

行业研究/年度策略

2020年11月23日

行业评级:

医药生物

增持(维持)

代雯 SAC No. S0570516120002
研究员 SFC No. BFI915
021-28972078
daiwen@htsc.com

张云逸 SAC No. S0570519060004
研究员 021-38476729
zhangyunyi@htsc.com

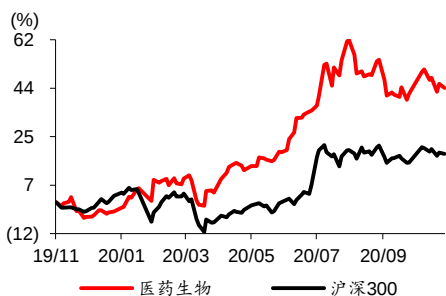
高鹏 SAC No. S0570520080002
研究员 021-28972068
gaopeng@htsc.com

孔垂岩 SAC No. S0570520010001
研究员 021-38476695
kongchuiyan@htsc.com

相关研究

- 1《医药生物:行业周报(第四十四周)》2020.11
- 2《华熙生物(688363 SH,买入):线上高增长,线下医美快速恢复》2020.10
- 3《司太立(603520 SH,买入):造影龙头,全速出击》2020.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

以创新应对一切挑战

医药行业 2021 年度投资策略

2021 年度投资策略: 以创新应对一切挑战

医保内未来十年的主题仍是结构优化、鼓励创新, 医保外未来十年的矛盾仍是高品质供给与高品质需求的错配, 创新药产业链与可选医疗消费属于中长期的优质赛道, 个股上坚守一线龙头白马、择机配置超跌标的。

政策展望: 鼓励创新, 持续药品集采并扩至高值耗材, 推进 DRGs 改革

我们建议 2021 年重点关注: 1) 国家医保谈判与常规目录独家品种谈判的价格降幅可能偏大, 建议关注管线有深度、销售能力较强的大型药企; 2) 冠脉支架国家集采落地, 高值耗材市场动荡。考虑适合全国性集采的标准器械品类有限, 我们对器械的全国集采保持谨慎乐观。区域性集采有望常态化, 但价格降幅有限。我们看好创新型耗材与定制型耗材; 3) CHS-DRGs 于 2020 年模拟运行并于 2021 年启动实际付费, 我们认为部分高值耗材与辅助用药可能受到负面影响。

制药: 医保内看创新实力, 医保外看赛道空间

1) 医保内看好研发实力强、管线质量好, 销售能力强的大型龙头药企, 能较好的对冲医保谈判风险; 医保外看好强需求消费属性的行业, 如医美赛道等, 建议关注司太立(603520 CH)、华东医药(000963 CH)、华熙生物(688363 CH)、长春高新(000661 CH)、云南白药(000538 CH)、片仔癀(600436 CH)、东阿阿胶(000432 CH)。2) 中国疫苗产业处于供给释放与国产替代的大周期, PCV/HPV 等全球重磅疫苗的国产化将驱动龙头企业持续高增长。此外新冠疫苗研发成功的企业有望 2021-22 年增厚获得亿级甚至数十亿级的利润, 建议关注智飞生物(300122 CH)。

医疗器械: 规避集采类耗材, 创新高值耗材崛起逻辑预计影响式微

高值耗材集采涉及的主要为市场规模大的标准型产品, 未来能进行集采的品类较为有限。未来细分赛道的创新型产品及定制型产品将会是长期投资的主要赛道, 长期成长性与盈利能力均优异。建议关注疫后恢复良好、集采影响较小及长期受益医疗新基建的细分赛道龙头, 如迈瑞医疗(300760 CH)、新产业(300832 CH)、迈克生物(300463 CH)、三诺生物(300298 CH)、健帆生物(300529 CH)、南微医学(688029 CH)等。

医疗服务: 长期看好 CXO 板块, 连锁服务优选管理效率高者

1) 连锁服务: 继续看好民营肿瘤医疗服务板块, 市场大、成长性好、需求旺盛。2) CXO: 关注海外疫情下订单流入机会, 看好产业链布局完善、订单获取能力强且在手订单充沛的行业龙头, 尤其看好 CDMO 在 2021 的板块性增长, 建议关注药明康德(603259 CH)等。

风险提示: 医疗政策变动的风险, 药品价格政策调整风险。

正文目录

2021 年投资策略	5
坚守景气赛道	5
优选龙头白马	6
政策展望	7
创新药	8
仿制药	12
高值耗材	14
DRG 支付改革	17
制药：以临床需求为基础，优选创新性、全球化、优势龙头	19
疫苗：供给周期叠加新冠增量	21
医疗器械：关注疫后恢复佳及新基建长期受益赛道	27
医药流通：疫情大浪淘沙，龙头率先恢复	29
医药零售：疫情与集采加速行业长期分化	31
重点公司推荐	33
智飞生物（300122 CH，买入，目标价 210.72 元）	33
长春高新（000661 CH，买入，目标价 488.28 元）	34
司太立（603520 CH，买入，目标价 102.5 元）	35
华东医药（000963 CH，买入，目标价 42.43 元）	36
华熙生物（688363 CH，买入，目标价 166.47 元）	37
云南白药（000538 CH，增持，目标价 134.05 元）	37
片仔癀（600436 CH，买入，目标价 243.61 元）	38
东阿阿胶（000423 CH，持有，目标价 44.62 元）	38
迈瑞医疗（300760 CH，买入，目标价 457.04 元）	39
新产业（300832 CH，买入，目标价 235.15 元）	39
迈克生物（300463 CH，买入，目标价 62.32 元）	40
三诺生物（300298 CH，买入，目标价 51.3 元）	40
南微医学（688029 CH，买入，目标价 277.16 元）	41
健帆生物（300529 CH，买入，目标价 95.66 元）	42
药明康德（603259.SH，买入，目标价 133.01~143.53 元）	42
风险提示	43

图表目录

图表 1：CDE 历年受理的 1 类新药申报数量（2010-2019）	5
图表 2：中国居民恩格尔系数与消费水平（1978-2019）	5
图表 3：细分板块龙头季度股价表现（1Q17-3Q20）	6
图表 4：中国药政改革（2015-2020）	7
图表 5：中国医保改革（2016-2020）	7
图表 6：中国新药审批数量（2016-2018）	8
图表 7：中外药品审评时差（2017 vs 2018）	8
图表 8：全球新药上市到报销时间差（2012）	8

图表 9: 中国创新药谈判品种已上市年数 (2016-2019)	8
图表 10: 中国创新药招采报销变化	8
图表 11: 日本医保目录对药品的调整频率	8
图表 12: 日本医保外的创新药谈判步骤	9
图表 13: 日本创新药定价举例: Obnituzumab (1000mg, 40mL)	9
图表 14: 日本医保外的创新药降价规则	9
图表 15: 2020 年医保目录调整时间表	10
图表 16: 2020 年医保目录更新备选药品	10
图表 17: 中国企业: 新药上市一览 (截止 20191113)	11
图表 18: 2018 年中美日仿制药金额占比与处方量占比	12
图表 19: 上海第三批集中采购降价结果	12
图表 20: 国家药品集采进程	12
图表 21: 美国仿制药价格年度变化 (2014-2018)	13
图表 22: 美国药品购买方持续整合	13
图表 23: 日本仿制药市场格局 (1997)	13
图表 24: 日本仿制药市场格局 (2017)	13
图表 25: 日本仿制药药企市值变迁 (1995-2018)	13
图表 26: 集采对仿制药产业的影响	13
图表 27: 医药品: 市场特征、产品特性、集采经营比较	14
图表 28: 中国高值耗材市场拆分 (2018)	14
图表 29: 国家冠脉支架集采时间轴	15
图表 30: 冠脉支架集采前后价格、成本等对比	15
图表 31: 国家冠脉支架集采中选结果	15
图表 32: 2013-2017 年中国冠脉支架终端市场规模	16
图表 33: 2017 年中国冠脉支架市场格局 (按植入量)	16
图表 34: 各类型高值耗材省级/联盟地区集采汇总	16
图表 35: 国内代表性 DRGs 试点	17
图表 36: 总额预付导致 DRGs 付费激励机制失灵	17
图表 37: 医保基金进行切块管理	17
图表 38: 部分国家 DRG 付费标准定期调整周期	18
图表 39: 我国公立医院出院病人人均医药费拆分 (2010-2018)	18
图表 40: 中国医院药品市场: 按治疗路径分 (2017)	18
图表 41: 中国医院药品市场: 按生产特性分 (2017)	18
图表 42: 科创板和港股 18A 创新药企数量 (截至 2020 年 11 月 11 日)	19
图表 43: 国内获批新药数量 (2016-9M20)	19
图表 44: 部分创新药企的对外授权案例	20
图表 45: 中国: 已获批 PD-1/PD-L1 抗体销售竞争格局	20
图表 46: 中国疫苗产业规模 (2013-2030E)	21
图表 47: 中国疫苗上市预期 (2020-2022E)	22
图表 48: 中国疫苗企业研发管线质量	22
图表 49: 新冠疫苗: 四大技术路径与临床候选产品 (截至 20201103)	23
图表 50: 新冠疫苗: 进度预期	24
图表 51: 新冠疫苗: 采购价	24
图表 52: 中国新冠疫苗生产企业的潜在市场与利润测算	25
图表 53: 疫苗企业分析框架	25
图表 54: 中国疫苗企业一览	26

图表 55: 新冠疫情对不同医疗器械品类销售影响.....	27
图表 56: 重大疫情救治基地应急救治物资参考储备清单 (按单个基地计算)	27
图表 57: 各国每十万人人口 ICU 床位数对比 (2012 年)	28
图表 58: 2019 年 1 月至今逐月中国医疗机构诊疗人次及出院人数	29
图表 59: 1Q20-3Q20 国药控股各季度收入、净利润及增速	29
图表 60: 1Q20-3Q20 上海医药各季度商业业务收入、净利润及增速	29
图表 61: 国药控股 1Q20-3Q20 各季度经营性现金流量净额.....	30
图表 62: 2018 年至今国药控股 SCP 发行利率	30
图表 63: 2010-2019 年我国药品零售销售额及其增速、名义 GDP 增速.....	31
图表 64: 2008-2019 年我国药店总数及其增速	31
图表 65: 2008-2019 年我国连锁药店门店数量及连锁率变化	31
图表 66: 2010-2019 年我国医药零售行业集中度变化	31
图表 67: 2013-3Q20 年四大上市连锁药店龙头的营业收入	32
图表 68: 2013-3Q20 年四大上市连锁药店龙头的归母净利润.....	32
图表 69: 2013-3Q20 年四大上市连锁药店龙头的门店数量	32
图表 70: 重点公司盈利预测	33
图表 71: 国内生长激素市场样本医院销售额及格局	34
图表 72: 长春高新: 生长激素及疫苗板块为核心利润驱动	34
图表 73: 公司产能逐步释放	35
图表 74: 造影剂制剂竞争格局.....	35
图表 75: 医美领域全产品线覆盖	36
图表 76: 医美产品线销售有望快速增长	36
图表 77: 透明质酸原料产品全球竞争格局 (2018, 按销量)	37
图表 78: 中国透明质酸医美终端产品格局 (2018 销量口径)	37
图表 79: 迈瑞医疗收入及归母净利润	39
图表 80: 2017-2022E 年公司国内和海外市场收入	40
图表 81: 2017-2022E 年公司营业收入、归母净利润及其增速	40
图表 82: 迈克生物收入及归母净利润	40
图表 83: 三诺生物收入及归母净利润	41
图表 84: 2017-2022E 年公司各产品线收入	41
图表 85: 2017-2022E 年公司营业收入、归母净利润及其增速	41
图表 86: CDMO: “Follow the molecule” 策略	43
图表 87: 一体化药物发现、分析测试和生产服务平台	43
图表 88: 报告提及公司列表	43

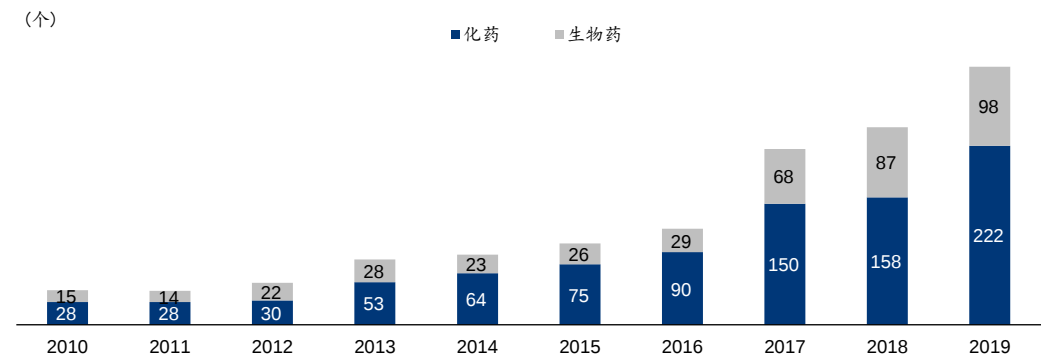
2021 年投资策略

医保内未来十年的主题仍是结构优化、鼓励创新，医保外未来十年的矛盾仍是高品质供给与高品质需求的错配，创新药产业链与可选医疗消费属于中长期的优质赛道，个股上坚守一线龙头白马、择机配置超跌标的。

坚守景气赛道

创新药产业链：药审改革与医保谈判大幅提升创新药投资回报率，big pharma 与 biotech 加大创新药的研发投入，并自下而上带动 CXO 产业链繁荣。未来数年，医保仍将挤出高价仿制、辅助用药、虚高耗材，创新药是医保结构优化的受益者。

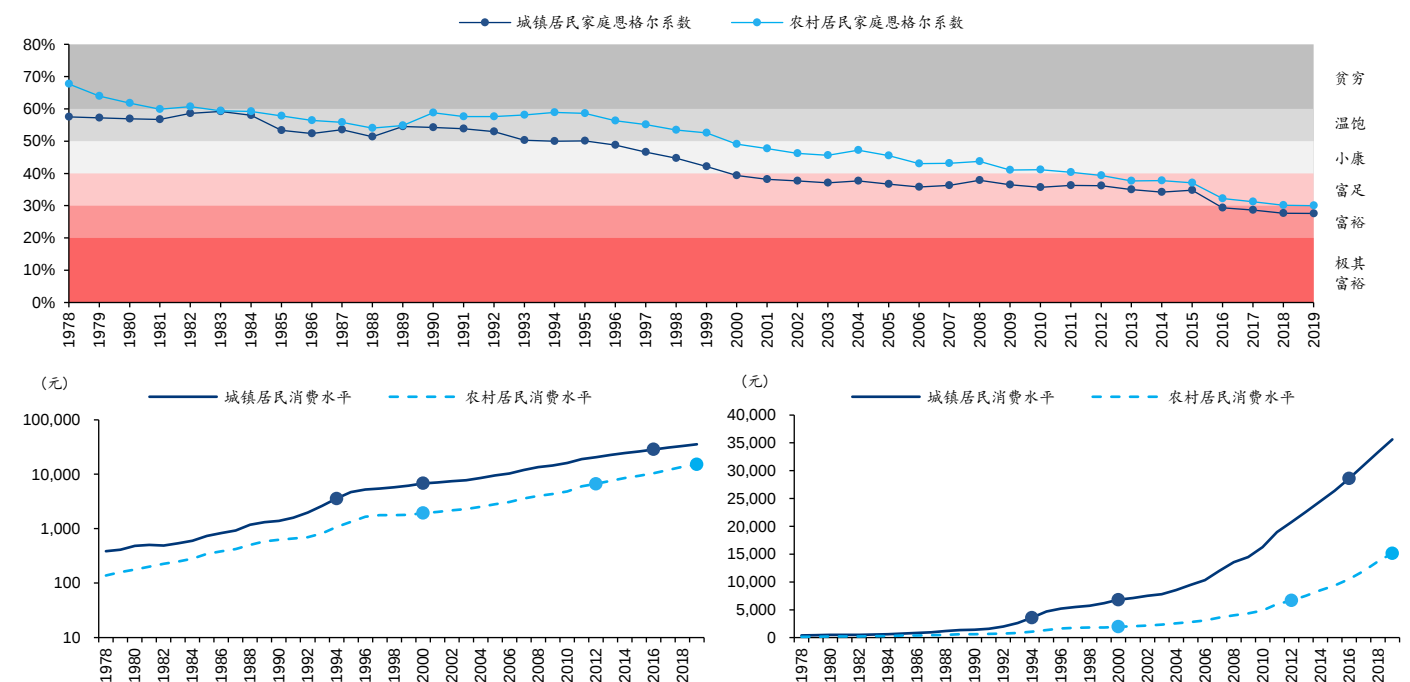
图表1：CDE 历年受理的 1 类新药申报数量（2010-2019）



资料来源：Insight, NMPA, 华泰证券研究所

可选医疗消费：随着中国恩格尔系数的下降，居民对高品质消费需求持续提升，可选医疗消费作为政策免疫品种、长期受益于消费升级，建议关注连锁服务（眼科、齿科、体检、肿瘤）、疫苗、医药消费品等。

图表2：中国居民恩格尔系数与消费水平（1978-2019）



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所；注：左下为指数纵轴、右下为普通纵轴，标点为小康、富足、富裕

优选龙头白马

我们认为白马行情有望延续：1) 药政改革深入推动行业持续尾部出清，龙头优势与集中度提升；2) 长线外资的潜在流入将首选业绩稳健、现金流好、ROE 高的细分龙头。

图表3： 细分板块龙头季度股价表现（1Q17-3Q20）

		总市值/亿元	区间涨跌幅														
		20201110	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
创新药																	
恒瑞医药	600276 CH	4689	19%	12%	18%	15%	27%	13%	-16%	-17%	49%	1%	22%	8%	5%	20%	-3%
翰森制药	3692 HK	2030											18%	8%	2%	42%	3%
百济神州	6160 HK	1983								-19%	-8%	-2%	1%	35%	-3%	50%	73%
中国生物制药	1177 HK	1512	17%	8%	20%	68%	26%	17%	-39%	-29%	39%	12%	25%	9%	-6%	43%	-13%
复星医药	600196 CH	1315	22%	12%	9%	34%	-1%	-7%	-22%	-26%	27%	-15%	-2%	6%	21%	3%	41%
石药集团	1093 HK	978	23%	12%	15%	24%	32%	14%	-30%	-32%	29%	-14%	25%	18%	-16%	13%	2%
贝达药业	300558 CH	434	-10%	-10%	-8%	15%	5%	-16%	-28%	-20%	41%	-8%	11%	42%	7%	100%	-19%
康弘药业	002773 CH	380	-22%	18%	-1%	19%	-3%	-13%	-23%	-15%	49%	-16%	1%	11%	7%	26%	-8%
丽珠集团	000513 CH	374	-4%	20%	-1%	32%	6%	-21%	-24%	-23%	33%	-4%	4%	25%	18%	27%	-1%
化学制剂板块			1%	1%	4%	8%	9%	0%	-17%	-17%	40%	-4%	6%	8%	1%	22%	-1%
创新产业链																	
药明康德	603259 CH	2927							-3%	-11%	27%	-7%	39%	8%	-2%	49%	11%
泰格医药	300347 CH	1076	-5%	-1%	20%	21%	53%	15%	-13%	-20%	55%	16%	21%	2%	1%	59%	17%
康龙化成	300759 CH	876							-19%	36%	29%	16%	65%	7%			
凯莱英	002821 CH	703	-9%	14%	-17%	-1%	28%	14%	-17%	-6%	36%	7%	20%	10%	33%	41%	14%
医疗服务板块			-7%	-7%	3%	22%	13%	1%	-18%	-16%	37%	-8%	21%	6%	-3%	42%	10%
生物药																	
智飞生物	300122 CH	2328	13%	2%	40%	5%	21%	35%	7%	-21%	32%	-16%	10%	5%	36%	49%	39%
长春高新	000661 CH	1404	-2%	17%	15%	23%	0%	24%	4%	-26%	81%	7%	17%	35%	23%	59%	-15%
康泰生物	300601 CH	1140	-9%	-9%	46%	18%	32%	50%	-30%	-17%	59%	-7%	41%	18%	31%	47%	13%
华兰生物	002007 CH	822	0%	2%	-25%	-1%	12%	7%	18%	-13%	38%	2%	12%	2%	36%	36%	14%
沃森生物	300142 CH	747	20%	-5%	36%	8%	18%	-7%	9%	-12%	34%	11%	-5%	20%	-2%	65%	-2%
生物制品板块			0%	2%	4%	7%	6%	2%	-9%	-22%	34%	-6%	7%	6%	16%	40%	5%
医疗器械																	
迈瑞医疗	300760 CH	4316									23%	22%	13%	-1%	44%	17%	14%
安图生物	603658 CH	698	-18%	-6%	9%	13%	2%	53%	-24%	-22%	36%	3%	29%	9%	24%	39%	-1%
新产业	300832 CH	657															-3%
健帆生物	300529 CH	551	-19%	-21%	11%	-3%	22%	11%	2%	-5%	50%	1%	22%	-5%	32%	40%	2%
乐普医疗	300003 CH	525	-1%	28%	-3%	12%	40%	9%	-17%	-31%	27%	-13%	9%	32%	9%	1%	-7%
山东药玻	600529 CH	262	-11%	30%	-12%	2%	-11%	23%	-2%	11%	34%	25%	2%	19%	21%	73%	-22%
医疗器械板块			-6%	-3%	2%	-3%	6%	-9%	-15%	-13%	30%	-5%	9%	7%	30%	40%	-1%
连锁药店																	
益丰药房	603939 CH	557	-2%	15%	6%	28%	29%	2%	-4%	-25%	39%	21%	13%	-7%	27%	37%	9%
大参林	603233 CH	616				31%	11%	20%	-31%	-16%	24%	18%	27%	-5%	22%	55%	2%
老百姓	603883 CH	289	-6%	11%	0%	38%	13%	17%	-25%	-25%	33%	-6%	29%	-15%	22%	31%	16%
一心堂	002727 CH	218	0%	-13%	13%	6%	22%	33%	-21%	-31%	42%	13%	-21%	4%	11%	45%	8%
医药商业板块			9%	3%	-7%	-2%	7%	-6%	-14%	-21%	24%	-9%	5%	-2%	6%	14%	6%
连锁服务																	
爱尔眼科	300015 CH	2857	2%	16%	9%	27%	34%	18%	0%	-18%	29%	18%	15%	12%	0%	43%	21%
美年健康	002044 CH	476	6%	22%	0%	38%	24%	0%	-24%	-13%	24%	-33%	17%	28%	-21%	22%	-2%
通策医疗	600763 CH	767	-18%	-9%	-6%	37%	28%	18%	10%	-12%	49%	26%	16%	0%	5%	55%	28%
医疗服务板块			-7%	-7%	3%	22%	13%	1%	-18%	-16%	37%	-8%	21%	6%	-3%	42%	10%
中药																	
片仔癀	600436 CH	1396	10%	21%	-5%	8%	31%	35%	-10%	-14%	33%	0%	-12%	8%	13%	37%	43%
云南白药	000538 CH	1293	12%	10%	-3%	12%	-3%	8%	-34%	5%	16%	-2%	12%	18%	-4%	10%	9%
同仁堂	600085 CH	378	1%	11%	-7%	-1%	8%	2%	-10%	-13%	9%	-3%	-7%	5%	-10%	7%	-1%
东阿阿胶	000423 CH	268	22%	10%	-10%	-7%	2%	-13%	-12%	-17%	20%	-16%	-23%	16%	-27%	39%	11%
中药板块			3%	0%	-5%	-1%	3%	-4%	-14%	-19%	24%	-14%	-7%	5%	-4%	16%	5%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

政策展望

我们建议 2021 年重点关注：1) 国家医保谈判与常规目录独家品种谈判的价格降幅可能偏大，建议关注管线有深度、销售能力较强的大型药企；2) 冠脉支架国家集采落地，高值耗材市场动荡。考虑适合全国性集采的标准器械品类有限，我们对器械的全国集采保持谨慎乐观。区域性集采有望常态化，但价格降幅有限。我们看好创新型耗材与定制型耗材；3) CHS-DRGs 于 2020 年模拟运行并于 2021 年启动实际付费，我们认为部分高值耗材与辅助用药可能受到负面影响。

