

医药生物行业 2021 年投资策略

丛林法则，创新者生存

核心观点：

- **医保支付领域改革仍在深化，带采、谈判常态化，行业亟待创新转型。**仿制药已从传统带金销售模式转变为以价换量，成本领先，单品种市场天花板下降。创新药医保谈判加快新药上市后放量增长，审评审批效率提升缩短研发回报期。高值耗材集采大幅降价，倒逼企业研发创新。非医保支付类产品或服务也是重要投资方向。
- **创新药：创新分化，国际市场海阔天空。**2015 年开始的药审改革加速国产创新药的爆发，IND 及 NDA 数量持续创下新高。中国制药产业正处于从仿制药向创新药升级的关键时期，传统药企积极创新，Biotech 企业向 Biopharma 转型，创新药企百花齐放。随着中国加入 ICH，国际化是创新升级的必然途径，关注拥有国际化竞争力创新项目的企业。
- **创新器械：踏雪寻梅，集采背景下的新机会。**高值耗材集采应客观看待，已被集采品种的中标企业可通过以价换量获得院内市场，可能的骨科若大规模集采，将有利于行业集中度的提升，帮助国内龙头公司快速打开院内市场。集采品种外的创新品种将迎来机遇，重点关注药物球囊、TAVR、神经介入、医疗机器人等领域。
- **非医保部分蓬勃发展。**(1) 医疗服务：通过不同扩张路径实现旗舰医院的多地复制；(2) 疫苗：疫苗打破供给约束，行业利润释放在继续；(3) 连锁药房：整合在继续，行业维持高景气；(4) 医疗美容：需求快速增长，产品品类不断丰富及行业逐步规范化将助推合规市场快速扩容；(5) 中药贵稀和其他消费属性产品：消费升级背景下，产品存在提价潜力，业绩增长良好，估值具性价比。
- **投资组合及关注标的。**国内医药行业仍具备较大增量投入空间，随着主观创新意愿被激活，在资本助力之下，创新成果转化将进一步加快。我们重点看好以下投资组合：(1) 创新药组合：恒瑞医药、中国生物制药、石药集团、百济神州、金斯瑞生物科技、丽珠集团；关注：翰森制药、信达生物、君实生物、艾力斯、康方生物-B、荣昌生物-B、亚盛医药-B、复宏汉霖-B；(2) 创新器械组合：迈瑞医疗、微创医疗、威高股份、爱康医疗、万孚生物、昊海生科、安图生物；关注：南微医学、心脉医疗、启明医疗-B、沛嘉医疗-B；(3) 创新服务产业链：药明康德、药明生物；(4) 医疗消费组合：爱尔眼科、通策医疗、康泰生物、康希诺生物-B、长春高新、锦欣生殖、云南白药、片仔癀、中国中药；关注：爱美客；(5) 特药组合：人福医药、东诚药业、恩华药业、国药股份。
- **风险提示。**研发进度低于预期，审评进度低于预期，带量采购进度及范围超预期。

行业评级

买入

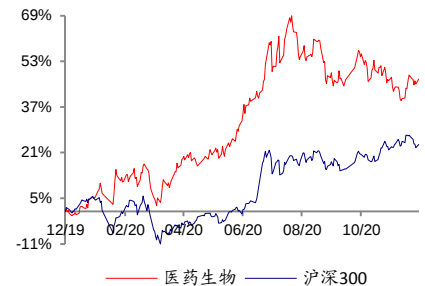
前次评级

买入

报告日期

2020-12-15

相对市场表现



分析师：

罗佳荣



SAC 执证号：S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-38003671

分析师：

孙辰阳



SAC 执证号：S0260518010001



021-38003670



sunchenyang@gf.com.cn

分析师：

孔令岩



SAC 执证号：S0260519080001



010-59136619



konglingyan@gf.com.cn

分析师：

马步云



SAC 执证号：S0260519080009



SFC CE No. BOS189



0755-88286935

分析师：

mabuyun@gf.com.cn



漆经纬



SAC 执证号：S0260520070003



021-38003667

分析师：

qijingwei@gf.com.cn

请注意，孙辰阳、孔令岩、漆经纬并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

联系人：

李东升 021-38003666

lidongsheng@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
恒瑞医药	600276.SH	CNY	90.11	2020/10/20	买入	111.54	1.21	1.53	74.47	58.90	64.53	51.58	20.60	21.80
药明康德	603259.SH	CNY	113.2	2020/10/30	买入	144.50	1.28	1.70	88.44	66.59	61.45	45.30	15.40	17.00
康龙化成	300759.SZ	CNY	103.6	2020/10/29	买入	144.50	1.22	1.70	84.92	60.94	51.92	38.30	11.09	13.42
康泰生物	300601.SZ	CNY	147.35	2020/10/30	买入	182.60	1.20	2.20	122.79	66.98	97.62	55.15	23.00	30.60
爱尔眼科	300015.SZ	CNY	68.85	2020/10/29	买入	67.10	0.44	0.61	156.48	112.87	82.97	62.38	16.40	18.40
通策医疗	600763.SH	CNY	254.01	2020/10/28	买入	232.00	1.66	2.32	153.02	109.49	93.51	67.59	23.00	24.40
一心堂	002727.SZ	CNY	42.1	2020/08/19	买入	41.25	1.25	1.46	33.68	28.84	24.74	20.70	13.90	14.60
长春高新	000661.SZ	CNY	378	2020/10/26	买入	447.50	6.67	8.95	56.67	42.23	45.23	31.96	25.20	25.80
丽珠集团	000513.SZ	CNY	42.67	2020/10/26	买入	48.60	1.89	2.16	22.58	19.75	18.04	16.03	13.80	13.60
国药股份	600511.SH	CNY	55.23	2020/10/27	买入	45.00	2.25	2.70	24.55	20.46	15.21	12.67	13.90	14.30
恩华药业	002262.SZ	CNY	17.4	2020/12/02	买入	27.78	0.76	0.93	22.89	18.71	18.32	15.22	17.62	17.72
人福医药	600079.SH	CNY	31.85	2020/11/10	买入	37.06	0.68	0.97	46.84	32.84	16.37	13.20	9.20	11.70
昊海生科	688366.SH	CNY	96	2020/10/28	买入	213.30	1.38	2.37	69.57	40.51	64.93	35.66	4.20	6.90
蓝帆医疗	002382.SZ	CNY	21.63	2020/10/29	买入	47.74	3.99	5.38	5.42	4.02	4.41	3.29	34.00	34.30
凯利泰	300326.SZ	CNY	15.04	2020/10/29	买入	27.20	0.42	0.54	35.81	27.85	29.00	23.04	10.00	11.80
智飞生物	300122.SZ	CNY	137.7	2020/11/23	买入	180.05	2.15	2.76	64.05	49.89	52.47	41.13	44.50	43.10
迈瑞医疗	300760.SZ	CNY	368.14	2020/04/29	买入	302.08	4.72	5.72	78.00	64.36	75.18	62.38	26.00	26.40
凯普生物	300639.SZ	CNY	37.01	2020/10/25	买入	65.07	1.45	1.55	25.52	23.88	22.22	21.46	14.10	13.40
金城医学	603882.SH	CNY	102.35	2020/10/28	买入	131.85	3.15	2.64	32.49	38.77	24.27	28.87	40.00	25.80
泰格医药	300347.SZ	CNY	138	2020/04/19	买入	88.40	1.36	1.72	101.47	80.23	123.88	100.35	19.50	19.80
健帆生物	300529.SZ	CNY	71.2	2020/10/21	买入	84.16	1.05	1.36	67.81	52.35	62.87	48.80	27.00	28.10
东诚药业	002675.SZ	CNY	24.45	2020/10/27	买入	30.80	0.55	0.76	44.45	32.17	23.27	18.59	9.80	12.70
万孚生物	300482.SZ	CNY	75.56	2020/11/14	买入	141.60	2.03	2.36	37.22	32.02	27.46	23.71	23.80	21.70
安图生物	603658.SZ	CNY	148.43	2020/10/29	买入	210.48	1.85	2.63	80.23	56.44	68.02	53.13	24.10	25.80
云南白药	000538.SZ	CNY	113.39	2020/04/29	买入	108.30	3.61	4.00	31.41	28.35	23.17	21.16	11.30	11.70
片仔癀	600436.SH	CNY	248.00	2019/04/12	买入	128.00	3.22	4.03	77.02	31.76	29.62	23.22	23.3	22.6
中国生物制药	01177.HK	HK	6.76	2020/08/30	买入	12.09	0.16	0.19	42.25	35.58	15.55	13.52	8.93	9.73
百济神州	06160.HK	HK	135.00	2020/03/03	买入	182.00	-11.56	-4.43	-	-	-	-	-	-
药明康德	02359.HK	HK	128.20	2020/10/30	买入	156.86	1.28	1.70	100.16	75.41	60.51	44.14	15.40	17.00
康龙化成	03759.HK	HK	105.70	2020/10/29	买入	156.86	1.22	1.70	86.64	92.27	56.15	41.07	11.09	13.42
石药集团	01093.HK	HK	7.29	2020/11/24	买入	11.78	0.37	0.43	19.70	16.95	14.08	12.14	20.70	20.60
药明生物	02269.HK	HK	78.2	2020/08/19	买入	196.00	0.98	1.38	79.80	56.67	189.45	132.46	6.80	8.70
微创医疗	00853.HK	HK	37.35	2020/08/30	买入	45.32	-0.01	0.00	-	-	1647.99	823.99	-3.80	0.20
威高股份	01066.HK	HK	14.36	2020/11/16	买入	20.40	0.46	0.54	31.22	26.59	18.84	16.84	11.60	12.20
金斯瑞生物科技	01548.HK	HK	12.08	2020/11/09	买入	26.18	-0.08	-0.06	-151.00	-201.33	-	-	-22.40	-11.90
爱康医疗	01789.HK	HK	11.9	2020/08/25	买入	25.06	0.31	0.40	38.39	29.75	30.38	23.96	16.30	17.10
锦欣生殖	01951.HK	HK	13.92	2020/12/11	买入	15.60	0.14	0.20	99.43	69.60	68.88	50.18	4.36	5.73

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

中国中药	00570.HK	HK	3.48	2020/08/25	买入	4.62	0.32	0.36	10.88	9.67	5.70	5.04	9.70	10.90
------	----------	----	------	------------	----	------	------	------	-------	------	------	------	------	-------

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、“4+7”集采试点执行后行业回顾	8
(一) 2018 年 4+7 之后行业回顾	8
(二) 医保支付领域改革仍在深化，带采、谈判常态化，行业亟待创新转型	17
二、创新药：创新分化，国际市场海阔天空	24
(一) 药审改革加速国产创新药的爆发	24
(二) 中国制药产业升级关键期，创新药企业百花齐放	27
(三) 国际化是创新升级的必然途径，关注拥有国际化竞争力创新项目的企业	28
三、创新器械：踏雪寻梅，集采背景下的新机会	29
(一) 创新品种对集采品种的替代	30
(二) 集采后行业格局迎来分化	34
(三) 医保免疫品种的确定性优势凸显	38
四、非医保部分蓬勃发展	43
(一) 医疗服务：通过不同扩张路径实现旗舰医院的多地复制	43
(二) 疫苗：新冠渐行渐近，疫苗打破供给约束，行业利润释放在继续	46
(三) 连锁药房：整合在继续，行业维持高景气	52
(四) 医疗美容：需求快速增长，产品品类不断丰富及行业逐步规范化将助推合规市场快速扩容	54
(五) 中药贵稀和其他消费属性产品：产品存在提价潜力，业绩增长良好，估值具性价比	58
五、投资策略	63
(一) 创新药组合	63
(二) 创新器械组合	63
(三) 创新服务产业链	63
(四) 医疗消费组合	63
(五) 特药组合	63
六、风险提示	63

图表索引

图 1: 即期现金流估值转向未来预期现金流估值	11
图 2: 国内 CXO 龙头营收增速 (2020Q3 是单季度增速)	12
图 3: 国内 CXO 龙头在手订单情况 (亿元) 及增速	12
图 4: 国内 CXO 龙头新增订单情况 (亿元) 及增速	12
图 5: 药明康德 CDMO 项目数据	13
图 6: 泰格医药临床 CRO 项目数据	13
图 7: 凯莱英 CDMO 项目数据	13
图 8: 九洲药业 CDMO 项目数据	13
图 9: 药店连锁化率保持逐年递增趋势	14
图 10: 三大终端数量增速	14
图 11: 连锁及百强企业平均门店数 (家)	15
图 12: 心脉医疗收盘价 (元) 走势 (2019.11-2020.11)	16
图 13: 启明医疗收盘价 (港元) 走势 (2019.11-2020.11)	16
图 14: 品牌中药企业 PE (TTM)	17
图 15: 疫苗企业 PE (TTM)	17
图 16: 医疗服务企业 PE (TTM)	17
图 17: 小众品种企业 PE (TTM)	17
图 18: 历次带量采购首年约定采购量 (单位: 亿片/粒/袋/支)	18
图 19: 带量采购降价幅度比较	19
图 20: 国家医保谈判情况总结	20
图 21: 利拉鲁肽进入医保后迅速放量	20
图 22: 奥希替尼进入医保后迅速放量	20
图 23: 历年医保谈判结果梳理	21
图 24: 《意见》主要目标	24
图 25: 《意见》主要任务	24
图 26: 中国药品监督改革措施	24
图 27: CDE 承办 IND 数量(按品种计)	25
图 28: CDE 批准进入临床的新药(按品种计)	25
图 29: CDE 承办 NDA 数量	25
图 30: 欧美 biotech 企业与成熟大药企在创新药产业链上的分工	28
图 31: 我国 2009-2018PCI 例数 (例)、支架植入量 (个) 及增速	31
图 32: 2018 年主要国家和地区每百万人口 PCI 手术量 (例/每百万人口)	31
图 33: 全球 TAVR 手术适用患者人数 (千人)	34
图 34: 中国 TAVR 手术适用患者人数 (千人)	34
图 35: 白内障致病机理图	35
图 36: 2016 年致盲疾病占比情况	35
图 37: 2012-2018 中国白内障手术数量及 CSR	35
图 38: 2017 年主要国家 CSR 对比	35
图 39: 我国各级进院价格人工晶状体市占率 (按数量)	36

图 40: 我国国产进口人工晶状体市场份额 (按数量)	36
图 41: 2015-2024E 中国骨科植入医疗器械整体市场规模.....	36
图 42: 中国角膜塑形镜消费量统计	41
图 43: 2018 年我国 OK 镜市场份额	41
图 44: 2011-2019 中国内窥镜市场及增速	42
图 45: 2018 年我国内窥镜市场份额	42
图 46: 爱尔眼科并购基金的股东结构和投资结构	44
图 47: 公司合伙人计划及激励体系	44
图 48: 西安存济医学中心的股权结构	46
图 49: 全球新冠确诊病例最新情况 (截至 2020 年 12 月 7 日)	47
图 50: 全球新冠疫苗产能及可及性概览.....	52
图 51: 2018 年主要国家医美市场渗透率 (每千人治疗量)	55
图 52: 中国医疗美容服务疗程量按手术类及非手术类拆分	56
图 53: 2019 年中国合规市场各类注射针剂占比 (金额)	56
图 54: 2019 年美国合规市场各类注射针剂占比 (金额)	56
图 55: 中国医美透明质酸钠市场规模 (亿元)	58
图 56: 中国医美肉毒素市场规模 (亿元)	58
图 57: 全国居民人均消费支出增速维持较快增长	59
图 58: 全国人均医疗保健消费支出增速持续快于消费支出增速	59
图 59: 我国中药保健品行业趋向高端化.....	60
图 60: 长春高新营收保持较快增长.....	61
图 61: 长春高新扣非归母净利润持续加速	61
图 62: 欧普康视营收保持较快增长.....	62
图 63: 欧普康视扣非归母净利润保持较快增长趋势	62
图 64: 我武生物整体营收保持较快增长.....	62
图 65: 我武生物扣非归母净利润保持较快增长.....	62
图 66: 健帆生物营收保持较快增长.....	62
图 67: 健帆生物扣非归母净利润持续加速	62

表 1: 2018 年 12 月 7 日-2020 年 12 月 11 日涨幅前 40 家企业业绩表现 (150 亿市值及以上, 截至 2020 年 12 月 10 日)	8
表 2: 2018 年 12 月 7 日-2020 年 12 月 11 日跌幅前 40 家企业业绩表现 (150 亿市值及以上, 截至 2020 年 12 月 10 日)	9
表 3: 2019 年 A 股和 H 股研发费用 5 亿元以上制药企业(货币单位: 人民币亿元)	10
表 4: 四家上市零售药店可用于门店扩张资金 (单位: 亿元)	14
表 5: 微创医疗特别审批产品	15
表 6: 三批带量采购总结.....	18
表 7: 2020 年国家医保药品目录调整通过形式审查的 2019 年后上市的申报药品	22

表 8: 冠脉支架全国集采拟中选产品情况	22
表 9: CDE 承办待批准上市的新药	25
表 10: 2020 年国内企业创新药项目 license out 梳理	28
表 11: 冠脉介入治疗产品的发展与对比	31
表 12: 2025 年我国 DCB 市场规模测算 (按挂网价)	32
表 13: 主动脉瓣狭窄治疗方式对比	32
表 14: 国内企业 TAVR 产品布局	33
表 15: 免疫诊断方法概况	37
表 16: 化学发光企业主力机型及特点	37
表 17: 屈光手术对比	39
表 18: 2018-2025E ICL 市场规模测算	40
表 19: 我国市场角膜塑形镜对比	40
表 20: 我国角膜塑形镜市场规模测算	41
表 21: 爱尔眼科并购基金的参股情况和医院数量估计	43
表 22: 武汉锦欣并购整合方向	45
表 23: 全球已披露临床 3 期数据中期分析的新冠疫苗对比概况	47
表 24: 全球新冠疫苗研发进展	48
表 25: 连锁药房重点公司财务指标 (盈利预测取 Wind 一致预期)	53
表 26: 连锁药房 2020 年以来仍保持快速扩张趋势 (单位: 家)	53
表 27: 中国成为全世界第二大医疗美容市场	54
表 28: 截止 2020 年 11.14 日获 NPMA 批准的 III 类医疗器械注册证的医美注射针剂产品	57
表 29: 贵细中药消费品龙头估值有优势	59
表 30: 贵细中药消费品龙头估值有优势	59
表 31: 主要医药消费品公司情况统计	61

一、“4+7”集采试点执行后行业回顾

(一) 2018 年 4+7 之后行业回顾

1. 板块估值逐步分化

2018年12月首批“4+7”带量采购结果公布至今，医药子行业板块估值逐步分化。非医保领域的医疗服务、CXO、中药及小众贵稀产品、部分产品具备消费属性或暂未收到集采压力的器械企业股价及业绩表现向好。2018年12月7日至2020年12月10日期间涨跌幅排名前40的企业中，医疗服务及CXO企业共10家、生物制品企业共5家、医疗器械企业共8家。

表1：2018年12月7日-2020年12月11日涨幅前40家企业业绩表现（150亿市值及以上，截至2020年12月10日）

证券代码	证券简称	行业分类 (SW)	市值/亿元 2020/12/10	涨跌幅	2019 年收 入增速	2020 1-3Q 收入增速	2019 年净利 润增速	2020 1-3Q 净利润增速
300677.SZ	英科医疗	医疗器械	495.21	1195.95%	10.06%	486.44%	-0.57%	3376.72%
300595.SZ	欧普康视	医疗器械	468.43	423.06%	41.12%	25.07%	41.92%	20.99%
603520.SH	司太立	化学原料药	174.32	407.14%	46.98%	6.16%	81.83%	44.40%
603456.SH	九洲药业	化学原料药	268.38	373.79%	8.30%	28.53%	51.32%	76.42%
600763.SH	通策医疗	医疗服务	779.32	361.20%	22.52%	2.22%	39.44%	-0.98%
300702.SZ	天宇股份	化学原料药	185.87	352.44%	43.88%	26.62%	257.89%	30.07%
300347.SZ	泰格医药	CXO	1,201.72	347.92%	21.85%	13.27%	78.24%	149.57%
603882.SH	金域医学	医疗服务	457.19	341.05%	16.44%	48.65%	72.44%	230.65%
00853.HK	微创医疗	医疗器械	663.01	340.63%	20.40%	-	96.73%	-
02269.HK	药明生物	CXO	3,326.97	292.14%	57.02%	-	60.77%	-
603127.SH	昭衍新药	CXO	222.91	283.08%	56.40%	81.23%	64.64%	54.65%
300015.SZ	爱尔眼科	医疗服务	2,773.37	282.25%	24.74%	10.78%	36.67%	25.60%
000661.SZ	长春高新	生物制品	1,514.67	281.15%	37.19%	17.55%	76.36%	82.19%
002821.SZ	凯莱英	CXO	659.52	268.22%	34.07%	19.53%	29.32%	38.12%
300363.SZ	博腾股份	CXO	188.98	264.82%	30.93%	37.59%	49.04%	76.10%
00241.HK	阿里健康	医疗服务	3,376.97	261.15%	88.65%	-	-91.96%	-
300601.SZ	康泰生物	生物制品	1,016.65	250.62%	-3.65%	1.87%	31.86%	0.58%
300122.SZ	智飞生物	生物制品	2,216.00	231.79%	102.50%	44.14%	63.05%	40.59%
300298.SZ	三诺生物	医疗器械	209.05	216.26%	14.69%	21.54%	-19.25%	17.02%
300357.SZ	我武生物	生物制品	346.19	214.58%	27.68%	-1.79%	28.09%	-7.08%
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗器械	4,324.21	212.27%	20.38%	29.76%	25.85%	46.09%
600211.SH	西藏药业	化学制剂	158.73	200.41%	22.20%	6.26%	44.86%	35.72%
002030.SZ	达安基因	医疗器械	280.51	197.45%	-25.73%	363.61%	-9.25%	1817.41%
603707.SH	健友股份	化学原料药	361.05	197.02%	45.25%	18.08%	42.50%	36.69%
600079.SH	人福医药	化学制剂	493.16	187.68%	17.03%	-7.81%	-135.74%	-17.83%
002675.SZ	东诚药业	化学制剂	197.83	183.64%	28.29%	18.49%	-44.83%	21.27%
000739.SZ	普洛药业	化学制剂	267.52	181.04%	13.08%	7.30%	49.34%	45.99%

300529.SZ	健帆生物	医疗器械	546.67	180.22%	40.86%	35.42%	42.00%	50.13%
600436.SH	片仔癀	中药	1,453.99	178.87%	20.06%	16.78%	20.25%	19.83%
002626.SZ	金达威	化学原料药	217.56	176.64%	11.11%	11.85%	-34.42%	50.41%
300725.SZ	药石科技	CXO	174.28	173.40%	38.47%	56.28%	14.03%	21.21%
603259.SH	药明康德	CXO	2,661.80	169.57%	33.89%	27.34%	-17.96%	34.17%
603233.SH	大参林	医药商业	517.59	166.95%	25.76%	30.49%	32.17%	55.90%
000403.SZ	双林生物	生物制品	189.09	164.69%	6.49%	3.36%	100.60%	-18.50%
01801.HK	信达生物	生物制品	792.88	162.04%	10953.34%	-	-70.20%	-
01302.HK	先健科技	医疗器械	176.99	159.87%	21.58%	-	6.70%	-
01833.HK	平安好医生	医疗服务	1,016.50	155.70%	51.82%	-	-19.50%	-
01789.HK	爱康医疗	医疗器械	136.54	153.32%	54.45%	-	84.21%	-
300558.SZ	贝达药业	化学制剂	388.80	153.26%	26.94%	21.25%	38.37%	158.80%
300463.SZ	迈克生物	医疗器械	250.09	151.88%	20.02%	7.74%	18.06%	36.68%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

同时, 化学制药板块受医保支付端改革影响较为明显, 2018年12月7日至2020年12月10日期间涨跌幅排名后40的企业中, 化学制剂及化学原料药企业共13家。

表2: 2018年12月7日-2020年12月11日跌幅前40家企业业绩表现 (150亿市值及以上, 截至2020年12月10日)

证券代码	证券简称	子行业 (SW)	市值/亿元 2020/12/10	涨跌幅	2019年 收入增速	2020 1-3Q 收入增速	2019年净 利润增速	2020 1-3Q 净利润增速
03320.HK	华润医药	化学制药	246.90	-64.79%	10.18%	-	-16.79%	-
002252.SZ	上海莱士	生物制品	546.68	-58.41%	43.27%	6.38%	-140.04%	80.80%
01099.HK	国药控股	医药商业	599.17	-44.45%	23.44%	-100.00%	7.18%	-100.00%
00874.HK	白云山	中药	304.67	-37.23%	54.05%	-6.56%	-7.33%	-15.84%
600566.SH	济川药业	中药	191.51	-36.77%	-3.72%	-19.90%	-3.84%	-26.50%
02005.HK	石四药集团	化学制药	138.54	-36.67%	13.57%	-	27.39%	-
01530.HK	三生制药	生物制品	173.47	-35.90%	15.97%	-	-23.76%	-
02186.HK	绿叶制药	化学制药	125.41	-32.27%	22.91%	-	12.67%	-
600673.SH	东阳光	化学制剂	161.24	-30.37%	26.43%	-23.14%	2.01%	-78.25%
02607.HK	上海医药	医药商业	352.99	-29.34%	17.27%	-0.22%	5.15%	5.97%
00570.HK	中国中药	中药	179.78	-28.32%	26.88%	-	10.36%	-
600535.SH	天士力	中药	232.04	-24.37%	5.61%	-19.17%	-35.19%	-2.84%
600332.SH	白云山	中药	488.55	-18.64%	53.79%	-6.35%	-7.33%	-15.84%
002422.SZ	科伦药业	化学制剂	284.14	-15.74%	7.86%	-9.99%	-22.68%	-45.15%
600867.SH	通化东宝	生物制品	270.93	-14.16%	3.13%	6.24%	-3.27%	9.82%
002399.SZ	海普瑞	化学原料药	265.29	-12.80%	-3.95%	12.85%	71.92%	5.56%
002044.SZ	美年健康	医疗服务	471.67	-10.56%	0.79%	-29.61%	-205.58%	-232.15%
600085.SH	同仁堂	中药	341.50	-10.26%	-6.56%	-9.09%	-13.12%	-15.89%
300003.SZ	乐普医疗	医疗器械	500.23	-6.00%	22.64%	8.63%	41.57%	22.38%

