

回本溯源，看好药品行业的长期投资机会

2022 年医药行业策略报告

核心观点

- **2021 年板块分化继续。**医药今年涨幅整体一般，春节后开始回调，2 季度开始触底反弹，进入下半年后表现疲软。2021 年初至 11 月底，医药板块涨幅为-6.17%，行业涨幅排名第 20，同时期沪深 300 指数涨幅-7.28%。分阶段看，上半年医药指数上涨 9.33%；下半年，叠加业绩基数问题、集采政策、估值及情绪影响，医药行业指数出现调整，医药指数全年呈现先扬后抑。分板块来看，板块的分化进一步明显，今年上涨的板块主要有 SW 医疗研发外包、SW 原料药、SW 中药、SW 医疗设备、SW 医疗耗材；其余板块均有不同程度下跌，其中 SW 疫苗、SW 医院、SW 线下药店涨幅最末，呈现明显分化趋势。从估值角度来看，虽然下半年，不同板块的估值均有所下调，但是医疗研发外包、原料药、疫苗估值仍然处于估值高位，估值较低的板块有医药流通、化学制剂。
- **看好药品板块自下而上的投资机会。**我们认为，过去几年，医药行业的投资更多还是以选择赛道为主，而估值考虑的相对较少，而随着各个优质赛道的挖掘，以及政策影响的因素，高景气赛道景气度有所回落，市场能继续选择的赛道逐渐减少，所以在这种情况下，未来一段时间我们认为市场风格可能会从选赛道回归到自下而上的思路，最典型的如制药行业，由于集采因素，市场对制药板块选择规避，目前估值也到了很低的水平，对于集采早期，由于集采降价压力猛烈，对企业利润端的影响确实也比较大，所以我们认为市场在集采早期，选择规避是一个正确的策略，但目前来看，我们认为集采已经进入到中期阶段，具体表现为：1、从品种本身角度，最早一批品种经过了 3 年的竞争，价格已经趋于缓和，再次降价的幅度已经有限。2、对于相关企业来说，品种本身对企业的影响也逐步正在弱化；3、甚至在政策层面，集采的影响也在逐渐缓和。我们看好药品板块自下而上的投资机会。

投资建议与投资标的

- **性价比与真创新是主线：**1、我们看好药品行业自下而上的修复，建议关注恒瑞医药(600276, 未评级)、博瑞医药(688166, 未评级)、京新药业(002020, 买入)、信立泰(002294, 未评级)、恩华药业(002262, 未评级)、丽珠集团(000513, 未评级)、科伦药业(002422, 未评级)；2、更高标准的创新，真创新享受更高的估值溢价，建议关注佰仁医疗(688198, 买入)、莱伯泰科(688056, 买入)、键凯科技(688356, 买入)、普门科技(688389, 买入)、康希诺-U(688185, 未评级)、智飞生物(300122, 未评级)；3、关注骨科集采放量的情况，建议关注三友医疗(688085, 增持)、大博医疗(002901, 未评级)、威高骨科(688161, 未评级)；**建议关注其他板块的投资机会：**4、CXO 依旧维持高景气，业绩有望继续维持快速增长，建议关注阳光诺和(688621, 买入)、药明康德(603259, 未评级)；5、药店基数回归常态+互联网冲击减弱，估值修复催生行业贝塔行情，建议关注一心堂(002727, 买入)、老百姓(603883, 买入)、益丰药房(603939, 买入)、大参林(603233, 买入)；6、医疗服务：民营医疗长期成长空间巨大，行业景气度有望维持，建议关注爱尔眼科(300015, 未评级)、通策医疗(600763, 未评级)、三星医疗(601567, 未评级)；7、原料药：继续看好国内先进制造业的全球化机会，建议关注仙琚制药(002332, 买入)、普洛药业(000739, 未评级)、奥翔药业(603229, 未评级)。

风险提示

- 政策监管超预期、研发失败风险、疫情反复风险、投资失败风险

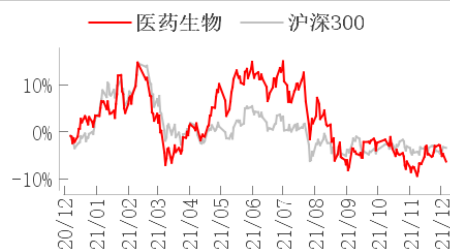


东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国
行业 医药生物行业
报告发布日期 2021 年 12 月 09 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 刘恩阳
010-66218100*828
liuenyang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519040001

证券分析师 田世豪
021-63325888*6111
tianshihao@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860521080001

联系人 易丹阳
yidanyang@orientsec.com.cn

联系人 裴晓鹏
peixiaopeng@orientsec.com.cn

目 录

一、板块承压、蓄力的一年.....	5
1.1 行情回顾，2021 年医药板块整体较弱.....	5
1.2 估值已处于底部区域，行业配置价值凸显.....	7
1.3 医药板块在基金中处于低配状态.....	9
二、集采后，制药企业在国内的路在何方？.....	13
2.1 集采下，市场倾向于寻找政策影响较小的标的.....	13
2.2 站在当下时点看集采：已经进入中期，影响逐渐弱化.....	14
2.2.1 集采的核心是促进行业良性发展.....	14
2.2.2 集采已经进入中期阶段，相关影响正在逐步弱化.....	15
2.3 部分企业的创新转型已经看到曙光.....	18
2.3.1 创新转型的空间很大，药企依然有机会.....	18
2.3.2 重新定义创新，龙头已经给了答案.....	19
2.3.3 中小型仿制药企业转型更为迅速，估值有望重塑.....	20
三、2022 年看好的几个方向.....	22
3.1 自下而上的寻找个股的机会，性价比与真创新是大方向.....	22
3.1.1 化学制药：性价比凸显，未来创新转型的空间巨大.....	22
3.1.2 创新是医药不变的主题，真创新享受更高的估值溢价.....	23
3.1.3 医疗器械：集采落地，关注骨科领域的投资机会.....	24
3.2 建议关注其他板块投资机会.....	28
3.2.1 CXO：依旧维持高景气，业绩有望继续维持快速增长.....	28
3.2.2 药店：基数回归常态+互联网冲击减弱，估值修复催生行业贝塔行情.....	29
3.2.3 医疗服务：民营医疗长期成长空间巨大，行业景气度有望维持.....	31
3.2.4 原料药：继续看好国内先进制造业的全球化机会.....	33
四、风险提示.....	34

图表目录

图 1: 2021 年医药生物板块起伏较大, Q3 开始回调	5
图 2: 2021 年初以来, 生物医药行业涨幅排名第 20	5
图 3: 分板块涨跌幅情况 (申万三级行业分类 2021)	6
图 4: 分板块超额收益 (申万三级行业分类 2021, 年初至今)	7
图 5: 板块估值及相对于沪深 300 的溢价率情况	7
图 6: 近三年内分板块估值情况 (2017/11/30-2021/11/30, 周度 PE-TTM-中值, 申万三级行业分类 2021)	8
图 7: 分子板块营业收入增速情况	9
图 8: 分子板块净利润增速情况	9
图 9: 2009 年至今医药股持仓情况 (主动型股票基金包括普通股票型、偏股混合型、灵活配置型)	10
图 10: 2021 年基金三季报重仓持股基金数 top30 及变动	11
图 11: 2021 年基金三季报重仓持股市值 top30 及变动	12
图 12: 历次集采降价幅度 (%)	13
图 13: 历次创新药医保谈判降价幅度	14
图 14: 近年来我国医药板块研发费用投入情况	15
图 15: 近年来我国一致性评价通过的品种数量情况	15
图 16: 2017 年以来 PDB 样本医院氯吡格雷的销售情况	16
图 17: 2017 年以来 PDB 样本医院瑞舒伐他汀的销售情况	16
图 18: 2021H1 年京新药业各项业务占比结构情况	18
图 19: 近年来中美获批新药的品种	19
图 20: 近年来美国 FDA 获批新药的品种	19
图 21: 辉瑞 PAXLOVID 展现出优越的抗病毒效果	19
图 22: 恒瑞多元化管线	20
图 23: 恒瑞布局国际前沿靶点	20
图 24: 恒瑞多全球化研发管线	20
图 25: 京新药业部分在研管线	21
图 26: 恩华药业部分在研管线	21
图 27: 信立泰部分在研管线	21
图 28: 丽珠集团部分在研管线	21
图 29: 2016-2021Q3 佰仁营业收入情况及增速	23
图 30: 2016-2021Q3 佰仁净利润情况及增速	23
图 31: 佰仁医疗在研管线图	24

图 32: 2018 年骨科耗材各品类国产化率情况 (%)	25
图 33: 2018 年创伤类企业 top7 销售额占比 (以 100%计, 还包括其他)	25
图 34: 2016 年进口和国产关节出厂均价情况	26
图 35: 中美两国骨科植人物渗透率 (2018 年)	26
图 36: 本次集采前后我国人工关节行业市占率情况对比 (2019 与本次集采对比)	27
图 37: CRO 在药品研发生产过程中的作用	28
图 38: 阳光诺和创新药在研管线图	29
图 39: 2018-2021H1 各家药店营业收入 (亿元)	29
图 40: 2019-2021H1 各家药店营业收入增速	29
图 41: 2018-2021H1 各药店新增门店数量 (个)	30
图 42: 2015 年 9 月-2021 年 9 月各药店动态 PE	30
图 43: 2019H1-2021H1 上海益丰营业收入及净利润 (亿元)	31
图 44: 2019H1-2021H1 上海益丰净利率	31
图 45: 2021Q1、2021Q2 各药店综合毛利率变化情况	31
图 46: 2009-2019 年中国卫生费用总支出 (亿元;人民币)	32
图 47: 2019 年各国人均医疗费用支出 (美元)	32
图 48: 2014-2024E 公立及民营医院收入规模 (十亿元)	32
图 49: 2018 年原料药供应地区分布	34
图 50: 世界原料药产业链分布图	34
表 1: 近年历次集采情况	13
表 2: 近年来氯吡格雷原料药批文情况	16
表 3: 近年来瑞舒伐他汀原料药批文情况	17
表 4: 国内部分制药企业盈利预测及估值情况 (亿元)	22
表 5: 本次参与集采的国产厂商情况	26
表 6: 人工关节国家集采中标情况	27
表 7: 近年来医疗服务相关政策	33

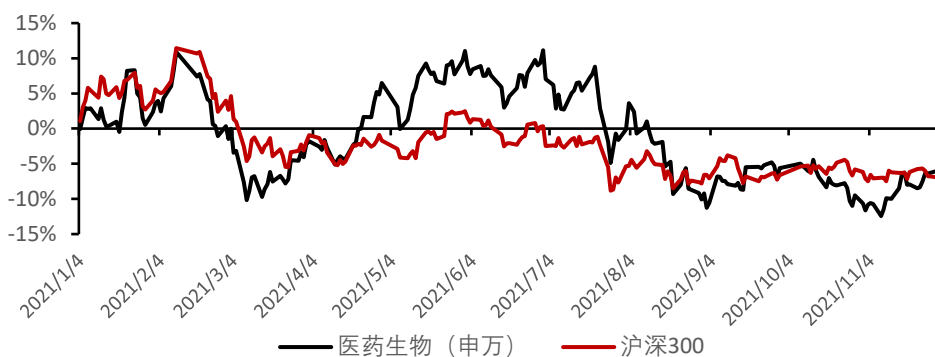
一、板块承压、蓄力的一年

1.1 行情回顾，2021 年医药板块整体较弱

医药全年起伏较大,整体表现一般,涨幅排名比较靠后。2021 年初至今,医药生物板块下跌 6.17%,行业涨幅排名第 20 位,同期沪深 300 涨幅-7.28%,板块跑赢大盘 1.10%。

分阶段来看,受市场流动性和风险偏好降低,春节后医药板块整体开始回调,Q2 受业绩和情绪带动,触底反弹,上半年医药指数收涨 9.33%。下半年,叠加业绩基数问题、集采政策、估值及情绪影响,医药行业指数出现调整,医药指数全年呈现先扬后抑。

