

API 普涨，强调前向一体化和洼地红利主逻辑

—医药周报 20200413

医药周报

2020年04月13日

报告摘要：

● 二级市场：特色原料药涨幅居前，推荐关注“枢纽性”和内需驱动型板块

上周医药板块上涨4.18%，跑赢沪深300指数2.67个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第4名。2020年初以来，医药板块上涨13.55%，跑赢沪深300指数21.54pct，位列所有行业涨幅第2位，显示在大盘震荡过程中的刚性。根据wind中信医药分类看，上周各个板块均实现了不同程度的上涨，其中化学原料药、医疗服务板块涨幅较多，分别为6.79%、6.58%；化学制剂、生物医药、中成药、医疗器械、医药流通板块都有实现3%-4%的涨幅，中药饮片涨幅最小仅1.92%。考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药分类情况来看，上周（2020.4.7-2020.4.10）整体呈现上涨趋势，其中特色原料药涨幅高达11.32%，仿制药、创新药、医疗服务实现6%-7%的涨幅。基于近期API主要供应区域印度封国、WHO清单、G20峰会点名，特色原料药板块普涨，其中美诺华（+25.42%）、奥翔药业（+15.81%）和海正药业（+15.63%）涨幅较高。我们认为板块未来5年持续高景气，核心逻辑并非价格周期、产能转移周期，我们认为核心逻辑是：从制造业的本质看ROE持续提升，强调我们提出的“前向一体化”和“洼地红利”主逻辑。我们推荐关注“枢纽性”和内需驱动型板块，枢纽性领域包括内需进口替代、对外体现全球竞争力的细分领域（创新药、中高端医疗设备、特色原料药、医药外包等）、内需驱动型（血制品、疫苗等生物制品）板块的投资机会。

● 持续推荐疫情影响下“供-需”端增速分化带来投资机会

疫情全球扩散下对细分行业的需求端和供给端增速带来较大负面影响，短期内我们建议关注需求端下滑速度低于供给端下滑速度的子行业，这些子行业“供-需”增速出现的分化会为具有议价权的企业带来较好的业绩弹性。因此我们梳理了一些可能受益的细分领域及相关标的：

- ①**血制品**：受海外供给收缩、国内后续需求逐步恢复的影响。如**华兰生物**、**天坛生物**。
- ②**中高端医疗设备**：疫情提升全球需求，但是供给相对受限（扩产能加紧进行），如**迈瑞医疗**，**鱼跃医疗**。
- ③**API**：印度封国、欧美疫情蔓延等影响，API全球供给影响大于需求影响（特别是慢病用药），部分大宗产品提价，国内特色原料药产能释放节奏有望加速，如**普洛药业**、**仙琚制药**、**美诺华**、**天宇股份**等。
- ④**其他**：部分离岸外包及疫情疾病研究相关的外包服务，如**昭衍新药**。

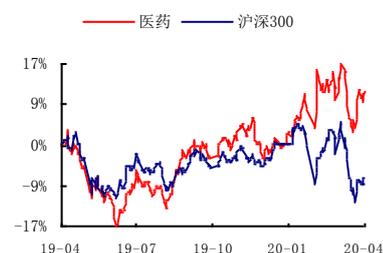
● 重点研究更新：

本周发布报告：1) 九洲药业 2019 年报点评：考虑产能释放，2019 年或是 ROE 相对低点；2) 凯莱英 2019 年业绩点评：跨过规模化量产期，ROE 有望持续提高；3) 益丰药房 2019 年业绩点评：内生增长与并购驱动高速增长，继续深夯区域优势，并购战略清晰；4) 华兰生物一季报点评：医院就诊率下降，部分抵消了疫情需求的增量影响，血制品景气度向上趋势不改；5) 迈瑞医疗业绩预告点评：疫情相关产品增长迅猛，20Q1 业绩增长约 30%；6) 凯普生物业绩预告点评：产品服务一体化，新冠检测带来明显增量；7) 智飞生物业绩预告点评：受新冠疫情影响业绩增速暂时放缓，EC 和预防性微卡有望很快获批。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：孙建

执业证号：S0100519020002

电话：021-60876703

邮箱：sunjian@mszq.com

研究助理：谭紫媚

执业证号：S0100119060028

电话：021-60876703

邮箱：tanzimei@mszq.com

相关研究

1. 行业周（月）报：推荐疫情影响下“供-需”端增速分化带来投资机会
2. WHO 重视中国 API 供应背后反映了什么？

● 建议关注：

血制品：华兰生物。

医疗器械：迈瑞医疗、鱼跃医疗、金域医学、凯普生物。

特色原料药：普洛药业、仙琚制药、天宇股份。

医药外包：泰格医药、药明康德、凯莱英、康龙化成、昭衍新药。

创新药：多个重磅创新药管线兑现带来估值提升机会：复星医药。

● 风险提示：

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

盈利预测与财务指标

重点公司	现价 2020/4/10	EPS			PE			评级
		2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
泰格医药	75.0	0.94	1.13	1.58	80	66	47	推荐
凯莱英	184.3	1.88	2.42	3.1	98	76	59	推荐
药明康德	100.2	2.23	1.39	1.7	45	72	59	推荐
华兰生物	48.6	1.23	0.91	1.28	39	53	38	推荐
康泰生物	123.1	0.7	0.87	1.27	176	142	97	谨慎推荐
复星医药	32.9	1.07	1.23	1.46	31	27	23	推荐
普洛药业	18.9	0.31	0.46	0.6	61	41	31	推荐
康缘药业	14.0	0.73	0.88	1.09	19	16	13	推荐
凯普生物	29.7	0.63	0.67	0.88	47	44	34	推荐
迈瑞医疗	261.4	3.34	3.85	4.66	78	68	56	推荐
金域医学	61.0	0.51	0.77	1.03	120	79	59	谨慎推荐
昭衍新药	76.5	0.94	0.98	1.3	81	78	59	推荐
康龙化成	61.3	0.57	0.82	1.11	108	75	55	推荐
天坛生物	36.7	0.58	0.6	0.7	63	61	52	推荐
天宇股份	92.0	1.03	0.92	2.37	89	100	39	推荐

