

# 证券研究报告——医药生物5月投资策略&财报总结

## 继续紧握龙头，重视IVD需求弹性

2020-05-16

证券分析师：谢长雁 0755-82133263 xiecy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517100003  
证券分析师：陈益凌 021-60933167 chenyingling@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519010002  
证券分析师：朱寒青 0755-81981837 zhuhanning@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519070002  
联系人：陈曦炳 chenxibing@guosen.com.cn  
联系人：李虹达 lihongda@guosen.com.cn

# 报告摘要

## ■ 受疫情影响2020Q1全板块营收利润双下滑，上市公司中疫情相关企业一枝独秀

2020Q1医药制造业营收下滑8.9%，利润总额下滑15.7%，而A股上市医药公司营收整体下滑3%，净利润下滑12%，上市公司继续好于行业整体。分板块来看，医疗器械中的IVD以及疫情相关的移动DR、呼吸机、监护仪等相关公司取得较好增长。但全行业其他领域整体营收端影响仍然估计在15-20%左右。预计Q2海外疫情蔓延对有相关产品出口的企业形成利好。

## ■ 年报体现长期趋势，医药板块内部景气度延续分化趋势

2019年年报行业整体营收增长13%，净利润增长1%，行业分化符合市场预期。我们对年报中行业及公司的景气情况根据ROE、成长性、自由现金流等指标进行了梳理，当前创新药、CRO、疫苗、血制品、医疗器械和服务、医药零售等部分领域等均处于高景气度。新冠疫情冲击之下，虽然部分领域如医疗服务受到短期冲击，考虑到国内疫情冲击恢复有序进行，且在宏观预期利率长期向下，具备稳健自由现金流的景气板块潜在延续估值提升行情。

## ■ 海外疫情、国内复工筛查等潜在因素助力新冠疫情相关IVD需求

海外疫情累计感染人数已经达到（5月15日）454万例，累计死亡人数超过30万例。远远超过Q1国内的8w例感染数量，这将带来Q2出口产品相关的需求爆发式增长。国内武汉已经开始全面筛查无症状感染者，未来若其他地区在复工过程中分层次筛查，也将大幅提高检测服务和产品的需求，在Q2预计国内需求也具有增加的可能。

■ **风险提示：**仿制药注射剂一致性评价带来注射剂降价预期、医保受收入端影响控费加强，传递至医药板块的影响超预期。

## ■ 投资建议：紧握龙头，兼顾疫情受益IVD板块

当前医药板块的走强主要源于长期逻辑好、企业自由现金流优秀、利率降低长期趋势下确定性成长高景气领域估值具有提升空间。年报与一季报继续验证了此前市场对创新产业链、消费属性产业链两条主线的龙头看好的预期。5月组合推荐：恒瑞医药、迈瑞医疗、迈克生物、凯普生物、鱼跃医疗、贝瑞基因、中国生物制药、三生制药、中国中药。

# 医药宏观2020Q1：医保支出稳定，工业有所下滑

- 生产端：2020年2月以来，受到新冠疫情的影响，全社会集中精力应对疫情，制造业整体停产，医药制造业同样受到影响，但部分疫情相关产品则出现超常规增长。整体而言行业规模以上企业利润下滑约16%。
- 支付端：医保支付终端中的职工医保部分保持稳定增长，但居民医保支付有小幅下滑。考虑到新冠疫情中医保的充分保障，其他非疫情相关慢病领域受到冲击。预计4月后逐渐好转。
- 社零数据：4月单月的社零总额28178亿（-7.5%），其中中西药品433亿（+8.6%），相比3月已经大幅改善，医药受冲击的慢病等将有所好转。

表：2020年Q1医药产业受疫情影响较大

类别	指标	累计金额（亿元）	累计同比（%）
	工业增加值(M1-4)	/	0.0%
医药制造业（2020年Q1）	营业收入	5018.7	-8.9%
	利润总额	614.1	-15.7%
社会零售总额（2020M1-4）	总计	106758	-16.2%
	限额以上中西药品类	1644	4.3
消费与收入（2020Q1月）	人均可支配收入	8561元	0.8%
	人均消费支出	5082元	-8.2%
	人均医疗保健支出	417元	-10.2%
医保（2020Q1年）	职工医保支出	2551.11	6.7%
	居民医保支出	1584.00	-2.5%

资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

# 投资组合：继续紧握龙头，重视IVD需求弹性

■ **投资建议：**海外疫情发酵，IVD检测面临重大需求机遇，建议重点关注。

**A股建议配置海外疫情对相关IVD板块企业的需求机遇。**疫情蔓延是本轮医药板块热点继续发酵的催化剂，由于海外疫情仍处于蔓延期，疫情相关需求爆发式增长，因此我们重点推荐和疫情相关的IVD检验行业和治疗器械：迈瑞医疗、迈克生物、凯普生物、鱼跃医疗、贝瑞基因。头部龙头企业恒瑞医药创新品种持续兑现，AACR、ASCO同样临床进展值得关注。

**港股方面：**头部龙头前期随海外资金流出，当前价值凸显。推荐中国生物制药（恩替卡韦预计2020年下滑可控，2021年之后新品上市速度加快推动业绩重新进入高增长）、三生制药（子公司三生国健拟于科创板上市，自体免疫领域随着大品种进入医保有望实现渗透率提升）、中国中药（资本投入构建强大壁垒，中药领域最佳细分赛道龙头地位进一步加强）。

表：国信医药5月医药生物A+H投资组合

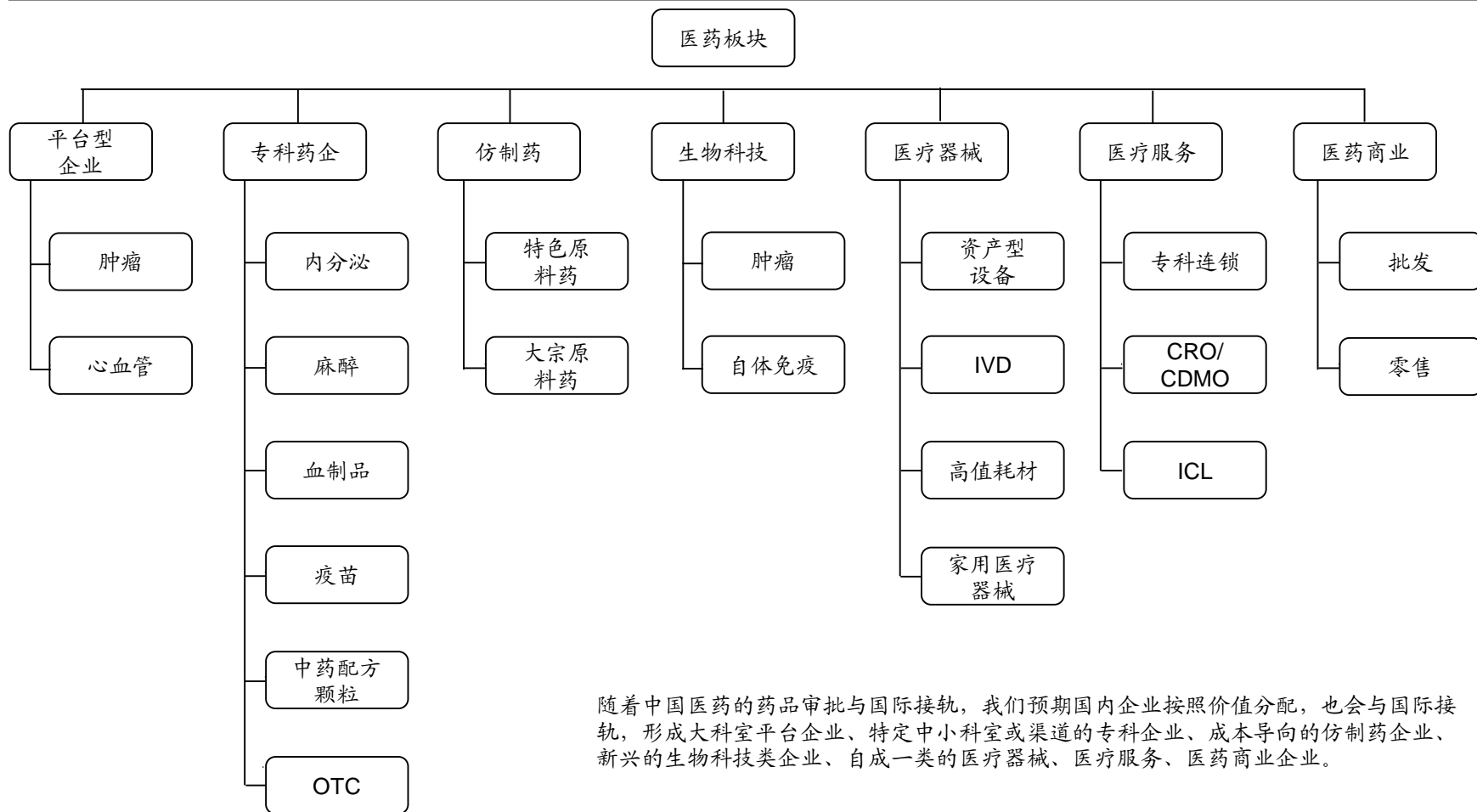
代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
		200515	亿港元	19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
600276	恒瑞医药	94.83	4,194	1.20	1.59	2.09	2.68	79.0	59.6	45.4	35.4	23.9	1.9	买入
300760	迈瑞医疗	260.18	3,163	3.85	4.64	5.57	6.7	67.6	56.1	46.7	38.8	27.7	2.8	买入
300463	迈克生物	44.37	247	0.94	1.15	1.41	1.72	47.2	38.6	31.5	25.8	18.0	1.7	买入
300639	凯普生物	32.82	70	0.70	0.88	1.15	1.51	46.9	37.3	28.5	21.7	14.4	1.3	买入
002223	鱼跃医疗	33.31	334	0.75	1.10	1.17	1.42	44.4	30.3	28.5	23.5	13.0	1.3	买入
000710	贝瑞基因	46.97	167	1.10	1.02	1.19	1.48	42.7	46.0	39.5	31.7	18.5	4.4	买入
1177.hk	中国生物制药	11.96	1,505	0.24	0.28	0.34	0.41	49.6	43.2	35.4	29.0	9.0	2.2	买入
1530.hk	三生制药	9.83	250	0.42	0.52	0.59	0.68	23.2	18.8	16.6	14.4	10.7	1.1	买入
0570.hk	中国中药	3.20	161	0.35	0.40	0.49	0.58	9.1	7.9	6.6	5.5	9.9	0.4	买入

资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

## ● 板块景气度一览

# 未来中国医药分类划分将逐渐与国际接轨

表：国信医药子版块划分一览



资料来源：国信证券经济研究所分类整理

# 行业景气一览（1）：大科室、大平台

表：大科室平台型企业

平台型企业			
肿瘤	恒瑞医药 中国生物制药	★★★★★ ★★★★★	
心血管	乐普医疗 信立泰	★★★★★ ★★	

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

➢ 根据海外经验，只有肿瘤、心血管（糖尿病人群有重叠）、自体免疫这些能创造百亿美元级别大品种的领域，才能起来大公司，市值空间在千亿美金或以上。国内由于自体免疫病渗透率低，产品结构落后，当前能起来巨型企业领域主要还是集中在肿瘤以及潜在的心血管领域。

➢ 景气程度分析我们将参考以下几个指标：

1. ROE: ROE体现了多项目ROIC的总和，20%以上的ROE是优秀企业的共通特征，也反映了壁垒。除了绝对值，我们也会参考ROE的边际变化情况。
2. 产品结构: 当前医药板块的整体阶段是迅速供给侧改革，并且临床产品快速推进以及销售速度是我们分析框架中医药企业最核心的能力，存量业务稳定性以及近期是否有较强的潜在增量业务补充也是重要指标。

表：大科室平台型企业代表公司景气情况详细指标

公司名称	恒瑞医药	中国生物制药	乐普医疗	信立泰
综合景气度	★★★★★	★★★★	★★★★★	★★
2019年ROE	21.5%	8.7%	23.1%	11.0%
存量业务稳定性	★★★★	★★★	★★★★	★★
近期管线增量	★★★★★	★★★★	★★★★★	★★★
2019年营收增速	34.3%	16.0%	23.0%	-3.6%
市场空间	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★
扣非净利润（亿）	48.8	24.7	9.9	7.1
企业自由现金流（亿）	11.5	25.7	18.7	9.2

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

3. 企业投入阶段。在不考虑低开高开切换的情况下，由于规模效益，利润增长应该稳步略高于营收增速，且利润指标影响因素较多，因此这里我们更注重营收指标。企业自由现金流与净利润的对比既体现商业模式特点，也体现企业资本投入阶段，当自由现金流较好的时候往往也是企业收获期，利润景气度高。

4. 市场空间体现估值容忍度。这与企业产品布局、地域布局等综合相关。

# 行业景气一览 (2a)：小专科，有分化

表：大科室平台型企业

专科药企		
内分泌	长春高新 通化东宝	★★★★★ ★★★
麻醉	恒瑞医药 人福医药	★★★★★ ★★★★
血制品	华兰生物 天坛生物	★★★★★ ★★★★★
疫苗	康泰生物 康希诺生物	★★★★★ ★★★★★
中药配方 颗粒	中国中药 华润三九	★★★ ★★★
OTC	东阿阿胶 华润三九	★★★ ★★★

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

表：血制品、疫苗企业代表公司景气情况详细指标

公司名称	华兰生物	天坛生物	康泰生物	康希诺生物
综合景气度	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
2019年ROE	19.6	15.5	20.9	-10.7
存量业务稳定性	★★★★	★★★★★	★★★	★★★★★
近期管线增量	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★
2019年营收增速	15.0	12.1	-3.6	0.0
市场空间	★★★★	★★★	★★★★	★★★★
扣非净利润	10.9	6.1	5.2	-1.6
企业自由现金流	3.4	0.6	0.9	\

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

- 血制品行业整体面临2020年采浆受冲击，行业量的短缺需要2年左右时间消化，因此成长性一般。但是行业ROE仍然在20%或以上，且预计2021年高纯度层析法静丙有望上市，改变行业商业成长模式。因此整体来看在注重确定性的当前市场而言，由于高ROE属性且未来ROE还可能上调，景气情况良好。
- 疫苗行业基本面、主题性来看都处于高景气阶段。从基本面角度来看，国内疫苗处于海外大品种国产竞品陆续上市，产品升级换代的阶段（肺炎、HPV、Hib多联苗、四价流感等）；从主题性来看，解决新冠疫情最彻底的办法仍然将是疫苗而国内以中生股份为首的国家队连同行业众多民营企业在通过不同技术路线同步快速推进。



# 行业景气一览 (2b)：小专科，有分化

表：内分泌、精麻、中药、OTC代表公司景气情况详细指标

公司名称	长春高新	通化东宝	人福医药
综合景气度	★★★★★	★★★	★★★★★
2019年ROE	22.0	16.2	8.3
存量业务稳定性	★★★★★	★★★	★★★★★
近期管线增量	★★★	★★★★★	★★★★★
2019年营收增速	36.8	3.2	17.1
市场空间	★★★	★★★★★	★★★
扣非净利润	17.7	8.1	5.1
企业自由现金流	-2.4	6.5	9.9
公司名称	中国中药	华润三九	东阿阿胶
综合景气度	★★★	★★★	★★★
2019年ROE	9.6	16.8	-4.5
存量业务稳定性	★★★★★	★★★★★	★★★★★
近期管线增量	★★★	★★★	★
2019年营收增速	27.2	9.7	-59.5
市场空间	★★★★★	★★★★★	★★★
扣非净利润	14.3	10.7	-5.6
企业自由现金流	4.8	6.3	11.0