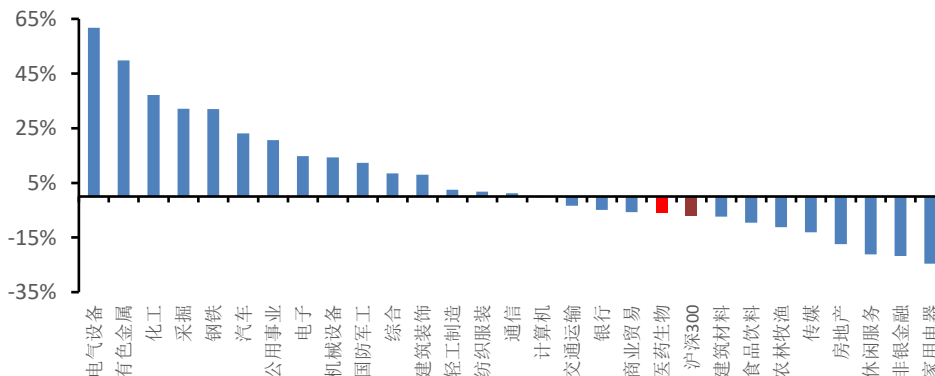
图 1：2021 年医药生物板块起伏较大，Q3 开始回调



数据来源：win，东方证券研究所

备注：截止 2021/11/30

图 2：2021 年初以来，生物医药行业涨幅排名第 20



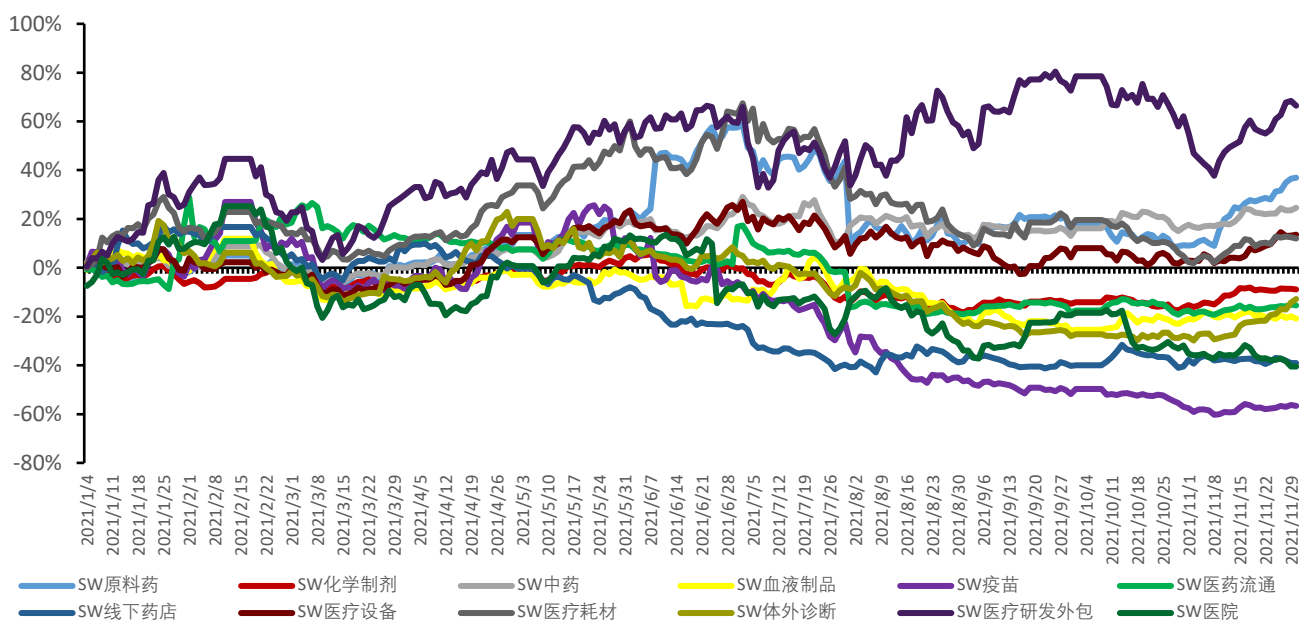
数据来源：wind，东方证券研究所

备注：截止 2021/11/30

从申万三级行业分类来看，行业内分化严重，涨跌参半。医疗研发服务板块受益于下游创新药物研发需求旺盛，及新冠特效药带动，全年涨幅靠前，在整体板块疲软下仍获得 66.41%的正收益；海外疫情反复，国内原料药企业生产仍具备优势，相关原料制剂一体化企业充分受益，加上近期国家出台《推动原料药产业高质量发展实施方案的通知》文件，板块反弹上涨，年初至今实现 36.86%正收益；中药板块在行情疲弱的情况下具备韧性，上涨 24.64%；其余板块受整体市场风格影响，上涨较少或出现不同程度下跌。

总体来看，今年上涨的板块主要有 SW 医疗研发外包 (+66.41%)、SW 原料药 (+36.86%)、SW 中药 (+24.64%)、SW 医疗设备 (+13.51%)、SW 医疗耗材 (+12.01%)；其余板块均有不同程度下跌。其中 SW 疫苗、SW 医院、SW 线下药店涨幅最末，分别实现-56.63%、-40.45%、-39.11%。

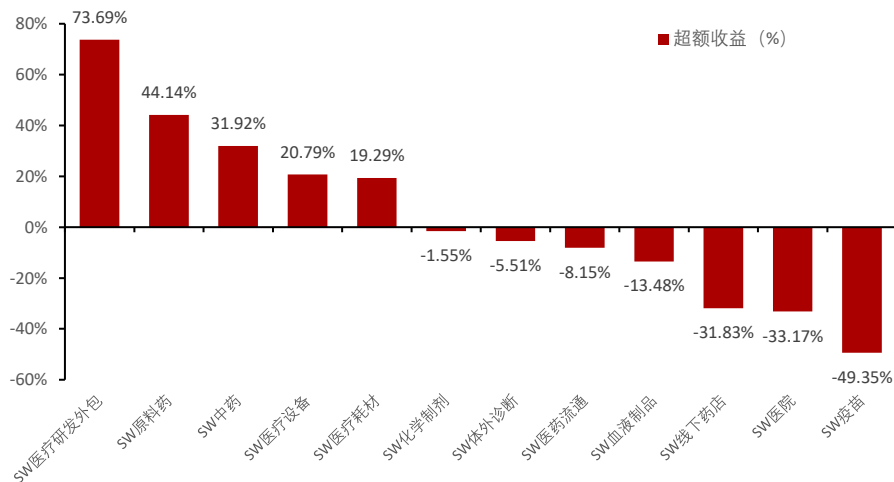
图 3：分板块涨跌幅情况（申万三级行业分类 2021）



数据来源：wind，东方证券研究所

备注：截止 2021/11/30

估值合理及政策影响较小板块抗跌能力强。从市场影响来看，今年市场风格变化，由大市值逐步切换到中小市值，2020 年受益于抗疫需求，医药整体涨幅较大，行业龙头普遍估值偏高，上涨压力较大。另外，高值耗材、IVD、化学药品等板块均受到集采压制，相关板块表现承压。

图 4：分板块超额收益（申万三级行业分类 2021，年初至今）


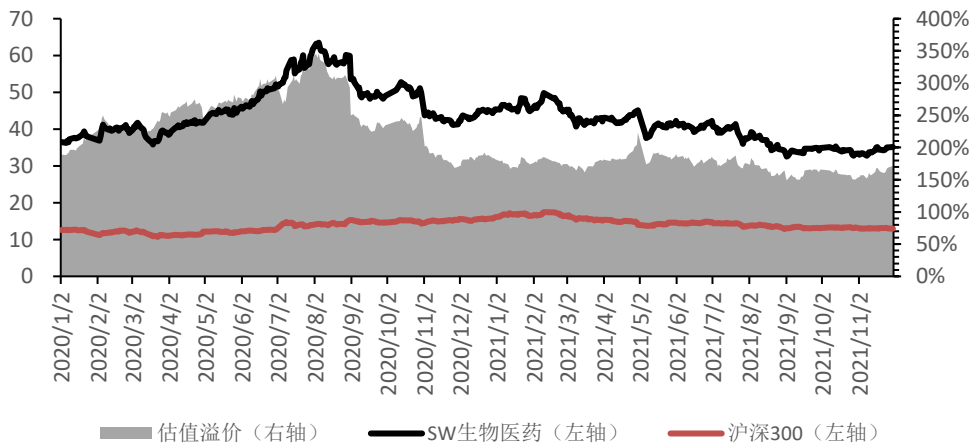
数据来源：wind，东方证券研究所

备注：截止 2021/11/30

1.2 估值已处于底部区域，行业配置价值凸显

从板块估值来看，医药板块整体回调明显。截至 2021/11/30，医药生物板块的 PE (TTM) 估值达到 35.10X，近五年平均 PE 38.30X，连续 16 周低于行业近五年平均 PE，近五年分位数为 30.59%，估值已处于历史较低水平。

2020 年受益抗疫需求，医药生物板块估值不断提升，于 8 月份达到阶段性高点为 63X，随后一路回落至 35X 左右。同期沪深 300PE (TTM) 为 12.95X，整体溢价率为 171%，与最高点 300% 的溢价率相比，也处于历史较低水平。

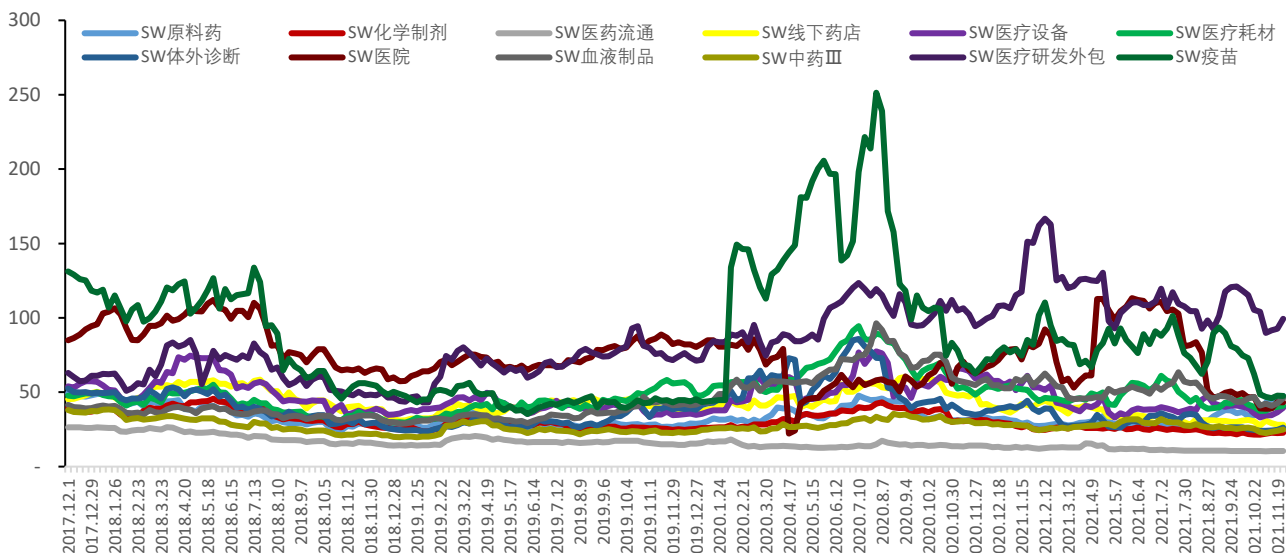
图 5：板块估值及相对于沪深 300 的溢价率情况


数据来源：wind，东方证券研究所

备注：截止 2021/11/30

从申万三级行业分类来看，今年不同子行业的估值均有所下调，板块分化加剧。其中 SW 医疗研发外包 (99.36X)、SW 原料药 (47.48X)、SW 疫苗 (47.46X) 估值靠前，SW 医药流通 (10.59X)、SW 化学制剂 (22.83X)、SW 中药 (24.85X) 估值靠后。

从近三年板块分位来看，除 SW 原料药 (96.1%分位)、SW 医疗研发外包 (69.7%分位) 外，其余板块均处于历史较低水平，其中 SW 线下药店 (0.4%分位)、SW 医院 (2.8%分位)、SW 医药流通 (3.3%分位)、SW 化学制剂 (5.2%分位) 已低于 10%分位以下。

图 6：近三年内分板块估值情况（2017/11/30-2021/11/30，周度 PE-TTM-中值，申万三级行业分类 2021）


数据来源：wind，东方证券研究所

备注：截止 2021/11/30

医药板块需求旺盛，公司业绩增长有保障。从 2021 年前三季度来看，整个医药生物板块实现营业收入同比+39.02%，净利润同比+27.68%。

从申万三级行业分类来看，板块间营业收入增速分化也较大。2021 年前三季度营业收入增速排名靠前的板块分别为 SW 其他医疗服务、SW 疫苗、SW 医院，增速分别为 1217.25%、204.67%、109.38%；排名靠后的板块主要是 SW 中药、SW 原料药、SW 化学制剂，增速分别为-28.93%、-1.52%、12.85%。整体来看，大部分板块增速都在 20%以上。

图 7：分子板块营业收入增速情况

板块	2020Q1单季度 同比增速	2020Q2单季度 同比增速	2020Q3单季度 同比增速	2020Q4单季度 同比增速	2021Q1单季度 同比增速	2021Q2单季度 同比增速	2021Q3单季度 同比增速	2021前三季度 同比增速
SW其他医疗服务	-37.84%	-22.55%	108.18%	61.43%	78.98%	3452.91%	713.64%	1217.25%
SW疫苗	4.01%	68.80%	70.19%	73.60%	82.66%	127.98%	340.96%	204.67%
SW医院	-38.22%	-21.88%	24.67%	49.65%	122.51%	54.71%	134.97%	109.38%
SW医疗研发外包	19.42%	35.50%	39.38%	27.21%	55.21%	47.67%	193.11%	105.64%
SW体外诊断	8.65%	158.73%	201.41%	142.82%	283.62%	58.00%	55.58%	88.51%
SW其他生物制品	-12.03%	36.92%	72.40%	74.87%	114.61%	36.60%	94.74%	79.00%
SW医药流通	-7.71%	-1.54%	9.13%	29.57%	30.91%	24.93%	78.48%	46.74%
SW医疗耗材	20.10%	144.66%	118.21%	56.38%	146.39%	22.25%	24.72%	45.13%
SW诊断服务	-11.66%	29.94%	33.56%	41.93%	90.15%	15.69%	42.12%	42.68%
SW线下药店	24.46%	24.77%	25.83%	60.36%	22.37%	20.67%	52.65%	32.03%
SW医疗设备	12.22%	44.32%	56.11%	31.41%	44.44%	16.38%	23.14%	26.12%
SW血液制品	7.84%	-6.41%	16.18%	26.34%	4.80%	22.19%	28.90%	19.91%
SW化学制剂	7.27%	17.43%	-23.38%	9.75%	21.71%	11.65%	6.61%	12.85%
SW原料药	-24.80%	-11.70%	134.72%	11.04%	28.79%	12.84%	-43.33%	-1.52%
SW中药Ⅲ	-19.83%	-8.37%	7.21%	4.39%	32.33%	6.92%	-111.21%	-28.93%

