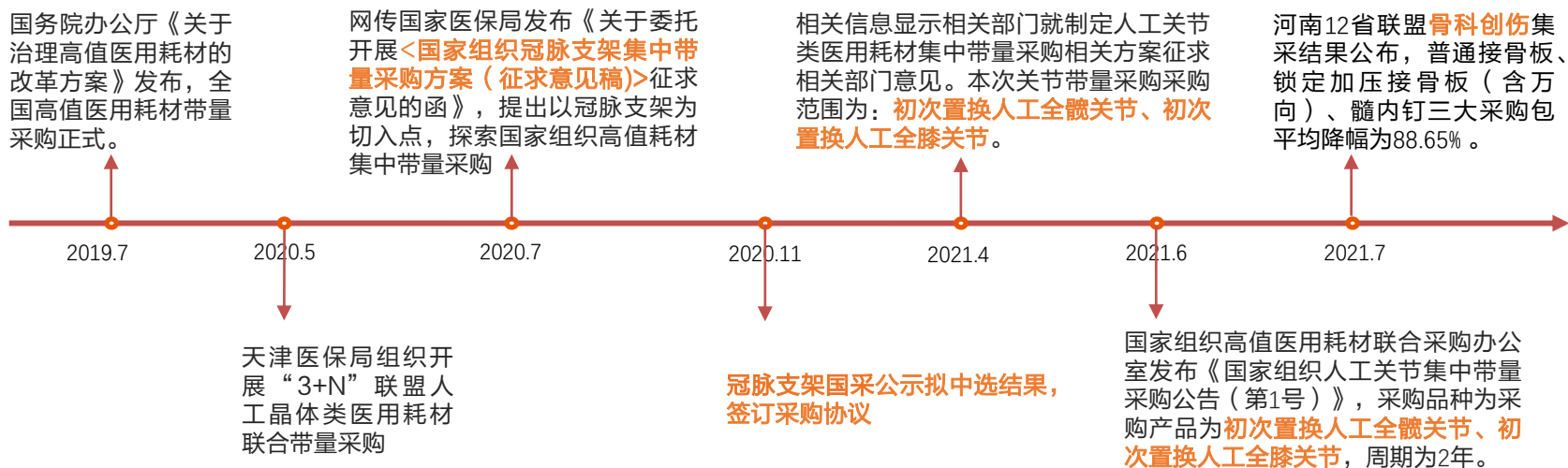


耗材带量采购：冠脉支架国采进入执行期，关节国采即将拉开帷幕

- 采购主体：跨省联盟采购成为趋势。
- 采购规则：三大要素影响格局演化路径
- 采购品类：持续拓宽，从支架到骨科
- 降价幅度：最高降幅已突破97%



耗材带量采购政策梳理



国家人工关节类医用耗材集采开始推进

- ▶ 2021年6月，国家组织高值医用耗材集中采购办公室发布《国家组织人工关节集中带量采购公告（第1号）》，本次关节带量采购范围为：**初次置换人工全髋关节（分为陶瓷-陶瓷、陶瓷-聚乙烯、合金-聚乙烯三个产品系统类别开展采购）、初次置换人工全膝关节（分为一个产品系统类别开展采购）**，周期为2年。

产品覆盖范围

此次采购仅覆盖**初次全髋、初次全膝**，半髋、翻修、定制、肿瘤等类型产品未直接涉及。髋关节品类覆盖主流材质，全陶、半陶、金属均在采购范围中，其中，①金属股骨头材质包括钴铬钼合金、锆钼合金（施乐辉黑晶），②聚乙烯内衬涵盖高交联聚乙烯、高交联聚乙烯（含抗氧化剂）、超高分子量聚乙烯，③股骨柄、髌臼杯材质包括铬合金、钛合金、钽合金，对涂层工艺不做区分。膝关节材质为金属及聚乙烯。

医疗机构覆盖范围

联盟地区2020年髋、膝关节置换术合计达到一定数量的公立医疗机构（含军队医疗机构）均应参加。其他公立医疗机构及医保定点社会办医疗机构按所在联盟地区相关规定自愿参加。

分组和竞价方式

同一产品系统类别下，根据医疗机构采购需求、企业供应能力、产品材质3个条件，形成A、B两组，各为一个竞价单元分别竞价。按产品系统报价，并注明部件单价。申报价格包含产品系统内各部件价格（含产品系统配送费用、配套工具配送费用和配套工具使用费用）、伴随服务费用。同一企业在同组多个系统报价需一致，中选部件价格联动至非中选系统中对应部件。中选产品合理控制价差，鼓励材质更优、需求量较大产品中选。

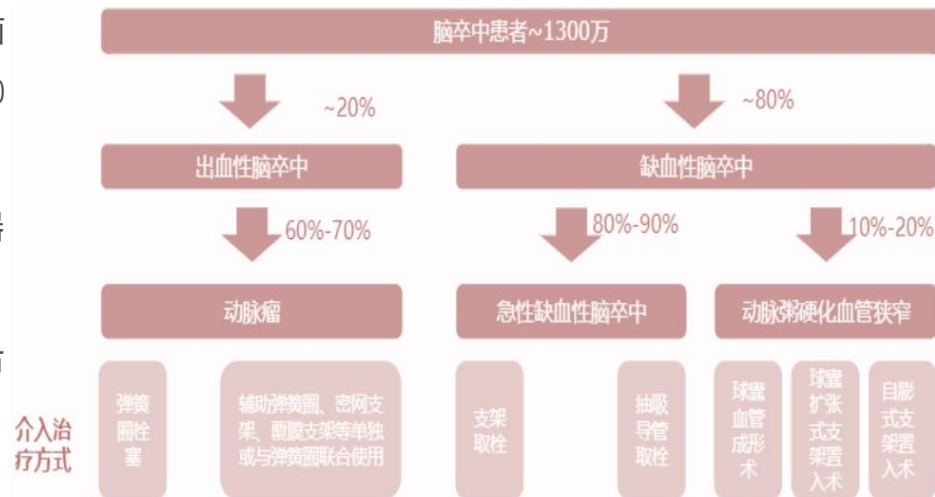
用量确定与分配和采购周期

①医疗机构根据企业上报的产品系统填写未来一年对于不同产品系统的需求量（注意与支架是医疗机构上报目前医院实际使用量不同），而后集中采购办公室汇总医疗机构填报的采购需求量，按一定比例明确本次集中带量采购的意向采购量。②中选产品按医疗机构报送的量分配对应的医疗机构（和支架类似，保证中选产品的存量），对于医疗机构报了产品，但对应产品未中选，则将量由医疗机构自主分配给排名靠前或者已报送需求的中选产品。③采购周期2年

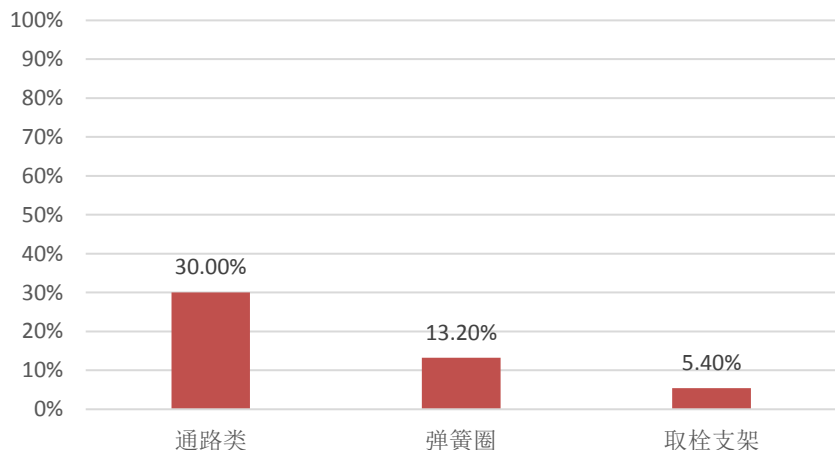
神经介入：行业进入产品密集上市阶段，产品齐全+高质量有望突围

- 脑卒中是主要的脑血管疾病，由脑血管阻塞或破裂出血引起的脑组织损伤，前者为缺血性脑卒中，后者为出血性脑卒中。中国脑卒中新增发病人数240万人。2019年中国脑卒中患病人数达1480万人，其中缺血性脑卒中1190万人，出血性脑卒中290万人。
- 出血性脑卒中介入治疗可使用弹簧圈、密网支架或覆膜支架等器械。缺血性脑卒中可使用取栓支架、抽吸支架等器械。
- 行业进入洗牌时期，临床应用效果为比拼重点。出血性脑卒中市场百花齐放，弹簧圈进口厂商有5家，国产上市厂家已经有5家。在缺血性脑卒中市场取栓支架国产刚刚突破，目前进口厂家5家，国产上市厂家3家。

脑卒中患者结构



神经介入医疗器械国产化率



各公司神经介入产品布局情况

产品	出血类产品			缺血性产品			通路类产品	
	弹簧圈	密网支架	颅内覆膜支架	取栓支架	抽吸导管	球囊扩张导管	微导丝	导管丝
美敦力	✓	✓		✓				✓
史赛克	✓	✓		✓				✓
强生	✓			✓				
波士顿科学	✓						✓	✓
penumbra					✓			
维心	✓							
微创神通		✓	✓	在研	在研	在研		
赛诺医疗				在研		✓		
心玮医疗				✓	在研			✓
沃比医疗	在研							✓
归创通桥	在研	在研		✓	在研	✓	✓	✓
沛嘉医疗	✓			在研	在研		✓	✓
江苏尼科				✓				
泰杰伟业	✓							✓
瑞康通							✓	

资料来源：国家卒中中心、亿欧智库、灼识咨询、天风证券研究所

外周血管介入：行业仍处于发展初期，以进口产品为主

外周血管疾病治疗方式与器械梳理

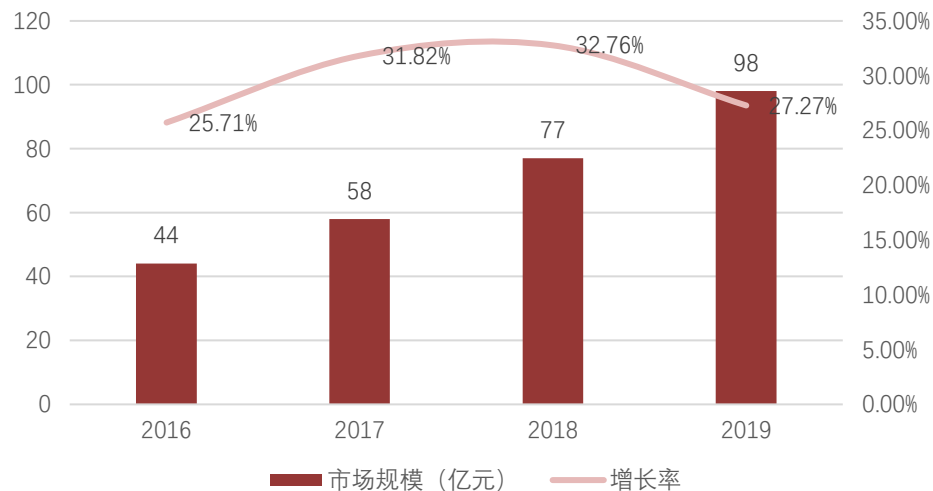


- 外周血管疾病包括外周动脉疾病和静脉疾病，目前外周血管疾病的治疗方式主要有药物治疗、外科手术治疗和介入治疗，其中介入治疗由于其治疗精准度较高、创伤小、愈后时间短逐渐成为外周血管疾病的主流治疗方式。
- 中国外周血管介入行业起步较晚，目前处于早期，整体渗透率不高，主要由于3个原因：1) 主要介入产品由进口厂商垄断，美敦力、波士顿科兴、雅培等占据95%的份额。2) 患者手术意愿偏低手术量较少。外周血管疾病致死率低，主要引起慢性疼痛、间歇性跛行、腿脚发冷等症状，严重时截肢或致死。3) 医生普及程度有限，目前血管介入手术医生主要在一、二线城市的三级医院，有些三线城市还没有血管外科，医生对外周血管介入手术认识不足。

各公司外周产品布局情况

	先瑞达	心脉医疗	归创通桥	先健科技	心凯诺	维心医疗	惠泰医疗
外周药物涂层球囊	√	√	√				
外周血管支架	√	√	在研		在研		
可回收腔静脉滤器			在研	√		√	在研
髂静脉支架			在研				
射频消融导管	在研		在研				
外周栓塞弹簧圈			在研				

中国外周血管介入行业市场规模



资料来源：《主动脉夹层判断与质量规范中国专家共识》、《下肢浅静脉曲张真的微循环专家共识》、亿欧智库、医械汇、天风证券研究所

骨科植入物耗材——头部化效应愈发明显

国内骨科头部企业多迈入10亿收入规模，且行业集中度逐年提升。

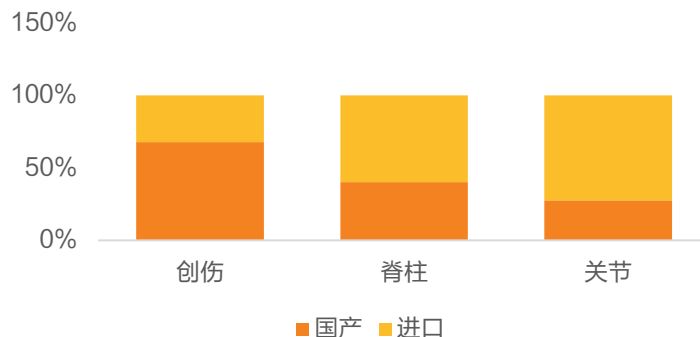
从行业内的公司来看，头部企业获得了显著高于行业的增速。

高研发成本及学术推广成本形成准入壁垒，行业集中度持续提升。

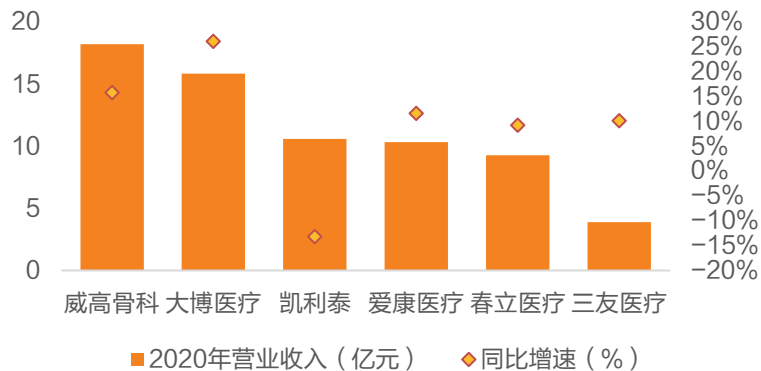
骨科耗材的产品改进是一个动态化持续的过程，需要高研发投入支持；产品上市后要医生培训，推广成本对小企业形成较大挑战。

