

## A股 CRO 核心企业年报小结

——医药生物



## 投资摘要:

## 市场回顾:

本周(2020.04.06-2020.04.10)收盘,上证指数、深证成指、创业板指周涨幅分别为1.18%、1.86%、2.27%,申万医药生物指数周涨幅为4.12%,为28个申万一级行业涨幅第4位。本周医药生物板块股票涨幅前五名依次为景峰医药(42.78%)、人福医药(27.74%)、美诺华(25.42%)、未名医药(24.33%)、盘龙药业(22.75%);跌幅前五名依次为尚荣医疗(-7.92%)、新诺威(-7.61%)、奥佳华(-7.55%)、博腾股份(-7.37%)、振德医疗(-7.08%)。

## 核心板块阶段性小结:A股 CRO 核心企业年报小结

截至2020年4月12日,除泰格医药以外,我国CRO领域的最头部公司组已陆续发布2019年年报。相关数据显示:1)2019年我国CRO领域维持较高增速,毛利率保持稳健,净利润率稳步提升,回款良好,现金流良好,2019年上市公司为样本的企业总经营性净现金流/总扣非净利润之值更高达145%,显示出产品与服务供不应求的特征;2)我国CRO领域2019年继续维持“一超多强”的稳定格局,药明系企业和其他几个企业市占率不仅相对稳定,更长期保持相对稳定。这可能在暗示,非最强的头部公司似乎有稳定的、难以被最强头部公司侵蚀的利基市场,这种现象在一定程度上是违背强者恒强、赢者通吃的商业领域的一般规律的,也是我们后续研究CRO必须弄清楚的重点;3)我国A股CRO代表性企业中除昭衍新药主要业务在国内以外,大陆以外的国家和地区已成为凯莱英、康龙化成、泰格医药、药明康德重要甚至最主要的营收来源;4)投资收益在长期视角有望成为CRO企业重要的稳定收益来源。

## 其他行业与市场重点事件:

1、海外疫情分化显著。当前疫情震中美国日新增确诊数量增势已放缓;欧洲疫情重灾区西班牙、意大利及核心经济体法国、德国日新增确诊数已呈现下行趋势,但采用群体免疫的英国、瑞典则仍处于明显的上行通道。以伊朗、伊拉克为代表的中亚地区日新增确诊数延续下行趋势,东亚国家韩国疫情防控成效亦很显著,但让人意外的是东亚国家日本和新加坡本周日新增确诊病例呈现非常显著的上行趋势。对全球疫情防控至关重要的印度日新增确诊数则进入爆炸式增长,俄罗斯疫情同样处于快速发展阶段。

2、3月社融增量5.15万亿,比上年同期多2.19万亿,大超市场此前预期。

3、本周其他行业重点事件:①研究证明羟基氯喹治疗COVID-19无效;②沙丁胺醇吸入器首个仿制产品获批上市;③2020年制药业创新和发明指数罗氏、AZ分列榜首,我国仅恒瑞医药上榜。

## 投资策略:

当前,在医药超级大白马中,正在大力推动国际化、海外业务占比高的CRO头部公司是典型的被疫情拖累的企业,后续有可能迎来性价比非常好的长期买点,值得密切关注。这些标的既包括医药超级大白马药明康德、泰格医药,亦包括临床前CRO领域的第二名康龙化成和重要公司凯莱英。

## 风险提示:

1)海外疫情扩散带来的难以预判的宏观风险;2)A股医药板块整体估值高企,当前时点投资风险收益比不佳;3)市场情绪处于热情高涨的状态,市场情绪注定会发生,只是无法预期将在具体哪个时点发生。

评级 中性(调低)

2020年04月13日

曹旭特 分析师  
SAC执业证书编号: S1660519040001  
刘晨辰 联系人  
liuchenchen@shgsec.com

## 行业基本资料

股票家数	320
行业平均市盈率	38.41
市场平均市盈率	16.37

## 行业表现走势图



资料来源:申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《医药生物行业研究周报:海外疫情蔓延速度加快》2020-03-29
- 2、《医药生物行业研究周报:关注医药超级大白马的建仓良机》2020-03-22
- 3、《医药生物行业研究周报:海外疫情全面爆发 系统性风险或难避免》2020-03-15

## 内容目录

1. 核心板块阶段性小结：A股 CRO 核心企业年报小结.....	4
2. 本周医药板块行情回顾.....	8
2.1 本周医药板块行情回顾.....	8
2.2 医药板块行情所处的历史位置.....	9
3. 其他行业与市场重点事件.....	10
3.1 海外疫情分化显著.....	10
3.2 3月社融大超预期.....	16
3.3 本周其他重点行业事件.....	18
4. 投资策略.....	19
5. 风险提示.....	19

## 图表目录

图 1：我国二级市场 CRO 领域代表性公司组和组整体的营收保持较快增长.....	4
图 2：我国二级市场 CRO 领域代表性公司组和组整体的 销售商品与提供劳务收到的现金/营业收入.....	4
图 3：我国二级市场 CRO 领域代表性公司组和组整体的 经营性净现金流/扣非净利润.....	4
图 4：我国二级市场 CRO 领域代表性公司组和组整体的毛利率变动趋势.....	5
图 5：我国二级市场 CRO 领域代表性公司组和组整体的扣非净利率变动趋势.....	5
图 6：我国资本市场上 CRO 头部公司的历年相对份额变动趋势.....	5
图 7：药明系公司和非药明系公司的历年相对份额变动趋势.....	5
图 8：我国 A 股已上市 CRO 企业海外业务占比.....	6
图 9：我国 A 股代表性 CRO 公司的 投资收益/净利润 趋势.....	7
图 10：申万一级行业本周涨跌幅对比.....	8
图 11：申万一级行业 2020 年以来涨跌幅对比.....	8
图 12：医药板块本周涨幅前五个股.....	9
图 13：医药板块本周跌幅前五个股.....	9
图 14：申万医药生物指数和中证医药指数 10 年来历史估值水平回顾(PE-TTM, 前复权).....	9
图 15：海外疫情最新数据.....	10
图 16：累计确诊病例 - USA.....	11
图 17：日新确诊病例 - USA.....	11
图 18：累计确诊病例 - Spain.....	12
图 19：日新确诊病例 - Spain.....	12
图 20：累计确诊病例 - Italy.....	12
图 21：日新确诊病例 - Italy.....	12
图 22：累计确诊病例 - France.....	12
图 23：日新确诊病例 - France.....	12
图 24：累计确诊病例 - Germany.....	12
图 25：日新确诊病例 - Germany.....	12
图 26：累计确诊病例 - UK.....	13
图 27：日新确诊病例 - UK.....	13
图 28：累计确诊病例 -Sweden.....	13
图 29：日新确诊病例 -Sweden.....	13
图 30：累计确诊病例 - Brazil.....	13

图 31: 日新确诊病例 - Brazil .....	13
图 32: 累计确诊病例 - India .....	14
图 33: 日新确诊病例 - India .....	14
图 34: 累计确诊病例 - Singapore .....	14
图 35: 日新确诊病例 - Singapore .....	14
图 36: 累计确诊病例 - Japan .....	14
图 37: 日新确诊病例 - Japan .....	14
图 38: 累计确诊病例 - South Korea.....	15
图 39: 日新确诊病例 - South Korea.....	15
图 40: 累计确诊病例 - Iran .....	15
图 41: 日新确诊病例 - Iran .....	15
图 42: 累计确诊病例 - Iraq .....	15
图 43: 日新确诊病例 - Iraq .....	15
图 44: 累计确诊病例 - Russia .....	16
图 45: 日新确诊病例 - Russia .....	16
图 46: IDEA Pharma 第十届年度“制药业创新指数”榜单 .....	18

未找到目录项。

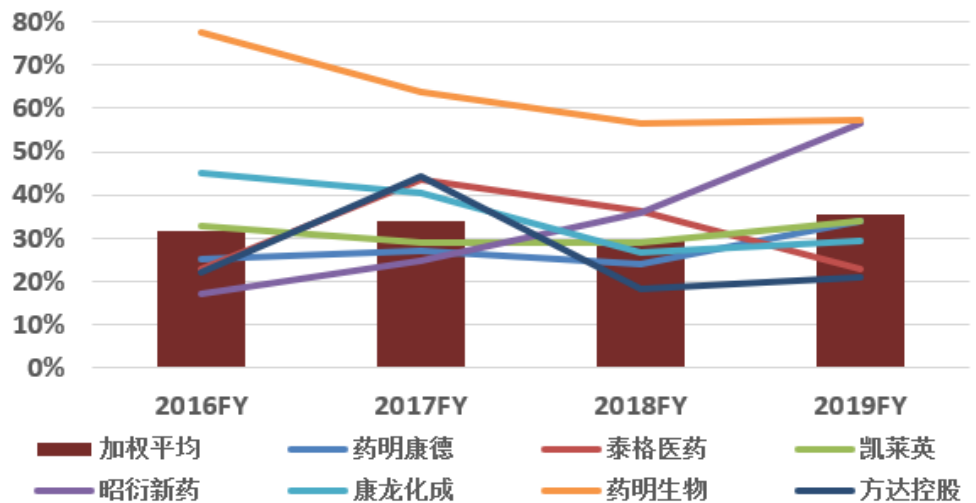
## 1. 核心板块阶段性小结：A股 CRO 核心企业年报小结

在上周周报中我们已经提及，CRO 领域受一季度国内疫情、二季度海外疫情影响，今年一季度和上半年业绩有被砸出坑的可能性。但考虑到在行业天花板高、头部效应显著的领域，高壁垒、履历端正的行业最头部公司在长期视角下拥有极强确定性，因而头部 CRO 企业如业绩确实被疫情显著拖累，且随后股价又被业绩显著拖累，CRO 头部企业即可能迎来高性价比的买入机会。

