



2H20 医疗行业展望： 分化中找长期机会

- 2020 年上半年回顾：**今年以来由于受到疫情影响，全球医药板块跑赢大盘，尤以中国医药板块涨幅最为明显。MSCI 中国医药指数股价跑赢 MSCI 中国 22%，但动态市盈率增幅达到 87%，部分由于纳入了未盈利公司而拉低了 EPS 预测数值。我们拆分医药行业 43% 的股价涨幅后发现，16% 的涨幅来自于未盈利公司的加入，在 EPS 预测略微下降 2% 的情况下，PE 估值倍数上升了 29% 从而推动了的股价 29% 的涨幅。
- 两会解读：**疫情促进了公共卫生体系建设，有利于疫苗、相关创新药和 IVD 特别是快速检测的生产厂家，以及防疫救治医疗设施的生产厂家和第三方独立实验室的公司，短期内股价已有所体现。同时，三个大的方向和趋势并没有改变：1) 大病医保。支付能力的提高对于肿瘤领域创新药发展和检验检测会有促进作用；2) 发展互联网+医疗健康。有利于互联网医疗行业的整体发展；3) 分级诊疗，提高基层医疗服务水平，有利于医疗服务行业的发展和医疗器械行业。
- 2020 年下半年展望：**上半年医药板块整体表现跑赢大市，主要由于互联网医疗、医疗器械和生物科技板块的超涨。医药板块会在下半年相对平稳，甚至会有短期的回调。对于各细分板块的展望如下：1) 制药行业：新一轮药品集中采购将继续对药价带来压力，布局创新药领域的制药企业受冲击较小。2) 生物科技行业：创新药领域随着更多新药上市和拓展更多适应症，高增长有望得到持续。3) CRO 行业：上半年受疫情影响股价表现和实际一季度业绩表现背离，但基本面在下半年将逐渐好转。4) 医疗服务行业：过去医改初期前景不明导致股价低迷，但随着这几年医改的深入，可以开始关注部分公司。5) 互联网医疗行业：疫情极大推动了行业前进，期待未来政策逐步放开。6) 医药流通行业：行业增速下滑，前景不明朗。7) 医疗器械行业：国产替代进口刚开始的细分市场龙头值得长期关注，部分医用高值耗材下一步也面临集采的政策风险。
- 长期趋势中展现确定性机会：**在创新驱动的趋势下，我们对于制药、生物科技、CRO 行业的龙头长期看好，但仍提醒投资者注意短期内的调整。建议关注中国生物制药 (1177.HK)、信达生物 (1801.HK)、药明生物 (2269.HK)、药明康德 (2359.HK)、康龙化成 (3579.HK)。

朱倩岚
医疗分析师
vicky_zhu@spdbi.com
(852) 2808 6439

林琰
研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2020 年 06 月 19 日

相关报告：
[《CRO/CDMO：后起之秀，前景可期》\(2020-04-22\)](#)

[《药明康德：疫情整体影响有限》\(2020-05-06\)](#)

[《康龙化成：一季报表现强劲，提升目标价》\(2020-05-07\)](#)

目录

2020 年上半年回顾	4
全球医药板块均跑赢大市	4
子行业之间、公司之间分化较大	4
未盈利公司和市盈率推高板块股价	7
两会工作报告解读	9
2020 年两会要点	9
五年两会变化与未来展望	10
2020 年下半年展望	12
制药行业：创新转型	14
生物科技行业：头部获得更多关注度	18
CRO 行业：长期看好，短期需谨慎	20
医疗服务行业：医改深入推动社会办医	21
互联网医疗行业：发展初期，等待政策红利	22
医药流通行业：增长乏力	22
医疗器械行业：追随国产替代趋势	23
医疗行业估值	24
附录	26
两会工作报告内容	26

2020年下半年展望：分化中找长期机会

今年2020年以来由于受到疫情的影响，全球医药板块跑赢大盘，尤以中国医药板块涨幅最为明显。MSCI中国医药指数股价跑赢MSCI中国28%，但动态市盈率增幅达到87%，部分由于纳入了未盈利公司而拉低了EPS预测数值。我们拆分医药行业43%的股价涨幅后发现，16%的涨幅来自于未盈利公司的加入，在EPS预测略微下降2%的情况下，剩下29%的股价涨幅来自于PE估值倍数上升。

同时，医药行业并非普涨行情。子行业间存在较大分化，2020年以来的股价表现最好的三个板块为互联网医疗、医疗器械和生物科技，涨幅分别为**119.1%、108.1%和93.0%**；CRO和制药紧跟其后，其余板块如医疗服务、中药和医药流通板块则表现不佳。子行业内的个股表现也呈现两极化，投资者更热衷于头部企业。

由于MSCI中国医药板块纳入未盈利公司，市盈率已不再是唯一估值指数，且子行业间和子行业内公司之间分化都很大，并不能单独根据板块表现来选择标的，更应该根据各子行业和个股基本面的表现来选择。

我们认为，在经历了上半年的涨幅之后，医药板块会在下半年相对平稳，甚至会有短期的回调。对于各细分板块的展望如下：

图表 1: 2H20 医疗行业细分板块展望

行业	展望
制药	新一轮药品集中采购将继续对药价带来压力，布局创新药领域的制药企业受冲击较小，管线丰富保障长期稳定增长，但在短期内仍需提防股价调整。
生物科技	创新药集中所在的肿瘤领域的增长将继续呈现强劲势头，随着同款药品拓展更多癌种适应症和开展临床，高增长有望得到持续。
CRO	上半年受疫情影响股价表现和实际业绩表现背离，海外业务占比大的公司在下半年将逐渐恢复，实现比上半年高的增速。经历了2019-2020年至今的涨幅之后，上行空间有限。我们对于CRO行业长期看好，但仍提醒投资者注意短期内的调整。维持药明生物(2269.HK)、药明康德(2359.HK)和康龙化成(3579.HK)的买入评级。
医疗服务	过去医改初期前景不明导致股价低迷，随着这几年医改深入，可以开始关注基本面扎实的公司。
互联网医疗	疫情极大推动了行业前进，虽然目前行业处于发展初期，但未来政策一旦放开，头部公司将能够最快享受到红利。
医药流通	行业结构调整，增速下滑，医药营销也面临潜在风险。
医疗器械	国产替代进口刚开始的细分市场龙头值得长期关注，部分医用高值耗材下一步也面临集采的政策风险。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

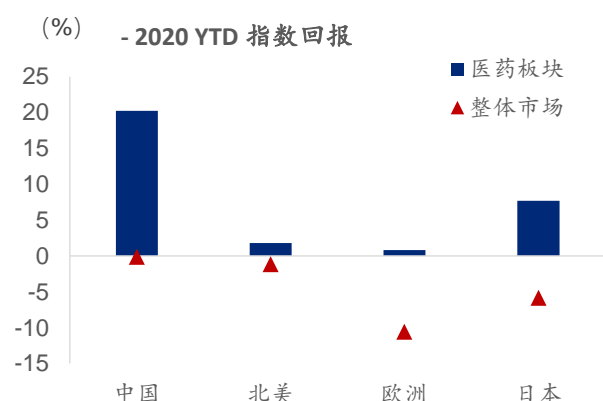
2020 年上半年回顾

● 全球医药板块均跑赢大市

因为疫情等缘故,全球医药板块 2020 年初以来的股价表现均跑赢大市。MSCI 中国医药指数股价变动比 MSCI 中国高 22%; 其他地区北美、欧洲和日本分别比当地整体市场表现高 2%、18%和 15%。

从静态市盈率来看,中国医药市场的静态市盈率增幅最明显,2020 年初以来的市盈率比 2019 年的市盈率高 46%, 而其他地区则相对稳定。

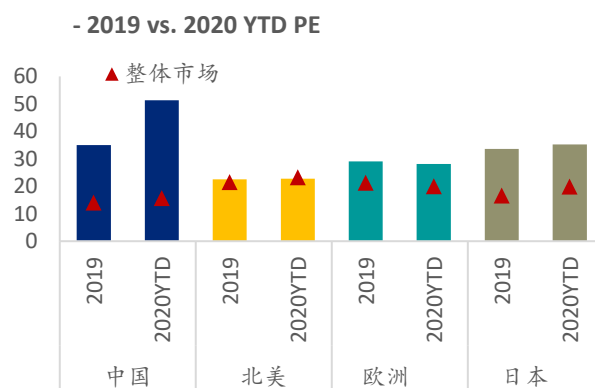
图表 2: 2020 年初以来全球医药板块指数回报均跑赢大市



注: 医药板块指数表现分别为 MSCI 日本医药、MSCI 欧洲医药、MSCI 北美医药、MSCI 中国医药指数表现; 整体市场指数表现分别为 MSCI 日本、MSCI 欧洲、MSCI 北美、MSCI 中国指数表现

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 3: 全球医药板块 vs. 整体市场静态市盈率 (2019 vs. 2020 YTD)



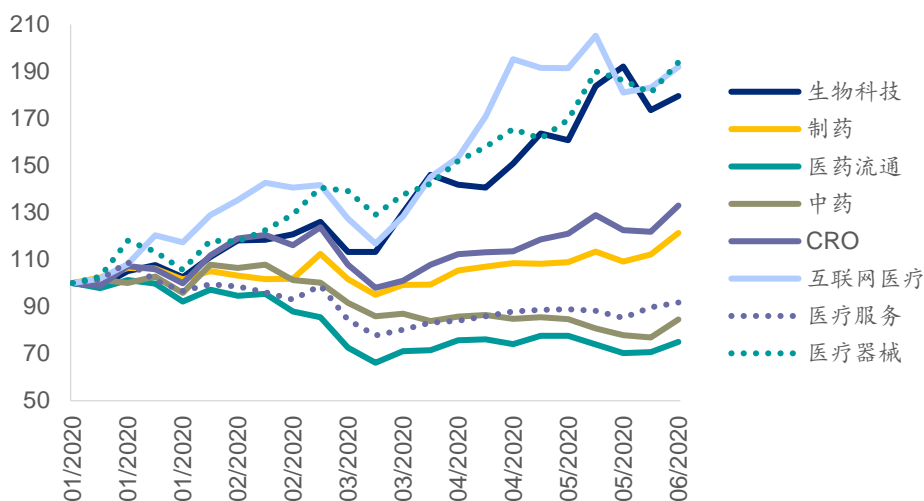
注: 医药板块 PE 分别指 MSCI 日本医药、MSCI 欧洲医药、MSCI 北美医药、MSCI 中国医药指数的 PE; 整体市场 PE 分别为 MSCI 日本、MSCI 欧洲、MSCI 北美、MSCI 中国指数的 PE

