行业观点

● 医药

国元证券公司研究——美亚光电(002690)2020 年年报点评——CBCT 持续放量，色选机稳定增长

事件：

2021 年 4 月 7 日，公司公告 2020 年年报：报告期内实现营收 14.96 亿元，同比下降 0.32%，归母净利润 4.38 亿元，同比下降 19.53%，扣非后归母净利润 3.89 亿元，同比下降 15.89%。并且公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 8 元。同时公司公布 2021 年度财务预算报告，预计实现销售收入 17.95 亿元（+20%），净利润 5.48 亿元（25.07%）。

国元观点：

？疫情冲击下收入端持平，利润端短期承压，体现公司经营发展可持续性

新冠疫情冲击下，收入端较去年基本持平，体现经营发展的可持续性。其中 H1 和 H2 分别实现营业收入 5.16 亿元（-12.3%）和 9.80 亿元（+7.4%），上半年受疫情影响较大，下半年随着下游口腔医疗机构逐步恢复经营，公司业务复苏并实现增长。分业务来看，色选机、CBCT、X 射线异物检测机和其他业务分别实现营收 9.57 亿元(+2.1%)、4.54 亿元（-6.2%）、0.67 亿元（+4.3%）和 0.18 亿元（+1.2%）。CBCT 全年销量 2000+，与 2019 年基本持平，随着疫情常态化发展，CBCT 会有较好恢复。消费升级和海外扩张主力下，色选机作为刚需品种仍将保持稳定增速。

2020 年销售毛利率为 51.81%（-3.64pct），主要系执行新收入准则调整发货运费及售后服务费所致。全年销售费用率 11.85%（-1.63pct），管理费用率 10.86%（+1.29pct），财务费用率 1.59%（+2.05pct）。利润端受汇兑损失、政府补助和投资收益减少、人员费用增加等方面因素影响，下降 15.89%。从公司 2021 年经营计划看，利润端预计会有一定反弹。

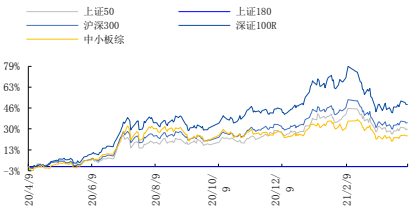
？口腔数字化趋势下，设备需求旺盛，CBCT 持续放量，口扫增量可期

口腔数字化必然趋势下，CBCT 可应用在口腔学科各个细分领域，已成为医疗机构的基本配置，需求旺盛。2020 年，存量 CBCT 预计为 24000 台，相较于 84676 台的饱和量，仍有 3-4 倍提升空间，未来 5 年仍然是 CBCT 的黄金发展期。国外品牌主要占据百万元以上的高端市场，美亚光电作为国产龙头聚焦中高端市场，目前市占率超过 30%。美亚光电产品与外资品牌参数相同，且更具服务优势，主打中小诊所市场，并逐步加强公立医院推广，未来进口替代潜力大。2020 年口扫“MyScan”上市，有望复制 CBCT 进口替代路径，未来增量可期。

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌幅 1 日	5 日	本年
沪深 300	5103.74	-	1.10	-2.06
上证综指	0.00	0.00	0.00	0.00
深证成指	13979.31	-	1.46	-3.40
中小板综	12388.28	-	1.67	-2.67
国债指数	182.96	-	0.08	3.21
基金指数	7009.96	0.11	-	9.10
香港恒生	27985.42	-	-	0.00
H 股指数	0.00	-	-	0.00
红筹股	4411.60	0.00	0.00	0.00
日经 225	19771.19	-	2.54	-16.42
道琼斯	24101.55	-	4.70	-15.55
标普 500	2863.39	-	4.63	-11.37
纳斯达克	8607.73	-	4.17	-4.07

主要市场走势图



资料来源：Wind

主要商品期货

商品	收盘价 USD	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
纽约期油	52.4500	-0.51	-5.09	15.71
纽约期金	1,311.6	-0.52	-0.79	2.23
伦敦期铜	6,144.5	-1.05	0.09	2.46
伦敦期铝	1,878.0	-0.16	-0.27	1.79

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
盛剑环	32.58	63.97	0.00	0.00
通用电	22.42	31.50	89.84	-20.19
高新兴	4.75	26.33	56.77	16.42
深水海	47.56	25.89	51.18	-41.97
长航凤	3.69	20.20	19.81	7.58

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
退市秋	0.27	-18.18	-32.50	-71.58
昀冢科	23.45	-17.81	0.00	-53.93
美年健	12.02	-14.75	-21.85	6.28
荣科科	6.72	-11.81	4.51	39.13
传化智	6.44	-11.78	-10.93	35.29