产品品质提升与学术推广提升医生学习曲线双轮驱动，进口替代加速进行。国内头部的耗材企业利用先发优势抢占市场，在医工合作中促进产品质量提升，加速了国产产品质量接近进口，并利用价格优势加速替代。

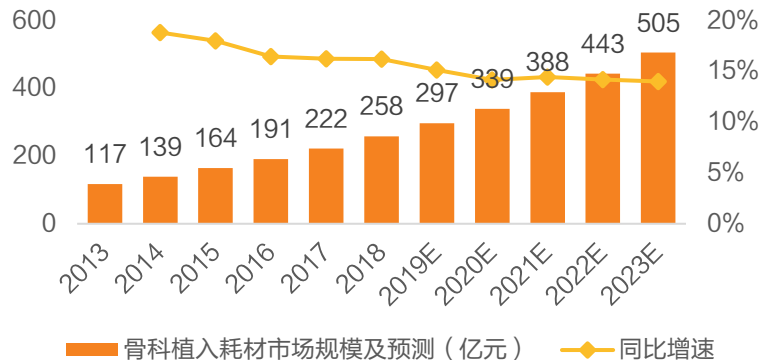
图：骨科耗材细分领域体现出明显的进口替代



图：骨科植入耗材头部企业收入增速近30%



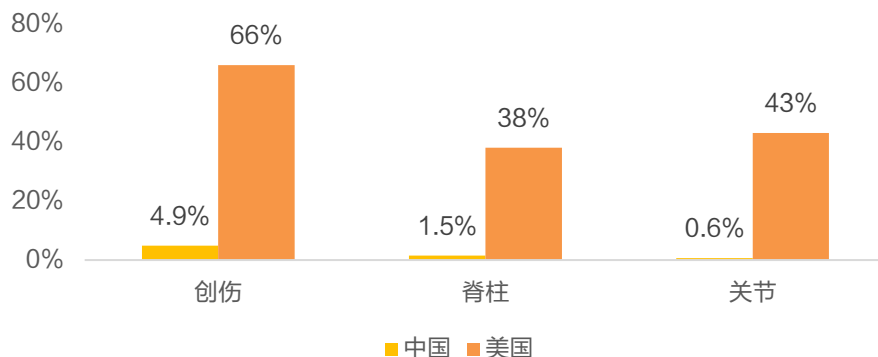
图：骨科植入耗材市场整体以15%左右增速持续快速增长



全球对比：渗透率尚有较大提升空间

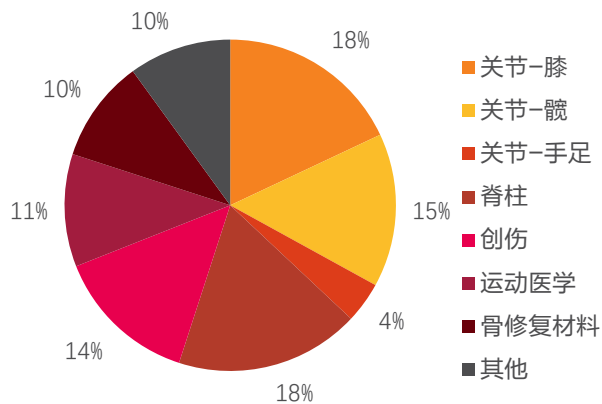
- 国内骨科耗材市场渗透率仍较低。跟成熟市场相比，关节植入物占比有望进一步提升。
- 进口替代尚有较大空间。除创伤市场发展较为成熟，以国产产品为主导外，其他市场仍以进口产品为主，国内头部企业凭借较强的产品质量和学术推广能力，有望持续提升市占率。

图：2016年国内骨科耗材市场渗透率跟美国有较大差距

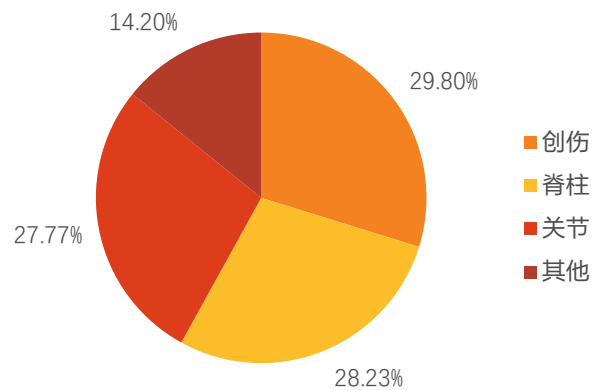


图：国内关节市场占比相对较低

2018年全球骨科市场关节占比最大



2019年国内骨科市场创伤占比最高



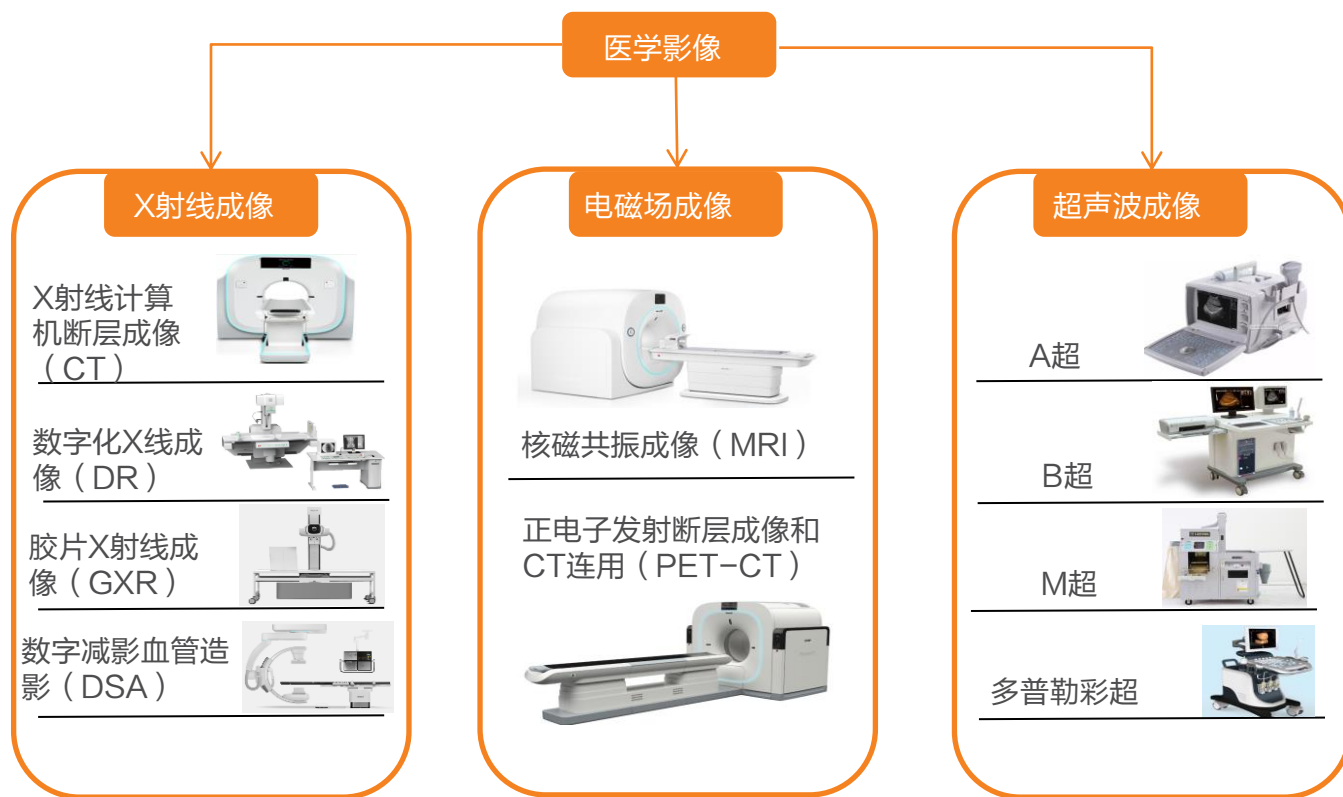
骨科耗材：头部企业持续快速增长，老龄化及渗透率提升是催化剂

图：国内骨科植入物耗材头部企业2020年业务持续增长

	威高骨科	大博医疗	爱康医疗	凯利泰	春立医疗	三友医疗	微创医疗
主营业务	创伤类、脊柱类、关节类植入物	创伤、脊柱、关节植入物	髌、膝关节置换植入物、3D打印产品、创伤及脊柱植入物	椎体扩张球囊导管系统、创伤及脊柱植入物	髌、膝关节置换植入物、脊柱植入物	脊柱类植入耗材	骨科器械类业务
2020年年报情况							
	威高骨科	大博医疗	爱康医疗	凯利泰	春立医疗	三友医疗	微创医疗
总营业收入(百万元)	1823.78	1586.86	1035.58	1061.57	928.23	390.43	4232.91
同比增速 (%)	15.87%	26%	12%	-13%	9%	10%	-18%
归母净利润(百万元)	558.40	605.68	314.01	-	283.37	118.56	-
同比增速 (%)	26.43%	30%	18%	-	20%	21%	-
扣非净利润(百万元)	538.98	552.98	308.87	-	274.92	94.62	-
同比增速 (%)	23.88%	31%	25%	-	18%	8%	-
销售毛利率 (%)	82.36%	86%	69%	67%	72%	91%	67%
销售净利率 (%)	30.80%	39%	30%	-	31%	30%	-
主营业务1	脊柱类产品	创伤类	髌关节类	椎体扩张球囊导管系统	关节类	脊柱类	骨科器械类
收入(百万元)	816.99	980.75	570.95	457.24	909.83	365.76	1315.47
同比增速 (%)	6.14%	23.06%	4.87%	-9.97%	9.02%	10.81%	-18.93%
主营业务2	创伤类产品	脊柱类	膝关节类	脊柱及创伤产品	脊柱类	创伤类	
收入(百万元)	537.57	369.20	258.02	179.37	27.73	22.97	
同比增速 (%)	21.75%	39.31%	12.31%	16.75%	34.94%	2.54%	
主营业务3	关节类		3D打印产品	贸易类			
收入(百万元)	406.56		126.25	412.94			
同比增速 (%)	33.77%		2.28%	-22.52%			
主营业务4	手术器械		脊柱,骨愈合及微固定术				
收入(百万元)	39.43		51.81				

医疗影像设备：竞争格局集中，行业壁垒高企

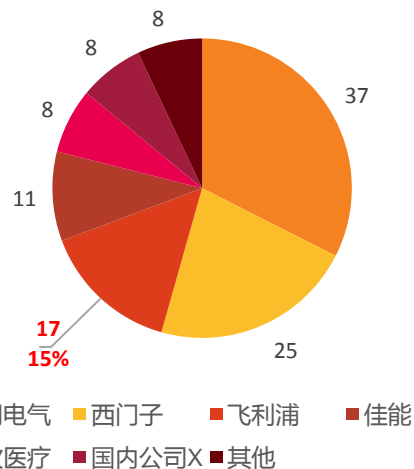
- 医疗影像设备主要是使用X射线、电磁场和超声波来提供人体内部组织和器官的影像。由于医疗影像技术的非侵入性和相对安全性，其得到广泛使用。
- 医疗影像是医生在进行临床诊断和制定治疗方案时首选的诊断方法。医疗影像设备主要包括CT扫描仪、MRI扫描仪、DSA机、GSR机、超声设备和PET扫描仪。



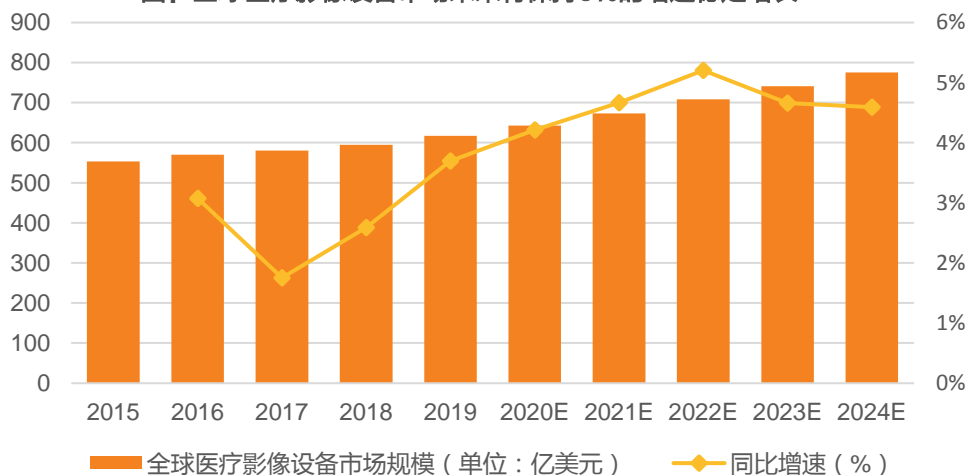
医学影像：CT扫描仪是最大的细分市场，国内为进口品牌主导

- 2019年全球医疗影像设备市场规模达617亿美元，2015-2019年复合增速为2.78%；预计2020-2024年行业将保持4.78%的复合增速，到2024年行业规模有望达到775亿美元。
- 2019年国内医疗影像设备市场规模达824亿元人民币，2015-2019年复合增速为12.80%；预计2020-2024年行业将保持7.88%的复合增速，到2024年行业规模有望达到1211亿元人民币。
- CT扫描仪是医疗影像设备最大的细分市场。根据弗若斯特沙利文数据，2019年国内CT行业为进口品牌主导。

