2021年医药行业3月策略报告：

三个策略应对医药板块的波动

证券分析师 ：朱国广
执业证书编号：S0600520070004
联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn
2021年3月9日

核心观点

医药板块估值有多贵？哪些估值贵？医药行业PE（TTM）估值约为43倍，相对于全部A股溢价率约123%,2015年后平均溢价率约128%；大消费领域，医药相对食品饮料溢价率约-16%、2015年后平均溢价率约29%；恒瑞医药相对贵州茅台溢价率为57%，相对于2015年后平均值121%有所回落。无论是纵向看还是横向看，医药板块估值不算贵。从子行业看，医疗服务、生物制品和化学制药相对医药板块溢价率分别为160%、33%和4%，2015年后均值分别为98%、29%、5%。生物制品和化学制药溢价率水平基本接近均值，仅有医疗服务溢价率显著超过均值。但如爱尔眼科等医疗服务可持续增长率较高，理应享受高估值。三种医药策略应对医药板块下跌：三种应对策略：其一长线资金底部重配产业景气度高、业绩好核心资产。2021年重点推荐十支核心资产个股：恒瑞医药、信达生物、智飞生物、迈瑞医疗、药明康德、长春高新、爱美客、爱尔眼科、益丰药房、康泰生物；其二关注2021Q1业绩大概率较好、全年业绩高增长、估值相对便宜的个股，重点推荐九洲药业、信邦制药、九强生物，建议关注司太立等；其三关注新技术，随着诺辉健康的上市，肿瘤早筛已经进入资本市场视野。

■ **具体配置思路**

- 创新药及产业链领域：恒瑞医药、药明康德等；
- BIOTECH类创新药：信达生物、亚盛医药等；
- 原料药领域：九洲药业等；
- 疫苗领域：康泰生物、智飞生物、万泰生物等；
- 生长激素领域：长春高新、安科生物等；
- 医疗服务领域：通策医疗、爱尔眼科、信邦制药等；
- 药店领域：大参林、老百姓、益丰药房等；
- 医美领域：爱美客、华熙生物等；
- 医疗器械领域：眼科耗材：爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：威高股份、大博医疗；消化治疗性耗材：南微医学。

➢ 建议关注：泰格医药、康方生物、普洛药业、司太立、诺辉健康、微创医疗、心通医疗

➢ 【投资组合】**恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、长春高新、智飞生物、九洲药业、浩欧博、九强生物。**

➢ 风险提示：集采降价超预期风险、医改政策执行进度低于预期风险、行业竞争加剧风险、境内外疫情反复风险、医疗事故风险

目录

一、医药行情回顾

二、全球范围疫苗接种开启

三、中国特色的CXO成长之路

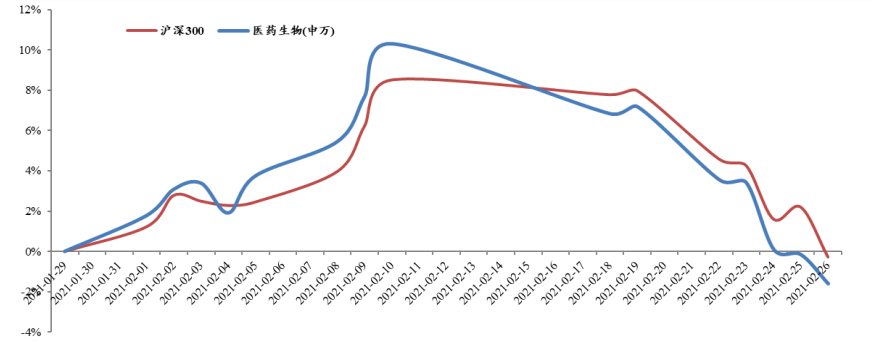
四、2021年3月医药行业投资策略及标的

五、风险提示

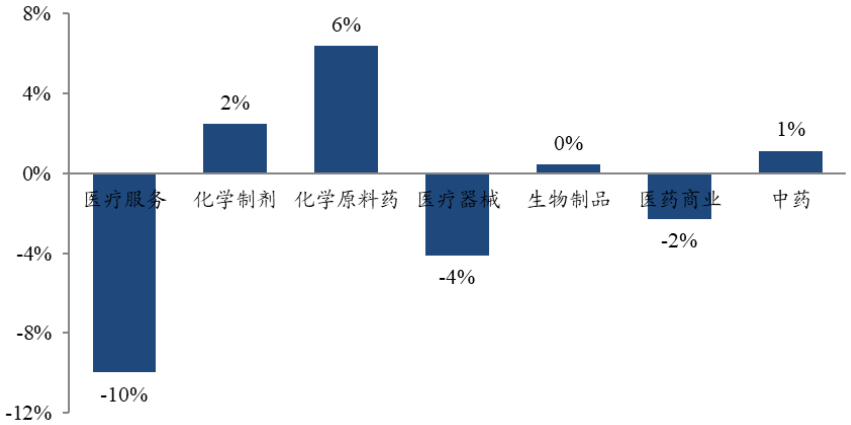
一、医药行情回顾

1.1 医药二级市场表现（截至2021/2/28）

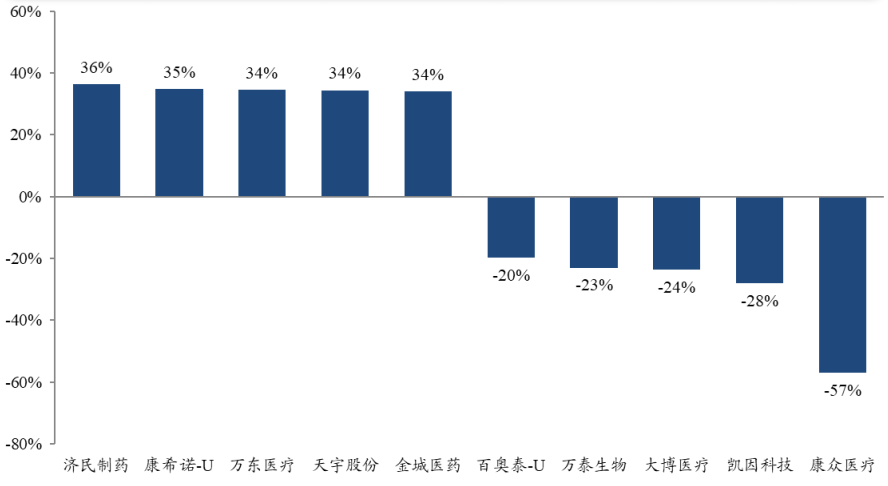
2021年2月医药指数相对沪深300走势



2021年2月医药子行业二级市场涨跌幅



2021年2月医药个股涨跌幅排名

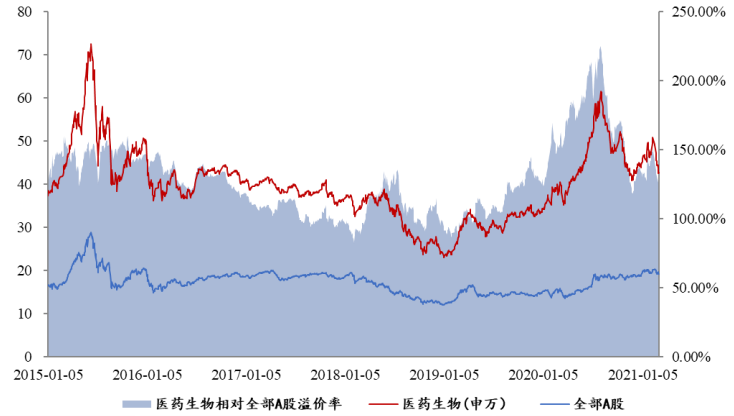


- 2021年2月份，申万医药指数下跌1.61%，跑输沪深300指数1.33个百分点。
- 2021年2月份，原料药涨幅最大为6%，其次为化学制剂（2%）和中药（1%）；医疗服务板块跌幅最大为-10%。
- 2月份医药上市公司中涨幅最大分别为济民制药（+36%）、康希诺-U（+35%）、万东医疗（+34%），跌幅最大分别为康众医疗（-57%）、凯因科技（-28%）、大博医疗（-24%）。

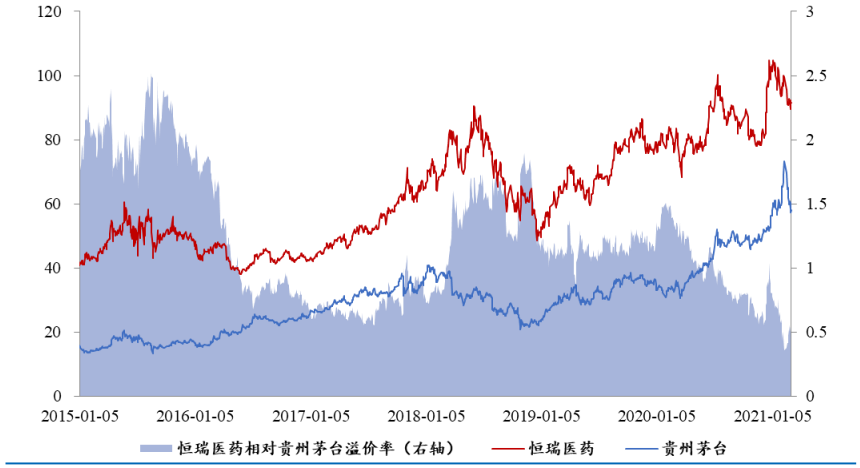
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2 医药行业市盈率和溢价率

