

华西证券2020年中期策略会——医药行业专题策略报告

后疫情时代，寻找复苏先行的景气子行业及个股

医药行业首席分析师：崔文亮
SAC NO: S1120519110002

华西医药团队（崔文亮、周平、王帅、谭国超、徐顺利、蔡承霖）
【团队荣誉】2015-2017年新财富第5、3、6名

2020年6月3日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

核心观点

- 从1季报情况看，医药板块受疫情影响相对较小，特别是与疫情相关的检测试剂和医疗设备，需求大幅向好，1季报出现高速甚至翻倍增长，其他包括原料药、CXO等公司业绩增长也非常靓丽，其他部分公司1季度虽然受一定影响，但展望2季度及全年，将有望从疫情影响中快速恢复。医药板块的涨幅与业绩增速在一定程度上是匹配的。
- 由于疫情影响，当前国内经济形势并不乐观，在这样的背景下，医药行业具有相对刚性需求的属性，具有一定逆周期和避险属性，我们认为，医药行业跑赢大盘、赢得超额收益是大概率事件。
- 医药板块细分领域多，前期医药板块整体涨幅较大，主要是疫情相关的受益标的涨幅巨大，拉动了板块整体涨幅，而其他非受益板块，涨幅相对有限，仍具有显著布局和投资价值。
- 从政策角度讲，由于疫情当前，此前压制整个行业的仿制药集采、高值耗材集采等事项已经暂时搁置，相反，行业利好政策陆续出台，包括医疗公司专项债、医院基础设施建设预期、新冠疫苗研发等，国家层面的重大会议也多次将医药、医疗行业放在战略地位的高度提出来，这些都有望提振整个板块。
- 从细分板块看，我们认为，当前国内疫情已经得到较好的控制，在后疫情时代，前期涨幅小、长期成长空间大、复苏较快的细分领域及个股有望表现出超额收益的潜力。

重点推荐

- 我们持续看好的细分领域及标的如下：
- 拐点型公司：通化东宝、盈康生命
- 疫苗领域：智飞生物、康泰生物、沃森生物、万泰生物
- 生长激素：长春高新
- CXO行业：药明康德、博腾股份、昭衍新药、康龙化成
- 创新药：恒瑞医药、贝达药业、中国生物制药
- 骨科耗材：凯利泰、大博医疗
- 血制品板块：双林生物、华兰生物、天坛生物、卫光生物

- 风险提示：行业复苏不及预期；疫苗、药品研发不及预期；带量采购、医保控费等政策继续出台。

重点个股推荐

表：重点推荐公司盈利预测

行业	股票简称	代码	股价 2020/05/26	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS				PE		
					2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
拐点型	通化东宝	600867.SH	16.49	335	8.11	9.50	11.88	14.74	0.40	0.47	0.58	0.72	35.31	28.23	22.75
拐点型	盈康生命	300143.SZ	11.40	62	-7.03	2.02	3.35	4.69	-1.29	0.37	0.61	0.86	30.81	18.58	13.27
疫苗	智飞生物	300122.SZ	84.77	1,356	23.66	34.62	45.06	56.42	1.48	2.16	2.82	3.53	39.18	30.10	24.04
疫苗	康泰生物	300601.SZ	149.18	1,003	5.75	8.22	12.93	22.03	0.89	1.27	2.00	3.41	122.05	77.59	45.54
疫苗	沃森生物	300142.SZ	43.59	670	1.42	9.44	15.59	20.10	0.09	0.61	1.01	1.31	70.99	42.99	33.34
疫苗	万泰生物	603392.SH	57.94	251	2.09	4.73	8.64	13.94	0.48	1.09	1.99	3.21	53.11	29.08	18.02
生长激素	长春高新	000661.SZ	671.09	1,358	17.75	28.41	35.97	43.72	8.88	14.04	17.78	21.60	47.80	37.75	31.06
CXO	药明康德	603259.SH	109.50	1,805	18.55	25.11	35.58	47.42	1.13	1.52	2.16	2.87	71.87	50.72	38.06
CXO	博腾股份	300363.SZ	23.05	125	1.86	2.48	3.42	4.62	0.34	0.46	0.63	0.85	50.44	36.58	27.08
CXO	康龙化成	300759.SZ	66.66	518	5.47	8.12	11.05	15.07	0.69	1.02	1.39	1.90	63.83	46.91	34.40
CXO	昭衍新药	603127.SH	115.05	186	1.78	2.55	3.36	4.22	1.10	1.57	2.08	2.61	73.05	55.37	44.09
创新药	恒瑞医药	600276.SH	81.50	4,325	53.28	69.04	89.45	115.42	1.20	1.56	2.02	2.61	62.64	48.35	37.47
创新药	中国生物制药	1177.HK	11.96	1,505	27.07	35.04	44.46	55.27	0.22	0.28	0.35	0.44	42.94	33.85	27.23
创新药	贝达药业	300558.SZ	104.20	418	2.31	3.28	4.31	5.91	0.62	0.82	1.07	1.47	127.32	96.94	70.72
骨科	凯利泰	300326.SZ	27.54	199	3.02	3.88	4.91	6.13	0.42	0.54	0.68	0.85	51.37	40.55	32.48
骨科	大博医疗	002901.SZ	95.08	382	4.65	5.86	7.37	9.22	1.16	1.46	1.83	2.29	65.31	51.90	41.48
血制品	双林生物	000403.SZ	58.87	160	1.60	2.28	3.25	5.15	0.64	0.84	1.19	1.89	70.38	49.37	31.16
血制品	华兰生物	002007.SZ	42.01	766	12.83	16.12	18.82	21.82	0.91	1.15	1.34	1.56	47.54	40.72	35.12
血制品	天坛生物	600161.SH	37.43	391	6.11	7.59	8.70	11.68	0.58	0.73	0.83	1.12	51.55	44.97	33.50
血制品	卫光生物	002880.SZ	51.78	84	1.71	2.35	2.82	3.40	1.59	2.17	2.61	3.15	35.74	29.74	24.67

资料来源：wind，华西证券研究所

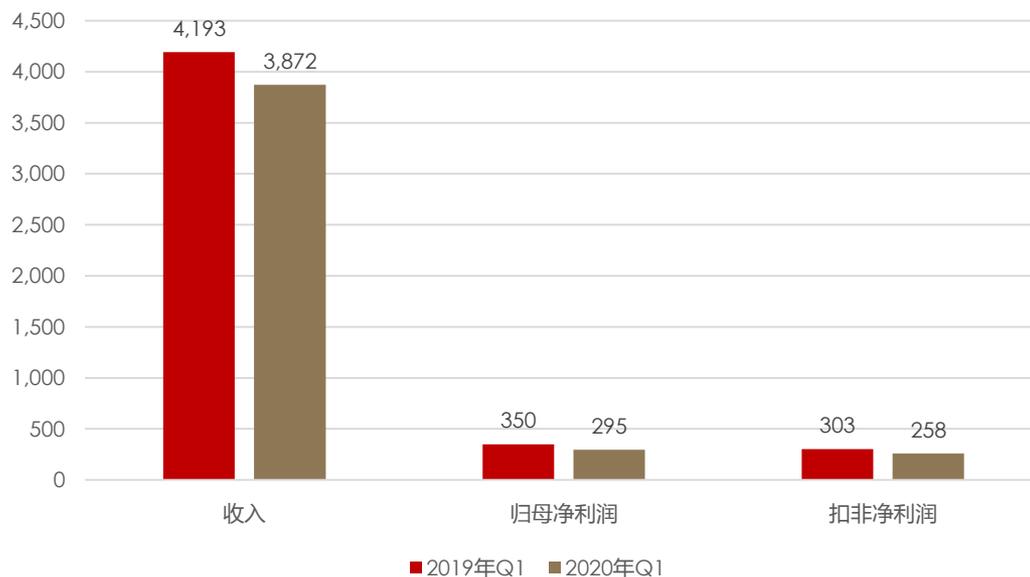
目录

- 1. 医药行业回顾与展望
- 2. 细分板块回顾与展望
- 3. 重点个股推荐
- 4. 风险提示

1. 医药行业回顾与展望

- **2020年Q1业绩整体仍受疫情影响，少数疫情相关企业受益明显**
- 2020年Q1，323家医药上市公司合计收入3872亿元，同比降低8%，归母净利润295亿元，同比降低16%，扣非归母净利润合计258亿元，同比降低15%。其中，收入正增长116家，归母净利润正增长122家，扣非归母净利润正增长113家。

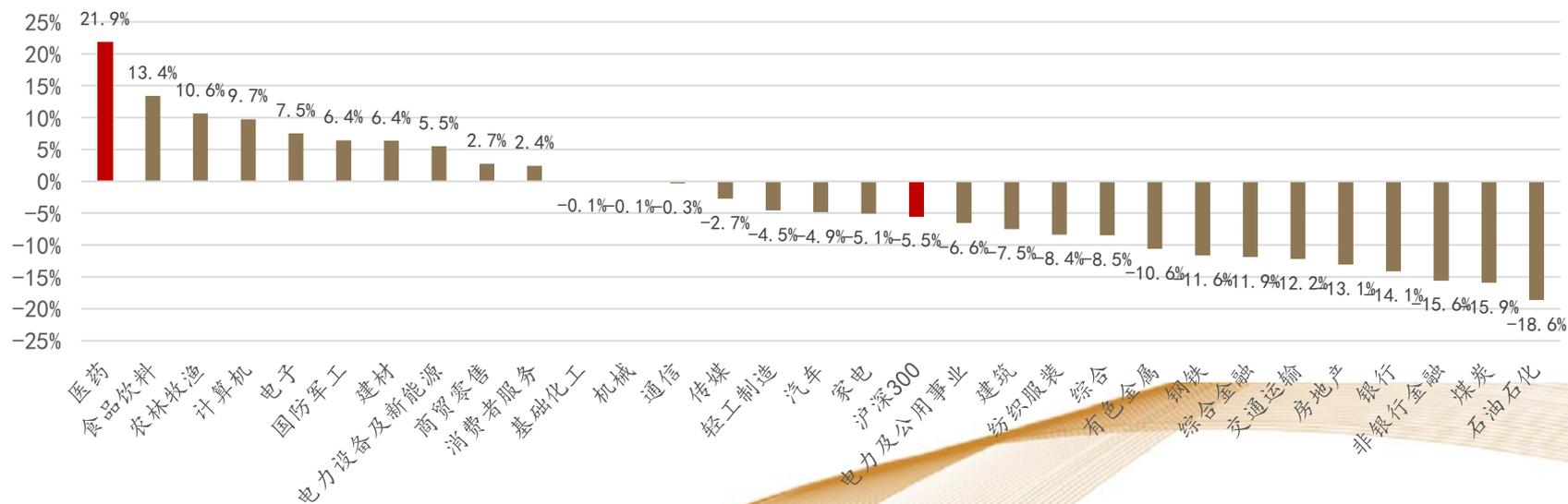
图：2020年Q1医药上市公司合计经营情况（亿元）



1. 医药行业回顾与展望

- 年初以来，医药板块（中信一级）涨幅21.9%（截至2020年5月26日），在所有行业板块中涨幅排序第一，同期上证指数和沪深300的涨跌幅分别为-6.7%和-5.5%，医药板块的超额收益十分明显。
- 我们判断，主要来自两大因素：一方面是医药板块有一部分受益于疫情的子板块及个股，包括医疗设备、IVD、口罩、手套、防护服等用于疫情防控的医疗物资生产企业，这部分企业成为年初以来医药板块的领涨标的，此外，CXO、原料药等部分子行业基本不受疫情影响，在行业景气背景下1季度仍然维持高增长态势，股价表现也十分突出；另一方面，医药行业的需求具有刚性，医药板块具有逆周期和避险的属性，在疫情发生后，出于对经济的担忧，市场寻找确定性相对较强、业绩受影响相对较小的板块，医药板块的刚需属性能够满足这一市场需求。

图：2020年初以来各行业涨跌幅



1. 医药行业回顾与展望

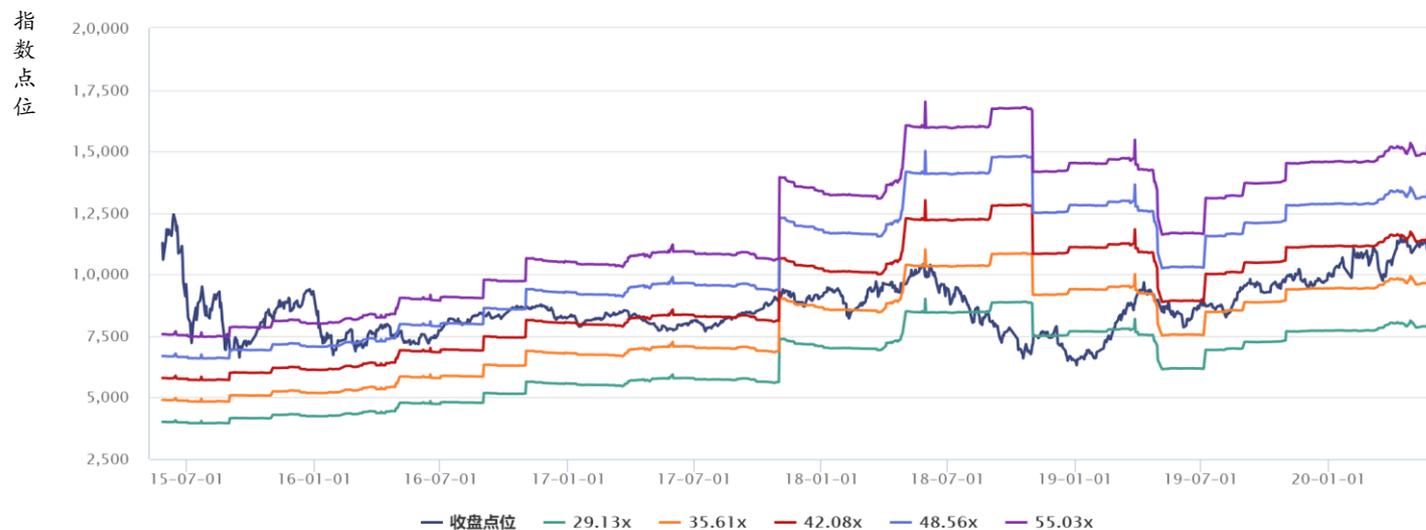
- 从估值角度看，当前，医药板块PE(TTM) 46倍，处于阶段性高位，但仍处在合理区间。其中，医疗服务板块PE(TTM) 131倍、医疗器械板块PE(TTM) 60倍、化学制剂板块PE(TTM) 42倍、生物制品板块PE(TTM) 64倍、中药板块PE(TTM) 31倍、医药商业板块PE(TTM) 17倍，可见各板块仍处于高度分化状态。