图表4：中国药政改革（2015-2020）

	创新药	仿制药
2015	11 月：化药注册分类改革 新药定义为“全球新”，注重临床价值 老 3 类新药定义为仿制药品，注重与原研一致	12 月：仿制药一致性评价 首批 289 个固体口服制剂开展一致性评价，2018 年底前完成 BE 备案制
2016	2 月：优先审评审批 鼓励创新药、临床急需、疗效，明显改进药品优先审评审批 平均审评周期缩短至 60 天 5 月：第一轮创新药医保谈判 5 个品种，3 个谈判成功，平均降幅达 58.6%	
2017	5 月：海外数据认证 接受境外临床试验数据，开启 ANDA 转报绿色通道 临床试验机构资格认定改为备案制，资质放开 7 月：第二轮创新药医保谈判（17 版医保目录） 44 个品种，17 个谈判成功 谈判品种相比于 2016 年零售价，平均降幅达 44%	6 月：一致性评价标准明晰 明确参比制剂（已公布 898 个品规，共 10 批目录） 明确海外上市品种 BE 临床机构备案制
2018	10 月：第三轮创新药医保谈判（肿瘤药专项） 44 个品种，17 个谈判成功，相比于零售价，平均降幅达 56.7%	12 月：4+7 集采 31 个采购品种 25 个品种中选，降价均幅达到 52%
2019	11 月：第四轮创新药医保谈判（19 版医保目录） 119 个品种谈判，70 个谈判成功，平均降幅达 60.7% 31 个品种续约，27 个品种续约成功，平均降幅达 26.4%	9 月：全国集采 扩围参与者共 77 家，拟中选 45 家，拟中选产品 60 个 与“4+7”中选价相比，平均降幅 25% 10 月：注射剂一致性再评价
2020	12 月：第五轮创新药医保谈判	1 月：第二批全国集采 参与企业 122 家、拟中选 77 家，参与品种 33 个、拟中选 32 个 与联盟地区 2018 年最低采购价相比，平均降幅 53% 8 月：第三批全国集采 参与企业 194 家、拟中选 125 家，参与品种 56 个、拟中选 55 个 与联盟地区 2019 年最低采购价相比，平均降幅 53%

资料来源：CDE，国家药监局，国家卫健委，国家医保局，华泰证券研究所

图表5：中国医保改革（2016-2020）

	集中采购（2018 至今）	重点监控（2019）	医保目录调整（2016 至今）	DRGs（2020）
化学药				
专利药	—	—	↑（国家谈判准入）	—
过期原研	↓（已启动三批集采）	—	—	↓（替换低价仿制）
仿制药	↓（已启动三批集采）	—	—	↓（替换低价仿制）
辅助用药	—	↓（全国监控）	↓（剔除全国医保）	↓（减少使用频度）
中药				
口服中药	—	—	—	↓（减少使用频度）
注射中药	—	↓（部分地区监控）	↓（施加限制）	↓（减少使用频度）
中药饮片/配方颗粒	—	—	—	—
生物制品				
生物药	—	—	↑（国家谈判准入）	↓（替换低价仿制）
血制品	—	↓（部分地区监控）	—	—
疫苗	—	—	—	—
医疗器械				
医用耗材	↓（已启动冠脉支架）	—	—	↓（减少使用频度）
医疗设备	—	—	—	—
IVD	—	—	—	—

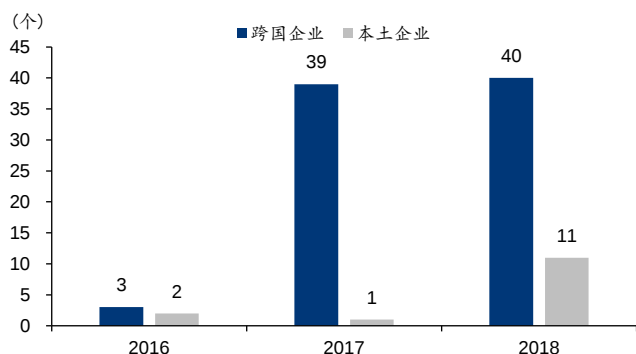
资料来源：国家医保局，华泰证券研究所

创新药

创新药：从保护产业到拥抱进口，从企业情怀到商业模式

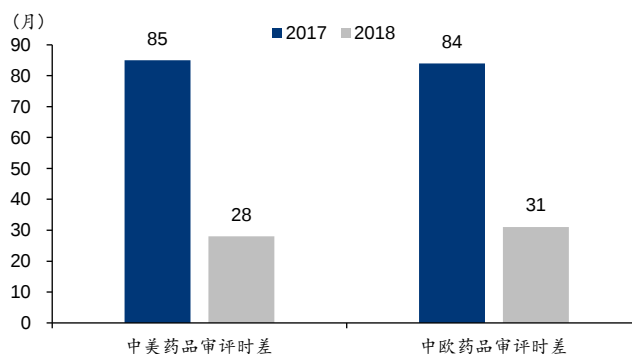
- 1) **审批时间缩短。**CDE 此前仅接受中国人入组的临床试验，2017 年接受海外临床数据认证后，跨国药企加速注册入华，中美新药审评时差大大缩短。
- 2) **准入时间缩短。**过去医院与医保的准入制约创新药放量：i) 全国 31 省平均招标周期为 14 个月（IMS 2012），创新药上市两年后仍有三成没能进入任何省份；ii) 全国医保数年一调，新药从上市到报销需要 1~8 年的时长。2016 年国家启动创新药谈判，对临床急需的高价新药启动价格谈判，并给予准入优惠（免招标、直接挂网，入院采购绿色通道等）。

图表6：中国新药审批数量（2016-2018）



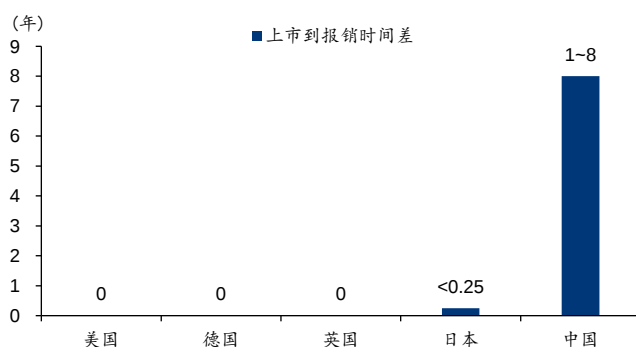
资料来源：Deloitte《监管改革红利：创新生物药在中国上市》，华泰证券研究所

图表7：中外药品审评时差（2017 vs 2018）



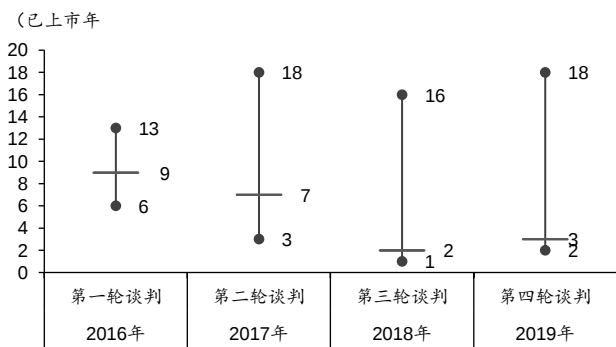
资料来源：Deloitte《监管改革红利：创新生物药在中国上市》，华泰证券研究所

图表8：全球新药上市到报销时间差（2012）



资料来源：RDPAC, EMA, FDA, CFDA, 华泰证券研究所

图表9：中国创新药谈判品种已上市年数（2016-2019）



资料来源：CDE, 丁香园 Insight, 华泰证券研究所

图表10：中国创新药招采报销变化

	招标	入院	医保资质	国家医保更新频率	省级医保延迟
2016 年之前	全国31省的平均招标周期14个月	医院1~2年召开一次药师委员会	载入药典 ¹	每4~5年	~1.5年
2017 年之后	国家谈判品种无须招标	国家谈判品种一般开辟采购绿色通道	N-1年底获批	每1年	~0.5年

资料来源：IMS, 国家医保局, 华泰证券研究所；注1：新药上市需要五年监测期才能进入药典

海外对标：创新药准入与定价趋向日本。日本近年医保改革后，加快药品报销进度，每年对新药提供4次医保谈判机会，对已上市的创新药与仿制药每年实施2次降价。中国医保从过去的数年一调到如今常规目录两年一调、创新药每年一谈，未来保持或加速更新频率。

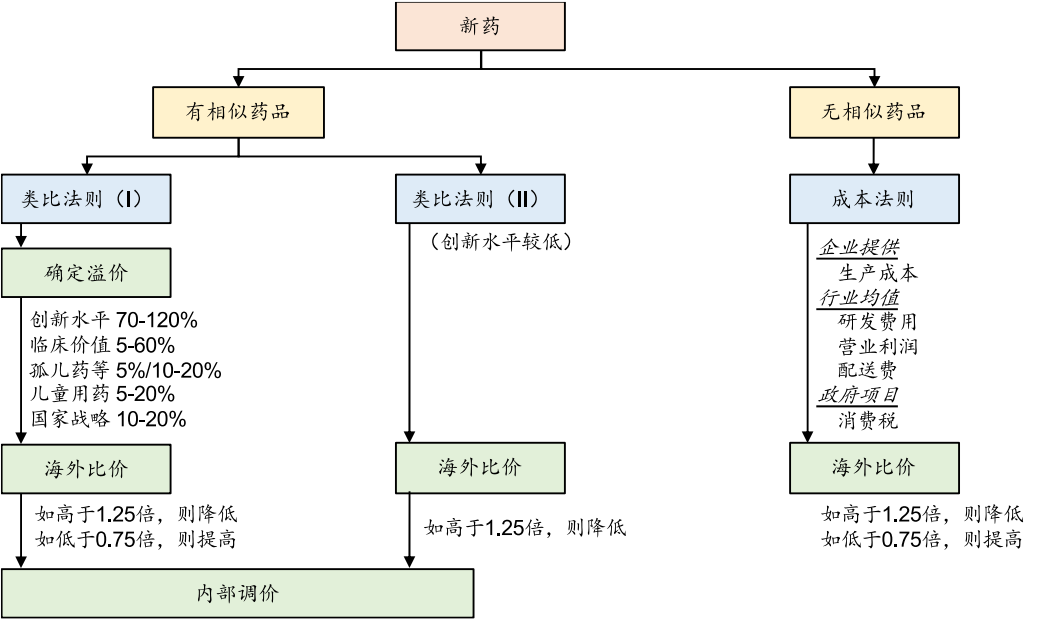
图表11：日本医保目录对药品的调整频率

药品	频次	调整时间
未纳入医保的新药	4次/年	2月, 5月, 8月, 11月
已纳入医保的新药	2次/年	5月, 11月
仿制药	2次/年	6月, 12月

资料来源：日本厚生省, 华泰证券研究所

日本医保外的创新药谈判：基于类比较则与成本法则。日本基于类比较则与成本法则对创新药进行谈判定价，如医保中无相似药品，则使用成本法则，依据药品的成本、费用等加成定价，如医保中有相似药品，则使用类比较则，由专家依据产品的特性（创新性、临床价值等等）给予溢价。专家初步定价后，依据海外价格适度调节，并最终与企业沟通降价。

图表12：日本医保外的创新药谈判步骤



资料来源：PMDA，华泰证券研究所

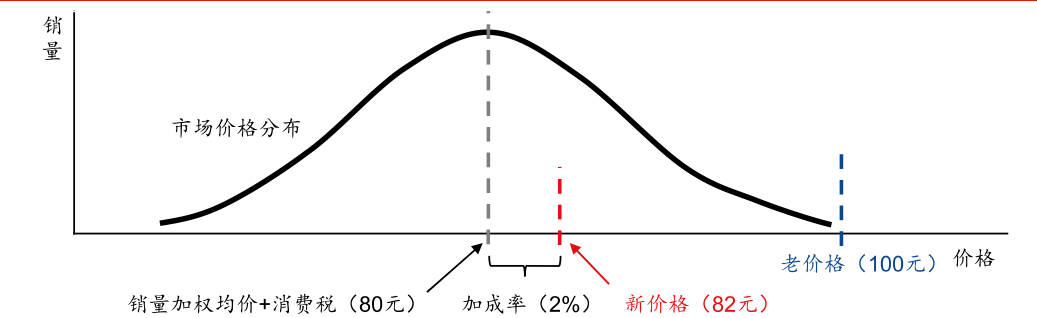
图表13：日本创新药定价举例：Obinituzumab (1000mg, 40mL)

项目	定价	备注
①生产成本	315211	←生产企业提供
②营业利润	52597	= (①+②) × 14.3%
③配送费	29393	= (①+②+③) × 7.4%
④消费税	31776	= (①+②+③) × 8%
药品成本 (TC)	428977	
初步定价	446136	= TC × (1+20% (Useful addition II 临床价值 II) × 0.2 (Additional Factor 透明度))
海外均价 (AFP)	603490	= Average (美国, 英国, 法国, 德国)
最终定价	450457	= (1/3 × 初步定价 / AFP + 1/2) × AFP

资料来源：日本国立卫生研究所 (NIHS)，华泰证券研究所

日本医保内的创新药降价：基于实际批发价的二年一度再降价。日本每两年对医保药品进行调查，涉及约 15000 个品种、4000 家批发商、900 家样本医院、1000 家样本诊所与 1600 家样本药店。对于医保内的创新药，厚生省将基于销量加权的批发价最终定价。

图表14：日本医保外的创新药降价规则



资料来源：PMDA，华泰证券研究所

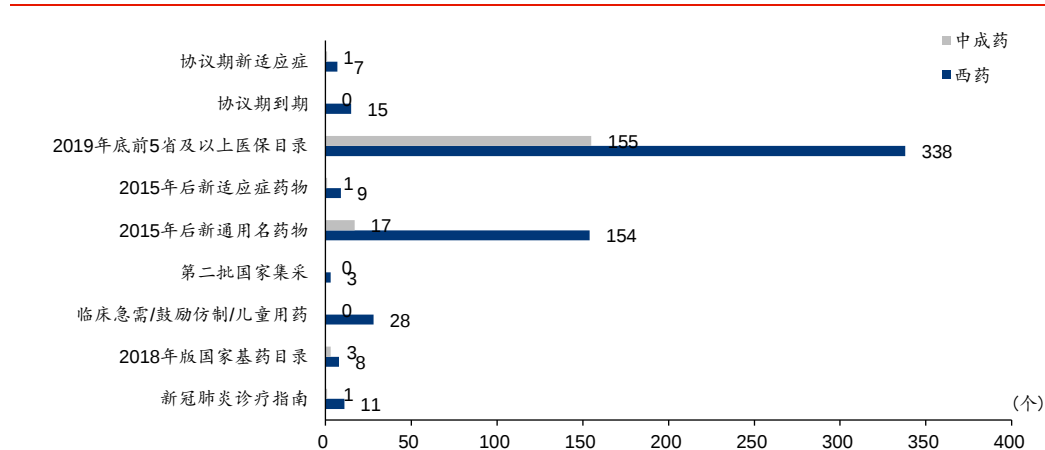
2020 年医保谈判存在以下变量：

- 1) 常规目录中独家品种将迎来首次降价谈判，我们预计包括丁苯酞（石药集团）、rhTPO（三生制药）等，参考 2017 版医保续约（心脑血管中成药降幅 70%、心脑血管西药降幅 25~50%、国产西药降幅 10~30%），考虑到品种在医院销售额排名靠前，我们预计独家药降幅可能在 30~50%。
- 2) 重磅品种如 PD-1 将就适应症谈判，国产企业将尽力进入医保。
- 3) 2018 年抗癌药专项谈判将续约，涉及安罗替尼（中国生物制药）、奥希替尼等，我们预计续约降价幅度较为缓和、预计 10~40%（视基准产品定价、适应症、预期市场表现等）。

图表15： 2020 年医保目录调整时间表

时间	阶段
2020 年 7-8 月	准备阶段
2020 年 8-9 月	申报阶段
2020 年 9-10 月	专家评审阶段
2020 年 10-11 月	谈判和竞价阶段
2020 年 11-12 月	公布结果阶段

资料来源：国家医保局，华泰证券研究所

图表16： 2020 年医保目录更新备选药品

资料来源：国家医保局，华泰证券研究所

图表17： 中国企业：新药上市一览（截止 20191113）

受理号码	药品名称	剂型分类	治疗领域	企业名称	彭博代码	CDE 承办时间	批准生产时间	审批时长(年)
申请上市：国产化药1类								
CXHS2000039	巴替非班	注射剂	心血管系统药物	百奥泰	688177 CH	2020/10/14		
CXHS2000038	奥瑞巴替尼	普通片剂	抗肿瘤药物	海正药业	600267 CH	2020/10/10		
CXHS2000036	脯氨酸恒格列净	普通片剂	内分泌系统和代谢	恒瑞医药	600276 CH	2020/09/30		
CXHS2000033	磷酸瑞格列汀	普通片剂	内分泌系统和代谢	恒瑞医药	600276 CH	2020/09/28		
CXHS2000028	索凡替尼	普通胶囊剂	抗肿瘤药物	和黄中国医药科技	HCM US	2020/09/19		
CXHS2000029	艾美酚胺替诺福韦	普通片剂	抗感染药物	翰森制药	3692 HK	2020/09/18		
CXHS2000022	ACC007	普通片剂	抗感染药物	艾迪药业	688488 CH	2020/07/25		
CXHS2000021	帕米帕利	普通胶囊剂	抗肿瘤药物	百济神州	6160 CH	2020/07/20		
CXHS2000016	阿兹夫定	普通片剂	抗感染药物	河南真实	未上市	2020/07/09		
CXHS2000012	海曲泊帕	普通片剂	血液系统药物	恒瑞医药	600276 CH	2020/06/18		
CXHS2000013	沃利替尼	普通片剂	抗肿瘤药物	和黄中国医药科技	HCM US	2020/06/06		
CXHS2000010	甲苯磺酸钠非尼	普通片剂	抗肿瘤药物	泽璟制药	688266 CH	2020/05/15		
CXHS1900035	对甲苯磺酸盐	普通片剂	抗感染药物	再鼎医药	ZLAB US	2020/02/14		
CXSS1900040	对甲苯磺酸盐	注射剂	抗感染药物	再鼎医药	ZLAB US	2020/02/14		
CXHS1900033	康泰唑胺	普通片剂	抗感染药物	华海药业	600521 CH	2020/01/04		
CXHS1900032	甲磺酸艾氟替尼	普通片剂	抗肿瘤药物	艾力斯生物	未上市	2020/01/10		
CXHS2000008	奥布替尼	普通片剂	抗肿瘤药物	诺诚健华	9969 HK	2019/11/22		
CXHS1900034	索凡替尼	普通胶囊剂	抗肿瘤药	和黄中国医药科技	HCM US	2019/11/13		
CXHS1900033	氟唑帕利	普通胶囊剂	抗肿瘤药	恒瑞医药	600276 CH	2019/10/29		
CXHS1900032	西格列他	普通片剂	糖尿病类药物	微芯生物	688321 CH	2019/09/21		
CXHS1900030	依米他韦	普通胶囊剂	抗病毒药	东阳光药	1558 HK	2019/09/13		
CXHS1900022	左奥硝唑	注射剂	抗菌药	扬子江	未上市	2019/08/15		
CXHS1900020	HSK3486	注射剂	神经系统用药	海思科	002653 CH	2019/08/02		
CXHS1900003	海泽麦布	普通片剂	心血管系统用药	海正药业	600267 CH	2019/01/17		
CXHS1800045	恩莎替尼	普通胶囊剂	抗肿瘤药	贝达药业	300558 CH	2019/01/02		
CXHS1800029	磷丙泊酚	注射剂	神经系统用药	人福医药	600079 CH	2018/10/10		
CXHS1800010	艾维替尼	普通胶囊剂	抗肿瘤药	艾森生物	未上市	2018/06/25		
CXHS1800005	优替德隆	注射剂	抗肿瘤药	成都华昊中天	未上市	2018/03/28		
CXHS1700011	对甲苯磺酰胺	注射剂	抗肿瘤药	红日药业	300026 CH	2018/01/18		
CXHS1700005	奈诺沙星	注射剂	抗菌药	浙江医药	600216 CH	2017/08/10		
已上市：国产化药1类								
CXHS1800020	拉维达韦	普通片剂	抗病毒药	歌礼制药	1672 HK	2018/08/06	2020/07/29	2.0
CXHS1800032	依达拉奉右旋莰醇	注射剂	心血管系统用药	先声药业	2096 HK	2018/11/01	2020/07/29	1.7
CXHS1800035	苯磺酸瑞马唑仑	注射剂	神经系统用药	人福医药	600079 CH	2018/11/15	2020/07/16	1.7
CXHS1800030	泽布替尼	普通胶囊剂	抗肿瘤药	百济神州	6160 HK	2018/10/24	2020/06/02	1.6
CXHS1700022	苯环唑溴胺	喷雾剂	呼吸系统用药	银谷制药	未上市	2017/11/30	2020/03/17	2.3
CXHS1900011	阿美替尼	普通片剂	抗肿瘤药	翰森制药	3692 HK	2019/04/18	2020/03/17	0.9
CXHS1800007	可洛派韦	普通胶囊剂	抗病毒药	北京凯因	未上市	2018/06/22	2020/02/11	1.6
CXHS1800043	尼拉帕利	普通胶囊剂	抗肿瘤药	再鼎医药	ZLAB US	2018/12/17	2019/12/26	1.0
CXHS1900013	甲苯磺酸瑞马唑仑	注射剂	神经系统用药	恒瑞医药	600276 CH	2019/06/10	2019/12/26	0.5
CXHS1800017	氟马替尼	普通片剂	抗肿瘤药	翰森制药	3692 HK	2018/07/20	2019/11/22	1.3
CXHS1800037	甘露糖二酸	普通胶囊剂	神经系统用药	上海绿谷	未上市	2018/11/20	2019/11/02	1.0
CXHS1700033	可利霉素	普通片剂	抗菌药	沈阳同联	未上市	2018/01/10	2019/06/24	1.5
CXHS1700025	洛塞那肽	注射剂	糖尿病类药物	翰森制药	3692 HK	2017/12/06	2019/05/08	1.4
CXHS1700020	罗沙司他	普通胶囊剂	血液系统用药	瑛博进	未上市	2017/11/01	2018/12/21	1.1
CXHS1700013	吡咯替尼	普通片剂	抗肿瘤药	恒瑞医药	600276 CH	2017/08/24	2018/08/14	1.0
CXHS1700008	吡喹替尼	普通胶囊剂	抗肿瘤药	和黄中国医药科技	HCM US	2017/06/30	2018/09/13	1.2
CXHS1700002	安罗替尼	普通胶囊剂	抗肿瘤药	中国生物制药	1177 HK	2017/03/16	2018/05/17	1.2
CXHS1600012	丹诺瑞韦	普通片剂	抗病毒药	歌礼制药	1672 HK	2017/01/03	2018/06/11	1.4
CXHS1600008	苯瑞莫德	软膏剂	皮肤科用药	广东中昊	未上市	2016/12/09	2019/05/28	2.5
CXHS1600006	重优特艾博卫泰	注射剂	抗病毒药	前沿生物	688221 CH	2016/07/18	2018/05/30	1.9
申请上市：国产生物药1类								
CXSS2000044	伟迪西单抗	注射剂	抗肿瘤药物	荣昌生物	9995 HK	2020/08/28		
CXSS2000042	杰诺单抗	注射剂	抗肿瘤药物	嘉和生物	6998 HK	2020/07/22		
CXSS2000040	重组人源抗狂犬病毒单抗	注射剂	抗病毒药，单抗	华北制药	600812 CH	2020/07/04		
CXSS2000036	瑞基仑赛	注射剂	抗肿瘤药物	药明巨诺	2126 HK	2020/06/30		
CXSS2000019	派安普利单抗	注射剂	抗肿瘤药物	康方生物	9926 HK	2020/05/28		
CXHS1900039	赛帕利单抗	注射剂	抗肿瘤药物	誉衡药业	002437 CH	2020/02/21		
CXSS1900040	泰它西普	注射剂	自身免疫疾病	荣昌生物	9995 HK	2019/11/13		
CXSS1900002	重组人组兰格林	注射剂	心血管系统用药	上海泽生	未上市	2019/02/01		
已上市：国产生物药1类								
CXSS1800020	重组结核杆菌融合蛋白	注射剂	传染病用药	智飞生物	300122 CH	2018/09/10	2020/04/23	1.6
CXSS1800019	替雷利珠单抗	注射剂	抗肿瘤药，单抗	百济神州	6160 HK	2018/09/06	2019/12/26	1.3
CXSS1800009	卡瑞利珠单抗	注射剂	抗肿瘤药，单抗	恒瑞医药	600276 CH	2018/04/23	2019/05/29	1.1
CXSS1800008	信迪利单抗	注射剂	抗肿瘤药，单抗	信达生物	1801 HK	2018/04/19	2018/12/27	0.7
CXSS1800006	特瑞普利单抗	注射剂	抗肿瘤药，单抗	君实生物	1877 HK	2018/03/20	2018/12/21	0.8
CXSS1500006	贝那鲁肽	注射剂	糖尿病类药物	上海仁会	未上市	2015/06/01	2016/12/22	1.6
CXSS1300028	聚乙二醇干扰素α-2b	注射剂	抗病毒药	特宝生物	688278 CH	2014/01/17	2016/09/09	2.6
CXSS1300014	重组高效抗腺病毒蛋白	注射剂	抗病毒药	北京杰华	未上市	2013/05/28	2018/04/28	4.9
CXSS1200001	康柏西普	注射剂	五官科用药	康弘药业	002773 CH	2012/03/26	2013/11/27	1.7