数据来源：wind，东方证券研究所

从净利润角度来看，整体变化趋势与收入类似。2021年前三季度净利润增速排名靠前的板块分别为SW其他医疗服务、SW疫苗、SW其他生物制品，增速分别为10200.82%、299.20%、147.05%；排名靠后的板块主要是SW原料药、SW化学制剂、SW中药，增速分别为-20.82%、8.40%、11.50%。

图 8：分子板块净利润增速情况

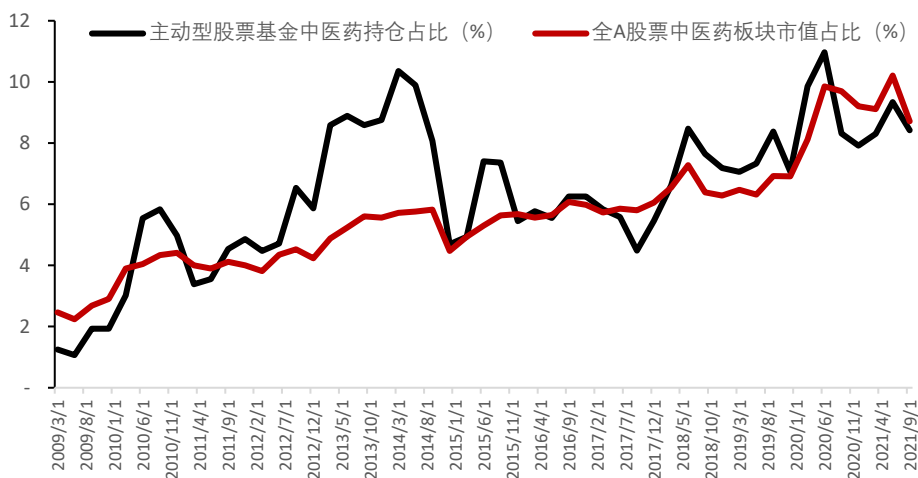
板块	2020Q1单季度 同比增速	2020Q2单季度 同比增速	2020Q3单季度 同比增速	2020Q4单季度 同比增速	2021Q1单季度 同比增速	2021Q2单季度 同比增速	2021Q3单季度 同比增速	2021前三季度 同比增速
SW其他医疗服务	-91.46%	-110.22%	-115.95%	-65.35%	-403.57%	9625.64%	4711.00%	10200.82%
SW疫苗	-23.05%	77.92%	88.62%	102.57%	124.74%	321.42%	332.80%	299.20%
SW其他生物制品	-19.93%	4.96%	-56.05%	30.18%	96.66%	27.53%	473.99%	147.05%
SW医疗研发外包	8.89%	156.24%	26.38%	116.74%	282.19%	-2.82%	240.81%	109.53%
SW体外诊断	34.52%	393.76%	659.34%	-20110.83%	618.88%	56.32%	24.59%	86.90%
SW医疗耗材	11.52%	289.83%	268.80%	265.00%	338.23%	35.26%	10.85%	56.29%
SW诊断服务	-50.69%	128.70%	144.87%	192.16%	721.81%	-3.00%	37.75%	54.48%
SW医院	-421.71%	-28.25%	31.25%	-233.04%	-114.46%	62.96%	-23.67%	54.46%
SW医药流通	-8.54%	13.17%	23.91%	128.69%	59.29%	23.03%	53.81%	43.54%
SW血液制品	10.82%	14.16%	22.81%	80.02%	21.16%	17.77%	29.52%	23.68%
SW线下药店	32.32%	42.44%	45.66%	78.38%	26.75%	16.24%	10.70%	18.09%
SW医疗设备	3.79%	112.31%	118.73%	7.87%	72.17%	-0.23%	5.75%	16.32%
SW中药Ⅲ	-42.69%	-22.05%	36.02%	228.07%	39.36%	43.10%	-42.05%	11.50%
SW化学制剂	12.38%	29.72%	-18.77%	-48.26%	22.97%	-4.32%	9.40%	8.40%
SW原料药	-11.79%	27.24%	31.14%	165.60%	26.33%	-5.59%	-81.91%	-20.82%

数据来源：wind，东方证券研究所

1.3 医药板块在基金中处于低配状态

从全年公募基金持仓来看，医药持仓先升高后降低。从所有主动型股票基金的医药持仓（按重仓持股比例推算）情况来看，2021年基金三季报中医药生物板块的持仓比例为8.42%，环比下降0.92pp。医药板块目前整体为低配状态（与全A中医药生物板块市值占比8.71%相比）。

图 9：2009 年至今医药股持仓情况（主动型股票基金包括普通股股票型、偏股混合型、灵活配置型）



数据来源：wind，东方证券研究所整理

备注：其中一季报三季报不披露全部持仓信息，以重仓股为代表

从最新的基金三季报数据来看，基金仍偏好各细分板块龙头及今年业绩优异的个股，CXO 持仓进一步增加。

最新重仓股中，持股基金数前五的个股分别为药明康德（1132 个）、迈瑞医疗（555 个）、智飞生物（376 个）、泰格医药（315 个）、爱尔眼科（300 个）。同 Q2 相比，持股基金数增多的个股主要是药明康德（+199 个）、凯莱英（+112 个）、药石科技（+87 个）等。

最新重仓股中，持股市值前五的个股分别为药明康德（898 亿）、迈瑞医疗（442 亿）、爱尔眼科（333 亿）、泰格医药（275 亿）、凯莱英（259 亿）。同 Q2 相比，持股市值增加较多个股主要是凯莱英（+108 亿元）、药明康德（+104 亿元）、美迪西（+50 亿元）等，CXO 持仓进一步增加。

图 10：2021 年基金季报重仓股持股基金数 top30 及变动

代码	名称	2021Q3-2021Q2 持股基金数变化	2021Q3 持股基金数	2021Q2 持股基金数	2021Q3公司总 市值 (亿元)	2021Q2公司总 市值 (亿元)
603259.SH	药明康德	199	1,132	933	4511.79	4617.81
300760.SZ	迈瑞医疗	-111	555	666	4685.52	5835.93
300122.SZ	智飞生物	28	376	348	2543.84	2987.68
300347.SZ	泰格医药	62	316	254	1518.09	1686.48
300015.SZ	爱尔眼科	-51	300	351	2886.86	3836.84
002821.SZ	凯莱英	112	263	151	1090.94	904.03
000661.SZ	长春高新	-101	206	307	1111.60	1566.27
600276.SH	恒瑞医药	-143	179	322	3213.45	4348.37
600763.SH	通策医疗	-16	169	185	968.40	1317.83
300759.SZ	康龙化成	23	156	133	1711.19	1723.74
300725.SZ	药石科技	87	143	56	408.75	317.34
300363.SZ	博腾股份	30	126	96	518.32	457.70
603456.SH	九洲药业	22	108	86	458.69	403.89
000739.SZ	普洛药业	38	99	61	449.96	346.49
300142.SZ	沃森生物	56	98	42	999.21	966.34
300595.SZ	欧普康视	2	97	95	694.52	880.87
600436.SH	片仔癀	0	84	84	2281.75	2704.67
300896.SZ	爱美客	-43	69	112	1282.60	1706.82
603127.SH	昭衍新药	33	64	31	599.45	497.63
688202.SH	美迪西	23	63	40	462.13	322.34
300558.SZ	贝达药业	5	60	55	388.77	449.18
603882.SH	金城医学	-56	58	114	475.19	739.11
603392.SH	万泰生物	27	56	29	1347.63	1573.33
300529.SZ	健帆生物	-25	43	68	471.69	695.22
688029.SH	南微医学	-18	43	61	344.16	415.61
002001.SZ	新和成	6	39	33	692.56	739.48
300601.SZ	康泰生物	-60	39	99	756.63	1022.76
688276.SH	百克生物	34	39	5	404.50	431.75
600196.SH	复星医药	-41	35	76	1340.40	1848.62
300003.SZ	乐普医疗	-5	34	39	484.17	579.63

数据来源：wind，东方证券研究所

图 11: 2021 年基金三季报重仓股持股市值 top30 及变动

代码	名称	2021Q3-2021Q2 持股市值变化 (亿元)	2021Q3-2021Q2 持股占流通股比 例变化 (%)	2021Q3 持股总市值 (亿元)	2021Q2 持股总市值 (亿元)	2021Q3公司总市值 (亿元)	2021Q2公司总市值 (亿元)
603259.SH	药明康德	104	3.15	898	794	4511.79	4617.81
300760.SZ	迈瑞医疗	-188	-3.33	442	630	4685.52	5835.93
300015.SZ	爱尔眼科	-70	1.24	333	404	2886.86	3836.84
300347.SZ	泰格医药	36	6.12	275	239	1518.09	1686.48
002821.SZ	凯莱英	108	7.47	259	151	1090.94	904.03
300122.SZ	智飞生物	-21	1.27	247	268	2543.84	2987.68
300759.SZ	康龙化成	27	4.63	184	157	1711.19	1723.74
600763.SH	通策医疗	-58	0.49	180	238	968.40	1317.83
000661.SZ	长春高新	-106	-3.40	141	247	1111.60	1566.27
300363.SZ	博腾股份	39	6.25	134	95	518.32	457.70
600276.SH	恒瑞医药	-48	-0.20	112	160	3213.45	4348.37
688202.SH	美迪西	50	20.88	72	22	462.13	322.34
603456.SH	九洲药业	26	4.28	64	38	458.69	403.89
300595.SZ	欧普康视	-13	0.52	60	72	694.52	880.87
600436.SH	片仔癀	6	0.62	56	49	2281.75	2704.67
300725.SZ	药石科技	32	6.85	56	24	408.75	317.34
000739.SZ	普洛药业	26	4.09	52	26	449.96	346.49
300142.SZ	沃森生物	32	3.17	52	20	999.21	966.34
300601.SZ	康泰生物	-43	-3.58	41	84	756.63	1022.76
603882.SH	金城医学	-66	-5.95	40	106	475.19	739.11
603127.SH	昭衍新药	18	2.65	38	21	599.45	497.63
300558.SZ	贝达药业	-6	-0.23	35	41	388.77	449.18
300529.SZ	健帆生物	-41	-5.83	32	73	471.69	695.22
300896.SZ	爱美客	-8	-4.98	30	38	1282.60	1706.82
603707.SH	健友股份	12	2.44	27	15	438.07	390.84
688029.SH	南微医学	-7	-2.20	21	28	344.16	415.61
603392.SH	万泰生物	0	0.91	21	21	1347.63	1573.33
600521.SH	华海药业	0	1.17	17	16	263.59	303.72
300003.SZ	乐普医疗	1	0.68	14	13	484.17	579.63
688301.SH	奕瑞科技	10	0.16	14	4	303.83	203.13

数据来源: wind, 东方证券研究所

二、集采后，制药企业在国内的路在何方？

2.1 集采下，市场倾向于寻找政策影响较小的标的

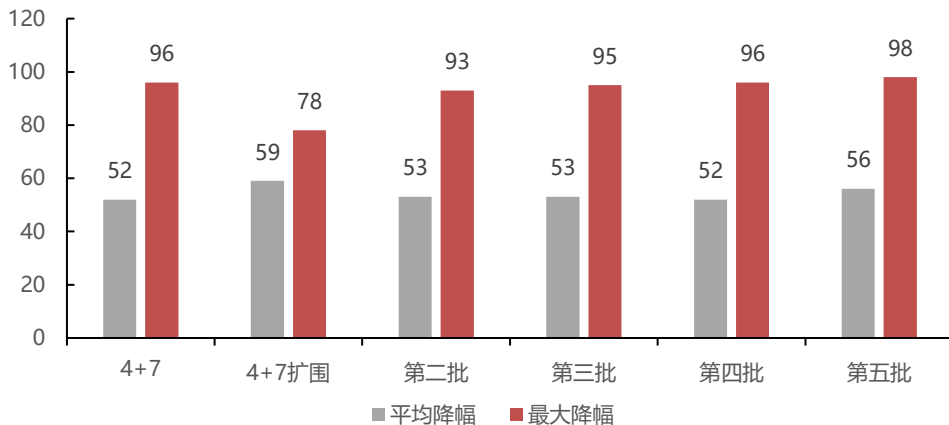
集采范围持续扩大，伴随较大价格降幅，引发市场对制药行业的悲观情绪。从 18 年开始，集采政策已经在五年内实施五轮六批集采，已经涉及 218 个化药品种，最少一次的首轮 4+7 纳入品种 25 个，最多一次的第五批国采纳入品种 62 个。除了范围扩大，在价格上，进入集采的品种降幅最高超过 90%，因此对市场销售额上有较大影响。