图：医药板块近5年PE-band



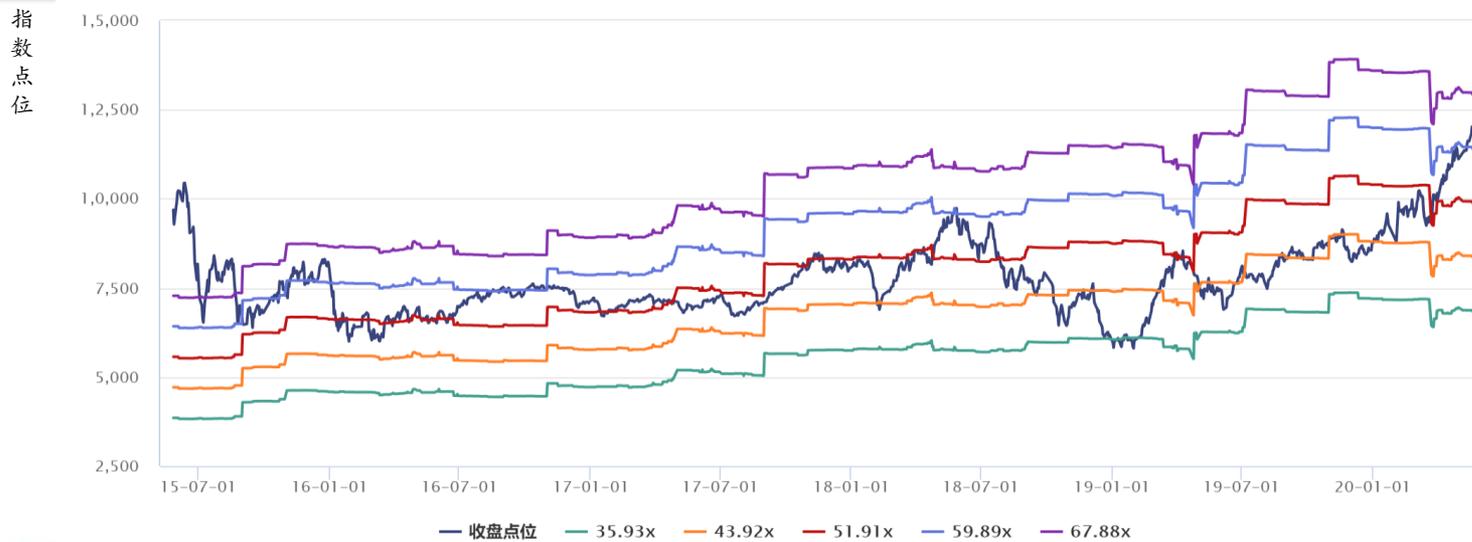
资料来源：wind、华西证券研究所（截至2020/05/26）

图：化学制药板块近5年PE-band



资料来源：wind、华西证券研究所（截至2020/05/26）

图：生物制品板块近5年PE-band



资料来源：wind、华西证券研究所（截至2020/05/26）

图：医疗器械板块近5年PE-band



资料来源：wind、华西证券研究所（截至2020/05/26）

图：医药商业板块近5年PE-band



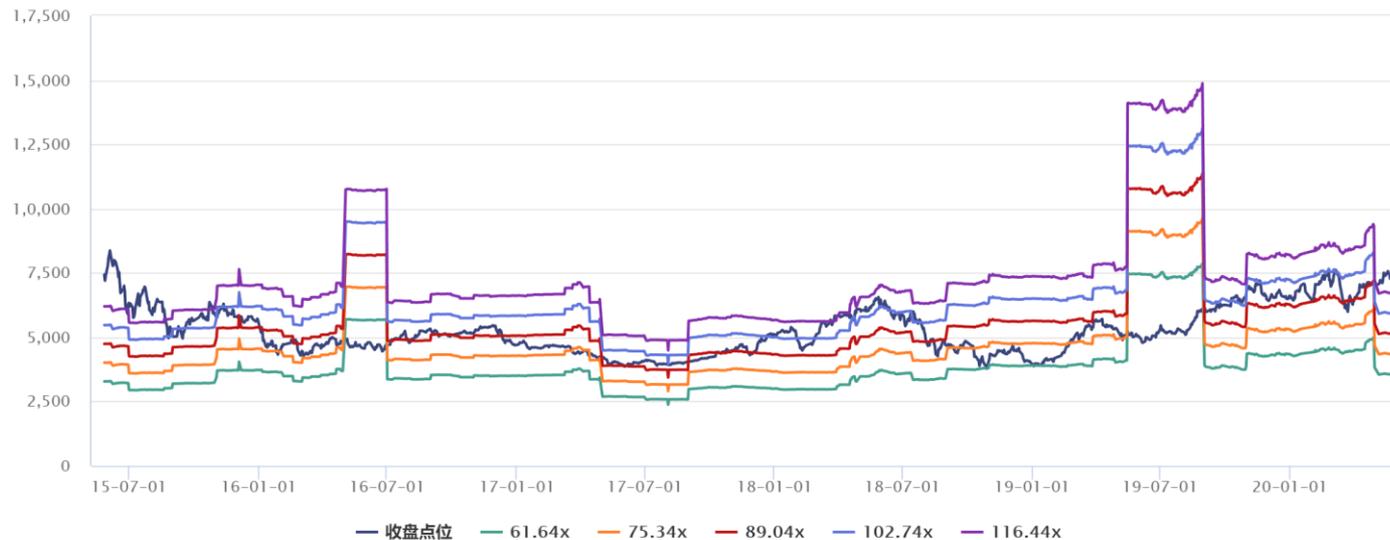
资料来源：wind、华西证券研究所（截至2020/05/26）

图：中药板块近5年PE-band



资料来源：wind、华西证券研究所（截至2020/05/26）

图：医疗服务板块近5年PE-band



资料来源：wind、华西证券研究所（截至2020/05/26）

目录

- 1. 医药行业回顾与展望
- 2. 细分板块回顾与展望
- 3. 重点个股推荐
- 4. 风险提示

2. 细分板块回顾与展望

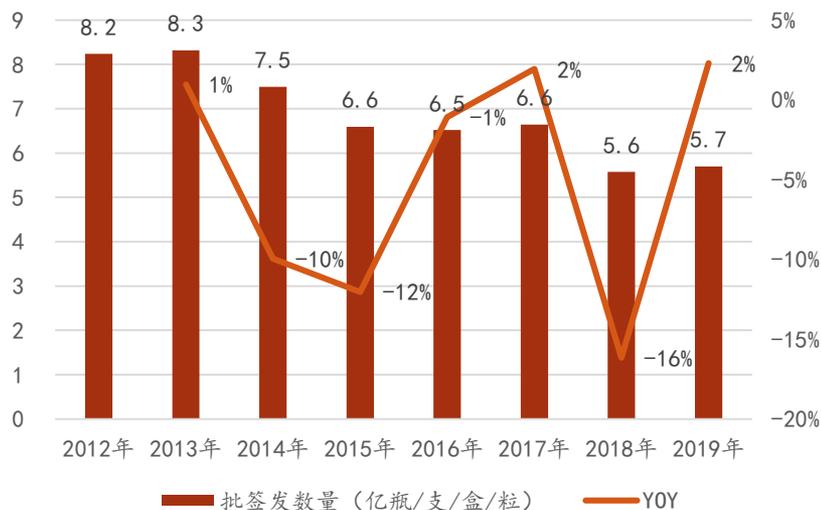
- 我们持续看好的细分领域及标的如下：
- 拐点型公司：通化东宝、盈康生命
- 疫苗领域：智飞生物、康泰生物、沃森生物、万泰生物
- 生长激素：长春高新
- CXO行业：药明康德、博腾股份、昭衍新药、康龙化成
- 创新药：恒瑞医药、贝达药业、中国生物制药
- 骨科耗材：凯利泰、大博医疗
- 血制品板块：双林生物、华兰生物、天坛生物、卫光生物

2. 细分板块回顾与展望

2.1. 疫苗：疫情提升长期接种率，疫情后接种快速复苏

- 我国的疫苗市场产值从2016年以来快速上升，2016-2019年行业年均复合增速高达31%，最主要的是新的大品种上市迅速推动整个市场空间大幅上升。
- 2019年虽然受到长生生物事件影响，疫苗市场上少了原先长生生物的狂犬疫苗、水痘疫苗、流感疫苗等（至少15亿以上的市场空间），并且批签发速度受到很大的影响，但是在HPV疫苗、百白破-IPV-Hib五联苗、五价轮状疫苗等大品种放量下，整体行业仍然有15%的增速。

图：我国疫苗批签发数量



图：我国疫苗批签发产值



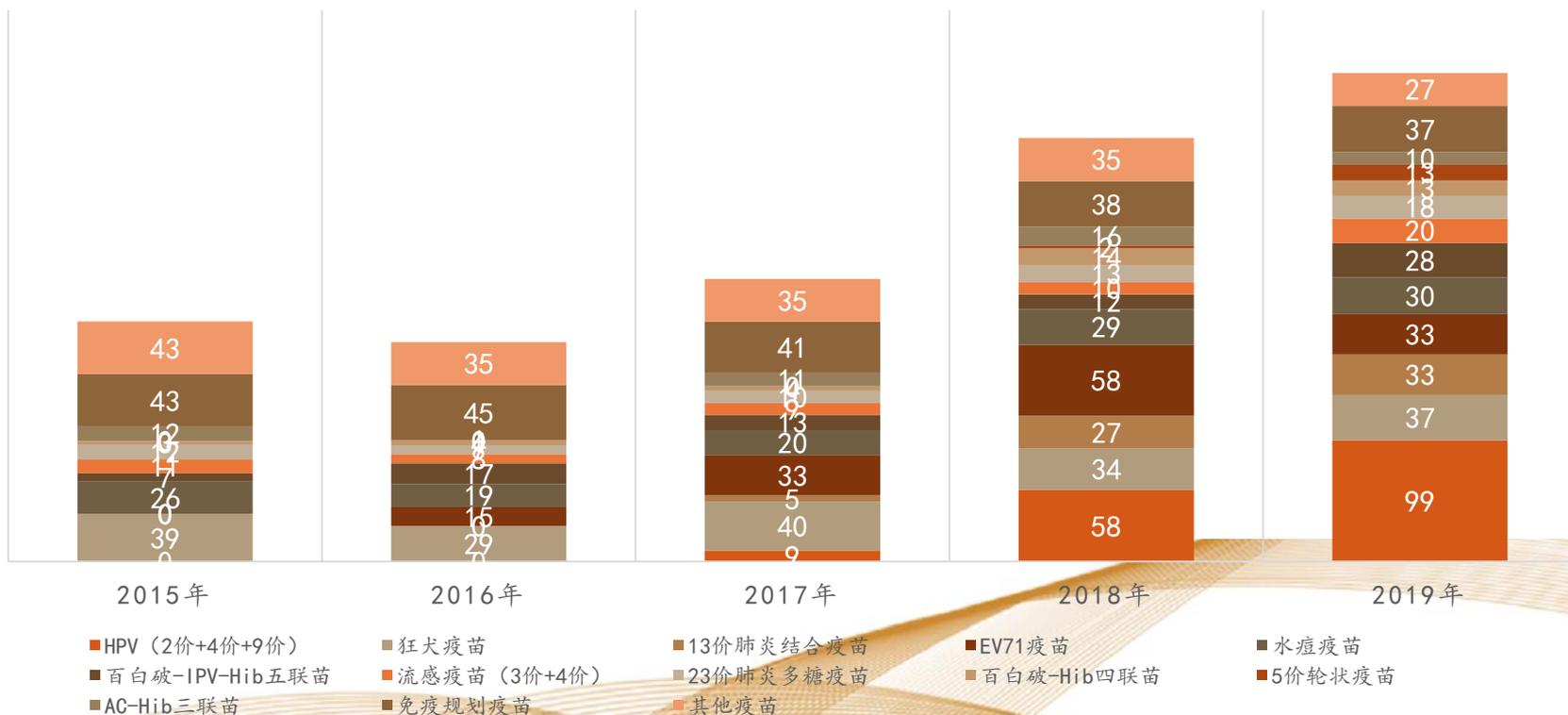
资料来源：中检院，药智网，华西证券研究所

资料来源：中检院，药智网，华西证券研究所

2. 细分板块回顾与展望

- **2.1. 疫苗：疫情提升长期接种率，疫情后接种快速复苏**
- 2019年仅仅HPV疫苗、EV71疫苗、狂犬疫苗、水痘疫苗和13价肺炎疫苗这五种疫苗就有232亿的市场空间，占比超过一半，甚至超过2017年整个疫苗市场的231亿。

图：我国疫苗批签发产值组成（亿元）



2. 细分板块回顾与展望

2.1. 疫苗：疫情提升长期接种率，疫情后接种快速复苏

- 2020年一季度4家疫苗上市公司合计收入为34.24亿元，同比增长11%；扣非后归母净利润为7.53亿元，同比下降4%。一季度负责疫苗采购的疾控中心将工作重点放在新冠疫情防控上，导致疫苗销售和接种受影响较大，除智飞生物代理的HPV疫苗和成大生物的狂犬疫苗，其他疫苗销售均出现明显下降，从而出现收入和净利润下滑。
- 随着国内新冠疫情得到控制，疫苗接种恢复正常，且疫情导致居民健康意识提升，接种率有望出现提升。疫情后疫苗行业将迎来快速复苏，重磅产品将实现高速放量。

图：疫苗上市公司加总营业收入增速



图：疫苗上市公司加总扣非后归母净利润增速



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块回顾与展望

2.2. 生长激素：刚需推动生长激素新患入组高速增长

- 2020年一季度2家生长激素上市公司合计收入为19.76亿元，同比下降7%；扣非后归母净利润为6.17亿元，同比增长46%。
- 2020年一季度受到疫情影响，儿科门诊量大幅度下降，生长激素新患入组受影响较大。但生长激素属于刚需，随着疫情结束，儿科门诊快速恢复，生长激素新患入组将出现快速增长。

图：生长激素上市公司营业收入增速



图：生长激素上市公司扣非后归母净利润增速



资料来源：wind，华西证券研究所

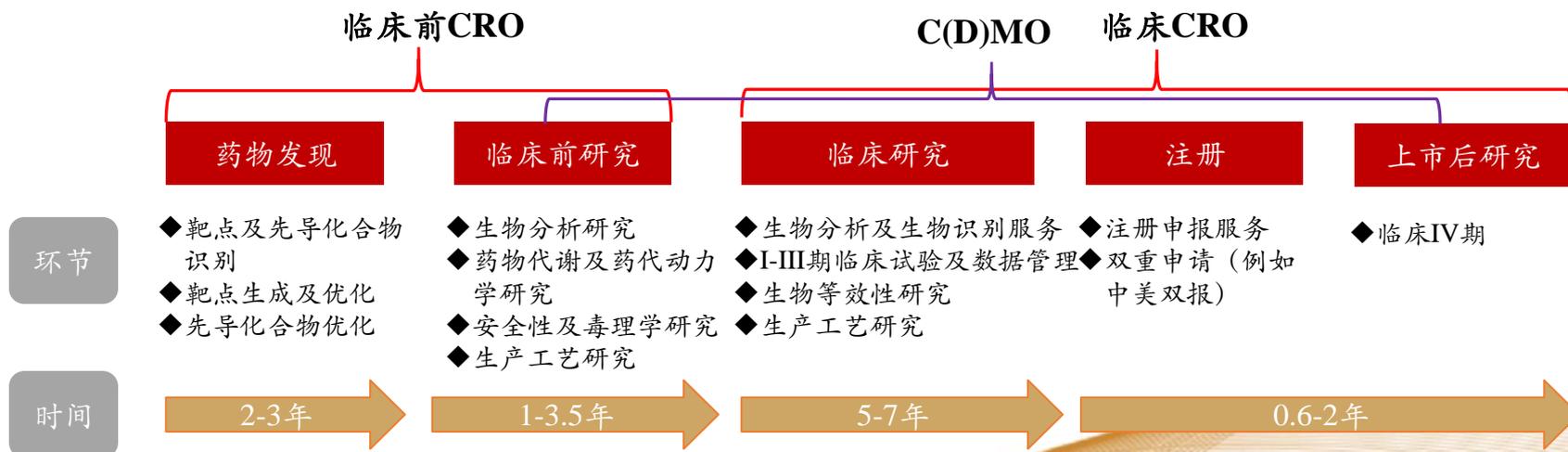
资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块回顾与展望