- ▶ 小专科按照海外经验，往往甚至可能还具有略高于大型平台企业的ROE。与之的区别主要在于科室空间相对略小，但竞争格局往往较好，大型企业争夺意愿也较小。我们这里将国内独有的中药（独立科室、医生群体）和具备独立渠道、消费属性的OTC也归之与此类之中。
- ▶ 内分泌领域，长春高新虽然疫情影响了短期入组，但是消费属性存量消化的产品阶段仍然保障了公司稳健高增长的属性。通化东宝的胰岛素在三代已经上市、研发投入迅速增加转型的过程中。存量业务虽然存在竞争和替代风险，但是整体渠道周期已经渡过，现金流充分支持管线开发。
- ▶ 精麻领域恒瑞仍然稳健，人福新产品上市增量持续，海外EPIC渡过最艰难阶段，重新恢复增长边际向好。
- ▶ 中药领域中国中药仍处于资本投入期，自由现金流远低于净利润水平，待1年后资本投入带来的壁垒显现，有望重新景气上行，取得与营收高增长匹配的景气度。
- ▶ 华润三九2019年存在大额非经常收益，整体OTC行业地位突出但成长性一般。阿胶的企业自由现金流状态已经恢复，2019年渠道调整仍在继续，但最差情况应该已经过去，ROE将逐渐转好，景气度有望之后底部上升。

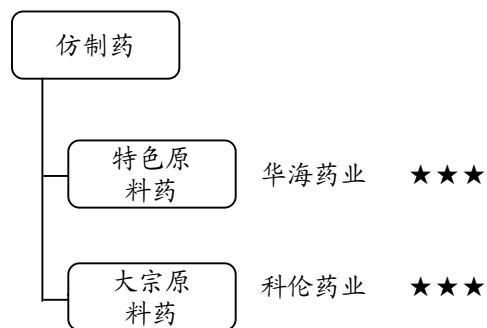
资料来源：国信证券经济研究所分类整理

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧  
GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM

# 行业景气一览（3）：仿制药考验原料成本

表：仿制药类型公司一览



资料来源：国信证券经济研究所分类整理

表：仿制药类型企业代表公司景气情况详细指标

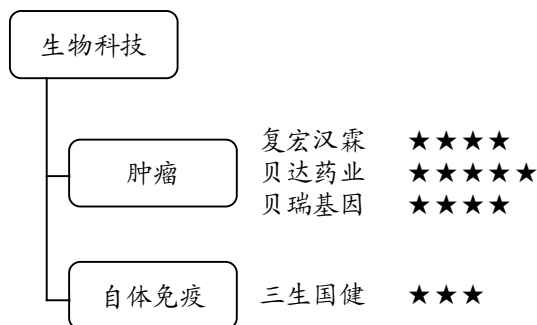
公司名称	华海药业	科伦药业
综合景气度	★★★	★★★
2019年ROE	10.2	7.1
存量业务稳定性	★★★★	★★★★
近期管线增量	★★★	★★★
2019年营收增速	5.8	8.0
市场空间	★★★★	★★★★
扣非净利润（亿）	4.2	7.5
企业自由现金流（亿）	-10.6	41.4

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

- 仿制药的逻辑已经有随着医改政策的明晰以及海外对标的现状，整体处于低潮。但是我们看到部分特色原料药企业的ROE随着对应原研制剂专利过期，正在进入全球放量阶段且这类企业同时还在往制剂方面发展，进一步提高产品的综合价值。因此特色原料药整体景气度在向好。
- 大宗原料药方面，科伦、威奇达、联邦等主要厂商在去年下半年都承受了降价的压力，当前部分品种似乎有底部反转的迹象。但是考虑到整体企业ROE当前绝对数值仍处于相对低位，尚难明确确定性向好。
- 从长期逻辑角度考虑，未来仿制药企业必须依赖自身的原料药保障能力，具备成本端综合优势才能在长期竞争中存活下来。
- 我们除了当前的综合ROE、ROE边际变化外，我们还会特别看重企业自由现金流情况：如果利润需要持续转化为重资产产能，则商业模式仍有待验证。
- 海外药企的核心竞争力来源于创新药，而创新药的快速迭代来源于对应科室的医生心智占领，因此我们也会特别看重高现金流公司对研发和产品管线投入、向创新转型的速度。如果仅仅单纯依赖成本优势扩张，这可能不能在中长期维持较高ROE水平。

# 行业景气一览（4）：生物科技创新驱动高景气

表：生物科技类型公司一览



资料来源：国信证券经济研究所分类整理

- ▶ 生物科技类公司尽管当前处于投入阶段，大多处于产品上市或不久，且仍然需要大额投入在研发、临床、产能建设等资本开支上。但是由于产品是代表了中医药与海外接轨的未来，虽然ROE、自由现金流不能完全体现，但是管线质量体现了板块整体处于高景气状态。
- ▶ 生物科技类公司中贝瑞基因的肝癌肿瘤早筛项目虽然是检测而非治疗性药物，但是具备：1) 国际前沿。2) 临床驱动。3) 潜在空间巨大；等几个特点，我们认为这与纳斯达克的生物科技类公司商业模式和发展逻辑是类似的。
- ▶ 自体免疫领域渗透率有望提升。自体免疫领域在海外同样是不逊于肿瘤的大型领域。但是国内由于渗透率低等因素，只能算是小专科。三生国健作为国内市场先行者，龙头优势明显，但是行业存在竞品上市，价格冲击同步渗透率提升的现状。但是龙头自由现金流良好，且增量品种如

HER2单抗等空间较大，整体景气度有望逐渐向上提升。

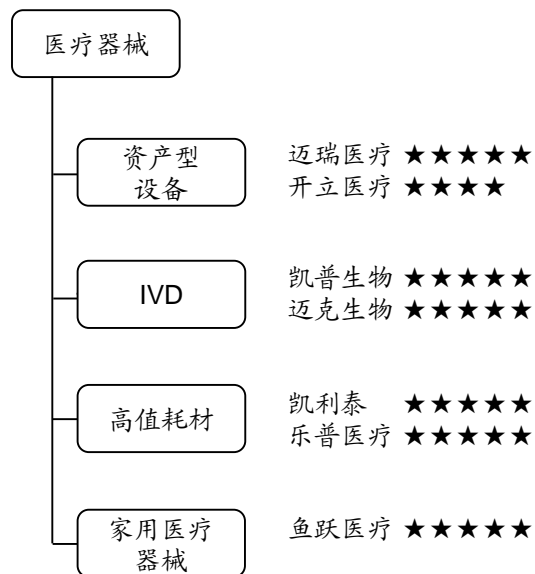
表：生物科技类型企业代表公司景气情况详细指标

公司名称	复宏汉霖	贝达药业	贝瑞基因	三生国健
综合景气度	★★★★	★★★★★	★★★★	★★★★
2019年ROE	-21.9	9.4	16.8	10.2
存量业务稳定性	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★
近期管线增量	★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★
2019年营收增速	1,125.3%	26.9%	12.6%	3.1%
市场空间	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★
扣非净利润（亿）	-8.8	2.0	2.9	2.3
企业自由现金流（亿）	-18.5	-4.7	-0.9	7.0

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

# 行业景气一览（5）：医疗器械，黄金十年

表：医疗器械类型公司一览



资料来源：国信证券经济研究所分类整理

- 医疗器械由于具有微创新、平台属性以及DRGs下潜在快速进口替代的机遇，因此长期逻辑非常顺。
- IVD、资产型器械在本次疫情中无论是国内还是后续的海外需求，都迎来爆发式需求，并且还有望顺势突破海外更多市场。
- 行业整体快速成长的同时，自由现金流均有一定差距。其中家用器械现金流优越的属性明显。

表：医疗器械类型企业代表公司景气情况详细指标

公司名称	迈瑞医疗	开立医疗	鱼跃医疗
综合景气度	★★★★★	★★★	★★★★★
2019年ROE	25.2	7.2	12.4
存量业务稳定性	★★★★★	★★★★	★★★★
近期管线增量	★★★★★	★★★★	★★★★
2019年营收增速	20.5	2.2	10.8
市场空间	★★★★★	★★★★	★★★★
扣非净利润（亿）	46.0	1.0	7.0
企业自由现金流（亿）	12.3	-1.9	6.3

公司名称	凯普生物	迈克生物	凯利泰
综合景气度	★★★★★	★★★★	★★★★★
2019年ROE	13.6	16.8	11.0
存量业务稳定性	★★★★	★★★	★★★★★
近期管线增量	★★★★★	★★★★★	★★★★
2019年营收增速	25.9	20.1	31.6
市场空间	★★★★★	★★★★★	★★★★★
扣非净利润（亿）	1.3	5.2	2.8
企业自由现金流（亿）	0.5	1.6	3.0

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

# 行业景气一览（5）：医疗服务

表：医疗服务类型公司景气一览

医疗服务	
专科连锁	爱尔眼科 ★★★★★ 通策医疗 ★★★★★ 美年健康 ★★★
CRO/CDMO	药明生物 ★★★★★ 药明康德 ★★★★★ 泰格医药 ★★★★★
ICL	金域医学 ★★★★★ 迪安诊断 ★★★★★

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

- 服务类我们暂时分为2C的专科连锁以及2B的研发服务和检测服务三类。新冠疫情下，专科连锁有短期冲击；药物研发国际向国内转移趋势不减；而ICL中的核酸检验特检有需求爆发，但传统业务随着一般门诊、手术减少而减少。
- 从中长期以及近期将兑现的DRGs政策影响来看，高ROE的专科连锁、CRO、ICL均是药品/检验供给侧改革的收益者，景气度有望持续维持高位。ICL更具有资本开支进入稳定期的利润释放红利。

表：医疗器械类型企业代表公司景气情况详细指标

公司名称	爱尔眼科	通策医疗	美年健康	泰格医药
综合景气度	★★★★★	★★★★★	★★★	★★★★★
2019年ROE	20.9	25.9	-11.8	19.9
存量业务稳定性	★★★★★	★★★★★	★★★	★★★★★
近期管线增量	★★★★★	★★★	★★★	★★★★★
2019年营收增速	24.7	22.6	0.8	21.9
市场空间	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
扣非净利润（亿）	15.4	4.5	-8.2	2.8
企业自由现金流（亿）	12.8	3.9	-13.9	-2.3

公司名称	药明生物	药明康德	金域医学	迪安诊断
综合景气度	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
2019年ROE	7.9	10.7	17.7	8.7
存量业务稳定性	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★
近期管线增量	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
2019年营收增速	57.2	33.9	16.5	21.4
市场空间	★★★★★	★★★★★	★★★★★	★★★★★
扣非净利润（亿）	8.8	19.2	3.1	3.4
企业自由现金流（亿）	-29.2	3.7	2.6	-1.4

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

# 行业景气一览（6）：医药商业

表：医药商业类型公司景气一览



资料来源：国信证券经济研究所分类整理

表：医药商业代表公司景气情况详细指标

公司名称	上海医药	国药控股	大参林	益丰药房
综合景气度	★★★	★★★	★★★★★	★★★★★
2019年ROE	9.8	13.2	16.6	12.1
存量业务稳定性	★★★★	★★★★	★★★★	★★★★
近期管线增量	★★★	★★★	★★★★	★★★★
2019年营收增速	17.3	23.4	25.9	48.9
市场空间	★★★	★★★	★★★★	★★★★★
扣非净利润	33.7	77.0	6.8	5.3
企业自由现金流	36.4	137.0	-3.4	4.6

资料来源：国信证券经济研究所分类整理

- 医药商业中的批发业务此前主要诟病在于为医院垫资的财务费用压力。从2019年年报来看，上药2019年商业经营性现金流净额30.65亿，但是因利用金融工具实现的应收账款终止确认合计33.00亿，并因此产生1.41亿损失，若将这部分经营性现金流视作融资，则实际上向上下游的议价能力并未提升，整体商业仍处于现金流为负的状态。考虑到疫情期间医院系统和工业系统现金流压力预计都将有所提高，我们预期商业批发板块景气程度尚未改善。
- 零售板块的核心逻辑在于：外延整合、处方外流，整体景气度较高。从年报来看，调整后现金（包含理财产品）龙头企业处于历史高位，这对未来的并购整合提供了充足的弹药。但是行业同样存在仿制药高毛利体系在一致性评价下向低毛利体系转移，并整体影响对标各类产品毛利率的压力。

## ● 板块财报总结

# 回顾13-18：医疗器械引领行业成长，中成药持续承压

- **医药工业的全景一览：**制剂约18000亿，其中化药约9000亿，中成药与中药饮片约6000亿，生物药约2500亿；医疗器械整体约4500亿。全行业整体利润总额估计在3500亿左右，因此假设全行业均纳入上市公司体系，可能足以支撑20X市盈率，约7万亿市值。
- **成长性医疗器械最佳，中成药最为承压：**利润指标来看，医疗器械16-18年复合增速最高，中成药最低。这与过去几年化药集采压力逐渐显现，中成药中的辅助用药承压明显相匹配。

图：医药工业各版块营收（2013-2018）

销售	2013	2014	2015	2016	2017	2018
医药工业	21682	24553	26885	29636	29826	25840
yoy	18	13	9	10	12	13
化学原料药	3820	4240	4614	5035	4992	3843
yoy	14	11	10	8	15	10
化学制剂	5731	6304	6816	7535	8341	8715
yoy	16	12	9	11	13	19
中成药	5065	5806	6167	6697	5736	4655
yoy	21	13	6	8	8	6
中药饮片	1259	1496	1700	1956	2165	1715
yoy	27	16	12	13	17	11
生物生化药	2381	2750	3164	3350	3311	2443
yoy	18	14	10	9	12	11
设备与器械	1889	2136	2382	2765	2828	2522
yoy	17	15	10	13	11	11
卫材耗品	1398	1662	1859	2125	2267	1785
yoy	22	15	11	11	14	12

资料来源：医药工业与信息中心、国信证券经济研究所整理，2018年下滑因统计口径发生变化，实际维持增长。

图：医药工业各版块利润总额（2013-2018）

利润总额	2013	2014	2015	2016	2017	2018
医药工业	2197	2461	2768	3216	3520	3365
yoy	10	12	12	16	17	11
化学原料药	285	312	351	445	436	408
yoy	7	12	15	26	14	15
化学制剂	639	734	817	950	1170	1195
yoy	11	16	11	17	22	9
中成药	538	598	668	736	707	641
yoy	11	9	11	9	10	4
中药饮片	94	105	124	138	153	139
yoy	7	8	19	9	15	16
生物生化药	282	322	387	420	499	445
yoy	12	12	16	11	27	13
设备与器械	199	219	233	318	325	349
yoy	11	13	5	32	7	24
卫材耗品	142	152	170	192	214	183
yoy	10	11	13	9	14	17

资料来源：医药工业与信息中心、国信证券经济研究所整理，2018年下滑因统计口径发生变化，实际维持增长。



# 2019行业继续分化，2020Q1新冠疫情冲击较大

**2019年报：分化加剧。**从2015年722加强临床监管后的系列医改组合拳之后，行业整体政策导向趋势已经非常明确：压缩渠道、供给侧改革、促进行业向创新转型。2019年的财报整体上延续这一趋势。PD-1、白紫、曲妥珠、安罗替尼等创新药迅速替代辅助用药与过专利期化药空间。且由于科创板等资本红利，有更多中小型成长个股进入二级市场，提高了医疗器械、生物制品等细分板块的营收与利润总额。

**资本化程度已经较高，大方向紧握龙头仍是首选。**结合之前的营收与利润占比，国内上市体系中估计已经占据1/3的全行业利润（考虑港股）。从各个子领域的利润占行业比例来看，化药估计在1/5左右，生物制品在1/3左右，器械在一半左右。龙头优势明显。

**2020Q1器械表现优异主要是新冠相关产品放量。**除治疗性品种外，检测产品放量迅速。考虑到近期还有武汉加强核酸检测等潜在大面积筛查可能，且海外疫情已经扩大到400万人，远大于国内感染8万人的量，对应的检测量远大于国内，预计Q2疫情相关海外业务仍将是亮点。

表：医药板块整体财务营收及利润表现

板块	2019年营收 (亿)	2019年归母 净利润(亿)	营收增速	利润增速	2020Q1营收	2020Q1利润	营收增速	利润增速
医药整体	17,440	970	13%	1%	3,867	294	-3%	-12%
服务	649	-12	12%	-133%	118	-2	-14%	-120%
器械	1,178	184	25%	60%	275	49	2%	13%
生物制品	1,044	161	14%	44%	212	32	7%	-12%
中药	3,167	207	4%	-33%	723	73	-15%	-33%
化学原料药	938	111	9%	44%	214	31	-3%	-11%
化药	3,241	173	60%	-22%	703	71	30%	-14%
商业	7,161	149	16%	-14%	1,622	40	-6%	-20%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