资料来源：公司公告、以上未评级公司盈利预测来自 Wind 一致预测、民生证券研究院

目录

一、投资建议：持续关注受疫情影响下“供-需”端增速分化带来投资机会	4
二、重点推荐行业和公司更新	6
(一) 凯莱英 2019 年业绩点评：跨过规模化量产期，ROE 有望持续提高	6
(二) 九洲药业 2019 年报点评：考虑产能释放，2019 年或是 ROE 相对低点	7
(三) 益丰药房 2019 年业绩点评：内生增长与并购驱动高速增长，继续深夯区域优势，并购战略清晰	8
(四) 华兰生物一季报点评：医院就诊率下降，部分抵消了疫情需求的增量影响，血制品景气度向上趋势不改	9
(五) 迈瑞医疗业绩预告点评：疫情相关产品增长迅猛，20Q1 业绩增长约 30%	10
(六) 凯普生物业绩预告点评：产品服务一体化，新冠检测带来明显增量	12
(七) 智飞生物业绩预告点评：受新冠疫情影响业绩增速暂时放缓,EC 和预防性微卡有望很快获批	13
三、上周行情回顾	14
(一) 医药行业行情：跑赢指数 2.67PCT，成交额显著提升	14
(二) 医药子行业行情：特色原料药涨幅高达 11.32%	16
四、风险提示	17
插图目录	18

一、投资建议：持续关注受疫情影响下“供-需”端增速分化带来投资机会

二级市场层面：上周医药板块上涨 4.18%，跑赢沪深 300 指数 2.67 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第 4 名。2020 年初以来，医药板块上涨 13.55%，跑赢沪深 300 指数 21.54pct，位列所有行业涨幅第 2 位，显示在大盘震荡过程中的刚性。根据 wind 中信医药分类看，上周各个板块均实现了不同程度的上涨，其中化学原料药、医疗服务板块涨幅较多，分别为 6.79%、6.58%；化学制剂、生物医药、中成药、医疗器械、医药流通板块都有实现 3%-4% 的涨幅，中药饮片涨幅最小仅 1.92%。考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药分类情况来看，上周（2020.4.7-2020.4.10）整体呈现上涨趋势，其中特色原料药涨幅高达 11.32%，仿制药、创新药、医疗服务实现 6%-7% 的涨幅。基于近期 API 主要供应区域印度封国、WHO 清单、G20 峰会点名，投资者对于原料药板块的关注度再提升，特色原料药板块普涨，其中美诺华（+25.42%）、奥翔药业（+15.81%）和海正药业（+15.63%）涨幅较高。我们认为板块未来 5 年持续高景气，核心逻辑并非价格周期、产能转移周期，我们认为核心逻辑是：从制造业的本质看 ROE 持续提升，强调我们提出的“前向一体化”和“洼地红利”主逻辑。

持续关注疫情影响下“供-需”端增速分化带来投资机会。疫情全球扩散下对细分行业的需求端和供给端增速带来较大负面影响，短期内我们建议关注需求端下滑速度低于供给端下滑速度的子行业，这些子行业“供-需”增速出现的分化会为具有议价权的企业带来较好的业绩弹性。因此我们梳理了一些可能受益的细分领域及相关标的：

①**血制品：**受海外供给收缩、国内后续需求逐步恢复的影响。如**华兰生物、天坛生物**。

②**中高端医疗设备：**疫情提升全球需求，但是供给相对受限（扩产能加紧进行），如**迈瑞医疗，鱼跃医疗**。

③**API：**印度封国、欧美疫情蔓延等影响，API 全球供给影响大于需求影响（特别是慢病用药），部分大宗产品提价，国内特色原料药产能释放节奏有望加速，如**普洛药业、仙琚制药、美诺华、天宇股份**等。

④**其他：**部分离岸外包及疫情疾病研究相关的外包服务，如**昭衍新药**。

中期看好国内医药产业升级趋势下走出来的企业和全球化竞争力较强的细分领域更重要。中期来看，带量采购在各地逐步落实执行，医保局官宣将 4+7 中选价定为医保支付上限略超预期，医药行业供给侧改革或将加速，因此板块估值仍具有不确定性。因此，在医改进入实质性供给侧改革的时期，我们认为应当寻找在中长期发展中符合新趋势的产业，即业已验证、具备全球竞争力的细分领域，关注其中具有长期可持续发展潜力、有望在改革中实现产业升级过渡的企业，推荐关注的方向包括①创新升级的服务方（CRO、CMO）、②政策相对免疫、具备高壁垒、强消费属性板块和个股，③商业模式持续创新的医疗服务及其他非药企业；④产业分析逻辑向全球化接轨过程中，具有技术优势和全球化经营实力的 API 企业。

长期对医药持续乐观，看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。长期来看，根据我们对综合性医院利润构成的测算，“以药养医”已经结束。在此背景下，政府财政支持的医保

完成全民覆盖，顶层设计下的三医联动将自支付端发起医药、医疗两个领域的供给侧改革，以达成医保的良性、可持续管理，继而实现医保的战略性购买并满足人民对价值医疗的需求。在此过程中，国内医药产业的核心竞争力自药品审评到营销都开始向全球接轨，医疗亦开始逐步向价值医疗转变，行业分析逻辑行将转变，医药和医疗企业从产品立项到竞争策略的制定也将发生重大变化。

二、重点推荐行业和公司更新

（一）凯莱英 2019 年业绩点评：跨过规模化量产期，ROE 有望持续提高

事件概述：2020 年 4 月 9 日，公司发布 2019 年年报：营业收入 24.60 亿元，同比增长 34.07%；归母净利润 5.54 亿元，同比增长 29.32%；扣非后归母净利润 4.89 亿元，同比增长 32.50%。经营活动产生的现金流 6.01 亿元，同比增长 44.77%。

分析与判断

收入端：“漏斗效应”注水期，商业化订单处于爬坡期，长期稳健增长可期

①**临床阶段“漏斗效应”体现：III 期项目占比提升，带动临床阶段收入量价齐升。**2019 年，公司临床阶段收入同比增长 71%（收入占比 41%），项目数同比增长 15%（191 个），这显示了项目平均单价提升的趋势，原因分析：我们发现主要是单价更高的临床 III 期的项目数（39 个，YOY63%）占比提升导致的。②**商业化阶段业务收入进入“爬坡期”。**2019 年，公司商业化阶段的收入同比增长 17%（收入占比 50%），项目数同比增长 11%（30 个），项目均价同比增长 5.4%，我们估计主要是项目间规模差异导致的均价波动，同时我们发现公司近三年商业化订单每年增加 1-3 个，但是收入的增速方面受品种间规模性差异会有影响，因此，我们认为商业化订单逐步进入爬坡期，随着早期项目池子的丰富、转化推进、下游产品的放量，商业化收入有望逐步加速。③**“漏斗效应”持续体现的支撑：产能、客户基础。**客户方面，2019 年来自海外 BigPharma、海外 Biotech、国内创新药企的收入同比增速分别为 30%、55%、25%，收入占比分别为 69%、22%、9%，全球产业转移背景下，海外客户依然是公司订单最主要来源。产能方面，公司小分子（吉林、辽宁）、化学大分子（凯莱英生命科学）、制剂（生命科学启动注射剂车间）、生物大分子（上海）均有产能建设有序推进，奠定“漏斗效应”持续体现。