2.3. CXO行业：行业继续维持高景气度中，中长期继续战略性推荐

- 随着新药研发时间及金钱成本不断提高，和销售市场及专利到期后对原研药的市场冲击，全球制药企业为了缩短研发周期、控制成本、降低研发风险等，逐步将资源集中在疾病机理研究、新药靶点发现等研发早期研究，而将后续研发中晚期及开发阶段涉及的药物筛选、临床前研究、临床研究、合同生产等委托给医药研发服务企业。根据新药研发领域中客户服务阶段的不同，医药研发服务一般分为合同研发服务（CRO）、合同生产业务/合同生产研发业务（CMO/CDMO），分别对应新药研发领域中的临床前研究及临床研究、定制化生产及研发服务等产业链中的不同环节。

图：创新药开发流程及相关模块（产业链逻辑）



资料来源：CNKI，华西证券研究所

2. 细分板块回顾与展望

2.3. CXO行业：行业继续维持高景气度中，中长期继续战略性推荐

表：国家鼓励创新、加速审评审批、与国际接轨的相关政策

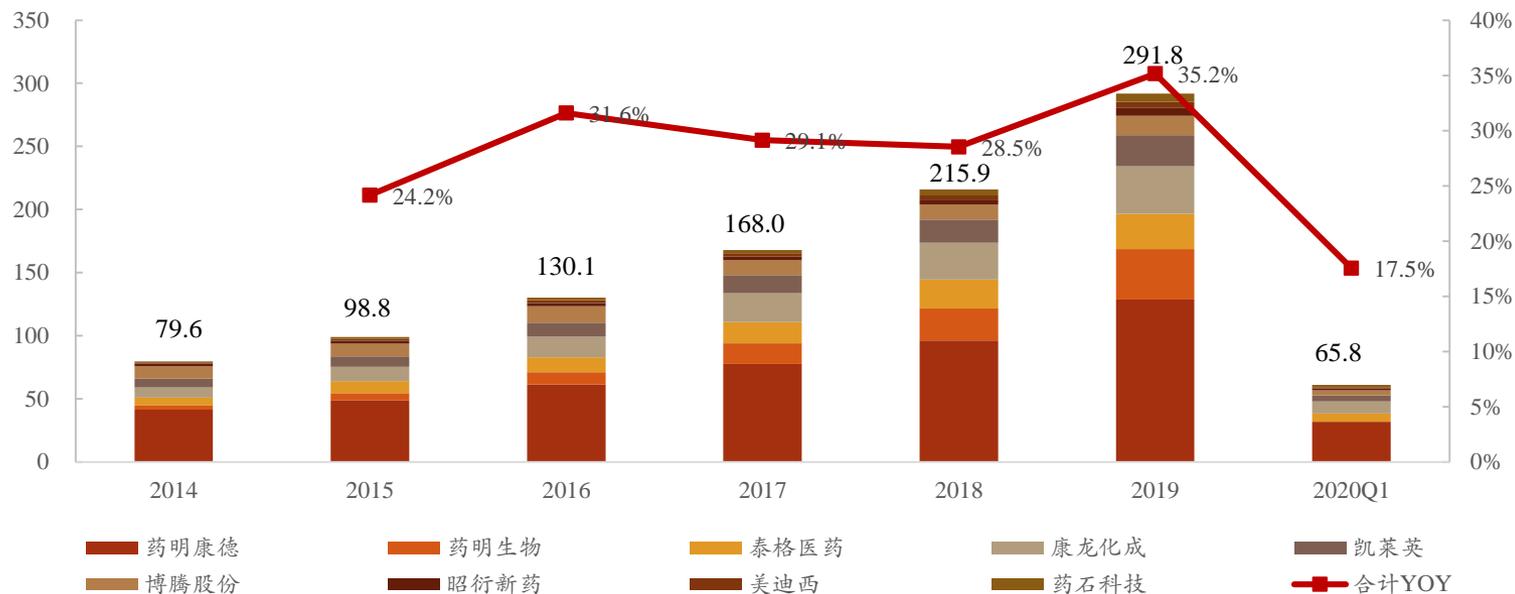
时间	名称	颁发部门	主要相关内容
2010年	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	工信部、卫生部、CFDA	鼓励医药企业创新，鼓励医药企业加大研发投入。
2015年	《国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》	国务院	鼓励以临床价值为导向的药物创新，优化创新药的审评审批程序，对临床急需的创新药加快审评。开展药品上市许可持有人制度试点。
2016年	《国务院办公厅关于促进医药产业健康发展的指导意见》	国务院	增强医药产业创新能力，调动医疗机构在医药创新上的积极性，提高新药临床研究水平，促进科技成果转化和应用；规范药品医疗器械临床试验基地（GCP基地）的建设和管理，提高临床研究质量，促进科技成果转化应用。
2016年	《药品上市许可持有人制度试点方案》（国办发〔2016〕41号）	国务院	药品上市许可持有人制度试点方案改变了现行《药品管理法》规定的上市许可与生产许可“捆绑制”的管理模式，有利于药品研发和创新，有利于优化行业资源配置，真正实现药品研发和生产的分离，有利小型研发企业的发展和成长，营造良好的药物研发生态环境，同时促进药物研发外包行业的整体发展。
2017年	《国家食品药品监督管理总局关于调整进口药品注册管理有关事项的决定（征求意见稿）》	CFDA	实施后可以缩短国外新药在中国上市等待时间3-5年，将推动中国医药市场新陈代谢，新药做到全球同步研发同步上市后，会加速对中国境内老品种药物尤其是部分安全无效类药物的代替。对国内药企影响将使靠仿制药争夺市场的药企逐渐为市场所淘汰，促进研发型药企的发展壮大。倒逼国内药企进行创新性药物的研发应对国际创新药物的竞争。
2017年	《关于鼓励药品医疗器械创新改革临床试验管理的相关政策》（征求意见稿）	CFDA	将临床试验机构资格认定改为备案管理，取消临床试验机构的资格认定；支持研究者和临床试验机构开展临床试验，允许境外企业和科研院所在中国开展药物I期临床试验；接受境外临床试验数据，申请人在境外取得的临床试验数据，符合中国药品医疗器械注册相关要求的，经现场检查后可用于在中国申报注册申请。改革后，我国药品审批注册政策已国际接轨，药品上市进程有望加速，对创新药研发及相关CRO服务等产业将有极大地促进作用。
2017年	中国加入国际人用药品注册技术协调会（ICH）	CFDA	ICH的注册要求和技术指导原则普遍被成员国和非成员国所援引。东南亚国家、韩国、南非、以色列等国，在医药产业创新研发时都采用了“ICH指导原则”。加入ICH将改变中国医药工业以仿制药为主的状态，鼓励创新医药工业，以及和创新相关的药物研发CRO服务行业。
2017年	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	国务院	取消药物临床试验质量管理规范临床机构的预认证，支持临床试验机构和人员开展临床试验，以及接受国际多中心临床实验数据；支持临床急需及罕见病类药品和医疗器械研发，加速审评；推动上市许可持有人制度全面实施等

2. 细分板块回顾与展望

2.3. CXO行业：行业继续维持高景气度中，中长期继续战略性推荐

- 核心公司2019年业绩继续维持高速增长，立足当下，我们判断2020全年CXO公司将能继续呈现高速增长的趋势：统计9家核心CXO公司收入和扣非净利润情况，2019年报收入端同比增速为35.2%、扣非净利润同比增速为37.2%，均继续保持高景气度、保持高速增长。2020年Q1 CXO公司均不同程度上受到COVID-19疫情影响、具体表现为订单确认的延后，收入端保持17.5%的增速、利润端为1.5%，展望Q2及全年业绩来看，随着3月以来国内疫情逐渐进入尾声、CXO企业均进入正常复工进展中，我们判断Q2及全年CXO公司将能继续呈现高速增长的趋势。

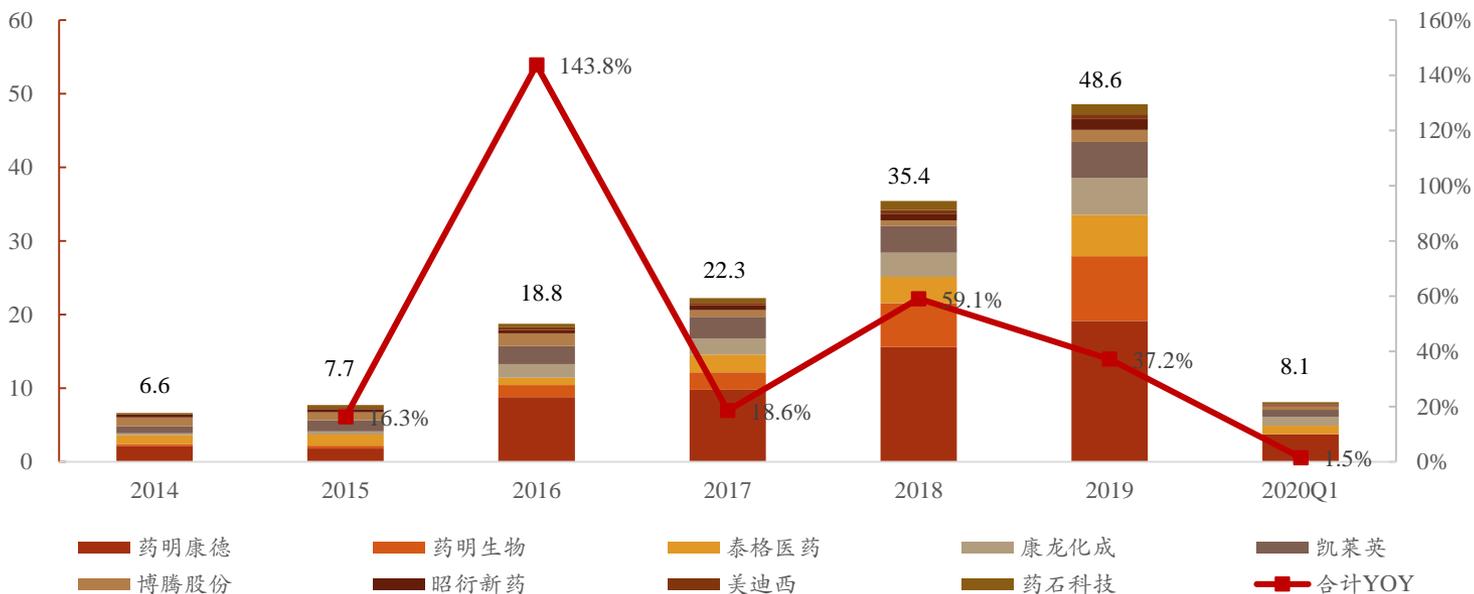
图：核心CXO公司合并收入及其增速情况（亿元）



2. 细分板块回顾与展望

- 2.3. CXO行业：行业继续维持高景气度中，中长期继续战略性推荐**
- 核心CXO公司盈利能力保持相对稳健或略有提升：纵向比较，核心CXO公司毛利率水平均保持相对稳健或略有提升，盈利能力稳中有升；横向比较，根据业务属性的不同，不同公司的毛利率水平略有差异，但整体水平在40%~50%左右，相对海外CXO公司的30%~40%的毛利率水平盈利相对较高。

图：核心CXO公司合并扣非净利润及其增速情况（亿元）



2. 细分板块回顾与展望

2.4. 创新药：疫情影响开发新患者，需求或将二季度开始暴增

- 2015年以来国内药品监管政策发生重大变化，药审改革、MAH、优先审评等政策为创新药行业创造了空前的发展机遇。NMPA、卫计委、人社部等有关部门针对过去制约行业发展的系列政策瓶颈进行了系列大刀阔斧地改革，涉及创新药研发、审评、生产及上市后的支付等整个产业链全部环节。港交所、科创板对于未盈利生物技术企业的上市规则也极大的鼓励了创新biotech的发展。

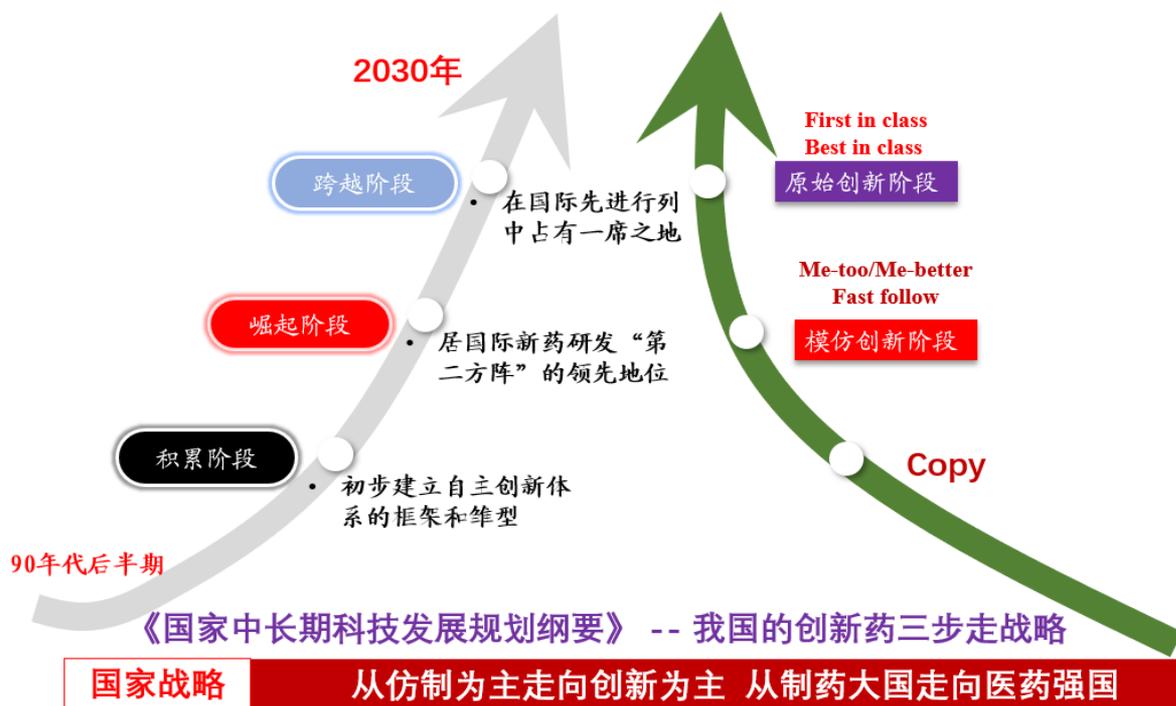
图：鼓励创新药的顶层设计

2016年3月	CFDA化药注册分类改革，将化药新分为创新药和改良型新药，将原来定义的“中国新药”变成“全球新药”，有利于促进医药产业转型升级，鼓励新药研发。	MAH制度试点，药品上市许可和生产许可相分离，有利于促进药品创新、优化产业资源配置。	
2017年6月	CFDA 和国际人用药品注册技术协调会（ICH）同时宣布，ICH 正式批准CFDA 成为其成员，中国接轨国际最高标准，将加快创新药进中国，也会加快中国药品走向世界。	人社部门承诺，通过国家医保谈判的药品按乙类药品纳入管理和医保报销，谈判机制将常态化，惠及患者的同时也促使创新药上市后更快的放量。	2016年5月
2017年10月	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》：改革临床试验管理；加快临床急需药品审评速度；鼓励创新全面实施上市许可持有人制度；提升技术支撑能力，全力为创新服务。	港交所新规允许尚未盈利和未有收入的生物科技公司主板上市。	2017年9月
2017年12月	《细胞治疗产品研究与评价技术指导原则（试行）》，为免疫细胞治疗和干细胞治疗按照药品途径申报打开通路。	国务院机构改革方案公布，原 CFDA 整合进入市场监督管理总局，组建国家药品监督管理局（由市场总局管理），单独组建国家医疗保障局。统一了药品采购、定价和支付权利。	2017年9月
2018年7月	NMPA发布接受药品境外临床试验数据的技术指导原则，对接受境外临床试验数据的适用范围、基本原则完整性要求、数据提交的技术要以及接受程度均给予明确。进口药品进入中国将会大提速，进口药物国内外上市时间差越来越短，中国药企直面跨国药企冲击。	4+7带量采购政策公布，极大的压缩仿制药利润空间，实现医保基金“腾笼换鸟”向创新药倾斜，倒逼企业转型创新。	2018年3月
2018年12月	临床试验默示许可制度，加快创新药研发进度。	新版《药品管理法》公布，支持创新写进法律。	2018年11月
2019年11月	突破性治疗药物工作程序征求意见，终止突破性治疗药物程序激励企业fast-follow，向me-better/first-in-class努力。		2019年8月