截至 2020 年 4 月 12 日，除泰格医药以外，我国 CRO 领域的最头部公司组已陆续发布 2019 年年报。在国内，2018 年带量采购政策实施前，固体制剂一致性评价和创新药快速发展带动了国内 CRO 行业需求的快速增加；2018 年带量采购政策出台后，仿制药利润大幅压缩，药企不得不大幅砍掉一致性评价项目。向创新药转型，导致 2019 年，国内 CRO 服务需求主要由创新药研发服务需求的快速增长带动。

从行业整体看，2019 年我国 CRO 领域维持较高增速，毛利率保持稳健，净利润率稳步提升，回款良好，现金流良好。特别，Frost&Sullivan 数据显示 2014-2018 年全球药物研发投入复合增长率为 5.3%，而我国二级市场 CRO 领域代表公司组的应收总和同比增速远高于该数值；而 2019 年以上市公司为样本的企业总经营性净现金流/总扣非净利润之值更高于 100%且达 145%，这种净现金流特征出现在一个快速扩张的领域，通常是产品与服务供不应求的典型特征。

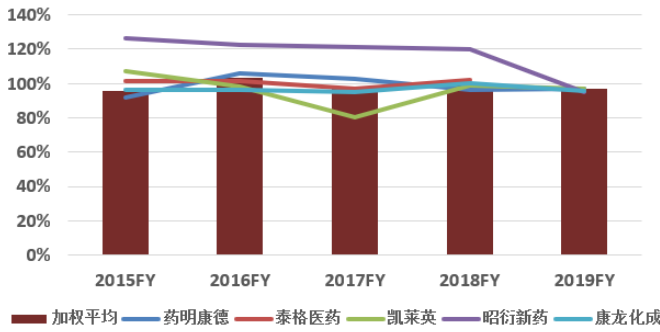
图1：我国二级市场 CRO 领域代表性公司组和组整体的营收保持较快增长



资料来源：根据 wind 信息整理

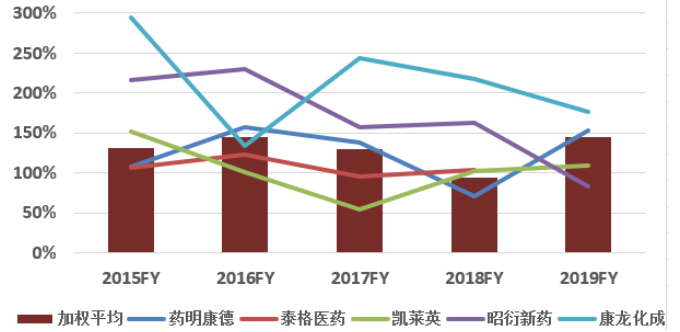
图2：我国二级市场 CRO 领域代表性公司组和组整体的 销售商品与提供劳务收到的现金/营业收入

图3：我国二级市场 CRO 领域代表性公司组和组整体的 经营性净现金流/扣非净利润



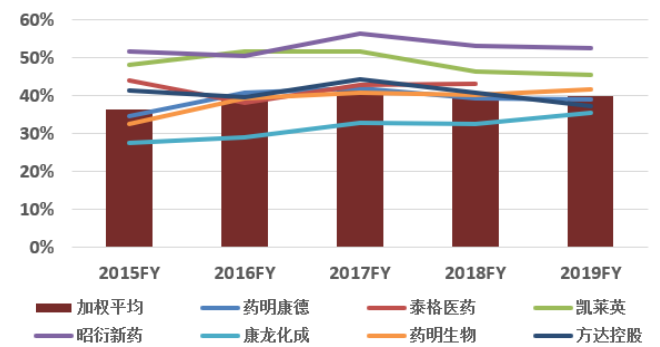
资料来源: 根据wind信息整理

图4: 我国二级市场CRO领域代表性公司组和组整体的毛利率变动趋势



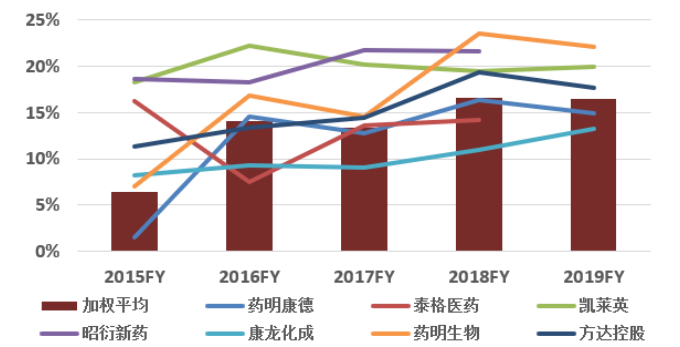
资料来源: 根据wind信息整理

图5: 我国二级市场CRO领域代表性公司组和组整体的扣非净利率变动趋势



资料来源: 根据wind信息整理

图6: 我国资本市场上CRO头部公司的历年相对份额变动趋势



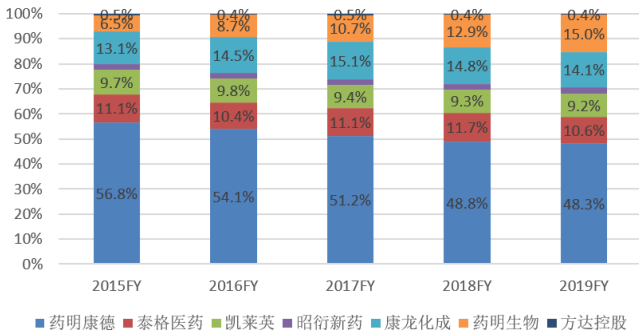
资料来源: 根据wind信息整理

图7: 药明系公司和非药明系公司的历年相对份额变动趋势

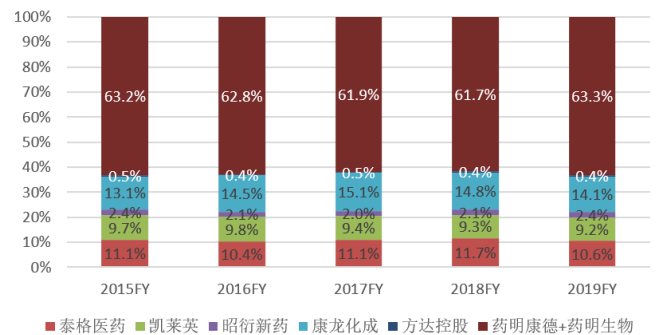
从行业格局看, 营收数据显示, 我国CRO领域2019年继续维持“一超多强”的稳定格局(一超: 药明康德; 多强: 泰格医药、康龙化成、昭衍新药、凯莱英、药明生物、方达控股), 药明康德在业内依然保持绝对强势地位, 其他企业有药明康德的差距非常显著, 因而药明康德自身可被视为我国CRO领域资本市场中的第一梯队; 泰格医药、康龙化成、药明生物、凯莱英可被视为第二梯队, 昭衍新药和方达控股则为第三梯队。

虽药明康德在这几个公司营收总和中所占份额呈现逐年下降趋势, 但考虑到市场份额逐年提升的药明生物与药明康德本系同源, 且药明康德在A股上市前就已为药明生物在港股的上市专门做了业务布局的适度调整, 我们在此将二者市占率加总, 即能发现药明系企业和其他几个企业市占率**不仅相对稳定, 更长期保持相对稳定**。这可能在暗示, 虽最强头部公司优势显著以至于份额难以被其他非头部公司蚕食(这在一个头部效应显著的领域是很容易理解的, CRO显然具备这种头部效应), **但非最强的头部公司同样有似乎是稳定的、难以被最强头部公司侵蚀的利基市场, 这种现象在一定程度上是违背强者恒强、赢者通吃的商业领域的一般规律的**。究竟是何种原因导致出现这种现象, 是壁垒, 是本质上差异较大细分方向, 还是因市场整体高增长的期间企业间本身没有兴趣、更没有必要正面火拼才导致大家能和睦地齐头并进、各自发展、各自都在高兴地赚钱, 将成为我们后续研究必须弄清楚的因素。