资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 子行业之间、公司之间分化较大

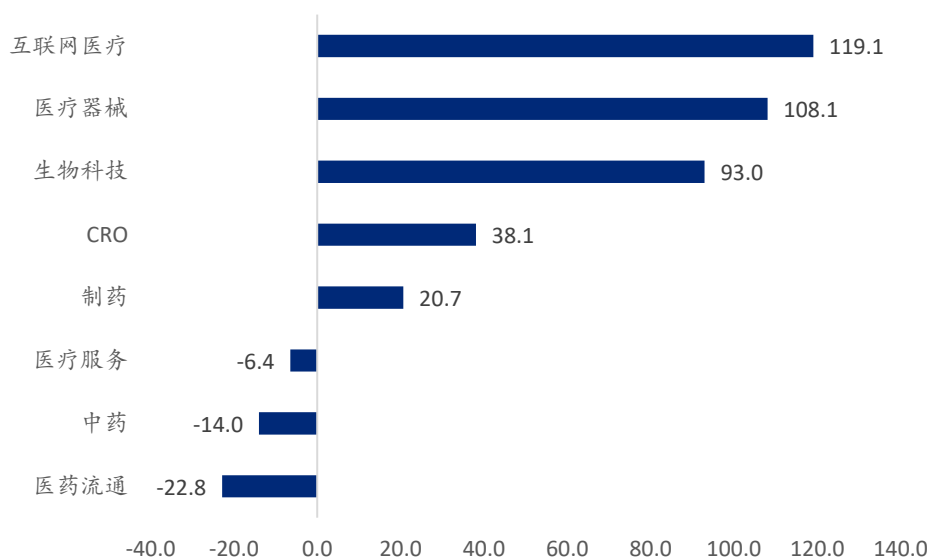
医药各细分行业的表现分化, 2020 年以来的股价表现最好的三个板块为互联网医疗、医疗器械和生物科技, 涨幅分别为 119.1%、108.1%和 93.0%。CRO 和制药细分行业的涨幅虽然没有上述三个板块那般突出, 但股价也分别增长 38.1%和 20.7%。其余板块则表现不佳, 医疗服务、中药和医药流通板块的股价分别有 6.4%、14.0%和 22.8%的下跌。因此, 可见医药板块的大幅领涨是由于前几个板块的涨幅, 子行业间存在分化, 医药行业并非普涨行情。

图表 4: 2020 年 YTD 医药子行业股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

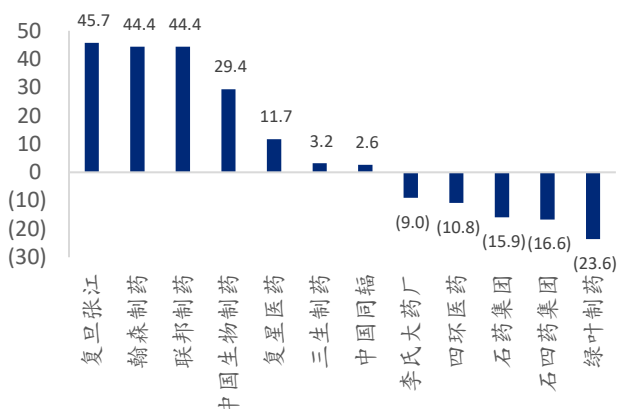
图表 5: 2020 年 YTD 医药子行业股价表现 (%)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

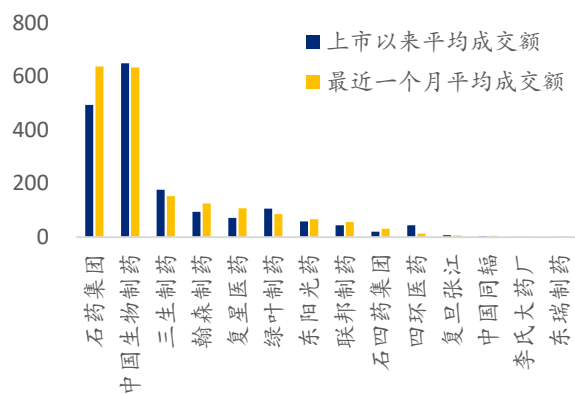
更微观的来看, 某些子行业内的个股表现也呈现分化。例如, 制药行业在 2020 年初至今的股价表现为 20.7%, 但在子行业内的 14 只股票中, 只有 5 只股价涨幅与整体医药行业涨幅相当, 涨幅最高的复旦张江为 45.7%。其他 9 只均微涨或有不同程度的跌幅。从上市以来和最近一个月的平均成交额来看, 头部企业石药和中国生物制药占明显优势, 而对于中小型市值的制药企业, 投资者热度一般。

图表 6: 制药行业个股股价表现 2020 YTD



资料来源: Bloomberg、浦银国际

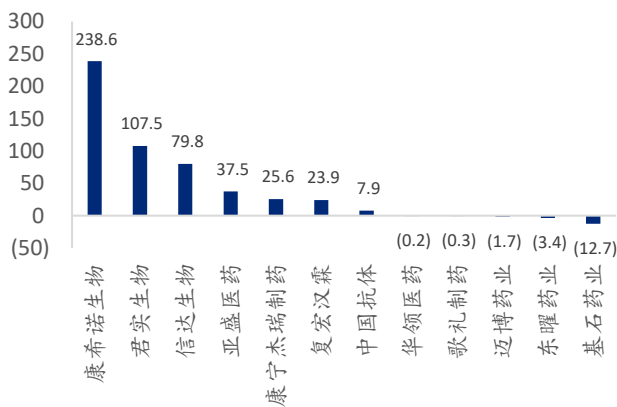
图表 7: 制药行业个股平均成交额 (百万港元)



资料来源: Bloomberg、浦银国际

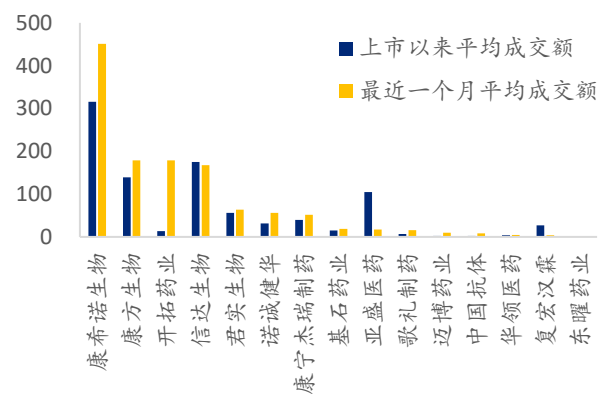
生物科技行业两极分化更为明显, 其中康希诺生物的涨幅远超其他个股, 因为新冠病毒疫苗的研发受到投资者的追捧, 在 2020 年以来的涨幅达到 238.6%。平均交易额来看, 除了今年刚上市的康方生物、开拓药业和诺诚健华, 资金热度还集中在康希诺生物、信达生物等这些头部企业。市值小的企业的股价表现和平均成交额均一般。

图表 8: 生物科技行业个股股价表现 2020 YTD



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 生物科技行业个股平均成交额 (百万港元)

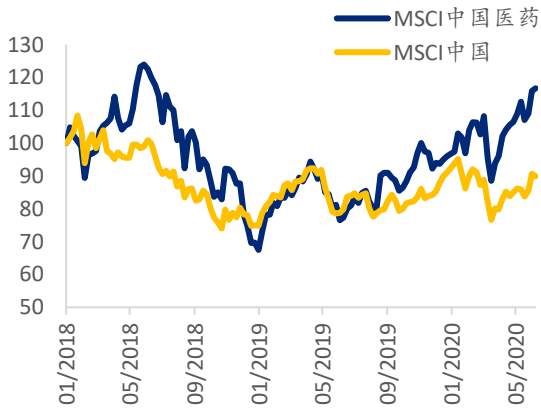


资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 未盈利公司和市盈率推高板块股价

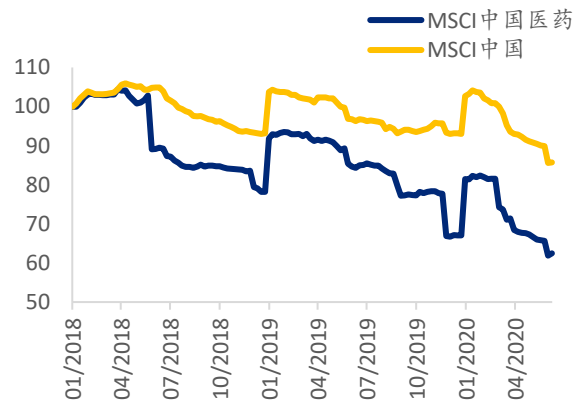
从 MSCI 中国和 MSCI 中国医药指数 2018 年初到 2020 年至今的表现和市场未来 EPS 预测变化可以看出,两者出现背离,并在 2020 年初开始差距加大。MSCI 中国医药的股价和动态市盈率上涨较为一致。

图表 10: MSCI 中国医药指数表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际

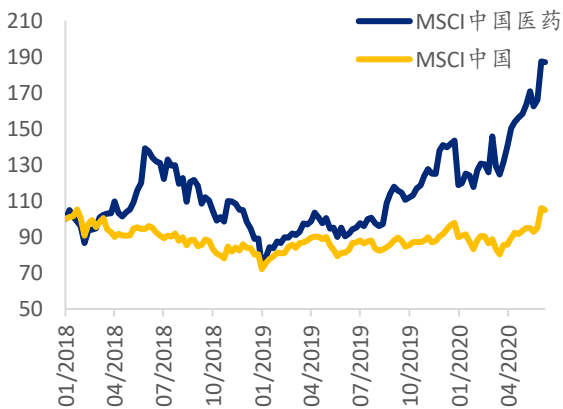
图表 11: MSCI 中国医药指数未来 EPS 预测



资料来源: Bloomberg、浦银国际

在 2019 年末对于 MSCI 中国医药指数 EPS 预测与市场差距加大,可能是因为纳入了平安好医生、信达生物等亏损的公司,拉低了 EPS 的预测数值。之后我们观察到,也有再鼎医药新加入到 MSCI 中国医药指数。在 5 月底的 MSCI 中国医药权重前十只股票中,有四只属于此类公司。我们判断,这是市盈率持续升高的其中一个主要原因。