2. 细分板块回顾与展望

- **2.4. 创新药：疫情影响开发新患者，需求或将二季度开始暴增**
- 2019年11月国家药品审评中心新出台了《突破性治疗药物工作程序（征求意见稿）》，该项制度反映了监管部门对于国内制药企业Best-in-class/First-in-class研发策略的引导，这也是我国创新药三步走从崛起到跨越阶段重要的战略指导，引导国内企业迈向全球制药先进行列。

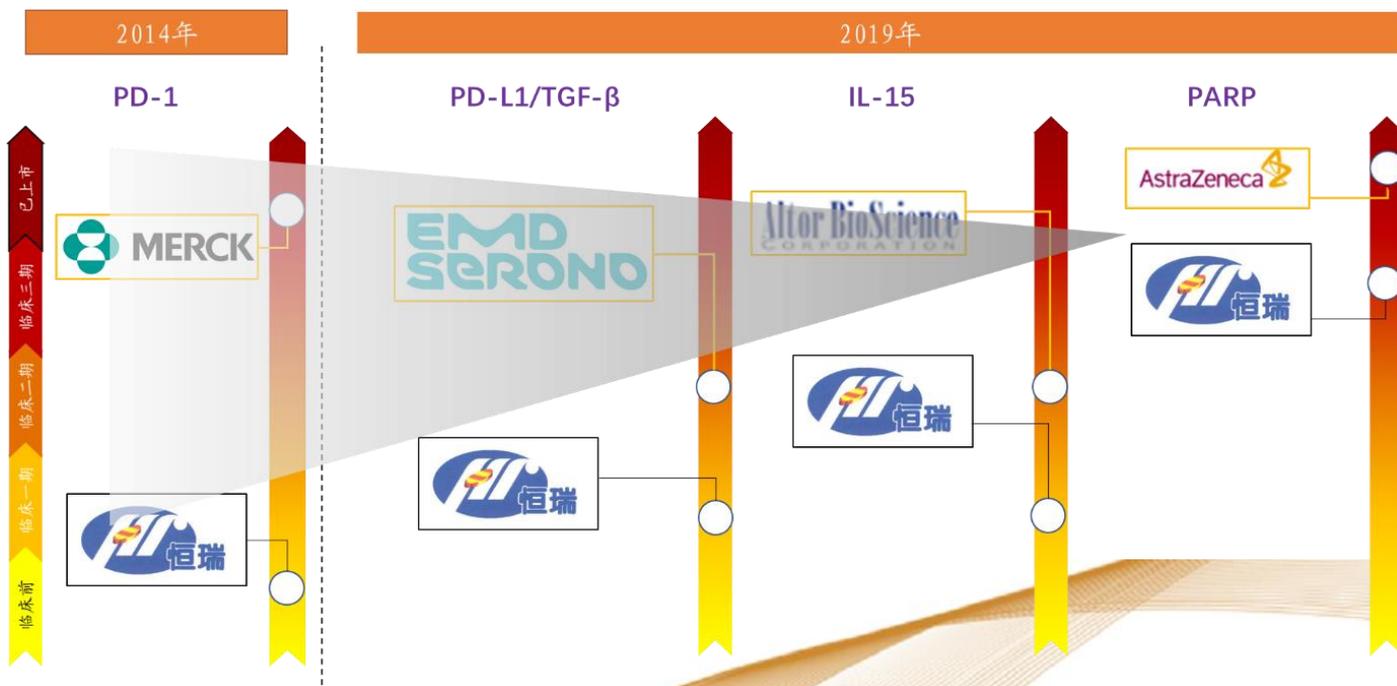
图：创新药三步走，迈向全球先进行列



2. 细分板块回顾与展望

- **2.4. 创新药：疫情影响开发新患者，需求或将二季度开始暴增**
- 与全球First-in-Class越来越小的差距也使得国内创新药产品在欧美规范市场更具竞争力，越来越多的企业选择将自己的创新药中美同时临床及申报，尤其是在中国第一个自主1类新药泽布替尼以“突破性疗法”获FDA批准后。

图：中国创新药与全球First-in-Class的差距越来越小



2. 细分板块回顾与展望

2.4. 创新药：疫情影响开发新患者，需求或将二季度开始暴增

- 受益于创新药每年医保常态化调整，创新药获批上市国家谈判进入医保后放量迅速。2021年恒瑞医药、贝达药业等受益于创新药新品种的高速增长带动整体业绩强劲增长；科伦药业受到原料药业务的价格波动拖累，利润负增长。
- 2020年一季度受到疫情的影响，医院门诊和住院率低，影响创新药开发新患者，也影响到制药企业的普药业务。从专科治疗领域看，手术麻醉药物因为2月手术量大幅下滑影响最大，造影剂、大输液等也受到较大影响，抗肿瘤药物由于患者刚性需求受影响较小而且恢复最快。虽然2月全国医院诊疗率低，影响终端药物需求，但是患者医疗需求是被延迟而不是消失，所以预计二季度开始，医院诊疗率、终端药物需求逐渐恢复甚至可能暴增。具体到上市公司，恒瑞医药由于新增量的创新药带动整体业绩增长，贝达药业埃克替尼由于抗肿瘤药物刚性需求、疫情期间长处方的影响业绩高速增长。

表：2020Q1年创新药核心上市公司业绩及增速

	营业收入		归母净利润		扣非归母净利润	
	(亿元)	YOY	(亿元)	YOY	(亿元)	YOY
恒瑞医药	55.27	11.28%	13.15	10.23%	12.76	10.48%
复星医药	58.81	-12.62%	5.77	-18.96%	4.36	-17.74%
科伦药业	35.38	-17.49%	0.22	-93.45%	-0.17	-105.36%
贝达药业	6.47	72.53%	1.3	150.00%	1.31	172.92%
海思科	5.89	-29.80%	1.28	156.00%	0.35	0.00%

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块回顾与展望

- **2.5. 医疗耗材：疫情带来一季度扰动但不影响长期进口替代与老龄化带来的逻辑持续演进**
- 根据卫健委发布的《2020年1-2月全国医疗服务情况》：
 - 诊疗人次：2020年1-2月份，全国医疗卫生机构诊疗人次7.0亿人次（不含湖北省、诊所及村卫生室数据），受新冠肺炎疫情疫情影响，同比下降21.3%。医院3.9亿人次，同比降低25.9%，其中：公立医院3.3亿人次，同比降低25.7%；民营医院0.6亿人次，同比降低26.5%。基层医疗卫生机构2.7亿人次，同比降低12.5%，其中：社区卫生服务中心（站）1.0亿人次，同比降低15.8%；乡镇卫生院1.6亿人次，同比降低6.8%。
 - 出院人数：2020年1-2月，全国医疗卫生机构出院人数达3039.4万人（不含湖北省数据），受新冠肺炎疫情疫情影响，同比下降17.2%。医院2407.2万人，同比下降16.8%，其中：公立医院1975.1万人，同比下降17.2%；民营医院432.1万人，同比下降14.8%。基层医疗卫生机构482.7万人，同比下降22.0%。
 - 病床使用情况：2019年1-2月，医院病床使用率为60.9%（不含湖北省数据），同比下降20.3个百分点；社区卫生服务中心为39.8%，同比降低11.6个百分点；乡镇卫生院为47.9%，同比下降12.3个百分点。
- 疫情原因，国内医疗机构的诊疗人次、手术开展、出院人数和病床使用率与2019年同期相比，均有不同程度的下滑，对医疗耗材上市公司2020年一季度的业绩造成了极大的扰动。而口罩、防护服等相关品类的上市公司，则受益于本次疫情，例如振德医疗、盈科医疗、阳普医疗、奥美医疗等。而提供的医疗耗材产品如果用于择期手术的，则一季度的收入会不同程度下滑。

2. 细分板块回顾与展望

- 2.5. 医疗耗材：疫情带来一季度扰动但不影响长期进口替代与老龄化带来的逻辑持续演进

表：国内医疗耗材公司2020年一季度收入与扣非净利润概览

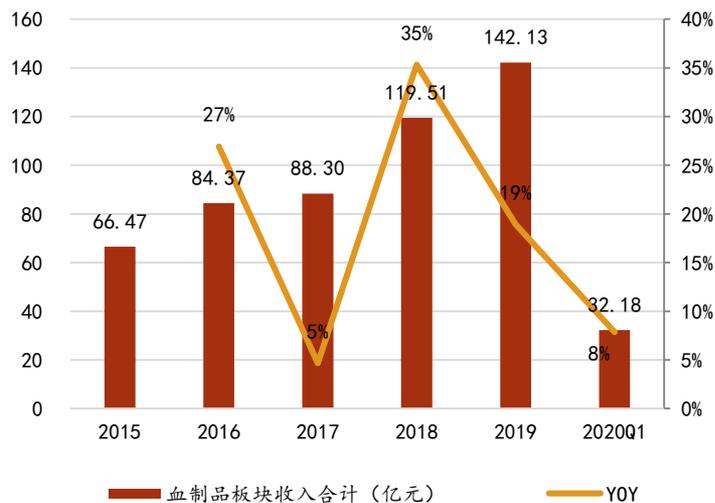
	2020年Q1收入 (亿元)	收入同比增长	2020年Q1扣非净利润 (亿元)	扣非净利润同比增长
振德医疗	7.09	112.34%	87.30	912.34%
英科医疗	7.73	56.46%	125.06	276.05%
康德莱	4.82	36.86%	30.50	0.89%
阳普医疗	1.47	32.81%	8.65	-379.67%
健帆生物	3.79	28.36%	188.72	55.35%
三鑫医疗	1.72	27.45%	9.64	136.56%
奥美医疗	5.98	16.23%	88.09	107.86%
心脉医疗	0.99	7.68%	50.63	13.27%
蓝帆医疗	8.97	7.33%	132.52	63.94%
山东药玻	7.61	6.98%	132.94	29.93%
大博医疗	2.30	5.89%	68.94	-6.62%
南卫股份	1.00	-0.08%	8.74	1.26%
乐普医疗	16.67	-11.26%	375.53	-9.79%
冠昊生物	0.93	-12.99%	8.78	-7656.71%
南微医学	2.47	-14.02%	41.50	-34.41%
欧普康视	1.04	-14.11%	31.87	-26.18%
维力医疗	1.56	-19.14%	13.72	-15.04%
凯利泰	2.26	-21.82%	42.43	-37.57%
佰仁医疗	0.24	-24.68%	7.47	-42.25%
正海生物	0.45	-26.96%	17.33	-34.60%
赛诺医疗	0.72	-28.84%	6.61	-71.14%
三友医疗	0.50	-30.59%	11.25	-39.47%
爱朋医疗	0.37	-46.67%	3.83	-72.46%
昊海生科	1.54	-50.81%	-35.71	-152.72%

2. 细分板块回顾与展望

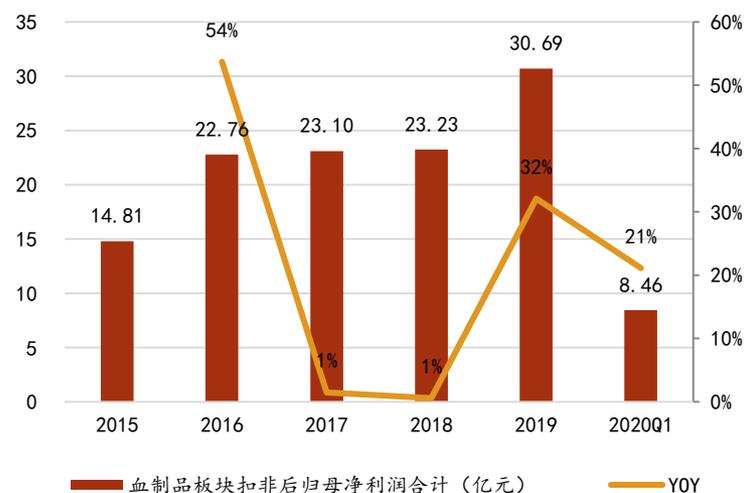
2.6. 血制品：新冠疫情将导致白蛋白和静丙供不应求

- 2020年一季度6家血制品上市公司合计收入为32.18亿元，同比增长8%；扣非后归母净利润为8.46亿元，同比增长21%。由于静丙对新冠病毒发挥了重要的预防和治疗作用，2月份期间静丙需求大增，血制品行业完成静丙去库存。3月份以来疫情逐步得到控制，对静丙需求减少，同时各地医院患者流量没有恢复，导致其他血制品销售也受到疫情影响。总体来看，2020Q1血制品销售有明显的结构性变化，静丙销售明显增加，其他产品则受到疫情影响。

图：血制品上市公司营业收入增速



图：血制品上市公司扣非后归母净利润增速



资料来源：wind，华西证券研究所

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块回顾与展望

• 2.6. 血制品：新冠疫情将导致白蛋白和静丙供不应求

- 血制品企业的业绩表现各不相同。双林生物经营管理效率提升推动净利率提高，2019-2020Q1期间业绩大幅度提升。上海莱士在2018年出现大额非经常性亏损及去库存之后，业绩出现明显提升。卫光生物去库存周期结束，产品销售进入旺季，业绩增速提升。天坛生物旗下的武汉/上海/兰州血制和贵州中泰随着经营管理效率提升，业绩出现快速增长。华兰生物血制品稳定增长，四价流感疫苗放量推动业绩快速提升。博雅生物2019加大血制品营销推广力度，销售费率大幅度增加导致业绩下滑。2020Q1开始销售投入高峰已过，销售费率有望逐步回落。

表：2019年血制品板块核心上市公司业绩及增速

	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	扣非归母净利润 (亿元)	YOY
华兰生物	37.00	15.02%	12.83	12.63%	11.47	14.47%
天坛生物	32.82	11.97%	6.11	19.94%	6.10	20.63%
双林生物	9.16	6.49%	1.60	100.60%	1.42	104.84%
卫光生物	8.21	19.41%	1.71	9.39%	1.63	10.60%
博雅生物	29.09	18.66%	4.26	-9.17%	4.09	-7.87%
上海莱士	25.85	43.27%	6.08	140.04%	5.98	286.63%

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块回顾与展望

2.7. 医疗服务：短期受疫情影响显著，中长期依然战略性看好

- 核心医疗服务标的在2019年业绩持续表现相对优秀，例如爱尔眼科、通策医疗、金域医学、锦欣生殖等延续高速增长的趋势。2020年一季度，尤其是2~3月，受国内COVID-19疫情影响显著，重点公司均呈现季度性波动，但我们判断随着国内疫情进入末期、医疗机构门诊量和住院量逐渐恢复，国内专科医疗服务龙头（爱尔眼科、通策医疗、锦欣生殖），以及第三方检验龙头将继续延续高速增长的趋势、中长期继续战略性看好。