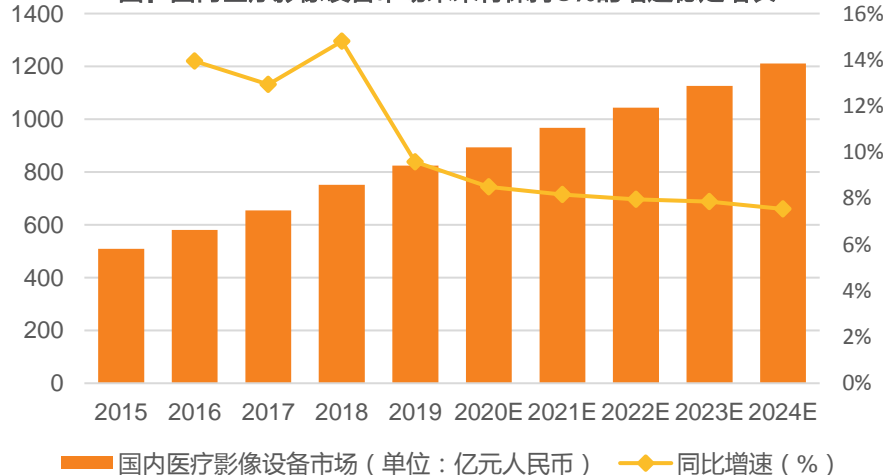
图：国内CT市场份额为进口主导（单位：亿元人民币）



图：全球医疗影像设备市场未来将保持5%的增速稳定增长



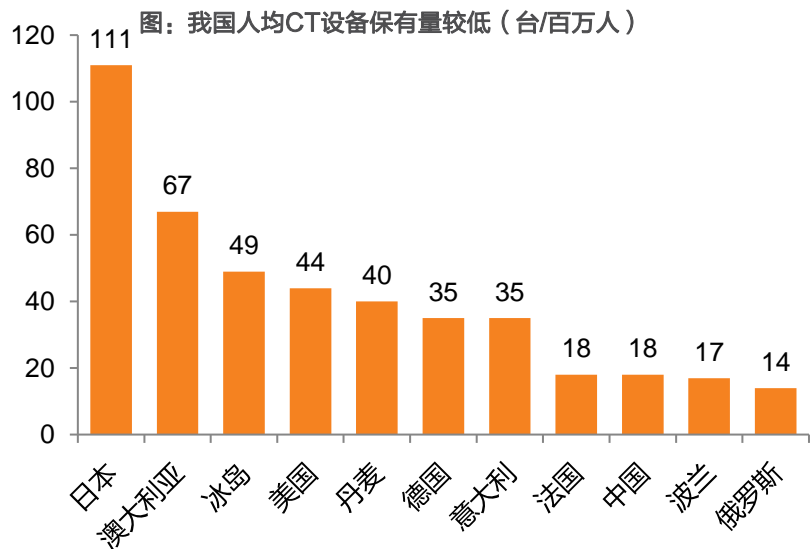
图：国内医疗影像设备市场未来将保持8%的增速稳定增长



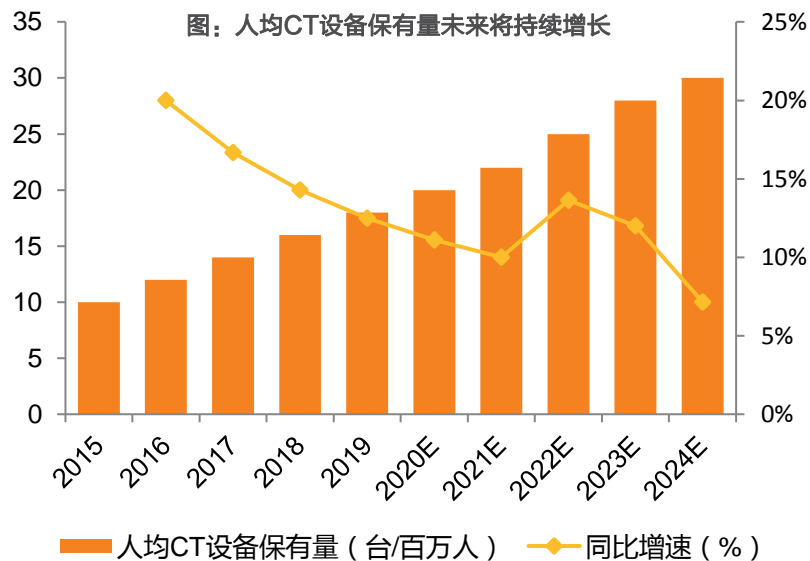
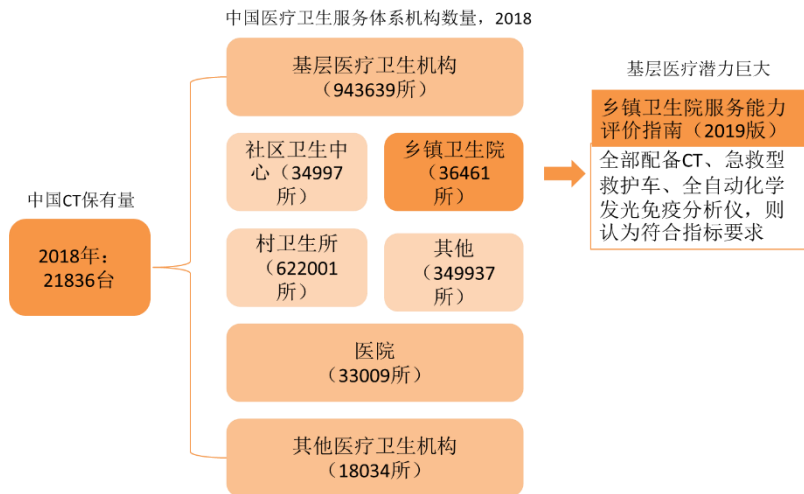
资料来源：东软医疗招股书，天风证券研究所

医学影像：人均保有量低，未来发展空间大

- 截至 2019 年，中国 CT 保有量共有 24,743 台，且主要集中在医院。
- 中国的 CT 设备人均保有量仅为每百万人拥有 18 台。相比之下，美国每百万人拥有 CT 设备 44 台，是中国的 2.5 倍；日本每百万人拥有 CT 设备高达 111 台，是中国的 6 倍。
- 预计到 2024 年，我国 CT 设备人均保有量将增长至 30 台/每百万人。



图：基层医疗市场为中国医疗影像设备发展提供巨大的空间



分子诊断：新冠疫情带来业绩大幅增长，后疫情时期迎黄金发展阶段

- 分子诊断具备灵敏度高、特异性强、可定量检查等优势，弥补了生化检测、血液检测和免疫检测等诊断方式无法判断导致感染性疾病的病毒、细菌、衣原体、支原体和螺旋体等病原体DNA或RNA复制情况的弊端。
- 中国基因检测市场规模处于快速增长期。2020年全球基因检测市场规模预计为138亿美元，中国市场比重由2012年的17.96%增长为34.78%，占全球市场的三分之一以上。2020年中国分子诊断行业市场规模为125亿元。
- 后疫情时期加速PCR实验室构建。一方面新冠核酸检测的普及有利于基因检测知名度和认可度提高，助力基因检测未来市场推广。另一方面国家重视基层医院检验科补短板，PCR实验室普及率提升。

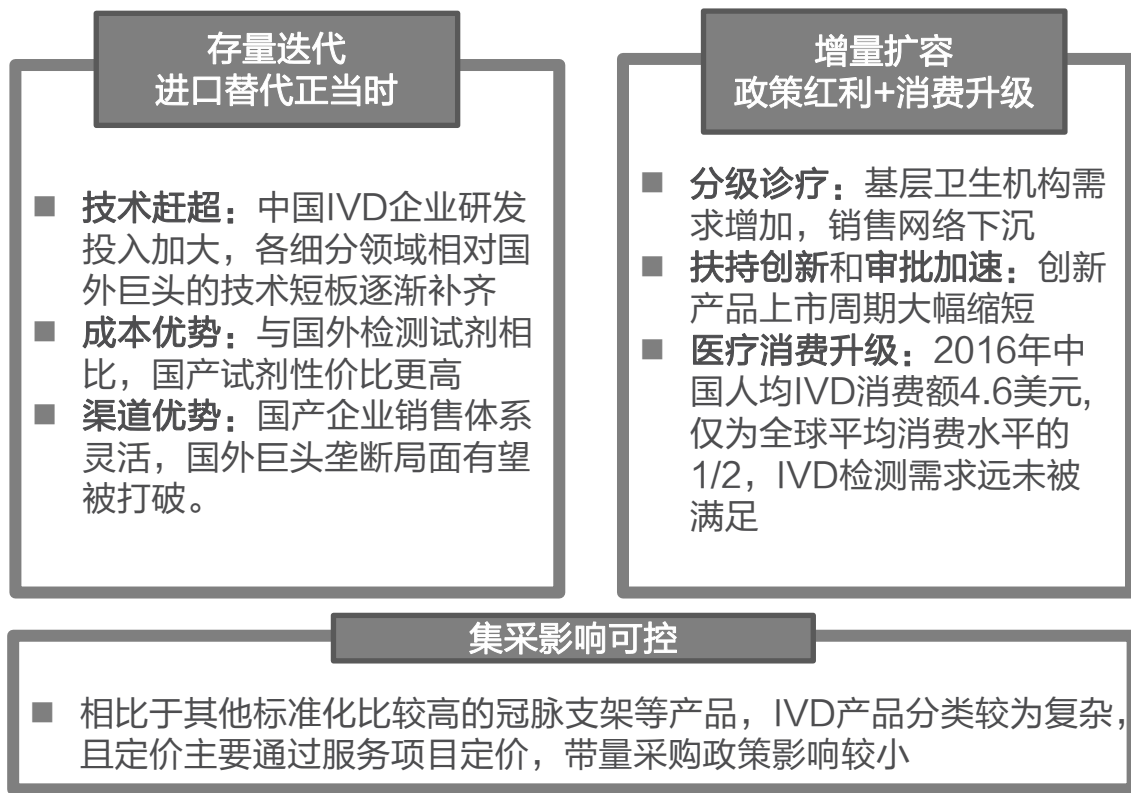
分子诊断相关企业对比

	华大基因	圣湘生物	达安基因	东方生物	艾德生物	贝瑞基因	硕世生物	凯普生物
2021年								
最新市值(亿元)	474	356	309	245	191	94	92	91
预测PE(wind)	43.4	21.8		14.3	73.8	34.3		22.8
业务范围	肿瘤、感染、优生 优生、遗传病	肿瘤、感染、优生 优生、遗传病	感染、遗传	肿瘤、感染、毒品 检测、优生优生	肿瘤	肿瘤、遗传、优生 优生	传染性疾病、遗传 病、肿瘤	优生优生、遗传病
2020年								
2020年营业收入(百 万元)	8397.23	4762.96	5341.21	3265.36	728.39	1540.39	1739.68	1354.5
增速	199.86%	1203.53%	386.35%	788.83%	25.94%	-4.78%	502.39%	85.70%
2020年净利润(百万 元)	2102.05	2616.6	2450.04	1680.33	180.33	205.69	819.57	394.66
增速	654.72%	6527.90%	5295.26%	2067.96%	33.11%	-46.87%	878.52%	188.16%
研发费用(百万元)	636.46	82.77	166.95	93.75	115.11	125.8	72.07	71.62
增速	90.33%	112.48%	75.89%	195.22%	22.77%	5.27%	86.90%	24.68%
新冠业务收入(百万 元)	5142	3700	2975	2960	-	-	未披露	552
占总收入比重	61.24%	77.68%	55.70%	90.65%	-	-	-	40.77%

