

强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
凯莱英	002821.SZ	248.3	买入
博腾股份	300363.SZ	32.64	买入↑
昭衍新药	603127.SH	95	买入
迈瑞医疗	300760.SZ	343.6	增持
沃森生物	300142.SZ	43.66	增持
康泰生物	300601.SZ	147.42	买入
双林生物	000403.SZ	42.44	增持
迪安诊断	300244.SZ	33.79	买入
普洛药业	000739.SZ	21.59	买入
康弘药业	002773.SZ	40.9	买入

资料来源：万得，中银证券

以 2020 年 11 月 24 日当地货币收市价为标准

相关研究报告

《医药行业 2020 年中期策略》20200707

《CDMO 行业研究报告》20200217

《医药行业周报（2.3-2.9）》20200210

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

证券分析师：邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

医药行业 2021 年度策略

重视非医保领域的高端、差异化医疗需求

医保进入全面精细化管理时代；高端、差异化的医疗服务需求持续上升、商业健康险迎来大发展；创新药研发将进入更高层次更为激烈的竞争时代，商业化能力决定成败，CRMO 行业高景气度将持续；血液制品和疫苗成为当下良好的政策避风港；估值水涨船高之后，投资机会更多来自于细分领域和个股。2021 年我们看好：1、非医保领域的医疗、药械，包括：医美、细胞治疗、眼科、基因治疗等；2、创新药及 CRMO 产业链；3、医疗器械、设备类的国产进口替代；4、第三方独立实验室；5、血液制品、疫苗；6、原料药产业。

支撑评级的要点

- **医保进入全面精细化管理时代。**中国将进入深度老龄化，医保筹资和支出两端压力日益增大，医保将进入全面精细化管理时代（控费）。从药品到器械的带量采购持续推进，医保范围内我们更加需要关注治疗性突出的产品。过往通过给予高额利润进行推广的利益产品（无论是药品还是器械），未来都有可能被列入打压对象。市场往往认为部分品种由于标准化程度不高，可能不一定会纳入带量采购。但是持续推进的 DRGS、总额控费等，会持续挤压这些利益品种的生存空间，未来可能采用强有力的重点产品监控目录、单独谈判等方式进行控制。因此，当前的利益品种，无论是否进入集采，未来都有多种方法对其进行挤压。
- **高端、差异化的医疗服务需求持续上升、商业健康险迎来大发展。**在医保进入全面精细化管理的时代，高端的、差异化的需求被全面遏制。同时，公立医院的医生收入水平受到带量采购的重要影响，他们的利益如何保障？需求和供给两方面都驱动了在公立医院、医保体系以外庞大的自费、中高端、差异化医疗服务市场的发展。医美、康复养老、细胞治疗、抗衰老、眼科等需要高度重视。由于国家医保采取“低成本、广覆盖”策略，大量的高端差异化医疗需求将由商业健康险满足，商业健康险将迎来大发展时代。
- **创新药研发将进入更高层次更为激烈的竞争时代，商业化能力决定成败，CRMO 行业高景气度将持续。**未来创新药比拼的是：1、上市速度（前 3-5 家以外市场机会很小）；2、强大的商业化能力（恒瑞 PD-1 上市晚，但是放量很快）。单纯的 me-too，me-better，fast follow 等策略很难适应未来的竞争环境。未来必须要在：first-in-class、差异化细分赛道、高仿难仿仿制药（包含特殊剂型）等下功夫。尽管竞争加剧，但是中国的创新药的投资强度有望持续。尽管投资创新药的失败概率较大，但从投资组合的角度来说，投资一定数量的创新药项目的成功率是可以保障的，对于专业的 VC/PE 机构，完全可以承担这样的风险。由于近几年重磅炸弹在国内商业价值的示范效应，加上港股市场和 A 股科创板投资退出渠道的完善，从在全社会投资回报率下降的背景，投资创新药仍然存在相对吸引力，因此吸引了社会资本跨行业持续涌入行业，突出体现在：VC/PE 融资额持续提升。随着新药研发投入的持续加大，CRMO 行业的高景气度将持续。
- **血液制品和疫苗成为当下良好的政策避风港。**血制品、疫苗行业监管日趋严格，准入门槛持续提升，行业竞争格局稳定甚至逐渐向着寡头格局靠拢。同时血制品和疫苗进入集采降价的可能性非常低，从 2019 年开始，二级市场给予血制品和疫苗板块的估值持续提升。进入 2020 年，伴随疫情的持续发展，疫苗板块的估值进一步提升。血制品具备资源品属性，尤其当下受到政策影响供给端受限，龙头的规模和资源优势表现为估值溢价；疫苗板块以产品和技术驱动，在国内预防免疫接种市场远未被满足的背景下，先发优势非常明显，因此品种管线齐全、或自研大品种有望近两年上市的公司都受到市场的认可，给予较高的溢价。
- **估值水涨船高之后，投资机会更多来自于细分领域和个股。**经过 2019-2020 年的上涨，医药板块估值一度高涨到 60.05 倍（2020 年 7 月底），达到自 2014 年以来医药板块估值 98.8%分位。近期医药板块估值逐渐回归到 45 倍左右，但分化严重，白马股的市盈率在今年以来水涨船高，普遍超过 50 倍，甚至部分公司达到 100 倍以上；而中小市值细分领域优质公司也能给予 40-50 倍甚至更高的估值；而其他绝大部分股票都陷入长期估值低流动性差的局面。随着 A 股注册制全面推进，估值分化将成为常态。在当前整体板块估值水平不低的背景下，2021 年投资机会更多来自细分领域和个股。2021 年我们看好：1、非医保领域的医疗、药械，包括：医美、细胞治疗、眼科、基因治疗等；2、创新药及 CRMO 产业链；3、医疗器械、设备类的国产进口替代；4、第三方独立实验室；5、血液制品、疫苗；6、原料药产业。

2021 年投资组合

- 凯莱英、博腾股份、昭衍新药、迈瑞医疗、沃森生物、康泰生物、双林生物、迪安诊断、普洛药业、康弘药业。

评级面临的主要风险

- 带量采购政策带来的药品、器械价格下降幅度超预期。医疗器械集采的进展快于预期。跨国医药巨头的竞争。

目录

2021 年医药行业投资策略 7

全国高值耗材集采落地，行业生态面临重构 9

从试点地区探索到全国落地，高值耗材带量采购正式拉开序幕 9
冠脉支架先行，高值耗材集采将渐入常态 11
短期市场承压，长期利好创新优质企业 14

国内 CRMO 行业整体维持高景气度，全球影响力不断提升 17

医药行业处于大变革之际，CRMO 行业将持续繁荣 17
医药行业发展模式重构，CRO 高景气度将持续存在 19
国内 CDMO 行业崛起，全球影响力不断提升 26

血制品行业经历两轮周期波动，进入低库存、稳增长阶段 34

由于涨价和两票制影响，血制品行业已经历完成去库存周期 34
新一轮周期特点为供给端受限、需求端增长平稳，厂家处于低库存状态 37

“政策+科技”赋能，国内低渗透率 ICL 行业发展空间巨大 41

从产业链条看第三方医学检测服务行业（ICL）独特优势 41
我国独立医学实验室（ICL）行业状况 42
高通量测序（NGS）技术 46
我国第三方检测行业发展趋势 47

国内疫苗行业格局渐趋集中，创新品种潜力巨大 49

监管升级，国内疫苗行业格局渐趋集中 49
新冠疫苗推动新技术研发平台发展 51
意识提升+消费升级+技术创新，二类苗市场蓬勃发展 53

医药行业估值分析 58

估值比较 58

主要风险 64

凯莱英 65
博腾股份 67
昭衍新药 69
迈瑞医疗 71
沃森生物 73
康泰生物 75

双林生物 77
迪安诊断 79
普洛药业 81
康弘药业 83
披露声明 85

图表目录

图表 1.多个试点区域高值耗材集采方案.....10
图表 2. 2018 年中国高值医用耗材市场及血管介入市场构成（按市场规模计算）.12
图表 3. 此前耗材集采试点方案涉及品种.....13
图表 4. 骨科植入市场分类.....13
图表 5. 2018 年骨科植入市场细分市场进口与国产市场份额.....13
图表 6. 国家组织冠脉支架集中带量采购拟中选结果.....14
图表 7. 2018 年中国医疗器械市场构成（按市场规模计算）.....15
图表 8. 全球医药市场规模及增速.....18
图表 9. CRMO（CRO+CDMO）产业链.....18
图表 10. 我国 CRMO 行业主要公司业务布局情况.....19
图表 11. 2010 至 2020 年全球医药研发费用及药物开发支出情况（亿美元）.....20
图表 12. 2020 年 A 股医药板块研发投入 Top10（亿元）.....20
图表 13. 全球医疗健康热点领域融资额（亿美元）.....21
图表 14. 全球医疗健康企业融资额（亿美元）.....22
图表 15.医疗健康企业平均融资额（亿美元）.....22
图表 16. 2011 年以来全球医疗健康市场累计融资金额区域分布.....22
图表 17. 国内医疗健康市场融资情况.....23
图表 18.全球药物研发管线体量.....23
图表 19. 2014 年-2020Q3 国产化学创新药 IND 受理情况.....24
图表 20. 2013-2020Q3 国产生物制品 IND 受理数量.....24
图表 21.我国近年来临床试验数目.....24
图表 22. 临床试验药物类别构成.....24
图表 23.国际各地区 CRO 市场规模预测.....25
图表 24. 中国药物发现 CRO 行业市场预测.....26
图表 25. 2019 至 2022 年中国药品 CRO 市场预测.....26
图表 26. 2020 年我国医药和生物技术研发外包离岸执行额（亿元）.....26
图表 27. 创新药研发成本及投资回报率.....27
图表 28. FDA 获批的 NME 小分子 API 外包渗透率不断提高.....28
图表 29. 全球专利到期对药物销售额的影响.....28
图表 30. 各地区 CDMO 企业优劣势对比.....29
图表 31.我国 CRMO 具备服务成本优势.....29
图表 32. 印度 Dr Reddy's 的 CDMO 业务收入近几年呈下行趋势.....30
图表 33. 2014-2020Q3 国产化学创新药 NDA 受理数量.....30

图表 34. 2013-2020Q3 国产生物制品 NDA 受理数量.....30
图表 35. 2020 年我国部分企业 1 类新药申报上市情况.....31
图表 36. 上海公布的部分 MAH 品种申请人和受托生产企业情况.....31
图表 37. 近期部分国内 CDMO 企业与新药企业战略合作情况.....32
图表 38.全球 CDMO 市场规模.....32
图表 39. 中国 CDMO 市场规模.....33
图表 40. 2015-2020E 年血制品行业的库存周期变化过程.....35
图表 41. 血制品行业供需格局变化驱动因素示意图.....36
图表 42. 2015-2020 人血白蛋白季度数据：全行业预估销量与批签发量.....36
图表 43. 2015-2020 静注人免疫球蛋白季度数据：全行业预估销量与批签发量.....37
图表 44. 2011-2020E 年血制品行业采浆量、投浆量及其增速（单位：吨）.....38
图表 45. 2013-2020 年人血白蛋白季度批签发情况（单位：万瓶，折标）.....38
图表 46. 2013-2020 年球蛋白季度批签发情况（单位：万瓶，折标）.....39
图表 47. 2013-2020 年凝血因子类血制品季度批签发情况（单位：万瓶，折标）...39
图表 48. 样本医院终端白蛋白季度销售额（百万元）.....40
图表 49. 样本医院终端静丙季度销售额（百万元）.....40
图表 50. ICL 产业链.....41
图表 51. ICL 行业壁垒.....41
图表 52. ICL 行业 SWOT 分析.....42
图表 53. 几个国家独立实验室行业渗透情况.....43
图表 54. 2018 年我国 ICL 行业主要公司市场份额占比.....43
图表 55. 我国 ICL 行业市场规模.....44
图表 56. 我国独立实验室增长情况.....44
图表 57. 我国 ICL 行业相关政策.....45
图表 58. 不同类型的质谱平台特点及其应用.....46
图表 59. 基因检测需求持续提升.....47
图表 60. 我国 ICL 行业驱动优势.....48
图表 61. 美国人用预防性疫苗行业监管法规出台历程.....49
图表 62. 1902-2018 年美国人用疫苗生产企业家数.....50
图表 63. 1901-2001 年美国疫苗品种数的变化.....50
图表 64. 2019 年全球疫苗市场竞争格局.....50
图表 65. 2019 年美国疫苗市场疫苗生产商家数.....50
图表 66. 2019 年美国疫苗市场各生产商制造疫苗种类.....50
图表 67. 疫苗管理法的两大核心关键词为全程管控、风险管理.....51
图表 68. 国内外新冠疫苗研发最新进展.....52

图表 69. 新冠疫苗研发主要技术路线对比.....52
图表 70. 2015-2023E 国内疫苗市场规模及预测.....53
图表 71. 2014-2019 年国内疫苗批签发总量及增速.....54
图表 72. 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗批签发量情况.....54
图表 73. 23 价肺炎球菌多糖疫苗批签发量情况.....54
图表 74. HPV 疫苗批签发量情况.....54
图表 75. 多联苗批签发量情况.....54
图表 76. 国内重要疫苗品种研发进展.....56
图表 77. SW 医药生物板块及市场市盈率变化（历史 TTM，整体法，剔除负值）.58
图表 78. SW 医药生物板块溢价率（历史 TTM，整体法）.....58
图表 79. 2007-2020.10 美股、港股及 A 股医药生物板块 PE 比较（TTM，整体法）.59
图表 80. 2007-2020.10 美股、港股及 A 股医药生物板块 PE 比较（TTM，整体法）.60
图表 81. 2007-2020.10 A 股医药生物板块各细分子行业 PE 估值水平比较.....60
图表 82. 2013-2020 普通股票基金和偏股混合型基金 SW 医药生物板块配置情况....61
图表 83. 医药生物行业在普通股票基金和偏股混合型基金中股票投资市值占比...62
图表 84. 医药生物行业在普通股票基金和偏股混合型基金中股票市场标准行业配置比.....62
图表 85. 普通股票基金和偏股混合型基金医药生物行业占股票投资市值比.....63
图表 86. 沪深港通持股情况.....63

2021 年医药行业投资策略

医保进入全面精细化管理时代。

社会当期医保筹资主要来自青壮年，支付端主要由老年人使用。随着中国生育率下行，人口进入深度老龄化，医保筹资和开支两端压力日益增大（未来有可能不断延迟退休年龄，并提升每个人的医保筹资比例）。医保将进入全面精细化管理时代（控费）。我们在去年的年度策略中判断："对仿制药而言，经过 2-3 轮的带量采购之后应该降到比较稳定的状态，利润也比较薄了。对医保局而言，进一步使其价格跌到成本线不仅对于医保节约的最终目的毫无意义，更是有可能造成药品短缺，进而产生群体性社会事件。因此我们更有可能判断：在口服仿制药的价格在集采进行到一定阶段之后，医保的主要精力会转移到注射剂、高值耗材等利润丰厚的领域。"今年以来持续推进的医疗器械集采印证了我们的判断。在医保范围内，目前我们更加需要关注治疗性突出的产品。过往通过给予高额利润进行推广的利益品种（无论是药品还是器械），未来都有可能被列入打压对象。市场往往认为部分利益品种由于标准化程度不高，可能不一定会纳入带量采购。但是持续推进的 DRGS、总额控费等，会持续挤压这些利益品种的生存空间。未来可能会采用强有力的重点产品监控目录、采取单独谈判等方式进行管控。因此，当前的利益品种，无论是否进入带量采购，未来都有多种方法对其进行挤压。

优质的、高水平的医疗服务需求持续上升、商业健康险迎来大发展时代。

我国的医保政策采用的思路是："低成本、广覆盖"。从支付端开看：药品和医疗服务的可及性正在提升，医保正在为老龄化时代全面到来前做好全民广覆盖的准备。但是被遏制的高端的、差异化的需求从何满足？另一方面：公立医院的医生作为医疗服务的主要提供载体，其收入水平受到带量采购的重要影响，他们的利益如何保障？因此，需求和供给两方面都驱动了在公立医院、医保体系以外庞大的自费、中高端、差异化医疗服务市场的发展，商业健康险将迎来大发展时代。从社会办医的角度来看，诊疗方式固化、疾病认知较为充分、扩张能力较强的领域适合投资，包括：医美、骨科、康复养老、细胞治疗、抗衰老、眼科、产科等，这些领域值得重点关注。

具备强大商业化能力的创新药公司将脱颖而出、创新药领域高强度投资推动 CRMO（CRO/CDMO）行业持续深化发展。

创新药研发将进入更高层次更为激烈的竞争时代。商业化能力决定成败。更看好 biotech 与综合性药企的合作。随着近年来 VC/PE 融资额持续提升，，新药临床前和进临床的数量快速增长，出现了部分热门靶点 PD-1，ADC，生物类似药等扎堆，出现了重复产能建设。未来比拼的是：1、上市速度（前 3-5 家以外市场机会很小）；2、强大的商业化能力（恒瑞 PD-1 上市晚，但是放量很快）。目前，中国药物创新集中在 me-too，me-better，fast follow；但是随着进口药物的国内注册速度加快、同行研发竞争加剧，单纯依靠这样的策略已经很难适应未来的竞争环境。未来的研发必须要在：first-in-class、差异化细分赛道、高仿难仿仿制药（包含特殊剂型）等下功夫。

尽管竞争加剧，但是中国的创新药的投资强度有望持续，主要基于两个方面：1、创新药本身的投资回报率；2、创新药投资相对其他领域的相对吸引力。尽管投资创新药的失败概率较大，但从投资组合的角度来说，投资一定数量的创新药项目的成功率是可以保障的，对于专业的 VC/PE 机构，完全可以承担这样的风险。由于近几年重磅炸弹在国内商业价值的示范效应，加上港股市场和 A 股科创板投资退出渠道的完善，从在全社会投资回报率下降的背景，投资创新药仍然存在相对吸引力，因此吸引了社会资本跨行业持续涌入行业，突出体现在：VC/PE 融资额持续提升。随着新药研发投入的持续加大，CRMO 行业的高景气度将持续。

血液制品和疫苗成为当下良好的政策避风港

血制品、疫苗行业监管日趋严格，行业准入门槛持续提升，行业竞争格局稳定甚至逐渐向着寡头格局靠拢。同时血制品和疫苗进入集采降价的可能性非常低，从 2019 年开始，二级市场给予血制品和疫苗板块的估值持续提升。进入 2020 年，伴随疫情的持续发展，疫苗板块的估值进一步提升。血制品具备资源品属性，尤其当下受到政策影响供给端受限，龙头的规模和资源优势表现为估值溢价；不同的是疫苗板块以产品和技术驱动，在国内预防免疫接种市场远未被满足的背景下，先发优势非常明显，因此品种管线齐全、或自研大品种有望近两年上市的公司都受到市场的认可，给予较高的溢价。

投资策略：估值水涨船高之后，2021 年机会主要来自细分领域和个股

纵向来看：医药板块自 2019 年年初以来持续上涨，进入 2020 年随着新冠疫情催化，医药板块估值一度高涨到 2020 年 7 月底的 60.05 倍，达到自 2014 年以来医药板块估值 98.8%分位。自 2020 年 8 月起，医药板块估值逐渐回归，到 2020 年 10 月底回落到 44.62 倍。

横向来看：2020 年 10 月底，A 股医药板块市盈率 PE（TTM、整体法）为 44.62 倍、美股医药板块市盈率 PE（TTM、整体法）为 22.87 倍、港股医药板块市盈率 PE（TTM、整体法）为 24.83 倍。进一步细分来看，美股医药股对于大型成熟型医药巨头的市盈率在 20-30 倍左右，对于增速较快的成长型中小型生物医药类公司的市盈率可以给到 50 倍以上，美股估值体系能较好的反映风险对价。而在港股市场，作为离岸金融市场，估值中枢会较低一些，港股对于中大市值医药白马股的市盈率大约在 20-40 倍（但个别白马股如药明生物、阿里健康等 PE 估值超过 100 倍），与美股相仿，低于 A 股；但是港股对于小市值公司是有明显的折价效应，估值普遍低于 20 倍；不过对于部分中小市值股票（有时候是基本面成长性确实强，有时候是题材炒作热度特别高，有时候是科技股属性比较强的股票）港股市场仍然能够给予 50 倍甚至超过 100 倍的 PE 估值。而对于 A 股医药板块而言，中大市值医药白马股的市盈率在今年以来水涨船高，普遍超过 50 倍，甚至部分公司达到 100 倍以上；而中小市值细分领域优质公司也能给予 40-50 倍甚至更高的估值；而其他绝大部分股票都陷入长期估值低流动性差的局面。随着 A 股注册制全面推进，估值分化将成为常态，基本面对于股价的影响越来越大。

估值水平水涨船高之后，投资机会更多来自细分领域和个股。经过 2019-2020 年的上涨，医药板块整体估值水涨船高，在当前较高估值水平的基础上，更多机会来自于细分板块和个股。2021 年我们看好：1、非医保领域的医疗、药品，包括：医美、细胞治疗、眼科、基因治疗等；2、创新药及 CRMO 产业链；3、医疗器械、设备类的国产进口替代；4、第三方独立实验室；5、血液制品、疫苗；6、原料药产业。

A 股 2021 年年度投资组合

推荐标的：凯莱英、博腾股份、昭衍新药、迈瑞医疗、沃森生物、康泰生物、双林生物、迪安诊断、普洛药业、康弘药业。

全国高值耗材集采落地，行业生态面临重构

从试点地区探索到全国落地，高值耗材带量采购正式拉开序幕

2019 年 7 月 31 日，国务院办公厅印发《治理高值耗材改革方案》，主要内容包括：医保局主导耗材招采，将单价和资源消耗占比相对较高的高值耗材作为治理对象，通过统一编码体系和信息平台、医保动态调整、完善集中采购方法、取消耗材加成、制定医保支付政策等完善高值耗材价格形成机制，降低虚高价格；在医院端强调规范医疗服务行为，严控高值耗材不合理使用；明确指出“支持具有自主知识产权的国产高值医用耗材提升核心竞争力”；并对各项工作列出明确的时间表，2019 年底前完成第一批重点治理耗材清单、取消耗材加成，2020 年 6 月底建立高值耗材基本医保准入制度、实行高值耗材目录管理以及健全目录动态调整机制，至 2020 年底要制定医疗器械唯一标识系统规则、统一全国医保高值耗材分类与编码、强化流通管理制度，并于 2020 年底启动建立高值耗材价格监测和集中采购管理平台。

该方案印发后，国内众多省份相继开展高值耗材带量采购试点，进行了多种形式耗材带量采购试点方案的探索。试点方案形式包括安徽，江苏，福建，浙江等省份以及相应的地级市单独开展采购，也有多个省份联合开展带量采购，如京津冀 9 省联盟、渝黔滇豫 4 省联盟、陕西 10 省联盟和黔渝琼 3 省联盟等，采购品种则包括人工晶体，脊柱植入类，血管介入球囊和冠脉支架等产品。中选规则多样，有如分组谈判议价，竞价+议价谈判相结合和专家评分+产品竞价相结合等方式，降价幅度最高达 96%，平均约为 60%。各试点区域进行了高值耗材集采的积极探索，采购方案日趋完善丰富，为全国范围内的集采积累了宝贵经验。

图表 1.多个试点区域高值耗材集采方案

时间	区域	品种	占上年采购量比重	中选规则	采购量分配	平均降价幅度
2019.07	安徽（第一轮）	脊柱植入类，人工晶体	70%，90%	以全网最低价和挂网限价做参考，专家两轮谈判议价	未明确	脊柱类 53%；人工晶体 20%
2019.07	江苏（第一轮）	雷帕霉素及其衍生物支架、双腔起搏器	70%	分组谈判议价	未明确	支架 51%，起搏器 15.86%
2019.07	安徽（第二轮）	骨科关节类，心脏起搏器	70%	综合降幅末位淘汰（申报数不足三家不淘汰），入围者再两轮谈判议价	未明确	关节类降幅 81.97%，心脏起搏器降幅 46.75%
2019.09	江苏（第二轮）	眼科人工晶体类、血管介入球囊类、骨科人工髋关节类	70%	分组谈判议价	未明确	人工晶体 27%，球囊 74%，髋关节 47%
2020.01	山西	药物洗脱和药物涂层支架	70%	谈判降价	未明确	52.98%
2020.04	京津冀 9 省联合	人工晶体	60%	竞价+议价谈判相结合，只有一家参与时执行谈判议价，差额中选，最多 6 家中选	量价挂钩、低价多得原则，最低价至少获得 50%以上的采购量	54%
2020.05	福建	超声刀、人工关节、留置针、镇痛泵	70%	分组两轮竞价淘汰制	未明确	人工髋关节类 35.32%，人工膝关节类 32.12%，留置针类 67.51%，超声刀类 40.77%，镇痛泵类 78.88%
2020.05	渝黔滇豫 4 省联盟	吻合器、补片、胶片	70%，70%，60%	竞价+议价谈判相结合，申报企业为 1 家时进行议价谈判，差额中选，最多 3 家中选	量价挂钩，1 家 100%，2 家 6:4，3 家 5:3:2	吻合器 73.13%；补片 79.64%；胶片 48.97%
2020.06	青海	留置针、输液器、双腔起搏器	70%	综合评分（价格因素 40%权重）高者中选 1~3 家，备选 1 家	未明确	留置针平均降幅 78.9%；输液器平均降幅 61.6%
2020.06	江苏（第三轮）	人工膝关节、人工硬脑（脊）膜、疝修补材料	70%	代表品降幅末位淘汰，入围者再实行多家、差额中选，最多 3 家中选	未明确	初次置换人工膝关节 67%，人工硬脑（脊）膜 69%，疝修补材料 76%
2020.07	陕西 10 省联盟	人工晶体	70%	专家评分与产品竞价相结合 or 议价谈判，1-2 家申报时进行议价谈判，差额中选，每组最多 6 家中选	各省选三家，按价格比例分配，量价挂钩原则（有具体分配公式）	44%
2020.08	黔渝琼 3 省联盟	冠脉扩张球囊	70%	专家投票确定入围+竞价差额中选 or 议价谈判，申报企业≤3 家时执行议价谈判，最多 6 家中选	保证中选企业原有市场份额，剩余采购量按价格由低到高依次选择	85.32%
2020.08	浙江	冠脉介入球囊、骨科髋关节	80%	技术标评审+商务标评审+低价中选	量价挂钩、低价多得，按约定分配比例分配，必选产品至少 50%以上	未公布
2020.08	湖北	冠脉扩张球囊、医用胶片、一次性精密输液器	固定数额	竞价+议价谈判（申报者＜3 家时），差额中选，最多中选因品种而变化，球囊最多中选 4 家，输液器 3 家，胶片 2 家	具体数额，低价多得，最低价者至少获得约定匹配量的 50%	冠脉扩张球囊 96%，一次性精密输液器 83%，医用胶片 77%

资料来源：各省采购中心，医保局，中银证券

2020 年 10 月 16 日，国家医保局联合采购办公室发布《国家组织冠脉支架集中带量采购文件》，标志着高值耗材全国集采时代正式来临。本次国家高值耗材集采以冠脉支架作为首个切入口，支架材质为钴铬合金或铂铬合金，载药种类为雷帕霉素及其衍生物，首年意向采购量为 107.47 万个，为联盟地区各医疗机构报送采购总需求的 80%。具体中选规则为：1）按产品申报价由低到高的顺序确定排名，申报价相同时以 2019 年销售量大或注册证时间在前的产品优先；2）产品排名前 10 名首先入围，若同一企业入围产品超过 3 个，按超出数量持续增补入围，直至所有产品均不满足等量增补入围条件；3）入围产品符合“申报价≤最低产品申报价 1.8 倍”或“申报价>最低产品申报价 1.8 倍，但低于 2850 元”可获得拟中选资格；4）产品中选之后，采购量分配原则为：①医院报送需求的产品在中选范围内，对应意向采购量全部计入；②若医院报送需求的产品未中选，则不少于意向采购量 10%的采购量首先分配给第一名的中选产品，其余待分配量则由医疗机构自主决定分配给向本医疗机构报送过需求的中选产品，或比本医疗机构报送过需求的最低价中选产品价格更低的中选产品，或排名为前五名的中选产品。

国家层面冠脉支架带量采购是在前期各试点省市方案经验积累下的又一次探索，在产品报量，竞标规则，采购量分配等方面进行了进一步的优化。我们总结，该方案具有以下几个主要特点：

1） **未对产品进行质量和进口国产分组，直接以绝对低价中选入围，整体竞争加剧。**与此前征求意见和各试点省市竞价规则中多因素的竞价方式不同，本次国家集采并未对产品质量层次与进口国产等进行分组，而是将所有产品放在一起共同竞争，这就使得整体竞争加剧。规则设计背后原因可能为：①相比没有纳入集采范围内的裸支架和不锈钢支架，此次纳入集采范围的合金雷帕霉素及衍生物冠状动脉药物洗脱支架是临床上冠脉支架中使用最为广泛，认可度最高的一组产品，本身已经形成了一种“分组”；②在国家看来，冠脉支架产品之间合金种类和载药种类等非核心属性造成的质量差异或许微乎其微，而放宽产品质量层次要求可鼓励充分竞争，实现降价的目标；③不对进口国产进行分组有利于促进国产替代，提升国内企业的市场份额。

2） **保证中标产品的既定份额，同时采取激励方式鼓励企业竞争获得更大份额，博弈复杂性增加。**本次集采采购量分配方案规定，若产品中选，就可获得医疗机构所报需求量的既定份额，而若能以最低价中标，则可获得不少于待分配量 10%的额外份额，同时排名前五的中选产品也有机会获得剩余的部分待分配量。此规则下，意向采购量高的品种拥有高价高份额中标的机会，而原本意向采购量较低的产品也可以较低报价中标博得第一或者前五位置而赢得额外份额，背后量价关系并不紧密同时却又鼓励低价，不确定性较大，博弈复杂程度较高，十分考验企业的报价策略。

3） **充分考虑医生的临床习惯，给予医疗机构一定的自主选择权。**高值耗材与药品不同，其临床选择与使用与医生的操作习惯和选择偏好等息息相关，此次采购方案充分考虑了这一点：首先由医疗机构上报采购产品与需求量，尊重与满足了医院及医生的选择偏好与临床需求；中标结束之后若上报产品未中选，医疗机构可自行在中选产品范围内进行意向采购量的二次分配，给予了医疗机构一定的自主选择权。

此次国家冠脉支架集采方案显示出国家降低医用耗材费用的坚定决心，对于后续高值耗材的带量采购具有重要的参考意义，在一定意义上树立了高值耗材集采的标杆。

冠脉支架先行，高值耗材集采将渐入常态

与此前预期一致，首次国家高值耗材以冠脉支架作为了切入口。在前期试点方案经验积累下，国家首次耗材集采落地之后，预计后续会有更多高值耗材品种纳入国家集采范围，各地方集采试点方案也将继续探索，渐入常态化。根据国家耗材集采的整体控费核心以及现有试点方案所涉及品种，我们推测后续纳入集采耗材品种应具备以下几个特征：

1） **用量大，市场规模较大。**此次的冠脉支架便符合此特征。据中华医学会心血管病学分会发布信息显示，2018 年我国 PCI 手术数量达 91.5 万例，若按每场手术平均使用 1.5 个支架，均价 10000 元进行计算，冠脉支架市场规模达 150 亿元左右，占整个高值耗材市场规模（1046 亿元）的 10%以上.。如此大用量与大规模，集采后控费效果凸显，所以成为了首个集采目标。

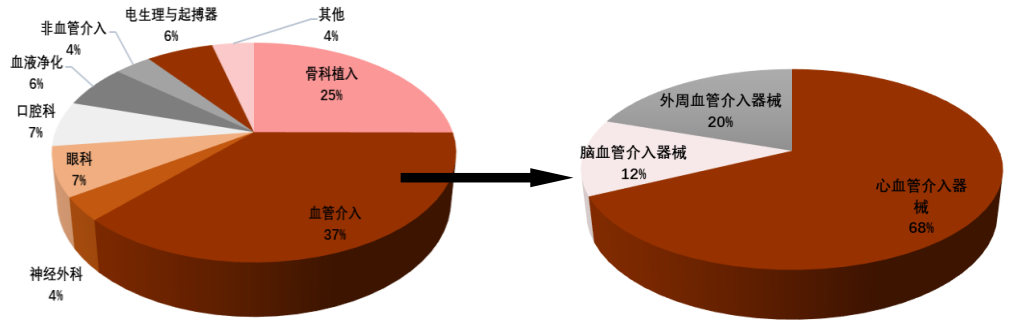
2） **国产替代率较高，达 20%以上。**在《治理高值耗材改革方案》中已明确指出“支持具有自主知识产权的国产高值医用耗材提升核心竞争力”，加速国产替代是国家耗材集采除控费之外的另一目标。国产化率低，国产产品较少的品种若开展集采，外资容易建立价格壁垒，结果难以形成价格降幅，自然达不到国家降价与促进国产替代的目的。而国内厂商具有技术和产能优势，具有一定的替代能力(国产替代率达 20%)的产品则会有更大的集采可能性，国产替代进程也将加快。比如血管介入市场，据《2019 版中国医疗器械蓝皮书》数据，心血管类介入器械已经基本实现国产替代，冠脉支架国产化率已经达到 70%以上，而另外两类，外周血管介入器械和脑血管介入器械国内市场起步较晚，目前还处于发展早期，以进口产品为主，短期内不具备有集采的条件。

3） **临床使用相对成熟。**冠脉支架最早出现在 20 世纪 80 年代，发展到现在已经进行了四次换代，从第一代球囊扩张，第二代金属裸支架，第三代药物涂层支架，到现在的第四代可降解支架，在临床上使用广泛，手术方法与应用已相对成熟。相比之下，其他的创新药械，如心脏瓣膜，脑血管支架和外周血管支架等产品仍处在临床推广阶段，还需要较多的学术推广，获得更多医生的认可，集采开展难度较大。

4） **标准化程度较高，分类清晰，配套简单。**医用耗材型号和种类繁多，本已给耗材集采带来一定难度，预计后期纳入品种应符合分类清晰，标准化程度高等特点，且在临床使用中应配套简单，不和其他药械捆绑销售。

5） **试点方案经验已相对丰富。**试点方案已涉及多个品种的集采，具备一定的经验积累，各省市也已逐步建立开展耗材集采的能力，后续产品集采需充分借鉴此前经验，已经试点集采过的产品进入国家集采范围的可能性更大。

图表 2. 2018 年中国高值医用耗材市场及血管介入市场构成（按市场规模计算）



资料来源：中国医疗器械蓝皮书（2019 版），中银证券

图表 3. 此前耗材集采试点方案涉及品种

耗材类别	品种	参与省份（联盟）
心血管类	冠脉支架	江苏，陕西
	介入球囊	江苏、浙江、湖北、湖南、黔渝琼 3 省联盟、川冀蒙黑吉辽藏 7 省联盟
	起搏器	安徽、江苏、青海
骨科类	脊柱类	安徽
	关节类	
	人工髋关节	安徽、江苏、浙江、福建
	人工膝关节	
	创伤类	湖南
眼科类	人工晶体	安徽、江苏、京津冀黑吉辽蒙晋鲁 9 省联盟、陕宁甘青疆湘桂黔琼 10 省联盟、上海、川渝藏 3 省联盟
补片类	人工硬脑（脊）膜	江苏
	疝补片	江苏、渝黔滇豫 4 省联盟
手术耗材类	吻合器	渝黔滇豫 4 省联盟、湖南
	超声刀	福建
低值耗材	留置针	福建、青海
	输液器	青海，湖北
	镇痛泵	福建
	胶片	渝黔滇豫 4 省联盟、湖北

资料来源：各省采购平台，中银证券

总结以上特点，且考虑目前中国高值耗材市场占比份额，同时参考已有试点方案所涉及品种，**我们认为心血管，骨科和眼科等领域会是未来高值耗材集采的核心战场。**

心血管是首个突破点。2018 年中国高值耗材市场规模为 1046 亿元，其中血管介入为 389 亿元，占比达 37%，而其中心血管介入市场达 264 亿元，占整个血管介入市场的 68%，是目前血管介入器械中发展最成熟的细分市场。冠脉支架作为心血管介入类市场份额最大的产品，成为了首个纳入集采品种，预计后期其他心血管类介入产品，如已经积累较多试点集采经验的介入球囊和起搏器等产品纳入集采范围的可能性很大。

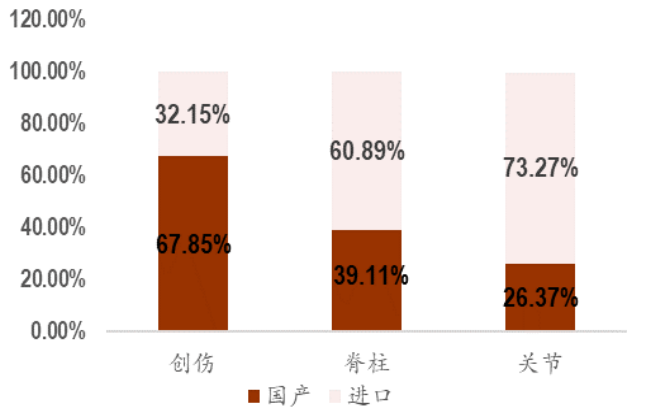
骨科植入市场份额较大，国产化率较高，会是第二大战场。2018 年骨科植入市场规模达 262 亿，占整个高值耗材市场的 25%，是第二大品类。其可细分为三类，创伤类，脊柱类和关节类。三类均有产品参与了试点集采，其中因组套较为简单，关节类产居多，而创伤类产品虽品类众多，组套复杂，但在个别省份也有所尝试。另外，三大类细分市场目前国产化率较高，均达到了 20%以上，具备较大的国产替代优势，纳入集采可能性很大。

图表 4. 骨科植入市场分类

分类	产品
创伤类	接骨板，借故螺钉,髓内钉，外固定支架
脊柱类	锥体植入物，钛网，融合器等
关节类	人工髋关节，人工膝关节，人工肩关节，人工肘关节
其他	运动医学产品，骨修复材料等

资料来源：中国医疗器械蓝皮书（2019 版），中银证券

图表 5. 2018 年骨科植入市场细分市场进口与国产市场份额



资料来源：中国医疗器械蓝皮书（2019 版），中银证券

眼科中的人工晶体集采条件成熟。人工晶体一般单独存在，不与其他器械组套销售，且分类较为简单，临床使用成熟，是当前参与试点耗材集采方案最多的品种，一共参与了 25 个省份。集采经验丰富，条件成熟，人工晶体极有可能成为下一个国家耗材集采品种。

综上，冠脉支架作为先行者拉开了国家高值耗材集中带量采购的序幕，随着集采方案的不断探索与完善，后续将会有更多的品种纳入集采范围，耗材集采将逐渐进入常态化，而心血管，骨科和眼科等会是重点集采领域。

短期市场承压，长期利好创新优质企业

2020 年 11 月 5 日，国家组织高值医用耗材联合采购办公室公示国家组织冠脉支架集中带量采购拟中选结果，一共有 8 家企业的 10 个产品拟中选，最低中标价低至 469 元，所有产品中标价均低于 1000 元，平均中标价预计低于 700 元，较此前全国最低中标价 2850 元降价幅度超 70%。

图表 6. 国家组织冠脉支架集中带量采购拟中选结果

企业	产品名称	注册证号	意向采购量（个）	拟中选价格（元）
山东吉威医疗制品有限公司	药物涂层支架系统（雷帕霉素）	国械注准 20173461407	100690	469
易生科技（北京）有限公司	药物洗脱冠脉支架系统	国械注准 20193131802	41865	549
上海微创医疗器械（集团）有限公司	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	国械注准 20163462305	247940	590
乐普（北京）医疗器械股份有限公司	钴基合金雷帕霉素洗脱支架系统	国械注准 20173460564	120560	645
Medtronic Inc.	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20163460682	51667	648
上海微创医疗器械（集团）有限公司	冠脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	国械注准 20143132100	128631	700
上海微创医疗器械（集团）有限公司	冠脉雷帕霉素洗脱钴基合金支架系统	国械注准 20203130662	12176	750
深圳市金瑞凯利生	药物支架系统	国械注准 20163461174	53441	755
Boston Scientific Corporation	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20153130608	59842	776
Boston Scientific Corporation	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20173466661	32251	776
万瑞飞鸿（北京）医疗器材有限公司	冠状动脉钴铬合金可降解涂层雷帕霉素药物洗脱支架系统	国械注准 20163460595	9774	798
苏州桓晨医疗科技有限公司	药物洗脱冠状动脉支架系统	国械注准 20153130718	20070	920
上海微创医疗器械（集团）有限公司	冠脉雷帕霉素靶向洗脱支架系统	国械注准 20193130304	3479	980
Abbott Vascular	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20173466565	57133	1568
Abbott Vascular	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20173466908	32149	1569
Biotronik AG	西罗莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20193130494	563	1848
Boston Scientific Corporation	铂铬合金可降解涂层依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20173461421	22336	2588
Medtronic Inc.	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20173466117	52472	2680
Medtronic Inc.	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20183461753	1816	2680
Boston Scientific Corporation	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20153462405	3815	2688
Boston Scientific Corporation	依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20153463173	2192	2688
Boston Scientific Corporation	铂铬合金依维莫司洗脱冠状动脉支架系统	国械注进 20173465008	190	2788
Abbott Vascular	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20173461507	12158	2799
Abbott Vascular	钴铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	国械注进 20163462140	4623	4500
Abbott Vascular	药物洗脱冠脉支架系统	国械注进 20193130202	2051	4500
Abbott Vascular	钴铬合金依维莫司洗脱冠脉支架系统	国械注进 20193130313	830	6988
Micell Technologies Ireland Limited	可吸收聚合物涂层雷帕霉素洗脱冠脉支架系统	国械注进 20203030364	8	-