表：医疗服务类公司2019年报及2020年Q1情况

	市值 (亿元)	营业收入同比增长 (%)			归母净利润同比增长 (%)			扣非净利润同比增长 (%)		
		2019Q4	2019	2020Q1	2019Q4	2019	2020Q1	2019Q4	2019	2020Q1
爱尔眼科	1375	19.8%	24.7%	-26.9%	29.7%	36.7%	-73.4%	21.9%	32.4%	-90.5%
通策医疗	394	23.8%	22.5%	-51.1%	11.8%	39.4%	-119.6%	7.7%	38.6%	-125.2%
美年健康	448	-14.9%	0.8%	-58.2%	-409.2%	-205.6%	405.7%	-401.7%	-222.2%	121.3%
金域医学	316	11.7%	16.4%	0.6%	20.7%	72.4%	13.1%	12.5%	67.3%	12.0%
迪安诊断	156	7.8%	21.3%	-16.5%	-104.6%	-10.6%	-90.8%	-176.1%	-17.5%	-96.9%
锦欣生殖	208	/	78.8%	/	/	145.9%	/	/	132.3%	/

资料来源：wind，华西证券研究所

表：医疗服务类公司毛利率、净利率及费用率变化情况

	毛利率			净利率			销售费用率			管理费用率		
	2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1	2018	2019	2020Q1
爱尔眼科	47.0%	49.3%	29.9%	13.3%	14.3%	4.1%	10.3%	10.5%	9.2%	14.6%	14.6%	17.8%
通策医疗	43.3%	46.1%	11.9%	23.2%	26.8%	-13.7%	0.7%	0.6%	1.3%	13.8%	12.3%	26.6%
美年健康	47.6%	43.8%	-49.8%	11.5%	-8.4%	-119.6%	24.0%	23.8%	48.1%	7.3%	7.6%	22.1%
金域医学	38.8%	39.5%	37.2%	5.6%	7.9%	4.7%	15.5%	15.3%	14.7%	16.2%	15.3%	15.2%
迪安诊断	34.0%	32.2%	29.0%	8.4%	6.8%	1.9%	9.3%	9.0%	9.2%	11.2%	10.4%	12.4%
锦欣生殖	44.8%	49.5%		22.9%	25.3%		0.0%	3.7%		11.1%	12.7%	

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块回顾与展望

2.8. 医药商业：流通逐步恢复，零售药店景气持续

- 从历史增速来看，受2017年“两票制”全国推行影响，医药商业板块无论是收入端还是利润端增速都呈现下滑态势。随着政策推行，医药商业整体收入增速持续改善，19年超过申万生物医药整体收入增速。而归母净利润上，2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，医药商业则同比下降4.46%，优于医药生物整体的下降7.79%。
- 2020年一季度新冠肺炎疫情下，作为面向公众的重要零售终端，药店是公众购买口罩和预防药品的主要途径，因此可以看到2020年一季度，在其他行业呈现明显下滑的情况下，药店上市公司业绩不降反升，凸显药店在基层医疗和防护的关键作用。而与之相匹配的是，医药流通企业保障的是医疗物资的配送，但不同地域的流通公司表现不同，例如九州通作为疫情爆发地湖北的流通企业，业绩表现十分亮眼，而国药股份受医院大部分手术停摆，精麻类药品使用受限，业绩下滑明显。

表：2020年Q1医药商业核心上市公司业绩及增速

	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	扣非归母净利润 (亿元)	YOY	
零售药店	益丰药房	30.48	23.43%	1.91	29.68%	1.83	28.94%
	老百姓	32.82	20.34%	1.96	23.01%	1.70	16.19%
	大参林	33.62	30.39%	2.80	52.28%	2.71	52.69%
	一心堂	30.87	19.30%	2.05	16.81%	1.99	15.25%
医药流通	九州通	271.73	10.18%	5.77	76.29%	3.62	51.02%
	柳药股份	36.16	6.76%	1.85	15.30%	1.76	14.15%
	国药股份	82.10	-18.30%	2.32	-19.02%	1.94	-32.10%

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 细分板块回顾与展望

• 2.9. 中药：行业调整仍在，但强者恒强

- 从历史增速来看，申万中药板块营业收入增速长期低于整体增速，2019年和2020年Q1分别低于整体4.18pp、4.25pp；归母净利润的落后更为明显，2019年和2020年Q1分别低于整体39.83pp、25.07pp。前期辅助用药限制和中药注射剂被重点监控导致中药板块业绩下滑明显，而当下2020年4月28日医保局出台的征求意见稿中，乙类OTC、保健品等或将不能用医保则更是雪上加霜。长期看中药行业调整洗牌趋势仍在。
- 2020年一季度新冠肺炎疫情给中药OTC板块带来不小冲击，外出被限制下，传统OTC需求下降明显。而云南白药和片仔癀作为中国唯二的国家绝密级中药，疫情下的业绩展现出韧劲，两者日化用品为其带来强劲增长动力，对于未来中药行业发展提供良好路径。值得一提的是，被列入新冠肺炎用药指南的连花清瘟胶囊在疫情中备受关注，其主要生产企业以岭药业也在一季报中交出营收、利润均超过50%的答卷，从中也可提升公众对中药OTC的重视程度。

表：2020年Q1中药OTC核心上市公司业绩及增速

	营业收入 (亿元)	YOY	归母净利润 (亿元)	YOY	扣非归母净利润 (亿元)	YOY
云南白药	77.43	10.53%	12.82	-34.48%	10.55	39.81%
片仔癀	17.14	15.51%	4.68	15.69%	4.63	14.70%
同仁堂	30.30	-22.53%	2.39	-31.55%	2.40	-30.31%
东阿阿胶	4.38	-66.11%	-0.84	-121.33%	-0.94	-125.48%
葵花药业	9.10	-24.96%	1.54	-5.46%	1.46	-5.98%
羚锐制药	4.91	-15.42%	0.77	-24.24%	0.74	-17.03%
以岭药业	23.34	50.56%	4.38	51.88%	4.32	54.77%

资料来源：wind，华西证券研究所

目录

- 1. 医药行业回顾与展望
- 2. 细分板块回顾与展望
- 3. 重点个股推荐
- 4. 风险提示

重点个股推荐

表：重点推荐公司盈利预测

行业	股票简称	代码	股价 2020/05/26	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				EPS				PE		
					2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
拐点型	通化东宝	600867.SH	16.49	335	8.11	9.50	11.88	14.74	0.40	0.47	0.58	0.72	35.31	28.23	22.75
拐点型	盈康生命	300143.SZ	11.40	62	-7.03	2.02	3.35	4.69	-1.29	0.37	0.61	0.86	30.81	18.58	13.27
疫苗	智飞生物	300122.SZ	84.77	1,356	23.66	34.62	45.06	56.42	1.48	2.16	2.82	3.53	39.18	30.10	24.04
疫苗	康泰生物	300601.SZ	149.18	1,003	5.75	8.22	12.93	22.03	0.89	1.27	2.00	3.41	122.05	77.59	45.54
疫苗	沃森生物	300142.SZ	43.59	670	1.42	9.44	15.59	20.10	0.09	0.61	1.01	1.31	70.99	42.99	33.34
疫苗	万泰生物	603392.SH	57.94	251	2.09	4.73	8.64	13.94	0.48	1.09	1.99	3.21	53.11	29.08	18.02
生长激素	长春高新	000661.SZ	671.09	1,358	17.75	28.41	35.97	43.72	8.88	14.04	17.78	21.60	47.80	37.75	31.06
CXO	药明康德	603259.SH	109.50	1,805	18.55	25.11	35.58	47.42	1.13	1.52	2.16	2.87	71.87	50.72	38.06
CXO	博腾股份	300363.SZ	23.05	125	1.86	2.48	3.42	4.62	0.34	0.46	0.63	0.85	50.44	36.58	27.08
CXO	康龙化成	300759.SZ	66.66	518	5.47	8.12	11.05	15.07	0.69	1.02	1.39	1.90	63.83	46.91	34.40
CXO	昭衍新药	603127.SH	115.05	186	1.78	2.55	3.36	4.22	1.10	1.57	2.08	2.61	73.05	55.37	44.09
创新药	恒瑞医药	600276.SH	81.50	4,325	53.28	69.04	89.45	115.42	1.20	1.56	2.02	2.61	62.64	48.35	37.47
创新药	中国生物制药	1177.HK	11.96	1,505	27.07	35.04	44.46	55.27	0.22	0.28	0.35	0.44	42.94	33.85	27.23
创新药	贝达药业	300558.SZ	104.20	418	2.31	3.28	4.31	5.91	0.62	0.82	1.07	1.47	127.32	96.94	70.72
骨科	凯利泰	300326.SZ	27.54	199	3.02	3.88	4.91	6.13	0.42	0.54	0.68	0.85	51.37	40.55	32.48
骨科	大博医疗	002901.SZ	95.08	382	4.65	5.86	7.37	9.22	1.16	1.46	1.83	2.29	65.31	51.90	41.48
血制品	双林生物	000403.SZ	58.87	160	1.60	2.28	3.25	5.15	0.64	0.84	1.19	1.89	70.38	49.37	31.16
血制品	华兰生物	002007.SZ	42.01	766	12.83	16.12	18.82	21.82	0.91	1.15	1.34	1.56	47.54	40.72	35.12
血制品	天坛生物	600161.SH	37.43	391	6.11	7.59	8.70	11.68	0.58	0.73	0.83	1.12	51.55	44.97	33.50
血制品	卫光生物	002880.SZ	51.78	84	1.71	2.35	2.82	3.40	1.59	2.17	2.61	3.15	35.74	29.74	24.67

资料来源：wind，华西证券研究所

重点个股推荐——通化东宝

高成长的优质赛道，医保限费下降价压力小

胰岛素是成长空间大的优质赛道：中国作为全球第一大糖尿病国家，2017年糖尿病患者人群达到1.2亿人，未来随着老龄化和肥胖率提升、以及糖尿病患者的确诊率、有效治疗率提升，预期糖尿病整体市场将继续保持10%以上增长；胰岛素注射作为中晚期糖尿病患者的唯一治疗方式，其具有很强的刚需性，截止2019年国内胰岛素市场超200亿元，且目前胰岛素治疗率仅为5%，展望未来胰岛素市场潜在空间巨大。

胰岛素作为高壁垒、客户粘性高的生物药，降价空间较小：胰岛素行业受到行业壁垒高、客户粘性大、以及患者后续用药需要持续的服务等属性，产品价格相对较为稳定，例如通化东宝的二代胰岛素在2010-2019年的招标价格仅累计下降不到5%。胰岛素作为特殊的生物药品种，当前情况下很难做到一致性评价、以及考虑到胰岛素的核心难点在于稳定的规模化放大生产，我们整体判断胰岛素很难在短期内作为全国化带量采购品种，通过产业调研我们了解到武汉2019年第二批集采带量采购中，胰岛素降价幅度仅为小个位数，相对整体平均降幅31%呈现较小的幅度，一定程度上反映了胰岛素产品的客户的高粘性和高生产成本，降价空间相对较小。

经营低点已过，二代胰岛素将呈现稳健增长

公司是国内二代胰岛素规格最全的胰岛素行业龙头，2019年胰岛素制剂及原料药实现营业收入22.14亿元，同比增长14.09%，其2005-2019年复合增长率为27.94%，实现业绩的高速增长。公司在2018年Q3由于主动去库存、单季度业绩呈现下滑，至2019年Q2以后库存呈现逐渐出清的趋势，展望未来，公司二代胰岛素将持续受益于分级诊疗、门诊统筹报销等政策的推进、继续深耕基层市场，实现稳健较快增长。

甘精胰岛素已经上市，后续多个三代胰岛素及利拉鲁肽梯次上市驱动业绩中长期快速增长

公司在糖尿病领域深度耕耘，研发管线覆盖三代/四代胰岛素、以及新靶点GLP-1和化学口服类降糖药物。公司甘精胰岛素已于2019年12月获得注册批件，年初以来各省挂网和进院工作顺利推进，展望未来2-3年，预期2020年底或2021年上半年门冬胰岛素上市销售、2022-2023年门冬胰岛素50/30实现上市销售以及2023年前后重磅品种GLP-1 利拉鲁肽实现上市，多个三代胰岛素和利拉鲁肽接续上市将为公司中长期增长增添动力。此外，公司通过license-in引进四代胰岛素，积极进行前瞻性布局，除此之外公司在口服GLP-1类似物和口服降糖仿制药进行积极、对降糖药物进行全方位布局。随着公司三代胰岛素（甘精胰岛素、门冬胰岛素等品种）以及利拉鲁肽、四代胰岛素等新品种上市，业绩将呈现快速增长，我们测算，2020~2025年，公司收入复合增速有望达到20%以上，净利润复合增速有望达到23%以上。我们分析判断，随着新产品持续上市放量，到2025年三代胰岛素将贡献收入为34.7亿元，占公司收入比重达到44.5%，产品结构呈现进一步优化。

重点个股推荐——通化东宝

经营低点已过，甘精胰岛素上市+多个三代胰岛素+利拉鲁肽等重磅管线有望带来公司估值修复

公司二代胰岛素呈现去库存后的恢复性增长，我们预计2020年开始，有望持续保持稳健增长，叠加甘精胰岛素2020年开始放量、门冬胰岛素2021年开始放量带来的增量利润贡献，我们预计，预期2020-2022年归母净利润分别为9.50/11.88/14.74亿元，同比增长17.1%/25.0%/24.1%，对应20和21年估值分别为35/28倍。考虑到公司经营低点已过，2020年开始，甘精胰岛素开始放量驱动业绩呈现向上趋势，2021~2024年公司还有门冬、门冬30及门冬50等多个三代胰岛素及利拉鲁肽等多个重磅品种陆续上市，我们看好公司深耕糖尿病细分领域，未来成长空间大。历史上，公司作为生物药及A股胰岛素唯一标的，估值中枢一直在40~50倍，2018年3季度，由于公司清理渠道库存，造成业绩大幅波动，与此同时，人事方面的变动、甘精胰岛素迟迟不批、胰岛素研发竞争加剧、甚至胰岛素纳入武汉集采引发降价担忧等多重因素，使得公司估值一路下行，2020/2021年估值仅32/26倍，显著低于公司历史上的估值中枢，同时，横向比较，在当前医药板块及个股估值中枢持续提升的背景下，公司估值也相对较低，与此同时，我们认为：1、公司经营低点已过、渠道库存已经清理完毕、经营轻装上阵、二代胰岛素未来有望保持稳健增长；2、公司人事变动早已完成，并未对公司经营造成影响，相反，激励机制有望极大激发原有的销售及管理团队；3、甘精胰岛素已经上市，正处于快速放量阶段，公司已经改变了单单仅有二代胰岛素的不利局面；4、公司在研管线丰富，门冬胰岛素有望于2020年底前后获批上市，门冬30、门冬50、利拉鲁肽等多个重磅品种有望于2022~2024年陆续获批，产品结构持续优化；5、胰岛素进入壁垒高，虽然很多厂家跃跃欲试，但大生产工艺有望将部分厂家阻挡在外，预计今年甘精胰岛素仍将维持现有竞争格局，整体看，高壁垒决定了胰岛素竞争格局十分良好；6、胰岛素作为生物药，直接纳入国家集采范围的概率极低，此前武汉集采中胰岛素降价幅度极其有限，也充分说明了胰岛素由于其特殊性、和其他药品并不相同。综上，我们认为，随着此前不利因素的消除，及上述积极变化，公司未来估值有望持续修复和提升，我们看好公司作为胰岛素龙头的核心竞争力，给予“买入”评级。

风险提示

二代胰岛素销售收入不达预期；甘精胰岛素进院低于预期及收入低于预期；门冬胰岛素、门冬30及门冬50胰岛素等新产品获批上市进展低于预期；房地产等其他业务低于预期。

重点个股推荐——盈康生命

公司以肿瘤医疗设备+肿瘤医疗服务为两大战略方向

肿瘤医疗设备目前以伽玛刀为主（国内唯一通过美国FDA和SS&D双认证），定位中高端的直线加速器样机已完成，将尽快申报注册，有望于明年上市，后续还有术中放疗设备及参股Protom有望引入的小型质子设备，除了直接销售设备，公司还有望与部分民营医院通过合作共建放疗中心的模式，实现收入分成，经过我们测算，利润更加可观，且具有长期持续性。