盈利端：逐步跨过规模化量产期，盈利能力稳定性提升

①**毛利率：趋于稳定，跨过量产期，盈利能力稳定性有望逐步提升。**2017 年-2019 年，公司临床阶段毛利率分别为 48.6%、41.4%、46.4%，商业化阶段毛利率分别为 51.0%、46.3%、41.6%，两块核心业务的毛利率略有波动，进而带来整体毛利率的波动，我们发现主要是业务结构变化及细分业务毛利率的波动导致，我们认为主要是公司商业化订单的丰富度、资产规模化效应暂时未体现导致，我们认为 CDMO 公司毛利率的稳定来自跨过规模化量产期，随着天津 III 期等产能利用率的提高，规模效应将进一步体现。②**远期看，产品升级提升盈利能力天花板。**就产品结构来看，公司正由关键中间体向 API、制剂进行产品升级，年报显示“公司已承接部分欧美大型制药公司的 API 项目；中小创新药公司特别是国内公司，其服务项目通常为“API+制剂”，2019 年公司承接“API+制剂”项目 22 个。”我们认为原料药、制剂是 CDMO 业务产业升级的必然路径，我们看好公司在这方面的探索，这也为公司盈利能力的提升打开了天花板。

优质的经营效率致 ROE 达历史高位，关注产能释放的业绩弹性

2019 年公司 ROE19.94%，为 10 年来最高值，高于可比公司（合全药业 2018 年 ROE17.89%、博腾股份 2019 年 ROE6.24%），核心原因是连续三年资产周转率持续提升导致，特别是流动资产周转率显著提升，公司 CDMO 业务进入需求提振阶段。剖析公司 2019 的新建产能，我们发现公司主要是跟随存量订单需求的扩建产能、产品升级的储备产能及提升自身 α 能力的拓展产能，包括小分子（早期临床及商业化）、cGMP 多肽、注射剂和生物大分子。公司作为国内甚至全球领先的医药 CDMO 公司，服务国内外创新药企的广度和深度正逐步提升，我们将持续跟踪新产能投产后客户需求释放的业绩弹性。

投资建议：暂时不考虑增发摊薄的影响，我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 3.10、3.98、5.16 元，按 2020 年 4 月 9 日收盘价对应 PE 为 62、48、37 倍，考虑公司未来三年有望保持接近 30% 的复合增速及产业地位，我们维持“推荐”评级。

风险提示：不确定的宏观环境变化导致全球创新药研发投入景气度下滑的风险；生物大分子 CDMO 不顺的风险；汇兑风险。

（二）九洲药业 2019 年报点评：考虑产能释放，2019 年或是 ROE 相对低点

事件概述：2020 年 4 月 9 日，公司发布 2019 年年报，营业收入、归母净利润和扣非后归母净利润同比分别增长 8.3%、51.3%、26.6%，经营活动产生的现金流净额 5.54 亿元（远高于净利润 2.38 亿元），同比增长 109%。

分析与判断：

略低于预告，CDMO 是业绩重要拉动力，期待 2020 年产品、产能的释放

略低于前次业绩预告：公司前次业绩预告归母净利润 2.44-2.82 亿元（实际 2.37 亿元），未达到股权激励计划设定的目标，我们估计可能是因为瑞科复产节奏及 CDMO 订单的波动性导致，2019 年年报显示瑞科医药净利润-7392 万元，亏损额持续扩大，同时披露江苏瑞科已递交复产申请，我们也将持续关注该复产进度；

CDMO 业务成为 2019 年业绩重要拉动力。1) 诺欣妥项目毛利占比接近 50%，仍然是 CDMO 业务盈利增长的重要基础。 CDMO 业务收入 7.57 亿元，同比增长 41%，远高于公司整体增速，毛利率降低 3.16 个百分点至 42.61%，同时我们发现公司“心血管类”产品销售收入 2.6 亿元，同比增长 69%，毛利率提升 0.82 个百分点至 58.08%，我们估计心血管类产品主要是公司 CDMO 业务中的诺欣妥项目，由此分析，我们发现公司 CDMO 业务中毛利占比接近 50%，仍然是 CDMO 业务盈利快速增长的重要支撑，我们乐于看到 2020 年随着项目的持续丰富及结构的调整，公司 CDMO 业务仍有望保持快速增长的趋势（结合 CDMO 业务销量下滑分析，我们估计诺欣妥之外的项目在升级优化或产能利用率提升的过程中，规模效应逐步提升；2) 项目和客户结构持续丰富：已上市项目 11 个，III 期临床 37 个、临床早期 330 个，客户也包括贝达药业、艾力斯等创新药企业；3) CDMO 业务并购拓展：我们关注到 2019 年年报中

公司大篇幅介绍公司 CDMO 业务的变化(收购苏州诺华 100% 股权, 收购美国 PharmAgra100% 股权、瑞博临海战略布局高活性创新药的承接能力), 我们甚至罕见的看到这种定位“诺华苏州……是中国为数不多的具备承接专利期内重磅炸弹级创新药原料药委托加工的企业”, 整体, 我们认为公司的 CDMO 业务正处于能力搭建及产品、产能释放的关键窗口期, 我们也将持续关注 2020 年开始随着诺华产能、产品转移, 公司 CDMO 业务弹性持续体现。

量价因素影响, 原料药业务收入基本保持稳定。根据 2019 年年报披露公司奥卡西平、磺胺类抗菌素等产品销量下滑、但同时抗感染类、非甾体类、降血糖等产品毛利率明显提升, 显示了瑞科等停产及上游原料药涨价过程中的成本转移带来的盈利能力提升, 考虑公司相关 API 产品的全球竞争力, 我们认为随着瑞科的复产, API 业务有望保持稳定增长。

固定资产大幅增加导致 ROE 处于相对低点

2019 年 ROE 达到 8%, 相比一般的 API 公司略低(普洛药业 15.56%、天宇股份 12%、美诺华 8.3%, 奥翔药业 9.1%), 核心的原因是净利率明显提升的同时, 资产周转率明显下降, 这主要又是因为 2019 年瑞博(苏州)的并表, 固定资产明显增加 41.7%, 但并没有收入并表体现, 因此资产周转率相对较低, 但 2019 年 ROE 已经是过去四年的最高值, 这也体现了过去几年公司业务结构的调整导致的盈利能力的提升, 我们估计随着产品、产能转移的逐步落地, 我们判断 2019 年有望是公司未来几年的相对低点(提示: 收购考虑, 短期借款增加 3.1 亿元, 导致负债率 2019 年略高, 因此未来几年随着负债率的降低、资产周转率的提升, 我们预计 ROE 可能呈现逐步提升的趋势)。