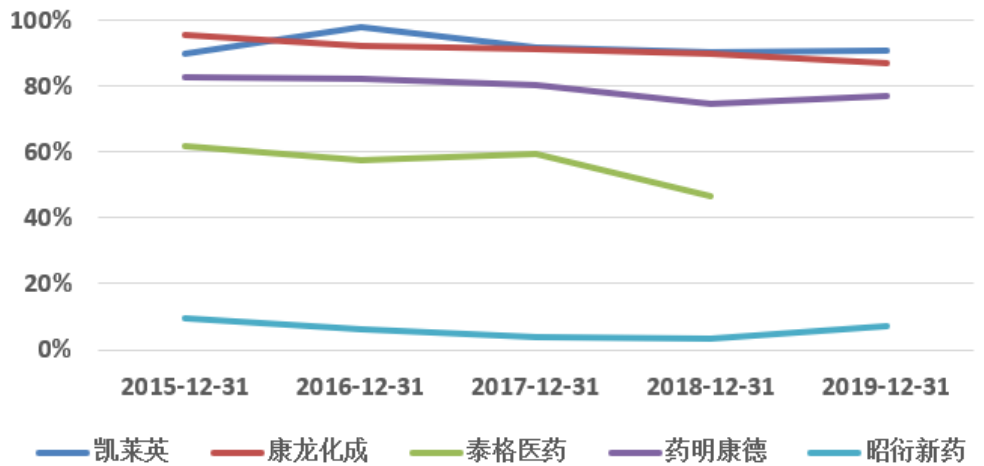
资料来源：根据 wind 数据整理



资料来源：根据 wind 数据整理

除业务本身增长情况和营收质量以外，我国已上市 CRO 企业的海外拓展同样值得关注。数据显示，我国 A 股 CRO 代表性企业中除昭衍新药主要业务在国内以外，大陆以外的国家和地区已成为凯莱英、康龙化成、泰格医药、药明康德重要甚至最主要的营收来源。

图8：我国 A 股已上市 CRO 企业海外业务占比



资料来源：根据 wind 数据整理

这些公司的 2019 年年报显示（未发布 2019 年年报的泰格医药为 2018 年年报）：

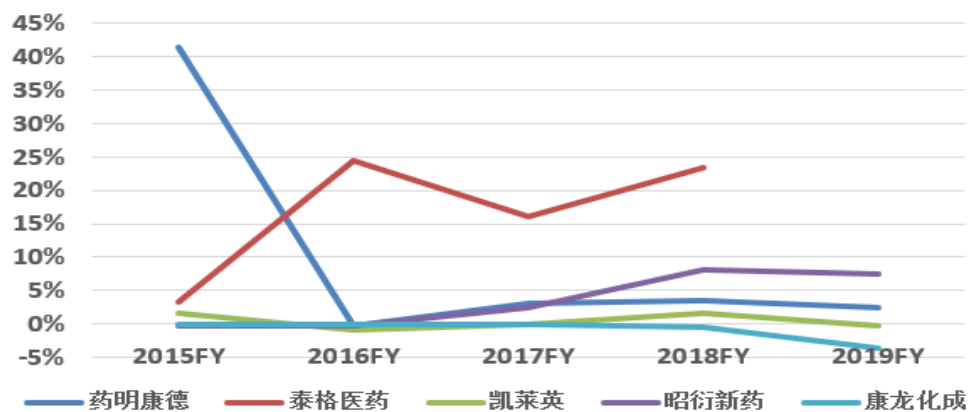
- ◆ **药明康德**是我国 CRO 领域（侧重临床前和 CDMO）当之无愧的绝对龙头，壁垒深厚。公司在全球医药研发行业有着公认的优秀声誉，所形成的服务数据在国内外医药圈具备极高认可度和公信力。2019 年，公司已可通过全球 29 个运营基地和分支机构，为来自全球 30 多个国家的超过 3,900 家客户提供服务。2019 年，公司新增客户超过 1,200 家，合计为来自全球 30 多个国家的超过 3,900 家客户提供服务，覆盖所有全球前 20 大制药企业，**全球前 20 大制药企业占公司整体收入比重约 32.5%**。
- ◆ **泰格医药**则是我国临床 CRO 领域的最头部公司。公司正在积极开拓国外生物技术企业在中国、亚洲、欧洲的国际多中心临床试验合作，目前已参加多项国际多中心临床试验项目，如为肝癌、非小细胞肺癌等项目提供中国大陆、韩国、中国台湾、新加坡等多中心临床试验。公司已在亚太、东欧、美国等地区搭建服务网络，同时设立海外事业部，加快拓展欧洲、美国业务，并在 2018 年已新增东欧

子公司加速落实公司在欧洲的网络布局，为公司开展国际多中心临床试验业务作积极准备。

- ◆ **康龙化成**则是我国临床前 CRO 领域的第二龙头，拥有庞大、多元化及忠诚的客户群，为超过 1000 家客户提供服务，**包括全球前二十大医药公司及众多声誉良好的生物科技公司**。2019 年公司作为国内医药及生物技术公司共完成 29 个研究性新药的临床试验申报，其中多国（中国、美国和欧洲）同时申报的项目 21 个，占比 **72.4%**。
- ◆ **凯莱英**作为一家全球领先 CRO/CDMO 一站式综合服务商，与辉瑞、默沙东、百时美施贵宝、艾伯维、礼来等全球制药巨头长期保持深度合作。质量管理体系方面，公司及旗下子公司多次顺利通过美国 FDA、中国 NMPA、澳大利亚 TGA 和韩国 MFDS 的 GMP 现场审查，还经受了行业内标准最为严格的欧美大型跨国制药企业的审查。凭借多年形成的软硬件壁垒和持续优异的服务业绩记录，与欧美大型制药公司逐渐建立了信任关系，成为**国内唯一一家覆盖美国前五大制药公司从临床到商业化 CDMO 服务的公司**。而公司依靠服务欧美大型制药公司过程中建起的品牌效应和经验积累，也在着力拓宽中小型制药公司、生物技术公司客户，提高服务市场的广度。

此外，考虑到我国 CRO 头部企业已成为生物医药产业投资的重要推手，且这些企业即便与最头部的 VCPE 相比，CRO 企业业务更让 CRO 企业得以在较早阶段即有能力接触到我国早期的、尚未闯出名气的创新药企业，其中不乏优秀的种子级 VCPE 创新药标的；加之这些 CRO 企业在业务上和优秀的种子级创新项目能产生高度协同，**这让 CRO 公司（特别，如药明康德、泰格医药）在产业投资时拥有“近水楼台先得月”的突出优势，且这种优势让专业投资机构极为眼热却又无可奈何**。考虑到不论在国内还是国外，初创型企业都是医药领域创新的主导力量，这让投资收益未来有望成为我国顶尖 CRO 企业长期视角下不容忽视的稳定业绩来源（对泰格医药而言，已经成为重要的业绩来源）。

图9：我国 A 股代表性 CRO 公司的 投资收益/净利润 趋势



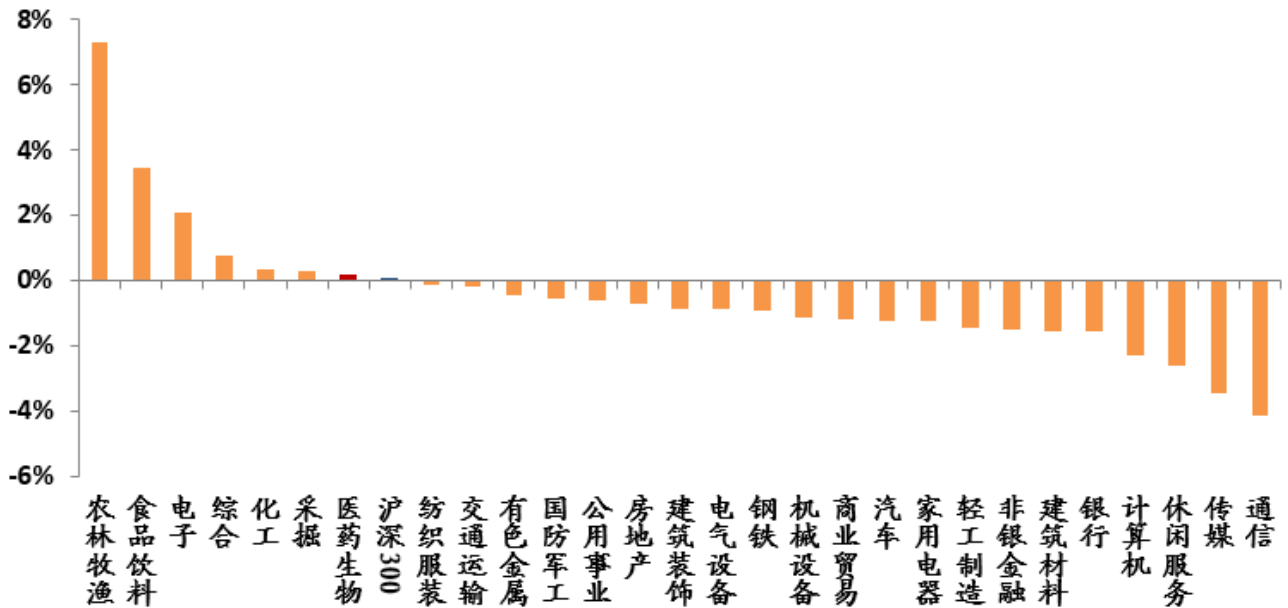
资料来源：申港证券研究所

## 2. 本周医药板块行情回顾

### 2.1 本周医药板块行情回顾

本周（2020.04.06-2020.04.10）收盘，上证指数、深证成指、创业板指周涨幅分别为 1.18%、1.86%、2.27%，申万医药生物指数周涨幅为 4.12%，为 28 个申万一级行业涨幅第 4 位。