表 1：近年历次集采情况

项目	启动	报价	执行	协议期	第一期	第二期	第三期	备注
4+7	2018.11.15	2018.12.07	2019.04.15	1 年	2019.4-2020.5	2020.4-2021.4	待进行	4 直辖市单独时间，省级合并
4+7 扩围	2019.09.01	2019.09.30	2019.11.15	1 年和 2-3 年	2019.11-2020.11	2020.11-2021.11	待进行	4 直辖市单独时间，湖北竞价，其他续标
第二批	2019.11.28	2020.01.16	2020.04.15	1-3 年	2020.4-2022.4	待进行	待进行	1 家中选时：集采时间为 1 年， 2 家或 3 家中选时：集采时间为 2 年， ≥4 家中选时：集采时间为 3 年
第三批	2020.06.22	2020.08.20	2020.11.15	1-3 年	2020.11-2021.11	待进行	待进行	
第四批	2020.12.09	2021.02.03	2021.04.15	1-3 年	2021.4-2022.4	待进行	待进行	
第五批	2021.5.8	2020.7.13	2021.09.15	1-3 年	2021.9-2022.9	待进行	待进行	

数据来源：政府官网，东方证券研究所

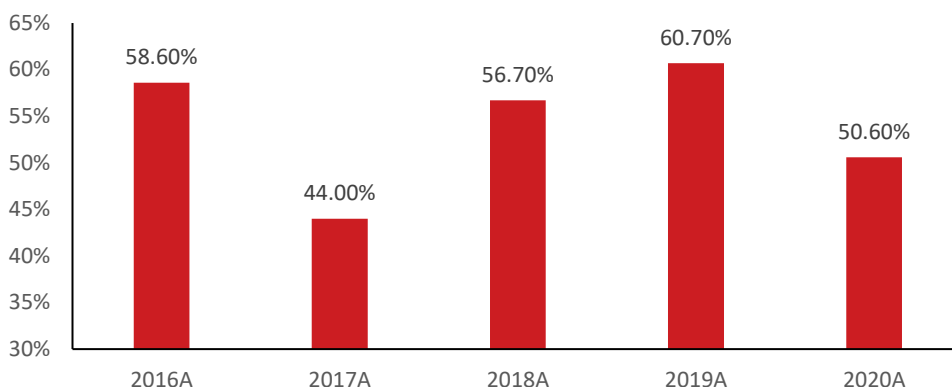
图 12：历次集采降价幅度（%）



数据来源：政府官网，东方证券研究所

在早期，集采对药企的影响不断加大，这使得市场开始逐步选择政策影响较小的板块。随着集采范围的扩大以及创新药进入医保不断谈判降价，市场政策影响较小的标的也越来越集中，在这种背景下，CXO 和医疗服务估值不断新高，制药板块的估值也不断下滑（见图 6）。

图 13：历次创新药医保谈判降价幅度



数据来源：政府官网，东方证券研究所

2.2 站在当下时点看集采：已经进入中期，影响逐渐弱化

其实，在当下的时间节点讨论集采，我们先要明确国家进行集采的出发点，即改变行业乱象，促进良性发展。医改控费趋势下集采政策有望延续，但是随着常态化，其影响将慢慢步入缓和阶段。我们认为，目前集采已经进入中期阶段，影响已经显现弱化趋势。

2.2.1 集采的核心是促进行业良性发展

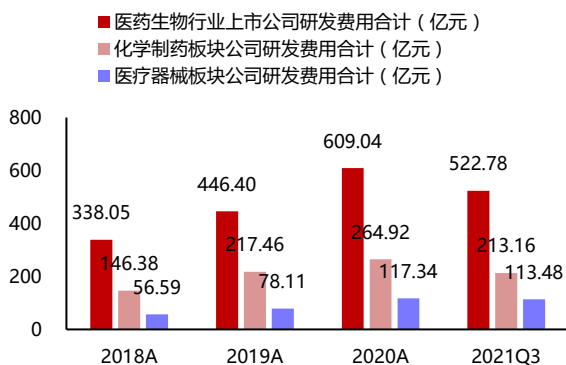
为什么国家要进行集采，答案其实非常清晰：一方面，为了缓解医保压力，近年来医保压力越来越大，国家不得不降低药价；另一方面，为了去除产能过剩，过去我国医药产业存在较多的落后产能，甚至部分品种存在上百个企业竞争，效率低下，集采也希望能把这种重复竞争消除，使医药行业向着更创新、更规范的方向发展。

展望未来，医改依旧是趋势，但很难去预判政策的走向。即使在近年来在医保控费的影响下，医保的压力存在一定的缓解，但随着我国老龄化，以及居民对健康生活进一步的需求，医保控费的问题会持续存在。所以我们判断未来医保控费的节奏大概率是“松紧穿插”进行，当然，未来这种政策“松紧穿插”进行的节奏我们很难去预判，但集采的另一方面有改变行业乱象，使行业良性发展的作用，开始逐渐显现出来。

医改下，集采已经开始展现积极一面。目前集采已经进行了 3 年，其实从整个制药的环境上来看，已经发生了不少的变化，企业已经认识到创新的重要性，研发投入不断加大，从 18 年开始，无论

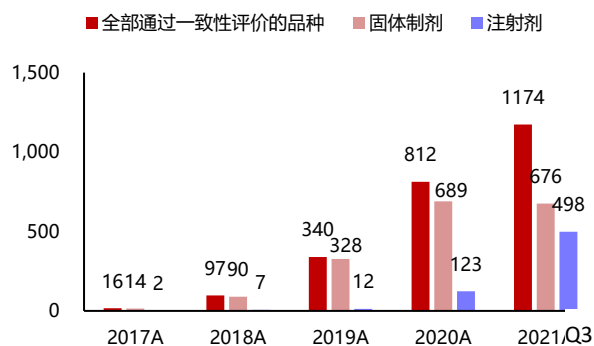
是医药整个板块，还是化学制剂和医疗器械，研发费用都呈现不断增加的趋势。虽然具体到某些大品种领域有“扎堆”的情况，但我们相信未来集采对行业的正面影响，会逐渐体现出来。

图 14：近年来我国医药板块研发费用投入情况



数据来源：wind，东方证券研究所

图 15：近年来我国一致性评价通过的品种数量情况



数据来源：医药魔方，东方证券研究所

2.2.2 集采已经进入中期阶段，相关影响正在逐步弱化

集采进入中期，影响正逐步弱化，目前市场需要思考进一步如何选择。在集采早期，由于集采降价压力猛烈，对企业利润端的影响确实比较大，所以我们认为市场在集采早期，选择规避是一个正确的策略，市场更青睐于政策影响较小的标的。但随着集采进入中期阶段，可以观察到，集采除了已经开始促进我国制药领域发展，对降价的影响也逐渐缓和。考虑到政策影响较小的标的已经不便宜，而集采相关标的的估值已到很低水平，将来的选择更需要思考。

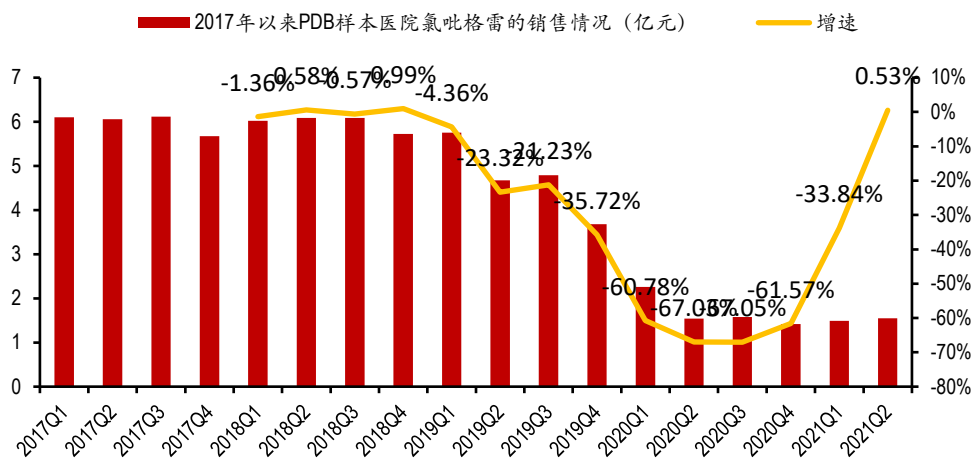
集采带来的影响逐渐弱化，尤其是对化学制剂来说，体现在 3 个方面：

1) 从政策变动的角度，集采的影响在逐渐缓和。

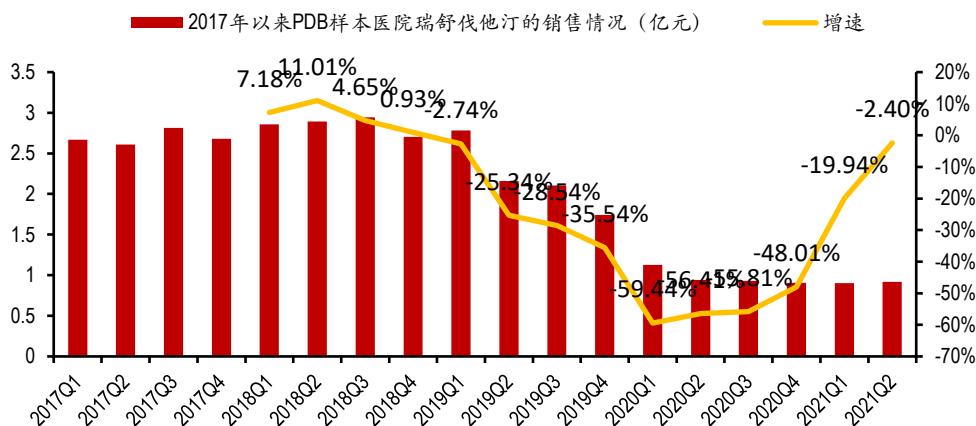
21 年 11 月 4 日，国家医保局发布《关于做好国家组织药品集中带量采购协议期满后接续工作的通知》，要求原则上所有国家组织集采药品协议期满后均应继续开展集中带量采购。续约政策落地，已进入集采品种一般将具有放量的连续性。

2) 从品种本身的角度，最早一批品种经过了 3 年的竞争，价格已经趋于缓和，再次降价的幅度已经有限。

早期，集采后的品种的市场规模都经过较大范围的萎缩，如过去典型的大品种，氯吡格雷、阿托伐他汀等，市场规模都出现明显下滑。但其实可以注意到的是，这些品种经过 3 年的调整之后，已经出现了明显的企稳，其销售额从 2020 年下半年开始，基本上已经维持稳定。如氯吡格雷，21 年 Q2 的同比增速为 0.53%，已经做到了正向增长，未来还有望稳定发展。

图 16：2017 年以来 PDB 样本医院氯吡格雷的销售情况


数据来源：pdb，东方证券研究所

图 17：2017 年以来 PDB 样本医院瑞舒伐他汀的销售情况


数据来源：pdb，东方证券研究所

另外，从上游来看，集采品种本身的降价潜力已经很低。氯吡格雷从 2017 年开始，就已经没有原料药的新增批文；瑞舒伐他汀从 2014 年开始，没有新增原料药批文。上游原料药供货的固化意味着没有成本优势，集采也很难从成本端去影响竞争格局。所以从现有原料药的格局上来看，未来相关品种再次大幅降价的可能性已经不大，集采品种仍有市场空间。

表 2：近年来氯吡格雷原料药批文情况

批准文号	药品名称中文	持证商中文	首次上市年代
国药准字 H20173366	硫酸氢氯吡格雷	山东新时代药业有限公司	2017
国药准字 H20173064	硫酸氢氯吡格雷	浙江华海药业股份有限公司	2017
国药准字 H20163122	硫酸氢氯吡格雷	江苏联环药业股份有限公司	2016
国药准字 H20163390	硫酸氢氯吡格雷	齐鲁制药有限公司	2016

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

国药准字 H20153010	硫酸氢氯吡格雷	天方药业有限公司	2015
国药准字 H20153216	硫酸氢氯吡格雷	常州制药厂有限公司	2015
国药准字 H20143419	硫酸氢氯吡格雷	河南普瑞制药有限公司	2014
国药准字 H20143424	硫酸氢氯吡格雷	湖南迪诺制药股份有限公司	2014
国药准字 H20133071	硫酸氢氯吡格雷	天津中瑞药业股份有限公司	2013
国药准字 H20123155	硫酸氢氯吡格雷	武汉武药制药有限公司	2012
国药准字 H20123301	硫酸氢氯吡格雷	江苏恒瑞医药股份有限公司	2012
国药准字 H20123385	硫酸氢氯吡格雷	石药集团欧意药业有限公司	2012
H20171287	硫酸氢氯吡格雷	Assia chemical Industries Ltd.	2011
国药准字 H20113232	硫酸氢氯吡格雷	上虞京新药业有限公司	2011
国药准字 H20103599	硫酸氢氯吡格雷	四川青木制药有限公司	2010
国药准字 H20103664	硫酸氢氯吡格雷	浙江车头制药股份有限公司	2010
国药准字 H20133212	硫酸氢氯吡格雷	苏州正济药业有限公司	2010