投资建议: 考虑诺华苏州产能、产品释放节奏, 我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.42、0.67、0.87 元, 按 2020 年 4 月 8 日收盘价对应 2020 年 PE 为 49 倍(2021 年 31 倍)。未来三年利润复合增速 43%, 同时考虑 CDMO 业务放量的节奏具备一定程度的不确定性, 我们维持“谨慎推荐”评级。

风险提示: CDMO 的不确定性风险, 原料药环保事件不确定风险, 原料药价格波动风险。

(三) 益丰药房 2019 年业绩点评: 内生增长与并购驱动高速增长, 继续深夯区域优势, 并购战略清晰

事件概述: 公司公布 2019 年年报, 收入 102.76 亿元 (yoy+48.7%), 归母净利润 5.44 亿元 (yoy+30.6%), 扣非为 5.37 亿元 (yoy+40.9%)。

分析与判断

内生增长与并购并表驱动收入高速增长。收入 102.76 亿元 (yoy+48.7%), 归母净利润 5.44 亿元 (yoy+30.6%), 扣非为 5.37 亿元 (yoy+40.9%), 表观利润和扣非利润口径差异主要为 2018 年处置子公司峰高实业的股权产生的投资收益以及理财收益等。2019 年毛利率为 39% (同比-0.7pp), 预计次新店与新拓展门店比例同比上升有关, 销售费用率 26.1% (同比-0.50pp), 预计与促销减少以及前期新拓展门店收入规模扩大有关; 管理费用率 4.3% (+0.4pp), 主要是管理人员储备以及中介机构咨询费用增加。经营活动产生的现金流净额较上年同期增长 88.6%,

主要是报告期内增加新开和并购门店、老店销售同比增长以及提高存货周转率等运营能力。

医保资格门店比例提升，西成药及处方药销售占比提升。截止 2019 年 12 月 31 日，医保资格门店占比为 76.82%，去年为 74.96%，随着医保定点政策的放开和逐步推进落实，公司在华东地区医保定点药店占比较低的情况逐步改善。从品类结构来看，但随着医院处方外流，中西成药及处方药销售占比呈上升趋势，2019 年占比为 71.75% (+0.87pp)。综合坪效 59.43 元/平方米，同比下降 1.62 元/平方米。旗舰店继续发挥品牌效应，以及中小型社区店坪效，继续提升，综合坪效下降主要是坪效较低的小型社区店比例增加所致。

主要子公司经营状况良好。新兴全年实现营业收入 11.67 亿元，净利润 9693.8 万元（2019 年承诺业绩为 8450 万元），较上年分别提升 10.8% 和 49.2%，湖南子公司实现净利润 1.05 亿元（同比+7%）；江苏益丰 1.65 亿元（+115%），主要是并购+次新店快速增长驱动；上海益丰（+25%），江西益丰 0.60 亿元（+139%），主要是次新店快速增长驱动。

继续深夯区域优势，并购布局战略清晰。报告显示公司发有 12 起并购，主要集中在具有先发优势区域（江苏 8 起、湖南 2 起、湖北 1 起和上海 1 起）且主要采取股权并购，进一步扩大和夯实已布局区域规模优势，并购布局战略清晰，执行力强。

投资建议：我们预计 2020-2022 年净利润分别为 7.26 亿、9.70 亿、12.27 亿元，同比增速分别为 33.5%、33.5%、26.5%，EPS 分别为 1.91 元、2.54 元、3.22 元，对应当前股价分别为 51 倍、38 倍和 30 倍 PE。接下来 3-5 年处于国内药店并购黄金机遇，并购驱动业绩高速增长，参考海外连锁药店高速增长期，估值处在 PEG1.5-2 倍区间。益丰药房并购布局战略清晰执行力强，精细化管理能力突出，初具全国性连锁龙头雏形，可以享受一定溢价。继续给予“推荐”评级。

风险提示：并购整合不及预期风险，外延拓展不及预期风险，业绩不确定风险。

（四）华兰生物一季报点评：医院就诊率下降，部分抵消了疫情需求的增量影响，血制品景气度向上趋势不改

事件概述：公司发布一季报，1 季度实现收入 6.78 亿元 (-2.62%)，实现归母净利润 2.47 亿元 (-4.71%)，扣非归母净利润 2.43 亿元 (+1.49%)。

分析与判断

预计 1 季度医院就诊率下降，正常血制品需求有所下降，部分抵消了疫情需求的增量影响。一季度实现收入 6.78 亿元，预计主要是血制品收入，同比下降-2.62%，预计主要是与 2 月份医院就诊率大幅下降有关，疫情不相关血制品发货和需求都有所下降，部分抵消了疫情需求的增量影响，导致血制品 1 季度没有明显增长，医院就诊率 3 月份起逐步恢复中。预计全年血制品总需求不会减少：国内血制品静丙、白蛋白（主要为手术用药）、凝血八因子和复合物需求刚性，从全年来看，即使不考虑疫情新增需求，预计正常的血制品需求不会减少。

短期毛利率下降和经营性现金流净额下降，并不能反映整体血制品行业情况。毛利率 62%，同比下降近 5 个点，预计主要与短期生产周期以及成本确认影响有关，不是来自于血制品价格

的下降或者原材料成本增加，经营性现金流净额 0.96 亿元（-49%），主要是短期销售商品收到的现金减少所致，以及预付款增加。短期毛利率下降和经营性现金流净额下降，并不能反应整体血制品行业情况，国内血制品 2020-2021 年供给确定性收缩，血制品全年需求不会减少，景气度处于持续向上阶段。

销售费用下降，存货减少反映行业景气度提升。销售费用率 5.2%，同比下降 6pp，销售费用绝对额较上年同期减少 55.20%，主要是销售推广费减少，预计主要是血制品行业景气度提升，血制品给经销商返利有所减少。存货较之 2019 年年底有所减少。相比较而言，销售费用和存货的变化更能反应行业景气度的情况。

血制品总供给减少，接下来 2 年内都将处于景气度持续上升趋势。进口白蛋白受海外疫情影响有望持续供给收缩。国内企业采浆 3 月初开始复工，目前尚未恢复到之前采浆量水平，预计相当于丢失 1 个半月采浆时间。总需求的不变甚至增加，血制品总供给的减少，在接下来 2 年内都将处于景气度持续上升趋势，血制品供给偏紧张景气度提升，销售费用有望下降，业绩弹性增加；供给继续短缺情况下，销售费用降低的基础上，价格有可能继续往上。华兰生物浆量将能保障供应，从血制品价格上涨中受益明显。