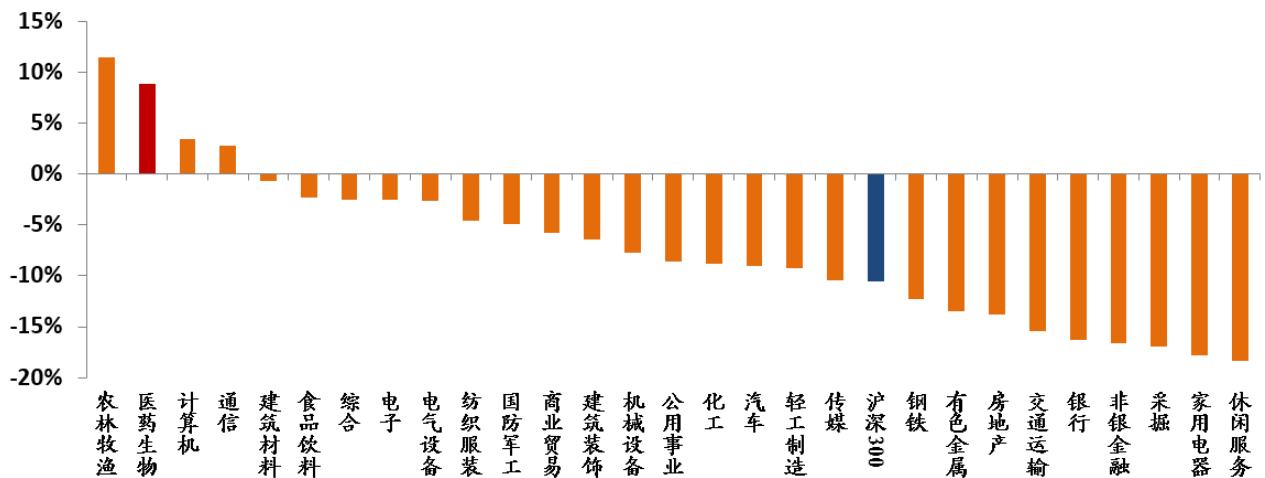
图10：申万一级行业本周涨跌幅对比



资料来源：wind & 申港证券研究所

2020 年以来，上证综指、深证成指、创业板指、申万医药生物指数分别为-10.41%、-4.97%、4.03%、8.87%，申万生物医药指数在申万一级行业涨幅排名第 2 位。

图11：申万一级行业 2020 年以来涨跌幅对比



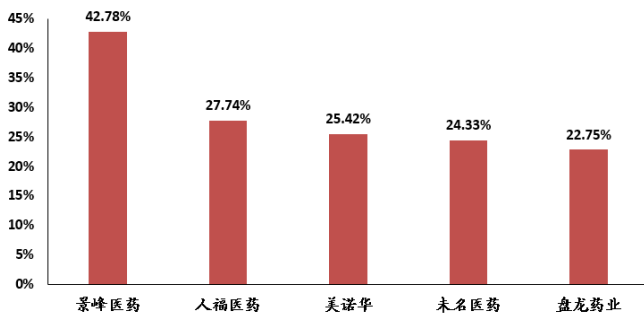
资料来源：wind, 申港证券研究所

本周医药生物板块股票涨幅前五名依次为景峰医药(42.78%)、人福医药(27.74%)、美诺华(25.42%)、未名医药(24.33%)、盘龙药业(22.75%); 跌幅前五名依次



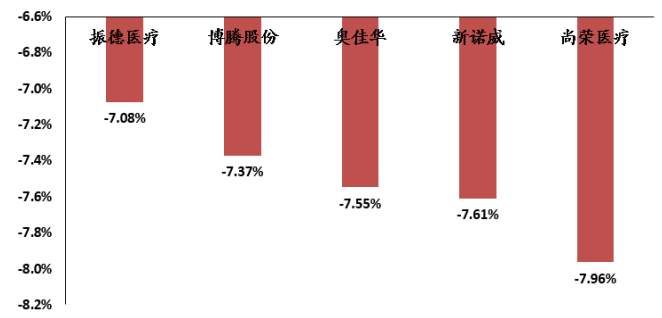
为尚荣医疗(-7.92%)、新诺威(-7.61%)、奥佳华(-7.55%)、博腾股份(-7.37%)、振德医疗(-7.08%)。

图12: 医药板块本周涨幅前五个股



资料来源: 申港证券研究所

图13: 医药板块本周跌幅前五个股



资料来源: 申港证券研究所

## 2.2 医药板块行情所处的历史位置

从估值情况(板块情绪)看,申万医药生物指数的PE-TTM(前复权)为40.4倍,为近10年前**17.8%**;中证医药指数当前PE-TTM(前复权)为43.9倍,为10年中前**3.8%**,处于历史高位。

图14: 申万医药生物指数和中证医药指数10年来历史估值水平回顾(PE-TTM, 前复权)





资料来源：wind，申港证券研究所。申万医药生物指数样本股池为中证全指成分股，而中证医药指数样本股池为全体沪深A股，因而客观而言，中证医药指数相比申万医药生物指数更能反映A股全部医药股的情况。

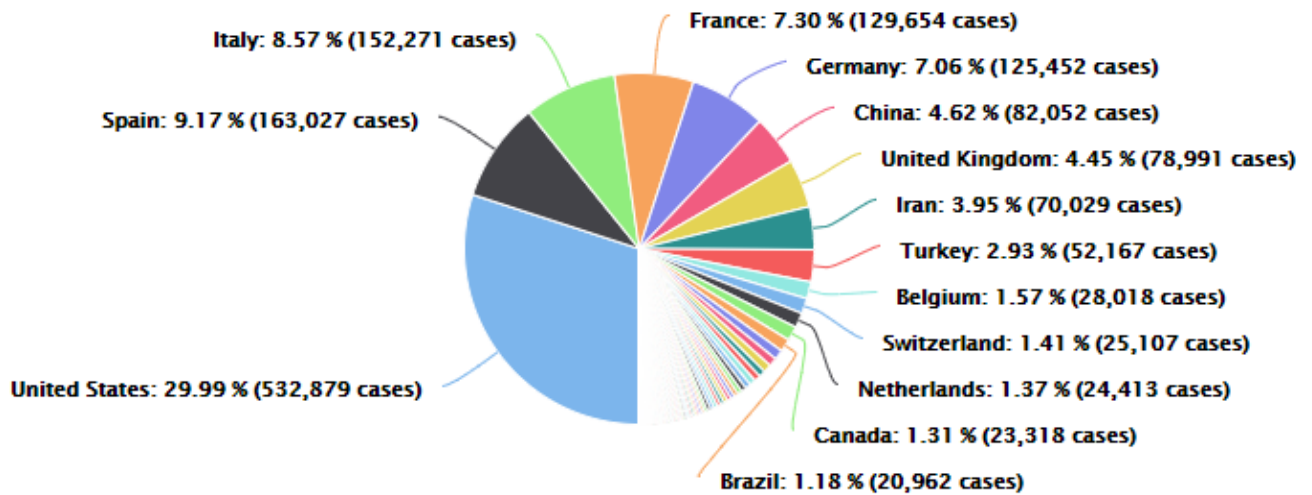
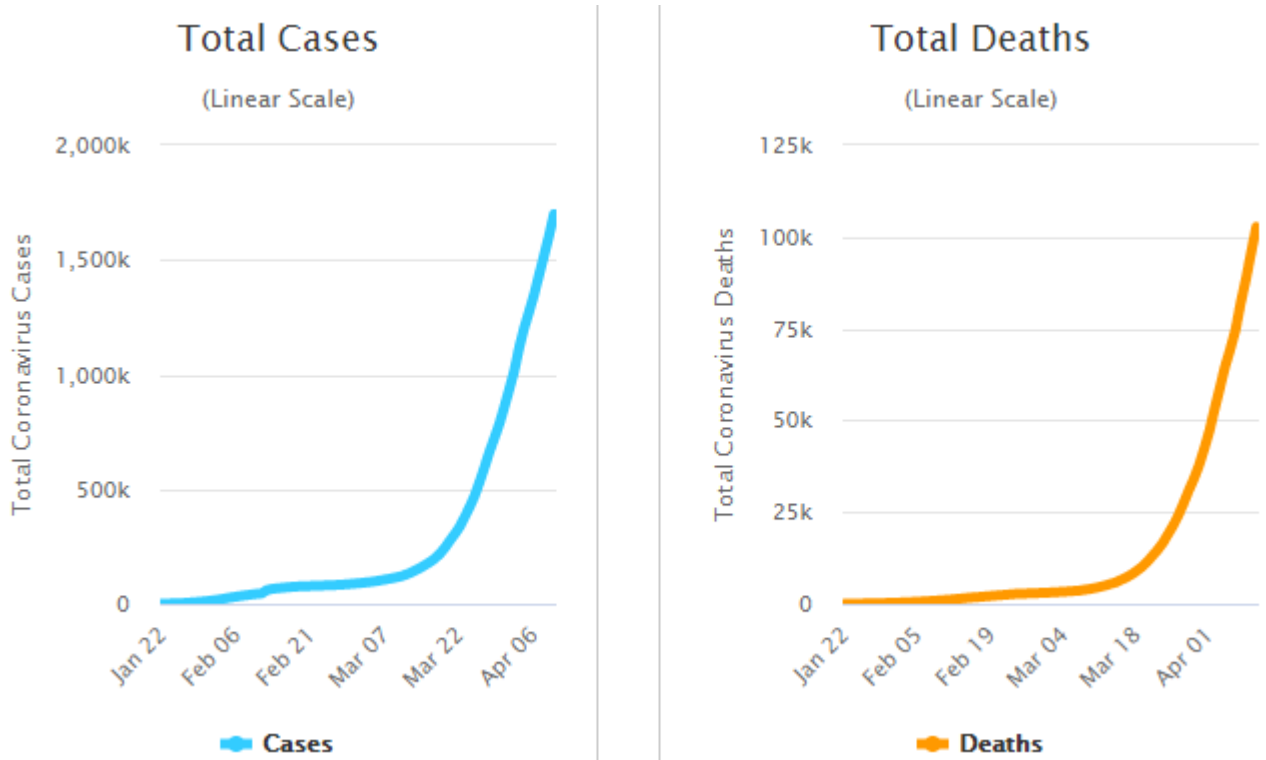
### 3. 其他行业与市场重点事件