# 化药制剂子行业分析：集采影响下仿制药承压

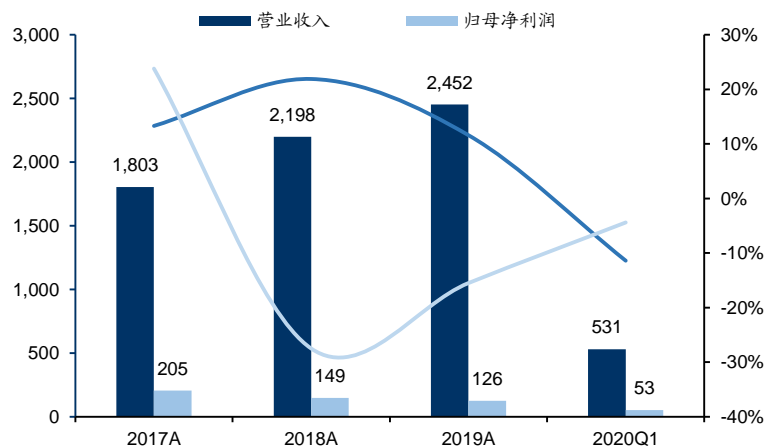
■ 化学制剂子行业：集采影响下仿制药承压，疫情影响Q1业绩  
2019年化药制剂收入增长11.6%，集采落地对行业收入与利润端均造成一定影响，仿制药行业逻辑已经发生根本性转变。2020一季度行业收入端受疫情影响下滑11%，扣非归母净利润同比下降24.3%，但创新药龙头仍保持稳健增长。

表：A股化药制剂子行业2017-2020Q1主要财务指标

项目(亿元)	2017A	2018A	2019A	2020Q1
营业收入	1,803	2,198	2,452	531
YOY	13.3%	21.9%	11.6%	-11.4%
毛利	896	1,181	1,329	284
毛利率	49.7%	53.7%	54.2%	53.5%
销售费用	434	647	742	153
费用率	24.1%	29.4%	30.3%	28.9%
管理费用(含研发)	197	144	301	63
费用率	10.9%	6.5%	12.3%	11.9%
其中：研发费用	76	49	136	27
费用率	4.2%	2.2%	5.6%	5.0%
净利润	243	170	148	58
净利率	13.5%	7.7%	6.0%	11.0%
归母净利润	205	149	126	53
YOY	23.8%	-27.5%	-15.5%	-4.4%
扣非归母净利润	153	120	89	38
YOY	5.4%	-21.7%	-25.7%	-24.3%
经营性净现金流	206	246	257	31
ROE	8.4%	5.9%	4.2%	3.5%
总资产周转率	0.59	0.64	0.67	0.63
资产负债率	40.6%	41.3%	41.6%	42.1%

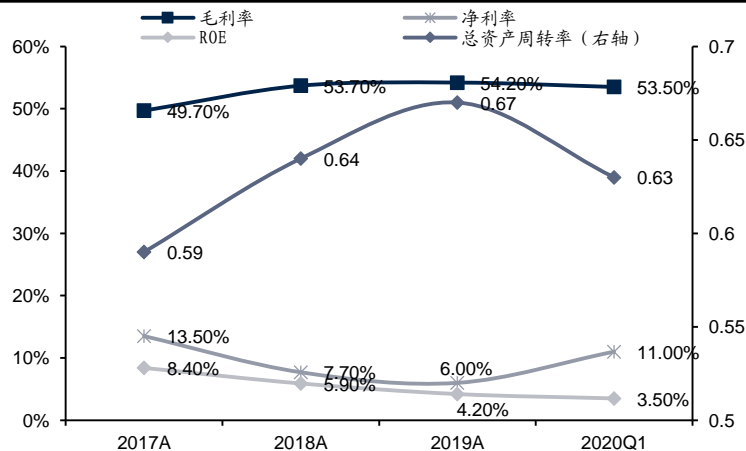
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2017-2020Q1A股化学制剂营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：2017-2020Q1A股化学制剂子板块重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 化药制剂子行业重点公司：创新药企业价值凸显

## ■ 化药制剂重点公司

随着带量采购常态化与DRGs逐步落地，仿制药企业承压，具有研发属性的创新药企业价值进一步凸显。恒瑞医药等国内创新药龙头多采用研发驱动的内生增长模式，产品管线丰富、多为自营销售模式，随着新品种持续获批放量，有望维持稳健增长。

■ **恒瑞医药**：公司2019年事业部改革提升销售效率，同时持续加大研发投入力度，系统性打造阿帕替尼、卡瑞利珠单抗、氟唑帕利等重磅品种，凭借产品管线、临床进度、适应症布局、联合用药方案等优势，不断加深拓宽创新药护城河。

■ **丽珠集团**：尽管短期受疫情影响，全年来看艾普拉唑系列有望维持稳健增长，精神类潜力品种有望保持高增速；持续加大研发投入，加强临床管理并梳理研发管线，研发效率有望提升，多个单抗品种进展顺利。

表：A股化药制剂子行业重点公司财务指标及盈利预测

代码	公司简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利润YOY			总市值 200506	国信证券 评级
		2019A	2020Q1	2020E	2019A	2020Q1	2020E	2019A	2020Q1	2020E		
600276	恒瑞医药	232.89	55.27	309.31	53.28	13.15	70.32	31.1%	10.3%	31.98%	4263.97	买入
600196	复星医药	285.85	58.81	358.40	33.22	5.77	37.26	22.7%	-19.0%	12.17%	876.26	买入
000963	华东医药	354.46	85.98	387.34	28.13	11.47	33.36	24.1%	26.5%	18.59%	368.16	买入
002422	科伦药业	176.36	35.38	157.42	9.38	0.22	8.78	-22.7%	-93.5%	-6.38%	283.93	买入
000513	丽珠集团	93.85	25.05	106.05	13.03	3.99	15.15	20.4%	1.7%	16.28%	380.76	买入
600521	华海药业	53.88	15.71	62.95	5.70	2.21	6.92	429.8%	62.7%	21.52%	366.83	无评级
300558	贝达药业	15.54	6.47	20.13	2.31	1.30	3.23	38.4%	152.4%	40.14%	408.42	无评级

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：贝达药业、华海药业2020E为Wind一致预期，其余为国信预测

# 医疗服务子行业分析：商誉减值及疫情影响较大

## ■ 医疗服务子行业：保持较快增长

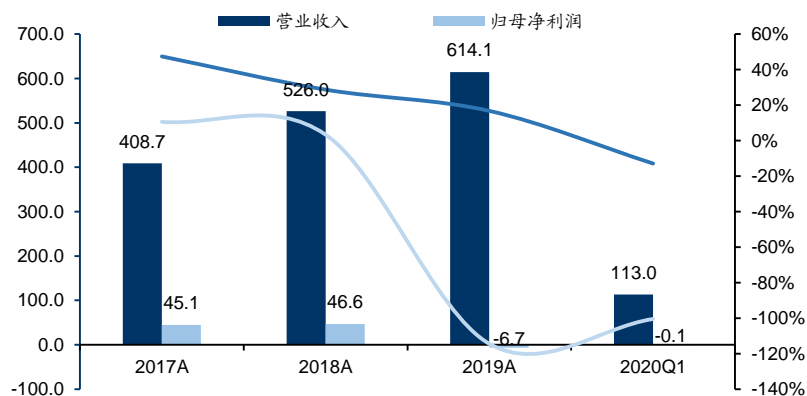
2019年医疗服务板块收入增长16.7%，利润端受商誉减值影响较大。一季度疫情造成对板块冲击较大，收入增速同比下降13%。

表：A股医疗服务子行业2017-2020Q1主要财务指标

项目 (亿元)	2017A	2018A	2019A	2020Q1
营业收入	408.7	526.0	614.1	113.0
YOY	47.4%	28.7%	16.7%	-12.9%
毛利	163.0	203.8	236.8	29.9
毛利率	39.9%	38.7%	38.6%	26.5%
销售费用	39.0	48.1	55.3	9.0
费用率	9.5%	9.1%	9.0%	8.0%
管理费用 (含研发)	54.3	58.5	82.9	18.4
费用率	13.3%	11.1%	13.5%	16.2%
其中：研发费用	7.5	8.2	15.2	3.3
费用率	1.8%	1.6%	2.5%	3.0%
净利润	48.7	52.7	0.2	-0.5
净利率	11.9%	10.0%	0.0%	-0.4%
归母净利润	45.1	46.6	-6.7	-0.1
YOY	10.6%	3.4%	-114.5%	-100.5%
扣非归母净利润	37.1	36.7	-13.5	-1.2
YOY	1.1%	-1.0%	-136.6%	-112.8%
经营性净现金流	61.6	89.2	105.4	-1.8
ROE	9.1%	7.0%	-2.2%	-3.9%
总资产周转率	0.58	0.57	0.56	0.54
资产负债率	45.3%	42.0%	45.5%	45.6%

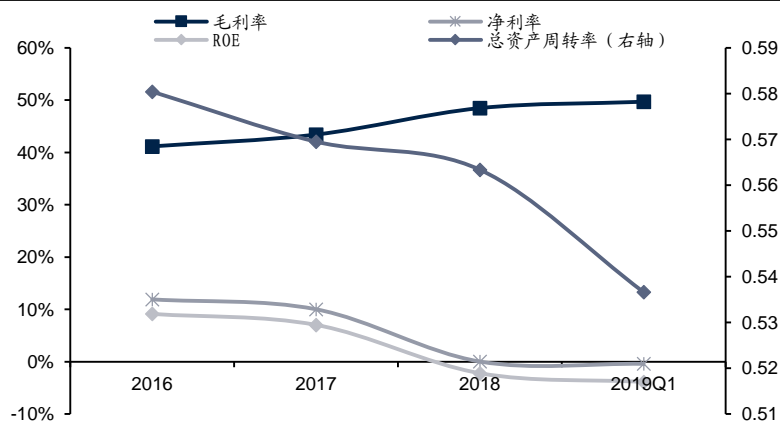
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：2017-2020Q1A股医疗服务营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：2017-2020Q1A股医疗服务子板块重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 医疗服务子行业重点公司：外包服务高景气度有望持续，连锁服务期待疫情后反弹

## ■ 医疗服务重点公司

CRO/CDMO行业高景气度有望持续，连锁医疗服务板块Q1受到疫情较大冲击，下半年有望快速反弹。

- **爱尔眼科**：屈光项目各医院手术量快速增长，形成价量齐升的局面；白内障业务受医保政策影响，手术量增速阶段性放缓，但业务转型升级取得新突破；视光项目在国家近视防控战略的推动下品牌影响力逐步提升。内生增长依旧强劲，十年以上的成熟医院继续保持较高的利润增速。
- **美年健康**：计提大额商誉减值导致净利润亏损，疫情影响下上半年预计业绩继续承压。引入阿里系战略投资者后，行业竞争程度有望减缓。
- **药明康德**：全产业链平台优势显著，长尾战略显现成效，新增客户超1200家，活跃客户超过3900家，原有客户保持较高粘性；四大业务板块均保持稳健增长，漏斗效应下过往积累的早期项目陆续进入临床后期及商业化阶段，提升盈利能力；临床CRO持续发力，加大全球布局，近三年来持续保持60%以上增长。
- **泰格医药**：订单可持续性较强，在手订单充沛，新增合同金额42.31亿（+27.9%），累计待执行合同50.11亿（+36.1%）。受益于临床试验费成本的下降与龙头议价能力提升，毛利率有望持续提升。通过战略收购与自建产能拓展亚太、欧美地区业务，全球化布局持续推进。

表：A股医疗服务子行业重点公司财务指标及盈利预测

代码	公司简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利润YOY			总市值 200506	国信证券 评级
		2019A	2020Q1	2020E	2019A	2020Q1	2020E	2019A	2020Q1	2020E		
300015	爱尔眼科	99.90	16.42	106.26	13.79	0.79	14.90	36.7%	-73.4%	8.06%	1443	买入
002044	美年健康	85.25	5.35	113.89	-8.66	-5.99	10.43	-205.6%	-405.7%	220.39%	441	买入
300347	泰格医药	28.03	6.50	35.28	8.42	2.55	11.06	78.2%	75.2%	31.41%	583	买入
603259	药明康德	128.72	31.88	170.44	18.55	3.03	29.05	-18.0%	-21.6%	56.64%	1672	买入
300759	康龙化成	37.57	9.59	48.30	5.47	1.02	7.90	64.3%	87.2%	44.44%	514	买入
002821	凯莱英	24.60	4.75	32.61	5.54	1.08	7.15	29.3%	17.3%	29.09%	432	买入

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：美年健康、康龙化成为wind一致预测

# 医疗器械子行业分析：部分细分领域增速较快

- **医疗器械子行业**：2019年营收增速14%，在各医药子行业中较快，扣非后利润增速9.6%。2020Q1扣非净利润保持16.4%增长，受益于新冠检测相关，表现较好。国产替代和基层扩容促进医疗器械行业稳定增长。销售费用率略有提升，净利润率基本稳定。IVD领域化学发光、POCT、分子诊断公司均保持高增速，国产替代进行时。

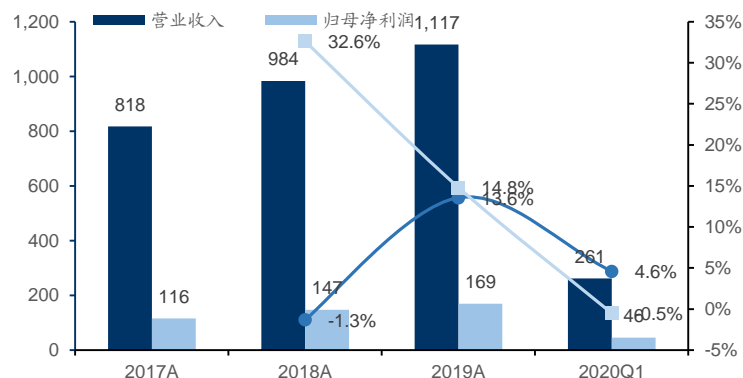
表：A股医疗器械子行业2017-2020Q1主要财务指标

项目(亿元)	2017A	2018A	2019A	2020Q1
营业收入	818	984	1,117	261
YOY		-1.3%	14%	5%
营业成本	433	506	555	127
毛利率	47.1%	48.5%	50.4%	51.6%
销售费用	128	165	197	43
费用率		16.8%	17.6%	16.4%
管理费用	60	70	77	19
费用率	7.3%	7.1%	6.9%	7.4%
研发费用		59	72	18
费用率		6.0%	6.4%	6.9%
净利润	121	153	173	47
净利率	14.8%	15.6%	15.5%	17.9%
归母净利润	116	147	169	46
YOY		32.6%	14.8%	-0.5%
扣非归母净利润	100	127	139	41
YOY		20.8%	9.6%	16.4%
经营性净现金流	109	147	192	45
ROE	9.0%	8.7%	8.6%	2.2%
总资产周转率	63.8%	58.5%	57.0%	12.4%
资产负债率	40.5%	38.9%	38.1%	38.3%

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

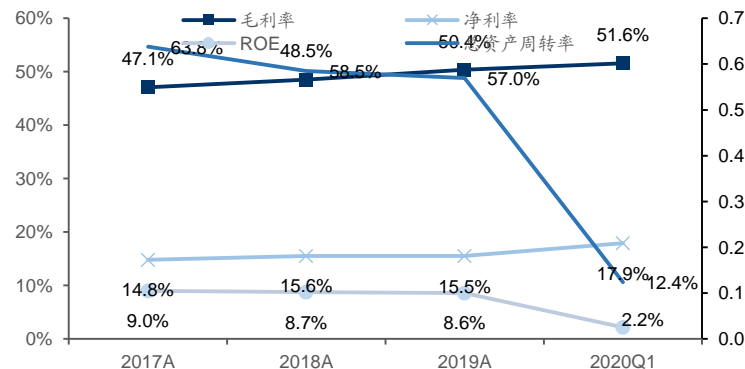
注：剔除2019新上市公司影响

图：2017-2020Q1 A股医疗器械营收及归母净利润情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：2017-2020Q1 A股医疗器械子板块重点比率表现



