2020年医药行业10月策略报告
用业绩说话

证券分析师 ：朱国广
执业证书编号：S0600520070004
联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn
2020年10月9日

核心观点

- **医药板块经历两个月明显调整，跌够了没有？从时间窗口上看**，8、9月医药板块较大幅度连续下跌，2017年以后除了2018年下半年首次带量采购带来的影响外，很少有连续两个月大幅下跌；**从调整空间上看**，近两个月医药指数下跌约12%，也是2017年以后除了首次带量采购外较为少见的情况；**从估值上看，**尽管医药板块PE（TTM）近49倍，相对于均值36倍仍较高，主要是百年不遇的疫情影响导致医药板块结构化较贵，主流医药板块2021年估值已经比较合理；**从板块表现看，**十一前机构重仓股明显调整，很可能为医药板块最后一跌。
- **十月份医药板块会扭转前两个月颓势吗？核心逻辑：Q3业绩支撑+全球疫情形势依然严峻+海内外新冠疫苗研发进展。**原因一：10月份为Q3业绩重要窗口期，子行业龙头3季度报业绩持续恢复，整体预期较好；原因二：海外疫苗形势较为严峻，促使国内疫情防护及筛查标的公司业绩更加具有持续性，且前期调整幅度较大；原因三海内外新冠疫苗研发新进展，尤其是FDA紧急使用授予指南及欧洲药品监督局（EMA）滚动审批的启动等。

- 【10月份医药投资策略】本月聚焦Q3业绩可能超预期标的、新冠疫苗的研发进展及海外疫情新进展等。
  - **医疗器械**：眼科耗材：昊海生科、爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：凯利泰、大博医疗、三友医疗、春立医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学；低值耗材：威高股份、三鑫医疗；
  - **原料药**：华海药业、九洲药业、仙琚制药；美诺华等；
  - **疫苗**：康泰生物、智飞生物、沃森生物、复星医药等；
  - **创新药及产业链**：恒瑞医药、药明康德、复星医药、亿帆医药等；
  - **苏州创新药组合**：信达生物、康宁杰瑞、博瑞医药、亚盛药业等；
  - **医疗服务**：美年健康、通策医疗、爱尔眼科等；
  - **药店**：大参林、老百姓、益丰药房等。
- 【投资组合】10月份为业绩窗口期，分化可能更加明显，重点推荐组合：**智飞生物、新产业、迈瑞医疗、恒瑞医药、药明康德、长春高新、安图生物、凯利泰。**
- 风险提示：集采降价超预期风险、医改政策执行进度低于预期风险、行业竞争加剧风险、境内外疫情反复风险、医疗事故风险

目录

一、医药9月行情回顾

二、全球疫情持续严峻，新冠研发持续推进

三、海内外创新药研究进展

四、化学发光：优质投资赛道，看好国产龙头

五、2020年10月医药行业投资策略及标的

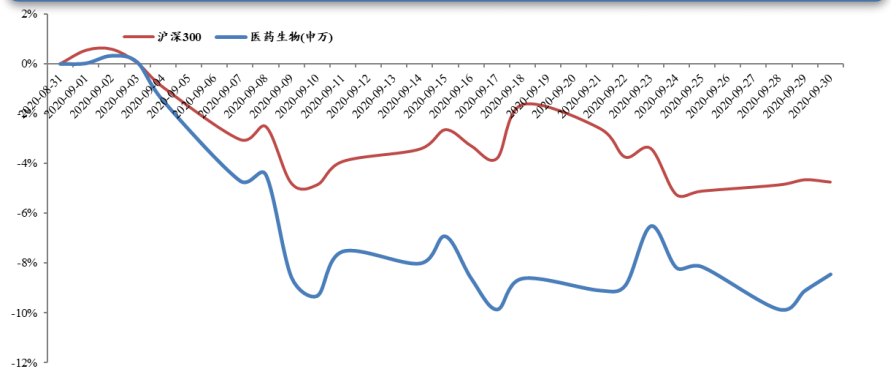
六、风险提示

一、9月行情回顾

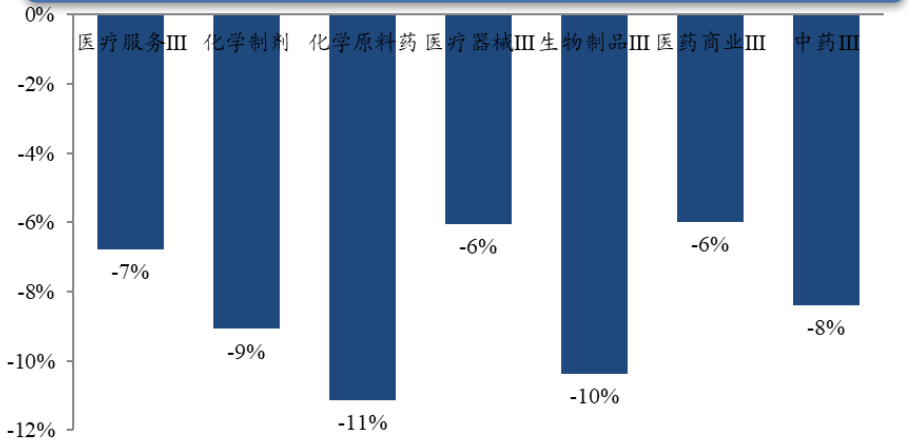
医药行业回顾表现

1.1 医药二级市场表现（截止2020/9/30）

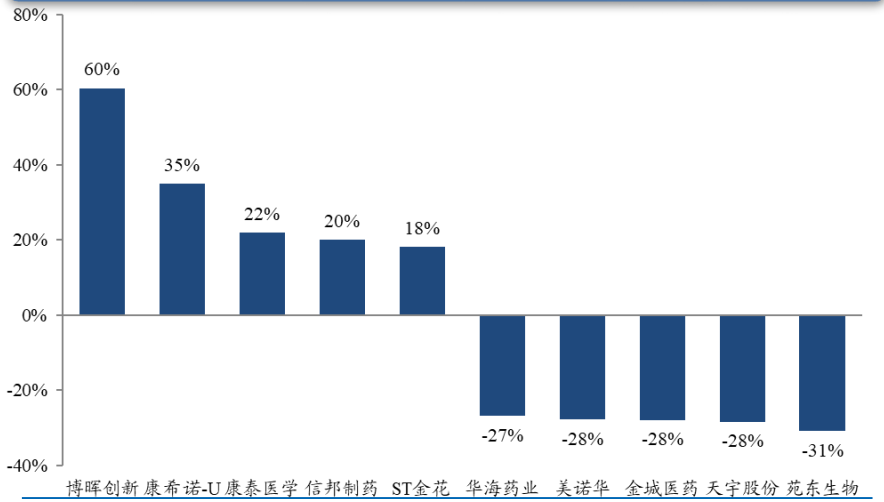
2020年9月医药指数相对沪深300走势



2020年9月医药子行业二级市场涨跌幅



2020年9月医药个股涨跌幅排名

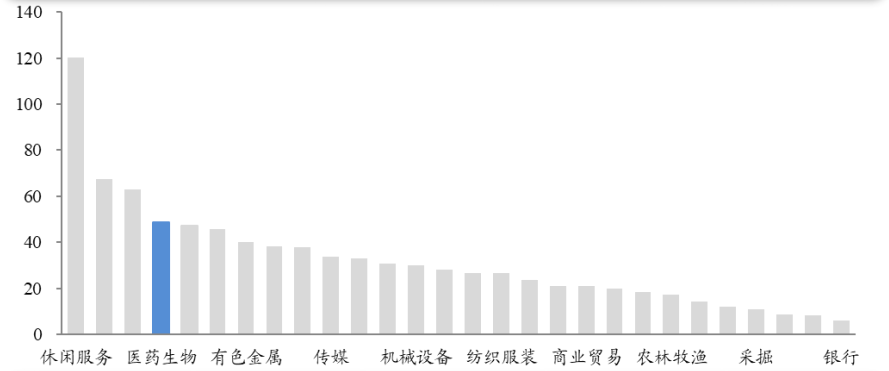


- 2020年9月份，申万医药指数下跌8.44%，跑输沪深300指数3.69个百分点。
- 2020年9月份，化学原料药跌幅最大为-11%，其次为生物制品（-10%）和化学制剂（-9%）；医药商业板块跌幅最小为-6%。
- 不考虑上市新股，9月份医药上市公司中涨幅最大分别为博晖创新（+60%）、康希诺-U（+35%）、康泰医学（+22%），跌幅最大分别为苑东生物（-31%）、天宇股份（-28%）、金城医药（-28%）

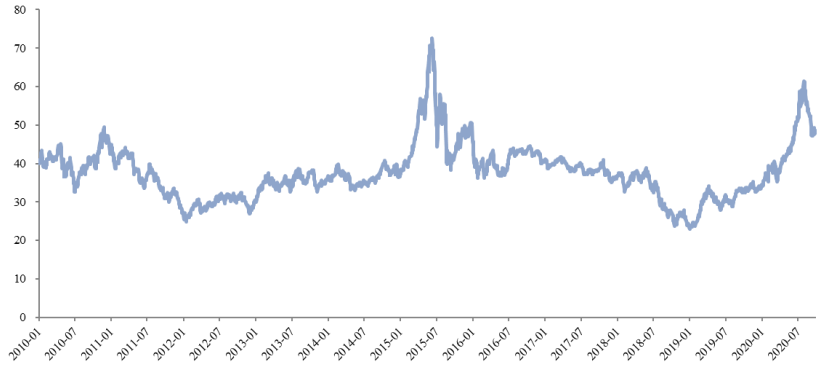
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2 医药行业市盈率和溢价率