肿瘤医疗服务主要来自公司当前体内5家医院，未来几年收入和净利润有望持续保持快速增长，且海尔集团目前控制的多家医院，从解决同业竞争和公司战略发展角度，大概率将会陆续注入上市公司，公司未来将复制友谊医院的成功模式，打造以肿瘤治疗和放疗为特色的“大专科小综合“医院群”。

2019年3月实际控制人变更为海尔集团，公司迎来全面积极变化

2019年3月，公司实际控制人变更为海尔集团，我们认为，是公司经营发展的拐点，海尔集团实力雄厚，从外部看能够为公司嫁接更多资源，品牌更具说服力，从内部看，海尔入主后，在各个方面加强对公司的管理，广纳销售人才，搭建销售团队，对订单采取漏斗式管理，全力挖掘伽玛刀的潜在客户和需求；研发方面开始加大投入，推动直线加速器和术中放疗等设备的研发和上市，同时，加大对友谊医院和其他医院的梳理与资源整合。

2019年业绩筑底充分夯实，2020年轻装上阵业绩开始进入拐点之年

2019年，公司收入同比增长14%，增加7000万左右，我们判断大部分增长来自玛西普，销售方面已经开始发力；医疗服务2019年加大投入、费用先行，同时，2019年公司计提商誉减值7.15亿元，造成表观净利润-6.82亿元，但我们认为，2019年是公司业绩筑底和夯实的一年，有了上述积极变化，2020年，公司将轻装上阵，开始进入经营与业绩拐点之年。

2020年开始业绩进入快速增长期，大股东体内医院资产有望适时注入上市公司，给予“买入”投资评级

我们预计，公司2020-2022年收入分别为9.25亿元、12.02亿元、15.98亿元，分别同比增长61%/30%/33%，净利润分别为2.02亿元、3.35亿元、4.69亿元，分别同比增长129%/66%/40%，暂不考虑非公开增发与资产注入预期带来的潜在影响，当前股价对应2020/2021年估值仅为31/19倍，考虑到海尔集团成为实际控制人后，公司正发生积极变化，2020年开始业绩将进入正常快速增长阶段，且存在集团医院资产注入预期，长期看肿瘤医疗设备+肿瘤医疗服务具有广阔成长空间，维持“买入”投资评级。

风险提示

伽玛刀销售低于预期；直线加速器上市进度低于预期；医院经营和盈利低于预期；商誉减值风险；集团医院资产注入迟迟不能解决；1季度经营业绩受疫情影响。

重点个股推荐——智飞生物

自主研发重磅产品进入密集收获期，估值向疫苗研发型企业看齐。

公司高度重视产品研发，2019年研发人员达到328人（+21%），研发投入达到2.59亿元（+52%），占自主产品销售收入的比例达到19%，拥有接近20个在研疫苗项目。结核诊断EC试剂已获批，销售峰值有望达到30亿元。预防性微卡CDE审评即将完成，预计Q2获批，销售峰值有望超过40亿元。AC-Hib三联苗冻干剂型、4价流感疫苗、人二倍体狂犬疫苗均有望在下半年申报生产，销售峰值合计达到42亿元。2020年两个重磅品种获批+3个大品种申报生产，再加上15价肺炎结合疫苗、ACYW结合疫苗等临床持续推进，有助于提高市场对公司自主研发能力的认识，估值有望提升。

HPV疫苗持续放量，流脑疫苗和Hib疫苗填补三联苗市场空白，业绩增长确定性高。

预防宫颈癌的HPV疫苗严重供不应求。预计HPV疫苗存量市场高达852亿元，假设5年完成消化，每年对应市场规模170亿元。另外每年还有增量市场规模44亿元，对应每年增量+存量市场空间合计214亿元。公司独家代理的4价和9价HPV销售峰值高达179亿元。AC-Hib三联苗年销售额在10亿元左右，由于未通过再注册不能继续销售。但公司推出的预灌封AC结合疫苗、ACYW多糖疫苗、Hib疫苗价格相比西林瓶明显提升，每年销量均有望达到300万支，合计10.7亿元，填补三联苗损失的销售额。

投资建议

预计2020-2022年归母净利润分别为34.62亿元/45.06亿元/56.42亿元，PE分别为39倍/30倍/24倍。代理产品HPV疫苗供不应求，业绩高增长确定性高。2020年自主研发进入收获期，预计2个重磅品种获批，3个产品申报生产，估值将向研发型企业看齐。给予“买入”评级。

风险提示

核心产品销售低于预期；新产品研发低于预期。

重点个股推荐——康泰生物

四联苗持续高速放量，23价肺炎疫苗增厚业绩。

我国新生儿Hib疫苗接种率仅1/3左右，随着家长健康意识提升和各企业加大学术推广，预计未来接种率有望提升至50%。2019年Hib多联苗的渗透率达到65%，预计未来将提升到80%以上。按照每年1500万新生儿测算，Hib多联苗年销量有望达到2400万支，还有75%的成长空间。康泰生物四联苗未来市占率有望达到40%，对应年销量960万支和销售收入26亿元。2019年公司四联苗销量约435万支，还有翻倍的成长空间。

23价肺炎多糖疫苗主要接种人群为2岁以上儿童和老年人，接种率还有巨大的提升空间。康泰23价肺炎多糖疫苗于2019年开始上市销售，未来峰值有望达到400万支，贡献收入超过7亿元。

研发梯队丰富，重磅产品陆续获批。

重磅产品陆续获批显著增厚业绩。13价肺炎疫苗处于优先审评阶段，预计2020年底或2021年初有望获批上市，为国内第三家上市，峰值销售额有望达到32亿元。人二倍体狂犬疫苗即将申报生产，预计2021年初获批，为国内第二家上市，峰值销售额有望达到19亿元。

在研项目众多，产品梯队齐全。公司有超过20个品种处于研发阶段，重磅品种包括ACYW135群脑膜炎结合疫苗处于临床数据总结中，霍乱疫苗和EV71疫苗处于临床试验阶段，百白破-脊灰-Hib五联苗、HPV疫苗、五价轮状疫苗处于临床前研究阶段。公司研发项目持续推进，提升公司长期业绩和估值空间。

持续看好公司发展前景，维持买入评级

预计2020-2022年归母净利润为8.22/12.93/22.03亿元，PE分别为122/78/46倍，公司业绩持续高增长，重磅产品陆续获批。维持“买入”评级。

风险提示

产品销售低于预期；疫苗研发进度低于预期。

重点个股推荐——沃森生物

13价肺炎结合疫苗正式上市销售，推动业绩放量

辉瑞的13价肺炎结合疫苗只适用于6周-6月龄婴幼儿接种，沃森年龄范围更大覆盖6周-71月龄，6月龄以上为存量市场，由沃森独享。估计存量市场销量有望达到960万支，假设4年完全消化，年销量峰值288万支。增量市场按照每年1500新生儿测算，每人4支，未来接种率将提升至30%，对应年需求量1800万支，国产占比70%，沃森在国产企业中占比50%，对应年销量630万支。据此估计沃森存量+增量年销量有望达到918万支，按照550元平均价测算，峰值收入将达到50亿元。公司已获得首批批签发14万支，在湖北、江西、吉林等多个省市中标，西林瓶和预充式中标价分别为556元/支和598元/支，正式上市销售。

2价HPV疫苗即将申报生产

沃森已完成2价HPV疫苗临床总结报告，即将申报生产，预计2021年有望获批上市，为国产第二家。每年存量+增量市场空间高达214亿，其中2价HPV疫苗市场空间为35亿，占比16%。沃森有望成为国产第二家上市，销售峰值约9亿元。

战略布局RNA疫苗，开发新冠和带状疱疹疫苗

公司与艾博生物合作开发基于mRNA的新冠疫苗和带状疱疹疫苗。艾博生物成立于2019年，在核酸疫苗研发领域有独特技术优势，泰格股权、长三角股权、中金启元等投资机构通过西安泰明股权投资持有其股权。双方合作项目为新冠疫苗和带状疱疹疫苗，沃森将向艾博生物累计支付1.9亿元里程碑付款。RNA疫苗是新一代疫苗研发技术平台，将RNA直接导入体内通过宿主细胞合成抗原蛋白从而诱发免疫反应，具有制备简单、生产周期短、容易量产的优势。新冠病毒变异性高且需要大规模接种疫苗，RNA技术平台的优势非常显著。带状疱疹疫苗可用于50岁及以上成年人带状疱疹预防，全球仅GSK和默沙东的疫苗获批上市。GSK的重组带状疱疹疫苗Shingrix在2019年实现销售额18亿英镑，同比增长131%，2020Q1销售额达6.47亿英镑。中国市场仅GSK获批，研发进度最快的长春高新处于3期临床阶段，未来市场潜力巨大。通过此次合作，沃森成为第一个进军RNA疫苗的疫苗上市公司，有助于进一步充实公司研发管线。

投资建议

预计公司2020-2022年归母净利润分别为9.44亿元/15.59亿元/20.10亿元，分别增565%/65%/29%，PE分别为71/43/33倍。给予“买入”评级。

风险提示

核心产品销售低于预期；新产品研发低于预期。

重点个股推荐——万泰生物

2价HPV疫苗高速放量，抢占低年龄组市场。

国内HPV疫苗供不应求，存量和增量市场巨大。公司拥有首家国产2价HPV疫苗，优势显著。1) 默沙东和GSK的HPV疫苗均为三针法接种，而公司为两针法，接种程序更简单。2) 公司定价更低，每人份疫苗对应费用为658元，仅为GSK的38%、默沙东的17-27%。3) GSK和默沙东的HPV疫苗重点覆盖支付能力更强的一二线城市，而国产疫苗重点销售的三四线城市存在巨大空白市场，公司产品将实现高速放量。4) 9-15岁低年龄组只能接种2价HPV疫苗，公司相对GSK具有明显优势，有望在低年龄组抢占主要市场份额。预计2020-2022年销量分别为250/500/800万支，销售额分别为8.23/16.45/26.32亿元，主要抢占低年龄组市场。

9价HPV疫苗已进入临床2期，国产企业中研发进度领先；开发的新一代HPV疫苗与GSK签订1.34亿欧元里程碑付款合作开发协议，GSK已向公司支付第一批里程碑付款1100万欧元。

化学发光业务快速增长，新冠检测试剂出口。

2016年公司化学发光仪获批上市，累计销量达702台，进入200多家大中型医院，三级医院占比达45%。公司已有120多个化学发光试剂获得注册，2019年实现收入2.29亿元，同比增长136%。随着化学发光仪器销量增长和在研试剂获批，化学发光产品将实现高速放量。公司开发了化学发光、酶联免疫、胶体金、核酸四大技术平台的新冠病毒检测试剂，已有产品获欧盟CE认证，向多个国家出口。

投资建议

预计2020-2022年归母净利润分别为4.73/8.64/13.94亿元，分别增126%/83%/61%，PE分别为53/29/18倍。暂不评级。

风险提示

核心产品销售低于预期；新产品研发低于预期。

重点个股推荐——长春高新

生长激素长期成长空间大

生长激素天花板高：我国有500万人矮小症患者，其中60%适用于生长激素治疗，按照10%治疗渗透率、人均6万元治疗费用测算，仅矮小症适应症峰值销售额不低于180亿元，2019年全国市场仅50亿元左右，还有至少2.5倍成长空间。参照欧美成人+抗衰老市场的销售占比接近50%，长期成长天花板更高。

多因素推动生长激素市场扩容：1) 生长激素诊断和治疗壁垒高，需要对医生进行持续教育，医生数量是决定市场天花板的重要瓶颈。之前处方医生以儿科内分泌科为主，正在逐步向大儿科、儿保科、中医儿科、成人内分泌科等科室拓展，持续开发新医生。2) 家长对矮小症和生长激素知晓率较低，通过公众教育有望持续提高知晓率和就诊率。3) 产品升级换代，水针替代粉针，长效占比提升，剂型升级换代，人均治疗费用提升。

► 重磅品种鼻喷流感疫苗获批。

2月26日药监局发布鼻喷流感疫苗批件，正式获批上市。2017年以来我国流感持续高发，从46万增长到200多万。流感疫苗是预防流感的最佳方式，但我国流感疫苗接种意识偏低，接种率仅2%左右，远低于美国的38%左右。疫苗行业监管严格，部分企业退出市场，批签发企业数量从2011年的14家减少到2019年的6家，导致流感疫苗批签发数量持续下降，从峰值5000万支降到2018年的1600万支。2019年新产品四价流感疫苗的快速放量，推动流感疫苗批签发数量出现回升，同比增长91%，四价流感疫苗市占率达到32%。公司此次获批的鼻喷流感疫苗为新给药途径，无痛便捷，依从性更高，有望快速抢占市场份额。按照流感疫苗批签发恢复到5000万支，鼻喷流感疫苗占比10%，即500万支，假设每支150元，销售额峰值约7.5亿。

投资建议

维持盈利预测不变，预计2020-2022年归母净利润分别为28.41亿元/35.97亿元/43.72亿元，对应PE分别为48倍/38倍/31倍，在医药白马龙头中估值偏低，具备长期投资价值，维持“买入”评级。

风险提示

产品销售或不及预期；新产品或新适应症研发或不及预期。

重点个股推荐——药明康德

“大而强”的平台型创新药服务商，管理层具有业务布局的前瞻性及业务拓展的能力

公司自2000年成立以来，持续拓展业务范围、前瞻性进行多元化业务布局，目前已成为全球性的“大而强”的平台型服务商。展望未来5年、乃至10年以上，公司核心竞争优势是平台型企业带来业务的延展性，即未来进行产业链业务扩张的能力是保证长周期维持成长的核心关注点。

- **历史业务布局验证公司多业务成长的能力：验证以李革为领导核心的管理团队的业务布局的前瞻性，以及进行业务拓展的能力。**公司于2000年初创业初期开始布局的药物发现及分析测试业务与小分子CMO/CDMO业务，已分别成为公司核心业务，其中药物发现与分析测试业务已成为全球第一梯队的药物发现领先者；CMO/CDMO业务预期到2019年收入有望超过5亿美元，成为国内最大的化药CDMO厂商，以及成为全球CDMO第二梯队（5~10亿美元收入）；除此之外，公司于2010年大力布局的生物药CDMO业务药明生物（纽交所退市后，业务梳理拆分中，拆出上市公司体外、已于港股独立上市），目前已成为全球第4大生物药CDMO服务商。
- **基于现有业务布局、展望未来5年，公司在细胞与基因治疗CDMO领域、创新业务DDSU、以及临床CRO领域大有可为。**公司目前已前瞻性全球布局细胞与基因治疗业务与临床CRO业务，同时在国内进行业务模式创新DDSU（对国内biotech公司赋能）、以及布局SMO业务和安全性评价业务。业务的前瞻性及多元化布局，将为公司未来5年、乃至10年的成长奠定根基。

多次大规模实施员工激励计划，实现员工与股东双赢

公司持续通过股票期权激励计划、员工持股平台等多种方式，健全长效激励机制、吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心骨干的积极性，实现股东利益、公司利益、与核心骨干团队的利益结合起来，共同促进公司业绩稳健快速增长。最早公司曾在2007年纽交所上市前夕对核心骨干人员实施股票期权激励计划，在2015年私有化期间和之后陆续成立9个员工持股平台。另外在药明康德2018年A股上市之后，2018年和2019年两次大规模地对核心骨干团队实施股权激励计划，充分调动核心员工积极性，实现了核心骨干团队与公司、股东利益的一致。