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

# 医疗器械子行业重点公司：行业龙头符合预期,检测和监护仪呼吸机等产品公司受益疫情

## ■ 医疗器械重点公司

**迈瑞医疗：**2019高端产品引领增长，业绩稳健。Q1疫情拉动监护仪、呼吸机、输注泵、便携彩超、移动DR高速增长，台式彩超、化学发光试剂受医院就诊人次减少而下滑，但新装机继续。整体来看正面影响大于负面影响。估计后续负面影响逐渐消除。

**乐普医疗：**Q1医院门诊手术量下滑导致植入器械、药品院内销售及医疗服务收入下滑，Q2预计恢复较快，Q3有望恢复正常，但疫情相关器械收入显著提升，药品OTC端稳健增长。创新器械进入收获期，诊断试剂出口有望增厚利润。

**贝瑞基因：**Q1门诊减少略影响收入，Q2起逐渐恢复，NIPTPlus、CNV、WES等新产品预计今年获批放量增长，肝癌早筛落地在即。

**鱼跃医疗：**2020Q1受疫情无创呼吸机、红外额温枪、血氧仪等海外需求激增，大量订单排产，预计全年业绩提速。

**迪安诊断：**2019年收入增长稳健，剔除商誉影响后利润符合预期，质谱等特检业务比例提升。Q1疫情影响代理和检测收入下滑约30%，估计新冠检测弥补检测业务的下滑，并对全年有正面贡献。

**迈克生物：**随着高速化学发光仪器装机带动新一轮增长，Q1门诊检测量和试剂销售下降，但公司新冠检测试剂盒已经获得FDA紧急使用授权，受益新冠检测试剂盒出口，预计对全年业绩都有正面影响。

**透景生命：**仪器投放加快拉动2019年收入提速，20Q1业绩受疫情影响下滑，全年期待自免产品放量，新冠检测也有望带来增量

表：A股医疗器械子行业重点公司财务指标及盈利预测

代码	公司简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			归母净利润YOY			总市值 (05-10)	国信证券 评级
		2019A	2020Q1	2020E	2019A	2020Q1	2020E	2019A	2020Q1	2020E		
300760	迈瑞医疗	165.56	47.41	199.02	46.81	13.13	56.36	25.85%	30.58%	20.41%	3236	买入
300003	乐普医疗	77.96	16.67	96.64	17.25	3.84	22.18	41.57%	-34.13%	28.56%	706	买入
300639	凯普生物	7.29	1.50	9.54	1.47	0.20	1.92	29.11%	15.57%	30.35%	68	买入
000710	贝瑞基因	16.18	3.70	20.05	3.91	0.62	3.61	45.70%	-62.79%	-7.58%	164	买入
300463	迈克生物	32.23	5.19	39.09	5.25	0.76	6.40	18.06%	-36.21%	21.84%	210	买入
300244	迪安诊断	84.53	15.33	100.74	3.47	0.07	4.90	-10.63%	-90.83%	41.10%	160	买入
002223	鱼跃医疗	46.36	13.91	56.55	7.53	3.83	11.06	3.49%	55.16%	46.96%	351	买入
300642	透景生命	4.41	0.29	4.79	1.57	-0.19	1.59	10.82%	-221.21%	1.26%	42	买入
300633	开立医疗	12.54	2.34	14.45	1.02	-0.08	1.97	-59.81%	-168.42%	93.63%	124	无
603658	安图生物	26.79	5.50	33.13	7.74	0.93	9.59	37.61%	-23.08%	23.87%	588	无
603882	金域医学	52.69	11.71	62.58	4.02	0.48	5.38	72.44%	13.14%	33.76%	325	无
300482	万孚生物	20.72	5.52	28.10	3.87	0.98	5.53	25.90%	34.82%	42.60%	294	无
300676	华大基因	28.00	7.91	40.81	2.76	1.40	4.78	-28.53%	42.59%	72.89%	414	无

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理及预测

注：迈瑞医疗、乐普医疗、凯普生物、贝瑞基因、迈克生物、迪安诊断、鱼跃医疗、透景生命、开立医疗、安图生物、金域医学、万孚生物、华大基因为Wind一致预期，其余为国信预测

# 生物制品子行业分析：一季度波动不影响长逻辑

表：A股生物制品子行业2017-2020Q1主要财务指标

项目(亿元)	2017A	2018A	2019A	2020Q1
营业收入	685	914	1,051	212
YoY		33.4%	15.0%	-7.9%
营业成本	308	422	471	99
毛利	377	492	580	113
毛利率	55.0%	53.8%	55.1%	53.3%
销售费用	164	236	267	45
销售费用率	24.0%	25.8%	25.4%	21.3%
管理费用	56	65	77	17
管理费用率	8.2%	7.1%	7.3%	7.8%
研发费用		44	56	12
研发费用率		4.8%	5.4%	5.6%
净利润	139	117	167	33
净利率	20.3%	12.8%	15.9%	15.6%
归母净利润	129	105	151	32
YoY		-18.3%	43.4%	-11.2%
扣非归母净利润	101	96	136	29
YoY		-4.9%	40.6%	-18.5%
经营性现金流净额	75	107	148	15
ROE	8.4%	7.1%	8.9%	1.7%
总资产周转率	37.1%	43.2%	45.1%	8.3%
资产负债率	35.5%	35.5%	33.2%	32.0%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

■ **生物制品：19年盈利高增长，20Q1受疫情影响**  
生物制品板块营收端均保持高速增长，18年利润下滑因部分公司受到退市、严控辅助用药影响或非经常损益影响。19年疫苗板块走出行业事件阴影后业绩大幅增长，血制品板块随采浆量增长而稳定增长，重组基因工程药物板块也有良好表现。20Q1行业受到疫情影响出现下滑，但长期逻辑并未受到影响，且预计在疫情影响逐渐消散后有恢复性的增长。

## ■ 血制品：中长线景气度高

一季度静丙需求受疫情拉动较大，但其他品种受到医院门诊关闭的影响较大。预计2020年全行业采浆量出现高个位数的下滑，供不应求环境下静丙有提价预期。静丙在疫情中的应用利好其学术推广，层析法静丙将在2~3年内上市，利好行业长期成长。

## ■ 疫苗：重磅品种上市放量，关注新冠疫苗研发

智飞生物的HPV疫苗在2019年继续快速增长，沃森生物的13价肺炎疫苗20年初上市，康泰生物的13价肺炎疫苗报产并被纳入优先审评，重磅品种及在研管线逐步兑现。疫情持续扩散下，重点关注康希诺、华兰、康泰等参与新冠疫苗研发的进度。一季度受到接种点关闭的影响，业绩出现一定波动，随着接种的有序恢复，预计对全年业绩影响有限。



# 生物制品子行业重点公司分析

- **天坛生物**: 采浆量第一且未来新批浆站预期行业内最多, 凝血因子类新品种的获批叠加永安血制的投产大幅提升公司的利润水平; 层析法静丙研发进度国内领先。
- **华兰生物**: 血制品和疫苗双龙头, 血制品保持稳定现金牛属性; 四价流感疫苗空间广阔, 持续放量, 疫苗公司拆分上市后更有更大发展空间; 单抗业务进入收获期, 估值从无到有。
- **长春高新**: 业绩确定性强、医保体系外优势凸显, 金赛药业有望继续维持高增长。
- **康泰生物**: 核心品种四联苗保持增长, 研发管线深厚且对标国际大品种, 重磅品种2021年上市带来业绩飞跃。
- **康弘药业**: 康柏西普小幅降价进入医保带来新一轮放量, 海外临床持续推进, 传统板块企稳。
- **三生制药**: 业绩稳健增长, 研发投入不断加大, 创新管线即将进入收获期, 商誉减值风险可控。

表: A股生物制品子行业重点公司财务指标及盈利预测

代码	公司简称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			归母净利润YOY			总市值 (05-06)	投资 评级
		2019A	2020Q1	2020E	2019A	2020Q1	2020E	2019A	2020Q1	2020E		
600161	天坛生物	32.82	7.58	34.52	6.11	1.32	6.66	19.9%	0.3%	9.0%	360	买入
002007	华兰生物	37.00	6.78	44.36	12.83	2.47	16.66	12.6%	-4.7%	29.8%	703	买入
300294	博雅生物	29.09	6.51	30.91	4.26	0.96	4.86	-9.2%	7.5%	14.0%	135	买入
000661	长春高新	73.74	16.61	89.71	17.75	5.42	28.45	76.4%	48.6%	60.3%	1,238	增持
600867	通化东宝	27.77	7.19	30.77	8.11	2.77	9.71	-3.3%	1.4%	19.7%	277	买入
002773	康弘药业	32.57	6.33	36.81	7.18	1.77	8.37	3.3%	-16.3%	16.5%	333	增持
300601	康泰生物	19.43	1.77	24.8	5.75	0.02	8.03	31.9%	-97.6%	39.8%	868	增持
300122	智飞生物	105.87	26.35	149.41	23.66	5.16	33.32	63.0%	2.8%	40.8%	1,294	增持
1530.HK	三生制药	53.37	/	58.64	9.74	/	13.26	-23.8%	/	36.2%	206	买入

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理、预测

## ● 近期重点报告回顾

# 医疗大数据系列报告（2）-医院建设产业链专题：补短板，机遇广

- **缘起：疫情防控暴露医疗体系短板，新基建带来医院建设新动能。** 新型冠状病毒肺炎疫情的爆发暴露了国内医疗服务供给不足的短板，在平时体现为看病难与医患矛盾，在疫情爆发时体现为医疗资源挤兑。疫情过后随着新基建投资计划的推进，预计国家将加大对医院建设的投入力度，尽快补足医疗体系短板。目前多省市已经公布了涉及医疗设施建设的基建投资计划，预计医院建设产业链将迎来快速发展，医疗专业工程、医用设备有望显著受益。
- **产业链：“土建”+“医疗专业工程”+“医用设备”，专业度要求较高。** 2017年我国医院与基层医疗固定资产投资额分别达到4112亿元（+14%）和550亿元（+5%），近年来增速有所放缓，新基建有望带来新动力。医院建设是复杂的系统性工程，涉及土建施工、医疗专业工程及医用设备配置等环节（投入占比约4:3:3）。医疗专业工程是围绕手术室、ICU、医用气体工程等专业医疗设施建设的一体化服务体系，具有较高的专业度要求和严格的技术规范标准。医用医疗设备主要包括各类诊断设备、治疗设备及辅助设备，其中大型医学影像设备、生命支持设备技术要求较高，市场仍有外资品牌主导。
- **医疗专业工程：ICU重要性与短板凸显，数量仍有较大提升空间。** 重症监护病房（ICU）是对危重症病人进行监护治疗的重要手段，在本次新冠疫情中发挥了重要作用。ICU病房在我国起步较晚，尽管近年来持续加强建设，但我国人均ICU病床指标对比发达国家仍有较大差距（中国为3.8张/十万人，美国为34.7，德国为29.2，意大利为12.5）。预计到2023年理论ICU床位数较当前存量有5倍以上空间（达到16.25张/十万人）。洁净手术部对洁净要求较高，建设专业性较强。预计2018年国内手术室建设市场规模超过100亿元。年新建手术室与更新手术室需求约8000间与4000间，未来随着医院建设投入加大，需求有望进一步提升。医用气体系统对于患者生命支持，供应医疗氧气具有重要作用。本次新冠疫情中氧气供应短板暴露，医用气体工程有望加快升级换代。
- **医用设备：高端设备自主可控必将实现，大型设备进口替代正当其时。** 2018年我国医疗设备市场规模过3000亿元，同比增长20%。尽管在监护仪、DR等领域已经基本完成国产替代，呼吸机、麻醉机、CT、核磁等大型医疗设备市场仍然由外资品牌为主导。伴随着迈瑞医疗、理邦仪器、开立医疗、联影医疗等国产企业的技术不断提升，加上政策引导国产优秀设备采购，我国高端设备自主可控必将实现，国产龙头品牌将加速替代进口产品。
- **风险提示：医疗设施投入不及预期、疫情冲击程度高于预期、研发与市场推广进度不及预期**
- **投资建议：建议买入迈瑞医疗（国产医疗器械龙头，生命支持设备、影像、IVD均有较强的品牌影响力与技术积累）、鱼跃医疗（家用医疗器械龙头、呼吸供氧设备增长稳健）、乐普医疗（心血管全产业链布局的平台型企业，国产DSA主要生产企业，基层导管室建设主力）、迪安诊断（第三方检验龙头）、贝瑞基因（基因测序龙头、肿瘤早筛高壁垒）；建议关注迪瑞医疗（尿液检验龙头，IVD领域为数不多以仪器见长的企业）、理邦仪器（监护仪、血气分析仪等受疫情影响需求显著提升，研发投入较高，技术积累丰富）、开立医疗（国产超声龙头，产品线持续升级）、和佳股份（医院整体建设带动医用工程与设备销售）、尚荣医疗（医院建设相关标的，医用防护用品业务受疫情影响需求较大）**

# 贝瑞基因-深度报告：肿瘤早筛，蓄势待发

## ■ 存量业务：基因测序寡头，生育检测升级，传统业务维持稳定增长

基因测序成本随着技术发展而快速下降，技术创新不断拓宽临床应用市场。目前基因测序最成熟的临床应用领域为无创产前检测（NIPT），贝瑞基因与华大基因各自占据约30%市场，双寡头格局稳定。公司不断推出新产品如升级版本的NIPT Plus以及科诺安CNV-Seq等将提升毛利率和价格，随着市场渗透率持续提升，收入维持稳定增长，现有主营业务提供稳定利润和现金流。NextSeq CN500基因测序仪19年6月适用范围扩增，为后续推出NGS测序的其他产品奠定基础。

## ■ 二次飞跃：肿瘤早筛独家产品落地在即，伴随诊断业务空间巨大

公司肝癌早筛项目PreCar为全球同类研究中规模最大、进展最快、数据最优的，作为“十三五”国家科技重大专项，2020年底将结题。前瞻性队列研究数据表明可以通过外周血检测进行肝癌的极早期预警，特异性94%、灵敏度93%，可提早6-12个月筛查出极高危肝癌人群。肿瘤早筛作为技术壁垒极高的创新产品，将具有巨大的临床价值和商业前景，我们估计其潜在市场约500亿。公司2019年已完成5000人入组，预计2020年内-2021年初产品落地，届时将为独家产品。此外，NGS肿瘤伴随诊断市场潜在空间400-800亿，公司已有部分收入和丰富在研产品管线，预计未来也有望获得20%左右市场份额。

## ■ 他山之石：海外肿瘤检测和早筛热潮不断

肿瘤早筛和肿瘤伴随诊断是海外基因检测行业最活跃的领域，研发不断推进，融资事件频繁。海外企业有收入无利润，普遍以PS估值，全球结直肠癌早筛先锋Exact Sciences在美股纳斯达克市场股价一路走高。

## ■ 风险提示：政策、研发进展不及预期，产品上市及推广不及预期等。

## ■ 投资建议：看好未来发展前景，维持“买入”投资评级

预计2019-2022年归母净利润4.1/3.6/4.2/5.2亿元，增速53%/-12%/17%/24%（2020扣非增速15%），当前股价对应PE 31/36/31/25x。公司作为基因测序领域的龙头企业，技术优势显著，肝癌早筛产品预计2020-2021年落地，潜在市场空间巨大。综合绝对和相对估值，预计公司合理估值47.21-66.30元，距当前股价36.31元具有30%-83%溢价空间，维持“买入”投资评级。

# 新冠检测专题：新冠检测常态化，海外订单大增

## ■ 海外疫情持续蔓延，新冠检测需求节节攀升

海外疫情在欧美多国逐渐蔓延，全球确诊数已经超过242万，非洲、东南亚和拉美国家有大范围暴发的风险。目前海外每日消耗核酸检测试剂盒50万~70万份，部分国家和地区对检测能力也有大量需求，“火眼”实验室能够提供检验环境、设备、试剂、人力等全流程整体化解决方案。

## ■ 新冠病毒以核酸检测为主，抗体检测为辅，两相结合最佳

新冠病毒的核酸检测是目前确诊感染的首选方法，也是“金标准”，抗体检测只用于疑似患者中核酸检测阴性补充检测方法，或与核酸检测协同使用，单独抗体检测不能作为确诊或排除感染的依据。从技术方法上看，核酸检测以传统的荧光PCR为主，也是目前出口企业产品唯一采用的方法。抗体检测有胶体金法和化学发光法两种产品，目前企业大多采用胶体金法，因其不需要配套仪器，且采样方便、15分钟出结果，适合基层医院，特别是医疗卫生条件薄弱的国家和地区做感染初筛使用。