申万一级行业市盈率比较（TTM，剔除负值）



申万医药市盈率历史变化趋势



申万医药市盈率及与A股溢价率

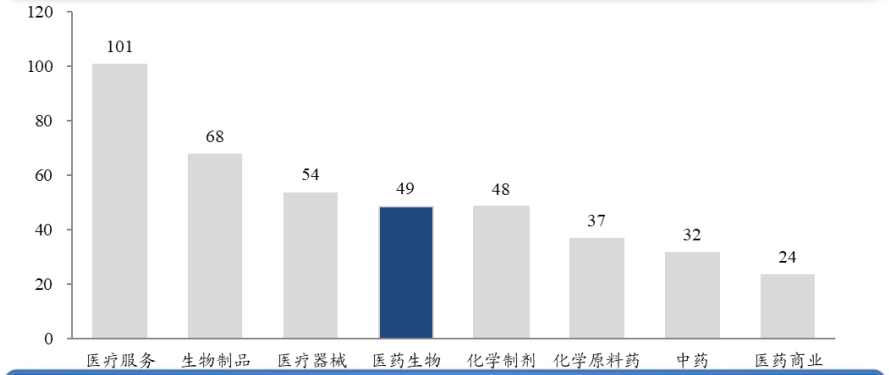


- 横向看：医药行业PE(TTM)为49倍，在申万一级行业排名第四。
- 纵向看：过去10年医药行业PE最高73倍，最低23倍，平均值38倍，目前医药行业PE高于历史平均估值。
- 医药行业相对于全部A股估值溢价率为167%，2020年9月份表现为下降趋势。

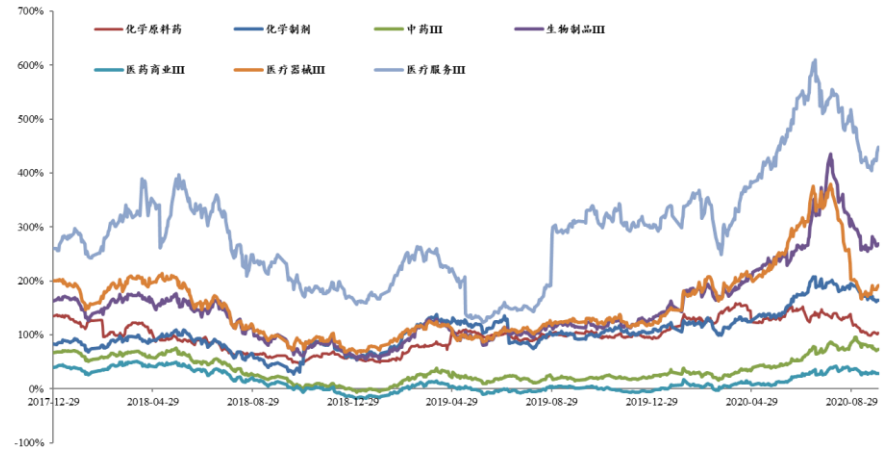
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3 医药各子行业市盈率和溢价率

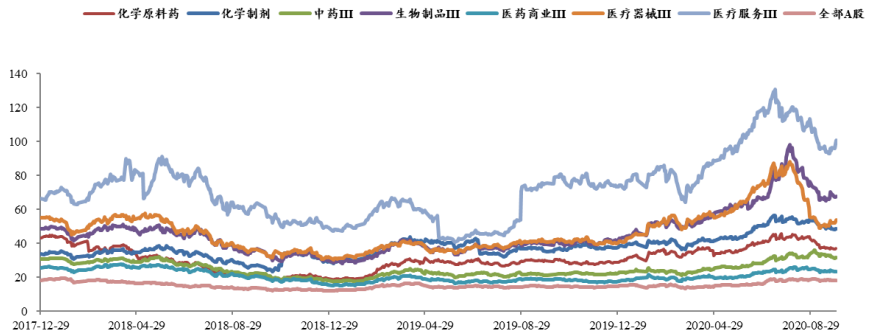
申万医药子行业市盈率比较（TTM整体法）



申万医药子行业相对A股的溢价率



申万医药各子行业市盈率历史变化趋势



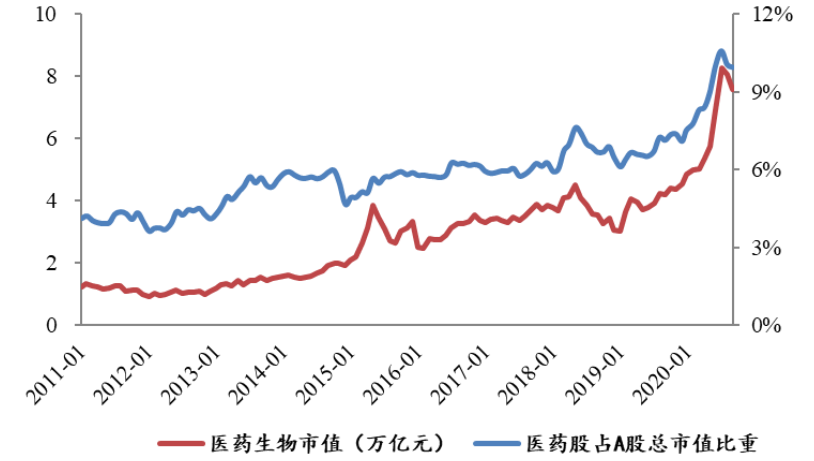
- 横向看：医疗服务（101倍）、生物制品（68倍）和医疗器械（54倍）的市盈率最高，原料药（37倍）、中药（32倍）和医药商业（24倍）的市盈率最低。
- 纵向看：2020年9月份医药板块调整趋势明显，各板块的市盈率及相对全部A股的溢价率也有明显回落。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4 医药行业占A股市值比重和公募基金持仓比重回落

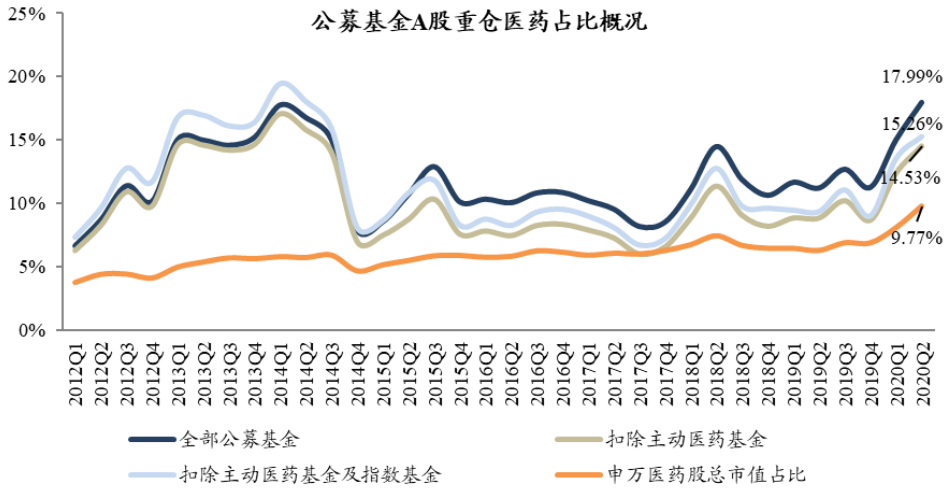
- 医药行业调整明显，市值出现显著回落，截止2020年9月30日，医药行业持仓总市值约7.6万亿，占全部A股的市值从2011年的4%提升至10%；
- 2020年二季度公募基金重仓医药行业的比例为18%，如果扣除主动医药基金及指数基金，重仓比例为15.3%，环比显著提升，但仍低于2014峰值持仓比例20%。

医药股占A股总市值比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公募基金A股重仓医药行业比重提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.5 2020H1中国医药行业各细分领域表现

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

2020Q1及2020Q2医药行业各细分领域收入及净利润增速情况

细分行业	2020Q1		2020Q2	
	收入YOY	净利润YOY	收入YOY	净利润YOY
上市公司合计	-2.8%	-3.8%	9.1%	47.1%
化药制剂 ↑	-9.5%	-15.3%	-4.0%	4.9%
化药原料药 ↑	-4.4%	8.1%	11.1%	30.5%
中药	-7.3%	-18.3%	-6.1%	-14.5%
其中：品牌中药	-1.8%	17.7%	4.8%	-10.9%
其中：口服中药	-8.2%	-26.4%	-11.2%	-20.8%
其中：注射中药	-9.6%	-29.6%	2.2%	1.8%
生物药	-6.1%	-8.6%	15.3%	25.4%
其中：血制品	-3.6%	0.0%	3.1%	-10.0%
其中：疫苗 ↑	4.7%	-16.5%	58.1%	60.8%
其中：其他生物药	-15.2%	-8.1%	-0.9%	18.8%
医疗器械 ↑	7.5%	19.8%	77.6%	172.4%
其中：IVD	3.9%	36.3%	93.9%	222.5%
其中：耗材	-12.4%	-18.2%	13.1%	14.8%
其中：其他医疗器械	11.4%	23.0%	81.7%	192.6%
创新药产业链 ↑	15.8%	13.5%	33.1%	135.8%
其中：CMO	11.7%	16.9%	40.5%	58.9%
其中：CRO	17.0%	12.5%	30.8%	156.7%
医药流通	-7.0%	-10.6%	1.0%	10.7%
药店 ↑	23.3%	30.9%	25.1%	40.8%
医疗服务 ↑	-21.9%	-74.3%	24.8%	109.9%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

