

政策变革期，把握六类投资方向

首席分析师： 周小刚 执业证书编号：S1220517070001

方正证券（601901.SH）是行业领先的大型综合类证券公司，致力于为客户提供交易、投融资、财富管理等全方位金融服务。
Founder Securities (601901.SH), an industry-leading large comprehensive securities company, is committed to providing its clients with full services in stock transactions, investment & financing, wealth management, among others.

➤ 这是最好的时代，这是不完美的时代。一方面，老年化给医药行业提供显著增量需求，国家鼓励创新药（器械）等产业政策亦为行业腾飞提供额外动力；另一方面，受制于医保资金刚性约束，医保控费、带量采购等政策或将常态化，行业发展亦面临一定挑战。如何在不确定性中寻找确定性？什么才是未来5-10年医药行业确定性最强的赛道？

• 总体思路：

① 支付行为，患者消费属性的自付>患者治疗属性的自付>创新药的医保买单>仿制药的医保买单；

② 标的投资，底层逻辑符合产业发展趋势+未来2-3年业务前景向好+盈利预测估值水平处于合理区间。

➤ 我们认为，以下六类核心资产或将持续成为医药行业最优投资方向：

1、医疗消费兼具必需消费品&消费升级的双重属性，自费医疗消费品为医药股投资的首选方向。 **优选标的：长春高新、我武生物**

2、医疗服务继续享受老年化群体和消费升级趋势，在A股市场配置价值和龙头地位继续受到追捧。 **优选标的：爱尔眼科、通策医疗**

3、医院付费也不受医保影响，且医院一直就具有控制成本的倾向，国产替代背景下优秀器械公司具有良好前景。 **优选标的：迈瑞医疗、乐普医疗、凯普生物**

4、医保控费背景下，选择具备跟医保议价能力的药品，创新药是医保资金腾笼换鸟的支持方向，转型创新是不二选择。 **优选标的：科伦药业、丽珠集团**

5、CXO产业链标的作为创新药服务的卖水人，持续受益于中国药审改革进程和药企转型创新的研发投入。 **优选标的：泰格医药、凯莱英**

6、具有高端精细制造属性的原料药龙头，在产业链的景气度和话语权提升。 **优选标的：普洛药业**

- 带量采购等行业政策进一步加码，导致化药仿制药、高值耗材等降价压力进一步加大。
- 经济下行导致患者自付能力显著下滑，从而压制高端医疗服务、高端医药消费品的需求。
- 创新药研发失败的风险。

- **中观数据：医保控费仍是主旋律，药品市场三大终端出现显著分化**
- **市场表现：医药行业略微跑赢沪深300，细分板块估值差异较大**
- **财报总结：前三季度医疗服务、CXO产业链、生物制品等保持高度景气**
- **政策变化：药品、器械集中带量采购出现边际缓和**
- **投资策略：政策变革期，把握六类投资方向**
- **推荐标的**

医保结余相对紧张，控费仍是主旋律

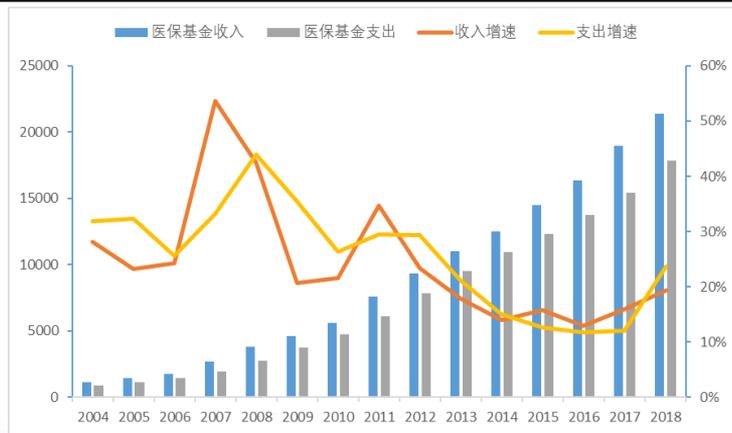
➤ 医保结余继续维持相对紧张局面

- 2015-2017年，医保基金整体收入增速大于支出增速，体现了控费节约的治理思路；2018年度，医保基金总收入为2.14万亿元，同比增速为19.3%；医保基金总支出为1.78万亿元，同比增速为23.6%，大幅高于收入增速，体现了新时期腾笼换鸟、为创新支付的思路。从医保结余率来看，结存情况略微好转，但仍持续处于较低位置，特别是在医保收入端增长有限，支出端三保合一情况下，预计未来医保结余仍将维持相对紧张局面。

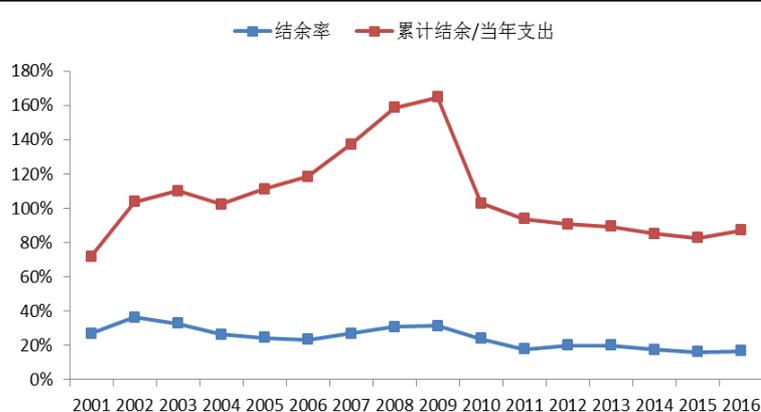
➤ 控费压力进一步加大，控费向精细化方向发展

- 加法：新版医保目录新增339个药品，36个高价特效药+17个高价抗肿瘤药通过谈判进入乙类目录；新一轮医保谈判成功纳入97个品种，突出创新导向
- 减法：带量采购精准降低化药仿制药价格；限制辅助用药、限制输液、限抗

图表1：医保基金整体收入支出情况（单位：亿元）



图表2：医保结余率不断下降



► 行业增速下滑趋势稍缓，2019年全年前低后高

- 从国家统计局对规模以上医药制造企业统计数据来看，2019年1-10月，医药工业收入端增速9.20%，比去年同期下降4.4pp，主要系2018年度两票制高开的基数影响；医药工业利润端增速10.60%，比去年同期提高0.2pp。整体看，2019年全年增速前低后高，行业增速下滑趋势稍微缓和。
- 从米内网发布的中国三大终端六大市场药品整体数据来看，2019H1，中国整体药品市场销售额为9087亿元，同比增长5.8%，比去年同期增速下降0.3pp，主要是受到药品监控目录、带量集中采购等政策负面影响。

图表3：医药制造业主营业务收入增速与利润增速（%）



资料来源：国家统计局，方正证券研究所

图表4：中国三大终端药品市场整体销售额及增速（亿元）

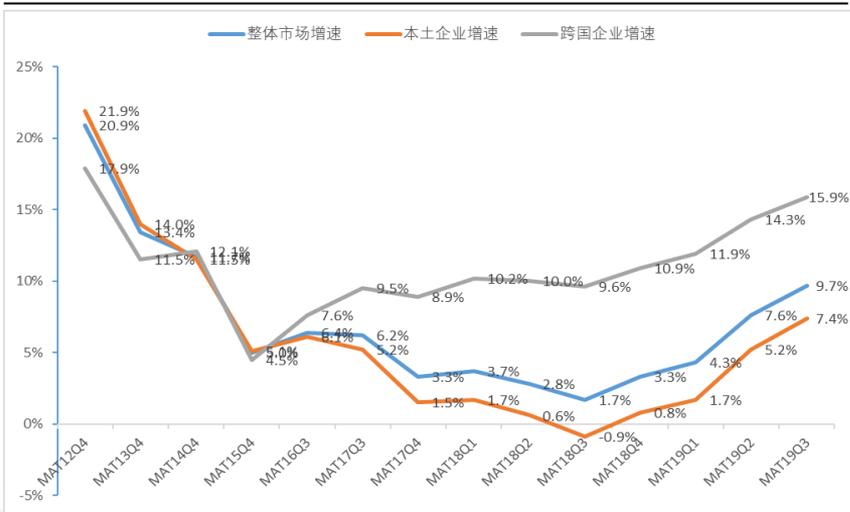


资料来源：米内网，方正证券研究所

► 医院药品市场：跨国企业高歌猛进，本土企业触底回升

- 2014年施行医保资金总额控制后，医院药品市场增速下滑明显，尤其2015年底以来跨国企业增速从4.5%提升至15.9%左右，本土企业增速逐步下滑。这种结构变化由于医保支出方起到引导作用，跨国企业由于拥有专利药品的刚需属性享受到更高的市场增速。但从本土企业分季度增长情况来看，MAT18Q1-19Q3增速：1.7%/0.6%/-0.9%/0.8%/1.7%/5.2%/7.4%，本土企业在18Q3显示出触底回暖的迹象。其中，本土龙头企业的增长远超过平均值，MAT19Q3恒瑞医药、石药集团、扬子江、正大天晴等的增速均超过15%。【MAT增速为医院采购额的滚动12个月同比】

图表5：2012-2019年中国医院药品市场滚动增长情况



图表6：MAT19Q3医院药品市场十大供应商

排名	企业	MAT增长率
1	辉瑞	14.90%
2	阿斯利康	23.40%
3	扬子江药业	16.70%
4	恒瑞医药	19.60%
5	罗氏	39.80%
6	赛诺菲	10.70%
7	拜耳	23.60%
8	正大天晴	18.20%
9	石药集团	31.20%
10	复星医药	4.70%

► 医院药品市场：一线城市竞争激烈，基层市场大有可为

- 从各线城市增长情况来看，三线及以下城市整体药品增速显著高于一二线城市。2018年度三线城市医院药品市场增速约为4.6%，比2017年度增速提升3.4pp，也高于全国市场整体增速约1.3pp。于此同时，2018年度一线城市医院药品市场首次呈现负增长（-1.1%），本土企业与跨国企业更加重视布局基层市场。

图表7：2014-2019年中国医院药品市场分等级城市增长情况

区域	年份	总体	跨国药企	本土药企	跨国药企市场份额变化	跨国药企市场份额数据 (M AT13Q 4-M AT18Q 4-M AT19Q 3)						
全国	M AT19Q 3	9.70%	15.90%	7.40%		23.9%	24.0%	23.8%	23.9%	25.2%	27.0%	27.90%
	18A	3.30%	10.90%	0.80%								
	17A	3.30%	8.90%	1.50%								
	16A	9.20%	9.40%	9.10%								
	15A	5.00%	4.50%	5.10%								
	14A	11.70%	12.20%	11.50%								
一线城市	18A	-1.10%	5.70%	-5.20%		39.0%	38.7%	37.0%	35.7%	37.4%	40%	
	17A	1.80%	6.40%	-0.80%								
	16A	10.90%	7.30%	13.00%								
	15A	5.20%	2.60%	6.80%								
	14A	9.30%	8.30%	9.90%								
二线城市	18A	3.50%	10.90%	0.20%		28.8%	28.8%	28.8%	29.0%	30.5%	33%	
	17A	3.10%	8.10%	1.00%								
	16A	7.30%	8.30%	6.80%								
	15A	4.50%	4.30%	4.50%								
	14A	12.20%	12.10%	12.20%								
三线城市	18A	4.60%	11.90%	2.30%		22.8%	22.8%	22.4%	22.6%	23.4%	25%	
	17A	1.20%	5.10%	0.10%								
	16A	8.30%	9.20%	8.00%								
	15A	5.70%	4.50%	6.10%								
	14A	14.20%	14.10%	14.20%								
全国其他城市	18A	4.60%	8.80%	-2.50%		14.6%	15.2%	15.5%	15.9%	17.3%	18%	
	17A	4.70%	13.80%	2.90%								
	16A	10.20%	12.90%	9.70%								
	15A	5%	6.60%	4.70%								
	14A	11.30%	15.30%	10.60%								

零售药店市场：药品销售整体增速持平，网上药店增长迅猛

- 从零售药店终端药品销售数据来看，2019H1实现销售额约2098亿元，同比增速约为7.4%，与2018年度增速基本持平，约占到全国药品市场规模的23.1%。其中，网上药店市场增长迅猛，2019H1实现销售额约为70亿元，同比增速为40.6%，约占到零售药店终端规模的3.3%。

图表8：中国零售药店终端药品销售额及增速（亿元）



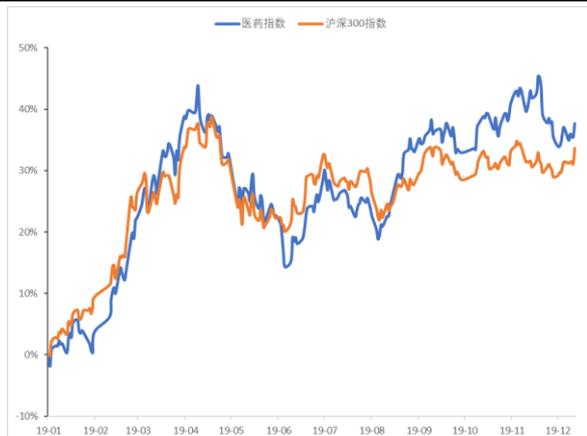
图表9：中国网上药店市场药品销售额及增速（亿元）



略微跑赢大盘，板块行情波动较大

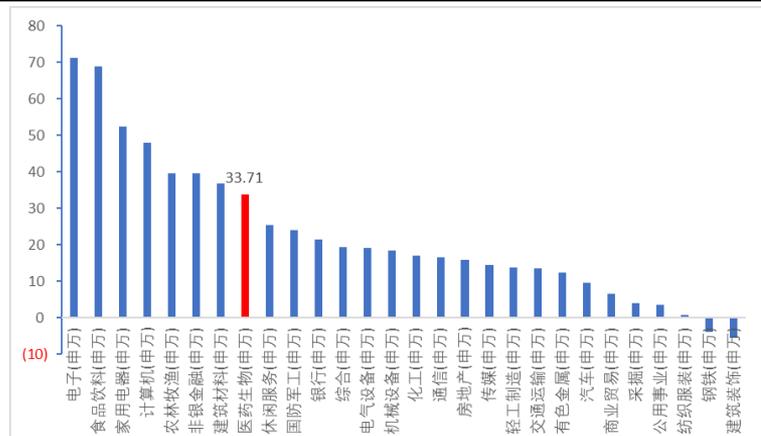
- 年初至今（12月13日）申万医药生物指数上涨33.71%，市场表现略微跑赢沪深300指数（涨幅31.81%），处于申万28个子行业第8位。
- 年初至4月，医药行业由于一季度靓丽的业绩表现以及内忧外患避险防御需求，整体涨幅显著。4-8月份外围环境不稳定，资本市场选择时间消化估值；8月份后医药板块的确定性配合外资涌入，优秀标的继续创出新高，指数再度上扬。

图表10：年初至今医药行业市场表现



资料来源：Wind，方正证券研究所

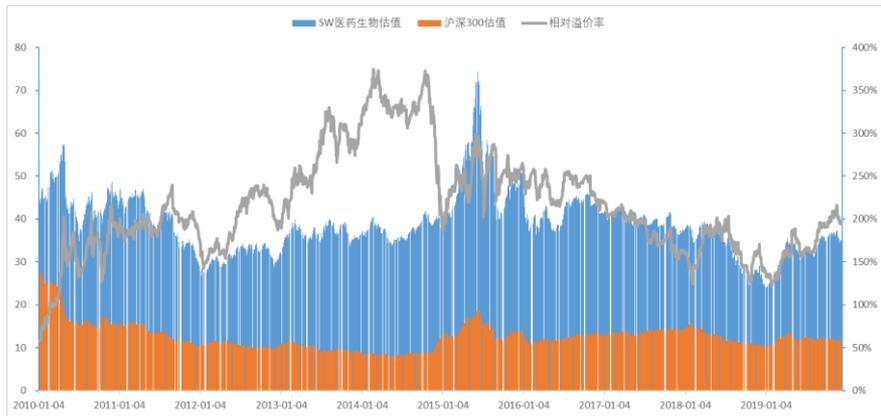
图表11：医药行业涨幅处于全行业中游靠前位置



资料来源：Wind，方正证券研究所

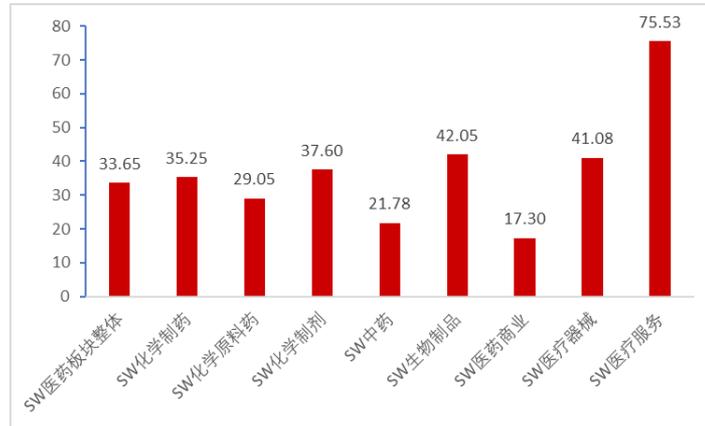
- ▶ 截至12月13日，SW医药生物板块整体估值约为34倍，相对于沪深300指数的估值溢价率处于历史较低位置，但医疗服务、生物药子板块估值依然高企。
- 从近年行业估值溢价率看，医药行业估值溢价率已经处于较低位置（估值约为34倍，溢价率约为195%）。从细分子行业估值来看（TTM整体法，剔除负值），医疗服务、生物药细分行业估值分别达到76、42倍，优质资产继续享受溢价，估值仍然较高。
- **总结：从行业增速、行业估值情况看，医药板块整体表现可能仍然平淡，但不乏结构性的机会。**

图表12：医药行业相对全部A股估值溢价率



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表13：医药行业各细分子行业估值情况

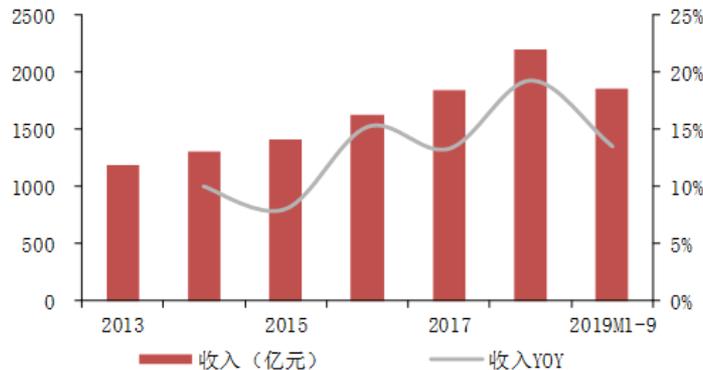


资料来源：Wind，方正证券研究所

各细分子行业分化加剧

- **化学制剂行业**：50家化学制剂公司2019年前三季度收入增速为13.5%、归母净利润增速为13.2%。
- 在原料药供给侧改革以及仿制药供给侧改革（仿制药一致性评价）背景下，化学制剂行业净利润增速整体维持稳定增长，且存在明显的化药龙头增速 > 行业增速的业绩分化情况。

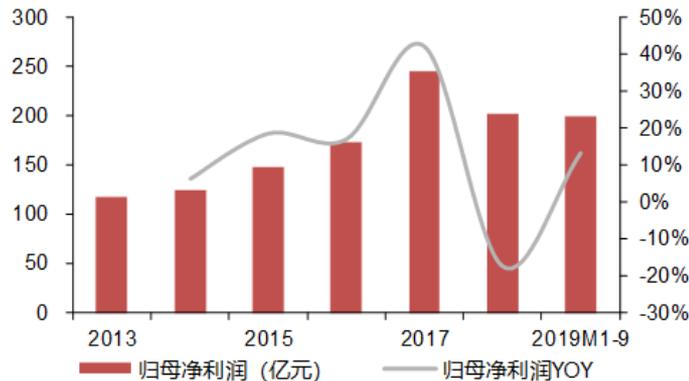
图表14：化学制剂上市公司营收增长情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

注：剔除不可比数据及波动较大的个股，下同

图表15：化学制剂上市公司归母净利润增长情况

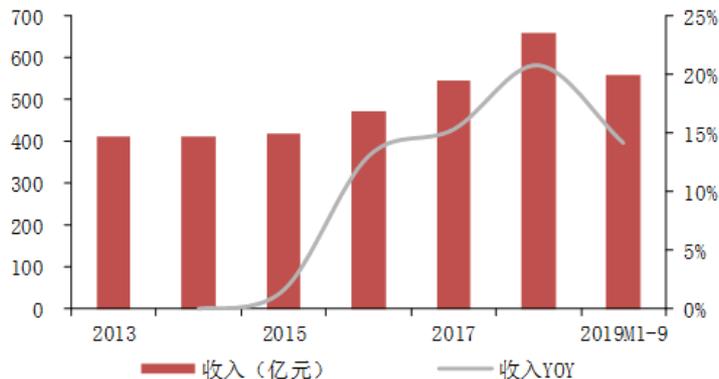


资料来源：Wind，方正证券研究所

各细分子行业分化加剧

- **化学原料药行业**：25家原料药公司2019年前三季度收入增速14.0%、归母净利润增速16.4%。2019Q1-Q3营业收入增长分别为8.5%、21.7%、12.2%，归母净利润增长分别为-18.5%、43.2%、39.9%，收入和利润增速单季度持续维持较高增速。
- 受供给侧改革的持续推进和持续环保管控压力，原料药行情有望延续。

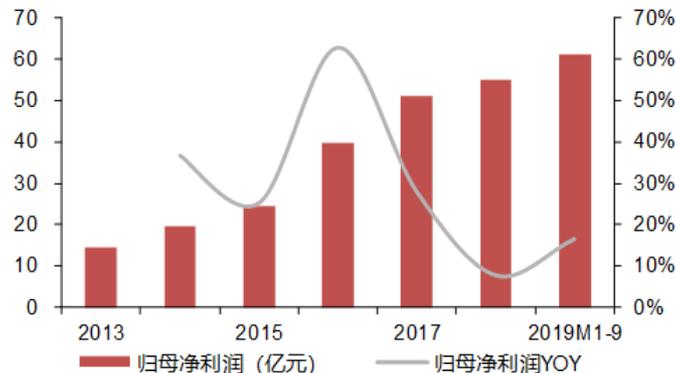
图表16：化学原料药上市公司营收增长情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

注：剔除不可比数据及波动较大的个股，下同

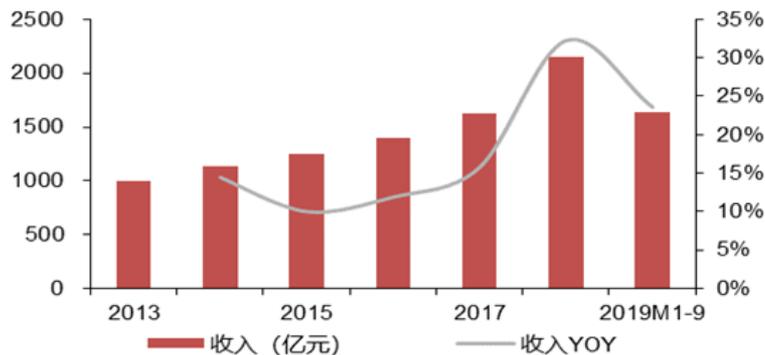
图表17：化学原料药上市公司归母净利润增长情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

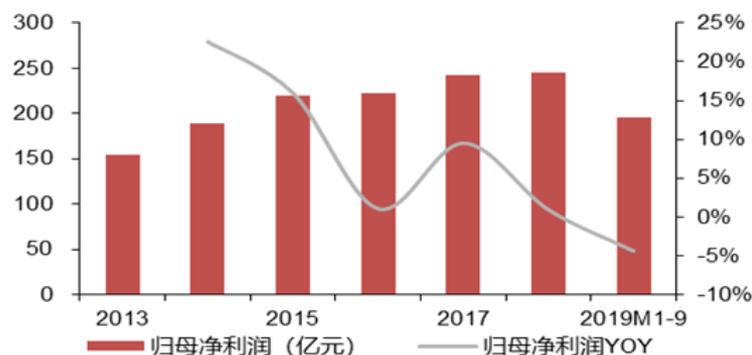
- 各细分子行业分化加剧
- **中药行业**：62家中药上市公司2019年前三季度收入增速为4.5%、归母净利润增速为-4.4%；其中，5家品牌中药公司2019年前三季度收入增速为1.1%、归母净利润增速为-1.2%，主要系受到东阿阿胶影响，整体业绩尚未恢复。
- 中药行业2019Q1-Q3营业收入总额增速分别为6.7%、3.6%、3.3%，净利润总额增速分别为2.6%、-2.0%、-14.7%，行业整体增速环比进一步下行。

图表18：中药行业上市公司营收增长情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

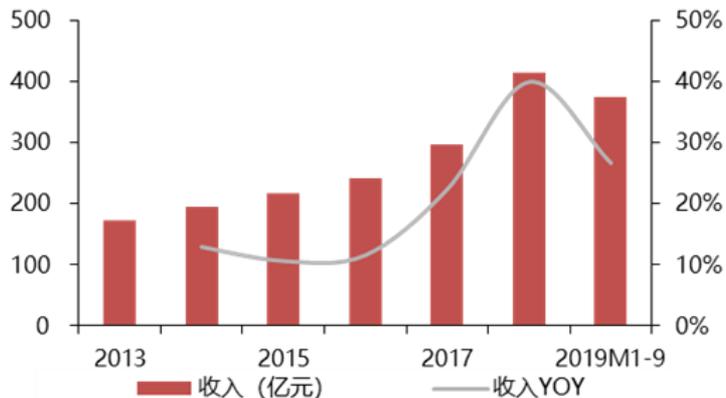
图表19：中药行业上市公司归母净利润增长情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

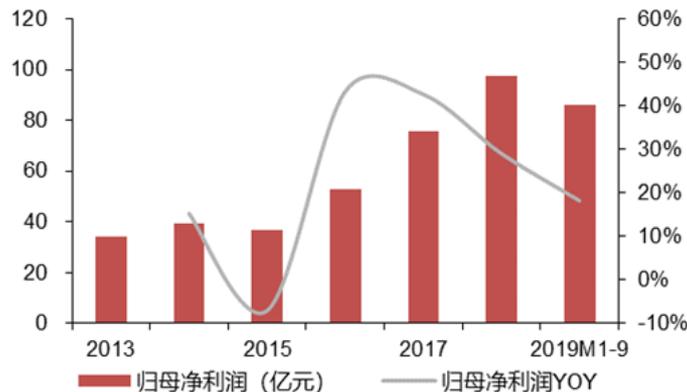
- 各细分子行业分化加剧
- **生物制品行业**：25家生物制品公司2019年前三季度收入增速为26.7%、归母净利润增速为18.4%；2019Q1-Q3营业收入增速分别为33.5%、22.3%和28.3%，归母净利润增速分别为13.8%、13.0%和30.3%。
- 生长激素、胰岛素、疫苗等大品种均保持快速增长势头，总体处于高景气度状态。血制品销量维持快速增长，价格略有压力。

图表20：生物制品行业上市公司营收增长情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

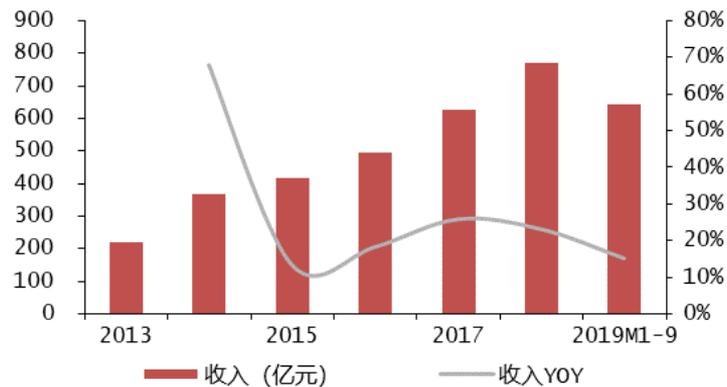
图表21：生物制品行业上市公司归母净利润增长情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

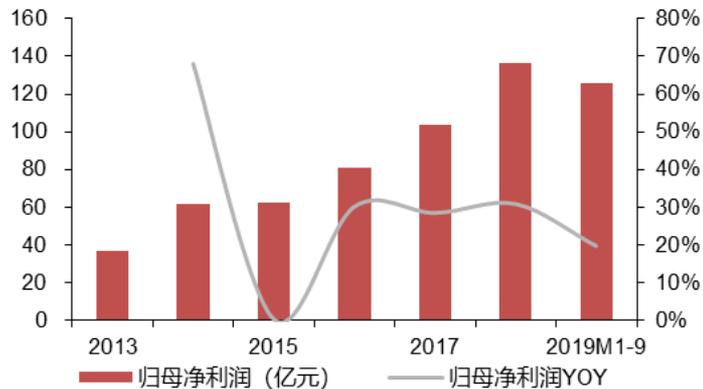
- 各细分子行业分化加剧
- **医疗器械行业**：49家医疗器械上市公司2019年前三季度收入增速为15.2%、归母净利润增速为19.8%。49家医疗器械上市公司2019Q1-Q3营业收入增速分别为18.5%、12.5%和14.4%，归母净利润增速分别为27.1%、14.1%和19.8%，行业整体仍然保持快速增长态势。
- 收入增速超过药品平均增速，尤其是家用医疗器械板块，近年来仍维持20%左右复合高增长。随着板块持续调整，部分细分行业龙头投资价值已逐步显现。

图表22：医疗器械行业上市公司营收增长情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表23：医疗器械行业上市公司归母净利润增长情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

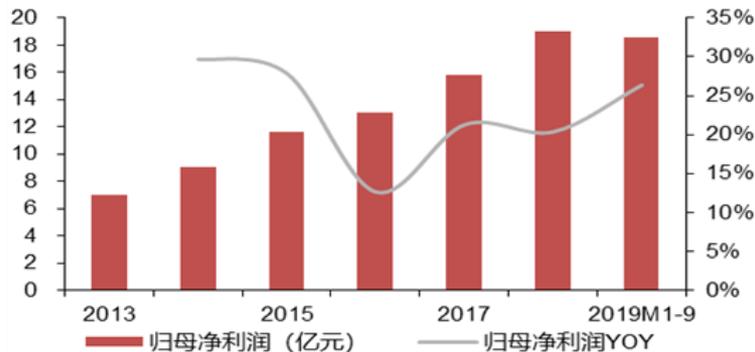
- 各细分子行业分化加剧
- **连锁药店行业**：4家药店行业上市公司2019年前三季度收入增速为29.2%、归母净利润增速为26.4%；药店行业2019Q1-Q3营业收入增速分别为31.1%、33.3%、23.6%，净利润增速分别约为30.6%、21.9%、26.8%。
- 药品带量采购政策对连锁药店的处方药销售有负面影响，但中短期零售药店行业依靠外延并购、自建门店以及减税降费利好仍能维持较快的收入和利润增长。

图表24：连锁药店上市公司营收增长情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

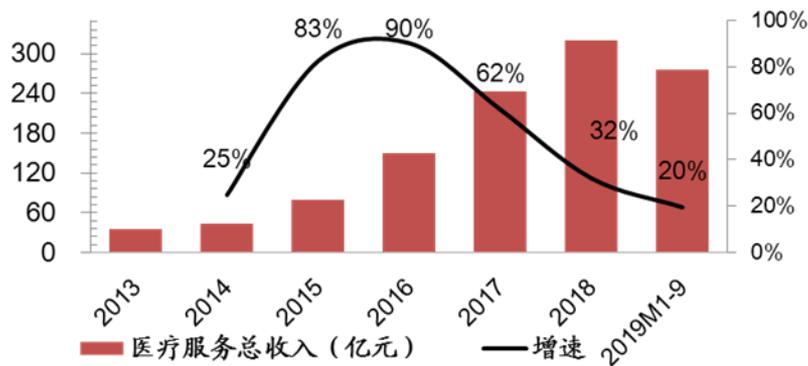
图表25：连锁药店上市公司规模净利润增长情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

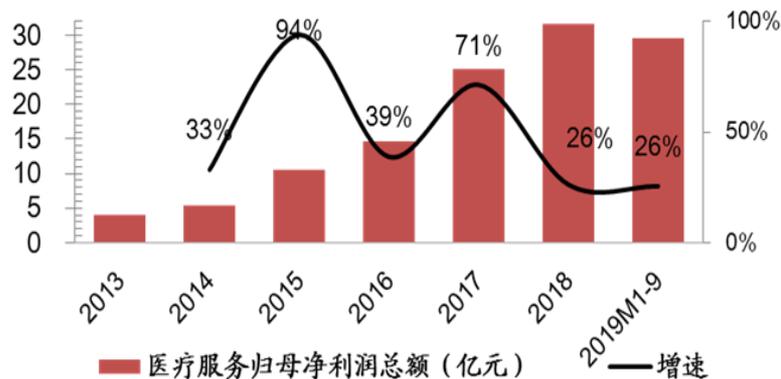
- 各细分子行业分化加剧
- **医疗服务行业**：6家医疗服务公司（爱尔、美年、通策、华大、金域、迪安）2019年前三季度收入增速为19.5%、归母净利润增速为25.6%。6家医疗服务公司2019Q1-Q3营业收入增长分比为26.6%、16.1%、18.6%，净利润增速分别为38.1%、8.4%、35.7%。
- 持续高景气，医保控费政策免疫，龙头个股盈利能力强。

图表26：医疗服务上市公司营收增长情况



资料来源：Wind，方正证券研究所

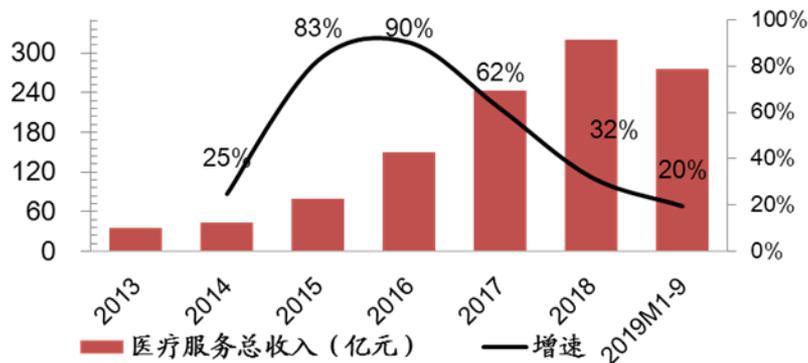
图表27：医疗服务上市公司归母净利润增长情况



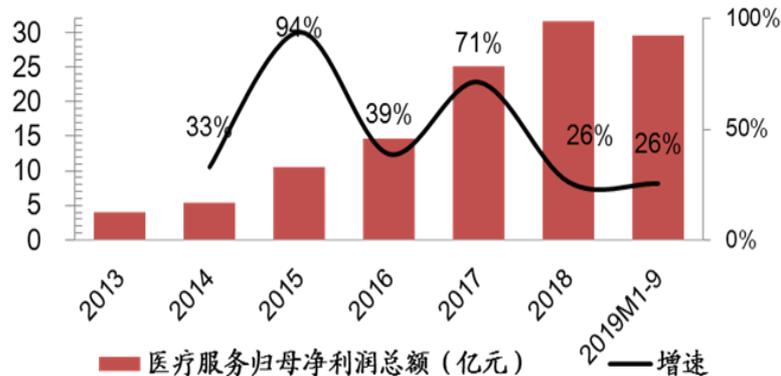
资料来源：Wind，方正证券研究所

- 各细分子行业分化加剧
- **CXO产业链**：9家CXO创新服务产业链公司2019年前三季度收入增速为31.0%、归母净利润增速为12.0%，2019Q1-Q3收入增速分别为24.8%、32.8%、34.6%，归母净利润增速分别为31.2%、-5.6%、23.4%。
- 持续受益于中国药审改革进程、龙头企业创新投入、中小生物科技公司蓬勃发展，药明康德、泰格医药等龙头标的长期空间广阔。

图表28：医疗服务上市公司营收增长情况



图表29：医疗服务上市公司归母净利润增长情况



带量采购是行业新增重要变量，药品、器械集采政策均边际缓和



图表30：第一轮药品集采降价情况

➤ 药品带量采购政策

- 以前国内药品招标采购由于只招价格不保证销量，招标往往面临价格虚高，并不能真正有效降低用药负担。带量采购下，由医保部门通过对医院的约束措施，保证中标药品的销量，从而降低制度成本、引导企业有效降价。
- 2018年12月，第一批药品带量采购在“4+7”试点城市招标，中选25个化学仿制药降价幅度超市场预期，平均降幅达到52%，部分临床用量大的品种甚至降幅超过90%。对于降价幅度大的品种，考虑到制度成本的节约，原有份额较大的企业整体利润规模或仍将受损！**核心杀伤力在于：取最低价，唯一中标。**
- 2019年9月，第一批中选25品种在非“4+7”及河北、福建外进行扩面招标，中选品种相比首轮“4+7”集采平均降价幅度约为25%，最高降幅约为78%，整体符合资本市场预期。**核心改善在于：最多可取三家中标，各家轮次选择省份，竞争烈度有所缓和。**

品种	符合扩面企业数	规格	中标企业	中标价	首轮4+7中价降幅	扩面省份首轮中价降幅	扩面省份首轮中价降幅	扩面省份首轮中价降幅	4+7中价降幅(%)	4+7中价降幅(%)
阿托伐他汀口服常释剂型	5	10mg	齐鲁制药	0.12	-78.4%					
			兴发药业	0.13	-76.8%	2.77	-95.4%			
			齐鲁制药	0.32	-76.8%	3.16	-96.0%			
			复星医药(中国)	3.98	-10.0%	7.96	-50.0%			
			京新药业	4.00	-9.5%	4.48	-51.0%			
			科伦药业	4.27	-13.4%	7.46	-43.8%			
			苏州东瑞	0.06	-61.9%	1.95	-97.1%			
奥美地平口服常释剂型	12	5mg	现代制药(蒙生)	0.07	-54.0%	0.51	-86.8%			
			复星医药(药友)	0.07	-52.9%	0.55	-87.3%			
			齐鲁制药	2.48	-74.3%	10.44	-76.2%			
			拜耳医药	6.19	-35.8%	13.50	-54.1%			
			齐鲁制药	6.23	-35.0%	13.29	-53.0%			
			恒瑞医药	0.18	-10.1%	0.47	-61.5%			
			海正药业(上海)	0.19	-15.2%	0.69	-72.2%			
			齐鲁制药	0.20	-35.0%	0.60	-67.0%			
北京沙坦类口服常释剂型	4	75mg	中国生物制药(南京)	1.02	-70.4%	2.48	-58.9%			
			天晴	1.05	-9.3%	2.84	-63.1%			
			赛诺菲	1.09	0.0%	7.79	-86.0%			
			苏州东瑞	1.18	-70.4%	17.18	-98.9%			
恩替卡韦口服常释剂型	11	0.5mg	百奥药业	0.20	-67.7%					
			广生堂	0.27	-56.0%	11.44	-97.6%			
			中国生物制药	21.88	-10.3%	64.20	-65.9%			
			武田中国	21.95	-10.0%	57.75	-62.0%			
			华海药业	0.83	-1.7%	1.98	-58.2%			
			施维宝	0.84	0.0%	2.73	-69.2%			
			齐鲁制药	25.70	-83.0%	49.80	-48.4%			
			正大天晴	45.00	-17.7%					
			阿斯利康	54.70	0.0%	228.00	-76.0%			
替诺福韦口服常释剂型	1	10mg	华海药业	0.23	0.0%	1.16	-80.1%			
利培酮口服常释剂型	5	1mg	齐鲁制药	0.05	-70.7%	0.89	-94.5%			
			华海药业	0.12	-28.1%	1.42	-91.8%			
			华海药业	0.12	-28.1%	1.42	-91.8%			
			石药集团	2.44	-23.4%					
			赛诺菲	2.54	-20.0%	13.10	-80.6%			
			齐鲁制药	2.98	-6.3%	6.89	-56.8%			
氨沙坦口服常释剂型	2	50mg	华海药业	1.05	0.0%	3.48	-69.8%			
			华纳大药厂	0.28	-59.2%					
聚乙二醇口服常释剂型	11	3g	哈药集团	0.30	-55.9%	2.78	-89.2%			
			海力生	0.33	-51.6%	0.61	-46.0%			
			欧司乐	3.86	-10.4%	6.67	-42.1%			
			必心宝(民生)	3.79	-12.2%	6.00	-36.8%			
			齐鲁制药	1.56	-17.9%	5.28	-70.5%			
			北京福元	1.62	-4.4%	3.17	-49.0%			
			四川汇宇	798.00	-11.5%	1491.00	-46.5%			
			福元	809.00	-15.0%	3060.00	-73.6%			
			海正药业	0.20	-74.3%	2.80	-92.9%			
依替伐他汀口服常释剂型	7	10mg	山德士(赛博)	0.23	-70.7%					
			中国生物制药(南京)	0.30	-61.7%	2.20	-86.4%			
			齐鲁制药	0.29	-52.8%	9.33	-96.9%			
			杭州和泽	0.38	-38.4%	10.97	-96.5%			
			成都倍特	0.47	-24.2%	10.33	-95.5%			
			现代制药	0.36	-32.3%	4.17	-91.4%			
			京新药业	0.48	-18.4%	0.68	-29.0%			
			齐鲁制药	0.48	-18.4%	0.68	-29.0%			
伊司替尼口服常释剂型	3	100mg	中国生物制药(天津)	9.77	-16.0%	9.77	0.0%			
			齐鲁制药	10.38	-10.1%	13.17	-21.2%			
依那普利口服常释剂型	2	10mg	扬子江药业	0.56	0.0%	2.00	-72.1%			
厄美替尼定注射剂	1	0.2mg/2ml	扬子江药业	133.00	0.0%	133.00	0.0%			
左乙炔那坦口服常释剂型	3	250mg	京新药业	2.39	-10.4%	3.27	-26.9%			
			普洛药业	2.40	-10.1%					

带量采购是行业新增重要变量，药品、器械集采政策均边际缓和

图表31：第二轮集采品种概览

➤ 药品带量采购政策

- 2019年12月6日，上海联采办组织召开了第二轮药品带量采购座谈会，网络流传出第二批共计35个拟集采品种清单（“医药经济报”官方微信于11月29日报道）。更令市场关注的是，本轮集采中标规则再次改善：
- ✓ 中标规则，大体上保持N-1家中标的格局，最多6家中标；
- ✓ 选择品种，原则是2019年10月31日之前通过一致性评价多于三家（含原研）；
- ✓ 份额划分，中标1家则采购全国50%量、中标2家则采购全国60%量、中标3家则供应全国70%量、中标4家以上则供应全国80%量；
- ✓ 供应周期，品种竞争充分的2-3年，不充分的为1年；
- ✓ 启动日期，2019年底或2020年初

序号	品种名称	规格	剂型	治疗领域
1	阿比特龙	0.25g	口服常释剂型	抗肿瘤和免疫调节剂
2	阿德福韦酯	10mg	口服常释剂型	全身用抗感染药物
3	阿卡波糖	50mg\100mg	口服常释剂型	消化系统及代谢药
4	阿莫西林	0.25g\0.5g	口服常释剂型	全身用抗感染药物
5	阿奇霉素	0.125g\0.25g \0.5g	口服常释剂型	全身用抗感染药物
6	安立生坦片	5mg\10mg	片剂	心血管系统药物
7	奥美沙坦酯	20mg\40mg	口服常释剂型	心血管系统药物
8	比索洛尔	2.5mg\5mg	口服常释剂型	心血管系统药物
9	对乙酰氨基酚	0.5g	口服常释剂型	神经系统药物
10	多奈哌齐	5mg\10mg	口服常释剂型	神经系统药物
11	二甲双胍	0.5g\0.75g	缓释剂型	消化系统药物
12	二甲双胍	0.25g\0.5g\0.85g	口服常释剂型	消化系统药物
13	氟康唑	50mg\150mg	口服常释剂型	全身用抗感染药物
14	福多司坦	0.2g	口服常释剂型	呼吸系统药物
15	格列美脲	1mg\2mg	口服常释剂型	消化系统药物
16	甲硝唑	0.2g	口服常释剂型	全身用抗感染药物
17	聚乙二醇	10g	口服散剂	消化系统药物
18	坎地沙坦酯	4mg\8mg	口服常释剂型	心血管系统药物
19	克林霉素	0.075g\0.15g	口服常释剂型	全身用抗感染药物
20	铝碳酸镁	0.5g	咀嚼片	消化系统药物
21	美洛昔康	7.5mg	口服常释剂型	肌肉-骨骼系统
22	莫西沙星	0.4g	口服常释剂型	全身用抗感染药物
23	曲美他嗪	35mg	缓释控释剂型	心血管系统药物
24	索利那新	5mg\10mg	口服常释剂型	生殖泌尿系统和性激素类 类药物
25	他达拉非	2.5mg\5mg\10mg\20mg	片剂	生殖泌尿系统和性激素类 类药物
26	碳酸氢钠	0.5g	口服常释剂型	血液和造血系统药物
27	特拉唑嗪	1mg\2mg	口服常释剂型	生殖泌尿系统和性激素类 类药物
28	替吉奥	20mg\25mg	口服常释剂型	抗肿瘤和免疫调节剂
29	头孢氨苄	0.125g\0.25g \0.5g	口服常释剂型	全身用抗感染药物
30	头孢拉定	0.25g	口服常释剂型	全身用抗感染药物
31	辛伐他汀	10mg\20mg\40mg	口服常释剂型	心血管系统药物
32	异烟肼	0.1g\0.3g	口服常释剂型	全身用抗感染药物
33	吲达帕胺	2.5mg	口服常释剂型	心血管系统药物
34	注射用紫杉醇白蛋白	100mg	注射剂	抗肿瘤和免疫调节剂
35	左西替利嗪	5mg	口服常释剂型	呼吸系统药物

➤ 高值耗材带量采购政策：国家层面

- 2019年7月31日，国务院正式发布《治理高值医用耗材改革方案》，提出19项改革方案，并明确提出各改革完成时限，以期全面深入治理高值医用耗材，规范医疗服务行为，控制医疗费用不合理增长。其中，国家卫健委、国家医保局需2019年底前完成第一批重点治理清单，以加强高值医用耗材规范化管理。目前名单及管理细则尚未公布。
- 2019年11月29日，国务院医改小组印发《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革若干政策措施的通知》，提出“在做好药品集中采购工作的基础上，探索逐步将高值医用耗材纳入国家组织或地方集中采购范围”。
- 2019年12月5日，国家医保局官网发布了系列提案的回复（《国家医疗保障局对十三届全国人大二次会议第1209号建议的答复》）。国家医保局认为，考虑到高值耗材与药品之间巨大的差别及其临床使用和售后服务的复杂性，关于高值耗材“两票制”问题有待进一步研究。
- 我们认为，高值耗材仍需在多方面标准化统一后，才有大范围“带量采购”的可能，包括统一通用名，统一品规与质量标准，医生的使用习惯，医保各地的报销标准等。目前试点地区与方案仍不明确，需进一步跟踪确认，大概率是以地方先行先试为主，相较于药品集采政策更为缓和。

➤ 高值耗材带量采购政策：地方样本

- 2019年7月16日，安徽以公立医疗机构采购联合体为主体，联合对骨科植入（脊柱）类、眼科（人工晶体）类产品带量采购。采购量为2018年度两类耗材采购量的70%、90%，同时规定医疗机构采购使用量不得低于2018年度的80%。最终，骨科脊柱类材料国产品类平均降价55.9%，进口品类平均降价40.5%，总体平均降价53.4%，单个组件最大降幅95%；人工晶体国产品类平均降价18.1%，进口品类平均降价20.9%，总体平均降价20.5%。
- 2019年7月31日，江苏省阳光采购联盟组织55家成员单位，以过去12个月（2018年7月1日至2019年6月30日）总采购量的70%估算本次组团联盟采购总量，对雷帕霉素及其衍生物支架和双腔起搏器进行集中采购，采购周期为1年，2019年10月起执行采购结果，其中明确提出联盟采购量价挂钩、以量换价。最终，江苏谈判支架中选品种平均降幅51.01%，起搏器平均降幅15.86%。

图表32：江苏省支架集采降价情况

企业名	产品名	全国最低价（元）	江苏省谈判价（元）	降幅
乐普医疗	GuReater	8037	2850	65%
	Nano	10900	5780	47%
微创医疗	FireBird	7500	3400	55%
	FireHawk	13300	7000	47%
雅培	Xience V	12100	6655	45%
美敦力	Resolute	14848	8666	42%

➤ 这是最好的时代，这是不完美的时代。一方面，老年化给医药行业提供显著增量需求，国家鼓励创新药（器械）等产业政策亦为行业腾飞提供额外动力；另一方面，受制于医保资金刚性约束，医保控费、带量采购等政策或将常态化，行业发展亦面临一定挑战。如何在不确定性中寻找确定性？什么才是未来5-10年医药行业确定性最强的赛道？

• 总体思路：

① 支付行为，患者消费属性的自付>患者治疗属性的自付>创新药的医保买单>仿制药的医保买单；

② 标的投资，底层逻辑符合产业发展趋势+未来2-3年业务前景向好+盈利预测估值水平处于合理区间。

➤ 我们认为，以下六类核心资产或将持续成为医药行业最优投资方向：

1、医疗消费兼具必需消费品&消费升级的双重属性，自费医疗消费品为医药股投资的首选方向。 **优选标的：长春高新、我武生物**

2、医疗服务继续享受老年化群体和消费升级趋势，在A股市场配置价值和龙头地位继续受到追捧。 **优选标的：爱尔眼科、通策医疗**

3、医院付费也不受医保影响，且医院一直就具有控制成本的倾向，国产替代背景下优秀器械公司具有良好前景。 **优选标的：迈瑞医疗、乐普医疗、凯普生物**

4、医保控费背景下，选择具备跟医保议价能力的药品，创新药是医保资金腾笼换鸟的支持方向，转型创新是不二选择。 **优选标的：科伦药业、丽珠集团**

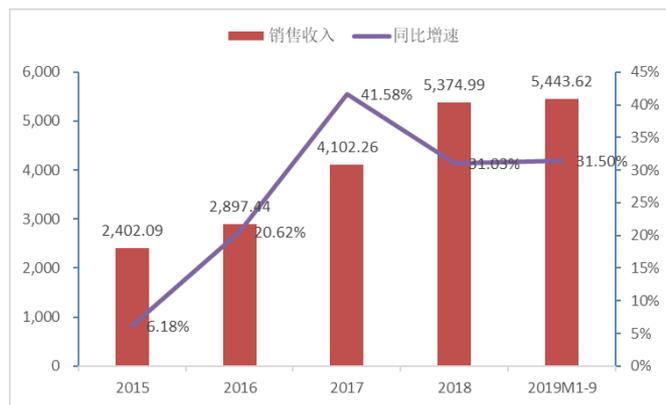
5、CXO产业链标的作为创新药服务的卖水人，持续受益于中国药审改革进程和药企转型创新的研发投入。 **优选标的：泰格医药、凯莱英**

6、具有高端精细制造属性的原料药龙头，在产业链的景气度和话语权提升。 **优选标的：普洛药业**

长春高新：国内生长激素龙头，生长激素，疫苗等处于高速增长期

- 公司全资子公司金赛药业是国内规模最大的基因工程制药企业和亚洲最大的重组人生长激素生产企业，其主要产品为生长激素、重组人粒细胞巨噬细胞刺激因子、重组人粒细胞刺激因子、人促卵泡激素、奥曲肽、曲普瑞林。公司的水针生长激素是我国唯一上市的国产品牌产品。
- 国内矮小症治疗渗透率低，潜力大，生长激素适应症正在拓展，将进一步打开市场空间。国内矮小症患者存量约700万，已经接受过治疗的患者不超过50万。2019年接受生长激素治疗的患者约14万人左右，存量患者中的渗透率仅约2%。未来，生长激素还将向成人生长激素缺乏症、辅助生殖和抗衰老等领域拓展，市场空间正在进一步打开。公司生长激素剂型全，产品使用方便性和安全性更佳，产品具备优势，且学术推广和售后服务均在业内领先，市场竞争力强。

图表33：近年公司收入增长情况（单位：百万元）



资料来源：wind，方正证券研究所

图表34：近年公司归母净利润增长情况（单位：百万元）



资料来源：wind，方正证券研究所

我武生物：国内过敏免疫治疗龙头，业绩加速增长，控费政策免疫

- 我武生物是国内过敏免疫治疗龙头，主要产品为粉尘螨滴剂，临床用于粉尘螨引起的过敏性鼻炎的治疗，国内唯一上市的过敏性鼻炎脱敏治疗产品，进口产品为注射剂且价格贵5倍，竞争格局良好。该产品为自费产品（仅在上海6个医院进入甲类医保，收入占比很小，其余均为自费），控费政策免疫。
- 粉尘螨于2016年初进入国内过敏性鼻炎诊断和治疗指南（欧美成熟市场有类似口服片剂产品进入相应治疗指南），临床医生认可度快速提升，同时，公司在全国逐步推行长处方销售模式，显著提高患者依从性，降低患者脱落率。医生认可度提升+长处方推动公司收入和利润加速。重磅产品黄花蒿粉滴剂有望2020年年中上市实现销售（北方已有销售人员），同时预计2020年左右上市的9项点刺诊断试剂盒将明显拉动公司业绩增速。

图表35：近年公司收入增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表36：近年公司归母净利润增长情况（单位：百万元）

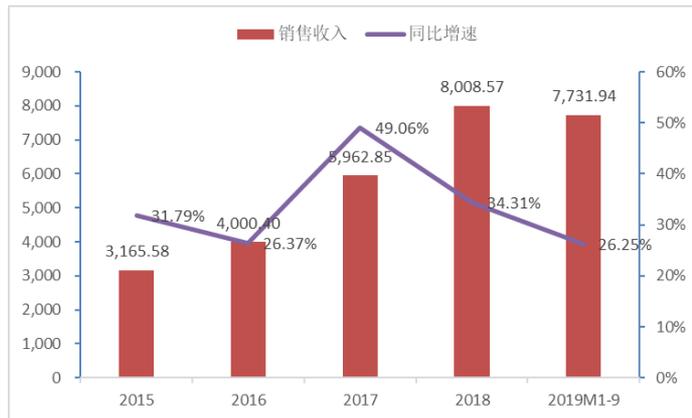


资料来源：Wind，方正证券研究所

爱尔眼科：眼科医疗服务龙头，成长空间广阔

- 爱尔眼科医院集团是全球规模最大的眼科医疗连锁机构。截至2018年，已在国内建立230余家专业眼科医院，年门诊量超过650万人。同时，在美国、欧洲和中国香港地区开设有80余家眼科医院。公司管理层优秀，治理完善，社会责任感强。历史业绩优异，过去5年收入端复合增速25%，扣非利润端复合增速27%。
- 公司成熟医院依然保持了较快的业绩增长，短期虽受白内障医保控费的影响，但公司均衡的业务结构与视光、屈光等近视相关的自费项目的高增长，已经基本抵消了白内障业务的压力。同时，伴随公司品牌能力的加强与激励机制的完善和兑现，销售费用率持续下降，医生加入的意愿持续提升，为公司整体强劲的内生，打下了坚实的基础。

图表37：近年公司收入增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表38：近年公司归母净利润增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

通策医疗：口腔医疗服务龙头，未来高增长确定性较强

- 通策医疗投资股份有限公司是主板唯一一家以口腔医疗服务为主业的上市公司。公司主营业务有三大板块：口腔医疗服务为主要板块，占公司总收入的90%以上。公司以有67年历史的杭州口腔医院为中心辐射浙江省内口腔医疗市场，截止2019上半年，公司在全国范围已开设30余家不同规模的口腔专科医院；辅助生殖、眼科医疗为新兴板块。
- 口腔医疗服务中，获医能力较大程度决定获客能力。通策注重院校合作办学，建立丰富的人才储备和学术体系，提升医生粘性并实现自我增值。通策医疗2019-2020年新老门店业绩稳定提升，宁口新大楼即将落成，蒲公英计划有序进行，公司未来三年高增长确定性较强。

图表39：近年公司收入增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

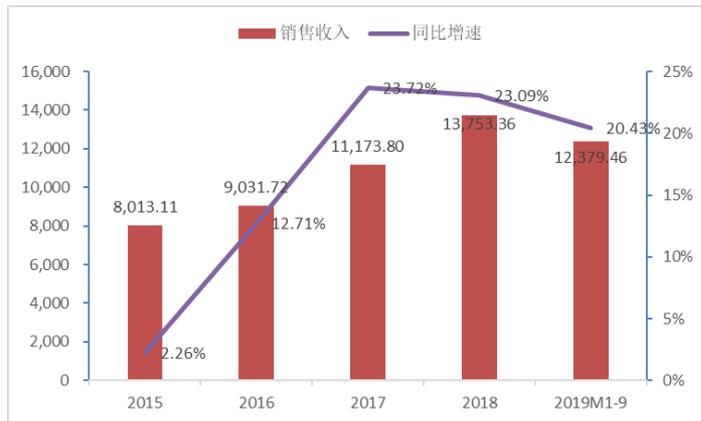
图表40：近年公司归母净利润增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

- 迈瑞医疗成立于 1991 年，是国内规模最大的医疗器械龙头企业。公司产品线主要包括生命信息与支持、体外诊断、医学影像三大板块，此外也在积极布局内镜等外科产品。公司三大产品线齐头并进共同发展，均取得了国际、国内领先的市场地位，丰富的产品为医疗机构带来全方位的科室解决方案。
- 中国市场存在极大的产品普及需求，拥有较大的增量空间，未来很长一段时间将维持高速扩容态势。分级诊疗政策使得基层市场扩容，医疗需求大幅增加；同时鼓励采购国产器械装备，利于加快进口替代的进程；政策鼓励创新研发，优先审评等政策鼓励企业加大创新研发。公司作为器械行业的绝对龙头，凭借着强大的研发、销售、品牌能力，在竞争中具有明显优势，有望率先受益，市场份额进一步提升。

图表41：近年公司收入增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

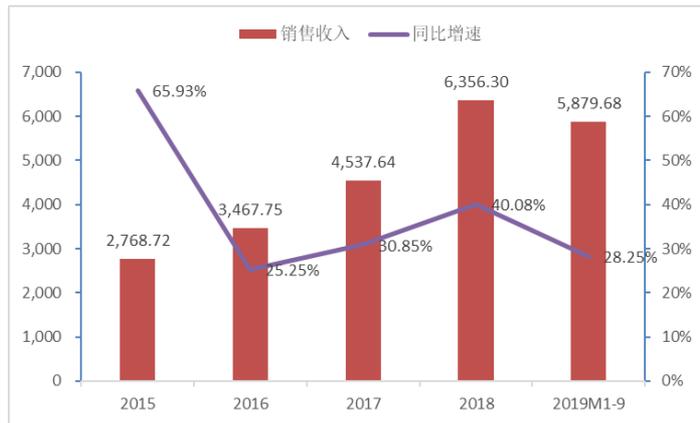
图表42：近年公司归母净利润增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

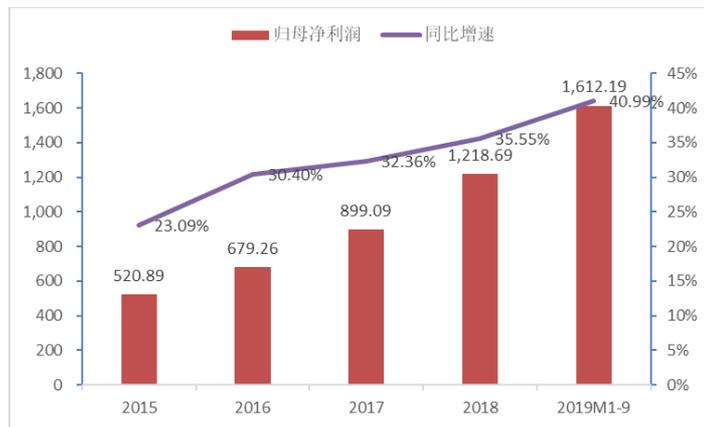
- 乐普医疗在心血管器械领域深耕多年，技术储备丰富，产业链布局全面。制剂与原料药领域均有丰富的管线积累，是国内心血管领域产品线布局最为全面的平台型企业，具有强大的销售能力与品牌影响力。医疗服务及新型业态板块布局庞大，轮廓已初步呈现。未来有望依托平台型企业协同效应，实现强者恒强。
- NeoVas 成为首个获批的国产可降解冠脉支架产品，与金属药物洗脱支架具有相似的安全性及有效性；2020年起紫杉醇药物球囊、左心耳封堵器、AI-ECG等创新医疗器械陆续获批驱动成长；一致性过评药品在集采政策中标规则缓和后享受更高中标概率和增量现金流。

图表43：近年公司收入增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表44：近年公司归母净利润增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

- 凯普生物深耕妇幼健康和出生缺陷分子诊断领域，HPV检测试剂稳居全国第一，多款新产品位列行业前三，目前正全面布局核酸检测产品，并向第三方特检服务延伸，打造国内核酸分子诊断领域龙头。
- 公司是宫颈癌基因检测龙头，同时逐步布局妇幼基因诊断平台和第三方分子检验所网络，形成“仪器+试剂+服务”的一体化经营模式。受益二线品种（地贫、耳聋、STD）放量和产品结构改善，公司19年业绩增速有望从20%多提升至30%以上。

图表45：近年公司收入增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

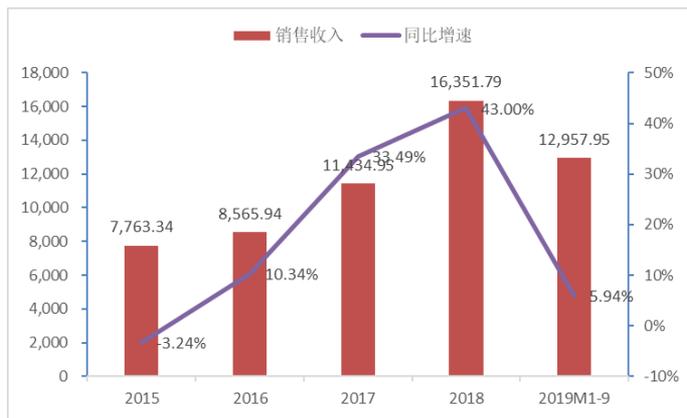
图表46：近年公司归母净利润增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

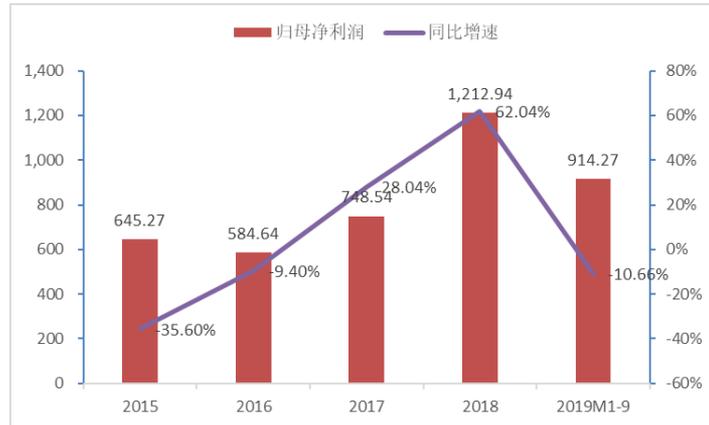
- 科伦药业在2010年上市之初就制定了“三发驱动”的发展战略：第一发是对输液板块进行持续的产业升级和结构调整，巩固领先地位；第二发是构建从中间体、原料药到制剂的抗生素全产业链竞争优势；第三发是建立以仿制为基础、以创新驱动未来的药物研发战略体系，驱动业绩持续增长。
- 公司连续多年研发投入位居国内第一梯队，2018年已获批27个仿制药上市，未来三年还有100多个品种上市，其中近半为首仿的重磅产品。同时公司2020年创新药将开始申请上市，公司创新研发步入收获期，公司有望成为国内坚定并成功向创新转型的标杆性制药企业。

图表47：近年公司收入增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表48：近年公司归母净利润增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

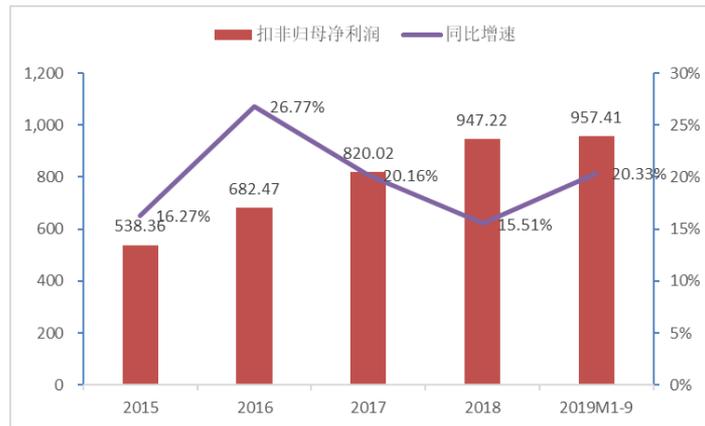
- ▶ 丽珠集团是国内专科制剂领域的老牌龙头企业，西药制剂涵盖辅助生殖、消化道、抗微生物等多个优势专科领域。受医保控费和辅助用药限制等因素的影响，2017年以来，公司两大品种参芪扶正注射液和鼠神经生长因子销量下滑明显。未来两大品种的销售收入有望逐步稳定在一定的规模水平，营收占比将下降至10%以内，对公司整体业绩影响式微。
- ▶ 公司在研单抗产品较为丰富，TNF- α 单抗已完成II期临床，HER2 单抗已完成I期临床，CD20、PD-1、IL-6R和RANKL 单抗处于I期临床。微球作为创新剂型，能够大大提升患者用药的方便性和依从性，在临床上具有显著优势。丽珠作为国内为数不多的具有微球制剂产业化能力的公司，有望成为国内微球制剂领域的领军企业。

图表49：近年公司收入增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

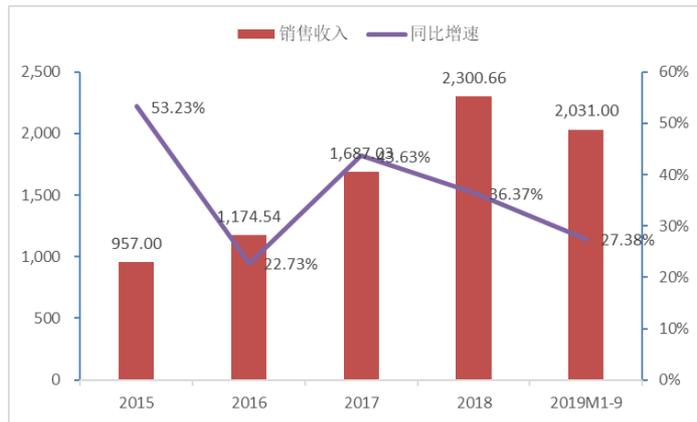
图表50：近年公司扣非归母净利润增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

- ▶ 泰格医药不断的通过外延并购拓展业务范围，目前公司业务范围涵盖了 I -IV期临床、BE、临床注册申报、临床数据管理和统计分析、BIO、CMC、SMO 和医疗器械 CRO 等，打造药品+医疗器械一体化服务平台。在中国药审政策不断与国际接轨的背景下，公司国际多中心布局逐步完善，未来有望受益于国际多中心临床试验订单的增量。
- ▶ 受益于国内药审加速和鼓励创新，公司创新药订单迎来快速增长，毛利率逐步上升。随着带量采购向全国范围不断推进，企业逐步向创新转型，公司亦将长期受益于创新带来的利好。此外公司临床咨询服务受政策影响小，随着员工数量的不断增加，预计该部分业务也将保持稳定快速增长

图表51：近年公司收入增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表52：近年公司归母净利润增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

- ▶ 凯莱英是成立 21 年的优质 CDMO 企业，主要业务范围涵盖新药临床阶段工艺研发及制备、上市药商业化阶段工艺优化及规模化生产。2019 年上半年公司营业收入 10.93 亿元，同比增长 44.27%，归属母公司股东的净利润为 2.29 亿元，同比增长 46.37%。近年来由于部分订单原材料上涨因素及国内市场开拓导致公司毛利率有所下降，随着公司订单结构不断优化，未来毛利率有望回升。
- ▶ 公司上市以来通过募集资金及其自有资金投建了多个产能扩大及升级的项目，满足不同阶段项目持续增长的需求。CDMO 企业由于订单生产的属性，容易因订单丢失造成业绩的较大波动，近年来公司业务保持较为快速稳定的增长，一方面凭借管理优势，通过对柔性产线的生产调整保证产能利用率维持高位。

图表53：近年公司收入增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表54：近年公司归母净利润增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

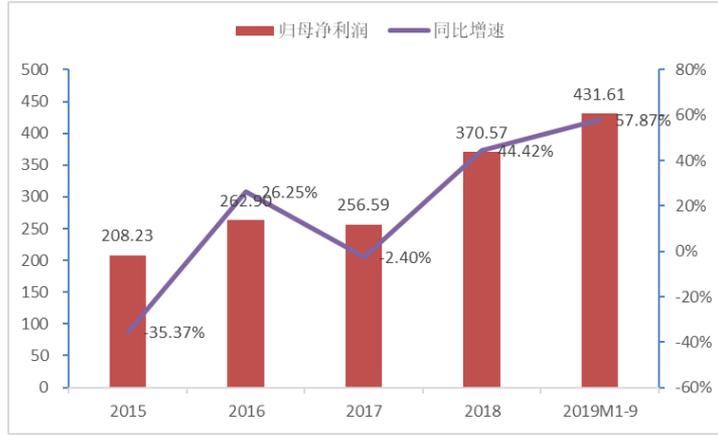
- 普洛药业为国内原料药龙头公司，2018年西药原料药出口排名全国第三，国外收入占比近40%，在美国拥有21个DMF，环保、质量基础扎实；品种上，公司销售过亿品种十余个，兽药原料药在国内领先，竞争格局佳、生命周期长。受益于原料药价值回归，2013年~1H2019毛利率从23%平稳提升至32%。原料药业务稳定增长，为公司提供稳定现金流。
- 公司践行“做精原料药、做强CDMO、做优制剂”的发展战略，公司CDMO业务规模约为7亿元，具备“合成+发酵”双轮驱动；公司加大研发投入，布局仿制药一致性评价、新药及ANDA优化产品结构，近期治疗中重度抑郁症以及季节性情感障碍的盐酸安非他酮缓释片ANDA项目获批。

图表55：近年公司收入增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表56：近年公司归母净利润增长情况（单位：百万元）



资料来源：Wind，方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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

公司投资评级的说明

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

THANKS

方正证券 正在你身边



方正证券股份有限公司

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦B座11层
11F, Pacific Insurance Building, No.28 Fengsheng Lane, Taipingqiao Street,
Xicheng District, Beijing, China