国内流感认知度提升，公司流感疫苗成长空间充足。

国内流感认知度提升，我们预计国内四价流感疫苗空间达 110 亿元+，目前流感市场规模 20 亿元+，具备 5 倍成长空间。华兰生物预计将在流感疫苗市场保持优势地位，占据流感市场 35%-40% 左右的份额，公司流感疫苗收入规模有望达到 40 亿元，成长空间充足。

疫苗子公司拟引入战投，有利于疫苗公司做大做强。

华兰生物疫苗子公司拟引入战投高瓴骅盈和晨壹启明，引入战略投资者，有利于借助高瓴和晨壹基金在生物医疗布局的丰富经验和一级投资的丰富资源，为公司未来扩充产品线提供支持，且引入战投，有利于优化股权结构，更好的借助资本力量加快疫苗子公司的发展，有利于疫苗公司做大做强，真正成为“血制品+疫苗”双驱动的公司，打开成长空间。

投资建议：我们预计公司 2020 年-2022 年净利润 18.01/20.54/23.27 亿元，对应 EPS1.28/1.46/1.66，对应当前股价 PE 为 40/35/31 倍，历史估值中枢为 35-40 倍左右，2020-2022 年血制品景气度持续提升，流感疫苗市场需求将持续旺盛，华兰疫苗销售有望超预期，继续维持“推荐”评级。

风险提示：血制品价格涨价不及预期，销售费用下降不及预期，疫情对采血浆影响超预期，疫苗需求不及预期，安全性生产风险。

（五）迈瑞医疗业绩预告点评：疫情相关产品增长迅猛，20Q1 业绩增长约 30%

事件概述：2020 年 4 月 9 日，公司发布 2020 年第一季度业绩预告：预计一季度实现收入 44.92-48.82 亿元，同比增长 15%-25%；实现归母净利润 12.57-13.58 亿元，同比增长 25%-35%。预计非经常性损益对归母净利润影响金额约为 6,040 万元，扣非后归母净利润增长率预计为

20%-30%。

分析与判断

收入端：新冠肺炎疫情催化，对生命信息与支持产线的拉动作用尤为显著

整体来看，公司的主营业务收入实现健康、平稳增长。受新冠肺炎疫情的影响，公司多种和疫情直接相关的产品增长出现不同程度加速：

1) 生命信息与支持：监护仪、呼吸机、输注泵等产品需求旺盛，从而此类配合重症监护及治疗需要的产品销量大幅增长。我们预计一季度国内监护仪增长在 80% 以上，呼吸机、输注泵等产品基数小、较之以往有望实现数倍的增长，从而带动该板块实现 50% 以上的高增长。

2) 体外诊断：由于医院疫情期间的常规诊疗、手术量、体检量下降，我们预计一季度生化、发光等体外诊断试剂的消耗有所放缓，而血球、CRP、尿液等疫情相关的检测产品则略有提升，整体来看收入较去年同期略有下滑。然而在仪器投放上仍保持较为正常的节奏，一季度发光仪器的装机超过 350 台、其中高速机 6000i 在新增装机中占比上升，全年仍有望完成 1000 台的新增装机。

3) 医学影像：便携彩超、移动 DR 是此次疫情相关检查设备的主力，我们预计便携彩超有望实现翻倍，移动 DR 基数小、可能实现 200% 的增长。但是两者产线比重较小，而台式彩超非疫直接相关产品，预计板块整体增长接近 10%。

长期来看，我们认为此次疫情有望促进医院注重传染病、重症、呼吸等相关科室建设，加深了战略客户对公司产品和组织能力的认识。公司通过此次疫情应急采购为契机，大范围拓展高端医院客户，加速提升品牌影响力。

利润端：业绩增速快于收入增速，各因素影响下费用率下降

公司加强内部管理，提升管理效率，经营业绩呈现健康良好的增长态势。归母净利润增速高于营业收入增速，我们估计主要是受到以下因素的综合影响：

1) 正面影响：因疫情原因招聘延迟，薪酬同比减少；营销活动从线下转至线上，从而市场推广、差旅费用减少；预计还有美元升值、从而在汇兑损益方面的影响。

2) 负面影响：部分物料采购和运输成本上升；体外诊断试剂收入放缓拉低整体毛利率；加班补助、防疫和捐赠的支出；长期现金激励等。

综合来看，利润端的正面影响大于负面影响，因此利润增速较快。

疫情期间高效驰援重点地区，拓展高端客户加速提升品牌影响力

面对新冠病毒疫情爆发，春节期间公司制造、物流、营销、用服、技术支持等职能部门近 2,000 人提前复工，1 月 25 日至 2 月 6 日期间为火神山、雷神山医院完成了超过 3000 台医疗设备的安装和调试、同步交付；截止 3 月末，在全国范围内紧急交付超过 8 万台医疗设备。

海外市场方面，公司陆续收到包括欧洲、亚太、中东等地区为应对疫情而产生的采购需求，

其中欧洲疫情重区意大利已紧急向采购首批近万台呼吸机、监护仪等抗疫设备，公司将分批有序交付。

投资建议：公司短期受到疫情正面影响，中长期高端监护、化学发光及流水线、高端影像等产品均有较大的成长空间。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 4.66、5.63、6.79 元，按 2020 年 4 月 9 日收盘价对应 PE 为 58.3、48.2、40.0 倍。参考 CS 医疗器械 57 倍的市盈率（TTM，整体法，剔除负债）以及公司的行业龙头地位，维持“推荐”评级。

风险提示：行业政策风险、产品研发风险、价格下降风险、中美贸易摩擦风险、汇率波动风险。

（六）凯普生物业绩预告点评：产品服务一体化，新冠检测带来明显增量

事件概述：2020 年 4 月 9 日，公司发布 2020 年第一季度业绩预告：预计第一季度实现归母净利润 1,880-2,140 万元，同比增长 10.07%-25.30%；扣非后归母净利润 1,665 万元-1,925 万元，同比增长 11.24%-28.61%。预计非经常性损益对公司净利润的影响金额约为 215 万元。

分析与判断

“研发+制造+服务”一体化优势体现，新冠检测带来明显增量。取中值来看，预计第一季度实现归母净利润 2,010 万元，同比增长 18%；扣非后归母净利润 1,765 万元，同比增长 20%。

因新型冠状病毒肺炎疫情爆发，公司 HPV 检测等业务受到一定的影响。但是，公司发挥“研发+制造+服务”一体化优势，成功开发新冠核酸检测产品，旗下第三方实验室积极响应各地需求开展新冠核酸检测服务。我们预计一季度新冠病毒检测测量有望超 40 万人份，从而实现新冠病毒检测收入 6000 多万的增量。