2015年以来生物医药相对全部A股溢价率

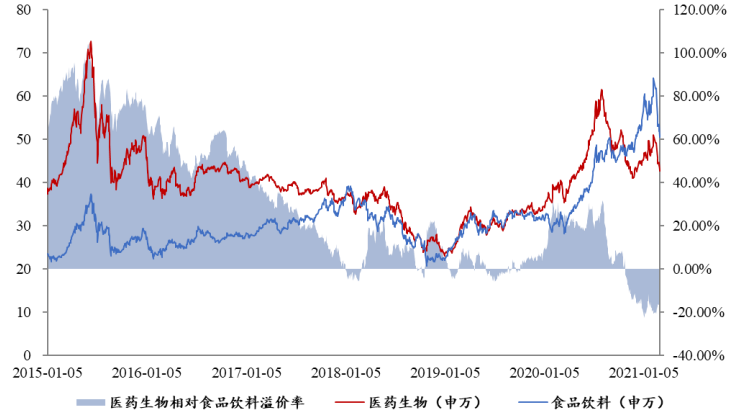


2015年以来恒瑞医药相对贵州茅台溢价率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

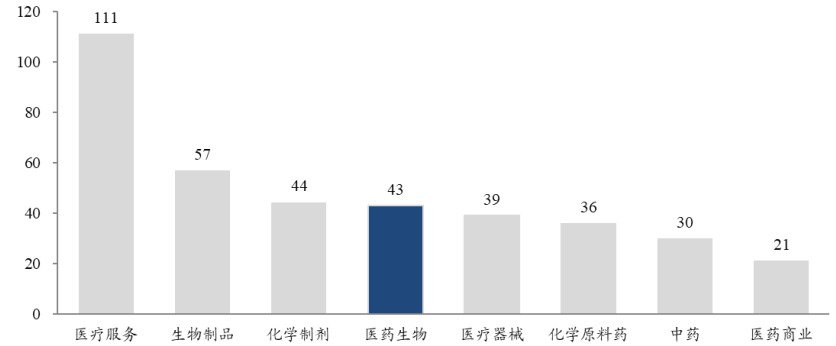
2015年以来生物医药相对食品饮料溢价率



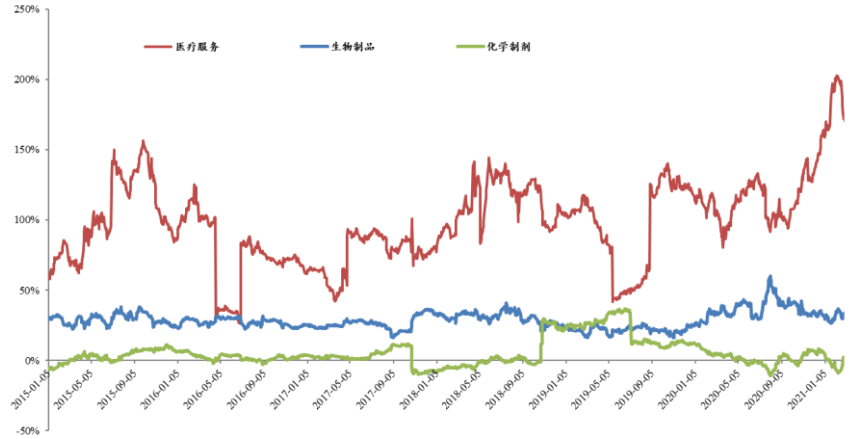
- 截至2021年3月5日，医药生物市盈率（TTM整体法）为**43**倍，全部A股市盈率（TTM整体法）为**19**倍，医药生物相对全部A股溢价率为**123%**；
- 医药生物相横向对比食品饮料板块，期间溢价率持续下行，期间平均溢价率为**29%**。截至2021年3月5日，医药生物市盈率（TTM）为**43**倍，食品饮料市盈率（TTM）为**51**倍，医药生物相对食品饮料溢价率为**-16%**。
- 从代表性个股来看，期间恒瑞医药相对贵州茅台溢价率持续下行，期间平均溢价率为**121%**。截至2021年3月5日，恒瑞医药市盈率（TTM）为**91**倍，贵州茅台市盈率（TTM）为**59**倍，恒瑞医药相对贵州茅台溢价率为**57%**。

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

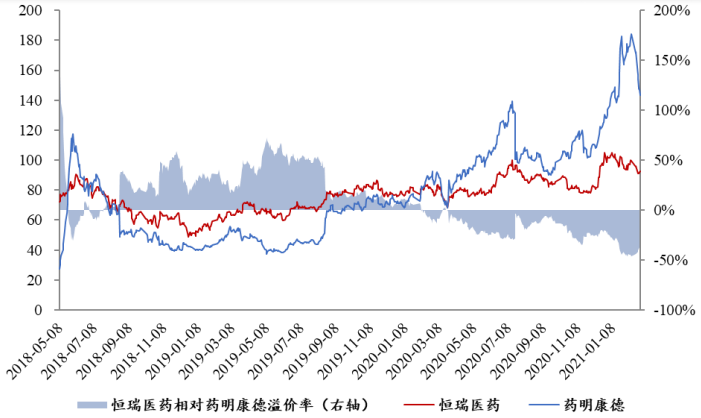
申万医药子行业市盈率比较（TTM整体法）



医疗服务、生物制品和化学制药相对医药生物溢价率



2015年以来恒瑞医药相对药明康德溢价率



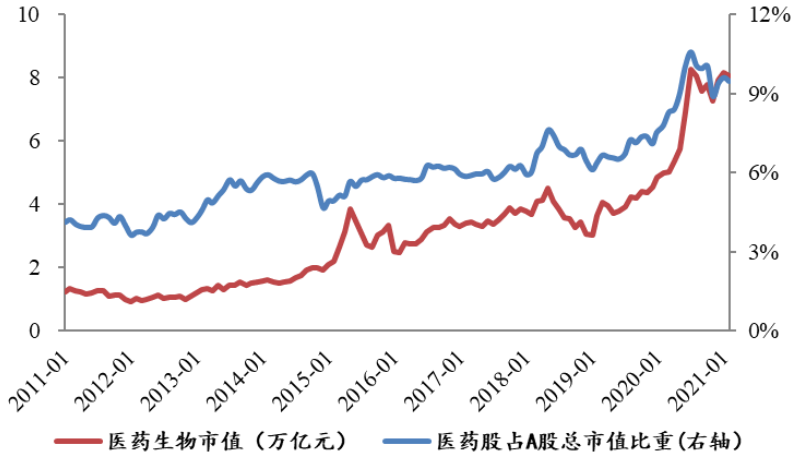
- 从医药板块各细分领域来看，截至2021年3月5日，医疗服务（111倍）、生物制品（57倍）和化学制药（44倍）的市盈率较高，原料药（36倍）、中药（30倍）和医药商业（21倍）的市盈率较低。
- 截至2021年3月5日，医疗服务、生物制品和化学制药相对医药板块溢价率分别为160%、33%和4%，均值分别98%、29%、5%。
- 对比恒瑞医药和药明康德，药明康德市盈率（TTM）在2020年初超过恒瑞医药，截至2021年3月5日，药明康德市盈率（TTM）为135倍，恒瑞医药市盈率（TTM）为91倍，恒瑞医药相对药明康德溢价率为-32%。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4 医药行业占A股市值比重提升，公募基金持仓比重回落

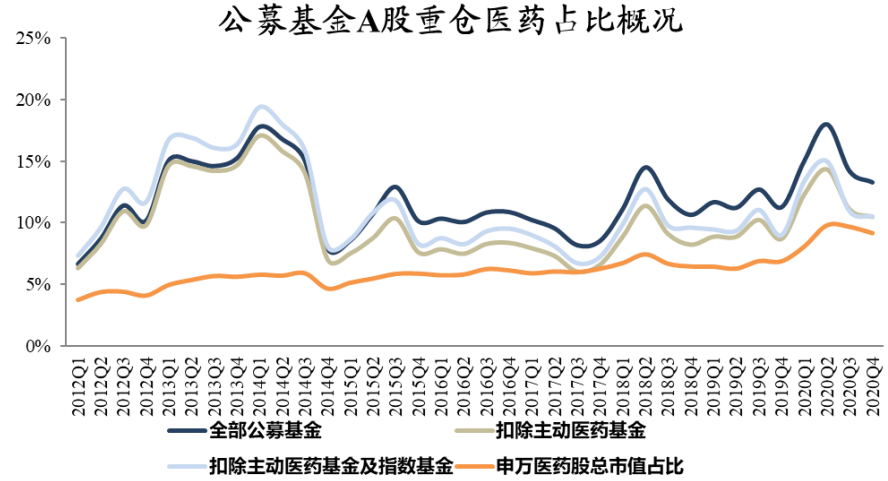
- 医药行业明显调整，市值出现回落，截至2021年2月28日，医药行业持仓总市值约8.04万亿，占全部A股的市值从2011年的4.1%提升至9.5%；
- 2020年四季度公募基金重仓医药行业的比例为13.3%，如果扣除主动医药基金及指数基金，重仓比例为10.5%，环比显著降低，远低于2014峰值持仓比例20%。

医药股占A股总市值比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公募基金A股重仓医药行业比重提升

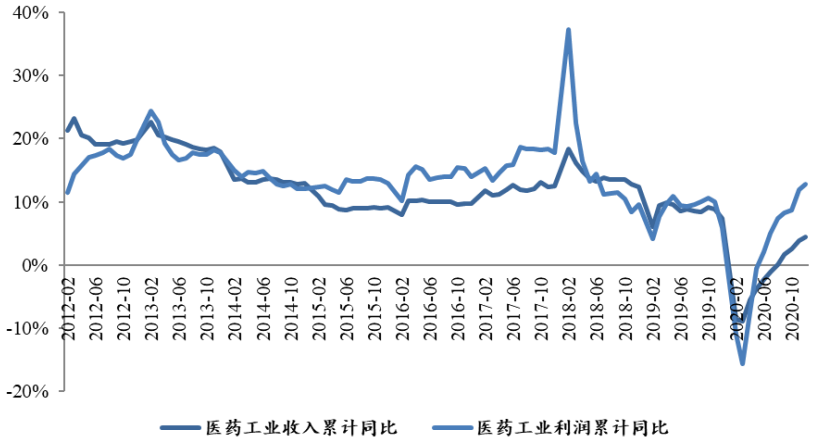


数据来源：Wind，东吴证券研究所

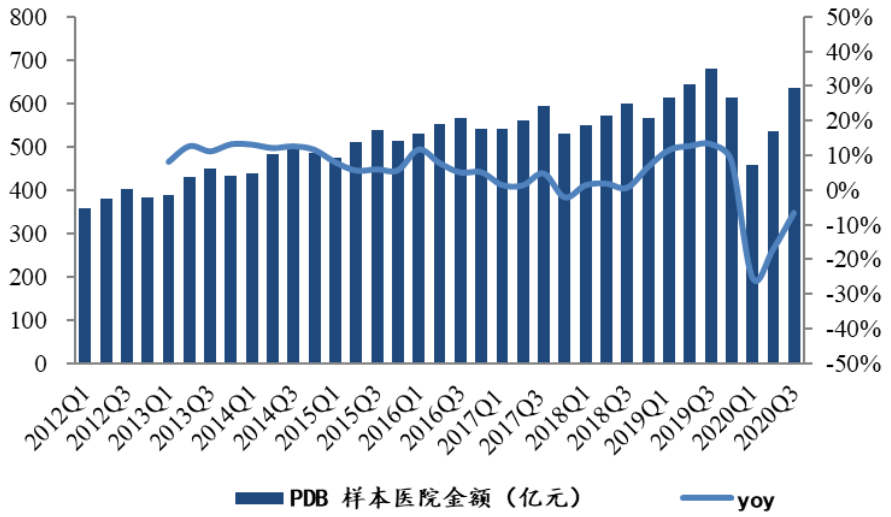
1.5 医药制造业数据2020Q4持续改善

- 国家统计局规模以上医药制造业数据：截至到2020年12月，累计实现营业收入2.49万亿元，较去年同期相比增长4.5%，实现利润总额3507亿元，较去年同期相比增长12.8%，相比2020Q1-3累计收入和净利润增速分别为1.6%和8.2%，表明2020Q4医药行业持续改善。
- PDB样本医院药品数据：2020年受疫情影响，医院客流量显著下降，2020Q1样本医院药品销售增速为-25.0%。随着疫情好转， 2020Q2样本医院药品销售增速收窄为-17.0%，2020Q3继续收窄为-6.42%。

医药工业上市公司收入及利润累计同比增速



样本医院销售增速情况（按季度）



数据来源：Wind，PDB，东吴证券研究所

1.6 2020Q1-3中国医药行业各细分领域表现

- 2020Q1：收入增长最快的三个细分领域依次为药店、创新药产业链、医疗器械；利润增长最快的三个细分领域依次为药店、医疗器械、创新药产业链。
- 2020Q2：收入增长最快的三个细分领域依次为医疗器械、创新药产业链、药店；利润增长最快的三个细分领域依次为医疗器械、创新药产业链、药店。
- 2020Q3：收入增长最快的三个细分领域依次为医疗器械、创新药产业链、药店；利润增长最快的三个细分领域依次为医疗器械、药店、生物药。