## ■ 国内新冠检测试剂盒25家企业获批，17家具备出口资质

为了防止出口海外的防疫物资质量参差不齐，国家要求出口企业必须持有“双证”，即国内NMPA和海外（欧盟CE或美国FDA EUA），仅持有海外单证不能对外出口，早期获证的企业获得大量订单，体量在千万级别，排产已经到5月。在17家出口欧盟的企业中，9家为核酸检测产品，8家为抗体检测产品；3家出口美国企业均为核酸检测产品。

## ■ 企业产能不断扩增，提供全年业绩弹性

目前华大基因产能在国内企业居首，达到200万人份/日，同类企业达安基因、迈克生物、万孚生物、丽珠集团等，日产能在30~50万人份。预计月平均产能利用率在50%~80%，考虑疫情发展的不确定性，及各企业产能的差异，估算给企业全年净利润带来32%~774%不等的弹性。

## ■ 投资建议

推荐迈克生物（核酸检测国内、欧美三证齐全，出口潜力巨大）、凯普生物、迪安诊断、金城医学（两家均国内ICL新冠检测需求）、透景生命（核酸、抗体检测产品欧盟认证），重点关注万孚生物（首批抗体检测企业、POCT检测龙头）、华大基因（国内首批核酸获证，海外获证最多，“专业对口”）、达安基因（CE认证，全球多地出口）、丽珠集团等。

## ■ 风险提示：疫情进展不确定性，海外出口政策变动，市场竞争加剧等。

# 中国生物制药（1177.HK）深度报告： 集采威力显现，创新撑起未来

## ■ 转型创新关键期，研发销售双轮驱动

中国生物制药作为仿创结合的龙头公司，持续证明了全面布局、快速推进的研发能力和全科室覆盖的强学术推广能力。公司正处于向创新药转型的关键时期，5年累计近90亿元的研发投入以及快速获得的大量临床和注册批件验证了公司坚定的战略目标和优秀的执行力。

## ■ 集采冲击集中体现在19/20年，后续下行空间有限

集采带来的大幅降价对相关产品的销售形成冲击。面对慢病用药价格的下滑，公司积极拓展线上销售，未来产品在零售和云端的销售会达到稳定的收入。面对集采的压力，预计几大品种在2020年仍会有较大幅度的下滑，但之后继续下行的空间有限。

## ■ 营收结构转变，肿瘤领域增长强劲

2019年抗肿瘤领域的收入占比大幅提升，几乎与肝病领域并驾齐驱，未来将成为公司的第一大领域。随着现有品种中安罗替尼、雷替曲塞等品种的放量以及新品种的不断上市，我们预计肿瘤领域的收入将在2021年超过百亿，在公司营收端的占比提升至30%以上。

## ■ 新上市品种持续提供增长动力

未来三年，公司预计每年将获得超过30个药品批件，其中不乏峰值销售在10亿元以上的大单品；包括肿瘤领域的PD-1/PD-L1单抗、仑伐替尼，呼吸领域的布地奈德混悬液，以及新型口服抗凝药组合阿哌沙班、利伐沙班和达比加群酯。公司重点打造的肿瘤领域和呼吸领域已进入收获期，对生物药领域的长期布局也将见到成果。

## ■ 风险提示：新品研发进度低于预期，集采推进范围超预期

## ■ 投资建议：转型创新关键期的龙头公司，维持“买入”评级

由于公司2019年业绩略低于预期，我们下调2020~22年的净利润为31.6/38.2/47.1亿元，同比增长17%/21%/23%（原预测20~21年增速25%/22%）。公司管线储备深厚，不断获批重磅品种，结合相对估值和绝对估值，维持合理估值区间为13.1~16.0港元（对应22年PE 32~39x），相对当前股价有13%~38%增长空间，维持“买入”评级。

## ● 财报点评汇总

# 乐普医疗一季报点评： 疫情影响业绩，全年维持看好

## ■ 一季度受疫情影响收入下滑，扣非业绩符合预期

乐普医疗 2020年一季度实现营收16.67亿元（-11.26%），归母净利润3.84亿元（-34.13%），扣非归母净利润3.76亿元（-9.79%）。收入端主要受到疫情影响，医院门诊量手术量显著下降，导致植入器械、药品院内销售及医疗服务收入下滑，但疫情相关器械产品收入显著提升，药品OTC端保持稳健增长。利润端受到去年同期转让君实生物部分股权及剩余股权公允价值变动影响，扣非业绩符合预期。

## ■ 支架受疫情冲击较大，二季度预计恢复较快

一季度器械板块预计收入下滑约18%，其中冠脉支架产品受疫情影响显著，预计一季度同比下降约40%，但PCI手术需求相对刚性，随着疫情逐步得到控制，后续恢复速度预计较快，4月支架同比增长预计超60%。疫情相关的诊断试剂、家用医疗器械预计有较高增长，一定程度上对冲了器械板块的收入下滑。药品端预计收入小幅下滑5%以内，尽管医院端销售受疫情影响较大，但OTC端持续放量，预计OTC端占制剂收入比重近半。三季度器械与药品均有望恢复正常增长轨道。

## ■ 创新器械进入收获期，诊断试剂出口有望增厚利润

疫情对可降解支架入院推广产生一定不利影响，但随着医院秩序恢复正常，全年仍有望保持较高增长。一季度切割球囊申报注册获受理，AI心电图、两款血管造影X线机获批，药物球囊有望年底获批，将与可降解支架打造“介入无植入”产品线。新冠抗体检测试剂盒获得欧盟认证，随着防疫物资出口政策调整，二季度有望增厚业绩。

## ■ 风险提示：可降解支架推广不及预期；研发进度不及预期；政策风险

## ■ 投资建议：短期疫情影响，长期逻辑不变，维持“买入”评级。

尽管一季度支架受到疫情冲击较大，但预计恢复速度相对较快，创新器械陆续获批与放量，加之药品板块贡献稳定的现金流将支撑公司稳健增长。维持此前盈利预测，预计2020~2022年归母净利润达到22.18/29.05/37.26亿，对应当前股价PE为31.4/24.0/18.7X，按照2021年PE30~35X，维持目标价为49~57元，维持“买入”评级。



# 丽珠集团一季报点评： 扣非业绩超预期，化药受疫情影响

## ■ 扣非业绩超预期，疫情影响下持续高增长

丽珠集团2020年一季度营收25.05亿元（-3.94%），归母净利润3.99亿元（+1.68%），扣非归母净利润4.03亿元（+22.55%）。收入端受到疫情影响导致各医疗机构非疫情相关处方量减少，制剂板块收入同比下降，抗病毒颗粒、诊断试剂盒等疫情相关产品预计销售情况较好。受公司营销改革影响，销售费用率同比降低4.85pp，扣非业绩保持了稳健增长。非经常性损益降低主要由于去年Q1确认较高的政府补助。

## ■ 化药及原料药受疫情影响收入下降，中药收入保持增长

化学制剂收入12.55亿（-8.78%），其中消化道板块收入5.64亿（+8.70%），促性激素板块收入3.66亿（-11.98%），抗微生物领域收入1.30亿（-30.57%），心脑血管板块收入8037万元（-2.68%）。原料药业务收入6.17亿（-5.70%）。中药制剂收入4.70亿（+16.52%）。诊断试剂及设备收入1.50亿（-7.91%）。促性激素板块收入下滑较大，预计受到疫情期间医院生殖中心暂停营业影响。中药板块保持较高增速，预计由于抗病毒颗粒等需求受疫情影响大幅提升。考虑到国内疫情基本得到控制，预计二季度开始化药板块业绩将逐步好转。

## ■ 海外疫情持续，新冠诊断试剂有望贡献业绩

子公司丽珠试剂的新型冠状病毒IgM/IgG抗体检测试剂盒（胶体金法）获得国家药监局批件及CE认证，抗体检测是核酸检测的重要补充。考虑到海外疫情仍存在较大不确定性，且试剂盒海外单价大幅高于国内，试剂盒出口有望继续贡献业绩。

## ■ 风险提示：参芪扶正、鼠神经生长因子持续承压；研发进度不及预期

## ■ 投资建议：疫情下保持增长，维持盈利预测，维持“买入”评级。

公司在化药板块受到疫情冲击的影响下保持了业绩的持续增长，预计国内药品销售随着疫情好转逐步恢复，看好全年保持稳健增长。维持盈利预测，预计20~22年归母净利润达到15.15/17.65/21.18亿，对应EPS为1.62/1.89/2.27元，对应当前股价PE为26/23/19X，按照2021年PE23~28X，维持目标价43.4~52.8元，维持“买入”评级。

# 泰格医药2019年年报点评： 业绩稳健增长，盈利能力提升

## ■ 扣非业绩符合预期，子公司剥离影响表观收入

泰格医药2019年全年营收28.03亿元（+21.9%），归母净利润8.42亿元（+78.2%），扣非归母净利润5.58亿元（+56.3%）。收入端增速受到出售子公司影响，扣非业绩符合预期，非经常性损益较高主要由于按照新金融工具准则确认的金融资产公允价值变动收益和取得股权转让收益影响。

## ■ 订单可持续性增强，各项业务均稳健增长

2019年新增合同金额42.31亿元（+27.9%），累计待执行合同50.11亿元（+36.1%），在手订单充沛，未来收入增长有保障。临床试验技术服务收入13.47亿元（+22.1%），受益于临床试验费成本的下降与龙头议价能力提升，毛利率大幅提高5.2pp。临床试验相关服务及实验室服务收入14.46亿元（+21.1%）。境内业务收入16.00亿元（+29.6%），主要由于创新药临床试验业务占比增加。境外业务收入12.03亿元，（+12.8%），其中方达医药北美区收入贡献0.73亿美元（+32.7%）。

## ■ 持续提升服务能力，深化全球化布局

公司通过战略收购与自建产能不断深化全球布局，目前已在全国范围内建立123个服务网点，覆盖800多家临床机构，在海外10个国家设立子公司。方达控股持续在北美扩大产能；公司在新加坡入组首例患者打开东南亚市场；与Accerise成立合资公司，在日本提供国际多中心临床服务；以1774万美元收购了日本EPS 3.06%股权。在全球研发外包向亚太地区转移的趋势下，公司有望迎来快速发展期。

## ■ 风险提示：新药研发景气度降低；人才流失风险；投资收益大幅波动

## ■ 投资建议：优质赛道龙头，上调盈利预测。维持“买入”评级。

公司在临床CRO领域龙头地位稳固，订单可持续性增强，全球化步伐坚定前行。下调2020/2021年收入预测但上调利润预测并新增2022年盈利预测，预计2020~2022年归母净利润11.06/14.59/19.40亿，同比增长31.4%/31.9%/33.0%，当前股价对应PE为52/40/30X；按照2022年PE38~42X，首次给予合理估值98.4~108.7元，维持“买入”评级。

# 通化东宝2019年年报点评： 业绩略超预期，金赛增长迅猛

## ■ 胰岛素恢复良性增长，非主营业务拖累业绩

通化东宝2019年全年营收27.77亿元（+3.13%），归母净利润8.11亿元（-3.27%），扣非归母净利润8.09亿元（-0.61%）。业绩基本与去年持平，收入端主要受房地产及建材板块拖累，重组人胰岛素收入恢复14%的良性增长区间。市场推广等因素导致的销售费用率提升对净利润率有所影响。

## ■ 收入结构调整，毛利率小幅提升

核心品种重组人胰岛素原料药及注射剂收入22.14亿元（+14.09%），主要来自基层市场，注射用笔、血糖试纸、采血针等器械收入3.55亿元（+8.71%）。房地产业务收入1.11亿元（-64.76%），建材业务收入486万元（-49.27%）。随着非主营业务将逐步清理，收入结构持续优化，高毛利的胰岛素产品占比提升，也拉动整体毛利率达到74.02%（+1.69pp）。随着甘精胰岛素获批上市，盈利能力有望持续提升。

## ■ 加大研发投入，在研产品稳步推进

2019年公司研发投入1.99亿元（+32.02%），研发支出占营业收入比例达到7.17%，保持逐年提升。公司研发管线储备丰富，且逐步进入收获期：甘精胰岛素于2019年12月获批上市，有望放量贡献增量业绩；门冬胰岛素2020年1月收到发补通知；门冬胰岛素50计划今年3季度报产，门冬胰岛素30的III期临床预计今年2季度入组完成；利拉鲁肽已于2018年9月获批临床，目前入组进度已超过50%。

■ 风险提示：甘精胰岛素销售不及预期；行业政策导致大幅降价。

■ 投资建议：国产胰岛素龙头，期待甘精放量。维持“买入”评级。

公司作为国产胰岛素龙头，渠道库存周期接近调整完毕，新产品兑现周期初现曙光，当前整体估值水平偏低，随着业绩持续恢复有较大弹性空间。综合考虑疫情影响，下调2020/2021年盈利预测并新增2022年盈利预测。预计20~22年归母净利润达到9.71/11.47/13.98亿，同比增长19.6/18.2/21.9%，对应当前股价PE为25/21/17X，按照2020年PE30~35X，首次给予合理估值14.3~16.7元，维持“买入”评级

# 凯利泰一季报点评： 疫情影响短期业绩，运动医学前景可期

## ■ 一季度业绩受疫情影响显著，扣非业绩符合预期

凯利泰2020年全年营收2.26亿元（-21.82%），归母净利润0.50亿元（-30.79%），扣非归母净利润0.42亿元（-37.57%）。受疫情影响二月至四月初医院门诊量和手术量大幅减少，公司各版块收入和营业利润均较上年同期有所下降。考虑疫情影响，一季度业绩整体符合预期，二季度开始多数地区终端医院手术量已逐步恢复。

## ■ 脊柱微创手术择期性质较强，需求相对刚性

椎体成形与椎间孔镜手术的需求刚性相对较强，但手术紧迫性相对不强，疫情影响下相关手术多选择延期，但需求本身最终仍需要得到满足，预计疫情带来的阶段性影响将在未来几个季度逐步弥补。加之国产骨水泥获批将提供更为全面的整体解决方案；单价较高的PKP对PVP的替代有望提升盈利能力，预计椎体成形全年有望维持稳健增长。

## ■ Elliquence整合顺利，运动医学前景可期

2019年Elliquence国内业务整合顺利，销售团队规模预计扩充到近20人，新双极射频手术电极套装获批将进一步完善产品线。美国区受产品纳入医保影响，1~2月收入保持较高增速，疫情恶化后随受到一定影响，但相关手术多数在日间手术室而非大医院开展，部分手术仍可继续开展。运动医学领域持续推进，投资利格泰后布局进一步全面，形成预防、诊断、修复、重建全面布局的产品体系。

## ■ 风险提示：疫情不确定性风险；收购整合风险；研发失败风险

## ■ 投资建议：中长期大骨科赛道持续拓宽，维持“买入”评级。

疫情对公司一季度收入端与利润端均带来一定影响，但考虑到脊柱微创手术择期性质较强，下半年需求有望反弹。在中性假设下，小幅下调盈利预测，预计20~22年归母净利润达到3.76/4.92/6.37亿，同比增长24.5/30.8/29.5%，对应当前股价PE为48/36/28X，但考虑到运动医学布局使公司大骨科赛道进一步拓宽、射频消融、椎体成形领域新产品陆续落地，按照2022年32~35X PE，上调目标价为28.2~30.9元，维持“买入”评级。

# 贝瑞基因2020一季报点评：业绩符合预期，收入持续增长

## ■ 2020Q1业绩受疫情影响，扣非后略有下滑

2020Q1营收3.70亿元(+11.14%)，归母净利润0.62亿元(-62.79%)，若剔除上年同期非经常性损益的9573万元，扣非归母净利润0.61亿元(-14.24%)，估计疫情对生育检测影响较小，新业务以及科研服务则影响较大，目前逐渐恢复。毛利率55.43%(-0.83pp)略下滑，销售费用率15.52%(-0.27pp)，管理费用率(不含研发)7.48%(+0.44pp)，财务费用率0.95%(+1.21pp)，研发费用率8.00%(+3.02pp)大幅增加，主要是加大新冠病毒检测及三代测序试剂盒研发投入。

