

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

疫情新常态下，优选细分赛道

--医药生物行业 2020 年半年度策略报告

2020 年 7 月 3 日

分析师:

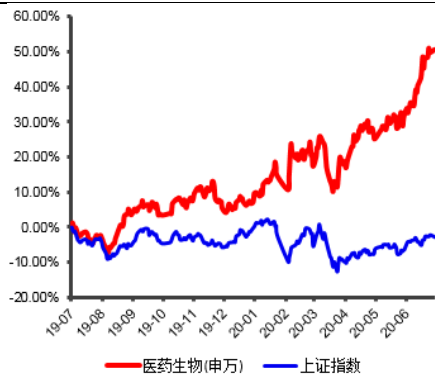
王雯

执业证书编号: S1380516110001

联系电话: 010-88300847

邮箱: wangwen@gkzq.com.cn

医药生物与上证综指走势图



行业评级

中性

2020 年上半年，受疫情和科技创新推动，医药指数上涨超过 35%，迎来牛市行情，但内部子行业表现依旧分化。展望下半年，我们认为在疫情新常态下，医药行业仍将保持较高关注度，但在相对高估值和高仓位压力下，建议优选景气度确定的细分赛道逢低布局。

- 医疗装备行业短期受益于疫情推动下相关防疫设备采购需求的大幅增长，中长期受益于公共卫生建设补短板及进口替代。通过这些年的技术升级以及品牌认知度的提升，部分优秀的国内企业将受益于此次政府主导的采购，进口替代进程有望加快。
- 特色原料药行业短期有望受益于全球疫情带来的订单转移及价格的上涨。中长期看，海外业务受益于产能转移带来的订单提升，国内业务受益于一致性评价、带量采购等政策利好。同时行业向下游制剂生产进行延伸以及 CDMO 业务拓展也值得关注。
- 血制品行业在疫情带动下去库存明显，行业迎来景气度拐点。供给端看，下半年血浆原料供给或将较为紧张，同时进口白蛋白供给量受海外疫情影响存在波动可能性。需求端看，疫情爆发加快了医生和患者教育过程，建议关注具备采浆量优势的龙头企业。
- 疫苗行业多款重磅品种处于销售放量期，行业增长确定，叠加多家上市公司开展新冠疫苗研发，市场关注度较高，建议继续关注研发能力突出，产品管线布局丰富的疫苗龙头企业。
- 创新药械仍是我国医药工业产业升级的投资主线，多款 PD-1 单抗上市后销售收入迅速突破 10 亿，创新药市场潜力不容小觑。CXO 产业链受益于国内创新研发投入增加及海外订单转移。虽经过大幅上涨，但发展的长期逻辑不变，建议逢低配置。
- 建议关注迈瑞医疗（医疗器械行业龙头，受益于补短板及进口替代）、恒瑞医药（国内创新药标杆，多款新药放量期）、华兰生物（血制品业务景气度提升，四价流感疫苗放量或超预期）、康泰生物（研发管线最丰富的疫苗龙头，多个重磅品种有望上市）、中新药业（股权激励落地，集团混改进行中，经营值得期待）。

风险提示：疫情影响超预期；行业监管政策进一步收紧；药品器械集采力度超预期对业绩产生负面影响；中美贸易摩擦持续升级的负面影响；上市公司业绩增长低于预期；国内外经济形势持续恶化风险；市场整体系统性风险。

目录

1、2020年上半年市场表现回顾	4
1.1 行业上半年涨幅排名第一，疫情推动医药牛市	4
1.2 子行业间市场表现分化，抱团现象明显	4
1.3 个股行情表现分化	5
1.4 行业估值位于近5年来的历史高位	6
1.5 上游工业端增长继续放缓，上市公司层面业绩分化	6
2、投资亮点——疫情新常态下，关注高景气度细分赛道	10
2.1 补短板+进口替代，医疗装备领域值得继续关注	12
2.2 特色原料药行业景气度有望持续	14
2.3 供给偏紧，血制品景气度有望持续	16
2.4 中长期景气度确定的细分领域	17
3、重点个股	19
4、风险提示	19

图表目录

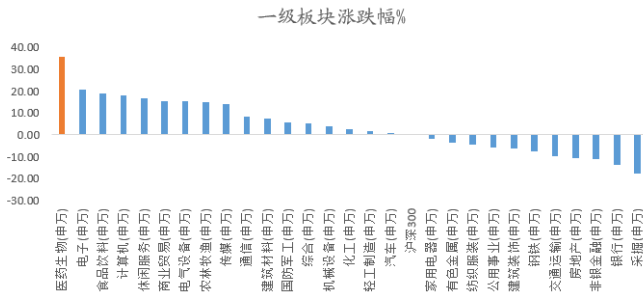
图 1: 2020 年上半年医药行业涨跌幅排名第 1	4
图 2: 2020 年上半年行业指数表现情况	4
图 3: 2020 年上半年医药各子行业涨跌情况 (截至 6/22 日)	5
图 4: 2020 年上半年医药各子行业行情涨跌表现 (截至 6/22 日)	5
图 5: 2020 年上半年医药行业涨跌幅排名前五的个股 (截至 6/22 日)	5
图 6: 近 5 年医药板块估值及相对 A 股溢价率	6
图 7: 近 5 年各子板块绝对估值情况 (TTM)	6
图 8: 统计局公布医药制造业收入、利润增长情况	7
图 9: 医疗机构月诊疗人次情况	7
图 10: 医疗机构病床利用率情况	7
图 11: 申万医药行业 2019 年前三季度业绩情况	8
图 12: 申万医药行业 2019 年 3 季度研发费用情况	8
图 13: 申万医药子板块近年来收入增长情况	10
图 14: 申万医药子板块近年来利润增长情况	10
表 15: 国外疫情新增趋势情况	11
表 16: 国外疫情累计增趋势情况	11
表 17: 美国疫情情况	11
表 18: 巴西疫情情况	11
图 19: 我国医院固定资产投资情况	13
图 20: 我国医疗卫生 PPP 落地项目投资情况	13
图 21: 全球 API 主要生产基地分布 (个)	15
图 22: 印度新冠疫情情况	15
图 23: 2000-2016 年美国 DMF 持有人分布情况	15
图 24: 2000-2016 年欧盟 API 认证分布情况	15
图 25: 今年疫情以来部分维生素价格已有一定上涨	16
图 26: 血制品相关上市公司 2020 年 1 季度业绩增长情况	17
图 27: 近年来我国采浆量增长情况	17
图 28: 我国疫苗市场规模 (单位: 十亿)	18
图 29: 大品种上市后快速放量 (单位: 万支)	18
表 30: 我国创新药占整个原研药比重明显提升	18
表 31: 国内上市 PD-1 单抗 2019 年销售额 (单位: 亿)	18
表 1: 部分大流行病情况	11
表 2: 重症医学科基本设备情况	13
表 3: 原料药的分类及特点	14
表 4: 相关重点个股估值情况 (EPS 单位: 元/股; PE 单位: 倍; 收盘价单位: 元)	19

1、2020 年上半年市场表现回顾

1.1 行业上半年涨幅排名第一，疫情推动医药牛市

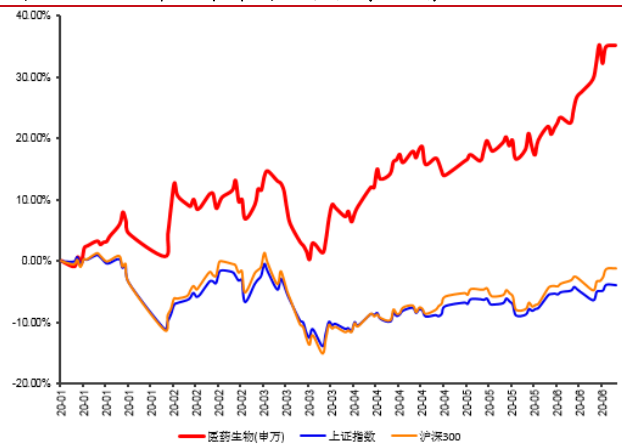
2020年上半年（截至6月22日）申万医药生物板块上涨了35.62%，同期沪深300上涨了0.13%，上证综指下跌2.78%，创业板指上涨30.3%，医药板块涨跌幅在申万28个一级行业中排名第1位。上半年在新冠疫情的推动下，行业关注度较高，同时医药行业的需求偏刚性，疫情下业绩的确定性相对较强，同时受海外疫情影响较小，因此涨幅明显。此外上半年市场对科技类主题关注度高，同期创业板指数创下2016年以来的新高，以医药和电子为代表的科技类行业涨幅居前。