联系人：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

? 投资建议与盈利预测

疫情后公司收入恢复增长，多板块业务稳健发展，预计公司 2021-2023 年营收分别为 17.95/21.48/25.63 亿元，归母净利润 5.56/6.79/8.21 亿元，EPS 为 0.82/1.00/1.21 元/股，对应 PE50/41/34 倍，维持“增持”评级。

? 风险提示

新产品市场推广不及预期；疫情后业务恢复不及预期；产品质量安全风险；政策风险。

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001）

● 医药

国元证券公司研究——安科生物(300009)2020 年年报点评——业绩符合预期，流感疫苗实现高增速

事件：

2021 年 4 月 7 日，公司公告 2020 年年度报告：报告期内实现营收 17.01 亿元，同比下降 0.65%，归母净利润 3.59 亿元，同比增长 188.40%，扣非后归母净利润 3.16 亿元，同比增长 202.41%。

2021 年 4 月 7 日，公司公告 2021 年第一季度业绩预告：公司预计报告期内实现归母净利润 1.14-1.30 亿元，同比增长 40%-60%。

国元观点：

? 疫情后收入恢复显著，生长激素销售增速可期

分季度来看，公司 Q1-Q4 单季度分别实现收入 3.15 亿元(-9.21%)、3.97 亿元(-4.60%)、4.40 亿元(+10.12%)和 5.49 亿元（-0.09%），疫情后公司收入恢复显著，新患入组恢复高增长，20 年全年收入同比基本持平，利润实现大幅增长。根据预告，公司 2021Q1 季度预计实现归母净利润中值为 1.22 亿元，同比增长 50.00%，主要系公司生长激素收入及净利润实现大幅增长。分版块来看，公司 2020 年生物制品版块实现营收 8.95 亿元（+3.97%）、中成药 4.56 亿元（-6.92%）、化药 1.26 亿元（-0.49%）、技术服务 1.18 亿元（-10.64%）、原料药 0.59 亿元（-23.72%），生物制品收入贡献占比达 52.63%，预计生长激素是公司主要利润来源。

? 生长激素布局不断完善，新产能即将落地，未来可期

公司生长激素已布局粉针、水针，长效生长激素剂型也已完成临床试验即将报产，生长激素新适应症拓展顺利，2021 年顺利获批成人短肠综合征与儿童特发性矮小两大新适应症，公司生长激素的市场竞争力有望进一步提高；此外，公司 2000 万生长激素新产能项目已申报至 CDE，新产能落地后有望为业绩稳健增长保驾护航。

? 投资建议与盈利预测

随着产能恢复、剂型完善，公司生长激素将进入业绩收获期，我们预计 21-23 年营业收入为 20.99、25.40 和 31.19 亿元，同比增长 23.39%、21.02%和 22.78%，预计归母净利润 4.97、6.27 和 8.09 亿元，同比增长 38.43%、26.24%和 29.03%，对应 EPS 分别 0.36/0.46/0.59 元/股，对应估值分别为 44/25/27 倍，维持“买入”评级。

? 风险提示

产品研发不及预期，市场推广不及预期，产品安全问题，政策风险等。

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001），联系人：张俊

- **传媒**

国元证券公司研究——化妆品行业 3 月数据跟踪——淘系增长略有承压，直播带动华熙生物表现亮眼

报告要点：

？3 月淘系平台化妆品类增速承压，护肤类出现负增长

2021 年 3 月淘系平台化妆品类（美容护肤+彩妆）成交额为 197.71 亿元，同比下降 10.27%，其中美容护肤/彩妆类成交额分别为 139.51 与 58.20 亿元，分别同比-15.53%与+5.46%。

？美容护肤行业、彩妆行业 TOP20 品牌淘系成交额数据跟踪

美容护肤品牌：2021 年 3 月销售额 TOP20 店铺以国际品牌为主导，销售额排名前三的是欧莱雅、兰蔻、雅诗兰黛；国产品牌中珀莱雅、自然堂、薇诺娜、欧佩、百雀羚 5 个品牌进入前 20。彩妆品牌：3 月销售额排名前三的品牌为花西子、完美日记、香奈儿，此外 colorkey、卡姿兰、橘朵、尔木萄等国产品牌进入前 20。

？上市公司旗下重点品牌 3 月天猫旗舰店数据跟踪

珀莱雅成交额 1.24 亿元，同比增长 15%，其中帆船防晒霜销售额占比增至 17%，睡眠面膜、粉底液等百元以内爆品维持 10w+高销量。彩棠成交额 1444 万元，同比增长 1330%。佰草集成交额 1461 万元，同比下降 59%，仍处于调整期；玉泽成交额 6492 万元，同比下降 24%。丸美成交额 2356 万元，同比下降 10%；御泥坊成交额 4541 万元，同比下降 17%，其中爆品氨基酸泥浆面膜销售额占比达 34%；润百颜成交额 7961 万元，同比增长 135%，其中新品屏障调理次抛占比 42%；夸迪成交额 5987 万元，同比增长 396%，其中高单价单品轻龄霜占比 46%；薇诺娜成交额 9698 万元，同比下降 6%，其中特护霜销售额占比 28%，防晒乳占比达 25%；完美日记成交额 21183 万元，同比下降 34%，其中小细跟口红销售额占比 38%；小奥汀成交额 4836 万元，同比增长 45%。