## ■ 肿瘤早筛业务落地在即，独家产品，弹性巨大

公司肝癌早筛项目PreCar为全球同类研究中规模最大、进展最快、数据最优的，前瞻性队列研究数据表明可以通过外周血检测进行肝癌的极早期预警，特异性96%、灵敏度93%，可提早6-12个月筛查出极高危肝癌人群，潜在空间巨大。作为“十三五”国家科技重大专项，2020年底预计会通过LDT模式提供检测服务，公司计划在2021年实现早筛试剂盒的产品落地。

## ■ 从单产品向多产品线、多科室、多平台发展

公司过去以无创产前检测为主业，目前向多产品线发展，经过数年研发推出NIPT升级版、科诺安CNV、全外显子测序WES等产品，新业务收入高速增长，预计今年内多个产品注册获批，肿瘤伴随诊断和肿瘤早筛业务也即将迎来收获期。公司的覆盖科室从妇产科向其他科室扩张。测序平台也逐渐丰富，NextSeq CN500去年扩大注册适用范围，公司首批引入Illumina NovaSeq6000、PacBio Sequel II等平台已用于科研服务领域，未来将适时进行医疗器械产品的注册申报，满足不同临床检测的需求，进一步增强公司平台竞争力，降低测序成本。

## ■ 风险提示：政策、研发进展不及预期，产品上市及推广不及预期等。

## ■ 投资建议：看好未来发展前景，维持“买入”评级

维持盈利预测2020-2022年归母净利润3.6/4.2/5.2亿元，增速-8%/17%/24%，当前股价对应PE 46/39/32x。公司作为基因测序领域的龙头企业，技术优势显著，肝癌早筛产品预计2021年落地，潜在市场空间巨大。维持公司合理估值47.21-66.30元，维持“买入”评级。

# 迈瑞医疗2020一季报点评：疫情拉动生命监护线，国际化进程加速

## ■ 业绩稳健增长，疫情拉动生命信息支持产线

2020Q1实现营收47.41亿元（+21.39%），归母净利润13.13亿元（+30.60%），扣非归母净利润12.53亿元（+25.53%），保持稳健增长。受新冠疫情的影响，生命信息与支持产线的监护仪、呼吸机、输注泵高速增长，整体估计50%以上增速；医学影像产线的便携彩超、移动DR均高速增长，台式彩超受到负面影响，医学影像板块估计接近10%增速，预计全年会恢复正常；体外诊断产线的血球CRP、尿液分析仪等均提速，化学发光试剂受医院就诊人次减少而下滑，但新装机继续。整体来看正面影响大于负面影响，负面影响主要在化学发光试剂和彩超，但逐月恢复，估计不影响全年预期。海外业务由于监护产线占比高，整体影响偏正面。二季度国内疫情好转，而海外疫情继续，估计监护产线将保持较高增速，体外诊断则逐渐恢复。

## ■ 销售毛利率降低，研发投入大幅增加，现金流状况佳

2020Q1销售毛利率64.52%（-1.28pp），销售净利率27.72%（+1.96pp）。销售费用率20.03%（-0.48pp），管理费用率（含研发）15.89%（+2.98pp）主要是防疫支出及加大员工激励，财务费用率-1.00%（-4.17pp）由于汇率变化相对受益。2020Q1经营性现金流净额为14.2亿元（+204%），与净利润比值为108%。

## ■ 国内医院新基建提振长期需求，海外订单增加、国际化进程加速

从春节至3月末公司在全国和海外分别紧急交付超过8万台和4万台医疗设备。疫情凸显出国内医院基建的需求，公司在优秀国产医疗设备目录中产品数量位列第一。呼吸机等产品海外订单大增，公司具有本地化运营优势，迅速打开市场，国际化进程加速。

## ■ 风险提示：疫情影响，基层扩容低于预期，研发风险，汇率波动等。

## ■ 投资建议：械中恒“瑞”，维持“买入”评级

维持盈利预测2020-2022年归母净利润分别为56.4/67.7/81.5亿，增速20%/20%/20%，当前股价对应PE分别为57/48/40x。公司作为器械领域的龙头，产品管线丰富，立足全球市场，维持合理估值2021年估值255-268元，维持“买入”评级。

# 凯普生物2019年报暨2020一季报预告点评：核酸分子检测龙头，业绩稳健

## ■ 2019年业绩符合预期，2020Q1维持增长

2019年营收7.29亿元（+25.68%），归母净利润1.47亿元（+29.11%），扣非归母净利润1.35亿元（+36.03%）。Q1业绩预告归母净利润1880-2140万元（+10.07%~25.30%），新冠疫情虽影响HPV检测，新冠核酸检测弥补了收入。新冠试剂盒已获得CE和巴西ANVISA认证，后续若出口将提供业绩弹性。

## ■ HPV稳健，地贫、耳聋试剂高速增长，收入结构优化

HPV检测营收5.13亿元（+16.61%）增长稳定，今年将继续深耕市场，强化龙头地位；地贫、耳聋、STD等其他试剂营收1.13亿元（+39.06%），地贫30%、耳聋50%高增长，占比持续提升；18家医学实验室营收8366万元（+81.87%）。2019年销售毛利率80.59%（-2.91pp），销售费用率35.71%（-1.78pp），管理费用率（含研发）24.43%（-1.42pp），财务费用率0.06%（+0.02pp），降本增效。

## ■ 在研管线丰富，STD十联检获批

公司累计取得25个国内医疗器械注册证（其中三类19个）、27个国内医疗器械备案证，获得欧盟CE认证产品19项。多项在研产品已进入临床最后试验及申请注册阶段。持续学术推广，2019年举办超过550场学术会议，普及核酸检测技术及产品应用。遗传性耳聋基因检测为国内首个通过ISO15189认可的项目，借助400多家挂牌实验室预计维持高增长。独家产品STD十联检2020Q1获批，有望成为第二个拳头产品，今年贡献业绩。2020Q1抗HPV药物磷酸氯喹研发已进入II期临床。研发投入6186万元（+24.84%），2019取得专利证书11项，其中发明专利4项，取得III类医疗器械注册证2项。

## ■ 风险提示：技术研发风险，新产品推广风险、市场竞争风险等。

## ■ 投资建议：核酸分子诊断龙头，上调合理估值，维持“买入”评级。

HPV稳健，地贫、耳聋高速增长，新冠检测试剂盒提供业绩上修弹性，预计2020-2022年归母净利润1.92/2.49/3.33亿元，增速30%/30%/32%，当前股价对应PE为37.8/29.1/22.1X，按照2021年30-35X，上调一年期合理估值至34.50~40.25元（此前报告为24.92~28.48元），维持“买入”评级。

# 迪安诊断2019年报暨2020一季报预告点评：业绩符合预期，降本增效明显

## ■ 2019年收入增长稳健，剔除商誉影响后利润符合预期

2019年营收84.53亿元（+21.33%），归母净利润3.47亿元（-10.63%），利润下滑主要是子公司新疆元鼎商誉减值1.77亿元，剔除该项影响，归母净利润5.24亿元（+23%），符合预期。2020Q1业绩预告净利润300-800万，下滑88%-95%，主要受疫情影响代理和检测收入下滑约30%，我们估计新冠检测贡献收入弥补了检测业务的下滑。

## ■ 特检比例提升，降本增效，现金流改善

代理业务55.02亿（+23%），略超预期，除新疆外其他地区经营正常；检验业务28.09亿（+18.92），预计2020年5家左右实验室实现扭亏，考虑到公司2015-2017年布局的实验室将在2019-2020年逐渐扭亏，实验室利润将持续改善。2019年销售毛利率32.15%（-1.89pp），分看来，虽然代理业务毛利率下滑，但诊断服务部分毛利率提升0.88pp至42.34%，估计与特检比例提升有关，依托精准中心，特检送检收入增速200%。销售费用率9.00%（-0.31pp），管理费用率10.40%（-0.84pp），财务费用率2.47%（+0.01pp）；研发费用率2.52%（+0.09pp）。期间费用率合计21.87%（-1.14pp），降本增效明显。公司2018年起加大应收账款管控，2019现金流明显改善。

## ■ 布局质谱和基因测序两大技术平台，提升特检服务能力

子公司凯莱谱专注质谱检测，2019年估计收入5亿左右，2020Q1公告引入战投，未来将启动分拆上市。公司也与Agena Bioscience合作核酸质谱技术、与Foundation Medicine合作测序技术。

## ■ 风险提示：IVD降价、新产品开发推广不及预期，商誉减值风险等。

## ■ 投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级

考虑到一季度疫情影响，下调盈利预测，预计2020-2022年归母净利润为4.90/6.01/7.49亿元（原5.51/7.09亿元），三年CAGR29%，当前股价对应PE33/27/22X。公司作为第三方独立医学实验室龙头企业，对标海外Labcorp，产品代理、检测服务和合作共建三种业务模式共同发展，现金流改善明显，随着2015-2017年布局的实验室逐渐步入成熟期，业绩将持续改善，拐点可见，维持前期合理估值34.2~39.9元，维持“买入”评级。



# 药明生物2019年报点评：业绩超出预期，市场份额持续提升

## ■ 业绩超出预期，市场份额持续提升

2019年实现营业收入39.84亿元（+57.02%）、归母净利润10.14亿元（+60.80%），超出预期。公司是中国市占率第一的生物制剂研发服务提供商，本年全球收入排名提升至第三。北美地区收入占比53.7%，增速66.5%，中国地区收入占比35.3，增速43.6%，欧洲地区收入占比7.8%，增速81.4%。

## ■ 项目结构向后期滚动，新增项目和未完成订单金额高速增长

截止2019年底，综合项目数250个，新增项目59个，其中临床前项目121个，临床早期项目112个，临床后期项目16个，商业化生产项目1个，项目涵盖单抗、双抗、融合蛋白、ADC等各类生物药，其中有86个项目属于First-in-Class。随着项目结构向后期滚动，盈利能力提升。未完成订单已达51亿美元，潜在里程碑收入达到34亿美元（+70%）。本年度有2个临床后期项目已递交中国和美国BLA申请，预计未来业务将取得更多重要进展。

## ■ 技术平台优势，产能持续扩张

公司拥有WuXiBody双抗平台、WuXia细胞系平台、WuXiUP连续生产平台等技术，具有通用性，可快速、高效表达蛋白，缩短药品研发周期，利用公司的技术，除了根据项目所需成本和时间收取服务费，还可以获得里程碑收入和产品商业化之后的销售分成，截止2019年底，WuxiBody已授权20个项目。2019年拥有产能5.2万升，2022年预计扩张到28万升，海外爱尔兰生产基地建设顺利，预计新建美国基地，执行全球双厂策略，更容易实现技术转移。投资2.4亿美元新建疫苗工厂，进入全球疫苗CDMO行业。

## ■ 风险提示：研发进展不达预期；项目终止数目增加；全球疫情影响等。

## ■ 投资建议：生物制剂CDMO龙头，维持“买入”评级

下调盈利预测，预计2020-2022年归母净利润14.05/19.19/27.02亿元，同比增速39/37/41%；摊薄EPS为1.08/1.48/2.09元，当前股价对应PE为83/61/43x。公司作为生物制剂CDMO龙头企业，业绩维持高速增长，按照2022年PE45~48x，上调合理估值104.8~111.8港元，维持“买入”评级。

# 爱尔眼科2019年报暨2020一季报点评：疫情影响20Q1， 预计逐渐恢复

## ■ 2019年业绩符合预期，现金流充裕，20Q1受疫情影响下滑

2019年营收99.90亿元（+24.74%），归母净利润13.79亿元（+36.67%），扣非归母净利润14.29亿元（+32.42%），业绩符合预期。2020Q1受新冠疫情影响，营收16.41亿元（-26.86%），归母净利润0.79亿元（-73.41%），扣非归母净利润0.26亿元（-90.50%），估计3月恢复五成，Q2将逐月恢复。2019年销售费用率10.50%（+0.19pp），管理费用率14.59%（-0.01pp），财务费用率0.76%（+0.20pp），经营性现金流净额达到20.78亿元（+48.47%）。

## ■ 屈光、视光业务稳定增长，白内障业务转型提速

2019年屈光项目、视光服务项目、白内障业务营收分别为35.31亿元（+25.56%）、19.30亿元（+30.67%）、17.60亿元（+13.97%），屈光项目各医院手术量快速增长，形成价量齐升的局面；白内障业务受医保政策影响，手术量增速阶段性放缓，但业务转型升级取得新突破；视光项目在国家近视防控战略的推动下品牌影响力逐步提升。

## ■ 内生增长依旧强劲，并购提速

从子公司业绩来看，十年以上的成熟医院继续保持较高的利润增速（长沙+11%、成都+24%、衡阳+20%、武汉+23%），相对较新的医院如2017年并入的东莞爱尔净利润1.63亿元（+36.36%），内生对业绩的支撑依旧强劲。2019年公司共发生19起重大股权投资，较上年的8起明显提速，收购新加坡上市公司ISEC Healthcare成功布局东南亚市场，国内外医疗网络布局再扩大。

## ■ 风险提示：新冠疫情影响、并购整合进度不达预期、医疗事故风险等。

## ■ 投资建议：下调盈利预测，维持“增持”评级

公司是国内眼科领域的龙头公司，通过连锁复制模式迅速扩张，内生+外延共同支持增长。由于Q1疫情影响，我们下调盈利预测2020-2022年归母净利润14.90/23.38/30.92（原18.24/24.25）亿元，同比增速8%/57%/32%，当前股价对应的PE为94/60/45x，维持“增持”评级。

# 鱼跃医疗2019年报暨2020一季报点评：20Q1海外订单激增，增厚全年业绩

## ■ 2019收入稳健，2020Q1受疫情订单大增，预计全年受益

2019年实现营收41.83亿元（+18.12%），归母净利润7.27亿元（+22.82%），扣非归母净利润7.08亿元（+10.15%）。2020Q1营收13.91亿元（+15.80%），归母净利润3.83亿元（+55.16%），扣非归母净利润3.66亿元（+53.29%）。预告2020H1归母净利润8.00-8.27亿元（+50-55%），受国内外疫情影响，无创呼吸机、红外额温枪、血氧仪等海外需求激增，已有大量订单排队等待发货，且利润率水平提升。

## ■ 临床产品线2019年增长恢复

2019医用器械收入12.29亿元（+19.62%），毛利率50.98%，提高3.00pp。中优利康实现营收6.26亿元（+19.35%），净利润1.59亿元（+31.21%），随着丹阳新产能释放、盈利能力提升。上械技改完成，营收7.13亿元（+25.73%），净利润3902万元（-43.92%）。

## ■ 家用医疗器械线上占比继续提升

2019家用器械实现收入17.81亿元（+16.14%），毛利率39.83%，提高4.20pp。2019年血糖仪及试纸、电子血压计、红外体温计、AED等产品增速超过25%。无创呼吸机产品业绩增速接近35%，2019前三季度整理渠道，因此制氧机、雾化器产品销售受到了一定影响，销售规模下降10%左右。2019年公司线上业务占比不断增大，同比增速近25%。

## ■ 毛利率提升，费用率基本稳定，现金流充裕

2019年毛利率42.21%（+2.38pp），销售费用率13.59%（+0.76pp），主要是线上天猫旗舰店收归自营后销售费用同步提升所致；管理费用率10.81%（+1.27pp），公司研发投入不断增加。财务费用率-0.22%（+0.51pp）。2019现金流/净利润比82%，2020Q1继续大幅改善。

## ■ 风险提示：引入产品销售不达预期；上械整合不达预期。

## ■ 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级

考虑疫情使得海外订单增加，利润率提升，上调盈利预测2020-2022年归母净利润为11.06/11.75/14.21亿元（原10.73/12.87亿元），增速47%/6%/20%，当前股价对应PE为33.8/31.8/26.3X，维持“买入”评级。

# 迈克生物2019年报暨2020一季报点评：高速发光仪器带来新一轮成长

## ■ 2019年业绩符合预期，疫情影响Q1，新冠检测试剂出口有正面影响

2019年全年营收32.23亿元（+20.02%），归母净利润5.25亿元（+18.06%），扣非归母净利润5.19亿元（+18.97%）。2020Q1预告归母净利润7105-7697万元（-35%~-40%），受疫情影响，门诊检测量和试剂销售下降。公司新冠检测试剂盒已经获得FDA紧急使用授权，受益新冠检测试剂盒出口，预计对全年业绩都有正面影响。