01548.HK	金斯瑞生物 科技	生物制品	230.64	-3.41%	20.32%	-	-564.31%	-
000423.SZ	东阿阿胶	中药	273.64	-2.81%	-59.68%	-27.90%	-121.29%	-110.04%
01093.HK	石药集团	化学制药	857.32	2.52%	19.21%	13.56%	15.98%	25.15%
002294.SZ	信立泰	化学制剂	261.50	2.75%	-3.90%	-40.12%	-50.95%	-62.69%
601607.SH	上海医药	医药商业	544.54	2.83%	17.27%	-0.21%	5.15%	5.97%
000963.SZ	华东医药	化学制剂	491.70	3.92%	15.60%	-7.70%	24.08%	8.06%
00867.HK	康哲药业	化学制药	196.43	7.03%	11.77%	-	5.99%	-
600056.SH	中国医药	医药商业	156.96	8.59%	13.80%	16.30%	-36.46%	27.80%
000999.SZ	华润三九	中药	257.84	13.31%	9.49%	-9.29%	47.51%	-20.57%
600998.SH	九州通	医药商业	320.61	15.69%	14.19%	9.46%	28.79%	110.23%
03933.HK	联邦制药	化学制药	106.93	17.65%	11.77%	-	-6.03%	-
300294.SZ	博雅生物	生物制品	158.73	18.18%	18.66%	-5.39%	-9.17%	-29.69%
000028.SZ	国药一致	医药商业	227.34	21.09%	20.69%	10.30%	5.00%	3.68%
300009.SZ	安科生物	生物制品	200.85	22.61%	17.17%	-0.91%	-52.71%	16.40%
002382.SZ	蓝帆医疗	医疗器械	206.50	22.92%	31.00%	79.14%	41.41%	403.16%
000710.SZ	贝瑞基因	医疗器械	157.05	26.98%	12.35%	-7.37%	45.70%	-51.87%
603858.SH	步长制药	中药	288.25	28.82%	4.32%	9.78%	3.05%	3.46%
600267.SH	海正药业	化学原料药	153.33	35.24%	8.68%	-1.90%	-118.90%	-72.71%
02196.HK	复星医药	生物制品	927.77	40.69%	14.90%	4.48%	22.66%	20.12%
002223.SZ	鱼跃医疗	医疗器械	271.47	41.21%	10.82%	36.33%	3.49%	111.84%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2. 创新投入力度加大, 估值模式应更多包容创新研发

国内创新药市场国际化, 制药工业创新升级, 需要企业投入大量资金从事创新药研发, 以恒瑞医药和百济神州为例, 两者2019年的研发费用分别为38.96亿元和64.69亿元。

表3: 2019年A股和H股研发费用5亿元以上制药企业(货币单位: 人民币亿元)

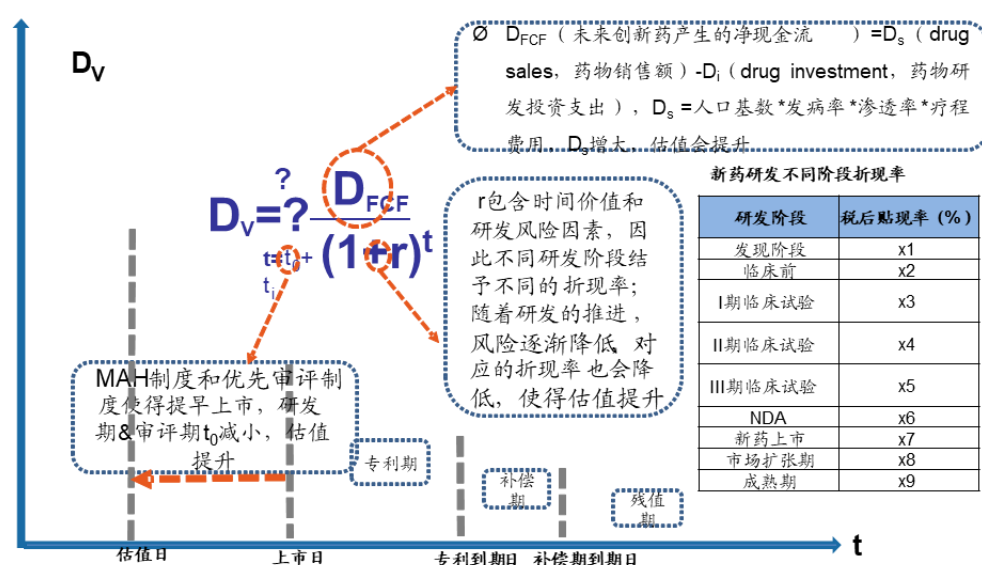
A 股				H 股			
代码	企业	研发费用	费用率	代码	企业	研发费用	费用率
600276.SH	恒瑞医药	38.96	16.73%	06160.HK	百济神州	64.69	/
600196.SH	复星医药	20.41	7.14%	01177.HK	中国生物制药	23.99	9.87%
300760.SZ	迈瑞医疗	14.66	8.85%	01093.HK	石药集团	20.00	9.04%
601607.SH	上海医药	13.50	0.72%	02616.HK	基石药业-B	13.96	/
002422.SZ	科伦药业	12.86	7.29%	01801.HK	信达生物	12.95	/
000963.SZ	华东医药	10.73	3.03%	03692.HK	翰森制药	11.21	12.89%
600380.SH	健康元	9.06	7.56%	00853.HK	华润医药	10.34	0.56%
600267.SH	海正药业	9.04	8.16%	03320.HK	君实生物	9.46	/
002294.SZ	信立泰	7.63	17.08%	01877.HK	金斯瑞生物科技	9.36	49.04%

000513.SZ	丽珠集团	7.33	7.81%	01548.HK	丽珠医药	7.33	7.90%
688177.SH	百奥泰-U	6.37	/	01513.HK	先声药业	7.16	14.15%
600079.SH	人福医药	5.91	2.71%	02096.HK	四环医药	6.33	21.70%
600332.SH	白云山	5.77	0.89%	00460.HK	复宏汉霖-B	6.08	/
600535.SH	天士力	5.51	2.90%	02696.HK	绿叶制药	5.79	9.10%
300003.SZ	乐普医疗	5.44	6.98%	02359.HK	三生制药	5.27	9.87%
688520.SH	神州细胞-U	5.16	/	02186.HK	/	/	/
603858.SH	步长制药	5.05	3.55%	01530.HK	/	/	/

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

随着国内创新升级以及国际化，研发投入预计将会快速加大；在收入端受到国内医改深化的影响下滑之下，创新型企业的估值模式应作相应的调整。对于优质的创新药企业，应重点关注公司的研发实力和成长趋势；下调即期现金流的权重，给予创新研发更多的权重。

图1：即期现金流估值转向未来预期现金流估值

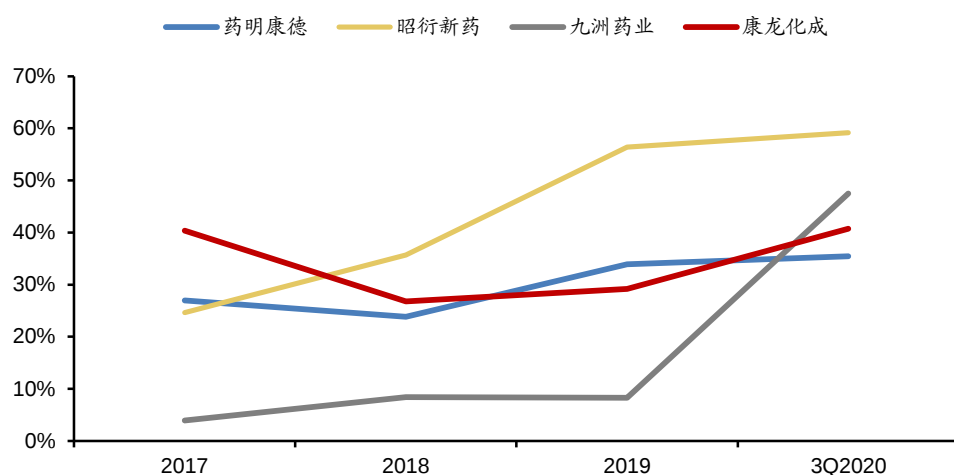


数据来源：广发证券发展研究中心

3. CXO行业景气度继续提升，订单高速增长

CXO行业除一季度受到疫情影响，生产进度略有延后，二季度以来伴随国内疫情得到有效控制，企业生产步入正轨，国内CXO龙头业绩在2020年二三季度显著提速。截至2020年9月30日，药明康德、康龙化成、九洲药业、昭衍新药营业收入分别达到118.15、35.86、17.46、6.31。其中昭衍新药以及九洲药业在2020年第三季度营收同比增速分别高达59.18%以及47.50%，展现出强劲的增长态势。

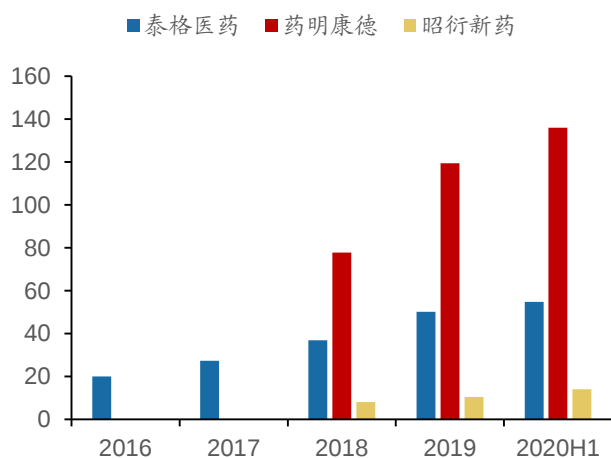
图2: 国内CXO龙头营收增速 (2020Q3是单季度增速)



数据来源: wind、公司年报, 广发证券发展研究中心

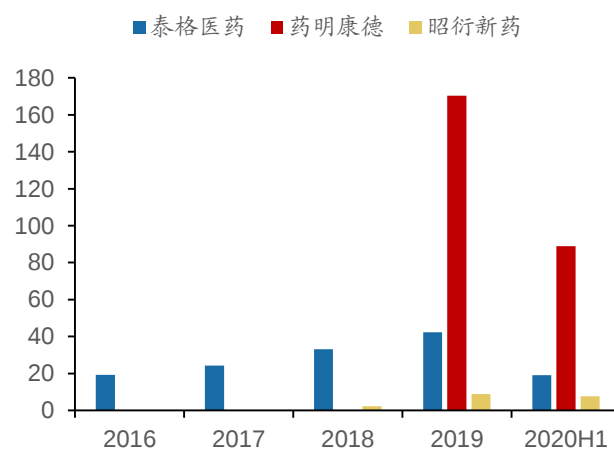
从行业订单情况看, 上半年订单继续延续了2019年的高增长趋势。从已披露的订单数据来看, 截至2020年6月30日, 药明康德在手订单为136.02亿元, 同比增长43.2%。泰格医药在手订单54.72亿元, 新增订单为19.13亿元。昭衍新药在手订单为14亿元, 同比增长40%, 新增订单同比增长70%。

图3: 国内CXO龙头在手订单情况 (亿元) 及增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

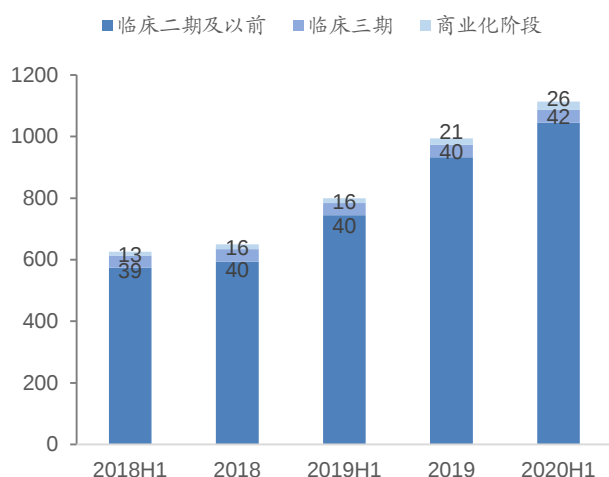
图4: 国内CXO龙头新增订单情况 (亿元) 及增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

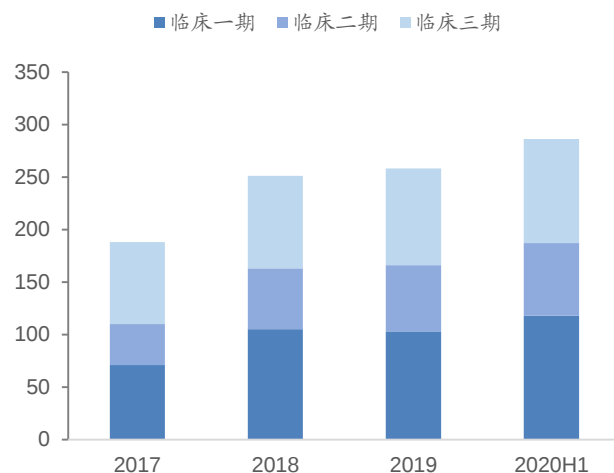
从各业务阶段的项目数量看, 几家龙头企业CDMO在研项目数量方面都保持快速增长。截至2020年6月30日, 药明康德CDMO项目总数为1113个, 其中临床二期及以前项目数达到1045个, 临床三期项目数42个, 商业化阶段项目数26个。泰格医药临床项目总数为323个, 其中临床一期项目数为118个, 临床二期项目数为69个, 临床三期项目数99个, 商业化阶段项目数23个。

图5: 药明康德CDMO项目数据



数据来源: 药明康德年报, 广发证券发展研究中心

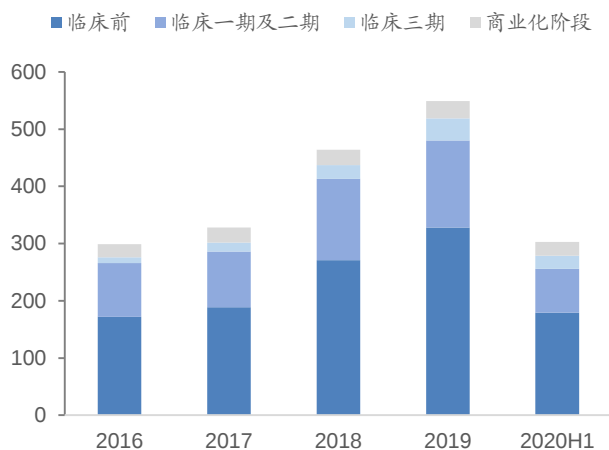
图6: 泰格医药临床CRO项目数据



数据来源: 泰格医药港股招股书, 广发证券发展研究中心

截至2020年6月30日, 凯莱英在当年产生收入的CDMO项目总数为303个, 其中临床前项目数为179个, 临床一期及临床二期项目数为77个, 临床三期项目数为23个, 商业化阶段项目数为24个。九州药业CDMO项目总数为425个, 其中临床一期及临床二期项目数为375个, 临床三期项目数为39个, 商业化阶段项目数为11个。

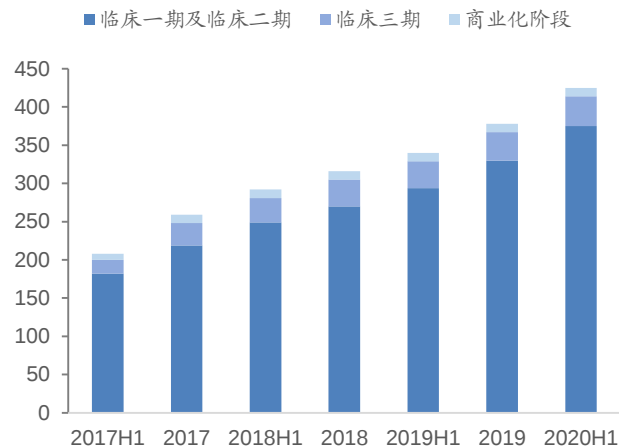
图7: 凯莱英CDMO项目数据



数据来源: wind, 凯莱英年报, 广发证券发展研究中心

注: 凯莱英统计口径为当年产生收入项目数

图8: 九州药业CDMO项目数据



数据来源: wind, 九州药业年报, 广发证券发展研究中心

重视全球疫情供需缺口下的中国机遇。全球CDMO产业链的中国化趋势明确, 疫情驱动下有望加速。一直以来国内对CDMO行业的发展环境相对友好: (1) 工程师红利和充足的中高端人才供给仍是驱动国内CDMO行业增长的长期动力; (2) 国内管理的规模效益保证研发项目的交付效率整体较高; (3) CDMO产业链从最初的研发到后期的临床开发到临床后期生产逐步一体化, 保障了中长期的技术服务能力的领先。在国内CDMO在全球的低渗透率背景下, 新冠疫情带来的短期供需缺口有望显

著加速全球CDMO研发生产需求的中国化趋势，持续看好CDMO产业链在全球的高景气发展以及工程师红利驱动下的产业转移趋势。

4. 药房大整合，成为老百姓买药的越来越重要的渠道

公司四家连锁药店上市公司前期通过IPO、定增、可转债等形式积累了一定的募投资金，益丰药房于6月22日完成可转债的发行上市并募集15.81亿元。四家上市公司可用资金仍较充足，未来门店扩张的进度有望持续加速。

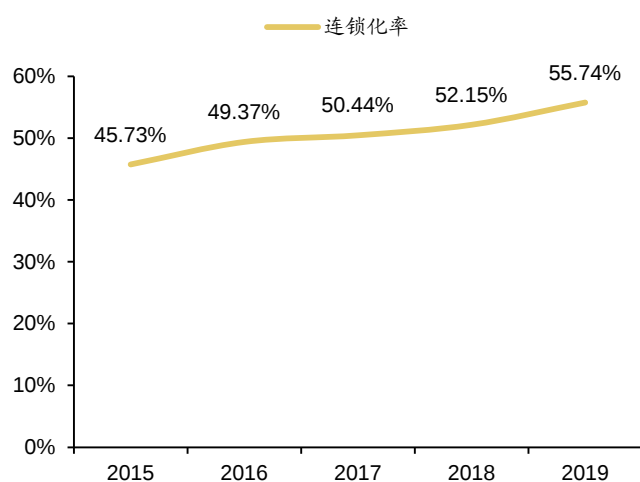
表4：四家上市零售药店可用于门店扩张资金（单位：亿元）

公司	货币资金	可转债	合计
一心堂	12.89	6.03	18.92
益丰药房	19.59	15.81	35.4
大参林	20.81	10	30.81
老百姓	13.98	3.27	17.25

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

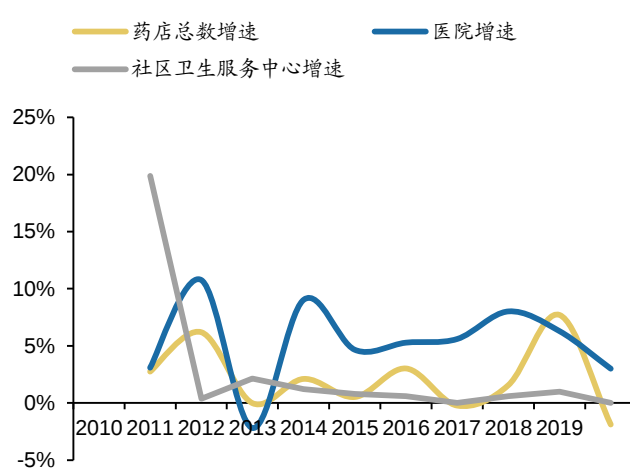
根据中国药店杂志统计的2019年药店行业数据，2015年以来药店连锁化率保持逐年递增趋势，2019年连锁率显著提升了3.6%，同时行业门店总数近几年首次出现了下降的趋势，反应出单体药店正在被连锁药店持续整合。

图9：药店连锁化率保持逐年递增趋势



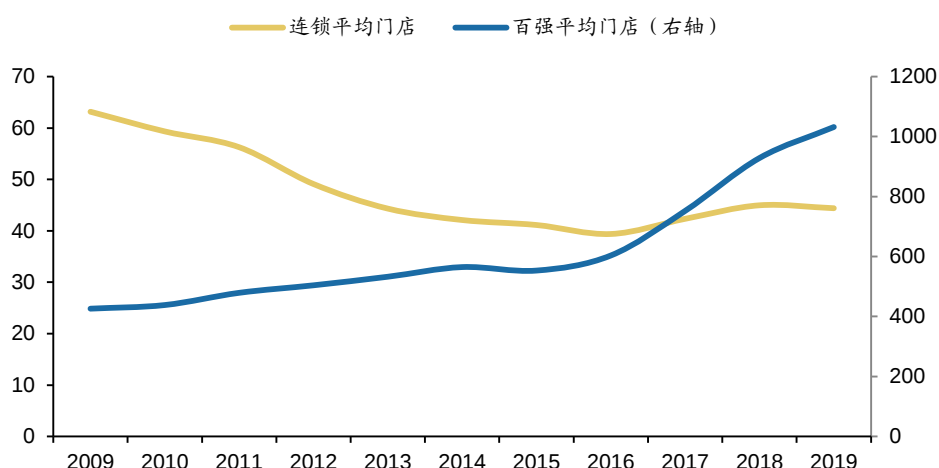
数据来源：《中国药店》，广发证券发展研究中心

图10：三大终端数量增速



数据来源：《中国药店》，广发证券发展研究中心

图11: 连锁及百强企业平均门店数 (家)



数据来源:《中国药店》, 广发证券发展研究中心

连锁药店的平均门店数量呈先下降后提升的状态,从2009年的63家下降到2016年的39家,随后反弹至2018、2019年的45家。不过,同期百强药店企业的平均连锁门店数量持续上升,由2009年的426家增长到2019年的1031家,年均复合增长率9.24%。特别是2015年至今增长尤其迅速,体现出大型药店企业近年来强大收购整合能力。

互联网医保政策逐步推进,连锁药店作为老百姓买药渠道的重要性持续提升。国家医保局、卫健委发文就疫情期间开展“互联网+”医保服务提出指导意见:将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围;鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务;对符合规定的“互联网+”医疗服务、在线处方药费等实现在线医保结算;使用医保电子凭证实现互联网医保服务无卡办理。从前三季度的情况来看,疫情下“互联网+”很大程度上加速了处方电子化,进一步提升了线下药店医保用药的需求,互联网和线下渠道也显著受益。各地龙头更容易接入医院处方流转平台及医保结算平台,有望拿到主要增量市场。目前看各地医保仍然是属地化管理,线上医保购药大概率要与线下门店合作,O2O仍然是最主要的实现形式,三季度四家连锁药店O2O业务销售均有明显提升,未来药店作为老百姓购药渠道的重要性将持续提升。

5.部分创新器械登录资本市场,获得资本青睐

创新器械审评“绿色通道”开通以来,研发也越发活跃。2019年共有36个创新产品和12个优先审批产品进入“绿色通道”。正电子发射断层扫描及磁共振成像系统等19个创新医疗器械获批上市,中空纤维膜血液透析过滤器等10项优先产品上市。微创医疗作为创新器械公司的代表,其下属或相关公司已有共计20个产品获批进入创新医疗器械特别审查程序。

表5: 微创医疗特别审批产品

序号	产品	业务板块	进入时间	获批上市
1	Columbus®三维心脏电生理标测系统	电生理	2015年	2016年3月
2	FireMagic™冷盐水灌注射频消融导管	电生理	2015年	2016年10月

识别风险,发现价值

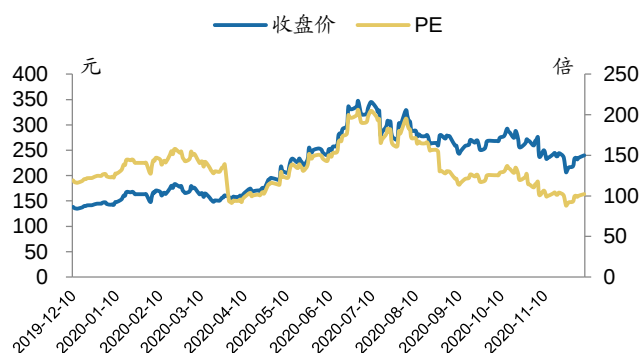
请务必阅读末页的免责声明

3	Tubridge™血管重建装置	神经介入	2016 年	2018 年 3 月
4	Castor™分支型胸主动脉覆膜支架系统	大动脉和外周	2016 年	2017 年 6 月
5	Firesorb™生物可吸收雷帕霉素靶向洗脱冠脉支架系统	心血管介入	2016 年	
6	VitaFlow™经导管主动脉瓣膜及输送系统	心脏瓣膜	2016 年	2019 年 7 月
7	Reewarm™ PTX 药物球囊扩张导管	心血管介入	2016 年	
8	Minos™ Ultra Low Profile 腹主动脉覆膜支架系统	大动脉和外周	2017 年	2019 年 3 月
9	Talos™直管型胸主动脉覆膜支架系统	大动脉和外周	2017 年	
10	Altura™腹主动脉覆膜支架系统	大动脉和外周	2017 年	
11	Flashpoint™肾动脉射频消融导管	电生理	2017 年	
12	压力感知磁定位灌注射频消融导管	电生理	2017 年	
13	新一代 Fontus™分支型术中支架系统	大动脉和外周	2018 年	
14	椎动脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	神经介入	2018 年	
15	VitaFlow®II 经导管主动脉瓣膜及可回收输送系统	心脏瓣膜	2018 年	
16	三维电子腹腔镜	手术机器人	2019 年	
17	BonaFire®植入式被动起搏电极导线	心律管理	2019 年	
18	图迈™ Toumai™内窥镜手术系统	手术机器人	2019 年	
19	鸿鹄® Skywalker®骨科手术导航定位系统	手术机器人	2020 年	
20	Tigertriever®支架型取栓装置	支架取栓装置	2020 年	

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

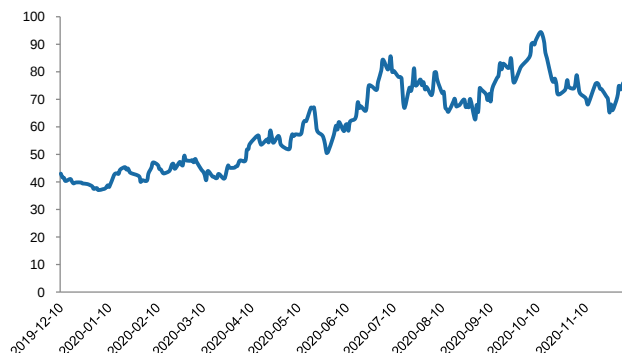
审批加速叠加资本支持，创新器械公司成长和业绩兑现加速。科创板及港股18A通道均迎来创新器械公司上市，且股价表现较好。2020年11月，微创医疗专注结构性心脏病治疗领域的子公司微创心通医疗向港交所交表，且微创医疗于2020年12月11日公告将分拆其医疗手术机器人子公司上市。我们预计2021年A股及港股均有望迎来更多创新医疗器械公司上市。多数创新器械赛道于国内处于市场发展早期，手术渗透率低、进口占比高，随着国产器械公司的技术突破，进口替代有望提速、行业手术量有望快速提升。

图12: 心脉医疗收盘价(元)走势(2019.11-2020.11)



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图13: 启明医疗收盘价(港元)走势(2019.11-2020.11)

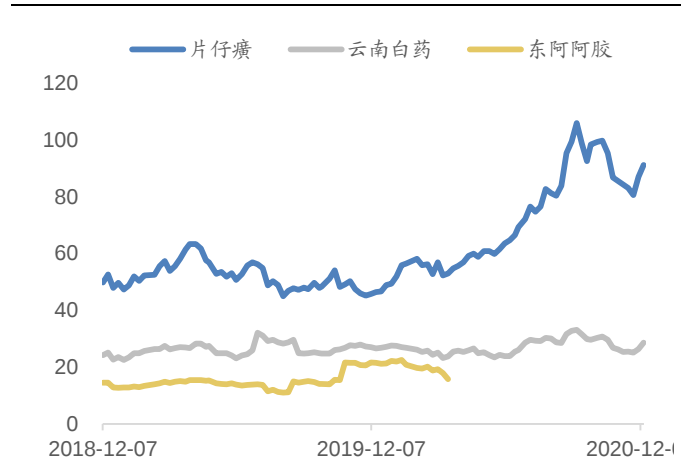


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

6. 非医保领域成为市场关注核心，估值也在快速提升

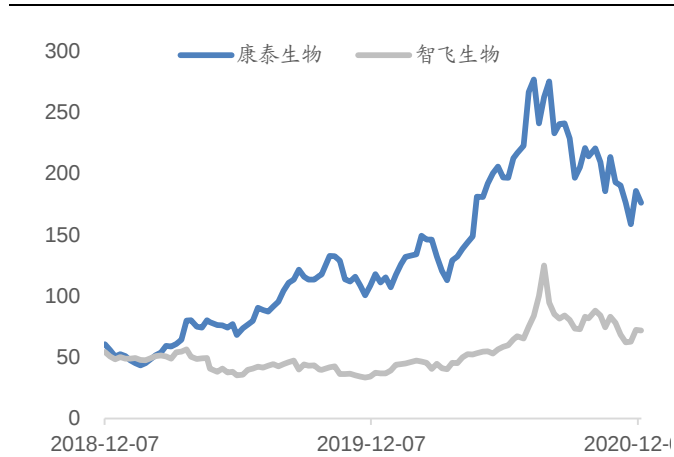
品牌中药、疫苗、医疗服务及具备消费属性的小众领域由于不受医保政策干扰，逐渐成为市场关注核心，估值也在快速提升。

图14: 品牌中药企业 PE (TTM)



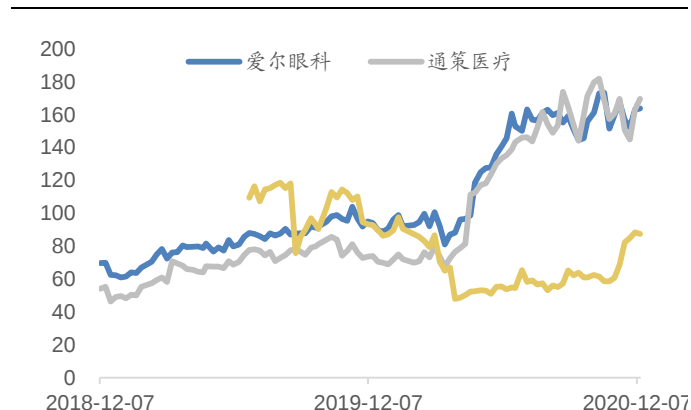
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图15: 疫苗企业PE (TTM)



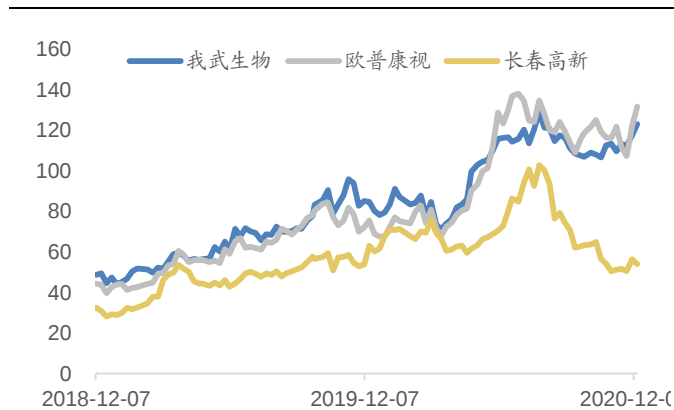
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 医疗服务企业PE (TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 小众品种企业PE (TTM)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 医保支付领域改革仍在深化，带采、谈判常态化，行业亟待创新转型

1. 仿制药带量采购：已进入常态化、制度化和标准化阶段

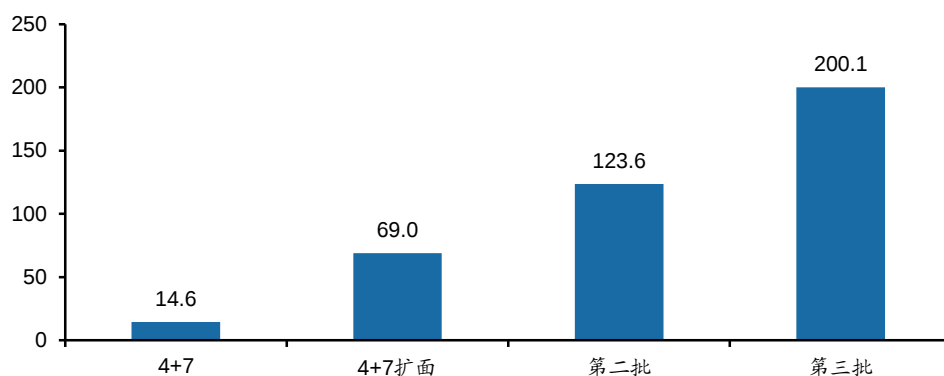
2018年12月首批“4+7”带量采购结果公布以来，医保局已经主导了三批四轮的仿制药带量采购，逐步形成了市场为主导的药价形成机制，由初期的探索阶段进入到了常态化、制度化和标准化阶段。纳入集采的品种数量和覆盖范围不断扩大，品种数由“4+7”的25个增加至第三批的55个，首年约定采购量也由16.4万亿片/粒/袋/支大幅增加至200.05万亿片/粒/袋/支。

表6: 三批带量采购总结

带采批次	品种数	非医保品种	注射剂
4+7 及扩面	25	无	注射用培美曲塞二钠、氟比洛芬酯注射液、盐酸右美托咪定注射液
第二批	32	安立生坦片、他达拉非片、注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）
第三批	55	枸橼酸西地那非片、盐酸达泊西汀片、左乙拉西坦注射用浓溶液	注射用阿扎胞苷、左乙拉西坦注射用浓溶液、盐酸莫西沙星氯化钠注射液

数据来源：上海阳光医药采购网、广发证券发展研究中心

图18: 历次带量采购首年约定采购量（单位：亿片/粒/袋/支）



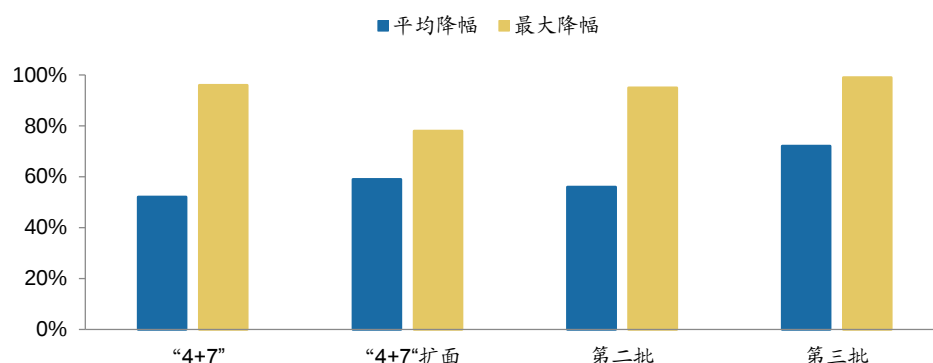
数据来源：上海阳光医药采购网、广发证券发展研究中心

具体品种来看，首批“4+7”及扩面中并未纳入非医保品种，第二批及第三批分别纳入3个非医保品种。对于注射剂产品，注射剂一致性评价于2020年5月正式启动，但第三批带采仅纳入3个注射剂产品，预计随着更多企业的更多注射剂品种通过一致性评价，下批带量采购中的注射剂产品数有望大幅增加。

随着一致性评价过评企业数增加，带量采购市场竞争愈发激烈，降价幅度逐年加大。

（1）“4+7”带量采购：31个带采品种中共25个产品中标，拟中选企业25家，拟中选价平均降幅52%，最高降幅达到96%；（2）“4+7”扩面：拟中选企业45家，与联盟地区2018最低中标价相比，拟中选价格平均降幅59%，与“4+7”时点中选价格相比，平均降幅为25%；（3）第二批带量采购：共32个品种采购成功，拟中选药品品规100个，共122家企业参与报价，拟中选企业77家。价格平均降幅（相对最高有效申报价）达到56.2%，最高降幅达到94.5%；（4）第三批带量采购：共中标55个品种（拉夫米定流标），拟中选药品品规191个，共189家企业参与报价，拟中选企业125家。价格平均降幅（相对最高有效申报价）达到72.3%，最高降价幅度达到98.7%，其中中阿哌沙班、奥氮平、非那雄胺（5mg）、卡托普利、美金刚、孟鲁司特、塞来昔布、托法替布价格平均降幅超过90%。随着第三批带量采购在规模及降价幅度上的大幅提升，带量采购已趋于常态化，仿制药降价成为长期趋势。

图19：带量采购降价幅度比较



数据来源：上海阳光医药采购网、广发证券发展研究中心

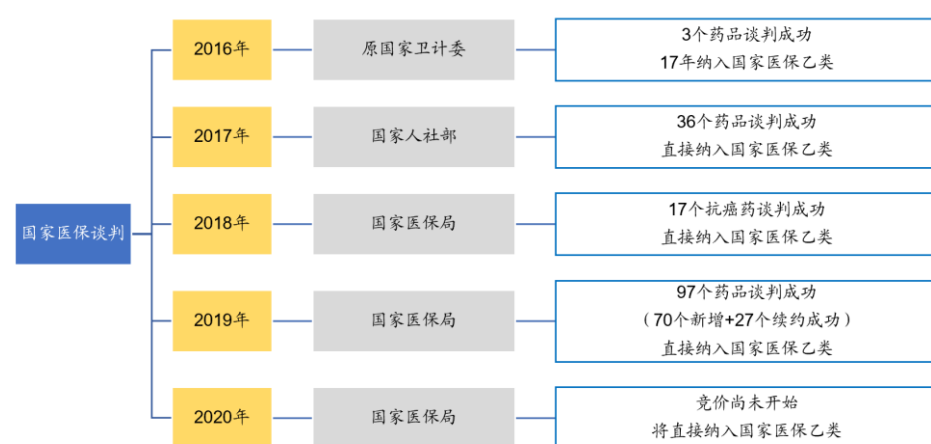
外资企业参与积极性减弱。面对带量采购，外企原研品种由最初的观望，到逐渐适应，最终因降价幅度过大而消极陪跑。首次“4+7”带采中，仅阿斯利康的吉非替尼和BMS的福辛普利纳2个品种中选，到“4+7”扩面及第二批各有5个原研品种中标。第三批带量采购中，外企大多数采取消极应对的策略，仅有卫材的甲钴胺、优时比的左乙拉西坦和辉瑞的利奈唑胺中标，另外还有多家外企通过高于最高申报价的象征性报价方式，主动退出本轮集采。

在集采的推动下，仿制药大幅降价、以价换量已成为长期趋势，各大药企的仿制药板块将逐步转变为低毛利率、贡献少量利润的业务板块，预计除少数生产、研发壁垒较高、竞争格局较好的产品外，大部分仿制药品种都将经历这一过程。因此从长期来看，带量采购将加速行业的创新转型，同时加剧行业分化，拥有更多丰富的管线布局的企业将面临更小的风险，而品种较为单一、管线较薄弱的药企将面临较大的单一品种降价的风险。

2.创新药医保谈判：创新品种可及性大幅提升，放量曲线更加陡峭

2016年，国家启动第一轮医保谈判，由原国家卫计委主导，最终3个药品谈判成功。之后每年均会组织一次谈判，2017年-2019年，已有123个药品通过医保准入谈判纳入医保，现行医保目录中还有114个品种仍在协议期内。

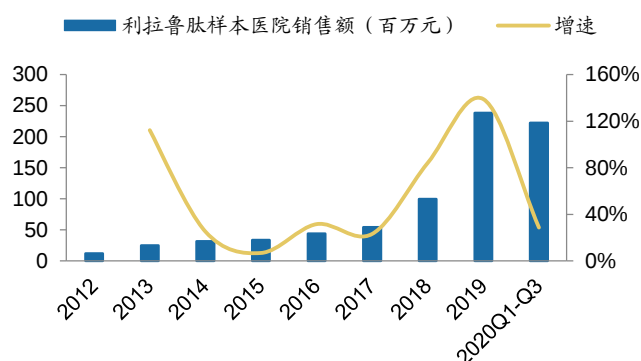
图20: 国家医保谈判情况总结



数据来源: 国家医保局、广发证券发展研究中心

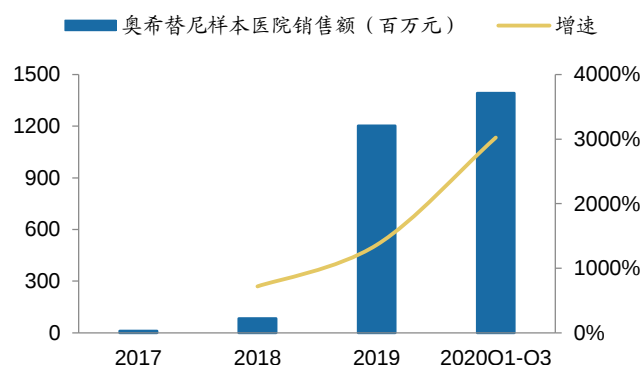
创新药进入医保后患者可及性得到大幅度提升, 具有高临床价值的品种在谈判降价进入医保后获得销售额的明显增长, 如赫赛汀、奥希替尼、利拉鲁肽、氟维司群、康柏西普、安罗替尼、信迪利单抗等。国内新药市场已经进入高增速时代。

图21: 利拉鲁肽进入医保后迅速放量



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图22: 奥希替尼进入医保后迅速放量



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

第一轮国家医保谈判: 卫计委主导, 医保支付衔接新农合。2016年5月17日, 国家卫生计生委办公厅公布国家药品价格谈判结果: 富马酸替诺福韦二吡呋酯、盐酸埃克替尼、吉非替尼三款药品入选, 降价幅度均超过50%。此次药品谈判由卫计委主导, 由其管辖的新农合以及大病医保衔接支付, 实现药品价格谈判机制的首次探索。各省要在2016年6月底前完成集中挂网挂网采购, 不得二次议价, 采购周期为2016年-2017年。

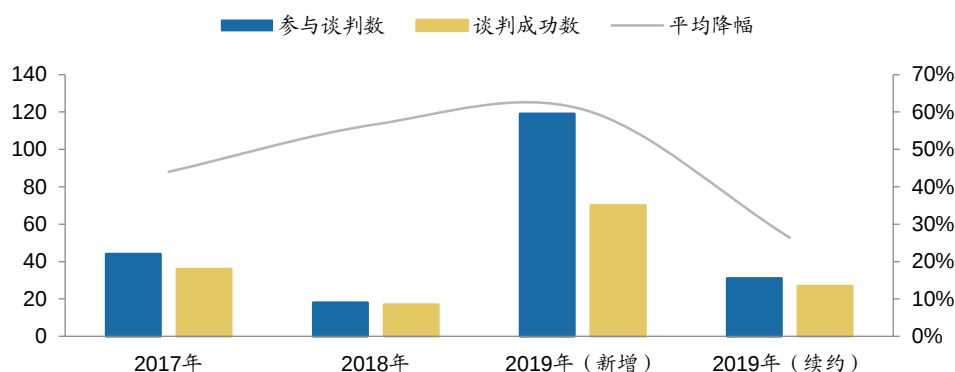
第二轮国家医保谈判: 36种药品纳入国家医保谈判目录。2017年7月13日, 人社部发布《关于将36种药品纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》, 并同步确定了这些药品的医保支付标准。此次谈判共纳入32家企业的44个品种, 最终36个品种谈判成功。降价幅度来看, 36款产品的平均降幅为44.0%, 因纳入品种数大幅增加, 因此降价幅度低于首次谈判。降价幅度最高的为罗氏的注

射用曲妥珠单抗，下降约65%；最低为诺和诺德的注射用重组人凝血因子VIIa，下降约9%。治疗领域来看，肿瘤药是医保覆盖的重点，共纳入19种肿瘤药（16个化药+3个中药），其他领域还包括心脑血管（3种）、血液和造血器官（3种）、抗感染（2种）、神经系统（2种）、内科用药（2种）及糖尿病（1种）。

第三轮国家医保谈判：医保局成立后首次谈判，17种抗肿瘤药纳入医保目录，创新药纳入医保速度大幅加快。2018年10月10日，国家医疗保障局发布《关于将17种抗癌药纳入国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录乙类范围的通知》。此轮谈判历时3个多月，较前两轮谈判周期更短、执行效率更高。纳入的17个产品中，包括12个实体瘤用药和5个血液瘤用药，其中11个品种是2017年以后上市的，国内创新药纳入医保的速度大幅加快。价格方面，此轮谈判平均降价幅度达56.7%，降幅最高的为诺华的赛瑞替尼，下降约74%；降幅最低的为恒瑞的培门冬酶注射液，下降约21%。不过由于多数产品在纳入医保前均有不同的赠药方案，纳入医保后赠药方案可能会有调整，谈判成功产品实际价格降幅可能低于医保支付标准降幅。

第四轮医保谈判：降价幅度继续增大，97个药品谈判成功。2019年11月25日，医保局发布关于将2019年谈判药品纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》乙类范围的通知。此次谈判共涉及150个品种，包括119个新增品种及31个续约产品。（1）119个新增谈判品种：谈成70个，平均降价幅度为60.7%，三种丙肝治疗用药降幅平均在85%以上，肿瘤、糖尿病等治疗用药的降幅平均在65%左右；（2）31个续约谈判品种：谈成27个，价格平均在2017年医保价格的基础上进一步下降26.4%。

图23：历年医保谈判结果梳理



数据来源：国家医保局、广发证券发展研究中心

第五轮医保谈判：医保准入提速，促使企业持续优化研发管线。2020年8月17日，国家医保局发布《2020年国家医保药品目录调整工作方案》，医保准入时限由2019年12月31日调整至2020年8月17日，一批2020年新上市的国产药品得以纳入本轮医保谈判。2020年9月18日，医保局发布《2020年国家医保药品目录调整通过形式审查的申报药品名单》来看，共有718个药品通过形式审查，预计参与谈判/竞价的品种数将再创新高。

表7： 2020年国家医保药品目录调整通过形式审查的2019年后上市的申报药品

序号	通用名	企业名称	适应症	获批时间
1	聚乙二醇洛塞那肽注射液	翰森制药	2型糖尿病	2019-05-05
2	卡瑞利珠单抗	恒瑞医药	霍奇金淋巴瘤	2019-05-29
3	本维莫德乳膏	天济药业	银屑病	2019-05-29
4	甘露特钠胶囊	绿谷医药	阿兹海默症	2019-11-02
5	甲磺酸氟马替尼片	翰森制药	慢性骨髓性白血病	2019-11-22
6	苄麻止痉颗粒	天士力	抽动-秽语综合征慢性抽动障碍	2019-12-18
7	甲磺酸瑞马唑仑	恒瑞医药	静脉全身麻醉	2019-12-26
8	甲磺酸尼拉帕利	再鼎药业	复发性上皮性卵巢癌、输卵管癌	2019-12-26
9	替雷利珠单抗	百济神州	霍奇金淋巴瘤	2019-12-26
10	盐酸可洛派韦胶囊	凯因科技	丙肝	2020-02-11
11	盐酸阿芬太尼注射液	人福医药	全麻诱导和维持	2020-02-25
12	阿美替尼	翰森制药	EGFR+晚期非小细胞肺癌	2020-03-17
13	苯环喹溴铵鼻喷雾剂	银谷制药	过敏性鼻炎	2020-03-17
14	阿伐曲泊帕	复星医药	血小板减少症	2020-04-14
15	重组结核杆菌融合蛋白（EC）	智飞生物	结核杆菌感染诊断	2020-04-23
16	奈拉替尼	北海康成	HER2 阳性乳腺癌	2020-04-27
17	泽布替尼	百济神州	套细胞淋巴瘤和慢性淋巴细胞白血病/小淋巴细胞淋巴瘤	2020-06-02
18	伊尼妥单抗	三生国健	乳腺癌	2020-06-17
19	注射用苯磺酸瑞马唑仑	人福医药	结肠镜检查镇静	2020-07-16
20	盐酸拉维达韦片	歌礼制药	基因 1b 型慢性丙型肝炎	2020-07-29

数据来源：Wind、国家医保局、广发证券发展研究中心

3. 支架集采：价格降幅较大，倒逼企业研发创新

2020年11月5日，国家组织冠脉支架集中带量采购拟中选结果公示，此次支架集采竞标价在469-798元/个支架之间，较此前挂网价对应的出厂价有较大幅度下降。

此次冠脉支架全国集采总意向采购量为107.47万个，采购周期2年，入围产品为产品报价由低到高前10名，同一厂家入围产品超过3个时，采取等量增补方式确定最终入围产品。拟中选产品规定为入围产品申报价≤最低产品申报价的1.8倍或者申报价高于最低产品申报价的1.8倍，但低于2850元的产品。中选产品协议采购的产品给予医疗机构较大的自主决定权，医疗机构报送需求的产品未在中选范围，对应的意向采购量除≥10%给予最低价中选产品外，其余由医疗机构自主决定。

表8：冠脉支架全国集采拟中选产品情况

产品名称	企业名称	首年意向采购量（个）	商品名	最新挂网价（元）	集采竞标价（元）
药物涂层支架系统（雷帕霉素）	吉威医疗	100690（占比 9.4%）	EXCROSSAL 心跃	13300	469
药物洗脱冠脉支架系统	易生科技	41865（占比 3.9%）	Tivoli 爱立	7500	549
冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	微创医疗	247940（占比 23.1%）	Firebird2	7500	590
钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	乐普医疗	120560（占比 11.2%）	GuReater	8400	645
药物洗脱冠脉支架系统	美敦力	51667（占比 4.9%）	Resolute Integrity	19250	648

冠脉雷帕霉素洗脱钴合金支架系统	微创医疗	12176 (占比 1.1%)	Firekingfisher	/	750
药物支架系统	深圳金瑞凯利	53441 (占比 5%)	Helios 海利欧斯	7600	755
铂铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	波士顿科学	59842 (占比 5.6%)	PROMUS PREMIER	17100	776
依维莫司洗脱冠脉支架系统	波士顿科学	32251 (占比 3%)	PROMUS Element	11400	776
			Plus		
冠状动脉铂铬合金可降解涂层雷帕霉素	万瑞飞鸿	9774 (占比 0.9%)	NOYA	7700	798
药物洗脱支架系统					

数据来源：国家组织高值医用耗材联合采购办公室，广发证券发展研究中心

集采大势所趋，关注创新及产品布局。此次冠脉支架集采，国产产品和进口产品未分组，直接同组竞价，可能与支架成熟度较高，产品创新度较低有关。集采是医保控费背景下的必然趋势，产品布局丰富才能淡化单一产品集采带来的业绩压力。国内创新器械特别审批程序及医疗器械优先审批程序，明显缩短上市周期，加大对国产创新产品的支持。集采考验企业的产品布局和创新研发，长期看产品布局丰富，强化研发创新是企业实现持续成长的重要驱动力。

4. 创新和国际化仍是未来医药投资的核心方向

仿制药已经从传统带金销售模式进入以价换量阶段，单品种原有适应症的市场空间有限。降价医保局已经主导了三批四轮的仿制药带量采购，逐步形成了市场为主导的药价形成机制，由初期的探索阶段进入到了常态化、制度化和标准化阶段。纳入集采的品种数量和覆盖范围不断扩大，品种数由“4+7”的25个增加至第三批的55个，首年约定采购量也由16.4万亿片/粒/袋/支大幅增加至200.05万亿片/粒/袋/支。

创新药医保谈判加快新药上市后放量增长，审评审批效率提升缩短研发回报期。2020年8月17日，国家医保局发布《2020年国家医保药品目录调整工作方案》，第五轮医保谈判准入时限由2019年12月31日调整至2020年8月17日，一批2020年新上市的国产药品得以纳入本轮医保谈判。审评审批加速也显著缩短了创新药的研发年限，使得研发资金的回收期缩短。

海外市场尤其是美国市场才是全球最大的市场，通过license out促进国际化分工。在医改深化的大背景下，即使在国内市场，创新药仍需具备国际竞争力方能拥有一定的市场地位。不论是产品拥有“国际化”的水平，亦或是产品的国际化市场开发，都是国内制药工业创新升级的必然途径，两者一脉相承。专注研发的国内企业通过license out的方式，与bigpharma合作形成产业链分工；或通过将自身的产品开发和商业化向全球市场布局；或国内企业通过借助资本，并购等方式拥有国际化的研发团队和新药产品以及商业化团队等。

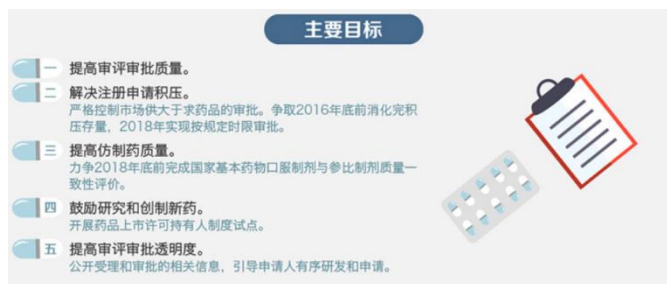
非医保支付类产品或服务也是重要投资方向。全球创新进度加快的大背景下，国内创新速度加快，医保资金容量有限的背景下，通过带量采购或其他手段进行收支管理是中长期趋势，但非医保支付板块相对市场化程度更高。主要包括自费类产品如生长激素等；服务类项目如非疾病类手术、医美需求；CXO、原料药出口类海外客户需求等。非医保支付行业，可以更好地从供需角度进行市场化研究，子行业的成长确定性有望持续高于整个医药行业。

二、创新药：创新分化，国际市场海阔天空

（一）药审改革加速国产创新药的爆发

2015年8月，《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》(国发〔2015〕44号)发布，拉开了中国药审改革的序幕。国务院等政府部门发布一系列政策鼓励创新药的研发，包括进行药品审评审批制度改革、加强专利保护、探索医保目录动态调整机制等。

图24: 《意见》主要目标



数据来源：国务院，广发证券发展研究中心

图25: 《意见》主要任务



数据来源：国务院，广发证券发展研究中心

改革的核心主要围绕鼓励创新和提升药品质量，包括注册分类改革、优先评审、上市许可人制度、加入ICH（国际化）等，突出创新性及临床价值。提升质量：一致性评价、新版GMP提升已有品种质量；临床自查核查，鼓励高质量药品注册数据。

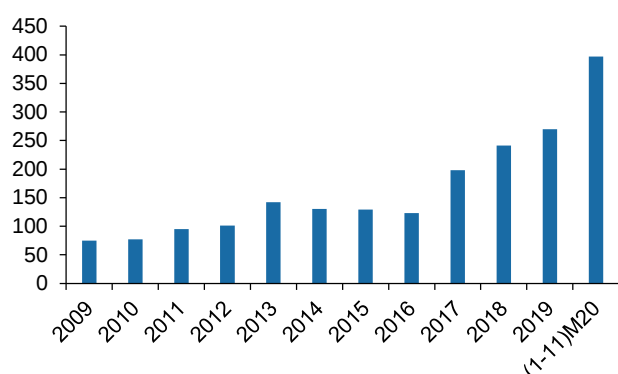
图26: 中国药品监督改革措施



数据来源：广发证券发展研究中心

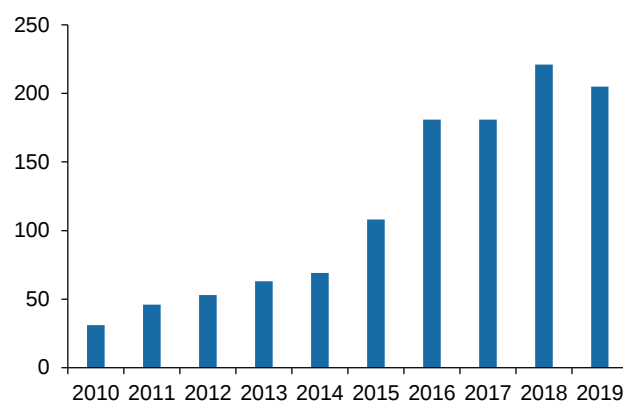
自药审改革以来，国内创新药进入爆发期。通过CDE进入国内临床开发的国内外创新药项目量持续创新高。2020年截止11月，CDE承办新药IND项目接近400项个(按品种计)，超过去年全年的承办量。批准进入临床研究的新药数量自2015年以来也屡创新高。

图27: CDE承办IND数量(按品种计)



数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

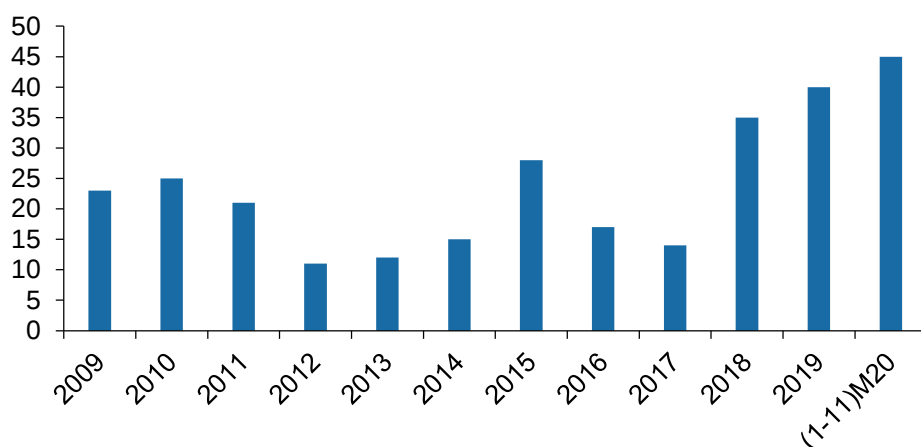
图28: CDE批准进入临床的新药(按品种计)



数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

CDE受理承办的创新药上市申请(NDA&BLA)方面, 2018年开始, 新药上市申请(NDA&BLA)数量开始大幅提升, 2020年截至11月, 共有45个新药向CDE递交NDA或BLA; 其中国产新药贡献最大。

图29: CDE承办NDA数量



数据来源: CDE, 广发证券发展研究中心

截至11月, CDE已经承办待批准上市的创新药数量有63个, 其中国内企业拥有35个, 已超过一半。国内企业中, 恒瑞医药数量最多, 拥有四个待批上市新药: 氟唑帕利胶囊、海曲泊帕乙醇胺片、磷酸瑞格列汀片和脯氨酸恒格列净片。

表9: CDE承办待批准上市的新药

药品	CDE 承办	企业	适应症
注射用磷丙泊酚二钠	2018-10-10	宜昌人福	全麻诱导
海泽麦布片	2019-01-17	海正药业	高胆固醇血症
HSK3486 乳状注射液	2019-08-02	辽宁海思科	内镜检查镇静
布罗舒单抗注射液	2019-08-29	协和发酵麒麟株	x 连锁低磷血症(遗传性低磷性佝偻病)
磷酸依米他韦胶囊	2019-09-13	东阳光药	HCV
西格列他钠片	2019-09-21	微芯生物	二型糖尿病

多拉韦林拉米夫定替诺福韦片	2019-09-27	默沙东	HIV
多拉韦林片	2019-09-27	默沙东	HIV
奥妥珠单抗注射液	2019-09-28	罗氏	CLL、FL
氢溴酸替格列汀片	2019-09-28	田边三菱	二型糖尿病
注射用 Blinatumomab	2019-10-29	安进、百济	前 b 细胞淋巴细胞性白血病
氟唑帕利胶囊	2019-10-29	恒瑞医药	卵巢癌(BRCA1/2 突变)
注射用泰它西普	2019-11-13	荣昌生物	系统性红斑狼疮
索凡替尼胶囊	2019-11-13	和记黄埔	非胰腺神经内分泌瘤
Abemaciclib 片	2019-11-14	礼来	乳腺癌(HR+、HER2-)
多替拉韦拉米夫定片	2019-11-23	葛兰素史克	HIV
甲磺酸艾氟替尼片	2019-12-10	艾力斯	非小细胞肺癌(EGFRm)
注射用重组人凝血因子 IX -Fc 融合蛋白	2019-12-16	赛诺菲	乙型肝炎
伊匹木单抗注射液	2019-12-26	百时美施贵宝	黑色素瘤
康泰唑胺片	2020-01-04	盟科	复杂性皮肤及软组织感染
注射用伊珠单抗奥唑米星	2020-01-22	辉瑞	ALL
ZL-2401 对甲苯磺酸盐片	2020-02-14	再鼎	急性细菌性皮肤及皮肤结构感染
注射用 ZL-2401 对甲苯磺酸盐	2020-02-14	再鼎	急性细菌性皮肤及皮肤结构感染
Darolutamide	2020-02-15	Bayer	前列腺癌
赛帕利单抗注射液	2020-02-21	誉衡生物	CHL
Semaglutide 注射液	2020-04-07	诺和诺德	二型糖尿病
富马酸吉瑞替尼片	2020-04-11	安斯泰来	AML
注射用罗米司亭	2020-04-22	协和发酵麒麟	再生障碍性贫血、血小板减少症
Risdiplam 口服液用粉末	2020-04-23	罗氏	脊髓性肌肉萎缩症
Avapritinib 片	2020-04-29	基石药业	胃肠间质瘤
甲苯磺酸多纳非尼片	2020-05-15	泽璟制药	肝细胞癌
Satralizumab 注射液	2020-05-15	罗氏	视神经脊髓炎
派安普利单抗注射液	2020-05-28	康方生物	CHL
八氟丙烷脂质微球注射液	2020-06-06	LANTHEUS MI CANADA INC	超声造影剂
沃利替尼片	2020-06-06	和记黄埔	非小细胞肺癌
玛巴洛沙韦片	2020-06-10	罗氏	A/B 型流感
醋酸艾替班特注射液	2020-06-11	武田	成人遗传性血管水肿(HAE)的急性发作
欧米加-3-酸乙酯 90 软胶囊	2020-06-15	雅培	内源性高甘油三酯血症
海曲泊帕乙醇胺片	2020-06-18	恒瑞医药	再生障碍性贫血
羧基麦芽糖铁注射液	2020-06-30	Vifor (International)	肾性贫血
瑞基仑赛注射液	2020-06-30	药明巨诺	DLBCL、FL
注射用硫酸艾沙康唑	2020-07-04	辉瑞	抗真菌药
硫酸艾沙康唑胶囊	2020-07-04	辉瑞	抗真菌药
重组人源抗狂犬病毒单抗注射液	2020-07-04	华北制药	III 级疑似狂犬病毒暴露后预防
美泊利单抗注射液	2020-07-06	葛兰素史克	哮喘
阿兹夫定片	2020-07-09	真实生物	HIV 感染
帕米帕利胶囊	2020-07-20	百济神州	卵巢癌(BRCA1/2 突变)
Ripretinib 片	2020-07-22	再鼎医药	GIST
杰诺单抗注射液	2020-07-22	玉溪嘉和	外周 T 细胞淋巴瘤

ACC007 片	2020-07-25	艾迪药业	HIV 感染
Vericiguat 片	2020-08-28	Bayer	伴有射血分数降低的心力衰竭
注射用维迪西妥单抗	2020-08-28	荣昌生物	胃癌
普拉替尼胶囊	2020-09-08	基石药业	含铂化疗后 RET 融合非小细胞肺癌
艾美酚胺替诺福韦片	2020-09-18	江苏豪森	乙型肝炎
磷酸瑞格列汀片	2020-09-28	恒瑞医药	二型糖尿病
德谷胰岛素利拉鲁肽注射液	2020-09-30	诺和诺德	二型糖尿病
脯氨酸恒格列净片	2020-09-30	恒瑞医药	二型糖尿病
奥瑞巴替尼片	2020-10-10	亚盛医药	T315I 突变 CP-CML 或 AP-CML
巴替非班注射液	2020-10-14	百奥泰	PCI 围术期抗血栓
Inebilizumab 注射液	2020-10-14	MedImmune Pharma, 江苏豪森	视觉神经脊髓炎谱系障碍(NMOSD)
舒格利单抗注射液	2020-11-13	基石药业	鳞状和非鳞状 NSCLC(1L)
和乐布韦片	2020-11-17	南京圣和	慢性丙型肝炎
虎贞清风胶囊	2020-11-28	一力制药	/

数据来源：CDE，广发证券发展研究中心

（二）中国制药产业升级关键期，创新药企业百花齐放

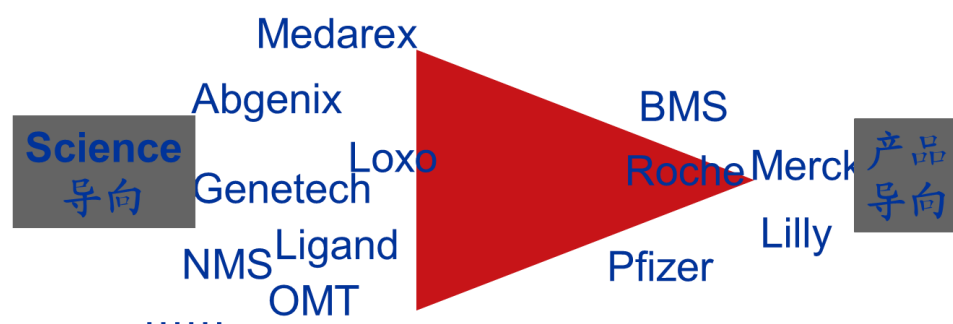
鉴于国内制药产业的发展历程，从原料药到仿制药阶段，诞生了一批优秀的仿制药企业。目前正是中国制药产业从仿制药向创新药升级的关键时期，这一过程可能会持续十年以上，大量的企业、科学家、资金方将参与这一过程。目前参与国内制药产业升级的企业主要有以下几类：

- 传统制药企业：**中国制药产业的发展有别于欧美发达国家制药产业的发展历程，在国内产业从原料药到仿制药的过程中，诞生了一批优秀的仿制药企业。以恒瑞医药为首的传统制药企业先后布局创新药研发，医保改革政策下，将会有更多的传统仿制药企凭借其前期资本积累，通过各种途径向创新药企业转型。

新兴的Biotech企业：在人才、外部政策和资金等多种因素的驱动下，从2010左右开始，国内biotech企业如雨后春笋般陆续成立。贝达药业、君实生物、百济神州、信达生物等biotech企业的新药陆续落地并开始商业化，biotech企业还在大量涌现。数量庞大的biotech企业已经成为中国制药工业创新升级的核心力量，并且其贡献权重预计将会越来越大。香港联交所18A、科创板等资本市场改革，初创型生物科技企业融资途径大幅优化，为国内创新药产业发展逐渐建立起完善的融资环境。

目前国内制药产业升级整体还处于初期阶段，多数大药企在产品开发上还属于入场不久的选手，加上现阶段国内创新药立项同质化严重，传统大药企和biotech企业在创新药产业链上的分工与美国差异较大。由此出现的现状则是新药的同质化，biotech企业与大药企可能进入无序的商业化竞赛中。第一批biotech企业如贝达药业、君实生物、信达生物等，凭借其领先的研发优势，在国内产业升级的早期阶段，已经开始转向具备平台属性的biopharma。

图30: 欧美biotech企业与成熟大药企在创新药产业链上的分工



数据来源：广发证券发展研究中心

(三) 国际化是创新升级的必然途径，关注拥有国际化竞争力创新项目的企业

药审国际化下，国内市场国际化，国内外企业争相争夺国内创新药市场。在医改深化的大背景下，即使在国内市场，创新药仍需具备国际竞争力方能拥有一定的市场地位。不论是产品拥有“国际化”的水平，亦或是产品的国际化市场开发，都是国内制药工业创新升级的必然途径，两者一脉相承。国内创新药企业的国际化形式大致有以下几类：

(1) 专注研发企业通过license out的方式，与bigpharma合作形成产业链分工，优化研发资源配置同时实现创新药项目商业价值的最大化开发，如天镜生物、亚盛医药、加科思等，预计大量的biotech企业将通过这样的方式参与国际化；

(2) 国内企业将自身的产品开发和商业化向全球市场布局，如百济神州(泽布替尼已在美国上市并商业化)、恒瑞医药(尚未有产品在国际市场上市)、贝达药业(恩沙替尼国际多中心III期临床开发，即将申报上市)、康弘药业(康柏西普欧美多中心III期临床开发)、亿帆生物(F-627欧美临床开发)、荣昌生物(泰它西普国际开发)等；

(3) 国内企业通过借助资本，并购等方式拥有国际化的研发团队和新药产品以及商业化团队。

表10: 2020年国内企业创新药项目license out梳理

日期	公司	交易内容
4月20日	恒瑞医药	将注射用卡瑞利珠单抗项目有偿许可给韩国CG公司。
5月4日	君实生物	与美国礼来制药签署了《研发合作和许可协议》，双方将合作研发及商业化SARS-CoV-2中和抗体，并且，礼来制药将被授予在大中华地区外对君实新冠抗体开展研发活动、生产和销售的独占许可。
6月1日	加科思	与AbbVie达成一项授权交易。双方将共同开发和商业化作用于癌细胞和免疫细胞关键靶点的SHP2抑制剂，AbbVie将获得加科思SHP2的独家权限。
6月9日	康宁杰瑞	与赛诺菲已签署协议达成战略合作，将共同针对HER2阳性乳腺癌患者，推进KN026与多西他赛联合用药的临床试验。根据协议条款，在达到特定临床里程碑后，赛诺菲将有权在独占期内协商获得KN026的独家许可引进权。
8月18日	信达生物	礼来获得信迪利单抗在中国以外区域的独家许可，并计划将信迪利单抗推向美国和其他区域市场。

9月4日	天镜生物	与艾伯维就 lemgomparlimab (TJC4) 的开发和商业化建立广泛的全球战略合作关系。
9月28日	恒瑞医药	与韩国 HLB-LS 公司达成协议, 将吡咯替尼项目有偿许可给韩国 HLB-LS 公司。
9月29日	基石药业	与 PFIZER INVESTMENT 开展战略合作, 基石药业同意授予 Pfizer Investment 独家在中国商业化 CS1001。
10月27日	基石药业	授予 EQRx 独家在大中华地区外开发、及商业化基石药业的抗 PD-L1 单克隆抗体舒格利单抗 (CS1001) 及抗 PD-1 单克隆抗体 (CS1003)。
10月29日	复星医药	子公司复创医药已与礼来公司签订《许可协定》, 授予礼来对复创医药 BCL-2 抑制剂 FCN-338 在除中国大陆、香港及澳门地区之外的全球其它区域的独家权益。
11月10日	恒瑞医药	与韩国 DONG-A ST CO., LTD.公司达成协议, 将 SHR-1701 项目有偿许可给东亚公司。

资料来源: 各公司创新药项目 licence out 公告, 广发证券发展研究中心

三、创新器械: 踏雪寻梅, 集采背景下的新机会

2020年11月5日国家医保局在天津从冠脉支架入手, 首次开展国家组织高值医用耗材集中带量采购。本次集采共有2408家医疗机构参与, 首年采购量达到107万个, 占2019年全部采购量 (165万个) 的65%。本次集采支架价格从均价1.3万元左右下降至700元左右, 无论国产外资, 相同企业的相同产品较2019年水平平均降价93%。按采购量估算, 市场规模约从200亿元萎缩到10亿元。我们认为: 医保改革势不可逆, 高值耗材带量采购作为重要手段, 范围广、力度大, 应客观看待其对行业带来的深刻影响, 但并不必谈集采色变, 将整个行业“一棒打死”。

集采视角也将成为判断医疗器械行业未来发展的重要维度之一。所以我们分已被集采品种、未来可能集采品种以及医保免疫品种三个范畴讨论医疗器械板块2021年的变化与机会。

1. 已被集采品种

诚然, 此次高值耗材国家集采大幅压缩了冠脉支架的市场规模, 改变了行业的竞争格局, 但也带来了新的机会。(1) 辩证地看, 集采中标企业虽然大幅降价, 但也通过集采“以价换量”, 获得了广阔的院内市场; 且中标产品的销量提高也能够加快其他创新产品的进院步伐, 有利于进一步扩大市场占有率。(2) 另一方面, 此消彼长, 集采外品种将迎来新的机遇。由于集采品种的大幅降价, 医院使用集采外高端新术式品种的动力更强, 尤其是具有治疗特色的高端技术产品或术式, 部分有支付能力的患者也具备较强的消费意愿。重点关注药物球囊、可降解支架、TAVR。

2. 未来可能集采品种

推此及彼, 除冠脉支架外其他高值耗材品种 (眼科、骨科) 也应充分预估未来集采的可能与影响。我们认为, 其他高值耗材品种的市场规模势必会受到一定程度的打压, 但进口替代、高端术式创新等大趋势不变, 部分个股在集采浪潮中仍有机会, 需要结合细分行业与标的具体分析。

(1) 骨科产品

骨科产品（脊柱、关节、创伤）目前都有作为耗材带量采购的试点品种出现，从整体看，2019年骨科植入耗材308亿元，占高值耗材比重25%，为第二大品类，未来将会是耗材带量采购重点探索的领域。其中关节类产品主要由髋关节、膝关节两类简单组套为主，未来大规模集采可能性较高；而创伤类产品因制造工艺相对简单，国产化率约70%，基本完成进口替代，未来也是集采重点关注品种；脊柱类成熟产品需要较深厚的技术积累，且市场培育周期长，未来集采预期尚不明朗；因为国产龙头企业市占率较低，如果大规模集采，则有助于行业集中度提升，国产龙头有望借助集采提升终端覆盖率，打开院内市场。

（2）眼科产品

眼科类耗材中人工晶体由于组套简单、分类清晰、单品采购额较大、临床使用成熟等因素，成为当前耗材带量采购的试点省份最多的品种；今年人工晶状体已开展多省联合集采，未来或将逐步覆盖全国，但地方集采政策较为成熟，判断全国性集采可能会有一定的推后。

集采有助头部企业形成良性循环，二三线厂家的生存空间将被进一步压缩，利好一线厂家扩大市场份额。同时，在降价的大趋势下，进口产品的相对高价也将为国产替代创造良好机会。

3. 医保免疫品种

医保免疫类产品不受集采影响，具有“避风港”属性，主要关注消费属性产品与医疗设备板块。消费属性产品重点关注眼科类产品（OK镜、ICL晶体）与医美类产品。重点关注迈瑞医疗、开立医疗、爱美客、昊海生科、联影。

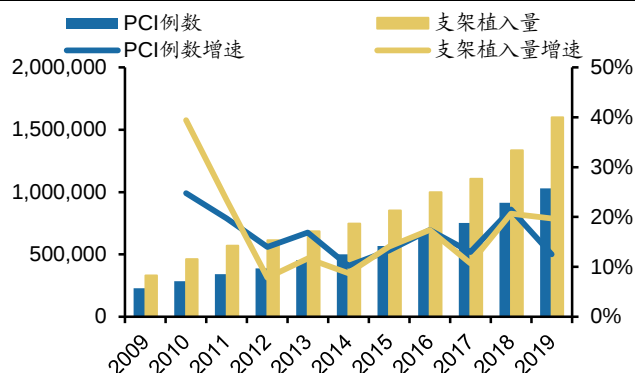
（一）创新品种对集采品种的替代

1. PCI仍是治疗心血管狭窄的主要手段，PCI手术需求尚未得到满足。

尽管冠脉支架集采导致市场空间大幅萎缩，但是PCI手术因创伤小、效果好，仍然是目前治疗心血管狭窄的主要手段之一。根据中国心血管病报告，2018年我国现有冠心病患者达1,100万人，且仍呈现逐年上升的趋势。在产品大幅降价、患者基数庞大、PCI手术成熟的背景下，我们判断PCI的手术量仍旧能够保持增长。

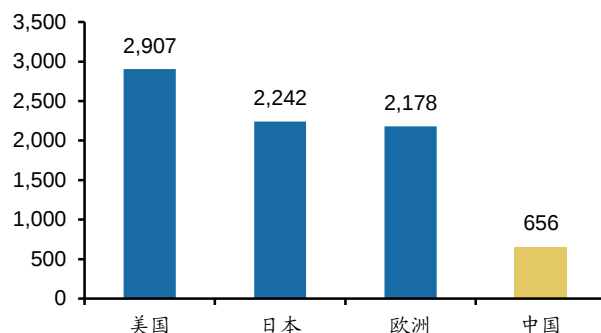
根据全国介入心脏病学论坛（CCIF）公布数据，2018年度中国大陆地区PCI治疗次数达到92万例，同比增长22%左右，按每台PCI手术平均使用1.46个心脏支架测算，2019年全国心脏支架植入量约为165万支。根据第六次全国人口普查数据计算，则2018年中国每百万人口有656例患者进行PCI治疗，而美国、日本等国家数据都在2,000-3,000例间，可见国内PCI手术需求远未得到满足，随着人口老龄化导致的急性心梗发病率提升以及分级诊疗制度下全国胸痛中心、卒中中心的建立推广，可以预期我国心脏支架植入量仍将保持13%~15%的高速增长。

图31：我国2009-2018PCI例数（例）、支架植入量（个）及增速



数据来源：CCIF 2019，广发证券发展研究中心

图32：2018年主要国家和地区每百万人口PCI手术量（例/每百万人口）



数据来源：华经情报网，广发证券发展研究中心

2. 此消彼长，集采外品种或将迎来新机遇

在集采政策大幅压缩冠脉支架的市场后，我们判断高端技术和差异化特色的产品将受到临床医生更多的关注。相较于已被集采的冠脉支架，创新术式如脑血管介入、TAVR具备特色治疗优势，但尚处于临床拓展阶段，使用量尚小，市场仍需培育，短期内也不会开展耗材带量采购，在集采外市场拥有机会。

（1）介入治疗

“介入无植入”是冠脉介入的未来发展方向。由于金属支架植入导致术后血栓等长期不良反应事件依旧存在，“介入无植入”理念逐渐获得临床认可，以药物涂层球囊和生物可降解支架作为代表。生物可降解支架的理念是采用完全可降解聚合物作为支架载体并携带药物，最终可降解并被完全吸收，同时实现短期支撑受益和长期无残留的好处。而药物涂层球囊则是传统球囊和药物洗脱技术的结合，在不永久性植入异物的情况下，通过亲脂基质将抗增殖药物快速均匀地转移到血管壁内组织，目前主要用于支架内再狭窄的治疗。由于受到技术、材料等因素的限制，介入治疗处于缓慢前行阶段，集采压缩冠脉支架利润后，介入的临床使用有望增加。

表11：冠脉介入治疗产品的发展与对比

治疗手段	治疗原理	优缺点
裸金属支架 (BMS)	完全由金属构成	①植入后 3-8 月支架内再狭窄率高达 20%~30%
药物洗脱支架 (DES)	①在金属裸支架系统上涂覆含药聚合物涂层，在植入血管处释放抗增生药物； ②将支架材料由不锈钢改为钴铬合金，降低架梁； ③用可降解涂层或无载药涂层取代永久涂层，药物涂层降解周期进一步缩短	①一代 DES 一年内再狭窄率下降至 10%左右，但远期血栓发生率升高； ②二代 DES 一年内再狭窄率 3%以下，但没有根本性解决植入药物支架后需要长期服用双重抗血小板药物的问题，长期临床不良反应持续升高； ③三代 DES 依旧存在支架作为异物引起的血栓风险
药物涂层球囊 (DCB)	在不永久性植入异物的情况下，通过亲脂基质将抗增殖药物快速均匀地转移到血管壁内组织	避免支架植入，缩短双抗时间，但机械支撑力有限，不能避免扩张后的即可弹性回缩

可降解支架 (BVS) 采用完全可降解聚合物作为支架载体并携带药物, 最终可降解并被完全吸收 可同时提供短期支撑且长期无残留, 但存在壁厚较高, 产品输送限制大, 长期血栓等风险, 长期临床效果有待验证

数据来源: 赛诺医疗招股书, 广发证券发展研究中心

2025年我国药物涂层球囊 (DCB) 市场空间或达100亿元。我们基于以下依据和假设对未来我国DCB市场空间进行测算: ①根据前述二代DES可将术后再狭窄率降低至5%-10%, 小血管病变比例达25%-30%, 分叉病变比例达5%左右, 我们按照中位数匡算, 则DCB适应症占比可达PCI手术总量的40%。②目前, 我国每年PCI手术量超一百万例, 并可预期仍将保持年15%-20%的增速。按照10%的年复合增长率匡算, 到2025年我国PCI介入手术量可达166万例。③参考目前国内贝朗新普力球囊挂网价25,000元左右, 国产乐普、垠艺轻舟球囊挂网价20,000元左右, 假设未来更多产品进入市场导致的价格下降, 我们按照15,000元作为挂网价匡算, 则2025年DCB对应的市场空间可达100亿元。可以预期随着未来我国PCI手术例数的增长以及临床验证的适应症的拓宽和介入无植入理念的深入, 可以预期DCB的市场空间将更为广阔。

表12: 2025年我国DCB市场规模测算 (按挂网价)

市场规模 (亿元)		2020-2025 年间 PCI 手术量复合增长率				
		8%	9%	10%	11%	12%
挂网价 (元)	13,000	76.41	80.01	83.75	87.62	91.64
	14,000	82.28	86.16	90.19	94.36	98.69
	15,000	88.16	92.32	96.63	101.10	105.74
	16,000	94.04	98.47	103.07	107.84	112.79
	17,000	99.91	104.63	109.51	114.58	119.84

数据来源: 广发证券发展研究中心

(2) TAVR

外科主动脉瓣置换手术 (开胸手术、SAVR) 及球囊扩张术是患有主动脉瓣狭窄患者的传统治疗方式, 对于患有严重主动脉瓣狭窄的患者, 药物治疗对预后并无明显改善, 接受SAVR后, 由于瓣膜开口改善属暂时性质, 通常会出现术后再狭窄。此外, 由于手术风险高, 某些患者不适合进行此类手术。在这种情况下, 经导管主动脉瓣置换术 (TAVR) 应运而生。TAVR是通过血管路径植入人工瓣膜来治疗严重主动脉瓣狭窄的心血管介入技术, 引起的创伤较少且术后恢复期较短。

表13: 主动脉瓣狭窄治疗方式对比

药物	外科手术		TAVR
	球囊扩张术	SAVR	
有助缓解病状, 无法阻止发展为严重主动脉瓣狭窄。不经置换心瓣膜可能恶化甚至死亡	主要用于患有先天性主动脉瓣狭窄的儿童及非常年轻的成人	75岁以下患者及外科手术风险较低患者的通常选择	通过血管路径植入人工瓣膜, 不需复杂的气管插管及体外手术, 具有患者创伤较少及术后恢复期较短的优势。TAVR可能导致瓣周渗漏, 若干制造商已加入防瓣周渗漏功能

数据来源: 沛嘉医疗招股说明书, 广发证券发展研究中心

多项临床试验证明TAVR较SAVR优势显著。自2007年首例TAVR与SAVR的比照临
识别风险, 发现价值 请务必阅读末页的免责声明

床试验开展以来,临床试验覆盖的患者范围逐渐扩大,且均验证了TAVR较SAVR在全因死亡率方面的优越性。此外,在最新的低危患者中展开的PARTNER3以及Evolut试验中,与SAVR组相比,TAVR组患者30天卒中率、新发房颤率等指标均显著降低。此外,TAVR组患者的平均住院时间较短,30天不良预后结局风险亦较低。TAVR或为主动脉瓣狭窄患者的首选策略。

我国TAVR市场处于蓝海,前景广阔。我国开展TAVR较晚,目前仍处于早期推广阶段,且2020年6月前,只有启明医疗的VenusA、微创医疗的Vitaflow以及苏州杰成的J-Valve三款国产产品获得NMPA认证。但随着学术交流普及以及产品研发推进,TAVR在国内推广极为迅速,已开展TAVR的医院手术量亦明显上升。2018年我国开展TAVR的医院只有80家,但2019年已增长至160家。随着人口老龄化程度加深、医疗人员技术培训的普及、临床适应症范围的扩大以及器械生产企业的共同推广等因素,未来TAVR的渗透率将大幅增长。

根据产品是否可调整、可完全回收等指标,TAVR产品可被划分为三代(部分海外地区划分为两代),目前我国在TAVR领域布局较为领先的公司有启明医疗、微创医疗、沛嘉医疗、杰成医疗、蓝帆医疗(收购瑞士NVT)等,目前国内已上市的国产产品均为一代产品,与海外尚有较大差距,国产二、三代产品预计将在2021-2023年陆续推出,届时国产产品水平将与海外迅速拉近,有力促进国内TAVR术式的推广普及。基于国产企业对TAVR产品的布局情况,建议重点关注启明医疗、微创医疗、沛嘉医疗、杰成医疗、蓝帆医疗。

表14: 国内企业TAVR产品布局

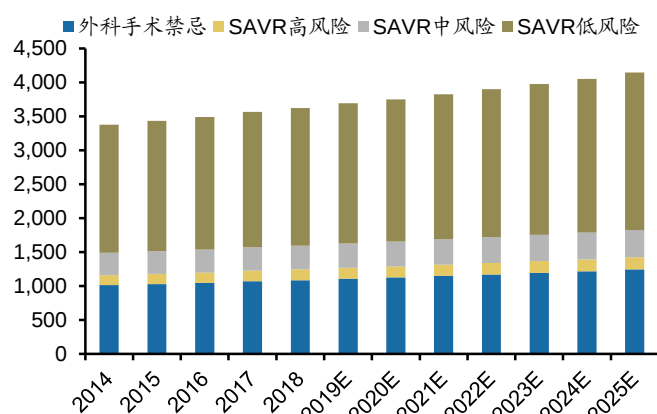
公司	产品	产品代数	阶段	抗 PVL 设计	可回收性	第三代附加功能
启明医疗	VenusA-Valve	I	已推出	+	-	/
	VenusA-Plus	II	已推出	+	+	/
	VenusA-Pilot	III	临床前	+	+	可操纵
杰成医疗	J-Valve	I	已推出	+	-	/
微创医疗	VitaFlow-Valve	I	已推出	+	-	/
	VitaFlowII	II	注册申请	+	+	/
沛嘉医疗	TaurusOne	I	临床试验	+	-	/
	TaurusElite	II	临床试验	+	+	/
	TaurusNXT	III	临床前	+	+	可调弯
蓝帆医疗(NVT)	Allegra II	III	临床前	+	+	可完全回收

数据来源: 各公司官网、招股说明书、公司年报, 广发证券发展研究中心

根据产品是否可调整、可完全回收等指标,TAVR产品可被划分为三代(部分海外地区划分为两代),目前我国在TAVR领域布局较为领先的公司有启明医疗、微创医疗、沛嘉医疗、杰成医疗、蓝帆医疗(收购瑞士NVT)等,目前国内已上市的国产产品均为一代产品,与海外尚有较大差距,国产二、三代产品预计将在2021-2023年陆续推出,届时国产产品水平将与海外迅速拉近,有力促进国内TAVR术式的推广普及。基于国产企业对TAVR产品的布局情况,建议重点关注启明医疗、微创医疗、沛嘉医疗、杰成医疗、蓝帆医疗。

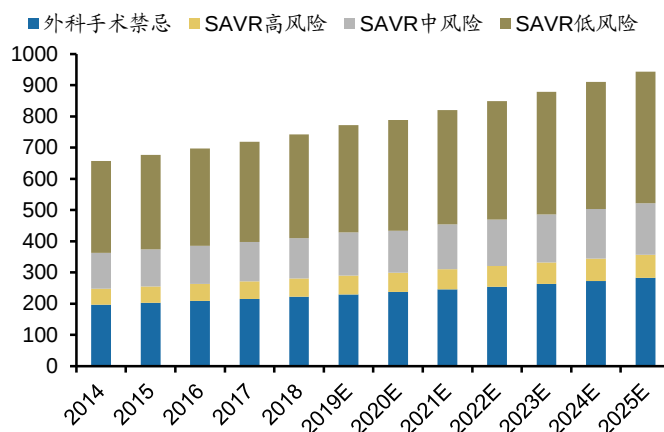
目前，TAVR手术的适用人群包括：①外科手术禁忌的患者；②具有高外科手术风险（按STS风险计算超过8%）的患者；③具有中度风险（按STS风险计算介于4%至8%）的患者；④具有低风险（按STS风险计算低于4%）的患者。据启明医疗招股书引用的Frost Sullivan数据，预计2025年全球TAVR手术适用患者人数将由2018年的360万人增加至410万人，2025年我国TAVR手术适用患者人数将由2018年的360万人增加至410万人。

图33：全球TAVR手术适用患者人数（千人）



数据来源：沛嘉医疗招股书，广发证券发展研究中心

图34：中国TAVR手术适用患者人数（千人）



数据来源：沛嘉医疗招股书，广发证券发展研究中心

（二）集采后行业格局迎来分化

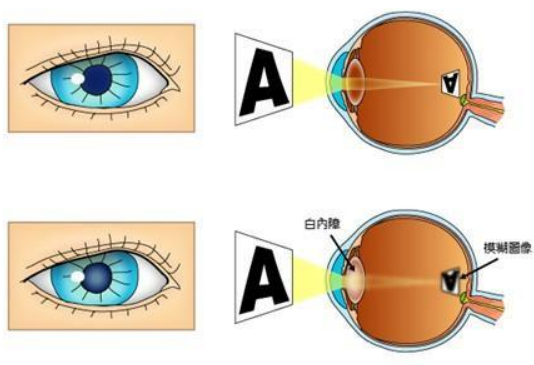
1. 白内障人工晶状体

（1）人工晶状体移植是目前治疗白内障的唯一有效手段，市场空间广阔

白内障是我国首位致盲眼部疾病。按照不同口径，白内障有多种分类方式，其中老年性白内障特指由于衰老，眼部结构退化导致的白内障疾病，是白内障的主要类型。白内障发病率随年龄的增长而增加，据中华医学会眼科分会统计，中国60-89岁人群白内障发病率为80%，90岁以上人群发病率达到90%以上。

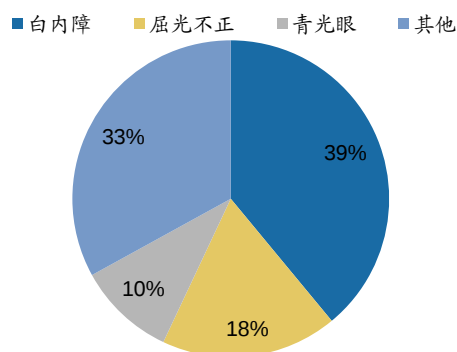
我国是世界上盲和视觉障碍患者数量最多的国家之一。根据Journal of global health统计数据，估计2020年中国患白内障人群（45-89岁）预计达到1.32亿人，其中年龄相关性白内障人群预计达到9383万人，因白内障失明（最佳矫正视力 <0.05）的人群（45-89岁）预计达到1332万人。随着人口老龄化加剧，电子产品普及及生活方式变化，各种眼科疾病逐年上升，世界卫生组织指出，包括白内障，屈光不正在内的眼科疾病已成为继肿瘤、心血管病之后的第三位影响人民生存质量的疾病。

图35: 白内障致病机理图



数据来源: 丁香园, 广发证券发展研究中心

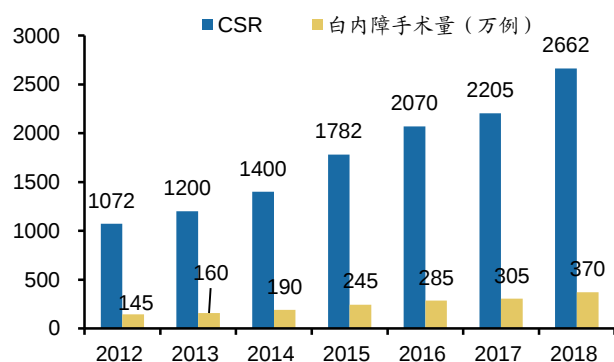
图36: 2016年致盲疾病占比情况



数据来源: 世界卫生组织, 广发证券发展研究中心

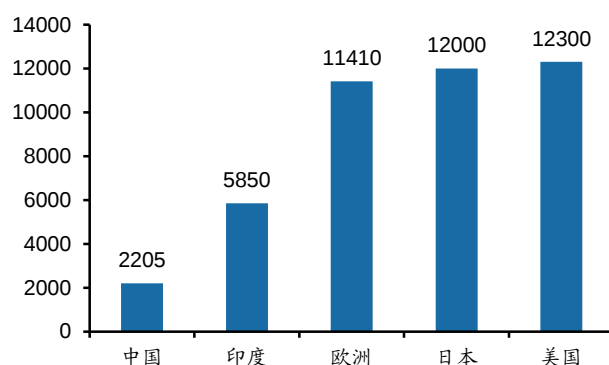
我国白内障手术数量仍有较大增长空间。1999年世界卫生组织（WHO）和国际防盲协会（IAPB）提出“2020年前消除可避免盲”的全球性战略目标。根据中国防盲治盲网的数据及第三届中国眼健康大会信息，1990年前我国白内障年手术量约为14.3万例，百万人口白内障手术率（CSR）仅为83；随着我国对国民视力健康重视程度的不断提高，在过去十年中国家发布和实施多项鼓励政策来普及白内障手术，通过“百万白内障复明工程”、“健康快车”等政府和民间慈善组织的大力推动，和以爱尔眼科为代表的民营眼科集团的大力发展，我国CSR快速增长，2018年已达到2662。

图37: 2012-2018中国白内障手术数量及CSR



数据来源: 中国防盲治盲网, 第三届中国眼健康大会, 广发证券发展研究中心

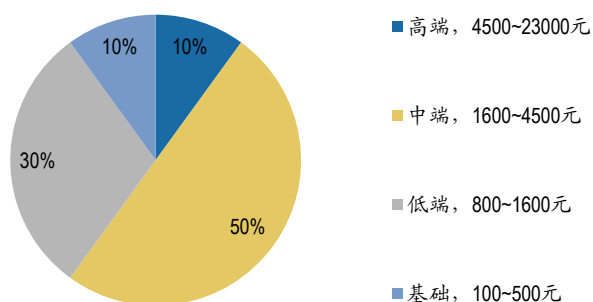
图38: 2017年主要国家CSR对比



数据来源: 昊海生科招股书, 广发证券发展研究中心

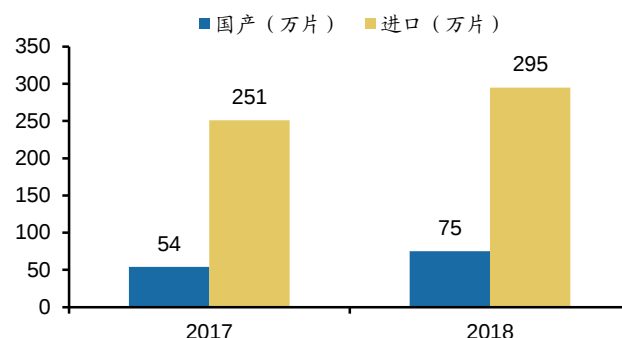
我国人工晶状体仍以中低档为主，进口替代空间较大。根据爱博医疗招股说明书披露，我国人工晶状体可分为基础和高中低四档，其中以中低档的市占率最高，合计可达80%。根据NMPA披露数据，我国拥有人工晶状体注册证并且已上市销售的生产商只有河南宇宙、珠海艾格、爱博医疗等不足5家公司，合计注册证数量不足20张，且产品中大部分仍为低端的不可折叠和球面晶状体，具备附加功能的产品较少；而以强生眼力健、爱尔康、博士伦等为代表的进口公司持有100余张注册证，且其掌握目前人工晶状体的高端技术，但进口高端产品价格偏高，因此市场选择有限。

图39：我国各级进院价格人工晶状体市占率（按数量）



数据来源：爱博医疗招股说明书，广发证券发展研究中心

图40：我国国产进口人工晶状体市场份额（按数量）

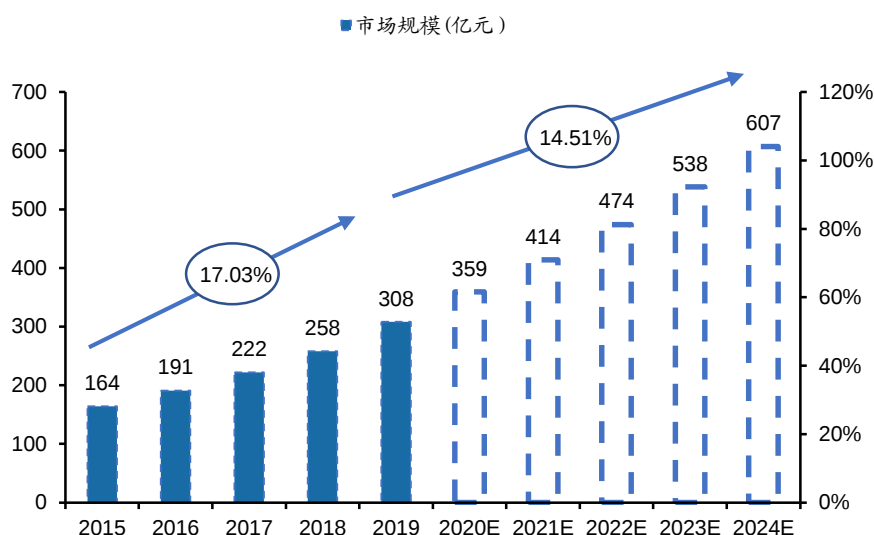


数据来源：爱博医疗招股说明书，广发证券发展研究中心

2.骨科耗材

基于我国庞大的人口基数、社会老龄化进程加速和医疗需求不断上涨，我国骨科植入医疗器械市场的销售收入由2015年的164亿元增长至2019年的308亿元，复合增长率达17.03%。根据威高骨科招股书披露数据，以2019年的308亿元为基础，预计到2024年我国骨科植入医疗器械市场规模在607亿元左右，未来5年的复合增长率在14.51%左右，我国骨科植入医疗器械市场仍将保持快速增长的趋势。

图41：2015-2024E中国骨科植入医疗器械整体市场规模



数据来源：威高骨科招股说明书、广发证券发展研究中心

骨科产品（脊柱、关节、创伤）目前都有作为耗材带量采购的试点品种出现，从整体看，骨科是高值耗材第二大品类，未来可能将会是耗材带量采购重点探索的领域。其中关节类产品主要由髌关节、膝关节两类简单组套为主，未来大规模集采可能性较高；而创伤类产品因制造工艺相对简单，国产化率约70%，基本完成进口替代，未

来也是集采重点关注品种；脊柱类成熟产品需要较深厚的技术积累，且市场培育周期长，未来集采预期尚不明朗；因为国产龙头企业市占率较低，如果大规模集采，则有助于行业集中度提升，国产龙头有望借助集采提升终端覆盖率，打开院内市场。

3.化学发光

化学发光检测属于免疫检测的方法学之一，与其他免疫诊断方法相比，化学发光在安全性、准确性、自动化程度、检测速度等多方面均具备优势，正逐步替代传统的酶联免疫，成为免疫诊断的主流方法，尤其是在以三甲医院为代表的高端市场，化学发光已基本实现普及。

表15：免疫诊断方法概况

免疫诊断方法	原理	优点	缺点	应用
放射免疫检验	^3H 、 ^{125}I 、 ^{131}I 等放射性同位素标记	灵敏度高、检测范围较宽	用品昂贵、放射污染、操作复杂	基本上已被淘汰
胶体金快速检验	胶体金标记	简单、快速、稳定	灵敏度不高	即时检测领域医院及家庭使用
酶联免疫检验	辣根过氧化物酶、碱性磷酸酶等生物酶标记	速度较快、成本低	灵敏度不高、手工制作	仍占重要地位，被广泛使用
时间分辨荧光免疫	Eu 、 Tb 等镧系元素标记	灵敏度高、检测范围宽	操作较复杂	临床使用较少
化学发光免疫	吖啶酯类化合物等化学光物质标记，通过光子计数实现精确定量	线性范围宽、灵敏度高、自动化程度高、快速	成本相对较高	在三级医院普及，可替代上述方法

数据来源：中国检验学协会，广发证券发展研究中心

此前我国免疫诊断中普及度最高的是酶联免疫，目前部分基层医院仍使用此种方法进行免疫诊断。由于酶联免疫需要手工操作，经历孵育、洗板、加底物、避光反应、加液等多个步骤，因此易受外部因素影响，灵敏度低、检测时间长、不能精确定量，因此目前基本已被化学发光完全取代，目前化学发光检测占我国免疫诊断的比例较高。随着化学发光检测的国产化率提高，检测成本有所下降，渗透率随之提高，在中低级别医院市场仍有较大的可开发市场空间。

我国化学发光的格局日渐清晰，外企和国产分别以罗氏、雅培、西门子、贝克曼和新产业、安图、迈瑞、迈克为代表，各有四巨头鼎足而立，占据市场份额的90%以上，未来将向头部集中的模式驱动。但是因为化学发光市场规模巨大，小厂商凭借特色优势也可觅得一定的生存空间。

表16：化学发光企业主力机型及特点

公司	主力机型	原理	单机最大测试速度 (次/小时)	上市状态	主要特点
罗氏	Cobase801	电发光	300	已上市	最多可提供 192 个试剂通道，不停机添加样本、试剂、耗材等
雅培	Alinityi	直接发光	200	已上市	内置保护措施可防止出现试剂混淆、重新装载及探针碰损等人为错误，使用便捷

西门子	ADVIACentaurXPT	直接发光	200	已上市	不停机添加样本、试剂、耗材等，自动日常维护保养，18分钟出第一个结果
贝克曼	UniceIDxl800	间接发光	400	已上市	不停机添加样本、试剂、耗材等，剧定耗时短随机化
迈瑞医疗	CL-6000i	间接发光	480	已上市	智能一站式耗材管理，创新设计的反应杯中转运站，仪器自动维护
安图生物	A2000Plus	间接发光	200	已上市	最多支持四模块联机，试剂、耗材均可实现不停机连续加载
迈克生物	I3000	直接发光	300	已上市	结果最短报告时间14分钟，试剂不停机加载，耗材不停机更换
新产业	MAGLUMI4000Plus	直接发光	280	已上市	第一个测试结果16分钟，144个样本位

数据来源：各公司官网、招股说明书、公司年报，广发证券发展研究中心

未来国产品牌突围需要依靠“两个维度，一个中心点”，即以特色检测项目为核心，拓展产品体系和销售维度，而安图生物、新产业和迈瑞医疗这三大龙头恰好在这三个方面独立群雄，印证了未来进口替代的可行性以及前景。其中新产业的产品结构最为健全；迈瑞医疗的销售覆盖和推广能力当数第一；安图生物则凭借特色的磁化学微粒发光技术独占鳌头。

（三）医保免疫品种的确定性优势凸显

考虑到集采对市场规模和行业竞争格局的大幅影响，医保免疫品种具备“避风港”属性，一部分是消费属性的品种，例如眼科类，另一部分是医院使用自建资金购买的医疗设备，重点关注内窥镜。

1. ICL晶体

我国近视群体数量庞大且逐年上升。据国家卫健委数据披露，2018年我国近视人数已超6亿，其中成年人近视人数近5亿。且由于生活方式的改变和电子工具的普及，近视人数仍然保持较高的增长速度，且近视程度呈加剧趋势。

屈光手术手术治疗是成年人解决近视问题的主要选择。与青少年控制近视发展的迫切需要不同，成年人由于眼体发育完全，难以矫正恢复，只能通过佩戴眼镜或者屈光手术的方式进行矫正。随着人民生活水平的提高，人们摘掉眼镜，摆脱近视影响的欲望越来越强。角膜屈光手术通过改变角膜前表面的形态矫正屈光不正，经历了激光、飞秒、SMILE等多代革新，但是其对角膜切割具有不可逆性。ICL通过在眼内植入人工晶状体来进行视力矫正，不需改变角膜结构，具有更高的安全性和视觉质量，并可以为一千度以上的高度近视提供解决方案，2019年在我国的手术量达到14万台。

ICL是高度近视患者的安全首选。与最早的机械式切割角膜至现今的飞秒等角膜屈光手术不同，ICL植入手术将人工晶状体植入到眼内虹膜和天然晶状体之间，可以在不破坏眼组织的基础上达到近视矫正的目的，且矫正范围更广，可逆性强，近年来逐渐走入公众视野，尤其对角膜较薄的高度近视群体是唯一的解决方案。

表17：屈光手术对比

术式	适用度数	手术方法	优点	缺点
角膜 屈光 手术	经上皮准分子激光角膜切削术（Trans PRK）	800 以内 ①准分子激光祛除角膜上皮 ②进行准分子激光扫描	①手术时间短，感染风险低； ②中低度近视疗效可观	①表层手术术后固有的角膜刺激症状，如畏光流泪、疼痛等 ②术后短期可能屈光回退，半年后才可保持稳定
	准分子激光角膜上皮磨镶术（LASEK）	800 以内 ①制作角膜上皮瓣 ②在角膜上皮下进行准分子激光的切削以改变屈光度	③切削量减少，更适合角膜薄的患者； ④无需负压吸引和角膜基质瓣制作，避免相关并发症	①角膜上皮瓣的制作使术后炎症反应加重； ②表层手术术后固有的角膜刺激症状，如畏光流泪、疼痛等； ③术后恢复时间较长
	准分子激光角膜原位磨镶术（LASIK）	1200 以内 ①用角膜板层刀制作角膜瓣 ②掀开角膜瓣并用激光在角膜基质床上进行切削； ③将角膜瓣复位	①矫正范围大于表层屈光手术； ②视力恢复快，伤口反应轻	①角膜基质瓣相关并发症； ②角膜和基质的切削损伤角膜神经，影响视觉质量
	飞秒激光（FS-LASIK）	1200 以内 ①用飞秒激光制作角膜瓣； ②掀开角膜瓣并用激光在角膜基质床上进行切削； ③将角膜瓣复位	①减少板层刀制瓣可能发生的制瓣不全、游离瓣等并发症； ②术后视觉治疗更高	①对角膜结构有一定影响，可能会出现角膜瓣的皱褶； ②术后存在发生圆锥角膜及角膜膨隆的风险
	SMILE	1000 以内 ①用飞秒激光将需要切削的角膜组织塑形，②通过一道约 3 mm 的微笑式切口将需要切削的角膜组织分离取出	①角膜生物力学较 LASIK 稳定； ②术后 24H 即可恢复	存在干眼症、角膜水肿、眩光等术后并发症
眼内屈光手术	有晶体眼人工晶状体（PIOL）	3000 以内 ①角膜边缘切口； ②通过切口将晶体植入眼内	①不改变角膜形态，视觉质量高； ②适用度数范围广； ③术后恢复快	①价格昂贵； ②术后可能会有白内和角膜内皮细胞损伤等并发症

数据来源：广西中医药大学学报，广发证券发展研究中心

ICL市场规模2025年有望突破60亿

我国2019年ICL手术量约为14万片，相对逾6亿的近视人口渗透率只有0.02%；日本近视人口约占总人口的1/3，约4000万人，销量约为我国的40%，为6万片左右，ICL在日本近视人口中渗透率达到0.15%，是我国现有水平的7倍。随着高度近视人口的增长、植入晶体产品的技术升级，手术医生的技术培训提高，带来近视患者适应人群的增加和对手术术式的成熟信任，此外，医院做眼内屈光手术的耗材引进成本相对激光手术的设备更低，医院更易引进，可以预期未来我国ICL的市场渗透率将进一步快速提高。

结合我国近视人群日益增长的社会现状，对标同样存在严重近视问题的邻国日本的渗透率，我们假设ICL保持历史上的渗透率增速，预测2025年我国ICL市场规模有望

达到66亿元。

表18: 2018-2025E ICL市场规模测算

年份	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
近视人数 (亿)	6	6.36	6.74	7.15	7.57	7.95	8.35	8.77
渗透率	0.014%	0.022%	0.020%	0.029%	0.037%	0.046%	0.055%	0.064%
ICL 手术量 (万台)	8.1	14.15	13.48	20.54	28.40	36.78	45.93	55.89
ICL 手术量增速		75%	-5%	52%	38%	29%	25%	22%
国内出厂价格 (元/片)	6,500	6,200	6,000	5,800	5,600	5,500	5,700	5,900
市场规模 (亿元)	10.53	17.55	16.18	23.83	31.81	40.46	52.36	65.96
市场规模增速		67%	-8%	47%	33%	27%	29%	26%

数据来源: 世界卫生组织,《国民视觉健康报告》,广发证券发展研究中心

2. 角膜塑形镜 (OK镜) 是我国目前可以有效控制儿童近视发展的矫正手段之一

我国青少年近视人口过亿并不断攀升,近视防控已成为国家重点工作之一。随着电子产品普及、学业负担加重及生活方式变化,青少年近视问题日益严重。2018年全国儿童青少年总体近视率为53.6%,即我国青少年近视人口数已经过亿。

伴随着青少年近视问题的恶性发展,近年来国家高度重视儿童青少年近视防控工作。OK镜已于2018年被我国卫健委2018年发布的近视防治指南正式列为近视矫正手段,其余的矫正手段包括:框架眼镜、角膜接触镜、手术矫正,其中由于青少年眼部发育尚未完全,因此手术矫正不适用于青少年。

透氧率是角膜塑形镜的主要技术指标。现在市场上的角膜塑形镜主要覆盖600度以下的低度近视,主要在透氧率上有所差异,由于透氧率直接影响佩戴舒适度,因此成为角膜塑形镜区分的主要指标。与此同时,各公司努力通过不同的产品设计等细节上进行验配便捷性和佩戴舒适度的改进提升。

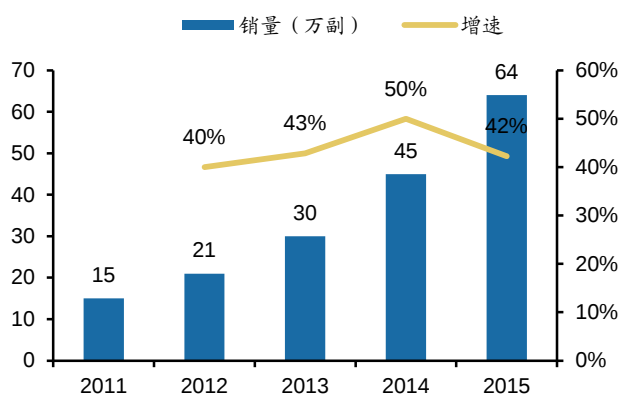
表19: 我国市场角膜塑形镜对比

产品名称	生产厂商	原料供应商	产品设计	透氧率	适用范围
梦戴维	欧普康视	波士顿	四区多弧设计	100	-0.5D-6D
普诺瞳	爱博医疗	Contamac	四弧区反几何设计、全弧段非球面	125	-1D-4D
亨泰	亨泰光学	波士顿	四弧区反几何设计	145	-4D 之内
阿途法	Alpha Corporation	波士顿	四弧区反几何设计、配适弧 2 段球面	104	-1D-4D
Dream Lite	Procornea Nederland B.V.	波士顿	四弧区反几何设计	100	-0.75D-4.5D
菁视	C&E GP Specialists	Paragon	四弧区反几何设计, 角膜屈光矫正或双表面和谐设计	100	-1D-3D
露晰得	Lucid Korea Co., Ltd	波士顿	四弧区反几何设计、超宽反转弧、超窄定位弧	100	-5D 之内
欧几里得	Euclid Systems Corporation	波士顿	Emerald 设计, 四弧区反几何设计	85	-5D 之内
CRT	Paragon	Paragon	三弧区反几何设计, 配适弧直线段, 角膜屈光矫正或双表面和谐设计	100	-4D 之内

数据来源: NMPA, 动脉网, 广发证券发展研究中心

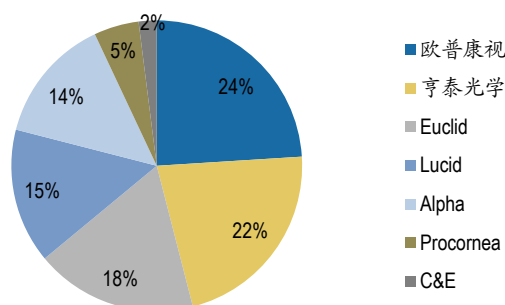
我国角膜塑形镜市场渗透率仍有较大提升空间。据中国医疗器械行业协会眼科及视光学分会统计，2015年我国角膜塑形镜销量达到64.30万副，角膜塑形镜在近视青少年中的渗透率只有0.7%左右；而在日本等近视较为普遍的东亚地区渗透率均在5%以上，远高于我国。

图42：中国角膜塑形镜消费量统计



数据来源：爱博医疗招股说明书，广发证券发展研究中心

图43：2018年我国OK镜市场份额



数据来源：华经情报网，广发证券发展研究中心

根据欧普康视、爱博医疗等从事角膜塑形镜业务相关公司的年报和招股说明书中披露的数据，我们测算2019年我国OK镜市场规模约为20亿元，渗透率约为1.31%；根据我国青少年近视防控指标，对2019年及以后的初高中近视率在防控下呈下降趋势进行预测；同时比照2011-2015年间40%以上的增长速度，我们预估渗透率保持25%的年度增长；按照现今市场平均销售价格1500元/副进行匡算，我国2025年OK镜市场规模有望达到74亿元。

表20：我国角膜塑形镜市场规模测算

指标	2018		2019		2020E		2021E		2022E		2023E		2024E		2025E	
	人数	近视率	人数	近视率	人数	近视率	人数	近视率	人数	近视率	人数	近视率	人数	近视率	人数	近视率
8-12岁 (千万)	7.99	36%	8.01	36.2%	8.05	36.3%	8.08	36.5%	8.15	36.7%	8.22	36.8%	8.40	37.0%	8.49	37.2%
13-15岁 (千万)	4.81	72.0%	4.79	71.0%	4.80	70.0%	4.79	69.0%	4.82	68.0%	4.81	67.0%	4.81	66.0%	4.83	65.0%
16-18岁 (千万)	5.12	81.0%	4.95	80.1%	4.84	79.2%	4.81	78.3%	4.79	77.3%	4.80	76.4%	4.79	75.5%	4.82	74.6%
8-18岁青少年近视总人数 (万人)	10485.72		10262.95		10112.10		10015.31		9972.83		9915.50		9895.16		9886.17	
渗透率	1.05%		1.31%		1.64%		2.05%		2.56%		3.20%		4.01%		5.01%	
验配人数 (万)	110.10		134.70		165.90		205.39		255.65		317.73		396.34		494.98	
市场规模 (亿元)	16.52		20.21		24.89		30.81		38.35		47.66		59.45		74.25	

数据来源：爱博医疗招股说明书，广发证券发展研究中心

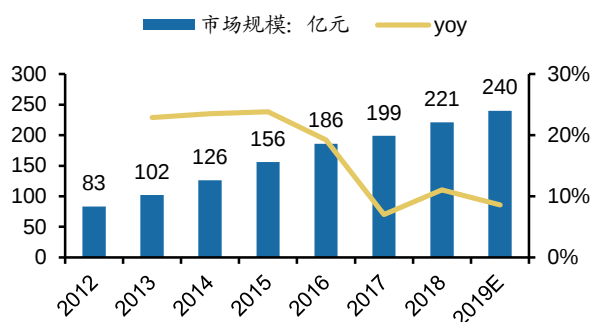
3.内窥镜

医用内窥镜是一种由可弯曲部分、光源及镜头组成的一种常用的医疗器械，经人体的天然腔道，或者是经微创小切口进入人体内，导入到将检查或手术的器官，进行光学成像，从而为医生提供疾病诊断的图像信息，并可在器械配合下进行手术治疗。

随着内窥镜微创技术的普及和内窥镜加工工艺的提高，内窥镜应用已覆盖消化内科、呼吸科、普外科、耳鼻喉科、骨科、泌尿外科、妇科等科室，成为不可或缺的医用诊断和手术设备，也是全球医疗器械行业中增长较快的产品之一。

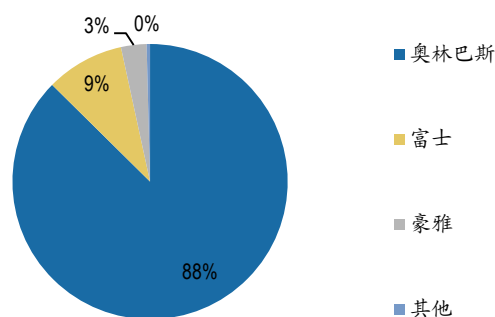
内窥镜市场广阔。目前，胃癌、食道癌等消化系统癌症已成为世界发病率和死亡率较高的癌症类别。此类癌症的早期诊断对于疾病的治愈有着决定性作用。而内窥镜作为临床重要的消化系统诊断手段，近年来的临床需求也不断增长。

图44：2011-2019中国内窥镜市场及增速



数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

图45：2018年我国软镜市场份额



数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

内窥镜市场进口替代空间广阔。目前国内内窥镜市场中奥林巴斯、宾得、富士等公司占据超过90%的市场份额。其中硬式内窥镜市场主要被德国、日本和美国厂商占据，其余品牌市场份额占比不到20%；软性内窥镜是一个壁垒极高的领域，由于日本企业在光学领域的技术积累和领先水平，全球范围的市场基本被奥林巴斯等日企瓜分，合计占据90%以上的市场份额，国内也主要是由这三家日系厂家占据。国内外内窥镜市场竞争格局很集中，国内市场长期以来被外资控制垄断。

四、非医保部分蓬勃发展

（一）医疗服务：通过不同扩张路径实现旗舰医院的多地复制

1. 爱尔眼科通过并购基金和合伙人计划快速扩张

爱尔眼科完成定增后市场影响力和盈利能力继续提升。7月9日，公司完成非公开发行，收购了30家医院，进一步完善了公司全国网络战略布局，加固了公司行业地位，扩大了服务范围，提高公司的盈利能力和可持续发展能力，为公司的“二次创业”提供坚实的基础。三季度单季实现收入44.02亿，增长47.55%，归母净利润8.7亿，增长62.34%，扣非归母净利润10.02亿，增长85.49%，显著高于市场预期，主要来自视光业务和屈光手术量的快速增长。

爱尔眼科自从2014年4月开始，开启了并购基金模式，先后参与设立了9家产业并购基金和机构，目前持股了7家产业并购基金(已经退出深圳前海东方爱尔医疗产业并购合伙企业和湖南爱尔中钰眼科医疗产业投资合伙企业)，利用不到16亿的资金撬动了近90亿的投资能力，大大加速了医院连锁的资产储备。在降低风险及核心财务指标的波动的前提下，加快了公司的扩张速度。2009年之前，爱尔眼科每年扩建2-5家医院；上市后至2013年，每年扩建数量提升到了5-12家。设立并购基金后扩张速度显著加快。根据天眼查数据可见，整体通过体外并购基金呈现加速扩张趋势，2018年新增医院甚至达到70家，其中最早两只基金中已经有9家医院在2017年并入上市公司，并表后两年也维持高速增长。

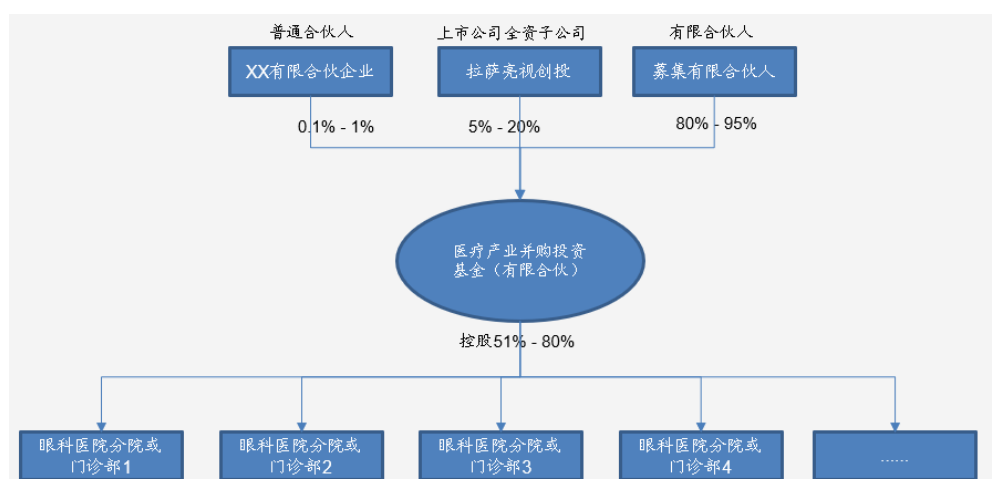
表21：爱尔眼科并购基金的参股情况和医院数量估计

基金名称	成立日期	续存期	规模(亿)	爱尔持股比例	医院数
深圳前海东方爱尔医疗产业并购合伙企业(有限合伙)	2014/3/27	3+1	2	10.00%	已退出
湖南爱尔中钰眼科医疗产业投资合伙企业(有限合伙)	2014/12/1	5+2	10	9.80%	已到期
南京爱尔安星眼科医疗产业投资中心(有限合伙)	2016/6/1	5	10	19%	46
湖南亮视交银眼科医疗合伙企业(有限合伙)	2016/12/1	5+2	20	20%	19
湖南亮视长银医疗产业投资基金合伙企业(有限合伙)	2018/1/8	5	10	19%	71
湖南亮视长星医疗产业管理合伙企业(有限合伙)	2018/10/26	5	10	19%	49
芜湖远翔天祐投资管理中心(有限合伙)	2019/7/11	5+1	8	20%	50
湖南亮视晨星医疗产业管理合伙企业(有限合伙)	2019/8/22	5	10	19%	29
芜湖远澈旭峰股权投资合伙企业(有限合伙)	2020/8/28	5+1	6.2	19%	1

数据来源：爱尔眼科关于设立并购基金的公告，广发证券发展研究中心

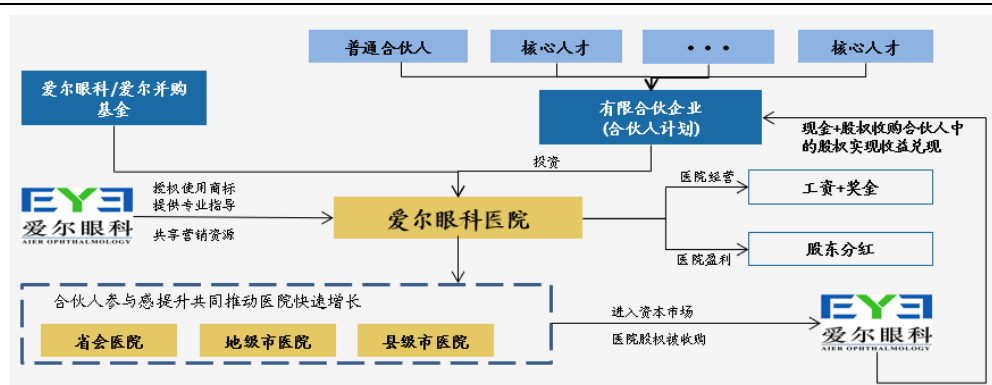
并购基金通常爱尔通过全资子公司持有10-20%的股权，在通过其他有限合伙人 and 普通合伙人出资共同投资全国各地的眼科医院、门诊部、视光中心等。一方面实现投资规模的放大，另一方面也在扩张过程中结合合伙人计划让员工也分享到医院成长的收益。

图46: 爱尔眼科并购基金的股东结构和投资结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图47: 公司合伙人计划及激励体系



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2. 锦欣生殖通过武汉医院并购实现管理复制

2020年6月29日，锦欣生殖全资附属公司四川锦欣收购武汉黄浦医院合共75%股权，其中70%股权由四川锦欣持有，5%股权将有四川锦欣指定的独立法定主体持有以用于员工股权激励。武汉黄浦医院为一家位于中国湖北省武汉市江岸区的营利性三级专业妇产医院，其为武汉拥有体外受精IVF牌照以向患者提供辅助生殖服务ARS（包括常规体外受精及胚胎移植（IVF-ET）以及卵胞浆内单精子注射（ICSI））仅有的两所非公立及营利性医院之一。

将深圳的经验复制到武汉的并购中：预计武汉锦欣的运营管理将借鉴成都西园和深圳中山的带组医生模式，由1位核心医生带领4-6人的医生团队执行IVF治疗。在对深圳中山医院的并购和整合中，该模式使得其运营效率得以提升。

表22: 武汉锦欣并购整合方向

重点方向	具体措施
医疗质量	引入锦欣生殖符合国际共识的胚胎实验室和临床管理标准，提升医疗质量
	通过流程改造和人员培训，打造标准化和规范化医疗管理流程
医生团队	派遣锦欣生殖专家医生帮助武汉锦欣医院
	引入当地有影响力的明星医生
	设置绩效奖金以及股权激励机制，激励医生团队
	医院医生和医疗人员定期与其他锦欣生殖旗下医院交流学习
服务体验	优化就医流程，提高患者满意度
	进行医院的装修和改造，营造良好的就医环境
	医疗服务产品化，推出VIP套餐等，满足患者多方位服务需求
营销渠道	利用锦欣品牌，美国HRC及其他国际品牌，塑造武汉锦欣生殖品牌形象
	拓展与湖北各地区医院的合作网络，提升外院医生转诊量
	通过自媒体&垂类媒体合作，辐射更大的病人群体
运营管理	借鉴成都西园和深圳中山的带组医生模式 ¹ ，提高医生的运营效率
	数字化赋能医院管理，建立运营数据模型

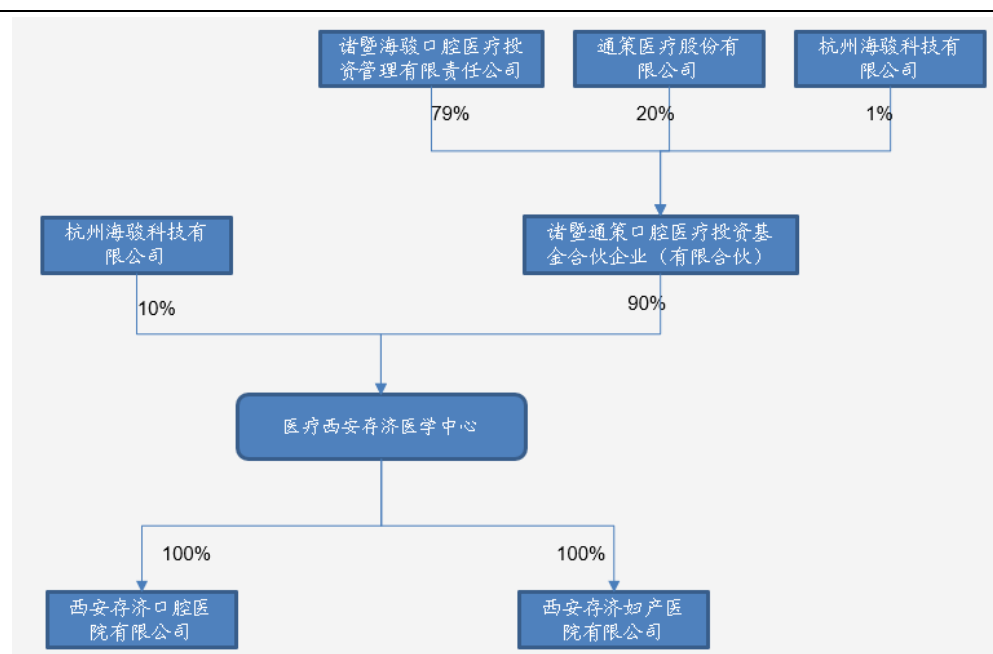
数据来源：锦欣胜之收购武汉锦欣公开介绍材料，广发证券发展研究中心

市场化机制吸引武汉当地明星医生：借鉴锦欣生殖“医生合伙人制度”，公司收购武汉锦欣时候指定的非关联实体收购的5%医院股权，将用于未来武汉锦欣医生和员工的股权激励。目前武汉锦欣已经吸引了全国著名试管婴儿专家杨菁教授加入。杨教授曾职业于武汉大学人民医院，是妇产科主任、妇产科学教研室主任、生殖医学研究室主任，从事不孕症的微创治疗20余年，领导的团队攻克反复冷冻难关，2011年帮助患者获得世界第三例，国内第二例“三冻(冻精、冻卵、冻胚)”试管婴儿。杨教授的加入将助力锦欣武汉快速打造优质的医生团队，实现周期数的快速攀升。管理层预计2021-2023年武汉锦欣有望分别实现1000/2000/3000个周期数，冲刺到湖北辅助生殖第一梯队。

3.通策医疗通过西安存济医学中心实现省外跨科室复制

通策医疗作为以杭州口腔医院、城西分院和宁波口腔三大医院为核心的浙江省口腔医疗龙头，近年也在通过参股投资的形式进行省外大型口腔医院的布局，先后开业了武汉存济口腔医院、重庆存济口腔医院、西安存济医学中心，其中西安是第一次实现了跨科室布局，跨科室布局一方面来自公司省内与浙二眼科中心合作建设新总院（参股），另一方来自西安军队医院改革过程中可能会有多科室中高端医生专家的市场化流动，为公司在当地建立影响力提供了额外资源。

图48: 西安存济医学中心的股权结构



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2017年1月，国务院发布了《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》，提出按照军民融合发展战略将军队医院纳入驻地有关规划，此外还提出要将军队医疗机构全面纳入分级诊疗体系。十八届三中全会《决定》首次对军队改革进行部署，其中提出调整改善军兵种比例、官兵比例、部队与机关比例，减少非战斗机构和人员。随着军队改革的进程，军队医学院校及其附属医院也随之进行改革。部分医院除招聘非现役文职岗位之外，还招收大量合同制医护人员，工作内容同地方医院没有较大区别。此外，改革后的军队医院工作人员通常分为三种编制，文职干部、非现役文职人员和合同制人员，除了文职干部有军籍之外均无军籍。受军改影响，军队医学院附属医院医生的流动性可能加大。西安存济医学中心地处第四军医大学口腔医院（面积约53000m²）周边，有望通过市场化方式获得更好的医生资源。

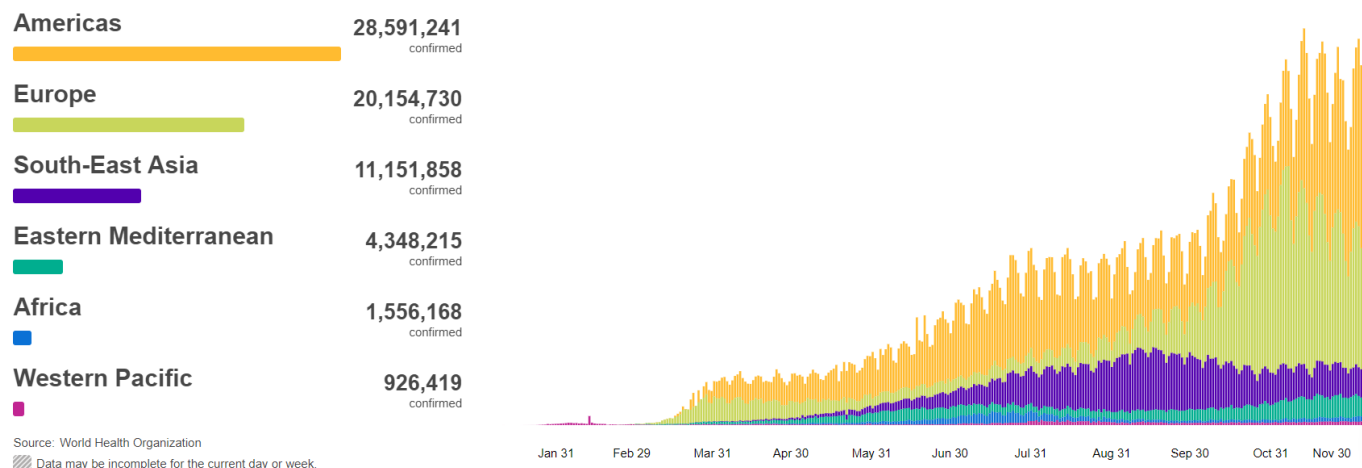
目前西安存济医学中心是中国科学院大学授权挂牌的附属医院。主体由西安存济口腔医院、西安存济眼科医院、西安存济妇幼医院三家专科医院组成。建筑面积6.8万m²，总投资概算10亿元。中心按照三级专科医院标准规划，住院床位180张、牙科椅位221张。规模接近通策总院规模，预计随着下属医院的逐步运营，以及省外武汉存济成立三年的管理经验，西安存济也将在期望时间内实现盈亏平衡。

（二）疫苗：新冠渐行渐近，疫苗打破供给约束，行业利润释放在继续

新冠疫苗于疫情防控不可或缺，明年有望陆续上市为相关企业带来利润释放
全球新冠疫情步入第二轮高发期，防控形势较为严峻。根据WHO披露，截至2020年

12月7日，全球累计确诊新冠病例6672.94万例、累计死亡病例153.6万例，步入秋冬季节后全球迎来第二轮新冠疫情高发期，防控形势较为严峻。其中，累计确诊病例数量位居前三位的国家分别为美国（1457万例）、印度（970万例）、巴西（660万例）。

图49：全球新冠确诊病例最新情况（截至2020年12月7日）



数据来源：WHO，广发证券发展研究中心

目前，全球共计51个新冠疫苗处于临床开发阶段，步入11月份以来Biontech、Moderna、AZ相继发布临床3期中期数据分析，均取得较好的临床结果。（1）Biontech的新冠疫苗整体保护率约94.6%，其中在16-55岁的参与者中保护率为95.0%，在55岁以上的参与者中保护率为93.8%，在老年人群中具有较高水平的保护力，12月2日英国监管机构批准了BNT162b2的紧急使用许可，12月10日美国FDA将对BNT162b2进行专家评审，预计年底前有望获批上市；（2）Moderna新冠疫苗整体保护率约94.5%、对重症保护率约100%，12月17日美国FDA预计将对其进行专家评审；（3）阿斯利康新冠疫苗的半剂量/全剂量组保护率约90%、全剂量/全剂量组保护率约62%，后续公司将继续扩大半剂量/全剂量组临床试验进行进一步验证，预计2021年上半年获批上市。

表23：全球已披露临床3期中期分析的新冠疫苗对比概况

疫苗公司	Biontech/辉瑞/复星	Moderna	阿斯利康（AZ）
在研新冠疫苗	BNT162b2	mRNA-1273	AZD1222
技术路径	mRNA	mRNA	重组腺病毒载体
接种程序	0,28 days; 2 针	0,28 days; 2 针	0,28 days; 2 针
临床 3 期入组人数（万人）	4.35	3	6
疫苗组感染人数（人）	8	11	全剂量组 27、半剂量组 3
对照组感染人数（人）	162	185	全剂量组 71、半剂量组 30
疫苗组重症人数（人）	1	0	0
对照组重症人数（人）	9	30	2
保护率	整体保护率约 94.6%，其中在 16-55 岁的参与者中保护率为 95.0%，在 55 岁以上的参与者中保护率为 93.8%		
	整体保护率约 94.5%		
	半剂量/全剂量组保护率约 90%、全剂量/全剂量组保护率约 62%		

不良反应	主要为注射处的反应（出现在84.1%的参与者中），疲惫（62.9%），头痛（55.1%），畏寒（31.9%），关节疼痛（23.6%）和发烧（14.2%）	第一次注射后出现频率大于或等于2%的3级(严重)事件包括注射部位疼痛(2.7%)，第二次注射后出现疲劳(9.7%)、肌痛(8.9%)、关节痛(5.2%)、头痛(4.5%)、疼痛(4.1%)和注射部位红斑/红肿(2.0%)	-
紧急使用授权申请（EUA）	2020年11月20日	2020年11月30日	-
专家评审会时间	2020年12月10日	2020年12月17日	-
预计上市时间	2020年底	2020年底	2021年初
产能	2020年底5000万剂，2021年扩展至13亿剂	2020年底2000万剂，2021年扩展至5-10亿剂	-
定价预测	美国19.5美元/支	美国25-37美元/支	3-4美元/支
运输与储存条件	-70℃储存6个月，2-8℃储存5日	-20℃储存6个月，2-8℃储存30天	2-8℃储存至少6个月以上

资料来源：Biontech、Moderna、AZ官网等，广发证券发展研究中心

表24：全球新冠疫苗研发进展

COVID-19 Vaccine developer/manufacturer	Vaccine platform	Type of candidate vaccine	Number of doses	Timing of doses	Clinical Stage
Sinovac	Inactivated	Inactivated	2	0,14 days	Phase 3
Wuhan Institute of Biological Products/Sinopharm	Inactivated	Inactivated	2	0,21 days	Phase 3
Beijing Institute of Biological Products/Sinopharm	Inactivated	Inactivated	2	0,21 days	Phase 3
Bharat Biotech	Inactivated	Whole-Virion Inactivated	2	0,28 days	Phase 3
University of Oxford/AstraZeneca	Non-Replicating Viral Vector	ChAdOx1-S	2	0,28 days	Phase 3
CanSino Biological Inc./Beijing Institute of Biotechnology	Non-Replicating Viral Vector	Adenovirus Type 5 Vector	1		Phase 3
Gamaleya Research Institute	Non-Replicating Viral Vector	Adeno-based (rAd26-S+rAd5-S)	2	0,21 days	Phase 3
Janssen Pharmaceutical Companies	Non-Replicating Viral Vector	Ad26COVS1	2	0,56 days	Phase 3
Novavax	Protein Subunit	Full length recombinant SARS CoV-2 glycoprotein nanoparticle vaccine adjuvanted with Matrix M	2	0,21 days	Phase 3
Anhui Zhifei Longcom Biopharmaceutical/Institute of Microbiology, Chinese Academy of Sciences	Protein Subunit	Adjuvanted recombinant protein(RBD-Dimer)	2 or 3	0,28 or 0,28,56 days	Phase 3

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

Moderna/NIAID	RNA	LNP-encapsulated mRNA	2	0,28 days	Phase 3
BioNTech/Fosun Pharma/Pfizer	RNA	3 LNP-mRNAs	2	0,28 days	Phase 3
Medicago Inc.	VLP	Plant-derived VLP adjuvanted with AS03.	2	0, 21 days	Phase 3
Inovio Pharmaceuticals/ International Vaccine Institute	DNA	DNA plasmid vaccine with electroporation	2	0,28 days	Phase 2
Beijing Wantai Biological Pharmacy/ Xiamen University	Replicating Viral Vector	Intranasal flu-based-RBD	1		Phase 2
West China Hospital, Sichuan University	Protein Subunit	RBD (baculovirus production expressed in Sf9 cells)	2 or 3	0,28 days	Phase 2
Curevac	RNA	mRNA	2 or 3	0,28 days or 0,14, 28 days	Phase 2
Institute of Medical Biology, Chinese Academy of Medical Sciences	Inactivated	Inactivated	2	0,28 days	Phase 2
Research Institute for Biological Safety Problems, Rep of Kazakhstan	Inactivated	Inactivated	2	0,21 days	Phase 2
Beijing Minhai Biotechnology Co., Ltd.	Inactivated	Inactivated	2	0,21 days	Phase 1/2
Osaka University/ AnGes/ Takara Bio	DNA	DNA plasmid vaccine + Adjuvant	2	0,14 days	Phase 1/2
Cadila Healthcare Limited	DNA	DNA plasmid vaccine	3	0, 28, 56 days	Phase 1/2
Genexine Consortium	DNA	DNA Vaccine (GX-19)	2	0,28 days	Phase 1/2
Kentucky Bioprocessing, Inc	Protein Subunit	RBD-based	2	0,21 days	Phase 1/2
Sanofi Pasteur/GSK	Protein Subunit	protein (baculovirus production)	2	0,21 days	Phase 1/2
Biological E Ltd	Protein Subunit	Adjuvanted protein subunit (RBD)	2	0,28 days	Phase 1/2
Israel Institute for Biological Research/Weizmann Inst. of Science	Replicating Viral Vector	VSV-S	1		Phase 1/2
Arcturus/Duke-NUS	RNA	mRNA			Phase 1/2
SpyBiotech/Serum Institute of India	VLP	RBD-HBsAg VLPs	2	0,28 days	Phase 1/2
Symvivo	DNA	baCTRL-Spike	1		Phase 1
Providence Health & Services	DNA	electroporated S protein plasmid DNA vaccine with or without the combination of electroporated IL-12p70 plasmid	2	0,28 days	Phase 1
Codagenix/Serum Institute of India	Live Attenuated Virus	Codon deoptimized live attenuated vaccines	1 or 2	0 or 0,28 days	Phase 1

ImmunityBio, Inc. & NantKwest Inc	Non-Replicating Viral Vector	hAd5 S+N 2nd Generation Human Adenovirus Type 5 Vector (hAd5) Spike (S) + Nucleocapsid (N)	2	0,21 days	Phase 1
ReiThera/LEUKOCARE/Univercells	Non-Replicating Viral Vector	Replication defective Simian Adenovirus (GRAd) encoding S	1		Phase 1
CanSino Biological Inc/Institute of Biotechnology, Academy of Military Medical Sciences, PLA of China	Non-Replicating Viral Vector	Ad5-nCoV	2	0,28 days	Phase 1
Vaxart	Non-Replicating Viral Vector	Ad5 adjuvanted Oral Vaccine platform	2	0,28 days	Phase 1
Ludwig-Maximilians - University of Munich	Non-Replicating Viral Vector	MVA-SARS-2-S	2	0,28 days	Phase 1
Clover Biopharmaceuticals Inc./GSK/Dynavax	Protein Subunit	Native like Trimeric subunit Spike Protein vaccine	2	0,21 days	Phase 1
Vaxine Pty Ltd/Medytox	Protein Subunit	Recombinant spike protein with Advax™ adjuvant	1		Phase 1
University of Queensland/CSL/Seqirus	Protein Subunit	Molecular clamp stabilized Spike protein with MF59 adjuvant	2	0,28 days	Phase 1
Medigen Vaccine Biologics Corporation/NIAID/Dynavax	Protein Subunit	S-2P protein + CpG 1018	2	0,28 days	Phase 1
Instituto Finlay de Vacunas, Cuba	Protein Subunit	rRBD produced in CHO-cell chemically conjugate to tetanus toxoid	2	0,28 days	Phase 1
Instituto Finlay de Vacunas, Cuba	Protein Subunit	RBD + Adjuvant	2	0,28 days	Phase 1
FBRI SRC VB VECTOR, Rosspotrebnadzor, Koltsovo	Protein Subunit	Peptide	2	0,21 days	Phase 1
University Hospital Tuebingen	Protein Subunit	SARS-CoV-2 HLA-DR peptides	1		Phase 1
COVAXX	Protein Subunit	S1-RBD-protein	2	0,28 days	Phase 1
Chinese Academy of Military Sciences	Protein Subunit	Subunit expressed in CHO cells	2 or 3	0, 14 days or 0,14, 28 days	Phase 1
Merck Sharp & Dohme/IAVI	Replicating Viral Vector	Replication-competent VSV delivering the SARS-CoV-2 Spike	1		Phase 1

Institute Pasteur/Themis/Univ. of Pittsburg CVR/Merck Sharp & Dohme	Replicating Viral Vector	Measles-vector based	1 or 2	0, 28 days	Phase 1
Imperial College London	RNA	LNP-nCoVsaRNA	2		Phase 1
People's Liberation Army (PLA) Academy of Military Sciences/Walvax Biotech.	RNA	mRNA	2	0, 14 or 0, 28 days	Phase 1

资料来源：WHO、卫健委、CDE 等，广发证券发展研究中心

全球新冠疫苗明年产能预计相对紧张，产能释放面临诸多产业链问题。根据WHO、nature披露，截止目前全球新冠疫苗厂商已披露2021年理论产能共计约98亿剂，已确认的采购量约73亿剂、其余25亿剂目前正在谈判中，其中阿斯利康、Biontech、Moderna预计合计提供理论产能53亿剂。然而，由于设备、人员以及原材料等要素是扩大新冠疫苗生产的关键，新冠疫苗产能的释放预计仍然面临诸多产业链的问题，同时成本、储存与运输条件等要求也对疫苗可及性造成一定影响，基于全球新冠疫苗需求，我们判断新冠疫苗明年产能预计相对紧张。

新冠疫苗产能分配主要集中在高收入国家，有效公平分配是提升可及性的关键，中低收入国家将更依赖于中国新冠疫苗的产能。高收入以及一些中等收入国家与新冠疫苗研发进度靠前的企业直接达成采购协议，导致全球公平分配的份额变小，这种模式导致大多数新冠疫苗流入高收入国家，而低收入和中等收入国家以及COVAX等组织可获得的剂量更少。根据nature披露，高收入国家目前已确认采购量约39亿剂、中上等收入国家采购量约10亿剂、中下等收入国家采购量约17亿剂，低收入国家主要依赖于COVAX等组织，截止目前COVAX已获得采购订单约7亿剂疫苗。欧盟的27个成员国和其他5个富裕国家已经预定了全球大约50%产能，而这些国家只占全球人口的13%左右。因此，有效公平分配是提升新冠疫苗可及性的关键，中低收入国家的新冠疫苗需求将更加依赖于中国产能。

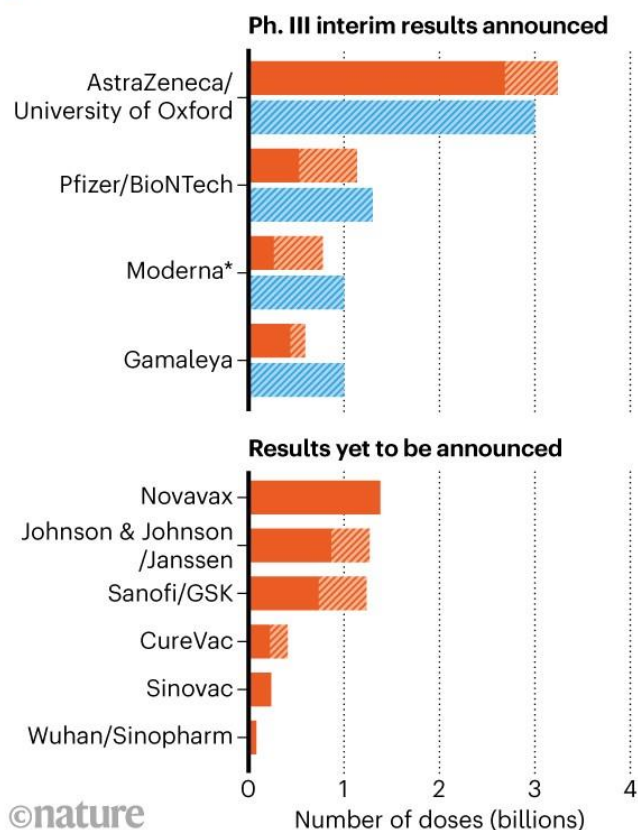
国内新冠疫苗研发进度处于全球前列，多个在研产品已步入临床后期，预计年底前获批，有望率先用于医生、疾控人员等高危险人群，明年有望大规模应用于健康人群。根据WHO、卫健委、CDE等披露，目前国内共计12个新冠疫苗处于临床开发阶段，其中康希诺生物与军事医学科学院合作研发的基于腺病毒载体的新冠疫苗以及武汉所、北京所、北京科兴的灭活疫苗、智飞生物的重组蛋白疫苗已处于临床3期，以上企业的新冠疫苗研发进度处于业内前列。考虑到新冠疫情的防控重要性，我们预计未来新冠疫苗上市后接种需求旺盛，相关研发企业有望获得较好的经济效益。

图50：全球新冠疫苗产能及可及性概览

VACCINE PRE-ORDERS

More than 10 billion doses of vaccines against COVID-19 have been pre-ordered, including most of the 2021 manufacturing capacity for the leading candidates.

■ Pre-ordered ■ Potential for expansion in deal
■ Estimated capacity in 2021

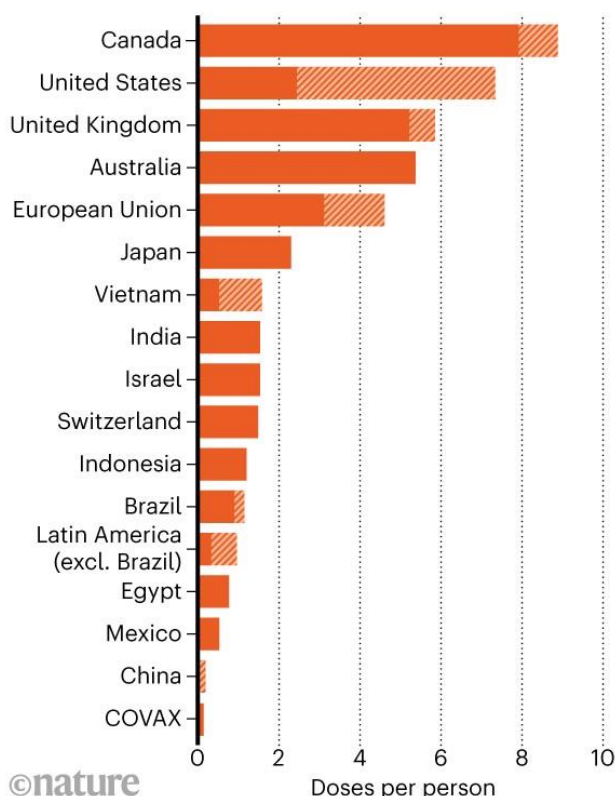


*High bound of 0.5-1 billion estimate.
Gamaleya, Gamaleya National Research Center for Epidemiology and Microbiology; GSK, GlaxoSmithKline; Wuhan, Wuhan Institute of Biological Products.

BEST AND WORST SUPPLIED

Canada has pre-ordered almost 9 doses of COVID-19 vaccines per person.

■ Pre-ordered ■ Potential for expansion in deal



数据来源：nature，广发证券发展研究中心

（三）连锁药房：整合在继续，行业维持高景气

2020年前三季度药店板块保持快速增长，其中大参林、益丰药房表现突出，2020年前三季度净利润增速分别为55.9%、41.2%，大参林净利润增速较2019年前三季度增加21.7pct。三季度国内疫情基本得到控制，连锁药房上市公司依旧保持着营收及净利润的增长，大参林2020年Q3净利润增速为55.2%，较去年同期上升15.98pct，扣非净利润增速62.2%，较去年同期上升30.50pct，主要由于广东省的政府补贴政策力度较高，公司相对更加受益。从三季度情况看几家连锁药店均保持较快的扩张速度。

表25: 连锁药房重点公司财务指标 (盈利预测取Wind一致预期)

公司	收入增速 (%)				净利润增速 (%)				扣非净利润增速 (%)				预测 EPS (元/股)		
	2018	2019	2019 1-3Q	2020 1-3Q	2018	2019	2019 1-3Q	2020 1-3Q	2018	2019	2019 1-3Q	2020 1-3Q	2020	2021	2022
老百姓	26.3	23.1	23.6	20.9	17.3	16.9	21.4	23.6	20.2	14.9	20.6	20.5	1.55	1.92	2.37
益丰药房	43.8	48.7	58.4	27.7	32.8	30.6	35.5	41.2	23.5	40.9	42.7	38.3	1.39	1.83	2.37
一心堂	18.4	14.2	15.7	20.6	23.3	15.9	15.7	24.8	30.7	16.2	15.2	21.2	1.26	1.50	1.80
大参林	19.4	25.8	27.6	30.5	11.9	32.2	34.3	55.9	7.6	35.5	33.2	57.7	1.56	2.01	2.54
国药一致	4.5	20.7	22.4	10.3	14.5	5.0	3.8	3.7	13.6	4.3	4.1	4.1	3.33	3.84	4.44

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心、EPS 预测取 wind 一致性预期

分公司来看, 除国药一致业绩受商业板块拖累增速较低外, 其他几家连锁药店龙头三季度均有出色的业绩表现, 疫情期间受小规模纳税人及社保减免等政策的影响, 叠加连锁药店经营效率的提升, 三季度各家药店净利润增速均高于收入增速。从直营店开店进度来看, 一心堂及老百姓自建及并购新店均超过800家; 益丰药房略慢, 自建及并购共580家新店; 大参林自建及并购新店751家, 预计全年四家药房均能够完成新建1000家店的扩张目标。加盟店方面, 老百姓及益丰基本保持此前的扩张速度; 大参林自去年底开启加盟店模式, 三季度扩张速度明显提升, 预计未来两年将延续目前的扩张趋势; 截止2020年三季度末, 一心堂尚未开展加盟业务。

表26: 连锁药房2020年以来仍保持快速扩张趋势 (单位: 家)

药房名称	扩张类型	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2019 1-3Q	2019Q3	2020 1-3Q	2020Q3
益丰药房	自建	156	199	310	349	546	639	413	142	512	243
	并购		63	193	167	959	381	307	103	68	23
	加盟	0	0	23	22	89	217	166	79	225	117
	关闭	—	7	33	49	42	96	81	25	61	24
老百姓	自建	179	257	193	339	506	466	389	97	683	265
	并购	81	286	295	318	413	243	147	11	121	27
	加盟	—	—	—	299	277	676	477	146	307	105
	关闭	—	59	133	61	64	104	69	25	62	21
大参林	自建	348	350	445	402	749	394	275	119	611	172
	并购			67	231	146	498	18	0	140	138
	加盟	0	0	0	0	13	54	0	0	145	93
	关闭	—	—	—	57	72	70	56	16	57	20
一心堂	自建	234	621	311	662	904	718	595	138	810	275
	并购		252	278	448	49					
	加盟	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	关闭	—	—	—	—	132	86	24	21	38	8

数据来源: 公司招股说明书、公司年报、季报、广发证券发展研究中心

同时, 疫情期间多个省份在慢病用药的统筹支付资格方面向线下龙头药店放开, 云

南、广东、广西等省份均有显著的增量，我们认为连锁药店的医保统筹占比有望持续提升，客流将持续从医院渠道向院外药店转移，且从新政策的角度看，一定程度打破了只有院边店受益于处方外流的固有认识，实现线下药店更广泛的医保处方药覆盖。

增值税减税政策的影响：增值税减税是药店行业的重要影响因素，2018年出台了《关于实施进一步支持和服务民营经济发展若干措施的通知》等一系列政策贯彻落实将增值税从17%下调到16%，2019年4月开始又将对对应药店的税率从16%下调到13%，结合针对小微企业的普惠性减税措施，包括所得税优惠、增值税起征点提升、小规模纳税人附加税减征等，小规模纳税人的缴税比例显著下降，销售额120万以下的药店实缴税负比例下降到0，考虑到不同上市公司在各省申报小规模纳税人的进度有一定延迟，2020年4月30日财政部及税务总局进一步将规定的税收优惠政策实施期限延长至2020年12月31日。我们认为，四季度增值税减税和小规模纳税人仍有望产生额外0.5%以上的实缴税率下降，即有望贡献额外千万量级的利润增量。

连锁药店行业将继续延续此前的增长趋势，连锁药店作为第二终端的重要性持续提升。连锁药店密集的网络布局仍是保障广大基层用药及时性的最好渠道，线上诊疗和医保电子凭证保障了处方流转的通畅性，新政策下O2O模式是未来主要的增量贡献，处方电子化和处方外流的进程显著加快，结合慢病统筹政策的加速放开，线下连锁药店仍具备显著的长期投资价值，建议持续关注益丰药房、大参林、老百姓、一心堂。

（四）医疗美容：需求快速增长，产品品类不断丰富及行业逐步规范化将助推合规市场快速扩容

（1）中国已成为全球第二大医疗美容市场，渗透率尚低，发展空间大

医美是指运用药物、手术、医疗器械以及其他具有创伤性或者不可逆性的医学技术手段对人的容貌和人体各部位形态进行的修复与再塑的美容方式。近年来我国医疗美容服务市场发展迅速。截至2018年，我国已经成为全世界第二大医疗美容市场，规模仅次于美国。

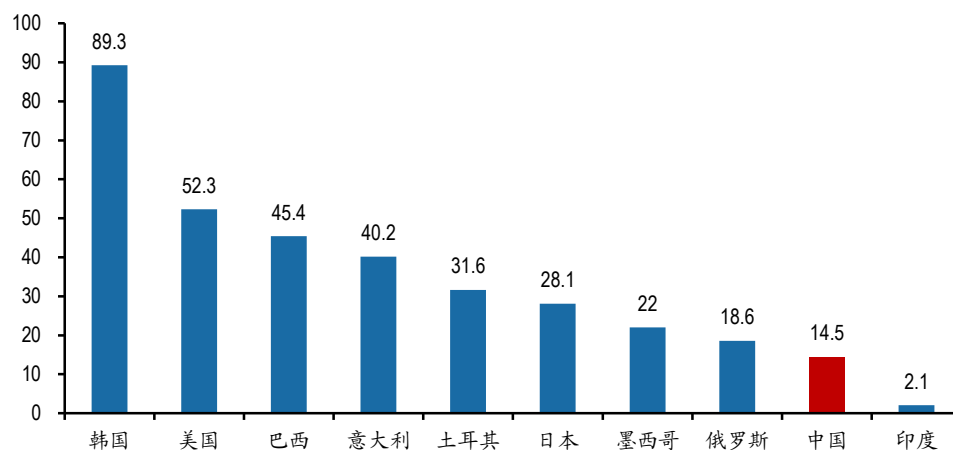
表27：中国成为全世界第二大医疗美容市场

国家	医疗美容市场规模排名	医疗美容市场规模（百万美元）	2018-20203E 医美市场年复合增长率（%）
美国	1	31376	3.7
中国	2	18379	24.2
巴西	3	14654	5.3
韩国	4	7466	7.0
俄罗斯	5	4923	8.3
意大利	6	4137	3.1
日本	7	4021	2.7
土耳其	8	3229	7.9

数据来源：弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

相比于世界主要国家，我国医美市场渗透率仍较低，根据弗若斯特沙利文统计数据，2018年我国每千人的医疗美容服务治疗量仅为14.5次，相比于韩国、美国、巴西等国家，渗透率尚有较大的提升空间。

图51：2018年主要国家医美市场渗透率（每千人治疗量）



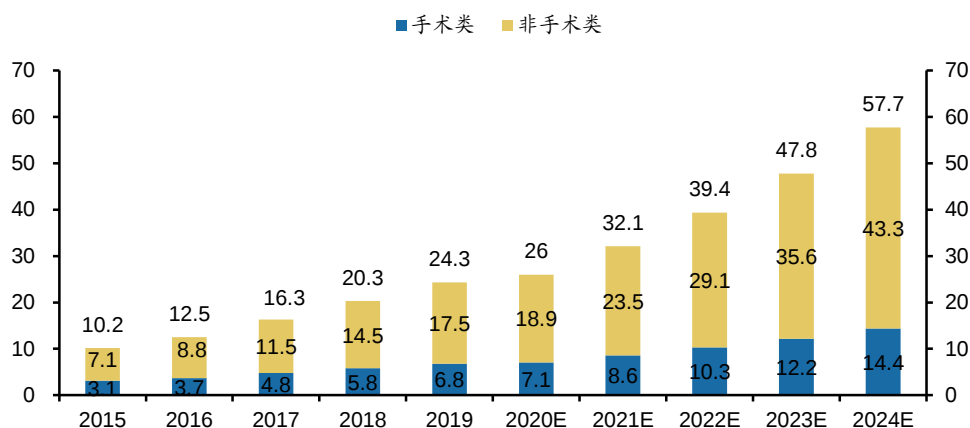
数据来源：弗若斯特沙利文，广发证券发展研究中心

国民收入水平提高和消费观念的变化将有力推动医美市场长期发展。中国医疗美容服务用户中女性占比较高，用户群体多集中在一二线城市，平均年龄在30岁左右，90后的医美用户群体开始逐步占据市场主力，医美消费群体呈现年轻化趋势。90后群体经历了收入规模和观念更新的双重改变，对医美服务的接受度更高，当其年龄增长，对医美的需求将进一步提高。同时，随着我国经济的发展，国民可支配收入不断提高，为医美消费提供物质基础。未来，我国的医美消费欲望将随着收入水平、消费观念、人口结构的变化而不断增长。

（2）非手术类医美项目普及程度较高、消费者复购意愿强，未来占比将持续提升。

按照创伤性不同，医美项目首先可以分为手术类项目和非手术类项目，后者主要采用无创或微创技术，具有创伤小、预后快、安全性高等特点，消费者的接受程度更高。出于远期安全性考虑，当前非外科医美手术项目大多使用可吸收/可降解的生物材料，如透明质酸钠注射剂、可降解埋植线等，可以维持较好的短期/中短期效果，但维持时间有限，在经济条件允许的情况下，大部分求美者倾向于持续购买疗程，因此此类产品复购率较高，需求具有重复性、长期可持续性的特征。据弗若斯特沙利文统计数据，2019年中国医疗美容服务治疗总量达到2420万例，其中非手术类占比72.1%，预计2024年将达到75%左右。

图52: 中国医疗美容服务疗程量按手术类及非手术类拆分 (每千人疗程量)

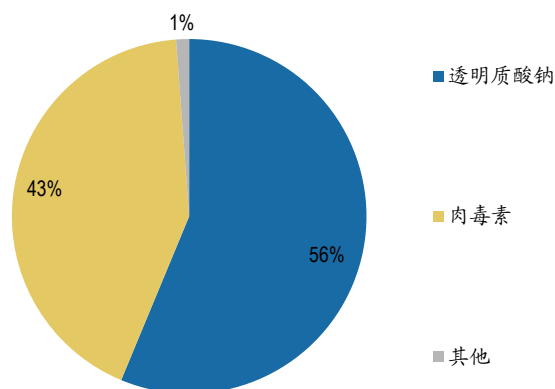


数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

(3) 非手术类医美产品品类将逐步丰富, 助推市场扩容

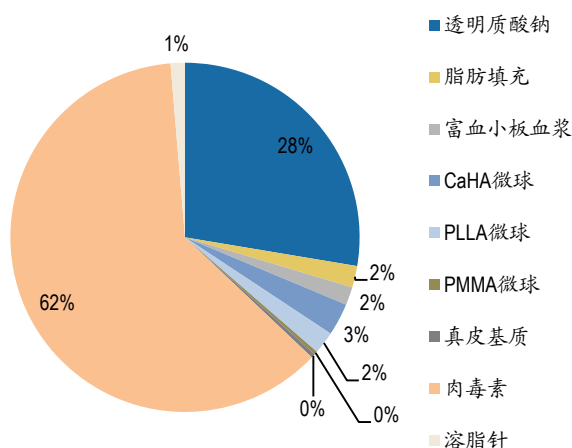
截至2020年11月, 获NMPA批准在国内市场上市的医美注射针剂品类共有四类: 透明质酸钠注射剂、胶原蛋白注射剂、肉毒素、微球类产品。相较于美国等医美行业发展较为成熟的国家, 我国获批的医美注射针剂种类仍然较少。

图53: 2019年中国合规市场各类注射针剂占比 (金额)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

图54: 2019年美国合规市场各类注射针剂占比 (金额)



数据来源: ASPS, 广发证券发展研究中心

已获批医美注射针剂中, 透明质酸钠类批文最多, 市场份额最高。国内市场获III类医疗器械注册证的医美注射针剂产品中, 透明质酸钠注射针剂品类最为丰富, 共有20个进口产品及16个国产产品 (包含华熙生物的水光产品) 获批; 肉毒素类产品截至目前共有四款注射针剂获批, 在2020年之前仅有美国艾尔建的保妥适和兰州生物制品研究所的衡力获批, 产品差异化和价格梯度丰富度不足; 胶原蛋白类注射剂目前2款进口产品获批; 含微球类产品共有2款获批——爱美客的宝尼达及荷兰汉福的爱贝芙, 分别含有聚乙烯醇 (PVA) 微球、聚甲基丙烯酸甲酯 (PMMA) 微球, 是区别于透明质酸钠填充剂的补充型填充产品。

表28: 截止2020年11.14日获NPMA批准的Ⅲ类医疗器械注册证的医美注射针剂产品

针剂品类		获批厂家	批文数量	商品名
透明质酸钠注射剂	进口	艾尔建 Allergan	4	乔雅登系列
		Q-Med AB	5	瑞蓝系列
		LG	4	伊婉系列
		CROMA GmbH	1	公主系列
		和康生物	1	Formaderm
		吉诺斯 Genoss	1	蒙娜丽莎 Monalisa
		大熊	1	达娜依 DANA E
		Humedix	2	艾莉薇 Elravie
	国产	菲洛嘉 FILORGA	1	菲洛嘉 FILORGA
		爱美客	5	逸美、爱芙莱等
		华熙生物	6	润百颜、润致等（含水光针产品）
		昊海生科	3	姣兰、海薇等
		杭州协和	2	-
		凯乐普	1	-
		北京蒙博润	1	-
		瑞莱思	1	-
		常州药物研究所	1	-
含胶原蛋白注射剂	进口	台湾双美生物科技	1	双美胶原蛋白
		荷兰汉福	1	爱贝芙 Artecoll
肉毒素注射剂	进口	艾尔建 Allergan	1	保妥适 Botox
		益普生 Ipsen/高德美 Galderma	1	吉适 Dysport
		Hugel（四环代理）	1	乐提薄 Letybo
	国产	兰州生物制品研究所	1	衡力
含微球注射剂	进口	荷兰汉福	1	爱贝芙 Artecoll
	国产	爱美客	1	宝尼达 Bonita

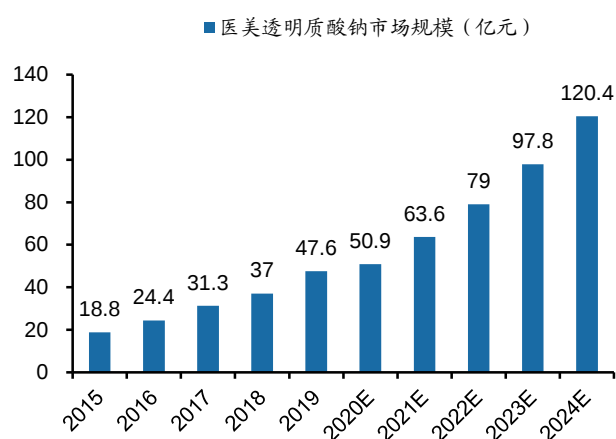
数据来源：NMPA，广发证券发展研究中心

注释：宝尼达含 80%复合透明质酸钠成分及 20%PVA 微球成分，同时归类在透明质酸钠注射剂和含微球注射剂两个分类中；

爱贝芙含 80%胶原蛋白溶液及 20%PMMA 微球成分，同时归类在胶原蛋白注射剂和含微球注射剂两个分类中

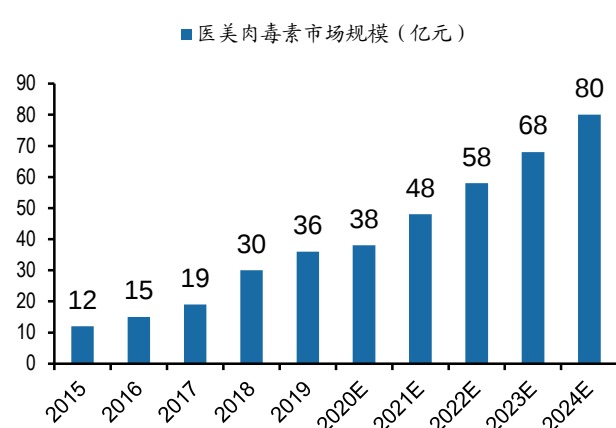
根据弗若斯特沙利文统计数据，2019年中国医疗美容透明质酸产品市场规模（入院价口径）达到47.6亿元人民币，2019-2024年复合增长率约为20.4%，预计在2024年达到120.4亿人民币。2019年中国医美肉毒素产品市场规模达到36亿元人民币，2019-2024年复合增速约为17.5%，预计在2024年达到80亿人民币。而其他种类的注射针剂产品由于未在国内获批或获批种类较少，尚未形成销售规模。

图55: 中国医美透明质酸钠市场规模 (亿元)



数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

图56: 中国医美肉毒素市场规模 (亿元)



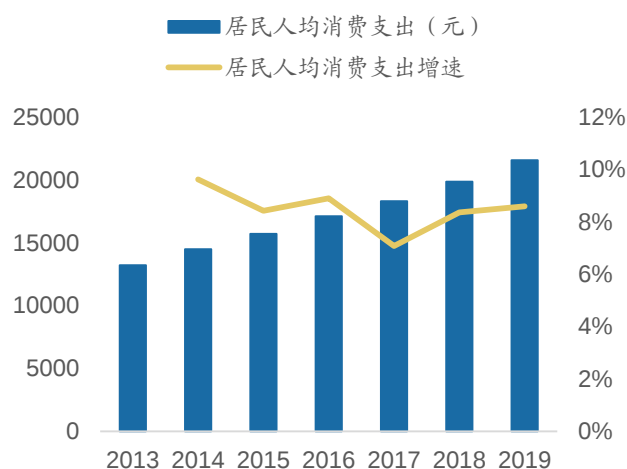
数据来源: 弗若斯特沙利文, 广发证券发展研究中心

我们认为, 国内市场的注射针剂等非手术类医美产品品类将逐步增加, 叠加高端品类占比提高带来的客单价提升, 非手术医美市场规模将持续提升。来源主要有以下几个方面: (1) 已进入中国市场的外资企业不断丰富型号: 艾尔建、高德美等公司的注射类产品已在中国上市多年, 目前国内外产品组合的丰富度仍有差距, 未来仅在国外上市的产品可能逐步进入中国市场; (2) 新的外资企业进入中国市场; (3) 国产企业持续研发, 丰富自身产品组合; (4) 国产企业通过并购或合资方式从海外引进新型产品。此外, 国内医美市场当前处于规范期中, 监管逐步严格长期利好头部合规经营医美产品生产商, 建议关注爱美客、华东医药及昊海生科。

(五) 中药贵稀和其他消费属性产品: 产品存在提价潜力, 业绩增长良好, 估值具性价比

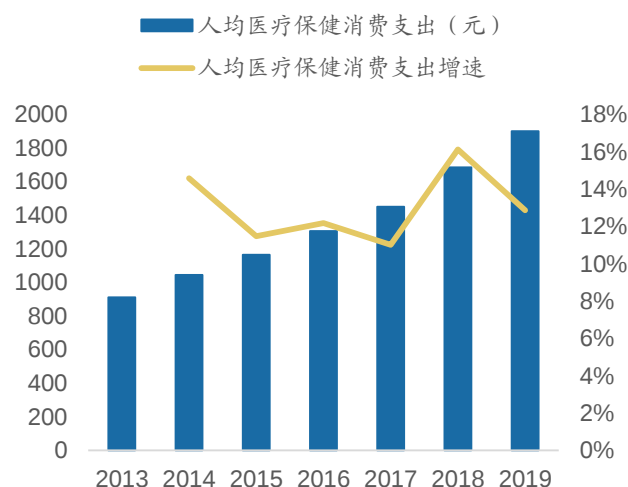
消费升级背景下, 贵细中药消费品市场潜力有望进一步释放。以东阿阿胶和片仔癀为代表的贵细中药消费品, 受上游原料提价因素的影响, 多次上调产品出厂价格。上游原料的稀缺性是贵细中药消费品提价的重要基础, 随着原材料的提价及居民消费力的提升, 产品具备可持续提价空间。从贵细中药消费品龙头公司的估值水平来看, 与A股消费品龙头公司有一定估值优势, 同时贵细中药消费品公司业绩表现良好, 若核心产品提价, 将有望进一步促进公司业绩增长。

图57：全国居民人均消费支出增速维持较快增长



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

图58：全国人均医疗保健消费支出增速持续快于消费支出增速



数据来源：国家统计局，广发证券发展研究中心

无论是从不同消费品行业龙头估值比较来看，还是从医药行业内部比较看，贵细中药消费品行业估值同样具性价比。

表29：贵细中药消费品龙头估值有优势

公司	代码	PE			PEG		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
云南白药	000538.SZ	30	27	24	2.63	2.09	1.99
东阿阿胶	000423.SZ	168	24	17	1.23	0.04	0.38
片仔癀	600436.SH	88	70	57	4.22	2.88	2.41
恒瑞医药	600276.SH	73	57	45	3.08	2.01	1.81
爱尔眼科	300015.SZ	159	117	88	5.95	3.27	2.69
贵州茅台	600519.SH	49	41	35	3.74	2.17	2.10
海天味业	603288.SH	95	80	68	5.12	4.39	3.84
美的集团	000333.SZ	23	20	18	5.05	1.40	1.43
格力电器	000651.SZ	19	15	13	-	0.59	0.90

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（均取 Wind 一致预期）

从主要中药消费品公司2020年前三季度和2020Q3单季度业绩表现看，大部分公司呈现良好的增长趋势，业绩表现良好。

表30：贵细中药消费品龙头估值有优势

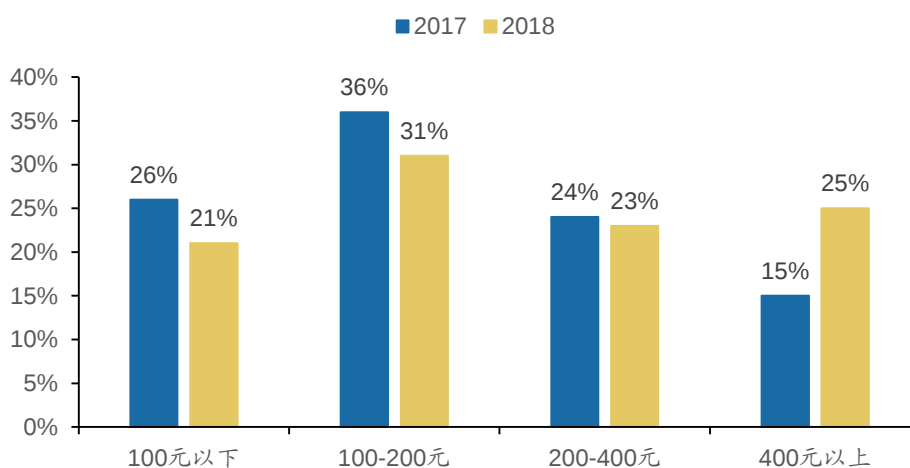
主要企业	营业收入 (亿元)		归母净利润 (亿元)		扣非净利润 (亿元)	
	2020 前三季度	3Q2020	2020 前三季度	3Q2020	2020 前三季度	3Q2020
云南白药	239.31	84.38	42.53	17.99	31.85	13.36
	(+10.56%)	(+8.89%)	(+20.08%)	(+38.95%)	(+33.92%)	(+11.24%)

东阿阿胶	20.41	9.45	-0.21	0.63	-0.58	0.47
	(-27.90%)	(+0.60%)	(-110.04%)	(+295.58%)	(-141.94%)	(+1124.44%)
同仁堂	90.53	30.50	7.15	2.35	7.05	2.29
	(-9.09%)	(+8.83%)	(-15.89%)	(+23.83%)	(-16.36%)	(+22.09%)
片仔癀	50.70	18.24	13.29	4.64	13.21	4.63
	(+16.78%)	(+26.01%)	(+19.83%)	(+28.05%)	(+19.73%)	(+29.14%)
华润三九	92.41	34.09	15.64	5.03	13.71	4.49
	(-9.29%)	(+12.86%)	(-20.57%)	(+103.74%)	(+16.64%)	(+125.38%)
仁和药业	29.58	10.10	3.70	1.28	3.65	1.27
	(-16.79%)	(-8.43%)	(-15.80%)	(+10.47%)	(-15.14%)	(+11.00%)

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

贵细中药消费品存在提价潜力。云南白药: 白药系列历史上多次提价, 未来依然存在提价预期。云南白药系列产品, 从1997年开始到2009年, 有过5次提价。但是2009年至今近10年, 白药系列仅在2018年提过一次出厂价, 提价次数较少, 在原材料、人工成本上涨导致其他品牌产品纷纷提价的情况下, 白药系列产品未来存在提价预期。东阿阿胶: 公司在近2010-2018年每年均对主要产品东阿阿胶出厂价有一定幅度提高, 预计在驴皮资源紧张、人工成本提升以及公司提高科技研发和生产设备数字化智能化投入情况下, 未来阿胶产品仍有望提高出厂价。片仔癀: 与东阿阿胶类似, 片仔癀面临原料天然麝香的供应瓶颈, 也存在产品提价潜力。片仔癀锭剂从2005年的内销价格130元到2020年内销价格590元, 年复合增长率为10.6%。

图59: 我国中药保健品行业趋向高端化



数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

医药消费品: 渗透率较低, 市场空间广阔

在医保控费压力下, 患者自费的改善型需求产品普遍具有较强的定价能力, 具备政策免疫能力。这些产品渗透率普遍较低, 在消费升级背景下, 市场空间广阔。

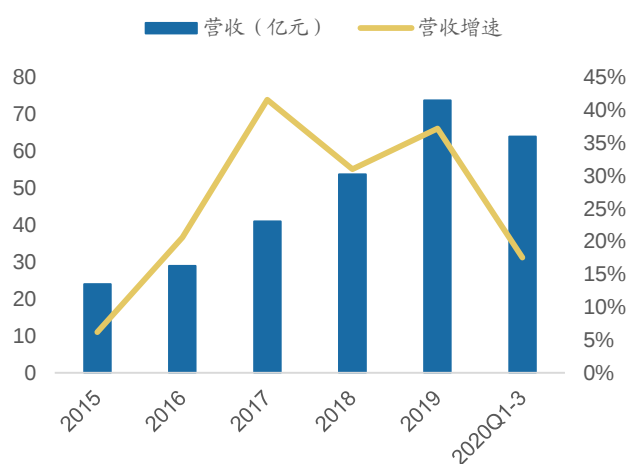
表31: 主要医药消费品公司情况统计

公司	核心产品	目前渗透率	市场空间
长春高新	生长激素	12% (约 27.56 万患者使用, 4-15 岁获批适应症矮小症患者群体数量约 232 万人)	约 171 亿元 (2023 年)
欧普康视	角膜塑形镜	约 1% (年销售约 64 万副, 2018 年国内中小学生近视人数约 8977.43 万人)	约 237 亿元 (2023 年)
我武生物	粉尘螨滴剂	0.17% (25 万患者使用, 粉尘螨过敏患者群体数量约 1.5 亿人)	约 170 亿元
健帆生物	血液灌流器	28% (16 万患者使用, 血透患者数量约 58 万, 晚期肾衰竭患者约 300 万)	约 72 亿元

数据来源: 中国产业信息网, 广发证券发展研究中心

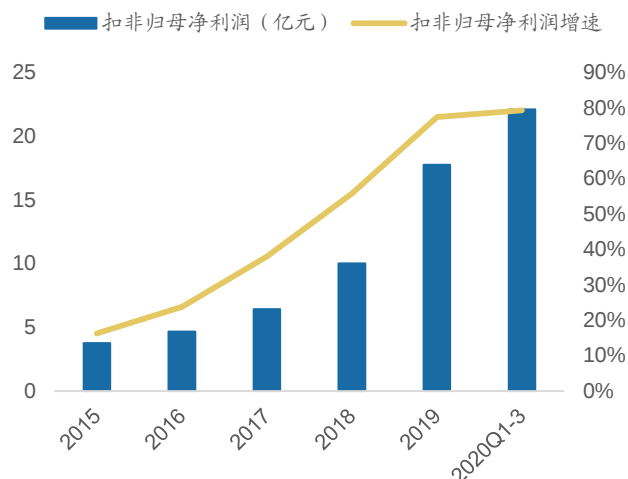
医药消费品公司营收及扣非归母净利润均保持较快增长趋势。长春高新在生长激素放量, 长效产品占比逐步提高下, 营收和扣非归母净利润增长保持良好趋势。欧普康视角膜塑形镜量价齐升, 高端品牌Dream Vision逐步放量, 梦戴维品牌中更高价格的AP型号对DF型号的持续替代, 公司营收及扣非归母净利润保持较快增长。我武生物粉尘螨滴剂在进入治疗指南, 公司建议医生标准处方背景下, 粉尘螨滴剂销售良好, 今年暂时受到疫情影响, 整体仍处于良好增长态势。健帆生物随着血液灌流RCT临床试验发布以及进入肝衰竭治疗指南等, 营收和扣非归母净利润持续加速。

图60: 长春高新营收保持较快增长



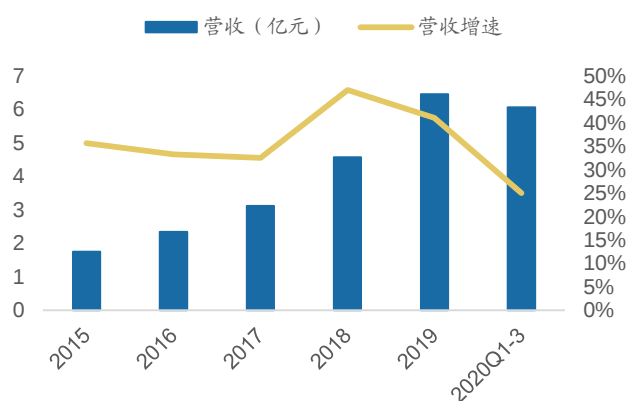
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图61: 长春高新扣非归母净利润持续加速



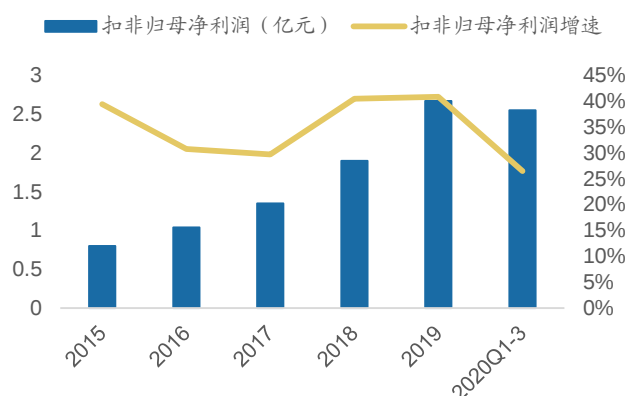
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图62: 欧普康视营收保持较快增长



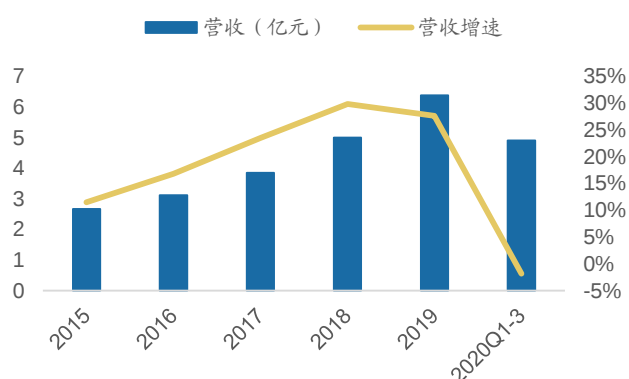
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图63: 欧普康视扣非归母净利润保持较快增长趋势



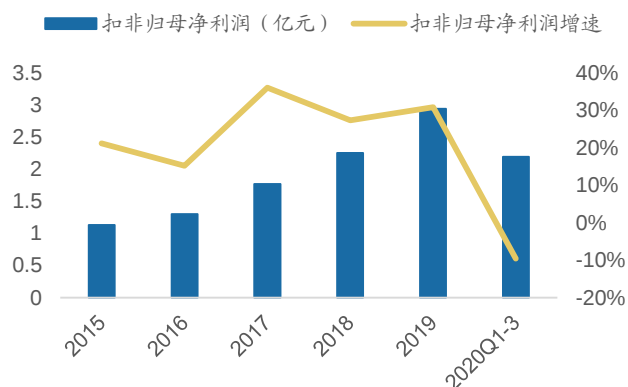
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图64: 我武生物整体营收保持较快增长



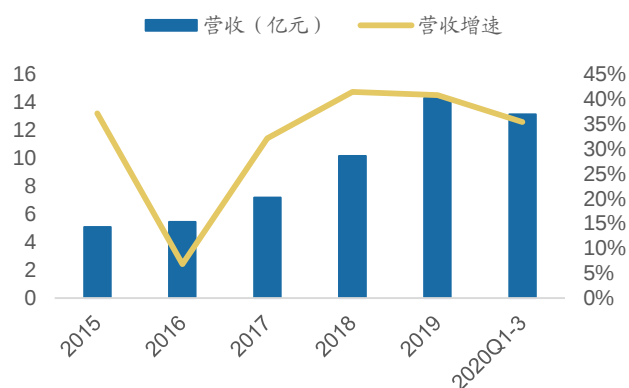
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图65: 我武生物扣非归母净利润保持较快增长



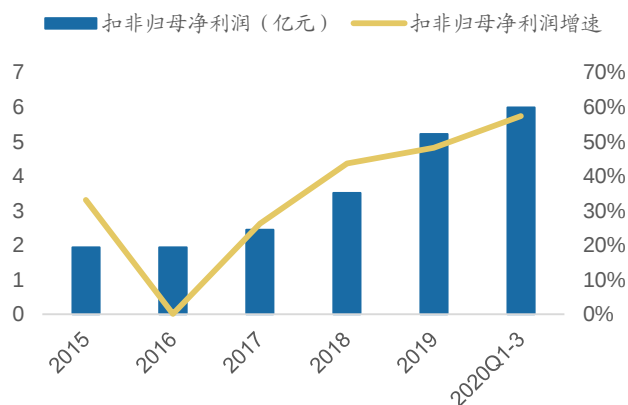
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图66: 健帆生物营收保持较快增长



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图67: 健帆生物扣非归母净利润持续加速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

五、投资策略

国内医药行业仍具备较大增量投入空间，随着主观创新意愿被激活，在资本助力之下，创新成果转化将进一步加快。具备国际化视野的创新药品、创新器械企业将具备更广阔的成长空间。

（一）创新药组合

推荐：恒瑞医药、中国生物制药、石药集团、百济神州、金斯瑞生物科技、丽珠集团；关注：翰森制药、信达生物、君实生物、艾力斯、康方生物-B、荣昌生物-B、亚盛医药-B、复宏汉霖-B；

（二）创新器械组合

推荐：迈瑞医疗、微创医疗、威高股份、爱康医疗、万孚生物、昊海生科、安图生物；关注：南微医学、心脉医疗、启明医疗-B、沛嘉医疗-B；

（三）创新服务产业链

推荐：药明康德、药明生物；

（四）医疗消费组合

推荐：爱尔眼科、通策医疗、康泰生物、康希诺生物-B、长春高新、锦欣生殖、云南白药、片仔癀、中国中药；关注：爱美客；

（五）特药组合

推荐：人福医药、东诚药业、恩华药业、国药股份。

六、风险提示

（一）创新药研发投入低预期，创新药研发投入与全球药物靶点发现、一级市场融资、国内药品价格体系密切相关，可能受到多方面政策的影响；

（二）药品审评进度低于预期，药品审评审批制度改革是本轮创新药及创新产业链快速发展以及制药产业升级的助燃剂，药品监管已逐步与国际接轨，新药审批速度直接关系产品上市放量；

（三）带量采购进度、范围及降价幅度超预期，“4+7”带量采购及全国扩面对仿制药行业影响深远，新一轮带量采购即将进行，届时涉及品种和降价幅度直接影响相关上市公司收入和利润。

广发医药行业研究小组

罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
 马步云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
 李东升：研究助理，上海交通大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。