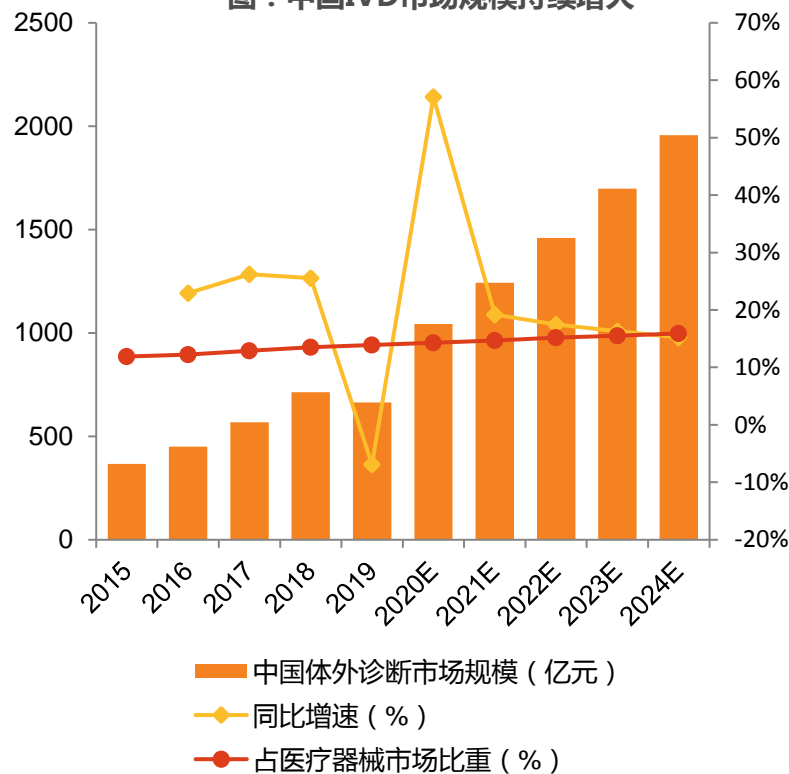
化学发光：进口替代正当时

□ 体外诊断(IVD, In Vitro Diagnosis) 是全球医疗器械最大的细分领域，中国IVD市场处在快速成长期：根据弗若斯特沙利文统计，我国体外诊断市场规模从2015年的366亿元增长到2019年的864亿元，占医疗器械市场规模的比例从2015年的11.9%增长到2019年的13.9%。未来，预计体外诊断市场有望继续保持增长，到2024年，我国体外诊断市场规模预计将达到1,957亿元，2019-2024年的年均复合增长率为17.8%，占医疗器械市场规模的比例将达到15.9%。

图：体外诊断市场驱动力一览



图：中国IVD市场规模持续增大



加快推进康复医疗工作发展

□ 2021年6月16日，国家卫健委、国家发改委等8部门联合印发《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》。

主要目标

力争到2022年，每10万人口康复医师达到6人、康复治疗师达到10人。到2025年，每10万人口康复医师达到8人、康复治疗师达到12人。

健全完善康复医疗服务体系

每个省会城市、常住人口超过300万的地级市至少设置1所二级及以上康复医院；
常住人口超过30万的县至少有1所县级公立医院设置康复医学科；
常住人口30万以下的县至少有1所县级公立医院设置康复医学科门诊。

加强人才培养和队伍建设

加强康复医疗人才教育培养。强化康复医疗专业人员岗位培训。
加强突发应急状态下康复医疗队伍储备。

提高康复医疗服务能力

- 完善康复医疗工作制度、服务指南和技术规范。
- 加强康复医疗能力建设。
- 提高基层康复医疗能力。
- 提升中医康复服务能力。

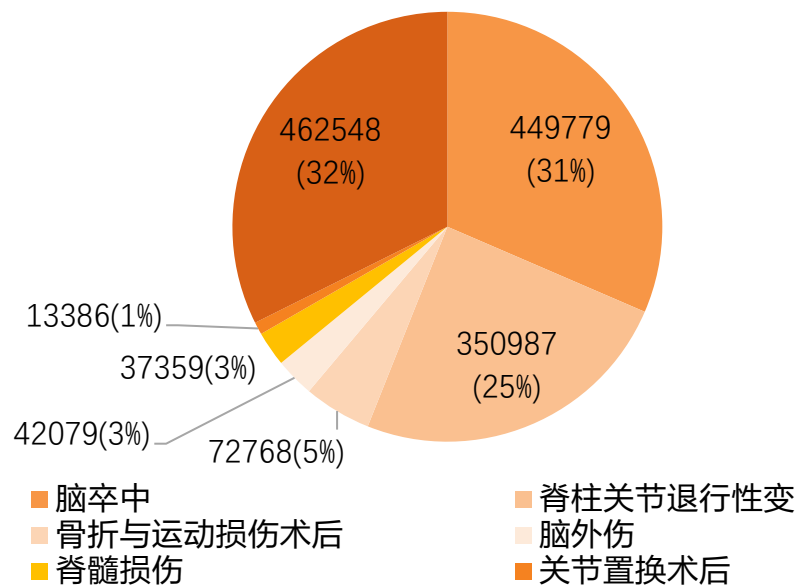
创新康复医疗服务模式

- 逐步推进康复与临床多学科合作模式。
- 积极发展社区和居家康复医疗。
- 推动康复医疗与康复辅助器具配置服务衔接融合。
- 统筹完善康复医疗服务价格和医保支付管理。
- 推动康复医疗相关产业发展。

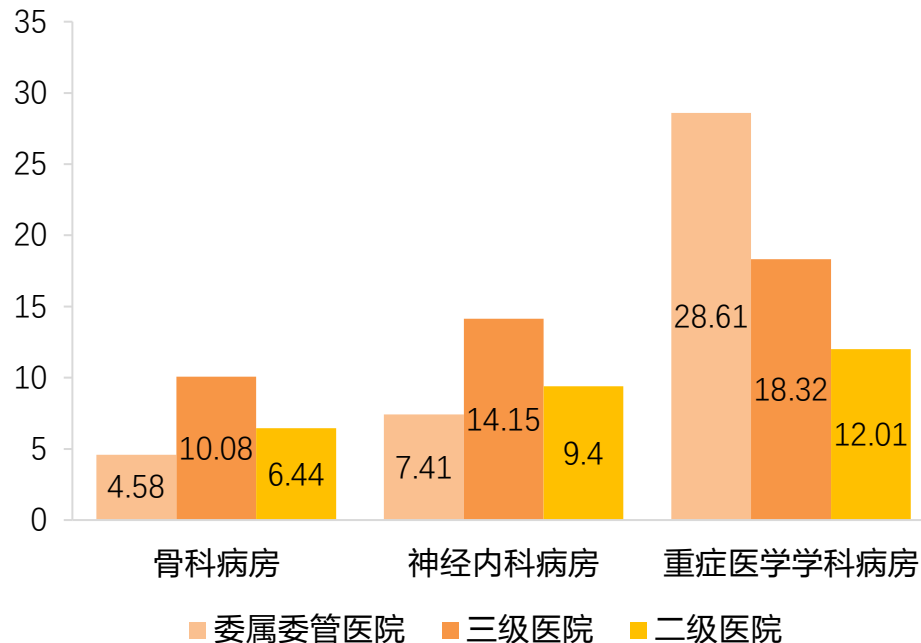
资料来源：国家卫健委，天风证券研究所

脑卒中是康复医学科患者的主要类型，康复的重视程度仍需提升

2018年康复医学科主要病种住院患者例数（例）及其占比



2018年各级医院早期康复介入率（%）



资料来源：国家康复医学专业医疗服务于质量安全报告（2019）-国家康复医学专业医疗质量管理与控制中心，天风证券研究所

国内主要康复设备企业对比

	翔宇医疗	普门科技	伟思医疗	龙之杰
产品数量	20大系列, 400多种产品	8大系列, 50余型号产品种产品 (仅康复分支)	3大系列, 11种产品	3大系列, 30种产品
医疗器械注册证	137项	133项 (康复和体外诊断)	16项	
产品情况 (截止2019年12月31日)	产品入选国家中医药管理局中医诊疗设备提升、改造、开发项目及评估选型推荐品目 38 项;入选中国医学装备协会《优秀国产医疗设备产品目录》8 项;入选中国医学装备协会《新冠肺炎疫情防治 急需医学装备目录》35 项;已获得医疗器械产品注册证 98 项	产品入选国家中医药管理局中医诊疗设备 评估选型推荐品目 2 项;入选中国医学装备 协会《优秀国产医疗设备 产品目录》4 项;入选中国医学装备协会《新冠肺炎疫情防治 急需医学装备目录》7 项;已获得医疗器械产品注册证 99 项(其中包 含体外诊断类及治疗与 康复类产品的注册证)	产品入选国家中医药管 理局中医诊疗 设备提 升、改造、开发项目及 评估选 型推荐品目 2 项;入选中国医学装备 协会《新冠肺炎疫情防 治急需医学装备 目录》2 项;已获得医疗器械 产品注册 证 16 项	产品入选国家中医药管理局中医诊疗 设备 评估选型推荐品目 5 项;入选中国 医学装 备协会《新冠肺炎疫 情防治急 需医学装备 目录》4 项
研发投入 (截止2020年12月31日)	2020年研发占营收比例为 10.40% 授权专利831项, 软件著作权61项, 累 计获得科技成果32项, 医疗器械注册 证/备案凭证137项	2020年研发占营收比例为 18.66% 授权专利109项, 软件著作权64项, 医 疗器械证书 133 项, 其中三类证书 2 项, 二类证书 104 项, 一类证书 27 项	2020年研发占营收比例为 9.06% 授权专利73项, 软件著作权51项, 、 二类医疗器械注册证 12 项、进口医疗 器械产品注册证 2 项、一类医疗器械 产品备案凭证 2 项	2020年母公司诚益通研发占营收比例 为 6.43%, 发明专利6项, 外观专利31 项, 实用新型专利33项, 20项软件著 作权。
2020年 营业收入 (百万)	495.51	157.64	378.37	166.71
增速	15.9%	18.5%	18.7%	-0.7%
各版块收入 (百万)	物理康复医疗设备 286.35 康复训练器械 144.70 配件产品 41.22 康复评定器械 18.97 其他业务 4.27	医用产品 153.04 家用产品 4.60	电刺激类 155.37 磁刺激类 100.95 耗材及配件 57.55 电生理类 49.45 其他主营业务 13.31 其他业务 1.74	
毛利率	67.75%	75.47%	73.63%	63.24%
各版块毛利率	物理康复医疗设备 69.32% 康复训练器械 64.65% 配件产品 62.86% 康复评定器械 77.16% 其他业务 72.91%	医用产品 76.52% 家用产品 40.64%	电刺激类 70.75% 磁刺激类 83.48% 耗材及配件 63.88% 电生理类 74.76% 其他主营业务 68.86% 其他业务 86.60%	
销售费用占比	17.8%		19.0%	
研发费用占比	10.4%		9.1%	
管理费用占比	5.4%		8.9%	
财务费用占比	-2.5%		-1.6%	
归母净利润 (百万元)	196.26		143.66	
增速	52.2%		44.1%	
归母净利润率	39.6%		38.0%	
扣非归母净利润 (百万元)	155.49		128.35	
扣非归母净利润率	31.4%		33.9%	

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

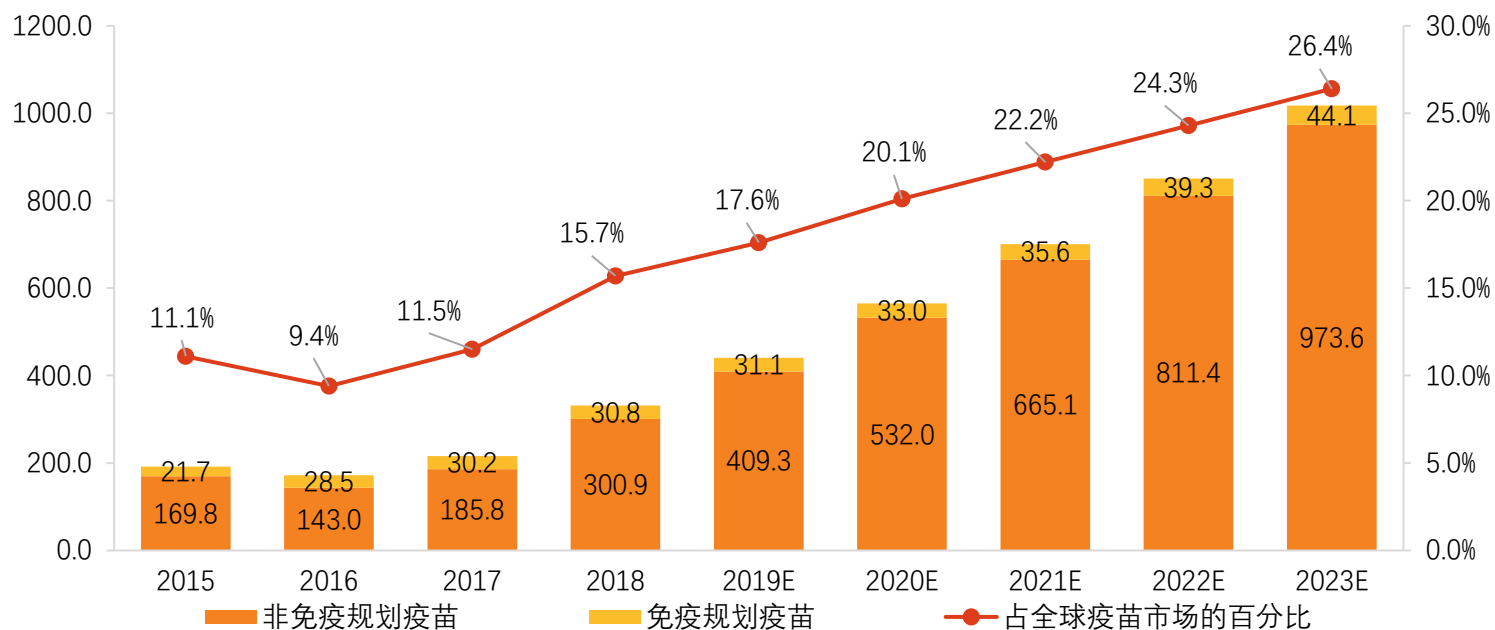
目录

- 1、行业总览：整体呈上升趋势
- 2、创新药产业链：新药放量加速，研发投入持续加大
- 3、医疗服务：供需矛盾驱动行业持续高景气
- 4、消费医药：支付改善驱动美好生活向往
- 5、医疗器械：创新和消费升级是主旋律
- 6、疫苗：新冠疫情带来中长期机会
- 7、连锁药店：行业集中度提升是主旋律
- 8、血液制品：稳健的医药资源品