## ■ 毛利率平稳、费用率略增，现金流大幅改善

2019年销售毛利率51.82%（+0.02pp），销售费用率17.53%（+0.65pp），管理费用率9.05%（-0.07pp），财务费用率2.02%（+0.20pp）；经营现金流净额为4.6亿元，与净利润比值达87%。

## ■ I3000装机进展符合预期，配套试剂逐渐丰富

I3000高速化学发光仪器目前已获批甲功7项、传染病8项、心肌4项、肿瘤标志物7项等29项配套试剂，全年出货约500台，估计成熟单台产出50万/年。2019年研发投入1.89亿元，占自产产品收入比重为15.57%，新增研发项目70项。拥有国内产品注册证423项，其中试剂410项，仪器13项。2020Q1全自动血细胞分析仪F800获批，全自动化学发光免疫分析仪i1000获批，将逐渐替代IS1200。

## ■ 自产和代理业务齐发力，自产试剂毛利提升

自产试剂收入9.61亿（+26.58%），毛利率81.58%（+1.85pp）；代理试剂收入14.59亿（+47.79%），毛利率37.26%（-1.89pp）。血球仪装机量增长迅速，血球试剂收入增速78.51%。化学发光收入增长29.48%。

## ■ 风险提示：代理业务增长不达预期，新产品推广受疫情影响等。

## ■ 投资建议：高速仪器装机带来新一轮增长，维持“买入”评级

预测2020-2022年归母净利润6.40/7.88/9.41亿元，增速22%/23%/22%，当前股价对应PE为29.8/24.2 /19.9X，维持“买入”评级。

# 透景生命2019年报暨2020一季报点评： 仪器投放拉动营收，期待自免放量

## ■ 2019年收入提速，20Q1业绩受疫情影响下滑

2019年营收4.41亿元（+21.0%），归母净利润1.57亿（+10.8%），19年新装机152台，仪器投放加快拉动试剂收入。利润增速低主要是股权激励摊销费用及扩大营销团队、装机数量增多导致销售费用增长。2020Q1由于疫情影响，检测量大幅减少，实现营收0.29亿元（-57.2%），归母净利润首次出现亏损0.19亿。我们预计Q2业务逐渐恢复正常。

## ■ 市场推广导致销售费用率提升，现金流优异

2019年毛利率为78.6%（+0.2pp）。销售费用率25.2%（+2.4pp）由于仪器装机和销售团队扩充。直销收入占比30.82%，渠道把控能力增强。经营性现金流净额达1.7亿，占净利润的比例为111%，质量优。

## ■ 研发投入加大，报产加快，产品管线未来2-3年将不断丰富

2019年研发投入接近5200万（+30%），占营收比例达11.18%。2019年新增6个医疗器械注册证书，还提交了35个新产品注册申请。目前在研项目达到110个，免疫诊断占比最高（64.55%），所有项目中超过一半已经提交注册检验和报批。研发投入为公司后续不断推出新产品做好充足的技术和产品储备，保证了公司产品体系的活力和竞争力，未来2-3年内产品管线将不断丰富。

## ■ 自免产品上市，期待快速放量

中国自免检测市场规模的大概在20-30亿，年增长幅度为15-20%左右。国内市场中德国欧蒙诊断占据半壁江山，竞争格局尚不激烈，有较大发展空间。透景的十五项自身抗体谱临床价值显著，且与配套设备TESMI在检测时间、上样模式、检测通量、敏感性、特异性等多个维度均具有优势，可与公司已布局的高通量荧光仪器协同，有望成为大单品拉动营收和仪器单台产出。

## ■ 风险提示：新冠疫情影响市场推广销售、研发注册等不及预期

## ■ 投资建议：仪器投放拉动营收，期待自免放量，维持“买入”评级

考虑疫情，下调盈利预测，预计2020-2022年归母净利润分别为1.59/2.21/2.69亿（原1.94/2.45亿），三年CAGR约19.6%，当前股价对应PE分别为23.4/16.8/13.8X，公司属于小而美的技术企业，细分市场空间广阔，未来有望成为IVD行业的一匹黑马。按照2021年22-24xPE，维持合理估值48.62~53.04元，维持“买入”评级。

# 科伦药业2019年报暨2020一季报点评：川宁拖累业绩，仿制药快速放量

## ■ 2019年川宁项目不达预期，2020Q1业绩受疫情冲击

2019年实现营收176.36亿元（+7.9%），增速下滑，归母净利润9.38亿（-22.7%）。川宁面临激烈竞争，产品价格下调；且研发费用超预期造成利润同比大幅下降。20Q1受疫情影响营收和净利均大幅下滑，公司预告20H1归母净利润为0~3.64亿，同比下降50%-100%。目前大输液板块逐步恢复，同时抗生素中间体的价格相较一季度已经明显回升，伴随更多仿制药报产及新药上市，制剂板块将快速放量。

## ■ 大输液：普通输液稳扎稳打，营养型输液厚积薄发。

2019年大输液实现收入104.60亿（+5.86%），基础输液龙头地位不改，且市占率有所提升。营养型输液产品快速放量，多蒙捷和多特收入达3.88亿（+179%），销售业绩极为亮眼。肠外营养输液产品新生产线投产，新增产能将在2020年释放，有助于进一步提升市场占有率。

## ■ 抗生素：川宁价格承压，引入战略投资促进估值合理回归

抗生素板块实现收入31.08亿（-5.64%），川宁子公司实现收入28.77亿元（-8.64%），净利润0.65（-89.08%）。部分抗生素企业复产使得硫红、6-APA等品种价格承压，公司凭借成本优势和环保优势仍然保持行业领先地位。川宁计划引入外部战略投资者，有利于促进川宁估值的合理回归并提供资金支持，加速实现“三发驱动”战略。

## ■ 非输液制剂：研发投入加大，开始进入新药放量期。

自2013年以来公司研发投入累计超过50亿元，2019年达13.5亿（占营收的7.7%）。创新药中KL-A167进入关键临床II期，西妥昔单抗类似物处于三期临床，进度居前。非输液制剂收入36.78亿（+28.73%），多个重点品种快速放量，随着仿制药管线的扩充和学术推广能力的加强，新药的收入贡献将进一步扩大，成为公司业绩弹性的主要来源。

## ■ 风险提示：原料药价格波动，研发不及预期、新冠疫情影响等

## ■ 投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑新冠疫情影响、研发投入加大以及原料药价格波动导致盈利下滑，下调盈利预测，2020-2022年归母净利润为8.78/11.51/12.91亿元（原15.8/19.7亿元），CAGR约11%，当前股价对应PE31/24/21X。分部法计算公司2021年合理市值在327亿-388亿，维持“买入”评级。

# 华兰生物2020年一季度报点评： 业绩基本持平，全年预期不改

## ■ 一季度业绩基本持平

华兰生物2020年一季度营收6.78亿元（-2.62%），归母净利润2.47亿元（-4.71%），扣非后归母净利润2.44亿元（+1.49%），业绩与去年同期基本持平。考虑到去年一季度有约10万支四价流感疫苗形成销售，今年Q1的血制品业绩有小幅增长。

## ■ 疫情影响销售，预计后续逐步恢复

华兰生物一季度末的存货为11.43亿元，与年初存货11.60亿元基本持平，主要是由于疫情影响了公司的出货，导致部分存货并未形成销售。预计随着道路的恢复，公司的销售也会逐步恢复正常。受到疫情影响，预计今年的采浆量将会出现下滑，血制品供给端将持续紧张。我们估计全年的血制品业绩仍将维持一个稳健的增速。

## ■ 今年的业绩弹性主要来自于疫苗业务

流感疫苗的生产正常进行，且销售集中在下半年，不受疫情的影响。我们认为此次疫情将大幅提升民众对接种疫苗的认识。公司的产能提升后，今年的四价流感疫苗销售有望翻番，大幅增厚疫苗公司的利润。虽然四价流感疫苗的竞争者可能进一步增加，但是流感疫苗市场广阔，华兰规模化优势巨大，将继续主导流感疫苗市场。

## ■ 风险提示：采浆不及预期、疫苗销售不及预期

## ■ 投资建议：维持盈利预测，继续推荐“买入”

公司是血制品和流感疫苗的双龙头，血制品业务稳健增长，现金流优秀；疫苗业务随着四价流感疫苗的放量迅速增长。单抗业务预计2021年将有第一个产品上市，后续品种逐步上市，贡献销售。我们认为四价流感疫苗将成为华兰生物业绩的强大推动力，疫苗业务三年复合增长可达50%。我们维持此前的盈利预测，预计2020~2022年净利润为16.66/19.34/22.22亿元，同比增长30%/16%/15%，对应当前股价PE为43/37/32x，维持“买入”评级。

# 天坛生物2019年年报点评： 疫情影响不改血制龙头的长逻辑

## ■ 业绩快速增长，利润率提升

2019年天坛生物实现营收32.82亿元（+11.97%），归母净利润6.11亿元（+19.94%），业绩快速增长。经营性现金流净额6.42亿元（-5.23%），与净利润匹配。公司费用率基本持平，净利率随毛利率增长而小幅增长至18.5%。

## ■ 发挥优势：浆站开拓积极进取

公司2019年全年采浆1706吨（+8.8%），采浆规模继续保持全国首位。在全国13个省/自治区单采血浆站（含分站）数量达到58家，其中在营浆站52家；年内兰州血制获批设置泾川浆站，成都蓉生宜宾浆站、武汉血制大同浆站和郟阳浆站郟西分站开业采浆。

## ■ 补足短板：新产品研发顺利推进

2019年成都蓉生的狂免获批上市，PCC完成临床试验，纤原和层析工艺静丙开展Ⅲ期临床试验；兰州血制的PCC获得临床批件。并且，公司高度重视重组凝血因子产品的研发，成都蓉生的重组Ⅷ因子进入Ⅲ期临床，重组活化Ⅶ因子按计划推进。公司在层析法静丙和重组凝血因子的研发中处于国内领先地位。

## ■ 风险提示：采浆不及预期、新品种上市不及预期

## ■ 投资建议：坚定看好公司的长逻辑，维持“买入”评级

受到疫情的影响，血制品行业2020年的采浆预计出现个位数的下滑，2020~21年的投浆量受到一定影响，公司短期的业绩增速可能出现下滑。但是公司的长逻辑并未发生改变：1）作为国内采浆量第一的龙头，公司未来新批浆站的预期高，预计采浆增速领先同侪；2）四大血制随着投浆量提升带来产能利用率的提升以及成本的摊薄，吨浆利润持续改善确定性高；3）新品种上市以及永安血制的投产将大幅提升成都蓉生的盈利能力。受疫情影响，我们下调公司2020~21年的盈利预测（原值为7.24/10.32亿元），且新增2022年的盈利预测，预计2020~2022年归母净利润为6.66/7.78/11.41亿元，同比增长9.0%/16.7%/46.7%，对应当前股价PE为56/48/33x，维持“买入”评级。



# 康弘药业2019年年报及2020年一季报点评： 业绩符合预期，康柏西普待放量

## ■ 康柏西普快速增长，传统板块企稳

2019年康弘药业实现营收32.57亿元（+11.65%），归母净利润7.18亿元（+3.35%），经营性净现金流8.12亿元（+131.46%）。核心生物制品板块（康柏西普）营收11.55亿元（+31.0%），占总营收比例大幅提升至35.5%（+5.2pp）；传统板块企稳：化学药营收12.07亿元（+3.2%），中成药营收8.92亿元（+3.3%）。受疫情影响，20Q1实现营收6.33亿元（-11.76%），净利润1.77亿元（-16.30%）。

## ■ 研发投入增大，进度稳步推进

由于康柏西普海外临床的开启，公司2019年的研发投入大幅增长至7.88亿元（+126%），其中费用化2.87亿元（+24.6%），研发费用率8.8%（+0.9pp）。随着3期临床的推进，研发投入将维持在高水平。

## ■ 期待康柏西普快速放量

2019年康柏西普销售额保持30%以上增长，并在医保谈判中仅降价25%完成续约，新增纳入CNV和DME两大适应症，另一适应症RVO正处于3期临床，有望在2020年大幅放量。康柏西普一季度的需求受到疫情压制，预计后续会有恢复性增长。康柏西普海外3期临床正在进行，若顺利在美国上市，则将大幅提升其市场空间。

## ■ 风险提示：康柏西普销售不及预期、海外临床进度不及预期

## ■ 投资建议：维持“增持”评级

康弘药业核心品种康柏西普小幅降价医保续约成功，新增纳入CNV和DME两大适应症，预计在2020年大幅放量。海外临床的推进有助于打开康柏西普更广阔空间。受到疫情影响，我们下调2020~21年业绩预测，并新增2022年业绩预测；预计2020~22年公司归母净利润为8.37/10.75/13.33亿元，同比增长17%/28%/24%（原增速26%/31%），对应当前股价PE为40.1/31.2/25.1x，维持“增持”评级。

# 康泰生物2019年年报及2020年一季度报点评： 一季度波动不影响全年高增长

## ■ 费用管控优秀，盈利能力提升

2019年康泰生物实现营收19.43亿元（-3.65%），归母净利润5.75亿元（+31.86%），经营性现金流净额5.06亿元（+50.29%），业绩快速增长得益于公司优秀的费用管控。19年全年销售费用率大幅下降至40.4%（-9.4pp），管理费用率19.0%（+2.5pp）。受到新冠疫情和股权激励摊销成本增加的影响，2020年一季度营收1.77亿元（-48.12%），归母净利润242万元（-97.57%）。

## ■ 四联苗批签发正常，疫情影响逐渐消除

公司的核心产品四联苗2019年全年共批签发477万支（-7.4%），2020年一季度批签发155万支（+136.2%），占去年批签发的32%，主力产品的批签发并未受到影响。随着疫情逐步得到控制，接种点恢复预约接种，预计二季度业绩有恢复性的增长，疫情对全年业绩影响有限。此次疫情大幅提升民众对疫苗的认知，利好行业的长期发展。

## ■ 最强研发管线，重磅品种2021年登陆市场

公司的两大重磅在研品种均取得进展：13价肺炎结合苗已提交上市申请并纳入优先审评，预计将在今年底或明年初上市；人二倍体狂苗临床研究阶段工作顺利完成并获得临床试验总结报告。另有大单品百白破-IPV-Hib五联苗和麻腮风-水痘四联苗处于临床前阶段。公司在研管线丰富，且对标海外，重磅品种上市后，公司将在2021年迎来爆发。

■ 风险提示：创新品种临床进度不及预期，疫情影响产品销售，行业安全性事件

## ■ 投资建议：维持“增持”评级

由于公司费用管理优秀，且疫情过后疫苗接种需求有望提升，我们上调2020~21年盈利预测（原值6.54/12.14亿元），新增2022年盈利预测，预计2020~22年归母净利润为8.03/13.94/20.42亿元，同比增长39.7%/73.6%/46.5%，对应当前股价PE为108/62/42x，维持“增持”评级。

# 三生制药 (1530.HK) 2019年年报点评: 业绩稳健增长, 价值被低估

## ■ 业绩稳健增长

三生制药2019年实现营收53.18亿元 (+16.0%), EBITDA为15.86亿元 (-16.2%), 正常化EBITDA为20.05亿元 (+12.5%); 归母净利润为9.74亿元 (-23.8%), 正常化归母净利润为13.92亿元 (+19.4%)。业绩实现稳健增长。

## ■ 特比澳: 持续强势增长

2019年特比澳销售收入为23.23亿元 (+39%), 四年复合增速达40%, 市场份额不断提升。特比澳的渗透率还有很大提升空间, 加之开拓儿科及肝病的适应症。虽然2020年一季度受到疫情的影响, 我们预计特比澳全年可以保持两位数的增长。

## ■ 益赛普: 价格承压, 渗透率有望大幅提升

虽然益赛普面临价格方面的压力, 但中国类风湿性关节炎、强制性脊柱炎和银屑病三大适应症的生物制剂渗透率仍在极低的水平。益赛普的预充式水针的报产已经获得受理, 预计可于明年上市, 大幅提升患者用药的依从性。预计益赛普在承受一次性的冲击之后重新恢复增长。

## ■ 研发投入不断加大

2019年三生制药研发费用5.27亿元 (+45%), 研发费用率为9.9% (+2.0pp), 加大研发投入为公司后续新品种的上市打下基础。公司的伊尼妥单抗 (302H/抗HER2抗体) 于2018年9月申报上市, 在国产厂家中处于领先地位, 预计将于今年二季度获批上市, 为公司业绩提供新的增量。