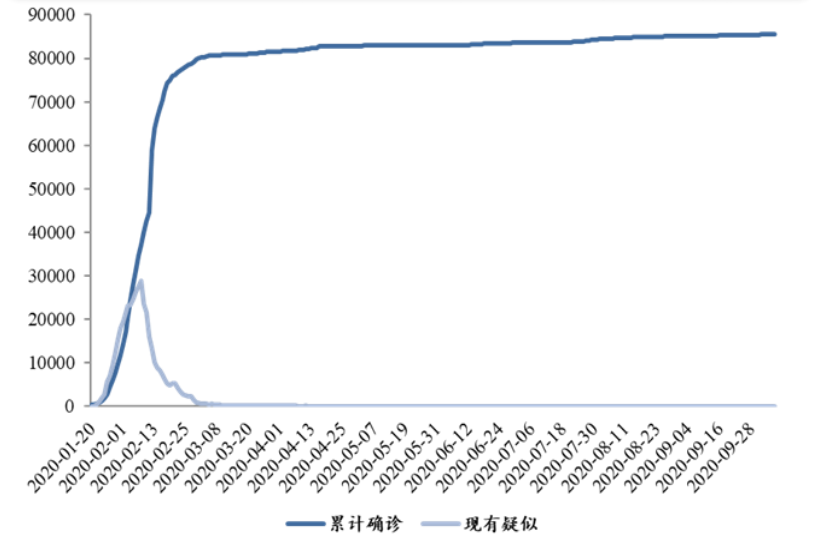
二、全球疫情持续严峻，疫苗研发持续推进

国内疫情平稳，国外疫情持续严峻

国内疫情平稳，严防第二波疫情

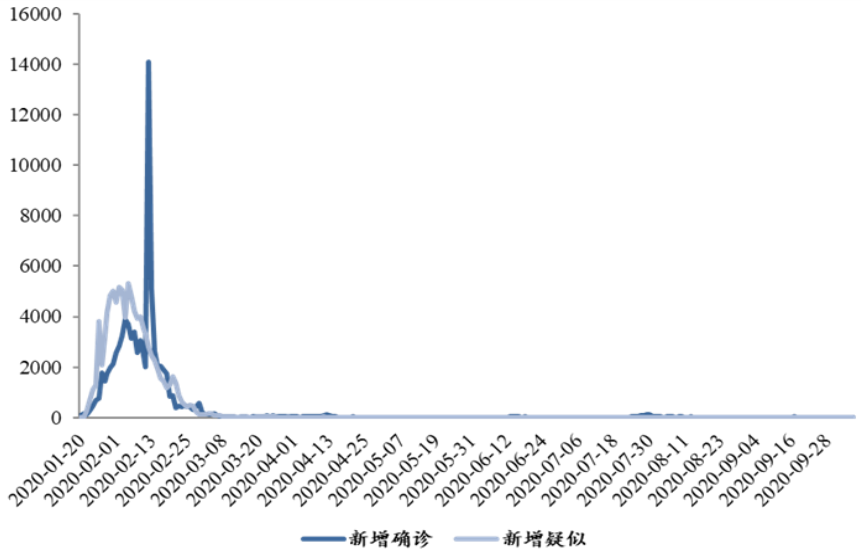
- 截止2020年10月7日，国家卫建委收到31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团累计报告确诊病例85500例，累计死亡4634例；全国当日现存确诊病例200例，新增11例，现存疑似病例5例，新增1例；其中，累计报告境外输入确诊病例2951例，现存确诊病例中200例为境外输入，新增11例；新增无症状感染者8例，8例为境外输入。

全国新型冠状病毒确诊病例情况（人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

全国新型冠状病毒疑似病例情况（人）



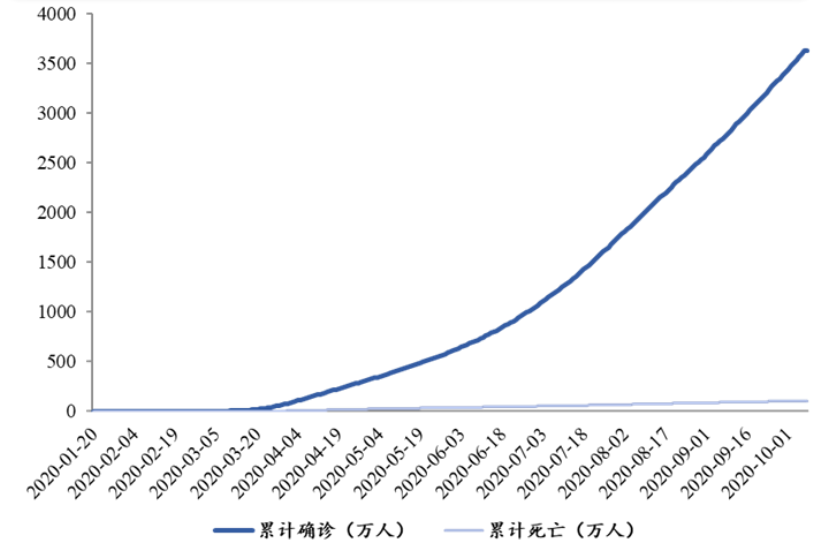
数据来源：Wind，东吴证券研究所

国内疫情平稳，国外疫情持续严峻

海外疫情持续严峻，单日新增屡创新高

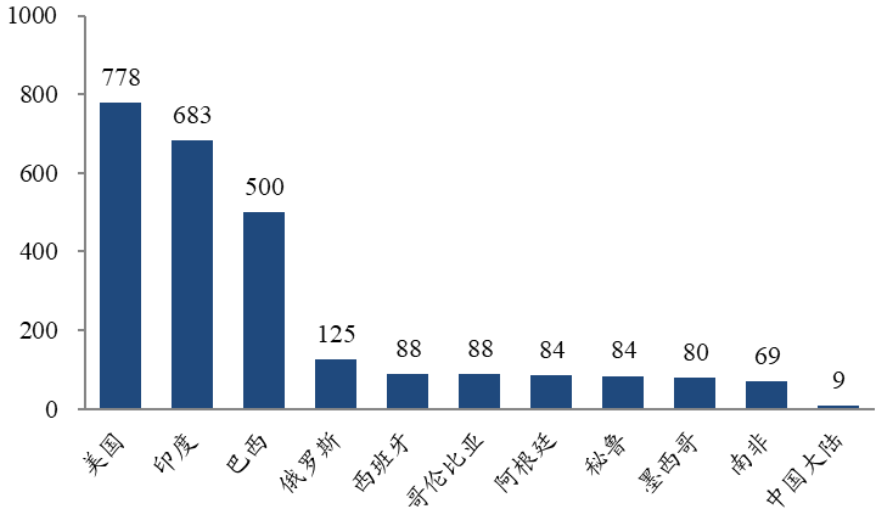
- 海外方面，截止2020年10月7日24时，全球除中国外累计确诊病例超过3632万例，死亡病例超过106万例，死亡率达到2.91%。美国、印度、巴西为重灾区，累计确诊病例分别为778万例、683万例、500万例；10月7日当日，每日新增最高的国家是印度、美国和巴西，分别是78809、52292和33216，全球新增33.7万例，再创新高。总的来看，目前全球疫情仍持续严峻，短时间内看不到拐点。

国外累计确诊数和死亡数（万人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

各国累计确诊数（万人）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

全球进入临床阶段的新冠疫苗（截止2020.10.2）-WHO统计

研究机构	技术平台	具体技术路线	剂数	接种程序	临床阶段				相同技术路线
					Phase1	Phase1/2	Phase2	Phase3	
科兴生物	灭活疫苗	灭活+明矾佐剂	2	0,14days		NCT04383574 NCT04352608 NCT04551547		NCT04456595 669/UN6.KEP/EC/2020	SARS
牛津大学/阿斯利康	非复制病毒载体	ChAdOx1-S腺病毒载体	1			PACTR202006922165132 2020-001072-15 NCT04568031	2020-001228-32	ISRCTN89951424 NCT04516746 NCT04540393 CTRI/2020/08/027170	MERS,流感,TB,奇昆古尼亚病毒,塞卡,乙脑,鼠疫
武汉研究所/国药集团	灭活疫苗	灭活	2	0,14or21days		ChiCTR2000031809		ChiCTR2000034780	
北京研究所/国药集团	灭活疫苗	灭活	2	0,14or21days		ChiCTR2000032459		ChiCTR2000034780 NCT04560881	
Moderna/NIAID	RNA	LNP-encapsulatedmRNA	2	0,28days	NCT04283461		NCT04405076	NCT04470427	多种
BioNTech/复星医药/辉瑞	RNA	3LNP-mRNAs	2	0,28days		Phase1/2: 2020-001038-36	2020-001038-36 ChiCTR2000034825 NCT04537949	NCT04368728	
康希诺生物/军科院	非复制病毒载体	AdenovirusType5Vector腺病毒载体	1		ChiCTR2000030906		ChiCTR2000031781 NCT04566770	NCT04526990 NCT04540419	埃博拉
Janssen Pharmaceutical Companies	非复制病毒载体	Ad26COVS1	2	0,56days		NCT04436276	NCT04535453	NCT04505722	
智飞生物/中国科学院微生物研究所	重组蛋白	佐剂+重组蛋白	2or3	0,28 or 0,28,56days	NCT04445194	NCT04550351	NCT04466085		MERS
Curevac	RNA	mRNA	2	0,28days	NCT04449276		NCT04515147		RABV,LASV,YFV;MERS,InfA,ZIKV,DENV,NIPV
中国医学科学院	灭活疫苗	灭活	2	0,28days	NCT04412538	NCT04470609			
Inovio/International Vaccine Institute	DNA	DNA质粒（电穿孔）	2	0,28days		NCT04447781 NCT04336410			多种
OsakaUniversity/AnGes/TakaraBio	DNA	DNA质粒疫苗+佐剂	2	0，14days		NCT04463472			
Cadila Healthcare	DNA	DNA质粒疫苗	3	0，28，56days		CTRI/2020/07/026352			
GenexineConsortium	DNA	DNAVaccine(GX-19)	2	0,28days		NCT04445389			
BharatBiotech	灭活疫苗	全病毒灭活	2	0，14days		NCT04471519			
Novavax	重组蛋白	佐剂+重组蛋白	2	0，21days		NCT04368988			呼吸道合胞病毒；CCHF,HPV
Kentucky Bioprocessing, Inc	重组蛋白	RBD-based	2	0，21days		NCT04473690			
Arcturus/Duke-NUS	RNA	mRNA				NCT04480957			
GamaleyaResearchInstitute	非复制病毒载体	腺病毒载体	1		NCT04436471 NCT04437875				
三叶草生物/GSK/Dynavax	重组蛋白	重组蛋白亚基（蛋白质三聚体化平台）	2	0，21days	NCT04405908				HIV,REVInfluenza
Vaxine PtyLtd/Medytox	重组蛋白	Advax™佐剂重组蛋白	1		NCT04453852				
University of Queensland/CSL/Seqirus	重组蛋白	MF59佐剂重组蛋白	2	0,28days	ACTRN12620000674932p				Nipah,流感,埃博拉,Lassa
ImperialCollegeLondon	RNA	LNP-nCoVsaRNA	2		ISRCTN17072692				埃博拉;LASV,MARV,Inf(H7N9),RABV
军科院/沃森生物/艾博生物	RNA	mRNA	2	0,14or0,28days	ChiCTR2000034112				
MedicagoInc.	VLP病毒颗粒	VLP	2	0，21days	NCT04450004				流感,Rotavirus,Norovirus,WestNilevirus,Cancer
Medigen Vaccine Biologics Corporation/NIAID/Dynavax	重组蛋白	S-2P protein + CpG 1018	2	0,28days	NCT04487210				