图表 12: MSCI 中国医药指数动态市盈率



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 13: MSCI 中国医药权重前十只股票

公司名称	流通股调整后的市值 (十亿港元)	权重 (%)
药明生物	94.5	11.73
中国生物制药	84.5	10.49
石药集团	71	8.82
阿里健康	65.5	8.13
信达生物	39.5	4.91
平安好医生	32.7	4.06
山东威高	27.6	3.43
江苏恒瑞	27.1	3.37
石药集团	25.6	3.18
再鼎医药	21.5	2.67
总计	489.5	60.8

截止 2020 年 5 月底

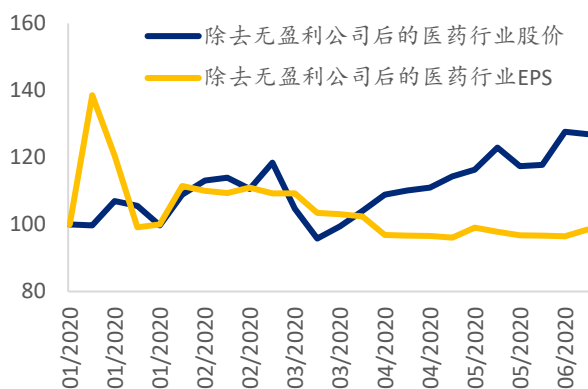
资料来源: MSCI、浦银国际

因此,我们建议投资者不能单独看 MSCI 中国医药指数的市盈率倍数,因为:

- 医药板块调整后,市盈率已不再是唯一估值指数,例如信达生物和再鼎医药这类生物科技公司,应该用 Risk-adjusted NPV 模型,对单个公司来估算;而互联网医疗行业则更多采用 DCF 或者 PS 估值方法;
- 无论是子行业间,还是子行业内公司之间,分化都很大,并不能单独根据板块表现来选择标的,更应该根据个股基本面的表现来选择。

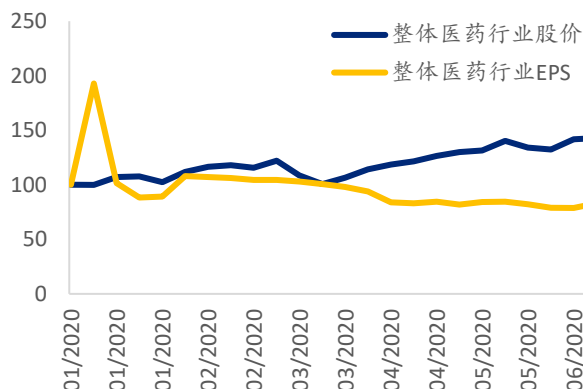
我们对主要医药行业内主要公司进行了市值权重调整计算,除去无盈利公司后的医药行业在 2020 年初至今股价表现和 EPS 预测分别上涨 27.0%和下降 1.8%,而不除去无盈利公司的整体医药行业的股价表现和 EPS 预测分别上涨 42.8%和下降 18.2%。可见无盈利公司对股价和 EPS 预测的影响分别是 15.8%和-16.4%。PE 估值倍数上升从而推动了的股价 29%的涨幅。

图表 14:除去无盈利公司后的医药行业股价和 EPS 预测 2020YTD



资料来源: Bloomberg、浦银国际

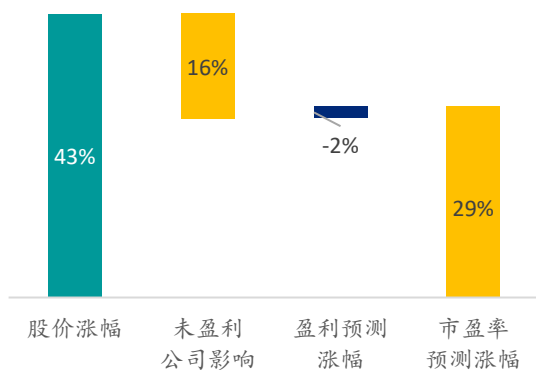
图表 15: 医药行业股价和 EPS 预测 2020YTD



资料来源: Bloomberg、浦银国际

因此在 2020 年初至今医药板块 43%的涨幅中,16 个百分点的涨幅来自于未盈利公司的加入。在 EPS 预测略微下降 2%的情况下,PE 估值倍数上升了 29%从而推动了的股价 29 个百分点的涨幅。

图表 16: 拆分 2020YTD 股价涨幅



资料来源: Bloomberg、浦银国际

两会工作报告解读

● 2020 年两会要点

因为疫情的影响，今年两会延迟到至 5 月召开，政府工作报告的篇幅也有所缩短，内容上，还重点增加了新冠肺炎疫情相关内容。在工作回顾中，李克强总理汇报了在这次重大突发公共卫生事件中的政府工作，肯定了这次举全国之力支援武汉和湖北的抗疫工作。同时，对于之后的工作任务，他强调公共卫生体系建设，包括“加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入，增加防疫救治医疗设施，增加移动实验室，强化应急物资保障，强化基层卫生防疫。”

此外，医疗行业的工作重点还包含医保、公立医院改革、互联网+、分级诊疗、中医药产业发展等方面。其中，对行业有直接影响的报告相关内容总结如下：

图表 17：两会报告相关内容要点及行业影响

部分两会报告相关内容	受益板块
加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入	有利于创新药、疫苗和检测行业
增加防疫救治医疗设施	有利于医疗器械行业
增加移动实验室	有利于独立实验室检测行业
发展“互联网+医疗健康”	有利于互联网医疗行业

资料来源：中国政府网、浦银国际

中短期来看，对于有关公共卫生相关的判断相对直观，股价已有所体现。出于疫情的响应，国家将来会在疫苗、药物和快速检测技术方面增加研发投入。相应地，可以关注疫苗、相关创新药和 IVD 特别是快速检测的生产厂家，比如康希诺制药、万孚生物等。对于防疫救治医疗设施的增加，则可以相应地关注相应的病人检测仪、呼吸机等医疗器械生产厂家，比如迈瑞医疗、鱼跃医疗等。增加移动实验室意味着可以关注更多第三方独立实验室的公司，比如金域医学、达安基因等。

另外，两会报告中提出要“提高基本医疗服务水平”，要“建设区域医疗中心。提高城乡社区医疗服务能力。推进分级诊疗”，将继续加强基层医疗，这些举措也将继续间接影响医药行业的营销领域和方式。

● 五年两会变化与未来展望

长期发展的趋势判断需要更多的分析，我们对 2016-2020 年五年期间的两会政府工作报告进行了梳理和对比（见附录）。可以看到，主要有三个大的方向和趋势：1) 强调大病医保。支付能力的提高对于肿瘤领域创新药发展和检验检测会有促进作用；2) 发展互联网+医疗健康。有利于互联网医疗行业的整体发展；3) 分级诊疗，提高基层医疗服务水平。

1. 大病医保

在 2016 年实现了基本医疗保险全覆盖后，国家在医保方面的工作主要在两方面：异地医保结算和大病医保。目前已基本建立了大病保险制度，并加快了新药审评审批改革，还将 17 种抗癌药大幅降价并纳入国家医保目录。然而，17 种抗癌药远远不能解决临床所需，因此，随着未来国家对于大病医保的重视，更多医保资金将会倾斜到重大疾病，肿瘤药领域的创新药研发有望实现更好的发展。

同时，国家还强调了坚持预防为主，加强重大疾病防控。我们认为，虽然大部分癌症无法预防，但有些可以显著提高五年生存率。例如中国人发病率较高的胃癌，以及和病毒密切相关的宫颈癌等，可以有早筛、治疗和疫苗等手段。还有我国感染人数众多的病毒性乙肝将会更高概率引发肝癌，广东等地区更高传染性的 EB 病毒容易引发鼻咽癌，这些可以通过医疗手段提高五年生存率的大病是未来下一步的发展方向。因此，除了在创新药领域会有更大的发展，疾病预防方面的早筛的 IVD 检测医疗器械也将有望得到长足发展。

2. “互联网+医疗健康”

“互联网+”与医疗首次同时被提及，是在 2018 年的两会报告：“做大做强新兴产业集群，实施大数据发展行动，加强新一代人工智能研发应用，在医疗、养老、教育、文化、体育等多领域推进‘互联网+’”。之后在 2019 年的工作报告中有了更具体的指示，报告中指出，要“发展‘互联网+医疗健康’，加快建立远程医疗服务体系”。而今年 2020 年因为疫情的关系工作报告篇幅大幅减少，但发展“互联网+医疗健康”仍然出现在报告中，体现政府对于互联网医疗行业的发展决心。

因为行业处于发展初期，政策仍未完全放开，目前互联网医疗企业中尚无成熟的商业模式，仅医药电商的盈利模式较为成熟和清晰。

但由于疫情的原因，互联网医疗行业过去几年没有做到的事情，在疫情期间得到了飞跃式的发展：1) “健康码”的实行，使互联网企业出于隐私未能使用的出行地点数据在疫情期间能够“合法”的使用，以计算出“健康码”的颜色；2) 培养了人们网上就医的习惯，对于疫情期间无法到医院复诊开药的慢性病病患，部分地区例如湖北武汉开通了网上处方药的医保支付系统；3) 培养了人们在网上买药的习惯，特别是对于通常在线下药店购买的 OTC 药品品类。

我们较为看好未来互联网医疗中的两个方向和趋势：商业医保支付的互联网医疗和远程医疗。在目前政策尚不明确的情况下，头部企业由于在用户数量上更具有优势，在未来政策阻力放开时，能够更快享受到红利。

3. 分级诊疗和公立医院改革

分级诊疗和公立医院改革是过去几年的两会重点任务中较难完成的部分。分级诊疗在 2016 年的两会政府工作报告中首次提出。我们认为，这与公立医院改革密不可分，都是医改“深水区”，是中长期的大方向。2016 年至今，已经很大程度上解决了药品流通、医保支付、药品集中采购领域的问题。虽然公立医院综合改革任务中，医疗价格、人事薪酬等方面的问题很早就已提出，但目前尚未完全得到解决，公立医院的人才流动不充分，社会办医不充分，分级诊疗也难以落地。

图表 18：政府工作报告中公立医院综合改革的内容

年份	政府工作报告内容
2016	扩大公立医院综合改革试点城市范围，协同推进医疗服务价格、药品流通等改革。全面推开展县级公立医院综合改革，鼓励社会办医。建立健全符合医疗行业特点的人事薪酬制度，保护和调动医务人员积极性。
2017	全面推开公立医院综合改革，全部取消药品加成，协调推进医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付方式等改革。保护和调动医务人员积极性。
2018	深化公立医院综合改革，协调推进医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付改革，提高医疗卫生服务质量，下大力气解决群众看病就医难题。支持社会力量增加医疗、养老、教育、文化、体育等服务供给。
2019	深化医疗、医保、医药联动改革。完善药品集中采购和使用机制。深化公立医院综合改革。促进社会办医。
2020	对受疫情影响的医疗机构给予扶持。深化公立医院综合改革。