资料来源：联合采购办公室，中银证券

注：粉色背景栏为最终中选产品

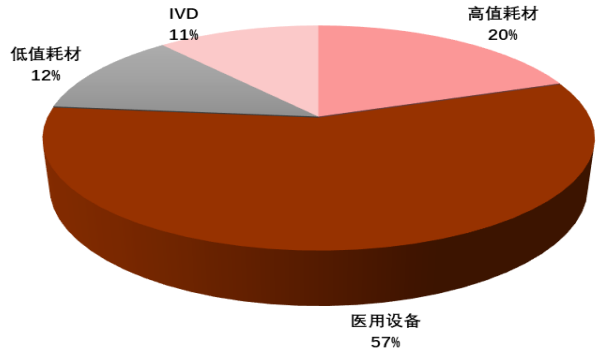
虽市场已有一定准备，但此番降价幅度确超预期，预计市场规模大幅缩减，利润空间被严重压缩，短期市场必然受到一定冲击。竞价规则注定市场竞争激烈，降价幅度较大，但最终中标价降幅确超于预期。根据中华医学会心血管病学分会发布信息，2018 年我国 PCI 手术数量达 91.5 万例，年增速为 15%~20%，若按每场手术平均使用 1.5 个支架计算，2019 年 PCI 手术数量超 100 万例，使用支架超 150 万个。国家冠脉集采首年采购量约 107 万个，占整个市场的 60-70%，若按本次平均中标价 700 元计算，集采部分支架规模为 7.5 亿左右；而非集采部分估计也会有降价，假设均价降至 5000 元，非集采部分支架市场规模约 25 亿。按此推算，整体冠脉支架市场由 150 亿骤降至 30 亿左右，相关企业和行业短期内定然会受到冲击，持续承压。

再看利润端，此次平均中标价为 700 元，按此前销售终端均价 10000 元，厂商利润率 10%计算，厂商单个支架利润由 1000 元降至 70 元，金属支架变成低毛利产品；此外，中间流通端的利润空间被大幅压缩，预计受到的冲击更为显著。

不过，我们也认为，相比药品带量采购带来的市场巨震，高值耗材集采对医疗器械市场的冲击不会那么大，原因有几点：

第一，集采品种范围相对较小。不同于仿制药在药品市场中达 60%以上的市场份额，高值耗材约占整个医疗器械市场的 20%左右，集采覆盖范围相对较小。且目前高值耗材市场仍处在发展阶段，市场成熟度不够，多数的高值耗材市场渗透率并不高。若想实现“以量换价”“促进国产替代”的目的，国产替代率低，渗透率低和竞争不充分的耗材产品在短期内都不会成为集采品。

图表 7. 2018 年中国医疗器械市场构成（按市场规模计算）



资料来源：中国医疗器械蓝皮书（2019 版），中银证券

第二，最终中选产品达 10 个，市场竞争更为充分。相比药品集采的三家中选公司，此次冠脉支架集采最后中选产品有 10 个，涉及 8 家企业，给予了市场充分的竞争空间，企业拥有更大的中标机会。

第三，高值耗材集采虽是大势所趋，但整体节奏推进不会很快。从 2019 年颁布治理方案，到后来在各省市实行试点方案，历经一年的酝酿与积累后国家终出台首个“阻力”相对较小的方案。预计后续随着政策的精细化和完善，逐渐会有更多的品种纳入集采范围，但整体节奏并不会很快。因为耗材本身相对药品而言，种类和型号繁多且复杂，有些器械涉及售后服务、手术跟台等流程，其分类与编号等标准化工作需要时间，集采中需综合考虑医疗机构与医生的使用习惯与偏好等多方面因素，很难短时间在全国范围内较多品类的展开集采，且开展难度比药品集采要大。

第四，市场对于耗材集采已有一定准备。鉴于药品集采的经验，且近一年试点方案的实施，耗材集采对于市场来说已经不是新鲜事物，市场已有一定的情绪准备与预期，不会产生像药品集采那样激烈的市场反应。

耗材集采已是大势所趋，短期板块必受影响，但从长远来看，创新能力佳，产品线丰富和研发能力强的国产企业可在行业生态重构中受益，强者恒强，整个行业的国产替代有望加速。我们建议关注以下几个器械投资方向：

1） **行业的头部企业。**本次冠脉支架集采中标结果显示，几家头部企业均有中标，市场格局基本保持稳定。随着后续耗材集采的常态化，竞争力弱的企业将会被逐渐淘汰，而头部企业凭借价格优势和成本优势，可进一步提升市场份额，行业集中度会进一步提高。

2） **产品线丰富，核心产品国产替代水平较低的企业。**产品线丰富的企业受单个集采品种影响往往较小，风险得到分散；而国产替代率低的产品在市场渗透率逐渐提升的过程中，可率先实现国产替代的企业具备较大的投资价值，因为在这个过程中，它们会享受到较大的市场增长红利且短时间内不会受到集采影响。

3） **创新类器械。**上面我们已经讨论过耗材带量采购品种的特征，多是临床成熟和使用广泛的产品，创新类器械因为市场渗透率不高，还需进行临床推广，医生的认知和认可度不够，短期内不具备有带量采购的条件。比如可降解支架，心脏瓣膜，药物球囊，神经介入和动脉介入等产品。

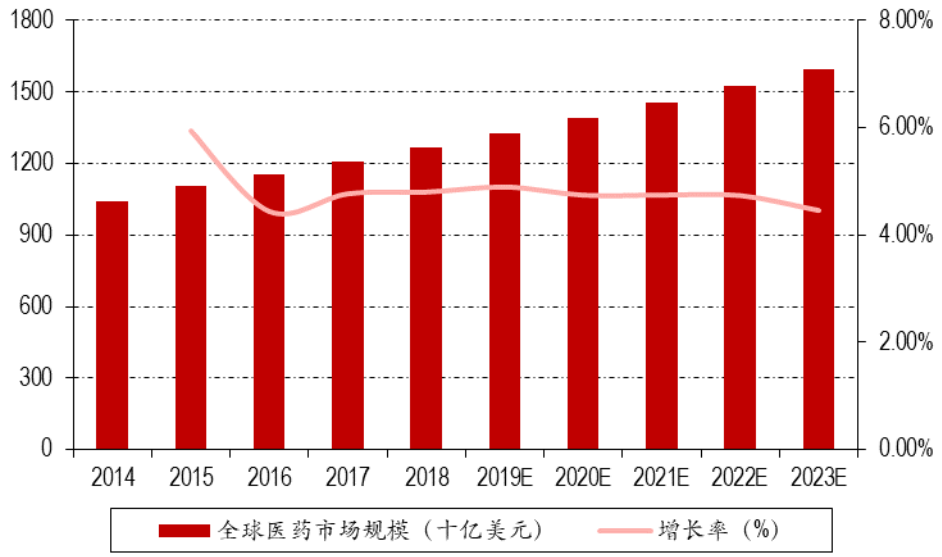
4） **无集采预期，偏消费属性的器械**。比如 IVD（诊断试剂），医疗设备和偏消费性的器械（如口腔科的假牙，医美耗材，角膜塑形镜和康复器械等），这些产品一部分因为配套复杂，难以独立销售，短期集采预期较低；一部分属于医疗自费项目，基本规避了集采的风险。

国内 CRMO 行业整体维持高景气度，全球影响力不断提升

医药行业处于大变革之际，CRMO 行业将持续繁荣

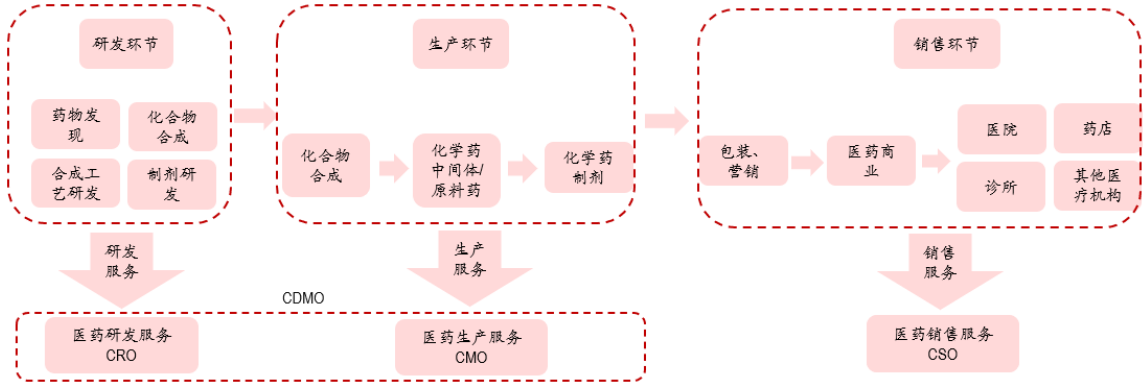
根据沙利文（Frost&Sullivan）统计数据显示，2018 年全球药品市场规模约为 1.27 万亿美元，初步测算 2019 年全球药品市场规模约为 1.33 万亿美元，同比增长 4.82%。预计至 2023 年全球药品市场规模将达到 1.6 万亿美元，2018 至 2023 年间，全球药物市场销售的平均复合增长率为 4.7%。当今世界一方面人口总量持续增长、社会老龄化趋势明显、人们保健意识不断增强、疾病谱不断改变、类似新型冠状病毒等公共卫生事件时有出现。另一方面，各国医疗保障体制不断完善，例如国内的分级诊疗、合作共建、带量采购等一系列医改政策使医药产业价值链不断重塑。另外，随着科学技术不断进步，AI 等高端技术不断赋能医药行业。风险投资等机构也为医药创新医疗器械创新投入了大量资本，国内外医药行业融资额持续高涨。医药行业目前处于重大变革之际，在各国以各种方式挤压药企利润空间使全民享受大健康福利的大背景之下，医药市场已经告别野蛮生长时代，新旧模式交替，药企回归医药造福大众健康之本质的趋势已经更加明显。洞察临床科技发展之先机，切实生产高质高效医疗用品才会真正使医药企业立于不败之地。这也随之给企业带来高额且不断增长的研发费用，对于新药研发企业来说高额的研发投入加重了企业负担，而也正是因为如此造就了医药研发服务外包（CRO）行业的持续繁荣。医药生产外包行业已经从早期较简单的单纯产能承接（CMO）发展为高度柔性化、定制化、附含研发的 CDMO，对于研发周期长、前期投入巨大、技术水平要求越来越高的创新药产业来说，CDMO 行业已经成为产业链上不可或缺、且药企对其依赖度越来越高的环节之一。由于新药研发越来越高的失败风险，使得大药企更倾向于通过收购中小型 Biotech 公司的研发品种或整体公司来扩增研发管线，而不是将全部研发重心放在体内。而中小型新药公司多数并不具有自建产能的能力，而是依托于和 CDMO 企业的合作互利共生。所以大型巨头药企和小型新药公司的外包动力将持续增强。另外，全球及国内医药投资热情持续，也利好新药 CDMO 行业持续发展。

图表 8. 全球医药市场规模及增速



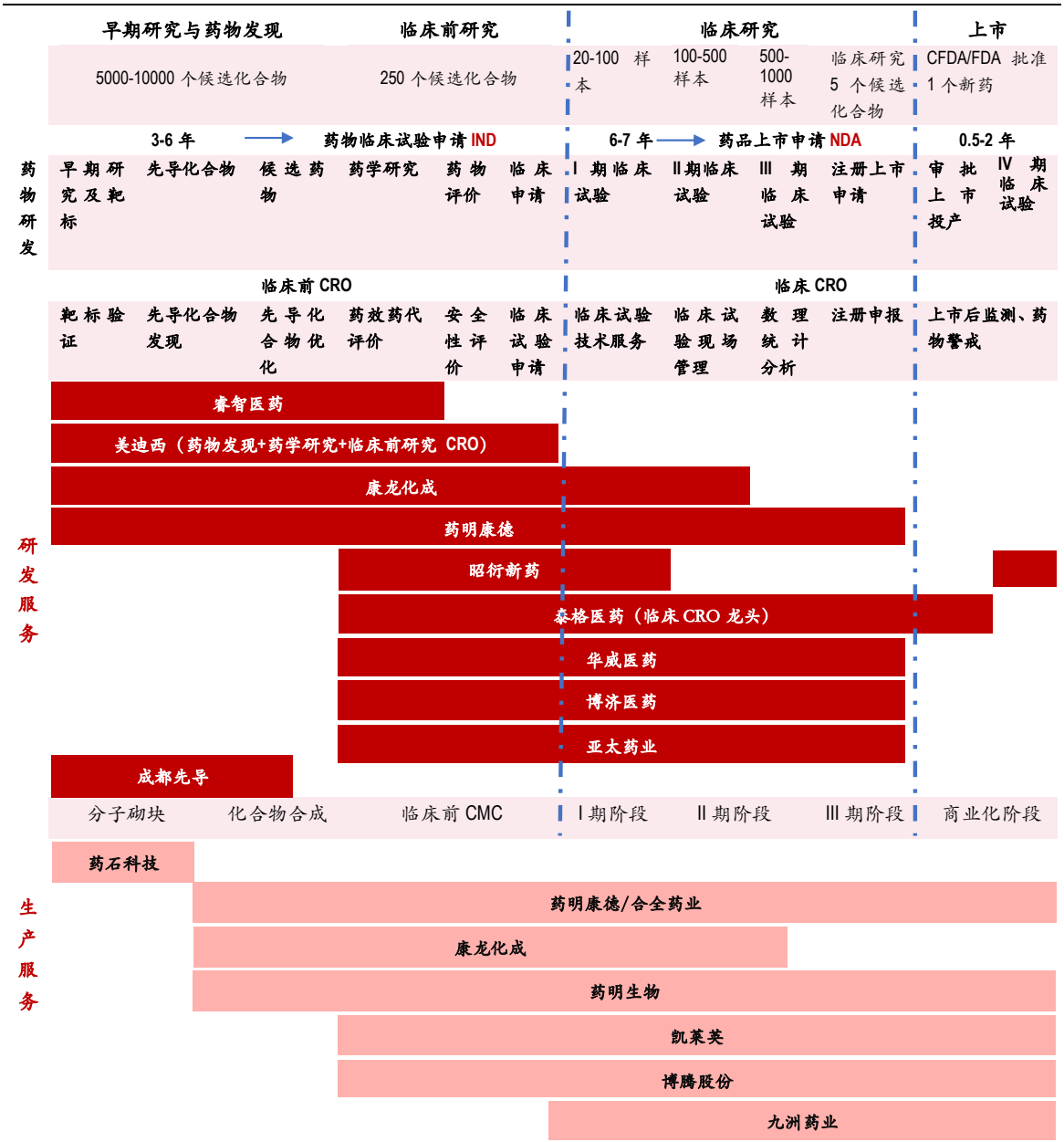
资料来源：Frost&Sullivan，成都先导招股说明书，中银证券

图表 9. CRMO（CRO+CDMO）产业链



资料来源：药明康德招股说明书、中银证券

图表 10. 我国 CRMO 行业主要公司业务布局情况



目前 AI 赋能新药研发提高效率

AI 辅助药物研发：

化合物属性预测、新化合物分子设计、化合物分子合成

AI 药物筛选解决新药研发的痛点：

AI 赋能新药研发的为降低药物研发成本带来了可能，可以使药企可以更高效的发现新靶点，更准确的挖掘药物新特性，更快速的整合表型模式。

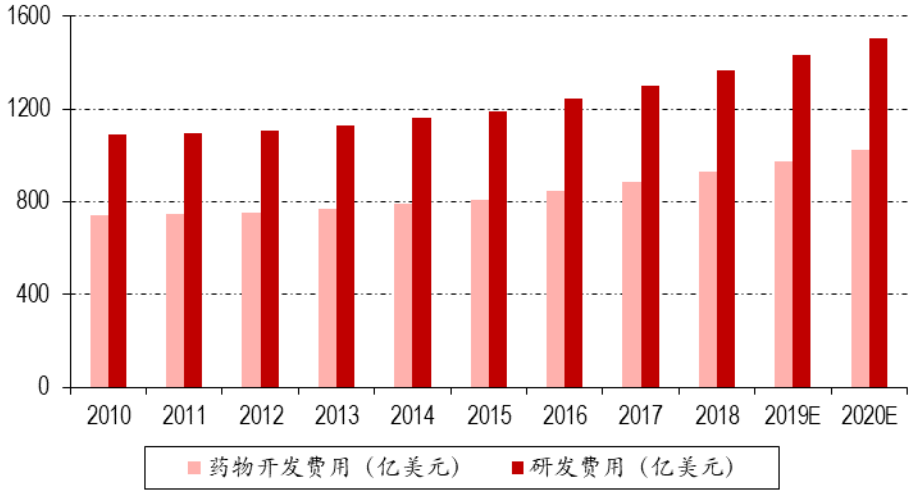
资料来源：公司招股说明书、中银证券

医药行业发展模式重构，CRO 高景气度将持续存在

药企研发投入升温 从药企研发投入端看，“卖水人”CRO 行业需求空间广阔

全球医药研发投入不断提升。2010 至 2018 年，全球生物医药研发费用由 1,090 亿美元上升至 1,366 亿美元，而研发费用包括了药物研究费用和药物开发费用。其中药物开发费用由 741 亿美元上升至 929 亿美元，占整体研发费用的 68%。预计至 2020 年，全球生物医药研发费用将达到 1,506 亿美元，其中药物开发费用达到 1,024 亿美元，年均增长率约 5%。根据 EvaluatePharma 数据，全球医药研发费用 2024 年将达到 2039 亿美元。

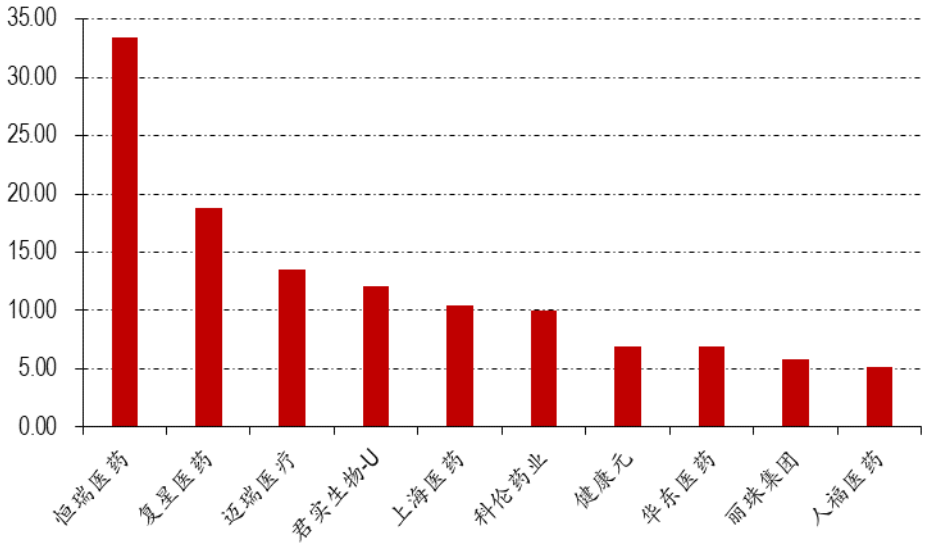
图表 11. 2010 至 2020 年全球医药研发费用及药物开发支出情况（亿美元）



资料来源：上市公司年报，欧洲制药工业协会联合会(EFPIA)，日本制药工业协会(JPMA)，美国药品研究和制造商协会(PhRMA)，Pharmaprojects 数据库，威廉布莱尔公司，成都先导招股说明书，中银证券

对于国内 2019 年 A 股 SW 医药生物行业研发费用合计 446.40 亿元，同比增长 32.08%，其中 SW 化学制药研发投入 217.46 亿元，同比增长 48.56%；SW 中药研发投入 68.05 亿元，同比增长 7.61%；SW 生物制品研发投入 49.61 亿元，同比增长 24.76%；SW 医疗器械研发投入 78.11 亿元，同比增长 38.03%。2019 年 A 股医药研发 top10 研发费用共计 146.31 亿元，占研发总体费用比例 29.24%，呈现明显的头部集中现象。

图表 12. 2020 年 A 股医药板块研发投入 Top10（亿元）



资料来源：万得，中银证券
注：数据截至 2020.11.17

自 2015 以来，我国仿制药一致性评价、二票制、持续推进的药审改革、带量采购等重磅政策重构行业发展逻辑，仿制药的“创新药”式销售模式不复存在，仿制药价格下降是必然趋势，药企为了保证持续发展和稳定的盈利能力，主动或被动转型创新研发；同时，政策也从研发、生产和医保支付等多个环节鼓励、支持创新研发。我国医药行业正处于“仿制药”向“创新药”战略转型期。不同类型的药企基于自身不同需求进行研发行为，具体而言：

1）以恒瑞为代表的 big pharma，为了保证其在行业的领头地位和竞争能力，创新研发是必然选择，例如，2019 年研发费用 38.96 亿元，同比增长 45.90%。其在研管线众多，大量的研发投入保证其管线顺利推进，其内部研发流程完善，但为了保证研发效率和降低成本，一般会分拆不同环节的研发和生产流程给 CRO，追求研发效率的最大化。

2）以天士力为代表的中药龙头公司为例，中成药尤其是中药注射剂面临着降价或纳入辅助用药的风险，为了保证企业的长久持续发展，必须在主业范围之外寻找新的利润增长点，天士力的战略定位从现代中药标杆转变为现代中药-化药-生物药协同发展， 在新领域拓展研发经验尚不丰富，大概率会借助 CRO 等专业机构进行辅助，因此，新领域的研发外包渗透率较高。

3）传统的仿制药公司，这类公司产品线以仿制药为主，受到带量采购冲击较为猛烈，创新转型的动机较为充分，但由于创新研发管线较少，在研发的早期阶段可能存在研发经验不足，对 CRO 的依赖性较强。

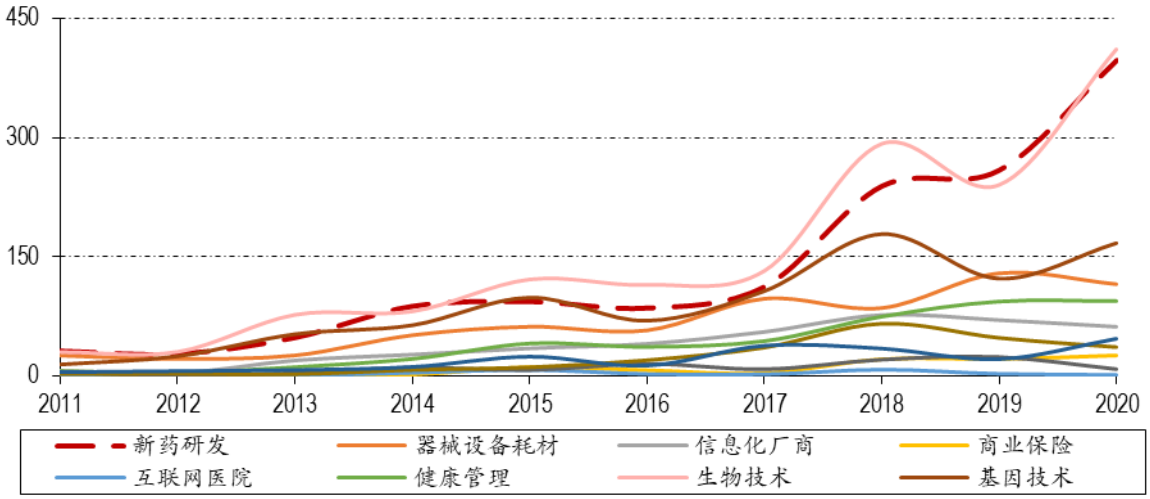
4）中小型仿制药公司同样会受到一致性评价、带量采购等政策冲击，但由于其资金、人才实力不足，其研发意愿一般，可能会逐渐退出市场竞争。

总之，医药企业研发费用的不断增加是助推 CRO 行业繁荣的基础。

全球医药创新融资端回暖，国内融资渠道拓宽，biotech 繁荣将为 CRO 带来明显增量

从全球范围来看，目前医疗健康行业融资的热点领域主要是新药研发、生物技术以及基因技术，尤其是 2020 年在新冠疫情的刺激下，新冠疫苗的研发使得新药研发、生物技术以及基因技术等热点领域融资金额增长更加显著。

图表 13. 全球医疗健康热点领域融资额（亿美元）

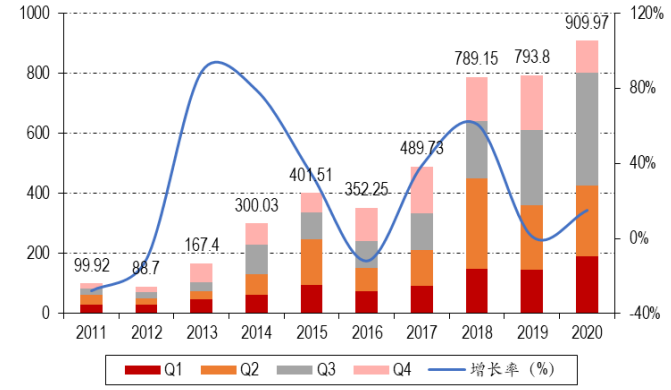


资料来源：动脉橙数据库，中银证券

注：融资事件仅包括从天使轮到 IPO 以前的风险投资事件，不包括并购事件。数据截至 2020.11.12。

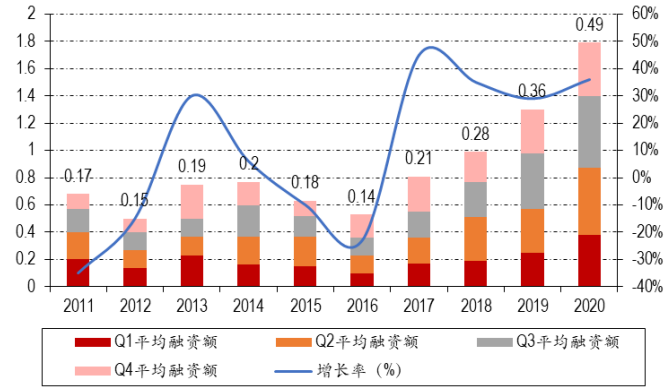
从全球医疗保健融资情况来看，自 2011 年以来总融资额和平均融资额均持续增长，根据动脉橙数据库显示，仅包括从天使轮到 IPO 前的风险投资事件，不包括并购事件，2011 年至 2020 年 11 月 16 日全球医疗健康领域累计融资规模已经达到 909.97 亿美元，全球医疗健康领域平均融资规模为 0.49 亿美元。

图表 14. 全球医疗健康企业融资额（亿美元）



资料来源：动脉橙数据库，中银证券

图表 15.医疗健康企业平均融资额（亿美元）

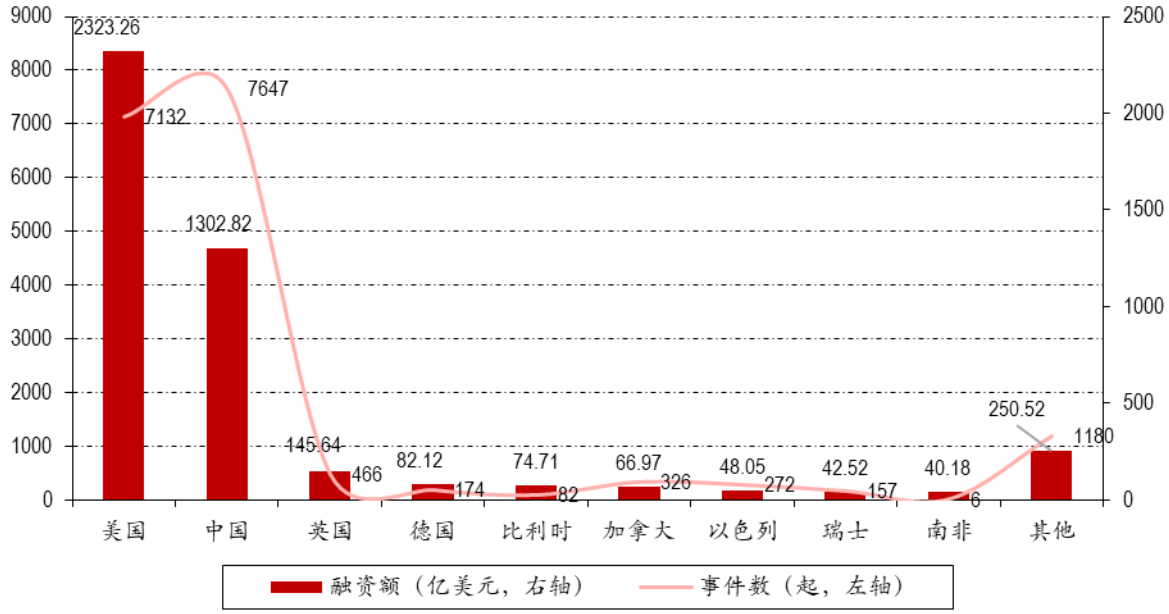


资料来源：动脉橙数据库，中银证券

注：融资事件仅包括从天使轮到 IPO 前的风险投资事件，不包括并购事件。数据截至 2020.11.16。

国内资本市场大发展（科创板、注册制、港交所）给国内医药企业创造了更便利的融资条件，资本对医疗健康领域也更加青睐。在全球医疗健康市场融资区域分布中中国的累计融资额仅次于美国，居第二位，2011 年至 2020 年 11 月 16 日，国内累计融资规模达 1302.82 亿美元。中国在医疗健康领域的融资事件数更是排在世界第一位，截至 2020 年 11 月 16 日累计融资项目达到 7647 起。国内医疗健康企业如雨后春笋般的发展也为 CRO 企业带来了天时地利人和的发展机遇。

图表 16. 2011 年以来全球医疗健康市场累计融资金额区域分布

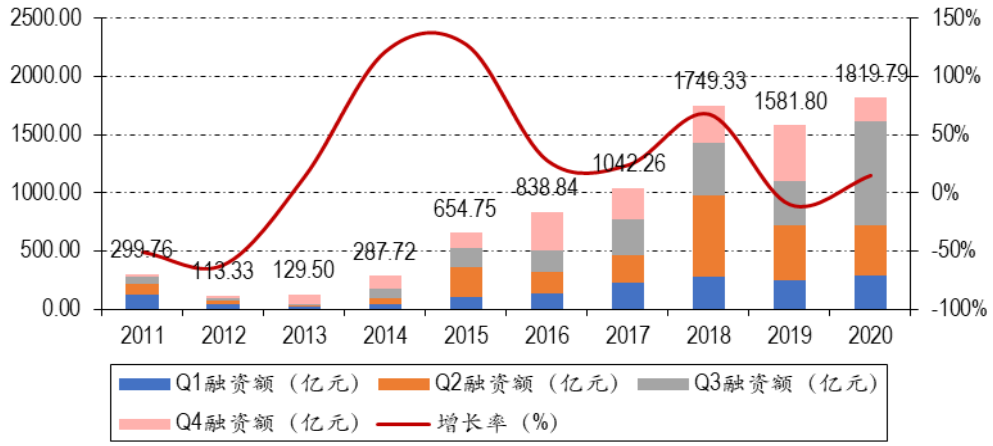


资料来源：动脉橙数据库，中银证券

注：融资事件仅包括从天使轮到 IPO 以前的风险投资事件，不包括并购事件。数据截至 2020.11.16。

截至 2020 年 11 月 12 日我国国内医疗健康行业融资额 1819.79 亿元（仅包括从天使轮到 IPO 以前的风险投资事件，不包括并购事件），其中新药研发、生物技术、创新药融资额及融资事件数量均居于前列。医疗健康成为投资增长最快行业之一，并且投资整体成熟度在提升，投资方式已经从之前广撒网变成集中资源，投资优势项目，更加倾向于技术驱动型领域投资，如创新药、生物技术、医疗器械等领域。

图表 17. 国内医疗健康市场融资情况



资料来源：动脉橙数据库，中银证券

注：融资事件仅包括从天使轮到 IPO 以前的风险投资事件，不包括并购事件。数据截至 2020.11.12

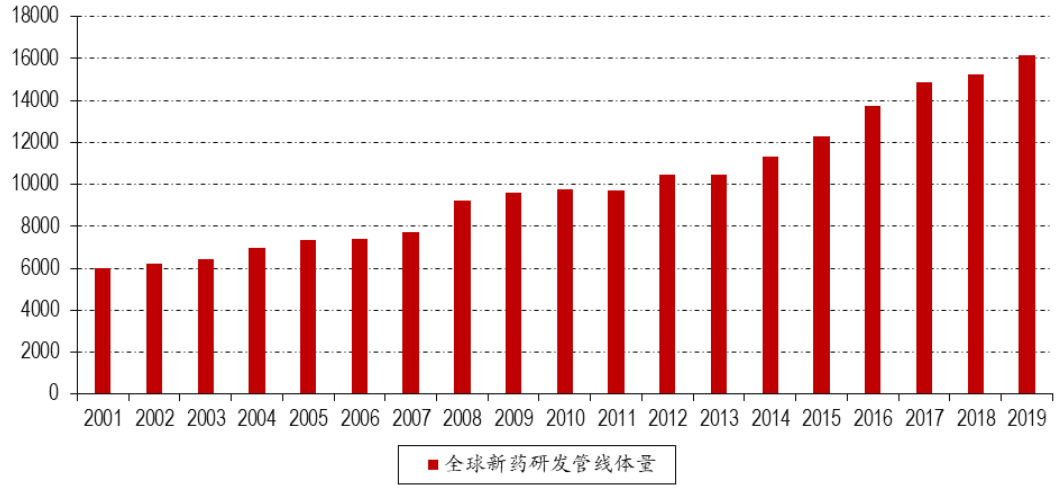
另外，港交所放开限制以及科创板的设立，相对宽松的上市条件使得 biotech 公司融资渠道拓宽。资本的青睐，将吸引更多掌握先进技术的团体或个人创业，在资本的支持下能够更好的进行技术创新，促进行业的发展。医药创新企业也将直接受益，科创板具有丰富的融资渠道，研发型企业受益明显，医药行业成为科创板上市数量最多行业之一，截至 2020 年 10 月 30 日，共有 185 家科创板企业上市，其中医药，生物企业一共有 38 家，在申报的有 28 家。38 家中医疗器械 20 家，生物制品 8 家，化学制剂 8 家，医疗服务 2 家。38 家医药生物公司募集资金 484.42 亿元。科创板推出极大丰富了医药生物企业的融资渠道，为需要大量前期资金投入的创新型药械企业提供资金支持。

由于新设立的公司研发管线较少，整体资金实力、人才储备远不比大型药企，其往往专注于研发的某个关键环节，其他环节对 CRO 的依赖程度较高，因此外包渗透率较高。市场融资环境回暖，能获得更多资金进行研发投入，对 CRO 发展有重要作用。大药企研发支出主要决定医药外包的存量市场，而医药领域的投融资通过中小生物医药公司传导到下游形成增量市场。目前全球和国内的医药领域投融资仍在高速增加，CRO 行业中期增长动力无忧。

临床试验项目增加明显，新药研发竞争激烈，加快研发外包

据 Pharmaprojects 数据库显示，全球不同阶段的药物研发管线体量逐年提升（包括临床前、不同临床阶段、不同审批阶段以及上市的所有药物），2019 年增长率近 6%，相对于 2018 年有大幅提升（2.7%）。

图表 18.全球药物研发管线体量

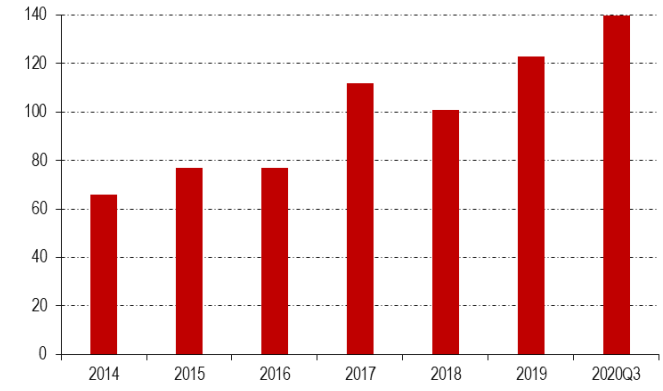


资料来源：Pharmaprojects，中银证券

注：其中包括临床前、不同临床阶段、不同审批阶段以及上市的所有药物

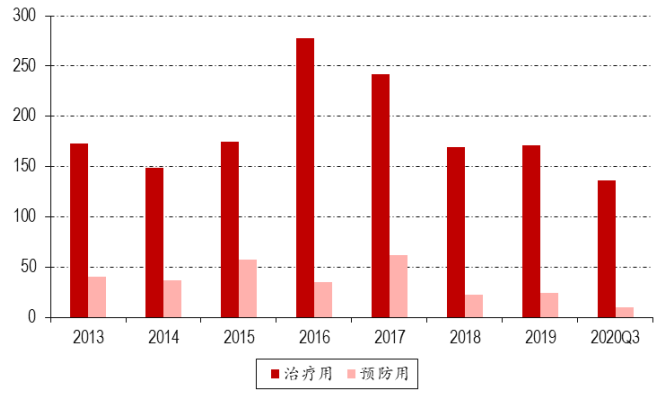
2017 年 CDE 受理了国内企业 112 个化学创新药的 IND，2019 年申报数量达到 123 个，截至 2020 年 9 月底，国内药企申报的化药创新药 IND 数量已经达到 140 个，预计全年申报数量达历年最高。生物制品近两年未受药品分类改革影响，从受理的生物制品 IND 数量分析近年申报数量回落，但以创新为主的生物制品申报数量不断增加，传统生物制品数量减少。

图表 19. 2014 年-2020Q3 国产化学创新药 IND 受理情况



资料来源：药智网，中银证券

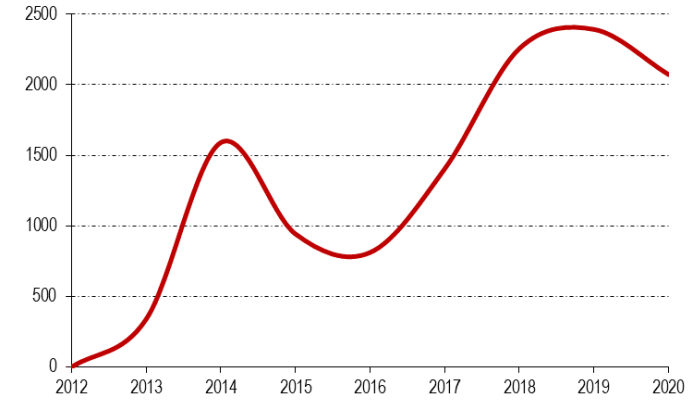
图表 20. 2013-2020Q3 国产生物制品 IND 受理数量



资料来源：药智网，中银证券

根据药物临床信息登记与公示平台数据统计，截止至 2020 年 11 月 08 日平台登记的试验总数为 11804 项。其中，化药项目占比 74.20%、生物药占比 18.72%、中药项目占比 7.08%。药企研发投入增加的背景下，预计未来同一领域的新药研发竞争也愈加激烈，为了追求高效率的研发回报，预计有更多的环节和项目进行外包。