#### 3.1 海外疫情分化显著

虽全球累计确诊人数还在快速增长，但从日新增确诊人数看，当前的震中美国日新增确诊数量增势已放缓；欧洲疫情重灾区核心国家西班牙、意大利以及核心经济体法国、德国日新增确诊数已呈现下行趋势，但采用群体免疫的英国、瑞典则仍处于明显的上行通道。以伊朗、伊拉克为代表的中亚地区日新增确诊数继续延续下行趋势，同时东亚国家韩国疫情防控成效非常显著，但让人意外的是东亚国家日本和新加坡本周每日新增确诊病例数呈现非常显著的上行趋势。同时，对全球疫情防控至关重要的印度日新增确诊数则进入爆炸式增长。俄罗斯疫情同样处于快速发展阶段。

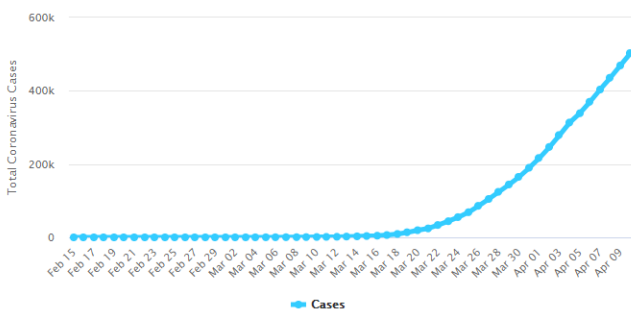
具体数据如下——

图15：海外疫情最新数据



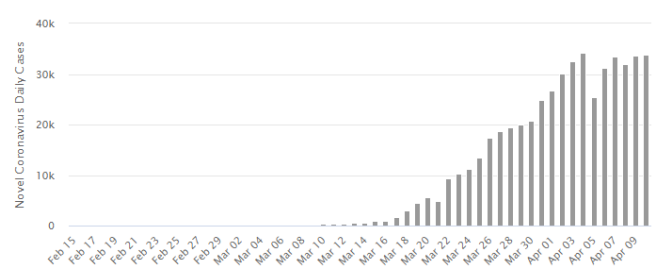
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图16: 累计确诊病例 - USA



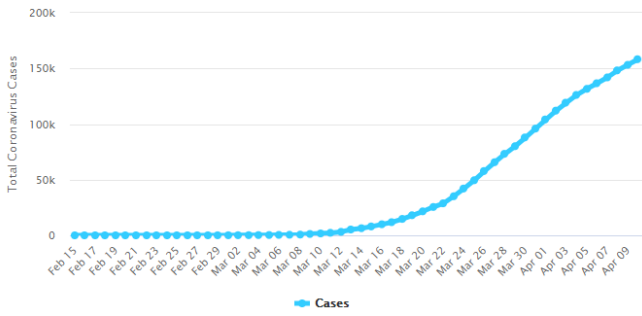
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图17: 日新确诊病例 - USA



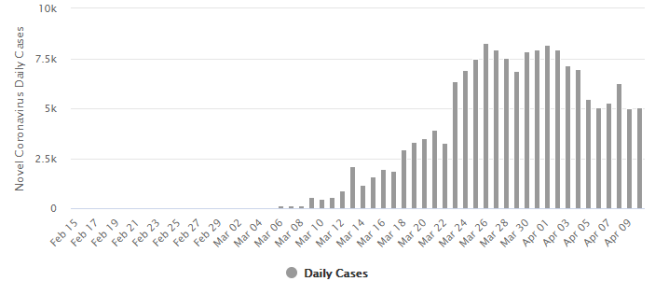
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图18: 累计确诊病例 - Spain



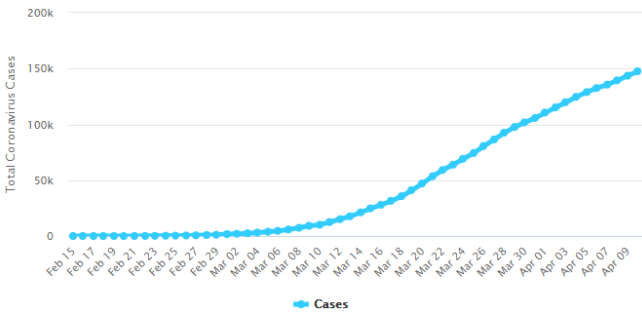
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图19: 日新确诊病例 - Spain



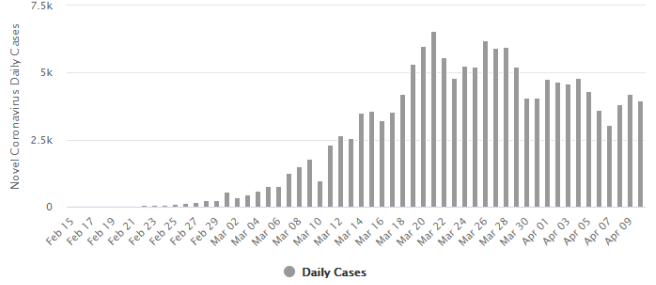
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图20: 累计确诊病例 - Italy



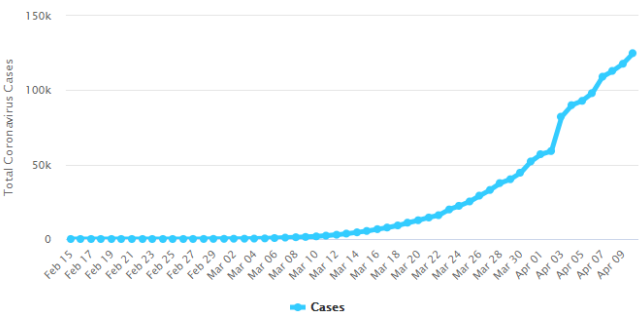
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图21: 日新确诊病例 - Italy



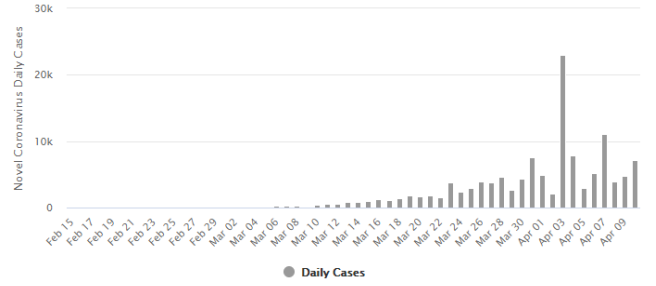
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图22: 累计确诊病例 - France



资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图23: 日新确诊病例 - France



资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图24: 累计确诊病例 - Germany

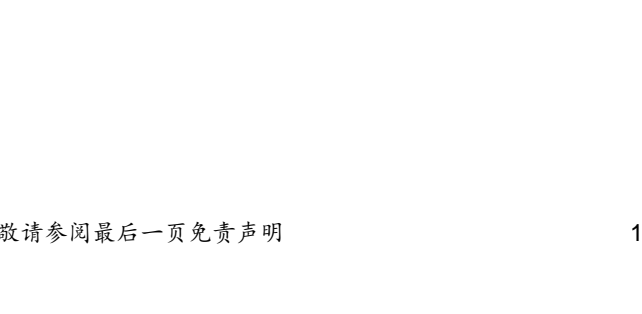
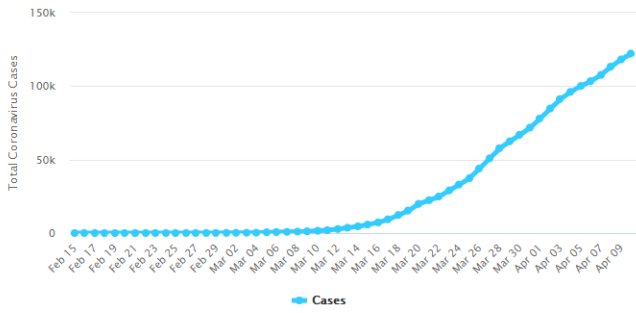
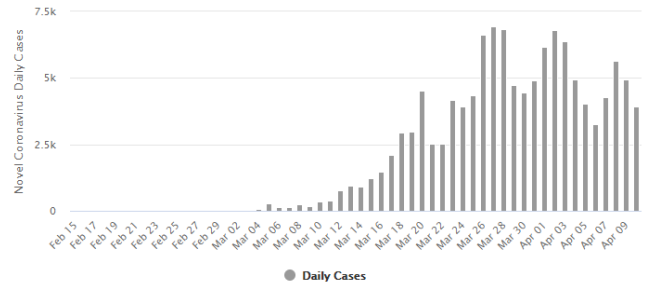