数据来源：医药魔方，东方证券研究所

表 3：近年来瑞舒伐他汀原料药批文情况

批准文号	药品名称中文	持证商中文	首次上市年代
国药准字 H20080239	瑞舒伐他汀钙	山东新时代药业有限公司	2008
国药准字 H20140107	瑞舒伐他汀钙	浙江海正药业股份有限公司	2014
国药准字 H20133018	瑞舒伐他汀钙	石药集团欧意药业有限公司	2013
国药准字 H20080651	瑞舒伐他汀钙	连云港润众制药有限公司	2008

数据来源：医药魔方，东方证券研究所

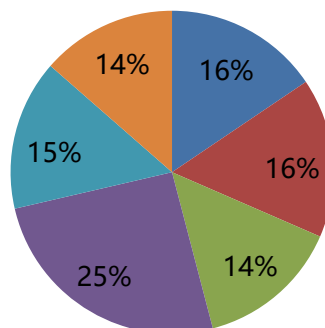
这些早期入选的品种，大多用于治疗慢病，仍然有很大的市场空间，随着未来居民健康水平的提高，我们有理由相信这些品种将由下滑逐步走向稳定的正向增长。

3) 从企业自身的角度来看，业务调整和创新转型下，企业正在将集采的影响弱化

集采早期，一些传统药企开始转型布局，有望逐渐消除集采影响。一些药企开始对自有管线收入结构进行调整，以京新药业为代表，根据其 21 年中报，心脑血管包括瑞舒伐他汀在内的总收入约 2.65 亿元，仅占公司总收入比重的 15.97%，该板块已经影响很小，公司各项业务的收入来源也更加多元化，使得集采对公司的冲击力度越为缓和。

图 18：2021H1 年京新药业各项业务占比结构情况

■ 精神神经 ■ 心脑血管 ■ 消化 ■ 原料药 ■ 医疗器械 ■ 其他



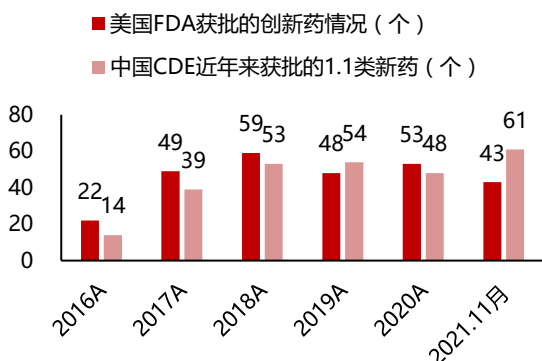
数据来源：公司公告，东方证券研究所

同时，传统药企也在向创新管线布局，以减小集采政策的影响。药企被动或主动加入转型升级的浪潮，随着研发投入的增加，有望把握制药行业创新的大趋势。目前，创新转型的空间很大，创新药有很大机会，传统药企可能获得新的增长点，长期更加值得期待。

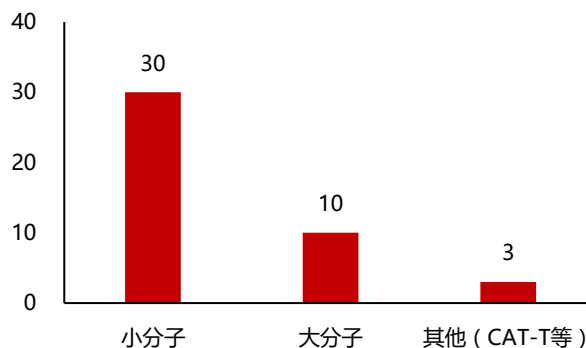
2.3 部分企业的创新转型已经看到曙光

2.3.1 创新转型的空间很大，药企依然有机会

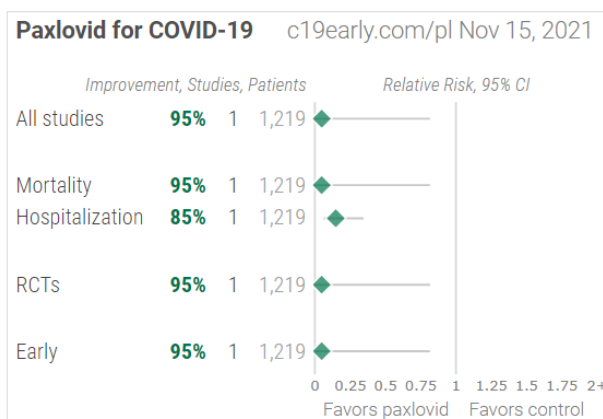
传统药企的创新转型依然是很好的方向，小分子创新药机会不断。从近几年来从海外和国内新药获批的情况也可以看到，无论是美国 FDA 还是国内，新药获批的速度都不断增多，这尤其是国内，截止到 2021 年 11 月，国内已经有 61 个 1.1 类新药获批，高于去年的 48 个，这说明了我国在药品审评审批上的不断加速，创新的空间依然很大。另一方面，从美国 FDA 获批新药的品种上来看，小分子药仍然占据主流，尤其是年底辉瑞和默沙东的新冠特效药，这再次证明在小分子领域仍然有很大的创新空间。

图 19：近年来中美获批新药的品种


数据来源：医药魔方，东方证券研究所

图 20：近年来美国 FDA 获批新药的品种


数据来源：医药魔方，东方证券研究所

图 21：辉瑞 PAXLOVID 展现出优越的抗病毒效果


数据来源：公开资料，东方证券研究所

2.3.2 重新定义创新，龙头已经给了答案

恒瑞作为国内最大的 bigphama，是最早开始由仿制药转型创新的药企之一。恒瑞面对集采，开始重新定义创新，恒瑞医药拓展创新药市场空间，深挖传统仿制药潜力，销售总量持续增长。2021H1 创新药销售额同比增长 43.8%，传统仿制药同比增长 5.2%，虽然业绩仍以仿制药为主受到集采影响，其在创新药方面的布局超前，正走出自己的创新转型之路。

在治疗领域上，恒瑞实现了疾病领域全方位的布局，包括了很多差异化领域，管线形成互补。恒瑞布局的九大领域，除了最核心肿瘤之外，非肿瘤领域也是大力投入，自身免疫疾病、代谢性疾病、疼痛管理方面都为重点布局。

图 22: 恒瑞多元化管线

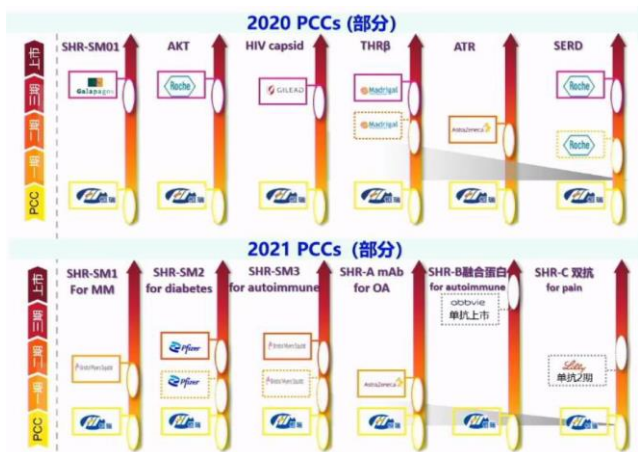


数据来源：公司官网，东方证券研究所

在靶点上，恒瑞采取前移的策略，选择承担更高研发风险，探索全新靶点或者未有药品上市的国际前沿靶点。虽然风险更高，但也更有成为 FIC、BIC 的机会。如果在国内丰富多样的临床资源助力之下，缩短与海外的时间差距。

在全球化方面，恒瑞创新管线全球开发布局，有望实现创新药的出海。目前有 24 项在研的海外研究、10 项计划中海外研究项目，目前已经有 7 个国际多中心 III 期临床试验项目和 12 个海外在研 I 期项目。恒瑞除了有海外早期研发实验室和团队外，目前海外的超过百人的临床研发团队也已经筹建起来，为全球化打下坚实的基础。

图 23: 恒瑞布局国际前沿靶点



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 24: 恒瑞多全球化研发管线



数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.3.3 中小型仿制药企业转型更为迅速，估值有望重塑

相比起 Bigpharma 的转型，中小型的仿制药公司有望更快地实现转型。经过 3 年的调整，这些公司体量较小，已经从阴霾中走出，大力布局创新药管线。目前，我们已经可以看到相关的成功案例，一些中小型企业已经在管线上形成了丰富的布局，如京新药业，恩华药业，信立泰，丽珠集团等。

图 25：京新药业部分在研管线

项目	适应症	临床前	临床I期	临床II期	临床III期
EVT201胶囊	失眠障碍				
JX11502MA胶囊	精神分裂				
普拉克索雷沙吉兰缓释胶囊	帕金森				
康复新肠溶胶囊	消化道				
抗抑郁2213	抗抑郁				
抗帕金森2240	抗帕金森				
血脂异常2168	血脂异常				
凝血异常2182	凝血异常				

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 26：恩华药业部分在研管线

项目	适应症	临床前	临床I期	临床II期	临床III期
TRV-130注射液	麻醉镇痛				美国已获批
DP-VPA	抗癫痫				
CY150112	精神分裂				
丁二酸齐洛那平	精神分裂				
NH102	抗抑郁				

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 27：信立泰部分在研管线

项目	适应症	临床前	临床I期	临床II期	临床III期
SAL001 特立帕肽（水针）	骨质疏松				
SAL0951 恩那司他片	骨性关节炎				日本已获批
SAL067 复格列汀	II型糖尿病				
SAL056 特立帕肽（长效）	骨质疏松				
S086片（阿利沙坦酯沙库巴曲）	高血压				
	心衰				
SAL0107 阿利沙坦酯氨氯地平	高血压				
SAL0108 阿利沙坦酯阿哌洛尔	高血压				
X07 SAL007 重组人神经生长因子（人重组人神经生长因子受体335融合蛋白注射液）	慢性心衰		美国临床I期		
抗PCSK9单抗	高胆固醇血症				
SAL011 地诺单抗	骨质疏松				
AL015 GLP1-FC重组蛋白（度拉糖肽）	II型糖尿病				

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 28：丽珠集团部分在研管线

项目	适应症	临床前	临床I期	临床II期	临床III期
注射用重组人促红素	辅助生殖				
IL-6受体单抗（LZM008）	免疫疾病				
TNF-α单抗	免疫疾病				
重组抗PD-1单克隆抗体	抗肿瘤			美国临床I期	
重组人鼠嵌合抗CD20单克隆抗体	抗肿瘤				
重组人源化抗HER2单抗注射液	抗肿瘤				
重组全人抗RANKL单克隆抗体	骨质疏松				
注射用高纯度尿促红素	辅助生殖				
重组抗HER2结构域I人源化单抗	抗肿瘤				
细胞毒免疫制剂	抗肿瘤				

数据来源：公司公告，东方证券研究所

三、2022 年看好的几个方向

我们整体对 22 年药品方向比较乐观，理由在上文中已经做了简单的论证。过去几年的医药行业的投资风格更多是选赛道，但是现在的问题是，优质赛道的逻辑已经被市场充分认知，且大部分高景气赛道的核心标的估值较贵，所以未来一段时间，自下而上选股可能会成为重要的思路，在经历了数轮的集采之后，我们认为在药品领域与器械领域都存在性价比极高的标的。

3.1 自下而上的寻找个股的机会，性价比与真创新是大方向

3.1.1 化学制药：性价比凸显，未来创新转型的空间巨大

药品板块：整个板块经过 3 年的集采，估值已经非常便宜，甚至有些公司 22 年 PE 已经到了 10x 左右。更重要的是，本身行业和公司都已经发生了一定的边际变化，目前集采已经进入中期，集采本身对企业的影响已经越来越小，公司再次受集采冲击的风险已经很小，且很多公司已经逐步完成转型，未来有望长期保持稳定增长，这类公司有望实现估值修复。我们建议关注恒瑞医药、博瑞医药、京新药业、信立泰、恩华药业、丽珠集团、科伦药业等企业。

表 4：国内部分制药企业盈利预测及估值情况（亿元）

证券代码	证券简称	21 年净利润	22 年净利润	23 年净利润	21 年 PE	22 年 PE	23 年 PE
1177.HK	中国生物制药	104.48	57.84	53.50	8	15	16
600062.SH	华润双鹤	11.10	12.17	13.11	11	10	9
002020.SZ	京新药业	6.66	7.67	9.55	13	11	9
000915.SZ	华特达因	4.11	5.13	6.37	15	12	10
000513.SZ	丽珠集团	19.93	23.20	27.48	17	14	12
002262.SZ	恩华药业	8.84	10.84	13.40	18	15	12
600380.SH	健康元	12.73	15.04	17.19	18	16	14
002332.SZ	仙琚制药	6.36	7.82	9.60	20	17	13
300705.SZ	九典制药	2.10	3.06	4.33	27	18	13
000963.SZ	华东医药	28.09	33.19	40.20	23	20	16
002422.SZ	科伦药业	11.19	13.22	15.91	24	20	17
600079.SH	人福医药	14.94	18.75	23.98	25	20	15
688513.SH	苑东生物	2.20	2.80	3.42	25	20	16
002422.SZ	科伦药业	11.19	13.23	15.91	24	20	17
300723.SZ	一品红	3.29	4.08	5.21	29	23	18
300233.SZ	金城医药	3.37	5.24	7.70	37	24	16
002675.SZ	东诚药业	4.31	5.52	7.22	31	24	18