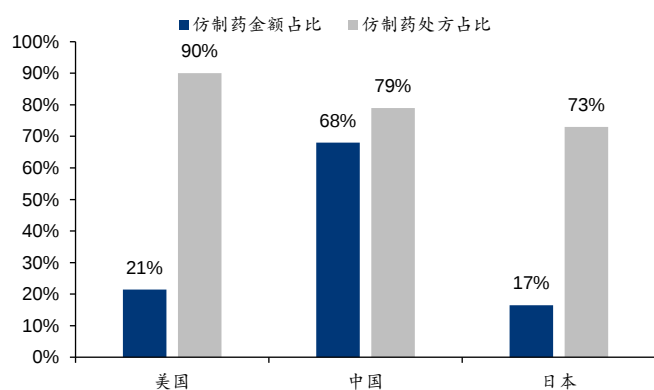
资料来源：丁香园 Insight，华泰证券研究所

仿制药

仿制药集采的背景：药品结构失衡，医保局聚合定价权，上海多批试点经验。

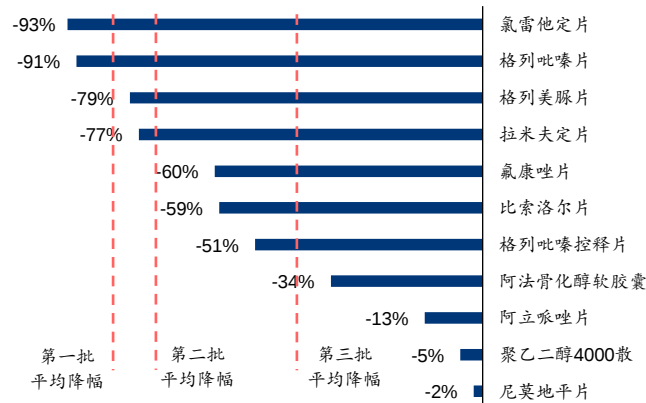
- 1) 我国药品市场结构失衡，以仿制药（Gx）与过期原研（LOE）为主，与以创新药为主的发达市场存在较大区别。
- 2) 2018 年部委改革新设医保局，收归分散的支付权力，获得医保药品的定价权。
- 3) 上海 2016 年起执行了三批 GPO，区别于安徽模式与深圳模式，在交易成本、处方监控、医生利益上进行全面考量。

图表18： 2018 年中美日仿制药金额占比与处方量占比



资料来源：IQVIA, JPMA, 南方所, 华泰证券研究所

图表19： 上海第三批集中采购降价结果



资料来源：上海药品采购网, 华泰证券研究所

带量采购已执行三批、每批平均降幅 50%，预计未来每年两批，直至覆盖医院主流用药。2018 年底启动 4+7 地区试点后，2019 年第一批集采全国化，2020 年执行第二批与第三批集采。截至 2020 年底，已有 112 个品种进行集采，国家卫健委计划到 2021 年覆盖 250 个、2022 年覆盖 500 个，涵盖医院主流用药。

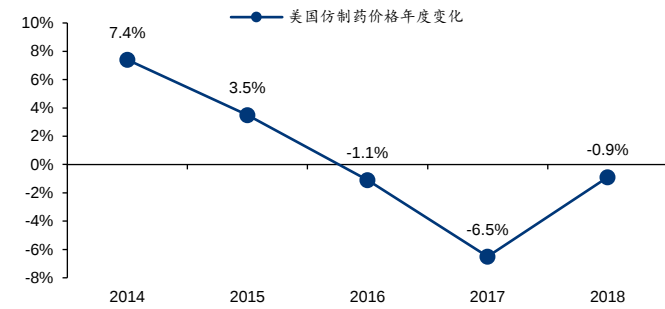
图表20： 国家药品集采进程

时间	进程
2018 年 4+7 集采从吹风到落地	
11 月	国家以北京、天津、上海等 11 个城市公立医院医疗机构为集中采购试点，对阿托伐他汀钙、氯吡格雷等 31 个产品进行的带量采购；
12 月	公布 4+7 带量采购结果（25 个品种），拟中选价平均降幅 52%，最高降幅 96%，降价效果明显。
2019 年 4+7 集采执行、总结	
1 月	国务院出台《国家组织药品集中采购和使用试点方案》进一步阐明集采范围、集采形式、具体措施、三医联动、组织形式、工作安排；
3 月	《配套措施》出台，进入执行阶段；
8 月	4+7 中选品种占同通用名采购量的 78%，实现仿制替代，4+7 采购量达到 17 亿单位，完成全年约定采购量。
2019 年 全国扩围启动	
9 月	联采办调整招采机制，从独家供应到 3 家供应，同时调整招采机制，从单一价格层次到多价格层次。
9 月	扩围采购量约为 4+7 采购量的三倍，基于 4+7 试点品种的销量验证，企业纷纷入场以价换量，与 4+7 试点中选价相比，平均降幅达 25%。
2020 年 机制成熟，一年两批	
1 月	第二批全国集采，参与企业 122 家、拟中选 77 家，参与品种 33 个、拟中选 32 个，与联盟地区 2018 年最低采购价相比，平均降幅 53%。
8 月	第三批全国集采，参与企业 194 家、拟中选 125 家，参与品种 56 个、拟中选 55 个，与联盟地区 2019 年最低采购价相比，平均降幅 53%。

资料来源：上海药品采购网, 华泰证券研究所

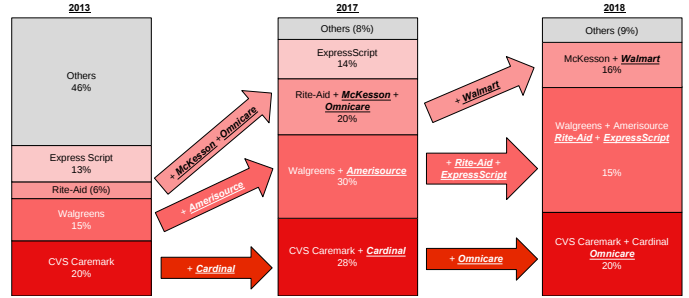
海外对标：仿制药采购模式趋向美国，以量换价。美国仿制药核心降价手段包括 1) FDA 收取仿制药审批费（GDUFA），加速仿制药审批；2) 2013 年后药品购买方持续整合，仿制药企的议价权持续削弱。中国集采一定程度上效仿美国 GPO，医保局以采购量换底价。

图表21: 美国仿制药价格年度变化 (2014-2018)



资料来源: IQVIA, 华泰证券研究所

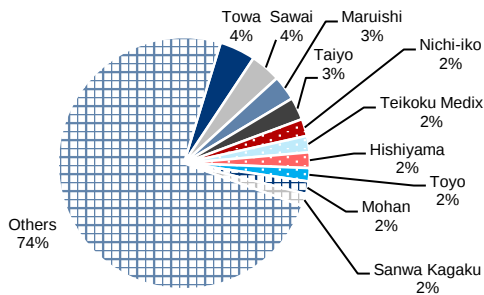
图表22: 美国药品购买方持续整合



资料来源: IQVIA, 华泰证券研究所

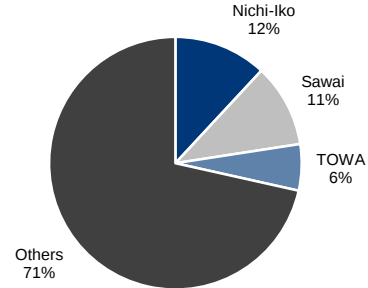
海外对标: 我们预计仿制药市场格局参照日本, 寡头聚合。日本 1999 年启动质量再评价, 并在 2008 年基本完成, 共计通过了 720 个化合物, 期间仿制药头部企业或主业转型、或被兼并收购, CR 3 从 1997 年的 12%、到 2007 年的 20%、到 2017 年的 29%。

图表23: 日本仿制药市场格局 (1997)



资料来源: Isogroup, 华泰证券研究所

图表24: 日本仿制药市场格局 (2017)



资料来源: Shared Research, 华泰证券研究所

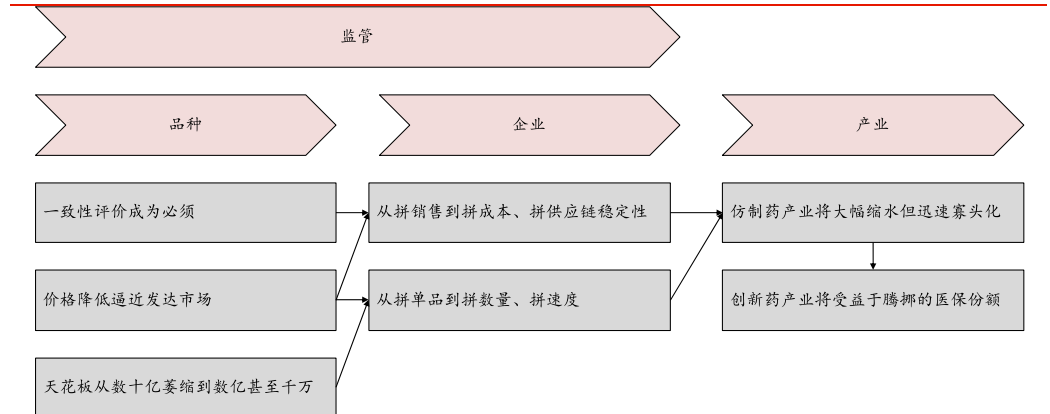
图表25: 日本仿制药企市值变迁 (1995-2018)

(JPYbn)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
日医工	22	13	6	4	5	4	7	12	28	25	39	49	82	87	78	93	74	68	98	114	176	101	105	103
泽井		15	8	8	13	11	15	22	51	40	55	77	75	70	83	105	126	138	259	265	317	240	222	231
东和	54	25	14	14	23	18	25	27	38	37	46	67	81	68	74	77	56	78	76	92	130	79	106	132

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

我国医药产业与企业以仿制药为主, 集采引发药价断崖式下跌, 仿制药将经历行业萎缩并最终寡头集中, 创新药将受益于集采降价腾挪的医保份额、步入黄金发展期。

图表26: 集采对仿制药产业的影响



资料来源: 华泰证券研究所

高值耗材

冠脉支架国家集采落地，高值耗材市场动荡。考虑适合全国性集采的标准器械品类有限，我们对器械的全国集采保持谨慎乐观。区域性集采有望常态化，但降幅有限。高值耗材集采涉及的主要为市场规模大的标准型产品，未来能进行集采的品类较为有限。未来细分赛道的创新型产品及定制型产品将会是长期投资的主要赛道，长期成长性与盈利能力均优异。建议关注疫后恢复良好、集采影响较小及长期受益医疗新基建的细分赛道龙头

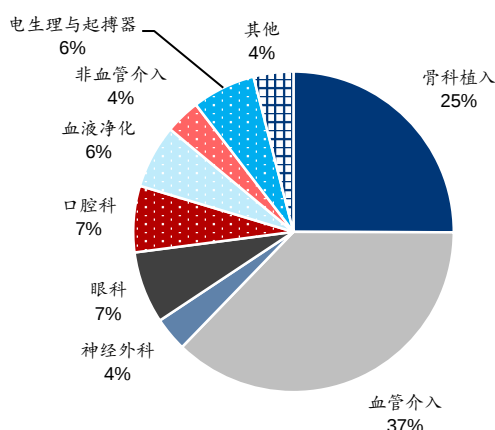
高值耗材具有采购金额高、临床用量大、交易成本高、已有地方集采经验等特性，成为全国集采降价对象。骨科与血管介入是高值耗材最大的细分领域，其中骨科植入竞争激烈、心脏支架国产率较高，均是地方集采的重点产品。

图表27：医药品：市场特征、产品特性、集采经营比较

	仿制药	高值耗材	检验试剂	医用设备
市场特征				
市场规模 ¹ /亿元	4325	1046	604	3013
2015-18 CAGR ²	6%	20%	19%	20%
支付方	医保局	医保局	医保局	财政厅、医院自筹
产品特性				
特异性	☆☆☆	★★★	★★★	★★★
销售服务	×	√	√	√
采购特点	通用名定价	品规众多，品牌间使用与仪器关系紧密，可替代性差	与仪器关系紧密，可替代性差	更换频次低，大型设备需要许可证配置
集采经验				
地区	上海、深圳	江苏、安徽	陕西、安徽	安徽（乙类大型）、贵州（基层）
模式	上海模式、深圳模式等	限价挂网、区域联盟、宁波规则等	限价挂网	以量换价，公开招标
经验	多	中	少	少
降价难度	易	中	极难	甲/乙类难

注1：仿制药为2017年IQVIA医院采购额，其余为2018年数据；注2：仿制药以2014-17年的本土企业医院采购额计算
资料来源：IQVIA，《中国医疗器械蓝皮书（2019版）》，华泰证券研究所；

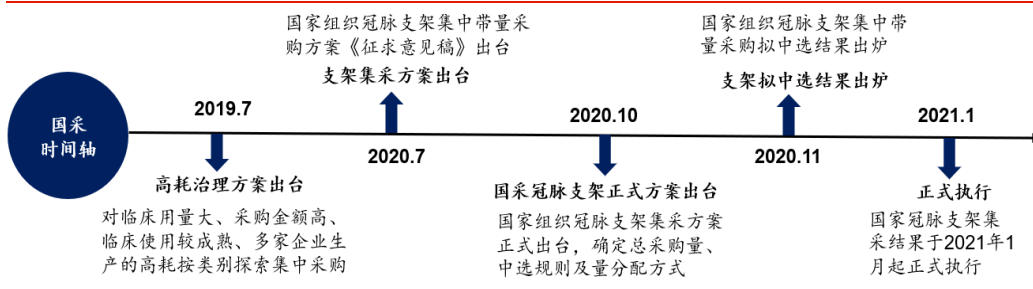
图表28：中国高值耗材市场拆分（2018）



资料来源：《中国医疗器械蓝皮书（2019版）》，华泰证券研究所

2020 年 11 月国家完成冠脉支架集采。11 月 9 日，国家组织冠脉支架集中带量采购中选结果出炉，最终 10 个产品中选，涉及 8 个企业，平均中选价 676 元，平均降价幅度 90%-95%，采购周期 2 年，2021 年 1 月起开始执行。

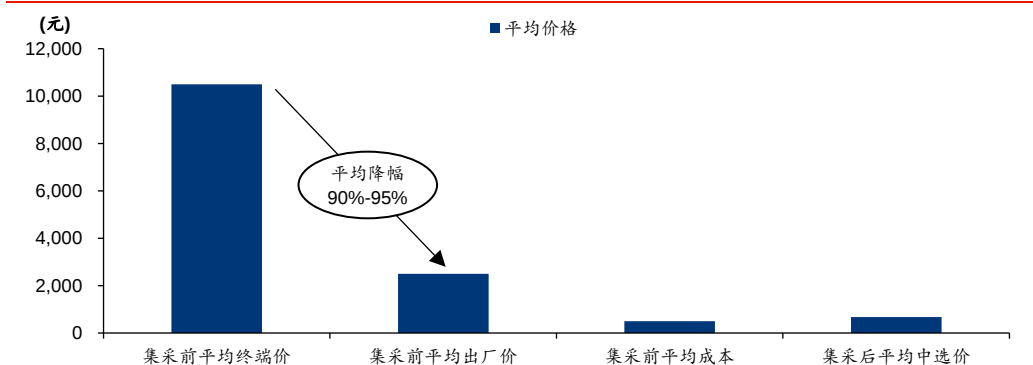
图表29：国家冠脉支架集采时间轴



资料来源：国务院，天津市医药采购中心，华泰证券研究所

价：降幅较大，产品盈利能力被显著压缩。本次中选的 10 个品种的平均中标价格为 676 元，平均降幅在 90%-95%。假设扣率 20%-30%、毛利率 80%，我们估算集采前平均出厂价 2-3000 元、平均成本 400-600 元（vs 平均集采价 676 元）。由于本次集采价格降幅较大，虽然集采后销售更多转向直销模式，销售费用、财务费用等有望显著降低，但品种的盈利空间预计将被显著压缩。本次中选名单中亦包含 2 家外资的 3 个品种，外资产品由于集采前定价较高（一般在 1.4-2 万元/个），此次拟中选的降幅超 95%（高于国产），外资降价动力亦较为充足，但由于运输费、海关费等额外成本，预计盈利空间亦不大。

图表30：冠脉支架集采前后价格、成本等对比



资料来源：各省招采平台，华泰证券研究所

量：存量优先，未分配部分医院话语权高，或向存量龙头倾斜。本次拟中选的 10 个品种的意向采购量合计约 73 万个，占首年意向采购总量的 67.9%，集采前的主要国产和外资龙头均有产品中标，一定程度保证质量供应。根据分配规则，其余未明确分配的约 32.1% 的采购量由医院根据一定条件决定，我们认为医院话语权较高，或向过往品牌力突出、渠道力优秀、且本次拟中选价格较低的龙头企业倾斜。

图表31：国家冠脉支架集采中选结果

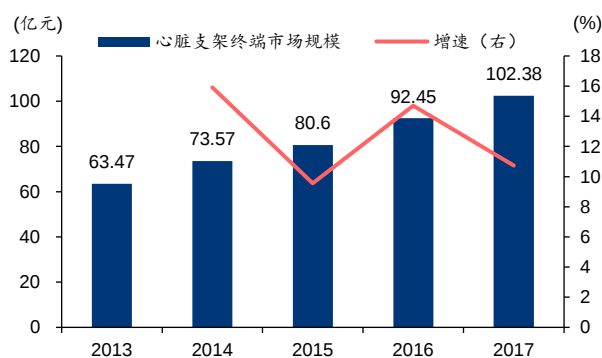
序号	公司名称	彭博代码	产品名称	商品名	中选价格 (元)	最新挂网价 (元)	价格降幅 (%)	首年意向采购量 (套)	首年意向采购量 (占比)
1	吉威医疗	未上市	药物涂层支架系统 (雷帕霉素)	EXCROSSAL	469	8068	94%	100690	9.4%
2	易生科技	未上市	药物洗脱冠脉支架系统	Tivoli	549	7691	93%	41865	3.9%
3	微创医疗	0853 HK	冠脉雷帕霉素洗脱钴合金支架系统	Firebird2	590	7799	92%	247940	23.1%
4	乐普医疗	300003 CH	钴合金雷帕霉素洗脱支架系统	GuReater	645	8640	93%	120560	11.2%
5	美敦力	MDT US	药物洗脱冠脉支架系统	Resolute	648	14849	96%	51667	4.8%
6	微创医疗	0853 HK	冠脉雷帕霉素洗脱钴合金支架系统	Firekingfisher	750	-	-	12176	1.1%
7	金瑞凯利	未上市	药物支架系统	Helios	755	8350	91%	53441	5.0%
8	波士顿科学	BSX US	铂铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	PromusPREMIER	776	15500	95%	59842	5.6%
9	波士顿科学	BSX US	依维莫司洗脱冠脉支架系统	PROMUSElementPlus	776	14260	95%	32251	3.0%
10	万瑞飞鸿	未上市	冠状动脉钴合金可降解涂层雷帕霉素药物洗脱支架系统	NOYA	798	7800	90%	9774	0.9%
					676	10329	93%	730206	67.9%

资料来源：天津市医药采购中心，丁香园，医药魔方，Bloomberg，华泰证券研究所

冠脉支架是条件最成熟的集采品种之一，因此率先执行且降幅较大。

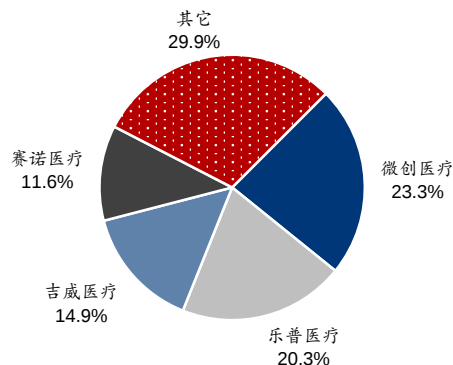
- 1) **临床用量大**：米内网数据显示，2017 年我国冠脉支架植入数量约 110 万支（2014-2017 年复合增长率为 12.70%），2017 年终端市场规模为 102.38 亿元。
- 2) **单价高，中间流通环节利润较大**：根据各省医药招采网数据，集采前国产冠脉支架平均价格一般在 7000-14000 元，进口平均价格一般在 14000-20000 元之间，产品单价较高，且一般出厂价只占到终端价格的 20%-30%，中间流通环节利润较高。
- 3) **竞争充分且国产化率高，降价动力更充足**：根据米内网数据，国内支架市场竞争较为充分且国产化率较高，2017 年国产前四家合计占据约 70.1% 的份额。
- 4) **临床应用较为成熟**：冠脉支架为临床使用最为广泛的心血管耗材/高值耗材之一，其临床应用已有数十年，是较为成熟的高耗品类。

图表32： 2013-2017 年中国冠脉支架终端市场规模



资料来源：米内网，《2017 年中国卫生和计划生育统计年鉴》，华泰证券研究所

图表33： 2017 年中国冠脉支架市场格局（按植入量）



资料来源：米内网，华泰证券研究所

高值耗材集采展望：用量大、地区集采的热门品种优先。考虑市场规模大小与各地招采经验，我们预计人工晶体、冠脉介入球囊、骨科关节/脊/创伤等可能成为后续国家集采对象。

- 1) **骨科脊柱及关节**：骨科脊柱及关节产品目前格局仍以外资品牌为主，与国产企业相比，外资的成本额外涉及运输费、海关费等项目，一般定价更高且降价动力不足。因此，脊柱及关节如若执行国家集采，最终降幅或与支架有一定差别。
- 2) **人工晶体**：与冠脉支架差别在于，人工晶体整体市场规模相对不大，且 2018 年时约 80% 的份额仍由进口品牌占据，在集采中价格降幅或显著小于冠脉支架。
- 3) **冠脉介入球囊及骨科创伤**：与冠脉支架类似，冠脉介入球囊、骨科创伤类使用亦相对成熟且国产化率较高，如若后续集采，模式及平均降幅或与冠脉支架类似。

图表34： 各类型高值耗材省级/联盟地区集采汇总

品类	市场规模 (2018 年)	国产化率 (2018 年)	江苏	安徽	京津冀九地	浙江	山东	湖北	福建	云南	贵州	山西
骨科植入 262												
骨科关节	73	27% √(约 67%)		√		√			√	√		
骨科脊柱	76	39%	√(约 53%)									
骨科创伤	75	68%					√					
血管介入 389												
冠脉支架	102	>70% √(约 51%)										√(约 53%)
冠脉介入球囊	/	/ √(约 74%)				√		√	√(约 70%)		√	
眼科 76												
人工晶体	25	20% √(约 27%) √(约 21%) √(约 54%)								√		
电生理与起搏器 67												
起搏器	35	<15% √(约 16%)		√					√(约 20%)			
血液净化类 67												
血液透析器	26	/	√									√
非血管介入 37												
吻合器	/	/	√							√ √(约 73%)		
神经外科类 36												
人工硬脑脊膜	/	/ √(约 69%)										