资料来源：中国政府网、浦银国际

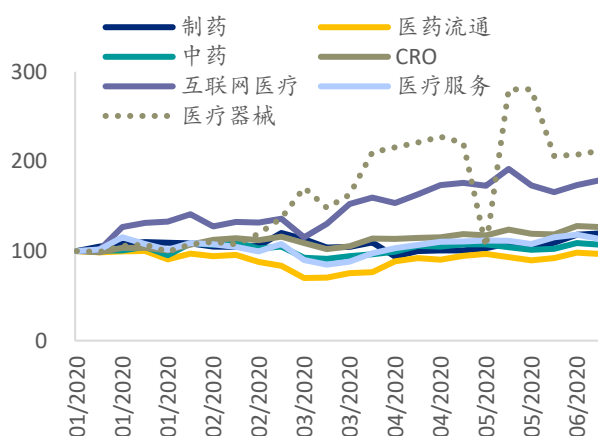
但从中长期来看，在解决公立医院人事薪酬和医疗价格进一步调整后，将有利于各种形式的民营资本办医以及互联网医疗。分级诊疗体系建立后，基层医疗得到快速发展，将利好有能力在渠道下沉和基层市场拓展的制药和流通企业，以及受益于基层医疗器械升级的医疗器械公司。

2020年下半年展望

2020年上半年，医药板块整体表现跑赢大市，主要由于互联网医疗、医疗器械和生物科技板块的超涨。我们提醒投资者要谨慎超配这些子行业，因为上半年的股价表现优异，下半年潜在上升空间有限，甚至存在短期内回调的可能性。由2020年上半年的回顾发现，子行业之间和子行业内的公司之间都存在分化，因此必须基于对于子行业和单个公司的理解才能做出判断。随着医改进入深水区，对于某些基本面扎实但是股价滞涨的子行业可以重新关注，例如医疗服务行业。

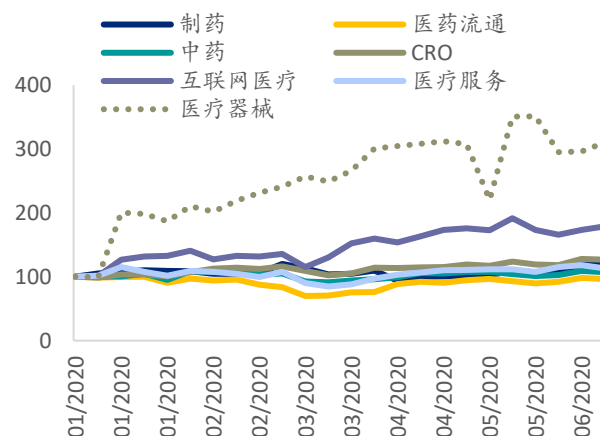
从医药子行业的一年动态市盈率预测来看，医疗器械和互联网医疗的上升最快，分别有236%和204%的涨幅。如果剔除医疗器械中两只尚未盈利的公司启明医疗和沛嘉医疗，医疗器械的市盈率预测涨幅为107.6%。其他子行业的一年动态市盈率涨幅从高到低排序为CRO、制药、医疗服务、中药和医药流通，分别上升63%、17%、6.4%、5.8%和-2%。

图表 19: 医药子行业一年动态市盈率预测



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 20: 调整后医药子行业一年动态市盈率预测

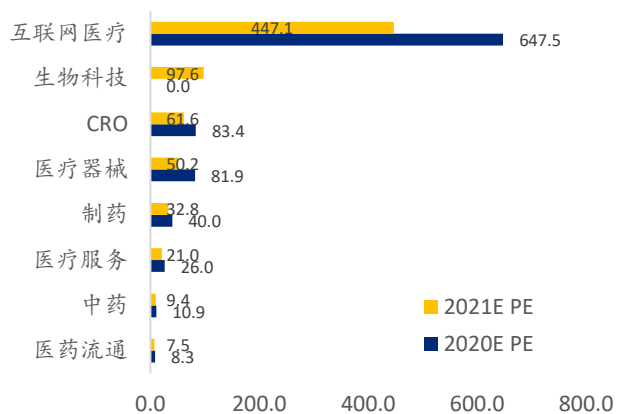


资料来源: Bloomberg、浦银国际

因为尚未盈利或者刚盈利的缘故，互联网医疗、生物科技公司和部分医疗器械公司不适用 PE 或者 EV/EBITDA 的估值方法。例如，互联网医疗在 2020 年和 2021 年的动态 PE 为 648 和 447 倍，生物科技在 2020 年没有盈利，因此也不存在 PE 倍数。

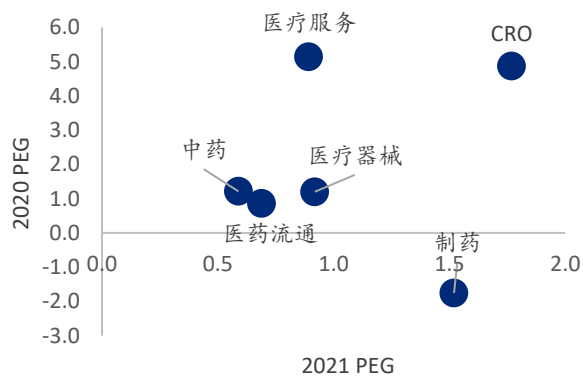
因此，我们只对制药、CRO、医药流通和中药子行业的 2020 年和 2021 年的 PEG 预测值进行比较。根据市场预测，2020 和 2021 年 CRO 行业的 PEG 倍数均处于较高水平；制药板块 PEG 值 2020 年处于低位，2021 年处于第二高位；医疗服务的 2020 年 PEG 处于高位，而 2021 年估值较低；而医疗器械、医药流通和中药板块的估值倍数两年均处于较低水平。

图表 21: 子行业 2020 年和 2021 年 PE 预测



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 22: 子行业 2020 年和 2021 年 PEG 预测



资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 制药行业：创新转型

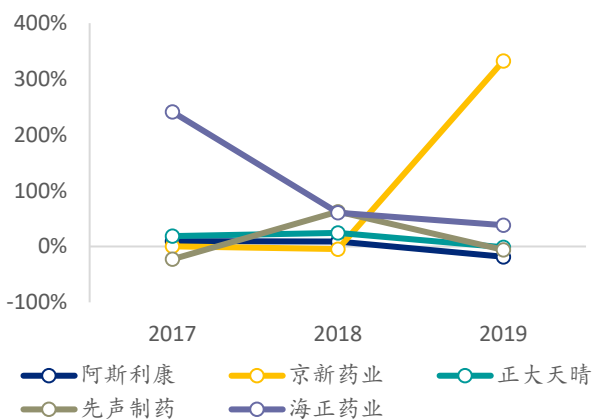
我们认为，2020 年下半年，新一轮药品集中采购将继续对药价带来压力；大型制药企业将继续获得资本关注；肿瘤治疗领域还将保持高速增长，辅助用药将继续承压。

1. 新一轮药品集中采购继续对药价带来压力

今年 2020 年 5 月，国家联采办召开国家带量采购会议，讨论第二批带量采购的落地情况和第三批带量采购的启动。第一批和第二批的药品集中采购纳入的药品平均降价 50% 以上，第二批药品集中采购从 2020 年 4 月开始陆续在各地实施。但从第一批药品的销售来看，量并不能完全弥补价的损失，原先市场份额占比大的厂家将会承受业绩压力。进入集采能够迅速放量，对于新获批药品上市的厂家想要快速扩大市场份额会是利好，因此对于同一事件不同企业的影响分化明显。

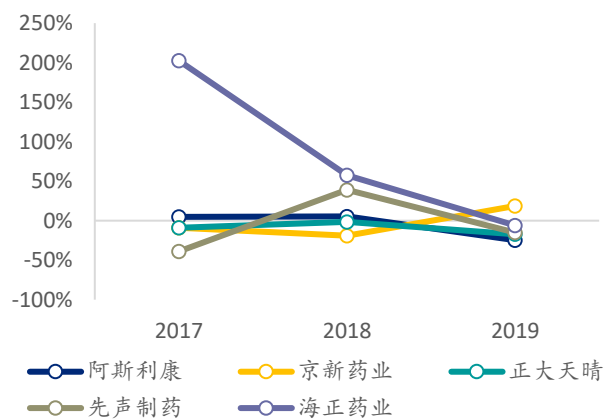
例如首轮 4+7 集采中标品种瑞舒伐他汀各厂家的销售表现，因为在 2019 年第一季度落地，只有中标企业京新药业在 2019 年表现出销售额正增长。接着在集采扩面中，中标企业海正药业、山德士和正大天晴的中标价只为京新药业的三分之一，2020 年开始落地后预计只会在有量上有体现。

图表 23: 瑞舒伐他汀钙片 10mg 销售额



资料来源：PDB、浦银国际

图表 24: 瑞舒伐他汀钙片 10mg 销售量



资料来源：PDB、浦银国际

第二轮集采在 2020 年 1 月有中标结果，原本定于 4 月进入采购阶段，由于疫情推后至 6 月。对于第三批集采名单，我们认为还将会选择过一致性评价几家的品种，而并非是市场担忧的未过评品种。虽然有些地区例如福建和江西已经针对未过一致性评价的品种开展带量采购，甚至不在医保范围内的药品，但我们认为这不是第三批集采名单的重点，对于纳入集采目录所造成的影响在于该产品是否竞争充分。只有竞争充分的产品才会真正影响集采价格降幅，因此还是会回到药品本身的竞争格局和研发壁垒。

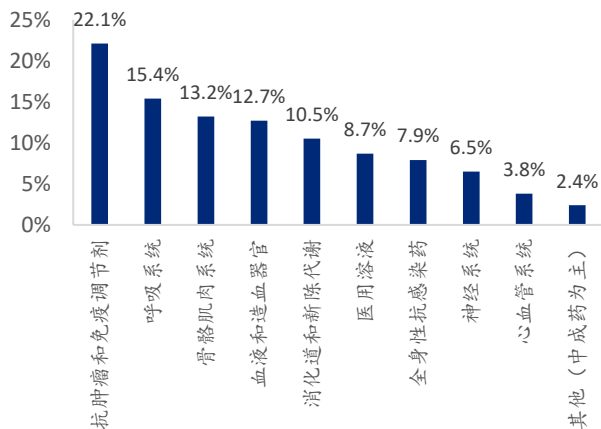
2. 大型制药企业将继续获得资本关注

大型制药企业将继续获得资本关注，例如中国生物制药（1177.HK）和翰森制药（3692.HK）。现有产品销售累积了良好的资金实力，给予公司更多的选择去丰富研发管线，无论是通过内部研发还是外部并购的方式。研发管线保障了未来新上市药品带来持续强劲的增长，同时强大的销售团队也保障了产品的销售，由此形成正向加强的循环。药品集采虽然可能会对现有老产品有负面影响，但新上市的产品能够接棒助推销售持续增长。因此我们建议关注优势突出、管线丰富的头部企业。