2020Q1、2020Q2及2020Q3医药行业各细分领域收入及净利润增速情况

细分行业	2020Q1		2020Q2		2020Q3	
	收入yoy	净利润yoy	收入yoy	净利润yoy	收入yoy	净利润yoy
上市公司合计	-5.6%	-7.3%	6.5%	42.9%	14.3%	51.6%
化药制剂	-9.4%	-5.1%	-4.3%	6.2%	4.8%	-3.1%
化药原料药	-4.4%	8.1%	11.1%	30.5%	6.2%	9.8%
中药	-7%	-14.8%	-5.8%	-12.7%	0.2%	26.6%
其中：品牌中药	-3.3%	-10.1%	-2.4%	-10%	10.9%	40%
其中：口服中药	-8%	-17.8	-9.2%	-18.5%	-5.4%	35.8%
其中：注射中药	-8.6%	-13.9	2.9%	0.6%	6.7%	-13.8%
生物药	-6.2%	-8.3%	15.7%	25.8%	24.2%	41.6%
其中：血制品	3.6%	0.0%	-3.1%	-10.3%	15.9%	-1.4%
其中：疫苗	4.7%	-16.5%	58.1%	60.8%	68.9%	103.3%
其中：其他生物药	-15.6%	-7.5%	-0.5%	19.7%	4.8%	31.3%
医疗器械	11%	20.3%	88%	194.7%	84.7%	210.7%
其中：IVD	8.5%	25.1%	116.9%	285.9%	99.8%	256.9%
其中：耗材	-12.4%	-18.2%	13.1%	14.8%	22.6%	33.2%
其中：其他医疗器械	15.8%	27.6%	87.5%	198.5%	88.1%	235.1%
创新药产业链	15.8%	13.5%	33.1%	135.8%	35.2%	30.2%
其中：CMO	11.7%	16.9%	40.5%	58.9%	33.9%	60.5%
其中：CRO	17.0%	12.5%	30.8%	156.7%	35.7%	22.4%
医药流通	-7.0%	-9.3%	1.0%	12.8%	11.7%	27.3%
药店	23.3%	30.9%	25.1%	40.8%	26.2%	41.8%
医疗服务	-31.1%	-276.6%	-2.8%	15.7%	25.1%	26.8%

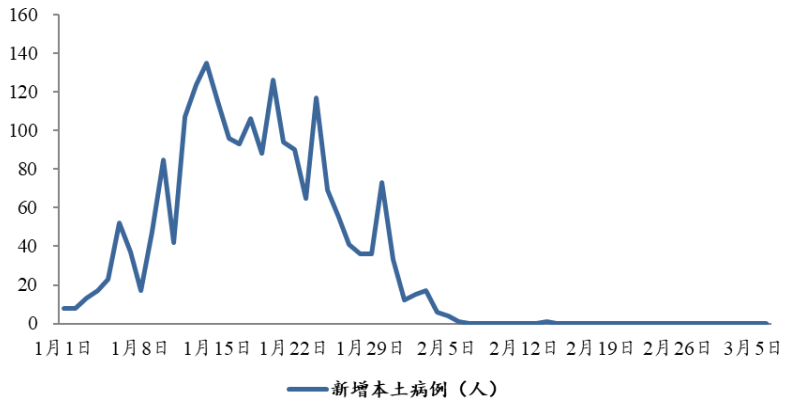
数据来源：Wind，东吴证券研究所

二、全球范围疫苗接种开启

海外每日新增病例持续下行

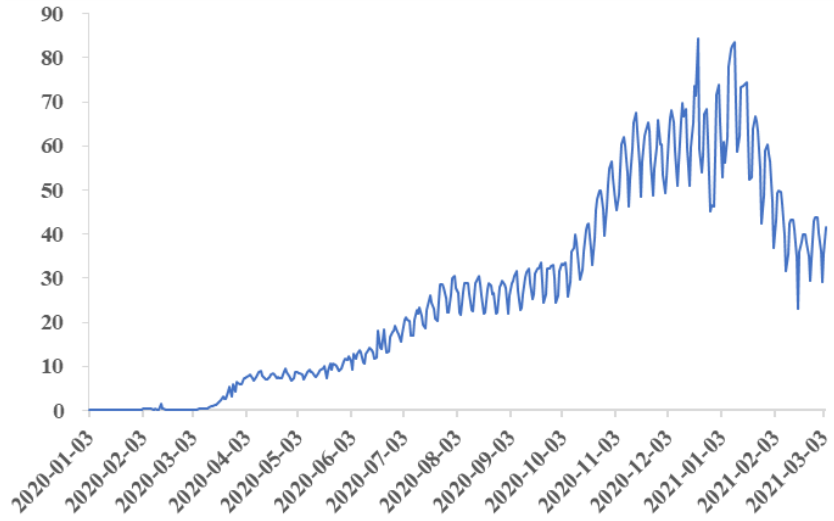
- 国内疫情从2021年1月初开始有所反弹，每日本土新增确诊病例持续增加，到1月中旬左右已突破100人，随着各地方加强防控，1月下旬开始国内每日本土新增病例持续下降，至今已经连续约1个月时间内无本土新增确诊病例。
- 海外方面，随着新冠疫苗接种、管控升级，全球每日新增病例持续下行，自2021年2月中下旬以来，全球每日新增确诊病例约在40万人上下，相比于2021年初约60万人的新增确诊病例已显著下降。

国内每日新增本土确诊病例（人）



数据来源：卫健委，东吴证券研究所

全球单日新增确诊病例数（万人）

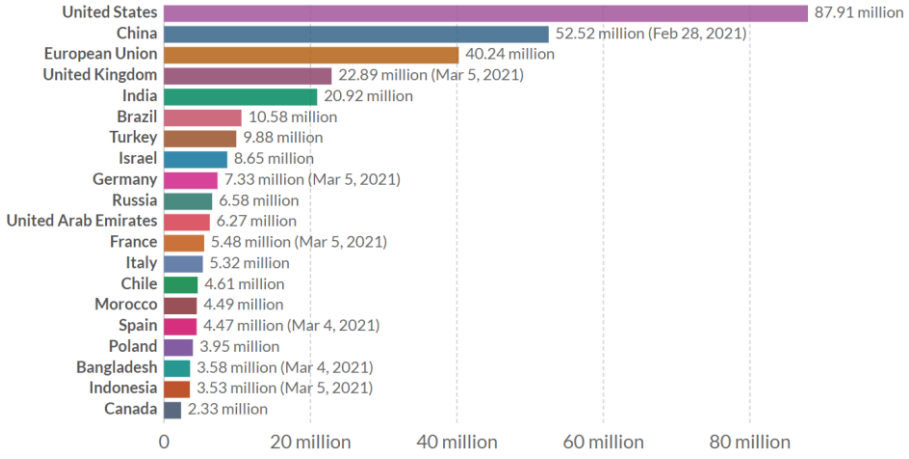


数据来源：Wind，东吴证券研究所

全球新冠疫苗接种持续推进中

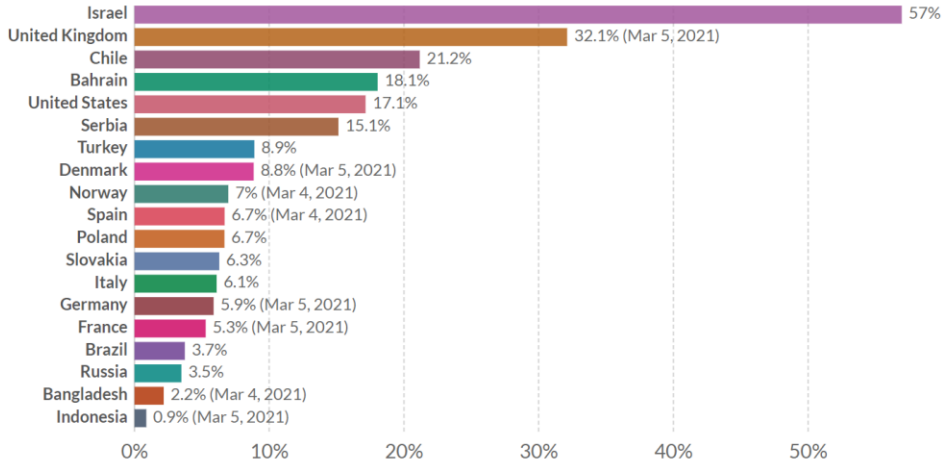
- 在新冠疫苗接种方面，目前接种疫苗数量最多的是美国，根据美国CDC数据，截至3月7日，美国接种剂次超过8000万剂，至少接种1剂的人数达到5403万人，占美国总人口的比例约17%；国内方面，国家卫健委高级别专家组组长钟南山表示，到2021年6月中国新冠疫苗接种率计划达到40%，我们认为未来新冠疫苗还有很大的接种空间。

全球新冠疫苗接种次数情况（截至2021.3.7）



数据来源：Our world in data，东吴证券研究所

全球新冠疫苗接种比例情况（截至2021.3.7）



数据来源：Our world in data，东吴证券研究所

全球新冠疫苗接种持续推进中

- 截至2021年3月7日，国内外已经有9款新冠疫苗披露三期保护率数据，8款新冠疫苗获批上市。整体来看，辉瑞/BioNtech、Moderna等mRNA新冠疫苗保护率较高，分别为95%和94%。国内方面，康希诺生物的保护率为65.7%，科兴生物的保护率为50.65%（巴西数据），国药集团保护率分别为79.34%（北京所）和72.51%（武汉所），以上4款新冠疫苗均在国内获批上市。

已披露三期临床数据的新冠疫苗基本信息（截至2021.3.7）

	辉瑞/BioNtech	Moderna	阿斯利康	强生	Novavax	康希诺	科兴生物	国药集团
名称	BNT162b2	mRNA-1273	AZD1222	Ad26.COV2.S	NVX-CoV2373	重组新型冠状病毒疫苗	灭活疫苗	灭活疫苗
保护率	95%	94%	90%（0.5+1剂量） 62%（1+1剂量）	中重度：66%；重度：85%	89.3%%	总体：65.7%，重症：90.98%	巴西：明显症状保护效力83.70%，所有病例保护效力50.65%；土耳其：预防新冠病毒感染疾病保护效力91.25%	北京所：79.34%；武汉所：72.51%
安全性	无严重不良反应	无严重不良反应	无严重不良反应	无严重不良反应	良好	无严重不良反应	良好	无严重不良反应
储存条件	-70℃	-20℃	2-8℃	2-8℃稳定三个月	2-8℃	2-8℃	2-8℃	2-8℃
免疫程序	0,21 days	0,28 days	0,28 days	一针	0,21 days	一针	0,14 days	0,21 days
产能	2020年生产5000万剂，2021年生产13亿剂	2021年生产7亿剂，2022年生产14亿剂	2021年产能30亿剂	2021年产能10亿剂	2021年产能20亿剂	天津产区预计2-2.5亿剂	预计2021年产能10亿剂次（原液）	预计2021年底产能10亿剂