新冠疫苗部分临床方案汇总

- 从目前进入三期临床的试验方案来看，大多采用2剂接种程序。考虑到此前CDE发布新冠疫苗研发指导原则，明确疫苗的保护持久性可通过上市后持续的人体试验或动物研究积累数据，同时考虑到新冠疫苗的急迫性，**我们预计2020年底前国内外将有新冠疫苗获批上市（暂不考虑俄罗斯的新冠疫苗）。**

进入临床阶段的部分新冠疫苗临床试验情况

临床注册号	机构	技术路线	临床阶段	入组人数	入组年龄	首次披露时间	地点	主要终点指标	对照品	接种程序	预计时间	
											主要指标完成时间	研究完成时间
NCT04456595	科兴生物	灭活	3期	8870	18岁以上	2020/7/2	巴西	1.两次接种免疫程序后COVID-19发病率（1年）；2.每次免疫后7天内的不良事件发生率；	安慰剂	2剂	2021/09	2021/10
NCT04400838	牛津大学/阿斯利康	腺病毒载体	3期	20000	5-12岁，18岁以上	2020/5/26	英国、巴西、南非	COVID-19病例数（6个月）	4价流脑结合	部分年龄组选择2剂，其他1剂	2021/08	2021/08
ChiCTR2000034780	武汉研究所/北京研究所/中科院	灭活	3期	15000	18岁以上	2020/7/18	阿联酋	评价接种2剂新型冠状病毒灭活疫苗14天后预防新型冠状病毒肺炎重症病例和死亡病例的保护效力	安慰剂	2剂	NA	NA
NCT04470427	Moderna/NIAID	mRNA	3期	30000	18岁以上	2020/7/31	美国	1. 第二次给药后首次发生 COVID-19 的受试者数量 （第2剂后2年） 2.发生导致退出的不良事件 (AE) 或医学上关注的 AE (MAAE) 的受试者数量（第2剂后2年） 3.发生局部和全身不良反应 (AR) 的受试者数量（第2剂后7天） 4.主动性不良反应数量（第2剂后28天）	安慰剂	第1、29天各接种1剂（100ug）	2022/10/27	2022/10/27
NCT04368728	BioNtech/辉瑞	mRNA	3期	32000	18-85岁	2020/7/31	英国、巴西、南非	COVID-19病例数（2年）	安慰剂	1剂/2剂（两种接种方案）	2021/6/28	2023/1/23
ChiCTR2000031781	康希诺/军科院	腺病毒载体	2期	500	18岁以上		中国	安全性和免疫原性	安慰剂	1剂		
NCT04466085	智飞生物/微生物所	重组蛋白	2期	900	18-59岁	2020/7/10	中国	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂/3剂（两种接种方案）		
NCT04470609	昆明所	灭活	1/2期	471	60岁以上	2020/7/14	中国	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		
NCT04447781	Inovio	DNA	1/2期	160	19-64岁	2020/6/25	美国	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		
NCT04463472	Osaka University/ AnGes/ Takara Bio	DNA	1/2期	30	20-65岁	2020/7/9	日本	安全性和免疫原性		2剂		
CTRI / 2020/07/026352	Cadila Healthcare Limited	DNA	1/2期	1048	18-55岁	2020/7/13	印度	安全性和免疫原性	安慰剂	3剂		
NCT04445389	Genexine	DNA	1/2期	210	18-50岁	2020/6/24	韩国	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		
NCT04471519	Bharat Biotech	灭活	1/2期	1125	12-65岁	2020/7/15	印度	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		
NCT04436276	强生	非复制型病毒载体	1/2期	1045	18-55岁	2020/6/18	美国	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		
NCT04480957	Arcturus/Duke-NUS	mRNA	1/2期	85	21-80岁	2020/7/22	新加坡	安全性和免疫原性	安慰剂	1剂		
NCT04368988	Novavax	重组蛋白	1/2期	131	18-59岁	2020/4/30	澳大利亚	安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		
NCT04473690	Kentucky Bioprocessing, Inc	重组蛋白	1/2期	180	18-70岁	2020/7/16		安全性和免疫原性	安慰剂	2剂		

数据来源：clinicaltrials，东吴证券研究所

三、全球创新药研究进展

九月国内新药审批进展（获批上市）

- 创新药与改良药方面，2020年9月，国家药品监督管理局药品审评中心（以下称药审中心）共计获批上市化学药2个、生物药2个。

企业名称	药品名称	注册分类	靶点国内上市	靶点国内临床获批	靶点	适应症
阿斯利康投资(中国)有限公司	替格瑞洛分散片	5.1	21	145	P2Y12 receptor	心血管相关疾病
诺爱药业/北海康成	艾度硫酸酯酶注射液	3.1	1	0	IDS	II型黏多糖贮积症
再鼎医药（苏州）有限公司	甲苯磺酸尼拉帕利胶囊	2.4	2	20	PARP	晚期上皮性卵巢癌、输卵管癌或原发性腹膜癌
罗氏（中国）投资有限公司	贝伐珠单抗注射液	2.2	4	24	VEGF-A	肿瘤

- 仿制药与生物类似物方面，2020年9月，国家药品监督管理局药品审评中心（以下称药审中心）共计获批上市仿制药与生物类似物38个，申报上市66个，批准一致性28个，申报一致性61个，申报临床15个;

企业名称*	药品名称	注册分类	一致性过评	一致性申请	靶点	适应症
信达生物制药（苏州）有限公司	阿达木单抗注射液	2	4	15	TNF-α	自身免疫疾病
齐鲁制药有限公司	马来酸阿法替尼片	4	2	6	EGFR, HER2	非小细胞肺癌
江苏恒瑞医药股份有限公司	格隆溴铵注射液	3	1	9	mAChR	十二指肠溃疡, 胃溃疡, 慢性阻塞性肺病
正大天晴药业集团股份有限公司	卡格列净片	4	2	1	SGLT2	T2DM

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所（截止2020.9.30）

注*：选取部分产品

九月国内创新药/改良药审批进展（申报上市）

- 从创新药与改良药的上市申报进展来看，2020年9月，两款肿瘤免疫药物卡瑞利珠单抗和阿替利珠单抗获得新的适应症拓展，恒瑞卡瑞利珠单抗本次新适应症应为卡瑞利珠单抗联合顺铂和吉西他滨一线治疗局部复发或远处转移鼻咽癌。

企业名称	药品名称	注册分类	靶点国内上市	靶点国内临床获批	靶点	适应症
恒瑞苏州盛迪亚生物医药	注射用卡瑞利珠单抗	2.2	6	35	PD1	鼻咽癌
浙江普利药业有限公司	左乙拉西坦颗粒	2.2	23	73	SV2A	癫痫肌阵挛性发作, 癫痫全身强直-阵挛发作, 癫痫局灶性发作
基石药业（苏州）有限公司	普拉替尼胶囊	1	8	43	RET	甲状腺癌, 非小细胞肺癌
江苏豪森药业集团有限公司	艾美酚胺替诺福韦片	1				
贝达药业股份有限公司	盐酸埃克替尼片	2.4	21	159	EGFR	术后辅助治疗新适应症
和记黄埔医药（上海）有限公司	索凡替尼胶囊	1	16	131	CSF-1R, VEGFR, FGFR1	神经内分泌肿瘤, 髓样甲状腺癌, 分化型甲状腺癌, 胆道癌
拜耳医药保健有限公司	利伐沙班颗粒	2.2；2.4	18	101	Factor Xa	卒中, 全身性栓塞, 深静脉血栓等
罗氏(中国)投资有限公司	阿替利珠单抗注射液	3.1	2	25	PD-L1	非小细胞肺癌
江苏恒瑞医药股份有限公司	磷酸瑞格列汀片	1	21	124	DPP-4	T2DM
江苏恒瑞医药股份有限公司	脯氨酸恒格列净片	1	8	75	SGLT-2	T2DM
百济神州(苏州)生物科技有限公司	泽布替尼胶囊	2.4	2	2	BTK	华氏巨球蛋白血症, 套细胞淋巴瘤, 慢性淋巴细胞白血病,
Sanofi Winthrop Industrie	度普利尤单抗注射液	3.1	1	3	IL-4Rα	特应性皮炎, 哮喘, 嗜酸细胞性食管炎等
诺和诺德(中国)制药有限公司	德谷胰岛素利拉鲁肽注射液	3.1	0	1	GLP-1	糖尿病
AstraZeneca AB	甲磺酸奥希替尼片	2.4	2	22	EGFR T790M	非小细胞肺癌