？投资建议与盈利预测

维持行业“推荐”评级。建议关注化妆品品牌商贝泰妮、珀莱雅、上海家化、逸仙电商、水羊股份、丸美股份，电商代运营商壹网壹创、丽人丽妆及上游 ODM 龙头青松股份。

？风险提示

行业景气度下滑、品牌竞争加剧、渠道拓展不及预期。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001），联系人：徐熠雯

重点报告

《早筛春天将至，商业化蓄势待发》

——癌症早筛行业跟踪报告

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001），联系人：朱琪璋

报告要点：

在政策、资本和市场等外部因素的助推下，癌症早筛赛道已成为热点。技术路径方面，聚焦于肠癌和肝癌的早筛产品已达到临床应用要求，优于传统早筛手段；商业化方面，仍处于盈利模式的探索阶段；应用场景方面，早筛商业化场景丰富，若早筛产品能下到基层，将会是市场蓝海。

参考 Cologuard 商业化成功的因素看国内重磅早筛产品商业化潜力：检测性能优异，“常卫清”已纳入权威指南，头部企业通过精准合作 bigpharma、商保等加速渠道推广，成本预计将随技术不断成熟、规模化提升而逐步下降，同时或在部分医保基金盈余地区率先推进医保支付。整体来看，国内早筛产品的商业化驱动因素正逐步推进，近期早筛市场在合规化进展、商业化布局上不断取得新的突破，商业化潜力蓄势待发。

? 诺辉健康：手握“早筛第一证”，联手阿斯利康加速院内渠道推广

从“癌症早筛第一证”到纳入国内首部肠癌筛查指南，再到联手阿斯利康加速院内渠道推广，商业化稳步推进，公司或成为肠癌早筛领域的“标杆”。2020 年在疫情影响下实现营收 0.71 亿元（+21.09%），下半年两大核心产品出货量迅速攀升，业绩成长性强。常卫清敏感性和阴性预测值分别为 95.5%和 99.6%，显著优于传统手段和其他同类早筛产品，得获得监管部门和权威指南的“背书”，有望构建肠癌早筛护城河，享受先发优势。商业化层面，公司在医院、体检、保险等渠道多点布局，在院内市场和阿斯利康开展合作，借助后者强大的渠道资源（尤其是消化科）和县域市场的专业销售团队，有望打开商业化的闸门，实现快速放量。

? 泛生子：肝癌早筛领头羊，前瞻性研究和商业化布局齐头并进

2020 年业绩表现亮眼：营收 4.25 亿元（+31.3%），亏损逐步收窄；毛利率高达 61.3%（+16.5pct），盈利能力显著提升。HCCscreen 成为 20Q4 季度 LDT 业务营收增长的主要因素之一，早筛业务逐渐步入收获期。

HCCscreen 研发进展顺利，技术和检测性能领先：敏感性 88%，特异性 93%，显著优于传统超声+甲胎蛋白的手段，预计 21Q2 启动注册临床试验，有望成为国内首个获批的肝癌早筛产品，同时已获得 FDA“突破性医疗器械认定”，待获批后或直接纳入医保，打开美国肝癌早筛市场。

联手正大天晴加速布局院内渠道，三大商业化路径齐发力：布局医院、体检和民生项目三大商业化渠道，凭借正大天晴覆盖全国的肝病药物医院资源，有望快速切入院内市场。

? 燃石医学：国内泛癌早筛龙头，6 癌种或率先商业化落地

业绩增长稳健，院内模式发展迅猛。2020 年毛利率为 73%（+1.4pct），连续三年稳步提升。业绩指引：预计 2021 年实现营收 6.1 亿元（+41.9%）。

6 癌种即将启动前瞻性研究，预计 2022 年实现商业化，9 癌种产品前瞻性研究预计 2023 年完成。商业化方面，公司精准定位泛癌种早筛产品需求，将聚焦商保和三甲医院体检渠道，一方面可以帮助商业保险公司监测被保人健康状况以达到控制赔付率的目标，同时提高其获客和留客能力；而三甲医院在集采、药品零加成等因素影响下收入和利润端有所承压，泛癌种产品作为潜在癌症患者的流量入口，有望增加体检科、肿瘤科等科室的收入，同时借创新早筛产品提升医院品牌形象。

? 投资建议

建议关注手握“肠癌早筛第一证”的诺辉健康、肝癌早筛领跑者泛生子以及泛癌种早筛企业燃石医学。

? 风险提示

研发不及预期；产品获批不及预期；市场竞争风险；销售不及预期；疫情恢复不及预期；行业政策变动风

险。

《带量持续推进，消费器械仍有高成长》

——医药生物行业双周报

分析师：刘慧敏（执业证书：S0020520110001），联系人：徐雨涵

报告要点：

？ 双周行业新观察-带量持续推进，消费器械仍有高成长

器械带量采购持续推进，尤其在高值耗材板块，具有市场规模大、医保占比高、国产化率高的部分品种首当其冲。尽管在国家集采层面，仅有冠脉支架、骨科、吻合器等 6-7 项产品正在进行中，各地联盟推进集采已如火如荼进行，探索对冠脉球囊、骨钉骨板、人工晶体以及部分低值耗材的带量采购。受到首轮药品和冠脉支架带量采购对市场的影响冲击，投资者们对具有带量采购可能性品种保持高度审慎以及规避。带量采购推进有利于在高渠道壁垒、品牌壁垒的器械领域进一步突破国产替代，加速竞争，鼓励创新，类似药品板块中一样，在未来 3-5 年走出越来越多创新性器械企业，而在中短期市场或将面临阵痛。

？ 市场行情回顾

2021 年 3 月 22 日至 4 月 2 日，申万医药生物指数小幅上涨 6.16%，跑赢沪深 300 指数 3.07pct，在 28 个申万一级行业指数中排名第 4。医药生物七个子板块中，医疗服务 II、生物制品 II、医疗器械 II、化学原料药、中药 II、医药商业 II、化学制剂均实现正收益，涨幅分别为 15.24%、6.99%、6.27%、3.27%、3.19%、1.90%、1.67%。

截至 2021 年 4 月 2 日，医药板块估值为 43.09 倍，比 2010 年以来均值（39.47X）高 3.62 个单位。溢价率方面，医药板块相对于沪深 300 的估值溢价率为 180.56%，溢价率较 2010 年以来均值（217.07%）低 36.52 个百分点。

？ 投资建议

消费医疗器械选择面不弱，满足人们在可支配收入提升、疫情带动健康意识提升下的需求升级。规避集采，迭代性创新医疗器械仍大有可为，口腔、眼科、医美乃至更为新兴的板块早筛，都伴随人们对于美好生活的需求提升而迎来高成长性发展。

建议重点关注：

口腔领域：由于青少年牙保健意识提升+年轻爱美消费升级的中国“隐适美”—时代天使（港股 ipo 进行中）；种植和牙齿美白贴面需求带来附加需求正海生物、国瓷材料。

眼科领域：人工晶体带量放量+OK 镜高速成长+ICL 研发推进的眼科龙头爱博医疗；OK 镜国产小龙头欧普康视；眼科消费集合型平台昊海生科。

医美领域：全球透明质酸龙头、全面布局上下游产业链的华熙生物；医美注射透明质酸赛道领跑者爱美客。

早筛领域：手握“肠癌早筛第一证”的诺辉健康、肝癌早筛领跑者泛生子以及泛癌种早筛企业燃石医学等标的。

？ 风险提示

新冠疫情风险；外部市场风险；医药政策风险；市场竞争风险；销售不及预期。

重要新闻

- 广州首套房、二套房利率再加 10BP。工行、农行、中行、邮储等多家国有行清明节后陆续上调广州的个人按揭房贷价格，首套房贷利率调整为最低 LPR+65BP（5.3%），二套房贷最低 LPR+85BP（5.5%），分别比一月底上涨 10BP。
- 腾讯控股第一大股东 Prosus 拟出售最高 19189 万股腾讯股票，相当于腾讯总股本的 2%，持股比例将从约 30.9%降至 28.9%。Prosus 本次减持将筹资逾 1100 亿港元，并承诺至少在未来三年内不再减持。目前该公司投资腾讯的回报高达 780000%，成为人类史上最成功的一笔投资。
- 美联储会议纪要称将坚持宽松货币政策立场以促进经济复苏，鲍威尔称可在两次会议之间调整管理利率。纪要显示，官员们认为取得实质性进展需要一段时间，不需要经常重新调整指引；不担心美债收益率走高，认为反映经济前景改善和国债发行增加。与会者一致认为，尽管经济有所好转，但经济仍远未达到美联储的目标，疫情仍是前景的巨大风险。鲍威尔会上指出，货币市场利率可能面临下行压力，调整超额准备金利率（IOER）和隔夜逆回购利率或为合适之举。
- 国务院常务会议部署持续推进网络提速降费，更多惠企利民；确定建立健全职工基本医保门诊共济保障机制的措施，拓宽个人账户资金使用范围，减轻群众医疗负担。

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188