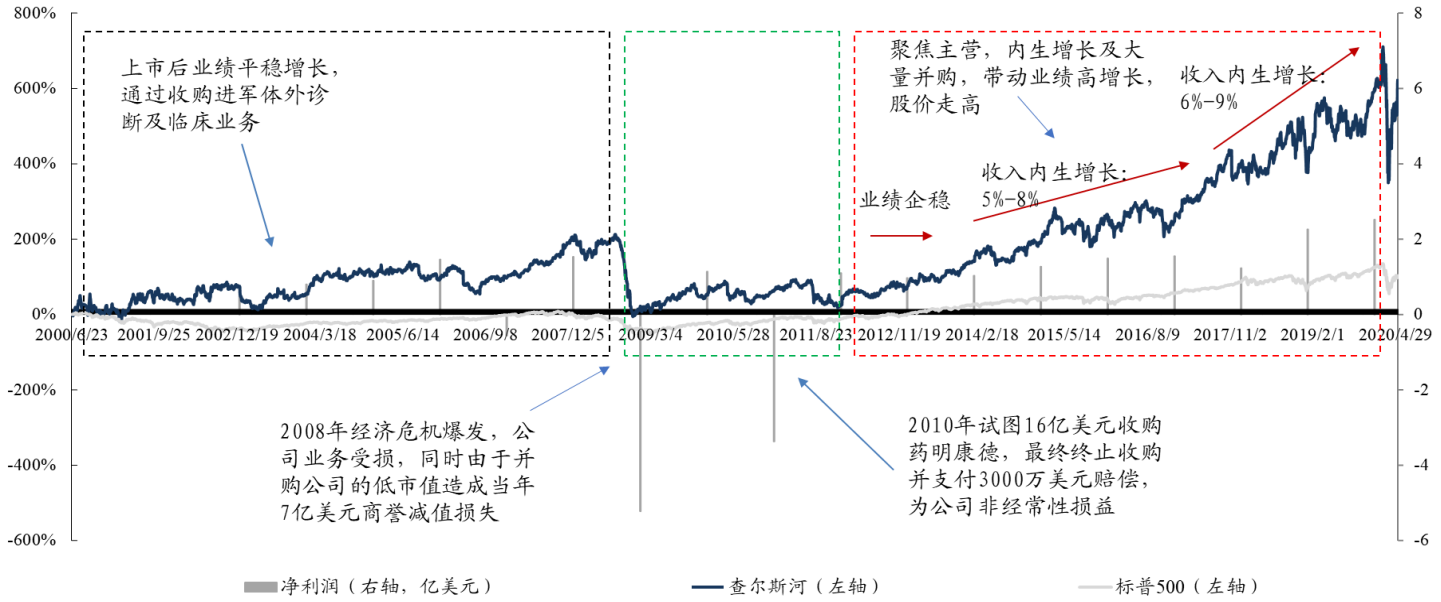
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

三、中国特色的CXO成长之路

Charles River：重资产投入的全球安评龙头，外延式扩张选择上游发现

- 查尔斯河（Charles River）成立于1947年，此后近40年发展中，公司主要经营实验动物繁育、动物模型及部分诊断业务。直至1998年，公司才确定以生物制药服务为主营业务，并提供全方位的生物安全和分析测试。公司2000年在纽交所上市，**目前是全球前四大药物发现和最大（市占率30%）的安评CRO公司。**
- 上市初期，公司业绩内生增长较为平缓，此时查尔斯河主要通过收购进行横向扩张。2008年经济危机爆发后，公司自身业务受损加之计提并购标的7亿美元商誉损失，造成公司当年巨亏5.22亿美元。此后经历3年业绩逐步恢复。2011年后公司内生增长加速伴随大量收购，业绩稳步高增，收入由11.43亿美元增长至26.21亿美元，净利润由1.10亿美元增长至2019年的2.52亿美元，股价也由2011年低点翻了6倍左右。

查尔斯河上市以来的股价与业绩表现（2000-2020）



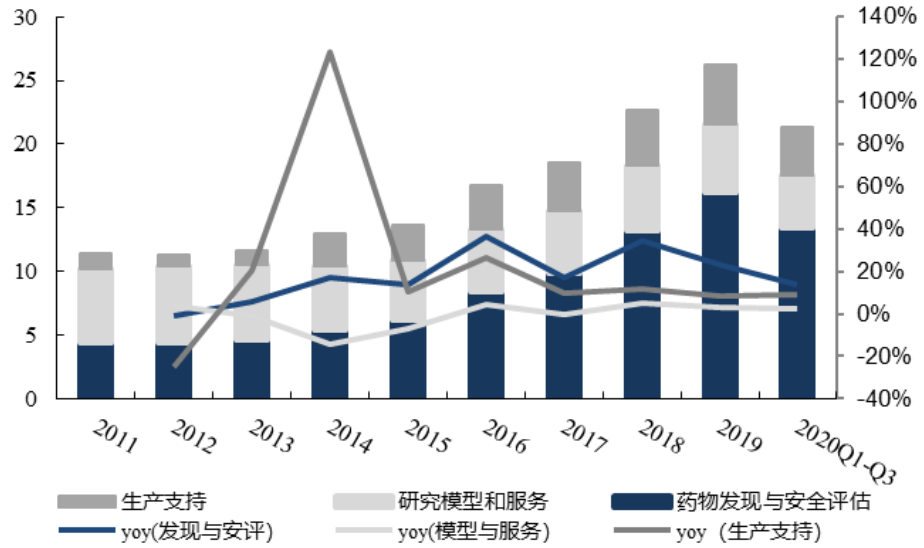
数据来源：Investing，Wind，公司年报，公司公告，东吴证券研究所

Charles River：重资产投入的全球安评龙头，外延式扩张选择上游发现

- **分业务看，公司的核心业务与主要驱动力来药物发现与安评业务（DSA）**

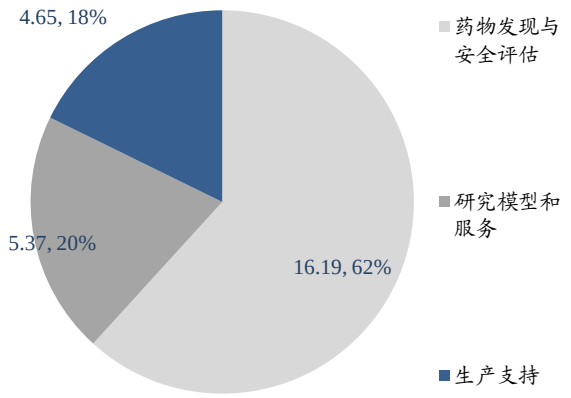
➢ 2019年，公司药物发现与安评、动物模型和研究服务以及生产支持三大板块分别实现收入16.19、5.37、4.65亿美元，其中DSA业务占比达62%，较2014年41.5%大幅提升，近5年CAGR达24.6%。毛利率方面，2019年DSA、动物模型与研究及生产支持三大板块分别为31.8%、37.9%和51.6%。

查尔斯河各业务营业收入（亿美元）及增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

查尔斯河业务构成（亿美元，2019）



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

Charles River：重资产投入的全球安评龙头，外延式扩张选择上游发现

- **内生增长方面，公司主营的安评业务具有重资产特征**

➢ 随着DSA业务渗透率提升，公司在全球通过自建或收购的方式新增GLP实验室。截至2020Q3，公司美国、欧洲、加拿大业务占比分别为56.1%、27.9%和10.7%，合计占总收入的95%左右。公司安评实验室的分布与业务占比基本类似，目前在全球拥有超1800间安评实验房，收购Citoxlab后大幅扩产，未来有望引领业务成长。

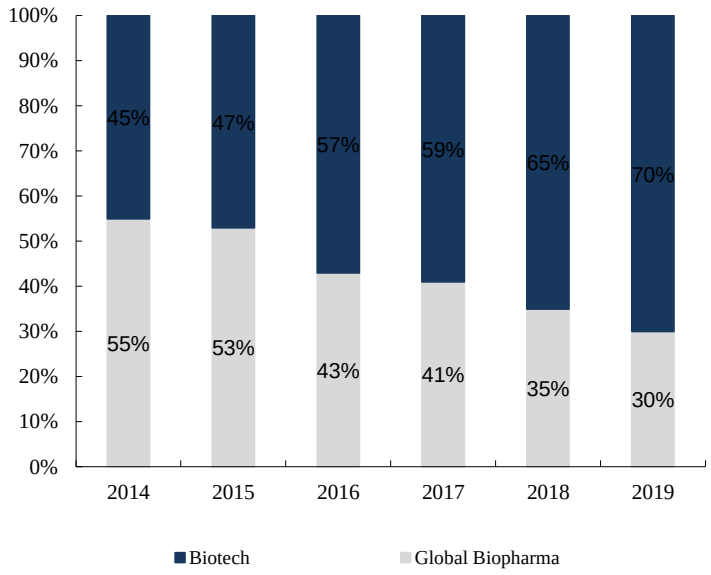
➢ 公司发展另一显著趋势是Biotech逐步成为主要服务对象。相较2014年，公司2019年Biotech客户生物制药DSA业务收入占比由45%提升至70%。为更好服务客户，查尔斯河提出整合药物发现业务模式（IDD），将公司全球14家药物发现中心的订单导流，目标实现药物发现与安评业务50%的客户重叠率。

查尔斯河全球安评实验基地分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

查尔斯河生物制药DSA业务客户收入占比



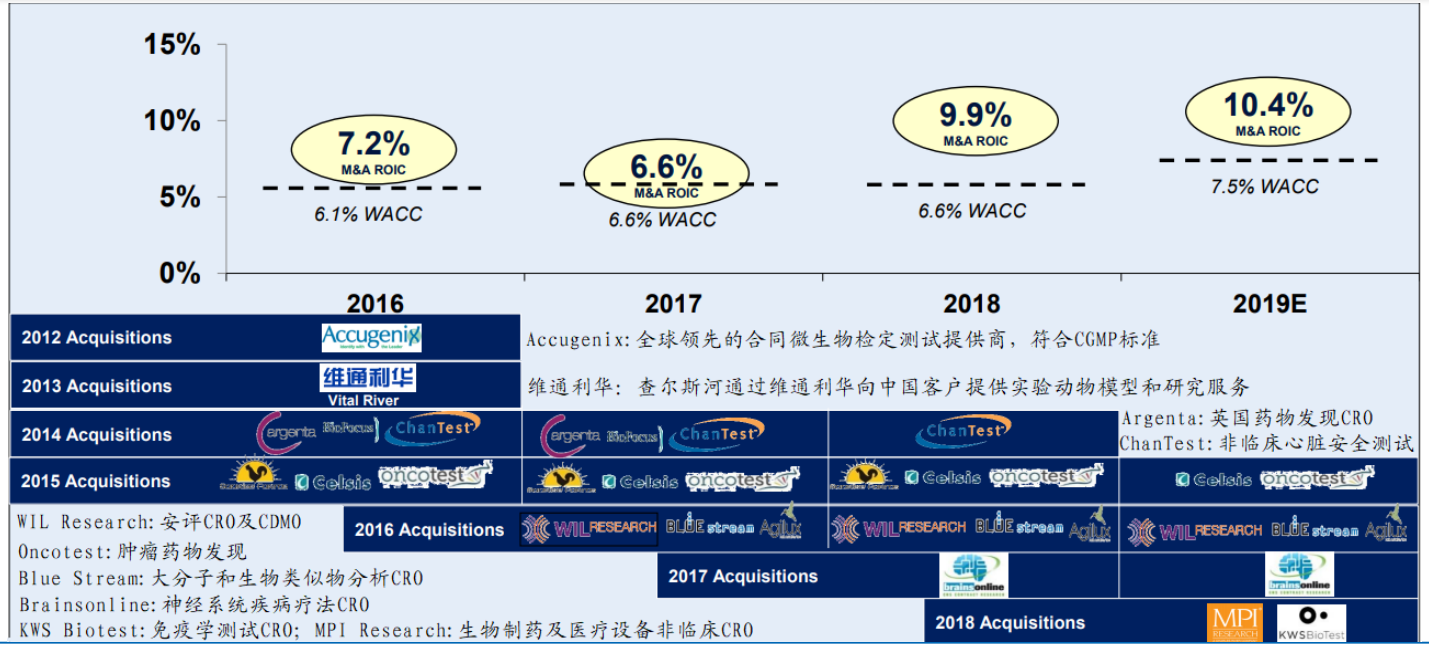
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