存量产品初步验证公司竞争力，关注 STD 十联检上市带来的业绩弹性。1) HPV 持续受益于渗透率提升、方法学替代，我们认为公司的产品优势和渠道资源铸就细分龙头，有望通过渠道下沉推动产品收入实现 19%左右的超行业平均增速；2) 南方十省的地贫防控工程有望全面铺开，我们认为公司独创的“梅州模式”有望复制至其他地区、从而带动产品收入稳定提升；3) 公司的耳聋检测产品耗时较短、操作简便，叠加公司联合妇幼协会建立 300 多家耳聋基因检测示范基地，我们认为产品+渠道的优势有望带来耳聋产品的持续放量。4) STD 十联检上市后将全面推广 STD 系列产品，我们认为有望成为 2020 年以后的主力品种。

从中长期来看，公司执行“核酸 99”计划、努力打造国内核酸分子诊断产品龙头企业。我们认为，此次疫情增加了国家和医疗体系对分子诊断的重视程度，推动分子诊断实验室的建设，公司长期有望明显受益。

营销改革激发销售动力、医检实验室扩大服务对象，为产品放量蓄能。我们认为公司已经通过 HPV 产品验证过其营销实力，复制原有成功路径的重点在于激发员工工作的激情。公司启动嘉陵战役、HPV 最大化战略、营销激励加强等渠道变革，我们认为有望使老产品持续贡献业绩、新产品快速放量，从而带动公司收入的整体提升。对于缺乏先进设备/专业人员、

没有基因诊断资质的医疗机构，公司通过配套 20 家特检实验室实现渗透、开拓空白市场。我们认为 ICL 空间大、增长快，公司具备 HK-MPDC 运营经验和试剂成本优势，预计医检业务未来三年收入端有望保持高速增长。

投资建议：基于公司核心业务板块分析，我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.67、0.88、1.17 元，按照 2020 年 4 月 9 日收盘价对应 2020 年 33.9 倍 PE。参考 CS 医疗器械 57 倍的市盈率（TTM，整体法，剔除负值），以及公司在 HPV 检测领域的龙头地位以及营销改革所带来的产品放量，我们认为公司估值偏低，维持“推荐”评级。

风险提示：新品研发风险、竞争日趋激烈风险、实验室业务不能尽快盈利风险、政策变化风险。

（七）智飞生物业绩预告点评：受新冠疫情影响业绩增速暂时放缓，EC 和预防性微卡有望很快获批

事件概述：公司发布 2020 年一季度业绩预告，预计 2020 年一季度归母净利润 5.03 亿元 -5.52 亿元，同比增长 0%-10%。

分析与判断

受新冠疫情影响业绩增速暂时放缓。1 季度受新冠疫情影响，物流出行和预防接种门诊都受到影响的情况下，1 季度主营业务增长有所放缓，收入实现小幅增长，归母净利润实现 0%-10% 增长。1 季度中 1 月份和 2 月份不属于接种旺季，公司代理的 HPV 疫苗国内仍处于存量需求释放期，需求旺盛，预计会在年内接下来时间恢复接种，全年销售预期不变。自主品种需求刚性，预计接下来将有很大的补充需求。全年业绩预期暂不调整。

自有产品 EC 和预防性微卡有望很快获批，自主产品线有望逐步丰富。EC 和预防性微卡有望很快获批，EC 诊断试剂和预防性微卡能够满足国内结核病大规模筛查和预防的需求，有望成为大品种。根据药智网数据，23 价肺炎三期临床结束；四价流脑多糖结合疫苗临床 II 期结束，即将开展三期临床；三代狂犬疫苗三期临床中；15 价肺炎临床一期完成，自主产品线有望逐步丰富。

投资建议：公司代理的 HPV 疫苗系列有望推动公司业绩继续保持高速增长，在研管线稳步推进，自主产品线逐步丰富，自主产品占比也有望提高，估值也有望提升。我们预计 19-21 年归母净利润 23.7 亿、34.1 亿、43.0 亿元，对应 EPS 为 1.48、2.13、2.7 元，现价对应 19-21 年 PE 为 49 倍、34 倍、27 倍。给予“推荐”评级。

风险提示：HPV 销售不及预期，研发进展不及预期，EC 和预防性微卡获批进度不及预期。

三、上周行情回顾

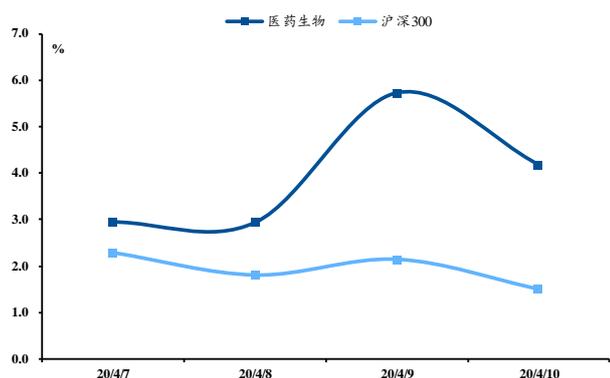
(一) 医药行业行情：跑赢指数 2.67pct，成交额显著提升

上周医药板块上涨 4.18%，跑赢沪深 300 指数 2.67 个百分点，在所有行业中涨幅排名中排名第 4 名。2020 年初以来，医药板块上涨 13.55%，跑赢沪深 300 指数 21.54pct，位列所有行业涨幅第 2 位，显示在大盘震荡过程中的刚性。

大盘受外盘影响调整，全球产业链定价能力强和内需驱动的医药细分龙头投资性价比凸显，推荐：消费+科技属性较强，内需市场拉动的血制品、医疗器械、资源品中药板块；以及全球议价能力持续提高、受益中国市场红利弹性的特色原料药、医药外包和创新药板块。

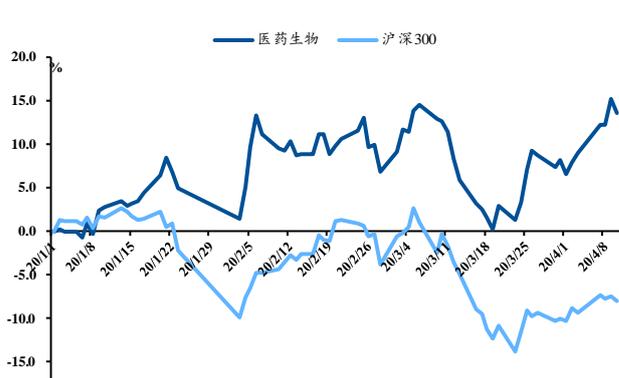
中长期，我们建议关注景气度高的细分领域表现的持续性，特别是在产业升级深化的阶段，我们在 2020 年策略报告中提到的“泛创新”板块、特色原料药板块的估值重塑、受益于基药/医保谈判等政策竞争格局较好的药品品种有望成为过渡期销售快速放量的品种、非药领域的商业模式创新性个股，我们持续推荐。