图 1：2020 年上半年医药行业涨跌幅排名第 1



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 2：2020 年上半年行业指数表现情况

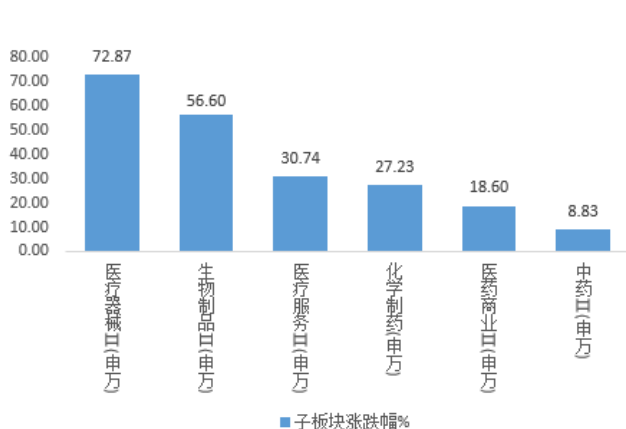


资料来源：Wind，国开证券研究部

1.2 子行业间市场表现分化，抱团现象明显

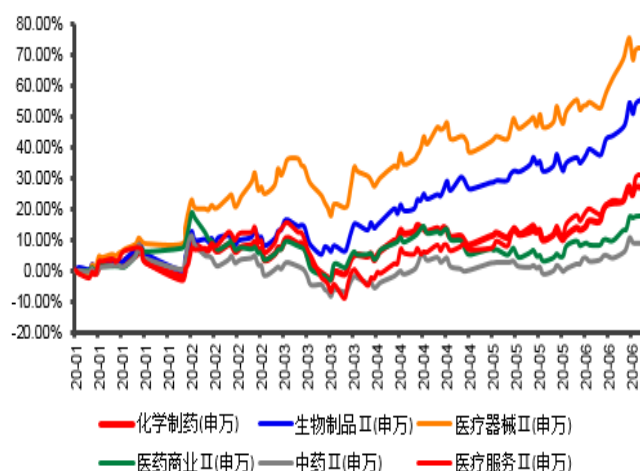
上半年子行业间行情分化显著，受疫情带动，防护类、设备类及新冠检测类个股大幅上涨带动医疗器械行业大幅上涨 72.87%，同时血制品和疫苗行业受益于疫情，生物制品板块也大幅上涨超过 55%。国内医药创新研发依旧火热，中长期 CXO 仍是值得资金布局的领域，同时眼科、牙科连锁短期虽受疫情影响，但中长期增长仍较为确定，资金抱团医疗服务板块细分领域龙头，带动该板块上涨超过 30%。此外虽然上半年是医药大牛市，但中药板块仍表现平淡，上涨不到 10%，大幅跑输整体医药行业，显示该子行业的吸引力仍较弱。化学制药和商业行业虽有不到 30% 的上涨，但子行业内部继续分化，原料药、连锁药店行业表现相对较好，带量采购对仿制药影响犹存。整体看，市场对中长期增长确定的细分领域较青睐，资金抱团现象较明显。

图 3: 2020 年上半年医药各子行业涨跌情况(截至 6/22 日)



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 4: 2020 年上半年医药各子行业行情涨跌表现(截至 6/22 日)

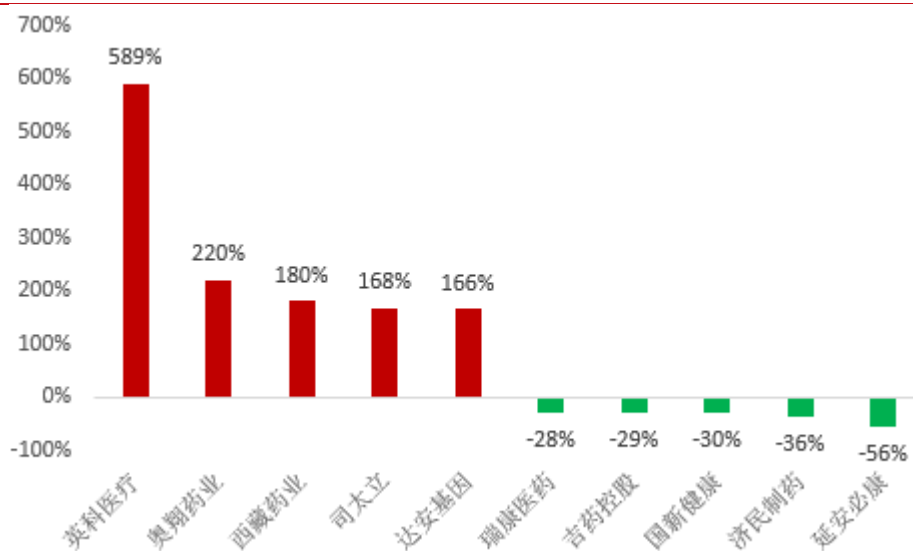


资料来源: Wind, 国开证券研究部

1.3 个股行情表现分化

剔除新股和部分 ST 个股后, 行业中涨幅前五的个股分别为英科医疗 (+589%)、奥翔药业 (+220%)、西藏药业 (+180%)、司太立 (+168%)、达安基因 (+166%), 跌幅前五的个股分别为延安必康 (-56%)、济民制药 (-36%)、国新健康 (-30%)、吉药控股 (-29%)、瑞康医药 (-28%), 个股间市场行情分化非常显著。

图 5: 2020 年上半年医药行业涨跌幅排名前五的个股(截至 6/22 日)



资料来源: Wind, 国开证券研究部

1.4 行业估值位于近 5 年来的历史高位

目前医药板块的绝对估值（TTM）大约为 71.77 倍，2020 年动态估值预计在 60 倍左右，TTM 估值相对全部 A 股的溢价率约为 272%，无论是绝对还是相对估值均处于近 5 年来的历史高位。同时子板块间估值分化差异较大，商业板块在 25 倍左右，中药板块在 58 倍左右，经过疫情催化，医疗器械和生物制品板块估值大幅上涨超过 70 倍，分别为 77.3 和 77.9 倍。医疗服务板块内个股估值分化较大，受部分公司亏损影响，整体板块估值降至负值。化学制药板块在原料药、创新药等带动下，今年以来估值提升明显，目前 TTM 估值约 69 倍。我们认为，目前板块估值或存在一定消化空间，此外由于疫情影响持续，行业景气度不一，估值分化将持续，在政策环境较复杂的背景下，仍应优选个股。

图 6：近 5 年医药板块估值及相对 A 股溢价率

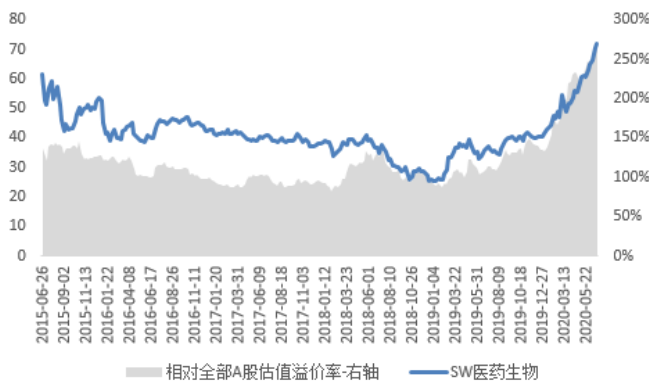
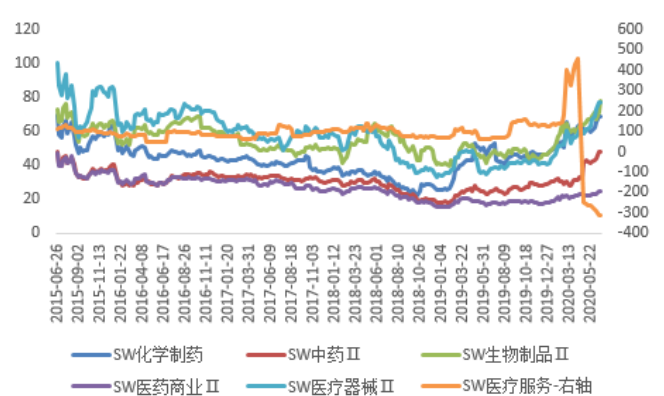