疫苗：行业高速增长

- “老疫苗”持续盈利：新生人口提供了持续的疫苗需求
- 免疫接种人群：逐渐从儿童转移到青少年和成年人
- 全球性疫情爆发：新冠肺炎（2020）、埃博拉、非典（2003）等
- “研发” + “市场”双轮驱动：研发趋向大品种和多联多价，佐剂和工艺改进，市场教育仍需加强

2015-2023中国免疫规划及非免疫规划疫苗市场规模及其增速（亿元）



资料来源：Frost & Sullivan, 天风证券研究所

疫苗：中国肺炎疫苗等仍存在较高提升空间

2019年全球销售额前10的疫苗品种

	疫苗	针对疾病	公司	销售收入 (百万美元)	全球市场份额
1	Prevnar 13	肺炎	辉瑞	5,847	14.9%
2	Gardasil/Gardasil 9	HPV	默沙东	3,737	9.5%
3	Shingrix	带状疱疹	葛兰素史克	2,407	6.1%
4	ProQuad, M-M-R II and Varivax	麻疹风、水痘	默沙东	2,275	5.8%
5	Hexaxim, Hexyon, Pentacel and Pentaxim	脊髓灰质炎、百日咳、Hib	赛诺菲	2,180	5.5%
6	Vaxigrip, Fluzone	流感	赛诺菲	2,118	5.4%
7	Infanrix/Pediarix	百白破、乙型肝炎	葛兰素史克	975	2.5%
8	Pneumovax 23	肺炎	默沙东	926	2.4%
9	Bexsero	流行性脑膜炎	葛兰素史克	903	2.3%
10	Boostrix	百白破	葛兰素史克	777	2.0%
	合计			22,144	56.3%

2019年中国销售额前10的疫苗品种

	疫苗名称	针对疾病	厂商	测算销售规模 (亿元)注
1	四价人乳头瘤病毒疫苗(酿酒酵母)	宫颈癌	默沙东	44.2
2	九价人乳头瘤病毒疫苗(酿酒酵母)	宫颈癌	默沙东	43.2
3	13价肺炎球菌多糖结合疫苗	肺炎	辉瑞	33.2
4	冻干人用狂犬病疫苗(Vero 细胞)	狂犬病	辽宁成大	22.5
5	吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎和b型流感嗜血杆菌(结合)联合疫苗	百日咳、白喉、破伤风、脊髓灰质炎、b型流感	赛诺菲	18.4
6	肠道病毒71型灭活疫苗(人二倍体细胞)	手足口病	中国医学科学院医学生物学研究所	17.7
7	口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗(Vero细胞)	轮状病毒胃肠炎	默沙东	13.2
8	双价人乳头瘤病毒吸附疫苗	宫颈癌	葛兰素史克	11.2
9	四价流感病毒裂解疫苗	流感	华兰生物	9.9
10	无细胞百白破b型流感嗜血杆菌联合疫苗	百日咳、白喉、破伤风、脊髓灰质炎、b型流感	北京民海	9.4

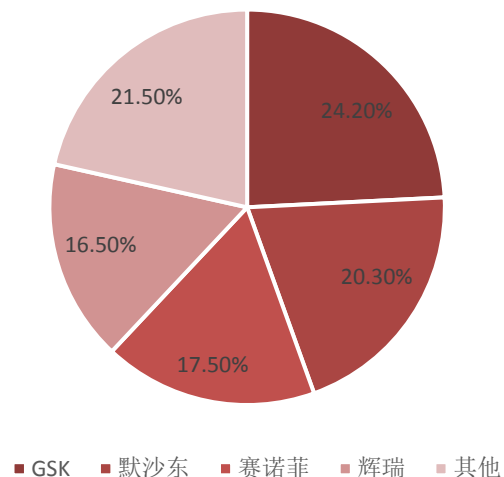
资料来源：康希诺招股书，CDE，灼识咨询，天风证券研究所；注：国内暂无未上市企业各产品销售数据的准确数据来源，故2019年销售规模通过2019年批签发量*该种疫苗中标价格进行测算。若为上市公司或上市公司子公司，有详细披露数据的，则选用已披露数据

疫苗行业部分公司分析：收入高速增长

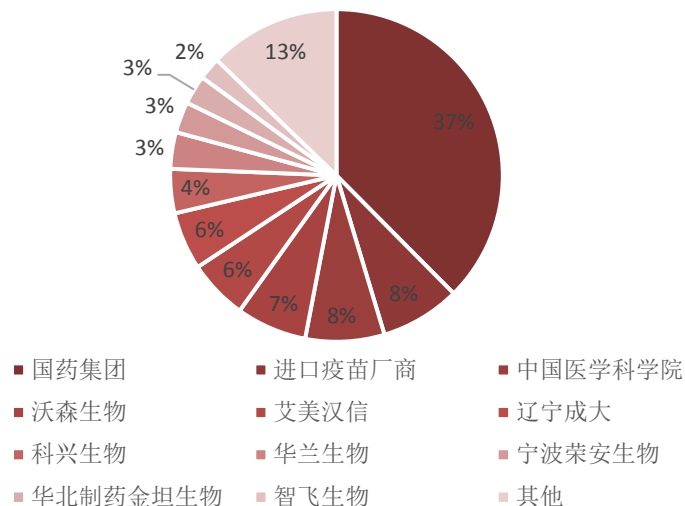
2020年	智飞生物	康泰生物	康希诺	康华生物	万泰生物	沃森生物
营业收入 (百万元)	15190.37	2261.18	24.89	1038.64	2354.26	2939.02
增速	43.50%	16.40%	990.10%	87.30%	98.90%	162.10%
毛利 (百万元)	5922.36	2034.87	10.55	975.79	1912.12	2539.21
毛利率	39.00%	90.00%	42.40%	93.90%	81.20%	86.40%
归母净利润 (百万元)	3301.33	679.19	-396.64	408.05	677	1003.19
增速	39.50%	18.20%	153.00%	118.60%	224.10%	606.60%
归母净利润率	21.70%	30.00%	-1593.50%	39.30%	28.80%	34.10%
扣非净利润 (百万元)	332291.00%	62043.00%	-51133.00%	40296.00%	61703.00%	71504.00%
增速	39.10%	17.40%	193.10%	119.50%	273.70%	457.80%
销售费用率	7.90%	38.80%	66.50%	35.70%	29.30%	38.50%
管理费用率	1.40%	7.40%	316.90%	7.10%	4.90%	7.50%
研发费用率	2.00%	11.80%	1721.50%	5.60%	13.40%	6.00%
财务费用率	0.90%	-0.90%	-17.00%	-1.20%	0.50%	-1.00%
重点品种销售收入	自主产品中非免疫规划疫苗: 11.98亿元 (-9.50%); 代理产品: 139.55亿元 (+51.88%)	DTaP-Hib: 13.62亿元 (+15.47%); PPV 23: 5.37亿元 (+4669.71%)	疫苗产品尚未实现商业化销售	人二倍体狂苗: 9.999亿元 (+85.96%); 脑膜炎疫苗: 3869.40万元 (+129.90%)	二价HPV疫苗: 6.93亿元	PCV 13: 16.58亿元; PPV 23: 6.88亿元 (+32.15%)
部分研发管线进展	母牛分枝杆菌疫苗 (结核感染人群用) 已上市; 流感疫苗、PPV 23完成临床试验;	冻干b型流感嗜血杆菌疫苗获批; PCV 13已报产, 预计2021年中获批; 人二倍体狂苗已报产, 预计2022年获批;	脑膜炎疫苗MCV2已获批、MCV4有望于2021年获批; 埃博拉Ad-EBOV获新药批件;	推进六价诺如病毒疫苗等产品研发	九价HPV和冻干水痘三期临床试验中	二价HPV申报生产, 九价HPV疫苗I期临床试验
	PCV 15、冻干狂苗 (MRC-5细胞、Vero细胞)、四价流感III期临床试验中	甲肝、脑膜炎ACYW135、冻干水痘已完成III期; 新冠灭活疫苗临床III期	PCV13III期临床试验; 推进针对预防新冠肺炎、结核病、带状疱疹等13个适应症的创新疫苗			
2021Q1	智飞生物	康泰生物	康希诺	康华生物	万康生物	沃森生物
营业收入 (百万元)	3926.6	276.99	466.76	237.15	824.02	433.57
增速	49.00%	56.30%	11483.20%	51.00%	165.00%	286.40%
毛利 (百万元)	1607.93	237.18	242.71	221.34	695.37	379.07
毛利率	40.90%	85.60%	52.00%	93.30%	84.40%	87.40%
归母净利润 (百万元)	938.18	25.15	-14.11	100.5	289.22	32.16
增速	81.70%	937.60%	-38.90%	54.90%	310.60%	-277.50%
归母净利润率	23.90%	9.10%	-3.00%	42.40%	35.10%	7.40%
扣非净利润 (百万元)	942.45	8.67	-19.98	99.2	281.12	75.02
增速	79.70%	238.20%	-43.50%	53.60%	395.70%	-477.00%

疫苗：行业集中度有望进一步提升，新上市企业数增加

2019年海外市场疫苗企业竞争格局



2020年中国市场疫苗企业竞争格局

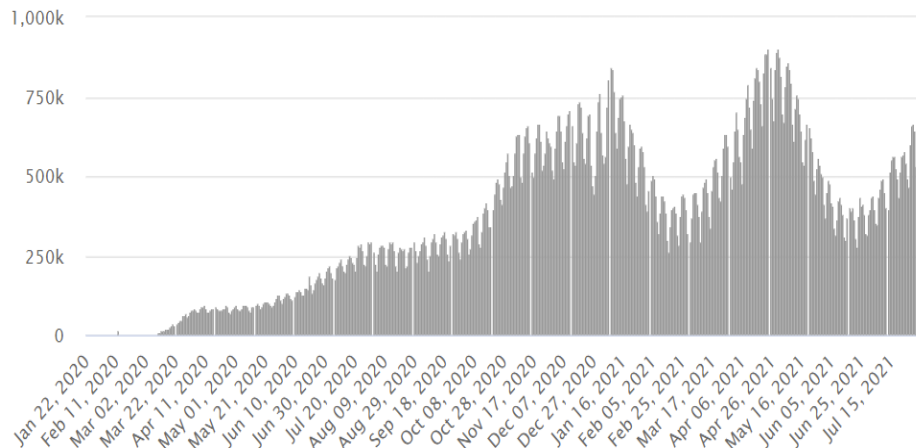


公司	代码	上市地点	申报时间	目前进展	上市时间	市值(亿元) 截至2021年8月2日	2020年营业收入(亿元)	2020年净利润(亿元)	已上市主要产品(截止至2021年7月)
华兰疫苗	A20641.SZ	深圳	2020/12/3	已披露待审核			24.26	9.25	流感病毒裂解疫苗、甲型H1N1流感病毒裂解疫苗、四价流感病毒裂解疫苗、A群C群脑膜炎球菌多糖疫苗、ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗、重组乙型肝炎疫苗(汉逊酵母)。
金迪克	688670.SH	上海	2020/10/26	已上市	2021/8/2	72.9608	5.89	1.55	四价流感疫苗
百克生物	688276.SH	上海	2020/8/25	已上市	2021/6/25	356.2815	14.41	4.18	水痘疫苗、狂犬疫苗、冻干鼻喷流感疫苗
成大生物	A20103.SH	上海	2020/5/8	IPO审核通过			19.96	9.18	狂犬疫苗、人用乙脑疫苗
康希诺-U	688185.SH	上海	2020/1/22	已上市	2020/8/13	1489.6483	0.24	(3.97)	脑膜炎疫苗MCV2已获批

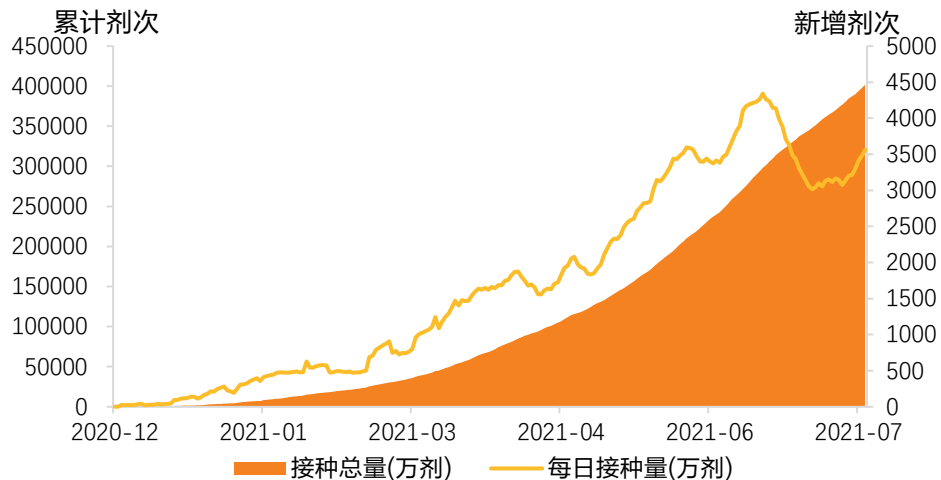
资料来源：Wind，康希诺招股书，中检院、各公司公告，天风证券研究所

新冠疫苗接种持续推进，不同地区间疫苗接种率差距较大

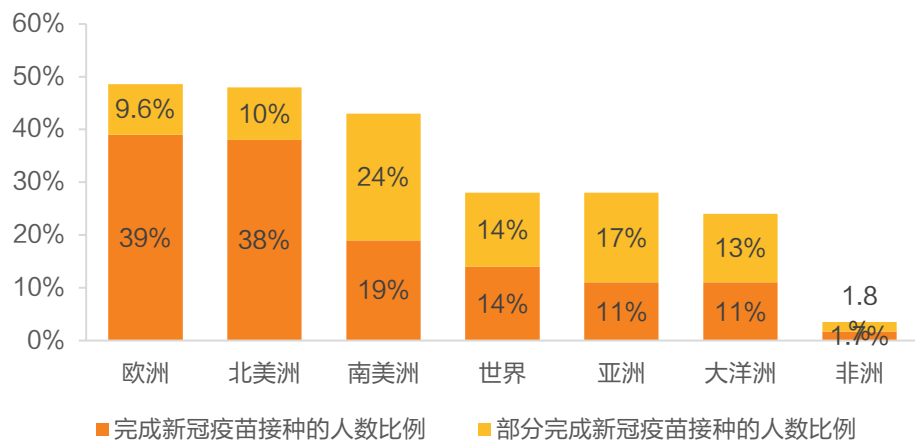
全球新冠肺炎每日新增确诊例数 (2021.7.31)