002019.SZ	亿帆医药	6.46	8.77	11.15	33	24	19
600196.SH	复星医药	45.56	54.86	64.35	29	24	21
300630.SZ	普利制药	5.59	7.50	10.12	40	30	22
603707.SH	健友股份	11.09	14.70	19.05	48	36	28
300573.SZ	兴齐眼药	1.95	2.93	4.27	60	40	27
688166.SH	博瑞医药	2.51	3.68	5.33	60	41	28
002653.SZ	海思科	3.71	4.65	6.28	57	45	34
600276.SH	恒瑞医药	65.70	74.52	90.98	52	46	38
002294.SZ	信立泰	5.23	6.83	8.56	62	48	38
300006.SZ	莱美药业	0.41	1.13	2.07	149	54	29
300558.SZ	贝达药业	4.78	6.39	8.41	80	59	45
688578.SH	艾力斯-U	0.51	1.46	4.96	332	116	34
300573.SZ	兴齐眼药	1.95	2.93	4.27	60	40	27

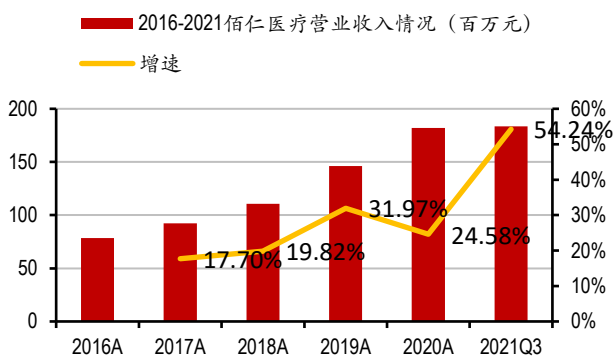
数据来源：wind，东方证券研究所，备注：21-23年PE为wind一致预期，截止日期2021年11月16日

3.1.2 创新是医药不变的主题，真创新享受更高的估值溢价

创新一定是促使医药行业进一步发展的核心方向，也是产业永恒的主题，其实从整个国家的宏观背景下看，国家对创新的支持力度也是毋庸置疑的，但未来创新的定义会越来越高，过去一些重复靶点、扎堆研究的伪创新将逐渐淘汰，对于真正有壁垒的产品，具备唯一性的产品，有望享受更高的估值溢价。我们建议关注佰仁医疗、莱伯泰科、键凯科技、普门科技、康希诺、智飞生物。

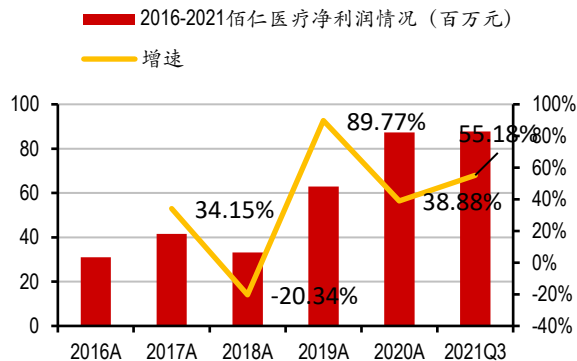
以心脏瓣膜为例，心脏瓣膜行业具备唯一性的特点，这也使真正的龙头公司，有望长期脱颖而出。佰仁医疗从2021年起，佰仁收入和利润均进入全面增长阶段

图 29：2016-2021Q3 佰仁营业收入情况及增速



数据来源：wind，东方证券研究所

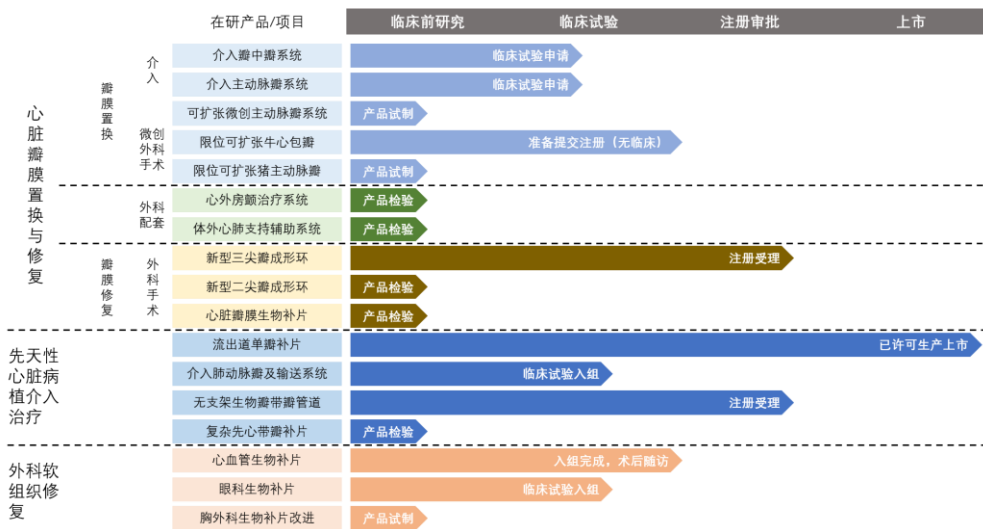
图 30：2016-2021Q3 佰仁净利润情况及增速



数据来源：wind，东方证券研究所

21 年是公司临床管线的起步年，22 和 23 年管线是落地年，从管线上来看，公司 21 年布局了非常多的临床管线，包括三款球扩介入瓣，以及补片及先天性心脏病业务，这些管线陆陆续续会在 22 年、23 年落地，未来会进一步拉动公司业绩增长。

图 31：佰仁医疗在研管线图



数据来源：公司公告，东方证券研究所

目前，越来越清晰的看到，瓣膜行业具有唯一性的特点，海外的例子已经非常清晰，占据市场主动的企业只有爱德华（70%以上市场份额），同样的，国内心脏瓣膜行业也将出现强烈的马太效应，佰仁医疗作为当下国产心脏瓣膜行业的领军企业有望长期受益。

为什么瓣膜业务具有唯一性，源自于：1、技术本身的壁垒（抗钙化的耐久技术）；2、技术的验证壁垒（验证只能通过时间，并且是至少 10 年以上的时间才能初步验证）。

除此之外，我们认为佰仁医疗未来有如下几点值得重点关注：

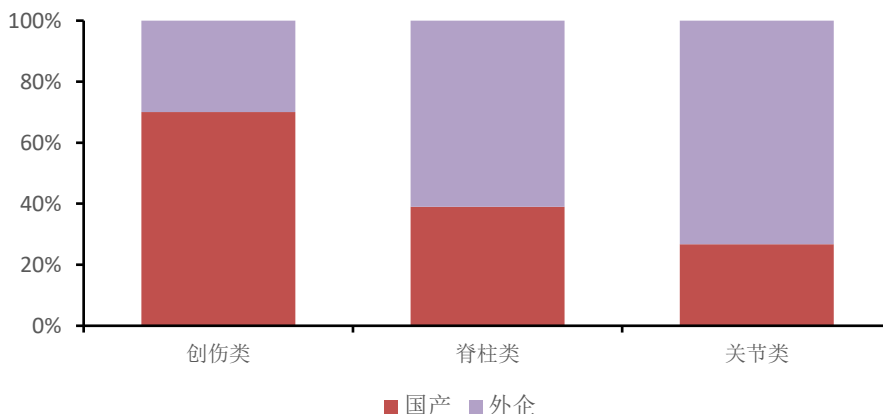
1、前面已经提到，公司再 20/21 年布局了很多的管线（历史因素导致管线都推迟在了这个时间），这些管线会逐步在明后年落地，已经进入管线的兑现期。

2、业绩方面，从明年开始，公司利润端会进入加速状态。22 年，公司内生增长会进一步加速，静待落地后的管线放量，且研发的压力将会较 2021 年有所减少，研发费用和销售的精力都会改变，除此之外，2021 年股权激励费用支出较多，明年将出现同比改善，因此 22 年的表观利润增速有望再上一个台阶。23 年，我们认为随着更多管线获批，利润将进一步展现出弹性。

3.1.3 医疗器械：集采落地，关注骨科领域的投资机会

骨科耗材领域国产化率仍然较低，国产替代空间广阔。按照技术壁垒来分，骨科耗材中关节>脊柱>创伤，国产化率与此相反，创伤>脊柱>关节，其中创伤类的国产化率已达 70%以上，而脊柱类国产化率仍不足 40%，关节类国产化率仅有 27%，海外五巨头在国内仍具有较大份额，国产替代空间广阔。我们建议关注三友医疗、大博医疗、威高骨科等。

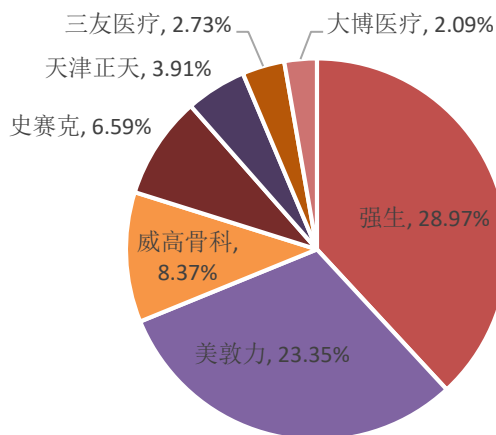
图 32：2018 年骨科耗材各品类国产化率情况（%）



数据来源：中国产业信息网，东方证券研究所

尽管外资骨科巨头份额集中，而从国内企业集中度来看，国内骨科企业数量较多，国产龙头的份额占比并不集中，集中度仍有提升空间。以脊柱植入物为例，2018 年我国脊柱类耗材国产市占率 39%，排名前四的国产厂商威高骨科、天津正天、三友医疗、大博医疗合计占比 17%，大企业渗透率也有提升空间。

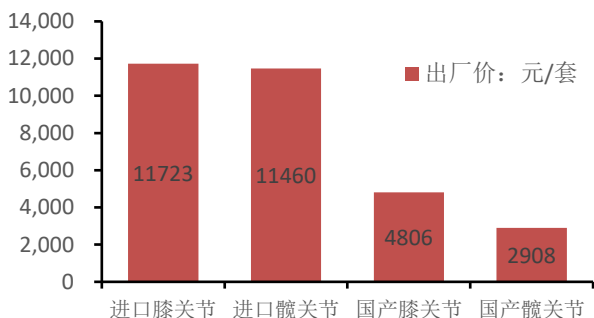
图 33：2018 年创伤类企业 top7 销售额占比（以 100%计，还包括其他）



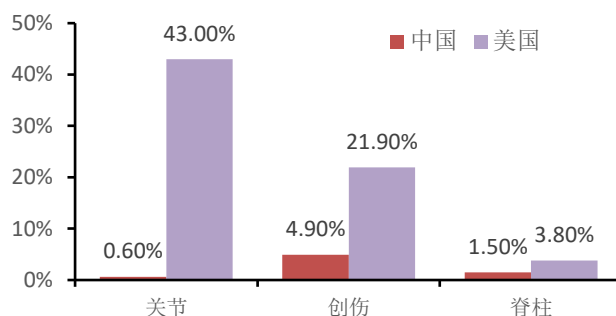
数据来源：中国产业信息网，东方证券研究所

集采前，外资龙头占比较高的格局造成骨科耗材价格高居不下，集采有助于提升市场渗透率，利好龙头企业。从中美两国骨科耗材渗透率情况来看，国内骨科治疗的渗透空间仍然较大，集采降低价格后，有助于加强患者治疗意愿，行业发展提速。

集采过程中，国产龙头厂商具有成本优势和规模优势，有利于挤占海外龙头和国产小厂商份额。在技术不断提升的前提下，利好国产龙头厂商发展。

图 34：2016 年进口和国产关节出厂均价情况


数据来源：爱康医疗招股书，东方证券研究所

图 35：中美两国骨科植人物渗透率（2018 年）


数据来源：中国产业信息网，东方证券研究所

骨科行业里关节部分国家集采已经落地，我们认为骨科集采对行业的影响与药品不同，虽然本次国家全国集采整体价格降低 82%，但对实际厂商的出厂价格影响有限，市场预期过度悲观。加上价格降低带来渗透率的提升，行业发展有望提速，国产龙头将充分受益。

今年 9 月 14 日，国家组织人工关节集中带量采购于天津开标，集采产品主要包括初次置换人工全髋关节和初次置换人工全膝关节，涉及陶瓷-陶瓷类髋关节、陶瓷-聚乙烯类髋关节、合金-聚乙烯类髋关节及膝关节共四个产品。国产厂商均有中标，进口企业也进行了积极参与。

根据天津市医药采购中心公布信息，此次集采共有 48 家企业参与，44 家中选。本次集采首年意向采购髋关节、膝关节产品共达 53.75 万套，约占全国医疗机构总需求量的 90%，其中髋关节 30.55 万个，膝关节 23.20 万个，采购周期为 2 年。从价格来看，拟中选髋关节平均价格从 3.5 万元下降到 7000 元左右，膝关节价格从 3.2 万元下降到 5000 元左右，平均降幅约为 82%。整体来看，与之前冠脉支架平均降幅 93% 相比，此次人工关节集采降价相对温和。