图 7：近 5 年各子板块绝对估值情况（TTM）



资料来源：Wind，国开证券研究部

资料来源：Wind，国开证券研究部

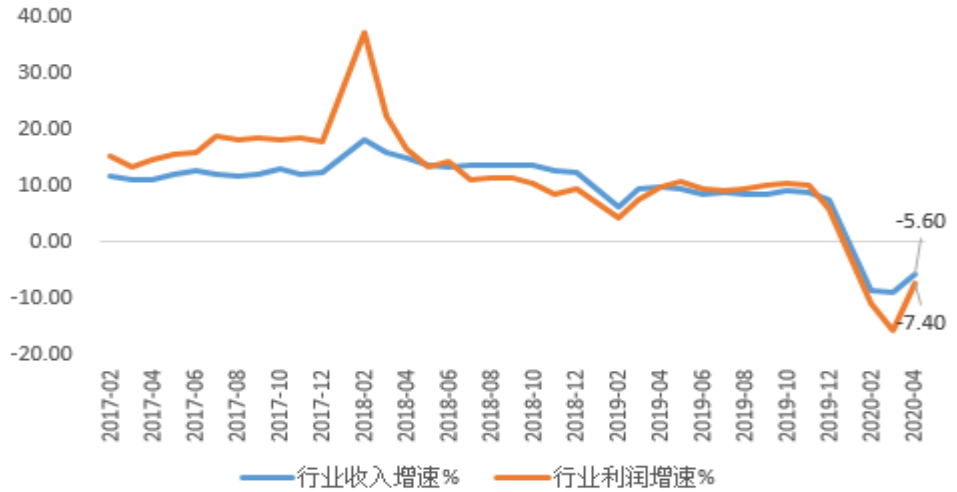
1.5 上游工业端增长继续放缓，上市公司层面业绩分化

2020 年前 4 月，医药制造业收入和利润总额分别同比增长-5.6%和-7.4%，相比去年同期分别下降 15.4 和 17.1 个百分点。我们认为疫情影响是主因，在国内疫情较严重的前 3 月，行业收入和利润总额同比增长-8.9%和-15.7%，随着各地陆续复工和院内诊疗的逐步恢复，4 月单月行业收入和利润端同比增长-4.4%和 13.6%，改善明显，特别是利润端增长同比转正，显示盈利能力得到较大提升，利润端改善水平明显高于收入端。卫健委数据显示，医疗机构诊疗人次自 2 月下滑到历史低点后，3 月诊疗人次虽同比仍是下滑超过 30%，但环比提升明显。此外医院病床利用率环比也提升较多，说明随着诊疗活动的陆续恢复，下游需求提振明显，对上游工业端增长也存在拉动作用。我们预计 5 月国内诊疗活动基本能恢复到正常水平，带动工业端增长有望持续回升。

但值得关注的是，受医保政策收紧、行业监管趋严以及带量采购等政策影响，上游工业端 2019 年收入和利润端分别增长 7.4%和 5.9%，同比分别下滑 5 和 3.6 个百

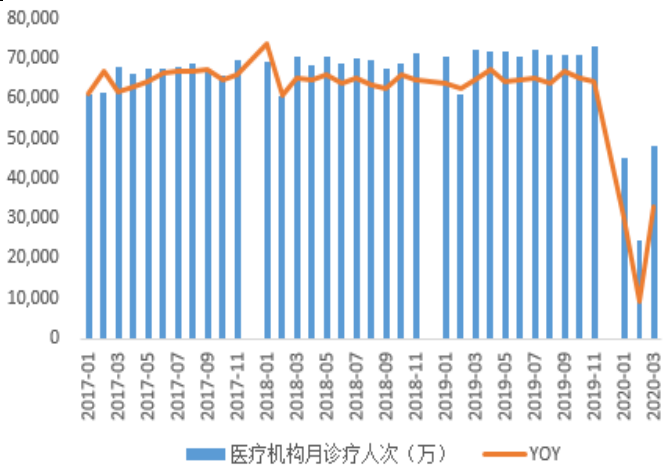
分点,为多年来的新低。我们维持对工业端全年个位数增长的判断,除药品集采外,近期各地高值耗材的带量采购也不断落地实施,虽降价幅度暂未能对上游工业端盈利能力产生较大影响,但后续进展值得关注。我们认为行业整体在控费降价压力下,面临一定的增长压力,但从最新公布的年报和一季报看,细分领域景气度分化明显,建议继续关注中长期高景气度的细分领域,特别是短期受疫情影响有限,但中长期不改增长潜力的细分领域,如创新药、CXO、疫苗等。

图 8: 统计局公布医药制造业收入、利润增长情况



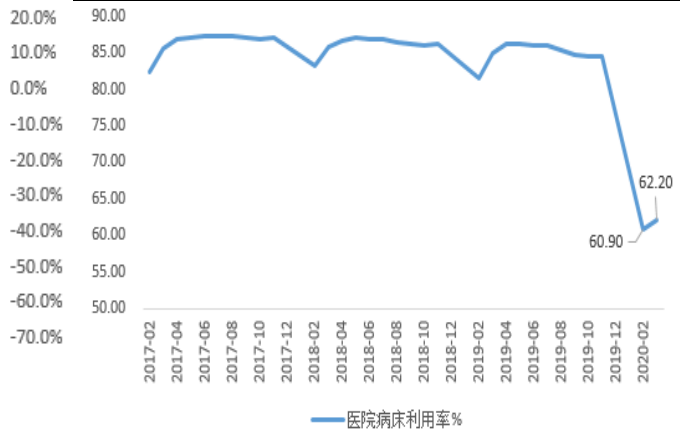
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 9: 医疗机构月诊疗人次情况



数据来源: Wind, 国开证券研究部

图 10: 医疗机构病床利用率情况



数据来源: Wind, 国开证券研究部

上市公司层面,2019年和2020年1季度医药上市公司整体收入分别同比增长13%和-8%,归母净利润分别同比增长-9%和-17%,显示上市公司层面收入及利润端增速无论是同比还是环比均出现了下降。我们认为,2019年上市公司层面业绩增速的下降主要与整个行业的控费降价、医保政策收紧、带量采购执行有关,可以看到化学制剂和中药子行业受影响较大,收入增速基本逐季下降,同时利润端增速也不

容乐观，原料药、生物制品、医疗器械子行业受影响相对较小，去年全年利润端增长分别为 66%、45%和 15%，是利润端增速最高的 3 个子行业。此外受个别公司亏损影响，医疗服务子行业 2019 年及 2020 年 1 季度利润端增速分别为-122%和-121%，其中美年健康去年底计提大额商誉减值导致大额亏损以及今年一季度受疫情影响收入同比大幅减少对行业构成拖累。同时今年 1 季度上市公司层面收入和利润均出现了罕见的负增长主要受新冠疫情的影响，特别是医疗服务、化学制剂、中药相关子行业受影响相对较大，且利润端增速下滑幅度高于收入端。

研发费用保持较高增长。虽去年年初至今上市公司业绩呈现逐季下滑态势，但研发投入仍保持较高增长，2019 年全年增速达 26%，显著高于收入和利润端增速，特别今年 1 季度在业绩全面下滑的大背景下，仍有 8%左右的增长。其中除中药子行业今年 1 季度研发费用增速出现下滑外，其余 6 个子板块均实现正增长，医疗器械、原料药板块研发费用分别增长 19%和 10%，化学制剂板块去年全年研发投入同比增长 31%，但今年 1 季度增速有所回调，同比增长 6%，但也实现了正增长。随着鼓励创新政策出台以及带量采购的推行，行业不得不加快了转型的步伐，研发推动增长的趋势明显。

图 11: 申万医药行业 2019 年前三季度业绩情况

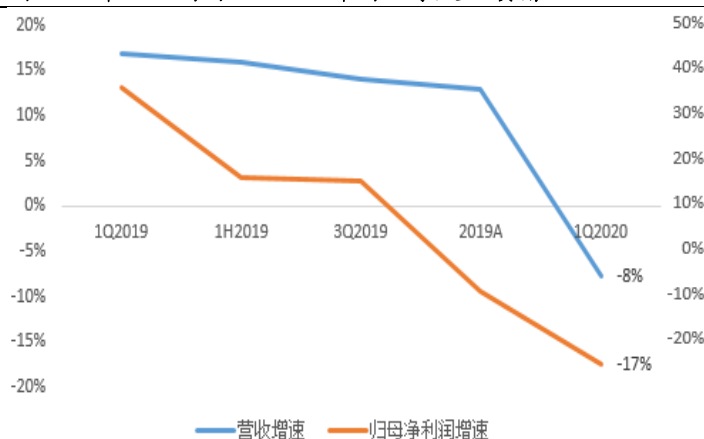
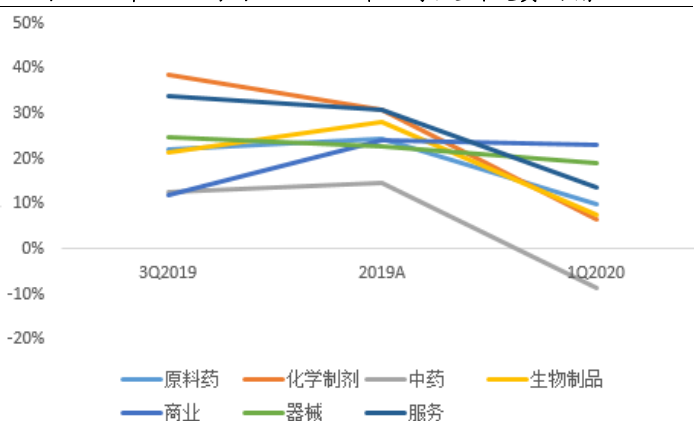


图 12: 申万医药行业 2019 年 3 季度研发费用情况



资料来源: Wind, 国开证券研究部

资料来源: Wind, 国开证券研究部

具体分子行业看，原料药板块 2019 年及 2020 年 1 季度营收分别同比增长 9%和-3%，归母净利润分别同比增长 66%和 6%。部分特色原料药公司业绩表现较好，如司太立、健友股份、美诺华等，而部分大宗原料药公司在产品价格波动及高业绩基数下，业绩出现一定下滑。特别是从 1 季报看，原料药行业是医药 7 个子行业中唯一实现利润端正增长的行业，受疫情影响，部分原料药供给偏紧，价格已出现上涨趋势，叠加国内已经复工复产，海外订单向国内转移趋势也较明显，已有原料药公司半年报预披露业绩大幅增长。

化学制剂板块 2019 年及 2020 年 1 季度营收分别同比增长 10%和-12%，归母净利润分别同比增长-23%和-15%。龙头公司增速普遍高于行业平均水平，在带量采

购的大背景下，行业转型动力明显，2019年研发支出增速达到31%，是研发支出增长最快的板块。个股内部分化明显，龙头企业如恒瑞在研发投入大幅增加的基础上，仍保持了高于行业平均增速水平，第一梯队公司领衔优势不断扩大。

中药板块2019年及2020年1季度营收分别同比增长8%和-12%，归母净利润分别同比增长-28%和-26%。收入端增长仍面临一定压力，是子板块中收入增长最慢的板块，从利润端看，增速也相对较慢，口服品种增长略好，注射剂品种仍面临较大压力，而品牌中药受消费及自身库存调整等影响，业绩增速也有所放缓。

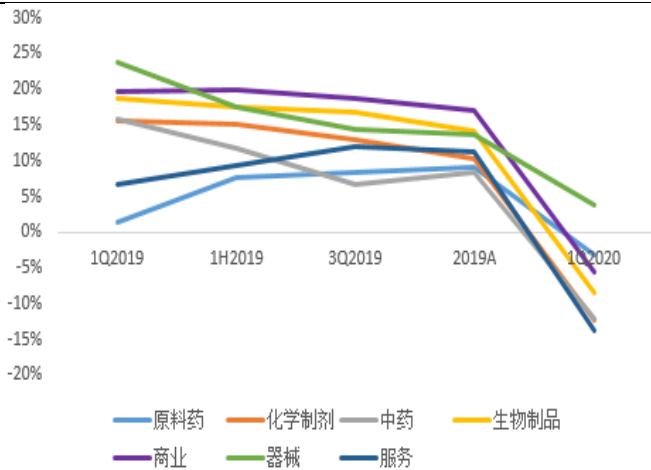
生物制品板块2019年及2020年1季度营收分别同比增长14%和-8%，归母净利润分别同比增长45%和-21%。其中血液制品板块收入利润增长稳健，2020年1季度收入和归母净利润分别同比增长7.8%和12.3%，受疫情需求推动和上游血浆供给偏紧，预计今年行业景气度较明确。疫苗板块今年1季度业绩增长虽有所放缓，但国产13价肺炎等大品种上市推动产品放量带动板块整体业绩增长仍较为明确。

商业板块2019年及2020年1季度营收分别同比增长17%和-6%，归母净利润分别同比增长-5%和-5%。其中批发流通板块增长稳健。1季度受疫情推动，4大药店龙头公司业绩均取得了较快增长，预计全年业绩增长也较为确定。

医疗器械板块2019年及2020年1季度营收分别同比增长14%和4%，归母净利润分别同比增长15%和-2%。行业内细分领域较多，部分领域受疫情推动，如防护用品、新冠检测、监护设备等，但如IVD领域也受到新冠疫情的负面影响。我们认为疫情影响是一过性的，中长期看中高端医疗装备、化学发光及部分高值耗材领域仍具备较高的景气度。

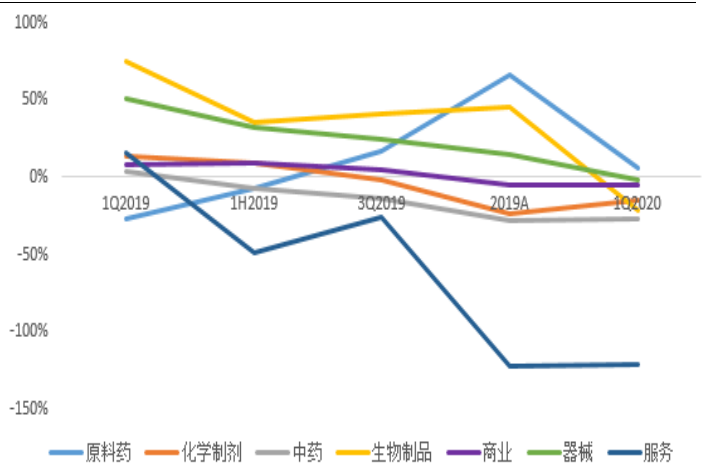
医疗服务板块2019年及2020年1季度营收分别同比增长11%和-14%，归母净利润分别同比增长-122%和-121%，其中美年健康去年底计提大额商誉减值导致大额亏损以及今年一季度受疫情影响收入同比大幅减少对行业构成了拖累。子行业内细分领域较多，景气度较分化，我们认为专科连锁服务、CXO等领域景气度持续，随着2季度就诊人数的逐步回归及企业的复工复产，业绩将重回快速增长态势。

图 13: 申万医药子板块近年来收入增长情况



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 14: 申万医药子板块近年来利润增长情况



资料来源: Wind, 国开证券研究部

2、投资亮点——疫情新常态下，关注高景气度细分赛道

今年上半年行业市场表现优异，我们认为疫情推动功不可没，一方面医药行业需求偏刚性，受政治摩擦、经济波动等外部因素影响较小，国内疫情逐步得到控制以及复工复产后，需求相应反弹，相关上市公司特别是龙头公司业绩仍具有较强的确定性；另一方面，疫情相关的防护用品、监护设备、新冠检测试剂等产品需求大幅增长，热点主题轮动，市场关注度高。此外疫苗研发进展也是关注的焦点，多家上市公司均投入新冠疫苗的研发。我们认为，行业的高关注度下半年有望持续，因为目前无论从国内还是从国外看，疫情均存在反复的可能。

国内疫情虽得到了控制，但输入型风险仍存在。在 31 个省市及新疆建设兵团多日无新增本土确诊病例下，6 月 11 日以来，北京新增上百例确诊病例，显示疫情防控还未结束。中国工程院院士、北京协和医学院校长王辰表示，新冠病毒不可小觑，病毒不会倏然而去，未来有多种可能性。疫情形势在夏季相对好一点，在冬秋季节要深存戒惧之心，似乎容易形成传播。《柳叶刀》(The Lancet) 于 6 月 4 日发表来自中国疾病预防控制中心高福院士和冯子健教授团队的卫生政策文章。文章指出，当前中国的围堵策略取得了成功，基本阻断本地传播，但仍需持续实施强有力的压制策略，以防止输入病例再次引发本地传播。

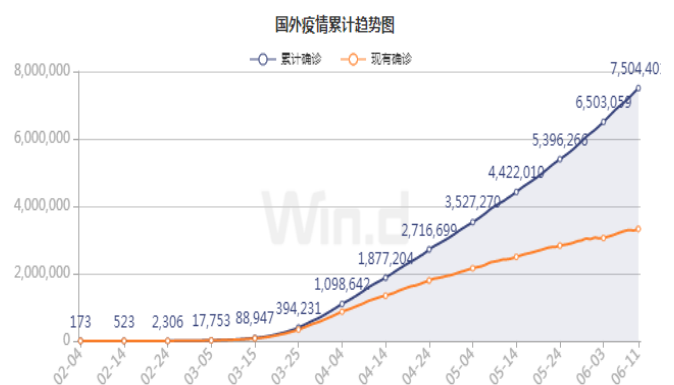
此外，目前全球累计新冠病人确诊人数超过 750 万，国外每日新增确诊病例均在 10 万以上，且仍呈攀升态势。目前美国每日新增确诊仍超 2 万，累计确诊超过 200 万人次。虽从新增确诊看，英国、西班牙、意大利等国新增人次已有所缓和。但俄罗斯、印度、巴西等国疫情仍非常严峻，巴西日确诊人次 3 万以上，俄罗斯和印度日确诊人次也在万人次左右。6 月 3 日，世卫组织表示对新冠疫情在中、南美洲许多国家加速蔓延表示担忧，建议其采取全面、持续的抗疫措施。

表 15: 国外疫情新增趋势情况



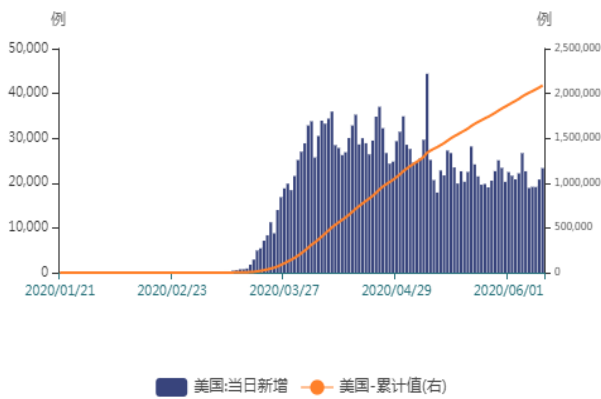
数据来源: wind, 国开证券研究部

表 16: 国外疫情累计增趋势情况



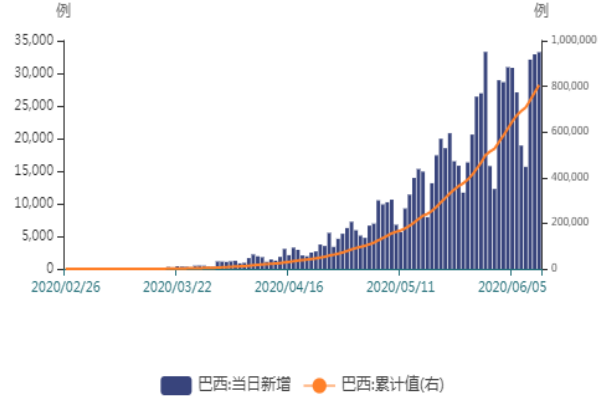
数据来源: wind, 国开证券研究部

表 17: 美国疫情情况



数据来源: wind, 国开证券研究部

表 18: 巴西疫情情况



数据来源: wind, 国开证券研究部

此外从历次发生的大流行病看, 持续时间大多超过 1 年, 如西班牙流感持续了 2 年的时间, 香港流感也持续了两年, 而 2009 年的甲型 H1N1 流感也持续了 16 个月, 我们认为今年下半年疫情防控仍将常态化, 虽行业面临一定的高估值和高仓位的压力, 但市场关注热情将不会减弱。

表 1: 部分大流行病情况

发生的大流行年和常用名称	起源地	甲型流感病毒亚型	死亡率估计	全球死亡数估计
1918 年西班牙流感	不明	H1N1 (不明)	2-3%	2-5 千万
1957-1958 年亚洲流感	中国南部	H2N2 (禽类)	<0.2%	1-4 百万
1968-1969 年香港流感	中国南部	H3N2 (禽类)	<0.2%	1-4 百万
2009-2010 年甲型 H1N1 流感	北美洲	H1N1 (猪类)	0.02%	10-40 万

数据来源: 源自 WHO 《流感大流行风险管理: 指导和协调国家及国际流感大流行准备和应对的世界卫生组织指南》、国开证券研究部

2.1 补短板+进口替代，医疗装备领域值得继续关注

5月20日，国家发改委发布了《公共卫生防控救治能力建设方案》，从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、推进公共设施平战两用改造等5方面提出了具体建设任务，力图补齐我国重大疫情防控救治能力短板。

具体来看，县级医院鼓励适度超前规划布局。建设内容包括1)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。2)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。3)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）床位，一般按照编制床位的2-5%设置重症监护病床。原则上，30万人口以下的县可开放不低于20张，30-50万人口的县不低于50张，50-100万人口的县不低于80张，100万以上人口的县不低于100张。

直辖市、省会城市、地级市构建救治网络。建设内容包括1)加强基础设施建设和设备升级。2)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。3)提高传染病检验检测能力。4)加强中药药科室建设。原则上100万人口以下城市，设置病床60-100张；100-500万人口城市，设置病床100-600张；500万人口以上城市，设置病床不少于600张。原则上重症监护病区（ICU）床位占比达到医院编制床位的5-10%。

每省份建设1-3所重大疫情救治基地。方案提出1)加强重症监护病区（ICU）建设。原则上按照医院编制床位的10-15%（或不少于200张）设置重症监护病床，按不同规模和功能配置心肺复苏、呼吸机、体外膜肺氧合（ECMO）等必要的医疗设备。2)建设可转换病区。3)改善呼吸、感染等专科设施条件。4)提升公共卫生检验检测、科研和紧急医学救援能力。5)加强应急救治物资储备。储备一定数量的重症患者救治、普通患者监护、方舱医院设备等方面物资，如呼吸机、监护仪、便携彩超等。

ICU建设将提速，床位缺口大。方案对县、市、省级ICU床位配备均提出了要求，以河北为例，河北共134个县，30万以下人口、30-50万、50-100万及100万以上的县的数量分别为29、53、50和2个，则按要求须配备ICU床位至少7430张。按照我国平均每10万人口4张ICU床位测算，河北县级人口数量对应的存量ICU床位约2496张，则缺口达4934张，是目前预计存量的两倍，足由此可见ICU扩容带来的空间较大。

ICU相关医疗设备需求提振。按照卫生部在2009年发布的重症医学科建设与管理指南，ICU病床每床应配备监护仪、三级综合医院的原则上应该每床配备1台呼

呼吸机、每床均应配备输液泵和微量注射泵，同时 ICU 应配备心电图机、血气分析仪、除颤仪等基本设备。以监护仪为例，假设每台市场价 2 万元，我们测算河北省缺口对应市场空间接近 1 亿。若考虑全国有 30 多个省级行政区，简单测算对应的市场规模预计在 30 亿左右。同时方案提出每省份建设 1-3 所重大疫情救治基地及应急救治物资参考储备清单，单个基地设备储备中监护仪、注射泵、消毒剂、消毒车、额温枪、血氧仪都配备数量都在 200 台，另外无创和有创呼吸机也须分别配备 50 和 40 台。大致测算相关市场空间也在 20 亿以上。

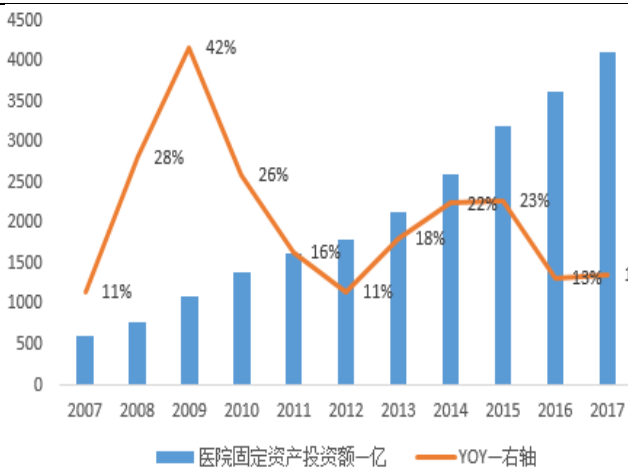
表 2: 重症医学科基本设备情况

配备情况	相关设备
每床须配备的设备	床旁监护系统，输液泵和微量注射泵。另三级综合医院每床配备 1 台呼吸机。
每重症加强治疗单元	至少配备 1 台便携式监护仪。另三级综合医院每个重症加强治疗单元至少应有 1 台便携式呼吸机。
其它必备设备	心电图机、血气分析仪、除颤仪、心肺复苏抢救装备车、纤维支气管镜、升降温设备等。三级医院必须配置血液净化装置、血流动力学与氧代谢监测设备。

数据来源：卫健委、国开证券研究部

医院建设提速将加大医疗设备及器械采购。在医疗卫生补短板及整个宏观经济下行风险加大的背景下，我们认为地方政府的医院建设热情有望提升。从近期医疗卫生 PPP 项目（主要为医院改扩建，医疗设备投资额视项目情况，占项目总投资额 10%-30%不等）落地情况看，无论是投资额还是项目落地率都有明显提升。医院建设提速无疑将加大对医疗设备的采购，对影像、检验检测类等医院常备设备构成利好。

图 19: 我国医院固定资产投资情况



数据来源：wind，国开证券研究部

图 20: 我国医疗卫生 PPP 落地项目投资情况



数据来源：wind，国开证券研究部

整体我们认为，虽上半年医疗器械板块涨幅较大，但细分领域机会犹存。目前我国医疗器械整体市场规模预计接近 6000 亿元，增速在 15% 左右，保持较快增长的同

时，部分中高端产品仍有较大的进口替代空间。通过这些年的技术升级以及品牌认知度的提升，我们认为部分优秀的国内企业将受益于此次政府主导的采购，如化学发光、超声、DR 等领域，国产装备市场份额有望迅速提升，进口替代进程有望加快。

此外，近期各地高值耗材采购引发市场关注，从目前平均降价幅度低于 50% 看，尚未对企业出厂价造成实质影响。我们认为今年下半年全国高值耗材的带量采购经过各地试点后有望铺开，在尚未对生产端价格造成较大影响下，或能加速国内企业进口替代的进程，提升市场份额，建议关注相关进展。

2.2 特色原料药行业景气度有望持续

原料药可分为大宗原料药、特色原料药和专利原料药三类，受益于环保、成本等因素带来的产能转移，我国已经成为全球最大的原料药生产国，可生产 1500 多种化学原料药及中间体，产能达 200 多万吨，约占全球产量的 1/5 以上，但大多以壁垒较低的大宗原料药为主，如维生素、抗生素、激素等，技术已较为成熟，需求也较为稳定，具有一定的周期性特征，受上游供给影响较为明显。

相比于大宗原料药，特色原料药的技术壁垒较高，主要为刚过或将过专利期的仿制药生产企业提供上游原料支持，代表性品种如抗高血压、中枢神经类、抗肿瘤等，附加值相对较高，受下游制剂生命周期影响较大，需要快速针对需求进行产品迭代，对企业的研发带来一定挑战，目前行业产能还处于向新兴市场转移的过程中。

表 3：原料药的分类及特点

	大宗原料药	特色原料药	专利原料药
专利期	无专利问题	将过或刚过专利期	在专利期内
使用量	大，千吨到万吨级别	十吨到千吨级	仅原研
需求	基本稳定	整体需求增长较快，取决于对应制剂生命周期	需求弹性大
技术壁垒	低	高	极高
产品附加值	低	较高	高
业务模式	自产自销	自产自销	自产/合同外包
代表品类	维生素、抗感染类、激素类	抗高血压、抗肿瘤、中枢神经、降血糖等	无特定品类

数据来源：美诺华招股说明书，国开证券研究部

上半年原料药行业市场表现较抢眼，无论从去年年报还是今年一季报看，该子行业业绩都相对较好，今年一季度行业上市公司整体收入和归母净利润分别同比增长-3% 和 6%，是 7 个 3 级子行业中唯一一个利润端实现正增长的子行业。

我们预计今年下半年行业业绩较快增长有望持续，一是我国已经是原料药生产第一大国，我国有近 1500 个 API 生产基地，全球占比 44%，排名第一。同时从美国 DMF 持有人数量和欧盟 API 认证数量看，我国也位居前列。在全球疫情背景下，国内企业面临良好的发展机遇，特别是作为海外产能另一大承接方的印度目前疫情

仍不明朗，该国全面封锁措施已经延长到 6 月底，利于我国企业抢占市场份额。另一方面，受供给受限影响，原料药价格有望上行，如部分维生素产品价格自疫情以来已有明显涨幅，相关品种盈利能力得以提升。

图 21: 全球 API 主要生产基地分布 (个)

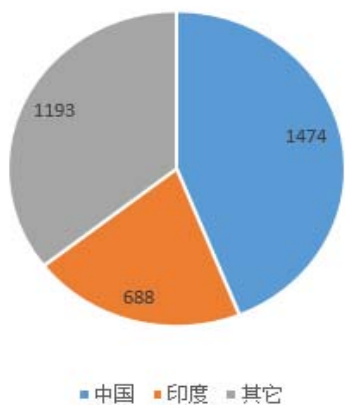
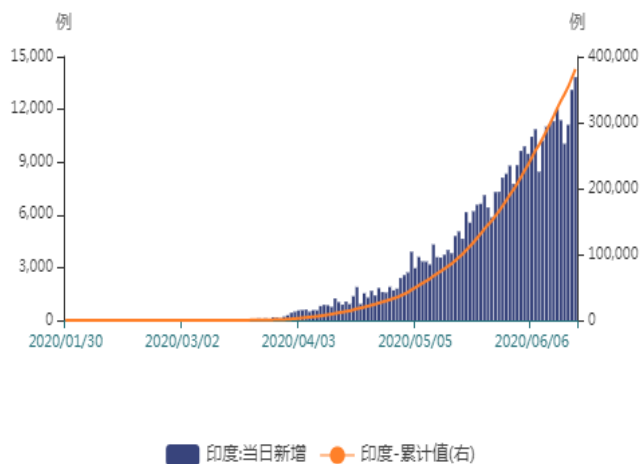


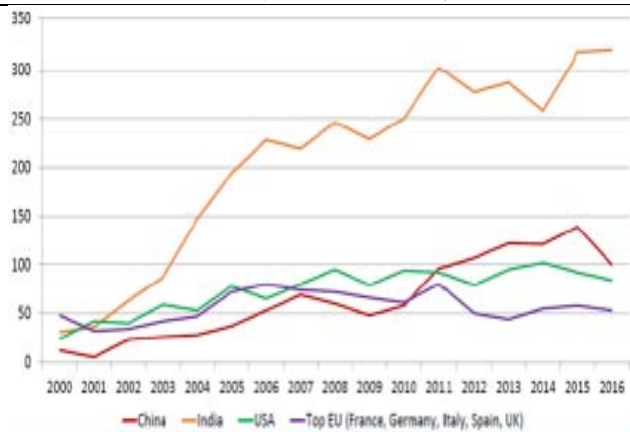
图 22: 印度新冠疫情情况



数据来源: 博瑞医药招股说明书, 国开证券研究部

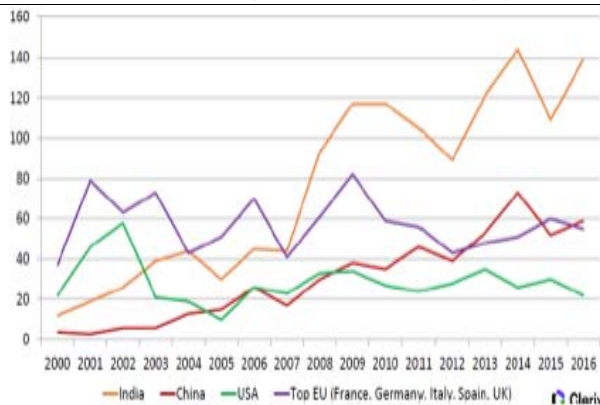
数据来源: wind, 国开证券研究部

图 23: 2000-2016 年美国 DMF 持有人分布情况



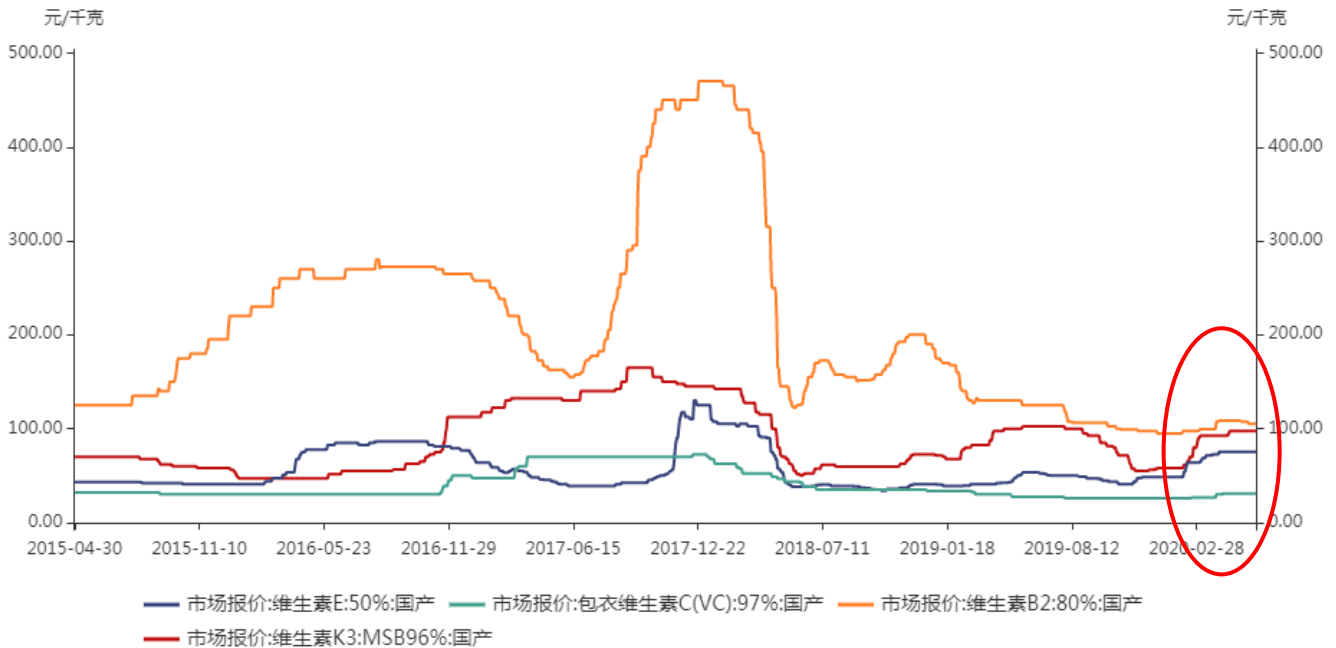
数据来源: 博瑞医药招股说明书, 国开证券研究部

图 24: 2000-2016 年欧盟 API 认证分布情况



数据来源: 博瑞医药招股说明书, 国开证券研究部

图 25: 今年疫情以来部分维生素价格已有一定上涨



数据来源: Wind, 国开证券研究部

中长期看,一些壁垒较高的特色原料药企业的海外业务受益于产能向亚太地区转移带来的订单提升,同时国内业务受益于一致性评价、带量采购和关联审评等政策利好,行业的话语权提升明显,市场对行业的认识也在不断深入。在带量采购的背景下,原料药企向下游制剂生产进行延伸有着天然的优势,值得关注。同时一些龙头企业利用自身优势向 CDMO 业务拓展也值得关注。整体我们认为随着特色原料药企业业务内涵的扩充,壁垒得到提升,在高景气度下,市场对相关公司的估值也在逐步提升。

2.3 供给偏紧, 血制品景气度有望持续

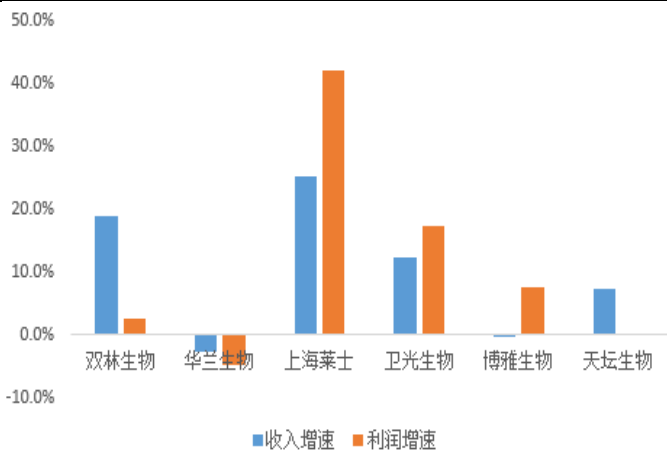
虽在疫情爆发期,治疗所需的静丙销售大幅增长,但由于医院常规诊疗活动的暂停或减少,其它血制品需求出现一定程度的下降,一季度血制品行业上市公司整体业绩增速表现较为平稳。

我们认为全年行业的业绩仍较为确定。从供给端看,近年来国内采浆量受浆站审批趋严、政策、渠道库存等因素影响,增速维持在个位数水平。疫情期间正常采浆活动基本停滞,虽 3 月底全国浆站除湖北外基本已全面复工,但在行业特殊的检疫期、生产及批签发制度下,我们预计下半年血浆原料供给将较为紧张,全年采浆量预计将实现 10% 左右的下滑。同时受疫情影响,海外采浆量也会减少,我国白蛋白的供给中 60% 左右来自于海外,虽目前暂未看到进口白蛋白供给的下降,从采

浆到产出的流程推算，预计三季度或能看到进口白蛋白数量的降低。

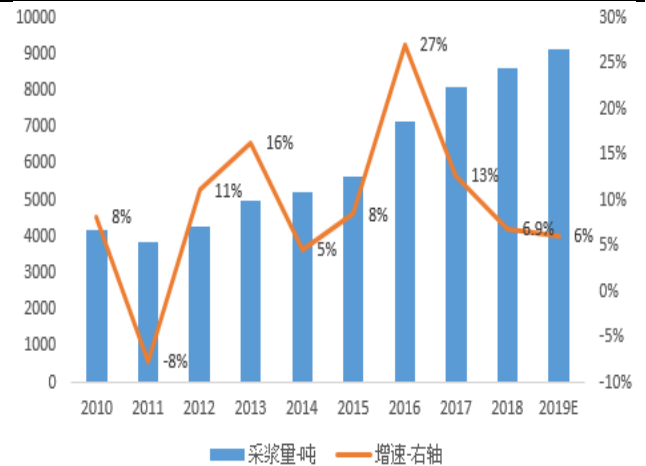
从需求端看，我们认为疫情的爆发加快了医生和患者对血制品认知和教育的过程，静丙适应症拓展空间大，第一大品种白蛋白渠道仍有较大挖掘潜力，凝血因子类产品人均使用量与海外相比还有较大差距。整体上看，今年下半年血制品供给偏紧的局面有望持续，受疫情推动行业进入景气向上周期，建议关注具备采浆量优势的龙头企业。

图 26: 血制品相关上市公司 2020 年 1 季度业绩增长情况



数据来源: Wind, 国开证券研究部

图 27: 近年来我国采浆量增长情况



数据来源: 卫健委、国开证券研究部

2.4 中长期景气度确定的细分领域

重磅品种陆续上市，疫苗行业增长确定。康希诺生物招股说明书披露，2019 年我国疫苗市场规模约 425 亿元，同比增长 26.5%。近年来随着 HPV9、HPV4、五价轮状、国产 13 价肺炎等大品种上市，行业迅速扩容，特别是大部分自费重磅品种仍处于销售放量期，考虑到渗透率还较低，我们认为将继续推动疫苗行业保持较高的增长，建议继续关注研发能力突出，产品管线布局丰富的疫苗龙头企业，如康泰生物等。

图 28: 我国疫苗市场规模 (单位: 十亿)

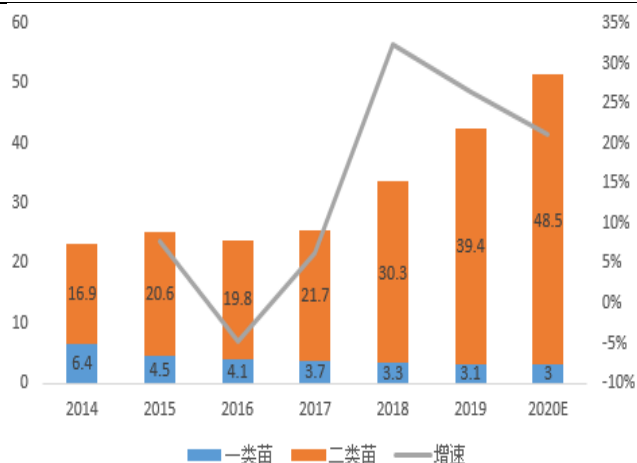
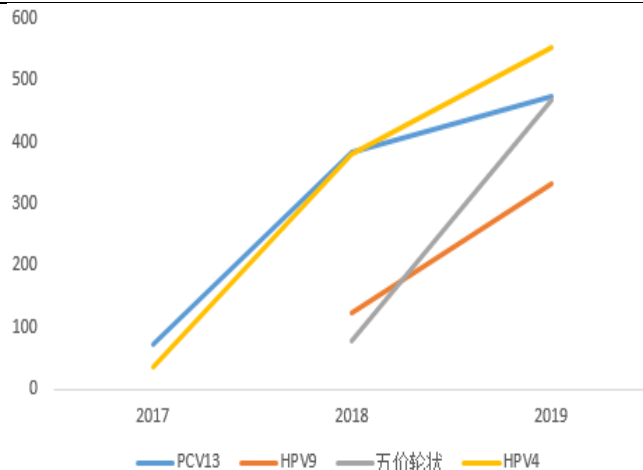


图 29: 大品种上市后快速放量 (单位: 万支)



数据来源: 康希诺生物招股说明书, 国开证券研究部

数据来源: 中检院, 国开证券研究部

创新药及 CXO 产业链仍然值得逢低布局。从产业升级角度, 创新药是我国制药工业发展的必由之路, 叠加带量采购、一致性评价等政策, 仿制药转型迫在眉睫。在医保目录动态调整、审评审批提速等政策支持以及人才和投资资金的涌入下, 创新药领域研发进展也非常迅速, 近年来多款国产 PD-1 上市就是非常好的例证。从样本医院销售数据看, 最近 3 年国内企业开发的创新药销售收入在整个原研药销售收入中的占比显著增加, 从 2015 年 2.4% 的占比提升至 2019 年的 5.7% 左右。此外多款 PD-1 上市后销售额快速达到 10 亿元, 我们认为创新药领域依旧是确定性较强的细分领域, 相关龙头企业值得继续关注。而相关的 CXO 产业链受益于国内企业的创新转型及研发投入的增加, 从目前形势看, 海外订单转移趋势较明确, 短期疫情影响或加速了订单转移的进程。虽创新药及相关的 CXO 产业链龙头标的上涨明显, 但我们认为行业发展的长期逻辑不变, 龙头企业会通过业绩的增长来消化估值, 若出现较大幅度调整, 可以加大配置。

表 30: 我国创新药占整个原研药比重明显提升

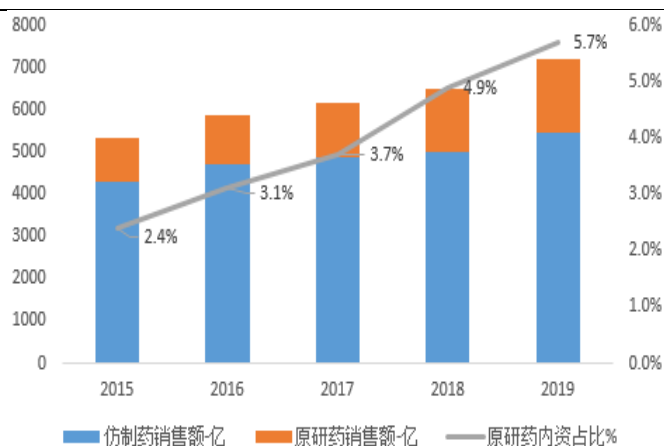
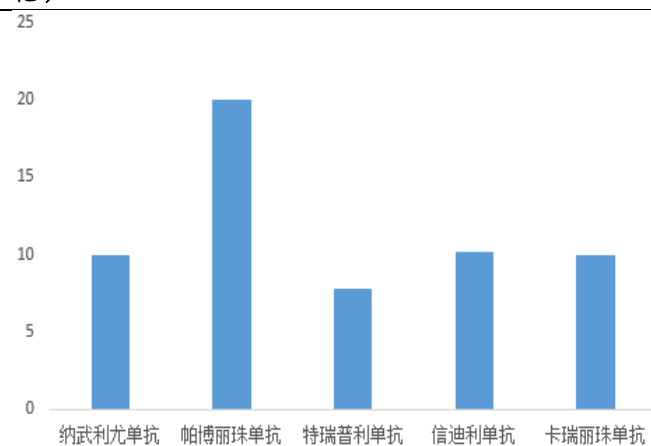


表 31: 国内上市 PD-1 单抗 2019 年销售额 (单位: 亿)



数据来源: 医药魔方, 国开证券研究部

数据来源: 各公司公告整理, 国开证券研究部

3. 重点个股

迈瑞医疗：我国医疗器械行业龙头，短期受益于海内外疫情推动公司相关监护、影像类产品放量，中长期看，公司受益于国内卫生建设补短板、医疗装备的技术升级以及进口替代。公司研发和销售实力强劲，我们认为无论是产品还是渠道角度，公司海内外市场都有较大的拓展空间，成长空间广阔，建议关注。

恒瑞医药：我国创新药龙头，短期多款重磅药密集上市，同时近期卡瑞丽珠单抗两大适应症获批，业绩具有较高确定性。另外还有多款产品处于临床III期，产品梯队较好，业绩具有持续推动力。中长期看，公司研发管线丰富，已与国内大部分药企在研发上拉开较大差距，创新药相关政策直接受益者，同时商业能力也较突出，成长确定性较强，建议关注。

康泰生物：公司是国内疫苗研发管线最为丰富的企业，大品种 13 价肺炎结合疫苗已提交上市申请并纳入优先审评，有望年底获批上市，二倍体狂犬也取得了临床试验总报告，即将报产，此外还有水痘、IPV、EV71 等在研项目积极推进，公司研发管线有望步入收获期，业绩确定性较强，建议关注。

华兰生物：公司是血制品龙头企业，采浆量和批签发量位居行业前列，受益于行业景气度回升。疫苗业务预计受疫情影响，今年流感疫苗接种意愿将大幅提升，业绩具有较强支撑。同时公司公告疫苗子公司引入战投及拟分拆上市，利于疫苗板块做大做强。我们看好公司中长期“血制品+疫苗”业务的成长确定性，建议关注。

中新药业：公司控股股东天津医药集团混改信息已披露，股权转让比例不低于 65%，集团混改在经历多年准备后有望落地。同时公司股权激励也已落地，作为老字号中药企业，可挖掘潜力较大。按 6 月 24 日收盘价计算，公司 2020 年动态估值不足 19 倍，考虑到国改后有望释放的经营潜力，给予公司“推荐”评级，建议关注。

表 4：相关重点个股估值情况（EPS 单位：元/股；PE 单位：倍；收盘价单位：元）

证券代码	证券简称	EPS	PE	EPS	PE	收盘价
		(2020E)	(2020E)	(2021E)	(2021E)	20200626
300760.SZ	迈瑞医疗	4.73	63.24	5.73	52.23	299.19
600276.SH	恒瑞医药	1.29	72.06	1.66	56.14	92.95
300601.SZ	康泰生物	1.23	124.74	2.09	73.70	153.70
002007.SZ	华兰生物	0.91	52.75	1.07	44.99	48.03
600329.SH	中新药业	0.91	18.71	1.08	15.77	17.03

数据来源：中新药业盈利预测系作者预测值，其余为WIND一致预期、国开证券研究部

4. 风险提示

疫情影响超预期；行业监管政策进一步收紧，超过市场预期；药品器械集采力度超

预期对业绩产生负面影响；中美贸易摩擦持续升级对板块的负面影响；上市公司业绩增长低于预期；国内外经济形势持续恶化风险；市场整体系统性风险。

分析师简介承诺

王雯，CFA、CPA，天津大学学士，对外经济贸易大学硕士研究生，曾任渤海证券医药行业分析师，7年行业研究经验。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。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，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成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。本文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。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层