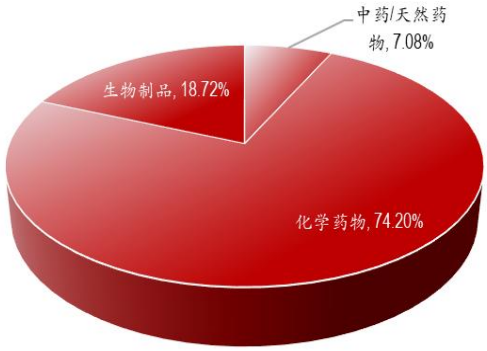
图表 21.我国近年来临床试验数目



资料来源：药物临床信息登记与公示平台，中银证券

注：截止至 2020 年 11 月 08 日平台登记的试验总数为 11804 项

图表 22. 临床试验药物类别构成



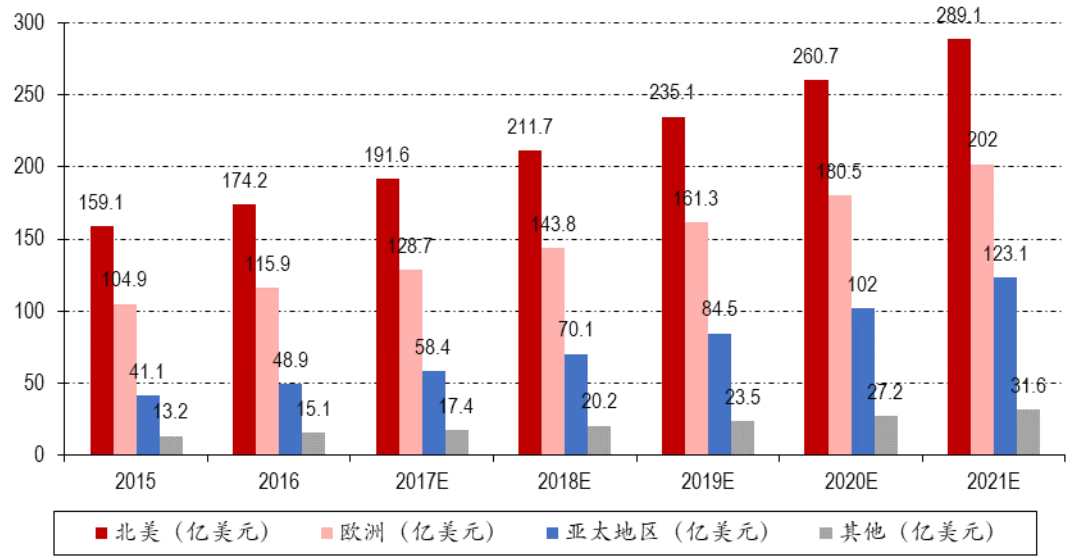
资料来源：药物临床信息登记与公示平台，中银证券

综上我们认为，在医保控费趋严和精细化的背景下，鼓励创新、带量采购等行业政策重构我国医药行业运行的模式，将从之前“销售”驱动逐渐转型为“研发”驱动，创新研发推动行业发展。对于药企而言，在仿制药价格下降必然趋势下，为了保证持续发展和稳定的盈利能力，只有转型创新研发，寻找新的利润增长点。研发投入持续增加为 CRO 的繁荣发展奠定基础。同时，在盈利空间被压缩的情况下，研发投入更加注重成本和效率，越来越多的药企和专业的 CRO 机构合作，CRO 的行业的渗透率不断提升。目前国内创新研发方兴未艾，从进临床数量、一级市场融资额等先导指标来看，CRO/CDMO 行业不存在景气度向下情况，内资药企的研发投入快速增加，将带动 CRO 行业腾飞。

CRO 行业市场规模不断提升

药企选择 CRO 机构合作研发时，除了考虑研究质量、研究效率、服务价格之外，还需兼顾科研人员及技术资源、研发资源等。以中国、印度为代表的新兴国家市场，凭借低廉的原材料价格、高素质的科研人员、全面的病人病谱资源等诸多优势，正在逐渐承接发达国家的 CRO 行业市场份额，是全球 CRO 行业增长最快的地区。分地区看，北美和欧洲仍占据 CRO 市场主要份额，但亚太地区增长迅速。Frost&Sullivan 预计，亚太地区到 2021 年市场规模将达到 123 亿美元；对应年复合增长率增速将达 20%，远高于全球市场 12.8%的年复合增长率。

图表 23.国际各地区 CRO 市场规模预测

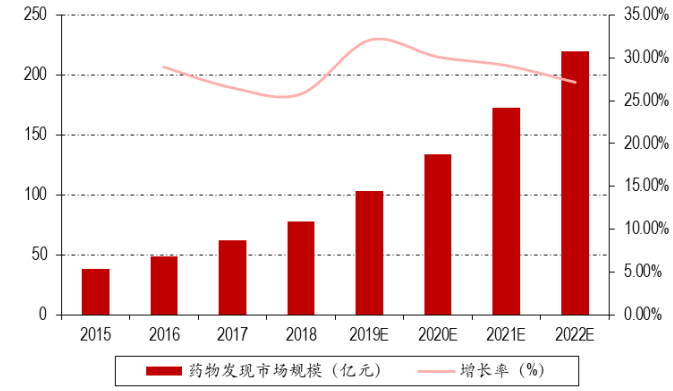


资料来源：Frost&Sullivan, Global CRO Market, Forecast to 2021，美迪西招股说明书，中银证券

我国药品市场需求持续增长，在医药行业细分加剧、上市许可人制度落实、药品 CRO 行业全球化趋势进一步加强等因素影响下，预计至 2022 年，国内 CRO 市场规模将达到 1,402 亿元，预测 2019-2022 年均增长率在 20%左右。作为新药研发最前端的环节，药物发现在新药研发中具有举足轻重的地位且成长性更高。目前我国药物发现 CRO 市场整体市场规模相对较小，仍有较大的成长空间。从企业维度看，目前我国药物发现 CRO 企业全国约一百家左右，整体呈现龙头企业引领，中小企业创新特色发展局面，其中大型药物发现 CRO 通过与企业在药物发现阶段建立源头合作，提供药物发现一体化服务。中小 CRO 企业则通过特色技术平台或服务构建核心竞争力，在各个细分领域实现突破。预计至 2022 年中国药物发现的市场规模将达到 220 亿元，2018 至 2022 年复合增长率约为 30%（见图表 24）。

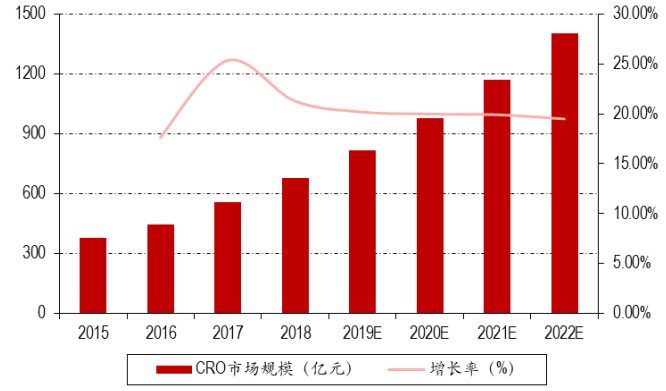
在研发成本增加和专利悬崖的双重压力下，同时受到自身研发人才限制的影响，药企更倾向于选择医药研发生产外包服务降低产品开发的成本，提升公司研发效率。医药研发投入的不断增加亦为研发生产外包服务的市场发展提供了坚实基础与保证。中国药物研究开发生产外包服务市场规模近年也维持高速增长，2012 年至 2016 年复合增长率达到 21.8%，高于全球平均水平（见图表 25）。

图表 24. 中国药物发现 CRO 行业市场预测



资料来源：成都先导招股说明书，中银证券

图表 25. 2019 至 2022 年中国药品 CRO 市场预测

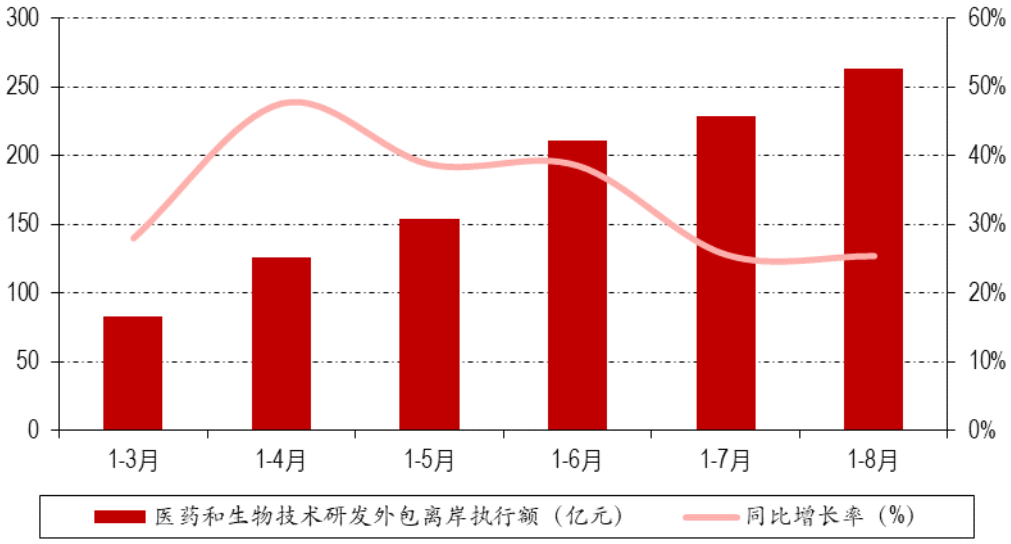


资料来源：成都先导招股说明书，中银证券

国内 CDMO 行业崛起，全球影响力不断提升

目前国内的 CDMO 业务主要包括两大来源：一类是服务于新药产业链的更侧重“D”端的生产服务一体化企业，另一类是以专利期内或过期专利药的 API 中间体的生产为主的更侧重“M”端的原料药企。受益于日渐明晰的全球产能向中国转移趋势以及国内创新药的蓬勃发展，这两类企业均表现出巨大的发展潜力及良好的增长势头。我们认为，中国的 CDMO 有希望不断替代传统的欧美优势产能、并超过先于中国发展的印度市场，成为未来 CDMO 的最主要承接地区。今年在新冠疫情期间，我国医药和生物技术研发外包离岸执行额逐月增加，为世界各地药企做出巨大贡献。现时期国外+国内两大动力驱动，国内 CDMO 企业处于高速成长期，看好各类型 CDMO 企业趁行业大势迅速成长，在全球市场占有更大的份额，并凭借各自差异化的竞争优势成长为所属领域一线企业。

图表 26. 2020 年我国医药和生物技术研发外包离岸执行额（亿元）



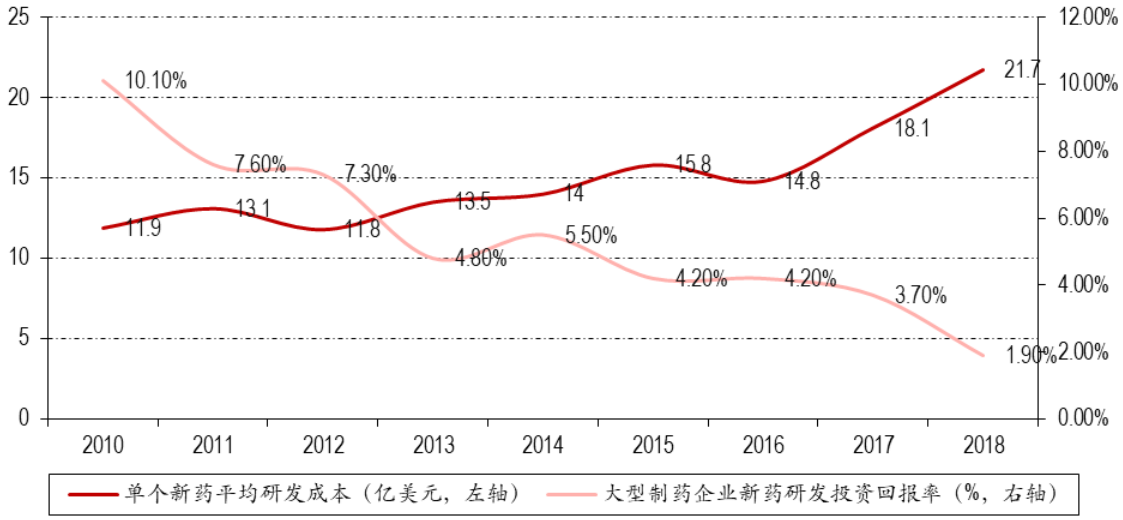
资料来源：商业部，中银证券

巨头药企剥离产能和外包意愿增加，新药研发对 CDMO 依赖度越来越高

医药生产外包行业已经从早期较简单的单纯产能承接（CMO）发展为具有较高附加值的 CDMO，对于研发周期长、前期投入巨大、技术水平要求越来越高的创新药产业来说，CDMO 行业已经成为产业链上不可或缺、且药企对其依赖度越来越高的环节之一。

随着新药研发成本的持续攀升和投资回报率的不断下降，传统老牌药企为了降低药企的资本支出压力，外包意愿在不断提升。根据德勤的研究，全球研发一款新药的平均成本已经从 2010 年的 11.9 亿美元增长至 2018 年的 21.7 亿美元，从发现化合物到上市销售平均需耗时 14 年。德勤对 12 家大型医药企业的研究显示，新药研发的投资回报率从 2010 年的 10.1%下降至 2018 年的 1.9%，全球新上市药物的平均销售峰值从 2010 年的 8.16 亿美元平均逐年下降 8.3%至 2018 年的 4.07 亿美元。即制药巨头的研发效率低迷，医药企业研发投入增加，却不能实现对等的上升回报。越来越大的研发投入和越来越高的研发难度使大药企更加注重在成本端的控制，将生产等非核心业务转移至中国、印度等发展中国家，可以大幅降低研发生产成本。一般而言，将生产外包，至少可降低约 30%的生产成本（视外包地区的原料价格、设备价值、人员薪资情况有所不同）。这将使得未来大药企的外包意愿继续加强。

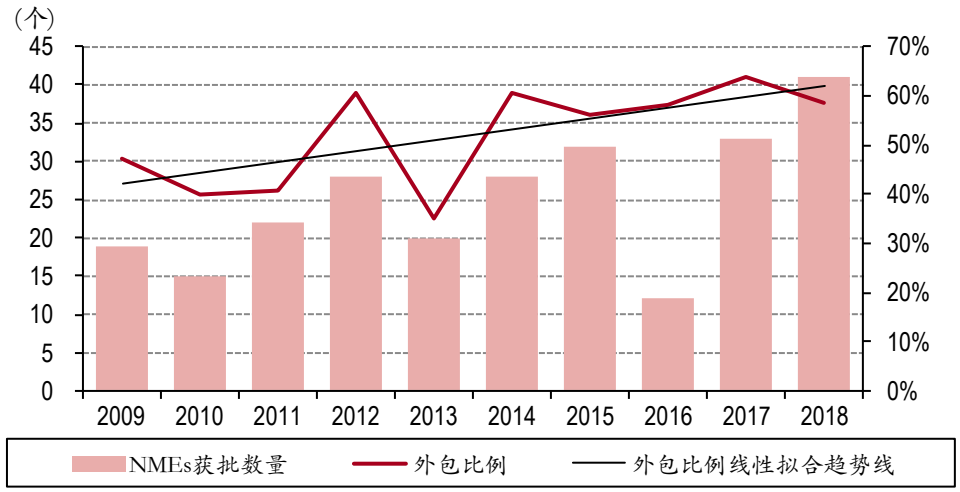
图表 27. 创新药研发成本及投资回报率



资料来源：Deloitte, Unlocking R&D productivity, 2018，美迪西招股说明书，中银证券

近十年 FDA 获批新分子药物的 API 外包比例能够很好的呈现这一趋势：10 年间，FDA 批准的新分子化药的 API 外包比例从 40%左右逐渐提升至目前 60%左右的外包水平，线性拟合的趋势线体现稳定增长且有继续提高的趋势。由于创新药增量的外包比例更高，因此这个比例略高于药品原料药制造整体外包比例。

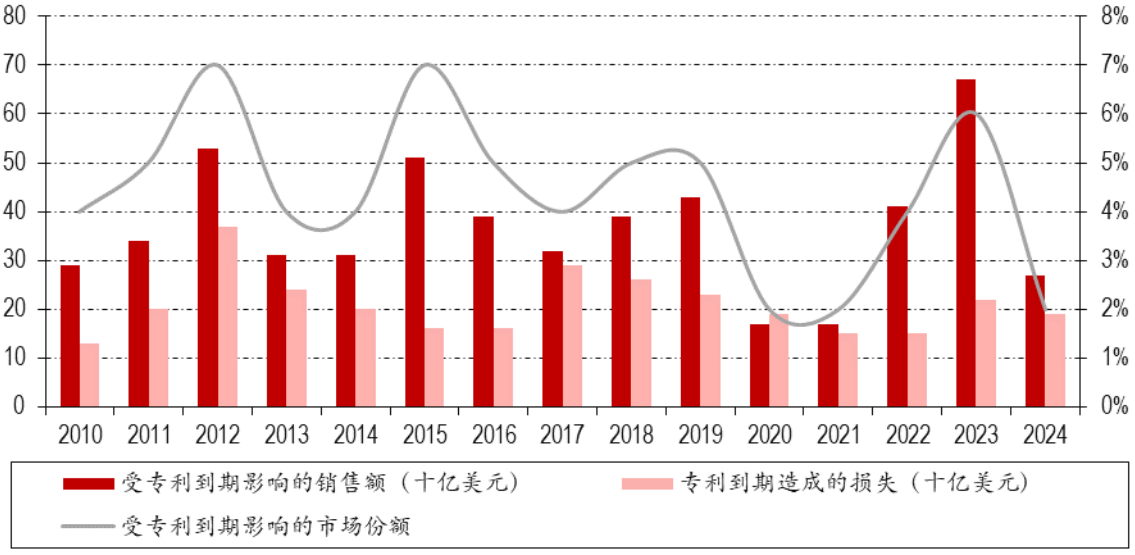
图表 28. FDA 获批的 NME 小分子 API 外包渗透率不断提高



资料来源：GlobalData Pharmaceutical Intelligence Center Drugs Database，中银证券

另外，药品的产能建设属于重资产投入，建设周期长、变更缓慢，近年来“专利悬崖”以及新药迭代速度的加快，对于产能的灵活性要求更高，根据 EvaluatePharma 预计，在经历 2020 和 2021 年两年的专利到期低谷期之后，2022 和 2023 年又将迎来新一轮的专利悬崖，到期专利药预计市场规模分别为 400 和 570 亿美元。专利到期或新的可替代药品上市都会造成原有品种产能需求的剧烈下滑，而自建产能应对终端变化的能力明显缺乏。最近两年随着全球专利密集到期和国内药品带量采购的全面铺开，专利药在过期后的收入大幅下滑，高毛利水平难以维持，很多巨头药企开始陆续剥离生产、海外研发等非核心资产。因此在多因素的推动下，传统药企将非核心的产能转移至 CDMO 企业并形成战略合作的意愿越来越强。

图表 29. 全球专利到期对药物销售额的影响



资料来源：EvaluatePharma，中银证券

而新药研发越来越高的失败风险，也使得大药企更倾向于通过收购中小型 Biotech 公司的研发品种或整体公司来扩增研发管线，而不是将全部研发重心放在体内。而中小型新药公司多数并不具有自建产能的能力，而是依托于和 CDMO 企业的合作互利共生。综上可见，大型巨头药企和小型新药公司的外包动力将持续增强。

中国 CDMO 企业已具有承接欧美产能基础，印度企业优势渐褪

欧美地区为主流制药企业及 CDMO 企业的发源地，印度凭借语言和成本优势在仿制药及 CMO 领域起势较早。但随着印度 CMO 质量监管爆雷、IP 保护体系的先天缺陷、以及上游原料药端的对外依赖，近些年来印度 CMO 企业有明显萎缩之态，Jubilant、Dr Reddy's 等 CMO 企业的全球市场话语权日渐薄弱。相反，中国凭借海归人才红利及在原料和成本端的优势，快速崛起，据 Business Insight 数据显示早在 2016 年中国 CDMO 企业所占市场份额已经超过印度，成为除欧洲和美国以外最大的 CDMO 供应地区。

图表 30. 各地区 CDMO 企业优劣势对比

地区	优势业务	质量	IP 保护	GMP、EHS 等体系建设	时效性及快速反应能力	报价/成本	客户关系及地缘优势	附加服务
美国	API 及高端制剂							
西欧	API 及高端制剂							
中国	**中间体及部分 API**							
印度	通用名药物、中间体、API							

资料来源：中银证券

在传统质量控制体系及 EHS 等体系建设上，欧美 CDMO 企业仍然拥有领先十数年至数十年的经验优势，同时在 FDA 审查等方面的地缘便利也要明显优于亚太地区的企业。但随着国内企业的国际化接轨程度加深，以及国内对于原料药生产企业的监管趋严，我们正在逐步缩小与发达国家间的差距。产品结构上，目前靠近下游的较高端 CDMO 的大部分仍然掌控在欧美企业手中，而国内企业正在逐步从早期的中间体渗透到 API 和制剂业务，技术水平提升的同时也将提升国内企业的毛利水平和议价能力。

而在成本端，中国和印度等地则具有毋庸置疑的优势。相较于欧美企业的同类业务，平均可以降低 30-50%左右的成本。这对于在研新药、专利药或大宗的原料药来说都是极为重要的，在中国和印度逐渐在技术、质量、监管体系等方面逐渐赶上欧美企业后，便驱动药企更多得从欧美地区转向中印等地。

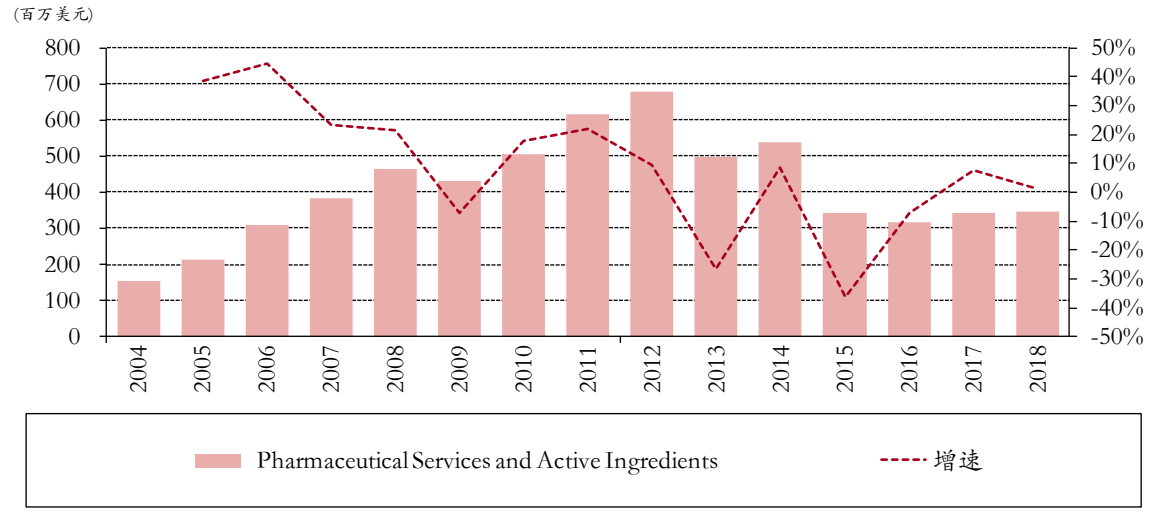
图表 31.我国 CRMO 具备服务成本优势

试验阶段	试验项目	中国试验成本低于发达国家成本比例
临床前	化合物筛选	30%-60%
	毒理试验	30%
	动物试验	30%
临床	I 期临床	30%-60%
	II 期/III 期临床	30%-60%

资料来源：Frost&Sullivan，中银证券

而中国较印度而言，具有更好的上游供应链优势。据估计，目前印度有近七成的药品原料依靠从中国进口，因此在前端资源把控及相关成本上，中国都有比印度更好的发展原料药的优势。最重要的是，印度先天的 IP 保护体系缺陷，已经使印度 CDMO 企业丧失了大量新药客户，并有逐步被中国替代的趋势。近几年来，印度 CDMO 企业在国际市场影响力明显减弱，主流企业的 CMO 收入也在明显萎缩，全球市场份额已经被中国超越。

图表 32. 印度 Dr Reddy's 的 CDMO 业务收入近几年呈下行趋势

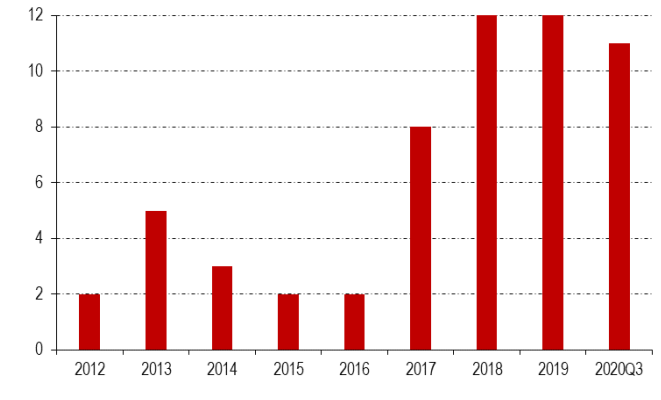


资料来源：彭博，中银证券

全球及国内医药投资热情持续，国内 CDMO 企业趋势而起

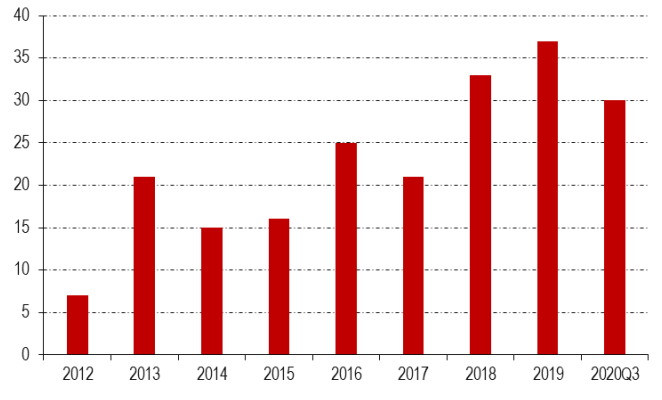
新药的 CDMO 业务作为创新药研发产业链上的配套服务，上游来自于新药的研发投入，因此药企研发支出和医药领域的投资额可以作为重要的前瞻指标。目前国内主流 CDMO 大多仍以海外客户业务为主，大药企研发支出主要决定医药外包的存量市场，而医药领域的投融资通过中小生物医药公司传导到下游形成增量市场。从前文关于 CRO 行业的论述中可以获悉，目前全球和国内的医药领域投融资仍在高速增加，国内的新药临床申请及上市申请数量上看，后续动力仍足。国内创新药上市申请数量也在快速增长。2017 年开始我国每年新申报上市的化学创新药数量明显增多， 2018、2019 年均达到 12 个;，2020 截至 9 月底，申报上市数已经达到 11 个。国产生物制品申报上市数量也在明显增长，2020 年延续快速增长的趋势，截至 9 月底，国内治疗用生物制品生产受理号数量为 30 个。综上，国内 CDMO 行业中期增长动力无忧，国内新药对于 CDMO 行业的拉动效应仍可持续。

图表 33. 2014-2020Q3 国产化学创新药 NDA 受理数量



资料来源：药智网，中银证券

图表 34. 2013-2020Q3 国产生物制品 NDA 受理数量



资料来源：药智网，中银证券

图表 35. 2020 年我国部分企业 1 类新药申报上市情况

申报企业	药品名称	治疗领域	承办日期
华北制药	重组人源抗狂犬病毒单抗注射液	抗狂犬病毒	2020.07.04
百济神州	帕米帕利胶囊	抗肿瘤	2020.06.29
恒瑞医药	海曲泊帕乙醇胺片	心血管	2020.07.25
君实生物	特瑞普利单抗注射液	抗肿瘤	2020.05.21
泽璟生物	甲苯磺酸多纳菲尼片	抗肿瘤	2020.05.15
海思科	环泊酚乳状注射液	麻醉药物	2020.01.22
华海药业	康泰唑胺片	抗生素	2020.01.04

资料来源：药智网，公司官网，中银证券

MAH 制度给国内 CRMO 市场带来巨大增量空间

MAH 制度（上市许可持有人制度）从 2015 年 11 月在我国 10 个省市试行，2019 年新修订的《中华人民共和国药品管理法》9 月 26 日全国人大常委会表决通过，其中特别增设第三章“药品上市许可持有人”，这标志着 MAH 制度在历经四年的试点工作后，成为一项正式运行的制度，并于 2019 年 12 月 1 日起施行。药品上市许可持有人制度（MAH）推出后，极大地促进我国医药行业的技术创新和质量体系的提高。对于研发机构来说，在 MAH 制度下可以作为上市许可持有人持有药品批准文号，分别委托药品生产企业进行生产和销售企业进行销售，从而获得直接收益，增强企业研发动力，驱动研发人员创新积极性。此外，在 MAH 制度下，如果不含技术审评时间，新药临床申报可由之前的 117-127 天缩短至 14 天；若包含技术审评时间，则由原先的 12-18 个月缩短至 9.5 个月，大幅度加快了新药的上市进程。在这个大环境下，研发机构需要建立完整合理的质量管理体系和药品安全监测体系，积极采取开放式合作模式，同 CRO 研究机构积极合作降低新药研发成本和分散风险。

同时，根据国家药品监督管理总局药品审评中心（CDE）公布的数据，2016 年以来国内完成审评的 IND 数量大幅增长。根据 CDE 发布的 2017 年度药品审评报告，药审中心 2017 年度审评通过批准化学创新药临床试验申请 399 件，共涉及 170 个品种，较 2016 年创新药临床试验批准的品种数翻了一番。这直接利好 CDMO 企业发展国内市场。

图表 36. 上海公布的部分 MAH 品种申请人和受托生产企业情况

序号	产品	申请人和持有人	受托生产企业
1	CAN017 注射液	北海康成	勃林格殷格翰生物药业（中国）有限公司
2	ZL-2401 对甲苯磺酸盐及制剂	再鼎医药	原料药：天津凯莱英制药有限公司 片剂：上海宣泰海门药业有限公司 注射剂：杭州澳亚生物技术有限公司
3	ZL-2306	再鼎医药	上海合全药业股份有限公司
4	CAN008 注射液	北海康成	无锡药明康德生物技术股份有限公司
5	BGB-A317 注射液	百济神州	勃林格殷格翰生物药业（中国）有限公司
6	HMS5552 及其片剂	华领医药	原料药：上海合全药业股份有限公司 制剂：上海迪赛诺生物医药有限公司
7	丙氨酸布立尼布	再鼎医药	上海合全药业股份有限公司
8	ZL-2303 盐酸盐	再鼎医药	凯莱英医药集团（天津）股份有限公司
9	呋喹替尼及其胶囊剂	和记黄埔	原料药：上海合全药业股份有限公司 制剂：和记黄埔医药（苏州）有限公司

资料来源：上海市食品药品监督管理局，中银证券

近期国内 CDMO 企业与新药企业战略合作情况

国内 CDMO 企业与多家新药研发企业已签订战略合作协议，充分发掘双方分别在研发及生产端的优势，强强联合、深度绑定。

图表 37. 近期部分国内 CDMO 企业与新药企业战略合作情况

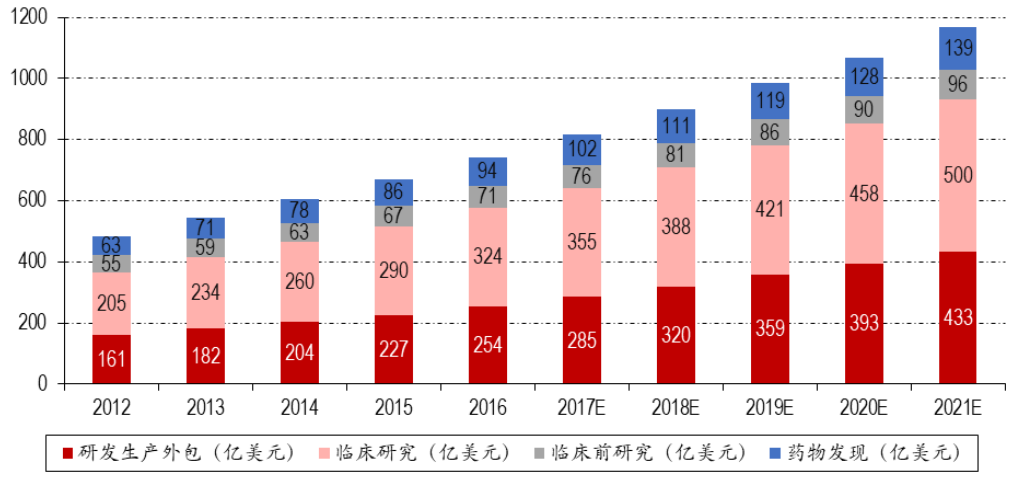
CDMO 企业	战略合作药企
凯莱英	2020.05 高瓴资本 2019.11 润佳医药 2019.10 和记黄埔 2019.07 轩竹医药 2018.11 中国药研 2018.11 复星医药 2017.07 力生制药
合全药业	2019.11 英派药业 2019.05 迪哲医药 2019.03 倍而达药业 2019.02 爱科百发 2019.02 BioLingus 2018.07 德琪医药 2018.05 Phoenix MD 2018.02 Regulus
九洲药业	2019.11 贝达药业 2019.11 艾力斯 2018.09 海和生物
博腾股份	2020.03 晶泰科技
成都先导	2019.11 LEO pharma 2019.12 三菱田边 2020.03 Kaken 2020.04 三菱田边
君实生物	2020.05 礼来

资料来源：各公司官网，中银证券

CDMO 行业市场规模不断提升

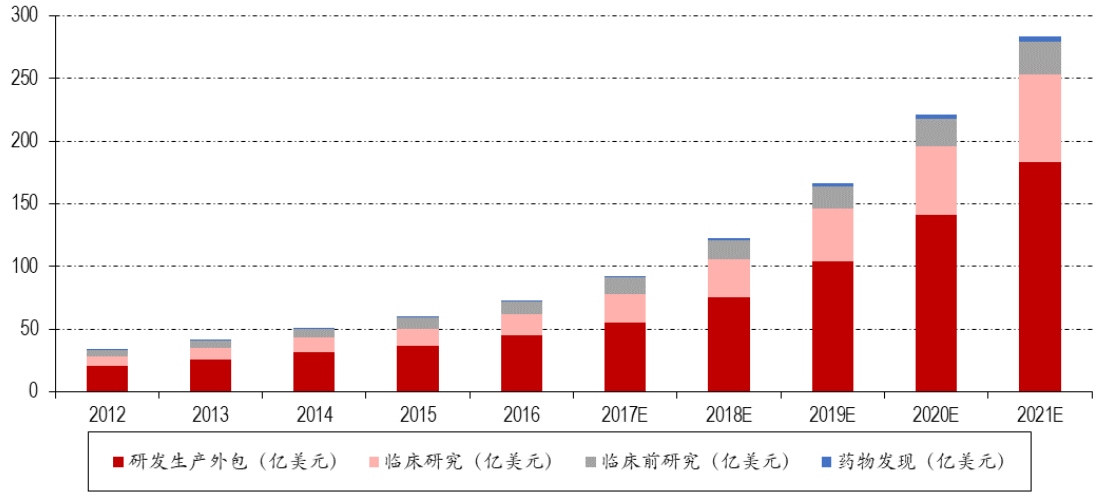
全球药物研究、开发及生产服务市场规模持续增长，中国药物研究开发生产外包服务市场规模近年也维持高速增长，2012 年至 2016 年复合增长率达到 21.8%，高于全球平均水平。

图表 38.全球 CDMO 市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，康龙化成招股说明书，中银证券

图表 39. 中国 CDMO 市场规模



资料来源：Frost&Sullivan，康龙化成招股说明书，中银证券

综上我们认为，在医保控费趋严和精细化的背景下，鼓励创新、带量采购等行业政策重构我国医药行业运行的模式，将从之前“销售”驱动逐渐转型为“研发驱动”，创新研发推动行业发展。对于药企而言，在仿制药价格下降必然趋势下，为了保证持续发展和稳定的盈利能力，只有转型创新研发，寻找新的利润增长点。研发投入持续增加为 CRO 的繁荣发展奠定基础。同时，在盈利空间被压缩的情况下，研发投入更加注重成本和效率，越来越多的药企和专业的 CRO 机构合作，CRO 的行业的渗透率不断提升。目前国内创新研发方兴未艾，从进临床数量、一级市场融资额等先导指标来看，CRO/CDMO 行业不存在景气度向下情况，内资药企的研发投入快速增加，CRMO 行业发展势头良好。

血制品行业经历两轮周期波动，进入低库存、稳增长阶段

由于涨价和两票制影响，血制品行业已经历完成去库存周期

血制品行业自 2015 年以来，由于价格、厂家的主动营销以及政策因素的扰动经历了三次周期波动。

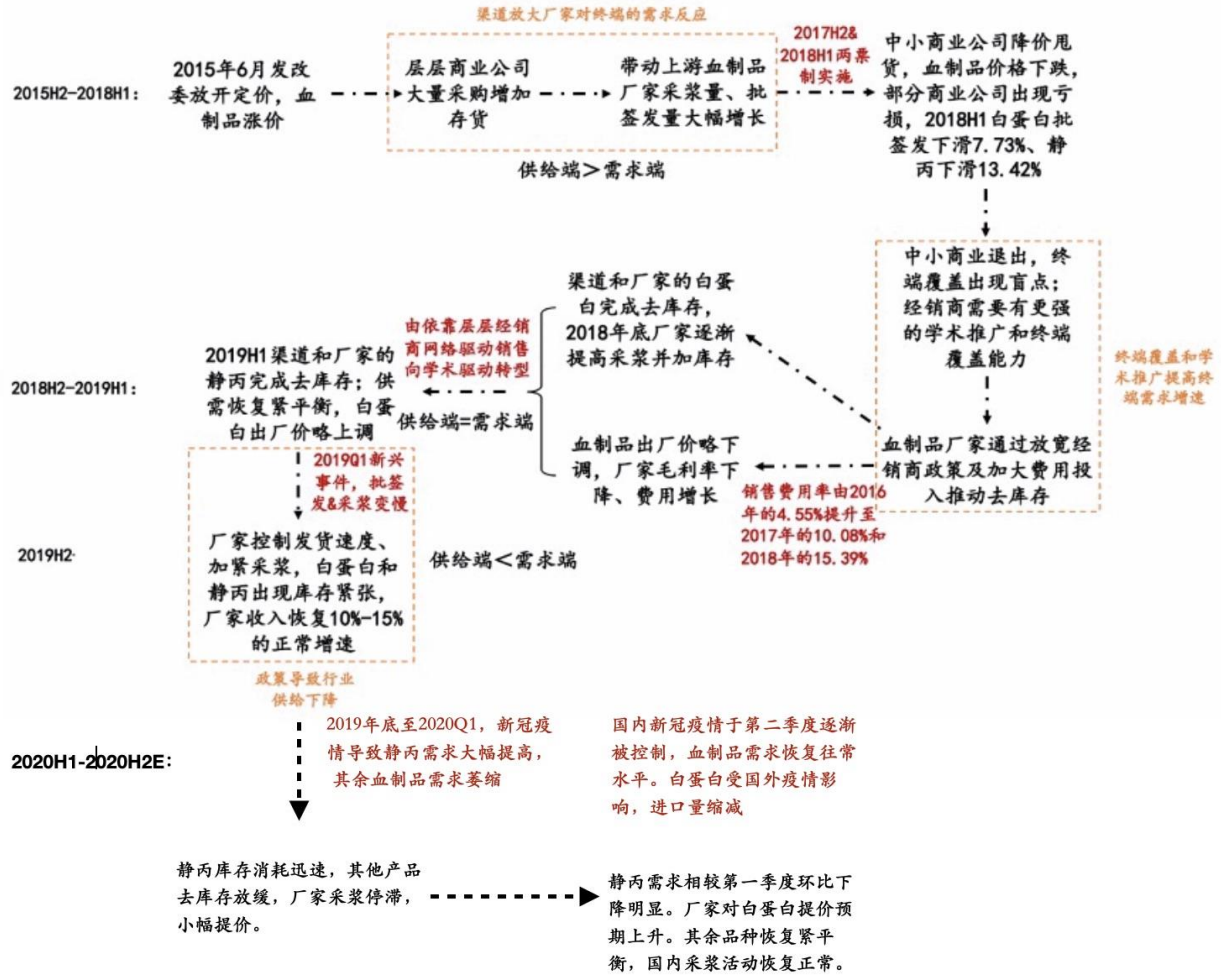
1. 2015H2-2018H1（主动加库存&库存积压）：2015 年 6 月发改委放开生物制品定价，在血制品涨价预期下，商业公司为了囤货大量向上游采购，带动了工业企业加大采浆力度。2017 年下半年，新政策“两票制”出台，即药品从生厂商到经销商到医院的采购流通过程中只允许开两次发票，以此减少中间商的层层盘剥，控制并降低药品价格。因此，部分小型商业公司退出市场，同时为了清理库存，大量降价甩货，以此竞争医院终端，导致血制品价格出现一定幅度的下跌。由于价格变动，工业企业的采浆和批签发速度也同比下降，此时供给大于需求。

2. 2018H2-2019H1（主动去库存）：之前血制品生产企业对下游渠道的控制力较弱、主动投入的营销费用也非常少。两票制的执行导致下游渠道减少，库存消化缓慢。为了清理库存，血制品生产企业及大型商业公司加大销售端投入，导致销售费用大幅增长，上市公司整体的销售费用率由 2016 年的 4.55%提升至 2018 年的 15.39%。同时，由于下游渠道大量退出市场，血制品生产商不再能只着眼于生产技术，同时也要分担学术推广的任务。随着费用的投入及学术推广的加强，2018 年底至 2019 年初白蛋白率先完成去库存，2019H1 静丙也完成去库存，行业供需处于紧平衡状态。

3. 2019H2-2020（库存紧张）：2019Q1 由于上海新兴事件的影响，导致血制品批签发收紧放缓，且厂家采浆到投浆的静置窗口期延长，加之 2019H1 白蛋白和静丙已经完成去库存，厂家开始控制发货速度，血制品价格尤其白蛋白出厂价有略微上调。同时，全国对新建单采血浆站的审批趋严，2019 年仅有 1 家浆站获批。因为厂家新增浆站非常有限，动员献浆员到提升采浆和投浆量需要较长时间，且批签发将长期保持严格的状态、批签发速度较慢，所以整体供给提速受限，行业处于供给略小于需求的状态。预计 2020 年厂家的销售费用率将下降，厂家对商业的政策会有一定调整，虽然厂家的盈利情况明显改善，但是库存紧张和新增供给受限，龙头企业的收入端增速会高于行业均值和采浆增速，保持在 10%-15%左右（净利增速由于费用率下降会高于收入端增速）。