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所（截止2020.9.30）

九月海外创新药物最新进展

- 2020年9月，FDA仅批准一款新分子实体，为Blueprint Medicines研发的普拉替尼（商品名：Gavreto）用于治疗RET融合阳性非小细胞肺癌（NSCLC）成人患者。
- 2020年9月，中国Biotech企业在全球研发进展中表现亮眼，康宁杰瑞、甘李药业、万春医药、亚盛医药、君实生物和荣昌生物公司核心产品获得美国孤儿药或突破性疗法认定，进一步说明中国创新药企实现全球化的进程在进一步加快。

公司	产品	重要事件
诺和诺德	Sogroya（Somapacitan）	Sogroya是FDA批准的首款畅销人生长激素，成人患者仅需每周1次皮下注射给药
BMS	Onureg（口服阿扎胞苷）	Onureg是首个FDA批准的用于缓解期AML患者的继续治疗的口服低甲基化药物
Athenex	口服配方	FDA受理了口服紫杉醇与Encequidar结合口服配方的NDA并授予优先审评资格治疗乳腺癌
康宁杰瑞	KN046	PD-L1/CTLA-4双特异性抗体KN046获美国FDA授予的孤儿药资格，用于治疗胸腺上皮肿瘤
甘李药业	GLR2007	FDA授予公司CDK4/6抑制剂GLR2007孤儿药资格，用于治疗包括胶质母细胞瘤在内的恶性胶质瘤
亚盛医药	APG-2575	公司Bcl-2抑制剂APG2575获得FDA授予孤儿药资格认定用于治疗慢性淋巴细胞白血病
万春医药	注射用普那布林浓溶液	公司FIC新药获FDA突破性疗法认定，用于预防化疗对非髓性恶性肿瘤诱导的中性粒细胞减少症
吉利德	Magrolinab	FDA授予Magrolinab突破性疗法人定，治疗骨髓增生异常综合征
再生元/赛诺菲	度普利尤单抗	FDA授予度普利尤单抗突破性疗法资格，用于12岁及以上患者治疗嗜酸细胞性食管炎
亚盛医药	APG-115	公司MDM-2抑制剂APG115获得FDA授予孤儿药资格认定用于治疗慢性淋巴细胞白血病
Apellis	Pegcetacoplan	向FDA和EMA递交上市申请，pegcetacoplan是一款靶向C3的聚乙二醇化环状肽，有潜力成为首个治疗阵发性睡眠性血红蛋白尿症的靶向C3疗法
君实生物	特瑞普利单抗	用于治疗软组织肉瘤的适应症获得FDA办法孤儿药资格认定，此前黏膜黑色素瘤及鼻咽癌已经获得
ADC	Ioncastuximab tesirine	向FDA递交上市申请，治疗r/r DLBCL,此前已经获得FDA授予其治疗DLBCL孤儿药资格
UCB	Bimekizumab	向FDA/EMA递交上市申请，治疗中重度斑块状银屑病，是首个递交上市申请的IL-17A/F单抗
荣昌生物	纬迪昔妥单抗	公司自主研发的ADC药物注射用纬迪昔妥单抗获得FDA的突破性疗法人定，适应症为尿路上皮癌
Leap	DKN-01	FDAshouyu DKN-01快速通道资格，用于DKK1高表达患者治疗胃癌和胃食管交界处癌

数据来源：医药魔方，东吴证券研究所（截止2020.9.30）

四、化学发光：优质投资赛道，看好国产龙头

化学发光赛道具备高成长性，国产品牌市占率仍然较低

我国化学发光行业规模大，增长迅速，国产化率较低：

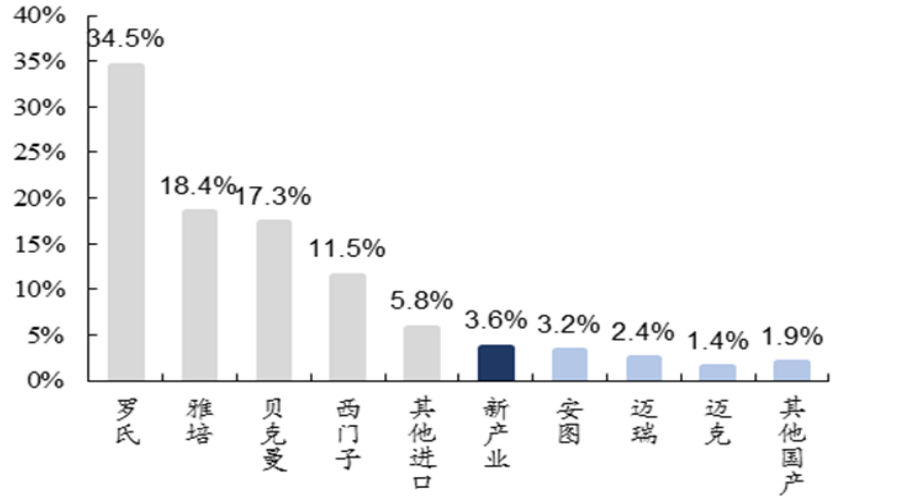
- 2019年，我国化学发光市场规模约为300亿元，在IVD整体市场中占比超30%，近5年CAGR约为30%，远高于IVD行业16%的整体增速。
- 目前我国化学发光市场中，以罗氏、雅培、贝克曼和西门子为代表的进口品牌“四大家”仍把控着绝对份额，2018年合计市场份额超过80%，而国产品牌合计份额仅为12.5%，市场规模约为30亿，国产替代空间巨大。国产品牌中，新产业、安图、迈瑞和迈克逐渐崛起，进口与国产品牌“4+4”的竞争格局逐渐成型。

中国化学发光市场规模及增速



数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

中国化学发光市场规模（2018年）



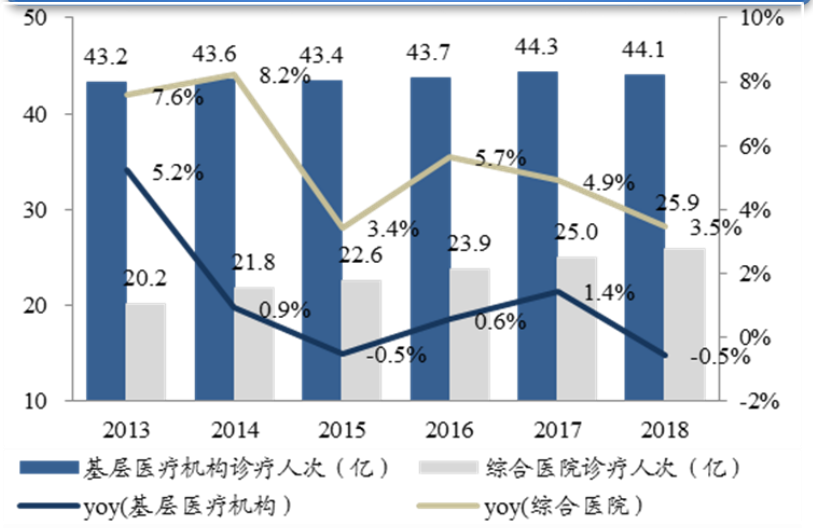
数据来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

化学发光赛道具备高成长性，国产品牌市占率仍然较低

化学发光技术趋向成熟带动成本下降，产业化进程中市场仍有望继续渗透：

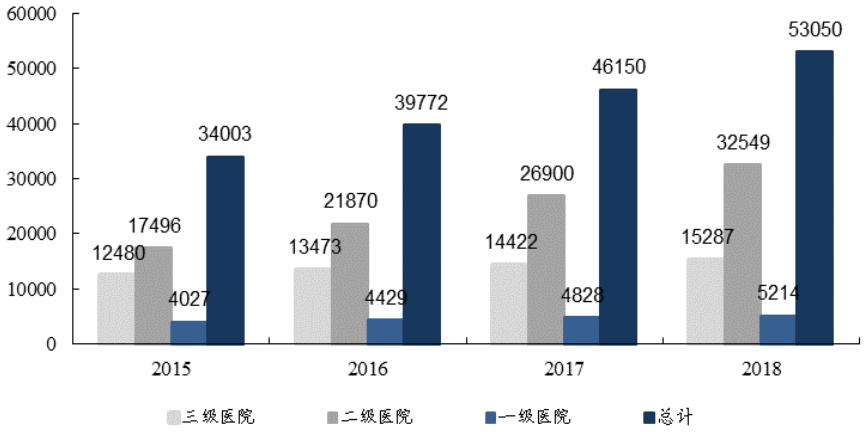
- 伴随着人口老龄化，我国医疗机构诊疗人数处在上升阶段，综合医院和基层医疗机构工作量不断加大。免疫诊断需求较为刚性，推动医疗机构装机量不断提升，总装机量由2015年的3.4万台提升至2018年的5.3万台。
- 三级医院价格敏感度较低，发光仪多采用高端机型，以进口厂家为主，同时拥有较多数量的发光仪，单台仪器试剂产出较高，是未来免疫诊断的主战场，国产品牌正逐步实现替代。二级医院装机量近年来提升迅速，近三年装机量CAGR达23%，未来仍有一定增量空间。而化学发光技术经历近30年时间发展，已经较为成熟，驱动检测成本不断走低。预计未来，一级医院及基层医疗机构巨大下沉空间将被打开，低速化学发光仪将在基层市场加大推广，迅速铺开。

