

医药行业 2021 年中期策略报告

百花齐放春满园

□ **行业强劲内生增长叠加疫情催化，板块呈现全面高景气状态。**近期，医药板块 2020 年报和 2021 年一季报已披露完成。依托于行业头部企业强劲的内生增长以及疫情对许多领域需求的显著拉动，医药板块呈现全面高景气状态。2020 年板块扣非净利润增速 67.83%；2021 年一季度板块扣非净利润同比增长 97.23%，较 2019 年一季度同比复合增长 34.63%。

考虑到板块良好的增长态势，以及海外疫情的反复，我们认为医药板块的比较优势仍较为突出，继续建议重点超配。

□ **制药工业：产业快速升级、新机会不断涌现。**制药工业领域细分赛道众多。近两年来在控费政策和疫情的刺激下，产业升级和国际化的进程不断提速。

汇总各细分赛道的情况，我们认为：1) CXO 和疫苗两大风口的后续演绎仍值得充分重视，其中 CXO 受益于全球产业链的转移和国产创新药的兴起有望持续高增长，疫苗企业随着新冠产品的获批也有望进入业绩兑现环节；2) 中期维度，国产创新药获批大潮的来临，以及中国医药制造企业全球范围内的份额提升，仍是非常明确的产业趋势，并蕴含着巨大的投资机会；3) 部分医药消费品如品牌中药、生长激素等延续渗透率提升趋势，仍是配置的良好选择。

□ **医疗器械：关注国际化布局和国产替代。**医疗器械板块尤其是防护用品疫情受益显著。2020 年板块扣非净利润增速高达 218.58%，2021 年 Q1 进一步提升至 302.77%，呈现爆发式增长状态。

展望后续器械板块投资，我们建议将企业新冠业务和主业分部评估。一方面继续跟踪疫情走势及对各家企业业绩拉动，另一方面着重关注企业主业的内生增长动力，以及疫情后企业在资金、全球渠道等维度中长期竞争力的强化。从细分领域的角度，继续重点看好综合性龙头迈瑞，及内窥镜、肿瘤早筛、POCT、ICL 等领域的细分龙头。

□ **医疗服务及医药零售：龙头市占率提升趋势不断延续，长久期资产的典型代表。**医疗服务领域，伴随国内疫情快速控制，从去年下半年开始迎来了快速恢复，并在今年一季度进一步实现了高速增长。对于板块的龙头标的如爱尔眼科、通策医疗等，考虑到行业旺盛的内生增长动力和企业日益宽广的护城河，我们认为仍然具备着良好的投资价值。

而在连锁药店领域，我们认为龙头集中的趋势也有望在未来较长周期中延续。目前上市药店的 PEG 水平普遍处于较为适宜的状态，投资价值良好。

□ **投资策略：核心资产与增量标的挖掘兼顾，疫情后续走势及对板块相关影响仍需充分重视。**依托于良好的一季报表现，以及市场对疫情重视程度的再次提升，医药板块近期呈现出百花齐放的良好态势，我们预计风格或将在中期延续。

投资标的方面，我们认为：1) “核心资产”凭借优异的一季报表现，仍有望成为板块投资的重心，包括迈瑞等产业绝对龙头、业绩全线高增长的 CXO、处于强风口的疫苗和医美、护城河和增长持续性突出的医疗服务等；2) 同时，医药行业细分领域众多且内生增长强劲，非常适宜全球性“隐形冠军”的培养。我们认为对 PEG 类型资产和新标的的挖掘和配置也不应忽略，尤其是在创新药、医药先进制造、医疗器械等领域；3) 此外，我们认为全球疫情走势仍将是全年板块投资的重要线索。建议特别关注疫情对疫苗和防护用品企业业绩的拉动，以及抗新冠药物开发上的突破。

□ **风险提示：1、医保控费压力超预期；2、行业增速不达预期；3、医改政策对行业影响大于预期。**

推荐（维持）

华创证券研究所

证券分析师：高岳

邮箱：gaoyue@hcyjs.com

执业编号：S0360520110003

证券分析师：郑辰

邮箱：zhengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360520110002

证券分析师：刘浩

邮箱：liuhao@hcyjs.com

执业编号：S0360520120002

证券分析师：刘宇腾

电话：010-66500915

邮箱：liuyuteng@hcyjs.com

执业编号：S0360519080001

证券分析师：李婵娟

邮箱：lichanjuan@hcyjs.com

执业编号：S0360520110004

证券分析师：张泉

邮箱：zhangquan@hcyjs.com

执业编号：S0360521040001

联系人：黄致君

电话：01066500910

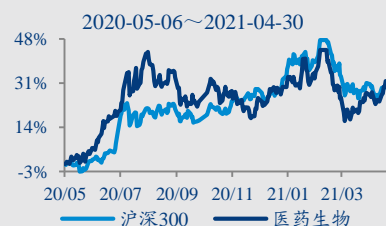
邮箱：huangzhijun@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	319	7.94
总市值(亿元)	78,643.98	9.43
流通市值(亿元)	58,790.84	9.21

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	8.43	8.19	40.77
相对表现	9.17	1.75	9.82



投资主题

报告亮点

依托于良好的一季报表现，以及市场对疫情重视程度的再次提升，医药板块近期呈现出百花齐放的上涨状态，并有望得以延续。

考虑到医药板块良好的增长态势，以及海外疫情的反复，我们认为医药板块的比较优势仍较为突出，继续建议重点超配。

投资逻辑

我们认为，2021 年医药行业的投资需要核心资产与增量标的挖掘兼顾，同时疫情后续走势及对板块相关影响仍需充分重视，具体各个领域来看：

- 1) “核心资产”凭借优异的一季报表现，仍有望成为市场投资的重心，包括迈瑞等产业绝对龙头、业绩全线高增长的 CXO、处于强风口的疫苗和医美、护城河和增长持续性突出的医疗服务等；
- 2) 同时，医药行业细分领域众多且内生增长强劲，非常适宜全球性“隐形冠军”的培养。因此我们认为对 PEG 类型资产和新标的的挖掘和配置也不应忽略，尤其是在创新药、医药先进制造、医疗器械等领域；
- 3) 此外，我们认为全球疫情走势仍将是全年板块投资的重要线索。建议特别关注疫情对疫苗和防护用品企业业绩的拉动，以及抗新冠药物开发上的突破。

目 录

一、医药板块核心观点：百花齐放春满园	8
二、制药工业：产业快速升级，新机会不断涌现	14
（一）创新药：成长与分化并存，板块投资机会更加多元	14
1、创新药正逐步成为医药行业的核心板块之一	14
2、估值分化有望带来更多投资机会	16
3、国际化进入持续收获期	17
4、创新药板块投资建议	18
（二）CXO：超高速增长有望延续	18
（三）原料药和仿制药：一体化和国际化仍大有可为	20
1、短期板块的业绩分化或将持续，但快速增长仍是主基调	20
2、优质医药先进制造企业高增长的持续性，以及远期成长空间均不容忽视	20
3、向 CDMO 的延伸或高端制剂的突破，均有望对估值产生较大催化	21
（四）疫苗与医药消费品：政策免疫，需求井喷	22
三、医疗器械：关注国际化布局和国产替代	24
（一）当前医疗器械行业投资一些关键问题的探讨	24
1、如何看待集采降价？	24
2、怎么看待新冠疫情受益的医疗器械公司？	29
（二）推荐方向	30
1、综合型医疗设备和耗材供应商——迈瑞医疗	30
2、关注中国制造走向全球	31
3、内窥镜：国产企业有突围机会，进口替代空间广阔	32
4、肿瘤早筛：市场空间广阔，国产企业进军上游有望降低早筛成本	33
5、POCT：高速增长 IVD 细分赛道，受益五大中心建设和新技术引入	35
6、ICL：医保控费压力加剧，检验外包率提升有望加速	35
四、医疗服务：眼科、齿科等优质赛道孕育千亿市值龙头	36
（一）眼科医疗行业：千亿市场铸就行业龙头	36
1、爱尔眼科：眼科赛道绝对龙头，开启“二次创业”新征程	39
（二）口腔医疗行业：市场空间潜力大，多细分赛道具投资机会	40
1、通策医疗：量价齐升，未来可期	41
（三）体检医疗服务行业：民营力量加速崛起，核心龙头地位稳固	42
（四）辅助生殖行业：城市化进程下的优质赛道	43
1、锦欣生殖：全国辅助生殖民营龙头，具备较强的扩张能力	44
五、医药零售：集采、O2O、疫情影响下，集中度提升迎黄金期	46

（一）2020 年头部与中小药房形成客流分水岭，集中度提升迎黄金期.....	46
1、疫情下消费向线上转移，实体药店规模增速放缓	46
2、头部药房市占率快速提升，中小药房加速退出	46
3、2020 年头部药房与中小药房形成客流分水岭	47
（二）集采红利加速兑现，头部药房渠道价值显著提升	48
1、集采为头部药房带来独家竞争优势，药房渠道处方药销售额保持高增长.....	48
（三）O2O 模式的本质是将中小药房的客流，重新分配至头部药房.....	49
1、O2O 模式加速客流向头部药房归集	49
2、医保基金已开始试点对接 O2O 模式.....	49
（四）药房板块投资建议	50
六、2021 年中期医药行业投资策略及重点公司	50
七、风险提示	50

图表目录

图表 1	医药行业收入和利润规模	8
图表 2	医药行业收入和利润增速	8
图表 3	医药各子行业估值情况 (TTM)	9
图表 4	基金持仓前二十大医药股业绩及增速情况	9
图表 5	全球疫情情况	11
图表 6	巴西疫情二次爆发	11
图表 7	印度疫情二次爆发情况	11
图表 8	全球主要上市及 III 期的新冠疫苗情况	11
图表 9	部分在临床阶段的新冠药物情况 (主要统计临床 III 期)	12
图表 10	国内创新药企市场分布情况 (个)	15
图表 11	国内创新药企市值分布情况 (亿元)	15
图表 12	已上市创新药企数据	15
图表 13	A+H 的 biotech 公司市值 (亿元)	17
图表 14	今年以来创新药企涨幅前十	17
图表 15	国产新药美国后期品种统计	18
图表 16	主要 CXO 公司 2021 年一季报增速情况	19
图表 17	主要 CXO 公司分季度合同负债情况 (亿元)	19
图表 18	原料药和制剂出口公司一季报情况	20
图表 19	全球 CRO+CMO 市场规模 (亿美金)	21
图表 20	全球原料药+仿制药市场规模 (亿美金)	21
图表 21	九洲药业和普洛药业 CDMO 业务收入情况 (亿元)	21
图表 22	中国企业海外获批 ANDA 数	22
图表 23	全球疫苗接种超千万的国家	22
图表 24	国内疫苗企业临床进度情况	23
图表 25	高值医用耗材政策梳理	24
图表 26	乐普医疗股价和医疗器械板块走势对比	25
图表 27	骨科公司股价和医疗器械板块走势对比	25
图表 28	2015 年国内心脏支架国产化率	25
图表 29	乐普医疗/微创医疗毛利率	25
图表 30	2018 年中国骨科植入市场竞争格局	26
图表 31	威高骨科/大博医疗/春立医疗/爱康医疗毛利率	26
图表 32	2014 年国内生化诊断竞争格局	26
图表 33	利德曼、九强生物体外诊断试剂毛利率	26

图表 34	我国白内障手术量及 CSR	27
图表 35	爱博医疗人工晶体销量增长迅速（单位：万片）	27
图表 36	2020 年 A 股医疗器械上市公司海外收入占比	27
图表 37	中美错颌畸形病例接受治疗比例及其中使用隐形矫治器比例对比	28
图表 38	公司隐形矫治达成案例数高速增长（单位：万例）	28
图表 39	角膜塑形镜消费量及增速	28
图表 40	欧普康视硬性角膜塑形镜销量	28
图表 41	2020 年研发支出超过 1 亿元的 A 股医疗器械上市公司（单位：亿元）	29
图表 42	热景生物/圣湘生物/海尔生物/东富龙/英科医疗合同负债大幅增加(单位:亿元)	30
图表 43	万孚生物研发人员数量及占总人数比例	30
图表 44	万孚生物研发投入及占营收比例	30
图表 45	2015-2019 年中国对全球医疗器械出口额	31
图表 46	2015-2019 年我国对“一带一路”国家医疗器械出口额	31
图表 47	2017 年全球监护仪市场竞争格局（按收入）	31
图表 48	2017 年中国监护仪市场竞争格局（按收入）	31
图表 49	各国胃镜、肠镜、ERCP 开展情况	32
图表 50	2018 年不同国家每百万人口麻醉医生数量（单位：人）	32
图表 51	2018 年不同国家每百万人口内镜医生数量（单位：人）	32
图表 52	中国软镜（设备）市场规模（单位：亿元）	33
图表 53	2018 年中国软镜（设备）市场竞争格局	33
图表 54	中国硬镜（设备）市场规模	33
图表 55	中国硬镜（设备）市场竞争格局	33
图表 56	中国 60 岁以上人口比例	34
图表 57	全球基因测序市场竞争格局	34
图表 58	中国 POCT 市场规模	35
图表 59	2018 年中国体外诊断市场产品类别占比	35
图表 60	我国 ICL 市场规模及增速	36
图表 61	各国 ICL 渗透率对比	36
图表 62	2013-2019 年中国民营、公立眼科医疗行业市场规模统计	37
图表 63	眼科医疗行业产业链	37
图表 64	国内眼科医疗服务的关键子版块市场规模测算	38
图表 65	国内主要眼科医疗卫生服务机构	38
图表 66	2019 年爱尔眼科境外投资收购情况	39
图表 67	爱尔眼科四次股权激励概况	40

图表 68	中国口腔医疗市场快速增长	40
图表 69	中国口腔医疗市场仍有充足发展空间	41
图表 70	公司已进入分院扩张期	42
图表 71	中国体检医疗服务市场快速增长	43
图表 72	中国体检覆盖率较低	43
图表 73	美国不孕不育发病率预测	44
图表 74	我国不孕不育发病率预测	44
图表 75	全球辅助生殖服务市场规模预测	44
图表 76	中美辅助生殖行业渗透率预测	44
图表 77	公司历史营业收入情况	45
图表 78	公司历史归母净利润情况	45
图表 79	我国实体药店销售额情况	46
图表 80	我国药品电商销售额情况	46
图表 81	全国药店总数、单体药店、连锁药店情况	46
图表 82	全国药店连锁化率及覆盖密度情况	46
图表 83	不同规模的药房-市占率情况	47
图表 84	不同规模的药房-单价药房平均营收及增速	47
图表 85	全国药房单店平均客流量情况：2020 年大幅下降	48
图表 86	某全国头部药房单店客流量情况：2020 年逆势大幅提升	48
图表 87	零售药店渠道-处方药与非处方药销售情况	48
图表 88	医药互联网“线上慢病复诊-送药”业务流程	49

一、医药板块核心观点：百花齐放春满园

随着 2020 年报和 2021 年一季报的披露完成，医药板块的业绩已呈现出全貌。依托于行业强劲的内生增长动力和疫情的边际拉动，医药板块整体业绩表现亮眼。从各项指标来看：

2020 年，医药板块可比公司整体收入增速为 9.14%，归母净利润增速为 57.15%，扣非净利润增速为 67.83%。

2021 年一季度，医药板块可比公司整体收入增速为 33.83%，归母净利润增速为 89.04%，扣非净利润增速为 97.23%。考虑到去年 1 季度部分上市公司业绩受到疫情较大影响，我们也计算了 21 年一季度与 19 年一季度业绩间的同比复合增速，医药板块可比公司整体收入、归母净利润、扣非净利润增速分别为 13.12%、31.22%、34.63%，2 年复合增速依然喜人。

图表 1 医药行业收入和利润规模

板块划分	收入（亿元）		归母净利润（亿元）		扣非净利润（亿元）	
	2020A	2021Q1	2020A	2021Q1	2020A	2021Q1
医药工业	8232	2260	849	290	663	260
医疗器械	2122	652	550	211	520	202
医药商业	7987	2157	173	62	150	46
医疗服务	270	69	14	-1	-3	0
总计	18611	5139	1586	562	1331	507

资料来源：Wind，华创证券（以 364 家 A 股医药行业上市公司为样本数据统计）

图表 2 医药行业收入和利润增速

板块划分	收入增速			归母净利润增速			扣非净利润增速		
	2020A	2021Q1 同比	21Q1 同比 19Q1 复合	2020A	2021Q1 同比	21Q1 同比 19Q1 复合	2020A	2021Q1 同比	21Q1 同比 19Q1 复合
制药工业	0.91%	23.80%	7.95%	25.78%	39.45%	12.35%	27.62%	42.01%	13.87%
医疗器械	61.17%	113.87%	54.78%	176.36%	287.57%	110.82%	218.58%	333.16%	137.66%
医药商业	9.13%	28.73%	10.98%	9.43%	40.21%	16.00%	9.18%	21.64%	3.46%
医疗服务	4.40%	106.28%	14.26%	——	——	——	——	——	——
总计	9.14%	33.83%	13.12%	57.15%	89.04%	31.22%	67.83%	97.23%	34.63%

资料来源：Wind，华创证券（以 364 家 A 股医药行业上市公司为样本数据统计）

根据此前多次的人口普查数据，中国的老龄化率正呈现快速增长的态势。无论是从短期板块业绩增长的角度，还是从中长期行业增长持续性的角度，亦或是全球疫情反复的角度，我们认为医药板块都值得继续重点超配。

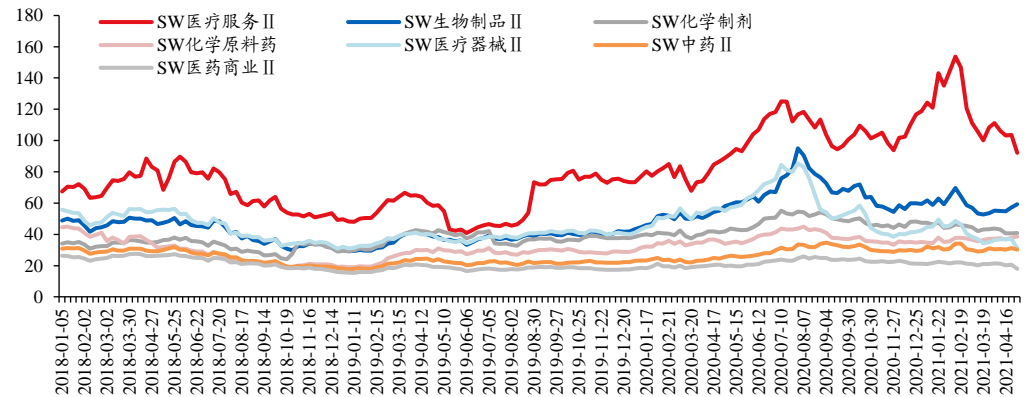
而从赛道或不同属性资产的维度出发，展望下一阶段的医药板块投资，我们的一些核心观点如下：

1) 板块业绩为王，核心资产仍是投资重心

过去几年中，医药板块内部估值逐步分化。板块优质赛道的龙头企业、尤其是核心资产范畴公司较高的估值水平，日渐成为投资的一大困扰。

对于这一问题，我们认为市场对于医药板块尤其是龙头企业的基本面研究，实际上处于较为充分的状态。板块内部估值体系的分化，正是来自于对不同赛道壁垒、竞争格局、持续成长性和公司质地等要素评判的结果。

图表 3 医药各子行业估值情况 (TTM)



资料来源: Wind, 华创证券

在行业趋势和外部政策均未发生显著剧烈波动的情况下，业绩的兑现情况将成为引发变化的关键。而从一季报的情况来看，医药的核心资产范畴企业（四大白马、CXO、医疗服务、疫苗等领域）业绩表现普遍亮眼，这为下一阶段相关标的的走势奠定了良好的基础。

图表 4 基金持仓前二十大医药股业绩及增速情况

公司名称	归母净利润 (亿元)				扣非净利润 (亿元)			
	2020 年	同比	2021 一季度	同比	2020 年	同比	2021 一季度	同比
迈瑞医疗	66.58	42%	17.15	31%	65.40	42%	16.96	35%
药明康德	29.60	60%	15.00	395%	23.85	25%	8.30	121%
长春高新	30.47	72%	8.75	61%	29.52	66%	8.72	60%
智飞生物	33.01	40%	9.38	82%	33.23	39%	9.42	80%
恒瑞医药	63.28	19%	14.97	14%	59.61	20%	14.71	15%
爱尔眼科	17.24	25%	4.84	510%	21.31	49%	5.09	1871%
泰格医药	17.50	108%	4.55	79%	7.08	27%	2.29	98%
通策医疗	4.93	6%	1.64	—	4.73	4%	1.61	—
凯莱英	7.22	30%	1.54	43%	6.44	32%	1.29	39%
康泰生物	6.79	18%	0.25	938%	6.20	17%	0.09	238%
健帆生物	8.75	53%	2.83	54%	8.41	61%	2.74	45%
美年健康	5.54	—	-4.24	—	-6.00	—	-3.89	—
康龙化成	11.72	114%	2.46	142%	8.01	59%	2.37	96%
金城医学	15.10	275%	5.38	1023%	14.57	357%	5.30	1153%
欧普康视	4.33	41%	1.38	264%	3.97	49%	1.07	236%
华兰生物	16.13	26%	2.53	2%	14.78	29%	2.17	-11%

博腾股份	3.24	75%	0.88	83%	2.88	78%	0.75	56%
英科医疗	70.07	3830%	37.36	2792%	70.06	4045%	37.29	2882%
沃森生物	10.03	607%	0.32	—	7.15	458%	0.75	—
人福医药	11.49	36%	3.01	120%	7.62	42%	2.72	98%

资料来源: Wind, 华创证券 (按照持仓市值排序)

2) PEG 型资产和产业隐形冠军的挖掘不应忽视

我们认为, 医药板块的一大特征在于细分领域众多, 不同领域间的差异较为显著。同时, 科技的进步、政策的变迁, 也在使医药板块处于不断迭代的状态。这些因素, 都在保障着医药板块发展和企业成长的多样性。

对于许多目前非核心资产范畴的优秀公司, 依托于自身赛道的内生增长和公司的不断进步, 也可能在很长周期中兑现出良好的复合增速, 甚至会有部分公司脱颖而出成为新的龙头。在目前板块核心资产估值水平和市场预期普遍较为饱满的情况下, 我们认为对这类增量标的的挖掘, 将会是有益的补充。

尤其是在细分领域众多且对企业内在积淀要求较高的制药工业和医疗器械领域, 我们认为仍然有很大的挖掘余地。创新药、医药先进制造业、器械细分龙头的全球化和进口替代等领域, 都有望寻找到估值和业绩成长性适宜的标的。

3) 对于疫情的发展不宜过度乐观, 仍需紧密跟踪

新冠病毒疫情爆发一年多以来, 全球累计感染人数超过 1.5 亿, 对人类活动造成了巨大的影响。与此同时, 各国防治新冠疫情的措施也在不断完善, 从最初的隔离和物理防护 (手套/口罩/防护服)、到全民检测、到陆续开始接种疫苗、以及抗病毒药物获批上市, 社会恢复正轨的趋势已经基本明确。

但基于庞大的感染人数和不断变异的病毒, 如果全球接种疫苗无法根除海外的新冠疫情, 那么未来新冠仍然存在一定可能性演化成类似流感的长期伴随人类的流行病。

此外, 近期印度乃至海外其他地区疫情的反复, 使得市场对新冠疫情的未来走势再次重视。我们认为, 疫苗在全球主要国家的大面积接种, 将为疫情防护提供有力的屏障。但是疫苗产能的瓶颈, 以及变异株等问题, 都使得疫情的控制仍存在较大不确定性。

图表 5 全球疫情情况

Global Situation

150,110,310

confirmed cases

3,158,792

deaths

Source: World Health Organization
Data may be incomplete for Dec 31 the current day or week.

资料来源: WHO (注: 数据截止 5 月 1 日)

图表 6 巴西疫情二次爆发

Brazil Situation

14,521,289

confirmed cases

398,185

deaths

Source: World Health Organization
Data may be incomplete for Dec 31 the current day or week.

资料来源: WHO, 数据截止 5 月 1 日

图表 7 印度疫情二次爆发情况

India Situation

18,762,976

confirmed cases

208,330

deaths

Source: World Health Organization
Data may be incomplete for Dec 31 the current day or week.

资料来源: WHO, 数据截止 5 月 1 日

我们建议继续密切关注全球疫情的发展和控制情况, 同时关注新冠疫情对于疫苗和防护用具的业绩拉动。

图表 8 全球主要上市及 III 期的新冠疫苗情况

疫苗名称	研发公司	全球临床阶段
Recombinant SARS-CoV-2 vaccine (CHO Cell)(重组新型冠状病毒疫苗 (CHO 细胞))	安徽智飞龙马生物制药有限公司; 中国科学院微生物研究所	批准上市
Inactivated SARS-CoV-2 vaccine (Vero cell) (新型冠状病毒肺炎灭活疫苗 (Vero 细胞))	武汉生物制品研究所有限责任公司	批准上市
Recombinant novel coronavirus vaccine (adenovirus type 5 vector) (重组新型冠状病毒疫苗 (5 型腺病毒载体))	康希诺生物股份公司; 中国人民解放军军事医学科学院	批准上市
SARS-CoV-2 Inactivated Vaccine (新型冠状病毒灭活疫苗 (Vero 细胞))	北京科兴中维生物技术有限公司	批准上市
Inactivated SARS-CoV-2 vaccine (Vero cell)(新型冠状病毒灭活疫苗 (Vero 细胞))	北京生物制品研究所有限责任公司	批准上市
Ad26.COV2-S	杨森	批准上市
BBV-152	Bharat Biotech International Ltd	批准上市

疫苗名称	研发公司	全球临床阶段
AZD-1222	阿斯利康	批准上市
mRNA-1273	Moderna Therapeutics	批准上市
Tozinameran(新型冠状病毒 mRNA 疫苗 (Biontech))	Biontech Se;辉瑞;复星医药	批准上市
Gam-COVID-Vac	印度瑞迪博士实验室有限公司; Gamaleya Research Institute Of Epidemiology And Microbiology	批准上市
CVnCoV Vaccine (CureVac)	拜耳;Curevac Ag	申请上市
UB-612	联合生物医药公司	临床三期
Coronavirus (COVID-19) mRNA vaccine (新型冠状病毒(COVID-19)mRNA 疫苗)	云南沃森生物技术股份有限公司;军事 科学院军事医学研究院	临床三期
Inactivated SARS-CoV-2 vaccine(新型冠状病毒灭活疫苗 (Vero 细胞))	北京民海生物科技有限公司	临床三期
Inactivated SARS-CoV-2 Vaccine (新型冠状病毒灭活疫苗)	中国医学科学院	临床三期
SCB-2019	四川三叶草生物制药有限公司	临床三期
AG0302-COVID19	AnGes Inc	临床三期
GRAd-COV2	Reithera Srl	临床三期
SARS-CoV-2 rS (Novavax)	Novavax	临床三期
MT-2766	Medicago	临床三期
SARS-Cov-2 Inactivated Vaccine(Zagazig University)	Zagazig University	临床三期
FINLAY-FR2 anti-SARS-CoV-2 Vaccine	Finlay Vaccine Institute	临床三期
quadrivalent influenza vaccine (QIV)	拜耳	临床三期
INO-4800	北京艾棣维欣生物技术股份公司; Inovio Pharmaceuticals	临床三期
MV-130	Inmunotek;Inmunotek SI	临床三期

资料来源: FDA, CDE, Clinical trials, 华创证券

此外, 与市场认知存在较大差异的一点在于, 我们认为新冠治疗型药物的开发仍非常重要。“疫苗+治疗性药物”的组合, 将为全球社会提供更有力的保障。建议密切关注全球相关药物的临床进展。

图表 9 部分在临床阶段的新冠药物情况 (主要统计临床 III 期)

药物名称	研发公司	全球临床阶段
Proxalutamide(普克鲁胺)	开拓药业	临床三期
Molnupiravir (MK-4482)	Merck	临床三期
Ensovibep	Molecular Partners	临床三期
AZD-7442	阿斯利康	临床三期
MK-7110 (CD24Fc)	Merck (Oncoimmune)	临床三期
ABX-464	Abivax	临床三期
SNG001	Synairgen	临床三期
Lenzilumab	Kalobios	临床三期
BIO-101	Biophytis	临床三期
Levilimab(乐维利单抗)	Biocad	临床三期

药物名称	研发公司	全球临床阶段
XC-221		临床三期
INM005	Inmunova Sa	临床三期
SCTA-01	Sinocelltech Ltd	临床三期
DWJ-1248	大熊制药株式会社	临床三期
超免疫球蛋白（明尼苏达大学）	University Of Minnesota	临床三期
CardiolRx	Cardiol Therapeutics Inc	临床三期
DZIF-10c	Boehringer Ingelheim Gmbh; 科隆大学	临床三期
阿那白滞素生物类似药（Hamad Medical Corporation）	Hamad Medical Corporation	临床三期
ADG-20	Adagio Therapeutics Inc	临床三期
TY-027	Tychan;Tychan Pte Ltd	临床三期
Dociparstat sodium	Cantex;Chimerix;Paringenix;	临床三期
INB-03	Inmune Bio; Xencor;	临床三期
Brensocatib	阿斯利康; Inmed	临床三期
RPH-104	R-Pharm	临床三期
BDB-001	北京德丰瑞生物技术有限公司;Birdie Biopharmaceuticals Hk Ltd;舒泰神	临床三期
ASC09F(ASC09/利托那韦)	歌礼药业	临床三期
Eicosapentaenoic acid	1 A Pharma Gmbh; S. L. A. Pharma Ag	临床三期
Interferon beta 1a (inhalation)(干扰素 β 1a (吸入型))	阿斯利康	临床三期
Vidofludimus calcium	4sc Ag; Immunic	临床三期
EDP-1815	Evelo Biosciences;	临床三期
CPI-006	Corvus Pharmaceuticals Inc	临床三期
DAS-181	Ansun Biopharma Inc;	临床三期
Pacritinib	Baxter International Inc;Concert;Cti Biopharma Corp;Strike Bio	临床三期
Meplazumab(美珀珠单抗)	第四军医大学药物研究所;江苏太平洋美诺克生物药业有限公司	临床三期
Vazegepant	Biohaven	临床三期
TJ-003234	天境生物	临床三期
PTC-299	Ptc Therapeutics	临床三期
Anti-COVID-19 human immunoglobulin (Lifefactors Zona Franca)	Lifefactors Zona Franca Sas	临床三期
VERU-111	Veru Healthcare;Veru Inc	临床三期
Tempol	Adamis Pharmaceuticals Co;Matrix Biomed Inc; Mitos;Recursion Pharmaceuticals	临床三期
Traneurocin	Neuroactiva Inc	临床三期
Losmapimod	GSK	临床三期
Recombinant NAPc2	Arca Biopharma Inc;	临床三期
Aviptadil	Mondobiotech;Neurorx Inc;联合治疗公司	临床三期

药物名称	研发公司	全球临床阶段
Vilobelimab	Inflarx; Inflarx GmbH	临床三期
Upamostat Hydrogen Sulphate(硫酸氢乌莫司他)	广州领晟医疗科技有限公司; Redhill Biopharma; Willex; 悦康药业集团股份有限公司	临床三期
CD24-Fc	Oncoimmune	临床三期
Opaganib	Redhill Biopharma	临床三期
Olokizumab	R-Pharm;	临床三期
Sodium Pyruvate(丙酮酸钠)	Cellular Sciences	临床三期
FP-025	Foresee Pharmaceuticals;	临床三期

资料来源: FDA, CDE, Clinical trials, 华创证券

从节后的医药板块表现来看,医药核心资产公司依托于良好的一季报股价反弹强劲,而其他许多低估值高增长标的也实现了较高的股价涨幅,呈现出百花齐放的态势。展望下一阶段的医药行业投资,我们认为这一趋势或将延续,建议核心资产与新标的的挖掘兼顾,分享业绩成长所带来的市值红利。

二、制药工业: 产业快速升级, 新机会不断涌现

尽管 2018 年集采制度推行后,制药工业板块的政策压力有所加大、投资热情相应降低,但我们认为最坏的时刻已经过去。

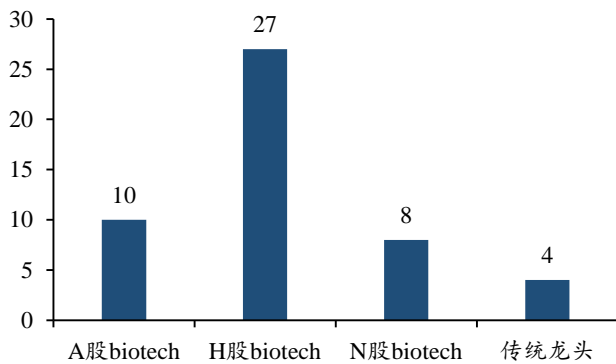
从产业层面上来看,带量采购在使制药企业存量业务承压的同时,也客观上刺激了企业的危机感和进取心,产业升级步伐明显提速。展望未来,我们认为向创新药的升级、以中国的比较优势拓展全球先进制造业务、泛消费属性产品对于国内庞大内需的进一步挖掘,这些发展路径都具备快速成长的条件和培育大中型市值公司的潜力。

与此同时,制药工业板块尤其是医保体系内的领域,目前估值普遍处于历史较低水平,这为我们沿着产业升级脉络挖掘制药工业板块的投资机会创造了良好条件。总体而言,我们认为制药企业在医药板块中的投资重要性存在着逐步回归的潜力。

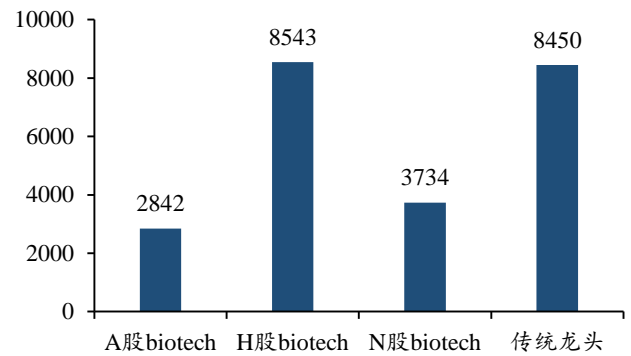
(一) 创新药: 成长与分化并存, 板块投资机会更加多元

1、创新药正逐步成为医药行业的核心板块之一

随着近年来国内尚未盈利的生物科技公司 (biotech) 批量 IPO, 创新药正逐步成为医药行业里的新的核心板块之一。截至 2021 年 4 月 23 日, 已上市的中国创新药企 (包括恒瑞医药、中国生物制药、石药集团、翰森制药) 合计市值达到近 2 万亿元 (1.91 亿元)。无论是从投资标的数量还是市值体量上来说, 重要性均在不断提升。

图表 10 国内创新药企市场分布情况 (个)


资料来源: Wind, 华创证券

图表 11 国内创新药企市值分布情况 (亿元)


资料来源: Wind, 市值截至 2021-4-23, 华创证券

图表 12 已上市创新药企数据

发行市场	公司	代码	发行日期	市值 (亿元)	今年以来涨跌幅
A	艾力斯	688578.SH	2020-12-02	122.4	-4.5%
A	百奥泰	688177.SH	2020-02-21	97.7	-25.8%
A	贝达药业	300558.SZ	2016-11-07	421.0	-5.1%
A	君实生物-U	688180.SH	2020-07-15	729.5	7.4%
A	凯因科技	688687.SH	2021-02-08	46.7	
A	康希诺-U	688185.SH	2020-08-13	890.9	19.8%
A	前沿生物	688221.SH	2020-10-28	56.2	-18.8%
A	神州细胞	688520.SH	2020-06-22	182.2	-8.1%
A	微芯生物	688321.SH	2019-08-12	149.6	-1.4%
A	泽璟制药	688266.SH	2020-01-23	146.2	-5.9%
H	百济神州-B	6160.HK	2018-08-08	1858.2	18.7%
H	德琪医药-B	6996.HK	2020-11-20	99.1	2.9%
H	东曜药业-B	1875.HK	2019-11-08	20.6	-7.0%
H	复宏汉霖	2696.HK	2019-09-25	195.1	-8.6%
H	歌礼制药-B	1672.HK	2018-08-01	26.7	1.0%
H	和铂医药-B	2142.HK	2020-12-10	62.3	-8.1%
H	华领医药-B	2552.HK	2018-09-14	44.2	-13.5%
H	基石药业-B	2616.HK	2019-02-26	95.4	-4.0%
H	加科思-B	1167.HK	2020-12-21	116.3	27.3%
H	嘉和生物-B	6998.HK	2020-10-07	65.7	-20.0%
H	金斯瑞	1548.HK	2015-12-30	278.3	50.9%
H	君实生物-B	1877.HK	2018-12-24	729.5	48.4%
H	开拓药业-B	9939.HK	2020-05-22	152.4	371.3%
H	康方生物-B	9926.HK	2020-04-24	376.0	44.7%
H	康宁杰瑞制药-B	9966.HK	2019-12-12	101.7	-20.1%
H	康希诺生物-B	6185.HK	2019-03-28	890.9	92.1%

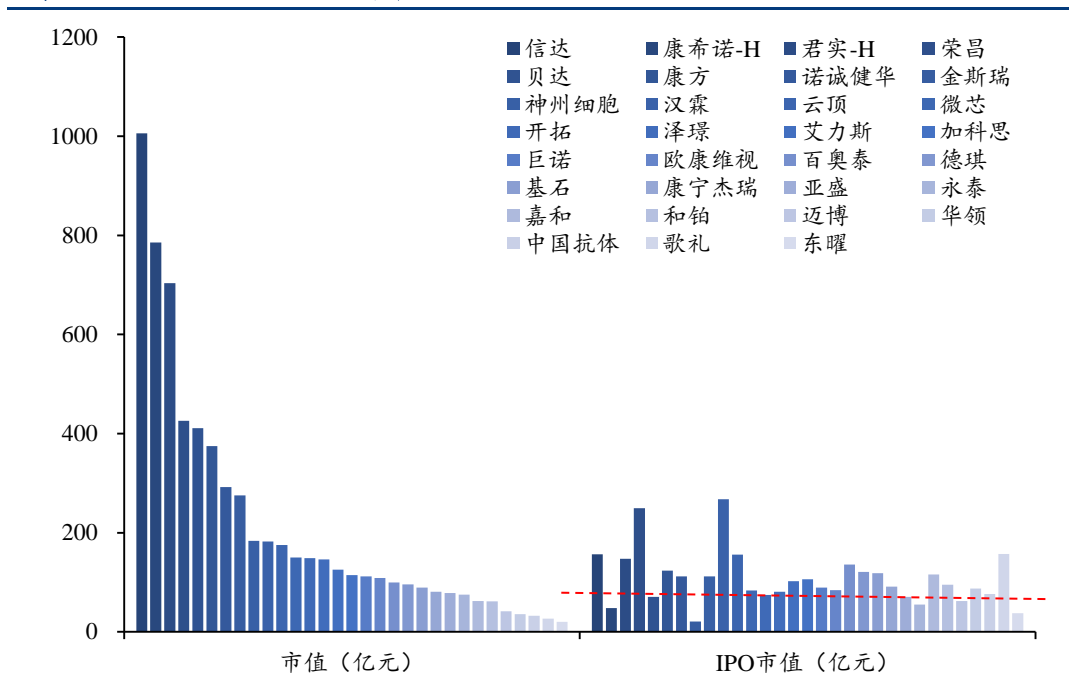
发行市场	公司	代码	发行日期	市值 (亿元)	今年以来涨跌幅
H	迈博药业-B	2181.HK	2019-05-31	40.7	12.4%
H	诺诚健华-B	9969.HK	2020-03-23	314.3	85.8%
H	欧康维视-B	1477.HK	2020-07-10	123.0	-12.0%
H	荣昌生物-B	9995.HK	2020-11-09	430.3	10.5%
H	信达生物	1801.HK	2018-10-31	1096.1	9.7%
H	亚盛医药-B	6855.HK	2019-10-28	81.2	-0.3%
H	药明巨诺-B	2126.HK	2020-11-03	112.6	29.6%
H	永泰生物-B	6978.HK	2020-07-10	77.5	61.3%
H	云顶新耀-B	1952.HK	2020-10-09	173.7	4.6%
H	再鼎医药-SB	9688.HK	2020-09-28	948.6	24.6%
H	中国抗体-B	3681.HK	2019-11-12	32.1	-17.2%
N	百济神州	BGNE.O	2016-02-03	1858.2	23.0%
N	传奇生物	LEGN.O	2020-06-05	251.1	3.2%
N	和黄医药科技	HCM.O	2016-03-17	256.7	-6.6%
N	康乃德	CNTB.O	2021-03-19	58.4	
N	天境生物	IMAB.O	2020-01-17	296.6	35.1%
N	天演药业	ADAG.O	2021-02-09	40.8	
N	万春药业	BYSI.O	2017-03-09	24.1	-20.0%
N	再鼎医药	ZLAB.O	2017-09-20	948.6	27.9%
H	中国生物制药	1177.HK	2000-09-29	1333.5	12.7%
H	石药集团	1093.HK	1994-06-21	993.8	25.1%
H	翰森制药	3692.HK	2019-06-14	1697.2	-8.9%
A	恒瑞医药	600276.SH	2000-10-18	4425.3	-25.5%

资料来源: Wind, 数据截至 2021-4-23, 华创证券

2、估值分化有望带来更多投资机会

统计过去几年新上市 biotech 公司的数据, IPO 时市值的中枢水平在 100 亿左右。但随着近 2 年来的发展, 目前头部 biotech 公司的市值已经达到千亿级别, 而尾部公司的市值仅有 20-30 亿。市场已经开始下注未来能够成长为平台型的 biotech, 并以此作为定价的关键因素, biotech 公司估值分化成为常态。

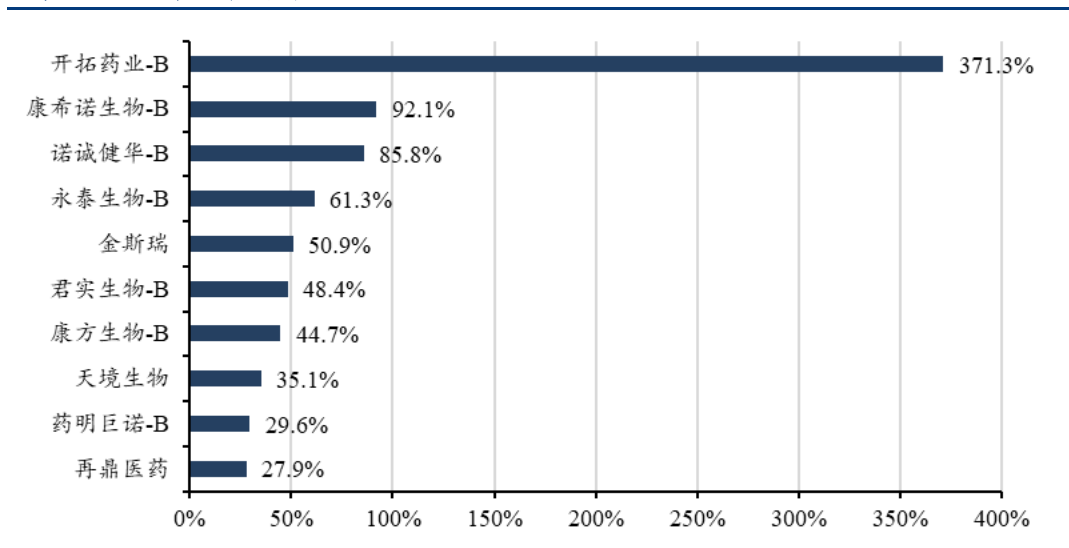
图表 13 A+H 的 biotech 公司市值 (亿元)



资料来源:Wind, 市值截至 2021-4-21, 华创证券

在这种定价逻辑下, 相同品种对于每家 biotech 的估值水平也会分化。而类似美股, 未来的小微市值 biotech 里有可能出现黑马。实际上在今年的市场环境下, 创新药涨幅前十的多数并非此前核心资产范畴的标的。

图表 14 今年以来创新药企涨幅前十



资料来源:Wind, 统计截至 2021-4-21, 华创证券

3、国际化进入持续收获期

随着国产创新药技术水平不断进步, 越来越多的公司也迈出了创新药国际化的步伐。目前, 已经有 10 多款产品在美国处于注册研究以后阶段, 2 款产品已经在美国获批上市。2020 年 12 月至今, cilta-cel (LCAR-B38M)、索凡替尼、特瑞普利单抗、普那布林、贝格司亭等 5 款产品先后在美国提交了上市申请。预计 2021 年内, 恩沙替尼、多家国产

PD-1 单抗等国产新药将陆续在美国提交上市申请。

我们预计：未来每年都有国产新药在美国获批上市销售，创新药国际化进入了持续收获期，并且是否能够实现国际化也成为了市场检验创新药企能力的核心指标之一。

图表 15 国产新药美国后期品种统计

药品	公司	靶点机制	适应症	美国进度
泽布替尼	百济神州	BTK	慢性淋巴白血病等	2019-11-15 上市
cilta-cel	金斯瑞/强生	BCMA	多发性骨髓瘤	2020-12-21 报产
索凡替尼	和黄医药	VEGFR	神经内分泌瘤	2020-12-29 报产
特瑞普利单抗	君实生物	PD-1	鼻咽癌	2021-03-03 报产
贝格司亭	亿帆医药	rhG-CSF-Fc	嗜中性粒细胞减少症	2021-03-31 报产
普那布林	万春药业	GEF-H1	嗜中性粒细胞减少症	2020-04-01 报产
Etesevimab	君实生物	SARS-CoV-2 刺突蛋白中和抗体	COVID-19	2021-02-10EUA
恩沙替尼	贝达药业	ALK	ALK+ 非小细胞肺癌	III 期完成
卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	PD-1	肝癌	III 期
信迪利单抗	信达生物	PD-1	肺癌	III 期
替雷利珠单抗	百济神州	PD-1	实体瘤	III 期
AK104	康方生物	PD-1/CTLA-4	宫颈癌	II 期

资料来源：FDA，各公司公告，华创证券

4、创新药板块投资建议

我们认为：创新药板块仍然处于产业发展的早期，大部分公司都在锐意进取，产品持续推进，并且具备明确的国际化潜力。各大学术会议上数据持续更新，板块催化剂不断，有望带来丰富的投资机会。

从投资的角度来看，建议从 2 个方向关注板块的主要机会：

1) 平台型创新药企：体系驱动，由于其创新能力的确定性和成长的持续性，适合作为战略性品种长期配置，包括恒瑞医药、贝达药业、信达生物、君实生物、康方生物等。

2) 经典 Biotech 公司：技术驱动，在各自领域已经表现出了领先地位，未来有望向平台型创新药企进化，并且由于当前市场的估值“分化”特点，有望出现更加多元、百花齐放的投资机会，建议持续跟踪把握整个板块每家公司。

风险提示：研发进度不及预期；政策影响加剧。

(二) CXO：超高速增长有望延续

受益于海外创新药企的产业链转移、国内创新药大潮的兴起、疫情扰动下中国企业承接能力优势的凸显，CRO 和 CDMO 板块在年报、一季报中呈现为爆发式增长的态势。从 2020 年报和 2021 年一季报的情况来看，2021 年一季度 CXO 公司收入和利润普遍出现加速增长的趋势，考虑到 20 年一季度有疫情影响的原因，我们以 19 年 Q1 的季度为基数计算 2 年的复合增长率，依然发现这些公司业绩加速的趋势较为明显。

图表 16 主要 CXO 公司 2021 年一季报增速情况

公司名称	收入		归母净利润		扣非净利润	
	19-21 年 Q1 复合增速	21 年 Q1 同比增速	19-21 年 Q1 复合增速	21 年 Q1 同比增速	19-21 年 Q1 复合增速	21 年 Q1 同比增速
昭衍新药	64%	30%	178%	388%	317%	437%
博腾股份	47%	39%	131%	83%	169%	56%
康龙化成	40%	55%	113%	142%	111%	96%
药明康德	34%	55%	97%	395%	30%	121%
美迪西	56%	103%	96%	196%	—	186%
泰格医药	22%	39%	77%	79%	43%	98%
九洲药业	47%	119%	47%	191%	94%	211%
药石科技	37%	68%	44%	147%	43%	152%
凯莱英	28%	63%	29%	43%	27%	39%

资料来源: Wind, 华创证券

合同负债,是指企业已收或应收客户对价而应向客户转让商品的义务。我们认为公司合同负债的金额变化可以一定程度上反映出外部需求的变化。从 2020 一季度至今主要 CXO 企业合同负债逐季度的情况来看,我们发现 90%以上的公司合同负债的金额呈逐季度上升的趋势,整个 CXO 行业持续呈现高度景气的状态。

图表 17 主要 CXO 公司分季度合同负债情况 (亿元)

公司名称	合同负债金额 (亿元)				
	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
药明康德	10.5352	12.4459	12.8116	15.8098	16.3475
昭衍新药	5.1346	5.2812	5.4054	5.8354	6.8901
泰格医药	4.3017	4.3136	4.2679	4.8464	6.2277
康龙化成	2.9548	3.7140	4.2921	4.7329	5.5083
凯莱英	0.3019	0.2821	0.6856	0.9047	1.4114
药石科技	0.2026	0.3695	0.1899	0.5732	0.7009
美迪西	0.3973	0.4795	0.5762	0.5390	0.6197
九洲药业	0.0000	0.1241	0.2712	0.2276	0.5581
博腾股份	0.0000	0.2593	0.2954	0.2879	0.4100

资料来源: Wind, 华创证券

根据 Results-Healthcare 在 2019 年 11 月发布的《Outsourced Pharmaceutical Manufacturing 2020》报告分析显示。2019 年全球 CDMO 市场达到 900 亿美元,2023 年将达到 1173 亿美元,复合增长率约 6.8%。我国企业有望依托全球最为健全的基础化工产业链和全球最为丰富的化学合成人才实现全球市占率的持续提升,成长空间广阔。

风险提示: 国际贸易形势进一步恶化; 行业竞争加剧。

（三）原料药和仿制药：一体化和国际化仍大有可为

过去半年中，受人民币升值和个别品类市场竞争进一步激烈化影响，原料药板块出现少部分公司业绩低预期的情况，并对这一领域的市场认同度和投资热情产生了较大冲击。但我们坚定认为，以原料药、CDMO、高端制剂为代表的医药先进制造业未来仍拥有着广阔的成长空间。且目前各家公司的 PEG 水平普遍在 1 附近，安全边际和绝对收益潜力均较为良好。梳理近期的行业变化，我们对原料药及制剂一体化的核心观点如下：

1、短期板块的业绩分化或将持续，但快速增长仍是主基调

事实上，从一季报的情况来看，除沙坦类原料药领域因格局重塑造造成各家公司业绩阶段性承压之外，其他原料药和制剂出口领域主要公司的一季报均兑现出了较为亮眼的表现。

而对于沙坦领域的业绩波动，我们认为主要是由于基因毒性杂质事件带来了全球格局剧烈波动所致，不应视作行业的常态化情况。且未来随着竞争格局出清，中国企业凭借中间体和技术的优势仍有望重拾霸主地位。

此外，若汇率在目前水平下保持稳定，那么从 2021 年的三四季度开始，人民币升值对各家企业利润端的冲击有望在同比口径下消除。由于各家公司三四季度业绩基数普遍较低，我们认为板块增长存在加速的可能，届时投资热情也可能进一步升温。

图表 18 原料药和制剂出口公司一季报情况

公司名称	2021Q1 收入（亿元）	同比	2021Q1 归母净利润（亿元）	同比	2021 年扣非净利润（亿元）	同比
奥翔药业	1.44	81.19%	0.44	109.15%	0.43	127.77%
仙琚制药	10.01	34.47%	1.11	64.21%	1.09	71.59%
普利制药	2.73	60.03%	1.21	51.40%	1.18	44.22%
博瑞医药	1.89	45.42%	0.49	42.84%	0.48	45.61%
司太立	3.64	24.90%	0.65	41.43%	0.60	33.86%
普洛药业	19.67	15.63%	2.17	40.34%	1.90	32.06%
健友股份	8.83	20.28%	2.73	33.51%	2.64	29.61%
同和药业	1.37	42.06%	0.20	27.53%	0.19	27.87%
华海药业	14.97	-4.69%	2.55	15.60%	1.50	-23.98%
美诺华	3.38	18.55%	0.50	15.43%	0.45	10.81%
富祥药业	3.95	7.60%	0.74	-11.34%	0.67	-20.19%
天宇股份	7.59	33.43%	1.33	-19.84%	1.33	-18.78%
奥瑞特	1.86	3.11%	0.33	-34.86%	0.27	—
金城医药	6.09	-6.41%	0.51	-49.66%	0.40	-59.32%

资料来源：Wind，华创证券

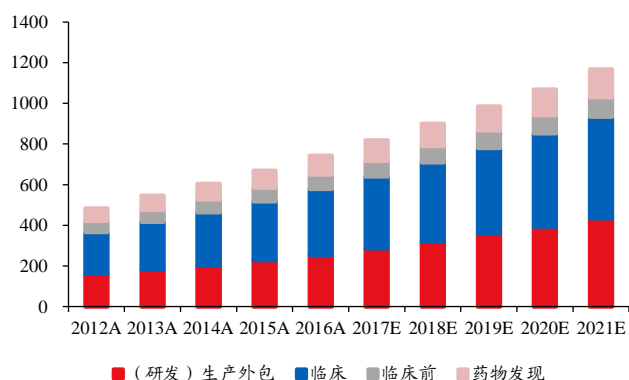
2、优质医药先进制造企业高增长的持续性，以及远期成长空间均不容忽视

带量采购政策执行后，市场对仿制药的投资热情降至冰点。但我们认为，仿制药产业链的发展机遇并未消失，只是在从销售型企业向先进制造企业切换。

对于新一代的“医药先进制造”企业，我们认为其典型特征在于：1）核心竞争力在于过去十余年甚至二十余年对于合成能力、质量体系、制造能力的积淀，目前已普遍具备了全球竞争力甚至竞争优势；2）以上述技术积淀为内核，业务在原料药、CDMO、国内制剂、制剂出口等四大业务范畴各自有侧重地延伸，并形成协同。

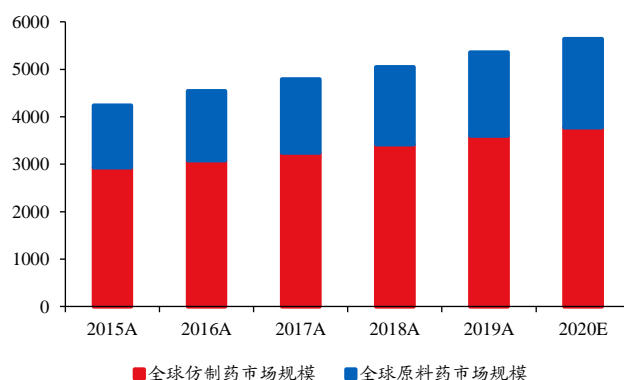
全球原料药+仿制药+CDMO 的合计市场规模超过 6500 万美金，国内龙头企业与 CXO 一样同样处于起步阶段。依托中国明确的资源禀赋优势，我们认为医药先进制造业领域的优质企业将具备在未来五至十年持续快速增长的潜力，并在较低估值下带来持续的投资机会。

图表 19 全球 CRO+CMO 市场规模（亿美金）



资料来源：康龙化成招股书，华创证券

图表 20 全球原料药+仿制药市场规模（亿美金）



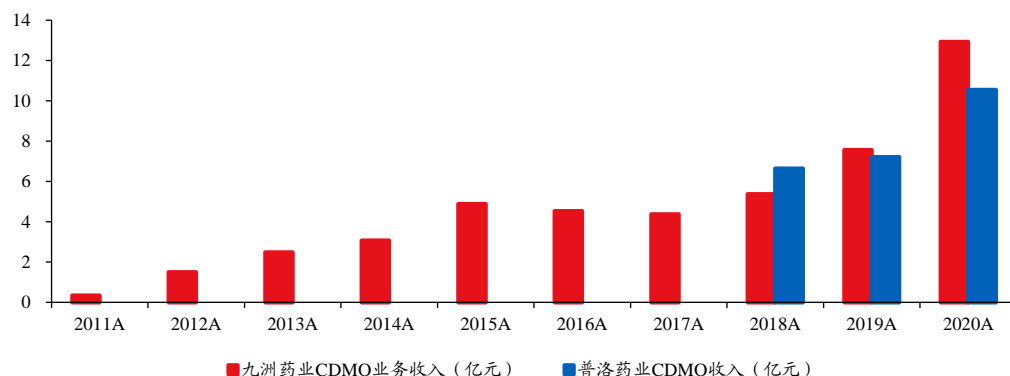
资料来源：IQVIA，华创证券

3、向 CDMO 的延伸或高端制剂的突破，均有望对估值产生较大催化

从医药先进制造企业的成长路径来看，原料药向 CDMO 的延伸、原料药制剂一体化抢占全球份额并谋求进一步向创新药升级，是两条最为典型的发展思路。我们认为两条路线均具备较强的可行性，并可能在适当阶段带来估值水平的提升。

在原料药企业开拓 CDMO 业务时，其化学合成的基础、质量体系 and 大规模制造等能力的优势，均能够起到较大的帮助。从九洲药业到普洛药业，再到美诺华、天宇股份等企业，原料药企业向 CDMO 领域的延伸已处于顺畅进行的状态，并对相关公司的估值水平带来了有力的支撑。

图表 21 九洲药业和普洛药业 CDMO 业务收入情况（亿元）



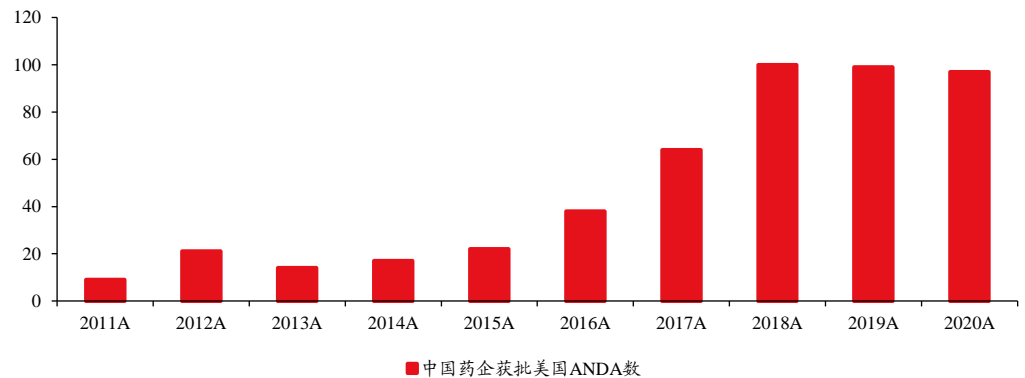
资料来源：Wind，华创证券

同时，我们认为原料药制剂一体化的成长路径仍然成立。在目前阶段，我们认为一

体化企业的核心看点在于:

- 1) 国内和海外市场新品种获批的数量, 以及集采放量的中标情况。事实上, 新品种大量获批且通过集采快速放量的成长逻辑, 仍然拥有良好的确定性和业绩爆发力;
- 2) 高端制剂的突破, 尤其是欧美市场的突破。经过多年的积累, 我们认为中国企业在注射剂出口等领域, 已经达到了突破的临界点。未来一旦有企业成功抢占较多品种的市场份额, 我们认为在产生显著业绩拉动的时候, 也有望对估值带来较明显催化。

图表 22 中国企业海外获批 ANDA 数



资料来源: 戊戌数据《2020 年中国药企获 FDA 批准 96 个 ANDA》, 华创证券

风险提示: 企业在各目标市场获批进度不及预期; 汇率波动对短期盈利造成影响。

(四) 疫苗与医药消费品: 政策免疫, 需求井喷

在疫苗、生长激素、品牌中药等领域, 由于以自费为主, 因此医保政策的影响较小, 成长逻辑相对更为清晰。市场也因此给予了这些领域较好的估值体系。

目前来看, 疫苗板块仍然是医药行业最大的风口所在。印度及海外其他地区疫情的反复, 进一步地强化了疫苗的重要性。而随着全球接种疫苗大潮的开启, 疫苗板块也相应进入了业绩兑现阶段, 二季度有望进一步高增长。

图表 23 全球疫苗接种超千万的国家

地区	接种比例	累计接种量
中国	16.95%	24,391 万
美国	70.16%	23,464 万
英国	70.91%	4,814 万
德国	33.19%	2,780 万
土耳其	26.24%	2,213 万
法国	30.06%	2,049 万
俄罗斯	13.05%	1,904 万
意大利	31.26%	1,890 万
墨西哥	12.94%	1,669 万
西班牙	32.89%	1,538 万
智利	75.84%	1,450 万
加拿大	33.98%	1,283 万

地区	接种比例	累计接种量
波兰	29.28%	1,108 万
以色列	121.09%	1,048 万
阿拉伯联合酋长国	105.82%	1,047 万

资料来源: Wind, 华创证券 (数据截止 2021 年 4 月 30 日)

建议继续密切关注疫苗相关企业的研发进展, 及随品种落地带来的业绩弹性的投资机会。

图表 24 国内疫苗企业临床进度情况

疫苗名称	研发公司	全球研发阶段	中国研发阶段
重组新型冠状病毒疫苗 (CHO 细胞)	安徽智飞龙马生物制药有限公司; 中国科学院微生物研究所	批准上市	批准上市
新型冠状病毒肺炎灭活疫苗 (Vero 细胞)	武汉生物制品研究所有限责任公司	批准上市	批准上市
重组新型冠状病毒疫苗 (5 型腺病毒载体)	康希诺生物股份公司; 中国人民解放军军事医学科学院	批准上市	批准上市
新型冠状病毒灭活疫苗 (Vero 细胞)	北京科兴中维生物技术有限公司	批准上市	批准上市
新型冠状病毒灭活疫苗 (Vero 细胞)	北京生物制品研究所有限责任公司	批准上市	批准上市
UB-612	联合生物医药公司	临床三期	
新型冠状病毒(COVID-19)mRNA 疫苗	云南沃森生物技术股份有限公司; 军事科学院军事医学研究院	临床三期	临床一期
新型冠状病毒灭活疫苗 (Vero 细胞)	北京民海生物科技有限公司	临床三期	临床二期
新型冠状病毒灭活疫苗	中国医学科学院	临床三期	临床三期
SCB-2019	四川三叶草生物制药有限公司	临床三期	临床一期
GX-19	甘霖制药有限公司	临床二期	
重组新型冠状病毒肺炎疫苗 (St9 细胞)	四川大学华西医院	临床二期	临床二期
流感病毒载体新冠肺炎疫苗	北京万泰生物药业股份有限公司	临床二期	临床二期
LV-SMENP-DC vaccine	深圳市免疫基因治疗研究院	临床二期	临床二期
mRNA 新型冠状病毒肺炎疫苗	斯微 (上海) 生物科技有限公司; 同济大学医学院附属上海东方医院	临床一期	临床一期
AdimrSC-2f	国光生物科技股份有限公司	临床一期	
Recombinant two-component COVID-19 vaccine (CHO cell)	江苏瑞科生物技术有限公司	临床一期	
Covid-19/aAPC vaccine	深圳市免疫基因治疗研究院	临床一期	临床一期

资料来源: FDA, NMPA, clinical trials, 华创证券

风险提示: 产品竞争加剧; 研发与销售不及预期; 产品安全风险。

三、医疗器械：关注国际化布局和国产替代

（一）当前医疗器械行业投资一些关键问题的探讨

1、如何看待集采降价？

随着国家医保控费力度加大，医药板块的集采压力从药品延伸到医疗器械。医疗器械板块的全国集采或将从心脏支架延伸到骨科和 IVD 等领域。2020 年 11 月，心脏支架成为第一个全国集采的医疗器械产品，价格从 1.3 万元下降至 700 元左右。与 2019 年相比，相同企业的相同产品平均降价 93%，国内产品平均降价 92%，进口产品平均降价 95%。而近期《国家组织人工关节类医用耗材集中带量采购（征求意见稿）》的出台，预告着骨科全国集采的到来。

除了全国性集采外，地方性集采在各省市也已推行开来。在全国集采之前，高值耗材的地方性集采其实早已推进，其中，人工晶体的地方性集采也基本覆盖全国。

从医保收支和国家政策推进情况来看，医疗器械领域集采或将常态化。随着医疗器械领域集采政策的推进，相关公司股价也受到较大影响。

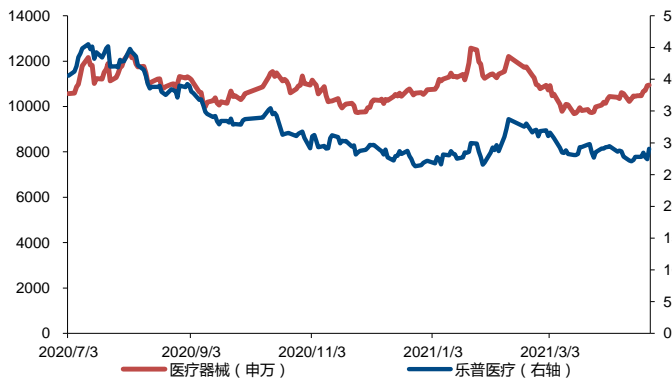
图表 25 高值医用耗材政策梳理

时间	政策	内容
2013.01	高值医用耗材集中采购工作规范（试行）	涉及的高值医用耗材包括血管介入、非血管介入、骨科植入、神经外科、电生理类、起搏器类、体外循环及血液净化、眼科材料等。实行以政府为主导、以省（区、市）为单位的网上高值医用耗材集中采购。
2016.10	医药工业发展规划指南	规范和推进高值医用耗材阳光采购，改进大型医疗设备配置政策和医疗服务价格项目管理，促进新医疗器械按规定及时进入临床使用。
2016.12	印发“十三五”深化医药卫生体制改革规划	开展高值医用耗材、检验检测试剂、大型医疗设备集中采购。规范和推进高值医用耗材集中采购，统一高值医用耗材编码标准，区别不同情况推行高值医用耗材招标采购、谈判采购、直接挂网采购等方式，确保高值医用耗材采购各环节在阳光下运行。
2019.07	治理高值医用耗材改革方案	按照带量采购、量价挂钩、促进市场竞争等原则探索高值医用耗材分类集中采购。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。对已通过医保准入并明确医保支付标准、价格相对稳定的高值医用耗材，实行直接挂网采购。
2019.11	关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知	各地要针对临床用量较大、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。2020 年 9 月底前，综合医改试点省份要率先进行探索。
2019.12	关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革的若干政策措施	在做好药品集中采购工作的基础上，探索逐步将高值医用耗材纳入国家组织或地方集中采购范围。
2020.01	关于印发第一批国家高值医用耗材重点治理清单的通知	清单含血管支架、椎体成形导引系统、单/多部件金属骨固定器械及附件、导丝、耳内假体、脊柱椎间体固定/置换系统、球囊扩张导管、吻合器(带钉)等 18 种耗材
2020.02	关于深化医疗保障制度改革的意见	全面实行医用耗材集中带量采购，推进构建区域性、全国性联盟采购机制
2020.07	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	指导地方全面执行中选药品和高值医用耗材的采购、配送和使用政策。
2020.11	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	第二批医用耗材清单主要包括以下类别：人工髋关节、人工膝关节、除颤器、封堵器、骨科材料、吻合器。同时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。
2020.12	国家医疗保障局关于国家组织冠脉支架集中带量采购和使用配套措施的意见	规范平台挂网和配送工作，落实医保基金预付政策，做好医保支付政策衔接，完善对医疗机构的激励约束机制。

时间	政策	内容
	见	
2021.03	国务院关于落实《政府工作报告》重点工作分工的意见	采取把更多慢性病、常见病药品和高值医用耗材纳入集中带量采购等办法，进一步明显降低患者医药负担。
2021.04	关于开展部分骨科类高值医用耗材产品信息采集工作的通知	计划分批开展骨科类高值医用耗材产品信息采集工作。首批开展人工髋关节、人工膝关节类高值医用耗材产品信息采集。

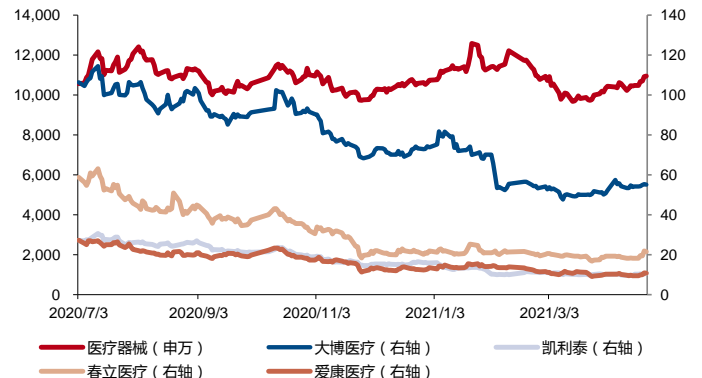
资料来源：国家卫健委，国务院办公厅，国家医保局等，华创证券

图表 26 乐普医疗股价和医疗器械板块走势对比



资料来源：Wind，华创证券

图表 27 骨科公司股价和医疗器械板块走势对比

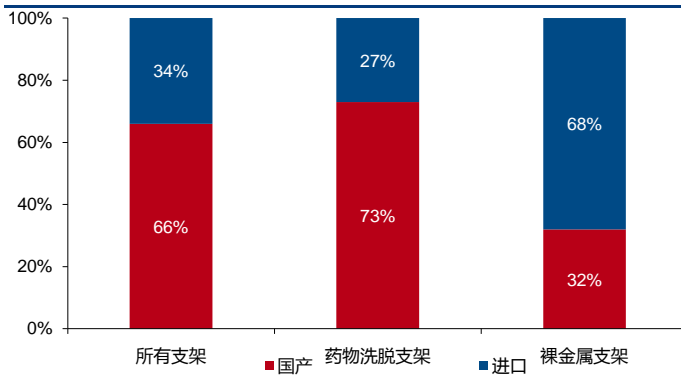


资料来源：Wind，华创证券

我们判断，具有单品使用金额大、终端价格高、国产厂商多、进口替代率高等特征的医疗器械产品集采可能性较高，如心脏支架、骨科植入耗材、生化试剂等。

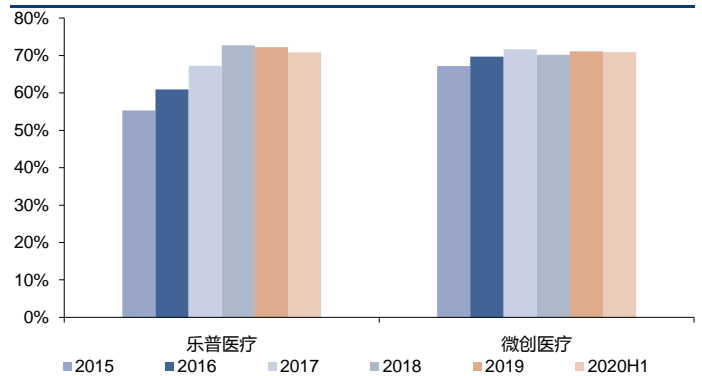
心脏支架作为第一个全国集采的医疗器械，在全国集采之前，国产产品市占率已经达到 70% 以上，乐普、微高、吉威的市占率已经超过进口厂商雅培（含圣犹达）和美敦力等。骨科三大类产品中，关节、脊柱、创伤类产品的国产厂商市占率分别为 27%、39% 和 68%，技术含量偏低的创伤领域实现了进口替代。而生化试剂国产产品市占率早已高达 70% 以上。此外，心脏支架、骨科植入耗材、生化试剂毛利率普遍较高，给集采降价提供了一定空间。

图表 28 2015 年国内心脏支架国产化率



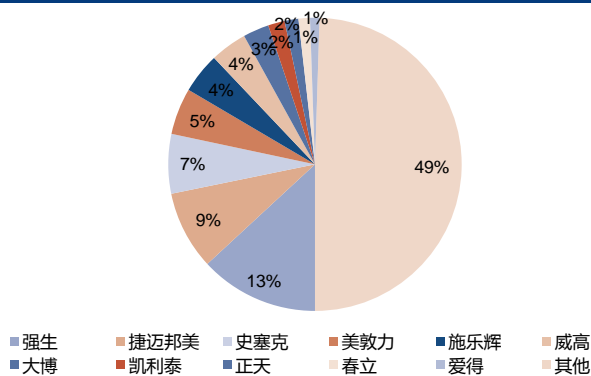
资料来源：丁香园调查派《中国冠脉支架市场研究报告》，华创证券

图表 29 乐普医疗/微创医疗毛利率



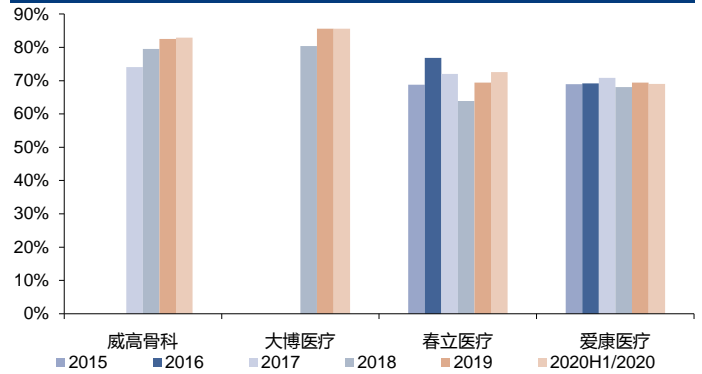
资料来源：乐普医疗、微创医疗公告，华创证券

图表 30 2018 年中国骨科植入市场竞争格局



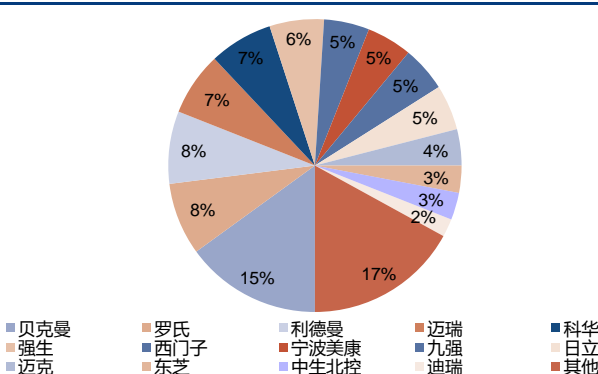
资料来源：医械研究院《中国医疗器械蓝皮书 2019 版》，华创证券

图表 31 威高骨科/大博医疗/春立医疗/爱康医疗毛利率



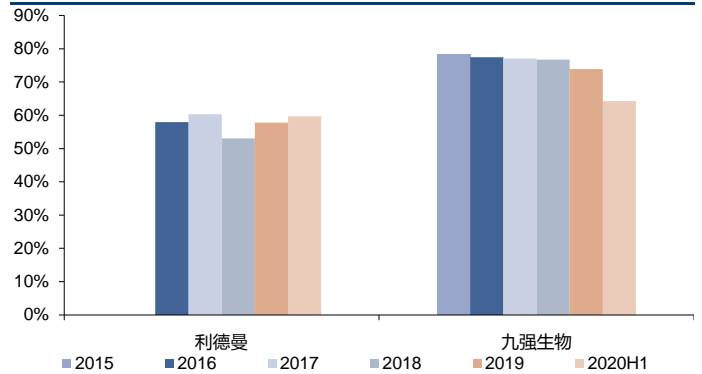
资料来源：威高骨科、大博医疗、春立医疗、爱康医疗公告，华创证券（威高骨科/大博医疗为 2020H1 数据，春立医疗/爱康医疗为 2020 数据）

图表 32 2015 年国内生化诊断竞争格局



资料来源：IFSC《医疗器械行业分析 4：体外诊断》，华创证券

图表 33 利德曼、九强生物体外诊断试剂毛利率



资料来源：利德曼、九强生物公告，华创证券

对于产品渗透率较低的行业，我们认为集采对于有能力进行进口替代的国产企业而言是加速进院的好机会。

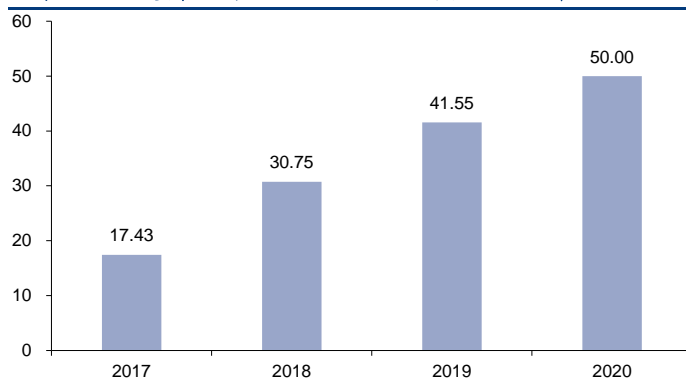
以人工晶体为例。目前中国的 CSR（百万人口白内障手术例数）约为 2600 例，与发达国家差距很大，长期来看增长空间广阔。安徽省和江苏省分别在 2019 年 8 月和 2020 年 1 月开始执行人工晶体的带量采购。集采之后，2019 年 8-12 月爱博医疗在安徽省的人工晶体业务的月均销售收入为 70.96 万元，较 2019 年 1-7 月的月均销售收入增长 53.61%，实现了快速增长。2020 年 1-5 月爱博医疗在江苏省的人工晶体业务的月均销售收入为 44.52 万元，较 2019 年月均销售收入 40.97 万元增长 8.67%。人工晶体带量采购政策推动了爱博医疗终端客户数量的持续增加。

图表 34 我国白内障手术量及 CSR



资料来源：中国防盲治盲网，第三届中国眼健康大会，转引自爱博医疗招股说明书，华创证券

图表 35 爱博医疗人工晶体销量增长迅速(单位: 万片)

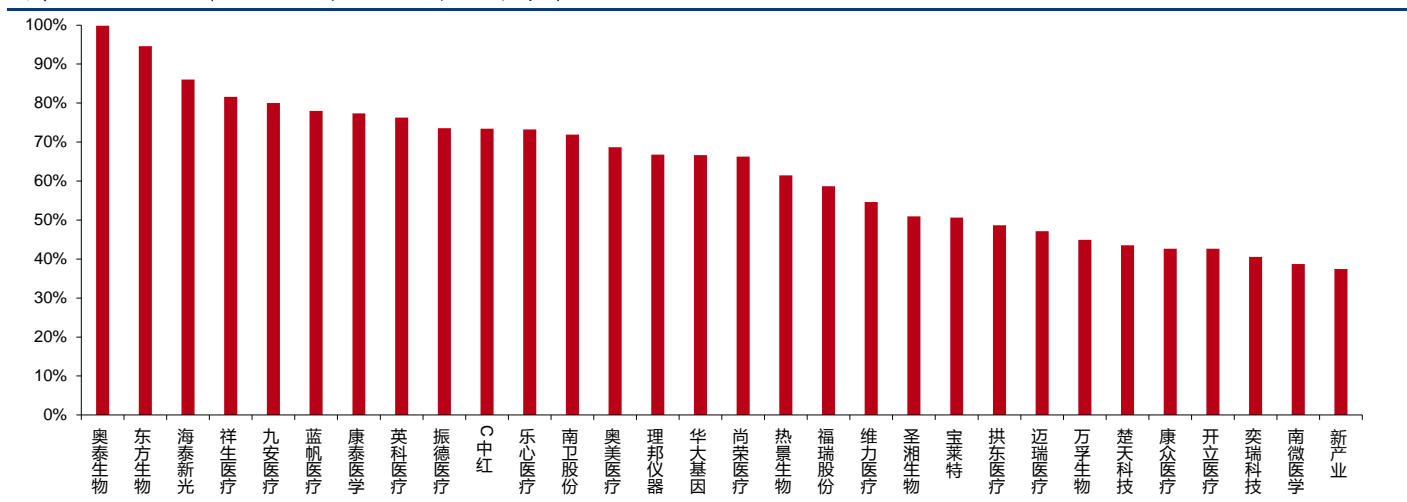


资料来源：爱博医疗招股说明书，2020 年报，华创证券

国内持续推进医疗器械领域集采的背景下，全球化布局的企业或者强消费属性的产品具有一定政策免疫性，投资可给予一定侧重。

全球化布局的企业能一定程度通过海外收入的增长来应对国内集采的压力。A 股医疗器械上市中，2020 年海外业务收入占比超过 50% 的公司有 21 家，超过 20% 的有 39 家。

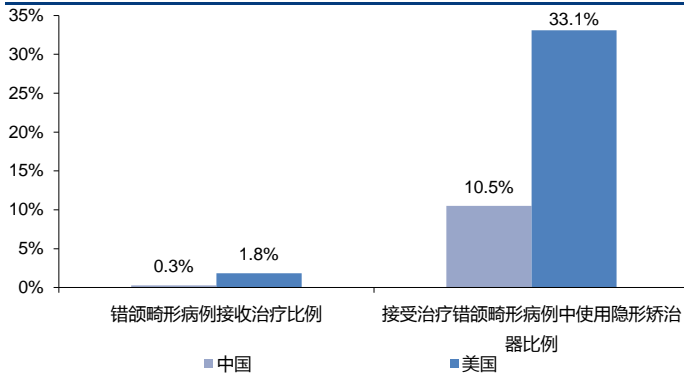
图表 36 2020 年 A 股医疗器械上市公司海外收入占比



资料来源：Wind，华创证券

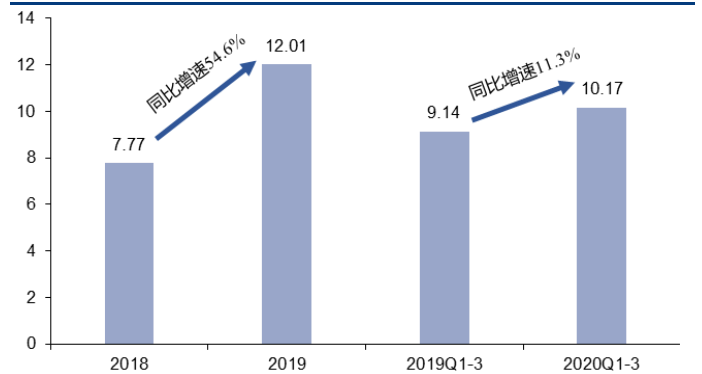
而强消费属性的产品由于不被医保所覆盖，集采压力很小；而且消费升级下产品或有望迎来量价齐升，如时代天使、欧普康视等。时代天使所处的隐形矫治器市场，中国接受治疗的错颌畸形病例中使用隐形矫治器的比例只有 10.5%，美国达到 33.1%。欧普康视所处的硬性角膜塑形镜市场，硬性角膜塑形镜在国内近视青少年中的渗透率仅有 1%-2% 左右，远低于发达国家水平。隐形矫治器和硬性角膜塑形镜的渗透率都还有较大提升空间。

图表 37 中美错颌畸形病例接受治疗比例及其中使用隐形矫治器比例对比



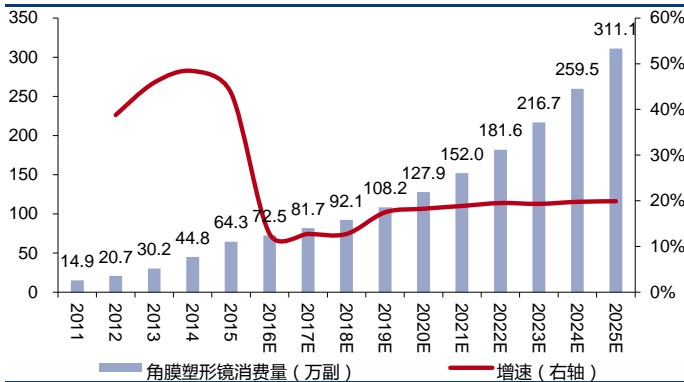
资料来源：灼识咨询，转引自时代天使招股说明书，华创证券

图表 38 公司隐形矫治达成案例数高速增长（单位：万例）



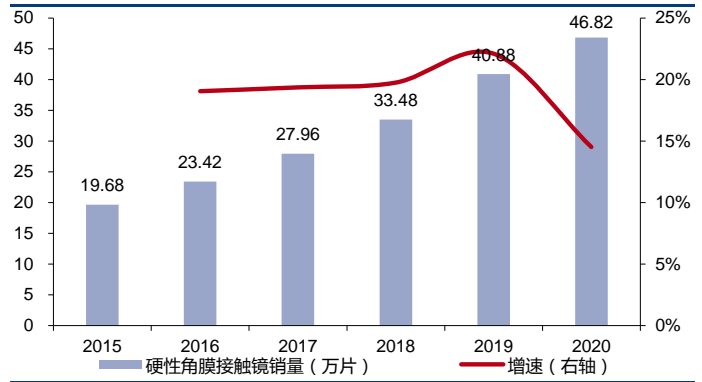
资料来源：时代天使招股说明书，华创证券

图表 39 角膜塑形镜消费量及增速



资料来源：爱博医疗招股说明书，华创证券（注：2016、2017 数据按照 2015、2018E 数据年平均增速计算）

图表 40 欧普康视硬性角膜塑形镜销量



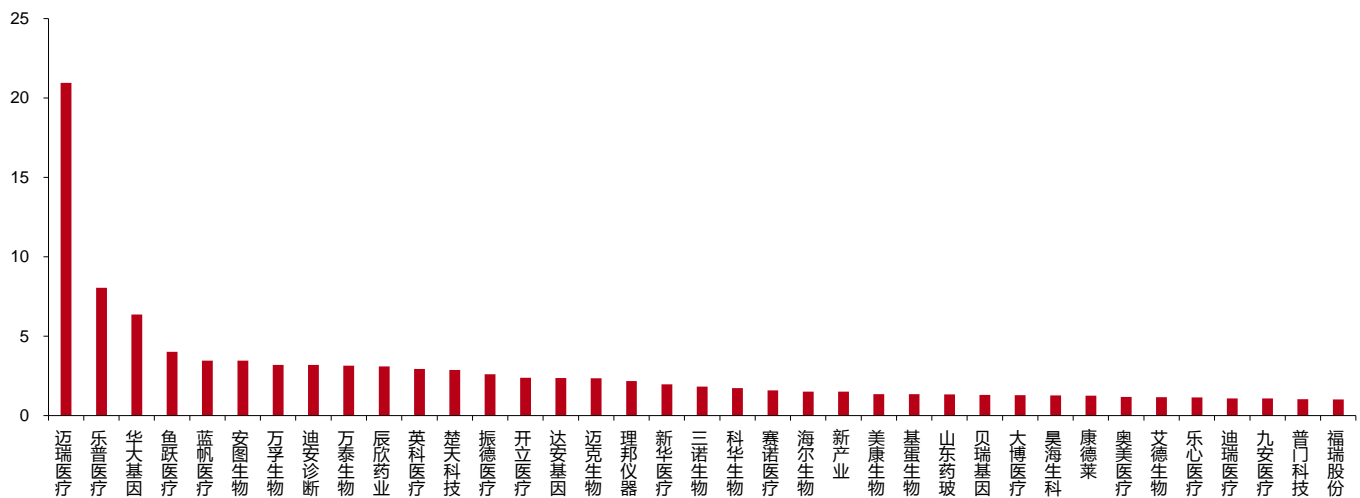
资料来源：欧普康视历年年报，华创证券

而从中长期来说，集采也会起到淘汰落后产能、推动供给侧改革、倒逼企业创新的作用。具体来看：

1) 我国医疗器械行业集中度较低，集采或将推动行业集中度提升。截至 2020 年底，全国医疗器械生产企业数量达 25440 家（较 19 年同比增长 39.76%），以中小企业为主。根据 Evaluate MedTech 的统计，2017 年，全球 TOP20 医疗器械企业合计市占率达到 54.4%，中国 TOP20 医疗器械企业合计市占率仅有 14.2%。

2) 我国医疗器械企业研发投入跟海外巨头有较大差距，集采或将倒逼企业创新、加大研发投入。2020 财年，美敦力、飞利浦、强生等国际企业在医疗器械领域的研发支出都已经超过 20 亿美元。国产医疗器械企业研发投入仍较少，龙头企业迈瑞医疗 2020 年研发支出为 20.96 亿元，是 A 股医疗器械上市公司中唯一一个研发投入超过 20 亿元的企业，但跟海外巨头仍有较大差距。

图表 41 2020 年研发支出超过 1 亿元的 A 股医疗器械上市公司（单位：亿元）



资料来源：Wind，华创证券（注：2020 年研发支出超过 1 亿元的 A 股医疗器械上市公司共 37 家）

2、怎么看待新冠疫情受益的医疗器械公司？

从投资的角度来说，对新冠受益的公司，建议拆分新冠收入和主业收入去看：

1) 对于新冠贡献了主要利润、但是原有主业也有较好发展前景的公司，估值性价比合理的情况下也具有投资价值，不能简单归类为疫情受益股，如万孚生物和金域医学等。

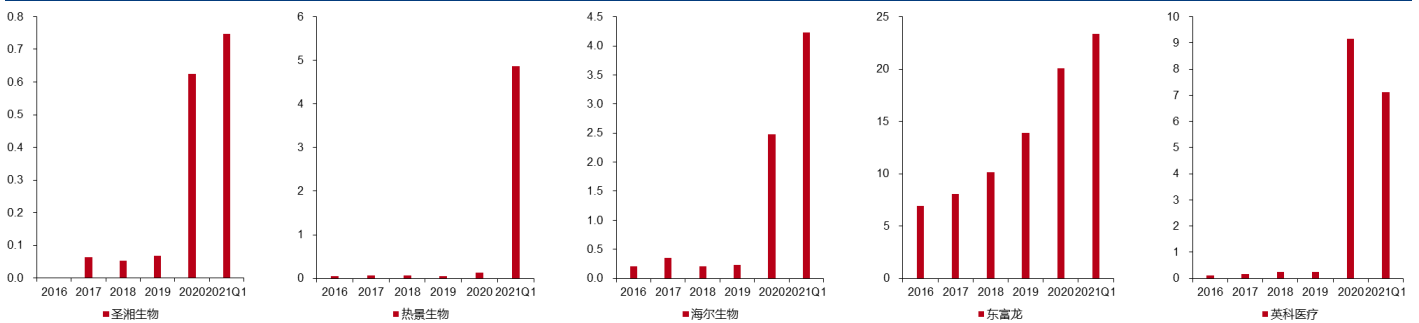
万孚生物作为国产 POCT 龙头，受益分级诊疗和五大中心建设等，各技术平台（如免疫荧光、化学发光、分子诊断等）放量可期。而金域医学作为国内第三方医学检验实验室的龙头，在实验室质控、诊断技术、成本控制等方面都建立了明显优势，未来有望充分受益国内 ICL 行业渗透率的提升。

2) 对于业绩完全是新冠利润驱动的公司，建议重点观察公司未来发展的持续性；但仍需关注可能的投资机会和基本面变化，如东方生物、热景生物、圣湘生物等。

从业务的角度来看，新冠对于 IVD 检测试剂、呼吸机、监护仪等抗疫相关产品的需求有强劲的拉动力。目前部分疫情相关产品仍有较好需求，从年报/一季报合同负债的情况来看，相关企业一季度订单仍比较饱和，如圣湘生物、热景生物、东富龙、海尔生物、英科医疗等。

对于目前全球疫情控制情况，我们认为不能过度乐观，还需要观察疫情的持续性，或许要做好中长期持续跟疫情做斗争的准备。

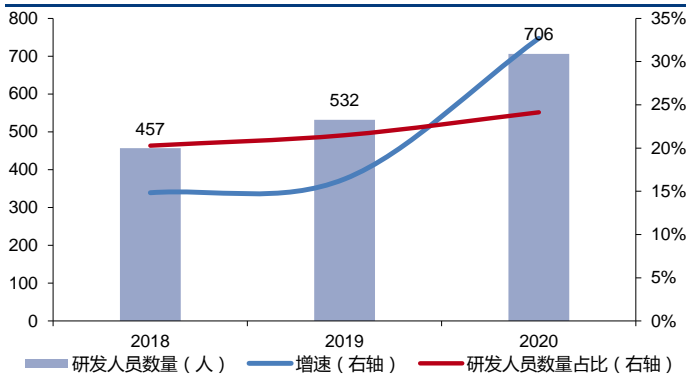
图表 42 热景生物/圣湘生物/海尔生物/东富龙/英科医疗合同负债大幅增加(单位:亿元)



资料来源: Wind, 华创证券 (注: 由于会计政策变更预收款数据转入合同负债)

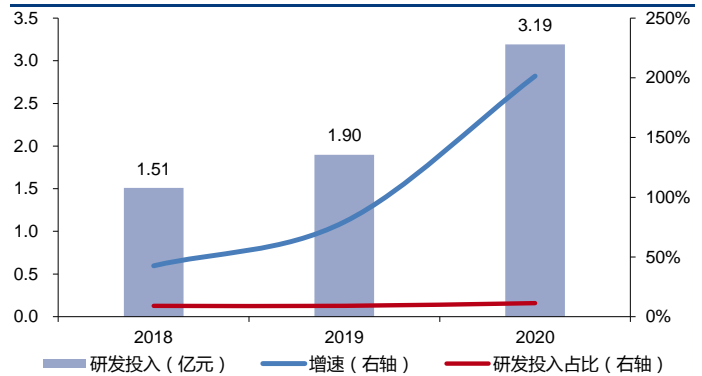
同时, 需要关注到的是, 新冠业务除为相关公司带来短期巨额利润外, 也为公司的长期增长增添了动力。部分企业将新冠收入投入到增强研发实力、健全销售网络、加速固定资产投资中, 行业地位进一步巩固甚至有所提升。例如, 万孚生物将新冠收入投入到研发体系和国际营销网络的建设中, 巩固了国产 POCT 龙头的地位; 英科医疗将新冠收入投入到手套产能的建设, 待新产能建成后, 有望跃升全球手套龙头企业。

图表 43 万孚生物研发人员数量及占总人数比例



资料来源: 万孚生物历年年报, 华创证券

图表 44 万孚生物研发投入及占营收比例



资料来源: 万孚生物历年年报, 华创证券

(二) 推荐方向

1、综合型医疗设备和耗材供应商——迈瑞医疗

迈瑞医疗作为我国具备全球竞争力的医疗器械行业龙头企业, 业务涵盖了多个领域, 主要有生命信息与监护、体外诊断、医学影像三大业务板块。公司 2020 年收入达到 210.26 亿元, 归母净利润达到 66.58 亿元。我们认为, 在目前的体量下迈瑞医疗仍具备快速增长的潜力。公司的业务管线非常丰富, 按照不同产品的发展阶段来分析:

1) 监护仪、麻醉机、血球等产品属于相对成熟的业务, 得益于产品更新换代、海外市场份额持续提升、全球医疗新基建等, 仍有望稳健增长。

2) IVD、微创外科等作为公司中期主要增长动力, 发展前景广阔。IVD: 目前公司三大业务板块中, IVD 的海外收入占比最低, 海外市场有望给 IVD 业务带来持续增长动力。微创外科: 微创外科作为公司三大新兴业务之一, 虽然目前收入体量仍较小 (预计 2020 年收入近 2 亿元), 但是未来受益国内微创手术渗透率的提升, 收入有望高速增长。

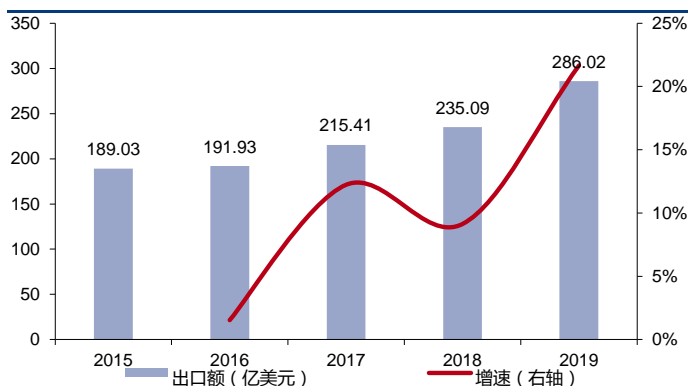
3) AED、分子诊断、骨科、动物医疗等领域的布局也为公司中长期发展增添动力。AED: 国内 AED 配备水平低, 不足 2 台/10 万人口 (日本为 555 台/10 万人口, 美国为

317 台/10 万人口)，但 AED 正加速普及中。迈瑞是国产 AED 龙头，我们测算，到 2030 年，AED 业务有望给迈瑞贡献 20 亿元收入。分子诊断：目前迈瑞的 IVD 业务中还缺少分子诊断的布局。未来迈瑞在分子诊断领域也有望推出产品。此次疫情推动我国分子诊断市场加速发展，特别是传染病领域，未来分子诊断大有可为。骨科：迈瑞在骨科领域也有布局（预计 2020 年收入超 1 亿元）。当前骨科面临较大的集采压力，等到集采完毕、市场洗牌后，迈瑞有望进军骨科领域，抢占市场份额。动物医疗：当前公司已推出兽用麻醉、兽用超声、兽用血球，未来公司全部人用产品都可以兽用化，产品管线有望不断丰富。

2、关注中国制造走向全球

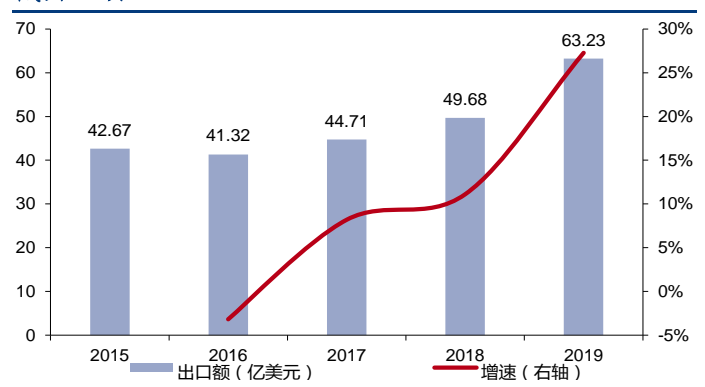
中国企业已经具备一定的“走出去”的能力。从整体出口额来看：2019 年我国医疗器械出口额为 287.02 亿美元，同比增长 21.46%。2019 年我国对“一带一路”国家的医疗器械出口额为 63.2 亿美元，占我国医疗器械出口总额的 22%，“一带一路”国家对于我国医疗器械出口形成了较好拉动。2020 年在疫情的拉动下，我国医疗器械出口额有望再创新高。

图表 45 2015-2019 年中国对全球医疗器械出口额



资料来源：中国医药保健品进出口商会《2019 年我国医疗器械进出口形势分析》，华创证券

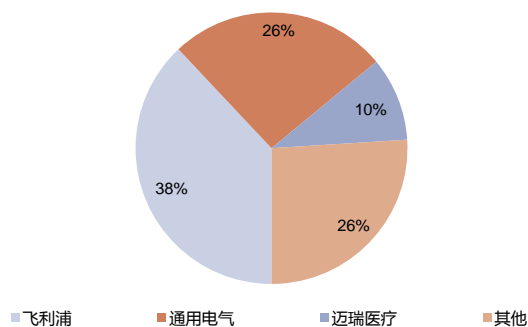
图表 46 2015-2019 年我国对“一带一路”国家医疗器械出口额



资料来源：中国医药保健品进出口商会《2019 年我国医疗器械进出口形势分析》，华创证券

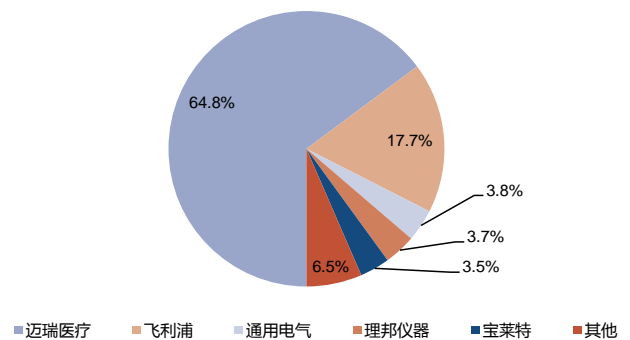
从公司层面来看，部分国产企业已在全球建立品牌影响力并占有一定市场份额，如迈瑞医疗等。迈瑞医疗的监护仪、麻醉机已经达到世界领先的水平，未来除颤仪、呼吸机和血球等产品均有望达到世界领先水平。2020 年迈瑞医疗的海外收入占比为近 50%，未来有望达到 70%。

图表 47 2017 年全球监护仪市场竞争格局（按收入）



资料来源：中国产业信息网，华创证券

图表 48 2017 年中国监护仪市场竞争格局（按收入）



资料来源：中国产业信息网，华创证券

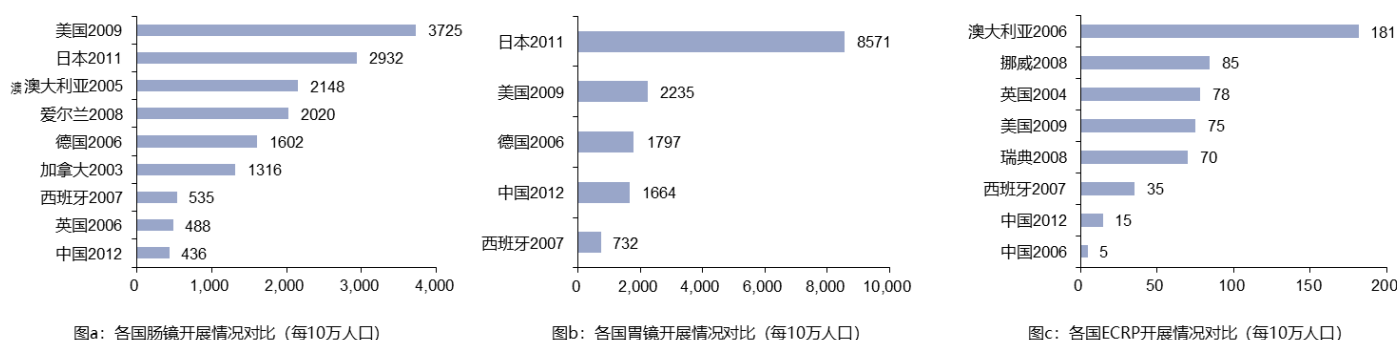
新冠疫情给中国医疗器械企业加速出口提供了契机。此次应对全球新冠疫情防控战中，中国的疫情防控成果显著，企业较快实现复工复产。中国企业出口的呼吸机、监护仪、防护手套、新冠检测试剂等产品为全球抗击新冠疫情起到了重要作用。

当前国内推行医疗器械集采的背景下，企业国际化布局的重要性凸显。海外市场能为国内企业发展提供额外增长动力，尤其是发展中国家。2018 年全球医疗器械行业规模为 4278 亿美元（约为 2.8 万亿人民币），中国医疗器械行业市场规模约为 5304 亿元，约为全球医疗器械市场规模的 1/5，海外医疗器械市场广阔。发展中国家的医疗器械市场处于高速增长阶段，人口基数大给发展中国家的医疗器械市场带来广阔发展空间，且中国企业在当地的市占率仍很低，有较大提升潜力。

3、内窥镜：国产企业有突围机会，进口替代空间广阔

我国消化内镜诊断与治疗手段（如胃镜、肠镜、ERCP 等）的渗透率都处于较低水平。消化内镜是消化道早期肿瘤最有效的诊断方法。因此针对消化系统肿瘤的高发人群和高发区进行内镜检查工作，提高消化道肿瘤的早期诊断率，并进行早期干预，对于提高患者 5 年生存率甚至治愈率具有非常重要的意义。

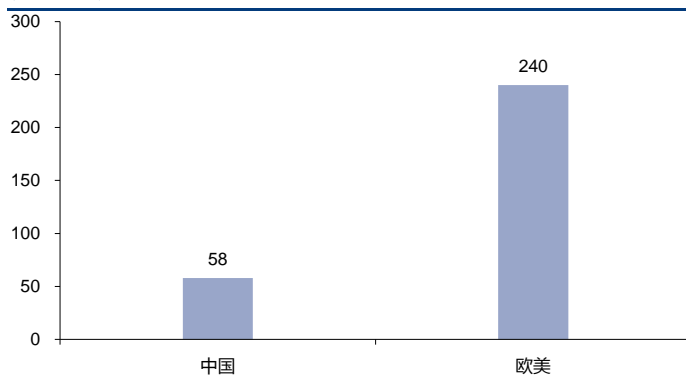
图表 49 各国胃镜、肠镜、ERCP 开展情况



资料来源：中国医学论坛报《2012 年度中国消化内镜技术应用普查》，华创证券

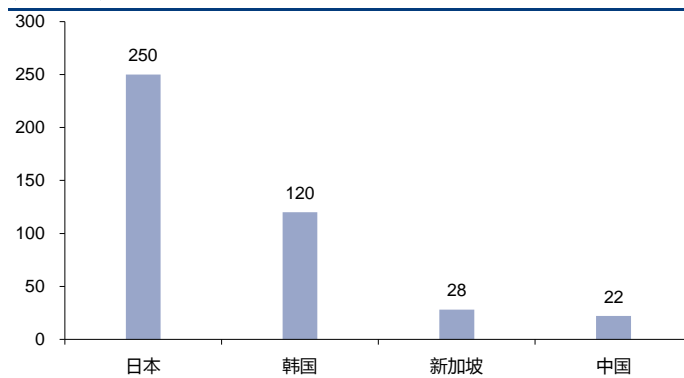
内镜医生和麻醉医生不足是中国消化内镜行业发展的制约因素，行业没有爆发性，但有持续成长性。2018 年国内每百万人口拥有的内镜医生和麻醉医生分别为 22 人和 58 人，低于欧美日等发达国家和地区。我们认为，受限于医生不足，内窥镜及耗材行业较难实现爆发式增长，但行业有持续成长性。

图表 50 2018 年不同国家每百万人口麻醉医生数量(单位: 人)



资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

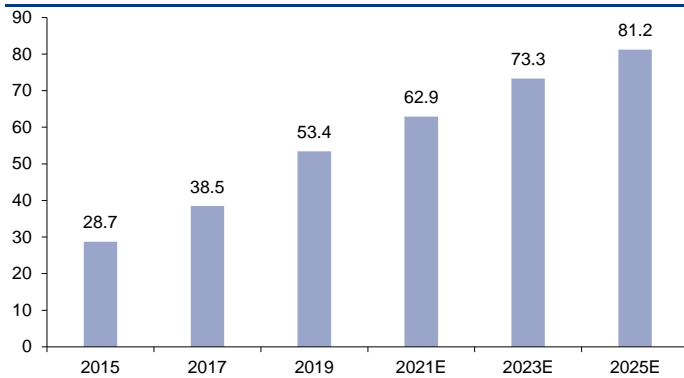
图表 51 2018 年不同国家每百万人口内镜医生数量(单位: 人)



资料来源：奥林巴斯 2018 年报，华创证券

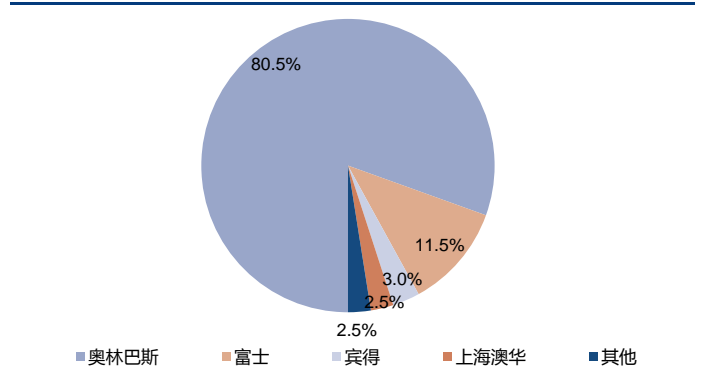
中国内窥镜市场前景广阔,进口替代空间大。2019 年我国软镜设备市场规模约为 53.4 亿元,软镜下耗材市场规模与软镜设备市场规模相当。2019 年我国硬镜设备市场规模约为 65 亿元;硬镜相关手术器械和耗材市场规模约为 185 亿元,是硬镜设备市场规模的约 3 倍。我国软镜设备和硬镜设备市场的绝大部分市场份额仍由进口企业占领。2018 年国内软镜设备市场上,奥林巴斯市占率超过 80%,奥林巴斯、富士、宾得三家企业市占率合计约 95%,国产企业主要有澳华内镜和开立医疗等。2018 年国内硬镜设备市场上,卡尔史托斯市占率为 47%,奥林巴斯市占率为 23%,前四家外企市占率合计超过 90%,国产企业主要有迈瑞医疗、欧普曼迪、沈阳沈大、杭州好克光电、浙江天松等。

图表 52 中国软镜(设备)市场规模(单位:亿元)



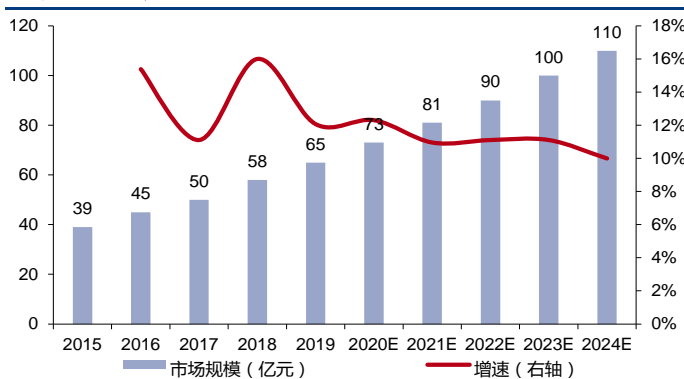
资料来源:澳华内镜招股说明书,华创证券

图表 53 2018 年中国软镜(设备)市场竞争格局



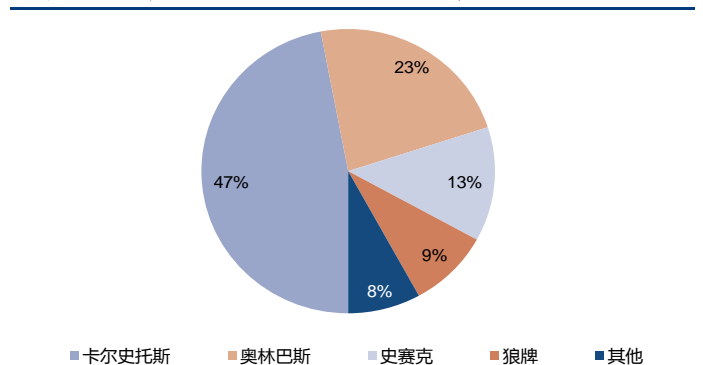
资料来源:奥林巴斯年报,《中国医疗设备》,转引自澳华内镜招股说明书,华创证券

图表 54 中国硬镜(设备)市场规模



资料来源:弗若斯特沙利文,转引自海泰新光招股说明书,华创证券

图表 55 中国硬镜(设备)市场竞争格局



资料来源:中国医疗设备行业数据发布大会,中国医疗器械行业发展报告(2019),转引自海泰新光招股说明书,华创证券

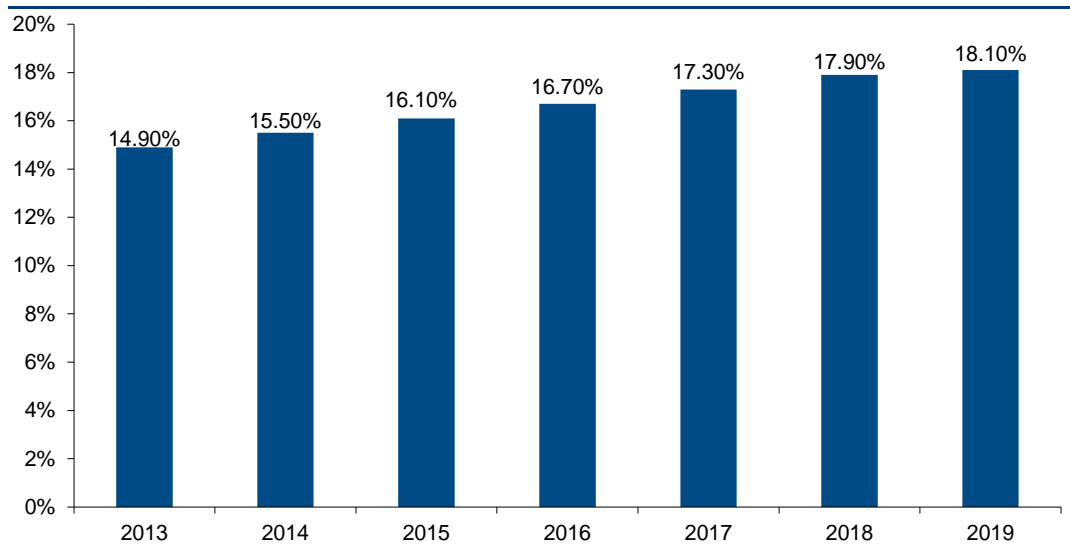
硬镜市场竞争格局较为分散,且手术器械和耗材市场空间较软镜下耗材更大;主要应用场景在普外科,对进口产品的替代难度较软镜更小。软镜虽然进口替代难度更大,但是中国消化内镜配备水平低,仍有巨大未被满足的市场需求。无论硬镜或是软镜,在国内都有较好增长前景。软镜建议关注开立医疗,硬镜建议关注迈瑞医疗和海泰新光。

4、肿瘤早筛:市场空间广阔,国产企业进军上游有望降低早筛成本

肿瘤早筛处于初期发展阶段,有巨大增长潜力。与疾病发生后的治疗相比,肿瘤早筛早诊不仅效果好,可以挽救更多的生命,成本投入更是远远低于治疗。恶性肿瘤发病率随年龄增加逐渐上升,40 岁发病率开始较快提升。国内人口老龄化加剧给肿瘤早筛市

场提供广阔空间。民众早筛意识的觉醒、医疗体系从治疗到预防的过渡都将推动国内肿瘤早筛市场的快速发展。

图表 56 中国 60 岁以上人口比例

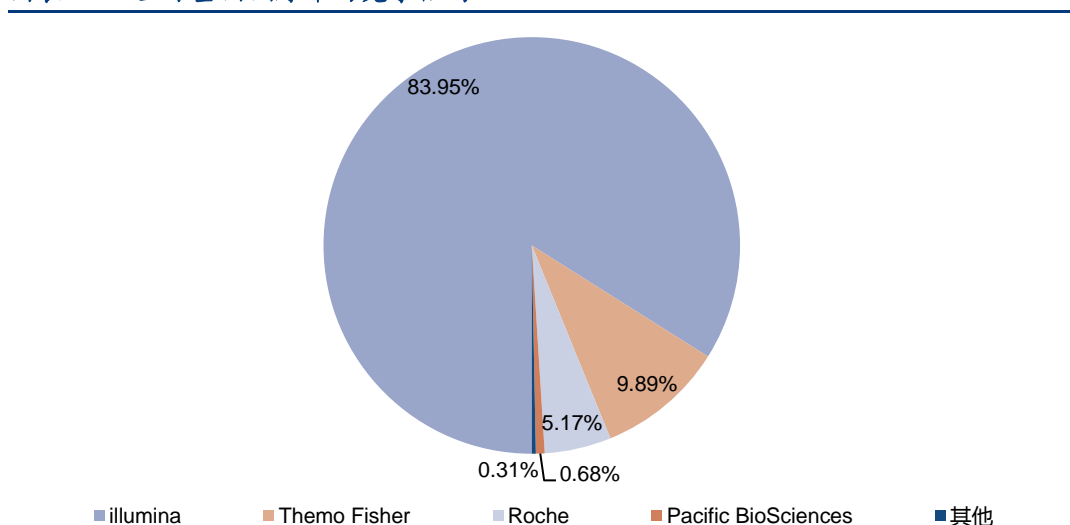


资料来源：国家统计局，Wind，华创证券

液体活检给肿瘤早筛提供新的技术路径。组织活检主要依赖于影像学检查，在肿瘤早期或术后无瘤期间，影像学上无占位效应。但血液或其他体液中却可能存在一些肿瘤相关信息，例如肿瘤细胞释放的 DNA 片段或外泌体等，通过液体活检可以实现肿瘤早期筛查以及术后的复发风险预测等。中国早筛第一证——诺辉健康的肠癌早筛产品“常卫清”，就是通过粪便样本诊断早期肠癌。

国产企业在上游设备市场取得突破，有望降低检测成本，加快肿瘤早筛产品放量进度。肿瘤早筛行业的上游为分子诊断设备制造商，主要设备为第二代基因测序仪，全球市场中 illumina 一家独大，市占率超过 80%。2015 年，华大发布 BGISEQ-500，实现了国产化测序仪自主研发从 0 到 1 的突破。此后，华大智造基因测序仪设备销量持续提升，2019 年销量达到 637 台。华大智造基因测序仪在国内市场有望打破 illumina 的垄断，凭借性价比优势抢占一定市场份额。

图表 57 全球基因测序市场竞争格局



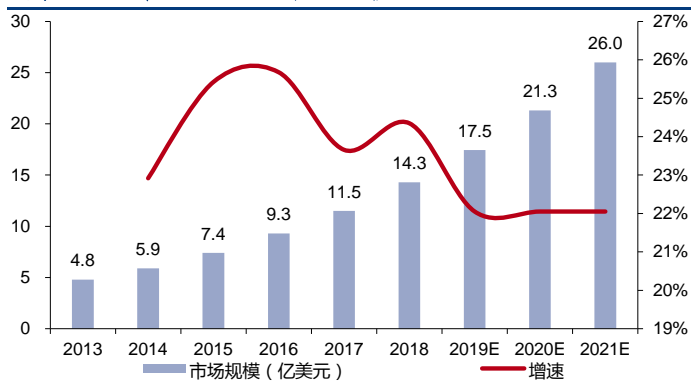
资料来源：汇众医疗《全球 TOP10 顶尖基因测序公司出炉 领航百亿市场》，华创证券

5、POCT：高速增长 IVD 细分赛道，受益五大中心建设和新技术引入

POCT（即时检测）是近年来体外诊断行业发展最快的细分行业之一。POCT 通过在门急诊、临床科室等场景现场采样，现场检测，省去标本在中心实验室检验时的周转时间，能快速得到检验结果。POCT 产品具有以下三个方面的突出特征：1）检测时间短：POCT 产品大大缩短了从样本采集、检测到结果报告的检测周期，检测速度远快于检验科设备；2）检测空间小：POCT 产品属于在被检测对象身边的检测，可实现现场检测；3）操作简单：POCT 操作者可以是非专业检验师，包括被检测对象本人，操作简单，自动化程度高。

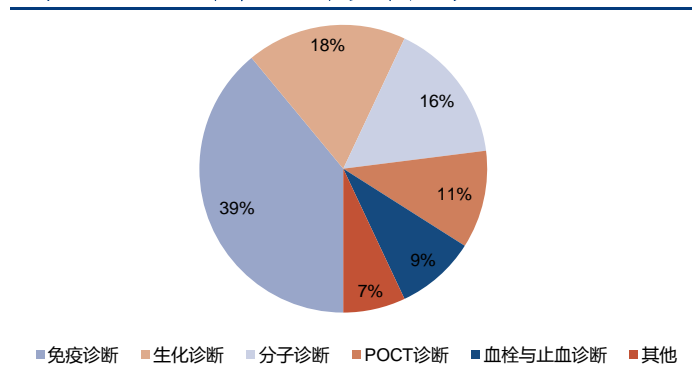
近年来，中国 POCT 市场已经取得了快速发展，行业增速始终保持在 20% 以上，远远高于全球 6%-7% 的增速。随着中国老龄化加剧和慢性病高发，POCT 市场还将进一步扩容。2018 年中国 POCT 市场规模约为 14.3 亿美元，预计到 2021 年行业规模将达 26 亿美元。POCT 保持快速发展的背后，有医疗服务技术的规范和完善、疾病发展和政策等因素的影响，其中政策的推动作用尤为明显。

图表 58 中国 POCT 市场规模



资料来源：TriMark、前瞻产业研究院，转引自易瑞生物招股说明书，华创证券（注：2019E 和 2020E 数据按 2018、2021E 数据平均增速计算）

图表 59 2018 年中国体外诊断市场产品类别占比



资料来源：广州标点，转引自新产业招股说明书，华创证券

胸痛中心、卒中中心等五大医学中心的建设为国内 POCT 检测市场的快速发展提供了宝贵机遇。根据国家政策文件，未来所有二级以上医疗机构均设置急救中心，2018 年已完成 1000 家胸痛中心的建设，预计到 2024 年胸痛中心规模将达到 5000-6000 家。随着医学中心数量的增多以及诊疗的逐渐规范，越来越多的检测需求释放出来，测试速度越快、智能化程度越高、结果更精确的检测仪器将会匹配临床工作的需求。

新技术方法的引入推动 POCT 持续发展，如化学发光、分子诊断、病理检测等。以化学发光 POCT 为例。化学发光 POCT 将化学发光与 POCT 的优点结合起来，可以在临床床旁实现即时检测，在快速获得诊断结果的同时还可以批量处理样本，大大拓宽了应用场景，可用于 ICU、急诊、门诊等临床科室。分子诊断 POCT 技术集成了分子诊断技术和 POCT 技术，突破了现有检测技术对人员/场所的限制，有效缩短了检测用时。面对突发重大疫情，POCT 核酸检测可应用于更多场景，实现患者的现场及时检测。此次疫情推动了国内分子诊断 POCT 的快速发展。万孚生物作为国产 POCT 龙头，是国内产品管线最全、技术平台最丰富的企业，建议重点关注。

6、ICL：医保控费压力加剧，检验外包率提升有望加速

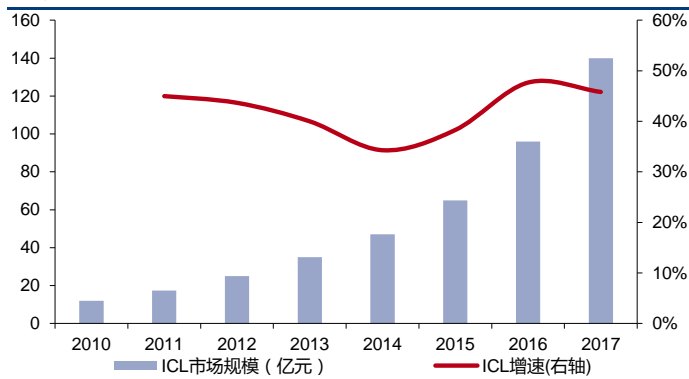
此次疫情中，ICL 承担了国内大部分的新冠核酸检测任务，ICL 行业的认可度得到进一步提升。特别是疫情中基层检测能力不足，ICL 通过与当地医院合作建立城市核酸

检测基地并引入移动方舱实验室和应急移动快检车等方式，为基层防疫提供重大支撑。在疫情中获得新冠核酸检测收入也有助力 ICL 企业加大研发和实验室建设投入，助力企业长期增长。

疫情防控支出加大医保压力，或将推动医院检测外包率的提升。为全力做好疫情防控工作，各地医保部门向新冠肺炎患者定点收治机构预拨专项资金 194 亿元，20 年全年累计结算新冠肺炎患者医疗费用 28.4 亿元，其中，医保基金支付 16.3 亿元。全民免费接种新冠疫苗的费用或也将由医保负担一部分。疫情防控加大医保压力，各种控费措施频出。同一检测项目，ICL 的成本一般而言要比医院低。在医保控费压力加大的背景下，医院或将更多的借助 ICL 开展检测项目。

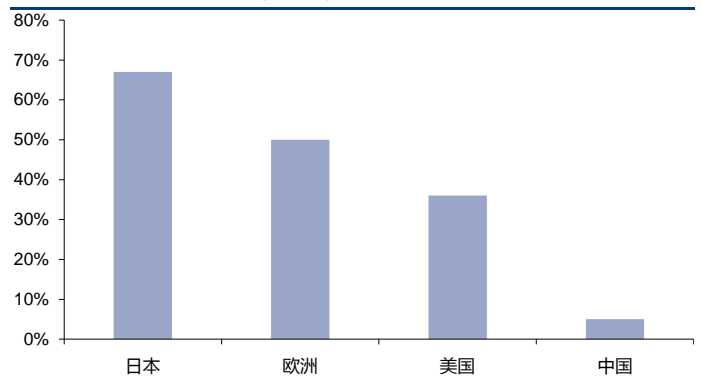
ICL 在海外发展已非常成熟。我国 ICL 起步于 20 世纪 80 年代，随着医保控费以及分级诊疗政策的推进，开始逐步发展并进一步走向爆发期。2017 年国内 ICL 市场规模约为 140 亿元，国内医学检验市场规模约为 2800 亿元，ICL 占比约为 5%。对比美国、欧洲、日本这三大成熟市场 ICL 分别高达 36%、50% 和 67% 的市场份额，国内 ICL 在检验市场的市占率仍有广阔提升空间。

图表 60 我国 ICL 市场规模及增速



资料来源: market research, 卫计委, 华创证券

图表 61 各国 ICL 渗透率对比



资料来源: 金域医学招股说明书, 华创证券

国内 ICL 行业集中度较高，金域医学、迪安诊断、艾迪康排名前三，占到 ICL 行业近 70% 的市场份额。从医学检验业务收入、年检验样本量、合作的医疗机构数量等多指标来看，金域医学在我国 ICL 行业都是当之无愧的领军企业。建议重点关注金域医学等。

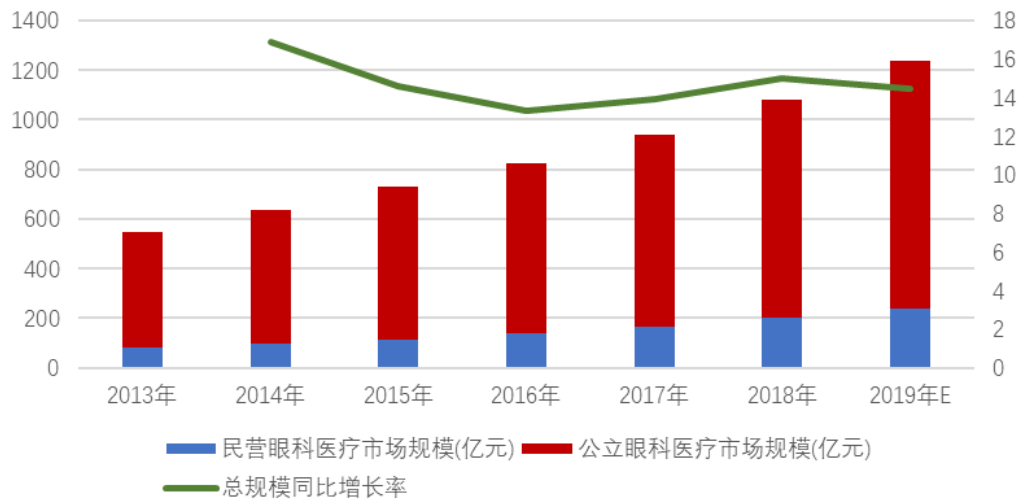
风险提示：政策影响加剧；新品落地进度不及预期。

四、医疗服务：眼科、齿科等优质赛道孕育千亿市值龙头

(一) 眼科医疗行业：千亿市场铸就行业龙头

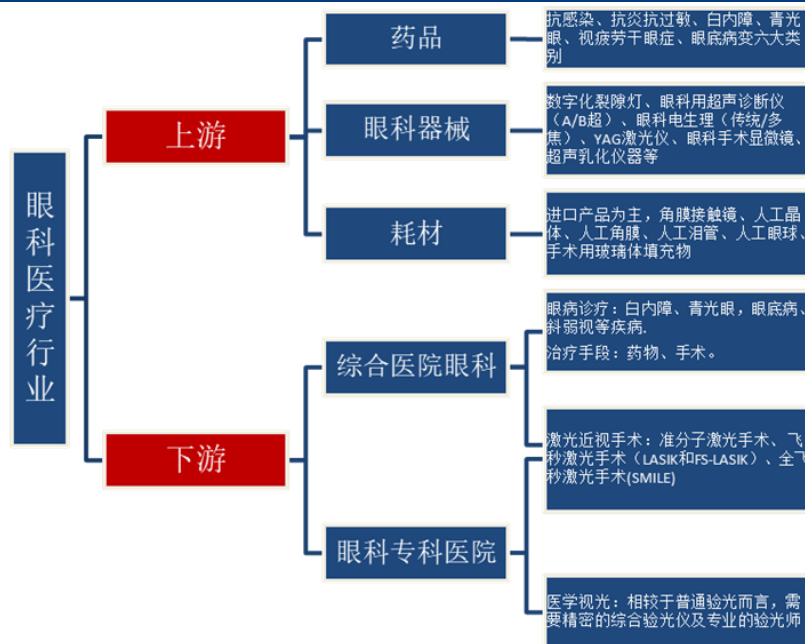
中国眼科医疗市场规模预期将逾千亿。眼科医疗行业主要包括药品、器械、耗材以及医疗服务，其中，医疗服务的核心业务内容分别是眼病诊疗、激光近视手术以及医学视光。根据 Frost & Sullivan 统计数据显示，我国眼科市场规模由 2013 年的 461 亿元增长至 2018 年的 1083 亿元，年复合增长率达 15.3%，并且，随着国民收入和健康防护意识的不断提高以及眼科前沿技术的更迭换代，预计我国 2019 年的眼科市场规模将达到 1240 亿元，且能达到 14% 的同比增长率，发展迅猛。

图表 62 2013-2019 年中国民营、公立眼科医疗行业市场规模统计



资料来源：灼识咨询，转引自华夏眼科招股说明书，华创证券

图表 63 眼科医疗行业产业链



资料来源：华创证券

潜在市场空间巨大，白内障及青少年近视群体有望成为眼科行业的长期增长点。

(1) 白内障：我国 2018 年全国百万人口白内障手术（CSR）为 2662，通过人口数量可推算出该年手术量约为 373 万次。我国 CSR 与发达国家仍有较大差距，这体现在我国白内障手术的市场渗透率较低。据中华医学会眼科学分会统计，我国 60-89 岁人群白内障发病率为 80%，而 90 岁以上人群白内障发病率达 90% 以上，据此推算，我国白内障患者人数为 1.8 亿。根据卫生统计年鉴所披露的老年性白内障人均医药费 7000 元，计算出 2018 年白内障手术市场规模为 264.8 亿元，潜在市场规模为过万亿元。

(2) 青光眼：据中华医学会眼科学分会统计，在 40 岁及以上人群中，原发性青光眼患病率 2.3%，据估算 2020 年我国青光眼患者人数将达到 2100 万。由于眼科疾病的渗透率

普遍较低，假设 2020 年青光眼手术为 10 万例，保守估计手术价格为 3000 元，从而计算出 2020 年市场规模为 3 亿元，潜在市场规模则为 630 亿元。

(3)准分子激光手术：北京大学中国健康发展研究中心《国民视觉健康报告》预测，2020 年我国近视人群数量将达 7 亿，而根据以往比例，其中大概 20% 的群体适合接受激光手术矫正，但每年进行的手术仅 100 万例左右，根据准分子激光手术的市场均价 6000 元计算，2020 年市场规模为 80 亿元，潜在市场规模为 42000 亿元。另外，由于技术的进步，普通飞秒激光手术与全飞秒激光手术的发展有望提升客单价，带来更大的市场空间。

图表 64 国内眼科医疗服务的关键子版块市场规模测算

业务板块	手术/就诊人次（万）	客单价（万）	当前市场规模（亿）	估计患者人数（亿）	潜在市场规模（亿）
白内障手术	373	0.7	261.1	1.8	12600
青光眼	10	0.3	3	0.21	630
准分子激光手术	100	0.6	60	1.4	8400

资料来源：中华医学会，卫生统计年鉴，华创证券

民营机构有望赶超公立综合医院。相比于公立医院眼科，民营医院眼科的针对性、专业性更强，且往往具备更加先进的医疗设备和良好的就诊环境，这使得越来越多的患者选择前往民营眼科医院就诊。因而，过去 8 年间，中国民营眼科发展飞快，从 2013 年到 2018 年，其市场规模从 80 亿元增长至 201 亿元，年化复合增长率约为 20.23%，远高于公立眼科的 13.66%。由此可以看出，民营眼科医院得益于国家政策支持、经营模式优势、国民医疗需求增加等利好因素，在发展道路上高歌猛进，预计未来仍将保持高速增长。

图表 65 国内主要眼科医疗卫生服务机构

公立：专科医院及综合医院眼科	市场地位	2019 年门急诊人数（万）
复旦大学附属耳鼻喉科医院	三级甲等专科医院	166
广州中山大学中山眼科中心	国内疑难眼病的会诊和治疗中心之一	114
北京同仁医院眼科	眼科药物开发领域与临床领域的国内领先者	N/A
温州医科大学附属眼视光医院	浙江省唯一一家三级甲等眼科专科医院	63
天津市眼科医院	2019 年中国眼科医院综合排行榜上榜	100
非公立：中外合资及民营眼科医疗机构	市场地位	连锁规模
爱尔眼科	全国最大的民营眼科连锁医疗机构	拥有 590 家眼科医疗机构
普瑞眼科	国内知名的专业眼科连锁医疗机构	16 家医院
希玛眼科	广东省/香港地区眼科医疗巨头	在大陆及香港地区有 16 家眼科医疗机构
华厦眼科	规模较大，集团年业务收入全国第二	51 家眼科专科医院
新视界眼科	全国连锁的国际化专业眼科医疗机构	12 家医院
美尔目眼科	国内知名眼科连锁品牌	10 家直营医院
何氏眼科（机器人入股）	辽宁省知名眼科连锁机构	3 家三级眼保健服务机构，30 家二级眼保健服务机构，56 家初级眼保健服务机构

资料来源：各企业官网，华创证券

1、爱尔眼科：眼科赛道绝对龙头，开启“二次创业”新征程

爱尔集团独具特色的“分级连锁”模式，通过不同层级医院的功能定位，实现了资源共享效率与医疗水平的提高，拓展了医疗网络的广度、深度和密度。截至 2019 年 12 月 31 日，爱尔眼科在境内拥有医院 105 家，门诊部 65 家，并购基金旗下医院 275 家，门诊部 37 家，在多个省区形成“横向成片、纵向成网”的布局。预期在未来，随着全国范围内的医疗网络逐步建设并且完善，集团的整体实力、品牌形象和各家医院的竞争力将进一步提升。

立足“新十年”战略目标，开启“二次创业”新征程。从 2009 年到 2019 年，爱尔眼科实现了从 69 亿元到千亿元的市值飞跃，并在首个十年历程后，正式发布了“新十年”战略，即全面构建“眼健康生态圈”，致力于（1）分级连锁（2）同城网络（3）互联网+（4）全球化布局（5）医疗金融五大生态建设，开启“二次创业”新十年。

在生态圈的建设过程中，机制、人才、资金将是三大关键要素。

机制：① “合伙人计划”。由 2014 年爱尔眼科对传统雇佣模式进行改革而推出，给予核心人才以机会作为合伙人股东与公司共同投资设立新医院，在极大程度上调动员工积极性的同时，公司也借此迎来了飞跃式的发展，根据雪球网的数据显示，截至 2019 年末，该计划已经进入收获期，完成了两次成果分享，合伙人平均收益达 7.1 倍。

② “公司+产业基金双轮驱动”模式。由公司于 2014 年提出，自此外延并购成为了爱尔眼科高增长的支点之一，且取得显著成果：Choice 数据显示，自 2009 年爱尔眼科上市以来，总并购涉及标的超过 60 个，总交易金额超过 110 亿元；公司 2019 年报披露，爱尔眼科在报告期间投资收购分别来自中国香港、美国、西班牙、新加坡的四家公司，总交易金额近 10 亿元。

图表 66 2019 年爱尔眼科境外投资收购情况

资产具体内容	资产规模（万元）	所在地	收益情况（万元）	占公司净资产比重
Asia Medicare Group Limited	6357.31	中国香港	1174.99	0.96%
AW Healthcare Management, LLC	4909.15	美国	1518.57	0.74%
Clínica Baviera S.A	47438.23	西班牙	9898.96	7.19%
ISEC HEALTHCARE GROUP	36756.80	新加坡	N/A	5.57%

数据来源：公司年报，华创证券

人才：① “全球引才引智”计划，持续注入新鲜血液。由爱尔眼科于 2019 年全国眼科学术大会上公布，分别涉及医疗、医技、管理三大方面，包括“眼科大师”、“护航计划”、“精英计划”等多个项目，致力于引进与培养国际领军与行业人才。

② 四次股权激励，助力长远发展。2021 年 4 月 8 日，爱尔眼科公布上市以来最大规模的股权激励计划，根据公告显示，此次计划首次拟授予的激励对象高达 4909 人，超过十年来激励对象总人数的两倍，而根据 2019 年公司年报披露，爱尔眼科在职员工为 18241 人，由此可见，光是首次授予便覆盖了四分之一的员工人数，这极大程度上体现了公司员工对于爱尔眼科长期发展的信心。其次，本次激励计划采用 78 个月的解锁时间跨度，长跨度、强力度的股权激励计划，表明了公司对于长期健康发展的重视。同时，此次激励完美契合公司推出的人才引进与合伙人计划，充分阐释“共创、共享、共赢”的爱尔文化，为爱尔新十年的高质量发展奠定基石。

图表 67 图表：爱尔眼科四次股权激励概况

股权激励计划时间	股票数（万股）	占股本总额	解锁时间跨度
2021 年限制性股票激励	6000	1.46%	78 个月
2016 年限制性股票激励	2200	2.23%	60 个月
2012 年限制性股票激励	625	1.46%	36 个月
2011 年股票期权激励	900	3.37%	72 个月

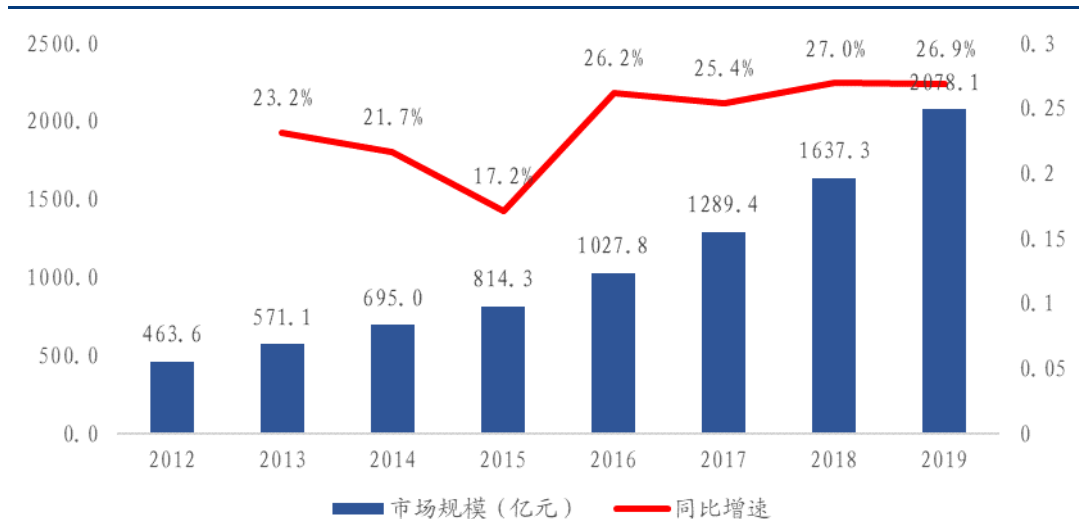
资料来源：公司公告，华创证券

资金：引入世界级战略投资人，加快公司国际化发展。2019 年 9 月 2 日，爱尔投资与公司董事长陈邦通过大宗交易转让公司总股本的 2% 给予高瓴资本与淡马锡两位战略投资人，进一步增强公司的资本实力，并且借助世界级投资人带来的全球战略布局经验与全球化视野，为打造爱尔成为国际领先的眼科机构助力。

（二）口腔医疗行业：市场空间潜力大，多细分赛道具投资机会

中国口腔医疗市场高速增长，2019 年市场规模已超两千亿。中国口腔医疗市场需求与供给端均呈高速增长态势，需求方面，2019 年中国人均医疗保健支出达 1902 元，中国居民 2015-19 年人均医疗保健支出 CAGR 高达 13%；供给方面，2019 年中国共有 24.5 万名口腔医生，2015-19 年 CAGR 高达 12.4%。供需两旺推动下，中国口腔医疗市场高速增长，我们结合各类医疗机构医生数与对应单体平均产出开展测算，2019 年中国口腔医疗市场规模已超两千亿元大关、达 2078 亿元，同比增速 26.9%。2012-19 年市场规模 CAGR 高达 23.9%。我们预计未来 5 年中国口腔医疗市场仍将维持较高增速。

图表 68 中国口腔医疗市场快速增长



资料来源：全国卫生统计年鉴，华创证券

中国口腔医疗市场远期可达 22110 亿元，仍有 9.6 倍发展空间。根据城镇人口数、人均口腔医疗保健支出等情况，我们将对中国口腔医疗市场远期发展进行测算，核心假设包括：

我们选用中国城镇人口数与美国总人口数对标。考虑到中国与美国居民消费能力差距，我们选用中国城镇人口数与美国总人口数对标。且暂从保守角度，假设远期中国城镇人口数无显著变化。

中国远期人均口腔医疗保健支出有望达美国当前水平 2606 元。2019 年美国口腔医疗保健总支出约为人民币 8580 元，对应人均口腔医疗保健支出 2606 元。我们假设，中国远期城镇人口人均口腔保健支出有望达美国当前水平 2606 元。

结合以上情况，我们认为，远期中国口腔医疗市场规模远期可达 22110 亿元，中国口腔医疗市场目前仍有约 9.6 倍增长空间。

图表 69 中国口腔医疗市场仍有充足发展空间

	中国（2019年）	中国远期	美国（2019年）
总人口数（万人）	140005	140005	32923
城镇化率	60.6%	60.6%	-
城镇人口数（万人）	84843	84843	-
口腔医疗保健总支出（元）	2078	22110	8580
人均口腔医疗保健支出（元）	245	2606	2606
口腔医疗市场规模	2078	22110	8580
同比提升空间（倍数）		9.6	

资料来源：统计局、华创证券测算

1、通策医疗：量价齐升，未来可期

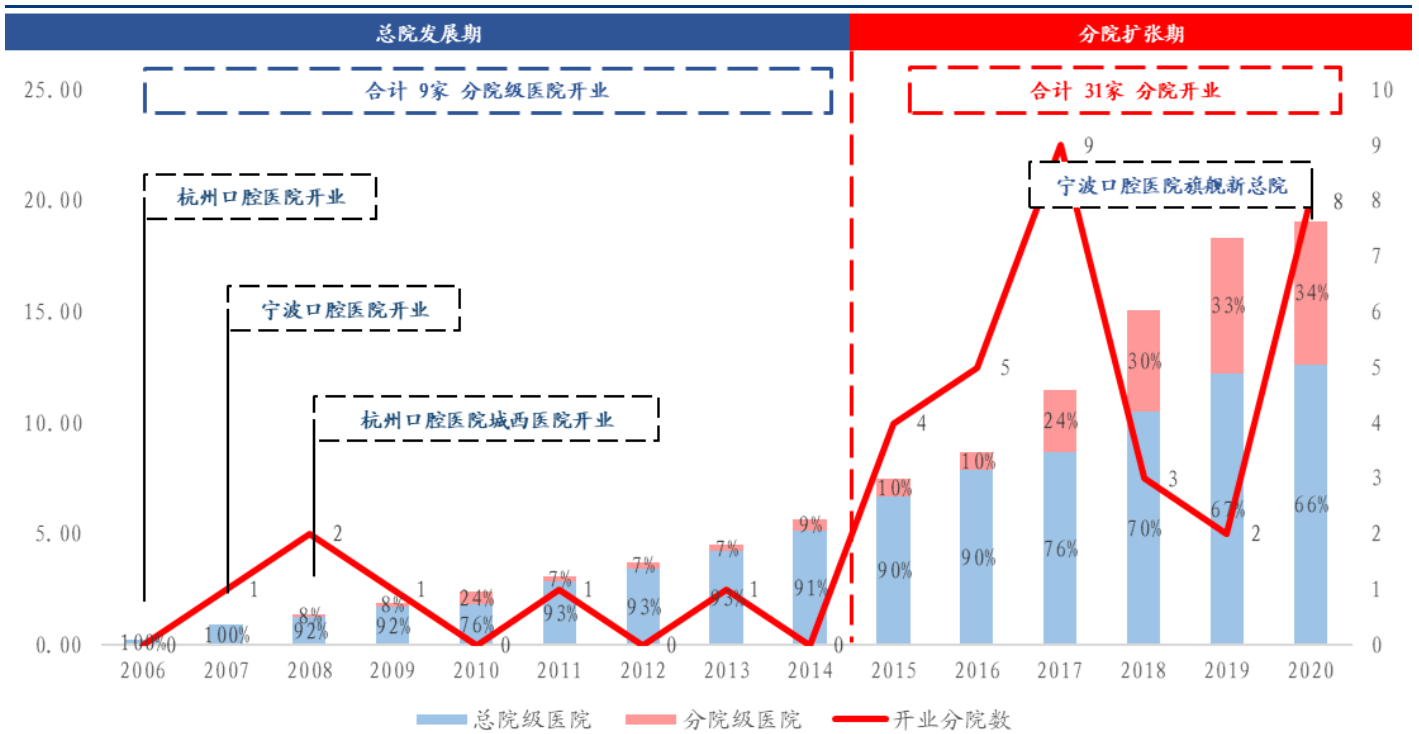
量价齐升带动公司业绩高速增长。我们认为，公司业绩增长由诊疗人次“量”与客单价“价”的双重提升带动。进一步分析，公司旗下医院发展与扩张是诊疗人次增长“增量”的驱动因素，医疗业务发展则是客单价提升“升价”的驱动因素。

医院发展与扩张方面：公司具有总院+分院完备发展模式，大型总院发挥聚医能力，降低医院集团获客成本、分院借助总院支持，快速扩张贡献业绩增量。

医疗业务发展方面：公司学科建设发达，综合诊疗科室具有高端业务迭代趋势、种植/正畸专科具有收入占比提升趋势。带动整体客单价提升。

“增量”医院发展扩张：总院+分院发展模式。总院+分院发展模式可大致划分为两个阶段①**总院发展阶段**：开设大型口腔专科医院，凭借先进设备与优秀学科建设聚集医生，产生区域影响力、降低获客成本。②**分院扩张阶段**：总院初具规模后，分院借助总院医生资源与品牌影响力的双重支持，快速在区域内扩张，长期收获业绩增量。公司目前在浙江省内总院发展成熟，目前已进入分院扩张期，我们预计分院高速扩张有望带动公司业绩高速增长。

图表 70 公司已进入分院扩张期



资料来源：公司年报、华创证券

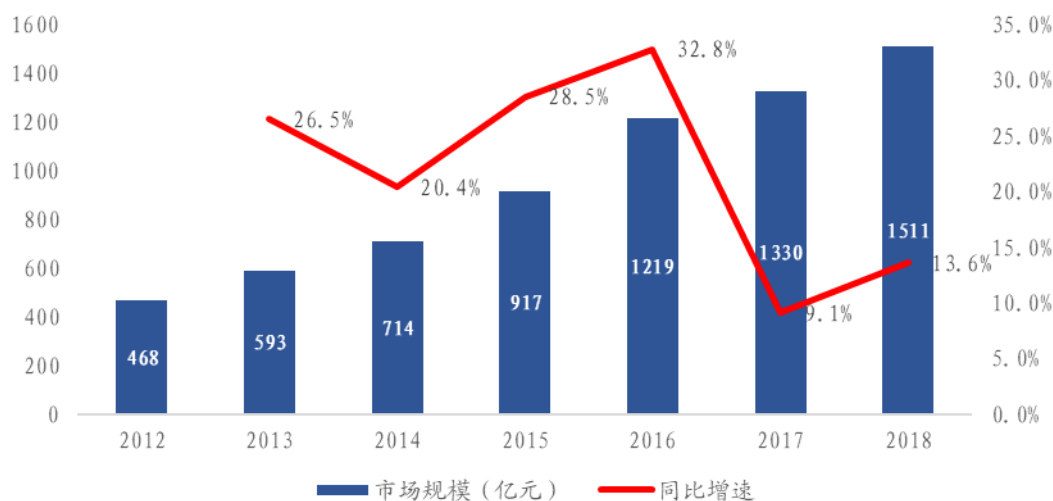
“升价”医疗业务发展：高端业务迭代+增量。整体来看，口腔医疗业务可以根据所属科室分为 4 类：1、综合科；2、儿童口腔科；3、种植科；4、正畸科。其中综合科与儿童口腔科主要开展综合诊疗业务，种植科与正畸科则开展专科诊疗业务。我们认为，公司的“价升”逻辑来自高端业务增长，进一步细分，综合诊疗科室具有高端业务迭代趋势，种植/正畸专科诊疗科室具有收入占比提升趋势。两者结合带动公司客单价提升。公司大型总院具备科室设置完备、医疗设备先进、中高年资医生资源丰富等优势，因此公司临床学科建设发达，医疗业务未来发展可期。

风险提示：公司外延扩张不及预期、内生两大计划推进不力、突发医疗事故影响口碑、重大人事变动影响业绩。

（三）体检医疗服务行业：民营力量加速崛起，核心龙头地位稳固

中国体检医疗服务市场规模稳步提升。2018 年中国体检医疗服务市场规模约为 1511 亿元，同比增速 13.6%；2012-18 年中国体检医疗服务市场 CAGR 高达 21.6%。随着收入水平提升，中国居民对身体健康重视程度提升，带动体检量持续增长。我们预计中国体检医疗服务市场未来仍能维持 10% 左右的增速。

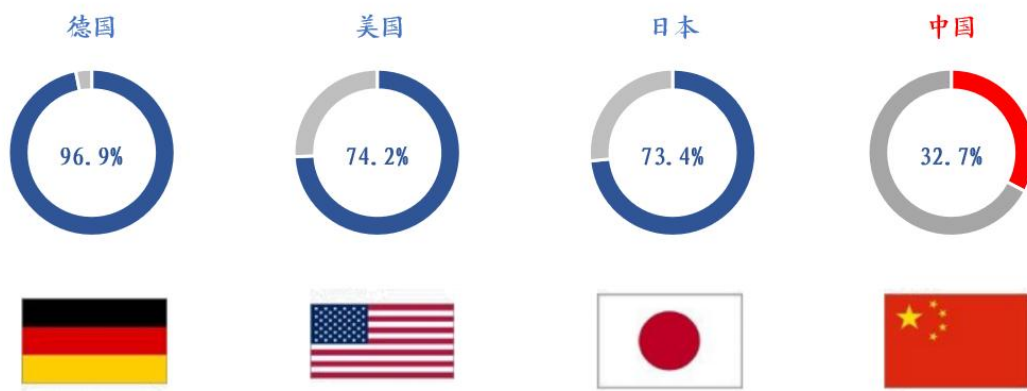
图表 71 中国体检医疗服务市场快速增长



资料来源：艾媒咨询《2019 年中国体检行业的现状、困境与发展趋势解读》，华创证券

中国体检覆盖率较发达国家仍较低、发展空间可观。根据 Frost&Sullivan 测算，2016 年中国体检覆盖率仅为 32.7%，同期发达国家体检覆盖率分别为 96.9%（德国）、74.2%（美国）、73.4%（日本）。整体来看，中国体检覆盖率不足发达国家的 50%。我们认为，中国体检医疗服务市场仍有宽阔的发展空间。体检领域建议关注美年健康等。

图表 72 中国体检覆盖率较低



资料来源：艾媒咨询《2019 年中国体检行业的现状、困境与发展趋势解读》，华创证券

（四）辅助生殖行业：城市化进程下的优质赛道

全球辅助生殖服务市场保持 5% 稳健增长。随着不孕不育发病率增加、生活水平提升、对出生缺陷和预防的认识增加，消费者对更高生活品质的需求持续上升，全球辅助生殖服务市场由 2014 年 1412 亿元增长至 2018 年 1716 亿元，年均复合增速为 5.1%，预计有望于 2023 年提升至 2194 亿元，年均复合增速保持在 5.0% 左右。

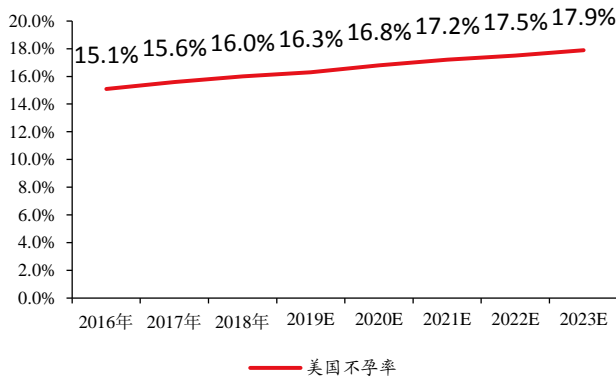
根据锦欣生殖招股书数据，由于生育率上升和最近政府激励政策（例如 2015 年的二胎政策），中国辅助生殖服务市场从 2014 年到 2018 年以 13.6% 的复合年增长率增长，预计 2018 年至 2023 年有望以 14.5% 的复合年增长率增长。美国辅助生殖服务市场从 2014

年到 2018 年的复合年增长率为 6.6%，预计 2018 年至 2023 年复合年增长率有望为 5.9%。

行业驱动力 1：不孕不育率持续提升

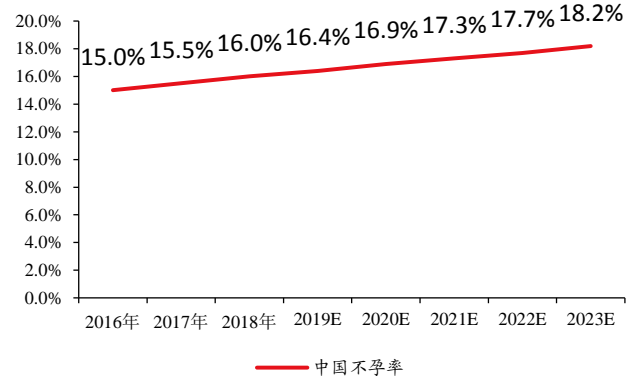
我国不孕不育发病率预计从 2018 年的 16.0% 增加到 2023 年的 18.2%，年均提升 0.44pct，发病率提升的主要原因为环境污染、工作与生活平衡不良以及其他不健康生活方式。美国不孕不育发病率同样呈现上升趋势，预计从 2018 年的 16.0% 稳步上升至 2023 年的 17.9%，年均提升 0.38 个 pct，主要原因为生育平均年龄、肥胖率、压力水平的上升。

图表 73 美国不孕不育发病率预测



资料来源：锦欣生殖招股说明书、华创证券

图表 74 我国不孕不育发病率预测

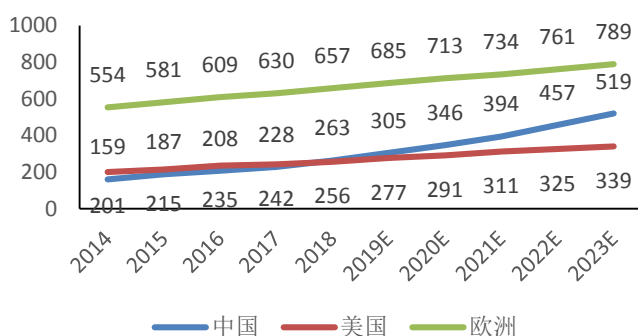


资料来源：锦欣生殖招股说明书、华创证券

行业驱动力 2：行业渗透率有较大提升空间

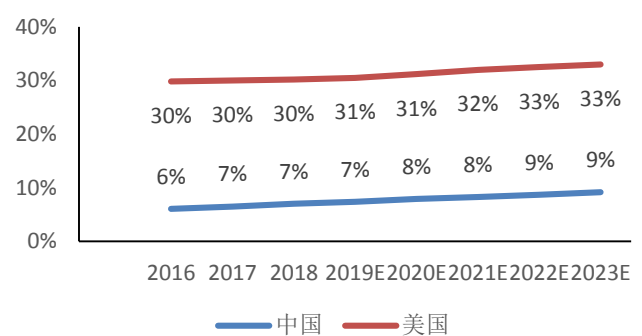
中美两国辅助生殖行业渗透率均持续提升。我国辅助生殖行业渗透率由 2016 年的 6.1% 提升为 2018 年的 7.0%，预计在 2023 年提升为 9.2%。美国辅助生殖行业经过多年发展，2018 年行业渗透率为 30.2%，预计在 2023 年提升为 33%。

图表 75 全球辅助生殖服务市场规模预测



资料来源：锦欣生殖招股说明书、华创证券

图表 76 中美辅助生殖行业渗透率预测



资料来源：锦欣生殖招股说明书、华创证券

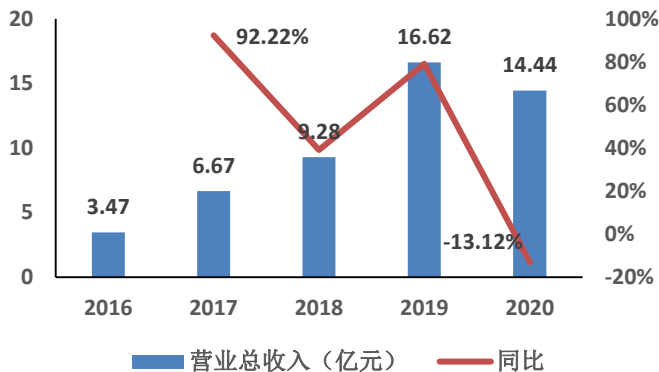
1、锦欣生殖：全国辅助生殖民营龙头，具备较强的扩张能力

锦欣生殖医疗集团有限公司（以下简称“锦欣生殖”）于 2018 年 5 月 3 日正式成立，2019 年 6 月 25 日在香港挂牌上市，是中美领先的辅助生殖服务供应商。公司自有辅助生殖医疗机构包括成都西园妇科医院（2010 年成立）、深圳中山泌尿外科医院（2004 年成立，2017 年并表）、美国加利福尼亚州 NexGenomics 和 RSA 中心、武汉锦欣中西医结合妇产医院（2020 年并表）、老挝锦瑞医疗中心等 6 家（2020 年并表）。同时公司根

据管理协议共同管理成都市锦江区妇幼保健生殖医院中心，管理美国加利福尼亚州 HRCMedical。公司主要提供辅助生殖服务、管理服务和辅助医疗服务等 3 大业务。根据公司招股书，2018 年公司在辅助生殖服务市场中排名第 3，市占率约为 3.1%；在民营辅助生殖服务机构中排名第 1。

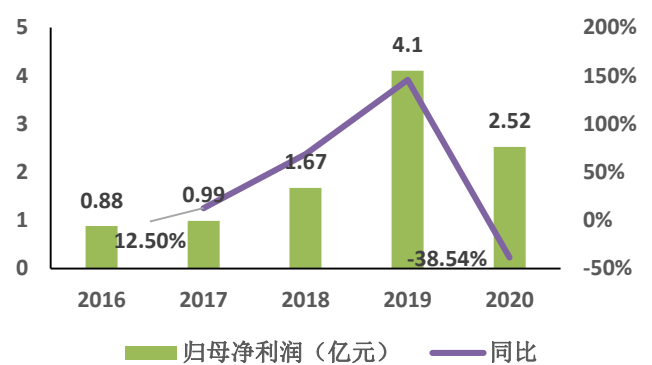
公司业绩保持稳定增长。2016-2019 年，公司实现营收及归母净利润 CAGR 分别高达 68.56%、67.02%。2020 年受新冠疫情影响，公司中、美两地业务均有下降。我们认为，随着疫情逐步缓解，全球出入境限制放宽，中、美业务有望实现快速恢复。

图表 77 公司历史营业收入情况



资料来源：公司公告、华创证券

图表 78 公司历史归母净利润情况



资料来源：公司公告、华创证券

深圳、武汉均为优质并购标的。公司于 2017 年收购深圳分院，IVF 周期数由 2017 年的 4000+ 提升至 2019 年的 6000+，体现公司较强的并购整合能力。于 2020 年收购武汉分院，进军发展前景广阔的湖北省。1) 湖北省潜力较大。省内人口较多 (5927 万)，人均可支配收入 (城镇居民 37601 元) 处于全国中上水平，渗透率处于全国中下水平。2) 湖北省竞争格局分散。2019 年省内超过 1000 个周期/年以上的 IVF 医院仅有 6 家，龙头同济医院约 8000 个周期/年。3) 引入重磅明星医生。公司引入杨菁、徐望明教授，为湖北省辅助生殖领域高流量权威医生，有望增强武汉分院获客能力、内部运营、品牌建设等方面。

公司具备较强的扩张能力。据调研，公司计划未来每年收购 1 个项目，我们认为公司具备较强的扩张能力，主要体现在 2 方面：一是全国牌照资源满足收购需求。目前全国的 IVF 牌照约为 300-400 张，其中民营 IVF 牌照约为 30-50 张，民营 IVF 牌照为公司收购重点。鉴于辅助生殖业务模式为“立足省会，辐射全省及周边省份”。目前公司已在成都、深圳、武汉布局。我们认为，目前辅助生殖并购市场处于合理竞争，30-50 张民营 IVF 牌照可供公司挑选优质并购标的。二是医院医生相互成就，荣辱与共。首先是医院成就医生，锦欣生殖具有 3 大优势吸引明星医生加盟，1) 较好的职业发展机会。公司为全国最大的辅助生殖民营医院，在成都、深圳等地已处于优势地位，为医生提供更大的职业舞台。2) 市场化的激励机制。公司推出“医生合伙人计划”、“股权激励计划”，激励机制优于公立医院。3) 较高的院内地位。辅助生殖科室在公立医院一般处于相对边缘地位，但在锦欣生殖则处于核心地位，满足医生被重视的心理需求。

风险提示：医改政策对行业影响大于预期；行业增速不达预期。

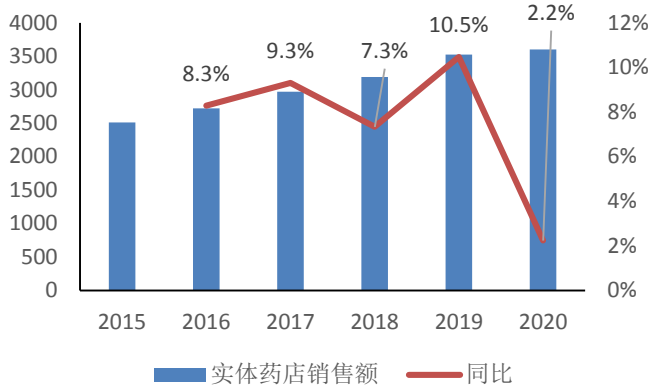
五、医药零售：集采、O2O、疫情影响下，集中度提升迎黄金期

（一）2020 年头部与中小药房形成客流分水岭，集中度提升迎黄金期

1、疫情下消费向线上转移，实体药店规模增速放缓

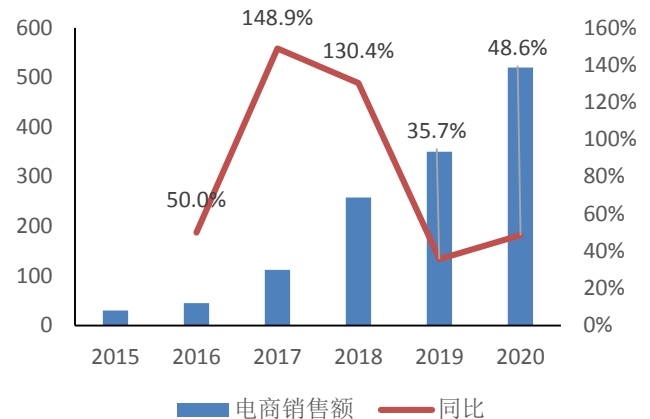
2020 年，实体药店实现销售额 3603 亿元（同比+2.2%），增速较 2015-2019 年有所放缓，主要原因为疫情影响下，部分客流向线上转移。医药电商实现销售额 520 亿（同比+48.6%），增速快于 2019 年。

图表 79 我国实体药店销售额情况



资料来源：中康、华创证券

图表 80 我国药品电商销售额情况

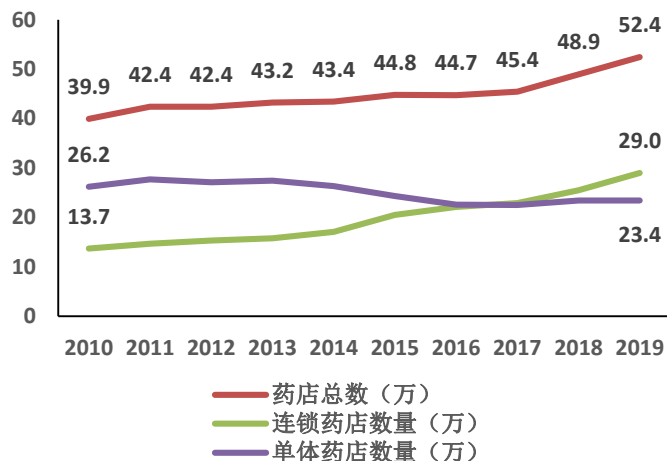


资料来源：中康、华创证券

2、头部药房市占率快速提升，中小药房加速退出

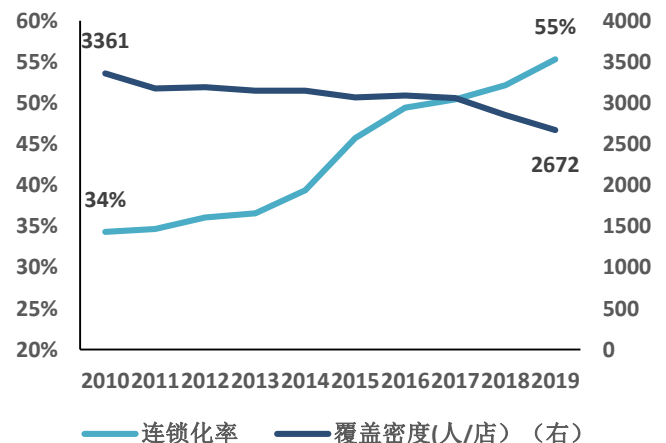
全国药店总数持续增长，连锁化率快速提升。全国药店总数持续增长，由 2010 年的 39.9 万家，提升至 2019 年的 52.4 万家。连锁化率大幅提升，由 2010 年的 34%，提升至 2019 年的 55%。2019 年全国连锁药店总数为 29 万家（较 2010 年增加 15.3 万家），单体药店总数为 23.4 万家（较 2010 年下降 2.8 万家），连锁化率快速提升，单体药店正加速退出市场。

图表 81 全国药店总数、单体药店、连锁药店情况



资料来源：中康、华创证券

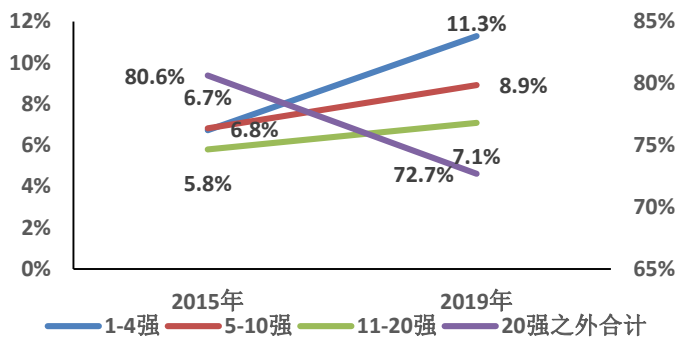
图表 82 全国药店连锁化率及覆盖密度情况



资料来源：中康、国家统计局、华创证券

规模越大的药房，市占率提升越快。我们选取 4 大上市药房作为 1-4 强药房（益丰药房、大参林、老百姓、一心堂）。2019 年，1-4 强药房合计市占率为 11.3%（较 2015 年提升 4.6 个 pct）；5-10 强药房合计市占率为 8.9%（较 2015 年提升 2.1 个 pct）；11-20 强药房合计市占率为 7.1%（较 2015 年提升 1.3 个 pct）；20 强之外药房合计市占率为 72.7%（较 2015 年下降 7.9 个 pct）；总体呈现出规模越大的药房，市占率提升越快的规律。

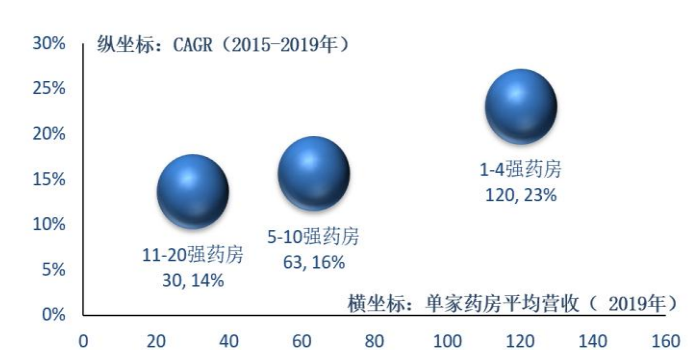
图表 83 不同规模的药房-市占率情况



资料来源：中国药店，华创证券

1-4 强药房：益丰、大参林、老百姓、一心堂

图表 84 不同规模的药房-单家药房平均营收及增速



资料来源：中国药店，华创证券

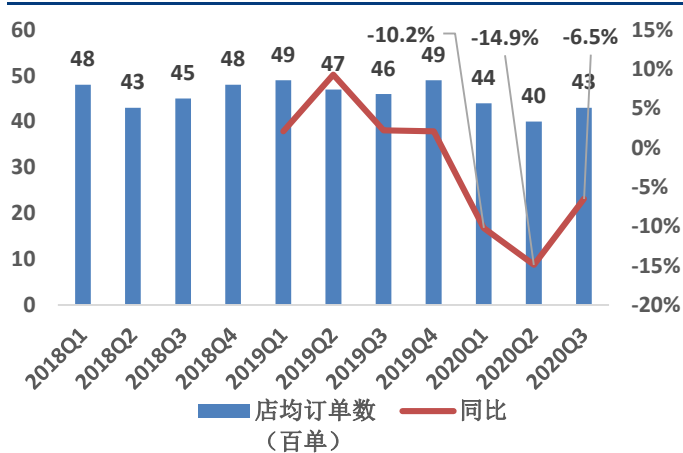
1-4 强药房：益丰、大参林、老百姓、一心堂

3、2020 年头部药房与中小药房形成客流分水岭

疫情下消费向线上转移，2020 年全国药房整体客流量大幅下降。2020Q1、Q2、Q3，全国药房单店单季度平均客流量均同比大幅下降，分别为 4400 单（同比-10.2%）、4000 单（同比-14.9%）、4300 单（同比-43%），主要原因为疫情限制出行、发热及咳嗽类药物实名购买、医药电商的分流作用。

头部药房客流量却逆势大幅增加，表明头部药房与中小药房已形成客流分水岭。我们调研多家全国头部药房，发现头部药房客流量在疫情下（2020 年）实现大幅提升，走出独立行情，与全国药房整体客流量下降的趋势完全相反。在此，我们选取其中一家头部药房客流量情况进行分析。2019 年，该头部药房客流量同比增 4%，与全国药房平均客流量同比增速接近（全国同比增 3.8%）。2020Q1、Q2、Q3，该头部药房单季度客流量同比增速均远高于全国药房平均客流量约 20 个 pct，我们认为主要原因为，头部药房具有防疫类产品的独家销售、集采带来的独家品种和中标价优势、O2O 优势等，且上述大部分优势有望延续，头部药房与中小药房在 2020 年已形成客流分水岭，行业集中度有望加速提升。

图表 85 全国药房单店平均客流量情况：2020 年大幅下降



资料来源：中康、华创证券

图表 86 某全国头部药房单店客流量情况：2020 年逆势大幅提升

分类	2019 年	2020Q1	2020Q2	2020Q3
客流同比增长	4%	3%	7.6%	10%

资料来源：华创证券调研

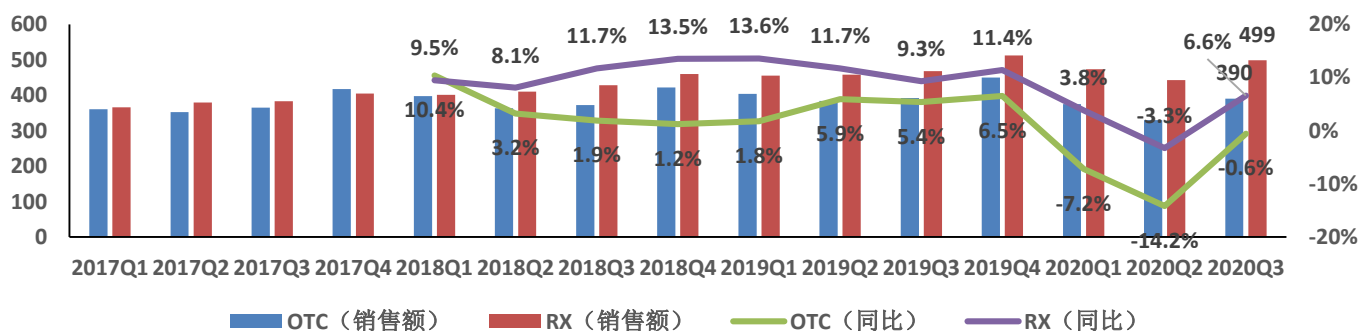
(二) 集采红利加速兑现，头部药房渠道价值显著提升

1、集采为头部药房带来独家竞争优势，药房渠道处方药销售额保持高增长

集采为头部药房带来独家竞争优势。从 2020 年行业运行情况看，集采独家品种、底价（中标价）供应等模式为头部药房带来独家竞争优势，吸引客流持续流入，头部药房有望迎来集中度提升的黄金期。整体来看，集采对头部药房具有 2 大利好，中小药房则受益不大：1）独家品种供应。部分原研品种仅供应头部药房，吸引患者选择头部药房购药。2）毛利率提升。除中标区域内的中标品种为低毛品种外（一般为零差价），其余品种仅剩药房等少量渠道可以销售，药房渠道价值显著提升，带动集采品种毛利率提升。

药房渠道处方药销售额保持高增长。集采下，药房渠道已成为未中标品种的必争之地。2019 年至今，处方药在药房渠道销售额保持高增长，增速高于 OTC 增速约 10 个 pct。我们认为，这体现了未中标品种的渠道战略调整，即为弥补医院渠道市场份额下降，加大拓展药房渠道。

图表 87 零售药店渠道-处方药与非处方药销售情况



资料来源：中康、华创证券

集采下，“未中标品种”在药房渠道形成背水之战。对于集采未中标品种而言，线下药房及互联网线上正在成为品种延续的关键。未来线下药房通过统筹对接，有望成为处方药销售的首选。在销售价格方面，中标品种在头部药房按中标价执行，中小药房几

乎拿不到中标价；非中标品种药房可实行自主定价，提高毛利率。对于药店尤其是头部药店而言，非集采品种的进入总体也构成较大增量。

而在医保对接方面，短期来看，药房主要对接医保个人账户，少部分可对接医保统筹账户。长期来看，个账改革方案有望实现药店与统筹医保对接。我们认为，集采加速处方外流进度，加速院外市场（主要为线下药房及线上互联网）的销售，头部药房有望承接大部分处方外流红利，与中小药房快速拉开差距。

（三）O2O 模式的本质是将中小药房的客流，重新分配至头部药房

2020 年，医药零售 O2O 市场规模大约为 100-150 亿。O2O 的主要参与者为美团、饿了么、京东到家，并依托线下药店配送。目前 O2O 合作模式为佣金提点模式，佣金比例大约为 10-15%，对药店毛利率造成一定影响。

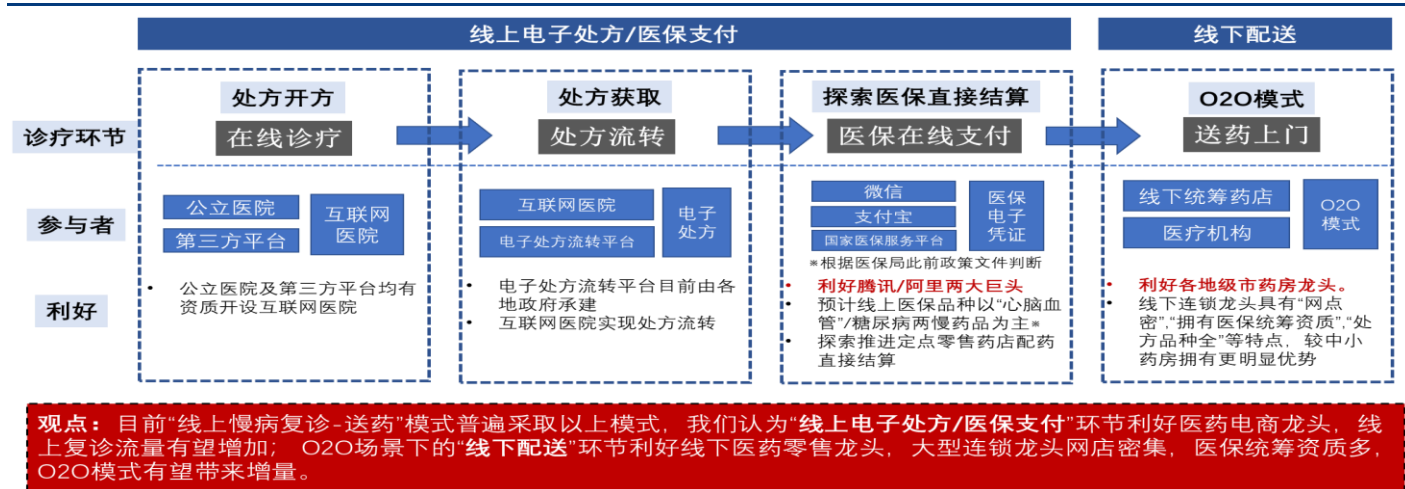
1、O2O 模式加速客流向头部药房归集

O2O 模式的本质是存量（销售额或客流）再分配，并未创造增量销售额，主要将中小药店的存量再分配至头部药房。具体来说，头部药房具有诸多优势，在战略上先知先觉更积极主动的拥抱 O2O，具有更深入人心的药店品牌、更丰富的品类、更便宜的药品价格等。我们认为，随着 O2O 模式高速发展，行业集中度有望加速提升，为头部药房带来业务增量。

2、医保基金已开始试点对接 O2O 模式

医保统筹线上放开本质为 O2O 模式下的支付（如下图所示），需要依托线下药店进行药品销售和配送。医保基金运行依从“属地化原则”，即线上医保仍以支付给当地的医疗机构及药品经营企业为主，O2O 模式更加贴合当前的报销模式。医保基金以地级市为单位进行管理，医保支付对象仍为当地医疗机构和药品经营企业（医药批发、医药零售）。在此逻辑下，最为可行的商业逻辑为 O2O 场景下的“线上下单，线下配送”模式。我们认为，线下头部药房有望进一步获得 O2O 业务增量。

图表 88 医药互联网“线上慢病复诊-送药”业务流程



资料来源：华创证券整理

（四）药房板块投资建议

复盘药房板块，近期股价走势一波三折。2020 年 12 月 8 日京东健康上市，形成“抄新”热潮，分流药房板块资金，同时引发一轮“医药零售线上线下孰优孰劣的讨论”。期间，药房板块整体下跌 10-20%。2 月 18 日春节假期后，美债收益率上行，通胀与加息预期提升，以“茅指数”为代表的高估值股票大幅杀跌，药房板块估值泡沫不大，但仍出现一波 15-30%左右的调整。我们认为，在未来 3-5 年内线上线下更可能互为补充，而非替代关系，线下药房依然是院外药品的主战场。药房板块是当下极为稀缺的“高增长、高确定性、估值合理”的板块。1) 展望 2021-2023 年公司业绩，在行业集中度持续提升的背景下，头部药房有望保持 20-30%的复合利润增长。2) 药房板块业绩增长的前瞻指标为新增门店数，四大上市药房 2017-2020 年新增门店数大约为 20-30%（一心堂略低），决定了公司 2021-2023 年复合利润增长有望保持在 20-30%区间，业绩增长具有较高的确定性。3) 在估值方面，经过近期 2 波股价调整，头部药房估值水平处于历史中枢，已进入合理价格的配置区间。

随着 2020 年报、2021 年一季报陆续披露，我们认为，药房板块有望兑现业绩，建议积极关注头部药房的配置机会，推荐益丰药房（门店扩张能力强，行业精细化管理典范）、大参林（大本营广东省市占率具有翻倍提升空间）、老百姓（执行区域聚焦战略后，规模效应有望带动经营效率提升）、一心堂（公司在四川省逐步脱颖而出，有望打开成长空间）、国药一致（并购成大方圆后，公司在北方市场已形成较好的规模效应，同时估值较低），排名不分先后。

风险提示：电商发展对行业冲击大于预期；行业政策发生变化。

六、2021 年中期医药行业投资策略及重点公司

我们认为，从年报、一季报来看，医药板块的优质公司普遍表现出了强劲的内生增长动力。同时，在国内疫情控制良好且海外疫情不时反复的情况下，我们认为一方面疫苗、防护用品等领域的需求有望持续爆发；另一方面也为中国各领域龙头在国际市场的扩展提供了有利契机。综合上述因素，建议继续重点超配医药板块。

标的方面：1) 建议仍以“核心资产”为配置重心，包括四大白马、业绩全线高增长的 CXO、处于强风口的疫苗和医美、护城河和增长持续性突出的医疗服务等；2) 同时，医药行业细分领域众多且内生增长强劲，非常适宜全球性“隐形冠军”的培养。因此，我们认为对 PEG 类型资产和新标的的挖掘和配置也不应忽略，尤其是在创新药、医药先进制造、医疗器械等领域；3) 此外，我们认为全球疫情走势仍将是全年板块投资的重要线索。建议特别关注疫苗和新冠药物的开发进展，以及防护用具的业绩弹性。

七、风险提示

1、医保控费压力超预期；2、行业竞争加剧；3、医改政策对行业影响大于预期。

医药组团队介绍

所长助理、首席研究员：高岳

北京大学生物技术专业学士，北京大学西方经济学硕士、香港大学金融学硕士。曾任职于瑞银证券、海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2015 年新财富最佳分析师第一名团队成员，2016 年新财富最佳分析师第二名团队成员。2020 年新财富最佳分析师第四名。

首席研究员：郑辰

复旦大学金融学硕士。曾任职于中海基金、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名。

高级研究员：刘浩

南京大学化学学士、中科院有机化学博士，曾任职于海通证券、长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

高级研究员：刘宇腾

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

高级研究员：李婵娟

上海交通大学会计学硕士。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

研究员：张泉

复旦大学公共事业管理学士，美国拉文大学 MHA。曾任职于长江证券。2020 年加入华创证券研究所。2020 年新财富最佳分析师第四名团队成员。

研究员：支君

南京大学生物化学与分子生物硕士。曾任职于东方财富证券。2020 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄致君

北京大学硕士，2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	包青青	销售经理	0755-82756805	baopingqing@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	张嘉慧	销售助理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	邓洁	销售助理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	资深销售经理	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522