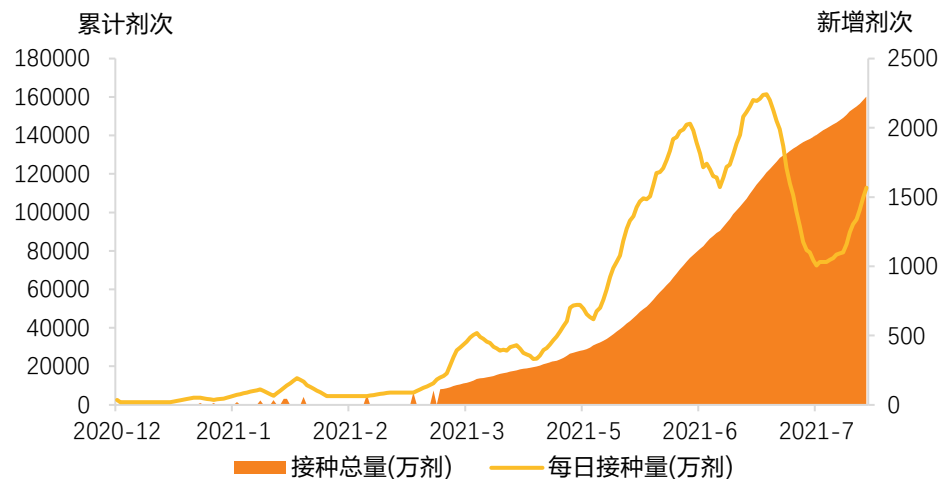
全球新冠肺炎累计及新增新冠疫苗接种剂次 (2021.7.30)



不同地区接种新冠疫苗人数比例 (2021.7.31)



中国新冠肺炎累计及新增新冠疫苗接种剂次 (2021.7.30)



不同疫苗技术路线百家争鸣

疫苗种类	技术简介	优势	劣势	主要疫苗代表（新冠疫苗前）	新冠疫苗（已上市/在研）
灭活疫苗	用物理化学方法将具有感染性的完整的病原体灭活，使其失去传染性，但保留抗原性；由完整病毒组成，其致病性丧失仍然保持病毒的全部或部分免疫原性，接种后病毒抗原可以刺激机体产生免疫应答，达到保护作用	疫苗研发的最直接方式，已经用于多种批准的人用疫苗；生产工艺成熟； 稳定性高，抗原性强	灭活全病毒含有所有的抗原组分，部分组分可能会产生副反应；部分活病毒培养要求在P3级生物安全条件下进行， 产能会受到限制 ；灭活工艺的要求高，需要完全避免活毒的致病性；抗原组分多，抗原/表位完整性确认和表征的难度高	流感灭活疫苗（IIV）、脊髓灰质炎灭活疫苗	国药中生武汉所/北京所 科兴中维 康泰生物
减毒疫苗	是指病原体经过各种处理后，发生变异，毒性减弱，但仍保留其免疫原性。将其接种到体内，不会引起疾病的发生，但病原体可在机体内生长繁殖，引发机体免疫反应，起到获得长期或终生保护的作用	诱导体液免疫和细胞免疫；弱毒性的病原体可在机体内繁殖，因此减毒疫苗 可在机体内长时间起作用、诱导较强的免疫反应；无需添加佐剂 ；可能引起水平传播，免疫效果好； 成本较低	具有一定残余毒力，毒性逆转可能诱发疾病；减毒株的改造或者筛选，时间长，工作量大；活生物制剂，可能造成环境污染、从而引发交叉感染；储存和运输要求高	麻疹减毒活疫苗、腮腺炎减毒活疫苗、风疹减毒活疫苗、水痘减毒活疫苗、轮状病毒减毒活疫苗	——
重组蛋白疫苗（组分疫苗）	将保护性抗原基因在真核细胞或者原核细胞体系中表达，并将其产生的蛋白抗原纯化后制成疫苗	无需操作具有感染性的病毒， 安全性高，产量高，稳定性好 ；可利用佐剂提高免疫原性	免疫原性较弱，需使用佐剂 ，或者构建多蛋白的融合抗原；部分抗原的表达量低，生产工艺复杂	重组乙型肝炎疫苗、重组HPV疫苗、重组戊型肝炎疫苗、组分百日破疫苗	智飞生物 美国Novavax 三叶草生物 /GSK/Dynavax
病毒载体疫苗	将目标抗原基因重组插入至病毒载体中，目标基因可随病毒载体进入人体进行表达，进而诱发免疫保护作用	无需操作具有感染性的病毒； 可诱发细胞免疫 ，载体可发挥佐剂效应增强免疫效果	体内可能存在预存免疫，预存免疫会对接种效果产生一定影响	重组埃博拉病毒疫苗	康希诺 强生杨森
DNA疫苗	将目标抗原基因克隆到质粒上，再将重组质粒直接注入到体内，在宿主细胞内表达目标蛋白，激发机体产生免疫反应	生产周期短；没有感染性，不需要操作具有感染性的病毒，只将编码目标蛋白质的基因插入表达载体，纯化质粒即可； 易于放大，生产成本低；热稳定性好	DNA进入细胞的效率低，需要通过细胞膜和核膜才能发挥作用，有潜在的基因重组可能性； 有效性待验证 ，即这种疫苗进入体内有没有足够的诱导保护免疫的能力	无上市产品	Inovio/国际疫苗研究所 大阪大学 /AnGes/Takara Bio
mRNA疫苗	体外合成编码目标抗原的mRNA序列，这些mRNA免疫机体后进入宿主细胞，并表达目标抗原，后者激发机体产生免疫反应；mRNA疫苗不需要进入细胞核，而只要到达细胞质就可以直接进行蛋白合成，合成的蛋白质如果能刺激免疫应答就是有效的疫苗	生产工艺简单，速度快，没有感染性 ，不需要操作具有感染性的病毒，不会整合至宿主基因组内	mRNA稳定性差，进入细胞的效率低；转录合成mRNA的技术难度较大	无上市产品	Moderna BioNTech/复星医药/辉瑞 沃森生物/中国人民解放军军事科学院

资料来源：康希诺招股书，天风证券研究所

不同疫苗技术路线多点开花

	Testing						Use
	Pre-clinical	Phase I	Phase I/II	Phase II	Phase III	Phase IV	In use
RNA	25	5	4	1	2	2	2
DNA	17	3	4		3		
非复制性病毒载体	27	5	2		2	3	4
复制性病毒载体	18	3	3	1			
灭活	8	3	2	1	8	2	8
减毒活疫苗	2	1					
重组蛋白亚单位	73	7	10	6	9	1	5
病毒样颗粒	20	1	2	1	1		
其它/不清楚	33	2	3				

新冠疫情带来疫苗行业中长期机会

□ 新冠疫苗大范围接种，有助于居民疫苗认知度提升

- 截至2021年8月2日，31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团累计报告接种新冠病毒疫苗16.89亿剂次。

□ 企业抓住新冠疫苗机会积累发展资金

- 以科兴中维为例，根据中国生物制药2021年一季度报，联营和合营公司贡献净利润14.76亿元（去年同期仅249.3万元），其中绝大部分为持股15.03%的科兴中维贡献。

□ 新冠疫情提升国家对公共卫生体系（含疫苗）的重视程度

- 国务院办公厅关于印发深化医药卫生体制改革2020年下半年重点工作任务的通知（国办发〔2020〕25号）指出，健全公共卫生应急物资保障体系：加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入。

资料来源：国家卫健委，中国生物制药公司公告，国务院办公厅，天风证券研究所

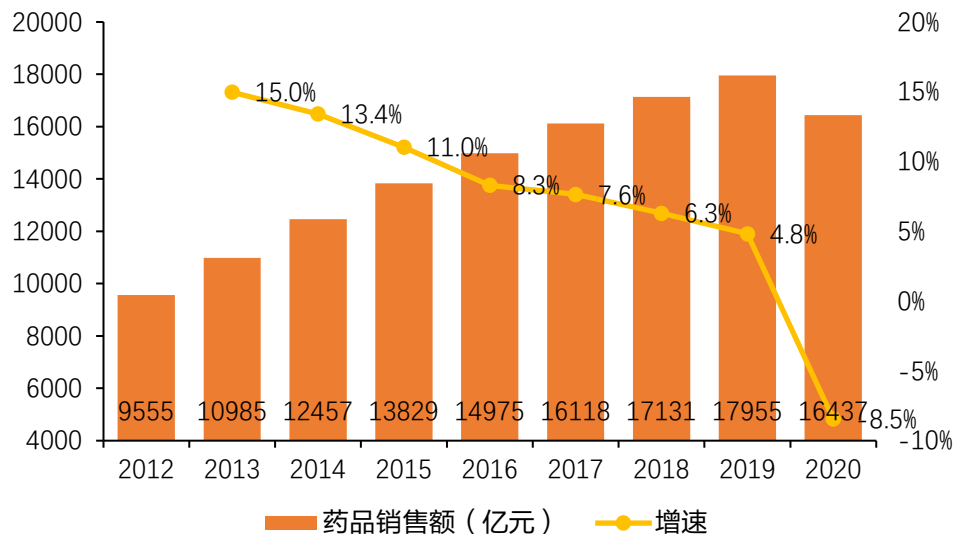
目录

- 1、行业总览：整体呈上升趋势
- 2、创新药产业链：新药放量加速，研发投入持续加大
- 3、医疗服务：供需矛盾驱动行业持续高景气
- 4、消费医药：支付改善驱动美好生活向往
- 5、医疗器械：创新和消费升级是主旋律
- 6、疫苗：新冠疫情带来中长期机会
- 7、连锁药店：行业集中度提升是主旋律
- 8、血液制品：稳健的医药资源品

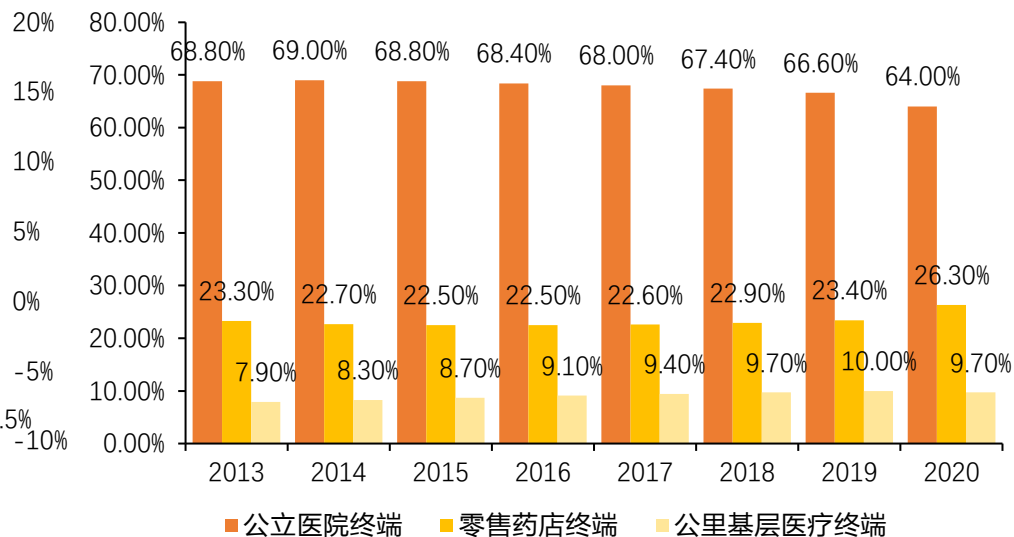
连锁药店：零售药店终端占比稳步提升

- **药品销售额增速放缓。**受医保控费等政策影响，2012-2020年我国三大终端药品销售额增速整体呈下降趋势；2020年受新冠疫情影响，药品销售额首次出现负增长，同比降低8.5%。
- **零售药店终端占比稳步提升。**2020年疫情期间，公立医院（-12.0%）和基层医疗终端（-11.8%）业务开展受限，药品销售额均出现负增长，零售药店终端发挥了积极重要的作用，市场占比大幅提升至26.3%。

2020年药品销售额首次出现负增长



零售药店终端市场占比稳步提升

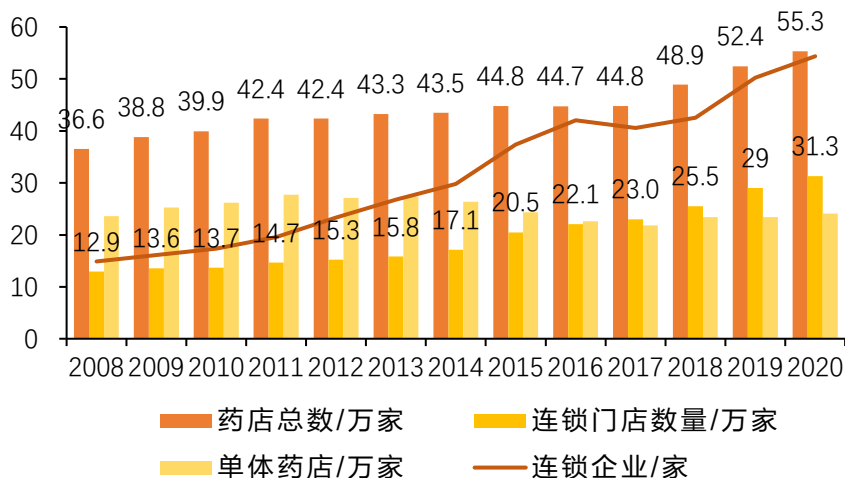


资料来源：南方所，天风证券研究所

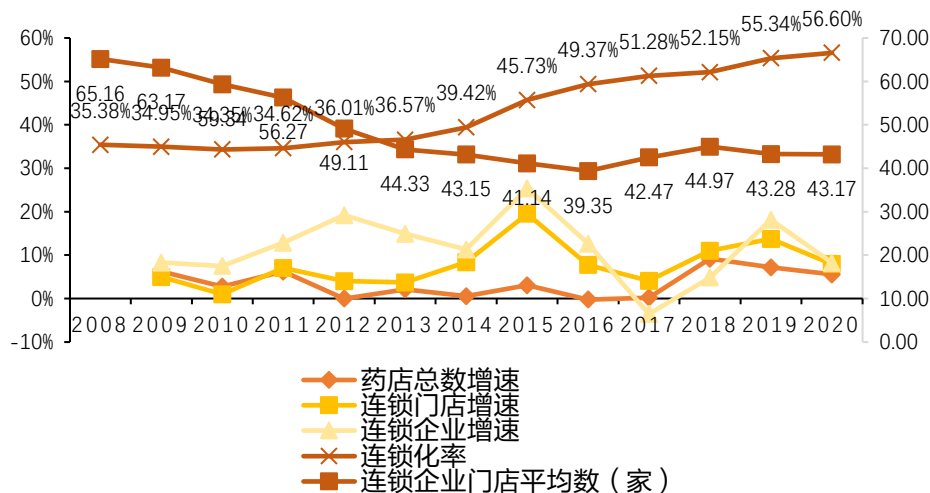
连锁药店：行业连锁化率持续提升，仍以小连锁为主

- 连锁化率持续提升。2008-2020年全国连锁药店总数由12.9万家增长至31.3万家，CAGR为7.64%，整体增速较快，行业连锁化率由2008年的35.38%提升至2020年的56.60%。
- 连锁企业数量高速增长，仍以小连锁为主。2008-2020年连锁企业数量高速增长，CAGR达到11.4%，新增企业中多数规模较小，连锁企业平均门店数由2008年的65.16家最低下降至2016年的39.35家，之后逐步恢复至2020年的43.17家。

2008-2020年零售药店总数、连锁门店（企业）数量、单体药店数量变化情况



药店总数、连锁门店（企业）数量增速、连锁化率变化情况

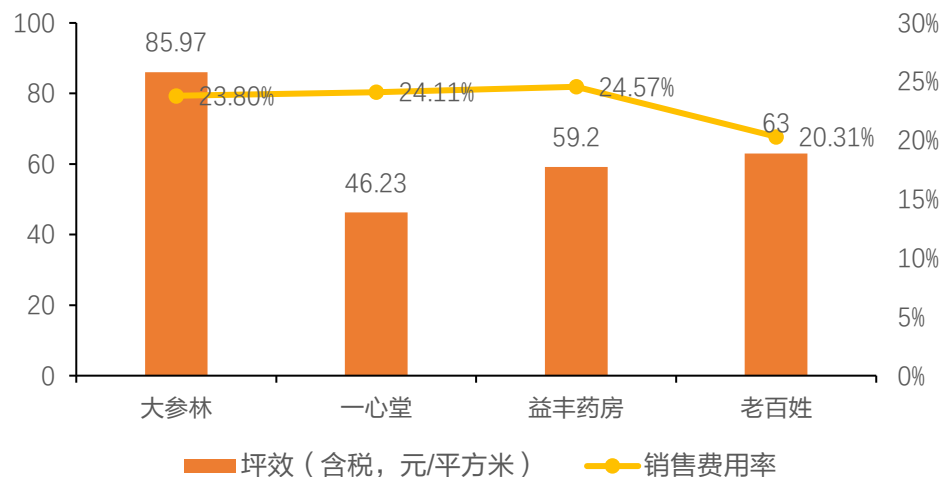


资料来源：《中国药店》，米内网，天风证券研究所

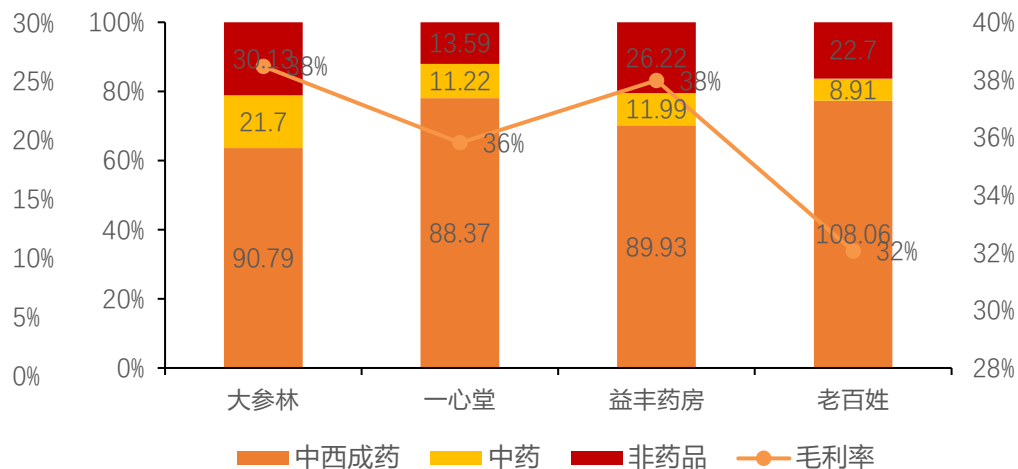
连锁药店企业竞争力：经营效率决定内生增长

- 经营效率在很大程度上影响连锁药店企业的盈利水平。加快精细化管理，合理降低各项费用率是助力连锁药店内生增长的关键要素之一，坪效是评价销售费用率的核心指标，连锁药店龙头坪效较高。
- 优化品类结构，高毛利品种模式助力业绩增长。中药及非药品品种毛利率较高，合理优化产品结构有助于提高整体毛利率水平。

主要上市企业坪效及销售费用率情况



2020年主要上市企业品类销售 (亿元) 及毛利率情况



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

连锁药店企业竞争力：规模壁垒决定品牌影响力

- 规模较大的连锁药店企业在消费者可及性上占据优势。由于药品的时效性、便利性及区域消费者购物习惯，连锁药店行业地域特点较为明显，规模较大的企业更有利于建立品牌形象，获得消费者认可。
- 外延扩张，市场集中度进一步加强。随着连锁药店竞争日趋激烈，并购整合成为企业快速扩张规模的有效途径，各大龙头企业纷纷加速门店扩张，业务遍及多省市，行业不断走向集中。

表：2020-2021年度中国药店价值榜 直营连锁10强门店情况（家）

排序	公司名称	直营	加盟	分店数量	医保定点	分布区域
1	一心堂药业集团股份有限公司	7205	0	7205	6205	云南4284家、广西686家、四川897家、山西426家、贵州315家、海南302家、重庆257家、上海10家、天津9家、河南19家
2	国药控股国大药房有限公司	6212	1448	7660		安徽、北京、福建、广东、广西、河北、河南、湖南、江苏、辽宁、内蒙古、山西、上海、天津、新疆、浙江、吉林、云南、湖北等
3	大参林医药集团股份有限公司	5705	315	6020	4695	广东、广西、福建、江西、浙江、河南等
4	益丰大药房连锁股份有限公司	5356	635	5991	4448	湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京等9省市
5	老百姓大药房连锁股份有限公司	4892	1641	6533	4299	湖南、江西、湖北、河南、广西、广东、江苏、上海、浙江、安徽、山东、陕西、甘肃等22个省份
6	甘肃众友健康医药股份有限公司	3688	0	3688	2750	陕西、甘肃、浙江、北京、安徽、湖北、宁夏、青海、新疆等
7	中国海王星辰连锁药店有限公司	3600+	0	3600+		全国70余座城市
8	苏州全亿健康药房连锁有限公司	2368	0	2368	1539	江苏常州、苏州、镇江、淮安、南通；四川成都、巴中、宜宾、浙江温州、河北廊坊等
9	云南健之佳健康连锁店股份有限公司	2130	0	2130	1648	云南、四川、重庆、广西
10	河南张仲景大药房股份有限公司	1855	0	1855	1100	河南、黑龙江、海南

资料来源：《中国药店》，天风证券研究所

连锁药店：龙头企业加速扩张，业绩持续高增长

	2020年情况				
	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林	健之佳
2020年直营门店(家)	7205	5356	4892	5705	1890
2020年加盟店(家)	0	635	1641	315	0
2020年报告期内并购门店(家)	0	254	510	250	0
2020年总门店(家)	7205	5991	6533	6020	2130
2020年净增门店(家)	939	1239	1405	1264	378
总营业收入(亿元)	126.56	131.45	139.67	145.83	44.66
增速	20.8%	27.9%	19.8%	30.9%	26.6%
归母净利润(亿元)	7.90	7.68	6.21	10.62	2.51
增速	30.8%	41.3%	22.1%	51.2%	49.4%
扣非净利润(亿元)	7.53	7.39	5.45	10.22	2.37
增速	27.4%	37.4%	14.1%	48.1%	40.9%
销售毛利率	35.8%	38.0%	32.1%	38.5%	33.7%
销售净利率	6.24%	6.59%	5.47%	7.43%	5.58%
净资产收益率	15.8%	15.5%	15.9%	22.7%	31.8%
经营性现金流净额(亿元)	10.33	13.36	14.47	19.54	3.17
货币资金+金融资产(亿元)	16.54	41.05	13.98	44.40	16.22
商誉(亿元)	11.02	33.38	28.09	13.34	0.58
商誉占净资产比例	19.1%	57.7%	58.5%	23.9%	3.4%
2021年一季报情况					
	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林	健之佳
总营业收入(亿元)	34.29	36.30	36.38	40.59	11.67
增速	11.1%	19.1%	10.8%	20.7%	10.5%
归母净利润(亿元)	2.61	2.41	2.28	3.41	0.65
增速	27.3%	29.4%	16.0%	21.5%	20.9%
扣非净利润(亿元)	2.52	2.33	1.92	3.39	0.60
增速	26.6%	30.2%	13.1%	25.2%	18.8%

资料来源: wind, 《中国药店》, 天风证券研究所

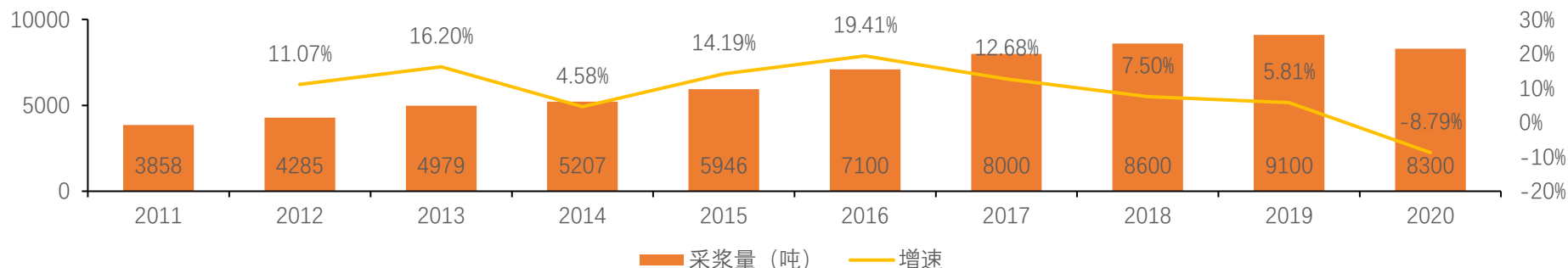
目录

- 1、行业总览：整体呈上升趋势
- 2、创新药产业链：新药放量加速，研发投入持续加大
- 3、医疗服务：供需矛盾驱动行业持续高景气
- 4、消费医药：支付改善驱动美好生活向往
- 5、医疗器械：*进口替代加速*
- 6、疫苗：新冠疫情带来中长期机会
- 7、连锁药店：行业集中度提升是主旋律
- 8、血液制品：稳健的医药资源品

血液制品：采浆量下滑，供给端短期受影响

- 受疫情影响，2020年全国采浆量为8300吨，同比下滑8.8%；白蛋白和静丙在新冠疫情期间发挥了重要作用，2020年批签发数量均同比增长10%。采浆量下滑对血制品供给带来了负面影响，2021Q1白蛋白批签发1272万瓶，同比下滑22%；静丙批签发338万瓶，同比下滑28%；因子类产品批签发也有不同程度的下滑。

2011-2020年中国采浆量变化趋势（吨）



品种名称	规格	2017批签发数量	2017增速	2018批签发数量	2018增速	2019批签发数量	2019增速	2020批签发数量	2020增速	2021Q1批签发数量	2021Q1增速
人血白蛋白	10g	4262	5%	4829	13%	5454	13%	5940	10%	1272	-22%
静注人免疫球蛋白	2.5g	1116	1%	1086	-3%	1261	16%	1382	10%	338	-28%
人免疫球蛋白	0.3g	98	-37%	64	-35%	131	105%	189	44%	50	-20%
狂犬病人免疫球蛋白	200IU	574	70%	949	65%	1283	35%	1141	-11%	297	20%
破伤风人免疫球蛋白	250IU	436	10%	397	-9%	676	70%	638	-6%	250	54%
乙型肝炎人免疫球蛋白	200IU	194	9%	223	15%	166	-25%	188	13%	48	77%
人凝血酶原复合物	200IU	107	38%	99	-8%	98	0.2%	164	67%	34	-5%
人凝血因子VIII	200IU	148	36%	170	15%	178	5%	213	20%	58	-3%
人纤维蛋白原	0.5g	108	11%	89	-17%	87	-2%	140	61%	28	2%