图25: 日新确诊病例 - Germany



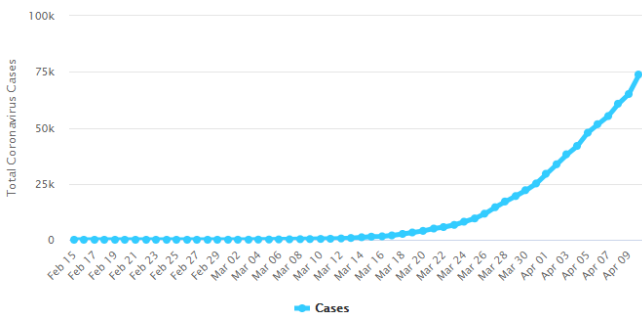


资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00



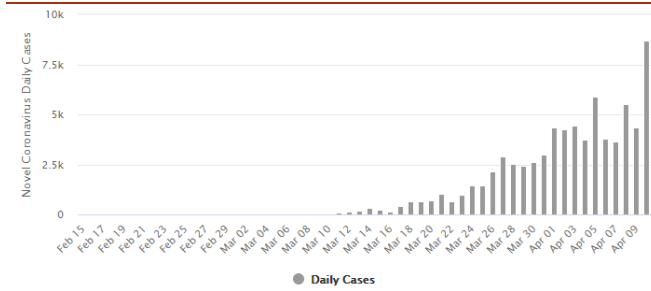
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

**图26: 累计确诊病例 - UK**



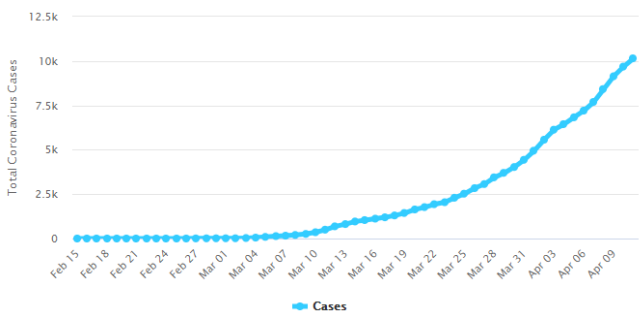
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

**图27: 日新确诊病例 - UK**



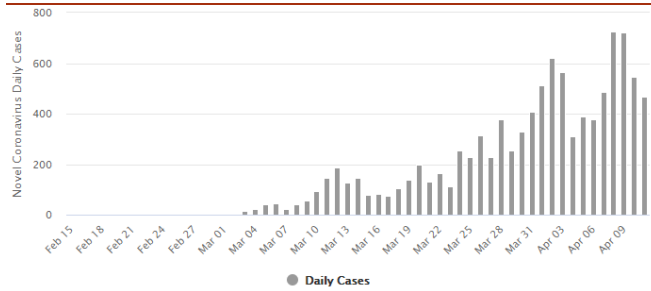
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

**图28: 累计确诊病例 -Sweden**



资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

**图29: 日新确诊病例 -Sweden**

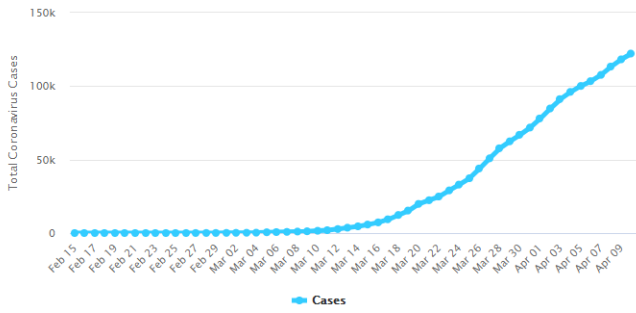


资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

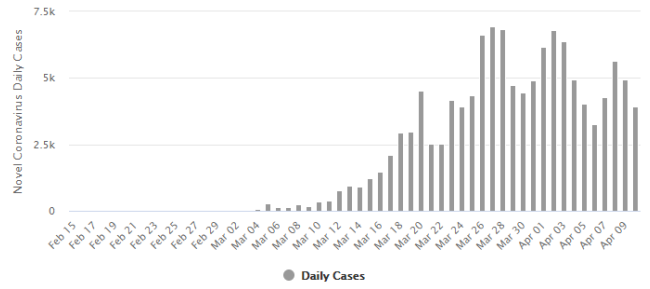
**图30: 累计确诊病例 - Brazil**

**图31: 日新确诊病例 - Brazil**



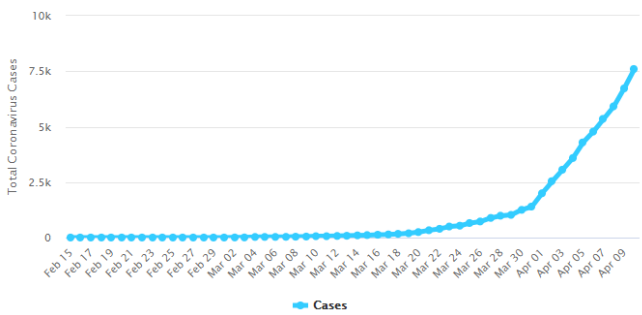


资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00



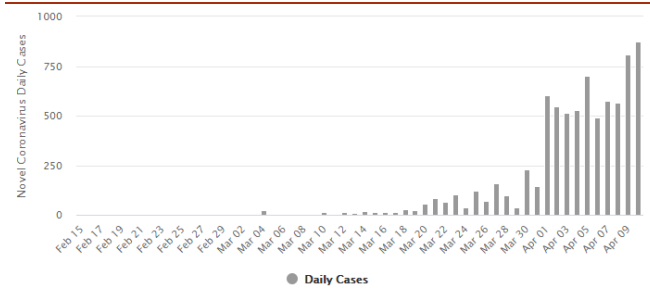
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

**图32: 累计确诊病例 - India**



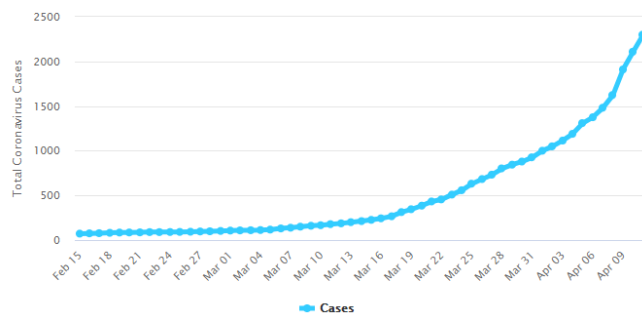
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

**图33: 日新确诊病例 - India**



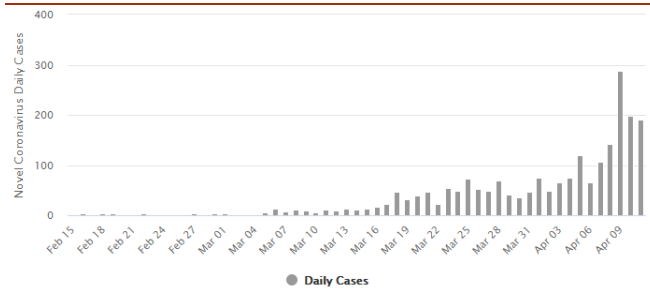
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

**图34: 累计确诊病例 - Singapore**



资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

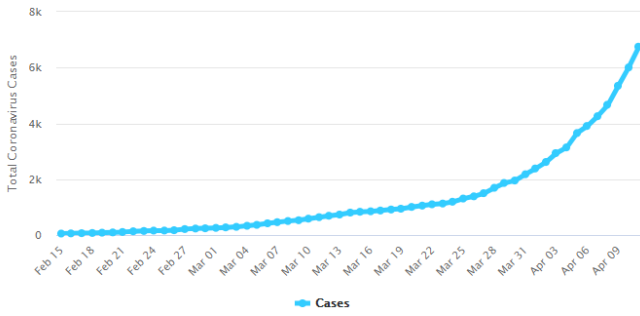
**图35: 日新确诊病例 - Singapore**



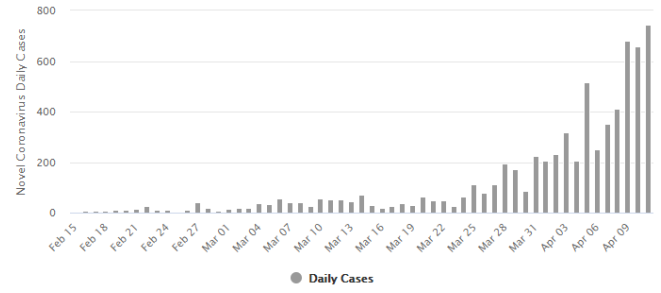
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