图 1：上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



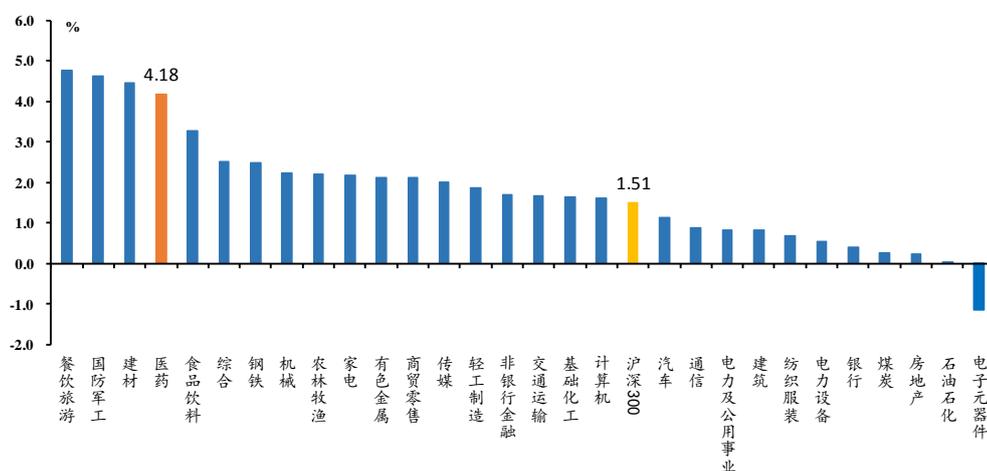
资料来源：Wind，民生证券研究院

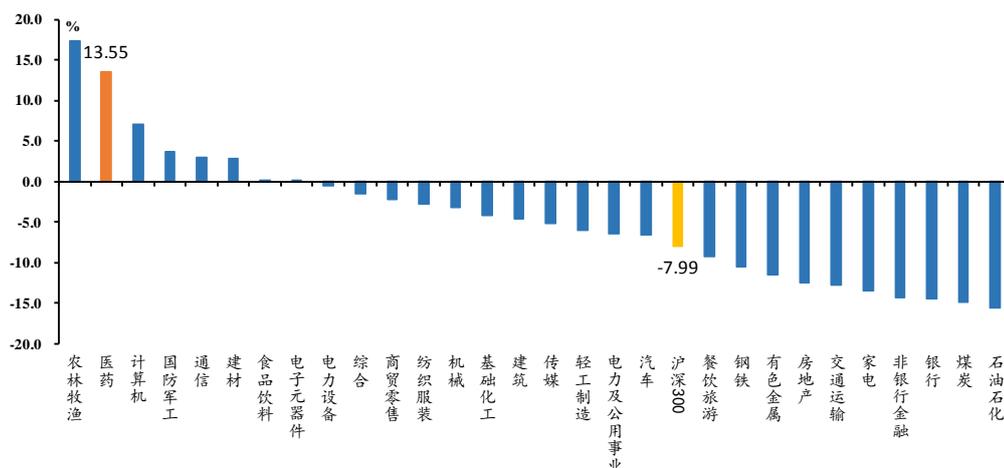
图 2：2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：上周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2020 年度涨幅）





资料来源：Wind，民生证券研究院

上周医药板块成交额显著提升。上周医药行业成交额为 3276 亿元，略有回升；成交额占市场总成交额的 12.02%，较上周显著提升。从医药板块成交额占市场总成交额的占比看，医药板块的关注度处于历史中枢偏上的位置，国内疫情相比海外处于后半场阶段，从成交量来看跟此次疫情相关的医药板块整体及其细分领域仍然是投资热点，且受市场关注度较高，我们认为基于行业的消费和技术的双重属性，医药行业中的创新板块、偏消费属性以及在全球产业链具有议价优势的细分领域值得挖掘和布局。

图 4：2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例



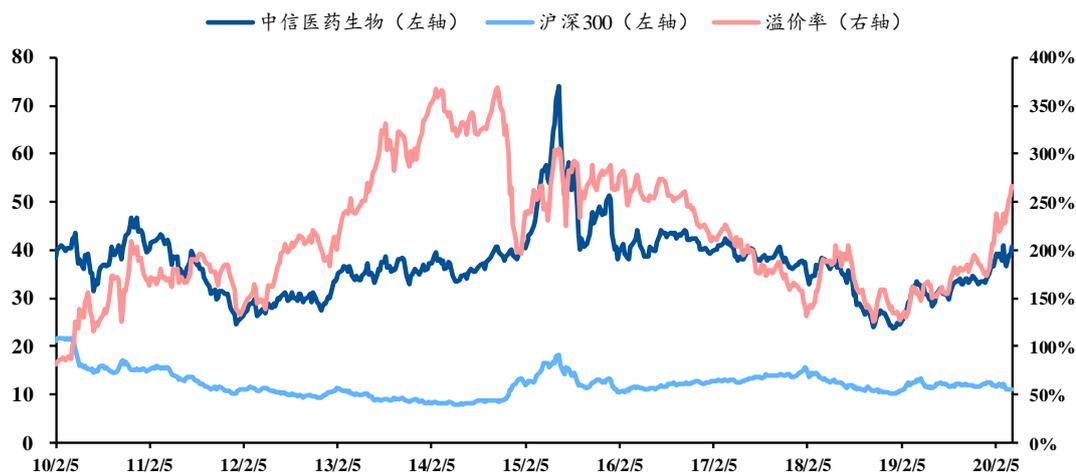
资料来源：Wind，民生证券研究院

医药板块相对沪深 300 溢价率大幅上扬。截止 2020.4.10，医药板块整体估值(历史 TTM，整体法，剔除负值)为 40.54，比上周上升 1.55，基本处于 2010 年以来的历史估值的中枢略高区间。医药行业相对沪深 300 的估值溢价率为 267%，比上周上升了 10.30 个百分点，溢价率处于近三年相对高位。

我们认为，基于过去 3-4 年医药板块政策导向产业的结构化升级，产业分化加速，从时间

维度上，医改已经进入明显的深水区，政策的影响分析不适合用历史的价格、审批、医保等方面的政策去类比，医药行业明显处于新旧动能更替的历史阶段，短期估值溢价率处于相对较低的位置，是可以理解的，我们更关注这个阶段新动能在左侧的配置价值。再次强调我们之前深度报告中提到的市场化、全球化的选股思路，建议关注创新药产业链（医药外包、创新药械）、特色原料药及非药领域商业模式的创新。