Charles River：重资产投入的全球安评龙头，外延式扩张选择上游发现

- **外延扩张方面，查尔斯河近五年运作积极，不断加强业务协同效应并增厚业绩**

- **并购**：包括1）向上游药物发现细分领域延伸；2）扩大实验室规模；3）通过并购HemaCare、Cellero等进入高速增长的细胞与基因疗法领域。2016年起公司14桩并购合计投入25亿美元，ROIC大于10%。
- **战略合作**：2020年共投资3000万美元参与10个合作项目，合作方包括Distributed Bio（大分子药物发现）、Atomwise（人工智能药物发现）、Fios Genomics（生物信息学）、Deciphex（数字病理）、PathoQuese（NGS测序）等。
- **风投**：公司2019年约10%的收入来自风投组合的回报。

查尔斯河并购业务带动横向扩张及高额投资回报



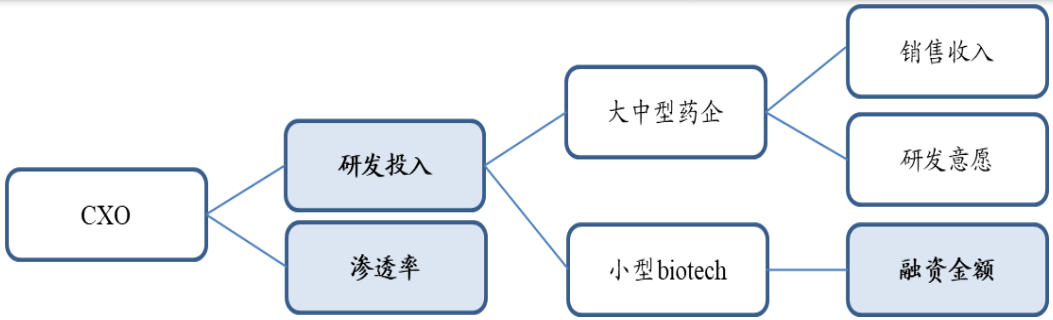
数据来源：JP Morgan 39th Healthcare Conference，CRL Presentation，东吴证券研究所

天时地利人和，中国CXO产业的最强驱动力

■ CXO公司的基本价值是解决临床高需要的新药需求与逐渐增加的研发成本之间的矛盾

➢ **高景气的新药研发环境是催生医药外包产业链的“因”，也是外包产业链蓬勃发展的“果”。**从行业跟踪指标入手，CXO市场空间取决于下游客户的研发投入和外包渗透率，为新药研发的强β变量。对Big pharma来说，研发投入由企业研发意愿和过往销售收入决定，跟踪变量包括药企研发支出、PIPELINE数量等。Biotech公司因不具备生产工厂、设备等，相对药企外包意愿更强，主要行业跟踪变量为其融资金额。分析上述指标，我们进一步拆解产业发展趋势，认为中国CXO产业尽管起步落后于欧美20-30年，但却享受“天时、地利、人和”的优势，处于快速成长阶段，其背后是资本加持下的产业趋势、行业政策与人才素质三者共振的结果。我们认为中国CXO正拥抱其特色的黄金时代，**并且这种行业性的高景气度是可持续的，未来势必赶超欧美而成为诞生一批全球性CXO龙头企业的沃土。**

CXO行业的影响变量



	big pharma	biotech
变量1：下游研发投入	取决于销售额和研发意愿	取决于融资金额
变量2：渗透率	渗透率相对低，临床前CRO看重技术、临床CRO和临床CDMO看重效率，CDMO商业化环节注重效率和成本	渗透率相对较高，全流程需求

数据来源：东吴证券研究所整理

■ 全球新药研发环境剧变，中国CXO企业迎来“天时”

➢ 对比10年前，全球新药研发环境发生了剧烈的变化，研发外包由可选模式逐步成为制药公司和生物科技公司所倚赖的合作伙伴。我们认为CXO企业的价值当下更易被发掘，此所谓“天时”，主要缘于如下四点原因：

- **原因1：全球新药研发支出稳定增长，医药健康领域融资热情持续高涨：**根据Frost & Sullivan，全球药物研发支出2019年达到1824亿美元，增长稳健，其中21%为药物发现，11%为临床前，68%为临床，临床阶段是药物研发中成本最高的环节。2015-2019年研发支出CAGR为5%，而2019-2024预计CAGR为4.5%，新药研发各阶段的支出规模增速基本一致。融资方面，近10年全球医疗健康领域融资额屡创新高。根据动脉网数据，2020年全球医疗健康融资事件有2199起，对应融资额5169亿元，2010-2020年CAGR高达33.57%，主要系新技术的涌现与新兴Biotech的崛起。
- **原因2：在研PIPELINE数量近年来逐渐提速，商业化IND申请数量占据上风：**2019年全球新药在研管线数量达16181个，2001-2019年复合增速为5.7%，而分阶段看，在研管线数量近年来明显提速，2013-2019年CAGR达7.51%。从FDA收到的IND数量与处于活动的IND数量（IND with activity）看，近年总体较为稳定，但商业IND（即企业而非研究机构或医生提交的）无论是存量还是增量均已逐渐超越研究性IND。充足的PIPELINE数量为CXO企业挖掘业务深度提供更多机会。
- **原因3：Biotech企业逐渐引领新药研发，生物药及创新疗法提供新增长点：**全球药物在研管线除了数量逐年攀升外，结构也在发生调整。根据pharmaprojects数据，全球前25大药企的在研管线数量在2011年占比达18%以上，而2020年占比已下降到10%以下。相应仅有一种或两种药物公司（多为biotech）的PIPELINE占比则由2011年的15%提升至19%（根据IQVIA数据，Biotech公司引领的全球PIPELINE数量占比在2018年已攀升至72%）。而从化药与生物药的角度看，生物大分子在研发管线中的占比由1995年的15%提升至2020年的40.4%。Biotech与生物大分子领域研发引领的创新风暴为全球新药注入了更多活力，也使得CXO企业更易实现横向业务扩张，进入更多研发外包领域。
- **原因4：专利悬崖接踵而至，创新药研发成本不断上升，其间矛盾是CXO行业主要驱动力：**对于创新药企业而言，药品生命周期管理异常重要，专利悬崖使得药企必须保持高效的研发活力。据EvaluatePharma估计，2013-2030年间，全球共有1666个药品化合物专利到期，2020-2024年间具有到期风险的专利药则呈现急剧增加的趋势，合计市场规模达1590亿元。然而由于新靶点的开发、专利布局、临床招募等难度攀升，新药研发成本在过去数十年间陡然上升。据德勤估计，新药上市平均成本已由2010年的11.88亿美元上升到2019年的19.81亿美元，药物研发内部回报率则由10.1%降低到2019年的1.8%。在此背景下，CXO通过专业化分工形成的优势被大幅放大。根据普华永道对25家MNC药企的采访，在225个因素中，成本、CXO企业的执行力以及与客户的关系被认为是选择临床外包的三个最重要的关键因素。

■ 中国相较海外更适合CXO产业成长，中国CXO企业占据“地利”

➢ 创新药产业链兴于欧美但未来未必盛于欧美。对比海内外，我们认为中国是当今最适合CXO产业成长的土壤，即所谓中国CXO企业的“地利”，主要原因包括如下三点：

- **原因1：国内政策鼓励创新，MAH制度解绑研发与生产：**对中国CXO产业影响更为直接的则是MAH（上市许可持有人）制度。MAH制度实现了药品所有权与生产权的分离，允许药品生产企业、研发机构或科研人员成为独立的药品上市许可持有人，自行或委托其他药品生产企业生产药品，并对生产、销售的药品质量承担主要法律责任。国内CDMO/CMO企业在MAH制度下能够承接更多的药物研发生产订单，也极大调动了创新型药物研发机构的动力，避免只能“卖青苗”的被动局面，未来来自国内的药物研发生产订单将显著增加。

- **原因2：完善的工业产业链是中国CXO企业的坚强后盾：**相较海外国家，我国拥有完整的工业体系和全球最丰富最复杂的产业链条。对于CXO产业，尤其是对CDMO/CMO而言，成熟基础化工体系意味着更低的上游原材料成本与更稳定的产业链供给，是保证行业稳健发展的先决条件。此次新冠疫情正是对全球工业产业链的一次良好的压力测试，在积极的抗疫政策下，中国CXO行业恢复迅速，CDMO/CMO企业也因为快速复工复产获得了一定的海外订单转移。截至2020年12月，中国累计新冠确诊9.4万例，而海外主要医药制造业国家同期累计确诊大都在百万以上，中国在疫情中证明了自身可靠成熟的工业体系，可以为全球制药工业所倚赖。

- **原因3：本土创新药企业崛起，内生需求逐步旺盛：**据Frost & Sullivan报告，2019年中国新药研发支出达211亿美元，2015-2019年CAGR达19.1%，其中药物发现阶段CAGR达26.8%远高于其他阶段增速，预计2019-2024年中国新药研发支出复合增速为17.7%，远高于全球平均水平；从投融资额看，根据动脉网数据2020年中国医疗健康产业融资事件共767起，对应总融资额1627亿元，创历史新高。2011-2020年中国医疗健康产业融资额复合增速达32.9%，同样远高于全球平均水平；从国内I类化药的IND与NDA申请数量看，越来越多国产药物进入临床和商业化阶段，以上种种皆体现出国内新药研发方兴未艾。本土药企创新研发投入的加大和投融资规模上升代表了国内旺盛的内生需求，进一步推动行业景气度向上。

■ 人员素质与制度支持构成核心优势，中国CXO产业拥有“人和”

➢ 表现1：人口红利与工程师红利，高素质低成本的人员是中国CXO产业发展的独特驱动力

中国拥有庞大的人口基数，每年理工科毕业生人数与海外留学归国人员较多，使得中国同样具有数量众多的高素质人才。2018年中国科学家与工程师人数总和已超过110万，为世界之最。工程师红利使得国内CXO企业能够以较低成本雇佣高素质的科研人员，驱动CXO产业发展，尤其表现在离岸属性强的药物发现及CDMO领域。在岸属性较强的临床CRO方面，同样受益于我国高人口基数，各类病患人群较多，因此中国临床试验患者招募成本与各类临床前试验成本同样低于西方发达国家。据上海医药研究中心数据，我国临床试验成本仅为西方发达国家的30%-60%，临床前试验成本则为30%左右。人口红利与工程师红利的加持未来仍将是中国CXO企业在国际竞争中取胜的关键。

➢ 表现2：企业家精神，高学历人才归国创业潮推动CXO国际化

目前中国CXO龙头公司中，董事长及创始人有众多博士学历的海归人才，公司管理层中也有众多高学历海归高管。过去20年的留学人员归国创业潮为中国CXO行业注入更多活力，一方面助力CXO企业蓬勃发展，另一方面也使得企业管理体系与技术平台自建立便具有广阔的国际化视野。

➢ 表现3：资本市场支持，融资渠道放开与药物研发模式创新共推行业前进

2018年香港开放生物科技板块，2019年中国大陆开设科创板后，越来越多的Biotech 与CXO公司登陆港交所或科创板，丰富了企业融资渠道。据麦肯锡统计，截至2020年11月10日，已有18家中国创新性Biotech或CXO公司登陆美国纳斯达克、港交所或科创板市场，总市值达2170亿美元，远远超过以往年度。资本市场投融资服务加强的背后实际上是对医药研发VIC（VC+IP+CXO）模式的认可，使得CXO公司更加深刻地融入医药研发与创新的浪潮中，提升企业价值并获取利润。

■ 未来全球CXO产业中心向中国转移势在必行

➢ 对比欧美、印度与中国CXO产业的能力，我们认为中国截至2020年，在产能、人效潜力和成本控制方面优于欧美的同时，生物制药领域人员素质、技术水平及专利保护能力强于印度，拥有更高的“综合实力评分”。

欧美、印度及中国CXO产业能力评分

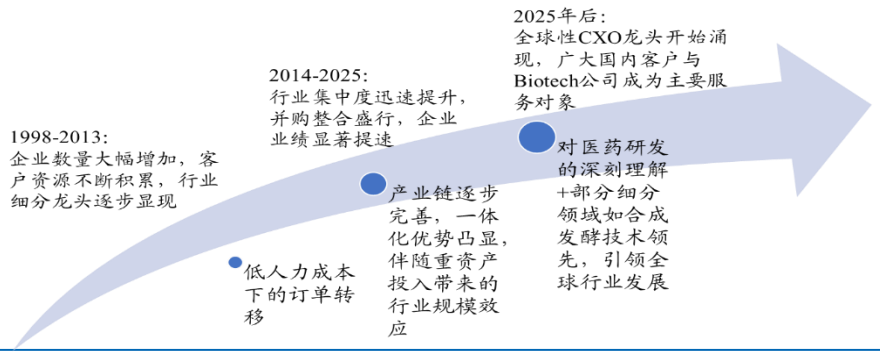
	中国	印度	欧美
产能潜力	3	3	0
合规性	2	2	2
人效潜力	3	3	0
制药工业基础	2	2	3
生物制药领域人员素质	2	1	3
企业管理水平	2	2	3
技术能力	2	1	3
专利保护	2	1	3
客户资源与BD能力	1	2	3
成本控制	3	3	0
合计	**22**	**20**	**20**

数据来源：东吴证券研究所整理。注：能力由强至弱分别由数字3至0表示，数字越大代表能力越强。

■ 比较优势下中国CXO的成长路径

- 当今中国CXO产业正处于高速发展的黄金时期。这一过程可能会持续5-10年，而在比较优势的推动下，中国CXO产业的发展，未来空间将有望超越欧美。从发展阶段看，我们认为中国CXO企业的特色成长路径分三段：
- **第一，起步期。**此时国内CXO企业主要依靠低人力成本获取订单，完成客户资源、项目经验、企业实力的原始积累，行业内企业数量迅速增加。充足的项目需求与产业链转移趋势使得多数国内企业已渡过这一时期。
- **第二，快速扩张期。**此时国内CXO企业依靠产业链完善、一体化优势及重资产投入导致的规模效应，不断精进自身能力，进入更多高附加值领域，快速做大规模。同时行业内并购整合盛行，战略合作不断，龙头企业优势凸显，行业集中度迅速提升。
- **第三，稳步成长期。**此时一批全球性CXO龙头有望逐步涌现，它们的特征是拥有较大的企业规模与产能、良好的业界口碑、出色的技术平台、高素质的人才团队、优秀的项目管理经验、敏锐的产业与商业嗅觉，并能通过灵活的商业模式和全产业链资源赋能全球各式各样的创新型医药研发公司。拥有稳定供应能力与差异化竞争优势的细分龙头同样占有一席之地。
- 我们认为，目前我国CXO产业已步入到快速扩张的第二阶段，应当积极看待CXO企业在这一过程中的横向、纵向扩张进度及服务与供应能力的升级。

中国CXO行业的成长路径

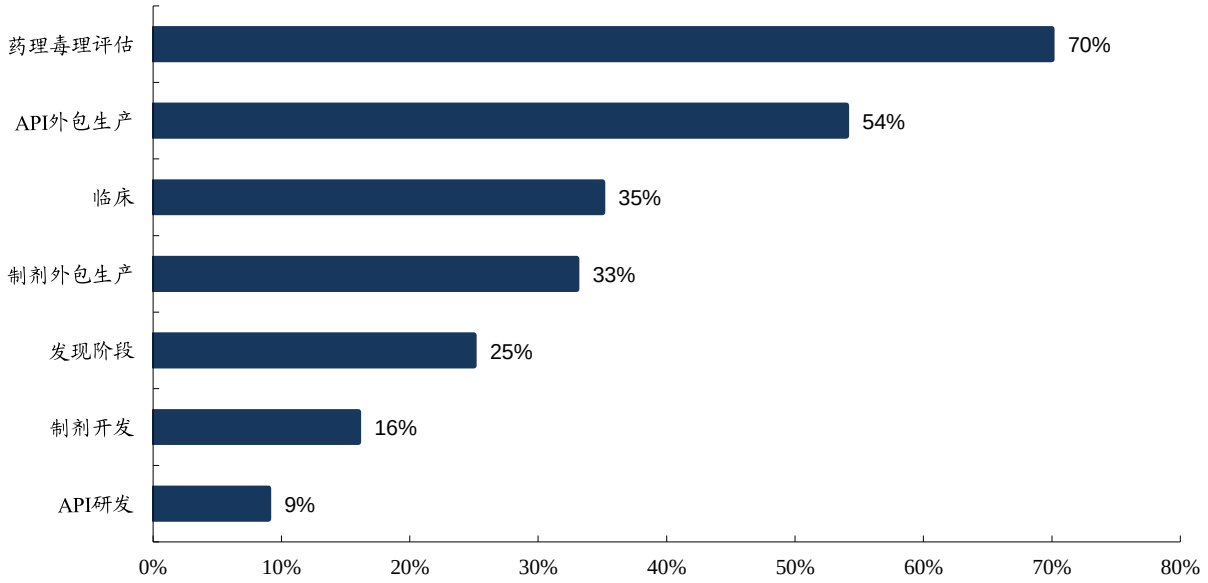


数据来源：东吴证券研究所整理

■ 中国CXO企业的空间测算

➢ 如前所述，CXO产业的空间主要来自全球创新药研发投入与医药健康领域融资规模，以及外包渗透率的提升。根据当前全球新药研发产业链各环节的外包渗透率，临床前安评与小分子CDMO已具备较高渗透率，而API研发、药物发现、制剂开发等领域渗透率仍然较低，上述子领域受益双因素驱动有望实现更快增长。

创新药研发各环节渗透率（2019）



数据来源：Patheon招股书，Pharmaprojects，东吴证券研究所

■ 中国CXO企业的空间测算

➢ 参考Frost & Sullivan的行业数据，2019年国内主要CRO公司在各自的目标市场中全球市占率都很低，除了药明生物以外，市占率均低于3%。我们认为CXO行业受益创新药高景气度，各子领域未来都将蓬勃发展。其中大分子CDMO、药物发现与临床CRO受益渗透率的提升增速将高于平均水平。至2029年各子领域增速将回落至5%-10%左右，同时我们假设至2029年各国内CXO公司的收入增速，则中国各家CXO公司有8~12倍的收入提升空间。按市占率看2029年，药明康德全球市占率有望达8.2%，而药明生物在大分子CDMO领域市占率将达20.1%，中国其他各细分CXO龙头也有望在其各自细分领域占据全球5%以上的市场份额。

全球CXO细分领域空间测算及中国未来可能走出的全球性CXO龙头

单位：亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
药物发现CRO	805.0	903.0	994.0	1106.0	1204.0	1309.0	1428.0	1542.2	1650.2	1749.2	1845.4	1937.7
YOY		12.2%	10.1%	11.3%	8.9%	8.7%	9.1%	8.0%	7.0%	6.0%	5.5%	5.0%
临床前CRO	588.0	637.0	686.0	742.0	812.0	875.0	945.0	1015.9	1076.8	1136.1	1195.1	1252.5
YOY		8.3%	7.7%	8.2%	9.4%	7.8%	8.0%	7.5%	6.0%	5.5%	5.2%	4.8%
临床CRO	2653.0	2842.0	3024.0	3269.0	3598.0	3955.0	4354.0	4702.3	5031.5	5358.5	5680.0	5992.4
YOY		7.1%	6.4%	8.1%	10.1%	9.9%	10.1%	8.0%	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%
小分子CDMO	1428.0	1575.0	1750.0	1946.0	2149.0	2373.0	2574.7	2754.9	2920.2	3080.8	3234.9	3396.6
YOY		10.3%	11.1%	11.2%	10.4%	10.4%	8.5%	7.0%	6.0%	5.5%	5.0%	5.0%
大分子CDMO	448.0	546.0	672.0	840.0	1043.0	1260.0	1486.8	1724.7	1966.1	2202.1	2444.3	2688.7
YOY		21.9%	23.1%	25.0%	24.2%	20.8%	18.0%	16.0%	14.0%	12.0%	11.0%	10.0%
药明生物收入	25.4	39.8	53.3	74.6	104.4	146.2	197.3	260.5	338.6	423.2	507.9	599.3
YOY	56.5%	57.0%	34.9%	43.8%	45.6%	40.0%	35.0%	32.0%	30.0%	25.0%	20.0%	18.0%

数据来源：wind，各公司公告，东吴证券研究所，2020年后数据为东吴医药团队预测

■ 中国CXO企业的空间测算

全球CXO细分领域空间测算及中国未来可能走出的全球性CXO龙头（续表）

单位：亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
占大分子CDMO份额	4.0%	5.1%	5.6%	6.2%	7.0%	8.4%	9.8%	11.8%	13.8%	16.1%	18.3%	20.1%
合全药业收入	27.1	37.3	50.4	66.5	86.5	109.8	137.3	167.5	201.0	237.2	272.7	308.2
YOY	23.7%	37.9%	35.0%	32.0%	30.0%	27.0%	25.0%	22.0%	20.0%	18.0%	15.0%	13.0%
占小分子CDMO份额	1.9%	2.4%	2.9%	3.4%	4.0%	4.6%	5.3%	6.1%	6.9%	7.7%	8.4%	9.1%
凯莱英收入	18.4	24.6	30.9	41.0	54.0	70.1	89.8	112.2	136.9	164.3	193.9	223.0
YOY	28.9%	34.1%	25.7%	32.7%	31.5%	30.0%	28.0%	25.0%	22.0%	20.0%	18.0%	15.0%
占小分子CDMO份额	1.3%	1.6%	1.8%	2.1%	2.5%	3.0%	3.5%	4.1%	4.7%	5.3%	6.0%	6.6%
泰格医药收入	23.0	28.0	33.6	43.3	55.3	70.8	90.6	115.1	145.0	181.2	226.5	280.9
YOY	36.4%	21.9%	19.2%	29.8%	28.0%	28.0%	28.0%	27.0%	26.0%	25.0%	25.0%	24.0%
占临床CRO份额	0.9%	1.0%	1.1%	1.3%	1.5%	1.8%	2.1%	2.4%	2.9%	3.4%	4.0%	4.7%
药明康德收入	96.1	128.7	165.2	216.0	281.9	360.8	454.6	563.8	687.8	818.5	941.2	1035.4
YOY	23.8%	33.9%	28.3%	30.8%	30.5%	28.0%	26.0%	24.0%	22.0%	19.0%	15.0%	10.0%
占总市场份额	1.8%	2.2%	2.6%	3.1%	3.6%	4.2%	4.9%	5.6%	6.4%	7.2%	7.9%	8.2%
康龙化成收入	29.1	37.6	51.0	65.2	84.2	107.7	136.8	171.0	210.3	254.5	297.8	333.5
YOY	26.8%	29.2%	35.6%	27.9%	29.1%	28.0%	27.0%	25.0%	23.0%	21.0%	17.0%	12.0%
占总市场份额	0.9%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.9%	2.1%	2.4%	2.8%	3.1%	3.4%	3.6%
昭衍新药收入	4.1	6.4	10.8	15.1	20.7	26.9	33.9	42.3	51.6	62.0	73.1	84.1
YOY	35.7%	56.4%	68.7%	40.3%	36.7%	30.0%	26.0%	25.0%	22.0%	20.0%	18.0%	15.0%
占临床前CRO份额	0.7%	1.0%	1.6%	2.0%	2.5%	3.1%	3.6%	4.2%	4.8%	5.5%	6.1%	6.7%

数据来源：wind，各公司公告，东吴证券研究所，2020年后数据为东吴医药团队预测

四、2021年3月医药行业投资策略及标的

核心观点

医药板块估值有多贵？哪些估值贵？医药行业PE（TTM）估值约为43倍，相对于全部A股溢价率约123%,2015年后平均溢价率约128%；大消费领域，医药相对食品饮料溢价率约-16%、2015年后平均溢价率约29%；恒瑞医药相对贵州茅台溢价率为57%，相对于2015年后平均值121%有所回落。无论是纵向看还是横向看，医药板块估值不算贵。从子行业看，医疗服务、生物制品和化学制药相对医药板块溢价率分别为160%、33%和4%，2015年后均值分别为98%、29%、5%。生物制品和化学制药溢价率水平基本接近均值，仅有医疗服务溢价率显著超过均值。但如爱尔眼科等医疗服务可持续增长率较高，理应享受高估值。三种医药策略应对医药板块下跌：三种应对策略：其一长线资金底部重配产业景气度高、业绩好核心资产。2021年重点推荐十支核心资产个股：恒瑞医药、信达生物、智飞生物、迈瑞医疗、药明康德、长春高新、爱美客、爱尔眼科、益丰药房、康泰生物；其二关注2021Q1业绩大概率较好、全年业绩高增长、估值相对便宜的个股，重点推荐九洲药业、信邦制药、九强生物，建议关注司太立等；其三关注新技术，随着诺辉健康的上市，肿瘤早筛已经进入资本市场视野。

■ **具体配置思路**

- 创新药及产业链领域：恒瑞医药、药明康德等；
- BIOTECH类创新药：信达生物、亚盛医药等；
- 原料药领域：九洲药业等；
- 疫苗领域：康泰生物、智飞生物、万泰生物等；
- 生长激素领域：长春高新、安科生物等；
- 医疗服务领域：通策医疗、爱尔眼科、信邦制药等；
- 药店领域：大参林、老百姓、益丰药房等；
- 医美领域：爱美客、华熙生物等；
- 医疗器械领域：眼科耗材：爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：威高股份、大博医疗；消化治疗性耗材：南微医学。

➢ 建议关注：泰格医药、康方生物、普洛药业、司太立、诺辉健康、微创医疗、心通医疗

➢ 【投资组合】**恒瑞医药、迈瑞医疗、药明康德、长春高新、智飞生物、九洲药业、浩欧博、九强生物。**

➢ 风险提示：集采降价超预期风险、医改政策执行进度低于预期风险、行业竞争加剧风险、境内外疫情反复风险、医疗事故风险

推荐标的：智飞生物

投资逻辑

- 自产和代理品种市场空间巨大。1）三联苗和结核防治产品线均为10亿利润量级重磅产品。结核预防产品线：为全球首创，结核病防治市场空间巨大，微卡疫苗+EC有望成为重磅品种，预计2025年净利润达到15亿元。AC-Hib三联苗：预计2025年净利润达到10亿元；2）短期内HPV和五价轮状疫苗等代理品种将驱动公司业绩爆发。公司销售能力为国内疫苗企业中最强，覆盖接种点网络最广，国内HPV疫苗渗透率目前依然较低，国产HPV上市短期内对公司影响较小，预计未来3年代理HPV仍供不应求，预计2021年峰值净利润36亿元；五价轮状疫苗：目前正快速放量，预计2023年利润峰值5亿元。
- 研发管线进度不断推进，2021年将迎来众多催化剂。公司管线中有多个重磅产品：1）新冠疫苗三期临床稳步推进中；2）15价肺炎疫苗：已经进入三期临床，该产品目前为国内最高价，预计为10亿净利润量级产品；3）人二倍体狂犬疫苗：预计2021报产，利润峰值有望超过5亿元；4）四价流感疫苗：预计2021年有望报产；5）四价流脑结合疫苗：预计2021年进入三期临床；6）四家诺如病毒疫苗：临床准备中，全球独家产品；7）组分百白破：临床准备中；
- 长期看好公司发展趋势。公司为国内研发能力与销售能力兼备的疫苗龙头之一，目前正处于代理产品在国内爆发增长以及重磅自研产品即将进入兑现期的关键时间节点，同时在目前疫苗行业集中度提升趋势已基本确定的大背景下，无论是短中期还是长期，坚定看好公司会不断做大做强，成为国内疫苗行业崛起的领军者和最大受益者之一。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司2021、2022年归母净利润分别为42.8、56.1亿元，当前市值对应PE为66、50倍，维持“买入”评级。

风险提示：研发失败的风险；市场竞争加剧的风险。

推荐标的：长春高新

投资逻辑

- 1）生长激素方面，我们估算2019年国内生长激素市场规模超过50亿元，考虑到国内庞大的适用人群和目前较低的渗透率，目前仍处于爆发期，公司为国内生长激素行业龙头，2020年受疫情影响公司新患入组短期承压，我们预计2021年生长激素新患有望恢复高增长，再考虑到未来生长激素适应症进一步的拓展空间，公司将优先享受行业成长红利。2）即将放量的重磅品种：a）促卵泡素：新适应症获批，有望成为10亿量级重磅产品；b）流感疫苗独家鼻喷剂型获批，考虑疫情影响，我们预计2021年有望快速放量。
- 自研+引进，在研产品管线有多个重磅产品，中长期成长态势明确。1、重组蛋白：重组促卵泡素，辅助生殖用，预计为10亿量级重磅产品；2、疫苗：a）鼻喷流感疫苗：已上市，新冠疫情下2021年显著贡献业绩；b）带状疱疹疫苗：临床三期，国内进度最快，为国家急缺疫苗，重磅产品；c）投资新型疫苗研发平台，布局肺炎结合疫苗；d）与俄罗斯FORT相互许可麻腮风和水痘疫苗，可布局麻腮风水痘四联苗；3、单抗及生物类似物：a）投资冰岛安沃泰克生物类似物研发平台，7个生物类似物在研；b）与美国Amesino合作共同开发双特异性抗体平台，该领域未来市场空间巨大；c）与珠海泰诺麦博生物合作开发全人源化抗狂犬病毒单克隆抗体；d）自研重磅产品金妥昔单抗和金纳单抗，临床稳步推进；4、新型制剂：a）引进5%利多卡因透皮贴片等；b）布局口服剂型，生长激素从注射向口服升级；c）开发长效微球平台，布局下一代长效剂型。

盈利预测与投资建议

- 暂不上调业绩预期，我们预计2020-2022年业绩为29.3/37.22/47.14亿元，当前市值对应PE分别为58/46/36倍，维持“买入”评级。

风险提示：生长激素放量不及预期的风险。

推荐标的：药明康德

投资逻辑

- 公司业务涵盖新药研发全产业链，在药物发现、研发、生产等多个服务领域是国内乃至全球龙头。其中小分子药物发现是公司传统优势，20年通过整合技术，大力建设如Hits平台，进一步加强综合竞争力，并对下游进行有效导流；CDMO领域，公司Q3末已拥有III期临床项目42个，商业化项目26个，未来合全药业订单充足配合产能扩张，高增趋势清晰可见；临床CRO方面，公司加快布局，SMO保持行业领先地位，CDS订单加快获取，未来有较大发展潜力。公司作为全球CXO标杆企业，逐步强化人才、技术、管理、客户等全方位的竞争优势，深筑护城河，将充分享受创新药研发高景气度，维持自身高成长性。
- 公司在与全球Big Pharma客户维持稳定关系的基础上，长尾客户业务不断拓展，在收入结构中的占比达65%以上。未来客户转化为公司提供持续的增长动力，打开增长空间。收入扩大的同时，公司依靠规模效应有效进行成本费用控制，Non-IFRS毛利率稳定在40%以上，未来收入扩大将带动公司盈利提升。
- 2020年公司实现经调整的non-IFRS归母净利润35-36亿元，同比增长45-50%。收入端，分版块来看，我们预计20年公司整体收入增速近30%，其中：中国区实验室收入增速25-30%，CDMO收入增速35-40%，美国区实验室由于受疫情影响略微下滑，临床和SMO业务增长约20%。利润端增速明显快于收入端增长，我们认为主要来自公司产能利用和经营效率的不断提升（尤其是合全药业的CDMO业务），使得主营业务相关的净利率提升明显。行业高景气度及公司平台化布局下，龙头优势持续体现，我们预计公司21年业绩继续表现亮眼。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司2021、2022年归母净利润分别为34.76、45.11亿元，当前市值对应PE为95、73倍，维持“买入”评级。

风险提示：业务拓展不及预期；汇率波动风险；

推荐标的：迈瑞医疗

投资逻辑

- 迈瑞医疗作为全球TOP35医疗器械公司，近10年研发投入营收比例超过10%，累计投入达75亿元，公司在多个领域保持了国内领先地位，三大产品线均处于国内龙头地位，其中监护、彩超等产品在全球范围内有较强竞争力，近年来通过持续的研发投入实现了产品高端化突破，2020H1研发投入9亿元，同比增长28%，研发投入力度进一步加大，三大领域的高端产品持续突破，并积极开拓微创外科等新领域，中长期发展基础越发牢固。另一方面，从2008年开始开启了多元化和国际化步伐，目前公司已经成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。
- 生命信息与支持业务高速增长，IVD和医学影像逐步恢复：新冠疫情带来国内外市场对监护仪、呼吸机和输注泵的需求量大增，拉动生命信息与支持业务整体大幅增长，我们预计前三季度收入增速在50%左右；尽管国际市场常规试剂业务因疫情影响下滑，但是新冠抗体试剂收入大幅增长，加上国内常规试剂业务逐步恢复，我们预计前三季度体外诊断业务收入增速在10%左右；医学影像业务方面，国内销售基本恢复正常，我们预计前三季度医学影像业务增速在5%左右。
- 疫情提升公司品牌竞争力，高基数下未来增长可期：国内市场方面，疫情使得顶级医院对公司产品有了更深的认知，缩短了公司市场推广周期，促使公司产品加快了进口替代的步伐；国际市场方面，公司在此次疫情引发的应急采购中大量拓展了海外高端客户群，迅速提升了公司的品牌影响力，并且将带动生命信息与支持业务和体外诊断业务、医学影像业务协同发展。我们认为，此次疫情将进一步提升公司在国内外市场的品牌竞争力，为公司后续持续快速增长奠定了坚实基础。

盈利预测与投资建议

- 预计2020-2022年归母净利润为65.66亿元/80.97亿元/97.75亿元，当前市值对应PE为71倍/58倍/48倍，维持“买入”评级。

风险提示：产品销量或低于预期的风险，汇兑损益超预期的风险等。

推荐标的：恒瑞医药

投资逻辑

- 公司重磅产品卡瑞利珠单抗产品进入医保目录， 销售峰值有望成为200亿以上大品种。1）公司卡瑞利珠单抗顺利进入国家医保，覆盖四个适应症：一线非鳞非小细胞肺癌、二线肝癌、二线食管鳞癌和二线经典性霍奇金淋巴瘤，其中前三个适应症是本次医保谈判中唯一进入医保支付的癌种；2）依靠六大核心逻辑：获批适应症广、 适应症拓展快、 医保准入加快进院速度、患者自费负担低、商业化团队重塑、治疗线数前移，预计2021年卡瑞利珠单抗将获得销售收入90亿元。 我们认为到2025年整个PD-(L)1的市场规模将达到620亿，其中卡瑞利珠单抗市场将占比34.8%，销售额超过200亿。
- PARP和CDK4/6抑制剂等核心产品，望成为新一轮重磅产品。 1）氟唑帕利和SHR6390将成为首个本土自主研发的PARP（已获批）和CDK4/6抑制剂； 2）氟唑帕利四大适应症两大逻辑，看好卵巢癌（ “增量+存量”逻辑）和未来胰腺癌（临床需求逻辑）市场，预计销售峰值在30~50亿； 3）2020年CSCO指南对于CDK4/6抑制剂的临床使用方案做出调整，CDK4/6进入一线治疗，适用人群进一步扩大；4）2021 年海曲波帕乙醇胺、磷酸瑞格列汀、脯氨酸恒格列净、法米替尼等作为优先审评、特殊审批或重大专项上市等快速审批， 有望成为新的催化剂。
- 公司强化国际化战略， 国际化战略布局加快。1）2020年10余款项目申报临床，为公司后续业绩成长注入持续动力；2）URAT、JAK1、AR、CDK4/6、PCSK9、BTK、PD-L1/TGF-β等均是目前重要创新药靶点，且研发进展处于全国领先地位； 3）吡咯替尼、卡瑞利珠单抗、盐酸右美托咪定等多款产品均已实现国际化，多款产品已在海外布局临床试验。4）内生性适应症拓展+外延式创新输出，公司研发战略布局凸显。

盈利预测与投资建议

- 我们预计2020-2022年归母净利润为65.46亿元/84.89亿元/109.39亿元，当前市值对应PE为82倍/63倍/49倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策影响不确定性，研发进展不及预期，国际化进程不及预期，数据库销售额与真实销售数据差异。

推荐标的：九洲药业

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

投资逻辑

- API+CDMO双布局，公司近年来业绩显著提速：2019 年九洲药业API、CDMO业务分别实现营业收入10.13亿元和7.57亿元，其中CDMO业务近五年CAGR达19.78%， 2020H1实现收入4.36亿元，同比增长136.16%，带动公司业绩显著提速。收入结构中CDMO业务占比提升及原料药涨价+成本控制推动公司毛利率不断上行，2020年上半年公司综合毛利率 42.22%，盈利能力不断增强。
- CDMO业务跨越式增长，短期看放量，长期修内功： 我国CDMO行业受益发达国家产业链转移及创新药研发高景气度，MAH制度为行业发展扫清障碍，预计未来三年实现20%左右的复合增长。公司CDMO 业务订单需求旺盛，供给进入新一轮产能扩张期。尤其是 2019 年公司收购诺华苏州工厂， 诺华Entresto、Kisqali 及 Gleevec/Tasigna 三类重磅药品全球放量有望带动公司业绩跨越式增长。其他CDMO 业务受益公司手性催化、连续化反应和氟化学三大平台，预计将实现超行业均值的增速。同时，公司通过产业链上下游拓展打开长期增长空间，10亿元定增扩建瑞博苏州研发中心将提高研发规模并增强公司一体化服务水平。研发团队持续扩充+产能不断优化升级，公司未来有望跻身CDMO行业第一梯队
- API主要品种表现稳定，瑞科复产及新品种未来落地注入活力： 原料药行业稳健增长，中印两国承接全球产业链转移效果明显，国内原料药企业未来工艺技术及管理体系尚有较大提升空间。公司中枢神经类、非甾体抗炎类、抗感染类和降糖类四大产品构成 API 体系，卡马西平、奥卡西平、 酮洛芬等拳头产品直接参与全球市场竞争，稳定贡献收入。受 2020年下半年江苏瑞科复工利好影响，预计公司磺胺类及格列齐特原料药收入将有所改善， 联手上药及公司自研新产品的上市未来提供一定业绩弹性。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司2021、2022年归母净利润分别为6.0、7.9亿元，当前市值对应PE为49、37倍，维持“买入”评级。

风险提示：承接的主要商业化品种放量不及预期；行业政策变化；原料药价格波动等。

推荐标的：浩欧博

投资逻辑

- 公司专注于过敏和自免检测领域，与国内其他免疫诊断企业差异化竞争。公司作为国内过敏检测龙头，2019年公司市占率约30%，且近几年一直保持快速增长趋势，2016-2019年过敏试剂收入年复合增长率达到27.5%，化学发光定量检测产品正在注册中，预计上市后助力公司加速发展；外资占据国内自免检测市场近80%份额，浩欧博作为国内少数拥有化学发光技术的企业，目前市占率仅为4%左右，公司目前销售主要集中三级医院，二级医院及以下将通过与迈瑞合作抢占市场。另外，公司2017年开始成为金域医学战略合作供应商，目前自免和过敏检测占其采购量的22%和37%，预计将随着金域医学的快速发展持续受益。
- 过敏诊断市场快速增长，公司作为龙头竞争力突出：2018年我国过敏诊断市场约为4.64亿元，公司市占率约30%，目前国内定量检测取代定性检测的趋势已经开始，国内有批量生产定量产品能力的仅有公司和赛默飞，而公司价格仅为赛默飞产品的三分之一，性价比优势明显。2019年公司定量产品实现收入3858万元，同比增长68.3%，未来有望成为公司过敏产品的主要增长点。另外，公司发光检测产品正在注册中，有望进一步巩固公司的行业龙头地位。
- 自免市场外资占据主导，化学发光产品加快公司进口替代：2018年我国自身抗体检测市场约为11.57亿元，预计2023年市场规模有望达到22.3亿元。目前我国80%左右的市场份额被外资占据，2018年公司市占率约4%，提升空间大。作为少数将化学发光技术运用到自免检测领域的企业，公司产品技术显著领先于目前市场上全自动ELISA定量检测产品，未来有望持续实现进口替代。同时公司与迈瑞医疗达成合作协议，未来有望凭借对方强大的品牌影响力和销售渠道进一步加快试剂放量。

盈利预测与投资建议

- 我们预计2021、2022年归母净利润为1.13亿元、1.54亿元，当前53亿市值对应PE为47倍、34倍，维持“买入”评级。

风险提示：研发失败的风险；市场竞争加剧的风险。

推荐标的：九强生物

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

投资逻辑

- 公司作为国内生化试剂领域的领先企业，具备生化诊断试剂全线产品，业绩持续增长能力较强，且持续盈利能力较好。自2013年起，九强生物与雅培、罗氏、日立、迈瑞、威高等国内外知名企业陆续建立起生化战略合作关系。2020年4月，公司引入战略投资者国药投资，本次合作有望进一步完善公司生化体外诊断试剂的营销网络，从而巩固并提高在生化体外诊断试剂的市场地位，预计未来公司生化试剂增长有望进一步加速。
- 2020 年 9 月公司以 18 亿元的价格收购迈新生物 65.55%的股权，成为迈新生物控股股东。迈新生物是我国免疫组化细分领域的领先企业，主要产品包括第一抗体、检测放大系统、肿瘤诊断与鉴别诊断试剂盒、配套试剂/耗材、Titan 系列全自动病理染色仪等，产品主要用于术后肿瘤组织切片的临床诊断和肿瘤细胞筛查。2019年迈新生物实现收入 4.3亿元，同比增长 28.7%；实现归母净利润1.2 亿元，同比增长 77.2%。本次收购中，迈新生物承诺 2020 年净利润不低于 1.4 亿元、2021 年净利润不低于2亿元，且在业绩承诺期合计实现的净利润不低于3.4 亿元。通过收购迈新生物，公司业务将覆盖肿瘤细胞筛查和手术后肿瘤组织切片的临床诊断领域，扩充病理诊断试剂和仪器产品线，提升技术研发能力和营销网络布局，巩固上市公司在病理诊断产业的领先地位。
- 2021年初公司发布股权激励方案，激励计划对应考核年度为 2021-2023 三个会计年度，公司层面业绩考核目标分别以 2019 年、2021 年、2022 年营业收入为基数， 2021-2023 年营业收入增长率分别不低于 15%、16%、17%，充分彰显了公司对未来业绩的信心。本次激励计划有望充分调动激励对象的积极性和创造性，促进公司核心队伍的建设；同时激励对象起到良好的约束作用，为公司未来经营战略和目标的实现提供了坚实保障。

盈利预测与投资建议

- 不考虑股权激励费用，我们预计2020-2022年归母净利润为1.78亿元/5.25亿元/6.52亿元，当前122亿市值对应PE为68倍/23倍/19倍，维持“买入”评级。

风险提示：并购整合不及预期的风险；产品大幅降价风险。

六、风险提示

风险提示

- 集采降价超预期风险：

仿制药/械集采影响导致企业为获得市场份额采取超预期降价策略，引起市场销售不及预期；

- 医改政策执行进度低于预期风险：

医改政策由于执行进度不及预期（如医保执行后创新药进院速度不及预期）导致产品销售不及预期等；

- 行业竞争加剧风险：

由于科学进步和创新技术的迭代导致技术壁垒降低，行业赛道竞争加剧，导致产品销售不及预期；

- 境内外疫情反复风险：

新冠疫情控制不及预期或常态化管理不及预期，导致境内外疫情反复，影响疫苗等创新药物的销售；

- 医疗事故风险

某些医疗产品在临床使用过程中具有发生医疗事故的风险，该风险可能会影响到产品销售等。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上；

中性：预期未来 6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http：//www.dwzq.com.cn

东吴证券 财富家园