重点个股推荐——药明康德

中长期股价催化剂

- **细胞与基因治疗CDMO项目未来2-3年商业化项目落地：**截止到2019年9月30日，细胞与基因治疗平台具有33个项目，其中9个处于II/III期临床、24个处于I期临床。展望未来2-3年，有望实现商业化项目落地，印证其是全球细胞与基因治疗CDMO的行业领先者之一、同时印证其商业化能力和商业模式的能力。
- **DDSU项目最早有望于2022年实现商业化分成：**截止2019年6月30日，公司已累计为国内药企完成71个项目的IND申报工作，并获得54个项目的临床试验批件。预期未来进展最快的项目有望于2022年实现商业化上市，印证DDSU销售收入分成模式的可行性。
- **临床CRO全球多中心布局的拓展超预期：**公司临床CRO业务，2018/2019年收购ResearchPoint Global以及数据统计公司Pharmapace, Inc.，持续进行全球多中心临床拓展。港股IPO发行募投项目之一是用于收购CRO和CMO企业，扩大产能供给。公司未来通过内生和外延并购途径，有望成为全球临床CRO领域的领导者之一、实现公司“一站式全产业链”的创新药服务商的布局。

盈利预测及估值

公司作为“大而强”的平台型创新药服务商、具有全球业务竞争力，且以李革为领导核心的管理团队具有业务布局的前瞻性、以及进行业务拓展的能力，我们判断公司是A股少有的具有中长期保持成长性的标的。考虑核心业务保持强劲快速增长，我们预计2020-2022年归母净利润分别为25.10/35.58/47.42亿元，同比增长分别为25.7%/44.9%/34.0%，对应2020/2021年PE估值分别为72/51倍，维持“买入”评级。

风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险、竞争加剧的风险、增长策略及业务扩展有失败的风险、汇率波动风险、美国市场药品降价风险、新型冠状病毒疫情影响国内外业务的拓展。

重点个股推荐——博腾股份

战略转型CDMO获得成功，研发实力获得极大提升

2017年以来，公司实施了全面战略调整、营销改革，通过收购J-STAR和加大研发投入，搭建了多个高壁垒技术平台，建成CRO+CMO的CDMO一体化服务体系。未来，公司还将搭建BU工艺研究单元，服务于技术含量更高、更早期的CRO项目，工艺开发能力将更上新台阶。战略转型以来，公司在服务客户数量、服务产品、项目数量等方面均持续突破新高，驱动CRO业务收入保持50%以上增长、CMO业务收入增长提速，未来，依托新产能释放和研发人员效率提升，公司各业务均有望保持快速增长。

1季报业绩高增长超预期，CRO业务Q1受疫情影响环比有望改善

公司发布2020年1季报，1季度实现收入3.9亿元，同比增长55%，净利润0.48亿元，同比大幅增长192%，扣非净利润0.48亿元，同比大幅增长364%，此前公司1季报预计预告中收入增速50%~60%，净利润增速154%~203%，扣非净利润增速284%~361%，因此，公司1季报超出此前预期，特别是扣非净利润增速突破预增区间上限。经营性现金流净额1.0亿元，同比增长837%，大幅改善。1季度，公司毛利率37.94%，同比显著提升6.20个百分点，净利润率12.06%，同比显著提升5.52个百分点，毛利率和净利润率双重提升，主要得益于公司订单增长以及运营效率的提升，产能利用率显著提升。

分业务看，1季度CRO业务实现收入6737万元（其中J-STAR团队实现4367万元，中国团队实现2370万元），同比增长7%，占公司营业总收入的17%。1季度公司CRO业务受疫情隔离、研发中心延迟复工的影响，整体交付较原计划略有延迟，伴随着公司各大研发中心的恢复运营，预计二季度CRO业务发展将恢复至正常营运水平；CMO业务实现收入2.89亿元，同比增长62%，占公司营业总收入74%，继续保持高速增长态势，显示公司订单饱满。

1季度，公司研发投入3316万元，同比增长34%，继续加大力度，研发团队人员数量扩充至416人，相比2019年末393人继续保持增加。

重点个股推荐——博腾股份

经营拐点进一步确立，深耕CDMO细分赛道

经过2017年和2018年连续两年战略调整与转型，公司从2019年开始已经迎来经营拐点，2019年经营业绩的亮眼表现，及2020年Q1业绩公告的大幅超预期，均进一步印证了公司基本面的变化。

展望2020年，考虑到公司CRO业务收入有望保持50%左右增长，CMO业务有望实现30%左右增长，我们预计，2020年公司收入有望同比增长超过30%；2021年，我们预计，公司CRO业务收入继续保持40%左右增长，CMO业务继续保持25%~30%增长，我们预计，2021年公司收入增长有望超过30%。公司2019年11月对布局生物药CDMO的子公司苏州博腾生物增资，完成后持股比例上升到63.75%，苏州博腾生物开始并表，由于其处于投入亏损期，预计2020年影响归母净利润1500万元左右。此外，公司激励摊销费用2020年为2000万元左右。综上，上述两项预计影响2020年净利润在3000万元左右。

收到重庆证监局行政处罚事先告知书，靴子落地

公司此前因关联方非经营性资金占用事项已经收到深交所“通报批评”的处罚措施；今日再次收到重庆证监局行政处罚事先告知书，对上市公司博腾股份给与警告，并处以30万元罚款；对陶荣、居年丰等公司多位高管分别给与警告和金额不等罚款，至此，公司此前因关联方非经营性资金占用事项而受到的监管层处罚结果已经基本确定，靴子落地，消除了其他不可预计的不确定性。

投资建议

考虑到公司毛利率持续提升、费用率持续下降，净利润率持续提升，盈利预测维持不变，预计2020年~2022年归母净利润分别为2.48/3.42/4.62亿元，分别同比增长33%/38%/35%，当前股价对应2020~2022年估值分别为50X/37X/27X，如果加回上述两项费用影响因素，公司2020年真实经营性净利润在2.8亿元左右。考虑到公司经营拐点进一步确认，处于快速增长阶段，我们维持“买入”投资评级。

风险提示

订单和收入增长低于预期；毛利率和净利润率不能持续提升。

重点个股推荐——康龙化成

“一体化”战略下业务协同效应逐渐凸显，CMC业务继续呈现“收入+毛利率”的双升

公司在全流程、一体化协同发展战略下，实现药物发现与药物开发业务之间的协同，即根据2019年中报显示生物科学业务的76%业务来自于化学合成业务的协同效应、CMC业务78%的业务来自于药物发现业务的协同效应。公司CMC业务随着康龙天津II期项目的投产和规模效应下，呈现“收入+毛利率”双升；公司CMC业务主要为在药物研发阶段为制药企业提供化学、制剂工艺开发及小批量生产等服务，目前不涉及临床后期及商业化阶段的CMO服务，未来随着宁波康泰博商业化CDMO产能的投产，公司将积极拓展临床后期及商业化阶段业务，参照类似公司凯莱英、和全药业临床后期和商业化阶段业务占比情况，预期公司CMC业务将出现爆发式增长。

H股发行后财务费用率改善明显，毛利率继续维持上升趋势

公司于2019年12月28日正式实现H股首次公开发行人和港交所挂牌上市，超额配售权行使后共发行1.34亿股、实现募集资金净额45.23亿元；截止到2020年3月底，短期借款和长期借款合计金额为0.91亿元，相对2019年底的7.56亿元，同比大幅下降，同时考虑到利息收入大幅度增加，2020年Q1的财务费用为-0.22亿元，相对2019年Q1的0.41亿元同比大幅改善。公司2020Q1毛利率为33.46%，同比2019Q1呈现略微上升0.32%，整体毛利率水平继续呈现上升趋势、展望未来有望继续维持；公司管理费用率、销售费用率、研发费用率分别为14.79%/1.87%/2.18%，同比上升-0.41%/0.19%/1.05%，其中销售费用率和研发费用率受继续加大市场开拓和研发投入影响呈现上升趋势。

投资建议

公司作为全球具有核心竞争力的CRO+CDMO企业，未来立足于核心业务药物发现，在协同效应下和新产能逐渐投产的驱动下，CMC业务将迎来“收入+毛利率”双升；同时积极布局临床CRO市场，通过收购南京思睿和联斯达等公司实现国内临床CRO业务的布局，预计未来将保持高速增长；我们判断公司三大业务（实验室业务、CMC业务、临床CRO业务）市场空间巨大、行业景气度高，未来3-5年利润端将继续保持高速增长。预计2020-2022年营业收入分别为48.11/62.60/79.77亿元，同比增长分别为28.1%/30.1%/27.4%；归母净利润分别为8.12/11.05/15.07亿元，同比增长分别为48.4%/36.1%/36.4%，对应2020/2021年PE估值分别为64/47倍，维持“增持”评级。

风险提示

业务拓展低于预期、募投项目宁波康泰博投产低于预期、行业竞争加剧及景气度下降、海外新冠疫情爆发影响需求端变化。

重点个股推荐——昭衍新药

国内药物安全性评价龙头，顺应行业趋势持续保持快速增长

公司主营业务是药物非临床安全性评价服务，是中国首家通过美国FDA GLP检查，并且是唯一同时具有国际AAALAC（动物福利）认证、中国CFDA GLP认证、欧盟OECD GLP认证以及韩国MFDS GLP认证资质的专业新药临床前安全性评价机构。近年来公司持续提高安全性评价产能供给，通过一系列动作提高公司安全性评价产能供给、国际化业务拓展、以及产业链业务拓展。随着2015年以来的药审制度改革、尤其是2017年医药上市公司研发支出明显增加以及Biotech公司呈现繁荣的趋势，2017~2019Q1-3，公司营业收入和扣非净利润均呈现高速增长，其中2019年前三季度实现营业收入3.48亿元，同比增长43.0%、扣非净利润为0.60亿元，同比增长39.0%。

▶ 多次大规模实施员工激励计划，实现员工与股东双赢

公司历来重视核心技术高管的激励：1、2007-2008年通过出资额转让和增资的方式对公司核心技术高端左从林和孙云霞进行股权激励；2、2011年12月由27名核心技术骨干和部门主管增资实现员工直接持股；3、2014年6月核心高管高大鹏通过股权转让实现持股；4、上市之后2018年和2019年分别通过两次大规模的限制性股票和股权激励的激励计划对高管及核心技术（业务）股东进行激励，并提出相对较高的业绩解锁条件（即收入端2019-2021年复合增长30%）。公司通过多次股权激励充分调动核心员工积极性，实现了核心骨干团队与公司、股东利益的一致和绑定，实现核心技术和业务团队的稳定。

毛利率受Biomere影响略微下降，整体费用率水平保持相对稳健

2020年Q1，公司整体毛利率为49.15%，同比下降3.51%，我们判断整体毛利率下降主要受美国Biomere并表带来的收入结构性变化影响，展望未来毛利率水平依然能保持相对稳健；公司期间费用率为39.06%，相对同期的39.15%，整体保持相对稳健，其中管理费用率、研发费用率、销售费用率、财务费用率分别为37.34%/7.60%/2.01%/-0.29%，同比变化1.21pct/-2.32pct/-0.89pct/-0.40pct。截至2020年3月底，公司应收端（应收账款+合同资产+应收票据）合计金额为2.18亿元，相对2019年同期和2019年底分别增长458.3%和104.9%，主要受业务大幅增长和Biomere并表影响。公司经营性净现金流为0.34亿元，同比增长111.2%，受到前期回款增加和业务增长影响。

重点个股推荐——昭衍新药

多点布局深耕国内安评市场，国际化战略带来市场空间扩容

展望未来，公司将通过深耕国内市场和进行国际化业务拓展实现业务持续性成长：

昭衍新药立足北京和苏州的安评中心，并计划新建重庆和广州安评中心，实现全国区域化多点布局和产能扩建，满足公司中长期产能需求；公司通过区域化网点布局和产能的持续提升，深耕国内安评市场、实现渗透率持续提升；

公司于2013年6月在美国成立昭衍加州，负责国际化项目市场拓展，并于2019年12月成功实现美国Biomere的并表。未来借助美国Biomere平台加速拓展国际市场、实现市场空间的扩容，即从国内“50亿元的小市场”向全球“45亿美元的大市场”拓展，支撑公司中长期业绩持续性快速增长。

投资建议

公司作为国内最大的药物安全性评价龙头，未来将通过区域化多点布局深耕国内安评市场，同时借助美国Biomere平台实现国内外业务协同发展。我们判断未来3-5年公司将受益于国内创新药研发繁荣以及国际化带来市场空间扩容等因素保持高速增长。维持前期业绩预测，预计2020-2022年归母净利润分别为2.55/3.36/4.22亿元，同比增长分别为42.8%/32.0%/25.5%，对应2020/2021年PE估值分别为73/55倍，维持“买入”评级。

风险提示

核心技术骨干及管理层流失风险；竞争加剧的风险；产能扩展及国际化战略及业务扩展有失败的风险；新型冠状病毒疫情影响。

重点个股推荐——恒瑞医药

与First-in-class差距越来越小，创新药全球申报

公司多年来一直是国内研发投入最多、研发实力最强的制药企业，是国内最早从“仿创结合”过渡到“创新驱动”的制药企业。目前公司的在研管线大部分还处于Fast-follow的模仿创新阶段，着眼于国内市场的me-too/me-better，但是随着TIM3、TLR-7、IL-15等项目的快速推进，公司已经在向着全球First-in-class、全球一线大型制药企业跨越，预计在2025年之前实现原始创新。相比于欧美市场，国内的药品市场规模有限，要想成为国际化的制药企业就必须走向国际化的市场。并且国内的创新药专利保护、创新药医保覆盖等制度仍待改善，想要在创新的道路上继续向前，欧美市场也是必然的选择。随着BTK、JAK等越来越多产品对外授权，创新药海外收入将成为恒瑞收入的重要来源。

卡瑞利珠国产PD-1大适应症进度最快，联用最多，协同扩大优势

截止目前，国内共有4个国产PD-1获批上市，2个进口PD-1和2个进口PD-L1，国内市场竞争逐渐激烈。抢大适应症临床进度、联合用药是PD-1企业目前的主要策略，公司拥有自己强大的临床团队，所以在受试者招募、临床费用方面有很大优势，在肝癌、肺癌等大适应症领先，公司去年申报的食管癌、非小细胞肺癌预期很快也会获批。公司抗肿瘤创新药管线丰富，卡瑞利珠是国内PD-1产品中联合用药最多的。阿帕替尼、氟唑帕利（PARP抑制剂）、SHR-1702（TIM3抗体）、SHR9146（IDO/TDO双重抑制剂）、SHR7390（MEK1/2抑制剂）等与卡瑞利珠联合用药方案均在临床快速推进中。对于医生来说，选择同一企业的联用方案，对降低用药风险有很大优势，所以卡瑞利珠与公司其他产品联用可以协同扩大优势。

研发持续高增长，国际化多元合作

公司2019年研发投入38.96亿元，同比增长45.90%，公司研发团队也在持续扩大，2019年共有3400名研发人员分布在国内外的研发中心和临床医学部。公司继续加强国际化的战略与合作，引进了Novaliq公司干眼症两个药物、Mycovia公司抗真菌药物国内权益；阿帕替尼+卡瑞利珠肝癌适应症海外3期临床、SHR3680和SHR0302等海外获批临床。

投资建议

预计公司2020-2022年收入308/399/517亿元，分别同比增长32%/29%/30%，归母净利润69/89/115亿元，分别同比增长30%/30%/29%，当前股价对应2020-2022年PE分别为63/48/37倍。维持公司目标价118.72元，维持“买入”评级。