**图36: 累计确诊病例 - Japan**

**图37: 日新确诊病例 - Japan**

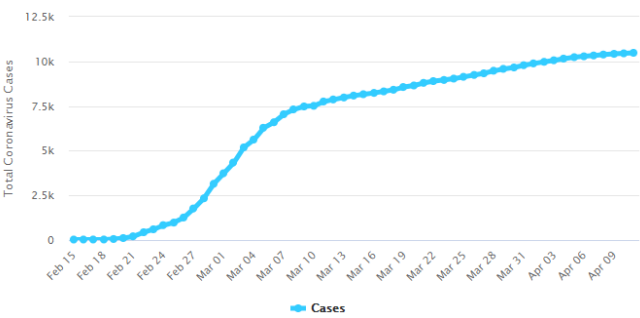


资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00



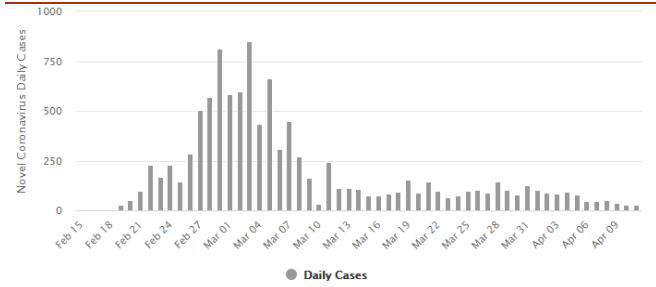
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图38: 累计确诊病例 - South Korea



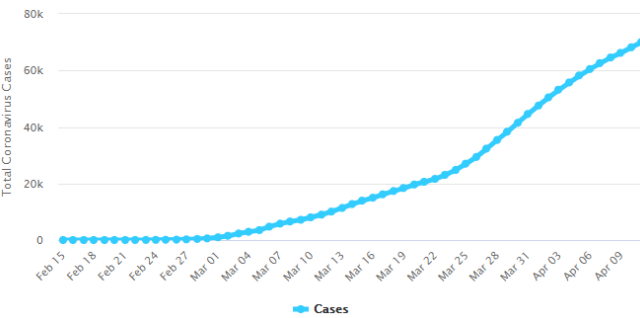
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图39: 日新确诊病例 - South Korea



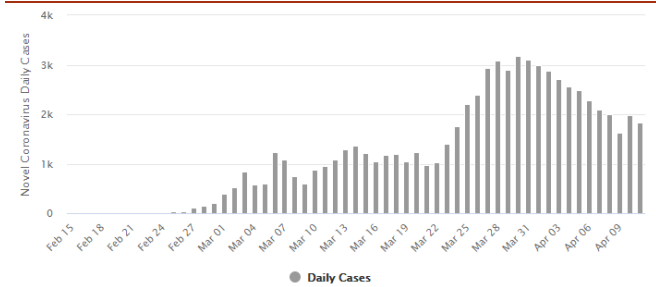
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图40: 累计确诊病例 - Iran



资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图41: 日新确诊病例 - Iran



资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图42: 累计确诊病例 - Iraq

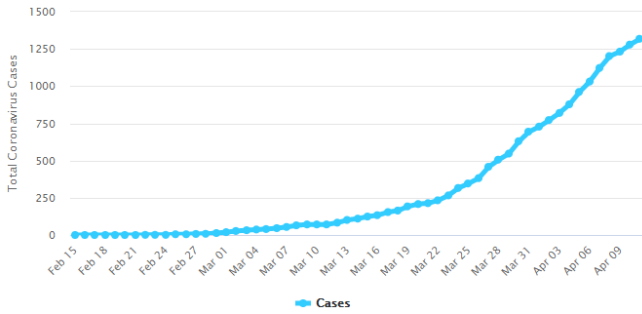


资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

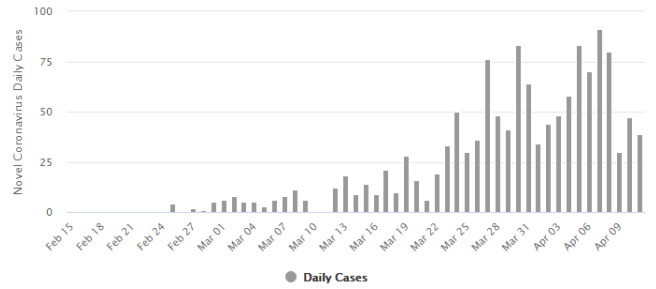
图43: 日新确诊病例 - Iraq



资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

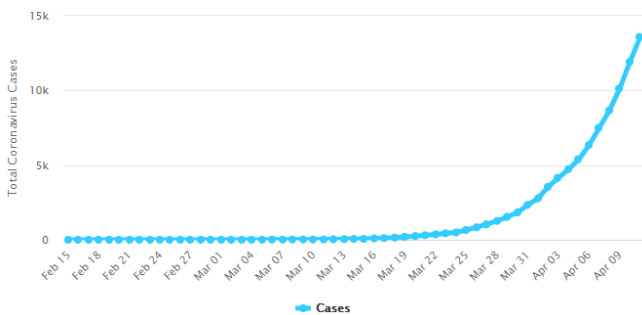


资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00



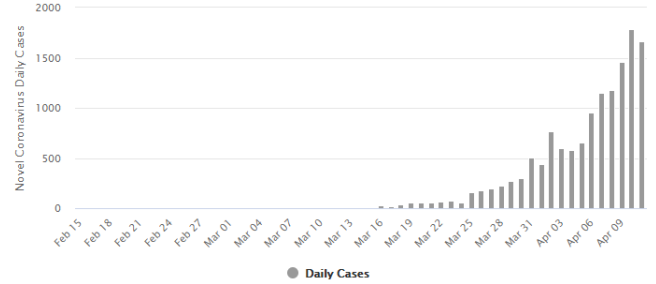
资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图44: 累计确诊病例 - Russia



资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

图45: 日新确诊病例 - Russia



资料来源: worldometers.info, 截至 2020 年 4 月 12 日 00:00

### 3.2 3月社融大超预期

4月10日,备受关注的二季度金融数据和社融数据发布。其中,3月社融增量5.15万亿元,比上年同期多2.19万亿元,大超市场预期。在央行召开的新闻发布会中,相关部门负责人就近期市场关注的一季度新增信贷社融高增长、存款基准利率调整、包商银行改革重组等热点话题一一作出回应。展望二季度信贷需求,央行调查统计司司长阮健弘表示,从目前掌握的信贷需求情况看,随着疫情减缓和企业复工复产节奏的加快,资金需求得到足够恢复,3月已有显现,企业签发的银行承兑汇票明显恢复。同时,随着疫情防控措施的逐步放宽,个人消费贷款和住房贷款需求也会逐步释放。此外,随着重大投资项目的逐步开工,相应贷款也会增长。统计调查显示,二季度贷款需求预期指数比一季度高出17.1个百分点。

阮健弘表示,M2增速上升比较多,说明货币政策有效支持了疫情防控和经济发展。一季度是经济增长受疫情影响的承压期,经济下行压力较大。但同期,在政策引导下,银行信贷投放较多,推动M2增速大幅回升,全社会流动性持续保持在合理充裕状态。从M2构成看,存款是主体。数据显示,一季度存款增长8.07万亿元,同比多增1.76万亿元。其中,住户和非金融企业部门的存款增加较多,这两个是实体经济的主力部门。其原因有两方面:一是货币政策有效支持金融机构增强存款派生能力,实体经济存款明显增加;二是财政政策加大支持力度,财政存款向实体经济转移。

数据显示,一季度,住户部门存款新增6.47万亿元,同比多增4012亿元;非金融企业存款增加1.86万亿元,同比多增1.53万亿元,为复工复产顺利推进储备好资

金；财政存款减少 3143 亿元，同比多减少 4795 亿元。从狭义货币（M1）增速回升态势看，阮健弘表示，当前流动性合理充裕，3 月末超储率 2.1%，同比上升 0.8 个百分点；货币乘数 6.55，处于较高水平。

今年来，市场对于降低存款基准利率有很高呼声，尤其是最新公布的居民消费价格指数（CPI）增速出现下降势头，给人们看到了存款基准利率“降息”的希望。但央行货币政策司司长孙国峰对这一问题回应称，存款基准利率是我国利率体系的“压舱石”，对于维护存款市场正常秩序、防止非理性竞争起到重要作用，因此要长期保留。尽管存款基准利率多年来没有调整，但不代表银行未调整存款执行利率。从银行存款实际挂牌的利率水平看，各个期限的定期存款利率并没有一浮到顶，大多数是上浮 30% 左右。甚至有部分银行的存款执行利率已有所下调，所以要相信市场的力量。

孙国峰还指出，央行引导市场利率有序下降，目前货币市场基金等类存款产品的利率已出现下行，市场利率与存款利率正在实现两轨并一轨。孙国峰强调，贷款利率并轨实施后，目前贷款利率市场化水平明显提高。随着银行贷款利率的下行，为保持资产负债收益的匹配，银行也会逐步降低负债成本。贷款创造存款，在贷款利率市场化改革的背景下，贷款利率的下行会影响银行负债端成本的变化，银行提高存款利率的动力会相应减弱，说明贷款利率市场化改革对于存款利率市场化会起到重要的推动作用。“至于市场谈论的同业负债占比的监管政策是否该调整，这是微观层面的问题。”孙国峰称，“随着贷款利率市场化改革的推进，存款利率市场化程度也会提升，这是自然的过程。”

央行办公厅主任周学东补充道，目前没有看到关于调整同业负债占比的监管政策要求，过去存在的一大金融隐患就是银行同业负债占比过高，但经过近年的治理整顿已有所下降，大大降低了系统性金融风险。长远看，同业负债占比的监管要求不会取消。

中小银行风险一直是市场关注的话题，央行金融稳定局副局长黄晓龙在会上就甘肃银行、包商银行相关问题作出回应。黄晓龙表示，中小银行运行整体稳定、风险可控，目前全国有 4000 多家中小银行，央行都已进行密切监测。从评级结果看，高风险金融机构数量在下降，风险逐渐收敛，一些高风险金融机构规模小、历史负担重，但风险也可控。