资料来源：中检院，前瞻产业研究院，天风证券研究所 注：自2021年3月起不再公开签发数量

血液制品：需求恢复常态，行业长期向好

- 后疫情时代血制品需求恢复常态。血液制品板块合计6家公司，2020Q1新冠疫情刺激白蛋白和静丙短期需求激增，库存快速消耗，2021Q1受去年同期高基数影响销售略微承压，行业整体收入增长6.29%，扣非净利润增长17.88%，相比于2020Q1均略有下降，血制品需求逐渐恢复常态。
- 渠道库存调整已完成，行业长期向好。2020年受新冠疫情影响，行业渠道库存调整已基本完成，2021Q1板块整体存货水平上升；行业应收账款整体保持平稳，净利润现金含量（经营性现金流/净利润）持续提升。受全球疫情影响，2021Q1血制品供给不足，但随着疫情对采浆影响的消除，行业整体采浆量将恢复稳健增长，长期发展值得看好。

表：血液制品行业主要财务指标情况（百万元）

	2021Q1	2020A	2020Q1	2019A	2018A
营业收入	3420	15869	3218	14213	11951
营业收入增速	6.29%	11.65%	7.84%	18.92%	35.34%
毛利率	53.32%	59.13%	54.97%	58.23%	58.02%
销售费用率	10.59%	16.19%	10.38%	14.94%	15.50%
管理费用率	11.72%	11.34%	11.01%	11.92%	12.79%
财务费用率	-1.01%	-0.45%	-0.18%	-0.04%	0.52%
研发费用率	3.34%	3.83%	3.05%	3.60%	3.73%
归母净利润	1015	4212	842	3260	836
归母净利润增速	20.46%	29.20%	12.26%	289.82%	-75.18%
扣非净利润	997	4012	846	3069	2323
扣非净利润增速	17.88%	30.74%	21.13%	32.12%	0.57%
应收账款	2795	3053	2672	2607	2494
经营性现金流	1038	4414	1182	3140	2484
经营性现金流/净利润	95.23%	92.85%	131.42%	86.02%	218.12%
存货	7642	7025	6377	6516	6085
存货增速	19.85%	7.81%	0.15%	7.09%	31.98%

资料来源：wind，天风证券研究所

血液制品：政策准入壁垒高，行业资源属性进一步提高

- **政策监管严格，行业集中度不断增强。**我国在原料血浆的采集、加工、生产、销售等环节均设立了严格的监管措施，2001年起我国不再批准新的血液制品生产企业，只能由现有企业新设单采血浆站，行业资源不断向龙头企业集中。
- **血制品重要性愈发明显，“十四五”规划有望加速浆站建设。**新冠疫情后，国家进一步提升了对血液制品行业的重视，2020年12月22日，云南省卫健委发布浆站设置规划，拟在全省新设单采血浆站20个，累积设置24个，有望助力行业开启新增长。

表：我国血制品监管相关政策

时间	发布部门	文件名称	主要内容
1986	卫生部	《关于禁止VIII因子制剂等血液制品进口的通知》	禁止进口除人血白蛋白以外的血液制品。
1996	国务院	《血液制品管理条例》	单采血浆站需取得《单采血浆许可证》才能进行采浆活动，一个采血区域内只能设置一个单采血浆站。
2001	国务院	《中国遏制与防治艾滋病行动计划（2001—2005年）》	国家不再批准设立新的血液制品生产企业，进行总量控制。
2007	国家食药监局	《关于实施血液制品生产用原料血浆检疫期的通知》	自2008年7月1日起，血液制品生产所使用的原料血浆必须使用检疫期后的合格原料血浆，原料血浆检疫期不少于90天。
2012	卫生部	《关于单采血浆站管理有关事项的通知》	设立新浆站，企业要注册不少于6种血液制品（承担国家计划免疫任务的血液制品生产企业不少于5个品种），且同时包含人血白蛋白、人免疫球蛋白和凝血因子类制品。
2016	卫计委	《关于促进单采血浆站健康发展的意见》	审批新增单采血浆站更加严格

资料来源：政府官网，天风证券研究所

血液制品：龙头企业业绩向好

2020年报情况						
	天坛生物	华兰生物	上海莱士	博雅生物	派林生物	卫光生物
总营业收入(亿元)	34.46	50.23	27.62	26.84	10.50	9.05
增速	5.0%	35.8%	6.8%	-7.7%	14.7%	10.1%
归母净利润(亿元)	6.39	16.13	13.24	2.60	1.86	1.90
增速	4.6%	25.7%	117.8%	-39.0%	15.9%	11.1%
扣非净利润(亿元)	6.24	14.78	13.17	2.49	1.61	1.84
增速	2.4%	28.8%	120.1%	-39.2%	13.3%	12.9%
血制品收入(亿元)	34.34	25.91	27.61	8.93	10.42	8.94
增速	4.9%	-2.0%	6.8%	-9.6%	14.8%	10.1%
毛利率	49.6%	57.1%	62.0%	62.9%	48.45%	36.8%
2020浆站数量(个)	55	25	41	13	13	8
2020年采浆(吨)	1714	1000+	1200+	378	400+	382
白蛋白收入(亿元)		9.57	9.91	2.96		3.67
增速		-2.2%	11.0%	-4.8%		7.0%
静丙收入(亿元)		8.24	9.05	2.81		3.74
增速		-7.5%	11.7%	-14.1%		22.2%
其他血制品收入(亿元)		8.10	8.65	3.16		1.53
增速		4.7%	-1.9%	-9.7%		-6.1%

2021一季报情况						
	天坛生物	华兰生物	上海莱士	博雅生物	派林生物	卫光生物
总营业收入(亿元)	8.47	6.23	8.54	6.72	2.85	1.39
增速	11.8%	-8.0%	16.7%	3.3%	35.3%	-26.8%
归母净利润(亿元)	1.52	2.53	4.26	1.01	0.56	0.27
增速	15.1%	2.2%	37.1%	5.0%	125.7%	-14.8%
扣非净利润(亿元)	1.50	2.17	4.62	0.99	0.44	0.25
增速	16.6%	-11.2%	41.4%	12.4%	64.0%	-19.3%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2021年医药政策展望

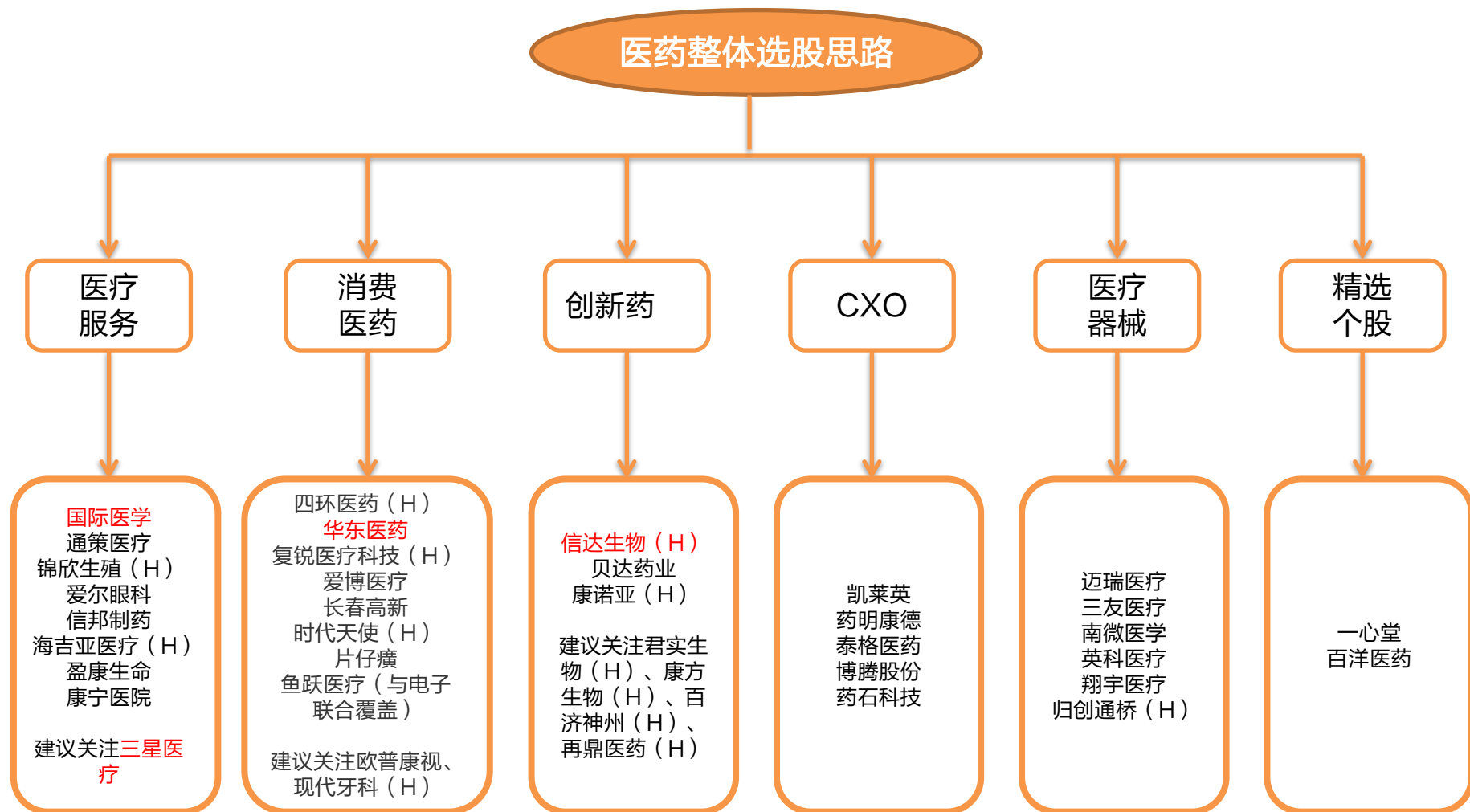
大类	项目	内容	预计目前进展	时间预期	预计影响	相关公司
带量采购	药品第五批带量采购	预计将以注射剂过评品种为主，全国带量采购。	已完成	2021Q2	中性	恒瑞医药
带量采购	胰岛素带量采购	二代或者三代胰岛素带量采购	稳步推进	预计最快2021年H2	取决于企业中选结果	通化东宝、甘李药业、联邦制药
带量采购	生物类似物带量采购	部分获批数量2家以上生物药品种	早期探讨	不明确	乐观，取决于企业中选结果	复宏汉霖、信达生物
带量采购	骨科耗材带量采购	关节等骨科耗材全国带量采购	中期探讨	预计最快2021年Q3	取决于企业中选结果	威高股份、春立医疗、爱康医疗
支付方式改革	DIP（按病种分值付费）	区域点数法总额预算和按病种分值付费试点	部分区域试点	试点地区2021年年底前进入实际付费阶段。	尚待观察	
支付方式改革	DRG（按疾病诊断相关分组付费）	顶层设计、模拟测试、实际付费	部分区域试点	试点地区2020年模拟运行，2021年启动实际付费	尚待观察	
一致性评价	注射剂一致性评价		稳步推进		中性	
医疗服务价格	医疗服务价格改革		部分区域试点改革	2021年内	中性	

医药龙头公司股价表现开始出现分化

公司	代码	市值(亿元)	年初至今涨幅	当前预测PE	年初预测PE	2021年预测增速
迈瑞医疗	300760.SZ	5288	2.6%	65	63	23%
药明康德	603259.SH	4519	37.5%	109	78	40%
恒瑞医药	600276.SH	3934	-33.6%	50	76	24%
爱尔眼科	300015.SZ	3427	9.9%	145	131	26%
智飞生物	300122.SZ	2738	15.7%	53	46	57%
片仔癀	600436.SH	2513	56.1%	121	78	23%
复星医药	600196.SH	1877	44.9%	44	28	14%
万泰生物	603392.SH	1584	81.5%	127	70	83%
爱美客	300896.SZ	1575	101.0%	212	106	71%
长春高新	000661.SZ	1480	-18.4%	36	45	23%
康龙化成	300759.SZ	1473	62.0%	106	65	27%
泰格医药	300347.SZ	1389	0.8%	72	71	-3%
云南白药	000538.SZ	1333	-5.3%	23	25	4%
华熙生物	688363.SH	1330	89.4%	163	86	27%
沃森生物	300142.SZ	1198	98.5%	82	41	20%
通策医疗	600763.SH	1182	33.3%	160	120	35%
康希诺-U	688185.SH	976	52.7%	32	14	NA
康泰生物	300601.SZ	907	-24.4%	79	104	70%
凯莱英	002821.SZ	883	21.8%	89	73	37%

资料来源: wind, 天风证券研究所, 注: PE为Wind一致预测, 为20210724收盘价

医药整体选股思路（按先后顺序）



资料来源：各公司公告、官网，天风证券研究所；

风险提示

□ 政策波动的风险

- 医保政策、服务价格调整等政策或对医药行业产生影响

□ 个别公司业绩不及预期

- 公司经营过程中由于业务、管理、疫情、政策等内外部因素影响或对业绩造成一定波动

□ 市场震荡风险

- 若市场风险偏好改变或对公司成长性预期有所调整，或可能影响公司估值水平的稳定性

□ 新冠疫情进展具有不确定性

- 疫情风险尽管疫情对国内影响趋缓，但尚未消除，仍存在零星反复的可能性

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS