

疫情影响下的生物医药投资机会

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.

- **医保结余未来继续紧张，控费仍是主旋律，医药内部分化加剧**：2015-2017年，医保基金收入增速大于支出增速，2018年医保基金收入开始高于收入增速，体现了新时期腾笼换鸟、为创新支付的思路。虽然结存略微好转，但仍处于较低位置，预计未来医保结余仍将维持相对紧张局面。由此导致了医药制造业整体增速下行，但是医药行业内部一些创新相关行业和非医保支付行业则表现出了结构性的机会。
- **目前全国仍处于疫情防护的关键时期，相关行业持续受益**：疫情发展迅速导致了相关资源的匮乏，我们分析判断，与疫情监测相关的分子诊断企业、第三方实验室；医院设施建设相关医疗设备企业；患者治疗相关血制品企业和抗病毒药物企业；个人防护的耗材企业将持续受益。
- **寻找确定性，精选质优赛道**：老年化给医药行业提供增量需求，国家鼓励创新药等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，行业发展亦面临一定挑战；此外结合疫情对公司业绩拉升作用，我们推荐：迈瑞医疗、长春高新、安科生物、博雅生物、天坛生物。
- **风险提示**：疫情进一步恶化风险、政策风险、创新研发失败风险

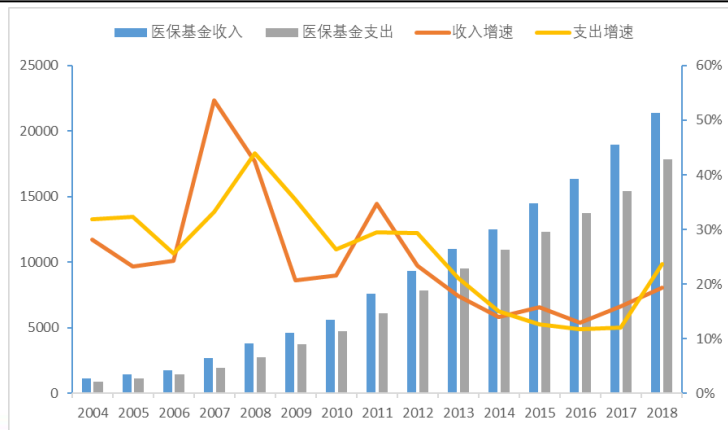
- 01 医药行业整体增速持续下滑，行业分化加剧
- 02 疫情持续，防护、检测、治疗类公司有望持续受益
- 03 寻找确定性，精选质优赛道

01 医药行业整体增速持续下滑，行业分化加剧

1.1 医保结余相对紧张，控费仍是主旋律

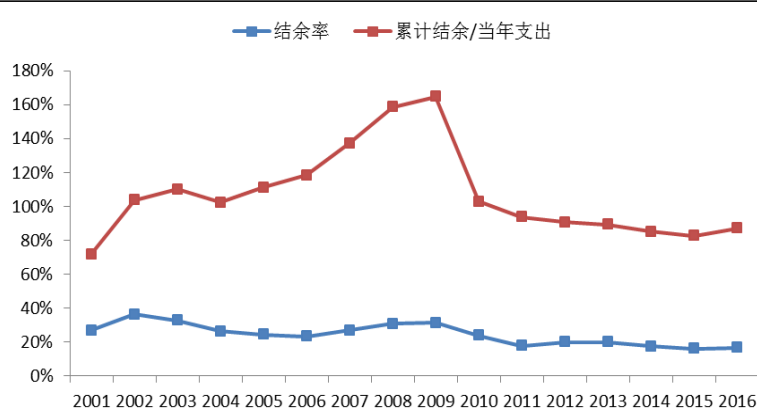
- **医保结余继续维持相对紧张局面**：2015-2017年，医保基金整体收入增速大于支出增速，体现了控费节约的治理思路；2018年度，医保基金总收入为2.14万亿元，同比增速为19.3%；医保基金总支出为1.78万亿元，同比增速为23.6%，大幅高于收入增速，体现了新时期腾笼换鸟、为创新支付的思路。从医保结余率来看，结存情况略微好转，但仍持续处于较低位置，特别是在医保收入端增长有限，支出端三保合一情况下，预计未来医保结余仍将维持相对紧张局面。
- **控费压力进一步加大，控费向精细化方向发展**：加法：新版医保目录新增339个药品，36个高价特效药+17个高价抗肿瘤药通过谈判进入乙类目录；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）



资料来源：人社部，方正证券

图表2：医保结余率不断下降

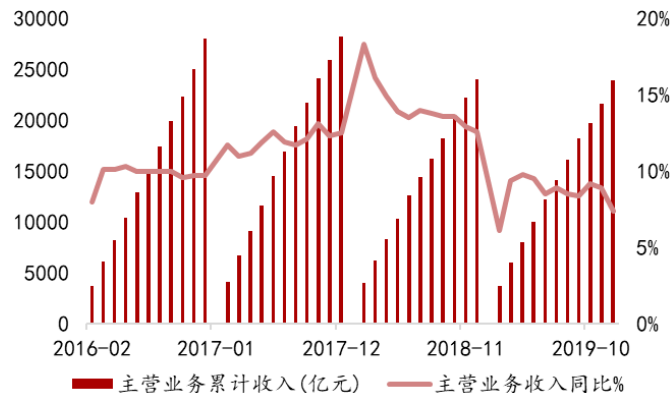


资料来源：人社部，方正证券

1.2 医药行业整体增速持续下滑

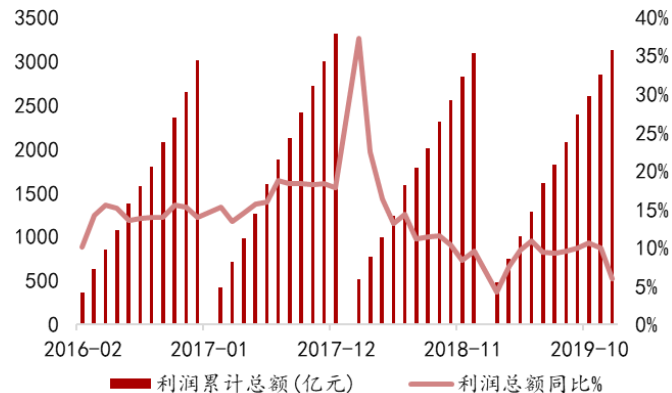
根据国家统计局对规模以上医药制造企业统计数据来看：2019年医药工业收入累计23908.60亿元，增速7.40%，比2018年下降5.2PP，主要系2018年度两票制低开转高开的基数影响；医药工业利润累计3119.50亿元，增速5.90%，比2018年下降3.6PP。随着2018年医保局成立以来，与控费相关医药政策的密集推出，尤其“4+7”带量采购对化药行业的冲击，导致了医药工业整体利润水平持续下行。

图表3：医药工业收入累计及增速



资料来源：国家统计局，方正证券

图表4：医药工业利润累计及增速

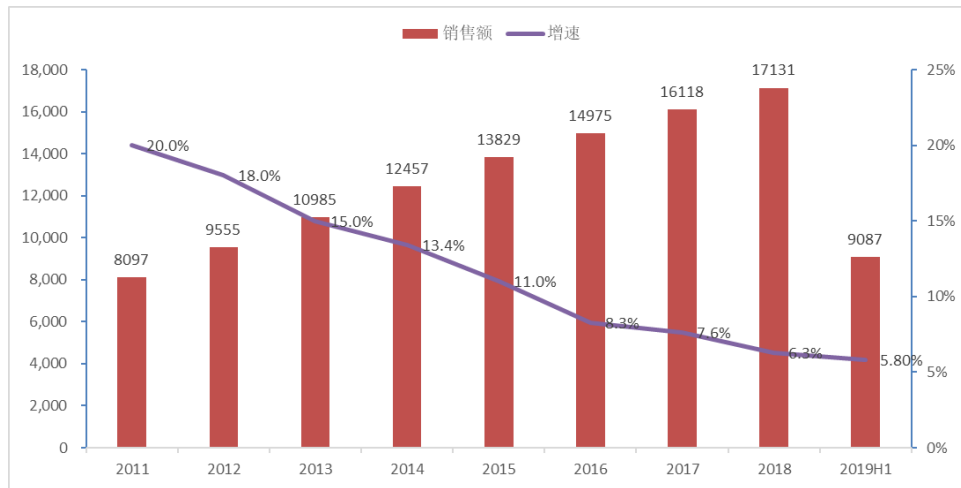


资料来源：国家统计局，方正证券

1.3 终端药品市场整体仍处于下行趋势

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5：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

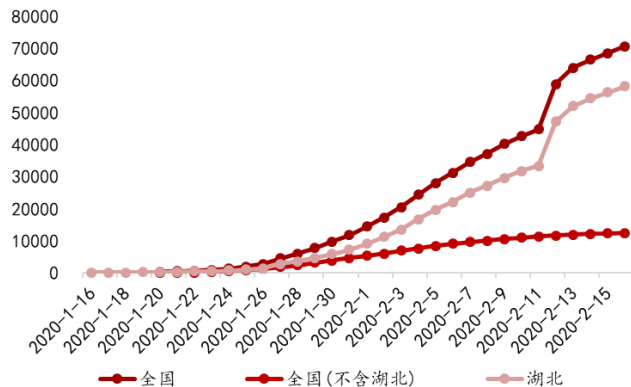
02 疫情持续，防护、检测、治疗类公司有望持续受益

2.1 疫情发展趋势向下，但疫情仍在进行

根据国家卫健委公布数据：截至2月16日全国累计确诊70548例，其中湖北省58182例，湖北省之外12366例；截至2月16日全国新增确诊2048例，其中湖北省1933例，湖北省之外115例。湖北省连续4日新增病例减少，湖北省之外新增病例连续13日下降，由此可见疫情发展趋势在逐渐放缓。

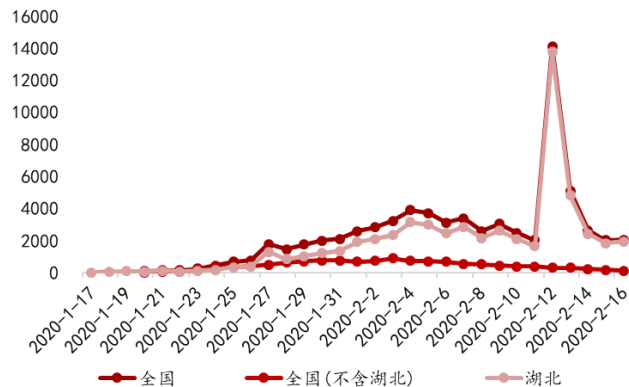
虽然疫情的发展趋势下行，但是疫情仍然是进展的状态；此外我们还要防止大规模返工潮可能带来的疫情二次爆发，所以我们仍然不能够放松警惕。

图表6：新型冠状病毒累计确诊数



资料来源：卫健委，方正证券

图表7：新型冠状病毒每日新增确诊数



资料来源：卫健委，方正证券

2.2 防护、检测、治疗类公司有望持续受益

- **分子诊断和第三方实验室ICL**：核酸检测被指南确认为临床上确诊新型冠状病毒感染最直接的方法，疫情有望提升一季度的销售业绩。为提高检测确诊能力，缩短检测时间，政策允许符合条件的ICL开展核酸检测，这有利于提升ICL在诊断行业内的重要性，金域医学、迪安诊断等将进一步提高市场地位。
- **医疗器械**：疫情发展迅速导致了相关资源的匮乏，政府为了应对疫情发展，新建临时医疗机构并加强了医院设备的采购，医疗器械公司作为为医院提供设备和耗材的供应商，同时利于向医疗机构的进一步渗透，推荐迈瑞医疗。
- **血制品**：血液制品作为重大战略物资，在传染疾病治疗中有着重要的作用，在本次疫情中，静丙在重症病人治疗中的作用大大体现。随着血制品去库存结束，采浆量受到影响的情况下，未来血制品需求旺盛而库存不足的局势下，血制品企业的盈利能力将大大提升，建议关注天坛生物、博雅生物，华兰生物。
- **防护用品**：目前全国疫情仍处于相对严峻的状态，为了进一步遏制病毒人传人的现象，做好个人防护，口罩、一次性手套和防护服等防护设备一直处于紧缺状态，随着缺口的进一步加大，相关防护企业势必迎来业绩加速，建议关注蓝帆医疗、英科医疗等。
- **疫苗**：控制传染性疾病最主要的手段就是预防，而接种疫苗被认为是最行之有效的措施。虽然目前没有针对新冠肺炎有效的疫苗，但是此次疫情的爆发会增强大家对接种疫苗的意识，长期来看有利于二类疫苗接种率提升。建议关注康泰生物、智飞生物、沃森生物

2.2 防护、检测、治疗类公司有望持续受益

大类	细分	驱动因素	相关标的
诊断检测	IVD	诊断金标准、快速筛查检测	达安基因、凯普生物、万孚生物、基蛋生物、硕世生物、华大基因、丽珠集团
	ICL	补充公立医院检测能力不足问题	金域医学、迪安诊断
设备及器械	大型器械	疫情对CT、MRI、DR等需求增加	迈瑞医疗、万东医疗、万东医疗
	辅助治疗器械	新冠肺炎患者治疗必备设备	鱼跃医疗、乐普医疗、健帆生物、理邦仪器
病毒治疗	血制品	静丙在重症病人治疗中的作用大大体现	博雅生物、天坛生物
	抗病毒	氯喹、核苷酸类似物、干扰素及其他广谱抗病毒等表现出积极的治疗作用	安科生物、海正药业、科伦药业、上海医药、普洛药业、中国医药、华北制药、石药集团、东阳光等
防护及预防	疫苗	疫苗是预防传染病最有效的方法，疫情增加民众接种疫苗的意识，有利于疫苗接种率提升	康泰生物、智飞生物
	口罩、手套、防护服等	医护人员治疗期间防护和全国普通民众未来长期防自身感染需要	蓝帆医疗、英科医疗、振德医疗、海王生物

03 寻找确定性，精选质优赛道

3.1 迈瑞医疗：医疗器械行业龙头，受益国产替代进程

- 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。
- **产品竞争力提升，三大产线继续保持稳定增长**：受益国内国际营销拓展和本地化体系的日臻完善，国内增速依然略高于国外增速；生命信息与支持凭借多产品协同打包整体解决方案优势，有望继续维持较高增长；随着下半年采购环境改善，彩超产线增速有望逐步改善；体外诊断产线受产品竞争力及市场旺盛需求的带动下，有望实现加速增长。整体而言，公司核心产品市占率逐步提升，高端产品持续放量，在国内和国际市场均实现高端客户群突破。
- **新品持续推出，高端产品引领未来发展**：2019 年公司推出了 HYPERVISOR X 亚重症中央站、腹腔镜气腹机、光学硬管腹腔镜、中高端台式彩超 DC-80 X-Insight 版、新低端便携彩超 Z50/Z60 及新黑白超 DP50 专家版、低端台式彩超 DC-30 V2.0 版、BS-2000M 全自动生化分析仪(M2)、CL-6000iM2 全自动化学发光免疫分析仪、生化免疫试剂产品（肿瘤、甲功、贫血、肝纤）等一系列高性价比产品，产品性能持续优化，品牌实力逐步加强。我们看好公司在高端领域的持续升级和进口替代，未来生命信息与支持、体外诊断以及医学影像三大业务领域有望在国内外市场继续保持持续稳健增长。

3.2 长春高新：生长激素龙头，生长激素，疫苗等处于高速增长长期

- 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。
- **金赛药业净利率提升叠加并购后并表，公司预增60%-80%超预期**：金赛药业2019年1-10月未经审计的净利润约为16.15亿元，已大幅超过2018年全年的11.32亿元，2019年7-10月实现净利润约7.92亿元，接近上半年的8.23亿元。预计全年金赛药业有望实现19亿元左右净利润，实现70%左右增长，净利率较2018年有所提升。如将11月和12月并表增加的利润还原，预计长春高新2019年全年实现的归母净利润同比增长仍然达到50%-70%。

3.3 安科生物：重组人干扰素被列为新冠肺炎治疗药物

- 重组人干扰素在国家卫健委和中医药管理局联合发布的《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》被列为新冠肺炎抗病毒治疗药物。安科生物加班加点生产用于新冠肺炎治疗的重组人干扰素，积极参与抗击新冠肺炎疫情。
- 重组人干扰素曾经是病毒性肝炎的首选用药方案。在新冠肺炎疫情之前，已经在治疗呼吸系统病毒感染治疗中有应用。干扰素是人体免疫系统对抗病毒感染的机制之一，能够通过诱导细胞合成抗病毒蛋白，抑制病毒的增殖，是一种广谱抗病毒药物。重组人干扰素曾经是乙肝和丙肝治疗的首选治疗方案，但目前已经被核苷类似物取代，仅有长效干扰素仍然在病毒性肝炎治疗中有应用。重组人干扰素逐渐退出病毒性肝炎治疗领域的同时，又开发了呼吸系统病毒感染治疗这一新的治疗领域。
- 重组人干扰素在已发布的四版《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案》中都是推荐的治疗药物之一。重组人干扰素雾化吸入治疗新冠肺炎的推荐用量是成人每次500万 IU，每日两次，如每次使用两支300万 IU/支的重组人干扰素，则每天每人使用4支的用药费用约为160元。重组人干扰素被列为新冠肺炎治疗药物之后，市场需求大增，公司加班加点生产，根据安徽卫视报道，每天能生产近8万支重组人干扰素，相当于约2万人的用量。考虑各家医院备货的需求，目前采购量会超过病人的数量，如公司满负荷生产的干扰素全部形成销售，预计一个月能增厚公司收入5000万~6000万，将对公司2020年业绩增长有一定拉动。
- 经过此次疫情，重组人干扰素用于治疗呼吸系统病毒感染的治疗理念得到广泛普及，有助于产品学术推广，预计未来产品临床使用将较疫情前有明显提升。重组人干扰素在疫情前主要用于儿童呼吸系统病毒感染治疗，且用量有限。此次被列入新冠肺炎治疗药物，将广泛提高重组人干扰素治疗呼吸系统病毒感染的认知度。另外，大量医院已采购了重组人干扰素，预计在疫情过后，未来其中一部分存货将被用于其他呼吸系统病毒感染的治疗，对于推广治疗理念也将起到推进作用。

3.4 博雅生物：血&疫业务共同发展，血制品逐步恢复

- **新冠疫情加大静丙需求**：静丙对新冠病毒的预防和治疗效果显著，企业库存陆续消化，市场需求仍在持续增长；此外新冠病毒感染者血清白蛋白含量下降，对白蛋白的需求也有所增长。
- **血制品渠道去库存，恢复供需平衡**：新浆站审批趋严导致采浆量增速从2017年以来持续下滑，目前血制品库存已经逐步消化，白蛋白库存恢复至正常水平，静丙库存明显下降。血制品行业恢复供需平衡状态，2019年白蛋白和静丙的批签发和销售增速均有明显回升。新冠疫情导致2020年采浆量受到影响，血制品未来可能供不应求，长期有助于推动血制品价格上涨。
- **丹霞调拨500吨解决血浆缺口**：公司拟申请从丹霞调拨500吨血浆，血制品在新冠疫情防控中发挥了重要作用，处于供不应求状态，如调浆审批通过，公司将获得充足的血浆，为感染者和医务人员提供静丙和白蛋白。
- **盈利预测**：我们预测公司 2019-2021 年将分别实现净利润为 587.25百万元、673.26 百万元、746.41 百万元，EPS 分别为 1.36 元、1.55 元、1.72 元，对应 PE 为 24 倍、21 倍、19 倍。同时公司经营结构改善、丹霞生物 GMP 证再次取得并恢复生产（21 年有望实现注入），将有助于业务持续向好发展，实现血液制品、疫苗双开花，估值也有望提升，维持“推荐”投资评级。

3.5 天坛生物：血制品龙头，吨浆盈利能力提升

- **血制品龙头，采浆量领先**：天坛生物整合了中生股份旗下血制品业务，采浆量行业龙头，我们预计公司目前有血浆站60个，未来血浆站数量还会继续增加。核心子公司成都蓉生吨浆利润较高，四大血制提升空间明显，21年永安血制投产带来业绩跃升。
- **新建产能+在研产品**：自2018年重组整合完成之后，公司覆盖白蛋白、免疫球蛋白及凝血因子三大品类。天坛生物体系内5家血制品公司主要产品为白蛋白、静丙及特免，很少有凝血因子类产品批签发。预期未来随着新产能永安血制、云南血制基地逐渐投产及血浆内部的调拨、层析静丙及凝血因子类在研产品逐渐获批上市，未来单吨收入和利润将获得进一步提升。
- **受益于新冠疫情，静丙需求旺盛**：静丙对新冠病毒治疗效果显著，企业库存消化，市场需求仍在持续增长；新冠疫情导致2020年采浆量受到影响。公司2019年静丙批签发量为296.9万瓶，同比增长10.7%，占总市场批签发量的24.6%，批签发量均领先于国内其他厂商。
- 公司作为国内血制品行业龙头，随着新产能逐渐投产和层析静丙及凝血因子类产品逐渐获批上市等影响，公司未来吨浆利润将继续呈现上升趋势；同时新冠疫情对血制品需求大增并导致采浆量受影响，血制品行业即将迎来供不应求，建议大家积极关注。

- 疫情进一步恶化风险、政策风险、创新研发失败风险。

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