黄晓龙还强调存款保险的运用和宣传。他表示，存款人的信心是央行关注的重要问题，央行一直重视存款人利益的保障。不过，在一些偏远的、金融生态环境比较脆弱的地区，会因为一些谣言引发猜测，公众对存款保险制度不够了解。“我们要做的就是增加公众对存款保险制度的认知，只要解释清楚了，恐慌情绪就消失了”。

对于近日甘肃银行出现的股价暴跌，黄晓龙表示，这源于主要股东的股票质押被强行平仓，与银行经营无关。对甘肃银行的改革重组，省政府也高度重视，有关方面也都积极推进，很快就会有进展。

在谈及包商银行的最新改革重组进展时，黄晓龙表示，当前包商银行改革重组按计划平稳有序推进，拟设立一家新银行，名叫蒙商银行，来收购承接原包商银行在内蒙古区域内的全部资产负债、业务和人员。目前银保监会已核准蒙商银行的筹建申请，很快会召开蒙商银行创立大会，经批准后就会开业运营。蒙商银行的定位是城

市商业银行，承接内蒙古自治区内的业务，立足扎根当地，依法稳健经营。

### 3.3 本周其他重点行业事件

#### ①研究证明羟基氯喹治疗 COVID-19 无效

近日，美国 FDA 批准使用两种抗疟药--羟基氯喹和一种相关药物--氯喹，用于紧急情况下治疗 COVID-19。这些药片被特朗普总统吹捧为 COVID-19 的“游戏规则改变者”。

然而，最近发表在法国医学杂志上的一项研究提供了新的证据，表明羟基氯喹似乎并不能帮助免疫系统清除体内的冠状病毒。在这项研究之前，法国和中国分别有两项研究报告了羟基氯喹和阿奇霉素联合使用对没有严重症状的 COVID-19 患者的疗效。

已经有其他临床研究表明，它对 COVID-19 以及其他几种病毒无效。更重要的是，它会产生危险的副作用，还会给人们带来错误的希望。后者导致了羟基氯喹的普遍短缺，而其他病人需要羟基氯喹来治疗疟疾、狼疮和风湿性关节炎，而这些都是羟基氯喹最初被批准用于治疗的适应症。

#### ②沙丁胺醇吸入器首个仿制产品获批上市

4月8日，美国 FDA 批准了 Proventil HFA (albuterol sulfate, 硫酸沙丁胺醇) 计量吸入器 (每次吸入剂量为 90mcg) 的首个仿制产品，用于治疗或预防 4 岁及以上可逆性阻塞性气道疾病患者的支气管痉挛，以及在该年龄段预防运动引起的支气管痉挛。该仿制产品来自印度制药公司 Cipla Limited。

沙丁胺醇是一种短效的  $\beta_2$  肾上腺素能受体激动剂，可引起气道平滑肌松弛，因此作为一种打开肺部中气道和大气道的药物，用于治疗哮喘，包括哮喘发作、运动引起的支气管收缩和慢性阻塞性肺疾病。沙丁胺醇通常与吸入器或雾化器一起使用，起效通常在 15 分钟内，持续 2 到 6 个小时。但也能够以丸剂、液体和静脉内溶液的形式使用。

沙丁胺醇通常被认为是哮喘患者的“救命药”。但在 COVID-19 大流行形势下，由新冠病毒引起的发烧、咳嗽和呼吸困难等患者也需要沙丁胺醇吸入器的帮助。

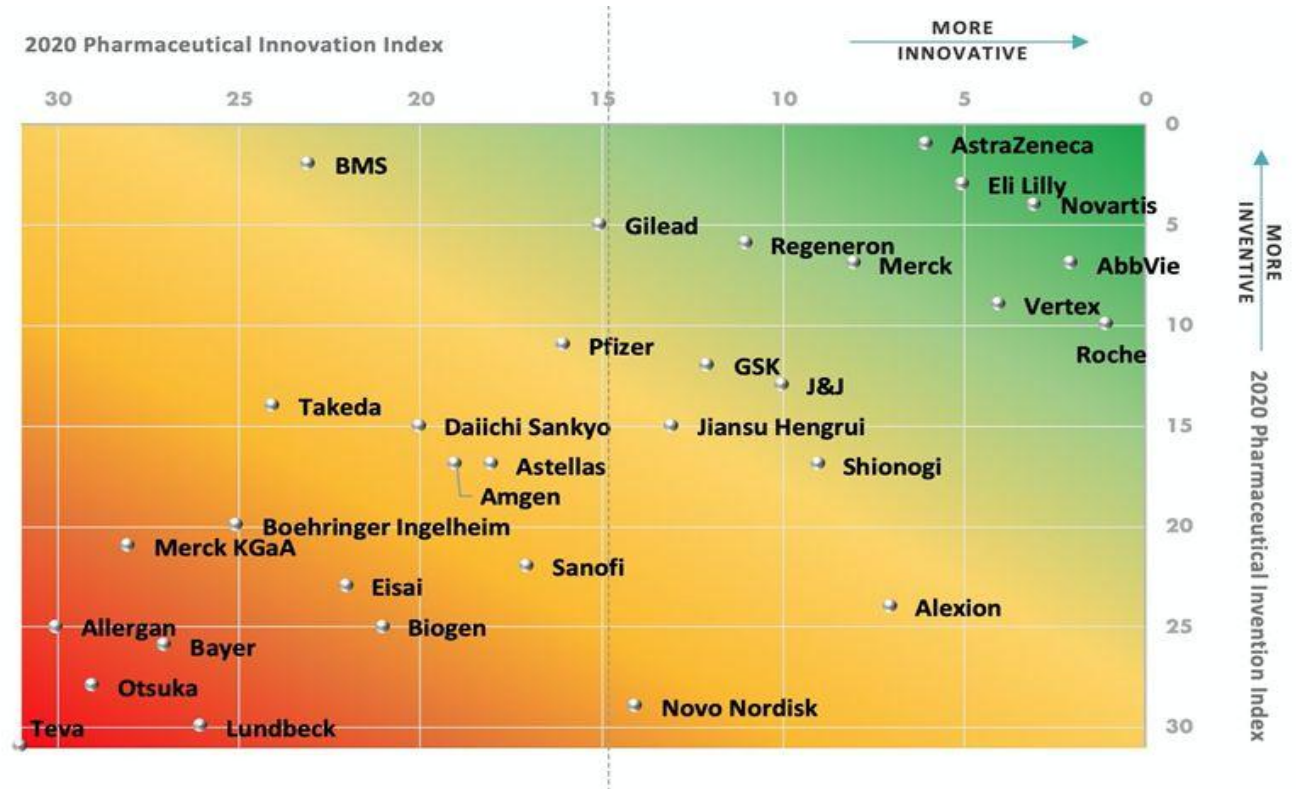
#### ③2020 年制药业创新和发明指数罗氏、AZ 分列榜首，我国仅恒瑞医药上榜

日前，IDEA Pharma 发布了第十届年度“制药业创新指数”榜单，罗氏首次荣登该指数榜首。同时，还发布了制药行业最佳研发管线的第二届“制药业发明指数”排名，阿斯利康的在研管线保持了行业第一的位置。

中国仅有一家药企——恒瑞医药上榜，且为首次上榜，在“制药业创新指数”排名第 13 位，位于 GSK 之后；在“制药业发明指数”排名第 15 位，与第一三共并列。

图46: IDEA Pharma 第十届年度“制药业创新指数”榜单





资料来源：生物谷

#### 4. 投资策略

医药超级大白马因长期逻辑稳定、壁垒深厚、成长的确定性高，绝大多数时间往往估值高企，也只有在股灾或行业性黑天鹅的冲击下，才能以最佳性价比入手。当前，在医药超级大白马中，正在大力推动国际化、海外业务占比高的 CRO 头部公司是典型的将被海外疫情波及的标的，后续有可能迎来性价比非常好的长期买点，值得密切关注。这些标的既包括医药超级大白马药明康德（海外收入比重 77.0%）、泰格医药（海外收入比重 46.3%），亦包括临床前 CRO 领域的第二名康龙化成（海外收入比重 86.7%），以及重要标的凯莱英。

此外，假如后续以美国为代表的国家如福西博士所言，疫情在今年都难以被有效控制，得益于我国疫情已被有效管控，主要依赖于企业自身的实验室等硬件条件（非医院等公共设施）开展的临床前 CRO 以及 CDMO 等订单则有从海外 CRO 企业流向我国的可能。毕竟当前，资本市场对医疗领域投资热情不减，催生的手握技术、但缺乏硬件设施和完善研发团队的中小企业越来越多，它们作为依赖 CRO 企业加速研发的群体，投资人因套现等诉求，在研发进度上通常对它们有较紧迫的要求，让这些企业即便有疫情黑天鹅在，往往也难以因此延后研发进程。这种情况下，紧急寻找有条件的企业加速研发就成为不得已而为之的选择。

#### 5. 风险提示

1) 海外疫情扩散带来的难以预判的宏观风险。

2) A 股医药板块整体估值高企，当前时点投资长期风险收益比不佳。市场情绪处

于热情高涨的状态，市场情绪注定会发生，只是无法预期将在具体哪个时点发生。

### 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

### 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上