中国基层医疗机构与综合医院诊疗人数



数据来源：Wind，卫健委，东吴证券研究所

中国各级医院发光仪器装机台数

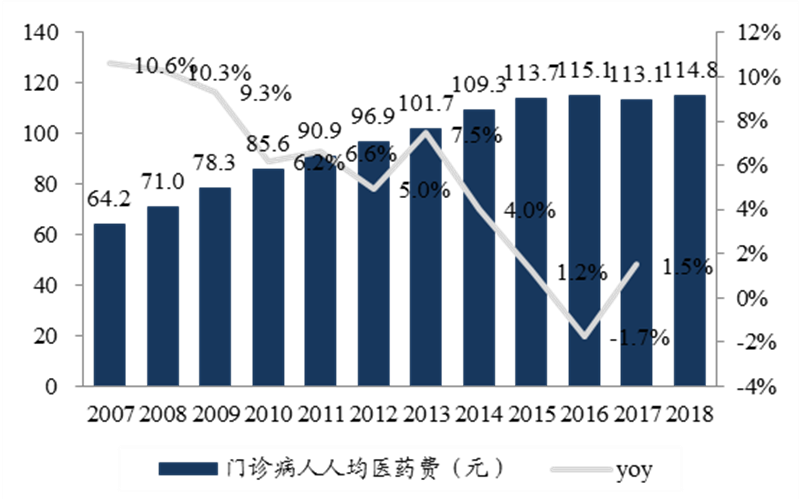


数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

高壁垒两极化，国产四大家预计占据未来市场大头

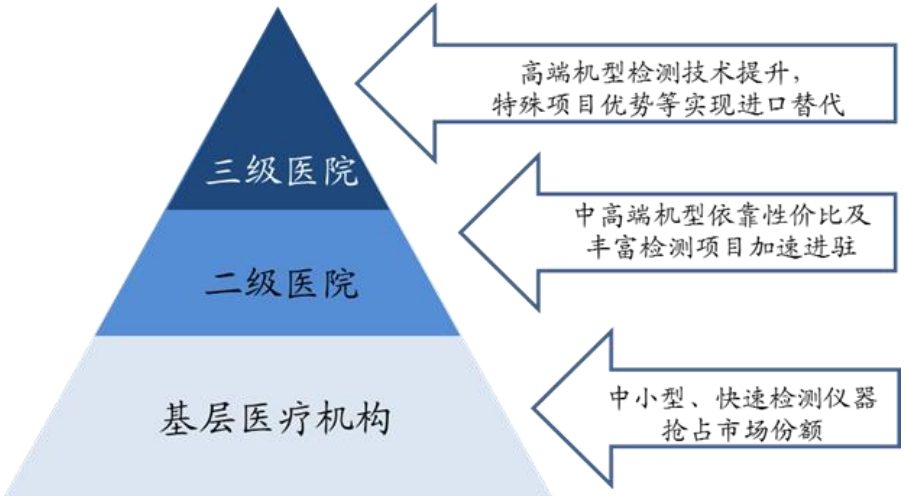
- 化学发光行业壁垒主要包括：1）被检测物质浓度较低（μg/L-pg/L），对检测系统精度要求较高。2）检测流程步骤较多，对仪器自动化要求高。3）仪器自身需要集成生物、化学、光学等多个领域的前沿技术。化学发光龙头企业拥有一定技术优势，客户黏性较强，加剧行业马太效应。
- 医院对体外诊断产品的需求呈现两极分化的趋势：综合医院要求高通量、高效率、高灵敏度的检测产品，仪器逐渐进入TLA流水线时代。基层医院则受到强烈的预算约束，需要诊断速度相对较快、价格合适、性能稳定的小型化诊断仪器。行业两极化发展对企业产品矩阵的构筑提出较高要求，未来具有研发优势及产品性价比高、布局全面的化学发光企业有望在国产替代浪潮中脱颖而出。

中国门诊病人人均医药费增速得到控制



数据来源：Wind，卫健委，东吴证券研究所

化学发光市场两极分化下的企业策略



数据来源：东吴证券研究所整理

国产化学发光2025年市场规模有望突破250亿，行业空间广阔：

- 假设化学发光行业整体增速处于10%-22%区间，国产厂家市占率处于28%-44%区间，两者均以中位数计算，则2025年国产化学发光市场规模达263亿，19-25年年复合增速高达30%。
- 我们预计5年后，三级医院平均拥有8台化学发光仪器，其中进口5台，国产3台；二级医院平均国产4台；一级和未定级医院，国产1台。2025年国产总装机数将超过70000台，装机量还有三、四万台空间。假设发光在三级、二级、一级医院单产分别为70、45、13万，按照2020年6月医院数量计算，国产化学发光市场2025年市场规模将为266亿。

2025年中国国产化学发光市场规模（亿）敏感性分析

市占率 \ 增速	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%
28%	149	166	184	205	227	251	277
29%	154	172	191	212	235	260	287
30%	159	178	198	219	243	269	297
31%	165	184	204	227	251	278	307
32%	170	189	211	234	259	287	317
33%	175	195	217	241	267	296	326
34%	181	201	224	249	275	305	336
35%	186	207	230	256	283	314	346
36%	191	213	237	263	292	322	356
37%	197	219	244	270	300	331	366
38%	202	225	250	278	308	340	376
39%	207	231	257	285	316	349	386
40%	213	237	263	292	324	358	396
41%	218	243	270	300	332	367	406
42%	223	249	277	307	340	376	415
43%	229	255	283	314	348	385	425
44%	234	261	290	322	356	394	435

数据来源：东吴证券研究所整理，注：标红为东吴证券医药团队预期

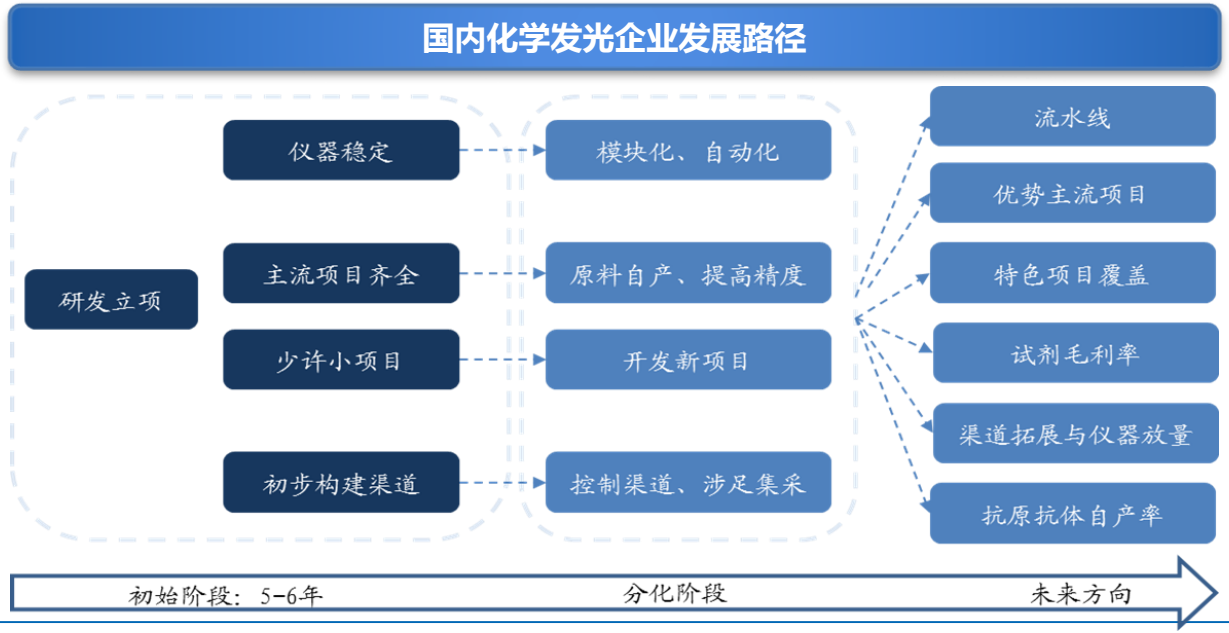
国内发光市场规模测算

级别	医院数量	国产发光仪	2025总装机数	单台产出(万/年)	2025市场规模（亿）
三级	2831	3	8493	70	59
二级	9901	4	39604	45	178
其他	21926	1	21926	13	29
总计			70023		266

数据来源：东吴证券研究所整理

检测项目与装机量双增，国产化学发光企业短期业绩确定性强

- 国内化学发光企业的发展历程大致经历了两个阶段：1）初始阶段，企业完成仪器及配套主流检测项目试剂的研发和产品注册。2）分化阶段，企业经营初具规模，在仪器、试剂覆盖项目、上下游产业链整合方面取得进步，发展方向则出现分化。
- 由于化学发光体系的封闭性，无论选择何种发展战略，化学发光厂家主要依靠两点提升收入：**1）增加单机产出；2）增加仪器安装量。**
- 国产化学发光厂家在试剂检测项目上不断研发，逐步补齐了与外资品牌相应差距。同时国产厂家依靠产品性价比优势，化学发光仪装机台数快速提升。而流水线方面，安图于2017年发布了国内首条生化免疫流水线，2019年装机19条，20年上半年装机42条，其中B-1 21条，预计20年全年A-1装机40条，B-1装机80条。安图之后，迈瑞、新产业、迈克相继进军流水线生产。国产厂家流水线布局尚在起步阶段，但进展迅速。



数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

五、2020年10月医药行业投资策略及标的

核心观点

- **医药板块经历两个月明显调整，跌够了没有？从时间窗口上看**，8、9月医药板块较大幅度连续下跌，2017年以后除了2018年下半年首次带量采购带来的影响外，很少有连续两个月大幅下跌；**从调整空间上看**，近两个月医药指数下跌约12%，也是2017年以后除了首次带量采购外较为少见的情况；**从估值上看，**尽管医药板块PE（TTM）近49倍，相对于均值36倍仍较高，主要是百年不遇的疫情影响导致医药板块结构化较贵，主流医药板块2021年估值已经比较合理；**从板块表现看，**十一前机构重仓股明显调整，很可能为医药板块最后一跌。
- **十月份医药板块会扭转前两个月颓势吗？核心逻辑：Q3业绩支撑+全球疫情形势依然严峻+海内外新冠疫苗研发进展。**原因一：10月份为Q3业绩重要窗口期，子行业龙头3季度报业绩持续恢复，整体预期较好；原因二：海外疫苗形势较为严峻，促使国内疫情防护及筛查标的公司业绩更加具有持续性，且前期调整幅度较大；原因三海内外新冠疫苗研发新进展，尤其是FDA紧急使用授予指南及欧洲药品监督局（EMA）滚动审批的启动等。