## ■ 风险提示: 益赛普销售不达预期、商誉减值风险

## ■ 投资建议: 价值被低估, 维持“买入”评级。

公司的业绩稳健增长, 研发投入不断加大, 创新管线即将进入收获期, 商誉减值风险可控。我们预计公司2020~2022年净利润为13.26、14.99、17.35亿元, 同比增长36.2%、13.1%、15.7%, 对应当前股价PE为14/13/11x, 维持“买入”评级。

## ● 医药细分板块投资观点

# 药品板块：创新药需求刚性较强，疫情下持续增长

- 疫情下创新药龙头仍保持稳健增长，肿瘤用药需求刚性较强。恒瑞医药2020一季度收入55.27亿（+11.3%），归母净利润13.15亿（+10.3%），保持稳健增长，预计卡瑞利珠单抗、吡咯替尼等刚需抗肿瘤药疫情下仍保持增长。贝达药业一季度收入6.47亿元（+72.6%），归母净利润1.30亿（+152.36%），高增长表现亮眼，埃克替尼刚需属性较强，受疫情影响较小，销售同比大增近70%。疫情冲击下稀缺性与需求刚性均较强的创新品种体现出较好的承压能力，2020年国产创新龙头将进入收获期，多个重磅品种有望陆续落地。
- 地区性注射剂集采启动，集采常态化步伐加快。4月20日山西省发布文件对21个注射剂品种启动集采，涉及呼吸、血液、肿瘤、麻醉、神经等多个用药领域，在报价层面采取了最低价中选方式。各地陆续尝试地方性、联盟形式的集采，覆盖仿制药范围持续扩大，叠加DRGs等支付改革因素，未来医药行业受政策影响板块可能进一步扩大，建议关注具有创新属性及受政策影响较小的医药企业。建议关注：恒瑞医药、复星医药、中国生物制药、丽珠集团。

表：化学药领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 20/5/8	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20A	
600276	恒瑞医药	97.05	4292	1.20	1.59	2.09	2.68	80.6	61.0	46.4	36.2	21.5	2.0	买入
600196	复星医药	33.44	857	1.30	1.45	1.72	1.99	25.8	23.1	19.4	16.8	10.4	1.5	买入
002422	科伦药业	20.30	292	0.65	0.61	0.80	0.90	31.2	33.3	25.4	22.6	7.1	4.7	买入
000513	丽珠集团	41.51	389	1.39	1.62	1.89	2.27	29.9	25.6	22.0	18.3	11.7	1.4	买入
600521	华海药业	27.95	370	0.43	0.52	0.63	0.75	64.9	53.4	44.4	37.4	10.2	2.7	无评级
000963	华东医药	21.76	381	1.61	1.62	1.88	2.25	13.5	13.4	11.6	9.7	22.9	1.1	买入
300558	贝达药业	101.36	406	0.58	0.80	1.10	1.45	176.1	126.0	92.5	70.0	9.4	3.5	无评级

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

# 医疗服务：疫情不改药物研发刚需，连锁服务有望逐季回升

- 疫情对国内医药外包行业影响相对有限，药物研发需求重视程度可能进一步提升。一季度国内CRO/CDMO龙头受疫情影响相对有限，药明康德、泰格医药、凯莱英、康龙化成一季度收入增速分别为15.1%、6.8%、-0.2%、25.7%，海外疫情不容乐观，临床试验暂停数量大幅提升，短期可能对于部分企业海外产能及下游需求造成一定影响。尽管全球疫情对医药外包产业链的需求端造成一定短期冲击，但疫情本身会加大各国对于生物医药领域的研发投入重视，行业景气度有望持续。建议关注：药明康德、泰格医药、康龙化成、凯莱英。
- 连锁医疗服务公司一季度受到疫情影响下滑，二三季度有望迎来需求快速反弹。爱尔眼科、美年健康、通策医疗一季度收入分别下滑26.9%、58.2%、51.1%，主要受到疫情期间医院、门诊、体检中心关门，患者就诊率大幅下滑影响。目前各机构已逐步恢复正常运营，爱尔眼科旗下前十大医院四月中下旬已恢复或接近去年同期水平。预计2~4季度有望逐季增速提升。连锁医疗服务行业将持续受益于居民健康意识的提升与消费升级，龙头公司地位稳固。建议关注：爱尔眼科、美年健康、通策医疗。

表：医药商业领域重点公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价 20/5/8	总市值 亿元	EPS				PE				ROE 19A	PEG 20A	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
002044	美年健康	12.00	470	-0.22	0.27	0.39	0.42	-54.3	45.1	31.1	28.9	-11.8	-0.2	买入
300015	爱尔眼科	46.80	1450	0.45	0.48	0.75	1.00	105.1	97.5	62.4	46.8	20.9	5.1	买入
300347	泰格医药	77.80	583	1.12	1.48	1.95	2.59	69.3	52.6	39.9	30.0	19.9	2.6	买入
603259	药明康德	103.60	1711	1.12	1.76	2.32	3.03	92.2	58.9	44.7	34.2	10.7	2.2	买入
300759	康龙化成	64.40	512	0.69	0.99	1.33	1.76	93.5	64.7	48.3	36.6	7.0	1.8	买入
002821	凯莱英	187.96	435	2.39	3.10	4.01	5.22	78.5	60.6	46.9	36.0	18.2	3.2	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及预测

# 医疗器械：跑赢医药板块，疫情带动上涨

- 医疗器械板块4月1日-5月10日上涨9.7%，跑赢医药生物板块，2020年PE45倍（剔除负值），近期涨幅较大。疫情影响下，分子诊断POCT等IVD板块普涨，防疫相关的器械如监护、移动DR、呼吸机等也大幅上涨。
- **投资逻辑：**1) 器械和耗材类公司：进口替代和基础需求提升。结合近期政策要求医疗体系“补短板”，加强基层医疗服务机构的质量建设，将会带动医疗设备需求增长。目前三甲医院中高端医疗装备仍然以进口厂商占据主导地位，但是呼吸机、监护仪等生命支持设备，DR、CT、超声等医学影像设备、心内科导管室、血液净化及透析设备、IVD等领域，国产企业已经开始加快进口替代进程，上市龙头有望在本轮医院建设与升级中迎来较大的增量订单。尤其是随着疫情的全球扩散，全球型企业如迈瑞医疗在海外也接到大量订单短期长期均利好。推荐买入迈瑞医疗、鱼跃医疗，关注万东医疗等。2) 创新医疗器械：贝瑞基因作为基因测序龙头，以科技创新为本，其主营业务稳健增长，肝癌早筛项目全球规模最大、进度领先，产品落地在即。乐普医疗NeoVas为国内第一款国产可降解支架，先发优势与渠道优势明显，预计渗透率将提升。推荐买入贝瑞基因、乐普医疗，关注华大基因等。3) 核酸分子诊断及POCT公司：分子诊断和POCT是体外诊断细分行业增速最快的领域，凯普生物STD十联检获批，有望成为重磅品种，一季度新冠病毒检测也对业绩提供正面弹性。推荐买入凯普生物、迪安诊断、关注万孚生物等。

表：器械板块重点公司估值表

代码	公司简称	股价 20-5-10	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E	19A	20E	
300760	迈瑞医疗	266.21	3236	3.85	4.64	5.57	6.70	69.1	57.4	47.8	39.7	27.3	2.8	买入
300003	乐普医疗	39.60	706	0.97	1.24	1.63	2.09	40.9	31.8	24.3	18.9	14.3	1.1	买入
300244	迪安诊断	25.83	160	0.56	0.79	0.97	1.21	46.1	32.7	26.7	21.4	8.8	1.1	买入
710	贝瑞基因	46.20	164	1.10	1.02	1.19	1.48	41.9	45.4	38.9	31.3	13.9	4.4	买入
300639	凯普生物	31.93	68	0.69	0.90	1.17	1.54	46.1	35.3	27.2	20.7	12.8	1.2	买入
300463	迈克生物	37.61	210	0.94	1.15	1.41	1.72	39.9	32.8	26.6	21.8	17.8	1.5	买入
2223	鱼跃医疗	34.99	351	0.75	1.10	1.17	1.42	46.6	31.7	29.9	24.7	12.1	1.3	买入
300642	透景生命	56.30	51	1.40	1.86	2.48	3.29	40.3	30.3	22.7	17.1	19.6	0.9	买入
300633	开立医疗	85.90	294	1.13	1.61	2.06	2.66	76.0	53.3	41.7	32.3	17.4	1.6	无
603658	安图生物	30.63	124	0.25	0.48	0.65	0.82	122.4	63.2	46.8	37.3	7.4	1.3	无
603882	金城医学	136.51	588	1.80	2.23	3.02	3.94	75.9	61.3	45.2	34.6	32.8	2.0	无
300482	万孚生物	71.00	325	0.88	1.18	1.46	1.85	80.8	60.4	48.6	38.3	14.8	2.1	无
300676	华大基因	103.57	414	0.69	0.44	0.51	1.50	150.0	86.7	79.9	69.1	4.6	2.9	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：开立医疗、安图生物、金城医学、万孚生物、华大基因为Wind一致预期，其余为国信预测

# 血制品批签发：静丙大幅增长，进口白蛋白占比提升

表：血制品批签发（千瓶）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020M1~4	同比增速	占比(比2019A)
白蛋白	39,085.9	41,074.1	46,866	53,210	20,221	58.3%	38.0%
其中：进口白蛋白	22,231.7	23,602.7	27,693	31,951	13,153	126.3%	41.2%
国产白蛋白	16,776.8	17,338.4	18,894	21,042	7,068	1.5%	33.6%
国产白蛋白占比	42.9%	42.2%	40.3%	39.5%	35.0%	/	/
静丙	10,933.6	10,893.3	10,773	12,025	5,623	80.3%	46.8%
肌免	3,122.0	1,854.9	1,280	2,478	1,191	248.3%	48.1%
狂免	3,382.9	5,010.3	8,491	12,397	3,580	32.2%	28.9%
乙免	1,785.2	1,789.1	2,195	1,662	394	-21.2%	23.7%
破免	3,949.7	4,248.0	3,492	6,329	2,168	19.9%	34.3%
VIII因子	1,085.3	1,347.0	1,696	1,709	747	48.1%	43.7%
PCC	775.0	989.1	960	984	457	153.0%	46.4%
纤原	965.9	941.3	871	871	329	-4.1%	37.8%

资料来源：中检院及各分所、国信证券经济研究所整理



# 主要血制品公司：静丙批签发显著增长

表：主要公司白蛋白批签发（千瓶）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020M1~4	同比增速	占比(比2019A)
天坛生物	2,623.1	3,362.1	3,631	4,320	1,556	15.4%	36.0%
泰邦生物	2,884.4	2,841.6	3,056	3,837	1,202	-22.5%	31.3%
华兰生物	2,531.8	2,353.5	2,531	2,450	907	-1.1%	37.0%
上海莱士	2,317.8	2,429.1	2,302	2,645	1,015	44.1%	38.4%
博雅生物	501.6	684.4	862	859	245	-4.1%	28.5%
双林生物	818.0	750.1	899	1,066	353	31.7%	33.1%
卫光生物	669.8	637.0	900	1,035	347	-2.6%	33.5%

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

表：主要公司静丙批签发（千瓶）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020M1~4	同比增速	占比(比2019A)
天坛生物	1,991.0	2,405.2	2,777	2,942	1,178	87.8%	40.0%
泰邦生物	1,788.9	1,768.7	1,669	1,877	870	28.2%	46.3%
华兰生物	1,683.0	1,534.5	1,106	1,448	603	60.4%	41.6%
上海莱士	1,638.7	1,523.2	1,277	1,482	1,005	530.4%	67.8%
博雅生物	415.1	483.5	679	578	313	41.9%	54.2%
双林生物	387.7	320.5	376	515	275	140.1%	53.4%
卫光生物	456.3	428.5	543	581	284	41.5%	48.9%

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

# 疫苗批签发：主要品种增长，受疫情影响不大

表：主要疫苗品种批签发（千人份）

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020Q1	同比增速	占比(比2019A)
13价肺炎结合苗		178.9	962	1,189	388	58.8%	32.6%
23价肺炎多糖苗	3,690.3	5,257.4	7,047	9,470	2,221	86.4%	23.5%
9价HPV			405	1,107	719	380.5%	65.0%
4价HPV		116.0	1,267	1,848	757	23.7%	41.0%
2价HPV		369.0	704	669	31	-71.5%	4.7%
AC+Hib三联苗	111.0	2,352.0	3,218	2,140	799	5.0%	37.3%
百白破+Hib四联苗	330.3	356.6	1,288	1,193	387	343.2%	32.5%
百白破+IPV+Hib五联苗	698.6	530.2	507	1,149	492	57.9%	42.8%
Hib疫苗	5,255.3	3,852.9	3,629	2,418	1,148	115.9%	47.5%
AC结合苗	1,377.3	2,699.2	2,387	3,957	1,616	-11.7%	40.8%
EV71疫苗	4,377.3	10,010.6	16,547	9,425	2,583	-13.3%	27.4%
狂犬疫苗	12,796.1	17,377.0	13,792	13,783	4,386	-1.5%	31.8%
水痘疫苗	13,428.9	14,329.3	20,438	21,025	6,322	86.3%	30.1%
五价轮状病毒疫苗			264	1,566	473	23.0%	30.2%

资料来源:中检院及各分所、国信证券经济研究所整理

# 生物制品：优质赛道，长线看好

- 血制品：**预计2020年静丙等产品的涨价对冲投浆量的下滑，业绩增速在10%左右。中长期看，行业的增长取决于采浆量的增速（新批浆站数量）和静丙的学术推广情况，层析法静丙的上市将带来商业模式的改变。重点关注天坛生物：采浆量第一且未来新批浆站预期行业内最多，凝血因子类新品种的获批叠加永安血制的投产大幅提升公司的利润水平；层析法静丙研发进度国内领先。
- 疫苗：**重磅品种放量且研发管线逐步兑现，疫情对全年业绩影响有限。重点关注华兰生物：血制品和疫苗双龙头，血制品保持稳定现金牛属性；四价流感疫苗空间广阔。康泰生物：核心品种四联苗保持增长，研发管线深厚且对标国际大品种，重磅品种2021年上市带来业绩飞跃。
- 重组基因工程药物：**长春高新：业绩确定性强、医保体系外优势凸显，金赛药业有望继续维持高增长。康弘药业：康柏西普小幅降价进入医保带来新一轮放量，海外临床持续推进，传统板块企稳。三生制药：业绩稳健增长，研发投入不断加大，创新管线即将进入收获期，商誉减值风险可控。

表：生物制品板块重点公司估值表

代码	公司简称	股价 20/5/6	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
600161	天坛生物	34.47	360	0.58	0.64	0.74	1.09	59.0	54.1	46.3	31.6	16.7%	2.3	买入
002007	华兰生物	38.55	703	0.70	0.91	1.06	1.22	54.8	42.2	36.4	31.7	19.0%	2.1	买入
300294	博雅生物	31.1	135	0.98	1.12	1.43	1.62	31.6	27.7	21.7	19.2	10.7%	1.5	买入
000661	长春高新	611.7	1238	8.77	14.06	17.85	22.07	69.7	43.5	34.3	27.7	26.5%	1.2	增持
600867	通化东宝	13.62	277	0.40	0.57	0.68	0.80	34.2	23.8	20.0	16.9	18.2%	0.9	买入
002773	康弘药业	38.02	333	0.82	0.96	1.23	1.52	46.4	39.8	31.0	25.0	14.8%	1.7	增持
300601	康泰生物	134.57	868	0.89	1.24	2.16	3.16	151.1	108.1	62.3	42.5	22.4%	2.1	增持
300122	智飞生物	80.85	1294	1.48	2.08	2.75	3.43	54.7	38.8	29.4	23.5	48.1%	1.2	增持
1530.HK	三生制药	8.1	206	0.38	0.52	0.59	0.68	19.4	14.2	12.6	10.9	10.5%	0.7	买入

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理、预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券经济研究所

GUOSEN Guosen Securities Economic Research Institute

全球视野 本土智慧

GLOBAL VIEW LOCAL WISDOM