图 5：2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

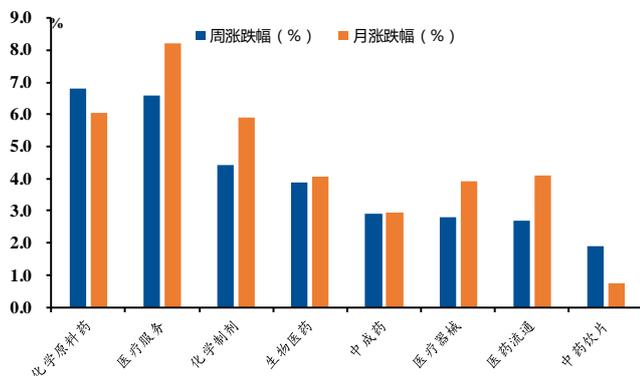
（二）医药子行业行情：特色原料药涨幅高达 11.32%

根据 wind 中信医药分类看，上周各个板块均实现了不同程度的上涨，其中化学原料药、医疗服务板块涨幅较多，分别为 6.79%、6.58%；化学制剂、生物医药、中成药、医疗器械、医药流通板块都有实现 3%-4% 的涨幅，中药饮片涨幅最小仅 1.92%。

考虑中信医药分类涉及部分公司交叉业务，根据民生医药分类情况来看，上周（2020.4.7-2020.4.10）整体呈现上涨趋势，其中特色原料药涨幅高达 11.32%，仿制药、创新药、医疗服务实现 6%-7% 的涨幅。基于近期 API 主要供应区域印度封国、WHO 清单、G20 峰会点名，投资者对于原料药板块的关注度再提升，特色原料药板块普涨，其中美诺华（+25.42%）、奥翔药业（+15.81%）和海正药业（+15.63%）涨幅较高。我们认为板块未来 5 年持续高景气，核心逻辑并非价格周期、产能转移周期，我们认为核心逻辑是：从制造业的本质看 ROE 持续提升，强调我们提出的“前向一体化”和“洼地红利”主逻辑。

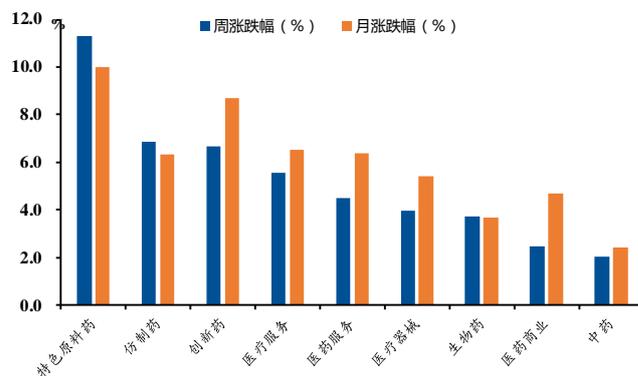
我们认为，医药板块进入年报季报催化窗口期，受业绩披露带来短期行情，我们推荐关注“枢纽性”和内需驱动型板块，枢纽性领域包括内需进口替代、对外体现全球竞争力的细分领域（创新药、中高端医疗设备、特色原料药、医药外包等）、内需驱动型（血制品、疫苗等生物制品）板块的投资机会。

图 6：上周医药子板块涨跌幅（中信）



资料来源：Wind，民生证券研究院

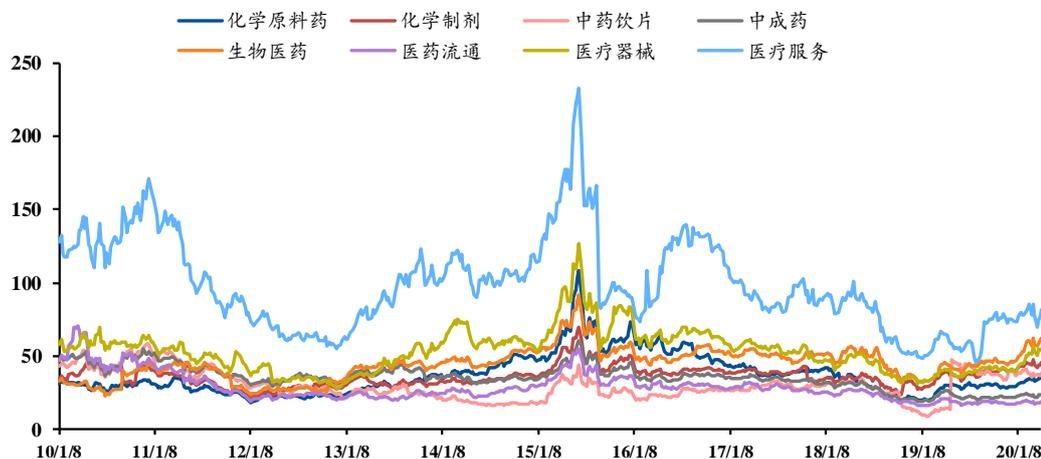
图 7：上周医药子板块涨跌幅（民生医药）



资料来源：Wind，民生证券研究院 备注：以上民生医药重点公司汇总

市盈率方面，**医疗服务、生物医药和医疗器械**板块居于前三位，分别为 81 倍、63 倍、55 倍。我们认为这也显示了当下集采逐步扩面背景下，投资者风险规避的配置思路，导致非药板块较高的估值溢价，同时和相关个股（眼科、口腔、骨科等细分领域）较好的战略拓展节奏有关，在目前资金驱动的行市下，估值波动的风险成为潜在最大的风险，也建议投资者提高自下而上的配置低估值、有增量产品（变化）支撑的标的，做仓位平衡配置，沿产业趋势优选标的，长期持有。

图 8：2010 年以来医药子行业估值变化情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

四、风险提示

行业政策变动；核心产品降价超预期；研发进展不及预期。

插图目录

图 1: 上周医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	14
图 2: 2020 年以来医药板块（中信分类）和沪深 300 走势	14
图 3: 上周各大行业涨跌幅（上：本周涨幅；下：2020 年度涨幅）	14
图 4: 2015 年以来医药行业成交额及其占 A 股市场总成交额比例	15
图 5: 2010 年以来医药行业估值及估值溢价率变化情况	16
图 6: 上周医药子板块涨跌幅（中信）	17
图 7: 上周医药子板块涨跌幅（民生医药）	17
图 8: 2010 年以来医药子行业估值变化情况	17

分析师与研究助理简介

孙建，博士，研究院院长助理，医药行业首席分析师，毕业于北京大学医学部生药学专业，7年医药行行业研究从业经验，2019年1月加入民生证券。

谭紫媚，研究助理，中南大学学士，英国布里斯托大学硕士，1年医药行研从业经验，2019年5月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。