- 【10月份医药投资策略】本月聚焦Q3业绩可能超预期标的、新冠疫苗的研发进展及海外疫情新进展等。
  - **医疗器械**：眼科耗材：昊海生科、爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：凯利泰、大博医疗、三友医疗、春立医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学；低值耗材：威高股份、三鑫医疗；
  - **原料药**：华海药业、九洲药业、仙琚制药；美诺华等；
  - **疫苗**：康泰生物、智飞生物、沃森生物、复星医药等；
  - **创新药及产业链**：恒瑞医药、药明康德、复星医药、亿帆医药等；
  - **苏州创新药组合**：信达生物、康宁杰瑞、博瑞医药、亚盛药业等；
  - **医疗服务**：美年健康、通策医疗、爱尔眼科等；
  - **药店**：大参林、老百姓、益丰药房等。
- 【投资组合】10月份为业绩窗口期，分化可能更加明显，重点推荐组合：**智飞生物、新产业、迈瑞医疗、恒瑞医药、药明康德、长春高新、安图生物、凯利泰。**
- 风险提示：集采降价超预期风险、医改政策执行进度低于预期风险、行业竞争加剧风险、境内外疫情反复风险、医疗事故风险

推荐标的：智飞生物

投资逻辑

- 自产和代理品种市场空间巨大。1）三联苗和结核防治产品线均为10亿利润量级重磅产品。结核预防产品线：为全球首创，结核病防治市场空间巨大，微卡疫苗+EC有望成为重磅品种，预计2025年净利润达到15亿元。AC-Hib三联苗：预计2025年净利润达到10亿元；2）短期内HPV和五价轮状疫苗等代理品种将驱动公司业绩爆发。公司销售能力为国内疫苗企业中最强，覆盖接种点网络最广，国内HPV疫苗渗透率目前依然较低，国产HPV上市短期内对公司影响较小，预计未来3年代理HPV仍供不应求，预计2021年峰值净利润36亿元；五价轮状疫苗：目前正快速放量，预计2023年利润峰值5亿元。
- 研发管线进度不断推进，2020年将迎来众多催化剂。公司管线中有多个重磅产品：1）新冠疫苗进入二期临床阶段 ，国内上市公司中进度仅次于康希诺；2）15价肺炎疫苗：一期临床已完成，预计2020年启动三期临床入组，该产品目前为国内最高价，预计为10亿净利润量级产品；3）人二倍体狂犬疫苗：预计2020年完成三期临床，有望在2020年底前后报产，利润峰值有望超过5亿元；4）四价流感疫苗：目前处于临床三期阶段，预计2020年有望报产；5）四价流脑结合疫苗：二期临床完成，预计2020年完成三期临床；6）四家诺如病毒疫苗：临床准备中，全球独家产品；7）组分百白破：临床准备中；
- 长期看好公司发展趋势。公司为国内研发能力与销售能力兼备的疫苗龙头之一，目前正处于代理产品在国内爆发增长以及重磅自研产品即将进入兑现期的关键时间节点，同时在目前疫苗行业集中度提升趋势已基本确定的大背景下，无论是短中期还是长期，坚定看好公司会不断做大做强，成为国内疫苗行业崛起的领军者和最大受益者之一。

盈利预测与投资建议

- 我们预计公司2020-2021年归母净利润分别为33.31/42.81/56.1亿元，当前市值对应PE为67/52/40倍。

风险提示

- 研发失败的风险；代理业务或被取消的风险。

推荐标的：新产业

投资逻辑

- **高速机占比提升，单台产出大幅提高，国内收入高增长：**新产业是国产化学发光龙头企业，所处赛道具有极强增长性。2019年公司国内装机6860台为国产品牌最多，但目前低速机占比较多。20年上半年公司高速机新增占比超50%，尤其是性能参数全球第一的X8基本满销。同时公司与赛默飞和日立合作的流水线产品20年下半年开始装机，将公司高产出机型加速铺进大型三级医院，迅速提升单台发光仪产出。试剂方面，公司检测菜单126项覆盖全面：四大主流项目方面，肿瘤和甲功是公司传统强项，术前八项补齐后传染病占比将大幅提高，激素类AMH 2019年新获批后，市场潜力较大；特色项目方面，公司项目品种最多，心标、糖代谢、自免、肝纤等项目未来有望持续放量。渠道方面，公司募投项目强化国内销售，不设总代的经销模式有利于开发基层及三级医院存量市场。我们测算，2021年公司国内单台发光仪产出可达23.2万/年，较2019年增长超30%，国内化学发光业务2021年预计实现收入23.38亿，2019-2021年复合增速达32.1%。
- **逐步进入高端市场，海外业务持续提速**：新产业海外市场前期积累充足，预计业绩即将步入收获期。公司海外业务有两大边际向好的变量：1）公司产品新进入俄罗斯、巴西、西欧等国家或地区的高端市场，高速机装机将加快；2）检测项目不断拓广，海外试剂注册项目逐步通过，单台产出将显著提升。同时新冠疫情短期显著贡献利润增量，长期有利于公司产品进入欧美地区大中型医院终端。我们预计公司海外业务将持续提速，抛除新冠影响，2021年海外化学发光业务收入将达到7.32亿元，2019-2021年复合增速达46.1%。
- **董事长饶微是国内化学发光先驱者，管理层专注、专业，激励充分：**公司董事长及管理层丰富的行业经验有助于公司把握经营方向。2020年7月公司公布股权激励计划，20-22年收入复合30%增速才能完全解锁，业绩条件显示公司未来高增决心。

盈利预测与估值

- 暂不考虑股权激励摊销费用，我们预计2020-2022年归母净利润为10.60亿元/14.39亿元/18.74亿元，当前市值对应PE为65/48/37倍，“买入”评级。

风险提示

- 医疗器械政策变动风险，新产品研发不及预期，经销商销售模式过于单一，海外经营风险等。

推荐标的：迈瑞医疗

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

投资逻辑

- **自主研发+外延并购，成就全球医疗器械领先企业。**迈瑞医疗作为全球TOP35医疗器械公司，近10年研发投入营收比例超过10%，累计投入达75亿元，公司在多个领域保持了国内领先地位，三大产品线均处于国内龙头地位，其中监护、彩超等产品在全球范围内有较强竞争力，近年来通过持续的研发投入实现了产品高端化突破，2020H1研发投入9亿元，同比增长28%，研发投入力度进一步加大，三大领域的高端产品持续突破，并积极开拓微创外科等新领域，中长期发展基础越发牢固。另一方面，从2008年开始开启了多元化和国际化步伐，目前公司已经成为全球领先的医疗器械以及解决方案供应商。
- **生命信息与支持业务高速增长，IVD和医学影像Q2逐步恢复**：上半年新冠疫情带来国内外市场对监护仪、呼吸机和输注泵的需求量大增，从而拉动生命信息与支持业务整体大幅增长，上半年共实现收入53.4亿元，同比增长62.3%；受到疫情影响，医院常规门急诊、手术量、体检量大幅下降，造成体外诊断和医学影像产品需求减少，但是疫情同时拉动了新冠抗体试剂、便携超声和移动DR的需求增长，使得体外诊断和医学影像业务整体上半年仍实现了增长，其中体外诊断产品实现收入30.3亿元，同比增长6.5%，医学影像产品实现收入21.1亿元，同比增长6.7%。随着二季度开始国内医院工作正常化，我们预计下半年体外诊断业务和医学影像业务增速将进一步提升。
- **疫情提升公司品牌竞争力，高基数下未来增长可期。**国内市场方面，疫情使得顶级医院对公司产品有了更深的认知，提升了公司品牌认可度，缩短了公司市场推广周期，促使公司产品加快了进口替代的步伐；国际市场方面，公司在此次疫情引发的应急采购中大量拓展了海外高端客户群，迅速提升了公司的品牌影响力，并且将带动生命信息与支持业务和体外诊断业务、医学影像业务协同发展；同时，疫情对发展中国家的经济带来了较大的打击，疫情之后这些市场对性价比属性的需求将更加强烈，公司产品的竞争力将得到进一步体现。我们认为，此次疫情将进一步提升公司在国内外市场的品牌竞争力，为公司后续持续快速增长奠定了坚实基础。

盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为61.35亿元/74.21亿元/88.41亿元，当前市值对应PE为69倍/57倍/48倍，“买入”评级。

风险提示

- 产品销量或低于预期的风险，汇兑损益超预期的风险等

推荐标的：恒瑞医药

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

投资逻辑

- **医药龙头成功转型创新驱动，丰富研发管线成强者恒强催化剂。**恒瑞医药作为国内龙头公司，已实现由仿制向创新过渡，公司创新药板块已经步入收获期。公司在创新药研发方面投入持续加码，在2017、2018和2019年分别投入研发费用17.59亿、26.7亿和38.96亿元，三年复合增长率为48.8%。经过30年不断变革，已在抗肿瘤、手术用药、造影剂、麻醉等领域实现销售额在同类型产品中占有较大市场份额。后续丰富的在研管线将为公司未来发展持续注入动力。公司成功转型为国内“创新龙头”，发展为Big Pharma，我们坚定看好公司长期发展与强者恒强趋势。
- **加快海外License in/out速度，“研发+引入”双轮驱动满足临床未被满足需求。**在全球一体化驱使下，公司通过加快License的开发模式，不断完善管线布局，提高研发效率。2019年，公司通过引入产品在干眼症、抗真菌等领域的布局。今年公司已与司太立合作，引入两个4类产品，分别为碘帕醇注射液和碘海醇注射液。从2013年首次引入，到2020年7月，共合作引入12个品种，其中7个为境外授权引进或合作，合计获得6.83亿美元首付款和里程碑款，外加销售提成。
- **全球疫情不断升级，恒瑞正式入局抗病毒领域，争夺百亿美元市场。**2020年7月6日，公司宣布成立瑞利迪公司成立，负责抗病毒疗法的研发、生产、销售及相关进出口业务，恒瑞医药正式进军抗病毒药物市场。我们认为未来几年，抗病毒领域新型疗法的研发将成为重点，新冠疫情下，抗病毒药物受到热捧，市场需求将急剧增加。恒瑞作为大市值和资金雄厚的创新企业，在抗病毒药物研发投入中具有一定的抗风险能力。
- **恒瑞优先进军“新零售”市场，各大药企纷纷跟进。**仿制药一致性评价为国内仿制药保质打了一针强心剂，“4+7”带量采购高达“52%”的平均降幅，为传统仿制药企实施双重压力。恒瑞医药虽实现由仿到创的历史变革，仍有相当数量的仿制药面临政策压力。恒瑞优先将战场重新转移至院外以及OTC渠道，应对带量采购下处方外流趋势，布局“新零售”市场，为未来仿制药与创新药销售打造新的零售战场。

盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为65.79亿元/84.59亿元/110.55亿元，当前市值对应PE为72倍/56倍/43倍，“买入”评级。

风险提示

- 公司药品招标低于预期；药品审评审批进度低于预期；研发管线进度低于预期；制剂出口低于预期

推荐标的：药明康德

投资逻辑

- **公司是国内规模最大、平台技术最为领先、客户最为优质、人力资源最为丰富的CRO和CMO/CDMO领域龙头企业，在行业高景气下充分受益。**公司的两大主营业务(药物发现和CDMO)收入和利润规模均为国内第一，在全球也处于领先地位。平台技术方面，公司提供一站式服务解决方案，真正实现了“赋能创新”的宗旨，满足了广大客户的需求；客户方面，全球前20大药企均为公司稳定客户，而广大的长尾客户是公司业务的重要增量；人力资源方面，公司的实际控制人李革博士是行业领军人物，公司的管理团队业务水平突出，公司人均产出在业内处于领先水平。总之，公司竞争优势显著，在CRO、CMO/CDMO高景气下充分受益。
- **Q2业绩环比增速大幅提高，主营业务总体增长态势良好。**2020年上半年实现经调整Non-IFRS归母净利润为15.2亿元，同比增长28.85%，其中Q2为9.4亿元，同比增速为43.08%，增速大幅提高。中国区实验室和CDMO两大业务在二季度全面恢复正常，海外订单增长迅速，产能利用和经营情况良好，是业绩增长最为强劲的两个基本盘。公司临床CRO和SMO从二季度开始也恢复，较一季度环比改善显著。美国区实验室由于美国疫情加剧，受到较大负面影响，静待疫情结束后业务恢复。总体而言，公司在全球疫情背景下主营业务总体增长良好。
- 公司从CRO（临床前为主）、CDMO出发不断拓展新业务到临床CRO、DDSU、投资参股多家biotech公司，业务生态不断丰富，业绩不断兑现，彰显全球龙头实力，市值前景巨大。

盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为28.3/36.21/44.97亿，当前市值对应PE为87/68/55倍，“买入”评级。

风险提示

- 疫情影响超预期；业务拓展不及预期；汇率波动。

推荐标的：长春高新

投资逻辑

- 生长激素：国内儿童市场空间巨大，拓展成人市场后有望进一步扩大，核心子公司金赛为国内生长激素龙头，优先享受行业成长红利。生长激素儿童市场有五大特点：1）矮小为统计学概念，潜在患者数量多；2）生长激素为替代治疗，矮小症最好、最安全治疗手段；3）类似慢病用药，患者粘性高；4）院内首诊院外拿药，不受医保控费影响；5）剂型持续升级，类同消费升级。2019年国内儿童市场规模60亿元左右，考虑目前用药渗透率后市场仍有数倍成长空间，若再考虑成人市场（参考国际市场），未来空间将进一步扩大。
- 自研+引进，在研产品管线有多个重磅产品，中长期成长态势明确。1、重组蛋白：重组促卵泡素，辅助生殖用，预计为10亿量级重磅产品；2、疫苗：a）鼻喷流感疫苗：已上市，新冠疫情下2020年显著贡献业绩；b）带状疱疹疫苗：临床三期，国内进度最快，为国家急缺疫苗，重磅产品；c）投资新型疫苗研发平台，布局肺炎结合疫苗；d）与俄罗斯FORT相互许可麻腮风和水痘疫苗，可布局麻腮风水痘四联苗；3、单抗及生物类似物：a）投资冰岛安沃泰克生物类似物研发平台，7个生物类似物在研；b）与美国Amesino合作共同开发双特异性抗体平台，该领域未来市场空间巨大；c）与珠海泰诺麦博生物合作开发全人源化抗狂犬病毒单克隆抗体；d）自研重磅产品金妥昔单抗和金纳单抗，临床稳步推进；4、新型制剂：a）引进5%利多卡因透皮贴片等；b）布局口服剂型，生长激素从注射向口服升级；c）开发长效微球平台，布局下一代长效剂型。

盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年业绩为29.26/39.84/51.14亿元，当前市值对应PE分别为51/38/29倍，“买入”评级。

风险提示

- 生长激素放量不及预期的风险。

推荐标的：安图生物

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

投资逻辑

- 安图生物是国产化学发光头部企业，近五年收入及利润均保持25%以上稳定高增长。公司自试剂代理起家，经历由酶联免疫向化学发光转型的完整产品生命周期，拥有充足的技术实力和市场经验。公司化学发光仪2019年单机产出达36万，为国产厂家最高。试剂方面，公司在传染病及心脏标志物/高血压领域已建立一定优势，覆盖项目较多。安图于2017年率先推出Autolas系列TLA流水线，抢先布局大型终端市场，预计业绩将加速步入收获期。同时公司近年来加速化学发光仪的投放，带动发光试剂加快放量驱动业绩高增。IVD其他领域，公司微生物质谱率先打破国外技术垄断，高端市场逐步进口替代，对POCT和分子诊断的布局也为公司未来业绩提供更多增长点。
- **化学发光重回高增长，新增装机大幅提升和单台产出恢复，我们预判公司21年业绩亮眼：**根据我们草根调研，从2020年7月开始，化学发光行业受疫情影响已基本消除，重回高增长。受益于疫情和行业高景气，公司2020年上半年化学发光装机台数约为750台，全年有望达到1500台，相对于19年存量4100台增长了36.6%。由于公司持续加大研发投入带来试剂项目的增多以及20年的低基数，我们预计公司21年单台产出相对20年也会有较大幅度提升。化学发光仪装机量与单台产出的双提升，将为公司未来业绩带来支撑，而公司在生化、微生物、分子诊断领域亦不断加强布局，尤其是高端产品全自动微生物质谱检测系统取得突破，将有效增强公司各业务板块间的协同效应。疫情不改公司核心优势逻辑，未来业绩高增可期
- **国内率先进入流水线业务，壁垒高、成长空间巨大：**近年来随着医改的深入推进，医院对于成本控制和规范管理的需求日益增大，流水线产品由于检测效率高、避免人工错误、优化检验流程等优点，成为大型医院青睐的对象，是未来化学发光企业重要布局方向。国内目前流水线存量近2000条，基本为外资巨头罗氏、贝克曼等垄断。公司作为国内首家推出TLA流水线的企业，率先进入高壁垒、高成长领域，进一步强化竞争优势。预计未来流水线装机量的提升将迅速拉动公司试剂放量，带动业绩高增。

盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为8.94亿元/13.11亿元/17.3亿元，对应PE为77倍/53倍/40倍，“买入”评级。

风险提示

- 公司磁微粒化学发光放量不及预期；流水线和质谱业务开拓不及预期；疫情对公司影响超预期等。

推荐标的：凯利泰

投资逻辑

- **Elliquence产品空间广阔，脊柱微创技术稀缺性突出。**2017年腰间盘突出出院人数高达73万（+13%），以椎间孔镜技术为代表的的微创术式，受到医生广泛认可，2018年国内手术量接近10万台，具有4倍以上提升空间。凯利泰长期专注于脊柱微创领域，可助力Elliquence加速打开市场，另外收购Elliquence将进一步加强公司在骨科微创领域的竞争力，助力公司长期稳健增长。
- **疫情影响核心业务H1表现，Q2逐渐恢复：**受新冠疫情影响，终端医院门诊量和手术量大幅减少，医院诊疗服务减少，导致公司核心业务销售受损。上半年PKP/PVP业务实现收入2亿元，同比下降16.2%；Elliquence业务实现收入4613万元，同比下降22.5%；艾迪尔实现收入8279万元，同比下降8.3%。随着二季度国内疫情形势好转，终端医院骨科手术量开始逐步恢复，公司主要产品作为高需求可择期的手术耗材，预计下半年各项业务销售收入将显著回升。
- **股权激励彰显公司信心，加速布局运动医学打开中长期成长空间：**公司年初推出了对董事长的大额期权激励，根据期权激励目标，2023年公司净利润将有望达到近8亿元。本次激励有望充分调动公司管理层积极性，彰显公司对未来4年业绩的信心。报告期内，公司出资6000万元增资利格泰生物科技获得11.2%的股权。利格泰在国内运动医学领域技术领先、产品线丰富，交叉韧带固定系统和前交叉韧带重建系统已获批国内三类注册证，同时还有多个运动医学产品处于注册阶段。2020年上半年凯利泰运动医学收入576万元，随着疫情好转下半年预计收入将大幅提升，参股利格泰将进一步增强公司在运动医学领域的增长潜力，打开公司中长期成长空间。

盈利预测与估值

- 我们预计2020-2022年归母净利润为3.31亿元/4.68亿元/6.2亿元，当前市值对应PE为46/32/25倍，“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争加剧的风险；疫情影响超预期的风险；产品研发不及预期的风险；产品大幅降价的风险。

六、风险提示

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

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月行业指数涨跌幅相对大盘在5%以上；

中性：预期未来 6个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

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

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园