表 5：本次参与集采的国产厂商情况

分组	A 组	B 组
陶-陶髋关节	7 家拟中选，4 家国产：爱康医疗、威高海星、春立医疗、正天医疗	威高亚华、大博医疗、上海微创
陶-聚乙烯髋关节	10 家拟中选，5 家国产：爱康医疗、威高海星、威高亚华、苏州微创、正天医疗	大博医疗、上海微创、春立医疗、迈瑞等 21 家
合金-聚乙烯髋关节	8 家拟中选，5 家国产：威高海星、爱康医疗、威高亚华、正天医疗、嘉思特	大博、上海微创、迈瑞、春立等 23 家
膝关节	8 家拟中选，4 家国产：爱康医疗、威高海星、	威高亚华、大博等 24 家

上海微创、正天医疗

数据来源：《国家组织人工关节集中带量采购文件》，东方证券研究所

从量上来看，本次国产厂商份额均有不同程度提升。2019年我国人工关节行业市占率前七分别为捷迈邦美、强生、爱康医疗、春立医疗、林克骨科、施乐辉、威高骨科，而此次集采中，国产厂商爱康、春立、威高市占率均有不同程度提高，与此对应的，海外巨头捷迈、强生等份额有所下降。

另一方面是价格方面，尽管本次中标平均价格较之前阳光挂网价格下降 82%，但是仍高于几家企业披露的出厂价格。其中春立医疗和威高骨科披露的是单个部件价格，而非成套关节均价，单价较低的钛钉、髓钉、螺钉等数量较大，拉低了单个部件价格，但可以从 2018-2020 年的趋势得出近三年来关节的出厂均价是缓慢提升的。爱康医疗披露的 2016 年国产膝关节和髌关节均价为成套价格，结合近三年出厂价提升趋势，可以得到国产膝关节厂商出厂价格为 5000 元左右、髌关节为 3000 元左右，整体仍然高出此次中标价格。

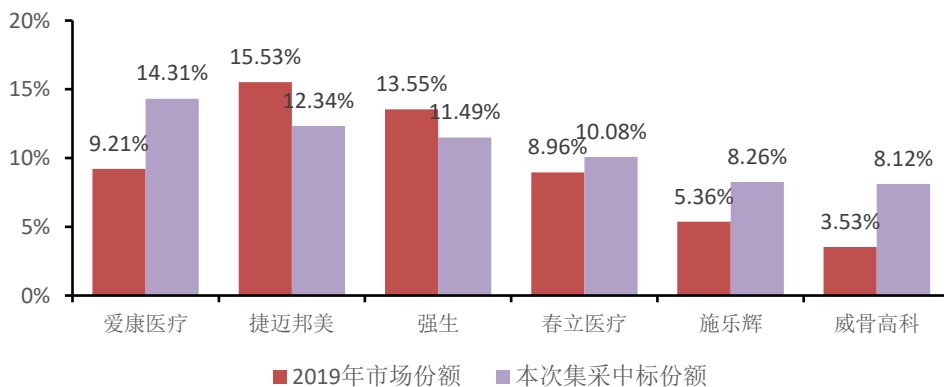
相反，海外厂商之前出厂价高于此次中标价格，对利润有一定负面影响。而国内厂商有望通过集采后降价后利润空间维持更好的配送和服务水平，实现更好的临床效果，获取更大的市场份额。建议关注。

表 6：人工关节国家集采中标情况

公司	首年意向采购量（合计）	中标份额
爱康医疗	76899	14.31%
捷迈邦美	66344	12.34%
强生	61774	11.49%
春立医疗	54187	10.08%
施乐辉	44397	8.26%
威骨高科	43625	8.12%

数据来源：《国家组织人工关节集中带量采购文件》，东方证券研究所

图 36：本次集采前后我国人工关节行业市占率情况对比（2019 与本次集采对比）



数据来源：威骨高科招股书，东方证券研究所

3.2 建议关注其他板块投资机会

3.2.1 CXO：依旧维持高景气，业绩有望继续维持快速增长

从研发创新的趋势来看，CXO 已经在全球创新产业链上的位置越来越重要，无论是国内还是海外，随着疾病的复杂度越来越高，研发周期越来越长，成功率不断降低；在仿制药方面，受集采和药品注册流程的影响，仿制药的研发效率成为其抢占市场的关键。因此，CRO 行业开始兴起，CRO 公司作为医药制造企业可借用的一种外部资源，促进了医药制造企业加快药物研发进展，降低药物研发费用，并实现高质量的研究。目前 CRO 行业已经拥有了相对完备的技术服务体系，成为全球制药企业缩短药物研发周期、实现药品快速上市的重要途径。

图 37：CRO 在药品研发生产过程中的作用



数据来源：公开资料整理，东方证券研究所

CXO 可能会逐渐分化，我们更建议关注一些具备特色和一体化的公司，建议关注阳光诺和、药明康德等。

以阳光诺和为例：CRO 服务与品种孵化双轮驱动，其中 CRO 有望保持 30%左右的增量，净利润率水平约 20%，毛利率约 50%。公司将加大自营储备的力度，研发费用率可达 10%-15%左右，2021 年研发费用支出预计在 5000 万元左右，2022 年预计可达 8000w 的研发费用，其中，创新药不超过 10%，仿制药留 20%左右，2021 年内预计将有 5-6 个品种申报，明年预计将有 3-5 个品种落地了，此外，每年都会有 1-2 个改良型的新药和创新药，此块业务为技术服务，将进一步提高利润率水平。

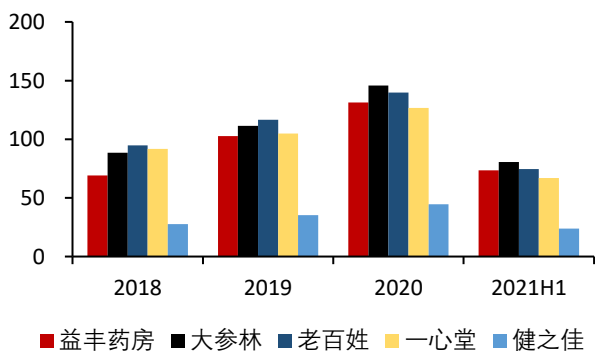
图 38：阳光诺和创新药在研管线图

项目信息					临床前研究						
治疗领域	靶点	代码	剂型	适应症	立项调研	先导化合物发现	先导化合物优化	PCC化合物确定	药学工艺研究	GLP研究	IND申报
镇痛	KOR	ST1902/STC007	注射	术后镇痛	→	→	→	→	→	→	2022/Q1
			注射	尿毒症瘙痒	→	→	→	→	→	→	→
肾病并发症	HIF-PHD	STS001	口服	透析/非透析患者的慢性肾脏病贫血	→	→	→	2022/Q1	2022/Q3	2023/Q3	2023/Q4
癌症并发症	GHSR	STS002	注射	癌症恶病质	→	→	→	2022/Q2	2022/Q4	2023/Q4	2024/Q1
			口服	癌症恶病质	→	→	→				
代谢性疾病			口服	生长激素缺乏症	→	→	→				
抗菌	未知	STS003	注射	痤疮	→						

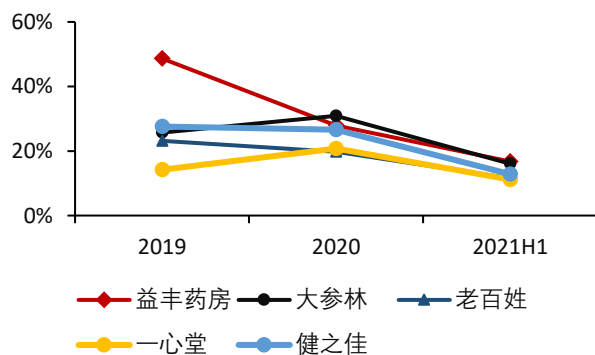
数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2.2 药店：基数回归常态+互联网冲击减弱，估值修复催生行业贝塔行情

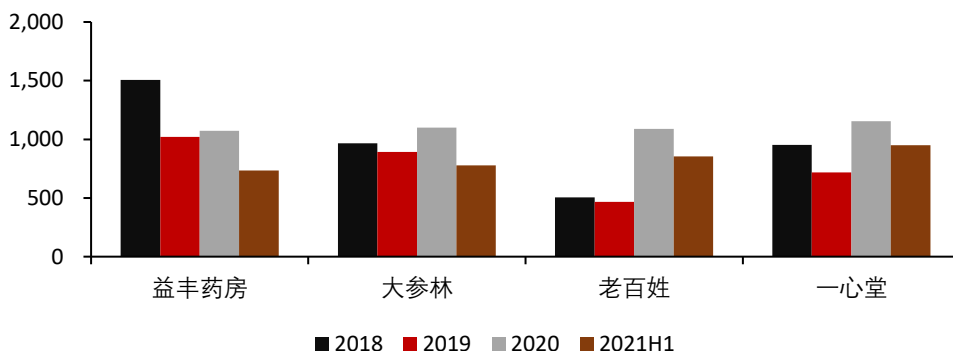
21年门店扩张速度不减，营收增速中枢有望保持。2021年上半年，由于去年疫情物资销售导致的高基数，营收增速较往年略有下滑，且我们预计三季度改善幅度相对较小，主要由于三季度各地仍有疫情爆发，导致感冒药销售活动、营销活动等开展并不顺利。然而2021年上半年各家门店扩张仍旧保持高增状态，益丰药房新增门店947家，大参林新增门店589家、一心堂新增门店950家，老百姓新增门店855家，各家新增门店数均保持了快速增长，仍旧处于快速扩张战略中，考虑到门店增速不变，预计未来两年营收增速中枢将有望维持。我们建议关注一心堂、老百姓、益丰药房、大参林等。

图 39：2018-2021H1 各家药店营业收入（亿元）


数据来源：wind，东方证券研究所

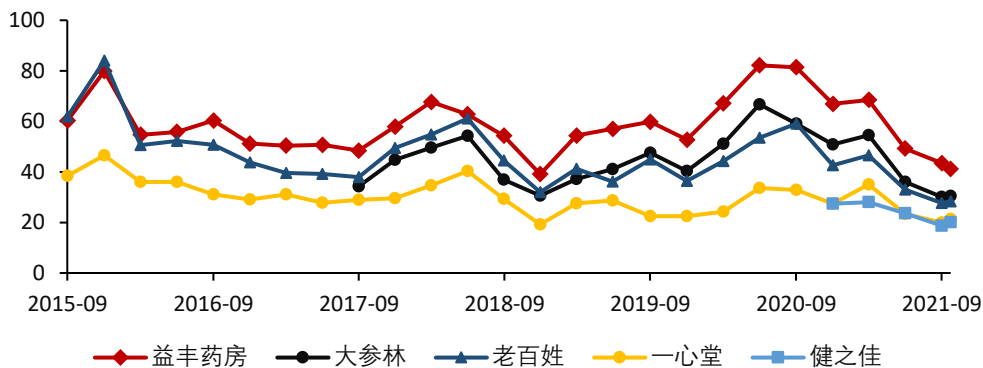
图 40：2019-2021H1 各家药店营业收入增速


数据来源：wind，东方证券研究所

图 41: 2018-2021H1 各药店新增门店数量 (个)


数据来源: wind, 东方证券研究所

估值已处于较低分位，待切换 22 年估值体系后修复动能强劲。当下估值已处于 2015 至今以来的底部位置，主要由于 1) 互联网药店对线下药店长期成长性预期的压制，2) 当期营收增速受去年疫情物资影响导致的下滑。我们认为如上二者因素，一方面已经基本被市场消化，另一方面有望在 22 年出现边际改善，预计随着估值体系切换到 22 年后，药店行业将出现较强的估值修复动能。

图 42: 2015 年 9 月-2021 年 9 月各药店动态 PE


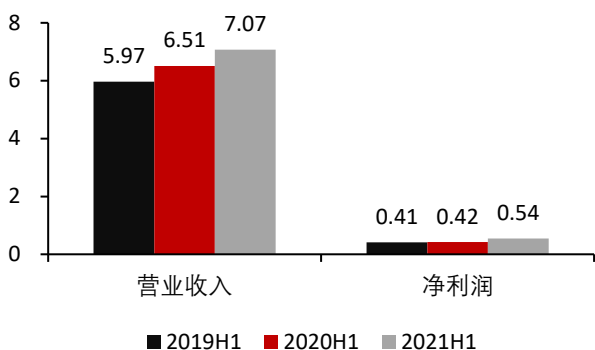
数据来源: wind, 东方证券研究所

边际改善预期已显，情绪压制因素有望逐步解除，行业或将迎来贝塔行情：

- 1) **线上药店对投资情绪的影响将逐步被弱化。**考虑到当下线上药店渗透率最高的为一线城市，上海地区从 2019-2021 年互联网药店渗透率快速上升，因此我们认为借由上海益丰的财务数据能够较为有力的证明，线上药店渗透率的快速提高并不会对线下药店的成长与盈利能力造成挤压：2019H1-2021H1，上海益丰营业收入由 5.97 亿元上升至 7.07 亿，净利润由 0.41 亿元上升至 0.54 亿元，仍旧保持健康成长；净利率层面，2021H1 年净利率达 7.64%，反弹强劲且超过 2019H1 水平，综上，我们认为在线上药店渗透率快速提高的上海，上海益丰作为头部