3. 肿瘤治疗领域还将保持高速增长，辅助用药继续承压

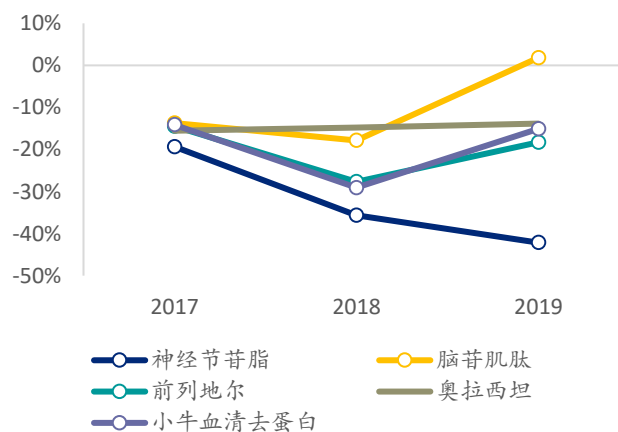
由于国家对于大病医保的重视，创新药领域的研发有飞跃式的发展，支付和研发两方面都对于未来肿瘤领域创新药的增长有支撑作用。根据 IQVIA 的数据，2019 年中国医院用药领域中，肿瘤和免疫治疗领域增速最高为 22.1%，排名第二的为呼吸系统领域，增速为 15.4%。我们预计，新上市创新药还将继续推动肿瘤治疗领域的高增长。同时，从国家的政策调控结果来看，部分中成药和辅助用药销售下降明显，未来还将继续承压。

图表 25: 2019 年中国医院用药十大治疗领域



资料来源：IQVIA、浦银国际

图表 26: 部分辅助用药销售额增速



资料来源：PDB、浦银国际

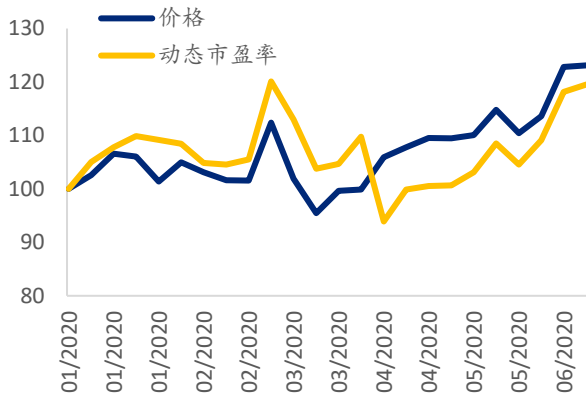
图表 27：刚获批和即将获批的新药产品管线

公司	药品名称	承办日期	申办企业名称	办理状态	状态开始日	治疗领域
再鼎医药	ZL-2401 对甲苯磺酸盐片	14/2/2020	上海宣泰海门药业有限公司	审批中	12/6/2020	抗感染
和黄医药	沃利替尼片	6/6/2020	上海合全医药有限公司	审批中	5/6/2020	肿瘤
康方生物	派安普利单抗注射液	28/5/2020	中山康方生物医药有限公司	审批中	27/5/2020	肿瘤
泽璟生物	甲苯磺酸多纳非尼片	15/5/2020	苏州泽璟生物制药股份有限公司	审批中	14/5/2020	肿瘤
诺诚健华	奥布替尼片	17/3/2020	无锡合全药业有限公司	审批中	16/3/2020	肿瘤
誉衡药业	赛帕利单抗注射液	21/2/2020	无锡药明生物技术股份有限公司	审批中	20/2/2020	肿瘤
再鼎医药	注射用 ZL-2401 对甲苯磺酸盐	14/2/2020	浙江海正药业股份有限公司	审批中	13/2/2020	抗感染
海思科	环泊酚乳状注射液	22/1/2020	辽宁海思科制药有限公司	审批中	21/1/2020	麻醉
恒瑞医药	注射用甲苯磺酸瑞马唑仑	21/3/2018	江苏恒瑞医药股份有限公司	审批中	6/1/2020	麻醉
盟科医药	康泰唑胺片	4/1/2020	浙江华海药业股份有限公司	审批中	3/1/2020	抗感染
艾力斯	甲磺酸艾氟替尼片	10/12/2019	江苏艾力斯生物医药有限公司	审批中	9/12/2019	肿瘤
和黄医药	索凡替尼胶囊	13/11/2019	和记黄埔医药(苏州)有限公司	审批中	12/11/2019	肿瘤
荣昌生物	注射用泰它西普	13/11/2019	荣昌生物制药(烟台)有限公司	审批中	12/11/2019	自身免疫
恒瑞医药	氟唑帕利胶囊	29/10/2019	江苏恒瑞医药股份有限公司	审批中	25/10/2019	肿瘤
微芯生物	西格列他钠片	21/9/2019	成都微芯药业有限公司	审批中	20/9/2019	糖尿病
东阳光药	磷酸依米他韦胶囊	13/9/2019	宜昌东阳光长江药业股份有限公司	审批中	12/9/2019	抗感染
扬子江	注射用磷酸左奥硝唑酯二钠	15/8/2019	扬子江药业集团有限公司	审批中	14/8/2019	抗感染
海思科	HSK3486 乳状注射液	2/8/2019	辽宁海思科制药有限公司	审批中	1/8/2019	麻醉
海正药业	海泽麦布片	17/1/2019	浙江海正药业股份有限公司	审批中	16/1/2019	心血管
贝达药业	盐酸恩莎替尼胶囊	2/1/2019	贝达药业股份有限公司	审批中	29/12/2018	肿瘤
先声药业	依达拉非右旋莖醇注射液	1/11/2018	南京先声东元制药有限公司	审批中	31/10/2018	心血管
人福药业	注射用磷丙泊酚二钠	10/10/2018	宜昌人福药业有限责任公司	审批中	9/10/2018	麻醉
艾森药业	马来酸艾维替尼胶囊	25/6/2018	浙江艾森药业有限公司	审批中	21/6/2018	肿瘤
华昊中天	优替德隆注射液	28/3/2018	成都华昊中天药业有限公司	审批中	27/3/2018	肿瘤
红日药业	对甲苯磺酰胺注射液	18/1/2018	天津红日药业股份有限公司	审批中	16/1/2018	肿瘤
百济神州	赞布替尼胶囊	29/8/2018	百济神州(苏州)生物科技有限公司	已发件	10/6/2020	肿瘤
豪森药业	甲磺酸奥美替尼片	18/4/2019	江苏豪森药业集团有限公司	已发件	19/3/2020	肿瘤
凯因科技	KW-136 胶囊	22/6/2018	北京凯因科技股份有限公司	已发件	14/2/2020	抗感染
百济神州	替雷利珠单抗注射液	6/9/2018	勃林格殷格翰生物药业(中国)有限公司	已发件	6/1/2020	肿瘤
再鼎医药	对甲苯磺酸尼拉帕利胶囊	17/12/2018	再鼎医药(苏州)有限公司	已发件	30/12/2019	肿瘤
绿谷制药	甘露寡糖二酸胶囊	20/11/2018	上海绿谷制药有限公司	已发件	2/11/2019	中枢神经
豪森药业	甲磺酸氟马替尼片	20/7/2018	江苏豪森药业集团有限公司	已发件	2/12/2019	肿瘤
上海同联	可利霉素片	10/1/2018	上海同联制药有限公司	已发件	2/7/2019	抗感染

资料来源：CDE、浦银国际

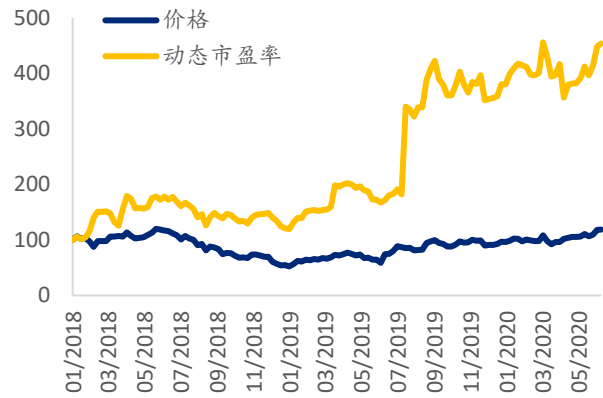
我们观察到今年 2020 年初至今股价基本由估值倍数推涨，而过去两三年间估值倍数的上升趋势甚至超过股价，这意味着 EPS 预测的下行。这可能是因投资者对于制药龙头布局创新药成功和对发展前景的肯定，但在短期内仍需提防向下调整。

图表 28: 制药股价和动态市盈率 2020YTD



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 29: 制药股价和动态市盈率 2018-2020YTD



资料来源: Bloomberg、浦银国际

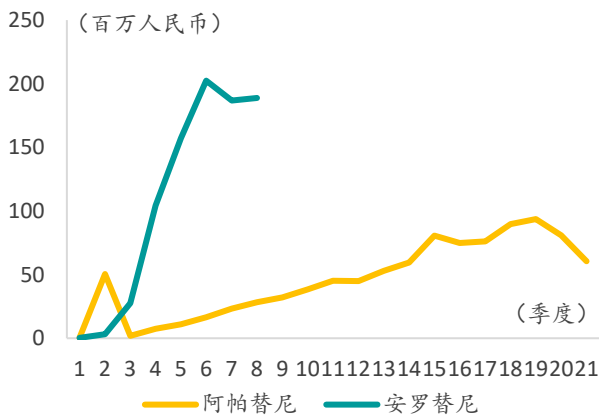
● 生物科技行业：头部获得更多关注度

我们对于 2020 年下半年的展望有以下几点：

1. 肿瘤领域持续实现高增长

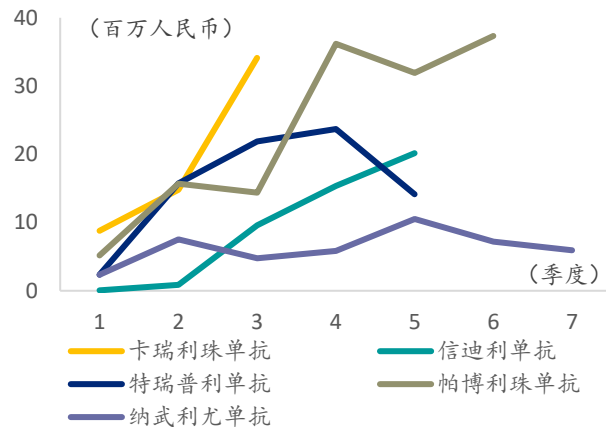
和制药子行业的逻辑相同，创新药集中所在的肿瘤领域的增长强劲，药品的销售能够持续为收入增长带来动力。我们将 PDB 的样本医院药品销售数据按从同一时间展示，同是小分子靶向药的安罗替尼比阿帕替尼的销售增长更快。安罗替尼的适应症包括非小细胞肺癌、小细胞肺癌和软组织肉瘤，而阿帕替尼获批的适应症为胃腺癌或胃食管结合部腺癌，新的肝癌适应症在 2020 年 2 月递交申请，尚未获批。

图表 30: 国产创新小分子药品销售额



资料来源：PDB、浦银国际

图表 31: 国产和进口 PD-1 销售额



资料来源：PDB、浦银国际

2. 药品销售额随着更多适应症获批持续高增长

国产和进口 PD-1 共有 6 款上市，竞争较为激烈。进口 PD-1 的多种适应症在国外已经获批，在国内一上市即存在超适应症应用的现象，因此我们仅看上市较早的几款国产 PD-1。从下表可以看出，国产 PD-1 获批的适应症都是人数较少的癌种，例如黑色素瘤和霍奇金淋巴瘤，只有恒瑞的卡瑞利珠单抗有肝细胞癌的适应症在今年 2020 年 3 月获批。

图表 32：已上市 PD-1 的获批适应症

药品名称	企业	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
纳武利尤单抗	施贵宝	NSCLC				头颈部鳞状细胞癌			胃腺癌和胃食道连接部腺癌
帕博利珠单抗	默沙东	黑色素瘤			非鳞状 NSCLC		鳞状 NSCLC		
信迪利单抗	信达			霍奇金淋巴瘤					
特瑞普利单抗	君实			黑色素瘤					
卡瑞利珠单抗	恒瑞					霍奇金淋巴瘤			肝细胞癌

资料来源：CDE、浦银国际

随着同款药品拓展更多癌种适应症和开展临床，高增长有望得到持续。下半年值得期待的获批的新药见图表 27。

● CRO 行业：长期看好，短期需谨慎

我们对于 CRO 行业长期看好，但上半年受疫情影响股价表现和实际业绩表现背离，存在短期回调的可能性。2020 年一季度收入增速为 17%，归母净利润增速为-53%。

图表 33：中国 CRO 公司总收入增速（1Q18-1Q20）

总收入 (%)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
300347.SZ	泰格医药	33.16	38.96	35.7	36.37	28.69	29.49	27.38	21.85	6.77
300404.SZ	博济医药	207.35	40.13	26.74	31.58	14.74	22.11	25.94	30.24	-42.65
300759.SZ	康龙化成			25.92	26.76	31.12	28.8	29.03	29.2	25.66
603127.SH	昭衍新药	172.69	42.21	43.58	35.69	44.13	48.65	42.95	56.4	107.9
603259.SH	药明康德	21.13	20.29	21.9	23.8	29.31	33.68	34.06	33.89	15.09
688202.SH	美迪西							35.37	38.3	20.38
688222.SH	成都先导							44.98	74.74	-13.08
	平均增速	109	35	31	31	30	33	34	41	17

资料来源：Wind、浦银国际

图表 34：中国 CRO 公司净利润增速（1Q18-1Q20）

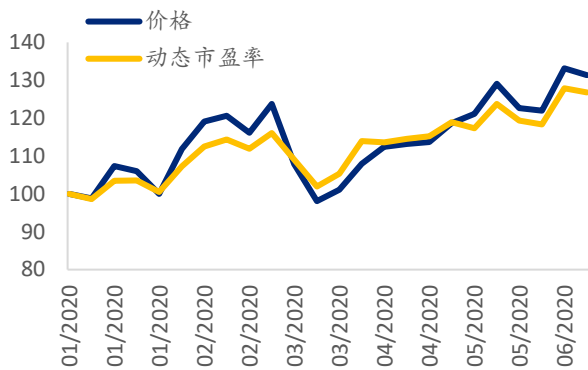
归属母公司股东的净利润 (%)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
300347.SZ	泰格医药	121.1	82.8	58.7	56.9	51.7	61.0	66.1	78.2	75.2
300404.SZ	博济医药	273.5	1149.6	347.9	130.2	-72.8	-48.7	-8.5	-10.9	-523.6
300759.SZ	康龙化成	0.0	0.0	48.5	46.9	33.2	38.5	46.3	64.3	87.2
603127.SH	昭衍新药	226.8	84.2	65.1	41.7	37.3	78.9	33.7	64.6	59.0
603259.SH	药明康德	-13.7	71.3	81.4	84.2	33.0	-16.9	-8.5	-18.0	-21.6
688202.SH	美迪西							7.5	9.5	30.2
688222.SH	成都先导							136.9	167.5	-80.3
	平均增速	122	278	120	72	16	23	39	51	-53

资料来源：Wind、浦银国际

疫情期间，利润率较去年同期有所下降。随着欧美疫情的影响逐渐减弱，海外业务占比大的公司在下半年将逐渐恢复，实现比上半年高的增速。受海外疫情影响，部分订单会转到中国，预计会与海外分公司疫情影响互相抵消。但若疫情加速经济衰退，跨国药企和小型生物科技公司的客户或会削减研发开支或暂缓进度，有投资者担心长期可能受到影响。但从目前海外跨国药企包括礼来、GSK 和诺华等的动态来看，我们仅能看出疫情影响了临床试验进度，并没有影响到研发开支。

与制药子行业一样,CRO 行业 2020 年初至今的股价也基本由估值倍数推涨,过去两三年间估值倍数较为波动,可能因为港股 CRO 新上市公司的缘故,但也同样显示出 EPS 预测涨幅低于股价涨幅。我们对行业长期看好,维持药明生物 (2269.HK)、药明康德 (2359.HK) 和康龙化成 (3579.HK) 买入评级,但仍提醒投资者注意短期内的调整。

图表 35: CRO 股价和动态市盈率 2020YTD



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 36: CRO 股价和动态市盈率 2018-2020YTD



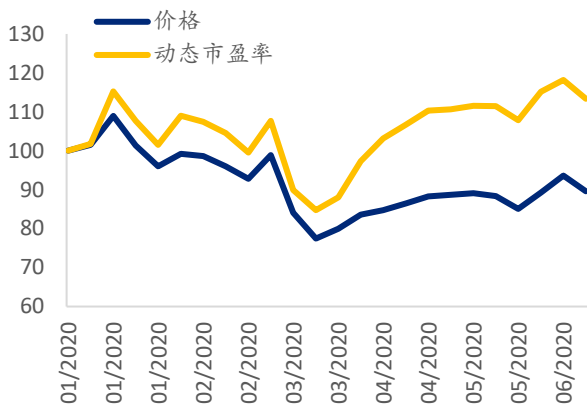
资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 医疗服务行业：医改深入推动社会办医

医改进一步推进,药价下降的同时,医疗价格也缓慢上升。但由于人事和薪酬的问题并没有得到彻底解决,公立医院仍在中国医疗行业中占有主导地位。因为涉及到民生,国企医院改革一直是比较敏感的话题。随着公立医院进一步改革,社会办医的条件成熟后,医疗服务行业会快速发展起来。另外,医保覆盖少的例如眼科、牙科、妇科、生殖等专科领域公立医院介入少,需求未被满足。随着人们生活水平改善,这些领域将来还会有很大的发展,例如锦欣生殖、爱尔眼科等。

在过去两三年,医疗服务行业一直处于投资者关注较少的状态,2019 年下半年市盈率上升,主要由于锦欣生殖的上市。我们认为,过去前景不明,股价低迷,但随着这几年医改的深入而未来向好、且手握资源的公司例如华润医疗开始值得关注。

图表 37: 医疗服务股价和动态市盈率 2020YTD



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 38: 医疗服务股价和动态市盈率 2018-2020YTD



资料来源: Bloomberg、浦银国际

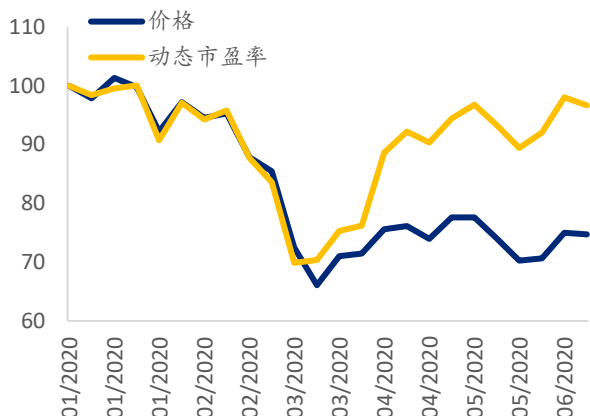
● 互联网医疗行业：发展初期，等待政策红利

这次疫情极大促进了互联网医疗的发展，无论是医药电商，还是网上问诊，用户数量快速上升。虽然目前行业处于发展初期，政策仍未完全放开，但今年以来互联网医疗公司的股价巨大涨幅显示出投资者对于未来行业前景的看好。在港股上市的仅有平安好医生和阿里健康，也是处于行业头部的公司。虽然两家企业目前都还未盈利，但未来政策一旦放开，也将能够最早最快享受到红利。

● 医药流通行业：增长乏力

医药流通行业的股价和市盈率在过去两三年都非常低迷，与政策调整行业结构、行业增速下滑有关。近期出台的《医药代表备案制》、《关于印发 2020 年纠正医药购销领域和医疗服务中不正之风工作要点的通知》也为医药营销 CSO 企业带来不少政策风险。

图表 39: 医药流通股价和动态市盈率 2020YTD



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 40: 医药流通股价和动态市盈率 2018-2020YTD

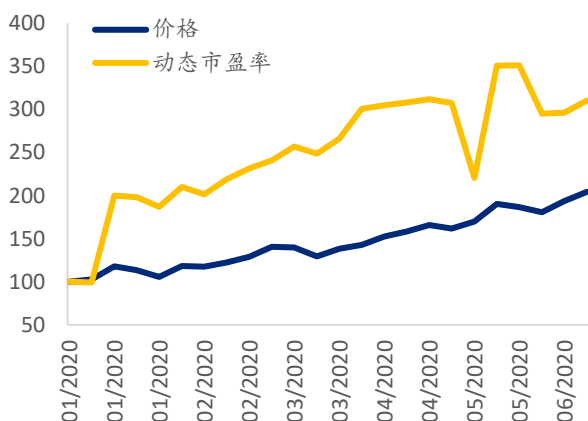


资料来源: Bloomberg、浦银国际

● 医疗器械行业：追随国产替代趋势

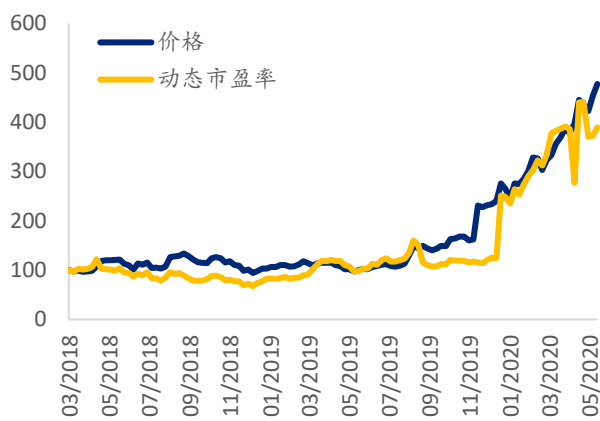
医疗器械行业是今年股价涨幅排名第二的子行业，启明医疗和沛嘉医疗这两家未盈利公司的上市受到投资者追捧是行业热度上升的主要原因，市盈率也因此大幅上升，超过了股价的涨幅。和生物科技公司的投资逻辑类似，这两家企业产品获批后将会实现爆发式增长，有望复制血管支架国产替代的行业趋势。虽然医用高值耗材下一步也面临集采的政策风险，但距离微创医疗、爱康医疗等所在的刚开始国产替代进口的市场还远。

图表 41: 医疗器械股价和动态市盈率 2020YTD



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 42: 医疗器械股价和动态市盈率 2018-2020YTD



资料来源: Bloomberg、浦银国际

医疗行业估值

图表 43: 中国医疗行业主要公司估值

股份代号	公司名称	18-Jun		52周		市值(百万美元)	自由流通股%	PE		PS		EPS增速		PEG	
		股价(LC)	高	低	2020E			2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	
9926 HK Equity	康方生物	32.1	32.1	16.2	3,259.9	23.0	NA	NA	609.5	71.5	NA	25.9	NA	NA	
6855 HK Equity	亚盛医药	47.0	47.0	20.0	1,265.5	28.7	NA	NA	835.6	221.4	70.9	(1.3)	NA	NA	
1672 HK Equity	歌礼制药	3.5	6.6	2.7	503.9	34.0	NA	NA	17.1	13.3	85.7	100.0	NA	NA	
6185 HK Equity	康希诺生物	184.0	246.0	31.1	5,286.1	47.9	NA	61.0	72.4	16.6	3.8	504.1	NA	0.1	
2616 HK Equity	基石药业	9.4	13.0	6.9	1,242.2	25.8	NA	NA	109.4	34.9	NA	(8.5)	NA	NA	
9966 HK Equity	康宁杰瑞	17.1	23.1	10.2	2,054.8	23.3	NA	NA	2,104.3	1,244.6	57.0	(34.9)	NA	NA	
1801 HK Equity	信达生物	49.0	49.0	23.0	8,482.3	50.1	NA	NA	26.8	14.6	37.1	35.1	NA	NA	
2552 HK Equity	华领医药	5.5	7.2	2.9	745.9	37.8	NA	NA	NA	168.9	(50.8)	16.1	NA	NA	
3681 HK Equity	中国抗体	4.0	7.6	2.6	520.6	23.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
2696 HK Equity	复宏汉霖	52.0	54.2	30.3	3,646.6	62.0	NA	NA	39.6	16.5	28.1	60.2	NA	NA	
1877 HK Equity	君实生物	53.9	55.4	22.9	5,453.5	34.4	NA	NA	26.5	17.5	20.6	29.7	NA	NA	
1875 HK Equity	东曜药业	4.5	6.6	3.1	327.3	36.0	NA	NA	19.0	4.9	30.3	40.3	NA	NA	
9969 HK Equity	诺诚健华	14.2	16.3	9.0	2,368.7	25.4	NA	NA	977.1	89.9	NA	6.3	NA	NA	
9939 HK Equity	开拓药业	15.1	21.5	14.4	718.8	13.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
2181 HK Equity	迈博药业	1.2	1.5	0.9	617.3	15.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
生物科技								NA	61.0	316.7	110.5	27.8	99.2	NA	0.1
460 HK Equity	四环医药	0.8	1.8	0.7	916.0	37.4	7.6	6.2	2.8	2.3	391.8	22.2	0.0	0.3	
2348 HK Equity	东瑞制药	1.0	1.5	0.9	190.1	42.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
2005 HK Equity	石四药集团	5.5	7.8	4.6	2,162.5	45.4	13.0	10.9	3.1	2.7	25.6	19.0	0.5	0.6	
1530 HK Equity	三生制药	10.0	15.2	6.8	3,268.9	40.9	16.6	13.9	3.8	3.3	44.6	19.1	0.4	0.7	
1558 HK Equity	东阳光药	14.9	25.4	13.5	1,702.5	57.1	6.1	5.4	1.7	1.5	5.0	12.7	1.2	0.4	
1093 HK Equity	石药集团	13.9	17.8	10.0	13,383.4	76.8	21.7	18.2	3.6	3.1	16.7	19.5	1.3	0.9	
3692 HK Equity	翰森制药	38.5	38.8	18.1	29,365.5	15.3	65.2	52.8	19.8	16.3	14.6	23.6	4.5	2.2	
1763 HK Equity	中国同辐	21.5	24.0	16.5	887.4	51.3	17.0	14.6	1.4	1.2	11.9	16.9	1.4	0.9	
950 HK Equity	李氏大药厂	4.1	5.8	3.4	311.1	59.8	10.0	9.8	1.8	1.6	93.2	2.4	0.1	4.0	
2186 HK Equity	绿叶制药	5.2	6.8	3.5	2,183.1	52.9	9.7	8.7	2.2	2.0	5.4	12.3	1.8	0.7	
3933 HK Equity	联邦制药	8.4	8.6	3.8	1,960.9	43.5	16.3	14.3	1.5	1.4	(6.4)	13.6	(2.5)	1.1	
1177 HK Equity	中国生物制	14.6	14.8	7.7	23,702.1	51.6	49.8	41.2	6.1	5.1	23.5	20.9	2.1	2.0	
1349 HK Equity	复旦张江	6.2	6.5	4.1	827.7	79.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
2196 HK Equity	复星医药	27.9	30.2	19.5	11,537.3	91.1	19.7	16.3	2.6	2.2	(0.6)	21.1	(32.0)	0.8	
制药								41.4	34.0	9.2	7.6	19.8	20.9	(1.8)	1.6
3320 HK Equity	华润医药	4.7	9.3	4.1	3,777.6	26.3	8.0	7.4	0.1	0.1	(24.0)	8.6	(0.3)	0.9	
874 HK Equity	白云山	21.5	36.2	17.9	7,031.3	63.0	9.7	8.6	0.8	0.7	NA	12.4	NA	0.7	
867 HK Equity	康哲药业	10.1	12.4	6.3	3,219.9	51.9	9.5	9.0	3.4	3.2	22.2	5.9	0.4	1.5	
1011 HK Equity	泰凌医药	0.1	0.8	0.1	34.4	44.9	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1345 HK Equity	先锋医药	1.3	1.9	0.5	204.9	29.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1099 HK Equity	国药控股	20.7	30.2	14.9	8,314.9	100.0	8.5	7.5	0.1	0.1	4.8	13.9	1.8	0.5	
2607 HK Equity	上海医药	13.6	16.1	11.5	6,625.1	90.7	7.9	7.0	0.2	0.2	9.1	13.4	0.9	0.5	
医药流通								8.7	7.8	0.7	0.6	3.7	11.8	0.9	0.7

接下页.....

股份代号	公司名称	18-Jun		52周		市值(百万美元)	自由流通股%	PE		PS		EPS增速		PEG	
		股价(LC)	高	低	2020E			2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	
		1681 HK Equity	康臣药业	3.4	5.4			2.9	375.0	39.2	5.6	4.9	1.4	1.3	18.7
2877 HK Equity	神威药业	5.1	8.3	4.9	547.4	33.6	6.8	6.1	1.4	1.3	5.6	12.4	1.2	0.5	
1652 HK Equity	福森药业	3.4	8.1	3.0	342.8	32.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1666 HK Equity	同仁堂科技	6.2	9.9	5.7	1,016.4	86.7	15.8	13.5	1.6	1.5	7.5	16.8	2.1	0.8	
570 HK Equity	中国中药	3.7	4.6	3.1	2,371.7	62.2	8.8	7.3	1.0	0.8	20.1	19.4	0.4	0.4	
3613 HK Equity	同仁堂国药	10.6	14.6	9.3	1,140.6	27.3	15.0	13.2	6.0	5.4	6.6	13.6	2.3	1.0	
1498 HK Equity	培力控股	0.7	2.0	0.6	33.1	58.4	12.9	8.1	0.3	0.3	NA	58.7	NA	0.1	
中药								11.0	9.4	2.2	2.0	13.4	16.9	1.2	0.6
1548 HK Equity	金斯瑞生物	16.6	19.9	10.6	4,107.0	45.6	NA	NA	12.4	9.2	(32.1)	23.2	NA	NA	
2269 HK Equity	药明生物	136.1	138.8	66.5	22,868.0	68.5	113.7	81.2	30.2	21.2	11.7	40.0	9.7	2.0	
1873 HK Equity	维亚生物	7.3	7.8	3.2	1,554.3	31.0	25.8	18.3	21.7	13.9	7.5	40.7	3.4	0.4	
3759 HK Equity	康龙化成	71.8	73.1	39.5	9,000.2	91.9	68.3	51.3	13.3	10.4	15.9	33.1	4.3	1.5	
2359 HK Equity	药明康德	93.0	93.9	45.7	27,637.8	88.3	71.7	54.6	12.1	9.5	45.5	31.3	1.6	1.7	
1521 HK Equity	方达控股	4.6	5.6	3.0	1,191.1	23.1	42.1	32.8	8.9	7.0	21.7	28.6	1.9	1.1	
CRO/CDMO								84.9	62.6	19.1	14.0	27.4	34.9	5.0	1.8
1833 HK Equity	平安好医生	113.8	116.8	29.6	15,671.8	37.0	NA	NA	15.9	11.4	11.0	72.2	NA	NA	
241 HK Equity	阿里健康	20.5	21.3	6.3	34,252.0	31.2	646.4	446.3	26.8	14.6	NA	NA	NA	NA	
互联网医疗								646.4	446.3	23.4	13.6	11.0	72.2	NA	NA
1526 HK Equity	瑞慈医疗	0.9	1.4	0.7	180.6	27.3	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
3689 HK Equity	康华医疗	3.4	5.2	2.8	146.3	68.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1509 HK Equity	和美医疗	2.0	2.0	2.0	199.6	29.6	NA	NA	1.1	NA	NA	NA	NA	NA	
3869 HK Equity	弘和仁爱医	11.4	14.0	10.0	204.0	26.5	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1419 HK Equity	盈健医疗	0.7	1.6	0.6	32.3	31.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1931 HK Equity	华检医疗	3.0	4.0	2.8	523.0	25.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1951 HK Equity	锦欣生殖	10.1	15.1	7.4	3,172.5	41.2	41.0	32.4	12.3	10.0	4.8	26.7	8.6	1.2	
1518 HK Equity	新世纪医疗	1.5	4.5	1.4	91.7	55.7	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
3886 HK Equity	康健国际医	0.7	0.7	0.7	668.1	48.8	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
722 HK Equity	联合医务	1.2	1.9	1.1	118.6	39.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
2120 HK Equity	康宁医院	14.7	41.0	14.4	138.9	80.7	9.5	14.8	0.7	NA	158.1	(35.9)	0.1	(0.4)	
2393 HK Equity	巨星医疗控	1.2	1.6	1.0	365.8	24.2	7.3	5.8	0.5	0.4	77.0	26.7	0.1	0.2	
1515 HK Equity	华润医疗	4.8	6.0	3.1	799.7	63.8	13.0	11.8	2.7	2.5	5.2	10.4	2.5	1.1	
2666 HK Equity	环球医疗	4.9	6.4	4.3	1,094.0	59.4	4.2	3.7	0.8	0.7	23.3	13.7	0.2	0.3	
医疗服务								26.8	21.6	7.4	6.4	17.0	20.2	5.3	0.9
1789 HK Equity	爱康医疗	22.0	24.9	4.0	3,151.1	29.9	60.5	43.2	17.8	12.7	27.7	40.1	2.2	1.1	
1858 HK Equity	春立医疗	50.4	54.1	6.2	2,246.9	89.0	NA	NA	16.9	13.5	NA	NA	NA	NA	
3309 HK Equity	希玛眼科	6.6	7.7	3.6	910.5	30.6	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1302 HK Equity	先健科技	2.2	2.2	1.3	1,210.5	69.8	43.1	36.7	10.7	8.8	48.3	17.4	0.9	2.1	
853 HK Equity	微创医疗	25.4	25.9	5.7	5,689.8	51.7	182.1	79.9	6.8	5.8	408.0	127.8	0.4	0.6	
3600 HK Equity	现代牙科	1.5	1.8	1.0	181.3	34.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
9996 HK Equity	沛嘉医疗	31.7	31.7	15.4	2,588.8	31.0	NA	NA	519.7	109.9	NA	53.1	NA	NA	
1358 HK Equity	普华和顺	1.7	1.7	0.9	338.1	37.0	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
1066 HK Equity	威高股份	15.3	16.7	6.7	8,904.5	50.7	28.3	23.6	5.4	4.6	21.3	19.9	1.3	1.2	
1696 HK Equity	复锐医疗	3.0	4.8	2.5	169.4	25.2	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	
2500 HK Equity	启明医疗	66.9	69.0	33.0	3,491.4	93.5	NA	82.2	64.3	27.7	99.1	7,540.0	NA	0.0	
医疗器械								80.8	50.5	64.6	19.7	133.8	1,099.0	1.2	0.9

资料来源: Bloomberg 普遍预测、浦银国际

附录

● 两会工作报告内容

图表 44: 2016-2020 年 5 年期间的两会政府工作报告对比

时间	2020 年 5 月 22 日	2019 年 3 月 5 日	2018 年 3 月 5 日	2017 年 3 月 5 日	2016 年 3 月 5 日
回顾	新冠肺炎疫情回顾	深化医疗、医保、医药联动改革。 稳步推进分级诊疗 。提高居民基本医保补助标准和大病保险报销比例。加快新药审评审批改革，17 种抗癌药大幅降价并纳入国家医保目录。	基本医疗保险覆盖 13.5 亿人，建立统一的城乡居民医疗保险制度，实施医疗、医保、医药联动改革，全面推开公立医院综合改革，取消长期实行的药品加成政策，药品医疗器械审批制度改革取得突破。居民基本医保人均财政补助标准由 240 元提高到 450 元，大病保险制度基本建立、已有 1700 多万人次受益，异地就医住院费用实现直接结算，分级诊疗和医联体建设加快推进。	扩大公立医院综合改革试点，深化药品医疗器械审评审批制度改革。整合城乡居民基本医保制度，提高财政补助标准。增加基本公共卫生服务经费。实现大病保险全覆盖，符合规定的省内异地就医住院费用可直接结算。	全面推开县级公立医院综合改革，拓展居民大病保险，建立重特大疾病医疗救助制度、困难残疾人生活补贴和重度残疾人护理补贴制度。基本医疗保险实现全覆盖，基本养老保险参保率超过 80%。
公共卫生	加强公共卫生体系建设。加大疫苗、药物和快速检测技术研发投入，增加防疫救治医疗设施，增加移动实验室，强化应急物资保障，强化基层卫生防疫。	坚持预防为主，将新增基本公共卫生服务财政补助经费全部用于村和社区，务必让基层群众受益。抓好传染病、地方病、青少年近视防治。	继续提高基本公共卫生服务经费人均财政补助标准。	做好健康促进，继续提高基本公共卫生服务经费补助标准，加强疾病预防体系和慢性病防控体系建设。及时公开透明有效应对公共卫生事件。	基本公共卫生服务经费财政补助从人均 40 元提高到 45 元
公立医院	提高基本医疗服务水平。对受疫情影响的医疗机构给予扶持。深化公立医院综合改革。	深化医疗、医保、医药联动改革。完善药品集中采购和使用机制。深化公立医院综合改革。促进社会办医。	深化公立医院综合改革，协调推进医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付改革，提高医疗卫生服务质量，下大力气解决群众看病就医难题。支持社会力量增加医疗、养老、教育、文化、体育等服务供给。	全面推开公立医院综合改革，全部取消药品加成，协调推进医疗价格、人事薪酬、药品流通、医保支付方式等改革。保护和调动医务人员积极性。	扩大公立医院综合改革试点城市范围，协同推进医疗服务价格、药品流通等改革。全面推开县级公立医院综合改革，鼓励社会办医。建立健全符合医疗行业特点的人事薪酬制度，保护和调动医务人员积极性。
医保	居民医保人均财政补助标准增加 30 元，开展门诊费用跨省直接结算试点。	做好常见慢性病防治，把高血压、糖尿病等门诊用药纳入医保报销。加快儿童药物研发。加强罕见病用药保障。深化 医保支付方式改革，优化医保支出结构 。抓紧落实和完善跨省异地就医直接结算政策，尽快使异地就医患者在所有定点医院能持卡看病、即时结算，切实便利流动人口和随迁老人。	扩大跨省异地就医直接结算范围，把基层医院和外出农民工、外来就业创业人员等全部纳入。	城乡居民医保财政补助由每人每年 420 元提高到 450 元，同步提高个人缴费标准，扩大用药保障范围。在全国推进 医保信息联网 ，实现异地就医住院费用直接结算。	整合城乡居民基本医保制度，财政补助由每人每年 380 元提高到 420 元。改革医保支付方式，加快推进基本医保全国联网和异地就医结算，促进医疗资源向基层和农村流动。

接下页...

时间	2020年5月22日	2019年3月5日	2018年3月5日	2017年3月5日	2016年3月5日
大病医保		继续提高城乡居民基本医保和大病保险保障水平，居民医保人均财政补助标准增加30元，一半用于大病保险。降低并统一大病保险起付线，报销比例由50%提高到60%，进一步减轻大病患者、困难群众医疗负担。加强重大疾病防治。我国受癌症困扰的家庭以千万计，要实施癌症防治行动，推进预防筛查、早诊早治和科研攻关，着力缓解民生的痛点。	提高基本医保和大病保险保障水平，居民基本医保人均财政补助标准再增加40元，一半用于大病保险。坚持预防为主，加强重大疾病防控。	完善大病保险制度，提高保障水平。	今年要实现大病保险全覆盖，政府加大投入，让更多大病患者减轻负担。中央财政安排城乡医疗救助补助资金160亿元，增长9.6%。拓展居民大病保险，
互联网+	发展“互联网+医疗健康”。	培育新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源汽车、新材料等新兴产业集群，壮大数字经济。发展“互联网+医疗健康”，加快建立远程医疗服务体系，加强基层医疗卫生机构能力建设和医护人员培养，提升分级诊疗和家庭医生签约服务质量。	做大做强新兴产业集群，实施大数据发展行动，加强新一代人工智能研发应用，在医疗、养老、教育、文化、体育等多领域推进“互联网+”。		
分级诊疗	建设区域医疗中心。提高城乡社区医疗服务能力。推进分级诊疗。		加大医护人员培养力度，加强全科医生、儿科医生队伍建设，推进分级诊疗和家庭医生签约服务。	全面启动多种形式的医疗联合体建设试点，三级公立医院要全部参与并发挥引领作用，建立促进优质医疗资源上下贯通的考核和激励机制，增强基层服务能力，方便群众就近就医。分级诊疗试点和家庭签约服务扩大到85%以上地市。	在70%左右的地市开展分级诊疗试点。
中医	促进中医药振兴发展，加强中西医结合。	支持中医药事业传承创新发展。	支持中医药事业传承创新发展。鼓励中西医结合。	依法支持中医药事业发展。	发展中医药、民族医药事业。
医患关系改革	构建和谐医患关系。			构建和谐医患关系。	构建和谐医患关系。
药械审评审批				深化医疗、医保、医药联动改革。	协调推进医疗、医保、医药联动改革。
				深化药品医疗器械审评审批制度改革	深化药品医疗器械审评审批制度改革。

资料来源：中国政府网、浦银国际整理

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际持有本报告所述公司(药明康德 2359.HK)及(药明生物 2269.HK)的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司(药明康德 2359.HK)在过去 12 个月内存在投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员,亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