4. 2020（去库存加速&库存紧张）：2019 年底 2020 年初爆发的新冠疫情对不同品种的血制品造成了不同的影响。血制品中最大的两类产品，人血白蛋白和静注人免疫球蛋白在疫情期间发挥了可观的防治作用，尤其是静丙优秀的抗病毒作用，导致批签发量大幅上升，新冠疫情加速了人血白蛋白和静丙的库存消耗。其他种类的血制品，例如特免、凝血类产品，则没有在疫情中得到利好，相反地，由于隔离措施，以及大量医疗资源倾斜给新冠的防治，大量手术延迟，同时隔离措施和佩戴口罩使 2020 年除新冠外其他疾病的发生率低于往常同期。因此，这些血制品的销售受到不同程度的影响，库存周转放缓。同时，2020 年的采浆量令人担忧。从一月底开始，为了阻断传染，大部分单采血浆站作为公共场所被迫休业，直到三月才逐渐恢复正常采浆活动。考虑到献浆意愿因为疫情降至低点，从采浆站被允许复工到恢复往常采浆量还需至少一个月的恢复期。另外，由于检疫期 3 个月的规定，若献浆员不能在 3 个月后参加检测，当时所采血浆亦不能投入使用，所以 2019Q4 所采血浆也面临无法投浆的风险。因此，市场对血制品的提价预期上升。

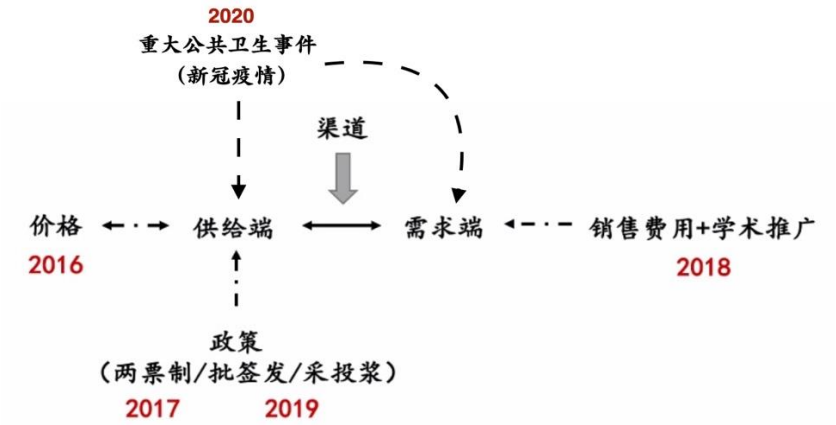
图表 40. 2015-2020E 年血制品行业的库存周期变化过程



资料来源：万得，中银证券

从血制品行业的周期变化归结起来，影响供需格局的三大驱动因素有价格、销售费用及学术推广、政策（两票制/批签发/采投浆）。其中价格与供给端为相互影响关系，政策端在不同的时期起关键作用的环节有所不同。三大因素在不同的周期发挥着不同的主导作用，且影响的持续时间也不同。预计未来几年受政策影响行业供给端受限为主要矛盾，血制品的价格会保持平稳或略微上涨，而随着厂家持续的销售费用投入和学术推广，需求端仍然会保持 10%-12%的稳定增长。2020 年由于受新冠疫情黑天鹅事件的影响，静丙的需求短期上升明显，特免、凝血类产品需求则在短期内有所下滑。同时，静丙借疫情为契机，认知度大幅提高，为企业节省了学术推广的费用。长期来看，在疫情快速得到控制后，血制品的销售将恢复正常，价格也将继续保持小幅稳定增长的趋势。

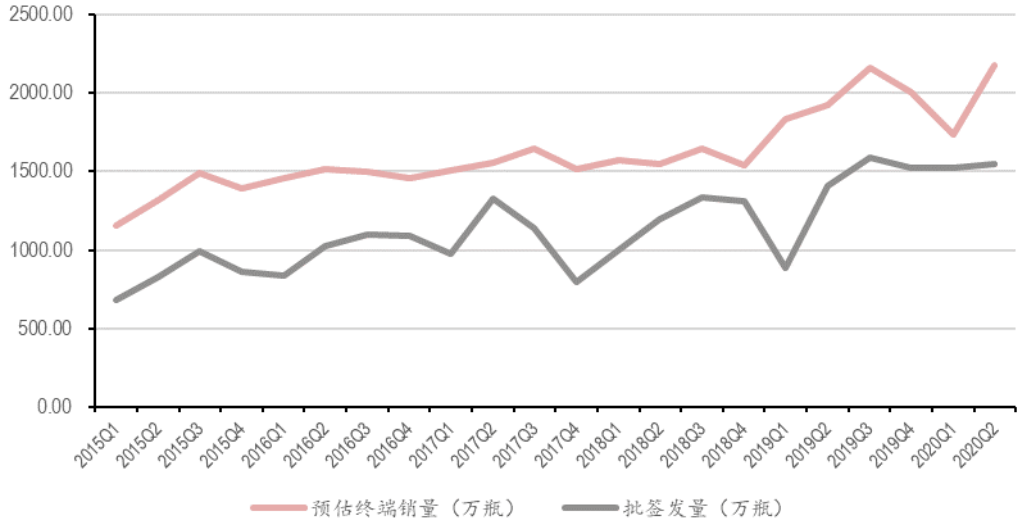
图表 41. 血制品行业供需格局变化驱动因素示意图



资料来源：万得，中银证券

2020 年初新冠疫情爆发后，白蛋白在疫情防治中体现了一小部分辅助作用。98%的新冠感染者出现了血清白蛋白下降的现象，人血白蛋白能够有效向人体补充白蛋白。2020 年 Q1-Q3 季度总批签发量同比增长 16%，其中进口白蛋白批签发同比增长约 26%，国产白蛋白同比增长约 1%。特别是在第一季度，总批签发量的同比增速达到 75%。然而，同比增速的高增长并不能完全反映白蛋白的市场和库存情况，原因是在 2019 年同期，一部分国外白蛋白进口企业的注册证到期，导致 2019 年同期的批签发量基数较低。因此，人血白蛋白的库存应仍旧保持在紧平衡状态。由于国内采浆量已恢复，国产人血白蛋白的供给也已恢复至正常水平。进口白蛋白占据市场份额 60%，但由于国外疫情蔓延，采浆受限，预计进口厂商库存将继续走低。对于国内白蛋白厂商，将有机会替代部分进口产品的市场份额。

图表 42. 2015-2020 人血白蛋白季度数据：全行业预估销量与批签发量



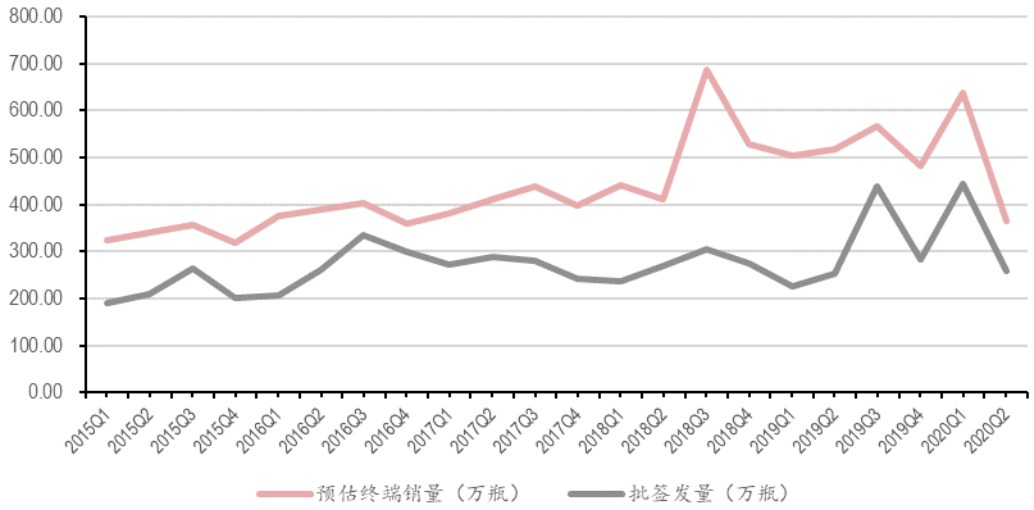
资料来源：万得，中银证券。

说明：人血白蛋白全行业预估销量数据由样本医院终端销量数据放大 7.4 倍后估得。放大倍数根据不同药品品种使用频率进行调整。

静丙长期以来属于临床认知不够充分且渠道下沉不足的品种，因此近一半时间厂家库存都高于渠道库存，其去库存和补库存的时间节点都晚于白蛋白。由于该品种依赖于学术推广，因此终端销量增速的波动性较大，随着 2019 年费用投入及学术推广的加强，终端销量增速快速上升。2019Q3-Q4 厂家去库存完毕、渠道开始补库，因此静丙库存多的企业如天坛生物、泰邦生物上半年业绩增速较快。

2020 年初的新冠疫情大幅提振了静丙市场，静丙在新冠疫情中表现出优秀的抗病毒作用。除了治疗新冠感染者外，一线医务人员通过输注静丙提高自身免疫力。在 2020 年 Q1-Q3 季度，静丙的批签发量同比增长约 10%。其中在疫情严重的第一季度同比增长达到 96%。目前，由于疫情已基本被控制，且恢复速度快于预期，医院提前作为战略储备的静丙库存能够支撑数月的需求，静丙的需求量大幅下降。因此，预计静丙价格短期内没有提价预期。长期来看，由于国内静丙的使用渗透率相对较低，静丙的市场开拓潜力很大，再者，本次疫情期间静丙表现优异，促进了静丙认知度的提升，节省了一部分学术推广的费用。因此，在未来的治疗中，静丙的使用渗透率有望提升，形成长期利好。

图表 43. 2015-2020 静注人免疫球蛋白季度数据：全行业预估销量与批签发量



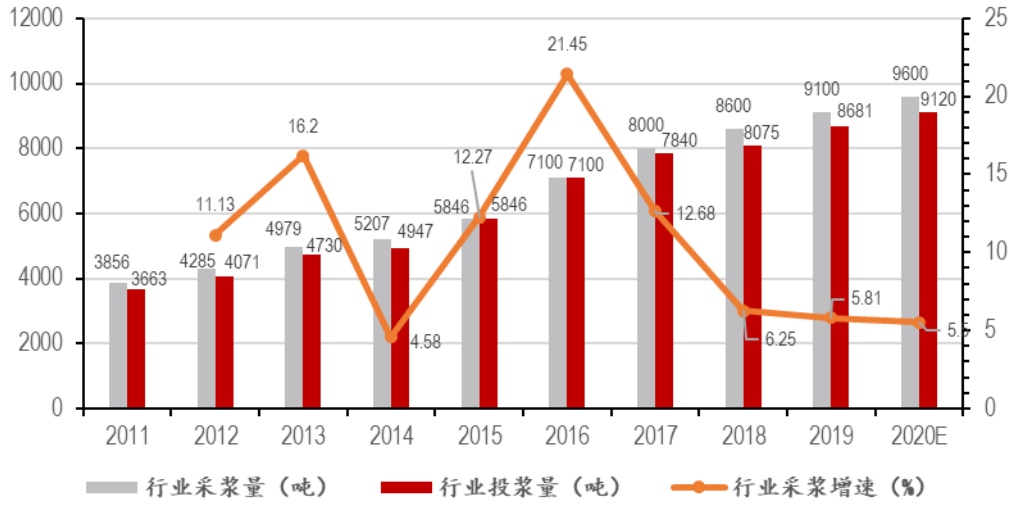
资料来源：万得，中银证券。

说明：静丙全行业预估销量数据由样本医院终端销量数据放大 6.6 倍后估得。放大倍数根据不同药品品种使用频率进行调整。

新一轮周期特点为供给端受限、需求端增长平稳，厂家处于低库存状态

目前行业的主要矛盾是供给端受限，除了每年新批浆站数量较少和批签发较慢外，从采浆到投浆的静置窗口期从原来的 3 个月延长至目前的 4-6 个月，行业采浆增速自 2016 年高峰时的 21.45%下降至目前的 6.5%-7.5%左右。2020 新冠疫情爆发后，全球的采浆活动都受到影响。国内采浆在第一季度几乎处于停滞状态。不过由于快速有效的防控措施，从第二季度开始，国内采浆活动已基本恢复往年水平。预计 2020 年全年国内的采浆量增速下滑 5%左右。国外的采浆站在疫情期间仍旧正常工作，但采浆效率下滑。由于目前尚未控制住疫情，国外的采浆将长期受到影响。根据国家规定，目前进口血液制品仅限于人血白蛋白和个别特殊审批种类。所以国外采浆所受的影响将体现在人血白蛋白的供给上，对其他品种的影响极其有限。需要注意国外采浆受限有可能导致人血白蛋白进口量逐渐萎缩，产生人血白蛋白的提价预期。

图表 44. 2011-2020E 年血制品行业采浆量、投浆量及其增速（单位：吨）



资料来源：万得，中银证券

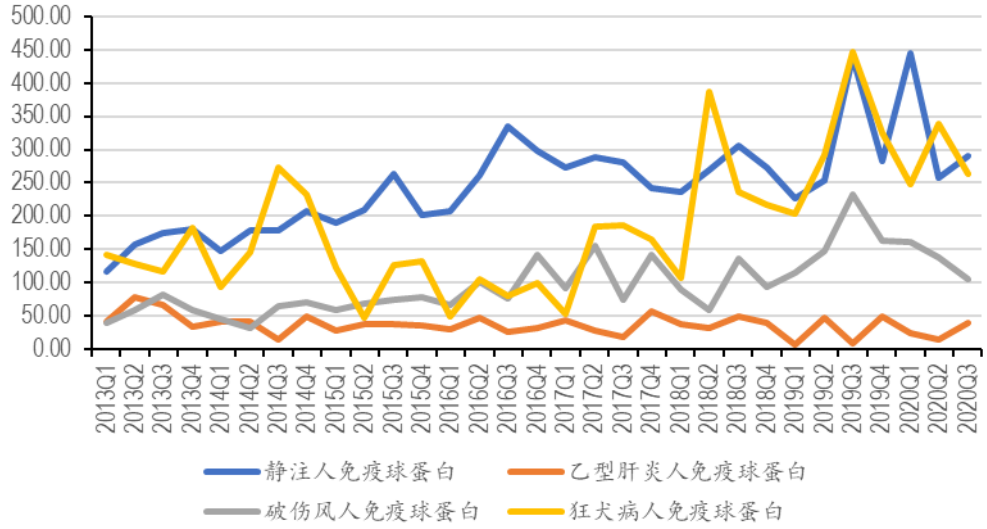
各品种供给分化明显，人血白蛋白和静注人免疫球蛋白经过一年的去库存，于 2019Q3 单季度批签发量创新高，其中白蛋白国产和进口的批签发比例持续保持在 40%：60%的水平。而破免和狂免由于主动免疫需求旺盛，供给加速早于白蛋白和静丙；同样凝血因子八由于临床刚需供给持续增长。因此对于采投浆增速受限的现状下，加大和重视小品种的供给和推广，也是部分龙头企业所选择的供给优化策略。同时，对已有品种的升级和技术创新也是龙头企业的策略之一，通过对例如高纯静丙和重组性人凝血因子 VIII 等产品生产技术的研发，血液制品企业能够提高生产效率并抢先占得市场份额。

图表 45. 2013-2020 年人血白蛋白季度批签发情况（单位：万瓶，折标）



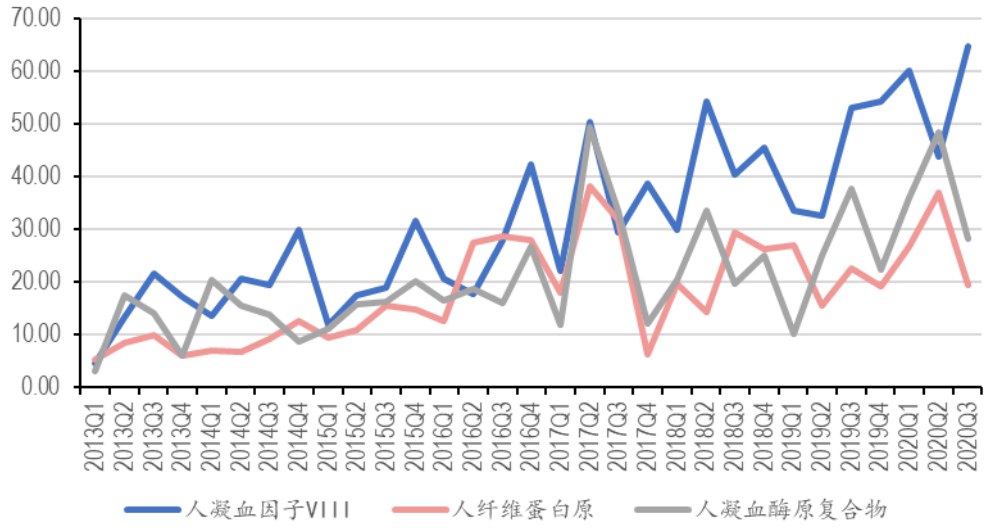
资料来源：万得，中银证券

图表 46. 2013-2020 年球蛋白季度批签发情况（单位：万瓶，折标）



资料来源：万得，中银证券

图表 47. 2013-2020 年凝血因子类血制品季度批签发情况（单位：万瓶，折标）

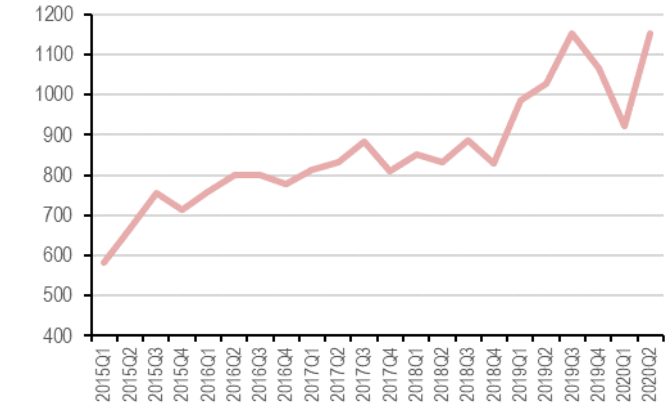


资料来源：万得，中银证券

从需求角度看，除了乙肝人免疫球蛋白外，其他血制品品种终端销售额长期保持着向上的趋势。2015Q3-2017Q3 由于价格上涨，几乎所有品种的销售额都快速抬升，尤其是纤维蛋白原、破伤风人免疫球蛋白、人血白蛋白和静注人免疫球蛋白价格涨幅相对较大，销售额增速也更快。经过一年的去库存后，白蛋白和静丙在学术推广的拉动下，销售额从 2018Q4 又快速增长。而对于一些小品种，如狂免、破免、凝血因子八（含重组）、纤维蛋白原由于临床刚需或主动免疫的需要，基本没有受到两票制的影响出现库存积压，终端销量持续保持旺盛势头。

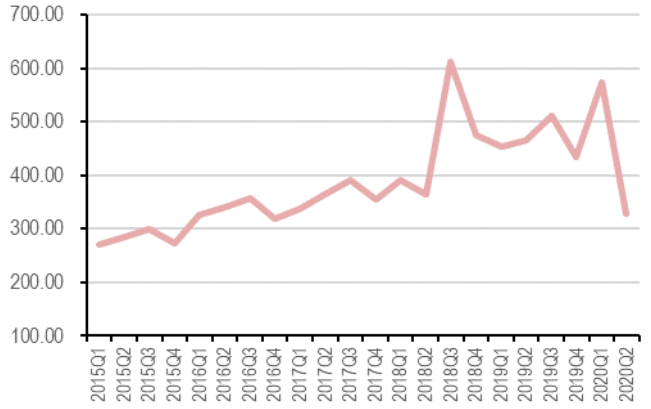
2020 年新冠疫情爆发后，不同种类血制品受到不同影响。疫情爆发的第一季度，因静丙在新冠疫情的防治中发挥的作用，静丙的需求大大增加；而其他种类的血制品需求都有所下滑，隔离措施、口罩的佩戴、以及对公共卫生更多的重视，使除新冠肺炎外的其他疾病的发生率下降，导致需求有所萎缩。另外，新冠肺炎的防治也挤压或延缓了其他疾病的治疗机会。随着疫情在第一季度末被控制，静丙的需求回落明显。其他种类的血制品也随着复工复产、社会活动的复苏，呈现出回到正常水平的趋势。由于控制疫情和经济复苏的速度快于预期，我们预测 2020 全年血制品市场需求仍然呈现正增长的态势。需要注意的是随着冬季来临，国内新冠疫情有反弹的风险。如若出现反弹的情况，可预见的是静丙需求将迅速增加，而其他种类的血制品需求则会受到负面影响，因此短期需求存在波动性。

图表 48. 样本医院终端白蛋白季度销售额（百万元）



资料来源：wind 万得，中银证券

图表 49. 样本医院终端静丙季度销售额（百万元）



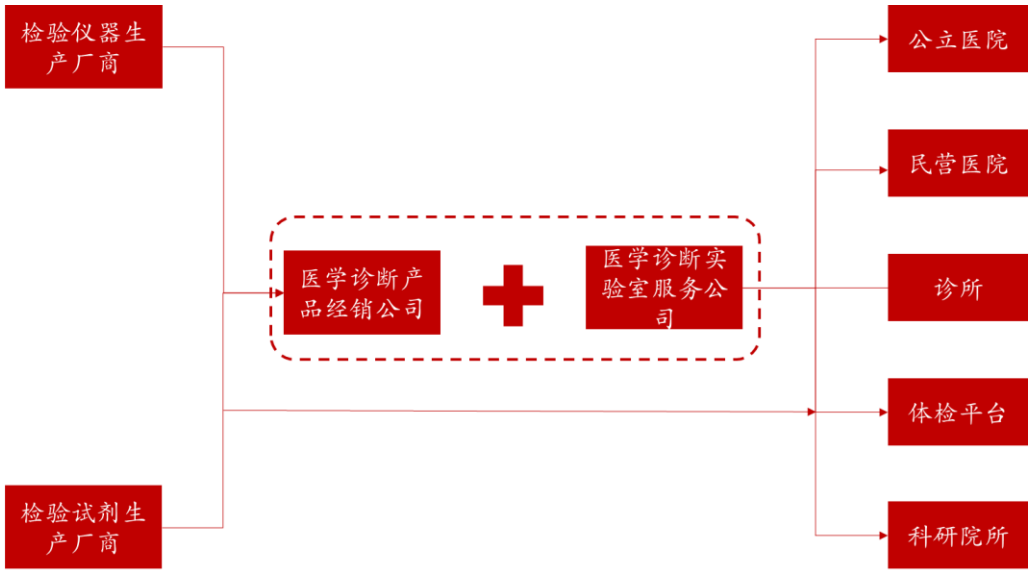
资料来源：wind 万得，中银证券

“政策+科技”赋能，国内低渗透率 ICL 行业发展空间巨大

从产业链条看第三方医学检测服务行业（ICL）独特优势

ICL 上游行业为医疗器械、诊断试剂、耗材等制造业，下游是为患者提供医疗服务的机构。由于规模效应原因，使得第三方医学检验机构相较于医疗机构拥有更为出色的成本优势以及更好的承担技术以及研究开发的能力。

图表 50. ICL 产业链



资料来源：中国产业信息网，中银证券

ICL 行业涉及疾病诊断关乎人们生命健康安全，所以受行业监管很大，政策壁垒也高，单独成立实验室需要经过申请然后要经过一系列质量检验等。其次，ICL 行业投入大，单纯的设立医学检验实验室就需要巨大的资金支出，而且还要实现实验室规模化、连锁化，外加冷链物流链的构建等。第三就是技术壁垒，随着组学的技术的发展，特检项目占比逐渐加大，从而对检验人员提出了更高的技术要求，也为 ICL 行业内公司的研发投入、人才引进与培养等提出了更高的要求。

图表 51. ICL 行业壁垒

ICL 行业壁垒	
政策壁垒	设立独立医学实验室需要省市卫生局颁发的《医疗机构执业许可证》，而且由于医学诊断报告为临床决策提供了大量的信息，涉及诊断病人生命安全。因此监管部门会谨慎控制区域内第三方诊断企业的设立情况，对行业的监管也愈发严格。
资本壁垒	一般新建一个实验室需要投入 2000 万元左右，且新设的实验室前 2-3 年亏损要达到 1000 万左右，第 3-4 年才能扭亏为赢，资金回收期较长。
技术壁垒	医学诊断服务行业具有技术水平较高、知识密集、多学科交叉综合的特点，医学检验方法先后经历了生化检验、酶联免疫检验、化学发光免疫检验和基因诊断等四次变革，高端客户尤其是三甲医院对诊断的灵敏度和特异性要求较高。

资料来源:，中国产业信息网，中银证券

图表 52. ICL 行业 SWOT 分析

Strengths	Weakness
有利于提高大型公立医院诊断试剂、设备采购议价优势及质量控制优势。检验项目外包，医疗机构无需自行购买检验设备。降低中小医疗机构成本，服务更多患者；更多的检验项目，提高诊疗水平；第三方机构专业培训，提高医务人员业务能力；患者可在基层医院进行检查，检查成本更低等。	医院分散，ICL 标本来源广、工作量大；对于第三方检验公司社会认可度相较医院偏低；受制标本保存条件等限制，需要专门的冷链物流系统，进一步给企业造成负担。部分医院外包项目未纳入医保；第三方医学检验结果不能及时和医生交流。
随着人口老龄化趋势加剧以及人们健康意识和消费能力的提升，国家卫生体制改革不断深入推进，医保控费、DRGS、分级诊疗、医联体和医共体等政策逐步落地；医疗结构服务的多元化和市场存量结构转移；检验诊疗手段需求的增加；医疗模式由治疗向预防转化，医保支付改革要求更“精准”和更“节约”，医院对盈利性和成本控制更加重视，从而催生增量整体化服务需求释放。这一系列因素给行业内企业带来了发展的机遇。同时公共卫生事件中，第三方医学实验室在专业能力、响应速度、服务水平、成本优等方面体现了独特优势。未来第三方医学诊断行业的市场规模和容量有望不断扩大。	
国家医改政策持续支持第三方医学诊断行业的发展，如带量采购政策、分级诊疗政策、精准医疗政策等；资本市场推动，由于第三方医学检测实验室的高成长空间及大量利好的行业政策等因素，吸引了大量的投资者。	行业监管问题，行业壁垒高，资金投入大，第三方实验室投入初期存在严重的亏损问题；现金回流问题；和医院之间存在部分业务竞争问题等。
Opportunities	Threats

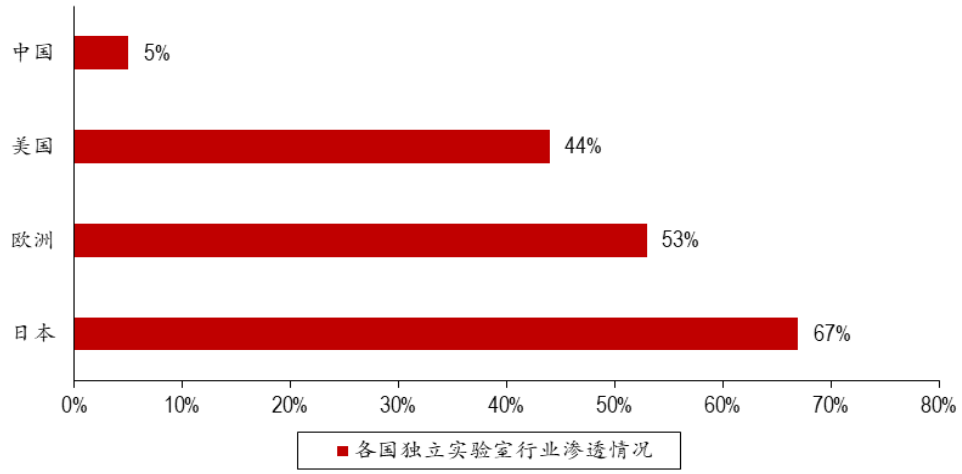
资料来源:，公司年报，中银证券

基于 SWOT 分析总体来看，第三方检验行业是成长趋势确定性的行业，无论是技术、政策、资金还是行业的优势等，都显示了行业巨大的成长空间。

我国独立医学实验室（ICL）行业状况

我国的第三方医学检验行业相比于日本、欧美等发达国家我国该行业市场占有率偏低，主要原因在于中国的医疗服务供给端主要以大型公立医院为主体，而国外以中小诊所为主。但从独立实验室营业收入占医疗检验行业收入占比来看，我国独立实验室营业收入占医疗检验行业收入占比仅仅是以上发达国家占比的百分之十左右，未来我国第三方医学检测行业发展空间仍然较大。

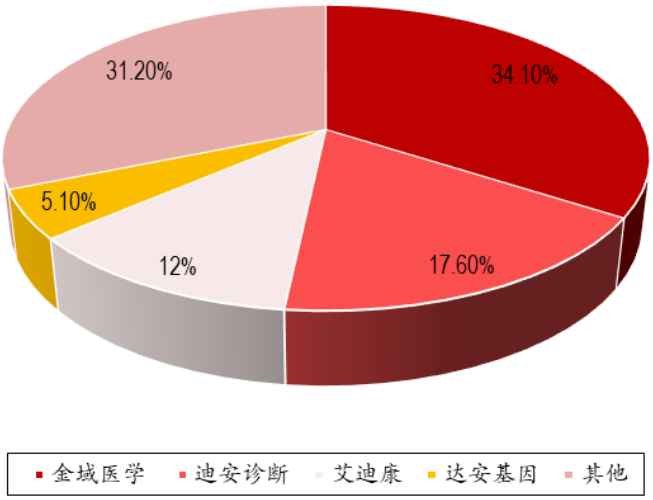
图表 53. 几个国家独立实验室行业渗透情况



资料来源：中国产业信息网，中银证券

2018 年金域医学、迪安诊断、艾迪康、达安基因四家占据了我国第三方医学检测近 70%左右的市场份额，行业市场集中度较高。迪安诊断和金域医学同为国内第三方诊断行业龙头企业，二者的独立实验室几乎在国内各个省份均有布局，业务覆盖全国。金域医学独立实验室数量 38 家，迪安诊断 39 家（含一家 CRO 实验室），而达安基因和艾迪康分别为 8 家和 20 家。

图表 54. 2018 年我国 ICL 行业主要公司市场份额占比

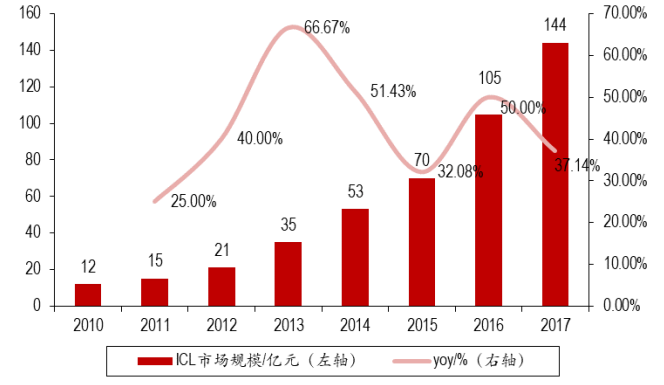


资料来源：公司年报，中银证券

我国独立医学实验室（ICL）行业政策背景

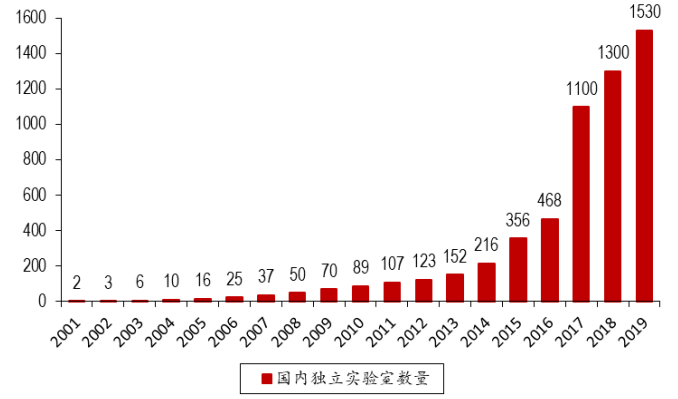
我国独立医学实验室起步较晚，在 2004 年之前我国都处于独立医学实验室的探索时期。2009 年，卫生部发布《关于印发医学检验所基本标准（试行）的通知》，使该产业受到国家的正式认可。到 2010 年，我国的独立医学实验室开始呈现规模化。受国家政策鼓励和市场需求扩大的影响，第三方医学检验行业市场规模不断壮大。为促进区域优质医疗资源共享，2016 年起国家卫生健康委员会陆续印发医学检验实验室、病理诊断中心等 10 类独立设置医疗机构的基本标准和管理规范，鼓励社会办医新业态的快速发展。2017 年，在沿袭近年来全球生物医药产业技术加速迭代的大背景下，国家医改持续深化推进，第三方医学检验行业处于持续创新变革与整合转型之中，这一年对中国第三方医学检验行业是利好"井喷"的一年。国家相继出台了《"十三五"深化医药卫生体制改革规划的通知》、《国务院关于印发"十三五"卫生与健康规划的通知》、《关于修改〈医疗机构管理条例实施细则〉的决定》、《关于做实做好 2017 年家庭医生签约服务工作的通知》、《国务院办公厅关于支持社会力量提供多层次多样化医疗服务的意见》、国务院办公厅印发《关于进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》等政策，客观上对推动第三方医学检验发展有重大意义。特别是党的十九大报告再次明确强调实施健康中国战略，要求"完善国民健康政策，为人民群众提供全方位全周期健康服务"，对推动第三方医学检验行业以更宽、更深的角度切入当前的医改热点，实现医疗卫生服务行业的供给侧改革，带来行业服务质量的提升和市场规模的扩大，意义更加深远，第三方医学检验机构 2017 年底猛增至 1100 多家。2018 年，在沿袭近年来全球生物医药产业技术加速迭代的大背景下，国家大健康战略深化推进，第三方医学检验行业处于持续创新变革与整合转型之中，第三方医学检验机构的数量已发展到近 1300 家。从中长期来看，医疗健康产业将会得到政策持续性支持，市场空间进一步释放，进而将带动包括第三方医学检验行业在内的各细分行业持续快速发展。国家政策鼓励独立医学实验室发展受益于政策扶持、行业不断开放，我国第三方医学检验行业正在逐渐发展壮大，现已成为医疗服务领域不可忽视的力量。国家卫健委卫生发展研究中心研究报告指出，国内检验市场总量大约为 2800 亿元，2017 年国内第三方医学实验室的市场规模在 140 亿元左右，相当于整体市场的约 5%，占比仍较低。

图表 55. 我国 ICL 行业市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，迪安诊断 2018 年报，中银证券

图表 56. 我国独立实验室增长情况



资料来源：金域医学年报，中国产业信息，中银证券

图表 57. 我国 ICL 行业相关政策

时间	文件名称	相关内容
2009.12	《医学检验所基本标准(试行)》	对医学检验所的科室设置、人员、房屋、设施和布局、设备、规章制度和注册资金等方面进行了规定，标志着独立医学检验所正式进入医疗机构
2013.10	《关于促进健康服务业发展的若干意见》	大力发展第三方服务。引导发展专业的医学检验中心和影像中心。支持发展第三方的医疗服务评价、健康管理服务评价，以及健康市场调查和咨询服务
2015.06	《关于促进社会办医加快发展的若干政策措施》	探索以公建民营或民办公助等多种方式，建立区域性检验检查中心，面向所有医疗机构开放
2016.07	《医疗机构设置规划指导原则(2016-2020 年)》	探索设置独立的区域医学检验机构、病理诊断机构、医学影像检查机构、消毒供应机构和血液净化机构。逐步实现区域医疗资源共享
2016.10	《关于印发医学检验实验室基本标准和管理规范(试行)的通知》	明确医学检验实验室属于单独设置的医疗机构，为独立法人单位，并明确了作为“独立”法人设立的实验室的标准和地位
2017.01	《“十三五”卫生与健康规划》	大力发展第三方服务，引导发展专业的医学检验中心和影像中心等
2018.06	《关于进一步改革完善医疗机构、医师审批工作的通知》	明确提出了第三方医疗机构的共享机制。医疗机构与独立设置的医疗机构签订协议，可作为相关诊疗科目的登记依据，独立设置的医疗机构参与医疗机构、城市医疗集团和县域医共体等均有了明确的实施路径
2019.02	《关于明确养老机构免征增值税等政策的通知》	对第三方医检机构等社会医疗机构提供的医疗服务免征营业税和增值税
2019.06	《关于促进社会办医持续健康规范发展的意见》	在品牌效应打造、公立医院和第三方医学检验机构分工合作、医保结算以及多种合作模式探索等方面，作了具体的政策支持

资料来源：卫健委官网、中国政府网，中银证券

近年来，医药行业各项政策密集出台，带量采购、医保控费、分级诊疗等政策为第三方医学检测（ICL）行业带来新的变革。ICL 属于资本密集型和人力密集型行业，公司作为国内 ICL 领先企业，具备较强的规模优势和成本管控优势，因此公立医院将部分自己没有比较优势的检测项目进行外包。“两票制”、集中采购、医保控费等政策也为行业带来新的变革。一方面医院面临着医药分开，药品降价，获利能力降低，由于医学检验的仪器设备、相关检验人员成本较高，监管部门要求检验项目价格下调后，检验科利润减少，高额的医学检验设备与耗材驱使医院采取检验外包政策。另一方面 ICL 因为集中为各类医疗机构提供医学检验外包服务，所以需要大量的检验设备与耗材，从而具备良好的供应渠道，通过集中采购设备和试剂的规模化效应有效降低采购成本。政策的出台也有效促进了 ICL 的发展。

科学技术进步赋能 ICL 行业新活力

近年来 ICL 行业头部公司金域医学、迪安诊断等不断布局医学检测特检业务，研发费用持续提升，迪安诊断更是做出战略规划，计划在 2024 年特检业务占公司检测业务的 50%。例如，随着基因组测序技术快速进步以及生物信息与大数据科学的交叉应用而发展，通过基因组、蛋白质组等组学技术和医学前沿技术，对于大样本人群与特定疾病类型进行生物标记物的分析与鉴定、验证与应用，从而精确寻找到疾病的原因和治疗的靶点，并对一种疾病不同状态和过程进行精确分类，最终实现对于疾病和特定患者进行个性化精准治疗的目的，提高疾病诊治与预防的效益。

质谱临床助推 ICL 行业进军市场新蓝海

质谱具有高特异性、高灵敏度、检测样品用量少、高通量、高效、快速等特点，能同时对同一样本进行多指标测定，在癌症等重大疾病检测等方面有独特的优势。并可对血液、痰液、尿液、脑脊液和胸腹腔积液等多种样本进行检测。在临床领域，质谱分析技术可以应用于临床生化检验、临床免疫学检验、临床微生物检验以及临床分子生物诊断等多个方面。其在新生儿遗传代谢病筛查、维生素及激素、治疗药物监测、微生物鉴定等领域拥有广阔的应用前景。对于某些疾病只需检测一项指标就可以确定疾病，从而提高效率，降低成本。美国等发达国家已经将质谱分析法广泛应用于医学检验，我国目前质谱分析法还处于起步阶段。目前的质谱检测机构美国有 Quest、Labcorp，中国有金域医学、迪安诊断（凯莱谱）等。

图表 58. 不同类型的质谱平台特点及其应用

基质辅助激光解吸飞行时间质谱(MALDI-TOF MS)
可用于对核酸、蛋白质、有机物等的快速分析、微生物鉴定、核酸分析等。 举例 1) MALDI-TOF MS 在微生物方面有独特的优势。对样品纯度要求不高，可以直接使用临床样本，或者经过分离培养挑选单菌落进行检测，获得其蛋白质谱图，与更新的微生物数据库参考图谱进行比对，从而进行精确鉴定，缩短了鉴定的时间。 2)核酸分析， MALDI-TOF MS 在基因 SNP 检测方面具有一次检查多个位点的优势。基于单碱基延伸基础上的 MALD-TOF MS 核酸检测技术能够快速、可靠、高通量开展 SNP 位点分析。MALD-TOF MS 技术可应用于个体识别和亲子鉴定、胎儿 RHD 基因型鉴定、软骨发育不全基因筛查等。
液相色谱质谱联用技术(LC-MS)
广泛应用于血液、尿液等样品中的各种代谢产物以及蛋白质、多肽、维生素、激素等分析。 1)新生儿遗传代谢病筛查会对新生儿产生严重的危害。LC-MS 可以在比较短时间内高通量分析干滤纸血片上的氨基酸图谱和肉碱图谱，大大提高了检测速度和通量。 2) LC-MS 在血药浓度检测、抗生素浓度检测以及食品中化学农药残留方面的检测中具有突出优势。目前血药浓度检测的主要方法有光谱法、免疫法、色谱法、质谱法等。质谱法更为灵敏、精准和经济。 3)维生素类检测，临床实验室应用 LC-MS 技术一次可进行多种不同类型维生素检测，从而可大大降低检测成本，具有检测高效、高灵敏度及高特异性的特点，是维生素临床检测的主流技术。 4)激素类检测，LC-MS 在激素检测中灵敏度高、稳定性高，受到临床内分泌学科的高度认可。 5)肿瘤标志物筛选，LC-MS 可以高通量分析检测肿瘤患者与健康人体液中代谢成分的差异，从而筛选出潜在的肿瘤标志物。充分利用质谱技术的高通量特点，结合大数据技术的综合分析能力。
气相色谱质谱技术(GC-MS)
1)尿液中代谢产物的检测由于尿液中常包含如氨基酸、糖类、有机酸、醇类等代谢终产物，其浓度高于血清，易于收集，而且大部分代谢产物易挥发，所以可通过 GC-MS 检测尿液的特征性代谢产物，为诊断遗传代谢缺陷病提供可靠的依据。GC-MS 分析技术是遗传代谢缺陷病早期筛查与诊断的可靠手段。 2)误食有毒有害物质后会导致不同系统的急性、亚急性疾病。快速有效地确定致毒物质是后续临床治疗的关键。GC-MS 在毒物筛查中,可以快速、高效、方便地为临床诊断、治疗提供依据。GC-MS 不适于难挥发、强极性、易热解的有毒有害物质。LC-MS 技术对于难挥发、强极性、热不稳定毒性化合物的分析具有一定的优势。
电感耦合等离子体质谱技术（ICP-MS）
微量金属离子对人体健康至关重要，这些离子的过多摄入或者不足都会不同程度引起生理功能的异常，因此需要检测一些药物、食物、环境中各种金属元素的含量。ICP-MS 可以对元素周期表中绝大多数元素进行定量分析。而且,其具有对样本类型要求较低,检测灵敏度高、干扰少、超痕量检测测线性范围宽等诸多优点。

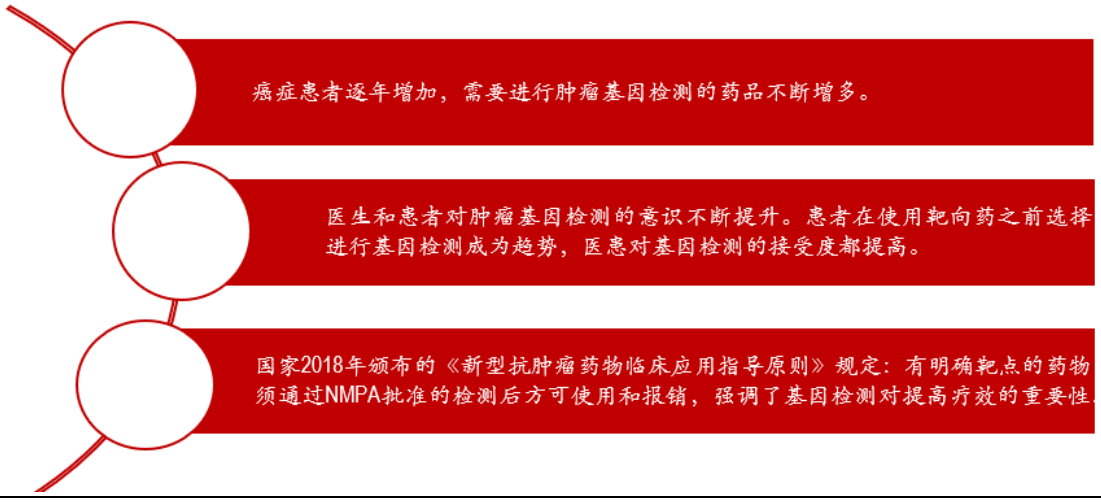
资料来源：科学网，中银证券

临床质谱应用范围广阔，可在生化、免疫、微生物、分子等多领域对传统方法学进行替代。比传统诊断技术更具灵敏性、特异性和准确性，且具有高通量、高效率和低成本的优势。临床上应用相对成熟的质谱技术主要应用于微生物鉴定、核酸检测和蛋白质分析等领域，分别是微生物质谱、液相色谱串联质谱(LC-MS/MS)和核酸质谱(MALDI-TOF)。

高通量测序（NGS）技术

基因测序是一种新型基因检测技术，能够从体液里分析测定基因全序列，预测罹患多种疾病的可能性，个体的行为特征及行为合理。基因测序技术能锁定个人病变基因，提前预防和治疗。同时和大数据结合，锁定更多的疾病特征。测序技术是单基因遗传病诊断应用的主要技术，针对检测基因的范围可大体分为单基因检测技术和多基因检测技术。单基因检测是指针对某一特定基因进行测序的技术，适用于具有特异疾病表型的疾病。单基因检测技术中应用最广泛的是 Sanger 测序，也称一代测序。Sanger 测序因仅能检测一个或少数几个基因，因此适用于明确可识别的特异性表型的疾病诊断。多基因检测技术主要是 NGS 测序，也称二代测序。可以对基因组的成百上千个基因、甚至全部人类基因进行大规模的平行测序，同时对产生的数十万至数百万的数据进行同时读取，可以从根本上解决单基因遗传病因异质性、基因多、表型复杂造成诊断难的实际问题。

图表 59. 基因检测需求持续提升



资料来源：国家统计局，中银证券

由于 NGS 一次可检测多个靶点，高灵敏度、高准确度和高利润率使其受青睐。2016 年，精准医疗被纳入"十三五"国家科技创新专项规划。作为促进精准医疗发展的重要技术，NGS 享受到更多的政策红利。

类似于质谱平台和 NGS 平台这类特检领域业务平台有着极强的技术壁垒和巨大的市场规模及空间。相信随着科学技术的不断发展，多学科交差研究不断深入，未来会有更多的医学检测技术出现，从而实现已有的检测手段的不断更迭，进而从检测能力上不断推动 ICL 行业发展。

我国第三方检测行业发展趋势

第一、随着人口老龄化进程的加快、疾病发率上升，健康管理观念普及，我国国民的健康诉求必将持续升级，人们对医疗消费需不断提高继推动我国的医疗服务行业快速发展，同时第三方医学检验也仍将保持高速续增长；

第二、国家政策导向，一方面政府持续支持全民健康水平的提升，政府对医疗检测项目的投入也将不断加大，类似于遗传性疾病的产前诊断、新生儿先天性疾病筛查和体检普查等，由于检测数量较大、成本大，检测项目会倾向于第三方检验服务机构。另一方面，政府覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度频出。分级诊疗、区域医联体、医共体建设将使三甲医院以下的医院获得大量的患者，而一些不具备医疗检测功能、或者医学检测能力比较弱的医疗卫生机构将大量依赖于第三方检验服务机构。医保控费、集采等医药行业政策，使得药品、医用耗材等销售价格下降，大大压缩了医院的利润空间，这也会加大医院等医疗机构对第三方检测机构的依赖；

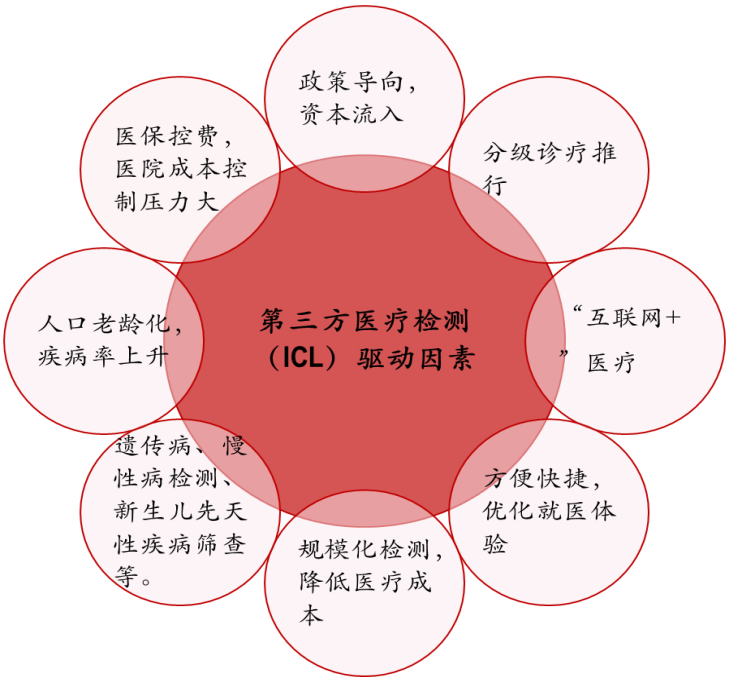
第三、医疗"互联网+"趋势将愈加明显。随着互联网医疗新势力的崛起，传统医院的检测、诊断、医疗服务等将产生颠覆性变革，线上预约检测、诊断后线上获取诊断报告或许成为一种趋势，从而为第三方检测行业带来巨大的增量市场；

第四、ICL 行业集中化、规模化、集约化趋势将更加明显；

第五、组学质谱等高端检验占比将逐渐增加，从而检验技术人员也将更加趋于人才化，且人才趋于多元化，不仅仅局限于独立医学实验室的检验专业人员，还包括信息化人才、甚至临床医生；

第六，随着分级诊疗的推进第三方医学诊疗市场的更加充分化，从而人们医学检验更加便捷化。

图表 60. 我国 ICL 行业驱动优势



资料来源：公司年报，中银证券

国内疫苗行业格局渐趋集中，创新品种潜力巨大

监管升级，国内疫苗行业格局渐趋集中

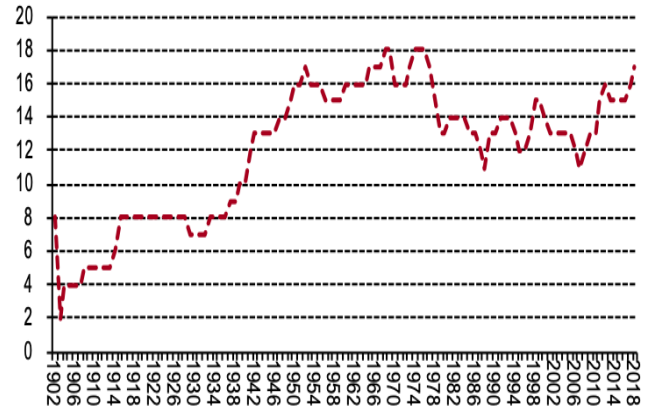
以美国疫苗行业为例，1902，1944 和 1986 年美国出台了三次重大立法并对行业影响深远。从 20 世纪初疫苗生产销售，品种注册、流通、上市后监测等法规的逐步出台和机构的设立，奠定了美国疫苗安全管理体系的架构，使得美国疫苗行业为寡头垄断格局呈现典型的“二八原则”。1901 年美国有 8 家疫苗生产企业，至 2018 年共有 17 家企业，117 年间共有 31 家疫苗企业退出。其中 23 家是因为并购而淡出（包含出现事故而被收购的企业），另外 8 家是由于行业负面事件的影响导致其彻底退出。在美国疫苗行业历经波折的过程中，行政许可力量和法律法规出台（法律诉讼）是导致疫苗企业数量下降和疫苗品种减少最为主要的两个因素，也是市场集中度提升的重要原因。

图表 61. 美国人用预防性疫苗行业监管法规出台历程

时间	法规名	内容	对应事件	状态
1813	《鼓励免疫接种法》	总统可以指定疫苗供应商储存真正的疫苗；**成立国家疫苗管理局**，保障任何美国公民通过申请均能获得疫苗	-	1822 年因指定疫苗供应商产品出现污染而废除
1902	《生物制品控制法》	**对疫苗产品的纯度和效力提出要求**；**实行生产及销售许可制**，规定公共卫生部（PHS）每年检查并更新许可；对于不合格产品的制造商，PHS 可勒令其 15 日内召回产品及撤销其特许生产许可	1901 年白喉疫苗和天花疫苗污染事故造成 22 名儿童死亡	1944 年被纳入《公共卫生服务法案》
1938	《联邦食品，药品和化妆品法案》	首次将生物制品纳入药品范围		沿用至今
1944	《公共卫生服务法案》	第 351 条确立了生物制品的监管体系，具体而言 351（a）**确立以生产许可为中心的生物制品上市的基本要求和审批的基本原则**	1942 年因接种的人免疫血清被肝炎病毒污染，美国军队中有 2.86 万人发生黄疸性肝炎，其中 62 人死亡	沿用至今
1986	《国家儿童疫苗伤害法案》	**成立疫苗不良反应监测系统（VAERS）和国家疫苗项目办公室(NVPO)**；要求接种点在接种疫苗前，必须向本人或其监护人提供“疫苗信息声明”(VIS)；**建立国家疫苗伤害赔偿项目**；建立委员会审阅有关疫苗副作用的文献资料	1970 至 1986 年间，由于针对疫苗生产企业的诉讼数量增加，部分疫苗企业缩减产品品种，造成市场上疫苗种类的急剧减少	沿用至今
1994	《全国疫苗发展规划》	强调增加无疫苗覆盖疾病的疫苗开发，针对所有流感病毒的单一疫苗等新型疫苗的研发比例；建立常设小组就安全问题向政府提供建议；增加推荐疫苗的健康计划覆盖面及提高对疫苗接种补偿	-	2010 年修订后沿用至今

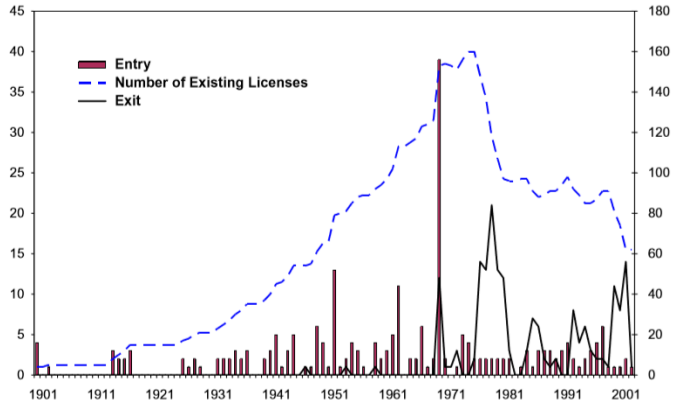
资料来源：CDC 官网，丁香园，中银证券

图表 62. 1902-2018 年美国人用疫苗生产企业家数



资料来源：cribdb.wustl.edu，中银证券

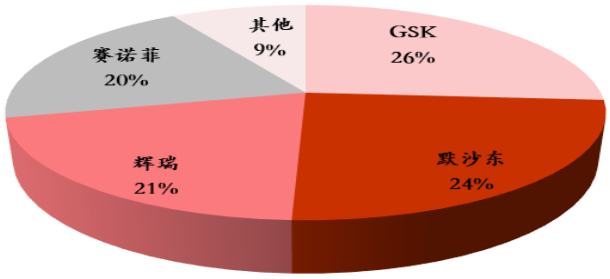
图表 63. 1901-2001 年美国疫苗品种数的变化



资料来源：Vaccine Supply: Effects of Regulation and Competition，中银证券

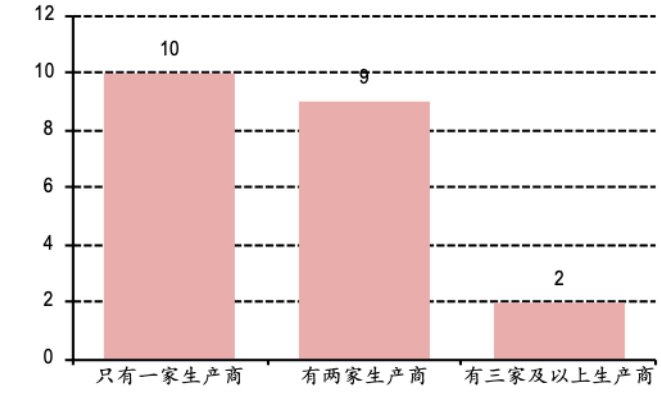
目前全球疫苗已经形成寡头垄断的格局，美国四家疫苗公司（GSK，赛诺菲，默克，辉瑞）合计占有全球疫苗市场超 90%的市场份额。在美国，CDC 建议常规接种的 21 种疫苗中，有 10 种是 1 家企业生产、9 种是由 2 家企业生产、只有 2 种疫苗是由两家以上的公司生产的，其中品种拥有量最多的企业是 GSK、其次为默克和赛诺菲。

图表 64. 2019 年全球疫苗市场竞争格局



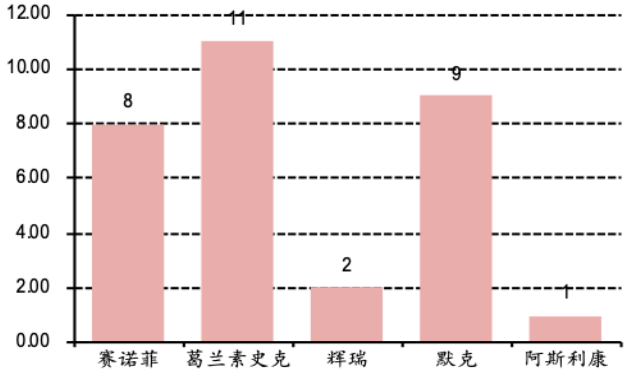
资料来源：各公司年报，中银证券

图表 65. 2019 年美国疫苗市场疫苗生产商家数



资料来源：美国 CDC，中银证券

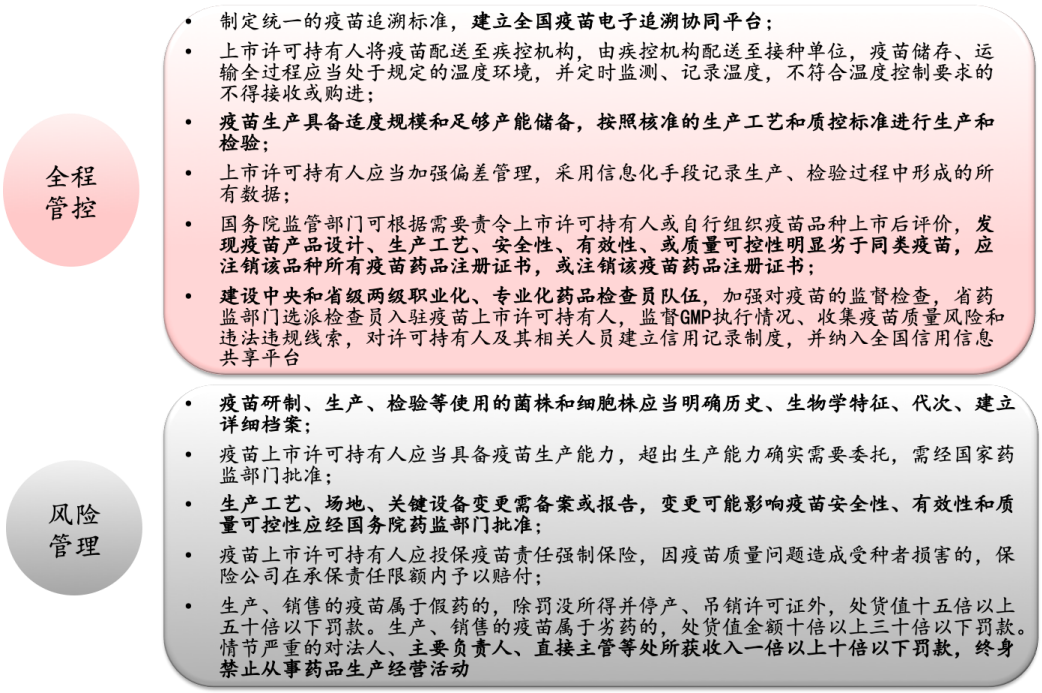
图表 66. 2019 年美国疫苗市场各生产商制造疫苗种类



资料来源：美国 CDC，中银证券

2016 年山东非法疫苗案和 2018 年长春长生“假疫苗”等负面事件使国内疫苗行业遭受了一定冲击，同时也推动了国家疫苗监管的完善与升级，国内疫苗行业监管模式渐向美国靠拢。2019 年，我国首部关于疫苗管理的专门法律《中华人民共和国疫苗管理法》颁布实施，对疫苗研制和注册、生产和批签发、疫苗流通和预防接种以及监督管理和法律责任等方面进行了明确规定，在制度设计中充分体现了“四个最严（最严谨的标准、最严格的监管、最严厉的处罚、最严肃的问责）”的要求。

图表 67. 疫苗管理法的两大核心关键词为全程管控、风险管理



资料来源：监管部门官网，中银证券

因为国内疫苗行业产业化起步较晚，所以目前市场格局还较为分散。但随着国内疫苗行业监管日趋严格规范，相关法律法规渐趋完善，市场格局有望逐渐集中。从疫苗研制到接种的全生命周期监管体系，《疫苗管理法》充分体现了国家提升疫苗行业准入要求、优化行业竞争格局、肃清行业乱象、提升行业集中度、促进产业并购及龙头发展、鼓励创新研发的核心思想，行业确定性进一步增强，行业门槛越来越高，优胜劣汰加快，强者恒强，优质的龙头公司将持续收益于行业集中度提升带来的红利。

新冠疫苗推动新技术研发平台发展

欧美国家新冠疫情的“二次爆发”使得疫苗价值愈加凸显，多国新冠疫苗研发工作均在稳步推进中。据 WHO 最新数据，目前全球有 11 个新冠疫苗研发处于临床Ⅲ期试验阶段，其中包括 7 个国外项目和 4 个国内项目；3 个项目处于临床Ⅱ期试验阶段；另外有多家企业项目处于临床Ⅰ期试验阶段。

图表 68. 国内外新冠疫苗研发最新进展

研发企业/合作机构	疫苗类型	临床前研究	获得临床批件	Ⅰ期	Ⅱ期	Ⅲ期	生产批件申请
BioNTech/复星医药/辉瑞	mRNA 疫苗						
Moderna/NIAID	mRNA 疫苗						
阿斯利康/牛津大学	腺病毒载体疫苗						
国药中生/武汉所	灭活疫苗						
国药中生/北京所	灭活疫苗						
Gamaleya Research Institute（俄罗斯）	腺病毒载体疫苗						
康希诺生物/中国军科院	腺病毒载体疫苗						
科兴生物	灭活疫苗						
Novavax	重组蛋白亚单位疫苗						
Bharat Biotech(印度)	灭活疫苗						
强生（杨森制药）	腺病毒载体疫苗						
智飞生物/中科院	重组蛋白亚单位疫苗						
Curevac	mRNA 疫苗						
万泰生物	流感病毒载体疫苗						
昆明所	灭活疫苗						
沃森生物/苏州艾博	mRNA 疫苗						
Inovio/艾棣维欣/康泰生物	DNA 疫苗						

注：企业/机构未全部列出

资料来源：公司公告，WHO，中银证券整理

图表 69. 新冠疫苗研发主要技术路线对比

技术分代	技术类型	原理	优点	缺点	国内涉及企业
第一代技术	灭活疫苗	先对病毒或细菌进行培养，然后用高温处理或化学灭活剂将其灭活	制备工艺简单，安全性高，研发耗时短	抗原特异性较低；免疫反应持续时间较短，可能需要多次接种	**北京所，武汉所，昆明所，科兴生物，康泰生物等**
第二代技术	重组亚单位疫苗	通过化学分解或有控制性的蛋白质水解方法，提取细菌，病毒的特殊毒素，多糖或蛋白质组分，筛选出具有免疫活性的片段	安全性高，不良反应少，稳定性高	对生产条件要求较高；需要佐剂	**智飞生物等**
第三代技术	**病毒载体疫苗(腺病毒，流感病毒等)**	将抗原基因插入至病毒载体，病毒表达出抗原性而不表达毒性	抗原性良好，产业化容易，安全性高，保存方便	存在接种不良反应，对生产条件要求较高	**康希诺，万泰生物，康泰生物等**
第三代技术	**核酸疫苗**	将编码某种抗原蛋白的外源基因直接导入体内，通过宿主细胞的表达系统合成抗原蛋白	研发快速，制备简单，生产成本低，免疫力持久	可能诱发自身免疫反应，DNA 疫苗存在整合宿主基因而致癌风险；mRNA 疫苗易降解，稳定性较差	**沃森生物等**

资料来源：疫苗技术的研究进展与分析. 中国新药杂志. 范红等，新冠病毒疫苗研发的思路与前景.药物生物技术.王建新等中银证券整理，公司公告，中银证券整理

疫苗行业发展至今，已经历经三代研发技术更迭。第一代疫苗技术为传统的灭活疫苗，制备工艺简单，安全性高，但同时免疫原性较差，一般需多次接种，此次新冠疫苗研发走此路线的机构有北京所，上海所，科兴生物等；第二代疫苗技术为重组蛋白疫苗，安全性较高，不良反应少，但需要疫苗佐剂，对生产条件要求较高，走此研发路线的新冠疫苗研发企业包括智飞生物/中科院；第三代疫苗技术则为腺病毒载体疫苗以及核酸疫苗，制备简单，产业化容易，但同时易引起接种不良反应，研究的机构包括康希诺/军科院（腺病毒载体疫苗），阿斯利康/牛津大学（腺病毒载体疫苗），沃森生物（mRNA），BioTech/辉瑞(mRNA)，Moderna/NIAID（mRNA）等。

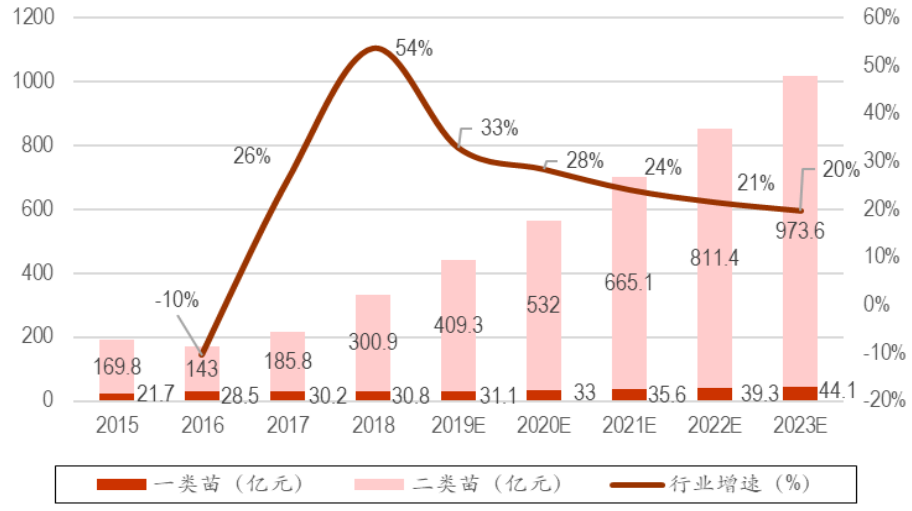
新冠疫苗研发多技术并行推进,总体来看,海外企业项目以第三代疫苗技术(腺病毒载体疫苗和 mRNA 疫苗）为主，研发进度位于前列，而国内企业则以灭活疫苗进展最快。11 月 6 号，辉瑞公布与 BioTech 联合研发的 mRNA 疫苗 BNT162b2 的Ⅲ期临床中期实验数据，显示该疫苗预防 COVID-19 的有效率超过 90%（远超 FDA 规定的 50%），并在 18 日时再次将 90%的有效率提高至 95%；此外，11 月 16 号，Moderna 公布其研发的 mRNA 新冠疫苗Ⅲ期临床中期实验数据，该疫苗有效性达到 94.5%。两项积极的实验数据结果有力地证实了 mRNA 疫苗的有效性，也基本消除了群众对于疫苗研发能否成功的担忧。国内方面，北京所和武汉所所研发的灭活疫苗是国内进展最快的项目，目前正在海外开展临床Ⅲ期试验，预计在 2020 年底前便能上市生产。

mRNA 作为第三代疫苗技术，当前未有产品成功上市，mRNA 新冠疫苗最终若能应用成功，将会成为整个疫苗行业的一项重大跨越。在此次新冠疫苗研发的契机下，国内疫苗企业通过合作研发等方式积极布局新技术研发平台，如康希诺生物的腺病毒载体疫苗，沃森生物与艾博生物联合研发的 mRNA 疫苗等，此类新型技术研发平台的建设使得国内疫苗研发与国际前沿逐渐接轨，研发水平提高，国内疫苗产业有望进入新的发展期。

意识提升+消费升级+技术创新，二类苗市场蓬勃发展

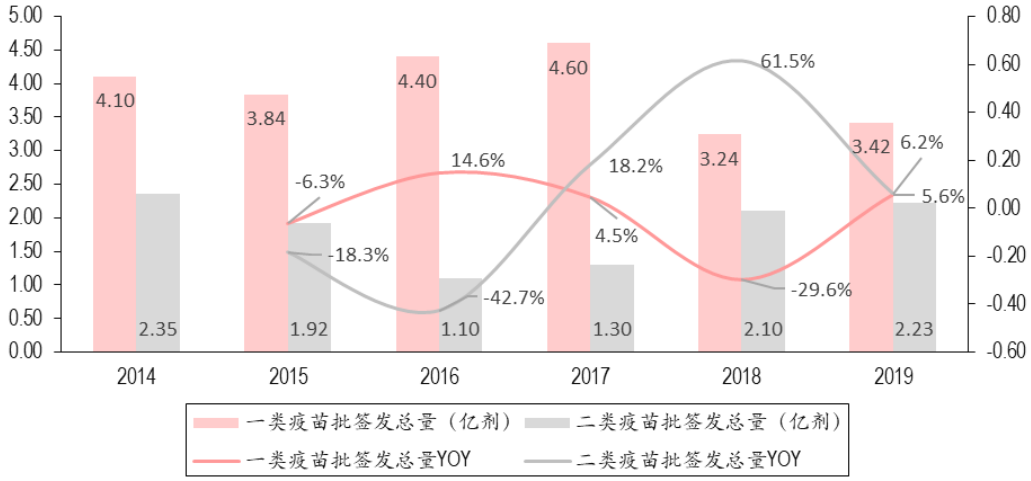
近年我国疫苗行业市场规模稳步增长，至 2018 年已达 331 亿元，其中二类非规划疫苗市场规模达 300 亿，占比达到 95%；批签发量方面，我国疫苗批签发量已持续 5 年每年达 5.5 亿剂以上，其中一类规划苗批签发量略有下滑，二类非规划疫苗则逐年攀升中。我们认为，二类苗市场快速发展的主要原因包括民众对于疫苗认可度的提升与疫苗接种意识的增强，国民人均收入增加带来的消费能力提高，以及重磅疫苗品种的发展。

图表 70. 2015-2023E 国内疫苗市场规模及预测



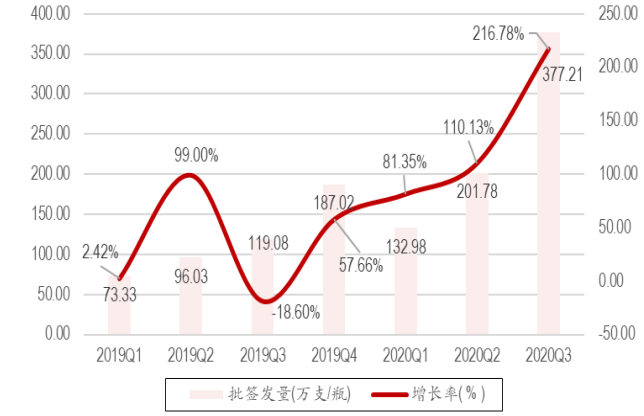
资料来源：Frost&Sullivan，中银证券

图表 71. 2014-2019 年国内疫苗批签发总量及增速



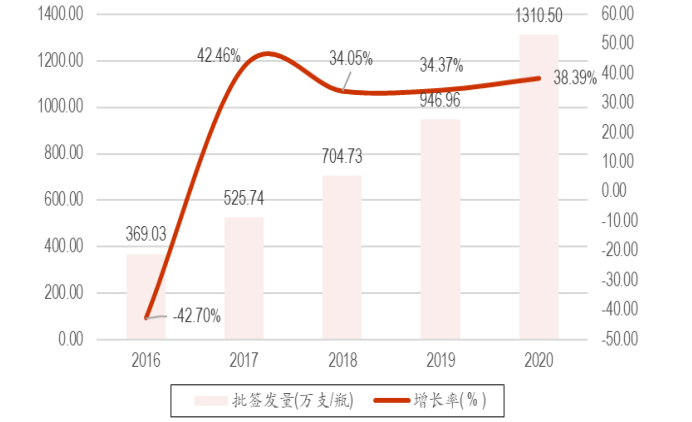
资料来源：中检院，中银证券整理

图表 72. 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗批签发量情况



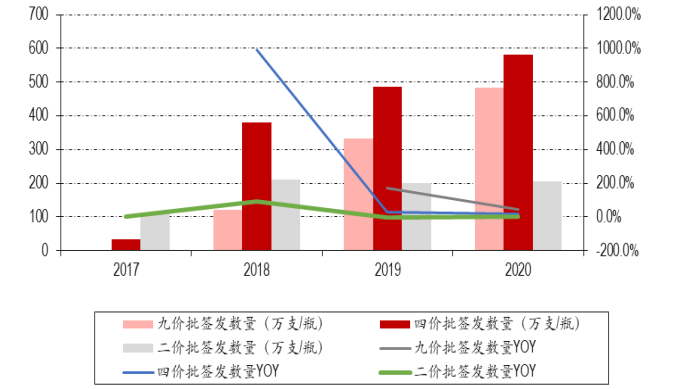
资料来源：万得医药库，中银证券

图表 73. 23 价肺炎球菌多糖疫苗批签发量情况



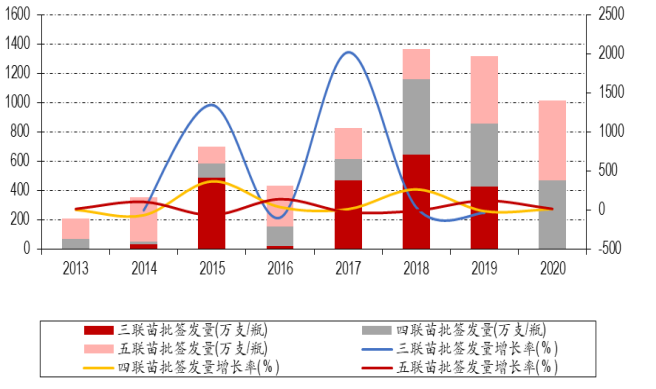
资料来源：万得，中银证券

图表 74. HPV 疫苗批签发量情况



资料来源：万得医药库，中银证券

图表 75. 多联苗批签发量情况



资料来源：万得医药库，中银证券

2020 年两个国内重磅疫苗品种（沃森 PCV13 和万泰沧海二价 HPV 疫苗）相继上市,开启了国内大品种的放量趋势。据中检院数据，国内 13 价肺炎疫苗批签发量在今年实现大幅增长，其中沃森 PCV13 上市贡献了主要增量，其前三季度批签发量达 331 万支，占总签发量 46.5%，与竞争企业辉瑞平分秋色；而万泰沧海的双价人乳头瘤病毒疫苗（大肠杆菌）作为首个国产 HPV 疫苗，在上市之后也实现了较快放量，截止 11 月 19 号，累计批签发量已达 204 万支。此外，其他一些二类疫苗重要品种，如 HPV 九价/四价疫苗，多联苗等，近年批签发量都呈现稳步放量趋势。

目前国内疫苗研发遍地开花，研发重点为肺炎，流感，HPV 等领域。总体来说，国内疫苗行业已经实现基础免疫的自给自足，现阶段的研发以二类疫苗为主。

从种类来看，研发进展相对靠前有流感疫苗，肺炎疫苗，HPV 疫苗等。流感疫苗为研发热点，也是目前研发最为成熟的一个品种，其中以四价流感病毒裂解疫苗进展最快，目前上海所已提交上市申请，武汉所，智飞生物等 6 家企业皆已处于临床Ⅲ期试验阶段，疫情过后流感疫苗目前已处于供不应求状态，新产品的上市有望缓解供给端的紧张局面；国产二价 HPV 疫苗目前研发进展也较快，沃森生物已提交上市申请，而四价和九价 HPV 疫苗研发进展相对较慢，目前只有上海博唯一家进入临床Ⅲ期试验阶段；肺炎疫苗近年也是研发热点，预计明年康泰生物所研发的 13 价肺炎结合疫苗将会上市。

从技术路线来看，我国民营企业涉足疫苗行业是在 20 世纪 90 年代，这些企业在 2005-2006 年开始立项多糖结合或多联疫苗的研发，通过技术引进及十多年的消化吸收和工艺摸索，目前已经达到相对成熟水平，企业聚焦的下一代疫苗技术主要集中在病毒载体疫苗和核酸疫苗等。在此次新冠疫苗的契机下，国内企业已开始积极布局下一代疫苗技术平台，如沃森生物的 mRNA 疫苗平台，康希诺生物的腺病毒载体疫苗平台等。

图表 76. 国内重要疫苗品种研发进展

疫苗品种/名称	企业	研发进展	最新日期
肺炎疫苗			
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	**北京民海生物科技有限公司**	**申请上市**	**2019/12/31**
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	兰州生物制品研究所有限责任公司	临床Ⅲ期	2019/10/22
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗（CRM197,TT 载体）	康希诺生物股份公司	临床Ⅰ期	2020/1/8
13 价肺炎球菌结合疫苗（多价结合体）	成都安特金生物技术有限公司	临床Ⅰ期	2020/4/22
13 价肺炎球菌多糖结合疫苗	北京科兴中维生物技术有限公司	临床Ⅰ期	2017/8/18
23 价肺炎球菌多糖疫苗	**兰州生物制品研究所有限责任公司**	**临床Ⅲ期完成**	**2019/9/30**
23 价肺炎球菌多糖疫苗	北京智飞绿竹生物制药有限公司	临床Ⅲ期	2018/7/23
23 价肺炎球菌多糖疫苗	北京科兴中维生物技术有限公司	申请上市	2017/10/26
重组肺炎球菌蛋白疫苗	**康希诺生物股份公司**	**临床Ⅰ期**	**2020/4/13**
HPV 疫苗			
重组人乳头瘤病毒（6/11/16/18/31/33/45/52/58 型）九价疫苗（汉逊酵母）	**上海博唯生物科技有限公司**	**临床Ⅲ期**	**2020/10/30**
重组九价人乳头瘤病毒（6/11/16/18/31/33/45/52/58 型）疫苗（大肠埃希菌）	北京康乐卫士生物科技股份有限公司	临床Ⅱ期	2020/1/14
重组人乳头瘤病毒（6/11/16/18/31/33/45/52/58 型）九价疫苗（大肠埃希菌）	厦门万泰沧海生物技术有限公司/厦门大学/北京万泰生物药业股份有限公司	临川Ⅱ期	2019/7/12
重组人乳头瘤病毒（6/11/16/18/31/33/45/52/58 型）九价疫苗（汉逊酵母）	江苏瑞科生物技术有限公司	临床Ⅰ期	2019/4/23
重组人乳头瘤病毒九价病毒样颗粒疫苗（（6/11/16/18/31/33/45/52/58 型）（毕赤酵母）	上海泽润生物科技有限公司	临床Ⅰ期	2019/10/21
四价重组人乳头瘤病毒疫苗（6/11/16/18 型）（汉逊酵母）	成都生物制品研究所有限公司	临床Ⅲ期	2019/4/30
重组四价人乳头瘤病毒（17/18/52/58 型）病毒样颗粒疫苗（毕赤酵母）	上海生物制品研究所有限责任公司	临床Ⅱ期	2019/5/28
四价重组人乳头瘤病毒疫苗（6/11/16/18 型）（汉逊酵母）	上海博唯生物科技有限公司	临床Ⅰ期完成	2018/8/31
重组人乳头瘤病毒刷双价（16/18 型）疫苗（酵母）	**玉溪泽润生物技术有限公司**	**申请上市**	**2020/6/29**
重组人乳头瘤病毒刷双价（16/18 型）疫苗（酵母）	上海泽润生物科技有限公司	临床Ⅲ期	2011/6/10
重组人乳头瘤病毒 16/18 型双价疫苗（大肠杆菌）	厦门大学/厦门养生堂生物技术有限公司	临床Ⅲ期完成	2019/1/8
流感疫苗			
四价流感病毒裂解疫苗	上海生物制品研究所有限责任公司	申请上市	2020/5/8
四价流感病毒裂解疫苗	深圳赛诺菲巴斯德生物制品有限公司	临床Ⅲ期	2020/7/29
四价流感病毒裂解疫苗	大连雅立峰生物制药有限公司	临床Ⅲ期	2020/5/7
四价流感病毒裂解疫苗	武汉生物制品研究所有限责任公司	临床Ⅲ期	2020/1/2
四价流感病毒裂解疫苗	安徽智飞龙科马生物制药有限公司	临床Ⅲ期	2019/11/13
多联苗			
AC 群脑膜炎球菌（结合）b 型流感嗜血杆菌（结合）联合疫苗	**北京智飞绿竹生物制药有限公司**	**临床Ⅲ期**	**2020/11/4**
AC 群脑膜炎球菌（结合）b 型流感嗜血杆菌（结合）联合疫苗	**成都欧林生物科技股份有限公司**	**临床Ⅲ期**	**2020/1/8**
吸附无细胞百白破/b 型流感嗜血杆菌联合疫苗	武汉生物制品研究所有限责任公司	临床Ⅰ期	2018/3/28
吸附无细胞百（三组分）白破联合疫苗	康希诺生物股份公司	临床Ⅰ期	2020/5/6
甲型乙型肝炎联合疫苗	北京科兴生物制品有限公司	临床Ⅰ期	2020/4/22
轮状病毒疫苗			
Ⅲ价轮状病毒基因重配疫苗	兰州生物制品研究所有限责任公司	申请上市	2016/11/15
口服六价重配轮状病毒活疫苗（Vero 细胞）	武汉生物制品研究所有限责任公司	临床Ⅲ期	2020/1/9
轮状病毒灭活疫苗	北京智飞绿竹生物制药有限公司	申请临床	2020/7/2
带状疱疹疫苗			
带状疱疹减毒活疫苗	**长春百克生物科技股份公司**	**临床 III 期**	**2020/5/7**
带状疱疹减毒活疫苗	上海生物制品研究所有限责任公司	临床试验完成	2020/2/28
带状疱疹减毒活疫苗	长春祈健生物制品有限公司	获批临床	2017/8/21
重组带状疱疹疫苗（CHO 细胞）	**上海怡道生物科技有限公司;江苏中慧元通生物科技有限公司**	**获批临床**	**2020/7/27**
重组带状疱疹疫苗	北京智飞绿竹生物制药有限公司	临床前研究完成	2020/9/8
带状疱疹 mRNA 疫苗	云南沃森生物技术股份有限公司/苏州艾博生物科技有限公司	临床前研究	2020/5/12

资料来源：万得医药库，中银证券整理

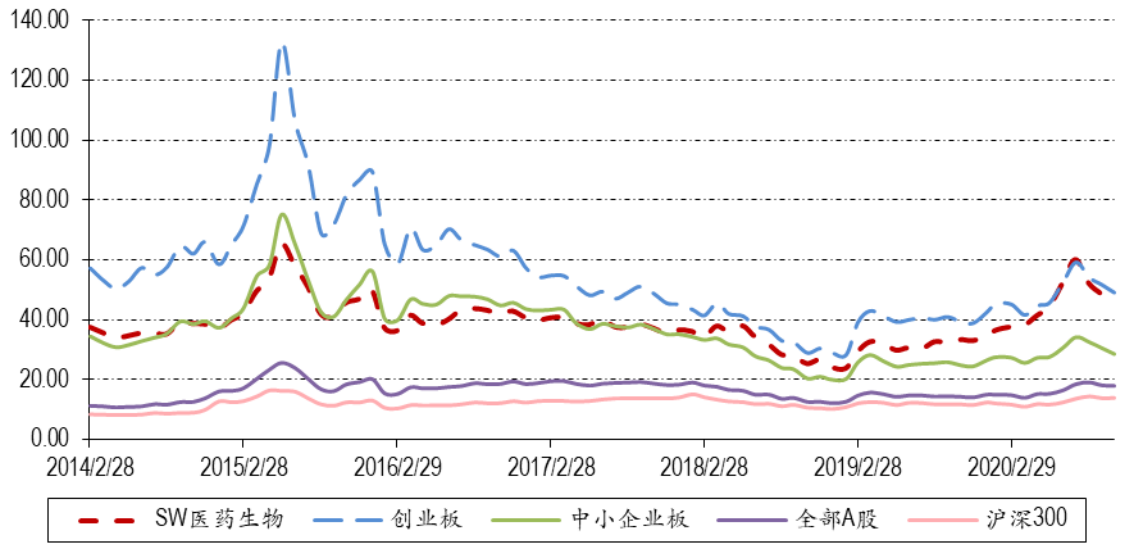
综上，我们认为，经历新冠疫情后民众接种疫苗意识得到了进一步的提高；且随着国民人均收入的增长，疫苗呈现消费升级趋势；同时，国内疫苗行业监管日趋严格，行业门槛变高，行业集中度逐渐提高，在此过程中，优质的国内企业潜心研发，积极布局创新研发技术平台的建设，预计国产疫苗大品种将迎来持续放量时代，二类苗市场蓬勃发展，创新品种潜力巨大，国内疫苗行业有望形成互有补充，各有所长的良好竞争格局。建议关注优质的头部龙头公司以及拥有出色创新研发能力的优质企业。

医药行业估值分析

估值比较

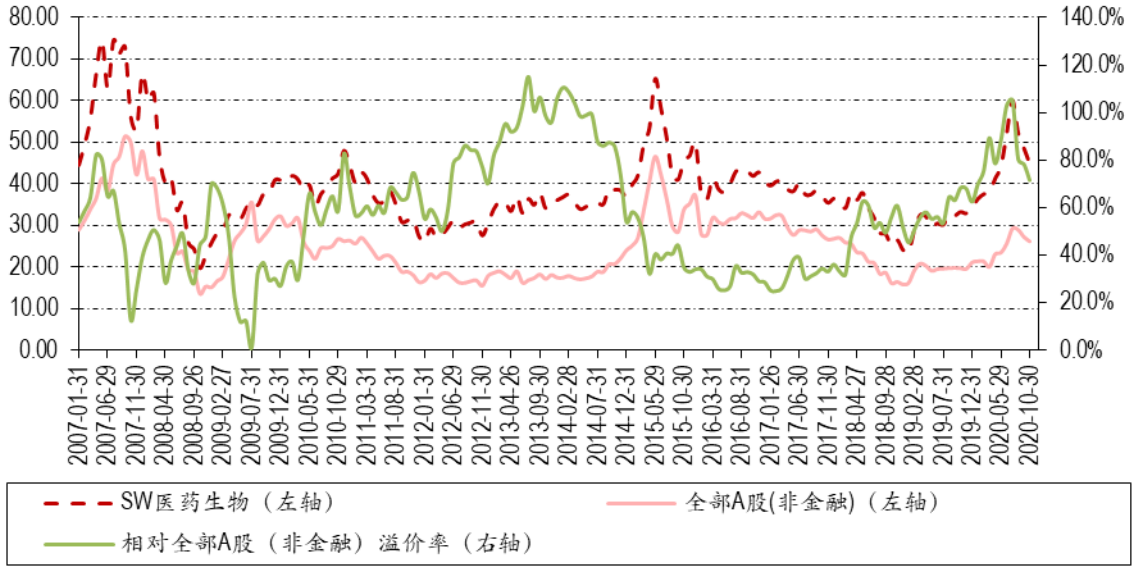
纵向来看：2018 年年底医药板块 PE 为 24.16 倍，逼近历史最低水平；经过 2019 年的上涨，医药板块市盈率 PE（TTM）达到 34.37 倍，恢复到历史平均水平之上。2020 年以来，随着新冠疫情催化医药估值一度高涨到 2020 年 7 月底的 60.05 倍，达到自 2014 年以来医药板块估值 98.8%分位。自 2020 年 8 月起，医药板块估值逐渐回归，到 2020 年 10 月底回落到 44.95 倍。2020 年 10 月底医药板块相比全部 A 股（剔除金融）溢价率为 71.62%，相比 2019 年年底的 65.18%继续上升，远高于近 10 年的历史平均水平。

图表 77. SW 医药生物板块及市场市盈率变化（历史 TTM，整体法，剔除负值）



资料来源：万得，中银证券

图表 78. SW 医药生物板块溢价率（历史 TTM，整体法）



资料来源：万得，中银证券

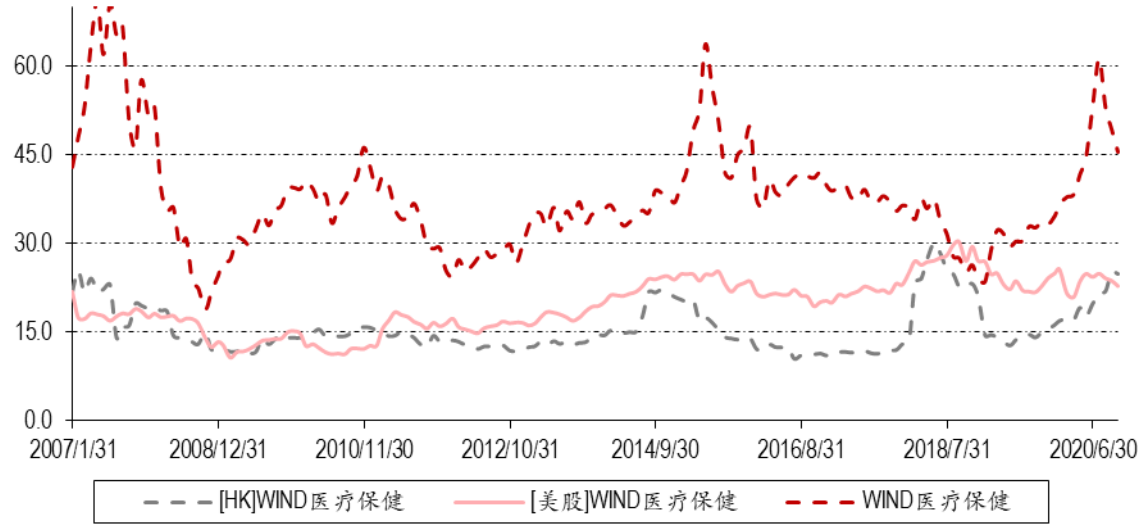
横向来看：2020 年 10 月底，A 股医药板块市盈率 PE（TTM、整体法）为 44.62 倍、美股医药板块市盈率 PE（TTM、整体法）为 22.87 倍、港股医药板块市盈率 PE（TTM、整体法）为 24.83 倍。进一步细分来看，美股医药股对于大型成熟型医药巨头的市盈率在 20-30 倍左右，对于增速较快的成长型中小型生物医药类公司的市盈率可以给到 50 倍以上，美股估值体系能较好的反映风险对价。而在港股市场，作为离岸金融市场，估值中枢会较低一些，港股对于中大市值医药白马股的市盈率大约在 20-40 倍（但个别白马股如药明生物、阿里健康等 PE 估值超过 100 倍），与美股相仿，低于 A 股；但是港股对于小市值公司是有明显的折价效应，估值普遍低于 20 倍；不过对于部分中小市值股票（有时候是基本面成长性确实强，有时候是题材炒作热度特别高，有时候是科技股属性比较强的股票）港股市场仍然能够给予 50 倍甚至超过 100 倍的 PE 估值。而对于 A 股医药板块而言，中大市值医药白马股的市盈率在今年以来水涨船高，普遍超过 50 倍，甚至部分公司达到 100 倍以上；而中小市值细分领域优质公司也能给予 40-50 倍甚至更高的估值；而其他绝大部分股票都陷入长期估值低流动性差的局面。随着 A 股注册制全面推进，估值分化将成为常态，基本面对于股价的影响越来越大。

图表 79. 2007-2020.10 美股、港股及 A 股医药生物板块 PE 比较（TTM，整体法）

	代码	简称	2020 PE（TTM）	A 股	代码	简称	2020PE（TTM）
白马股							
港股	1093.HK	石药集团	21.77	A 股	600276.SH	恒瑞医药	80.99
	1177.HK	中国生物制药	56.55		002007.SZ	华兰生物	64.16
	1513.HK	丽珠医药	16.07		000513.SZ	丽珠集团	25.96
	1530.HK	三生制药	12.72		000661.SZ	长春高新	50.44
	2196.HK	复星医药	19.16		600196.SH	复星医药	33.91
	0874.HK	白云山	10.28		600332.SH	白云山	18.63
	2359.HK	药明康德	116.12		603259.SH	药明康德	115.66
	2607.HK	上海医药	7.56		601607.SH	上海医药	13.52
	1099.HK	国药控股	8.35		300122.SZ	智飞生物	78.14
	3320.HK	华润医药	9.29		600436.SH	片仔癀	85.58
	0867.HK	康哲药业	9.21		000028.SZ	国药一致	15.71
	3613.HK	同仁堂国药	16.22		603939.SH	益丰药房	77.64
	1066.HK	威高股份	33.22		300003.SZ	乐普医疗	25.35
	0570.HK	中国中药	10.2		000538.SZ	云南白药	26.28
	2269.hk	药明生物	224.68		300760.SZ	迈瑞医疗	71.41
	3692.hk	瀚森制药	77.1		300015.SZ	爱尔眼科	159.79
成长股							
港股	1061.HK	亿胜生物科技	11.32	A 股	300558.SZ	贝达药业	81.50
	2186.HK	绿叶制药	10.46		002773.SZ	康弘药业	51.53
	0950.HK	李氏大药厂	14.33		300009.SZ	安科生物	135.64
	0512.HK	远大医药	17.12		603127.SH	昭衍新药	105.04
	1558.HK	东阳光药	4.84		002821.SZ	凯莱英	96.16
	1302.HK	先健科技	60.6		300601.SZ	康泰生物	192.93
	2666.HK	环球医疗	5.92		300347.SZ	泰格医药	65.68
	3759.HK	康龙化成（H 股）	82.77		300759.SZ	康龙化成（A 股）	88.17
	1521.HK	方达控股	74.28		300142.SZ	沃森生物	164.79
	1951.HK	锦欣生殖	60.73		603882.SH	金域医学	41.47
	1873.HK	维亚生物	(46.08)		300244.SZ	迪安诊断	23.91
	代码	**简称**	**市值 2019.6（亿港币）**		**代码**	**简称**	**市值 2019.6（亿人民币）**
风险资产							
港股	6185.hk	康希诺（H 股）	(140.91)	A 股科创板		康希诺（A 股）	(393.11)
	6160.hk	百济神州	(17.19)			微芯生物	508.92
	1877.hk	君实生物	(35.43)			君实生物-U	(48.41)
	9926.HK	康方生物	(24.09)			南微医学	100.12
	1801.hk	信达生物	(46.03)			百奥泰-U	(31.93)
	2616.hk	基石药业	(6.50)			泽璟制药-U	(86.05)
	2692.HK	复宏汉霖	(17.51)				

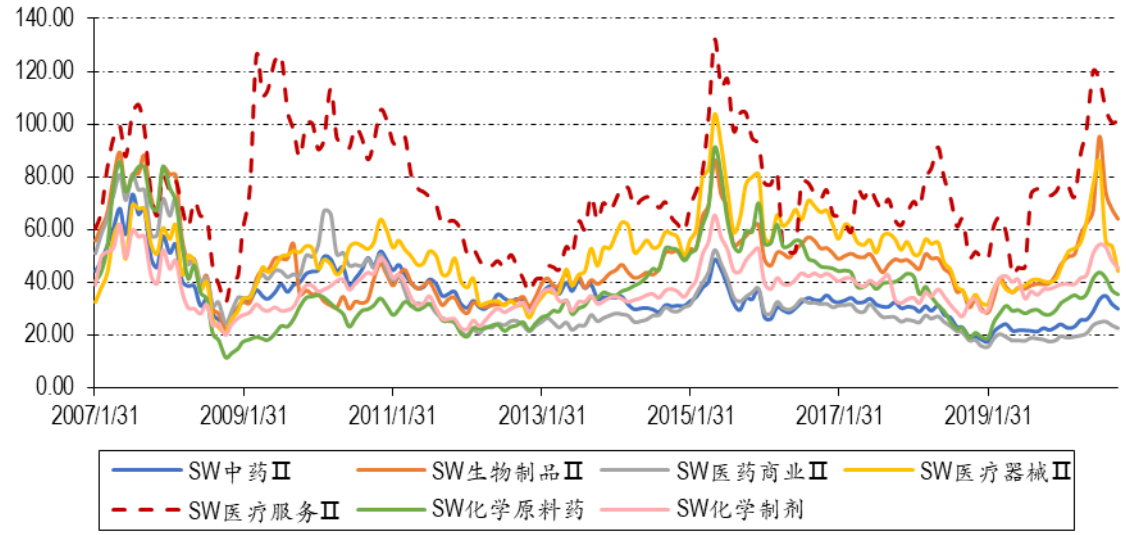
资料来源：万得（数据截至 2020.11.08）、中银证券

图表 80. 2007-2020.10 美股、港股及 A 股医药生物板块 PE 比较（TTM，整体法）



资料来源：万得、中银证券

图表 81. 2007-2020.10 A 股医药生物板块各细分子行业 PE 估值水平比较

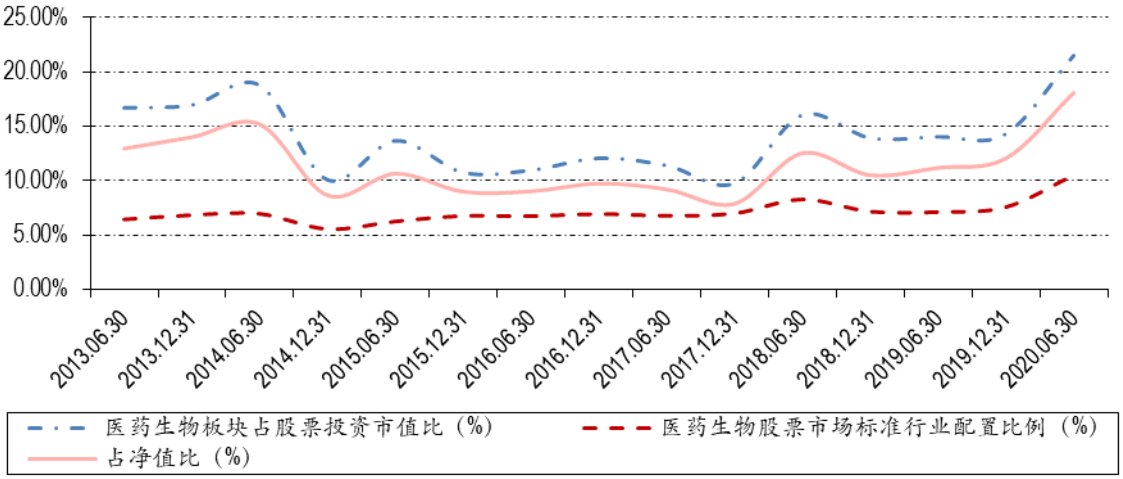


资料来源：万得，中银证券

医药生物板块在普通股票基金和偏股混合型基金中配置情况

医药生物板块在普通股票基金和偏股混合型基金资产配置中一直占据百分比最前列。追溯到 2013 年以来医药生物板块投资市值占股票投资市值比在所有板块中除 2015 年（第二）、2017 年年报（第三）、2019 年中报（第二）外均排在第一位。医药生物板块投资市值占股票投资市值比、医药生物股票市场标准行业配置比例以及医药生物板块市值占基金资产净值比自 2014 年中旬出现小幅回落，2017 年年底开始大体提高。医药生物板块投资市值占股票投资市值比从 2017 年底的 9.71%达到 2018 年中旬的 16.03%，在 2018 年中旬略有回落后到 2019 年年底在新冠疫情的催化下占比持续走高，达到 2020 年中旬的 21.53%。2020 年中旬医药生物股票市场标准行业配置比例达到 10.48%，医药生物板块市值占基金资产净值比达到 18.02%。从时间序列来看自 2013 年开始到 2020 年 10 月底，医药生物板块在普通股票基金和偏股混合型基金资产配置中达到阶段最高配置比例。从医药生物细分子行业来看，中药和医药商业在普通股票基金和偏股混合型基金资产配置比例大体走低；医疗器械、化学制药和医疗服务在普通股票基金和偏股混合型基金资产配置比例大体走高，尤其是医疗器械和化学制药在普通股票基金和偏股混合型基金的资产配置比例 2020 年增长明显，至 2020 年 6 月底在普通股票基金和偏股混合型基金中医疗器械投资市值占股票投资市值比为 5.72%，化学制药投资市值占股票投资市值比为 5.87%，均达到 2013 年以来阶段最高。

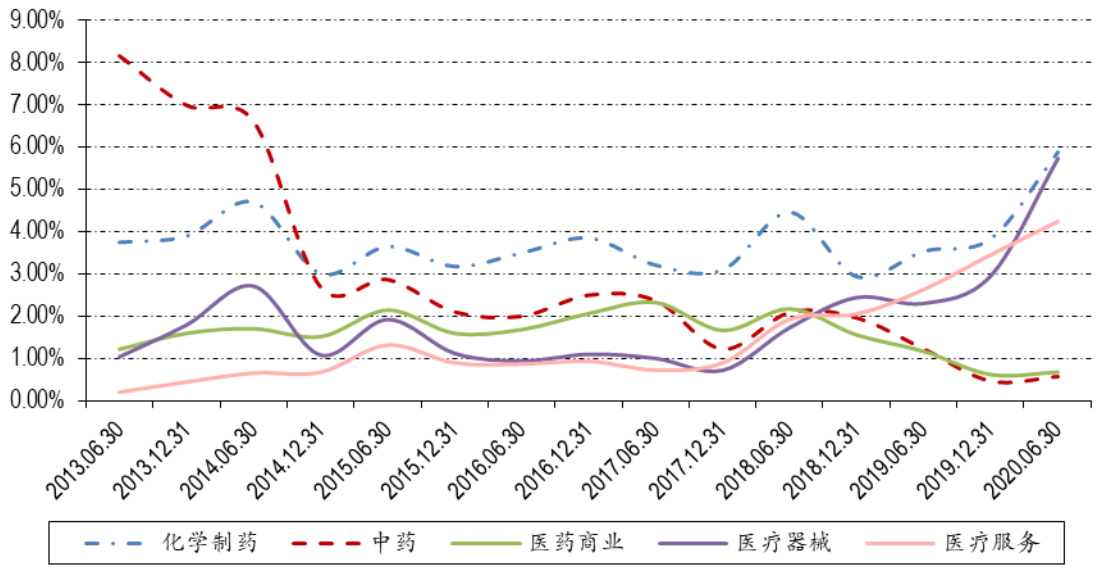
图表 82. 2013-2020 普通股票基金和偏股混合型基金 SW 医药生物板块配置情况



资料来源：万得，中银证券

注：股票市场标准行业配置比例：报告期末该行业股票总流通市值除以 A 股总流通市值；分行业市值占股票投资市值比：报告期末基金投资股票分行业市值占期末股票投资市值合计的百分比；分行业市值占基金资产净值比：报告期末基金投资股票分行业市值占期末基金资产净值的百分比

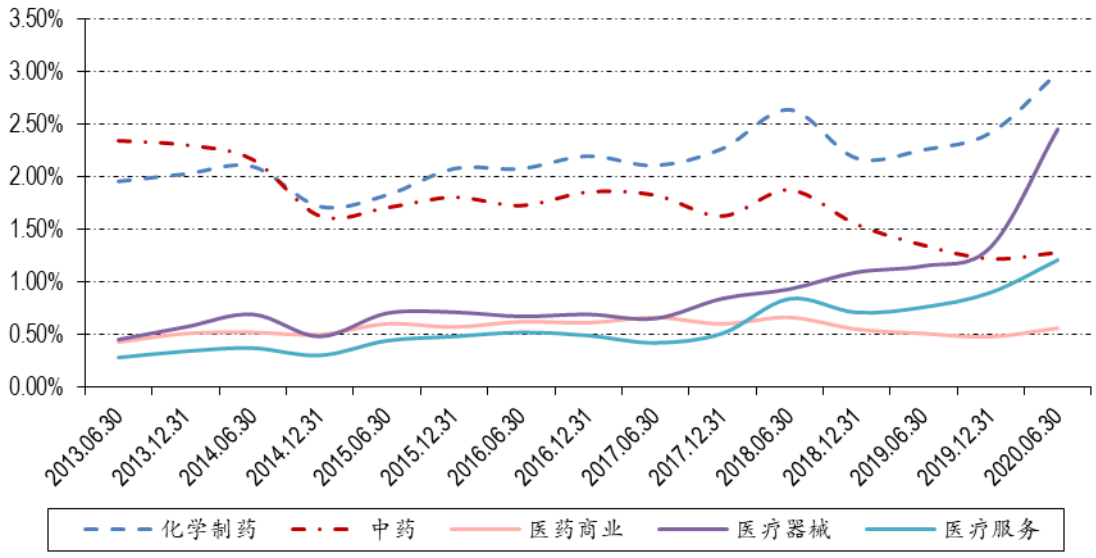
图表 83. 医药生物行业在普通股票基金和偏股混合型基金中股票投资市值占比



资料来源：万得，中银证券

注：分行业市值占股票投资市值比：报告期末基金投资股票分行业市值占期末股票投资市值合计的百分比

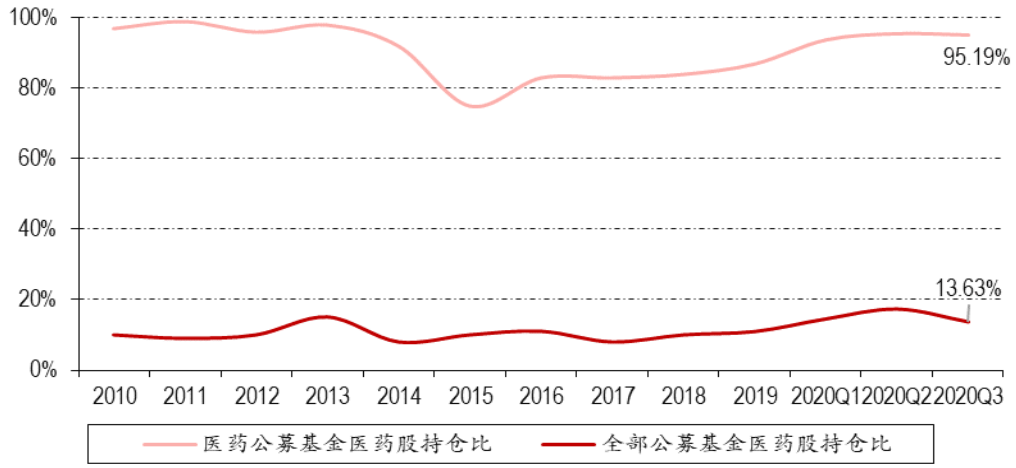
图表 84. 医药生物行业在普通股票基金和偏股混合型基金中股票市场标准行业配置比



资料来源：万得，中银证券

注：股票市场标准行业配置比例：报告期末该行业股票总流通市值除以 A 股总流通市值

图表 85. 普通股票基金和偏股混合型基金医药生物行业占股票投资市值比



资料来源：万得，中银证券

今年在新冠疫情影响下，医药板块的防御属性、行业景气度和业绩确定性提升，使得上半年公募重仓持股中医药占比大幅提升，包括非医药公募基金医药股持仓比也提升明显。随着 Q3 国内疫情影响逐渐消退，医药板块的比较优势有所下降，非医药公募基金持仓比下降，带动全公募基金重仓持股中医药持仓比下降明显。2020Q3，全基金医药股持仓比为 13.63%，较 2020Q2 下降 3.59pct，其中医药公募基金 2020Q3 重仓持股中医药持仓比为 95.19%，较 2020Q2 下降 0.38pct。

北上资金成为重要影响因素

此外沪港通、深港通开通之后，外资进入 A 股的渠道更加通畅，外资成为近年来重要的边际力量。从沪深港通的持股情况来看，外资偏向买入基本面较好，市值较大的白马股。随着 A 股在 MSCI 指数的权重加大，中国资本市场的进一步扩大开放，外资进入 A 股是一个长期持续的过程，A 股的投资风格也将持续的向全球发达资本市场靠拢。

图表 86. 沪深港通持股情况

深沪港通持股市值前十	股票代码	公司名称	持股市值（亿元）	所属市场
1	600276.SH	恒瑞医药	548.31	沪港通
2	300760.SZ	迈瑞医疗	256.71	深港通
3	300015.SZ	爱尔眼科	204.03	深港通
4	603259.SH	药明康德	162.56	沪港通
5	300347.SZ	泰格医药	151.05	深港通
6	000538.SZ	云南白药	97.63	深港通
7	300122.SZ	智飞生物	63.14	深港通
8	600436.SH	片仔癀	46.45	沪港通
9	603882.SH	金域医学	44.99	沪港通
10	600201.SH	生物股份	43.6	沪港通
深沪港通持股占比前十	**股票代码**	**公司名称**	**所占比例(%)**	**所属市场**
1	300347.SZ	泰格医药	22.7410	深港通
2	600201.SH	生物股份	16.9037	沪港通
3	000538.SZ	云南白药	16.1027	深港通
4	300760.SZ	迈瑞医疗	13.7387	深港通
5	300244.SZ	迪安诊断	12.7789	深港通
6	600276.SH	恒瑞医药	11.6478	沪港通
7	603259.SH	药明康德	9.8813	沪港通
8	603882.SH	金域医学	9.5311	沪港通
9	300015.SZ	爱尔眼科	9.0922	深港通
10	300759.SZ	康龙化成	7.6061	深港通

资料来源：万得，中银证券

主要风险

1、 带量采购政策带来的药品价格下降幅度超预期。

2、 注射剂一致性评价和带量采购的进度快于预期。

3、 医疗器械、耗材集采的进展快于预期。

4、 跨国医药巨头对于中国市场的投入加大，进一步挤压本土医药企业的空间。



002821.SZ

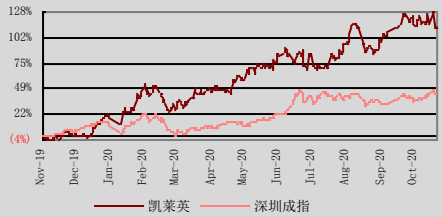
买入

原评级: 未有评级

市场价格:人民币 248.30

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	93.1	(9.2)	(0.0)	88.4
相对深证成指	63.8	(8.9)	(3.5)	46.4

发行股数(百万)	243
流通股(%)	92
总市值(人民币 百万)	60,217
3个月日均交易额(人民币 百万)	616
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
ASYMCHEM LABORATORIES, INCORPORATED	38

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 11 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

《凯莱英》 20191025

《凯莱英》 20190805

《凯莱英》 20190423

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

证券分析师： 邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

凯莱英

业绩稳定增长，技术平台升级释放核心竞争力

公司 2020 年 Q1-Q3 实现营业收入 20.82 亿元（+19.53%），实现归母净利润 5.06 亿元（+ 38.12%）。Q3 单季度公司实现营业收入 8.17 亿元（+25.79%），实现归母净利润 1.91 亿元（+38.94%）。公司首个 MAH 项目进入商业化生产，示范效应为公司带来大量 NDA 项目订单。公司早期临床项目研究中心已搭建起完善的项目服务平台，承接项目能力大幅提升。

支撑评级的要点

- **深化“做深”大客户战略，业绩实现稳定增长。**公司 2020 年 Q1-Q3 实现营业收入 20.82 亿元，同比增长 19.53%，实现归母净利润 5.62 亿元，同比增长 38.12%。Q3 单季度公司实现营业收入 8.17 亿元，同比增长 25.79%，实现归母净利润 1.91 亿元，同比增长 38.94%。2020 年上半年报告期内，公司相较 2019 年新增确认收入的欧美跨国制药公司商业化项目 3 个，部分海外大客户目前订单规模相较 2019 年已实现翻倍增长。2020 年上半年，来自海外大制药公司的收入在总收入中占比为 73.94%，来自海外中小制药公司的收入占总收入的 15.1%
- **首个 MAH 项目进入商业化生产，国内 CDMO 进入收获期。**公司在国内创新药 CDMO 市场服务了大量 1 类化学新药临床阶段项目，形成了良好的客户声誉。首个 MAH 项目再鼎医药的则乐®(尼拉帕利)进入商业化生产，示范效应为公司带来大量 NDA 项目订单。2020 年上半年报告期内，公司国内 NDA 项目在手订单超过 20 个。
- **坚持研发投入，技术平台升级释放核心竞争力。**2020 年 Q1-Q3 公司研发费用为 1.70 亿元，与去年同期相比增长 26.45%，研发费用在营业收入中占比为 8.2%。2020 年上半年，公司 20 项专利获得授权，数量同比增加 42.8%。公司早期临床项目研究中心在 2020 年上半年已搭建起完善的项目服务平台，晶型工艺和稳定性等配备齐全，分析能力建设再上一个新的台阶。公司完成首个创新药注射剂早期临床项目服务，承接项目能力大幅提升。

估值

- 我们根据公司业绩变化，调整盈利预测，预计 2020，2021，2022 年公司实现净利润分别为 7.41 亿元，9.34 亿元，12.48 亿元，EPS 分别为 3.056 元，3.852 元，5.147 元。首次进行覆盖，给予***买入***评级。（我们在 2019 年预测 2020，2021 年净利润分别为 7.66 亿元，10.27 亿元，EPS 分别为 3.310 元，4.439 元。）

评级面临的主要风险

- 服务的主要创新药退市或被大规模召回的风险；服务的主要创新药生命周期更替及上市销售低于预期的风险；境外市场运营风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	1,835	2,460	3,245	4,298	5,695
变动(%)	29	34	32	32	32
净利润(人民币 百万)	583	563	741	934	1,248
全面摊薄每股收益(人民币)	1.766	2.284	3.056	3.852	5.147
变动(%)	25.5	29.3	33.8	26.0	33.6
原先预测摊薄每股收益(人民币)			3.310	4.439	
调整(%)			(7.7)	(13.3)	
全面摊薄市盈率(倍)	140.6	108.7	81.2	64.5	48.2
价格/每股现金流量(倍)	145.1	100.2	80.5	114.7	49.8
每股现金流量(人民币)	1.71	2.48	3.09	2.16	4.98
企业价值/息税折旧前利润(倍)	91.6	107.5	71.4	54.8	40.8
每股股息(人民币)	0.382	0.382	0.611	0.809	1.132
股息率(%)	0.2	0.2	0.2	0.3	0.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**1,835**	**2,460**	**3,245**	**4,298**	**5,695**
销售成本	(1,001)	(1,364)	(1,762)	(2,358)	(3,126)
经营费用	(183)	(540)	(654)	(864)	(1,146)
息税折旧前利润	**651**	**556**	**830**	**1,076**	**1,423**
折旧及摊销	(103)	(4)	(74)	(80)	(86)
经营利润(息税前利润)	**547**	**552**	**755**	**996**	**1,337**
净利息收入/(费用)	(3)	4	(1)	(11)	(1)
其他收益/(损失)	72	77	83	71	76
税前利润	**616**	**633**	**838**	**1,056**	**1,411**
所得税	(54)	(70)	(96)	(121)	(162)
少数股东权益	22	0	(0)	(0)	(1)
净利润	**583**	**563**	**741**	**934**	**1,248**
核心净利润	**583**	**563**	**741**	**934**	**1,248**
每股收益(人民币)	1.766	2.284	3.056	3.852	5.147
核心每股收益(人民币)	2.406	2.323	3.057	3.851	5.147
每股股息(人民币)	0.382	0.382	0.611	0.809	1.132
收入增长(%)	29	34	32	32	32
息税前利润增长(%)	30	1	37	32	34
息税折旧前利润增长(%)	31	(15)	49	30	32
每股收益增长(%)	25	29	34	26	34
核心每股收益增长(%)	103	(3)	32	26	34

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	630	435	1,298	1,719	2,278
应收帐款	537	670	1,115	1,273	1,954
库存	424	449	781	891	1,376
其他流动资产	103	85	97	115	131
流动资产总计	**1,694**	**1,639**	**3,290**	**3,999**	**5,739**
固定资产	1,214	1,632	1,712	1,706	1,685
无形资产	118	122	122	123	123
其他长期资产	154	360	335	350	348
长期资产总计	**1,485**	**2,114**	**2,169**	**2,179**	**2,156**
总资产	**3,185**	**3,759**	**5,463**	**6,178**	**7,895**
应付帐款	276	267	463	489	756
短期债务	0	0	176	383	136
其他流动负债	264	237	825	597	1,386
流动负债总计	**540**	**504**	**1,464**	**1,469**	**2,277**
长期借款	0	0	118	76	0
其他长期负债	135	209	151	165	175
股本	231	231	243	243	243
储备	2,391	2,894	3,487	4,225	5,199
股东权益	**2,622**	**3,126**	**3,730**	**4,468**	**5,441**
少数股东权益	0	0	0	1	1
总负债及权益	**3,185**	**3,759**	**5,463**	**6,178**	**7,895**
每股帐面价值(人民币)	10.81	12.89	15.38	18.42	22.44
每股有形资产(人民币)	10.86	12.99	14.88	17.92	21.93
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.73)	(1.88)	(4.14)	(5.20)	(8.83)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	616	633	838	1,056	1,411
折旧与摊销	103	4	74	80	86
净利息费用	3	(4)	1	11	1
运营资本变动	50	(85)	346	(378)	352
税金	(231)	(79)	(96)	(121)	(162)
其他经营现金流	(126)	132	(415)	(123)	(481)
经营活动产生的现金流	**415**	**601**	**748**	**525**	**1,208**
购买固定资产净值	51	4	155	75	65
投资减少/增加	7	(203)	33	13	15
其他投资现金流	(641)	(501)	(310)	(150)	(130)
投资活动产生的现金流	**(584)**	**(700)**	**(122)**	**(62)**	**(50)**
净增权益	(93)	(93)	(148)	(196)	(275)
净增债务	0	0	294	165	(324)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	50	(36)	38	(114)	(223)
融资活动产生的现金流	**(43)**	**(102)**	**236**	**(42)**	**(600)**
现金变动	(211)	(201)	863	421	559
期初现金	839	630	435	1,298	1,719
公司自由现金流	(169)	(99)	627	463	1,158
权益自由现金流	(166)	(103)	921	639	836

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	35.5	22.6	25.6	25.0	25.0
息税前利润率(%)	29.8	22.4	23.3	23.2	23.5
税前利润率(%)	33.6	25.7	25.8	24.6	24.8
净利率(%)	31.8	22.9	22.8	21.7	21.9
流动性					
流动比率(倍)	3.1	3.3	2.2	2.7	2.5
利息覆盖率(倍)	178.6	n.a.	857.0	92.8	981.8
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.4	2.4	1.7	2.1	1.9
估值					
市盈率(倍)	140.6	108.7	81.2	64.5	48.2
核心业务市盈率(倍)	103.2	106.9	81.2	64.5	48.2
市净率(倍)	23.0	19.3	16.1	13.5	11.1
价格/现金流(倍)	145.1	100.2	80.5	114.7	49.8
企业价值/息税折旧前利润(倍)	91.6	107.5	71.4	54.8	40.8
周转率					
存货周转天数	124.7	116.8	127.4	129.4	132.4
应收帐款周转天数	100.0	89.6	100.4	101.4	103.4
应付帐款周转天数	42.7	40.3	41.1	40.4	39.9
回报率					
股息支付率(%)	15.9	16.4	20.0	21.0	22.0
净资产收益率(%)	24.2	19.6	21.6	22.8	25.2
资产收益率(%)	17.1	14.1	14.5	15.1	16.8
已运用资本收益率(%)	4.3	4.8	5.2	5.2	5.9

资料来源：公司公告，中银证券预测



300363.SZ

博腾股份

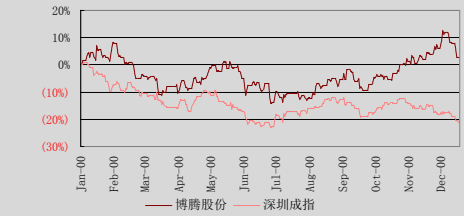
买入

原评级: 未有评级

市场价格:人民币 32.64

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	127.5	(7.2)	8.5	156.7
相对深证成指	98.2	(6.9)	5.0	114.8

发行股数(百万)	543
流通股(%)	82
总市值(人民币 百万)	17,715
3个月日均交易额(人民币 百万)	197
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
重庆两江新区产业发展集团有限公司	16

资料来源：公司公告，聚源，中银证券

以 2020 年 11 月 24 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 化学制药

证券分析师： 邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号： S1300517050001

原料药 CDMO 优质增长，新战略布局稳步推进

公司 Q3 单季度实现收入 5.63 亿（+23.16%），扣非归母净利润 1.01（52.22%）；前三季度实现营业收入 14.88 亿（+37.59%），扣非归母净利润 2.20 亿（+76.69%）。截至 2020Q3，公司客户管线、产品管线的不断丰富和拓展，新战略布局稳步推进。

支撑评级的要点

- **“技术创新+服务创新”驱动，原料药 CDMO 业务实现快速优质增长。**2020 年 Q1-Q3，公司 CRO 业务实现收入 4.50 亿元（J-STAR 团队 1.54 亿元，中国团队 2.96 亿元），占公司营业总收入 30%（+48%）；公司 CMO 业务实现收入 10.02 亿元，占公司营业总收入 67%（+33%）。
- **客户和产品管线不断丰富，结构持续优化，API 方向发力，助力公司长期发展。**客户管线层面，公司国内团队服务客户数（仅包括有订单的客户）132 家，J-STAR 团队服务客户数 68 家。2020 年 Q1-Q3 公司为全新的 23 家优质客户提供服务，前十大客户的销售占比 59%（-3pct），客户结构更加均衡；产品管线层面，公司已新确认 125 个产品订单，创新药活跃项目数（不含 J-STAR）449 个，相比于 2019 年末，临床前和临床一期 270 个（+37），临床二期 63 个（+14），临床三期 49 个（+2），NDA 有 10 个（+4）。前十大产品的销售占比约 33%（-3pct），产品结构持续优化；API 业务，2020Q1~Q3 实现收入 9128 万元（+30%），服务 API 产品数为 44 个，其中 6 个创新药 API 产品持续推进，2 个完成工艺验证，2 个工艺验证进行中。
- **“医坚持研发投入，生物、制剂 CDMO 产能逐步兑现中，战略布局持续推进。**2020 年 1-9 月，公司研发投入 1.14 亿元，占营收 7.67%（+27.21%）。生物 CDMO 和制剂 CDMO 早期布局基本完成。苏州腾飞创新园的研发中心和临床生产基地完成建设，工艺开发实验室、技术平台和分析中心已投入使用，GMP 车间计划于 2020 年 11 月完成验证后投入使用。重庆三个制剂实验室已完成装修并初步具备项目承接能力，上海张江研发中心计划于 2020 年 11 月正式投入使用。且公司计划投资 2.78 亿元在重庆两江新区启动制剂工厂一期建设，布局制剂 GMP 产能。目前，公司综合产能利用率已经提升至近 70%，重庆长寿生产基地 109 车间预计 2021 年 6 月全面投入使用。

估值

- 我们预期 2020-2022 年净利润为 3.04/3.73/5.53 亿元，EPS 0.56/0.69/1.02 元，当前股价对应 PE 58.3/47.5/32 倍。首次覆盖，给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 市场需求波动，新战略业务推进不达预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	1,185	1,551	2,239	3,306	5,059
变动(%)	0	31	44	48	53
净利润(人民币 百万)	201	246	304	373	553
全面摊薄每股收益(人民币)	0.229	0.342	0.560	0.687	1.020
变动(%)	15.9	49.0	63.7	22.8	48.4
全面摊薄市盈率(倍)	142.3	95.5	58.3	47.5	32.0
价格/每股现金流量(倍)	91.5	50.4	202.7	40.4	(85.2)
每股现金流量(人民币)	0.36	0.65	0.16	0.81	(0.38)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	54.7	47.1	36.7	29.2	22.7
每股股息(人民币)	0.046	0.103	0.113	0.161	0.250
股息率(%)	0.1	0.3	0.3	0.5	0.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**1,185**	**1,551**	**2,239**	**3,306**	**5,059**
销售成本	(805)	(977)	(1,441)	(2,164)	(3,370)
经营费用	(67)	(218)	(346)	(583)	(952)
息税折旧前利润	**313**	**356**	**453**	**558**	**736**
折旧及摊销	(125)	(117)	(117)	(119)	(122)
经营利润(息税前利润)	**188**	**239**	**336**	**439**	**615**
净利息收入/(费用)	(35)	(7)	3	(12)	(17)
其他收益/(损失)	56	22	11	3	8
税前利润	**209**	**254**	**350**	**430**	**606**
所得税	(21)	(14)	(56)	(69)	(70)
少数股东权益	13	6	10	12	18
净利润	**201**	**246**	**304**	**373**	**553**
核心净利润	**199**	**246**	**304**	**372**	**553**
每股收益(人民币)	0.229	0.342	0.560	0.687	1.020
核心每股收益(人民币)	0.366	0.453	0.560	0.685	1.019
每股股息(人民币)	0.046	0.103	0.113	0.161	0.250
收入增长(%)	0	31	44	48	53
息税前利润增长(%)	15	27	41	31	40
息税折旧前利润增长(%)	12	14	27	23	32
每股收益增长(%)	16	49	64	23	48
核心每股收益增长(%)	120	24	23	22	49

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,068	1,200	1,516	1,985	1,639
应收帐款	407	372	897	976	1,891
库存	270	343	599	818	1,337
其他流动资产	15	12	40	30	83
流动资产总计	**2,760**	**1,927**	**3,052**	**3,809**	**4,949**
固定资产	1,240	1,308	1,218	1,126	1,036
无形资产	90	85	74	63	51
其他长期资产	26	387	146	186	240
长期资产总计	**1,356**	**1,780**	**1,438**	**1,375**	**1,327**
总资产	**4,374**	**3,955**	**4,743**	**5,437**	**6,528**
应付帐款	247	416	573	859	1,336
短期债务	642	0	200	250	300
其他流动负债	344	232	408	392	558
流动负债总计	**1,233**	**647**	**1,181**	**1,500**	**2,193**
长期借款	255	242	200	300	300
其他长期负债	2	2	2	2	2
股本	543	543	543	543	543
储备	2,421	2,583	2,829	3,116	3,531
股东权益	**2,963**	**3,126**	**3,372**	**3,659**	**4,074**
少数股东权益	0	(2)	(12)	(24)	(42)
总负债及权益	**4,374**	**3,955**	**4,743**	**5,437**	**6,528**
每股帐面价值(人民币)	5.46	5.76	6.21	6.74	7.51
每股有形资产(人民币)	5.29	5.60	6.08	6.63	7.41
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.09)	(1.72)	(2.03)	(2.61)	(1.88)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	209	254	350	430	606
折旧与摊销	125	117	117	119	122
净利息费用	35	7	(3)	12	17
运营资本变动	(38)	95	(290)	206	(305)
税金	(111)	(80)	(56)	(69)	(70)
其他经营现金流	(27)	(41)	(30)	(259)	(577)
经营活动产生的现金流	**194**	**351**	**87**	**439**	**(208)**
购买固定资产净值	(38)	(5)	16	16	20
投资减少/增加	41	7	5	5	5
其他投资现金流	(659)	173	(35)	(33)	(38)
投资活动产生的现金流	**(656)**	**175**	**(14)**	**(12)**	**(13)**
净增权益	(25)	(56)	(61)	(88)	(136)
净增债务	195	(806)	247	141	26
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,350	30	13	(114)	(240)
融资活动产生的现金流	**1,520**	**(805)**	**252**	**43**	**(129)**
现金变动	1,058	(279)	325	469	(350)
期初现金	307	1,491	1,175	1,499	1,969
公司自由现金流	(462)	526	73	427	(221)
权益自由现金流	(232)	(273)	317	580	(177)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	26.4	22.9	20.2	16.9	14.6
息税前利润率(%)	15.9	15.4	15.0	13.3	12.2
税前利润率(%)	17.6	16.4	15.6	13.0	12.0
净利率(%)	16.9	15.9	13.6	11.3	10.9
流动性					
流动比率(倍)	2.2	3.0	2.6	2.5	2.3
利息覆盖率(倍)	5.3	33.6	n.a.	36.6	36.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.0	2.4	2.1	2.0	1.6
估值					
市盈率(倍)	142.3	95.5	58.3	47.5	32.0
核心业务市盈率(倍)	89.2	72.0	58.3	47.7	32.0
市净率(倍)	6.0	5.7	5.3	4.8	4.3
价格/现金流(倍)	91.5	50.4	202.7	40.4	(85.2)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	54.7	47.1	36.7	29.2	22.7
周转率					
存货周转天数	122.3	114.4	119.3	119.5	116.7
应收帐款周转天数	106.3	91.6	103.4	103.4	103.4
应付帐款周转天数	88.7	78.0	80.6	79.1	79.2
回报率					
股息支付率(%)	12.5	22.7	20.2	23.5	24.6
净资产收益率(%)	9.2	8.1	9.3	10.6	14.3
资产收益率(%)	4.7	5.4	6.5	7.2	9.1
已运用资本收益率(%)	1.0	1.3	2.1	2.3	3.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

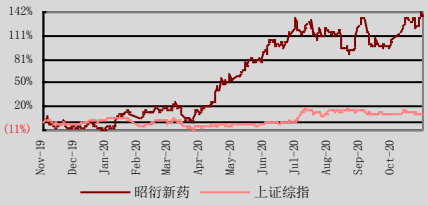


603127.SH

买入

原评级: 买入
市场价格:人民币 95.00
板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	128.5	(3.8)	10.4	128.3
相对上证指数	121.2	(2.4)	10.8	114.4

发行股数(百万)	227
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	21,608
3 个月日均交易额(人民币 百万)	251
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
冯宇霞	28

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 11 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

《昭衍新药》 20200831
《昭衍新药》 20200412
《昭衍新药》 20191030

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：医疗服务
证券分析师： 邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

昭衍新药

业绩实现高速增长，海外布局持续推进

公司 2020 年前三季度实现营业收入 6.32 亿元（+81.23%），归母净利润 1.18 亿人民币（+53.19%）。公司第三季度实现营业收入 2.34 亿元（+58.65%），归母净利润 0.42 亿元（+17.26%）。公司上半年苏州实验室投入使用，产能释放持续助力业绩增长。

支撑评级的要点

- **产能释放持续助力，业绩实现高速增长。**公司前三季度实现营业收入 6.32 亿元，同比增长 81.23%，实现归母净利润 1.18 亿元，同比增长 53.19%。2020 年上半年，公司完成的 10800 平米动物设施得到充分使用，使业务服务通量和效率得到了提高。新投入的 3500 平米实验室在布局规划上更加先进合理，提高了公司的服务能力与临床分析业务能力。公司计划于 2021 年开工建设 20000 平方米的额外实验室及实验模型设施。公司计划于广州建立创新药安全评价中心及配套实验室，并在重庆建立符合 GLP 的非临床研究实验室，预计设施一期在 2023 年投入运营。公司 2020 年前三季度业绩增长强劲，存在 2020 年全年业绩超预期可能。
- **海外布局持续推进，Biomere 助力业绩增长。**公司于 2019 年 12 月完成对美国 Biomere 公司的收购，承接海外业务。Biomere 具有国际化客户基础并在客户服务方面具有良好声誉，有利于推进公司海外战略布局。Biomere 毛利率相较公司其他业务较低，公司 2020 年前三季度毛利率为 49.8%，与上年同期相比降低 1.8pt。
- **坚持研发投入，持续提升客户服务能力。**公司 2020 年前三季度研发费用为 48.89 百万元，研发费用率为 7.7%，与上年同期持平。公司第三季度单季研发费用率提升至 8.9%，同比增长 1.59pt。

估值

- 公司前三季度受收购 Biomere 与产能释放影响实现业绩快速增长，预计 2020，2021，2022 年公司实现净利润分别为 2.47 亿元，3.36 亿元，4.23 亿元，EPS 分别为 1.527 元，2.080 元，2.616 元。

评级面临的主要风险

- 政策变化风险；新业务拓展不达预期；市场竞争加剧。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	409	639	944	1,283	1,740
变动(%)	36	56	48	36	36
净利润(人民币 百万)	108	178	247	336	423
全面摊薄每股收益(人民币)	0.942	1.103	1.527	2.080	2.616
变动(%)	0.8	17.1	38.5	36.2	25.8
全面摊薄市盈率(倍)	100.8	86.1	62.2	45.7	36.3
价格/每股现金流量(倍)	62.0	103.7	89.7	47.9	40.6
每股现金流量(人民币)	1.53	0.92	1.06	1.99	2.34
企业价值/息税折旧前利润(倍)	136.5	79.1	66.3	51.7	39.3
每股股息(人民币)	0.300	0.340	0.484	0.655	0.821
股息率(%)	0.3	0.4	0.5	0.7	0.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**409**	**639**	**944**	**1,283**	**1,740**
销售成本	(195)	(307)	(435)	(602)	(818)
经营费用	(56)	(61)	(186)	(271)	(387)
息税折旧前利润	**157**	**271**	**322**	**410**	**534**
折旧及摊销	(29)	(42)	(40)	(44)	(49)
经营利润(息税前利润)	**128**	**229**	**282**	**366**	**486**
净利息收入/(费用)	3	2	2	2	2
其他收益/(损失)	11	10	1	21	10
税前利润	**142**	**241**	**285**	**389**	**498**
所得税	(20)	(28)	(39)	(52)	(67)
少数股东权益	(0)	(0)	(0)	0	8
净利润	**108**	**178**	**247**	**336**	**423**
核心净利润	**123**	**214**	**247**	**336**	**423**
每股收益(人民币)	0.942	1.103	1.527	2.080	2.616
核心每股收益(人民币)	1.068	1.320	1.528	2.081	2.617
每股股息(人民币)	0.300	0.340	0.484	0.655	0.821
收入增长(%)	36	56	48	36	36
息税前利润增长(%)	57	78	23	30	33
息税折旧前利润增长(%)	46	72	19	27	30
每股收益增长(%)	1	17	38	36	26
核心每股收益增长(%)	30	24	16	36	26

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	142	241	285	389	498
折旧与摊销	29	42	40	44	49
净利息费用	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
运营资本变动	76	(15)	(25)	71	6
税金	(34)	(63)	(39)	(52)	(67)
其他经营现金流	(33)	(55)	(89)	(129)	(105)
经营活动产生的现金流	**176**	**148**	**171**	**321**	**379**
购买固定资产净值	5	58	40	40	40
投资减少/增加	9	(121)	8	8	10
其他投资现金流	(283)	(40)	(65)	(104)	(80)
投资活动产生的现金流	**(270)**	**(102)**	**(17)**	**(56)**	**(30)**
净增权益	(34)	(55)	(78)	(106)	(133)
净增债务	0	22	38	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	19	(10)	(37)	(101)	(219)
融资活动产生的现金流	**(15)**	**(15)**	**(25)**	**(104)**	**(130)**
现金变动	(109)	31	130	161	218
期初现金	405	149	177	307	468
公司自由现金流	(93)	46	155	265	349
权益自由现金流	(97)	66	190	263	347

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	149	177	307	468	686
应收帐款	46	112	125	152	148
库存	115	200	251	374	472
其他流动资产	381	151	155	174	177
流动资产总计	**690**	**641**	**837**	**1,168**	**1,484**
固定资产	370	456	460	460	456
无形资产	48	107	102	98	93
其他长期资产	31	62	36	43	47
长期资产总计	**449**	**624**	**597**	**601**	**596**
总资产	**1,141**	**1,418**	**1,593**	**1,934**	**2,249**
应付帐款	20	44	45	60	70
短期债务	0	11	50	50	50
其他流动负债	389	428	395	487	492
流动负债总计	**409**	**483**	**490**	**597**	**612**
长期借款	0	9	9	9	9
其他长期负债	81	99	84	88	90
股本	115	162	162	162	162
储备	545	679	847	1,078	1,368
股东权益	**660**	**840**	**1,009**	**1,239**	**1,530**
少数股东权益	0	1	1	1	8
总负债及权益	**1,141**	**1,418**	**1,593**	**1,934**	**2,249**
每股帐面价值(人民币)	5.74	5.20	6.24	7.66	9.46
每股有形资产(人民币)	5.32	4.54	5.61	7.06	8.88
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.29)	(0.97)	(1.53)	(2.53)	(3.88)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率(%)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.5	42.4	34.2	32.0	30.7
息税前利润率(%)	31.4	35.8	29.9	28.5	27.9
税前利润率(%)	34.8	37.7	30.2	30.3	28.6
净利率(%)	26.5	27.9	26.2	26.2	24.3
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.3	1.7	2.0	2.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	0.9	1.2	1.3	1.7
估值					
市盈率(倍)	100.8	86.1	62.2	45.7	36.3
核心业务市盈率(倍)	89.0	72.0	62.2	45.7	36.3
市净率(倍)	16.6	18.3	15.2	12.4	10.0
价格/现金流(倍)	62.0	103.7	89.7	47.9	40.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	136.5	79.1	66.3	51.7	39.3
周转率					
存货周转天数	193.3	187.4	189.3	189.5	188.7
应收帐款周转天数	33.9	45.2	45.9	39.3	31.4
应付帐款周转天数	14.8	18.2	17.1	14.9	13.6
回报率					
股息支付率(%)	31.8	30.8	31.7	31.5	31.4
净资产收益率(%)	17.8	23.8	26.7	29.9	30.6
资产收益率(%)	10.6	15.8	16.2	18.0	20.1
已运用资本收益率(%)	4.4	5.9	6.4	7.1	7.3

资料来源：公司公告，中银证券预测



300760.SZ

迈瑞医疗

增持

原评级: 增持

市场价格:人民币 343.6

板块评级:强于大市

抗疫持续助力业绩增长，高端产品不断突破

2020 年 1-3 季度公司实现营业收入 160.64 亿元（+29.76），实现归母净利润 53.64 亿元（+46.09%）。Q3 单季度公司实现营业收入 54.99 亿元（+31.75%），实现归母净利润 19.10 亿元（+ 46.65%）。医疗新基建背景下，公司生命信息与支持业务有较大增长潜力。

支撑评级的要点

- **抗疫持续助力业绩增长，海外推广加速。**2020 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 160.64 亿元，同比增长 29.76%，实现归母净利润 53.64 亿元，同比增长 46.09%。Q3 单季度公司实现营业收入 54.99 亿元，同比增长 31.75%，实现归母净利润 19.10 亿元，同比增长 46.65%。海外仍然受到新冠疫情的较大影响，对呼吸机、监护仪等医疗器械仍有较大的需求。迈瑞在海外对呼吸机、监护仪等医疗器械的采购中，拓展了大量高端客户，品牌知名度与影响力迅速提高。公司体外诊断业务一定程度上受到了疫情的负面影响，但是公司通过向俄罗斯等地区出口新冠抗体检测试剂，在一定程度了弥补了疫情的负面影响。由于化学发光试剂与分析仪系统较为封闭，新冠抗体检测试剂的销售也带动了公司化学发光分析仪在当地的销售。
- **医疗新基建助力医疗器械市场扩容，生命信息与支持业务仍有较大增长潜力。**新冠疫情暴露了我国医疗基础设施建设的需求，发改委发布《公共卫生防控救治能力建设方案》，强调扩增县级医院重症监护病区床位，加强城市重症监护病区建设。公司生命信息与支持业务品线丰富，可满足各层级医院需求。
- **坚持创新研发，高端产品不断突破。**公司 Q1-Q3 研发费用为 13.51 亿元，在营业收入中占比为 8.4%，Q3 单季度研发费用为 4.47 亿元，在营业收入中占比为 8.13%。公司高端产品不断实现技术突破，根据公司官网新闻高端麻醉设备 A9/A8 于 2020 年已于海外上市。A9/A8 为全球第一台搭载 HFNC 技术的麻醉机，HFNC 技术可以延长诱导期的安全呼吸氧合时间。

估值

- 2020，2021，2022 年公司实现净利润分别为 60.49 亿元，70.64 亿元，87.34 亿元，EPS 分别为 4.976 元，5.810 元，7.814 元，维持***增持***评级。

评级面临的主要风险

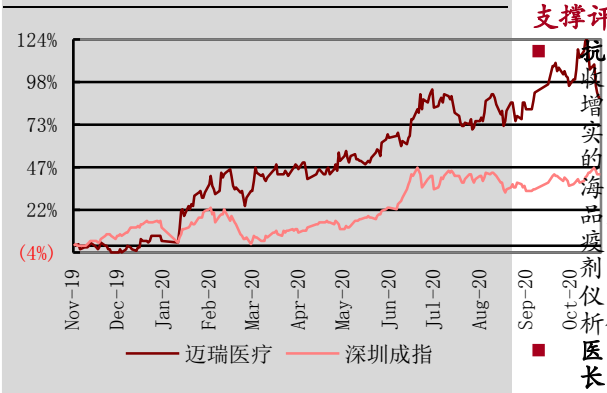
- 耗材集采降价的风险；汇率波动风险；新产品市场拓展低于预期；新技术研发失败的风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	13,753	16,556	20,996	25,471	30,844
变动(%)	23	20	27	21	21
净利润(人民币 百万)	3,719	4,681	6,049	7,064	8,734
全面摊薄每股收益(人民币)	3.059	3.850	4.976	5.810	7.184
变动(%)	29.3	25.8	29.2	16.8	23.6
全面摊薄市盈率(倍)	112.3	89.2	69.1	59.1	47.8
价格/每股现金流量(倍)	103.5	88.5	58.8	68.9	43.0
每股现金流量(人民币)	3.32	3.88	5.84	4.99	7.98
企业价值/息税折旧前利润(倍)	76.2	59.6	57.7	47.9	38.7
每股股息(人民币)	1.000	1.500	1.493	1.743	2.155
股息率(%)	0.3	0.4	0.4	0.5	0.6

资料来源：公司公告，中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	91.5	(3.2)	8.1	89.0
相对深证成指	62.2	(2.9)	4.6	47.0

发行股数(百万)	1,216
流通股(%)	41
总市值(人民币 百万)	417,712
3 个月日均交易额(人民币 百万)	1,590
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
Smartco Development Limited	27

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 11 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

《迈瑞医疗》 20201118
《迈瑞医疗》 20201113
《迈瑞医疗》 20200828

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：医疗器械

证券分析师： 邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**13,753**	**16,556**	**20,996**	**25,471**	**30,844**
销售成本	(4,790)	(5,967)	(7,347)	(8,993)	(10,809)
经营费用	(3,637)	(3,820)	(6,752)	(8,243)	(10,045)
息税折旧前利润	**5,327**	**6,769**	**6,898**	**8,234**	**9,990**
折旧及摊销	(331)	(394)	(425)	(449)	(473)
经营利润(息税前利润)	**4,995**	**6,375**	**6,473**	**7,784**	**9,517**
净利息收入/(费用)	156	408	210	255	308
其他收益/(损失)	(40)	(11)	135	(85)	(4)
税前利润	**5,111**	**6,772**	**6,818**	**7,954**	**9,822**
所得税	(513)	(683)	(764)	(891)	(1,080)
少数股东权益	7	4	5	0	8
净利润	**3,719**	**4,681**	**6,049**	**7,064**	**8,734**
核心净利润	**4,601**	**6,083**	**6,049**	**7,062**	**8,733**
每股收益(人民币)	3.059	3.850	4.976	5.810	7.184
核心每股收益(人民币)	3.785	5.004	4.976	5.809	7.183
每股股息(人民币)	1.000	1.500	1.493	1.743	2.155
收入增长(%)	23	20	27	21	21
息税前利润增长(%)	71	28	2	20	22
息税折旧前利润增长(%)	65	27	2	19	21
每股收益增长(%)	29	26	29	17	24
核心每股收益增长(%)	81	32	(1)	17	24

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	5,111	6,772	6,818	7,954	9,822
折旧与摊销	331	394	425	449	473
净利息费用	(156)	(408)	(210)	(255)	(308)
运营资本变动	402	241	1,138	(691)	1,377
税金	(1,379)	(2,083)	(764)	(891)	(1,080)
其他经营现金流	(275)	(195)	(304)	(504)	(579)
经营活动产生的现金流	**4,035**	**4,722**	**7,103**	**6,064**	**9,703**
购买固定资产净值	78	63	40	40	40
投资减少/增加	(168)	70	(34)	(49)	0
其他投资现金流	(602)	(911)	(324)	(104)	(80)
投资活动产生的现金流	**(693)**	**(778)**	**(319)**	**(113)**	**(40)**
净增权益	(1,216)	(1,824)	(1,815)	(2,119)	(2,620)
净增债务	(1,844)	0	64	(10)	2
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	5,952	555	158	152	87
融资活动产生的现金流	**2,892**	**(1,242)**	**(1,539)**	**(1,874)**	**(2,310)**
现金变动	6,234	2,702	5,245	4,077	7,353
期初现金	5,270	11,544	14,273	19,518	23,595
公司自由现金流	3,342	3,944	6,784	5,950	9,663
权益自由现金流	1,342	3,536	6,639	5,686	9,356

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	11,619	14,525	19,768	23,881	31,259
应收帐款	1,753	1,797	3,077	2,764	4,184
库存	1,699	2,265	2,713	3,371	3,903
其他流动资产	122	137	215	204	294
流动资产总计	**15,192**	**18,724**	**25,772**	**30,220**	**39,641**
固定资产	3,409	3,659	3,418	3,152	2,864
无形资产	1,036	1,099	955	811	667
其他长期资产	591	829	645	705	733
长期资产总计	**5,036**	**5,587**	**5,018**	**4,669**	**4,264**
总资产	**21,627**	**25,634**	**32,100**	**36,184**	**45,196**
应付帐款	940	1,244	1,730	1,843	2,352
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	3,652	3,799	5,669	4,614	6,989
流动负债总计	**4,592**	**5,043**	**7,449**	**6,507**	**9,392**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1,857	1,974	1,793	1,875	1,881
股本	1,216	1,216	1,216	1,216	1,216
储备	13,925	17,379	21,613	26,557	32,671
股东权益	**15,140**	**18,594**	**22,829**	**27,773**	**33,887**
少数股东权益	20	24	29	29	37
总负债及权益	**21,627**	**25,634**	**32,100**	**36,184**	**45,196**
每股帐面价值(人民币)	12.45	15.30	18.78	22.85	27.87
每股有形资产(人民币)	11.60	14.39	17.99	22.18	27.33
每股净负债/(现金)(人民币)	(9.50)	(11.74)	(16.01)	(19.37)	(25.42)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	38.7	40.9	32.9	32.3	32.4
息税前利润率(%)	36.3	38.5	30.8	30.6	30.9
税前利润率(%)	37.2	40.9	32.5	31.2	31.8
净利率(%)	27.0	28.3	28.8	27.7	28.3
流动性					
流动比率(倍)	3.3	3.7	3.5	4.6	4.2
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.9	3.3	3.1	4.1	3.8
估值					
市盈率(倍)	112.3	89.2	69.1	59.1	47.8
核心业务市盈率(倍)	90.8	68.7	69.1	59.2	47.8
市净率(倍)	27.6	22.5	18.3	15.0	12.3
价格/现金流(倍)	103.5	88.5	58.8	68.9	43.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	76.2	59.6	57.7	47.9	38.7
周转率					
存货周转天数	124.5	121.2	123.6	123.5	122.8
应收帐款周转天数	44.1	39.1	42.4	41.9	41.1
应付帐款周转天数	25.7	24.1	25.8	25.6	24.8
回报率					
股息支付率(%)	32.7	39.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	34.2	27.7	29.2	27.9	28.3
资产收益率(%)	24.9	24.3	19.9	20.2	20.8
已运用资本收益率(%)	7.9	6.9	7.3	7.0	7.1

资料来源：公司公告，中银证券预测



300142.SZ

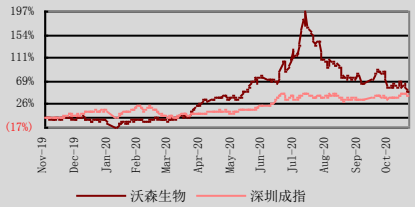
增持

原评级: 增持

市场价格:人民币 43.66

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	42.7	(10.6)	(30.7)	39.5
相对深证成指	13.4	(10.3)	(34.2)	(2.4)

发行股数(百万)	1,543
流通股(%)	96
总市值(人民币 百万)	67,387
3 个月日均交易额(人民币 百万)	2,371
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
云南省工业投资控股集团有限责任公司	5

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 11 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

《沃森生物》 20201104
《沃森生物》 20201021
《沃森生物》 20200824

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：生物制品

证券分析师： 邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

沃森生物

PCV13 顺利放量，激励计划彰显信心

公司 2020 年 Q3 单季度实现收入 9.93 亿（+234.49%），扣非归母净利润 3.75 亿（+1032.98%），PCV13 顺利放量贡献增量，Q4 有望延续放量趋势；新出股票期权激励计划彰显信心，奠定公司中长期发展基调。

支撑评级的要点

- Q3 单季净利同比大幅增长，PCV13 顺利放量贡献增量。公司 2020Q3 单季实现营业收入 9.93 亿(+234.49%)，扣非归母净利润 3.75 亿(+1032.98%)，重要原因为 PCV13 销售顺利，贡献增量。上半年 PCV13 销量约 20 万支（中报 PCV13 收入 1.12 亿，根据平均中标价测算所得），Q3 单季 PCV13 保持快速增长趋势，从批签发量来看，Q1-Q3 批签发量为 331 万剂，Q3 为 211 万剂。低年龄组的儿童在接种第一针之后还会有第二针到第四针不等的需求。且随着秋冬季节来临，新冠疫情提升了群众接种疫苗意识，Q4 肺炎疫苗的接种需求会进一步增大，业绩继续增长可期。
- 2020 年股权期权激励计划彰显信心，注入长期增长活力。公司发布 2020 年股票期权激励计划：拟向激励对象授予 7260 万份股票期权，占公司总股本 4.70%。激励对象包括公司董事、高管、公司及控股子公司核心骨干人员以及董事会认定的需激励人员，总共不超过 170 人。本计划授予的股票期权的行权价格为 75 元/股，行权的业绩考核指标为：第一个行权期，公司 2020 年及 2021 年两年累计净利润不低于 22 亿元；第二个行权期，公司 2021 年及 2022 年两年累计净利润不低于 27 元；第三个行权期，公司 2021 年及 2022 年两年累计净利润不低于 27 亿元。本次激励计划行权价格为 75 元，相较目前股价溢价超过 50%，彰显了公司对于中长期发展的信心；且本次激励对象涵盖范围广，有利于调动员工的积极性，注入长期发展活力。
- 研发管线全力推进。2020 年 Q1-Q3 公司研发费用为 1.54 亿元（+262%），目前公司全力推进二价 HPV 疫苗的申报生产和上市工作，同时加快九价 HPV 疫苗，mRNA 新冠疫苗和重组 EV17 疫苗等项目的研发进度

估值

- 由于嘉和生物上市带来公允价值变动收益，我们上调 2020 年 EPS 预测至 0.66（此前 0.59），维持 2021-2022 年 EPS0.89、1.17 不变，对应净利润为 9.98 亿、13.44 亿、17.65 亿。全年业绩有望继续超预期，维持***增持***评级。

评级面临的主要风险

- 疫苗行业政策风险，竞争对手产品上市时间快于预期风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	879	1,121	4,459	6,351	8,361
变动(%)	32	28	298	42	32
净利润(人民币 百万)	1,046	142	998	1,344	1,765
全面摊薄每股收益(人民币)	0.692	0.094	0.660	0.889	1.167
变动(%)	(294.8)	(86.4)	603.1	34.7	31.3
全面摊薄市盈率(倍)	63.1	465.2	66.2	49.1	37.4
价格/每股现金流量(倍)	(1,012.5)	1,064.9	(58.3)	21.2	(50.6)
每股现金流量(人民币)	(0.04)	0.04	(0.75)	2.06	(0.86)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	220.4	217.7	48.0	31.0	23.9
每股股息(人民币)	0.030	0.000	0.000	0.013	0.006
股息率(%)	0.1	n.a.	n.a.	0.0	0.0

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**879**	**1,121**	**4,459**	**6,351**	**8,361**
销售成本	(182)	(236)	(824)	(1,108)	(1,444)
经营费用	(402)	(587)	(2,260)	(3,212)	(4,239)
息税折旧前利润	**295**	**299**	**1,375**	**2,031**	**2,678**
折旧及摊销	(116)	(77)	(97)	(112)	(125)
经营利润(息税前利润)	**179**	**222**	**1,278**	**1,919**	**2,553**
净利息收入/(费用)	(16)	4	21	26	29
其他收益/(损失)	1,131	16	168	32	14
税前利润	**1,295**	**242**	**1,468**	**1,977**	**2,596**
所得税	(121)	(35)	(220)	(297)	(389)
少数股东权益	16	52	250	336	441
净利润	**1,046**	**142**	**998**	**1,344**	**1,765**
核心净利润	**1,185**	**154**	**999**	**1,349**	**1,768**
每股收益(人民币)	0.692	0.094	0.660	0.889	1.167
核心每股收益(人民币)	0.783	0.102	0.661	0.892	1.168
每股股息(人民币)	0.030	0.000	0.000	0.013	0.006
收入增长(%)	32	28	298	42	32
息税前利润增长(%)	(288)	24	476	50	33
息税折旧前利润增长(%)	1,951	1	361	48	32
每股收益增长(%)	(295)	(86)	603	35	31
核心每股收益增长(%)	(293)	(87)	550	35	31

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,489	2,406	1,405	4,591	3,402
应收帐款	1,377	706	9,611	4,574	13,228
库存	236	313	1,428	1,083	2,130
其他流动资产	37	18	187	97	257
流动资产总计	**4,139**	**3,444**	**12,631**	**10,345**	**19,017**
固定资产	1,300	1,389	1,320	1,191	1,109
无形资产	827	1,003	759	710	561
其他长期资产	416	1,141	426	365	376
长期资产总计	**2,543**	**3,532**	**2,505**	**2,266**	**2,046**
总资产	**7,237**	**7,018**	**15,477**	**13,139**	**21,624**
应付帐款	252	277	1,468	1,049	2,126
短期债务	30	0	50	50	50
其他流动负债	1,254	812	6,337	2,831	8,144
流动负债总计	**1,536**	**1,088**	**7,854**	**3,930**	**10,321**
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	445	263	517	409	396
股本	1,513	1,513	1,513	1,513	1,513
储备	3,037	3,328	4,533	5,891	7,556
股东权益	**4,549**	**2,905**	**6,046**	**7,403**	**9,069**
少数股东权益	682	801	1,050	1,386	1,828
总负债及权益	**7,237**	**7,018**	**15,477**	**13,139**	**21,624**
每股帐面价值(人民币)	3.01	1.92	4.00	4.89	6.00
每股有形资产(人民币)	2.46	1.26	3.49	4.42	5.62
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.62)	(1.57)	(0.88)	(2.99)	(2.20)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,295	242	1,468	1,977	2,596
折旧与摊销	116	77	97	112	125
净利息费用	16	(4)	(21)	(26)	(29)
运营资本变动	(11)	28	(2,318)	1,170	(2,415)
税金	(216)	5	(220)	(297)	(389)
其他经营现金流	(1,265)	(285)	(138)	172	(1,194)
经营活动产生的现金流	**(65)**	**62**	**(1,132)**	**3,109**	**(1,305)**
购买固定资产净值	(623)	176	(215)	(66)	(106)
投资减少/增加	1,247	224	0	0	0
其他投资现金流	(5)	(206)	61	100	302
投资活动产生的现金流	**619**	**193**	**(153)**	**33**	**197**
净增权益	(46)	0	0	(20)	(9)
净增债务	(139)	(105)	93	3	(13)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	897	(283)	151	(44)	(283)
融资活动产生的现金流	**712**	**(361)**	**297**	**42**	**(84)**
现金变动	1,266	(106)	(989)	3,184	(1,192)
期初现金	1,211	2,484	2,381	1,392	4,577
公司自由现金流	554	255	(1,286)	3,142	(1,108)
权益自由现金流	430	146	(1,214)	3,119	(1,150)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	33.5	26.6	30.8	32.0	32.0
息税前利润率(%)	20.3	19.8	28.7	30.2	30.5
税前利润率(%)	147.3	21.6	32.9	31.1	31.0
净利率(%)	119.0	12.7	22.4	21.2	21.1
流动性					
流动比率(倍)	2.7	3.2	1.6	2.6	1.8
利息覆盖率(倍)	11.5	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.5	2.9	1.4	2.4	1.6
估值					
市盈率(倍)	63.1	465.2	66.2	49.1	37.4
核心业务市盈率(倍)	55.7	429.8	66.1	48.9	37.4
市净率(倍)	14.5	22.7	10.9	8.9	7.3
价格/现金流(倍)	(1,012.5)	1,064.9	(58.3)	21.2	(50.6)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	220.4	217.7	48.0	31.0	23.9
周转率					
存货周转天数	447.3	424.7	385.7	413.4	406.1
应收帐款周转天数	451.6	339.1	422.3	407.6	388.6
应付帐款周转天数	96.6	86.0	71.4	72.3	69.3
回报率					
股息支付率(%)	4.4	0.0	0.0	1.5	0.5
净资产收益率(%)	27.7	3.8	22.3	20.0	21.4
资产收益率(%)	2.5	2.7	9.7	11.4	12.5
已运用资本收益率(%)	5.8	0.8	4.6	4.2	4.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

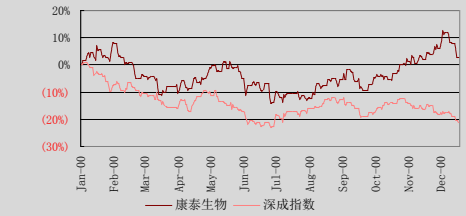


300601.SZ

买入

原评级: 未有评级
市场价格:人民币 147.42
板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	70.0	(6.3)	(26.3)	79.2
相对深证成指	40.7	(6.0)	(29.8)	37.2

发行股数(百万)	680
流通股(%)	67
总市值(人民币 百万)	100,209
3个月日均交易额(人民币 百万)	939
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
杜伟民	27

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2020年11月24日收市价为标准

相关研究报告

《康泰生物》 20191029

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：生物制品

证券分析师：邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

康泰生物

核心品种快速放量，研发工作稳步推进

公司公布 2020 年三季报：前三季度公司实现营业收入 14.2 亿元（+1.87%），归母净利润 4.33 亿元（+0.58%）；Q3 单季实现营业收入 5.5 亿元（-6.17%），归母净利润 1.74 亿元（+0.49%）。四联苗换标影响短期业绩，核心品种进入快速放量阶段，研发工作顺利推进，后续业绩增长可期。

支撑评级的要点

- **四联苗换标工作影响 Q3 短期业绩。**公司前三季度实现营业收入 14.2 亿元（+1.87%），Q1/Q2/Q3 单季分别实现营业收入 1.77/6.93/5.5 亿元（-48.1%/+48.6%/-6.2%），Q3 单季业绩下滑估计和四联苗封剂型重新招标和费用增加有关。目前四联苗各省市招标工作基本完成，预计 Q4 销售工作恢复正常，有望实现量价齐升。
- **23 价肺炎疫苗等核心品种进入快速放量阶段。**2020Q1-Q3 23 价肺炎疫苗批签发量达 244 万支，同比增长 173%，新冠疫情下群众接种肺炎疫苗意识提升，疫情稳定后销售工作快速恢复，Q4 有望延续放量趋势；四联苗 2020Q1-Q3 批签发量为 466 万支，同比增长 86%，增速因为换标工作暂缓，预计 Q4 将恢复正常；乙肝疫苗新产能在今年 6 月恢复生产，预计在年前能恢复销售供应。
- **研发管线丰富，研发工作持续推进。**公司与阿斯利康合作研发的的腺病毒载体新冠疫苗目前处在临床Ⅲ期试验阶段，是全球进展较快的新冠疫苗项目，有望于年底在欧美紧急使用，后续有望引进国内，国内临床试验时间预计也会缩短；公司独立自研的新冠灭活疫苗即将进入临床Ⅱ期试验；此外，公司多个在研产品研发工作稳步推进：13 价肺炎结合疫苗进入审评阶段，预计 2021 年年初可获批；人二倍体狂苗有望在 2021 年年底获批上市。公司有望迎来产品收获期，后续业绩成长可期。

估值

- 公司四联苗换标完成，23 价肺炎疫苗进入快速放量阶段，在研产品即将迎来收获期，我们预测公司 2020/2021/2022 年 EPS 分别为 1.14/2.36/3.40，对应市盈率为 129 倍，62.5 倍，43.3 倍。首次覆盖，给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 产品放量不及预期风险、研发进展不及预期风险、行业安全事件风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	2,017	1,943	2,417	4,194	5,454
变动(%)	74	(4)	24	74	30
净利润(人民币 百万)	436	575	737	1,521	2,194
全面摊薄每股收益(人民币)	0.675	0.891	1.142	2.358	3.402
变动(%)	32.5	31.9	28.3	106.4	44.3
全面摊薄市盈率(倍)	218.2	165.5	129.0	62.5	43.3
价格/每股现金流量(倍)	282.6	188.0	83.5	(174.9)	20.7
每股现金流量(人民币)	0.52	0.78	1.77	(0.84)	7.10
企业价值/息税折旧前利润(倍)	139.8	111.2	103.6	52.6	35.5
每股股息(人民币)	0.250	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	0.2	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**2,017**	**1,943**	**2,417**	**4,194**	**5,454**
销售成本	(190)	(174)	(166)	(148)	(253)
经营费用	(1,112)	(871)	(1,293)	(2,138)	(2,481)
息税折旧前利润	**714**	**898**	**958**	**1,909**	**2,720**
折旧及摊销	(58)	(83)	(121)	(178)	(229)
经营利润 (息税前利润)	**656**	**815**	**837**	**1,731**	**2,491**
净利息收入/(费用)	(18)	(5)	(6)	(4)	1
其他收益/(损失)	15	13	21	29	43
税前利润	**653**	**822**	**851**	**1,756**	**2,534**
所得税	(53)	(89)	(114)	(235)	(340)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	**436**	**575**	**737**	**1,521**	**2,194**
核心净利润	**600**	**734**	**737**	**1,521**	**2,195**
每股收益 (人民币)	0.675	0.891	1.142	2.358	3.402
核心每股收益 (人民币)	0.930	1.138	1.143	2.359	3.403
每股股息 (人民币)	0.250	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	74	(4)	24	74	30
息税前利润增长(%)	225	24	3	107	44
息税折旧前利润增长(%)	175	26	7	99	42
每股收益增长(%)	32	32	28	106	44
核心每股收益增长(%)	125	22	0	106	44

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	635	529	1,224	1,492	3,949
应收帐款	899	1,058	1,023	2,895	2,001
库存	196	229	131	179	361
其他流动资产	10	12	4	11	15
流动资产总计	**1,740**	**1,828**	**2,383**	**4,577**	**6,326**
固定资产	1,166	1,367	1,847	2,285	2,669
无形资产	204	365	411	493	546
其他长期资产	196	306	306	306	306
长期资产总计	**1,566**	**2,038**	**2,564**	**3,084**	**3,521**
总资产	**3,336**	**3,952**	**5,052**	**7,791**	**9,992**
应付帐款	98	117	97	91	251
短期债务	0	1	0	876	0
其他流动负债	876	753	943	681	2,025
流动负债总计	**974**	**870**	**1,040**	**1,648**	**2,276**
长期借款	413	195	303	913	291
其他长期负债	117	133	133	133	133
股本	645	645	645	645	645
储备	1,284	2,195	2,932	4,453	6,647
股东权益	**1,929**	**2,905**	**3,577**	**5,098**	**7,292**
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	**3,336**	**3,952**	**5,052**	**7,791**	**9,992**
每股帐面价值 (人民币)	2.99	4.50	5.55	7.90	11.31
每股有形资产 (人民币)	2.67	3.94	4.91	7.14	10.46
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.59)	(0.48)	(1.47)	0.39	(5.70)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	653	822	851	1,756	2,534
折旧与摊销	58	83	121	178	229
净利息费用	18	5	6	4	(1)
运营资本变动	(143)	(281)	214	(2,147)	2,395
税金	(217)	(248)	(114)	(235)	(340)
其他经营现金流	(33)	124	61	(99)	(235)
经营活动产生的现金流	**336**	**506**	**1,139**	**(544)**	**4,583**
购买固定资产净值	(12)	161	647	698	666
投资减少/增加	7	7	17	26	39
其他投资现金流	(231)	(548)	(1,293)	(1,396)	(1,333)
投资活动产生的现金流	**(236)**	**(380)**	**(629)**	**(672)**	**(627)**
净增权益	(161)	0	0	0	0
净增债务	11	(48)	54	1,469	(1,469)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	482	(206)	79	(90)	(250)
融资活动产生的现金流	**332**	**(227)**	**186**	**1,483**	**(1,498)**
现金变动	432	(101)	695	267	2,458
期初现金	160	635	505	1,201	1,468
公司自由现金流	100	126	510	(1,215)	3,956
权益自由现金流	130	83	570	258	2,486

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	35.4	46.2	39.6	45.5	49.9
息税前利润率(%)	32.5	41.9	34.6	41.3	45.7
税前利润率(%)	32.4	42.3	35.2	41.9	46.5
净利率(%)	21.6	29.6	30.5	36.3	40.2
流动性					
流动比率(倍)	1.8	2.1	2.3	2.8	2.8
利息覆盖率(倍)	35.7	151.0	131.8	410.9	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	6.3	净现金
速动比率(倍)	1.6	1.8	2.2	2.7	2.6
估值					
市盈率 (倍)	218.2	165.5	129.0	62.5	43.3
核心业务市盈率(倍)	158.5	129.5	129.0	62.5	43.3
市净率 (倍)	49.3	32.8	26.6	18.7	13.0
价格/现金流 (倍)	282.6	188.0	83.5	(174.9)	20.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	139.8	111.2	103.6	52.6	35.5
周转率					
存货周转天数	361.5	445.6	395.4	383.1	389.5
应收帐款周转天数	130.6	183.8	157.2	170.5	163.9
应付帐款周转天数	14.4	20.2	16.1	8.2	11.4
回报率					
股息支付率(%)	37.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率 (%)	27.8	23.8	22.7	35.1	35.4
资产收益率 (%)	21.7	19.9	16.1	23.3	24.3
已运用资本收益率(%)	5.7	5.3	5.3	7.1	7.6

资料来源：公司公告，中银证券预测



000403.SZ

双林生物

增持

原评级: 增持

市场价格:人民币 42.44

板块评级:强于大市

外部扩张助力公司进入血制品行业第一梯队

公司公告收购哈尔滨派斯菲科的重组方案草案修订稿等。

支撑评级的要点

- **资产重组稳步推进，行业新龙头有望出现。**本次重组中：哈尔滨派斯菲科100%股权的交易价格为33.47亿元，发行股份数量为191,595,895股。同时配套融资16亿，用于新建血浆站、新产品研发、信息化建设、以及补充流动资金和偿还债务。派斯菲科目前有9个产品和10家浆站。浆站分布于黑龙江和四川，并已获得在9个县(市)设置新浆站的许可，本次募投资金其中一部分将用于开设以上9个新浆站。同时考虑到两家公司均在积极拓展新的浆站浆源，3年之后上市公司体系内有望突破37家浆站。
- **新疆德源助力供浆，采浆量有望进入头部行列。**双林生物与新疆德源签署了战略合作协议，新疆德源保证在未来5年内向双林生物供浆900吨以上，平均每年向双林生物调浆180吨以上，有望使双林生物的采浆量达到千吨级别，从而进入行业第一梯队。新疆德源的下属5个浆站已经于2020年4月开始向公司供浆。此外公司前期与新疆德源签订框架协议，约定双方将合作进一步开拓新的浆站。
- **合并带来协同效应，吨浆利润持续提升。**从产品结构来看，除了白蛋白和静丙等常规品种外，双林生物在特免产品具备比较优势，派斯菲科在人纤维蛋白原产品具备比较优势。派斯菲科的人纤维蛋白原生产技术行业领先，两者产品结构协同效应突出。双林本部凝血因子VIII已经获批上市，2020年下半年开始逐步贡献增量。派斯菲科高纯静丙等产品研发顺利，合并后可利用上市公司的融资平台、资金规模优势等加速研发。
- **股权激励考核条件为纯内生，彰显信心。**本次股权激励范围为核心骨干41人，采用限制性股票+股票期权的方式，限制性股票和股票期权的总数量为410万份(其中205万股为限制性股票，205万股为期权)，限制性股票首次授予的价格为19.61元/股，授予的股票期权的首次行权价格为39.22元/份。业绩考核方面，2020-2022年触发授予条件的下限业绩为：1.62亿元、3.00亿元、4亿元；2020-2022年达到足额100%授予条件的业绩为：2.00亿元、3.70亿元、5.00亿元。本次业绩考核条件并不包含重组并购带来的并表收益，完全来自内生增长。公司将占比一半的激励份额采用以现价期权授予的方式，以及对于2022年较高的内生业绩考核要求充分体现了管理层对于未来长期的信心。另外派斯菲科2020-2022的业绩承诺税后净利润分别为：7500万元、1.2亿元、1.8亿元。

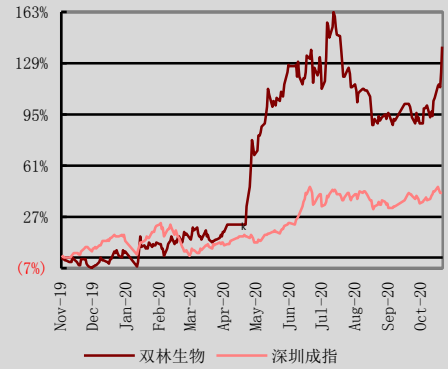
估值

- 根据公司财务报告，在不考虑资产重组增厚业绩的情况下，我们预测公司将在2020、2021、2022年实现的净利润分别为2.09亿元、3.52亿元、4.76亿元，每股收益EPS分别为0.42元、0.71元、0.97元，对应PE101.05倍、59.77倍、43.75倍。

评级面临的主要风险

- 管理改善低于预期、行业监管风险、整合风险、新疆德源诉讼风险、派斯菲科重组方案不过审风险、以及采浆量不及预期风险。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	139.4	24.1	9.4	132.3
相对深证成指	110.1	24.4	5.9	90.3

发行股数(百万)	492
流通股(%)	99
总市值(人民币 百万)	20,899
3个月日均交易额(人民币 百万)	106
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
杭州浙民投天弘投资合伙企业(有限合伙)	27

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2020年11月24日收市价为标准

相关研究报告

《双林生物》 20200703
《双林生物》 20200430
《振兴生化》 20191019

投资摘要

年结日：12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	860	916	997	1,392	1,693
变动(%)	25	6	9	40	22
净利润(人民币 百万)	80	160	209	352	476
全面摊薄每股收益(人民币)	0.293	0.589	0.424	0.715	0.967
变动(%)	270.3	100.6	(28.0)	68.6	35.3
全面摊薄市盈率(倍)	144.6	72.1	100.1	59.8	43.8
价格/每股现金流量(倍)	99.2	60.6	41.7	(500.7)	29.1
每股现金流量(人民币)	0.43	0.70	1.02	(0.08)	1.46
企业价值/息税折旧前利润(倍)	109.8	79.1	62.9	42.4	31.9
每股股息(人民币)	0.000	0.121	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源：公司公告，中银证券预测

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：生物制品

证券分析师：邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**860**	**916**	**997**	**1,392**	**1,693**
销售成本	(408)	(444)	(452)	(596)	(699)
经营费用	(261)	(208)	(220)	(312)	(372)
息税折旧前利润	**191**	**264**	**325**	**484**	**622**
折旧及摊销	(49)	(46)	(49)	(50)	(52)
经营利润(息税前利润)	**142**	**218**	**276**	**434**	**570**
净利息收入/(费用)	(26)	(21)	(30)	(20)	(10)
其他收益/(损失)	6	16	0	0	0
税前利润	**122**	**213**	**246**	**414**	**560**
所得税	(23)	(31)	(37)	(62)	(84)
少数股东权益	(5)	(3)	0	0	0
净利润	**80**	**160**	**209**	**352**	**476**
核心净利润	**95**	**186**	**209**	**352**	**476**
每股收益(人民币)	0.293	0.589	0.424	0.715	0.967
核心每股收益(人民币)	0.349	0.681	0.424	0.715	0.967
每股股息(人民币)	0.000	0.121	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	25	6	9	40	22
息税前利润增长(%)	33	54	26	57	31
息税折旧前利润增长(%)	23	39	23	49	28
每股收益增长(%)	270	101	(28)	69	35
核心每股收益增长(%)	(467)	95	(38)	69	35

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	122	213	246	414	560
折旧与摊销	49	46	49	50	52
净利息费用	26	21	30	20	10
运营资本变动	(39)	(29)	213	(342)	265
税金	(52)	(58)	(37)	(62)	(84)
其他经营现金流	11	(2)	0	(122)	(86)
经营活动产生的现金流	**117**	**191**	**501**	**(42)**	**718**
购买固定资产净值	(0)	3	16	17	17
投资减少/增加	2	7	0	0	0
其他投资现金流	(12)	(40)	(33)	(35)	(34)
投资活动产生的现金流	**(10)**	**(30)**	**(16)**	**(17)**	**(17)**
净增权益	0	(33)	0	0	0
净增债务	(44)	(70)	(42)	(5)	1
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(23)	(129)	(80)	(123)	(231)
融资活动产生的现金流	**(67)**	**(205)**	**(69)**	**(25)**	**(9)**
现金变动	39	(44)	415	(84)	692
期初现金	146	155	111	526	442
公司自由现金流	106	161	484	(59)	701
权益自由现金流	88	112	472	(44)	712

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	158	131	540	454	1,149
应收帐款	200	239	143	441	283
库存	390	405	499	627	695
其他流动资产	5	4	14	4	17
流动资产总计	**753**	**779**	**1,195**	**1,525**	**2,144**
固定资产	457	388	356	323	288
无形资产	70	73	72	73	73
其他长期资产	13	13	26	18	19
长期资产总计	**540**	**474**	**455**	**413**	**380**
总资产	**1,318**	**1,272**	**1,660**	**1,937**	**2,515**
应付帐款	43	32	65	51	84
短期债务	180	110	50	50	50
其他流动负债	444	298	475	425	492
流动负债总计	**668**	**440**	**590**	**526**	**625**
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	30	30	46	35	37
股本	273	273	492	492	492
储备	365	528	520	872	1,348
股东权益	**638**	**2,905**	**1,012**	**1,364**	**1,841**
少数股东权益	(18)	1	1	1	1
总负债及权益	**1,318**	**1,272**	**1,660**	**1,937**	**2,515**
每股帐面价值(人民币)	2.34	10.66	2.06	2.77	3.74
每股有形资产(人民币)	2.08	10.39	1.91	2.62	3.59
每股净负债/(现金)(人民币)	0.09	n.a.	(0.95)	(0.78)	(2.18)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	22.2	28.9	32.6	34.8	36.7
息税前利润率(%)	16.5	23.8	27.7	31.2	33.7
税前利润率(%)	14.2	23.2	24.7	29.8	33.1
净利率(%)	9.3	17.5	21.0	25.3	28.1
流动性					
流动比率(倍)	1.1	1.8	2.0	2.9	3.4
利息覆盖率(倍)	5.5	10.5	9.2	21.7	57.0
净权益负债率(%)	4.1	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.5	0.9	1.2	1.7	2.3
估值					
市盈率(倍)	144.6	72.1	100.0	59.8	43.8
核心业务市盈率(倍)	121.8	62.3	100.1	59.4	43.9
市净率(倍)	18.1	4.0	20.6	15.3	11.3
价格/现金流(倍)	99.2	60.6	41.7	(500.7)	29.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	109.8	79.1	62.9	42.4	31.9
周转率					
存货周转天数	343.9	326.9	364.9	344.7	344.9
应收帐款周转天数	71.9	87.6	70.0	76.5	78.0
应付帐款周转天数	17.5	15.0	17.7	15.2	14.5
回报率					
股息支付率(%)	0.0	20.6	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	13.4	9.1	10.7	29.6	29.7
资产收益率(%)	8.7	14.4	16.0	20.5	21.8
已运用资本收益率(%)	2.6	2.1	2.6	7.0	7.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

300244.SZ

买入

原评级: 买入

市场价格:人民币 33.79

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	49.9	(11.5)	(23.2)	43.8
相对深证成指	20.6	(11.2)	(26.7)	1.8

发行股数(百万)	620
流通股(%)	74
总市值(人民币 百万)	20,965
3 个月日均交易额(人民币 百万)	367
净负债比率(%)(2020E)	48
主要股东(%)	
陈海斌	29

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 11 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

《迪安诊断》 20201028
《迪安诊断》 20200818
《迪安诊断》 20191101

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：医疗器械

证券分析师： 邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

迪安诊断

传统业务恢复、核酸检测业务扩增、Q3 业绩喜人

公司 Q3 单季度实现收入 29.99 亿（+35.36%），扣非归母净利润 3.74 亿（+315.78%）；前三季度实现营业收入 74.72 亿（+20.33%），扣非归母净利润 8.44 亿（+165.52%）。新冠疫情核酸检测业务大幅度增长；目前，传统检验业务和产品代理业务显著恢复，Q3 单季度净利大幅增长。维持买入评级。

支撑评级的要点

- **公司依托“服务+产品”特有的整合式业务联动，全国一盘棋，新冠检测业务大幅度增长。**公司有 38 家 ICL 实验室中的 36 家被指定为第三方新冠病毒核酸检测指定机构，覆盖中国大陆 30 个省、直辖市、自治区。抗“疫”核酸检测业务中迪安充分发挥了“服务+产品”商业模式的优势。独立实验室提供 PCR 技术员、检测设备等；产品渠道子公司调配仪器设备，做好物资、仪器的保障工作。迪安诊断自 1 月下旬投入战“疫”以来核酸检测量已达 1800-1900 万人份，预计年底检测量将超过 2000 万人份。
- **Q3 传统检验业务和产品代理业务显著恢复、独立实验室度过盈亏平衡点、报表质量全面提升。**随着疫情的有效控制医院门诊量逐步恢复，公司坚定以客户为导向，强化学科和技术驱动，传统检验业务和产品代理业务显著恢复。同时，公司组织架构、管理体系、人力资源全面改革，持续精益管理，优化运营效率。根据平均店龄法分析，目前公司多家独立实验室度过盈亏平衡点，有望进入利润增速持续高于收入增速的经营质量提升阶段。
- **“医保控费+院内市场为主体”的生态环境中，“产品+服务”模式独具优势。**大型三甲医院、地市级中型医院都存在检验服务外包需求，公司产品渠道业务在快速切入院内市场中具备优势；全国连锁实验室布局及“合作共建”业务模式在充分为各级医院提供诊断服务中存在优势。

估值

- **上调盈利预测，维持买入评级。**由于 Q3 业绩大幅超预期，我们上调盈利预测，预计 20-22 年归母净利润为：10.1 亿/10.2 亿/10.9 亿元（原预计 20-22 年归母净利润为：7.08 亿/7.73 亿/10.51 亿元），对应市盈率 21 倍/21 倍/19 倍，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 质量控制风险；并购整合的管理风险；技术人才流失风险；商誉减值风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	6,967	8,453	12,331	13,376	14,634
变动(%)	39	21	46	8	9
净利润(人民币 百万)	389	347	1,008	1,018	1,088
全面摊薄每股收益(人民币)	0.626	0.560	1.625	1.640	1.754
变动(%)	11.2	(10.6)	190.4	0.9	7.0
此前预测值（人民币）			1.141	1.253	1.693
变动（%）			42.4	30.9	3.6
全面摊薄市盈率(倍)	54.0	60.4	20.8	20.6	19.3
价格/每股现金流量(倍)	544.6	56.2	257.2	11.9	11.4
每股现金流量(人民币)	0.06	0.60	0.13	2.85	2.96
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.1	19.3	9.2	9.1	8.5
每股股息(人民币)	0.860	0.660	0.731	0.738	0.789
股息率(%)	2.5	2.0	2.2	2.2	2.3

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**6,967**	**8,453**	**12,331**	**13,376**	**14,634**
销售成本	(4,595)	(5,735)	(7,713)	(8,614)	(9,554)
经营费用	(1,364)	(1,563)	(2,006)	(2,180)	(2,389)
息税折旧前利润	**1,007**	**1,155**	**2,612**	**2,582**	**2,691**
折旧及摊销	(115)	(172)	(213)	(220)	(245)
经营利润(息税前利润)	**892**	**983**	**2,399**	**2,362**	**2,446**
净利息收入/(费用)	(110)	(169)	(236)	(240)	(206)
其他收益/(损失)	(162)	(214)	(198)	(212)	(238)
税前利润	**734**	**771**	**2,168**	**2,122**	**2,238**
所得税	(146)	(196)	(617)	(603)	(637)
少数股东权益	(200)	(228)	(543)	(501)	(512)
净利润	**389**	**347**	**1,008**	**1,018**	**1,088**
核心净利润	**376**	**351**	**994**	**1,010**	**1,082**
每股收益(人民币)	0.626	0.560	1.625	1.640	1.754
核心每股收益(人民币)	0.606	0.565	1.601	1.627	1.744
每股股息(人民币)	0.860	0.660	0.731	0.738	0.789
收入增长(%)	39	21	46	8	9
息税前利润增长(%)	78	10	144	(2)	4
息税折旧前利润增长(%)	63	15	126	(1)	4
每股收益增长(%)	11	(11)	190	1	7
核心每股收益增长(%)	5	(7)	183	2	7

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	734	771	2,168	2,122	2,238
折旧与摊销	115	172	213	220	245
净利息费用	111	170	245	248	214
运营资本变动	592	2,304	1,184	(476)	(450)
税金	146	196	617	603	637
其他经营现金流	(1,660)	(3,239)	(4,346)	(949)	(1,045)
经营活动产生的现金流	**39**	**373**	**82**	**1,769**	**1,839**
购买固定资产净值	(342)	(212)	(250)	(350)	(450)
投资减少/增加	(73)	31	2	154	12
其他投资现金流	(702)	(314)	(135)	(306)	(184)
投资活动产生的现金流	**(1,117)**	**(496)**	**(383)**	**(502)**	**(622)**
净增权益	70	0	0	0	0
净增债务	57	281	0	0	0
支付股息	(534)	(410)	(454)	(458)	(490)
其他融资现金流	1,697	1,152	303	(719)	(632)
融资活动产生的现金流	**1,289**	**1,023**	**(151)**	**(1,177)**	**(1,122)**
现金变动	211	901	(452)	90	95
期初现金	755	1,713	1,307	855	945
公司自由现金流	(1,077)	(122)	(293)	1,275	1,225
权益自由现金流	(1,133)	(11)	(547)	1,020	1,003

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1,713	1,307	855	945	1,040
应收帐款	2,867	3,330	4,875	5,033	5,065
库存	1,193	1,347	1,785	2,079	2,254
其他流动资产	412	721	995	1,030	1,090
流动资产总计	**6,186**	**6,705**	**8,510**	**9,087**	**9,449**
固定资产	901	942	1,016	1,176	1,407
无形资产	1,546	1,580	1,572	1,565	56
其他长期资产	1,901	1,367	1,520	1,698	3,403
长期资产总计	**4,480**	**4,045**	**4,234**	**4,577**	**5,006**
总资产	**10,665**	**10,750**	**12,743**	**13,664**	**14,455**
应付帐款	1,012	959	1,350	1,615	1,687
短期债务	1,242	1,629	2,813	2,337	1,887
其他流动负债	2,267	1,690	967	1,033	1,059
流动负债总计	**4,521**	**4,278**	**5,130**	**4,985**	**4,633**
长期借款	783	1,064	1,064	1,064	1,064
其他长期负债	659	270	270	270	270
股本	621	621	621	621	621
储备	3,056	3,363	3,962	4,526	5,157
股东权益	**3,676**	**3,984**	**4,583**	**5,147**	**5,777**
少数股东权益	1,027	1,154	1,697	2,199	2,711
总负债及权益	**10,665**	**10,750**	**12,743**	**13,664**	**14,455**
每股帐面价值(人民币)	5.92	6.42	7.39	8.29	9.31
每股有形资产(人民币)	3.43	3.87	4.85	5.77	9.22
每股净负债/(现金)(人民币)	0.50	2.23	4.87	3.96	3.08

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.5	13.7	21.2	19.3	18.4
息税前利润率(%)	12.8	11.6	19.5	17.7	16.7
税前利润率(%)	10.5	9.1	17.6	15.9	15.3
净利率(%)	5.6	4.1	8.2	7.6	7.4
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.6	1.7	1.8	2.0
利息覆盖率(倍)	7.9	5.8	9.5	9.3	11.0
净权益负债率(%)	6.6	27.0	48.1	33.4	22.5
速动比率(倍)	1.1	1.3	1.3	1.4	1.6
估值					
市盈率(倍)	54.0	60.4	20.8	20.6	19.3
核心业务市盈率(倍)	55.8	59.8	21.1	20.8	19.4
市净率(倍)	5.7	5.3	4.6	4.1	3.6
价格/现金流(倍)	544.6	56.2	257.2	11.9	11.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.1	19.3	9.2	9.1	8.5
周转率					
存货周转天数	n.a.	80.8	74.1	81.9	82.8
应收帐款周转天数	150.2	133.8	121.4	135.2	125.9
应付帐款周转天数	53.0	42.6	34.2	40.5	41.2
回报率					
股息支付率(%)	137.3	117.9	45.0	45.0	45.0
净资产收益率(%)	10.6	9.1	23.5	20.9	19.9
资产收益率(%)	6.7	6.9	14.6	12.8	12.4
已运用资本收益率(%)	13.3	13.5	26.8	22.7	22.1

资料来源：公司公告，中银证券预测



000739.SZ

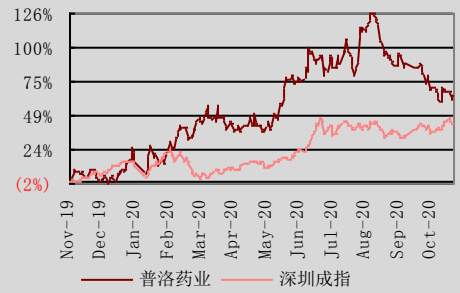
买入

原评级: 未有评级

市场价格:人民币 21.59

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	65.2	1.6	(19.7)	75.7
相对深证成指	35.9	1.9	(23.2)	33.8

发行股数(百万)	1,179
流通股(%)	97
总市值(人民币 百万)	25,444
3 个月日均交易额(人民币 百万)	276
净负债比率(%)(2020E)	6
主要股东(%)	
横店集团控股有限公司	28

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 11 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

《普洛药业》 20200311
《普洛药业》 20191018
《普洛药业》 20190924

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：化学制药

证券分析师： 邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

普洛药业

CDMO 业务增长强劲，原料药业务保持稳定增长

2020 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 58.12 亿元（+7.3%），实现归母净利润 6.31 亿元(+42.12%)。CDMO 业务增长强劲，2020 年上半年，公司 CDMO 实现营业收入 5.52 亿元（+73.20%）。

支撑评级的要点

- **业绩实现稳定增长，CDMO 业务增长强劲。**2020 年 Q1-Q3 公司实现营业收入 58.12 亿元，同比增长 7.3%，实现归母净利润 6.31 亿元，同比增长 42.12%。公司不断加大 CDMO 研发投入，实现“起始原料药+注册中间体”为主的产业模式向“注册中间体+原料药”为主的产业模式转变。2020 年上半年，公司 CDMO 实现营业收入 5.52 亿元，较 2019 年同期增长 73.20%，毛利率为 40.77%，较去年同期增长 4.87 个百分点。CDMO 研发人员已增加至 150 人，并在上海新增 3700 平米实验场地，预计明年投入使用。公司准备新建两个高活性药物车间和一个多功能 CDMO 标准化车间，进一步提升公司 CDMO 的研发能力和生产能力。
- **原料药业务实现稳定增长，研发队伍持续建设。**2020 年上半年公司原料药业务实现营业收入 30.20 亿元，较上年同期增长 15.41%。公司上半年引进研发技术人员 61 人，，共开展重大项目 31 个，完成中试项目 12 个，小试项目 19 个。
- **坚持“仿创结合”研发策略，新产品不断进入市场。**2020 年 Q1-Q3 公司研发费用为 2.72 亿元，在营业收入中占比为 4.7%。2020 年上半年，仿制药盐酸安非他酮缓释片新规格获得美国 FDA 批准，吲达帕胺片和阿莫西林胶囊相继通过了仿制药质量和疗效的一致性评价。一类新药索法地尔目前已经完成Ⅱ期临床和相关试验数据的统计分析，准备开展Ⅲ临床试验。公司子公司浙江普洛康裕制药有限公司原料药产品盐酸美金刚获得了日本 PMDA 的注册文件批准和 GMP 符合性调查批准，公司洛索洛芬钠原料药获得向日本市场供应的资质。

估值

- 我们根据公司业绩变化，调整盈利预测，预计 2020，2021，2022 年公司实现净利润分别为 7.90 亿元，9.82 亿元，12.27 亿元，EPS 分别为 0.671 元，0.834 元，1.041 元。（我们在 2020 年 3 月预期 2020-2022 年净利润为 7.43/10.0/12.58 亿元，EPS 0.63/0.86/1.06 元。）

评级面临的主要风险

- 原材料价格波动的风险；CMO 发展速度低于预期的风险；研发失败及销售不达预期的风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	6,376	7,211	8,492	10,223	13,785
变动(%)	15	13	18	20	35
净利润(人民币 百万)	371	553	790	982	1,227
全面摊薄每股收益(人民币)	0.314	0.470	0.671	0.834	1.041
变动(%)	44.4	49.3	42.8	24.3	24.9
此前预测值（人民币）			0.630	0.856	1.061
变动（%）			6.5	(2.6)	(1.9)
全面摊薄市盈率(倍)	68.7	46.0	32.2	25.9	20.7
价格/每股现金流量(倍)	30.6	18.7	(24.1)	7.8	(27.8)
每股现金流量(人民币)	0.71	1.15	(0.90)	2.75	(0.78)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.1	17.6	21.5	16.3	14.7
每股股息(人民币)	0.110	0.165	0.201	0.250	0.312
股息率(%)	0.5	0.8	0.9	1.2	1.4

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**6,376**	**7,211**	**8,492**	**10,223**	**13,785**
销售成本	(4,387)	(4,921)	(6,012)	(7,009)	(9,510)
经营费用	(978)	(897)	(1,284)	(1,821)	(2,646)
息税折旧前利润	**1,012**	**1,393**	**1,195**	**1,393**	**1,629**
折旧及摊销	(329)	(354)	(366)	(371)	(378)
经营利润(息税前利润)	**683**	**1,039**	**830**	**1,022**	**1,251**
净利息收入/(费用)	(2)	(13)	85	102	138
其他收益/(损失)	(22)	(41)	(25)	(18)	(11)
税前利润	**659**	**985**	**890**	**1,106**	**1,378**
所得税	(92)	(80)	(100)	(124)	(152)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	**371**	**553**	**790**	**982**	**1,227**
核心净利润	**563**	**904**	**789**	**980**	**1,225**
每股收益(人民币)	0.314	0.470	0.671	0.834	1.041
核心每股收益(人民币)	0.478	0.767	0.670	0.832	1.040
每股股息(人民币)	0.110	0.165	0.201	0.250	0.312
收入增长(%)	15	13	18	20	35
息税前利润增长(%)	83	52	(20)	23	22
息税折旧前利润增长(%)	44	38	(14)	17	17
每股收益增长(%)	44	49	43	24	25
核心每股收益增长(%)	175	61	(13)	24	25

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	659	985	890	1,106	1,378
折旧与摊销	329	354	366	371	378
净利息费用	2	13	(85)	(102)	(138)
运营资本变动	237	493	(1,956)	2,145	(1,544)
税金	(288)	(432)	(100)	(124)	(152)
其他经营现金流	(106)	(53)	(172)	(150)	(837)
经营活动产生的现金流	**833**	**1,360**	**(1,057)**	**3,246**	**(915)**
购买固定资产净值	(38)	(32)	40	40	40
投资减少/增加	(51)	(33)	(2)	(3)	0
其他投资现金流	(90)	(376)	(78)	(80)	(80)
投资活动产生的现金流	**(179)**	**(441)**	**(40)**	**(43)**	**(40)**
净增权益	(130)	(194)	(237)	(295)	(368)
净增债务	(474)	(564)	1,487	(1,482)	451
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	10	26	32	(1)	(83)
融资活动产生的现金流	**(594)**	**(706)**	**1,335**	**(1,674)**	**220**
现金变动	60	213	238	1,528	(734)
期初现金	547	644	1,036	1,274	2,802
公司自由现金流	654	919	(1,097)	3,203	(955)
权益自由现金流	182	368	305	1,619	(642)

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	806	1,812	1,929	3,487	2,773
应收帐款	1,243	1,032	2,348	1,489	3,514
库存	901	993	1,254	1,385	2,213
其他流动资产	125	121	187	170	312
流动资产总计	**3,075**	**3,958**	**5,718**	**6,532**	**8,812**
固定资产	2,123	2,018	1,704	1,384	1,057
无形资产	363	331	320	308	297
其他长期资产	153	185	225	256	295
长期资产总计	**2,640**	**2,534**	**2,248**	**1,948**	**1,650**
总资产	**5,751**	**6,523**	**7,951**	**8,429**	**10,371**
应付帐款	1,113	2,010	1,271	2,577	2,906
短期债务	614	50	1,522	50	499
其他流动负债	476	501	637	595	902
流动负债总计	**2,204**	**2,562**	**3,429**	**3,222**	**4,306**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	203	193	200	199	197
股本	1,179	1,179	1,179	1,179	1,179
储备	2,166	2,590	3,143	3,830	4,689
股东权益	**3,344**	**3,768**	**4,321**	**5,009**	**5,868**
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	**5,751**	**6,523**	**7,951**	**8,429**	**10,371**
每股帐面价值(人民币)	2.84	3.20	3.67	4.25	4.98
每股有形资产(人民币)	2.53	2.92	3.40	3.99	4.73
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.03)	(0.84)	0.21	(2.34)	(1.33)

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	15.9	19.3	14.1	13.6	11.8
息税前利润率(%)	10.7	14.4	9.8	10.0	9.1
税前利润率(%)	10.3	13.7	10.5	10.8	10.0
净利率(%)	5.8	7.7	9.3	9.6	8.9
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.5	1.7	2.0	2.0
利息覆盖率(倍)	279.7	80.8	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	5.7	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.2	1.3	1.6	1.5
估值					
市盈率(倍)	68.7	46.0	32.2	25.9	20.7
核心业务市盈率(倍)	45.2	28.2	32.2	26.0	20.8
市净率(倍)	7.6	6.7	5.9	5.1	4.3
价格/现金流(倍)	30.6	18.7	(24.1)	7.8	(27.8)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	25.1	17.6	21.5	16.3	14.7
周转率					
存货周转天数	67.7	70.2	68.2	68.7	69.1
应收帐款周转天数	75.3	57.6	72.6	68.5	66.2
应付帐款周转天数	58.6	79.1	70.5	68.7	72.6
回报率					
股息支付率(%)	35.0	35.1	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	11.6	15.6	19.5	21.1	22.6
资产收益率(%)	10.3	15.5	10.2	11.1	11.8
已运用资本收益率(%)	2.3	3.6	4.1	4.5	5.4

资料来源：公司公告，中银证券预测



002773.SZ

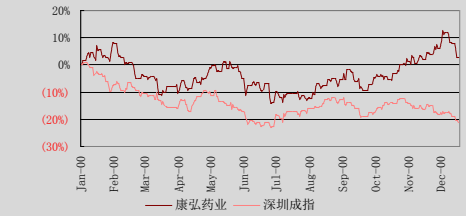
买入

原评级: 买入

市场价格:人民币 40.90

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	8.9	1.6	(8.4)	18.3
相对深证成指	(20.4)	1.9	(11.8)	(23.7)

发行股数(百万)	879
流通股(%)	71
总市值(人民币 百万)	35,938
3个月日均交易额(人民币 百万)	200
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
成都康弘科技实业(集团)有限公司	33

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 11 月 24 日收市价为标准

相关研究报告

《康弘药业》 20201027

《康弘药业》 20200826

《康弘药业》 20190516

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：化学制药

证券分析师：邓周宇
(86755)82560525
zhouyu.deng@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

康弘药业

第三季度业绩逐步回复，康柏西普国际化进程持续推进

2020 年 Q1 至 Q3 公司实现营业收入 23.48 亿人民币（-2.56%），归母净利润 5.79 亿人民币（+4.8%）。公司 Q3 单季度实现营业收入 9.54 亿人民币（+7.2%），归母净利润 2.44 亿人民币（15.3%）。三大板块均实现同比增长，康柏西普持续放量。

支撑评级的要点

- **第三季度业绩回复，三大板块均实现同比增长。**2020 年上半年，新冠疫情造成门诊关停对公司业绩造成不利影响。第三季度门诊基本实现有序复工，公司业绩逐步回复。第三季度公司实现营业收入 9.54 亿元，同比增长 7.2%。第三季度公司中成药、化学药与生物制品板块收入均实现同比增长：中成药板块实现营业收入 2.61 亿元，同比增长 9.15%；化学药板块实现营业收入 3.49 亿元，同比增长 5.79%；生物制品板块实现 3.43 亿元，同比增长 6.62%。
- **康柏西普持续放量，仍有较大增长潜力。**2019 年 11 月医保披露康柏西普价格为 4169 元每支，与价格原先相比下降 24.2%。第三季度康柏西普实现营业收入 3.43 亿元，实现同比增长 6.62%，销售量同比增长高达 40%。康柏西普纳入医保适应症包括糖尿病性黄斑水肿(DME)、湿性年龄相关性黄斑变性(nAMD)与病理性近视继发的脉络膜新生血管(pmCNV)。
- **持续推进国际化，康柏西普特别试验方案评审通过 FDA 审核。**康柏西普眼用注射液用于治疗湿性年龄相关性黄斑变性(nAMD)的全球Ⅲ期临床试验于 9 月 25 日已完成全部受试者的第 36 周主要终点访视，实验进度与预期一致。公司全资子公司收到 FDA 通过康柏西普玻璃体腔眼用注射液在美国分别开展糖尿病黄斑水肿(DME)视网膜分支静脉阻塞(BRVO)所致黄斑水肿病变以及视网膜中央静脉阻塞(CRVO)所致黄斑水肿病变的 III 期临床试验的特别试验方案评审的通知。公司将根据实际情况按照美国药品注册相关规定和要求开展后续临床试验工作。

估值

- 公司前三季度业绩受到疫情影响，营业收入与去年同期相比有所降低。我们根据行业环境变化，下调盈利预测，预计 2020，2021，2022 实现净利润分别为，7.49 亿元，8.69 亿元，11.19 亿元，EPS 为 0.857 元，0.995 元，1.281 元。（我们在 2020 年 8 月盈利预测中预计 2020，2021，2022 年净利润分别为 7.77 亿元，9.64 亿元，11.93 亿元，EPS 为 0.89 元，1.103 元，1.365 元。）

评级面临的主要风险

- 传统业务增长不达预期；医院门诊继续受到疫情冲击，康柏西普销售情况不达预期；湿性年龄相关性黄斑变性(nAMD)全球Ⅲ期临床试验结果不达预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	2,917	3,257	3,375	4,116	5,075
变动(%)	5	12	4	22	23
净利润(人民币 百万)	695	718	749	869	1,119
全面摊薄每股收益(人民币)	1.032	0.822	0.857	0.995	1.281
变动(%)	8.0	(20.3)	4.3	16.0	28.7
此前预测值（人民币）			0.89	1.103	1.365
变动（%）			(3.7)	(9.8)	(6.2)
全面摊薄市盈率(倍)	39.6	49.7	47.7	41.1	31.9
价格/每股现金流量(倍)	78.5	44.0	33.2	70.4	22.6
每股现金流量(人民币)	0.52	0.93	1.23	0.58	1.81
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.1	39.0	36.8	31.1	23.3
每股股息(人民币)	0.280	0.281	0.239	0.272	0.352
股息率(%)	0.7	0.7	0.6	0.7	0.9

资料来源：公司公告，中银证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**2,917**	**3,257**	**3,375**	**4,116**	**5,075**
销售成本	(272)	(305)	(330)	(402)	(424)
经营费用	(1,692)	(2,090)	(2,139)	(2,630)	(3,228)
息税折旧前利润	**953**	**863**	**907**	**1,084**	**1,423**
折旧及摊销	(74)	(93)	(126)	(171)	(225)
经营利润(息税前利润)	**879**	**770**	**781**	**912**	**1,199**
净利息收入/(费用)	46	31	30	30	30
其他收益/(损失)	32	38	50	56	57
税前利润	**956**	**838**	**861**	**999**	**1,286**
所得税	(105)	(117)	(112)	(130)	(167)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	**695**	**718**	**749**	**869**	**1,119**
核心净利润	**852**	**723**	**751**	**872**	**1,122**
每股收益(人民币)	1.032	0.822	0.857	0.995	1.281
核心每股收益(人民币)	1.265	0.828	0.860	0.999	1.285
每股股息(人民币)	0.280	0.281	0.239	0.272	0.352
收入增长(%)	5	12	4	22	23
息税前利润增长(%)	29	(12)	1	17	31
息税折旧前利润增长(%)	27	(9)	5	20	31
每股收益增长(%)	8	(20)	4	16	29
核心每股收益增长(%)	43	(35)	4	16	29

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,493	2,284	2,668	2,284	2,904
应收帐款	424	437	202	629	389
库存	254	263	260	378	273
其他流动资产	241	41	90	149	78
流动资产总计	**3,413**	**3,025**	**3,219**	**3,440**	**3,645**
固定资产	840	1,273	1,435	1,603	1,767
无形资产	593	1,093	1,408	1,782	2,109
其他长期资产	131	217	147	170	184
长期资产总计	**1,563**	**2,583**	**2,990**	**3,555**	**4,059**
总资产	**5,195**	**5,827**	**6,420**	**7,201**	**7,905**
应付帐款	102	240	43	333	62
短期债务	0	0	50	50	50
其他流动负债	518	507	685	542	711
流动负债总计	**620**	**747**	**778**	**925**	**824**
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	491	459	471	474	468
股本	674	874	874	874	874
储备	3,461	3,747	4,287	4,918	5,730
股东权益	**2,905**	**3,544**	**5,161**	**5,792**	**6,603**
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	**5,195**	**5,827**	**6,420**	**7,201**	**7,905**
每股帐面价值(人民币)	4.31	4.06	5.91	6.63	7.56
每股有形资产(人民币)	3.43	2.81	4.30	4.59	5.15
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.70)	(2.61)	(2.99)	(2.55)	(3.26)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	956	838	861	999	1,286
折旧与摊销	74	93	126	171	225
净利息费用	(46)	(31)	(30)	(30)	(30)
运营资本变动	(295)	44	312	(332)	156
税金	(261)	(120)	(112)	(130)	(167)
其他经营现金流	(77)	(12)	(82)	(170)	113
经营活动产生的现金流	**351**	**812**	**1,075**	**508**	**1,582**
购买固定资产净值	215	501	603	714	714
投资减少/增加	(196)	24	30	30	30
其他投资现金流	(774)	(1,318)	(1,205)	(1,427)	(1,429)
投资活动产生的现金流	**(756)**	**(794)**	**(573)**	**(684)**	**(684)**
净增权益	(189)	(245)	(209)	(238)	(307)
净增债务	0	0	60	0	0
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	(17)	(12)	(22)	(73)	(191)
融资活动产生的现金流	**(205)**	**(230)**	**(118)**	**(208)**	**(277)**
现金变动	(610)	(212)	384	(384)	620
期初现金	3,102	2,493	2,284	2,668	2,284
公司自由现金流	(405)	18	502	(176)	898
权益自由现金流	(451)	(13)	532	(206)	868

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	32.7	26.5	26.9	26.3	28.0
息税前利润率(%)	30.1	23.6	23.1	22.2	23.6
税前利润率(%)	32.8	25.7	25.5	24.3	25.3
净利率(%)	23.8	22.0	22.2	21.1	22.0
流动性					
流动比率(倍)	5.5	4.0	4.1	3.7	4.4
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	5.1	3.7	3.8	3.3	4.1
估值					
市盈率(倍)	39.6	49.7	47.7	41.1	31.9
核心业务市盈率(倍)	32.3	49.4	47.5	40.9	31.8
市净率(倍)	9.5	10.1	6.9	6.2	5.4
价格/现金流(倍)	78.5	44.0	33.2	70.4	22.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.1	39.0	36.8	31.1	23.3
周转率					
存货周转天数	286.6	309.2	289.2	289.2	280.3
应收帐款周转天数	37.3	48.3	34.5	36.8	36.6
应付帐款周转天数	14.3	19.2	15.3	16.7	14.2
回报率					
股息支付率(%)	27.1	34.1	27.9	27.4	27.5
净资产收益率(%)	21.2	22.3	17.2	15.9	18.1
资产收益率(%)	16.0	12.0	11.1	11.7	13.8
已运用资本收益率(%)	5.3	5.6	4.3	3.9	4.5

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371