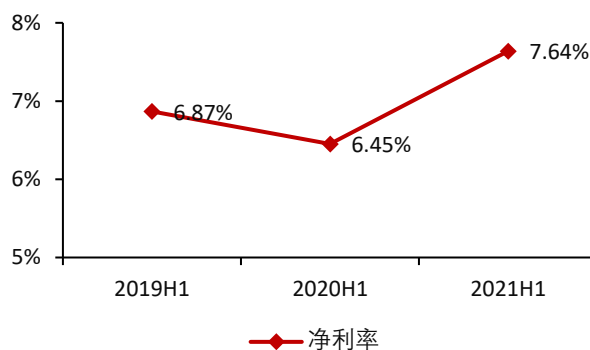
零售药店，仍旧能够保持健康的成长与较强的盈利能力，再考虑到线上渗透率快速提高阶段已然过去，预计未来对线下的影响将进一步减弱。

图 43: 2019H1-2021H1 上海益丰营业收入及净利润 (亿元)



数据来源：wind，东方证券研究所

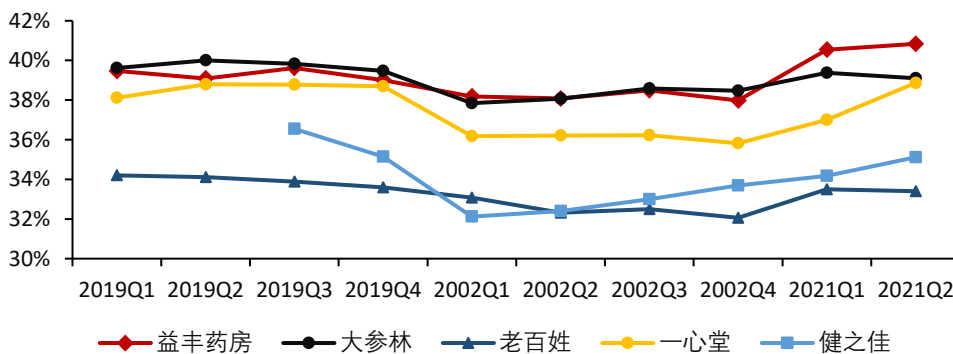
图 44: 2019H1-2021H1 上海益丰净利率



数据来源：wind，东方证券研究所

2) 防疫物资造成的高基数效应将消除。21H1 营收增速降低至中枢水平以下，主要由于去年防疫物资导致的较高基数，从行业层面看，药店渠道去年销售的防疫物资在上半年多于下半年，因此下半年基数效应已然减弱，若考虑到 2022 年，则高基数效应将完全消除。我们从毛利率角度也可得到同样的判断，2021Q1-2021Q2 毛利率明显高于 20 年全年水平，21 年毛利率较低的防疫物资销售出现明显下滑，预计 22 年营收增速将恢复至历史中枢附近，该负面因素得到完全消除。

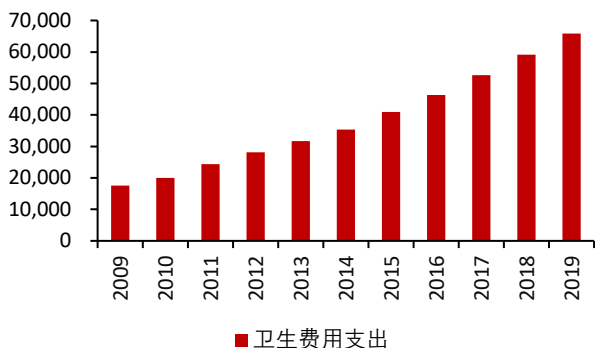
图 45: 2021Q1、2021Q2 各药店综合毛利率变化情况



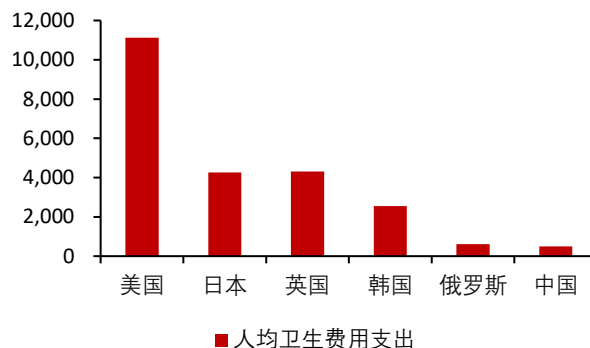
数据来源：wind，东方证券研究所

3.2.3 医疗服务：民营医疗长期成长空间巨大，行业景气度有望维持

过去十年卫生费用支出高增，但人均医疗费用支出占比仍低。2009-2019年，我国卫生费用支出由17521亿元上升至65841亿元，年化复合增长率高达14.61%，在如此高增长的背后，一方面是我国过去卫生费用支出基数较低，医疗服务行业发展基础较差，另一方面则是过去十年由于经济的发展，消费的升级导致的人民对医疗健康与服务方向重视的结果。然而，即便在卫生费用支出如此高的成长之下，2019年，我国人均卫生费用支出仅501.1美元，相较美国（11129美元）、日本（4266美元）、英国（4315美元）等国家仍有极大的差距。我们认为，不论从我国未来经济的长期发展角度看，还是从人均卫生费用支出横向对比仍旧处于较低水平的角度看，卫生费用支出仍旧会保持较高增速，在此之下医疗服务行业的长期成长机会确定性高。我们建议关注爱尔眼科、通策医疗、三星医疗等。

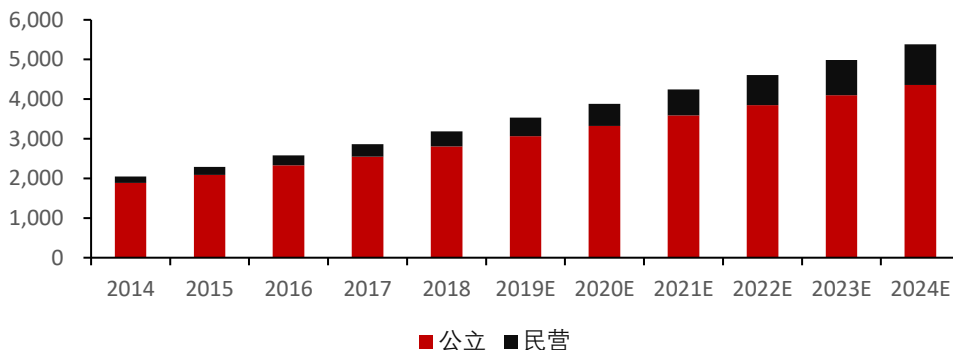
图 46：2009-2019 年中国卫生费用总支出（亿元;人民币）


数据来源：wind, 东方证券研究所

图 47：2019 年各国人均医疗费用支出（美元）


数据来源：wind, 东方证券研究所

医疗服务市场长坡厚雪，孕育长期成长机会。我国医疗服务行业长期保持高速增长趋势，且民营医院营收规模增速远高于公立医院，根据卫计委数据，2014-2018年，我国公立医院营收由18843亿元上升至28052亿元，CAGR达10.46%，民营医院营收由1616亿元上升至3838亿元，CAGR达24.14%，根据弗若斯特沙利文预测，民营医院仍旧将保持较快成长，2019-2024年营收规模预计将由4644亿元上升至10185亿元，CAGR达17.00%。

图 48：2014-2024E 公立及民营医院收入规模（十亿元）


数据来源：国家卫计委，弗若斯特沙利文，海吉亚医疗招股说明书，东方证券研究所

政策支持力度不减，民营医疗仍是我国卫生体系中不可或缺的部分。近年来，医疗服务行业，尤其是专科民营医疗行业的政策利好频出，相关政策的逻辑基石在于民营医疗行业是我国医疗服务行业不可或缺的一部分，面对着老龄化、医保紧张等社会问题，引入社会资本参与医疗服务行业将是我国长期的政策方向。具体来看，近些年在准入门槛、税费减免、结果互认、医师职称考核等诸多方面给了民营医院等于甚至优于公立医院行业的条件。

2021 年切实解决医疗服务价格调整机制。2021 年 8 月 31 日，国家医保局、卫健委等八部委发布《深化医疗服务价格改革试点方案》，明确了医疗服务价格的动态调整机制，对于难度差异大的复杂项目，需要构建政府主导、多方参与的治理格局，发挥公立医院的专业优势，引导公立医院加强内部精细化管理，形成目标导向的价格项目管理机制，即好的价格项目，要能够适应和支持临床创新发展，以服务产出为导向，聚焦技术劳务，我们认为对于医疗服务中的核心技术环节与人工服务环节，价格调整多以正向为主。

表 7：近年来医疗服务相关政策

时间	部门	文件	主要内容
2019 年 1 月	国家卫健委	《国家医学中心和国家区域医疗中心设置实施方案》	推进专科医学中心建设 ，完善医疗卫生服务体系，制定各专业类别的医疗中心标准。
2019 年 2 月	国家发改委、卫健委、人社部等十八部门	《加大力度推动社会领域公共服务补短板强弱项提质量、促进形成强大国内市场的行动方案》	支持社会力量举办 、运营高水平全科诊所，支持社会力量在各专科领域快速打造有品牌影响力的机构。
2019 年 3 月	国家卫健委	《2019 年深入落实进一步改善医疗服务行动计划重点工作方案》	建立完善预约诊疗、远程医疗、结果互认制度，提高医疗服务质量。
2019 年 6 月	国家医保局、财政部、卫健委等	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	进一步支持社会办医 ，扩大用地供给，落实税收优惠，简化准入审批，推动公立医疗与社会办医分工合作。
2019 年 9 月	国际疾病预防控制中心	《关于印发健康中国行动——癌症防治实施方案（2019-2022 年）的通知》	遴选癌症防治领头机构，依托现有资源建设全国癌症防治网络，健全癌症筛查机制。
2020 年 3 月	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	增强医保覆盖性，提高对基层医疗机构的支付比例，加强医保基金预算和风险管理，完善医药服务价格形成机制，推进医疗信息化建设。
2021 年 8 月	国家医保局等八部门	《深化医疗服务价格改革试点方案》	探索建立健全总量调控机制、价格分类形成机制、价格动态调整机制、价格项目管理机制、价格监测考核机制五大机制，遴选 5 个试点城市，直接联系指导。

数据来源：公开资料，各政府部门官网，东方证券研究所

3.2.4 原料药：继续看好国内先进制造业的全球化机会

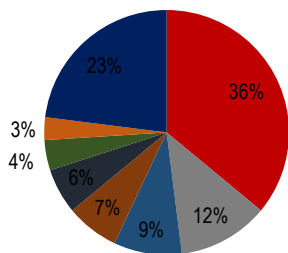
中国当下处于原料药产业链的最上游，其附加价值也相对较低，处于“体量不小，但大而不强”的状态。在疫情的影响下，对我国原料药可能会产生更深远的影响，主要我们认为主要体现在两个方

面；1、有望加快向高端市场出口的速度；2、加快向 CDMO 领域的转型，从而向更国际化、更高价值链的方向延伸。

除此之外，随着新冠特效药在海外的上市，国内原料药企业也有可能会逐步承接一些新冠订单，有望为公司带来更多业绩弹性。建议关注仙琚制药、普洛药业、奥翔药业等

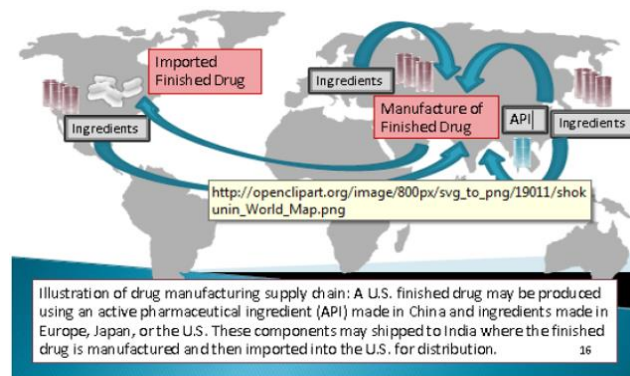
图 49：2018 年原料药供应地区分布

■ 美国 ■ 印度 ■ 中国 ■ 意大利 ■ 日本 ■ 德国 ■ 西班牙 ■ 其他



数据来源：中国报告网，东方证券研究所

图 50：世界原料药产业链分布图



数据来源：Supply Chain of Active Pharmaceutical Ingredients in India and China，东方证券研究所

四、风险提示

政策风险。药品、耗材的销售情况与价格均受到政策的影响，且医疗服务领域目前也受到了政策的监管，因此存在一定的行业政策风险。

研发不及预期的风险。创新药品与创新器械的研发存在一定的不确定性，与客观情况、团队稳定性息息相关，因此存在一定的研发不及预期风险。

疫情反复导致的风险。当下疫情仍旧在全球蔓延，虽然我国疫情管控水平较好，但仍旧存在一定疫情反复导致的风险。

与投资相关的风险提示。医疗服务、零售药店，乃至创新药与创新器械均存在资产并购或者管线并购等，因此存在一定的投资风险。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管、私募业务合计持有智飞生物(300122)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

截止本报告发布之日，自营业务、另类投资合计持有三友医疗(688085)股票达到相关上市公司已发行股份 1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn