



国泰君安证券
GUOTAI JUNAN SECURITIES

证券研究报告

2020年10月14日

业绩验证化解估值压力

国泰君安医药行业2020年四季度投资策略

行业评级：增持

姓名：丁丹（分析师）

邮箱：dingdan@gtjas.com

证书编号：S0880514030001

姓名：赵峻峰（分析师）

邮箱：zhaojunfeng@gtjas.com

证书编号：S0880519080017

姓名：张祝源（分析师）

邮箱：zhangzhuyuan@gtjas.com

证书编号：S0880519090001

姓名：吴宇擎（研究助理）

邮箱：wuyuqing@gtjas.com

证书编号：S0880516050001

姓名：于嘉轩（分析师）

邮箱：yujiaxuan@gtjas.com

证书编号：S0880519080014

姓名：黄炎（研究助理）

邮箱：huangyan@gtjas.com

证书编号：S0880120010036

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

投资要点（行业评级：增持）

01

下半年医疗内需恢复更好，海外市场长线拓展加速

展望下半年，国内医疗需求强劲恢复，Q3/Q4增长环比趋势将更好。重点赛道包括创新药、CXO、医疗服务、疫苗、骨科、IVD、零售药店……等多领域高景气延续，重点龙头公司在疫情期间展现了更强的经营韧性，在各自的市场持续提升份额。在海外市场，部分医疗器械公司在疫情期間以强大的供应链体系和高性价比产品优势大幅提升全球市场拓展。

2020年各领域新产品获批基本符合预期，为后续增长新动力提供保障；政策在下半年进入密集落地期，但均在市场预期之内，影响仅在局部和个股。

02

短期估值高企是当前医药板块投资主要矛盾

目前医药板块2020、2021年预测市盈率（整体法）分别为44X、37X，仍处在历史区间的偏高区间。医药板块高景气度和确定性市场预期较为充分，当前主要矛盾仍在估值，有待上市公司不断的产业验证来推动市值空间。

03

兼顾成长空间和短期估值合理性

医药板块估值较7月高点已有所回落，2020年下半年至2021年业绩增长确定较高，有望不断化解估值压力。推荐组合：①头部公司长线推荐：恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、爱尔眼科；②高景气赛道：智飞生物、大博医疗、华兰生物、安图生物、迈克生物、健帆生物；③公司经营向好变化：金域医学、丽珠集团、健康元、大参林、艾德生物。

目录 / CONTENTS

01 疫情之后三/四季度持续恢复

02 重点赛道和公司景气度势头良好

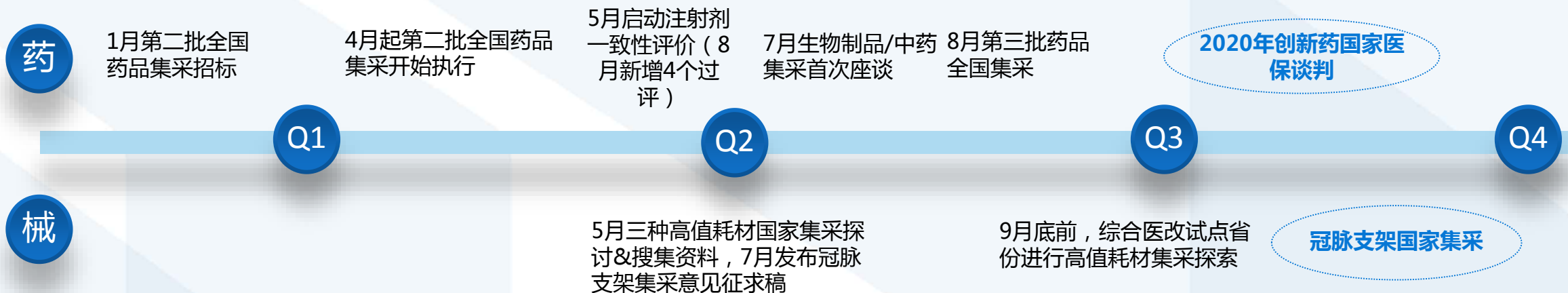
03 短期估值高企，注重中长期空间

— 累计收入增速 — 累计利润增速

01 Q4政策重点是创新药国家医保谈判

- 药品全国/地方集采已被资本市场充分预期，在产业也逐步被视为一种常态；注射剂一致性评价可能在2021年进入密集收获期。
- Q4最为重要的政策：2020年创新药国家医保谈判、冠脉支架国家集采；其中我们预计创新药国谈可能从市场预期的10月推迟至11月。
- 全年政策节奏基本符合市场预期，且影响都在局部和个股，维持“政策已经不是二级市场投资主要矛盾”的判断。

2020年 医药行业重点政策及时间表



医保谈判Q4将举行，整体加快创新红利释放

- 2020年医保谈判和竞价将于10-11月进行，结果将于11-12月公布。本次通过医保形式审查的申报药品新增728个，为历次最多。其中2015年至2020年8月17日期间上市的新药数量为171个，基本涵盖近年上市的新药。
- 预计本次医保谈判降价幅度的影响因素仍为临床价值、竞争格局，谈判规则接近，过往医保谈判降幅可做参考，预期平均价格降幅50%+，市场预期相对充分。

多家龙头公司核心品种参与本轮医保谈判

公司	药品	适应症	备注
恒瑞医药	卡瑞利珠单抗	肿瘤	首次谈判
	白蛋白紫杉醇	肿瘤	集采后纳入医保
	甲苯磺酸瑞马唑仑	麻醉	首次谈判
	艾司氯胺酮	麻醉	首次谈判
中国生物制药	安罗替尼	肿瘤	续约+新适应症谈判
	苯达莫司汀	肿瘤	首次谈判
翰森制药	阿美替尼	肿瘤	首次谈判
	聚乙二醇洛塞那肽	糖尿病	首次谈判
	氟马替尼	血液瘤	首次谈判
石药集团	丁苯酞	脑卒中	可能价格谈判
	白蛋白紫杉醇	肿瘤	集采后纳入医保
百济神州	泽布替尼	血液瘤	首次谈判
	替雷利珠单抗	肿瘤	首次谈判
	地舒单抗	骨科	首次谈判
君实生物	特瑞普利单抗	肿瘤	首次谈判
复星医药	阿伐曲泊帕	血液疾病	首次谈判
健康元	左沙丁胺醇	呼吸	首次谈判
	盐酸氨溴索	呼吸	首次谈判

- 前几轮医保谈判后，绝大部分能够以量补价获得销售额正面提升，随着进入医保的创新药大幅增加，尤其同机理同靶点领域的竞争也变得更为激烈，不排除本轮医保谈判后，部分疾病领域的竞争格局变化、销售放量可能出现分化。
- 在创新兑现阶段，系统性布局的龙头在市场准入和销售等方面竞争力更强。以PD-1为例，除已纳入医保的达伯舒，国内上市的PD-1/PD-L1都将参与本次谈判，其中预计大适应症获批较多、销售能力较强的恒瑞医药有望在本轮谈判中获益。

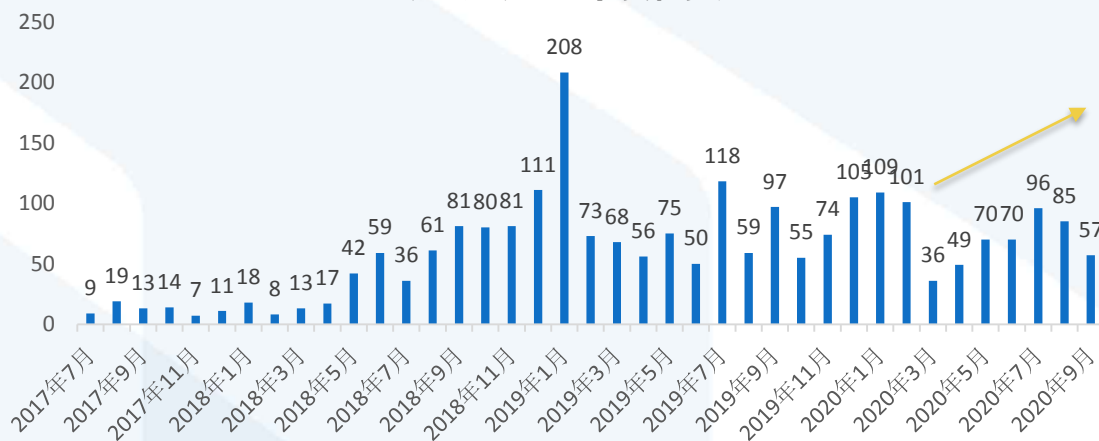
PD-1医保谈判，恒瑞有望依靠大适应症获益

2020H1核心数据对比	君实生物	信达生物	百济神州	恒瑞医药
PD-1收入（亿元）	4.26	9.21	3.50	约20亿
增速	38%	178%	NA	NA
NMPA上市日期	2018-12-17	2018-12-24	2019-12-16	2019-05-29
获批适应症	黑色素瘤	淋巴瘤	淋巴瘤，尿路上皮癌	淋巴瘤，肝癌，肺癌，食管癌
报产适应症	鼻咽癌、尿路上皮癌	肺癌	肺癌	鼻咽癌
是否进入医保	否	是	否	否
是否参与2020年医保谈判	是	NA	是	是
研发费用（亿元）	7.1	8.1	41.3	18.6
销售和市场人员数量	500+	1100+	1200+（中国）100+（美国）	约6000（肿瘤线）

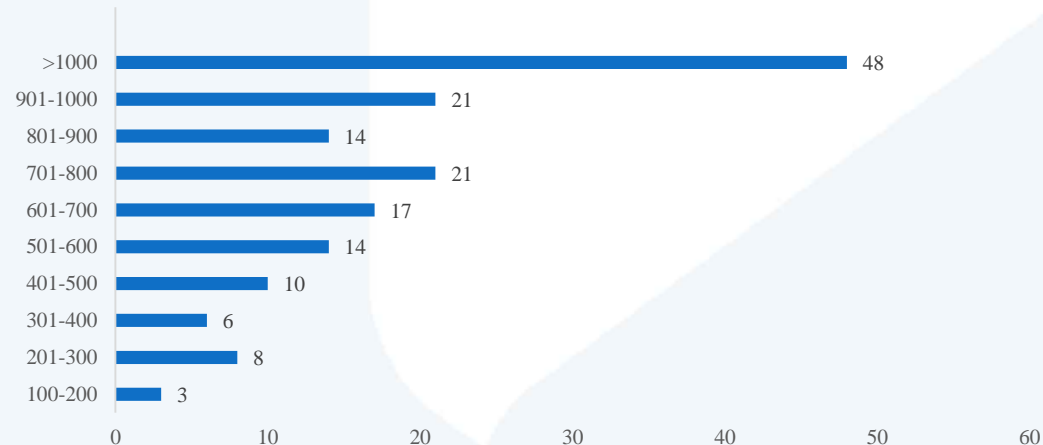
仿制药一致性评价：注射剂申报提速，企业立项趋谨慎

- 仿制药一致性评价申报节奏稳步加快，2020年9月CDE共受理57项，三季度共受理238项，相比二季度受理189项提速明显。尤其是5月政策落地后，注射剂一致性评价申报和评审明显提速。
- BE试验开展数量预计将继续维持在低位：1) 受疫情影响国内临床入组受限（阶段性扰动）；2) 企业立项更为审慎（趋势性因素）。研发费用超过1000万元的比例达29.6%较2019年同期的15.3%的占比大幅提升。

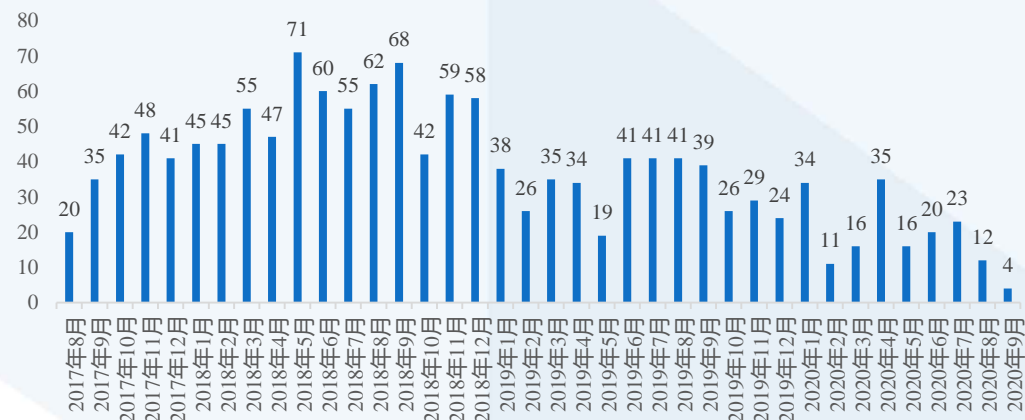
一致性评价申报节奏稳步加快



一致性评价研发费用高昂（单位：万元）



BE开展节奏有所减缓



2020年5月20日，国家发改委发布《公共卫生防控救治能力建设方案》（发改社会〔2020〕0735号），弥补新冠肺炎疫情暴露的公共卫生特别是重大疫情防控救治能力短板。建设方向包括疾病预防控制体系现代化建设、全面提升县级医院救治能力、健全完善城市传染病救治网络、改造升级重大疫情救治基地，对应疾控、县级、市级、省级四个方面，提升相关医疗设备配置。实际执行效果还需观察地方财政实际投入能力和情况。

建设内容	具体要求
疾病预防控制体系现代化建设	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 全面改善疾控机构设施设备条件，建设目标是实现每省至少有一个达到生物安全三级（P3）水平的实验室，每个地级市至少有一个达到生物安全二级（P2）水平的实验室，具备传染病病原体、健康危害因素和国家卫生标准实施所需的检验检测能力。 ✓ 对不同层级的疾控中心提出不同程度的能力要求，其中对县级疾控中心重点提升疫情发现和现场处置能力，对地市级疾控中心重点提升实验室检验检测能力，对国家、省级疾控中心重点提升传染病检测“一锤定音”能力和突发传染病防控快速响应能力。
全面提升县级医院救治能力	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 要求重点改善1所县级医院（含县中医院）基础设施条件，充分发挥县级医院龙头作用； ✓ 改善县级医院发热门诊、急诊部、住院部、医技科室等业务用房条件，更新换代医疗装备等； ✓ 提高县级医院传染病检测和诊治能力，重点加强感染性疾病科和相对独立的传染病病区建设，完善检验检测仪器设备配置，提高快速检测和诊治水平； ✓ 建设可转换病区，扩增重症监护病区（ICU，含相关专科重症病房，下同）床位，一般按照编制床位的2-5%设置重症监护病床，“平时”可作为一般病床，按照不同规模和功能，配置呼吸机等必要医疗设备，发生重大疫情时可立即转换。
健全完善城市传染病救治网络	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 要求直辖市、省会城市、地级市要建有传染病医院或相对独立的综合性医院传染病区，实现100%达标； ✓ 扩大传染病集中收治容量，加强基础设施建设和设备升级，落实“三区两通道”设计要求，配置负压救护车、负压担架等必要设备，强化物资储备，适度预留应急场地和改造空间； ✓ 加强重症监护病区（ICU）建设，配置床旁监护系统、呼吸机、体外膜肺氧合（ECMO）等相关设备； ✓ 提高传染病检验检测能力，配备聚合酶链式反应仪（PCR）等检测设备，建立达到生物安全二级（P2）水平的实验室； ✓ 加强中医药科室建设，按标准规范设置中医药科室，提升中西医结合防治传染病能力。
改造升级重大疫情救治基地	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 要求结合国家应急队伍建设，每省份建设1-3所重大疫情救治基地，承担危重症患者集中救治和应急物资集中储备任务，能够在重大疫情发生时快速反应，有效提升危重症患者治愈率、降低死亡率； ✓ 加强重症监护病区（ICU）建设，建设可转换病区，改善呼吸、感染等专科设施条件，提升公共卫生检验检测、科研和紧急医学救援能力，加强应急救治物资储备，支持有条件的中医机构建设达到生物安全二级或三级水平的实验室，健全完善中医药应对突发公共卫生事件科研支撑平台

医药新基建：多部委共同发力，各地资金下发进度符合预期

据不完全统计，截至2020年9月底，已有吉林、广东、辽宁、云南、江西、湖南、新疆、内蒙古、河北，浙江、福建、河南、重庆等多地下发公共卫生体系建设和重大疫情防控救治体系建设补助资金，政策落实节奏符合预期。

时间	地区/部门	金额
20200706	国家发改委	下达2020年卫生领域中央预算内投资，共安排456.6亿元，支持全国加强公共卫生防控救治能力建设。在项目安排上重点向疫情严重地区、急需紧缺领域倾斜，全面提升县域医疗卫生服务能力，加强区域医疗中心建设，升级改造重大疫情救治基地，提高危重患者救治水平，储备一定数量的救治设施设备，应急时服从国家统一调配。
20200730	国家财政部	发布《关于下达支持应急物资保障体系建设补助资金预算的通知》，下达300亿资金，主要用于支持地方加快补齐应急物资保障短板，要求各地进一步充实完善专用应急政府储备、大力支持产能备份建设、增强医疗物资和装备应急转产能力等三方面重点任务。
20200731	国家财政部 国家卫生健康委 国家中医药局	《关于下达2020年公共卫生体系建设和重大疫情防控救治体系建设补助资金预算的通知》，下达149.23亿资金。该项资金为中央直达资金，主要用于支持9大方面建设：新冠肺炎等重点传染病监测和能力建设、疫苗冷链能力建设、国家卫生应急队伍能力提升、基层疫情防控能力提升、基层呼吸系统疾病早期筛查干预能力提升等公共卫生体系建设、县级公立医院医防结合能力建设、基层医疗卫生机构重大疫情救治能力提升和人才培养、院前医疗急救服务能力提升、县级中医医院传染病防治能力建设等重大疫情防控救治体系建设

医药新基建：加强急救救治物资储备，拉动相关设备销售

《公共卫生防控救治能力建设方案》要求改造升级重大疫情救治基地，每省份建设1-3所重大疫情救治基地，承担危重症患者集中救治和应急物资集中储备任务，预计将拉动相关公司设备销售。直辖市、省会城市、地级市每个城市选择1-2所现有医疗机构进行改扩建，提高传染病检验检测能力，配备聚合酶链式反应仪（PCR）等检测设备，预计将增加PCR检测设备采购。

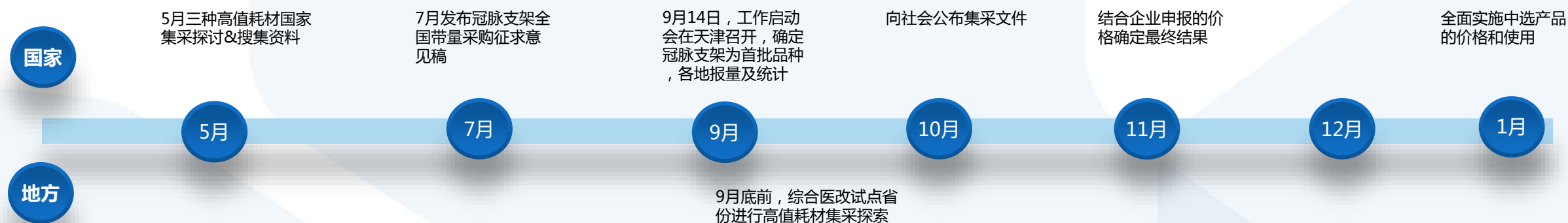
序号	设备名称	设备数量 (台/套)	相关上市公司
1	无创呼吸机	50	鱼跃医疗
2	有创呼吸机	40	迈瑞医疗
3	转运呼吸机	10	迈瑞医疗
4	监护仪	200	迈瑞医疗、宝莱特、理邦仪器
5	可视喉镜	10	
6	电子气管镜	10	
7	呼吸湿化治疗仪	50	
8	连续性血液透析机（CRRT）	5	健帆生物
9	体外膜肺氧合机（ECMO） （配6套耗材）	3	
10	注射泵	200	迈瑞医疗、威高股份
11	输液泵	100	迈瑞医疗、威高股份
12	营养泵	50	
13	除颤仪	10	迈瑞医疗、鱼跃医疗
14	制氧机	50	鱼跃医疗、迈瑞医疗
15	便携式彩超	5	迈瑞医疗、祥生医疗
16	心电图机	10	乐普医疗
17	振动排痰仪	5	普门科技
18	咳痰机	5	

序号	设备名称	设备数量 (台/套)	相关上市公司
19	降温机	3	
20	移动式空气消毒机	200	
21	过氧化氢消毒机	10	
22	紫外线消毒车	200	
23	CT（含车载CT、方舱CT）	1	东软医疗、万东医疗
24	移动DR	1	东软医疗、万东医疗
25	生物安全柜	1	海尔生物
26	离心机	1	
27	超低温冰箱	1	海尔生物
28	荧光定量PCR仪	1	达安基因、科华生物、凯普生物、硕世生物
29	核酸提取仪	1	
30	床旁血气分析仪	5	理邦仪器、万孚生物
31	额温枪	200	鱼跃医疗
32	脉搏血氧仪	200	鱼跃医疗、宝莱特
33	多重呼吸道病原体快速核酸 检测系统	1	万孚生物
34	生化分析仪	1	迈瑞医疗、安图生物、迪瑞医疗、迈克生物、科华生物
35	移动中药房	1	

高值耗材带量采购：静待国家版政策落地，产业格局优化趋势逐渐清晰

- 国家冠脉支架带量采购将在10月发布正式文件，11月确定结果；截至9月底，全国除个别地区（广东、四川、江西、西藏）外，已基本进行带量采购探索，心血管、骨科、眼科人工晶体是带量采购重点，平均终端价格降幅在60%左右，对生产企业出厂价影响有限；
- 不同品种在国家层面的高值耗材带量采购优先级不同，标准程度高、产品渗透率高、国产化率高、集中度高且产品升级基本完成的品种，由于易于带量采购，且产品推广成熟，难以实现以量换价，受政策影响程度较大。

2020H2 高值耗材带量采购政策实施节奏



品种	标准程度	渗透率	国产化率	集中度	产品升级空间	政策影响程度
冠脉支架	高	高	高	高	中	较大
冠脉球囊	高	高	中	高	小	中等
骨科关节	高	低	中	高	大	较小
骨科脊柱	中	中	高	低	大	较小
骨科创伤	低	高	高	低	中	较小
人工晶体	高	中	低	中	大	较小

2020年新产品获批基本符合预期，为未来增长新动力增添

 2020已获批

	2019年已获批	2020年获批预期
医疗器械	<div>乐普 可降解支架</div> <div>艾德 BRCA NGS检测</div>	<div>迈克/安图/万孚 新冠检测试剂盒</div> <div>心脉医疗 外周药物球囊</div> <div>乐普医疗 冠脉药物球囊</div> <div>乐普医疗 左心耳封堵器</div> <div>大博医疗 髋关节假体</div>
创新药	<div>豪森 聚乙二醇洛塞那肽</div> <div>恒瑞 卡瑞利珠单抗</div> <div>百济神州 替雷利珠单抗</div> <div>豪森 甲磺酸氟马替尼</div> <div>恒瑞 瑞玛唑仑尼</div>	<div>恒瑞 PD-1 肝癌</div> <div>百济神州 泽布替尼</div> <div>微芯 西格列他钠片</div> <div>恒瑞 氟唑帕利胶囊</div> <div>恒瑞 PD-1 肺癌</div> <div>豪森 阿美替尼</div> <div>三生制药 伊尼妥单抗</div> <div>东阳光 磷酸依米他韦</div> <div>贝达 恩莎替尼</div>
生物仿制药	<div>复宏汉霖 利妥昔单抗</div> <div>安科 生长激素(水针)</div> <div>百奥泰 阿达木单抗</div> <div>通化东宝 甘精胰岛素</div>	<div>信达 贝伐珠单抗</div> <div>信达 阿达木单抗</div> <div>信达 利妥昔单抗</div> <div>复宏汉霖 曲妥珠单抗</div> <div>复宏汉霖 阿达木单抗</div> <div>丽珠集团 重组人促性素</div> <div>乐普医疗 甘精胰岛素</div>
疫苗	<div>万泰生物 2价HPV疫苗</div> <div>沃森生物 13价肺炎疫苗</div>	<div>长春高新 鼻喷流感疫苗</div> <div>智飞生物 微卡结核疫苗</div> <div>康希诺 四价流感结合疫苗</div>
化学仿制药	<div>豪森/中生/科伦 阿哌沙班</div> <div>恒瑞/中生 阿比特龙</div> <div>中生 利伐沙班</div> <div>健康元 左沙丁胺醇</div>	<div>中国生物制药 布地奈德混悬液</div> <div>健康元 布地奈德混悬液</div> <div>中国生物制药 索磷布韦</div> <div>中国生物制药 沙美特罗替卡松</div>

资本市场持续加大对创新的支持力度

截至2020年9月末，科创板医药公司数量及市值占比分别达20.8%和23.3%。



- 海外收入占比较大公司集中在化学原料药、医疗器械制造业和研发外包服务业（CDMO），还是以基于规模和成本优势的大宗制造业为主，毛利率多数处于20-50%的区间。
- 根据Q3海外疫情情况，我们预估防控整体需求可能仍然旺盛。Q4则需密切关注全球供/需变化对2021年的影响。
- 出口产品/服务中，和疫情直接相关的产品如医用耗材、医疗设备有正向拉动，且下半年订单饱满；维生素下游主要是农业和食品加工业，需求较为刚性；化学原料药下游为化药制剂，需求也相对刚性，虽同样受疫区医疗机构阶段性业务量下降影响，但产业链传递有滞后，且部分产品供给也同样受影响，具体影响需看具体产品的供需变化；CDMO产能在Q1受到影响，但对全年订单交付影响有限，维持对2020年下半年业绩高增长的判断。新冠试剂海外需求在下半年仍在继续，但随着全球供给的增加，价格和分配到单个公司的订单可能减少。
- 医疗设备和IVD等制造业龙头公司在疫情期间展现出良好的供应链韧性，以良好的产品性价比为基本优势，全球市场拓展的速度大幅提升。

部分海外收入占比较高的公司收入变化较大

证券代码	证券简称	细分领域	2020H1海外收入占比	2019A海外收入占比	2020H1海外收入增速	2019海外收入增速
002821.SZ	凯莱英	研发外包	89%	91%	8.84%	34.97%
688222.SH	成都先导	研发外包	88%	93%	-24.85%	84.65%
002399.SZ	海普瑞	原料药	88%	92%	17.66%	-3.19%
300363.SZ	博腾股份	研发外包	84%	83%	54.60%	38.34%
300562.SZ	乐心医疗	医疗器械	81%	72%	46.47%	16.78%
002626.SZ	金达威	原料药	78%	79%	1.85%	7.36%
002432.SZ	九安医疗	医疗器械	77%	69%	280.48%	27.51%
300676.SZ	华大基因	IVD	72%	17%	1157.44%	-4.35%
300702.SZ	天宇股份	原料药	70%	62%	62.90%	59.52%
002382.SZ	蓝帆医疗	医疗器械	67%	69%	30.32%	16.07%
002950.SZ	奥美医疗	医疗器械	66%	89%	49.08%	15.52%
002551.SZ	尚荣医疗	医疗器械	64%	64%	49.92%	8.68%
600521.SH	华海药业	原料药	62%	62%	22.21%	5.49%
002001.SZ	新和成	原料药	62%	58%	42.46%	-24.05%

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

目录 / CONTENTS

- 01 疫情之后三/四季度持续恢复
- 02 重点赛道和公司景气度势头良好
- 03 短期估值高企，注重中长期空间

医药行业重点公司前三季度业绩前瞻

≥ 50% : 泰格医药、康龙化成、昭衍新药、金域医学、鱼跃医疗

40%-50% : 凯莱英、健帆生物、大参林

30-40% : 药明康德、丽珠集团、智飞生物、迈瑞医疗、益丰药房、心脉医疗

20-30% : 健康元、复星医药、迈克生物、大博医疗、老百姓、一心堂

10-20% : 恒瑞医药、爱尔眼科、云南白药、艾德生物

0-10% : 中国生物制药、康泰生物、通策医疗

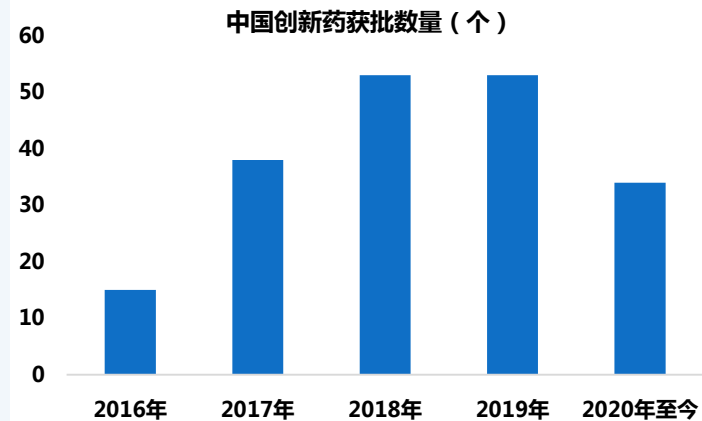
同比下滑 : 我武生物、美年健康、安图生物、开立医疗、南微医学

注：以上根据已披露的公告和国泰君安预测；药明康德为调整后non-IFRS净利润。

- 2020H1整体受到疫情的冲击，择期空间较小品种如肿瘤用药仍保持较快增速，PD-1、安罗替尼等重磅创新品种快速放量。疫情对医院终端可择期的诊疗服务影响较大，造成多数药品报告期内销售额下滑。随着疫情的控制，Q2行业收入环比有所恢复，预期Q3-Q4 临床需求和相关公司业绩增速基本恢复。
- 2020年国内创新药审评未受疫情明显影响，近期恒瑞医药氟唑帕利、贝达恩沙替尼等重磅新药有望陆续获批。君实生物的新冠中和抗体、传奇生物的BCMA CAR-T等全球化重磅新药预计Q4申报上市。现阶段国产创新药初步成规模进入获批收获期和商业化验证期，药审和支付政策友好，规范市场认可度高，新进医保产品、具有明确诊疗需求的治疗性品种有望保持较高景气。同时疫情亦未影响龙头公司研发投入整体高速增长的趋势。
- 政策影响阶段性弱化。医药控费大背景下，仿制药集采认知差已基本消除；独家品种医保支付价的“可能性谈判”、注射剂一致性评价等政策影响市场认知日趋充分。
- 自主消费为主的生长激素、脱敏制剂等终端需求刚性旺盛，主要根据企业自主经营节奏。

备注：新药主要为国家药品监督管理局（NMPA）首次批准的创新药品种，包括化药注册分类下的1类、5.1类，生物制品注册分类下的1类、2类，以及疫苗和中药等，不包括新适应症的批准；数据截止至 2020年10月10日。

疫情未明显影响国内新药审评

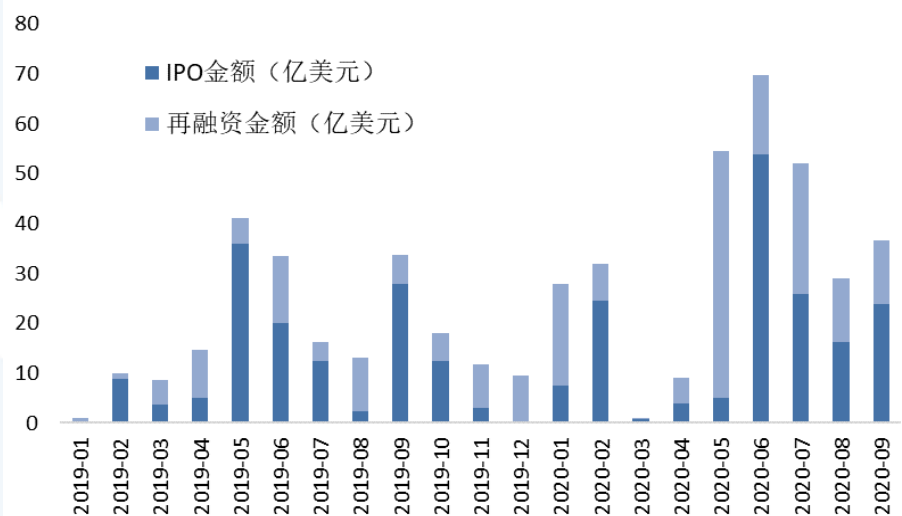


20H1龙头公司研发投入较快增长趋势延续

排名	证券简称	研发支出 (亿元)	研发支出 增速	资本 化率	主营业务	2020H1扣非 净利 (亿元)
1	恒瑞医药	18.6	26%	0%	化学制剂	25.6
2	复星医药	16.9	25%	29%	综合	13.0
3	迈瑞医疗	10.0	29%	10%	医疗器械	33.7
4	科伦药业	7.7	15%	11%	化学制剂	1.4
5	君实生物-U	7.1	92%	0%	化学制剂	-6.1
6	上海医药	7.5	33%	10%	综合	22.0
7	华东医药	4.8	2%	0%	综合	14.1
8	康弘药业	4.4	54%	76%	化学制剂	2.9
9	健康元	3.7	4%	0%	化学制剂	5.9
10	贝达药业	3.7	15%	54%	化学制剂	1.4

- 行业先行指标医药行业融资额高景气的大背景下，2020Q2后，国内疫情得到控制，海外部分国家地区仍然处于疫情高峰期。行业整体受到疫情促进，部分短期CRO订单外溢转移到中国，预计未来部分订单仍将留在中国进行，加速产能向中国转移的趋势。
- 资本助力行业扩张：随着龙头公司IPO/增发的推进，1) 降低财务费用，2020H1，A股相关上市公司财务费用同比下降94%；2) 在手现金将会创历史新高，预计将进一步并购及扩建产能；3) 更多的以投资参股方式深入的参与到国内产业创新升级浪潮中。
- 预计业绩高景气：2020Q3-Q4龙头公司药明康德、药明生物有望实现30-50%业绩高增速，而二线龙头如康龙化成、凯莱英、昭衍新药等有望实现50%以上增速。中长期维度，凭借技术、人才、产能优势，海外业务保持稳健较快增长；依靠国内产业升级、创新崛起带来的服务需求，国内业务延续高速增长态势，未来数年行业高景气度有望持续。

行业收入主要为离岸外包，景气度先行指标
—美国医疗融资额2020Q2后维持高景气



CRO/CDMO龙头公司融资额高企 (2019Q3至今)

公司	类型	时间	募资额度
药明康德	A股增发	2020/9/2	65.28亿元
	港股配售	2020/3/24	6.82亿元
	港股配售	2020/7/29	73.70亿港元
药明生物	港股配股	2020/6/30	61.65亿港元
	港股配股	2019/11/1	39.53亿港元
泰格医药	港股IPO	2020/8/7	108.19亿元
康龙化成	港股IPO	2019/11/28	46.52亿元
凯莱英	A股增发	2020Q4E	23亿元 (预计)
昭衍新药	港股IPO	2021H1E	30亿元左右 (预计)

血制品——紧平衡格局延续，温和复苏

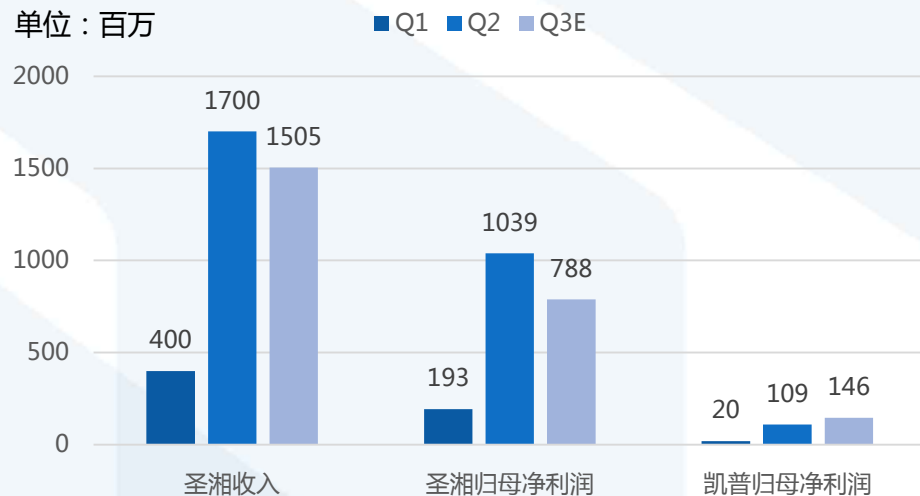
- 虽然疫情期采浆受到影响，但从上市公司库存数据来看，上半年库存未展现共性趋势，上市公司H1原材料库存没有出现集体性的明显下降，预计一方面受疫情期间医院终端用量下降影响，另外Q2的采浆恢复也较快。
- 从批签发数据来看，主要产品白蛋白Q3批签发量略有减少，静丙批签发量Q3维持稳定，进口白蛋白自5月以来占比的持续下降，是白蛋白批签发量增长放缓的主要原因，预计为海外疫情影响（包括运输）所致，
- 预计白蛋白整体紧平衡格局将延续，维持血制品行业温和复苏的判断。**

名称	统一规格	2020年M1-M8累计	M1	M2	M3	M4	M5	M6	M7	M8	YOY
人血白蛋白	10g	4036.8	461.8	693.6	456.4	467.5	638.0	432.5	402.9	484.1	-8.3%
静丙	2.5g	949.5	121.4	199.4	150.8	97.4	68.3	100.4	103.9	108.0	-28.6%
狂犬病人免疫球蛋白	200IU	792.6	60.7	155.0	44.3	110.9	68.5	152.5	108.0	92.7	-33.4%
破伤风人免疫球蛋白	250IU	389.2	69.9	50.9	41.3	54.8	57.6	30.8	31.1	52.8	-8.2%
人凝血因子VIII	200IU	143.6	29.6	10.3	20.3	14.6	9.3	16.9	21.0	21.8	-5.3%
凝血酶原复合物	200IU	97.5	11.4	11.9	12.6	10.4	15.1	19.4	8.6	7.9	-73.3%
乙肝人免疫球蛋白	200IU	103.8	12.1	9.5	5.7	12.0	17.7	33.3	8.5	5.0	-24.4%
人纤维蛋白原	0.5g	76.2	6.5	12.6	8.5	5.4	16.3	13.3	7.8	5.9	-22.4%

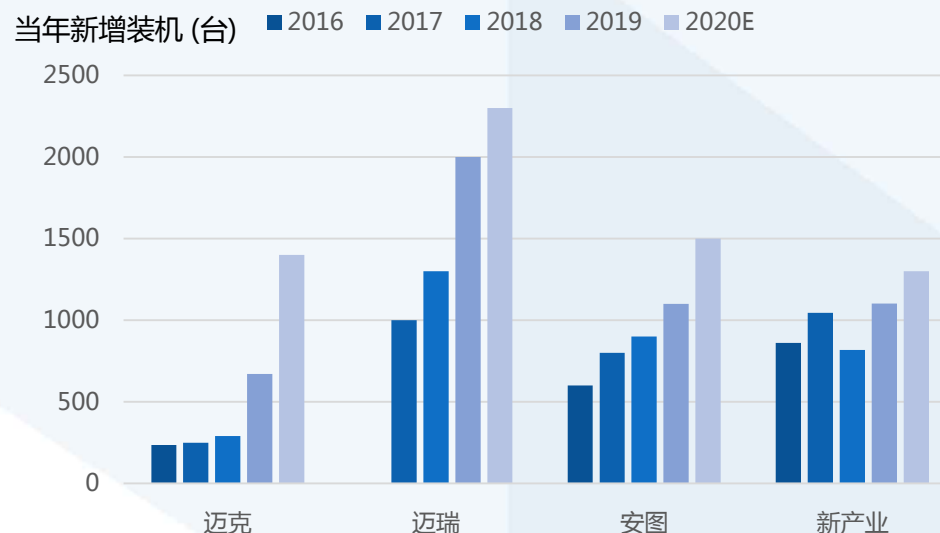
单位： 亿元	2020H1存货 明细-产成品	2019A存货明细 -产成品	较去年末变化	2020H1存货 明细-在产品	2019A存货明 细-在产品	较去年末变化	2020H1存货 明细-原材料	2019A存货明 细-原材料	较去年末变化	2020H1存货	2019A存货	较去年末变化
天坛生物	3.97	2.39	1.58	10.06	9.42	0.64	5.94	7.68	-1.74	19.97	19.49	0.48
华兰生物	1.05	1.93	-0.88	5.63	3.75	1.88	6.18	6.23	-0.05	12.44	11.59	0.84
上海莱士	8.66	7.04	1.63	7.32	7.62	-0.30	4.77	4.76	0.01	20.43	19.13	1.30
双林生物	0.80	0.79	0.01	1.27	2.00	-0.72	2.01	1.27	0.74	4.10	4.04	0.06
卫光生物	1.74	1.77	-0.02	1.14	1.04	0.10	1.35	1.83	-0.48	4.34	4.67	-0.33

- **疫情反复新冠常态化检测下需求持续，分子诊断迎来重大发展机遇。**全球新冠疫情发展有较大不确定性，特别是Q3海外疫情复发甚至在部分国家出现第二波疫情，我国部分地区出现零星散发和局部爆发疫情。且三季度开始进入流感高发的秋冬季节，全球多个国家加大备战秋冬，防范新冠和流感共同流行、避免交叉感染的投入。常态化检测下，新冠检测需求有望持续，相关检测试剂产品、检测服务仍贡献较大增量。疫情防控需要下，国家大力支持医疗机构开展核酸检测实验室建设，提升核酸检测能力，分子诊断行业迎来重大发展机遇。
- **化学发光国产龙头仪器装机加速，试剂销售逐步回升。**疫情期间，进口品牌产品供应、效期问题突出+国内企业新冠检测试剂快速响应+新基建下需求增大，政策鼓励国产，化学发光进口替代进程加快，国产龙头公司装机加速。H1试剂销售受门诊量下降影响，随着医疗机构门诊量恢复，试剂销售逐步回升，**预计Q3龙头公司国内发光试剂销售恢复至20%+增速。**
- **ICL新冠检测继续贡献增量，价值凸显积极参与新基建：**国内各地疫情反复，下半年新冠检测有望持续贡献增量。抗击疫情中ICL专业价值和社会价值凸显，行业政策持续向好。后疫情时代，龙头公司把握新基建机遇，金域全面推广病原学诊断中心建设方案，迪安积极参与核酸检测传染病筛查防控实验室共建。

新冠检测需求持续，相关公司Q3预计实现较高增长



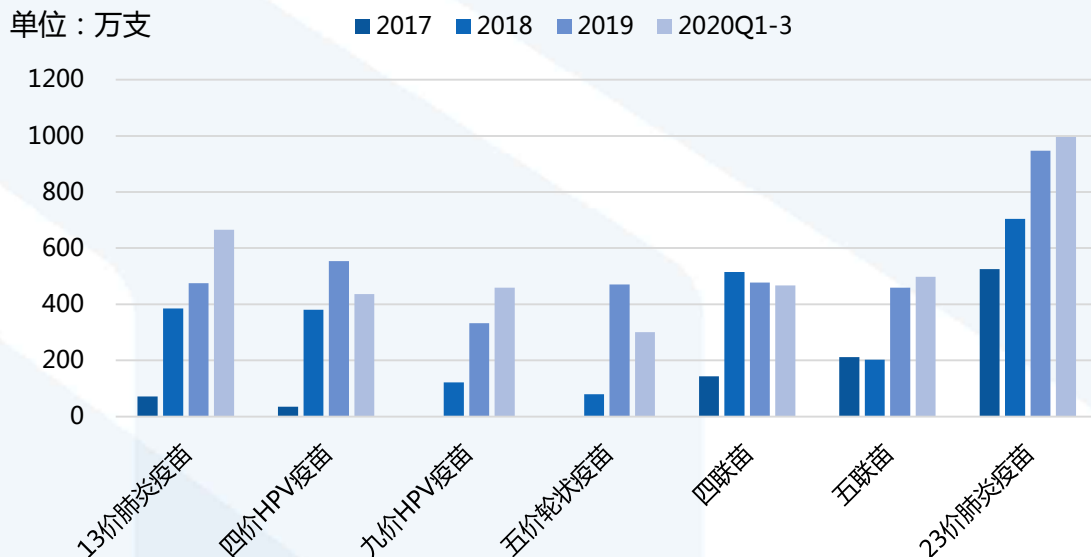
化学发光国产龙头仪器装机加速



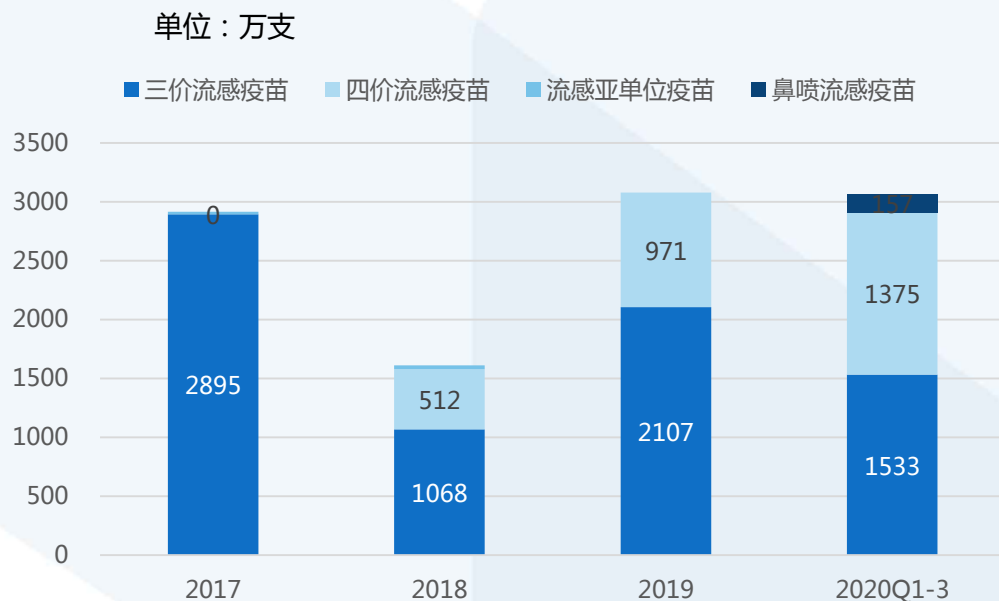
疫苗——刚需持续高景气，疫情教育推动渗透率提升

- **刚需加速有望恢复，整体批签发顺利，重磅产品有望持续放量。**国内Q2疫情逐步控制，疫苗刚需加速恢复，重磅疫苗品种批签发顺利，前三季度13价肺炎、23价肺炎、九价HPV疫苗，五联苗等品种批签发均超去19全年水平，四联苗、流感疫苗批签发接近19年全年水平。**新冠疫情爆发使得国民健康意识与传染病防控意识进一步提升，我国流感、肺炎等二类苗接种率有望进一步提升。**
- **国产研发稳步推进，先头部队步入收获期。**近年来国产重磅产品陆续上市，2019年末中国首个自主研发的13价肺炎球菌多糖结合疫苗、双价HPV疫苗获批上市申请，随着批签发和招标准入顺利推进（20年Q1-3沃森13价批签发331万支，占比50%；万泰双价HPV疫苗批签发150万支，占有HPV14%），有望快速放量推动国内疫苗行业新一轮扩容。20年-21年，微卡结核疫苗（智飞）、人二倍体狂犬苗（康泰）、四价脑膜炎结合疫苗（康希诺）、13价肺炎疫苗（康泰）等国产重磅产品有望持续验证。

疫苗重磅产品批签发顺利



2020年Q1-3流感疫苗批签发接近2019年全年水平



疫苗——新冠疫苗研发国内进度领先，头部企业有望年内获批

- **国产新冠疫苗位于全球第一方阵。**根据WHO统计，截至10月2日全球有超过190种候选疫苗正在研发，其中42种已经进入临床试验阶段，10种疫苗进入Ⅲ期临床。我国的多种疫苗研发处于国际第一方阵，其中国药中生灭活疫苗（武汉所和北京所两款）、康希诺/军科院腺病毒载体疫苗、科兴中维灭活疫苗进入Ⅲ期临床，与海外合作研发的腺病毒载体疫苗（康泰/阿斯利康/牛津大学）、mRNA疫苗（复星/辉瑞/BioNTech）亦进入Ⅲ期临床。此外智飞/微生物所重组亚单位疫苗进入Ⅱ期临床、沃森/艾博/军科院mRNA疫苗进入Ⅰ期临床、万泰/厦大/港大鼻喷流感病毒载体疫苗进入Ⅰ期临床。
- **整体研发进展积极正面，头部企业有望年内获批，板块仍然处于正面催化剂密集兑现期。**近日FDA发布新冠疫苗紧急使用授权（EUA）指南、欧洲EMA启动对阿斯利康/牛津大学、BioNTech/辉瑞新冠疫苗的滚动审查，我们预计后续多个变量仍然处于正面催化剂密集兑现期：临床进度推进、Ⅲ期临床中期数据揭盲、头部企业疫苗注册申报、批准上市，定价确认、订单落地、大规模接种……

中国13种在研疫苗进入临床，4种进入临床Ⅲ期

康希诺/军科院腺病毒载体疫苗6月25日获得中央军委卫生局颁发的军队特需药品批件（有效期1年）。我国已于7月22日批准国药中生、科兴生物新冠灭活疫苗的紧急使用。

技术路线	疫苗名称	研发机构	接种方案	临床I	临床I/II	临床II	临床III	临床地点
灭活	新冠灭活疫苗	中生武汉所	2针（0，21）		4月12日		7月16日	中国、阿联酋、巴林、埃及、摩洛哥、秘鲁、阿根廷等
灭活	新冠灭活疫苗	中生北京所	2针（0，21）		4月27日		7月16日	中国、阿联酋、巴林、埃及、摩洛哥、秘鲁、阿根廷等
灭活	克尔来福PiCoVacc	科兴生物	2针（0，14）		4月16日		7月21日	中国、巴西、孟加拉国、智利、印度尼西亚、土耳其
非复制性载体	Ad5-nCoV	康希诺/军科院	1针	3月16日		4月12日	9月	中国、加拿大、阿联酋、巴基斯坦、墨西哥、巴西、俄罗斯
蛋白亚单位	重组新型冠状病毒疫苗	智飞生物/中科院	2针（0，28）或3针（0，28，56）	6月23日		7月10日		中国
灭活	灭活疫苗（vero细胞）	医科院生物所	2针（0，28）		5月15日			中国
蛋白亚单位	SCB 2019	三叶草生物/GSK/Dynavax	2针（0，21）	6月19日				澳大利亚
RNA	ARCoVax	军科院/沃森生物/艾博生物	2针（0，14）或（0，28）	6月25日				中国
蛋白亚单位	recombinant SARS-CoV-2 vaccine (Sf9 cell)	四川大学华西医院	2针（0，28）	8月29日				中国
蛋白亚单位	MVC-COV1901	台湾基亚生物/NIAID/Dynavax	2针（0，28）	9月1日				中国
复制性载体	DeINS1-2019-nCoV-RBD-OPT1	北京万泰生物/厦门大学	1	9月1日				中国
非复制性载体	Ad5-nCoV	军事医学科学院生物技术所	2针（0，28）	9月29日				中国
灭活	新冠灭活疫苗	北京民海生物（康泰）	1针，2针或3针	10月7日				中国

高值耗材——上半年手术量影响较大，下半年龙头经营情况有望继续恢复

- Q2临床手术量普遍恢复至去年同期的8成左右，但高耗龙头整体收入增速好于临床，且Q2加速恢复；随着Q3临床诊疗恢复正常，预计各龙头继续恢复增长。
- 产品对应的医疗属性、竞争格局、覆盖医院层级及渠道广泛度等均影响疫情后的恢复速度，如血液灌流及胸主动脉支架因不可择期性，有望继续表现强劲增长；不同骨科公司H1增速差异较大，其中创伤、脊柱市场高度分散，而关节、PKP/PVP类集中度较高。中小创伤脊柱公司渠道受疫情影响较大，大博、威高渠道网络广泛，借此加快提升份额。Q3-Q4随着临床逐渐恢复正常，各家增速差距有望缩小。

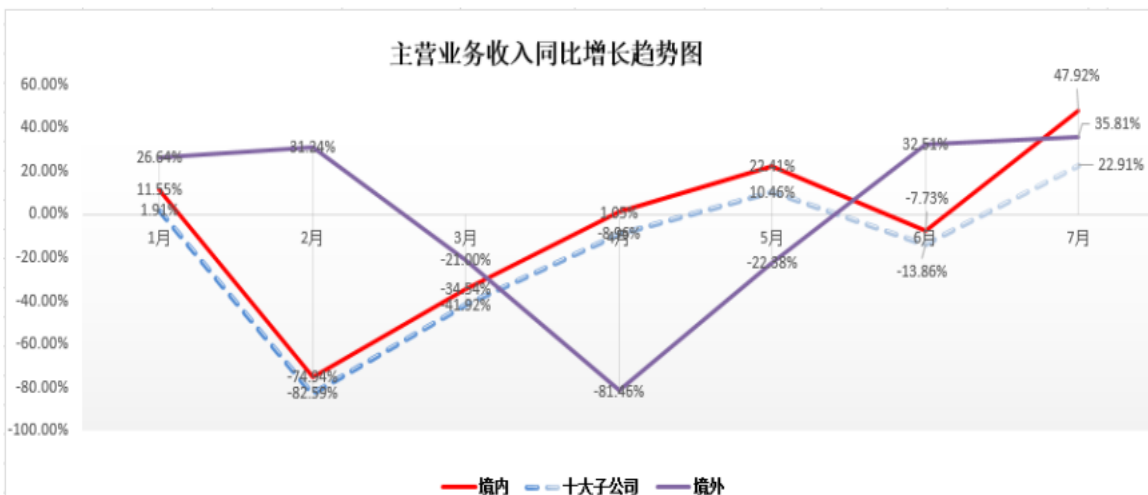
2020年上半年出院人次逐月回复，预计下半年恢复至正增长



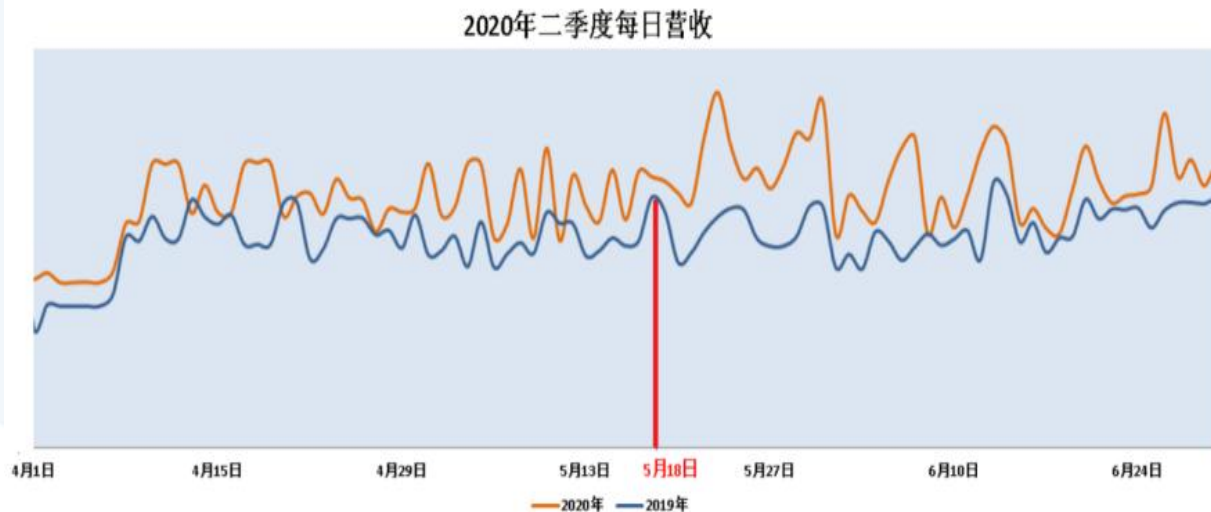
上市公司	主要耗材	收入增速 2020H1	收入增速 2020Q2	收入增速 2020Q1
沛嘉医疗	心脏瓣膜	149.14%		
启明医疗	心脏瓣膜	37.97%		
健帆生物	血液灌流	32.00%	34.95%	28.36%
心脉医疗	主动脉支架	24.95%	44.87%	7.68%
大博医疗	骨科创伤、脊柱	23.80%	35.76%	5.89%
威高骨科	骨科	21.85%		
欧普康视	角膜塑形镜	13.17%	36.51%	-14.11%
爱博医疗	人工晶体	9.39%	49.90%	-39.15%
春立医疗	骨科关节	8.36%		
乐普医疗	心脏支架等	8.08%	25.86%	-11.26%
爱康医疗	骨科关节	5.87%		
爱康医疗	骨科关节	5.87%		
康基医疗	微创手术耗材	-1.38%		
康德莱医械	血管介入器械	-5.11%		
三友医疗	骨科脊柱	-6.60%	12.58%	-30.59%
南微医学	内镜耗材	-7.64%	-2.11%	-14.02%
先健科技	封堵器、主动脉支架等	-11.99%		
凯利泰	骨科脊柱	-14.54%	-7.03%	-21.82%
赛诺医疗	心脏支架等	-15.51%	-2.94%	-28.84%
微创医疗	心脏支架等	-21.79%		

- **刚需彰显韧性，龙头公司Q2回升拐点显著，Q3业务全面恢复，高增长可期：**Q2随着国内疫情逐步控制，被抑制的口腔、眼科等刚需医疗服务需求逐步释放和恢复，Q2爱尔眼科收入+0.72%（Q2境外业务受疫情影响，同时境内6月的传统高考季高峰相应延迟，但公司7月整体业绩快速提升），通策医疗Q2收入已经恢复至20.39%，整体看Q2业务回升的拐点显著，预计Q3经营基本全面恢复（通策医疗5月18日种植业务放开之后才全面恢复诊疗业务），业绩有望恢复高增长，疫情对公立医院和中小民营机构冲击更大，龙头公司韧性尽显，市占率进一步提升，验证了眼科、口腔等消费性医疗服务市场短期无惧、长期无忧的发展趋势。

爱尔眼科医疗服务快速恢复（1-7月，收入同比增长趋势）



通策医疗Q2收入恢复高增长

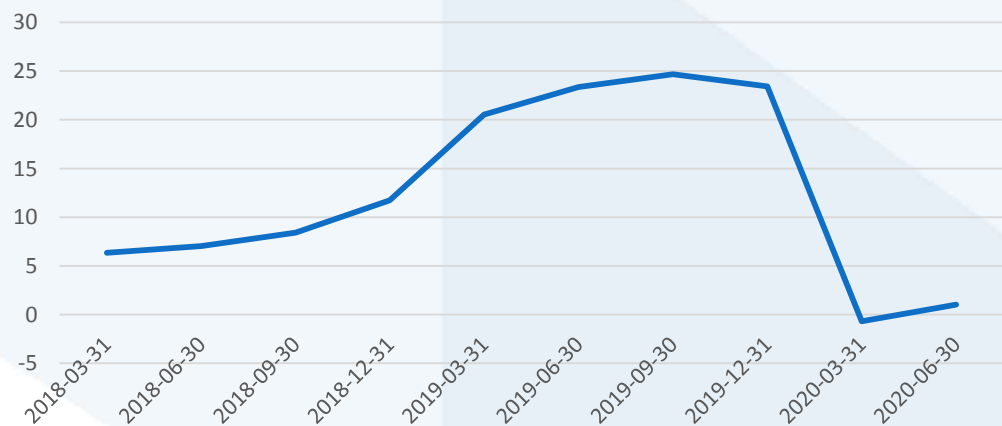


- 上半年受疫情影响，医药流通行业上市公司在Q1普遍出现收入下滑，Q2大部分取得恢复，Q3龙头公司进一步恢复增长。
- A+H股20家医药流通上市公司基本为全国流通龙头或区域流通龙头，近年来受两票制、集采等影响挤压中小企业生存空间，集中度持续向以上头部公司集中。疫情之下龙头公司无论是货源、物流、资金实力等各方面综合经营韧性更强，亦持续表现出明显优于行业平均增速。
- 抛开疫情阶段性影响，医药流通企业仍受医保控费、集采招标降价等宏观政策影响，更多为跟随终端市场的总量逻辑（少部分有业务或地区差异）。其中，龙头公司集中度有望继续提升，保持平稳增长。

医疗卫生机构就诊人次2020上半年下滑



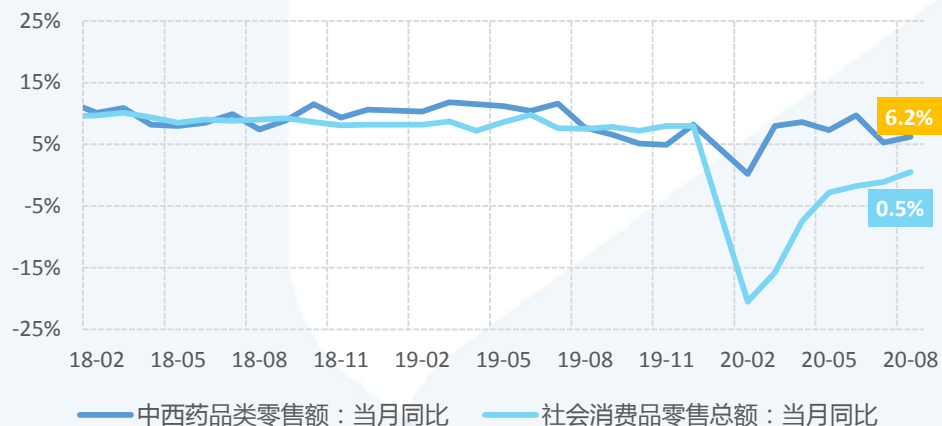
国药控股收入增速：受疫情影响明显，但好于终端市场整体



连锁药店——下半年增长势头依然良好，龙头更重视新零售方式

- 从社会零售总额数据看，中西药品恢复更为刚性，Q3终端市场增速保持平稳，单显然龙头公司增速更快，继续远高于行业。
- 疫情及高压监管之下，单体药店经营压力加大，催化行业快速整合，龙头企业借资本优势进行跨区域布局，仍处于“自建+并购”跑马圈地的快速成长阶段，预计Q3-Q4门店快速拓展节奏；
- 新冠疫情加快互联网购药发展，各连锁药店龙头均重点布局新零售模式，如老百姓与腾讯寻求股权合作，大参林发行可转债募集资金用于新零售及数字化升级，益丰药房、一心堂则积极拓展O2O、互联网医疗服务等。

社会零售额：刚需促使药品类消费快速修复



对比项目	一心堂	老百姓	益丰药房	大参林
2020H1新增直营门店	417	471	278	404
2020H1新增加盟店	0	202	107	52
2020H1合计新增	417	673	385	456
2020H1直营门店总数	6683	4365	4644	5106
2020H1加盟店总数	0	1436	493	106
新零售布局	上线一心到家O2O业务，自建一心到家、一心堂药城、积分商城等程序，与各大主流电商平台紧密合作，如美团外卖、饿了么、京东到家均有O2O业务布局，公司所在的十个省市直辖市均已上线运营	引入腾讯，签署战略合作协议，深化全面合作	在海南设立海南益丰互联网医院、海南益丰远程医疗中心，拓展“互联网+医疗”相关业务。截至2020年6月，O2O多渠道多平台上线门店超过3500家，覆盖公司线下所有主要城市	通过第三方及自建的购物平台，以微信公众号、小程序、大参林网上商城APP、PC端实现网上下单等方式实现交易；发行可转债，其中1.2亿元用于新零售及企业数字化升级项目

目录 / CONTENTS

01 疫情之后三/四季度持续恢复

02 重点赛道和公司景气度势头良好

03 短期估值高企，注重中长期空间

03 医药板块相对估值溢价有所收敛

- 疫情以来，医药板块绝对收益和相对收益均较为突出，但自9月以来相对估值溢价有所收敛。目前整个医药板块对应2020年预测PE42X；医药板块相对于全部A股估值溢价率159%。

市盈率：医药VS.全部A股

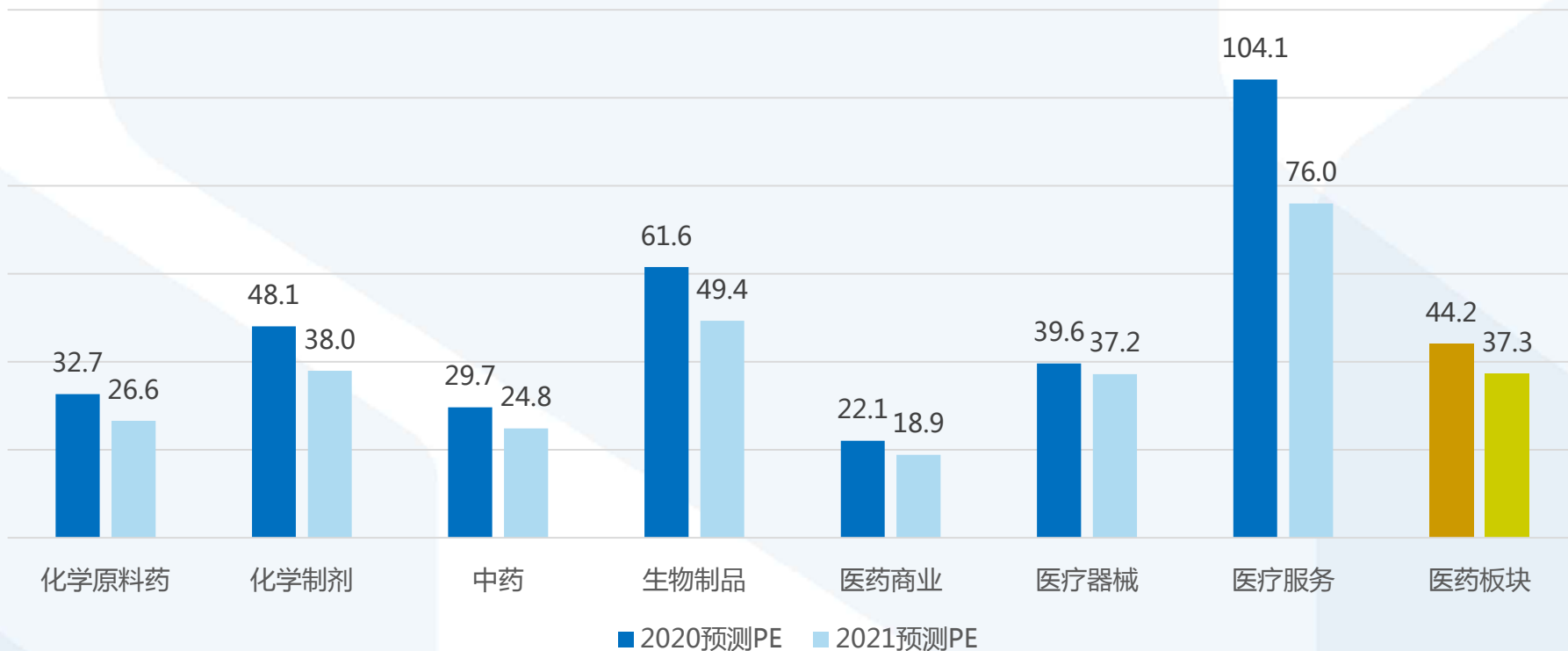


市盈率溢价：医药VS.全部A股



数据来源：wind，国泰君安证券研究，注：数据截至2020-10-12

医药子行业2020~2021年预测市盈率



行业 分类	公司 代码	公司 名称	现价 (元)	每股收益(元)				市盈率(X)				投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
化学制剂	600276.SH	恒瑞医药	93.70	1.00	1.26	1.62	2.04	93	74	58	46	增持
医疗器械	300760.SZ	迈瑞医疗	377.50	3.85	5.05	6.12	7.49	98	75	62	50	增持
医疗服务	603259.SH	药明康德	109.00	0.76	1.15	1.46	1.87	144	95	74	58	增持
医疗服务	300015.SZ	爱尔眼科	58.05	0.33	0.41	0.56	0.73	174	142	104	79	增持
生物制品	300122.SZ	智飞生物	155.30	1.48	2.08	2.90	3.67	105	75	54	42	增持
医疗器械	002901.SZ	大博医疗	102.47	1.16	1.45	1.84	2.33	89	71	56	44	增持
生物制品	002007.SZ	华兰生物	62.53	0.70	0.91	1.07	1.26	89	69	59	50	增持
医疗器械	603658.SH	安图生物	168.90	1.80	2.05	2.90	3.77	94	82	58	45	增持

行业 分类	公司 代码	公司 名称	现价 (元)	每股收益(元)				市盈率(X)				投资 评级
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
医疗器械Ⅲ	300463.SZ	迈克生物	55.89	0.94	1.22	1.52	1.90	59	46	37	29	增持
医疗器械Ⅲ	300529.SZ	健帆生物	76.44	0.71	0.99	1.32	1.75	107	77	58	44	增持
医疗服务Ⅲ	603882.SH	金域医学	113.10	0.88	1.94	1.95	2.39	129	58	58	47	增持
化学制剂	000513.SZ	丽珠集团	52.27	1.38	1.78	2.06	2.43	38	29	25	22	增持
化学制剂	600380.SH	健康元	18.50	0.46	0.55	0.65	0.79	40	34	28	23	增持
医药商业Ⅲ	603233.SH	大参林	86.20	1.07	1.49	1.90	2.39	81	58	45	36	增持
医疗器械Ⅲ	300685.SZ	艾德生物	85.65	0.61	0.85	1.16	1.51	140	101	74	57	增持

风险提示

- 集采政策顶层框架设计已确定，在市场预期之内，如地方推进节奏较快则对相关公司业绩影响可能提前。
- 创新药立项、里程碑式研发进展不能保证产品能够获批，获批后的销售进度预期也有较大不确定性。
- 板块商誉较大，部分公司有减值风险。
- 疫情对相关公司的影响程度和时间不确定。

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

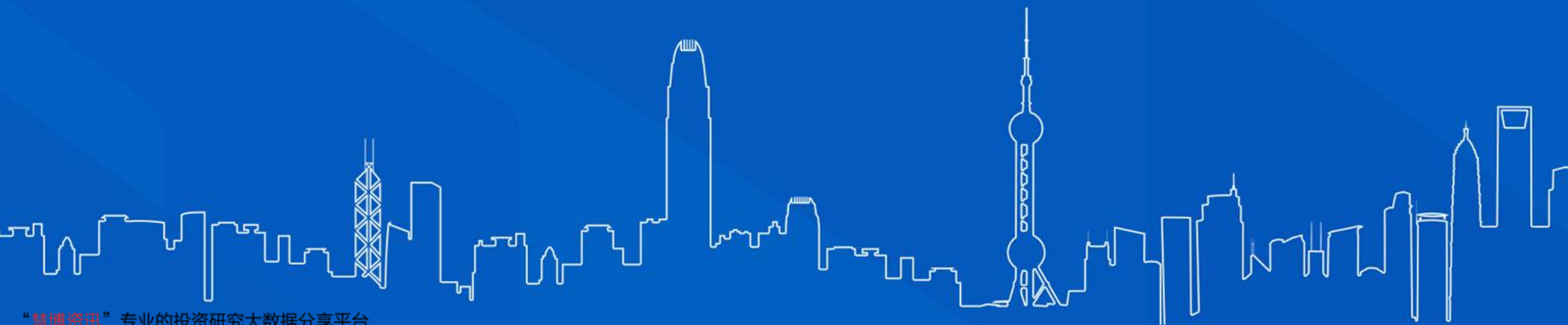
市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

国泰君安医药团队

Thank you for listening



“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>