资料来源：《中国医疗器械蓝皮书 2019 版》，爱博医疗招股说明书，华泰证券研究所

DRG 支付改革

医保局主导的 CHS-DRGs 于 2020 年模拟运行并于 2021 年启动实际付费，旨在控制医疗费用的增长、尤其针对住院单元。DRGs 将医保控费从外部考核压力转为内部临床共识，我们认为部分高值耗材与辅助用药可能受到负面影响。

CHS-DRG 通过多年积累由国家医保局 2019 年推出，并计划每年更新，2020 年计划在部分试点城市模拟运行，2021 年启动实际付费。

- 1) **顶层设计**: 2019 年 10 月医保局发布 CHS-DRG，标志着 DRG 的顶层设计完成。2020 年 6 月医保局发布 CHS-DRG 细分组，落地前的分组方案准备宣告完成。
- 2) **模拟运行**: 2020 年 8 月底前 30 个试点城市向 DRG 付费国家试点技术指导组提交评估报告（含本地化分组方案），经审核同意后正式进入模拟运行，预计 10 个左右试点城市 2020 年内开展模拟运行，2021 年启动实际付费。

图表35：国内代表性 DRGs 试点

年份	分组	单位	试点地区	特点
2008	BJ-DRG	北京医疗保险协会	12 个省市	主要侧重于费用支付，兼顾医疗质量评价
2015	CN-DRG	国家卫生健康委医政医管局	29 个省市	主要侧重于临床需求，兼顾部分城市费用支付
-	CR-DRG	国家卫生健康委基层卫生司	7 省 18 市县	主要侧重于基层疾病谱，面向地市级和县级医院，适用于新农合与城乡居民的支付
2018	C-DRG	国家卫生健康委卫生发展研究中心	8 个省市试点	覆盖全疾病谱，基本实现住院患者收付费一体化
2019	CHS-DRG	国家医疗保障局	30 个城市	整合上述 4 类 DRG，兼顾费用支付、临床需求与疾病谱

资料来源：国家卫健委，国家医保局，华泰证券研究所

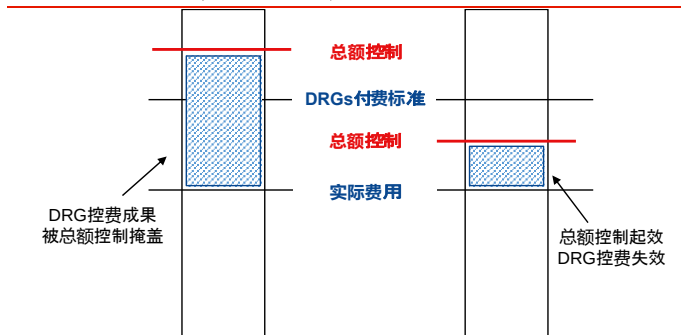
DRG 本质作用是激励医生优化治疗路径，从而控制过度治疗。

- 1) **“结余留用”提升医院动力**: 如实际费用低于付费标准，结余部分归医院所有，正向激励医生优化治疗路径，减少费用支出；如实际费用高于付费标准，超支部分由医院承担，倒逼医生自我控费。
- 2) **从后付到预付，控制过度医疗**: 在后付制方式下，医院容易出现“大处方”、“大检查”等诱导消费和过度医疗问题。而在 DRGs-PPS 下，各病组事先结算，医院只能通过节约资源、优化路径的方式获得收益，从而实现控费目的。

DRGs 的落地改革：分区试点，动态调整，支付标准。

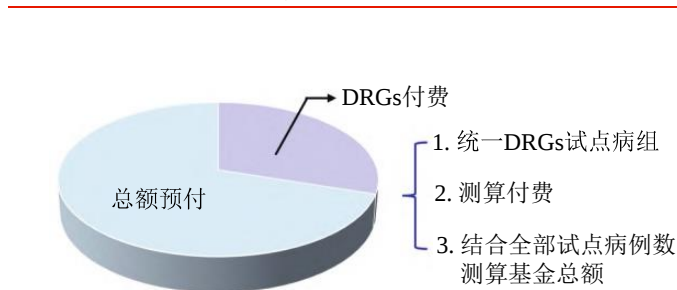
- 1) **总控分区**: 公立医院核心支付方式仍是总额控制，DRGs 在其下运行导致 DRGs 结余归属于总额控制而非医院，激励变相失效。总额预付易于操作且具有一定控费效果，但科学性较差，全面推行 DRGs、逐步取消总额预付是未来趋势，中期可能对医保基金进行切块管理，部分进行 DRGs 试点。

图表36：总额预付导致 DRGs 付费激励机制失灵



资料来源：丁锦希《中国医药工业杂志（2019）》《我国公立医院推行 DRGs-PPS 支付方式改革的评价与思考》，华泰证券研究所

图表37：医保基金进行切块管理



资料来源：丁锦希《中国医药工业杂志（2019）》《我国公立医院推行 DRGs-PPS 支付方式改革的评价与思考》，华泰证券研究所

- 2) **动态调整**：我国现行 DRGs 定价调整缓慢，未来将转向“定期调整+个案调整”的动态更新机制，包括流程与定价进行的定期调整，与新技术进入病组后的个案调整。

图表38： 部分国家 DRG 付费标准定期调整周期

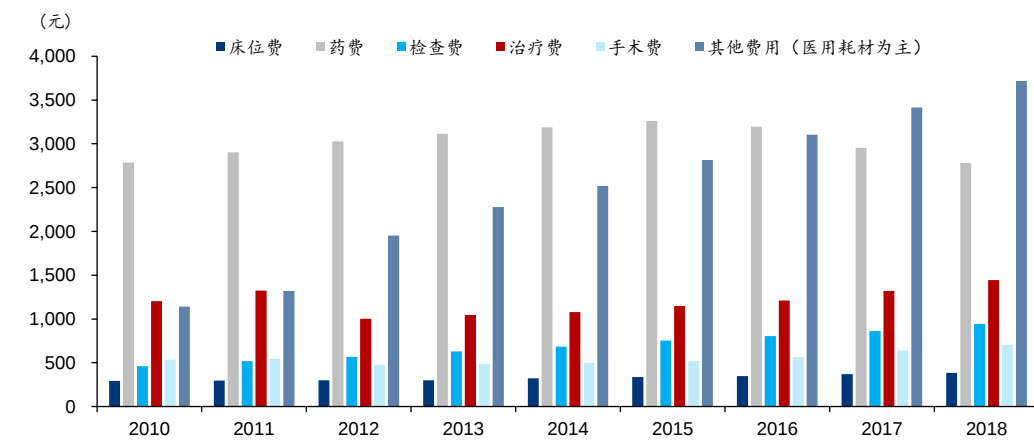
国家类型	调整频率	具体国家/地区
高频国家	平均 1 年 1 次	美国、英国、德国、丹麦、冰岛等
低频国家	平均 2 年 1 次	澳大利亚等

资料来源：《我国公立医院推行 DRGs-PPS 支付方式改革的评价与思考》，华泰证券研究所

- 3) **各区域支付标准与调整路径差异较大**：支付定价权力目前仍在各地手中，且存在地区差异，未来 DRGs 全面推行仍需考量各地之间支付能力的不平衡。依据《国家医疗保障局对十三届全国人大二次会议第 6633 号建议的答复》，医保局目前正在讨论逐步建立符合我国实际的医保支付标准政策。

高值耗材首当其冲。根据卫生统计年鉴，以医用耗材为主的其他费用拉动公立医院住院病人人均医药费持续增长，贡献从 2010 年的 18% 提升至 2018 年的 37%，而医用耗材又以高值耗材为主，我们预计旨在控制住院费用的 DRGs 将首先冲击高值耗材。

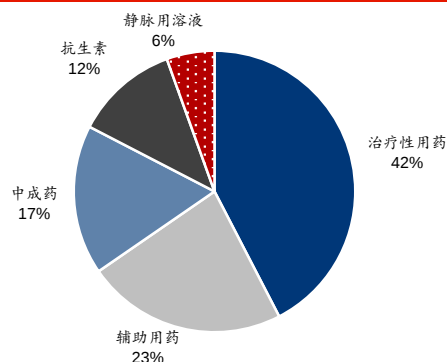
图表39： 我国公立医院出院病人人均医药费拆分（2010-2018）



资料来源：国家卫健委，华泰证券研究所

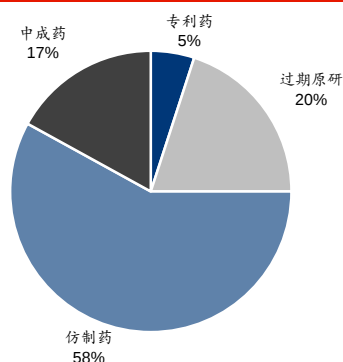
高价非专利药与辅助用药也将进入长期衰退。目前我国医院处方管理以总额控制、处方监控为主，包括对辅助用药与第一批集采品种的监控。DRGs 通过精细化管控将内化医生控费动力，主动放弃高价非专利药与辅助用药。

图表40： 中国医院药品市场：按治疗路径分（2017）



资料来源：IQVIA，华泰证券研究所

图表41： 中国医院药品市场：按生产特性分（2017）



资料来源：IQVIA，华泰证券研究所

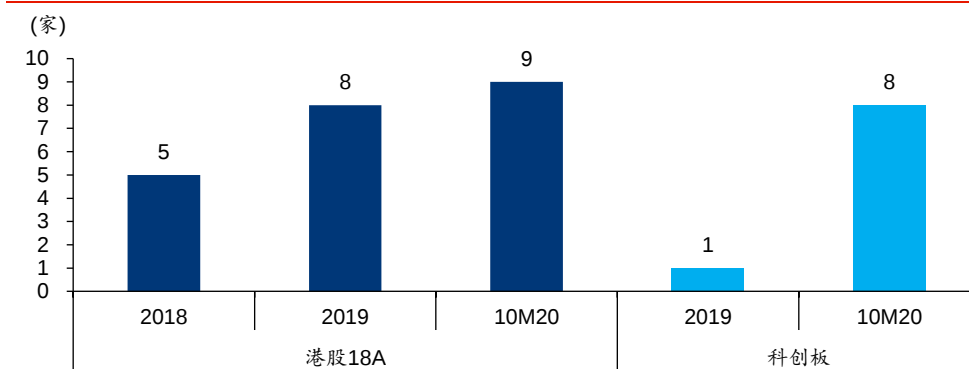
制药：以临床需求为基础，优选创新性、全球化、优势龙头

医保内看好研发实力强、管线质量高的创新药企，医保外看好受益于消费升级且经营效率高的企业，建议关注华东医药（000963 CH，买入，目标价 42.43 元）、华熙生物（688363 CH，买入，目标价 166.47 元）、长春高新（000661 CH，买入，目标价 488.28 元）、云南白药（000538 CH，增持，目标价 134.05 元）、东阿阿胶（000423 CH，持有，目标价 44.62 元）、片仔癀（600436 CH，买入，目标价 243.61 元）。

在科创板/港股 18A 热度提升、国产新药进入收获季的背景下，2020 年是国内创新药行业自朝阳初升迈向全面发展的关键一年，但同质化竞争的加剧亦给创新药企带来了更大挑战。考虑到资本对新药研发支持力度的加强、研发节奏的加速和国产药全球化的兴起，我们认为：1) 从临床需求出发、具有“同类最快”或“同类最优”潜力的创新药在竞争中更具优势；2) 全球布局的产品拥有更大市场空间；3) 执行力强的行业龙头在研发速度和销售布局均处于领先状态。

科创板和港股 18A 提振创新药企持续发展潜力。科创板和港股 18A 热度持续提升，上市创新药企数量再创新高。上市融资带来的资金支持一方面支持了后续管线的拓展和渠道的建设，另一方面为早期投资者的退出提供了通道，继而维持初创药企早期融资环境的稳定。

图表42： 科创板和港股 18A 创新药企数量（截至 2020 年 11 月 11 日）

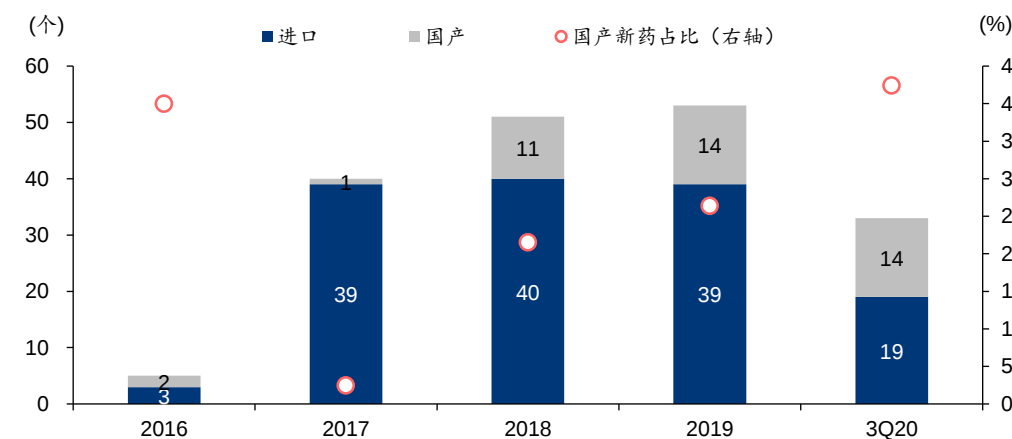


注：此处科创板创新药企业定义为已上市或注册临床管线中拥有 1 类化药/生物制品或 2 类生物制品的企业

资料来源：Wind，华泰证券研究所

国产新药获批浪潮来临。自 2016 年创新药利好政策陆续出台，新药审批加速。已在海外获批的进口新药近水楼台，成为近 4 年上市新药中的主力军。随着历史欠账逐步补齐，进口新药在国内外上市时差显著缩短，而国产新药后劲十足，获批数量占全部新药比例持续提升，9M20 达到 42.4%。

图表43： 国内获批新药数量（2016-9M20）



资料来源：医药魔方，华泰证券研究所

创新药企步入国际舞台。2019 年 11 月泽布替尼在美国获批用于套细胞淋巴瘤二线治疗，成为首个在美国上市的国产新分子实体，标志着国产创新药正式踏入国际舞台。另一方面，全球制药巨头和国内创新药企业的合作更为紧密，合作方式从产品授权向资源整合乃至参股进化，同时交易的数量和金额也持续放大。

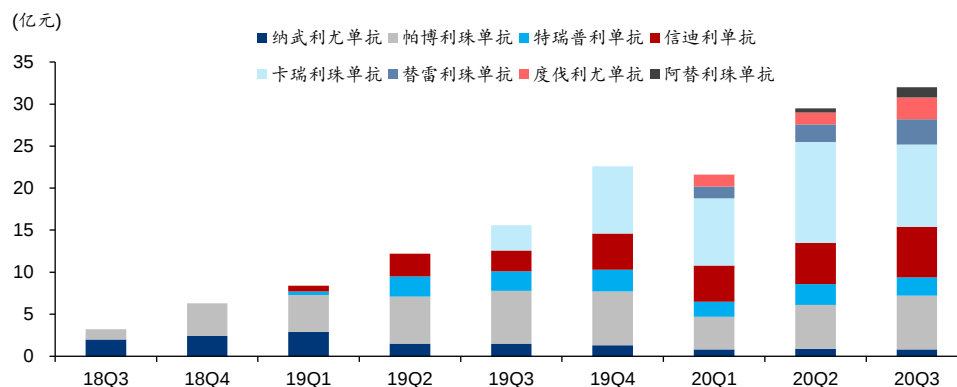
图表44： 部分创新药企的对外授权案例

日期	创新药企		合作方		国内药企产品	合作模式	首付款	后续款
2017/12/22	传奇生物	LEGN US	强生	JNJ US	LCAR-B38M	授权（海外）	3.5 亿美元	未披露
2019/9/30	复宏汉霖	2696 HK	KG Bio	未上市	HLX10	授权（海外）	1,000 万美元	6.72 亿美元
2019/11/1	百济神州	6169 HK	安进	AMGN US	无	参股+资源整合	27 亿美元	无
2020/4/20	恒瑞医药	600276 CH	CrystalGenomics	083790 KS	卡瑞利珠单抗	授权（海外）	150 万美元	8,425 万美元
2020/5/4	君实生物	688180 CH	礼来	LLY US	SARS-CoV-2 中和抗体	授权（海外）	1,000 万美元	2.45 亿美元
2020/8/17	华领医药	2552 HK	拜耳	BAYN GR	Dorazgliatin	授权（国内）	3 亿元	41.8 亿元
2020/8/18	信达生物	1801 HK	礼来	LLY US	信迪利单抗	授权（海外）	2 亿美元	8.25 亿美元
2020/9/4	天境生物	IMAB US	艾伯维	ABBV US	Lemzoparlimab	授权（海外）+资源整合	1.8 亿美元	17.6 亿美元
2020/9/28	恒瑞医药	600276 CH	HLB Life Science	067630 KS	吡咯替尼	授权（海外）	170 万美元	1.015 亿美元
2020/9/30	基石药业	2616 HK	辉瑞	PFE US	舒格利单抗	授权（国内）+参股+资源整合	2 亿美元	2.8 亿美元
2020/10/27	基石药业	2616 HK	EQRx	未上市	舒格利单抗， CS1003	授权（海外）	1.5 亿美元	11.5 亿美元
2020/10/29	复创医药	未上市	礼来	LLY US	FCN-338	授权（海外）	4,000 万美元	4 亿美元

资料来源：Wind，华泰证券研究所

国内同质化竞争加剧。以 PD-1/PD-L1 抗体为例，目前已有 4 个进口药物和 4 个国产药物获批，且后续梯队仍有多品种处于申报上市或关键临床阶段；CDK4/6、BTK 等靶点也呈现相似局面，医保谈判下此类产品大幅降价或难以避免。同时，销售网络完备而强大的行业龙头的参与进一步加大了初创生物制药公司的商业推广难度。

图表45： 中国：已获批 PD-1/PD-L1 抗体销售竞争格局



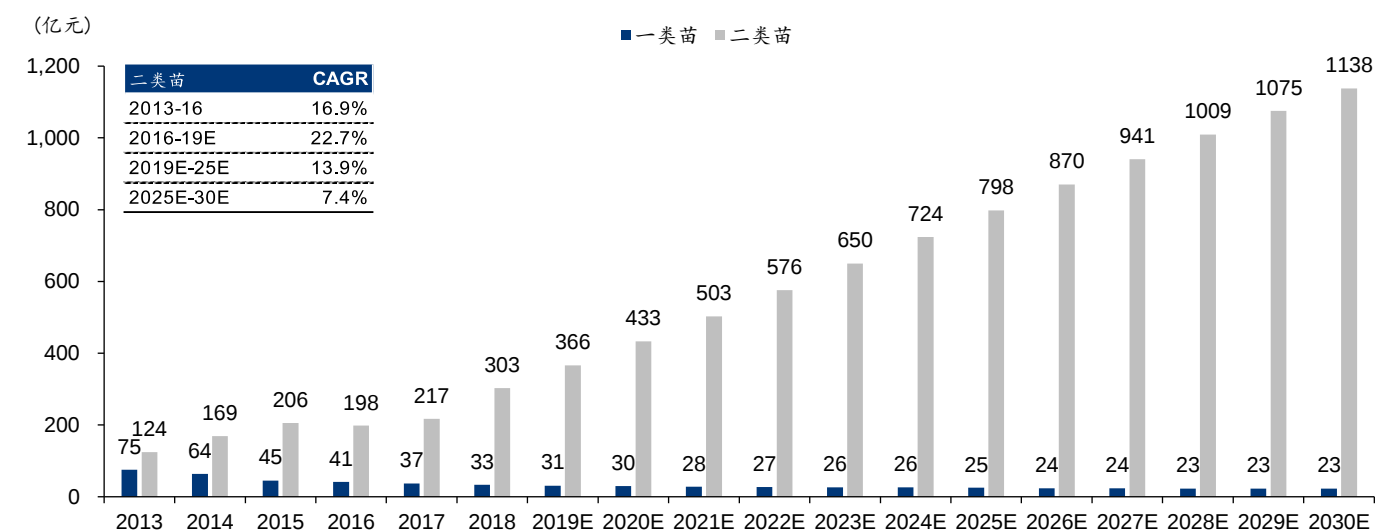
资料来源：IQVIA，华泰证券研究所

疫苗：供给周期叠加新冠增量

中国疫苗产业处于供给释放与国产替代的大周期，PCV/HPV 等全球重磅疫苗的国产化将驱动龙头企业持续高增长。始于 2019 年末的新冠疫情全球爆发，新冠疫苗从无到有、几乎成为唯一的防控希望，我们预计 4Q20 新冠疫苗逐步上市，政府将衡量经济活动进行大量采购，2021-22 年研发成功的企业将获得亿级甚至数十亿级的增量利润，建议关注智飞生物（300122 CH，买入，目标价 210.72 元）。

中国疫苗产业：供给周期。中国拥有全球第二大的新生儿人群与庞大的中产阶级人群，支撑疫苗的广阔需求，但受制于中国药监局的落后/过度监管，过往疫苗的优质供给甚少。2015~2017 年以拥抱创新为主线的中国药监改革后，PCV、HPV 等全球畅销的重磅疫苗进入中国、销售大放异彩，2020 年是国产化元年，随着 PCV13 国产化（4Q19 沃森、1H21E 康泰）、HPV4/9 国产化，中国疫苗产业将步入长期的快速增长。

图表46： 中国疫苗产业规模（2013-2030E）



资料来源：China Insights，华泰证券研究所

未来五年驱动力：创新疫苗在华放量。随着优质供给增加，中国疫苗格局发生变化，销售额最大的疫苗从 2015 年的狂犬疫苗（~20 亿元）、水痘疫苗（~10 亿元）到 2020 年 HPV 疫苗（>100 亿元）、PCV 疫苗（>50 亿元）、DTP 联苗（>30 亿元）。未来数年，中国仍将有大量重磅疫苗上市，驱动市场快速增长，我们预计 2025 年最大的疫苗将是 HPV 疫苗（>150 亿元）、PCV 疫苗（>150 亿元）、流感疫苗（>50 亿元），接轨全球市场。

图表47： 中国疫苗上市预期（2020-2022E）

药品名称	企业名称	关联集团	彭博代码	产品阶段	销售年度	销售峰值
重组带状疱疹疫苗	GSK	GSK	GSK LN	2019Q2	2020	30~50
水痘减毒活疫苗	科兴（大连）疫苗	科兴生物	SVA US	2019Q4	2020	5~10
重组人乳头瘤病毒 16/18 型双价疫苗	厦门万泰沧海	万泰生物	603392 CH	2019Q4	2020	5~10
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	玉溪沃森生物	沃森生物	300142 CH	2019Q4	2020	>50
鼻喷冻干流感减毒活疫苗	长春百克生物	长春高新	000661 CH	2020Q1	2020	10~20
四价流感病毒裂解疫苗	长春所	中生集团	未上市	2020Q1	2020	10~20
重组结核杆菌融合蛋白（EC）	安徽智飞龙科马	智飞生物	300122 CH	2020Q2	2020	30~50
四价流感病毒裂解疫苗	北京科兴	科兴生物	SVA US	2020Q2	2020	10~20
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	成都欧林生物	欧林生物	未上市	2020Q3	2020	<5
吸附破伤风疫苗	华兰生物疫苗	华兰生物	002007 CH	2020Q4	2020	<5
23 价肺炎球菌多糖疫苗	北京科兴	科兴生物	SVA US	上市申请	2021	5~10
母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）	安徽智飞龙科马	智飞生物	300122 CH	上市申请	2021	>50
Sabin 林脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）	武汉所	中生集团	未上市	上市申请	2021	5~10
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	北京所	中生集团	未上市	上市申请	2021	<5
13 价肺炎球菌结合疫苗	北京民海生物	康泰生物	300601 CH	上市申请	2021	>50
冻干 A 群 C 群脑膜炎球菌结合疫苗	康希诺	康希诺生物	688185 CH	上市申请	2021	<5
冻干人用狂犬病疫苗（人二倍体细胞）	北京民海生物	康泰生物	300601 CH	III 期已完成	2022	10~20
23 价肺炎球菌多糖疫苗	北京智飞绿竹	智飞生物	300122 CH	III 期进行中	2022	5~10
冻干人用狂犬病疫苗（MRC-5 细胞）	安徽智飞龙科马	智飞生物	300122 CH	III 期进行中	2022	10~20
冻干人用狂犬病疫苗（2BS 细胞）	成都所	中生集团	未上市	III 期进行中	2022	10~20
冻干人用狂犬病疫苗（Vero 细胞）	长春所	中生集团	未上市	上市申请	2022	<5
四价流感病毒裂解疫苗	武汉所	中生集团	未上市	上市申请	2022	10~20
ACYW135 群脑膜炎球菌结合疫苗	康希诺	康希诺生物	688185 CH	上市申请	2022	20~30
Sabin 林脊髓灰质炎灭活疫苗（Vero 细胞）	北京科兴	科兴生物	SVA US	上市申请	2022	5~10
四价流感病毒裂解疫苗	安徽智飞龙科马	智飞生物	300122 CH	III 期进行中	2022	10~20
四价流感病毒裂解疫苗	上海所	中生集团	未上市	上市申请	2022	10~20

资料来源：丁香园 Insight，华泰证券研究所

中国疫苗市场：龙头企业长期跑出。

- 1) **MNC 先扬后抑。**进口疫苗仍在享受独占期红利，我们预计 Big 4 中国销售额仍快速增长直至国产品种上市，随着 PCV、HPV 等国产化，MNC 市场份额将逐步收缩。
- 2) **五年有望上市 PCV、HPV 的企业将成为本土龙头。**我们预计 2025 年中国疫苗市场最大的疫苗为 PCV 疫苗与 HPV 疫苗，均有望突破 150 亿元，布局企业（国药中生、智飞生物、康泰生物、沃森生物、科兴生物、康希诺、万泰生物）有望成为市场龙头，同时头部企业的研发管线将愈发强大，与尾部企业的差距进一步拉大。

图表48： 中国疫苗企业研发管线质量

	彭博代码	上市品种数量	研发管线数量	研发管线布局								
				流感病毒	肺炎球菌	HPV	脑膜炎球菌	百白破疫苗	狂犬病毒	肠道病毒	新冠病毒	其他
国药中生	未上市	12	31	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
科兴控股	SVA US	5	7	✓	✓						✓	✓
智飞生物	300122 CH	4	12	✓	✓		✓		✓	✓	✓	✓
康泰生物	300601 CH	4	9	✓	✓		✓		✓	✓	✓	✓
沃森生物	300142 CH	4	7	✓		✓	✓			✓	✓	✓
华兰生物	002007 CH	4	5	✓			✓		✓	✓		✓
艾美生物	未上市	3	2						✓			✓
成都欧林	未上市	3	2				✓					✓
万泰生物	603392 CH	2	3			✓					✓	
长春百克	000661 CH	2	2	✓				✓				✓
成都康华	300841 CH	2	1	✓								
康希诺	688185 CH	1	7		✓		✓				✓	✓
大连雅立峰	600196 CH	1	4	✓								✓
辽宁成大	600739 CH	1	3	✓			✓					✓
无锡罗益	未上市	1	3				✓					✓
中科生物	未上市	1	2	✓			✓					
昆明所	未上市	1	1									✓
江苏金迪克	未上市	1	1						✓			
上海荣盛	未上市	1	1	✓								
广州诺诚	未上市	1	0									
河南远大	未上市	1	0									
华北制药金坦	600812 CH	1	0									
宁波荣安	未上市	1	0									
上海联合赛尔	未上市	1	0									
长春卓谊	未上市	1	0									

资料来源：丁香园 Insight，华泰证券研究所

新冠疫苗：全球企业与病毒赛跑，已有 9 个候选疫苗进入三期。

- 1) 海外 6 个候选疫苗进入临床三期，其中 BNTb2 (BioNTech/Pfizer) 中期分析显示疫苗保护效力超 90%，其余候选疫苗有望在 4Q20 陆续撞线并中期揭盲；
- 2) 中国 3 个候选疫苗进入临床三期，为国药中生、科兴生物与康希诺，我们预计 4Q20 智飞生物、四川三叶草有望启动三期临床。

图表49： 新冠疫苗：四大技术路径与临床候选产品（截至 20201103）

类型	特性	中国企业	海外企业
全病毒疫苗			
减毒活疫苗	1) 免疫原性强，保护作用更持久 2) 存在潜在感染隐患（毒力回升风险）	/	/
灭活疫苗	1) 安全性较高，无致病风险 2) 免疫原性相对较低，须增加剂量/接种次数 3) 技术路线发展成熟（须大量培养病毒），研发时间短	<u>科兴生物（临床三期）</u> <u>国药中生（临床三期）</u> 医科所（临床一/二期） 康泰生物（临床一/二期）	哈萨克斯坦研究所（临床一/二期） Bharat（临床一/二期）
核酸疫苗			
DNA	1) 尚无产品上市（尚无广泛监测副作用） 2) 生产速度较快	/	Cadila（临床一/二期） Inovio（临床一/二期） Genexine（临床一/二期） Osaka（临床一/二期） Symvivo（临床一期）
mRNA	1) 无须进入细胞核，无整合宿主基因组风险 2) 稳定性较差、易于降解，须应用合适递送系统 3) 生产速度较快	艾博生物（临床一期）	<u>Moderna（临床三期）</u> <u>BioNTech/Pfizer（临床三期）</u> CureVac（临床二期） Arcturus（临床一/二期） ICL（临床一期）
病毒载体疫苗			
复制型	1) 安全性高，免疫原性强	万泰生物（临床一期）	以色列研究所（临床一/二期）
病毒载体疫苗	2) 存在预存免疫		MSD（临床一期） Themis（临床一期）
非复制型	1) 安全性高，免疫原性相对较弱，须多次给药	<u>康希诺（临床三期）</u>	<u>Oxford/AZ（临床三期）</u> <u>Gamaleya（临床三期）</u> <u>Janssen（临床三期）</u>
病毒载体疫苗	2) 存在预存免疫		ImmunityBio（临床一期） ReiThera（临床一期） Vaxart（临床一期） Ludwig-Maximilians（临床一期）
蛋白疫苗			
亚单位疫苗	1) 安全性高，无致病风险 2) 免疫原性较弱（仅表达部分病毒蛋白），须选择佐剂增强反应	智飞生物（临床二期） 四川三叶草（临床一期） 四川大学（临床一期）	<u>Novavax（临床三期）</u> Sanofi/GSK（临床一/二期） Kentucky（临床一/二期） Vaxine Pty（临床一期） CSL（临床一期） Medigen（临床一期） 古巴 IFV（临床一期） 俄罗斯 FBRI（临床一期） Tuebingen（临床一期） United Biomedical（临床一期） SpyBiotech（临床一/二期） Medicago（临床一期）
VLP 疫苗	1) 安全性高，免疫原性强；生产难度较高		

资料来源：Nature，WHO，华泰证券研究所

新冠疫苗：我们预计 4Q20 起全球疫苗将陆续应急审批上市。

- 1) 海外候选疫苗进度领先，预计 BioNTech、Moderna 有望于 4Q20 全球上市，Oxford、Janssen 因试验暂停预计 1Q21 全球上市，Novavax 产品属于新型佐剂、乐观预计 1Q21 上市。
- 2) 中国候选疫苗，考虑到进入三期时间节点，我们预计国药中生、科兴生物有望于 4Q20 中国上市，康希诺、智飞生物进度略慢、预计 1Q21 中国上市，随后为四川三叶草、艾博生物、康泰生物等。

- 3) 进口疫苗目前中国仅采纳 BioNTech (复星医药合作)、Oxford (康泰生物合作), 尽管海外三期有望于 1Q21 前结束, 但仍有待完成中国桥接试验 (1/2 期临床), 我们预计最早于 1Q21 上市。

图表50: 新冠疫苗: 进度预期

			4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
中国企业							
国药中生	未上市	灭活	应急上市申请				
科兴生物	SVA US	灭活	应急上市申请				
康希诺	688185 CH	Ad5 载体		应急上市申请			
智飞生物	300122 CH	重组亚单位	启动 3 期	应急上市申请			
康泰生物	300601 CH	灭活	启动 2 期				
艾博生物	未上市	mRNA		启动 2/3 期		应急上市申请	
四川三叶草	未上市	重组亚单位	启动 2/3 期		应急上市申请		
海外企业							
Moderna	MRNA US	mRNA	应急上市申请				
BioNTech/Pfizer	BNTX US/PFE US	mRNA	应急上市申请				
Oxford/AZ	未上市/AZ N	ChAdOx1 载体	应急上市申请				
Gamaleya	未上市	Ad26/Ad5 载体		俄罗斯全境流通			
Janssen	JNJ US	Ad26 载体		应急上市申请			
Novavax	NVAX US	重组亚单位		应急上市申请			

资料来源: 各公司官网, 华泰证券研究所

新冠疫苗: 中国企业出厂价将分层, 我们预计单剂出厂价在 10~30 美元不等。

- 1) **中国自费定价:** 国药中生与科兴生物的自费定价基本反映上限, 我们预计政府将进行适度谈判, 自费定价大概率低于 30 美元;
- 2) **中国采购定价:** 政府将对高危人群采购接种, 其采购价将大幅低于目前灭活自费定价, 我们预计中国政府采购定价可能低于 10 美元。
- 3) **海外出口定价:** 我们预计出口定价上限在 10~30 美元 (海外发达地区政府采购价单剂在 10~30 美元), 下限在 3 美元 (印度 SII 对 Gavi 允诺不超过 3 美元单剂), 具体定价取决于政府支付能力、三期临床合作程度等。

图表51: 新冠疫苗: 采购价

	定价	备注
灭活		
国药中生	300 元 (折合 46 美元)	中国公民自费接种价
科兴生物	200 元 (折合 31 美元)	中国公民自费接种价
mRNA		
BioNTech/Pfizer	19.5 美元	发达国家统一采购价
Moderna	32~37 美元	百万采购量级的定价
病毒载体		
牛津大学/AZ	-	-
Gamaleya	-	-
Janssen	10 美元	-
康希诺	-	-
SII	<3 美元	为中等收入/低收入地区提供至多 2 亿剂次 AZ 疫苗
重组蛋白		
Novavax	-	-
SII	<3 美元	为中等收入/低收入地区提供至多 2 亿剂次 NVAX 疫苗

资料来源: 各公司官网, 华泰证券研究所

2020 年 6 月 26 日 WHO 更新 COVAX, 就新冠疫苗的全球供应计划作出布局。

- 1) **明确疫苗优先人群, 占全球人口 20~25%:** i) 医疗卫生系统中的工作人员 (占全球人口约 1%); ii) 65 岁以上的成年人 (占全球人口约 8%); iii) 其它患有基础疾病 (包括高血压、糖尿病等) 的高风险成人 (占全球人口约 15%)。
- 2) **2021 年末全球疫苗供应将达 20 亿剂, 其中向低/中收入地区供应超 10 亿剂。**

中国新冠疫苗企业：中国 3~13 亿人次、高收入地区 0~2 亿人次、中低收入地区 10~15 亿人次的市场机遇。

- 1) 中国政府大概率采购本土企业，至少对老年人、卫生人员实行全覆盖、并覆盖 50% 的慢性病患者，我们预计中国政府最低采购量在 3 亿人次（覆盖率 20%），如参考欧美对阿斯利康的采购协议，我们预计中国政府最高采购量在 13 亿人次（覆盖率 90%）；
- 2) 高收入地区大概率采购阿斯利康、赛诺菲/GSK、Moderna、Novavax 等企业产品，中国企业的覆盖率预计在 0~20%；
- 3) 中低收入地区将采购中国企业产品（海外临床验证），按 WHO 优先供应计划，我们预计中低收入地区政府采购量可能在 10~15 亿人次（覆盖率 20~30%）。

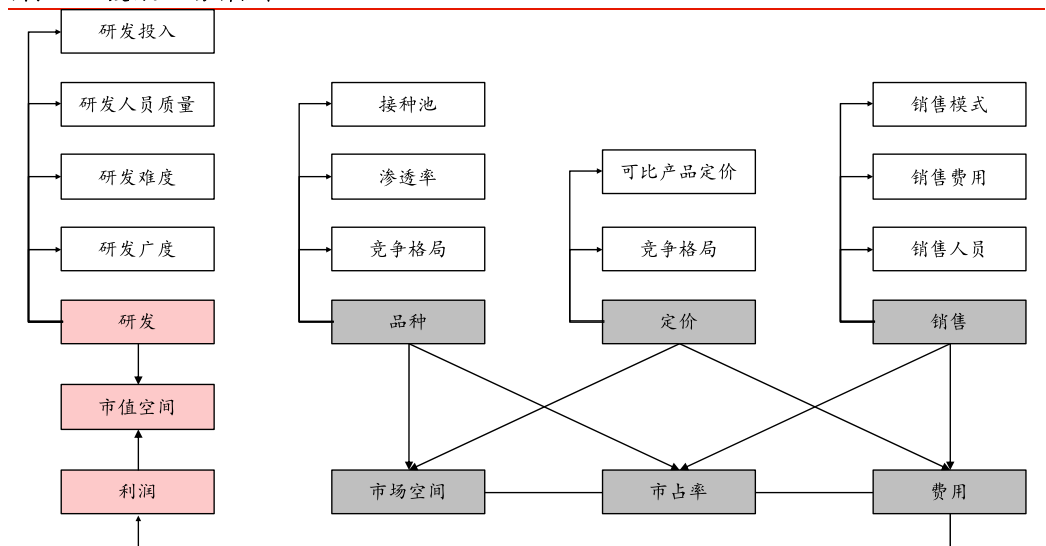
图表52： 中国新冠疫苗生产企业的潜在市场与利润测算

	保守	中性	乐观
覆盖率			
中国	20%	55%	90%
高收入地区	0%	10%	20%
中低收入地区（剔除中国）	20%	25%	30%
覆盖人次（亿人）			
中国	2.8	7.7	12.6
高收入地区	0.0	1.2	2.5
中低收入地区（剔除中国）	10.1	12.6	15.1
合计	12.9	21.5	30.2
利润（亿元）			
10 元/单人份	129	215	302
20 元/单人份	258	430	603
30 元/单人份	386	646	905

资料来源：World Bank Group，华泰证券研究所

疫苗行业的景气度、商业模式、竞争格局决定行业高估值，企业的销售能力、研发质量决定企业估值，建议关注智飞生物（300122 CH，买入，目标价 210.72 元）。

图表53： 疫苗企业分析框架



资料来源：华泰证券研究所

图表54： 中国疫苗企业一览

彭博代码	国药中生 未上市	智飞生物 300122 CH	康泰生物 300601 CH	沃森生物 300142 CH	康希诺 688185 CH	华兰疫苗 未上市	科兴控股 SVA US	万泰生物 603392 CH
财务数据								
2019 年收入	66.8 亿元 ¹	13.4 亿元	19.4 亿元	11.2 亿元	~	10.4 亿元	17.2 亿元	~
研发投入	13.6 亿元 ²	2.6 亿元	2.2 亿元	2.6 亿元	1.5 亿元	<1.0 亿元 ³	1.6 亿元	<1.0 亿元 ⁴
研发/收入	20%	20%	11%	23%	~	<10%	9%	~
产品								
已上市	水痘减毒苗 EV71 ORV 四价流感 PPSV23	MenAC-Hib	DTaP-Hib PPSV23	PCV13 PPSV23		四价流感	EV71	HPV2
上市申请		母牛分枝杆菌	PCV13	HPV2	MCV4		PPSV23 四价流感	HPV9
临床 3 期	新冠疫苗 MCV4 RV6/RV3 人二倍体狂苗	PCV15 人二倍体狂苗 四价流感 PPSV23	人二倍体狂苗 MCV4		新冠疫苗		新冠疫苗	
临床 1-2 期	PCV13 HPV11 HPV4 DTaP-Hib 双价诺如 HIV	新冠疫苗 MCV4 痢疾双价 重组结核疫苗 EV71 四价诺如	新冠疫苗 EV71	新冠疫苗 MCV4 四价流感 HPV9 EV71	PCV13 PBPV 结核疫苗		PCV13	新冠疫苗

资料来源：Wind，公司公告，丁香园 Insight，华泰证券研究所；注 1：取自中生科技债券评级数据；注 2：取自中生科技债券评级数据并减去天坛生物数据；注 3/4：公司年报或招股说明书估算；注 5：仅列出预期峰值十亿以上的疫苗

医疗器械：关注疫后恢复佳及新基建长期受益赛道

冠脉支架国家集采落地，高值耗材市场动荡。考虑适合全国性集采的标准器械品类有限，我们对器械的全国集采保持谨慎乐观。区域性集采有望常态化，但降幅有限。高值耗材集采涉及的主要为市场规模大的标准型产品，未来能进行集采的品类较为有限。未来细分赛道的创新型产品及定制型产品将会是长期投资的主要赛道，长期成长性与盈利能力均优异。建议关注疫后恢复良好、集采影响较小及长期受益医疗新基建的细分赛道龙头

部分疫情受益股明年增长或存压力，平台型企业经营有望持续稳健。受益于新冠疫情对监护仪、呼吸机、移动 DR、便携超、新冠试剂、手套、口罩等需求的强劲拉动，器械板块今年的经营及行情走势均较为突出。对于多数公司而言，今年的收入/净利润的高基数对明年的同比增长造成一定压力，但经营稳健、品类丰富、综合能力突出的平台型企业预计仍能实现较好的收入/净利润同比增长。

图表55： 新冠疫情对不同医疗器械品类销售影响

分类	疫情影响	具体品类
医疗设备	受益产品	1) 生命信息与支持类：监护仪、呼吸机、输注泵、制氧机、雾化器等；2) 医学影像类：移动 DR、便携彩超、CT 等；3) 测温类：额温枪、耳温枪等
	受损产品	台式彩超、内窥镜、MRI、血管机、灯床塔、轮椅等
IVD	受益产品	新冠检测试剂、POCT 血气产品、POCT 炎症产品等
	受损产品	常规免疫诊断（化学发光等）、生化诊断、血球、血糖检测、血压检测产品等
高值耗材	受益产品	基本无受益产品
	受损产品	冠脉支架、骨科产品、血液灌流器、人工晶体、主动脉支架等
低值耗材	受益产品	手套、口罩、防护服、医用酒精、医用消毒液、消毒剂等
	受损产品	留置针、穿刺针、输液器、输血器、血袋、通气管、动脉插管、医用缝合针、缝合线等

资料来源：华泰证券研究所

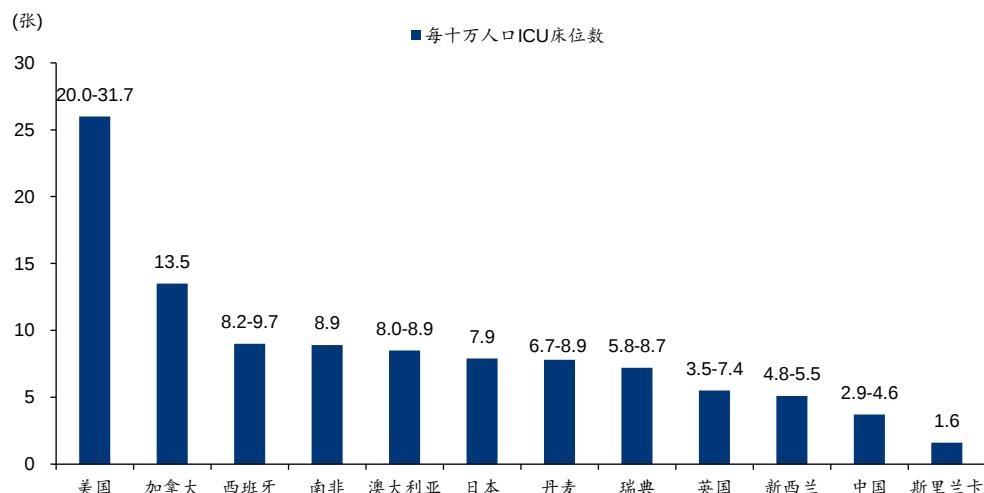
医疗新基建带来板块长期增长动力。本次疫情暴露了国内重症科室建设尚不完善以及基层医疗能力较薄弱等现状，疫情后有望迎来重症科室及基层医疗的建设及补短板浪潮。以每十万人 ICU 床位数指标为例，国内危急重症科室等配置与海外发达国家相比仍然差距较大，未来建设任重道远。5 月 20 日，国家发展改革委发布《公共卫生防控救治能力建设方案》，方案中对疾控机构、县级医院、城市传染病救治机构、重大疫情救治基地等四类机构提出实质性建设意见，建议补充品类包括呼吸机、监护仪、CT、移动 DR、除颤仪、生化分析仪、血气分析仪等，同时国内各地加速新改扩建医院进程，预计对医疗器械板块中长期增长有持续拉动作用。

图表56： 重大疫情救治基地应急救治物资参考储备清单（按单个基地计算）

序号	设备名称	设备数量（台/套）	序号	设备名称	设备数量（台/套）
1	无创呼吸机	50	19	降温机	3
2	有创呼吸机	40	20	移动式空气消毒机	200
3	转运呼吸机	10	21	过氧化氢消毒机	10
4	监护仪	200	22	紫外线消毒车	200
5	可视喉镜	10	23	CT（含车载 CT、方舱 CT）	1
6	电子气管镜	10	24	移动 DR	1
7	呼吸湿化治疗仪	50	25	生物安全柜	1
8	连续性血液透析机（CRRT）	5	26	离心机	1
9	体外膜肺氧合机（ECMO）（配 6 套耗材）	3	27	超低温冰箱	1
10	注射泵	200	28	荧光定量 PCR 仪	1
11	输液泵	100	29	核酸提取仪	1
12	营养泵	50	30	床旁血气分析仪	5
13	除颤仪	10	31	额温枪	200
14	制氧机	50	32	脉搏血氧仪	200
15	便携式彩超	5	33	多重呼吸道病原体快速核酸检测系统	1
16	心电图机	10	34	生化分析仪	1
17	振动排痰仪	5	35	移动 中药房	1
18	咳痰机	5			

资料来源：《公共卫生防控救治能力建设方案》，华泰证券研究所

图表57： 各国每十万人ICU床位数对比（2012 年）



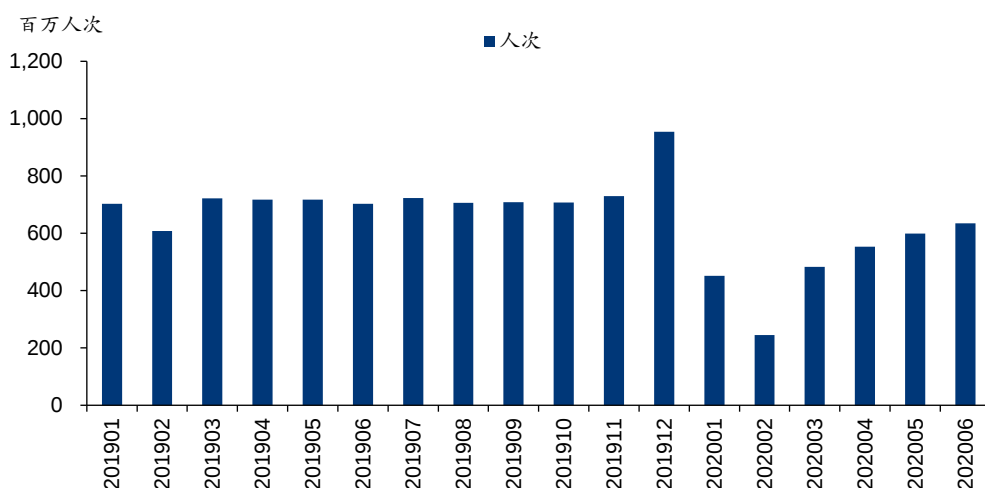
资料来源：《International comparisons of intensive care: informing outcomes and improving standards》，华泰证券研究所

关注疫后恢复良好、集采影响小及新基建长期受益的头部标的。建议关注疫后恢复良好、集采影响较小、及长期受益医疗新基建的细分赛道龙头，如迈瑞医疗（300760 CH，买入，目标价 457.04 元）、新产业（300832 CH，买入，目标价 235.15 元）、迈克生物（300463 CH，买入，目标价 62.32 元）、三诺生物（300298 CH，买入，目标价 51.3 元）、健帆生物（300529 CH，买入，目标价 95.66 元）、南微医学（688029 CH，买入，目标价 277.16 元）等。

医药流通：疫情大浪淘沙，龙头率先恢复

疫情期间医院诊疗人次显著下降，影响终端用药需求，目前正逐步恢复。受新冠疫情影响，2020 年一季度医院诊疗人次显著下降，特别是 1、2 月中国医疗机构诊疗人次仅为 4.5 亿和 2.5 亿人次，同比分别下降 35.76%和 59.61%，显著影响医院终端的用药需求。目前随疫情情况的改善，医疗机构诊疗人次正逐步回升，根据最新数据显示，我国 2020 年 6 月单月医院接待诊疗患者 6.35 亿人次，已达到去年同期水平的 90%，我们预计今年内可基本实现恢复。

图表58： 2019 年 1 月至今逐月中国医疗机构诊疗人次及出院人数

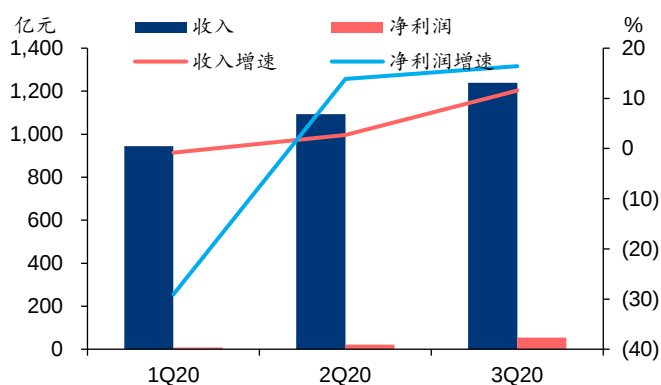


资料来源：卫健委，Wind，华泰证券研究所

受终端用药需求放缓影响，产业链中游的医疗流通企业同样受冲击明显，1Q20 收入和净利润同比负增长。国内医疗流通企业龙头国药控股（1099 HK）1Q20 实现收入 944.00 亿元和净利润 14.32 亿元，同比下降 0.82%和 25.20%，另一龙头上海医药（601607 CH）1Q20 分销业务部门实现收入 347.44 亿元和净利润 4.63 亿元，同比下降 12.63%和 9.91%。

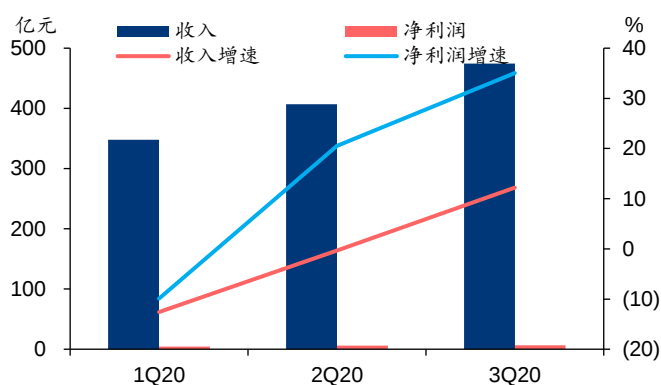
3Q20 随着终端需求逐步恢复，医药流通龙头因其在配送品种/网络优势实现较快恢复。进入，医院经营逐步恢复正常，医药流通龙头凭借配送品种及网络等优势率先恢复，国药控股 3Q20 实现收入 1238.45 亿元、净利润 53.96 亿元，同比增长 11.55%、16.41%，上海医药分销业务实现销售收入 473.39 亿元、净利润 6.73 亿元，同比增长 12.20%、35.04%。

图表59： 1Q20-3Q20 国药控股各季度收入、净利润及增速



资料来源：国药控股公告，华泰证券研究所

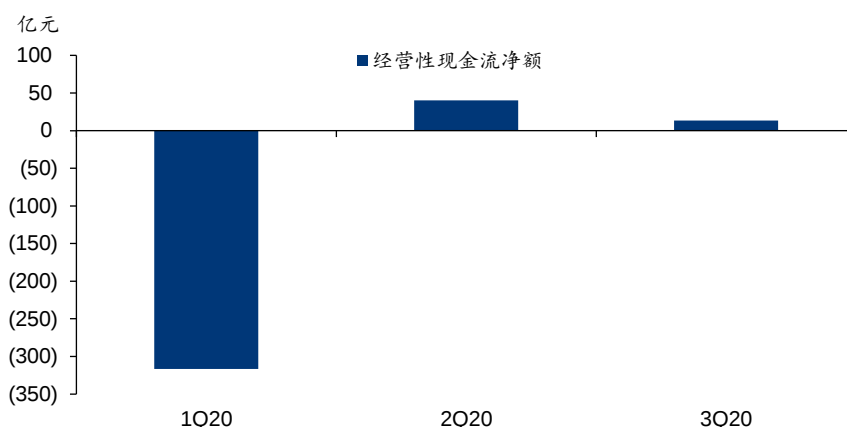
图表60： 1Q20-3Q20 上海医药各季度商业业务收入、净利润及增速



资料来源：上海医药公告，华泰证券研究所

疫情影响医院运营，医院回款情况较差。但我们认为随着逐步恢复常态，2Q20 之后医院回款会逐渐改善。2020 年一季度受新冠疫情影响，医院正常诊疗无法开展，回款情况较差，导致下游的医药流通企业现金流状况不佳。国药控股一季度经营性现金流量净额为-316.39 亿元，同比减少 45.97%。二、三季度随着医院诊疗逐步恢复常态，回款状况改善，国药控股经营性现金流量净额由负转正。

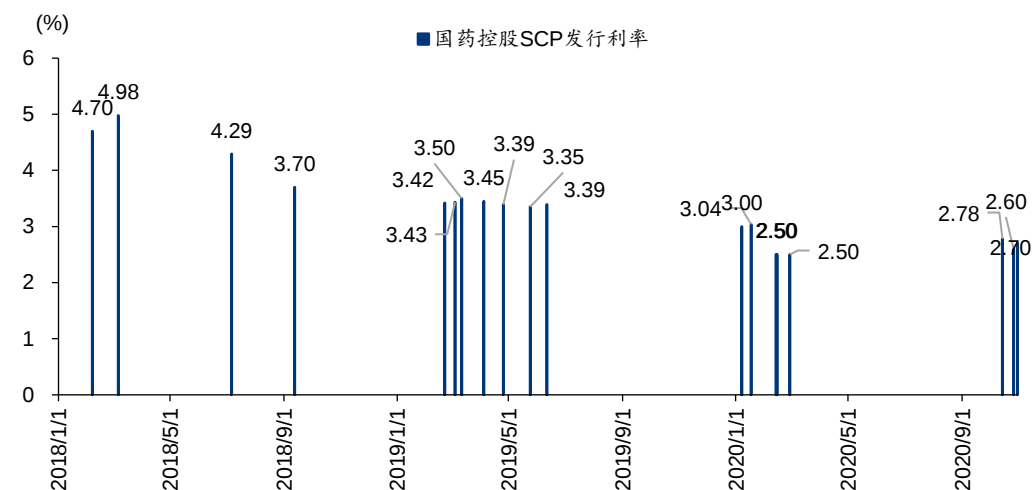
图表61： 国药控股 1Q20-3Q20 各季度经营性现金流量净额



资料来源：国药控股公告，华泰证券研究所

从融资成本的角度看，2020 年龙头医药流通企业融资成本保持边际下行的趋势，预计 2021 年有望延续这个趋势。比如国药控股 2020 年的 SCP 融资利率在 2.50%-3.04%，明显低于 2019 年同期水平，这对于需要大量借贷的医药流通公司很重要，这有利于医药流通企业减少融资成本，降低投资难度，进一步充分吸取资金、增加配送品种、完善配送网络、巩固自身行业龙头的市场地位。

图表62： 2018 年至今国药控股 SCP 发行利率

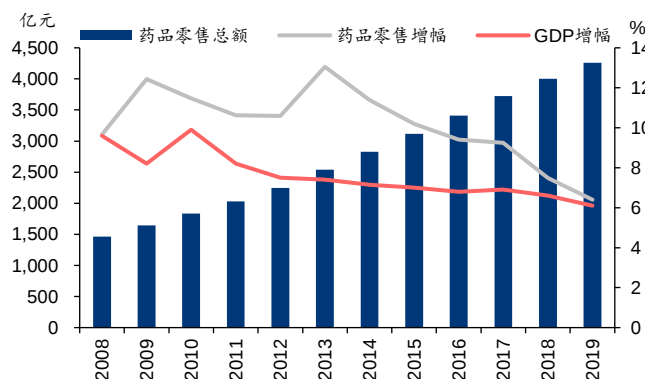


资料来源：Wind，华泰证券研究所

医药零售：疫情与集采加速行业长期分化

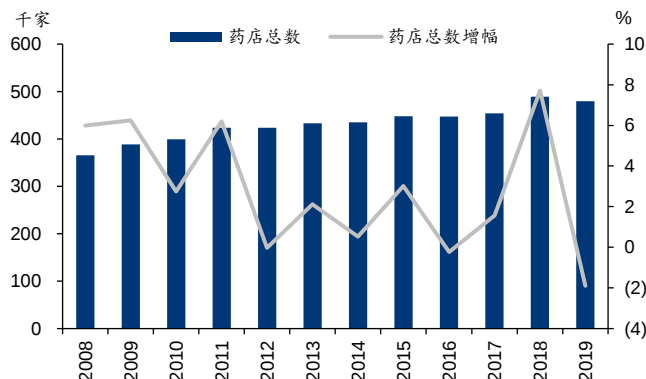
2019 年我国药房门店数量缩减，降幅达 1.89%，药店存量竞争激烈。2019 年我国零售药店门店数量从 2018 年的 489000 家缩减至 479780 家，净减少 9220 家，同比减少 1.89%，在行业增速放缓的背景下存量竞争加剧。

图表63： 2010-2019 年我国药品零售销售额及其增速、名义 GDP 增速



资料来源：《中国药店》，国家统计局，华泰证券研究所

图表64： 2008-2019 年我国药店总数及其增速



资料来源：《中国药店》，华泰证券研究所

我们认为在行业增速换挡、竞争加剧的背景下，行业龙头在专业化服务和精细化管理的优势将凸显，从而持续提高市占率。2019 年我国药店行业 CR10、CR20、CR50 和 CR100 分别达到 20.2%、27.3%、38.3% 和 46.1%，同比-0.4pct、-0.8pct、+0.9pct 和 +2.7pct。我们认为凭借内生竞争优势和外延并购资本，药店行业将长期且持续地整合，最终形成类似日本和美国的寡头垄断市场。

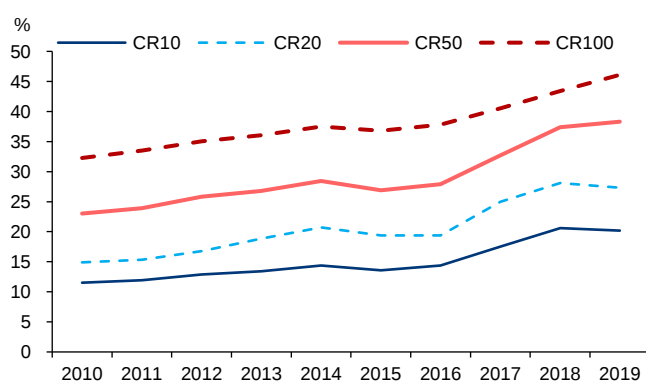
COVID-19 疫情期间，中小药店经营面临挑战，大型药店受益于疫情，行业集中度进一步趋向提高。新冠疫情使得很多中小药店供应链受阻，且人员配置不足，经营有困难。而大型连锁药店在物流、仓储、人员配置等方面具有优势，且在抗疫物资紧张的时候政府倾向和大型连锁药店合作供给。我们认为 2020 年疫情加速行业分化，集中度有望进一步提高。

图表65： 2008-2019 年我国连锁药店门店数量及连锁率变化



资料来源：《中国药店》，国家统计局，华泰证券研究所

图表66： 2010-2019 年我国医药零售行业集中度变化



资料来源：《中国药店》，华泰证券研究所

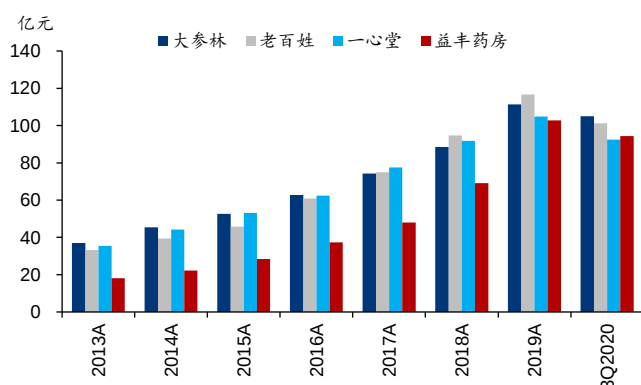
疫情期间，受税收优惠和减租政策等影响，行业龙头利润有一定增厚。国家为振兴经济，提出一系列的税收优惠及减租政策，增厚零售药店的利润。

我们认为药品的国家带量采购对于药店具有深远意义：

- 1) **短期看能够提高药店终端地位，引流创收：**在国家集采之后，很多在当地院内没有中标的厂商为保持正常销售，开始转向和大型连锁药店合作销售，并给予大型连锁药店较好的毛利空间，大型连锁药店的终端地位提高。这些药品将成为引流产品，带动客流增加。相对原来零毛利或者负毛利的情况，这些药品毛利率也有所改善。
- 2) **长期看有望促进处方外流：**大幅降低药价同时提高药事服务费，能够压缩对医生的利益输送空间，使药房成为成本中心，而且以阳光的方式提高医生的薪酬，从而推动医院处方逐步流向院外。参考日本医药分开的过程，核心推动力即降低药价同时提高医生薪酬。

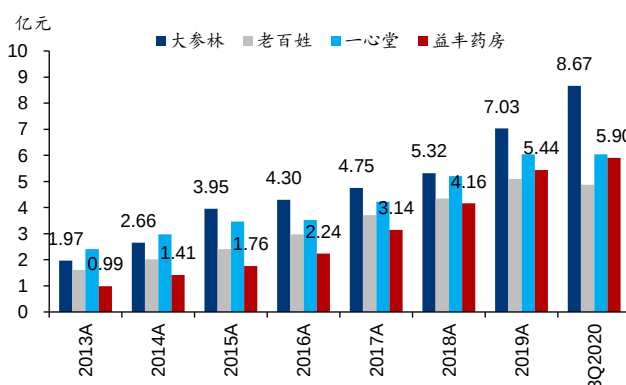
我们认为 2021 年在药品集采和疫情影响双重催化影响下行业有望加速分化，强者恒强。上市民营药店凭借资本优势和规模优势，持续发挥精细化管理和专业化服务长处，有望在大浪淘沙的行业整合浪潮中持续领跑。

图表67： 2013-3Q20 年四大上市连锁药店龙头的营业收入



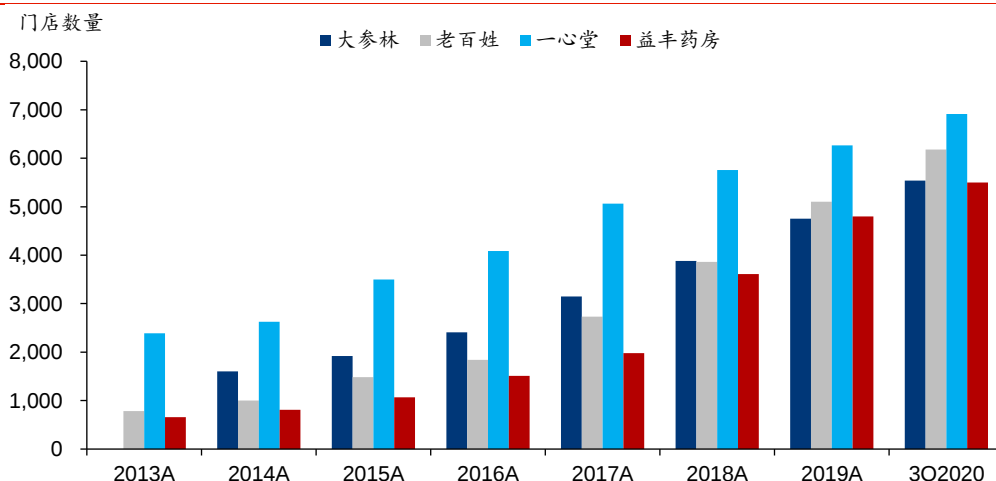
资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

图表68： 2013-3Q20 年四大上市连锁药店龙头的归母净利润



资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

图表69： 2013-3Q20 年四大上市连锁药店龙头的门店数量



资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

重点公司推荐

制药：医保内看好研发实力强、管线质量高的创新药企，医保外看好受益于消费升级且经营效率高的企业，建议关注司太立(603520 CH, 买入, 目标价 102.50 元)华东医药(000963 CH, 买入, 目标价 42.43 元)、华熙生物(688363 CH, 买入, 目标价 166.47 元)、长春高新(000661 CH, 买入, 目标价 488.28 元)、云南白药(000538 CH, 增持, 目标价 134.05 元)、片仔癀(600436 CH, 买入, 目标价 243.61 元)、东阿阿胶(000423 CH, 持有, 目标价 44.62 元)。

疫苗：中国疫苗产业处于供给释放与国产替代的大周期，PCV/HPV 等全球重磅疫苗的国产化将驱动龙头企业高增长。新冠疫苗研发成功的企业将 2021-22 年增厚亿级甚至数十亿级的利润，建议关注智飞生物(300122 CH, 买入, 目标价 210.72 元)。

医疗器械：建议关注疫后恢复良好、集采影响较小、及长期受益医疗新基建的细分赛道龙头，如迈瑞医疗(300760 CH, 买入, 目标价 457.04 元)、新产业(300832 CH, 买入, 目标价 235.15 元)、迈克生物(300463 CH, 买入, 目标价 62.32 元)、三诺生物(300298 CH, 买入, 目标价 51.3 元)、健帆生物(300529 CH, 买入, 目标价 95.66 元)、南微医学(688029 CH, 买入, 目标价 277.16 元)等。

医疗服务：建议关注市场空间广阔、内部管控优秀，经营持续稳健的细分行业龙头。

CXO：关注海外疫情影响下订单流入机会，看好产业链布局完善、订单获取能力强且在手订单充沛的行业龙头，建议关注药明康德(603259.SH, 买入, 目标价 133.01~143.53 元)。

药店：建议关注精细化管理能力强、区域规模优势明显的上市药店。

医疗流通：建议关注财务质量优秀、从疫情中率先恢复的区域龙头。

图表70：重点公司盈利预测

代码	股票简称	投资评级	目标价(元) 收盘价(元)		EPS(元)				PE			
			2020/11/18		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300122 CH	智飞生物	买入	210.72	119.85	1.48	2.08	5.29	6.02	81	58	23	20
000661 CH	长春高新	买入	488.28	357.39	4.39	7.26	9.39	11.65	81	49	38	31
603520 CH	司太立	买入	102.50	64.07	0.70	1.26	2.05	3.11	92	51	31	21
000963 CH	华东医药	买入	42.43	30.85	1.61	1.67	1.93	2.39	19	18	16	13
688363 CH	华熙生物	买入	166.47	160.01	1.22	1.34	1.79	2.32	131	119	89	69
000538 CH	云南白药	增持	134.05	97.85	3.28	3.36	3.83	4.40	30	29	26	22
600436 CH	片仔癀	买入	243.61	219.66	2.28	2.73	3.38	4.19	96	80	65	52
000423 CH	东阿阿胶	持有	44.62	43.82	-0.68	0.07	1.94	2.85	-64	626	23	15
300760 CH	迈瑞医疗	买入	457.04	346.51	3.85	5.20	6.26	7.60	90	67	55	46
300832 CH	新产业	买入	235.15	153.30	1.87	2.25	2.94	4.20	82	68	52	37
300463 CH	迈克生物	买入	62.32	44.54	0.94	1.24	1.49	1.87	47	36	30	24
300298 CH	三诺生物	买入	51.30	36.97	0.44	0.72	0.93	1.13	84	51	40	33
688029 CH	南微医学	买入	277.16	217.90	2.28	2.04	3.39	4.52	96	107	64	48
300529 CH	健帆生物	买入	95.66	66.96	0.71	1.00	1.38	1.87	94	67	49	36
603259.SH	药明康德	买入	133.01~143.53	109.10	1.24	1.48	2.00	/	88	74	55	/

资料来源：Wind，华泰证券研究所

智飞生物(300122 CH, 买入, 目标价 210.72 元)

1) 新冠疫苗：重组亚单位技术全球进度领先。公司与中科院合作研发的重组新型冠状病毒疫苗抗原设计为 RBD-sc-二聚体，优势包括可诱导细胞免疫、提高中和抗体滴度(提升 10~100 倍)、高产量生产(g/L 水平)等。新冠疫苗已启动三期临床，计划招募 29000 人，预计在乌兹别克斯坦、印度尼西亚、巴基斯坦、厄瓜多尔等国展开，我们预计 2Q21 有望获批上市。我们预计 2021-22 年利润贡献有望达 40 亿元(4 亿剂×单剂 10 元利润)，给予 PE 估值 30x(2021 年可比公司 PE 估值均值 73x，考虑研发不确定性给予一定折价)，预计市值贡献 1200 亿元。

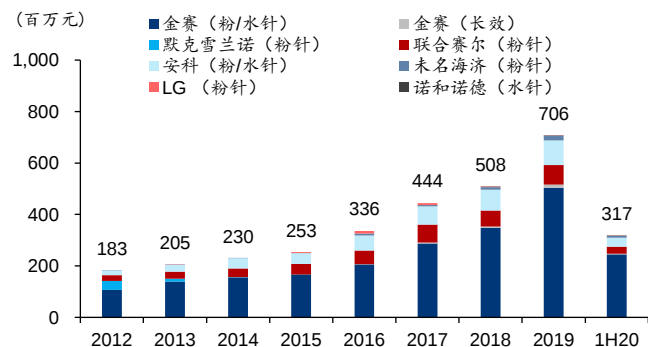
2) 代理产品：HPV 供需紧张，存量消化超五年。我们预计代理产品 1-3Q20 收入同比增长超 50%，全年收入端增长超 50%：1) HPV 疫苗供应稳定，1-3Q20 合计批签发量约 895 万支(同比增长 53%)，我们预计 2020 年收入增速约 50%；2) 1-3Q20 RV5 批签发量约 300 万支，我们预计 2020 年收入增速约 60%。

- 3) 自主产品：结核产品将推动 2021 年收入端跃升。**我们预计自主产品 1-3Q20 收入基本持平，全年收入端小幅增长：1) AC-Hib 三联苗水针剂型已停产，我们预计年内销售存货（货值约 3 亿元），无佐剂冻干剂型有望 2022 年上市销售；2) 2020 年规格升级的 MCV2、Hib、MPSV4 有望实现 10~11 亿元收入；3) EC 诊断试剂已多地中标，我们预计应用于新生入学、新兵入伍、职工体检等场景，全面替代 PPD，年内有望实现 200~300 万人份、收入冲刺 1~2 亿元；4) 母牛分枝杆菌疫苗已完成技术审评，我们预计 4Q20 正式获批，年内主攻市场准入。
- 4) 研发深厚，布局创新。**公司 1-3Q20 研发费用增长超 100%至 2.2 亿元：1) 人二倍体狂苗、四价流感裂解苗预计 2021 年初报产；2) 15 价肺炎结合苗、四价流感结合苗有望启动 3 期；3) 四价诺如重组苗、痢疾双价结合苗、重组结核疫苗等重磅品种推入临床一到二期；4) 临床前覆盖 B 群流脑苗、带状疱疹重组苗、双价轮状重组苗、双价手足口病疫苗、双价轮状重组苗等潜在重磅。
- 5) 依据《智飞生物：新冠引领，价值重估（2020-10-09）》，**我们预计新冠疫苗 2021-22 年利润约 40 亿元，预计 2020-22 年归母净利 33.3/84.7/96.4 亿元，同比增长 41%/154%/14%。应用 SOTP，给予代理产品 2021 年 PE 估值 30x（19 年自主业务疲软 PE 年均值 30x）、自研产品（剔除新冠疫苗）2021 年 PEG 1.9（20-22E CAGR 56%，可比公司均值 1.9x）、新冠疫苗估值 1200 亿元，总市值 3372 亿元、目标价 210.72 元，维持“买入”评级。
- 6) 风险提示：**新冠疫苗研发失败风险，销售不达预期，HPV 疫苗竞争加剧。

长春高新（000661 CH，买入，目标价 488.28 元）

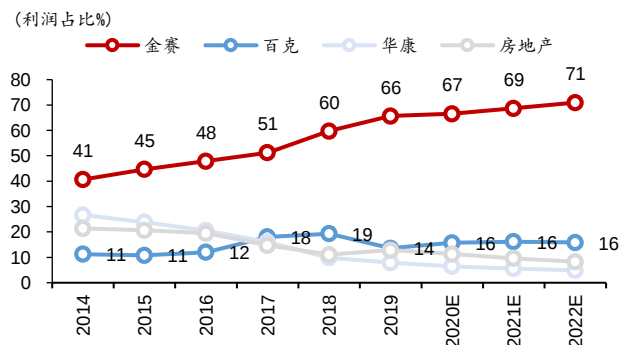
- 1) 金赛：3Q 新患入组略疲软，后续季度恢复苗头已现。**我们看好金赛全年业绩端冲击 35%同口径增速（9 月增速已回升至 10%左右，预计后续季度持续回暖），明年经营维持稳健（21 年新患入组及纯销增速或有望逐步回升至疫情前水平，长期逻辑不变），且金赛已与高新实现利益理顺，以缴税为目的的私人减持预计不影响公司整体发展；
- 2) 百克：痘苗呈现高市占率，鼻喷新品或增厚可观利润。**公司痘苗已成为国内市场主流砥柱（1-9 月批签发市占率 33%）；独家鼻喷流感疫苗仅 8-9 月合计批签发价值 4.7 亿元，预计在 4Q 流感高峰及防疫需求催化下，全年或冲击 15-20 亿货值；未来多个合作新疫苗预计装入百克结合上市后融资条件，助力其跻身大型高端疫苗生产商行列；
- 3) 房地产贡献稳定现金流，华康业绩企稳。**房地产业务后续季度有望随着怡众名城和高新和园项目全面清盘，高新慧园项目交付，及君园项目推进，全年现金流有望保持平稳态势。华康 9M20 业绩快速恢复至 15%的增长，看好 4Q 继续提速。
- 4) 依据《长春高新：生长激素入组渐复，疫苗新品向好（2020-10-27）》**我们预计 20-22 年 EPS 7.26/9.39/11.65 元，给予 21 年 52 倍 PE（较可比 21 年 47 倍 PE 均值溢价约 10%），目标价 488.28 元。
- 5) 风险提示：**水针降价或销售不达预期，鼻喷疫苗销售需求不达预期。

图表 71：国内生长激素市场样本医院销售额及格局



资料来源：PDB，华泰证券研究所

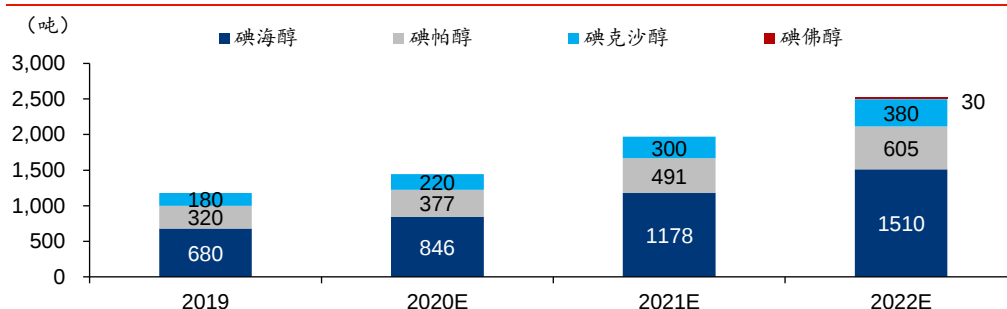
图表 72：长春高新：生长激素及疫苗板块为核心利润驱动



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

司太立 (603520 CH, 买入, 目标价 102.5 元)

- 卡位造影剂行业: 仿制药崛起, API 产能集中。**造影剂为稳步增长的精品细分子行业, Newport Premium 数据显示, 2018 年全球规模约 60 亿美元, 整体增长趋稳。当前全球造影剂行业仍以原研为主(2018 占比近 75%), 尤其欧美市场, 仿制药接近空白。造影剂上游 API 产能集中 (CR5=90%), 且四大原研占比近 80%, 上游 API 产能的垄断长期以来限制了下游仿制药的发展。近些年伴随着恒瑞等仿制药企在中国的崛起 (PDB 数据 2019 仿制药占比 54%), 司太立也成长为全球一流的造影剂原料药供应商。我们认为未来优质原料药企将与仿制药企相辅相成, 全球范围掀起原研替代浪潮。
- 全球造影剂 API 龙头, 原料药全品类布局, 产能释放在即。**公司深耕造影剂领域近 20 年, 逐步成长为国内第一、全球领先的造影剂 API 龙头企业, 产品获得全球客户的广泛认可 (碘海醇是全球获 CEP 证书、日本登陆证的四家企业之一, 碘帕醇另获得美国 DMF 认证)。近些年国内造影剂仿制药的蓬勃发展(2015-2019CAGR=22.7%)催升上游 API 行业景气度, 公司通过: 1) 并购(收购国内第二大 API 企业海神制药); 2) 扩产(2020 年起 IPO 募投产能逐步释放, 定增产能开始建设, 至 2022 年有望实现超 2500 吨 API 产能); 3) 丰富产品管线(由 X 射线造影剂向 MRI 造影剂拓展), 多管齐下巩固行业领先地位。
- 原料制剂一体化, 打开增长天花板。**公司 2012 年成立上海司太立布局造影剂制剂, 谋求产业链的下游延伸, 碘帕醇、碘海醇、碘克沙醇已于 20 年陆续获批上市, 八年耕耘迎来收获。制剂产品的获批标志着公司打通“中间体+原料药+制剂”全产业链。公司携手恒瑞医药(600276 CH)进行国内制剂销售, 进一步实现原研替代。
- 立足中国, 进击海外。**全球化为公司的重要战略, 2019 年海外收入占总体近 38% 的份额。制剂产品获批上市后, 公司将依托上海制剂工厂与海神制药的爱尔兰 IMAX 子公司, 灵活运用“原料药+制剂”组合策略, 携手合作伙伴实现造影剂的全线出海, 海外碘造影剂市场有望成为公司新的增长点。
- 依据《司太立: 造影龙头, 全速出击(2020-10-30)》, 我们预计公司 20-22 年有望实现归母净利润 3.10/5.03/7.61 亿元, 给予 21 年 50xPE (业绩高增长的造影剂龙头, 可比公司 Wind 一致预期 PE 均值 48x), 目标价 102.50 元。
- 风险提示:** 复产进度不及预期, 产能释放不达预期, 制剂审批不达预期, 环保风险。

图表73: 公司产能逐步释放


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表74: 造影剂制剂竞争格局

产品名称	公司当前进度	19 年国内造影剂市场规模 (亿元)	2019 增速 (%)	竞争格局
碘海醇	已获批	27.09	19.43	2 家过评 (GE, 司太立); 2 家申报 BE 试验 (扬子江药业, 北陆药业)
碘帕醇	已获批	15.09	10.82	2 家过评 (司太立, 正大天晴); 2 家申报 BE 试验 (北陆药业, 康臣药业); 1 家新 4 类 NDA (科伦药业)
碘克沙醇	已获批	49.71	38.43	1 家过评 (司太立); 4 家申报 BE 试验 (北陆药业, 正大天晴, 扬子江, 恒瑞医药); 1 家新 4 类 NDA (正大天晴)
碘佛醇	申报生产	17.56	12.59	1 家申报 BE 试验 (恒瑞医药); 1 家新 4 类 NDA (司太立)
碘美普尔	申报生产	-	-	1 家过评 (Bracco); 2 家新 4 类 NDA (司太立, 重庆圣华曦药业)

资料来源: Insight, PDB, 华泰证券研究所

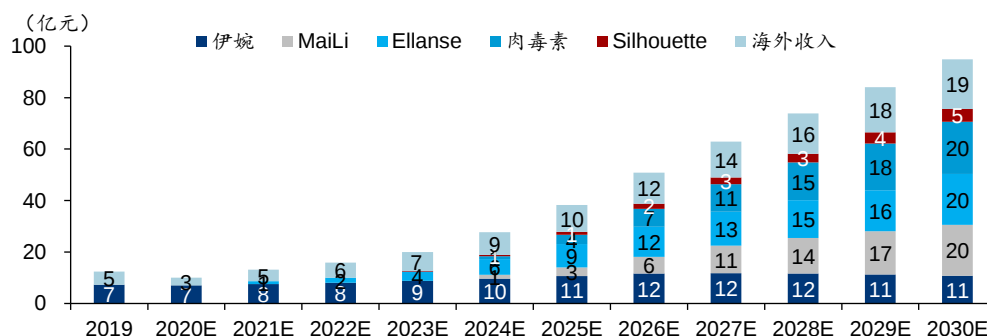
华东医药 (000963 CH, 买入, 目标价 42.43 元)

- 1) 医药工业+医药商业, 打造稳健的基本盘。**2020 年受疫情与阿卡波糖失标影响, 公司收入和利润增速放缓, 但相较于 2019 年仍有望保持正增长, 展现出公司产品线极强的韧性与优秀的管理能力。展望未来三年: 1) 20 年受疫情影响, 我们预计商业板块收入有望与 19 年持平, 伴随疫情的逐步控制, 医药商业业务有望恢复至 5%-10% 的增长, 并且公司不断增强商业服务能力和专业化的冷链物流配送 (高毛利业务), 利润率预计将有所提升; 2) 20 年受到疫情与阿卡波糖失标的双重影响, 我们预计工业全年有望实现大个位数的收入增长。21 年开始阿卡波糖失标影响渐消, 二线产品快速放量, 卡泊芬净、利拉鲁肽等产品有望陆续获批上市, 我们预计公司工业板块 21/22 年有望实现 14%/21% 的增长, 公司核心业务重回快速增长轨道。
- 2) 抗衰风尚引领行业高增长, 重磅云集掘金医美浪潮。**市场下沉+使用快捷化+行业规范化, 中国医美市场迎来最好的时代 (F&S: 20-24ECAGR=17.4%)。公司通过代理+并购+入股的方式快速搭建起齐全的产品管线, 全面进军医美领域: 1) Ellanse (胶原蛋白刺激剂, 注册审评中, 公司预计 1H21 上市)+MaiLi (新型含麻玻尿酸, 注册准备中, 我们预计 24 年上市; 下同)+伊婉, 打造中高端注射产品组合; 2) Silhouette (埋线, 临床试验中, 23E 上市) 实现面+颈部提拉; 3) 肉毒素 (4Q20E 启动注册, 24E 上市); 4) 祛斑和美白器械 (注册计划中, 24-25E 上市)。丰富的产品线+强大的销售力, 公司有望成长为我国医美行业重磅级玩家。
- 3) 依据《华东医药: 华“美”转身, 日出东方 (2020-11-11)》, 我们预计公司 20-22 年营收增长为 1.8%/13.3%/13.9%, 归母净利润增速为 4.1%/15.0%/24.1%, SOTP 估值法下公司合理市值为 742.37 亿元 (商业业务: 参考 21 年可比公司 Wind 一致预期 PE10x, 考虑商业 20-22E 净利润 CAGR 低于可比公司, 给予 21 年 9x PE, 对应市值 61.56 亿元; 工业业务: 参考 21 年可比公司 Wind 一致预期 PE24x, 考虑到工业 20-22E 净利润 CAGR 低于可比公司, 给予 21 年 20x PE, 对应市值 496.67 亿元; 医美业务: 医美板块 21 年有望实现净利润 2.02 亿元, 给予 21 年 91xPE (可比公司 Wind 一致预期 PE91x), 对应估值 184.14 亿元)。**
- 4) 风险提示:** 产品上市进度不及预期, 产品放量不及预期, 产品降价的风险。

图表75: 医美领域全产品线覆盖

	 伊婉	 Ellanse	 Silhouette	 F1	 MaiLi	 肉毒素	 F2
产品类型	透明质酸填充剂	胶原蛋白刺激剂	埋植线	医疗器械-冷冻祛斑	透明质酸	肉毒素	医疗器械-全身喷雾美白
中国研发阶段	已上市	申报上市	临床试验中	注册工作准备中	21E 申报临床	4Q20 申报临床	/
中国上市时间	2013	1H21E	23E	24E	24E	24E	25E
国内销售预测	>10亿元	~20亿元	~5亿元	/	15-20亿元	~20亿元	/
竞争格局	40余款产品	好	较好	较好	40余款产品	4款产品已上市	/
全球上市时间	2011	2009	2014	2020	2020	研发中	研发中
2018年全球销售额	100百万美元	15百万美元	21百万美元	/	/	/	/

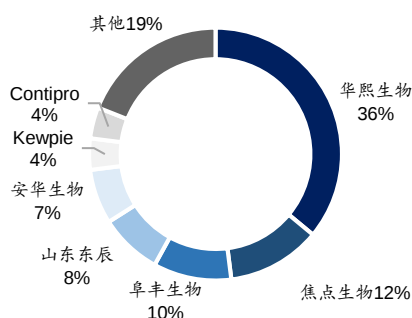
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表76: 医美产品线销售有望快速增长


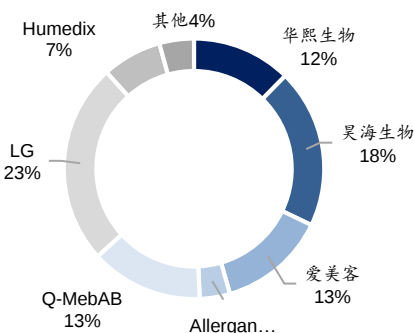
资料来源: 新氧白皮书, Frost&Sullivan, 华泰证券研究所

华熙生物 (688363 CH, 买入, 目标价 166.47 元)

- 1) 原料业务：全球领先的透明质酸龙头。**公司是全球最大的透明质酸生产及销售企业（2018 年销量全球占比 36%，第二至第五名市场份额均不超过 12%）。公司坚持技术与产品创新，透明质酸发酵产率持续提升（2019：12-14g/L vs 2018：10-13g/L，比文献最优水平高一倍），杂质控制远高于国际标准，且在技术要求最为严格的医药级原料市场，具有全球注册资质全面的独特优势（7 项国内，21 项海外，包括美国、欧盟、日本等发达市场），向全球医药、化妆品、食品制造企业提供 2kDa-4,000kDa 多种分子量段精准控制的原料产品（200+规格）。2020 年受疫情影响，我们预计原料业务全年实现个位数水平收入增长，21-22 年有望恢复近 20% 的增长（拓展国际业务+扩充产能+推出新品）。
- 2) 终端制剂：乘行业东风，医美业务大放异彩。**公司 2006 年开始研究透明质酸交联技术，成功开发“梯度 3D 交联”，解决了定向交联、有效交联及交联度精准控制三大技术难题，率先采用终端湿热灭菌技术（无菌水平提升 1000 倍），开发出一系列高质量医疗终端产品，进入高阶赛场。伴随国内疫情的控制，线下医美快速恢复，我们预计 2020 年终端制剂板块有望实现个位数收入增长。未来有望通过：1) 频繁上新（19 年获批准单含麻填充剂，1H2O 上新 3 款具有不同粘弹性、内聚性及支撑性的填充产品），产品组合拳灵活出击；2) 依托新媒体等多种媒介，实现线上线下全域流量打通，建立品牌阵地、提升全网声量；3) 针对医生、咨询师进行市场教育与品牌造势；逐鹿广阔的 HA 医美终端产品市场（Frost&Sullivan：预计 2024 年市场规模达 74 亿元）。
- 3) 功能性护肤品：营销助力，高速增长，打造“HA+”国货品牌。**公司以透明质酸（补水、保湿）及其他生物活性物质（消炎镇静等）为核心成分，强调精简配方、活性成分含量高、功效针对性强，开发了一系列针对特定皮肤问题的护肤产品（敏感、红血丝、痤疮等）。公司 C 端业务高举高打，从研发到生产均遵循制药标准，不断加码专利技术（酶切寡聚、油分散、阳离子络合等），与其他品牌形成差异化竞争优势，逐步建立国民功能性护肤品品牌口碑。伴随营销发力，我们预计功能性护肤品板块 2020 年收入有望实现翻倍增长（20-22ECAGR=58%）。
- 4) 依据《华熙生物：线上高增长，线下医美快速恢复（2020-10-30）》，**我们预计公司 20-22 年营收增长为 30.1%/39.8%/33.0%，归母净利润增速为 10%/34%/29%，给予 21 年 93xPE（线上业务收入 20-22E CAGR=57.7%，快速扩大品牌知名度，抢占份额，高于行业 Wind 一致预期 PE 66x），目标价 166.47 元。
- 5) 风险提示：**海外疫情持续影响原料出口及运输；疫情出现反扑，医美终端门店客流量恢复速度不及预期；护肤品爆款产品销售放缓；线上营销推行不及预期。

图表 77：透明质酸原料产品全球竞争格局（2018，按销量）


资料来源：招股说明书，Frost & Sullivan，华泰证券研究所

图表 78：中国透明质酸医美终端产品格局（2018 销量口径）


资料来源：Frost & Sullivan，华泰证券研究所

云南白药 (000538 CH, 增持, 目标价 134.05 元)

- 1) 药品：渠道去库接近尾声，股权激励提振士气。**我们预计药品部 2020 年内生收入增速 5-10%，长期增量依赖外延：1) 销售人员士气经过 2017-18 年去库存的低落、2019 年涨薪后的恢复，2020 年受益于股权激励落地将显著提振；2) 2020 年考核更加精细化（省区指标在发货与利润上增加纯销），人员结构持续优化（削减商务人员、增派终端营销）；3) 积极寻找关节等契合公司骨科领域的产品引入机会。

- 2) **大健康：市占率持续提升，净利率边际向上。**我们认为大健康部 2020-22 年收入端有望持续超越 15%，且净利率存在边际提升趋势：1) 牙膏市场维持高个位数增长，白药品牌市占率持续提升；2) KA 渠道平稳，分销渠道不断深耕、对不饱和区域增加分销商挖潜市场；3) 多肽牙膏等高毛利新品的规模起量抬高毛利率；4) 规模效应与媒介分散化下的广告费率边际递减。
- 3) 依据《云南白药：平稳快速增长，静待回购进度（2020-10-09）》，考虑到 1-3Q20 公允价值变动收益超 5 亿元（归母贡献超 10%），我们暂不考虑公允价值变动收益并维持盈利预测，预计 2020-22 年归母净利 42.9/48.9/56.2 亿元，增速为 3%/14%/15%，对应 EPS 3.36/3.83/4.40 元，可比公司 2021 PE 估值均值 33x，考虑到公司龙头地位，给予 2021 年 PE 估值 35x，维持目标价 134.05 元，维持“增持”评级。
- 4) 风险提示：医保控费超预期，外延收购不达预期。

片仔癀（600436 CH，买入，目标价 243.61 元）

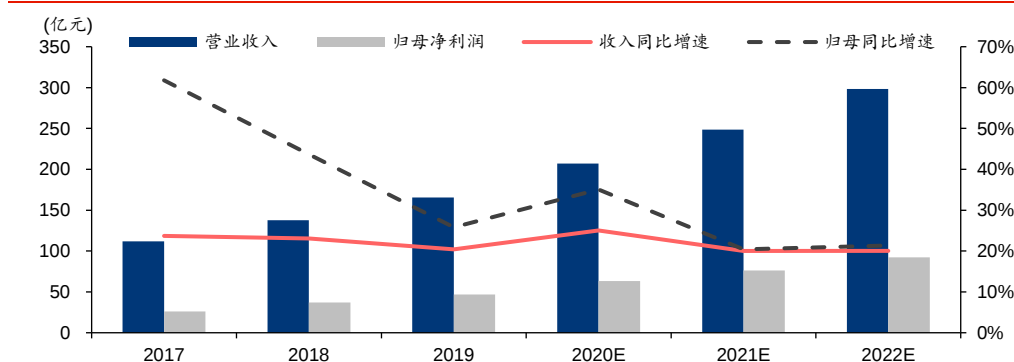
- 1) 肝病用药（主要为片仔癀锭剂）3Q20 实现收入 8.9 亿元（+49% yoy），毛利率为 80%（同比下降 1.8pct，环比下降 1.7pct），我们测算 3Q20 内销销量同比增长 46%、外销销量同比下滑约 40%。展望全年，得益于体验馆开店、高强度营销、学术赋能，消费群体有望继续拓宽，我们预计片仔癀锭剂 2020 年收入端增速在 26%。
- 2) 日用与化妆品 1-3Q20 实现收入 6.5 亿元，同比增长约 44%，我们预计受益于双 11、四季度大概率提速、全年收入增速超 40%；公司公告（2020-046）筹划化妆品公司分拆上市，上市公司持有化妆品公司 90.19%股份、其余为漳州国资持有。化妆品公司 2019 年营业收入 4.3 亿元、净利率 18.8%，1H20 营业收入 3.3 亿元、净利率 22.5%，1H20 收入贡献 10%、净利润贡献 8%。我们认为分拆上市双方获益，化妆品公司经营可更加独立，上市公司的费用在化妆品公司独立融资后可能降低。
- 3) 依据《片仔癀：3Q20 锭剂收入增速接近 50%（2020-10-23）》，我们预计 2020-22 年归母净利 16.4/20.4/25.3 亿元（前值 17.4/21.2/25.7 亿元），同比增长 20%/24%/24%，公司近五年 PE 估值均值 48x，考虑到提价后业绩提速，给予 2021 年 PE 估值 72 倍，目标价 243.61 元（前值 211.21 元），维持“买入”评级。
- 4) 风险提示：产品供应投放低于预期，终端动销低于预期。

东阿阿胶（000423 CH，持有，目标价 44.62 元）

- 1) **渠道库存调整有望 2020 年结束。**母公司 1Q/2Q20 实现收入 2.2 亿元、4.2 亿元，同比变化-78%、35%，我们预计一季度阿胶块/浆出现大幅下滑、二季度恢复系同比基数较低。1H20 收入端下滑主因 1) 新冠病毒疫情影响经销商复工复产与药店客流，终端动销下滑；2) 公司主动严格控制发货，清理渠道库存。我们预计负面因素有望在 2020 年解除，2021 年起恢复增长，但增长速度仍需观望。
- 2) **两大战略方向：消费者导向、竞争导向。**过去数年疲软主因公司对消费者的关注不足，包括购物地点、信息传递方式、移动互联网、自媒体社交等变化。公司正在重新规划两大战略方向：1) 消费者导向：已将销售办事处更名为顾客运营分公司，全面以顾客为中心，从内容、运营、活动触碰顾客，将在文化、临床、消费者感知上不断数字化，深入消费者尤其高净值人群的洞察；2) 竞争导向：过去坚持的文化营销是推品类、而非推品牌，诸多友商从价格、市场策略跟随，导致市场繁荣的同时乱象增多，公司不断强化品牌力以应对小厂竞争。
- 3) **基本面与估值面底部特征凸显。**我们预计 2020 年大概率为基本面与估值面的底部之年，底部特征包括长达三年的经销库存清理接近尾声、股票回购已完成且可能引入激励、管理层大面积更替，公司新任总裁强调保持良性增长（vs 过去库存积压），强调消费者导向（vs 过去提价策略）与竞争导向（vs 过去不重视竞品竞争），大面积提拔销售骨干为助理总裁，边际改善显著。
- 4) 依据《东阿阿胶：基本面与估值面有望触底（2020-08-26）》，我们预计 2020-22 年 EPS 为 0.07/1.94/2.85 元，增速在-110%/2875%/47%，参考可比公司估值（Wind 一致预期 2021 年 PE 中值 23x），给予 2021 年 PE 估值 23x，目标价 44.62 元，给予“持有”评级。
- 5) 风险提示：经销商去库存超预期，管理层更替不达预期。

迈瑞医疗 (300760 CH, 买入, 目标价 457.04 元)

- 1) 生命信息与支持: 我们推测 1-9M20 板块收入同比增速超 60%, 其中海外增速显著快于国内。分产品看, 呼吸机、监护仪、输注泵等抗疫产品引领增长, 且海外疫情对其提振作用有望延续至年底甚至明年;
- 2) IVD: 我们推测 1-9M20 板块收入同比增长约 10%, 新冠试剂增量带动下预计海外收入同比增速快于国内。公司发光装机进展喜人, 我们预计全年国内有望突破 2000 台新增装机;
- 3) 医学影像: 我们推测 1-9M20 收入同比增长约 5%, 其中国内恢复较快, 海外依然受到疫情一定负面影响。我们看好后续国内二三级医院采购需求对板块的带动。
- 4) 依据《迈瑞医疗: 所向披靡, 强者恒强 (2020-10-29)》, 我们预计公司 20-22 年 EPS 为 5.20/6.26/7.60 元, 同比增长 35%/20%/21%, 公司为国内医疗器械领头羊, 经营持续靓丽且多品类驱动, 我们给予 21 年 PE 估值 73x (可比公司 Wind 一致预期 21 年平均 PE 估值为 58x), 目标价 457.04 元, 维持“买入”评级。
- 5) 风险提示: 核心产品销售不达预期, 核心产品招标降价风险。

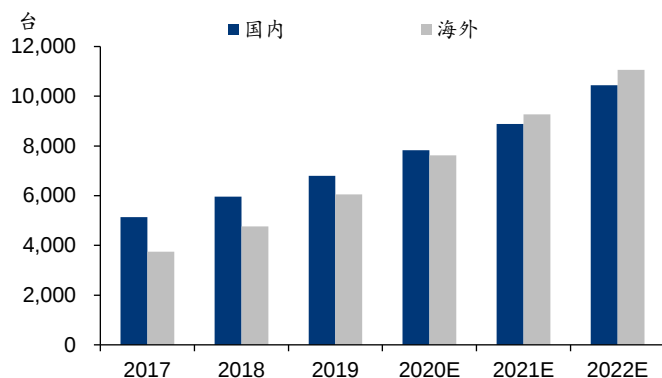
图表79: 迈瑞医疗收入及归母净利润


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

新产业 (300832 CH, 买入, 目标价 235.15 元)

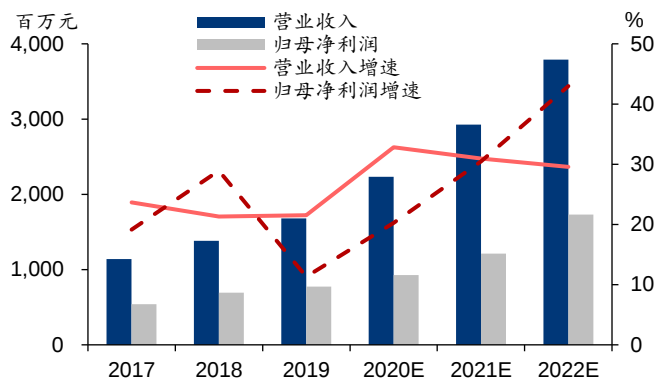
- 1) 仪器: 全球测速最快的 X8 今年有望装机 400-500 台, 试剂单产或达 80-100 万元/台, 我们预计 2020 年国内装机 1200-1400 台, 高端机型装机占比有望持续提高;
- 2) 试剂: 目前已有试剂注册项目 132 项, 领先同行, 术前八项传染病项目补齐, 配合 X8 推广, 补足试剂短板;
- 3) 海外: 2020 年新冠检测项目打开海外市场, 2020 年海外市场装机 2000, 我们预计剔除新冠试剂影响 2020 年海外常规项目收入增速也将超过 50%。
- 4) 依据《新产业: 疫情影响减弱, 内生净利润高增长 (2020-10-29)》, 我们预计 2020-2022 年归母净利润为 9.29/12.12/17.33 亿元, 同比增长 20%/30%/43%。若剔除股权激励影响, 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润同比增长 39%/32%/28%。考虑到公司海外市场进入收获期, 高端机型 X8 持续装机, 且为纯粹的化学发光龙头标的, 我们给予 2021 年 80x 的 PE 目标估值 (可比公司 Wind 一致预期 2021 年 PE 均值为 57x), 对应目标价 235.15 元, 维持“买入”评级。
- 5) 风险提示: 疫情影响超预期; 传染病项目放量低预期; 海外拓展不及预期。

图表80: 2017-2022E 年公司国内和海外市场收入



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表81: 2017-2022E 年公司营业收入、归母净利润及其增速

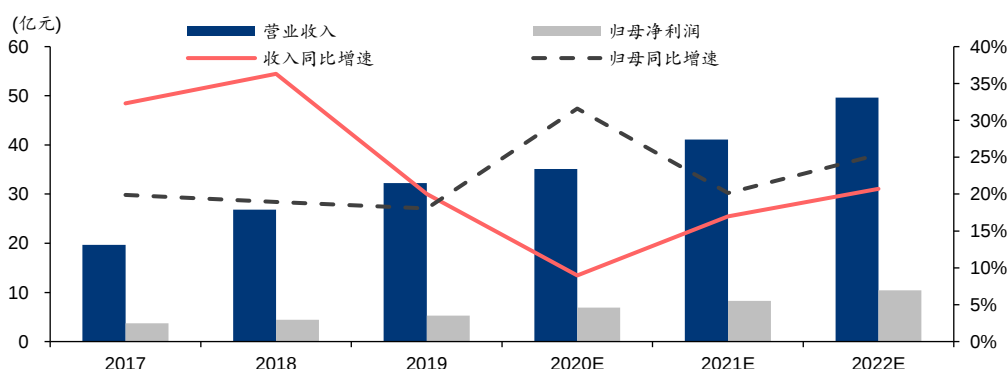


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

迈克生物 (300463 CH, 买入, 目标价 62.32 元)

- 1) 化学发光: 我们推测 1-3Q20 公司化学发光试剂收入同比增长 0%-2%, 其中 3Q20 收入同比增速超 25%, 国内同比恢复快速增长。我们推测前三季度直接发光平台的 i3000+i1000 仪器合计出库约 900 台, 全年维持 1200-1300 台的装机目标, 我们看好化学发光试剂 21 年收入同比显著提速;
- 2) 其它自产: 我们推测自产生化试剂 1-3Q20 收入同比增速约-20%、血球试剂 1-3Q20 收入同比增速超 20%, 单三季度均有所改善, 四季度有望继续恢复;
- 3) 新冠试剂: 我们推测 1-3Q20 合计贡献收入超 4.5 亿元, 全年有望增厚公司约 6 亿元收入。
- 4) 依据《迈克生物: 3Q20 收入及净利润均显著提速 (2020-10-29)》, 我们预计 20-22 年归母净利润 6.91/8.31/10.41 亿元, 同比增长 32%/20%/25%。基于 21 年业绩, 采用 SOTP 方法, 考虑 i3000 上市时间较晚, 发光收入体量略低于主要对手, 给予自产板块 21 年 48x PE (可比公司 Wind 一致预期平均 PE 60x)、代理板块 17x PE (可比公司 Wind 一致预期平均 PE 17x), 对应目标价 62.32 元, 维持“买入”评级。
- 5) 风险提示: 产品销售不达预期, 研发进度低于预期, 试剂招标降价。

图表82: 迈克生物收入及归母净利润

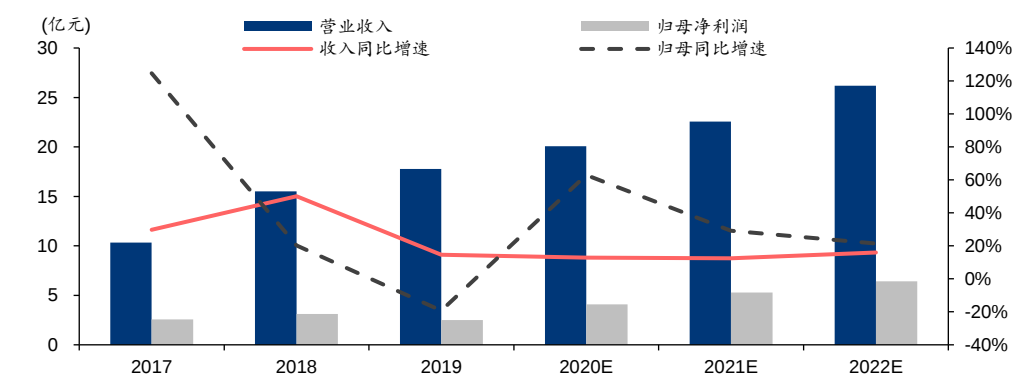


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

三诺生物 (300298 CH, 买入, 目标价 51.3 元)

- 1) 基本面: 公司为国内血糖监测领域龙头, 基本面稳固, 我们看好母公司 20-22 年净利润 CAGR 超 20%。海外业务方面, 综合考虑 PTS、Trividia 及新冠试剂贡献, 预计疫情影响可控;
- 2) CGM: 公司的 CGM 有望于 1H21 年国内开启临床试验, 有望于 4Q22 或 1Q23 年国内获批。公司的 CGM 技术工艺领先, 其采用第三代葡萄糖传感器技术, 实现电子直接转移, 有效降低传感器成本, 提高了传感器性能且无需指尖血校正。另外, 公司在血糖监测领域国内外渠道力突出, CGM 上市后有望在全球销售, 实现快速放量。

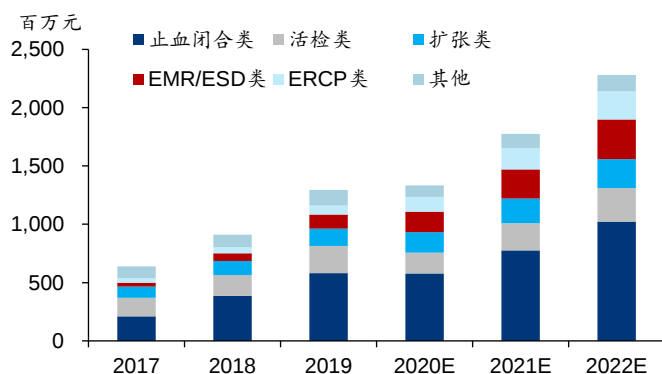
- 3) 依据《三诺生物：母公司 Q3 收入同比增长超 30% (2020-10-18)》，我们预计 20-22 年 EPS 为 0.72/0.93/1.13 元。考虑公司主业稳健且 CGM 从 21 年起持续催化，给予 21 年 55x PE (可比公司 21 年 Wind 一致预期平均 PE 51x)，目标价 51.30 元，维持“买入”评级。
- 4) 风险提示：研发进度低于预期，核心产品销售低于预期。

图表83：三诺生物收入及归母净利润

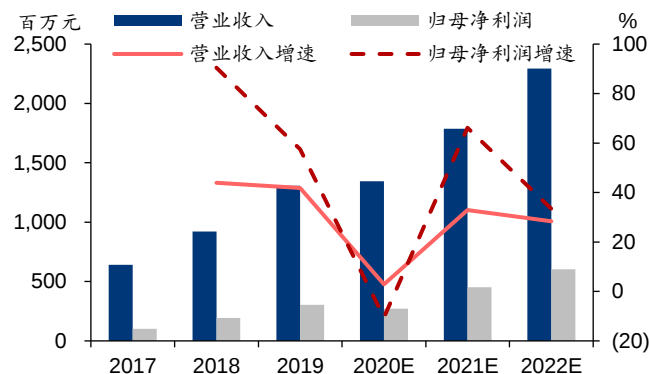
资料来源：Wind，华泰证券研究所

南微医学 (688029 CH, 买入, 目标价 277.16 元)

- 1) 普通耗材：以活检钳、止血闭合类产品为主的普通耗材受疫情影响严重，我们认为国内疫情基本稳定的前提下，预计普通耗材将明显反弹；
- 2) 高端耗材：ESD/EMR 和 ERCP 产品即使在今年都取得较快增长，我们预计今年 ESD/EMR 和 ERCP 收入同比增速分别超过 40% 和 60%，重磅产品黄金刀持续放量，可视化胆道镜产品有望明年上市；
- 3) 海外：海外疫情严重，但是美国、德国地区表现亮眼，公司会充分发挥海外直销模式的优势，克服疫情影响。
- 4) 依据《南微医学：销售逐步恢复，费用投入加大 (2020-10-28)》，我们预计 2020-2022 年归母净利润为 2.72/4.51/6.02 亿元，同比-11%/+66%/+33%，给予公司 PEG 3.19x 的 PE 估值 (可比公司 Wind 一致预期 PEG 均值为 3.19x)，对应目标价 277.16 元，维持“买入”评级。
- 5) 风险提示：产业链供给困难；原材料价格上行；终端需求放缓。

图表84：2017-2022E 年公司各产品线收入

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表85：2017-2022E 年公司营业收入、归母净利润及其增速

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

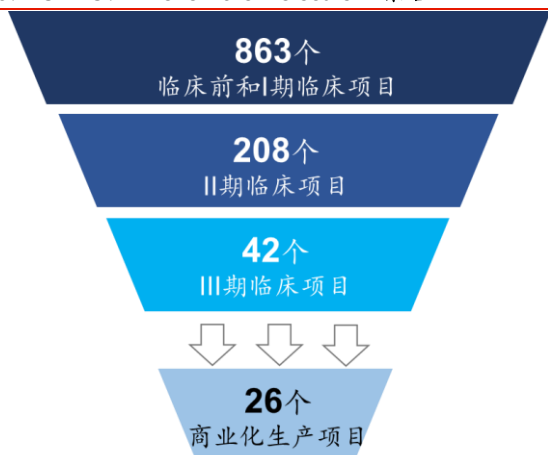
健帆生物 (300529.CH, 买入, 目标价 95.66 元)

- 1) 血液灌流器: 我们推测公司血液灌流器 1-3Q20 收入同比增速约 35% (VS 1H20 的 31.1%), 3Q20 单季度收入同比增速约 40%, 为业绩增长引擎。展望 20-22 年, 我们预计血液灌流器收入 CAGR 超 30%;
- 2) 胆红素吸附器: 我们推测胆红素吸附器 1-3Q20 收入同比增长约 40% (VS 1H20 的 14.8%), 3Q20 恢复过往高增长态势。展望 20-22 年, 我们预计胆红素吸附器收入 CAGR 超 60%;
- 3) 新业务: 扎根肾病、肝病业务, 陆续开拓危重症、中毒、自身免疫性疾病灌流、透析粉液等新兴领域。
- 4) 依据《健帆生物: Q3 净利润提速, 肝病业务恢复强势 (2020-10-21)》, 我们预计 20-22 年 EPS 为 1.00/1.38/1.87 元, 公司为国内血液灌流龙头, 先发优势明显且业绩高速增长 (20-22 年 EPS CAGR 37.7%), 给予其 21 年 PEG 估值 1.84x (可比公司 Wind 一致预期平均 PEG 1.84x), 目标价 95.66 元, 维持“买入”评级。
- 5) 风险提示: 产品结构单一风险, 竞争加剧风险, 产品降价风险。

药明康德 (603259.SH, 买入, 目标价 133.01~143.53 元)

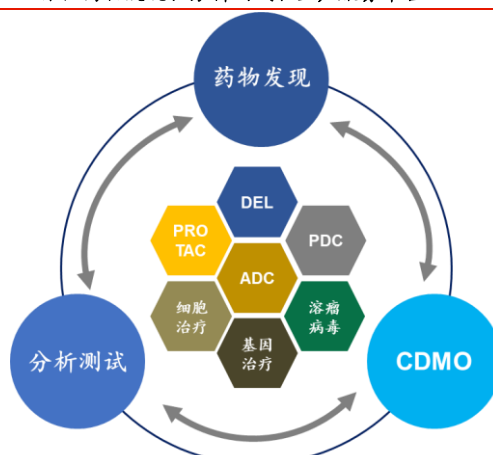
- 1) 客户群持续扩大, 赋能全球新药研发。公司为全球领先的一站式研发服务平台, 截至 9M20, 公司拥有 4100+活跃客户 (1-3Q20 新增 900+客户, 贡献 6%的收入), 其中 1-3Q20 使用多个业务部门服务的客户贡献公司 86%的收入, 忠诚且不断扩大的客户群为公司的长期发展提供动力。公司紧跟药物研发前沿, 针对新分子提供药物发现、分析测试、CDMO 三位一体服务, 搭建起 PROTEC、DEL、ADC 等多个全球一流平台, 赋能新药研发 (针对 COVID19 的小分子药物发现平台赋能全球 60+客户)。
- 2) 增长引擎: CDMO 与中国区实验室业务。疫情之下海外订单持续向国内转移, 公司业务需求量激增 (3Q20 CDMO 业务收入+54.9%yoy vs 1H20+25.8%yoy; 3Q20 中国区实验室业务收入+38.9%yoy vs 1H20+26.5%yoy)。1-3Q20 公司 CDMO 业务新增 442 个订单, 包含 25 个从外部赢得的正在进行中的 2/3 期项目, 公司当前拥有 26 个商业化项目, 42 个 3 期和 208 个 2 期项目, 未来将持续受益于订单向后期阶段的转化 (管线 1100+项目), 板块全年有望冲击 40%的收入增长。中国区实验室业务在安评等业务推动下全年有望实现 30%以上收入增长, DDSU 业务未来可期 (1-3Q20 完成 18 个 IND 申报, 获得 20 个 CTA, 截至 9M20 1 个处于 3 期临床, 9 个 2 期, 56 个 1 期)。
- 3) 美国区实验室业务受疫情拖累, 临床 CRO 业务逐步恢复。当前美国疫情尚未得到有效控制, 2020 年美国区实验室收入预计呈现小幅下滑, 考虑到 2021 年 2-3 个细胞/基因治疗 CDMO 项目将进入 BLA 阶段, 伴随商业化项目的增加, 公司收入与毛利率 (产能利用率提升) 有望迎来双升 (截至 9M20 公司 11 个细胞/基因项目处于 2/3 期阶段, 22 个处于 1 期)。3Q20 临床 CRO 业务快速恢复 (+16.8%yoy vs 1H20+5.9%yoy), 目前公司 SMO 超 3100 人 (1-3Q20 在手订单+45%yoy), CDS 团队 810+ (1-3Q20 在手订单+100%yoy), 临床 CRO 将成为未来增长的另一抓手。
- 4) 依据《药明康德: 投资北海康成, 打造健康产业生态圈 (2020-02-19)》, 分部估值法 2020 年目标市值 2196.22-2369.86 亿元: 我们基于调整后的 non-IFRS 口径归母净利润, 采用分部估值法计算公司公允价值: 1) 传统 CRO 与 CMO/CDMO 业务估值 1938.98-2112.62 亿元: 我们预计公司传统业务 2020 年实现经调整 non-IFRS 归母净利润 28.94 亿元, 给予 67-73xPE (2020 年行业平均 PE 为 61x, 考虑到公司的龙头地位及业绩增长可持续, 我们给予 10%-20%溢价); 2) 使用风险调整的 DCF 估值法测算 DDSU 业务估值 165.79 亿元; 3) VC 估值 91.45 亿元: 截至 9M19 公司风险投资账面价值为 36.58 亿元, 给予 2.5xPB (根据公司既往投资退出收益计算)。
- 5) 风险提示: 投资标的后续发展受技术水平、行业发展、监管形势等多重因素影响, 存在无法达到投资预期的风险; 估值溢价较高的风险; 投资标的短期内无法盈利的风险。

图表86: CDMO: “Follow the molecule” 策略



资料来源：招股说明书，Frost & Sullivan，华泰证券研究所

图表87: 一体化药物发现、分析测试和生产服务平台



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表88: 报告提及公司列表

公司	代码	评级	公司	代码	评级	公司	代码	评级	公司	代码	评级
恒瑞医药	600276 CH	未评级	哈萨克斯坦研究所未上市		未评级	Themis	未上市	未评级	俄罗斯FBRI	未上市	未评级
复星医药	600196 CH	未评级	Bharat	未上市	未评级	AZ	AZN LN	未评级	Tuebingen	未上市	未评级
康泰生物	300601 CH	未评级	Cadila	CDH IN	未评级	Gamaleya	未上市	未评级	United Biomedical	未上市	未评级
沃森生物	300142 CH	未评级	Inovio	INO US	未评级	Janssen	JNJ US	未评级	SpyBiotech	未上市	未评级
康希诺	688185 CH	未评级	Genexine	095700 KS	未评级	ImmunityBio	未上市	未评级	Medicago	MDG CN	未评级
爱尔眼科	300015 CH	未评级	Osaka	未上市	未评级	ReiThera	未上市	未评级	SII	未上市	未评级
通策医疗	600763 CH	未评级	Symvivo	未上市	未评级	Vaxart	VXRT US	未评级	Nichi-Iko	4541 JP	未评级
盈康生命	300143 CH	未评级	Moderna	MRNA US	未评级	Ludwig-Maximilians	未上市	未评级	Sawai	4555 JP	未评级
凯莱英	002821 CH	未评级	BioNTech	BNTX US	未评级	Novavax	NVAX US	未评级	TOWA	4553 JP	未评级
益丰药房	603939 CH	未评级	Pfizer	PFE US	未评级	Sanofi	SAN FP	未评级	Maruishi	未上市	未评级
大参林	603233 CH	未评级	CureVac	CVAC US	未评级	Kentucky	未上市	未评级	Taiyo	未上市	未评级
老百姓	603883 CH	未评级	Arcturus	ARCT US	未评级	Vaxine Pty	未上市	未评级	Teikoku Medix	4514 JP	未评级
国药股份	600511 CH	未评级	ICL	未上市	未评级	CSL	CSL AU	未评级	Hishiyama	未上市	未评级
赛诺医疗	688108 CH	未评级	以色列研究所	未上市	未评级	Medigen	6547 TT	未评级		未上市	未评级
蓝帆医疗	002382 CH	未评级	MSD	MRK US	未评级	古巴 IFV	未上市	未评级	Sanwa Kagaku	5929 JP	未评级

资料来源：华泰证券研究所

风险提示

医疗政策变动的风险。随着中国医疗卫生体制改革的不断深入和社会医疗保障体制的逐步完善，行业相关的监管政策将不断完善、调整，中国医疗卫生市场的政策环境可能面临重大变化。

药品价格政策调整风险。根据《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》、《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》等规定，我国现行药品招标采购与配送管理主要实行以政府主导、以省（自治区、直辖市）为单位的医疗机构药品集中采购模式。若未来公司药品参与各省（自治区、直辖市）集中采购，投标未中标或中标价格大幅下降，将可能对公司的业务、财务状况及经营业绩产生重大不利影响。近年来，随着国家药价谈判、医保目录调整、一致性评价和带量采购等政策的相继出台，部分药品的终端招标采购价格逐渐下降，各企业竞争日益激烈。

免责声明

分析师声明

本人，代雯、张云逸、高鹏、孔垂岩，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
 - 在过去 12 个月内，华泰金融控股（香港）有限公司及/或其联营公司已经或者正在为以下公司及/或其联营公司提供投资银行服务，已经或正在收取其报酬，或有投行客户关系：新产业（300832.CH）、药明康德（603259.CH）
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、张云逸、高鹏、孔垂岩本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 新产业（300832.CH）、药明康德（603259.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 新产业（300832.CH）、药明康德（603259.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 药明康德（603259.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 长春高新（000661.CH）、迈瑞医疗（300760.CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司