风险提示

创新药国家医保谈判大幅降价、临床学术推广不及预期风险。

重点个股推荐——中国生物制药

仿制药集采充分预期，创新价值重构

公司目前处于创仿结合的阶段，短期仿制药集采的因素限制了公司业绩的高速增长，但公司通过自主研发与对外合作等多种方式加速丰富创新药物产品线，创新药大幅贡献业绩的拐点很快到来。出色的研发硬实力与专利挑战、立项决策等软实力使得公司在高壁垒仿制药领先于竞争对手，高难度的吸入布地奈德混悬液、干粉吸入剂等呼吸制剂、专利挑战托法替布、奥贝胆酸等重磅首仿，使得公司仿制药业务仍能保持稳定增长。公司的估值有望从龙头制药企业向龙头创新药企业价值重构。

肿瘤线增长强劲，集采扩面影响在2019Q4体现

2019年肿瘤线整体收入54.28亿元（+79.7%），占比整体收入22.4%；其中安罗替尼预计收入约30亿元，多个新适应症带获批；雷替曲塞2020年1月执行降价55%医保谈判价格，有望快速放量；新获批硼替佐米、来那度胺、阿扎胞苷等品种高速增长也是肿瘤板块2020年继续高速增长的驱动。肝病板块整体收入57.40亿元（-10.56%），2019Q4单季度收入7.74亿元，恩替卡韦集采扩面影响体现出来。

▶ 研发与BD快速丰富创新管线

公司在研创新药管线众多，小分子靶向药多个进入2期临床，大分子有4个生物类似药即将申报上市，PD-1单抗预计明年获批上市。在自主研发之外，公司BD合作也越来越多，专利授权、战略投资、合作研发等多种方式，快速丰富公司的创新药管线。

投资建议

预计公司2020-2022年收入285/348/437亿元，分别同比增长18%/22%/26%，归母净利润35/44/55亿元，分别同比增长29%/27%/24%，当前股价对应2020-2022年PE分别为43/34/27倍，维持“买入”评级。

风险提示

创新药医保谈判价格大幅下降风险、新药研发及研发进度不及预期风险、仿制药集采未中标或价格大幅下降风险

重点个股推荐——贝达药业

二代ALK抑制剂恩沙替尼，预计2020年初获批

恩沙替尼作为第一个国产二代ALK抑制剂，在国内外已经开展了多项2/3期临床试验，二线用药克唑替尼耐药患者适应症预计2020年初获批，在已经披露的一线用药临床数据文献，恩沙替尼无进展生存期26.2个月，ORR80%，数据与阿来替尼临床结果相当。进口ALK抑制剂在国内定价年费用在20万左右，恩沙替尼以15万年费用估算，销售峰值预计超过10亿元。

差异化策略效果显著，医保+基药目录助推渠道下沉

作为“非凡TKI”，埃克替尼疗效确切、肝毒性低、安全性高。在脑转移、术后辅助治疗、领域加量的临床优势持续差异化学术推广下，埃克替尼持续高速放量。2019年埃克替尼被纳入医保常规目录和基药目录，公司借此推动渠道下沉，积极加强目标医院的开发，努力提高医院的覆盖率，同时推进全国药店医保准入工作，充分保障了埃克替尼销量的增长。

临床后期品种快速推进，早期项目快速推到临床

恩沙替尼用于ALK阳性NSCLC患者的一线治疗项目、CM082肾癌项目、MIL60项目因均已完成入组，处于临床试验后期阶段，受疫情影响较小，相关工作均如期推进。早期项目BPI-28592等在快速推进。

投资建议

创新药企业需要大笔投入研发费用，对其DCF估值更为合理。贝达药业产品线DCF合理估值在395亿元，并且公司估值将随着创新药进度的推进不断提高。维持盈利预测，预计公司2020-2022年归母净利润分别为3.28/4.31/5.91亿元，EPS分别为0.82/1.07/1.47元，对应PE为127/97/71倍，维持“买入”的投资评级。

风险提示

医保谈判大幅降价、药物研发风险、引进或授权交易风险。

重点个股推荐——凯利泰

看好老龄化下骨科市场持续扩容与进口替代

老龄人口占比高而骨科疾病年龄越长发病率越高：我国60岁以上老人预计2025年超过3亿占比近20%，人均寿命2015年为76.4岁；骨科疾病年龄层比例60岁以上占比44.1%，接近一半；居民两周患病率65岁以上甚至达62.2%；50岁以上人群骨质疏松患病率高达19.2%，我国50岁以上人群低骨量比例为46.4%，而骨质疏松和低骨量是导致骨折很重要的因素；椎间盘突出症发病率国内达到18%。全球骨科市场骨科龙头集中，CR4为69.1%；反观国内，行业增速10~20%，而国内威高股份和大博医疗以4.05%和2.86%市占率位列六七位，发展空间巨大；加上医疗政策如集采、DRGs等下对国产骨科公司更加有利。

公司骨科产品线齐全，脊柱微创产品特色显著

2018年凯利泰剥离心血管业务易生科技，聚焦大骨科，同时并购美国脊柱微创Elliquence公司加强其脊柱微创产品线。公司产品脊柱（微创及植入物）和创伤为主，布局运动医学和关节。并且，PKP/PVP术式渗透率有4~5倍的提高空间，而PKP升级替代PVP带来收入的增长（PKP为PVP出厂价三倍）；椎间盘病患人群大，微创手术还有处于早期推广阶段，Elliquence在中国的推广有望借助凯利泰原有的脊柱微创资源禀赋协同快速在国内进院。而江苏艾迪尔走出2017~2018年的低谷，公司完成对其的整合，2019年恢复行业增长，有望在稳定的管理团队带领下保持15%以上增速。

管理团队激励充分，与公司长期发展深度绑定

公司于2019年6月和2020年2月分别对中高层及核心员工24人与董事长袁征先生进行限制性股票和期权激励，2020~2023年扣非净利润有保障，甚至2022~2023年扣非净利润若常规性达成则净利润为5.66亿元和7.08亿元；管理层与股东层利益长时间绑定，有利于公司战略的持续推进和业务开展。

骨科长逻辑明确，维持“买入”评级。

老龄化下市场持续扩容、政策驱动下的头部集中的骨科赛道持续得到认可，而公司战略聚焦骨科赛道得到认可，我们预计公司2020~2022年的收入为15.08/18.35/22.20亿元，同比增长23%/22%/21%；归母净利润为3.88/4.91/6.13亿元，同比增长28%/27%/25%，对应2020~2022年PE为51X/41X/32X；考虑到公司战略聚焦景气度高的大骨科赛道、管理层深度绑定公司长期发展，股东结构进一步优化，我们维持“买入”评级。

风险提示

集采政策推行力度超出预期，微创产品推广不及预期，国产替代不及预期。

重点个股推荐——大博医疗

老龄化下骨科市场持续扩容与政策驱动头部集中

老龄化人口占比高而骨科疾病年龄越长发病率越高：我国60岁以上老人预计2025年超过3亿占比近20%，人均寿命2015年为76.4岁；骨科疾病年龄层比例60岁以上占比44.1%，接近一半；居民两周患病率65岁以上甚至达62.2%。全球骨科市场龙头集中，CR4为69.1%；国内骨科增速15~20%，威高股份和大博医疗以4.05%和2.86%市占率位列六七位，发展空间巨大；加上医疗政策如集采、DRGs等下对国产骨科公司更加有利。

创伤龙头地位稳固，脊柱产品发力，强者恒强

2018年我国骨科创伤类耗材市场占比中，大博医疗以5.8%排名第三，仅次于强生与美敦力，骨创伤产品市场集中度CR5的市占率不到40%，小散乱的市场格局。实际上，骨科创伤注册证获取环节的壁垒不高，但产品品类齐全、备货充足、工具齐备，包括医生长期使用养成的习惯都是骨科创伤的壁垒所在。公司是脊柱的国内第一梯队公司，增速快（2016~2018年同比增速分别为20%、30%和35%），并于2019年12月椎体成形的注册证获得NMPA审批通过，又增添具有竞争力的产品线。此外，公司在关节、运动医学、牙科等大骨科领域也有布局，蓄势待发。

2019年研发投入加大，新产品获批开启公司新业务增量。

公司研发投入1亿元，同比增长54.88%，占收入比例8%；公司共有123个批次的注册证在申请中，涵盖了创伤、脊柱、微创外科、神经外科、齿科、关节、运动医学等领域。2019年新取得二类及三类注册证共16个，其中种植体系统、不可吸收带线锚钉及带袢钛板系统注册证的取得，开启了齿科与运动医学产品的长期布局；椎体成形系统的获证，丰富和完善了脊柱产品线，进一步增强了公司的综合竞争力。

投资建议

我们维持公司盈利预测不变，预计公司2020~2022年营业收入分别为16.26/20.28/25.15亿元，同比增速29%/25%/24.0%，归母净利润为5.85/7.37/9.22亿元，同比增长26%/26%/225%，对应PE为65X/52X/41X；考虑到公司大骨科产品线齐全，新产品不断推出，公司产品质量得到临床认可、渠道实力强，我们维持“买入”评级。

风险提示

集采政策超出预期；新产品获证和销售推广不达预期；国产替代不及预期

重点个股推荐——双林生物

血制品库存降低，新冠疫情短期影响采浆量，供需格局改善有助于血制品价值回归。

2015年以来采浆量大幅度增加+血制品提价推动经销商囤货导致2017年开始渠道库存大幅度增加，血制品企业纷纷扩大销售人员规模，加大学术推广力度。2019年白蛋白和静丙批签发增速均恢复至10%左右，去库存周期结束，血制品处于供需平衡状态，生产企业和渠道库存均大幅度回归正常水平。

由于库存血浆需在3个月以后再次检疫合格才能投浆生产，新冠疫情导致目前献浆基本停止，2020年全年采浆量和投浆量有可能受到影响，影响2021年可销售数量（因从生产到销售至少需9-10个月）。我们判断血制品行业很可能会从供需平衡转向供不应求，血制品有望实现价值回归。

► 公司历史遗留问题得以解决，致力提升采浆量和血浆综合利用能力，吨浆利润有望提升

历史问题逐步解决，股东浙民投和佳兆业前两大股东利益达成一致，共同致力于公司经营发展公司。血浆站方面，目前共有13个浆站，11个在采，2个已建设完成等待验收，并取得多个县级及市级批文，未来血浆站数增加保障采浆量。公司2018年采浆量约400吨，血浆规模处于行业中上水平，未来有望突破580吨。人凝血因子VIII已经进入上市申报阶段，预计2020年上市；人纤维蛋白原已经完成了临床试验，预计2021年上市。随着公司上述凝血因子类产品陆续获批，公司吨浆利润将显著提升，血浆综合利用率将进一步提升。

重点个股推荐——双林生物

收购派斯菲科100%股权，打造千吨级血制品巨头。

公司拟通过股权+现金收购派斯菲科100%股权，发行价为31.47元/股；向公司第一和第二大股东及派斯菲科实际控制人付绍兰募集配套资金不超过16亿元，发行价为29.86元/股。

重组后将作为另一家采浆潜力超过1000吨的血制品巨头。

1) 采浆量峰值 $1050+400+150=1600$ 吨：双林拥有13个浆站采浆量超400吨，预计峰值采浆量不低于650吨。派斯菲科已获批10个浆站，采浆量超过300吨，峰值采浆量预计超过400吨。此外派斯菲科还可在黑龙江新设10个浆站，再增加400吨血浆。双林与新疆德源签订合作协议，德源将5个浆站设置给双林供浆，预计峰值供应量不低于150吨。双林+派斯菲科现有采浆量超过700吨，峰值1050吨；派斯菲科未来10个新批浆站峰值400吨；新疆德源供浆150吨；合计峰值采浆量1600吨。

2) 因子类产品陆续获批，提升盈利能力。双林8因子已申报生产，纤原已完成临床试验，PCC处于临床试验阶段；派斯菲科纤原已获批，PCC即将申报生产，8因子申报临床。未来3年内双林和派斯菲科将获批所有主要的因子类产品，吨浆收入和吨浆利润将大幅度提升。

重组备考净利润持续高增长

双林生物的股权/期权激励100%足额授予要求2020-2022年归母净利润不低于3.0/3.7/5.0亿元，新疆德源供浆增量保障业绩承诺顺利完成。派斯菲科承诺2020-2022年扣非后归母净利润不低于0.85/1.35/2.20亿元。2020-2022年双林+派斯菲科合计备考净利润分别为3.85/5.05/7.20亿元，增长121%/31%/43%。

投资建议

由于尚未披露重组细则和发行数量，暂不调整盈利预测。预计2020-2022年归母净利润分别为2.28/3.25/5.15亿元，增速分别为42%/43%/58%，PE分别为70/49/31倍。维持“买入”评级。

风险提示

新冠导致采浆量低于预期；产品价格波动；并购重组失败。

重点个股推荐——华兰生物

血制品恢复供需平衡，新冠疫情扩大需求和减少采浆供应，血制品将迎来供不应求，提价预期强烈

新浆站审批趋严导致全国采浆量增速从2017年以来持续下滑，2017-2019年全国采浆量增速分别为12%、7%、6%。而终端需求仍保持10%左右增长，供应增长低于需求增长，使得2017年大幅增长的血制品库存已经逐步消化，白蛋白库存恢复至正常水平，静丙库存明显下降。血制品行业恢复供需平衡状态，血制品恢复正常生产，2019年白蛋白和静丙的批签发和销售增速均有明显回升。

新冠疫情对血制品需求端拉动明显：静丙对新冠病毒的预防和治疗效果显著，企业库存已完全消化，市场需求仍在持续增长；98%的新冠病毒感染者血清白蛋白含量下降，对白蛋白的需求也有所增长。供应端采浆受影响；新冠疫情导致2020年采浆量受到影响。血制品将迎来供不应求，短期已显现出销售费用减少和账期缩短增厚利润，长期看有望推动血制品价格上涨。

血制品批文齐全产品结构可灵活调整，四价流感疫苗增厚业绩

我们预计和测算2020、2021年公司血制品板块整体有望实现20%左右的增长，其中，静丙由于受疫情需求影响，若是严重供不应求，我们预计，公司将进行产品结构的调整，降低特殊免疫球蛋白的产量，增加静丙的产量，静丙的增速有望提升到25%以上。此外，随着2017、2018、2019年连续3年冬季流感大爆发，外加疫情提升民众接种意识，我们认为，未来民众主动接种流感疫苗的将大幅增长。公司具备年产3000万人份四价流感疫苗的生产能力，当前产能充足。综上，我们预期2020年公司四价流感疫苗收入规模有望再上一个台阶，四价流感疫苗销售达到1200万支。

疫苗公司引入战投，产品管线丰富

疫苗公司引入高瓴骅盈和晨壹启明作为战略投资者，持股比例分别为9%和6%。疫苗公司目前主要产品为三价和四价流感疫苗，核心产品四价流感疫苗批签发量从2018年的512万支提升到2019年的836万支，未来峰值销量不低于2000万支，成长潜力巨大。疫苗公司研发管线众多，狂犬疫苗（Vero细胞）和破伤风疫苗已申报上市，儿童四价流感疫苗和AC结合疫苗处于临床3期，H7N9流感疫苗处于临床2期，手足口病疫苗、Hib疫苗等产品处于临床申请中。丰富的产品管线陆续上市，将推动疫苗业务持续高增长。

投资建议

维持盈利预测不变，预计2020-2022年归母净利润为16.12亿元/18.82亿元/21.82亿元，PE为48倍/41倍/35倍。维持“买入”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情导致采浆量低于预期；产品价格波动风险。

重点个股推荐——天坛生物

中生旗下血制品业务平台，重组整合贡献业绩弹性

为解决公司与控股股东中生股份的同业竞争问题，公司于2017-2018年进行两项重大资产重组，重组完成后，天坛生物成为中生旗下的血制品业务平台，截止到2019年底，预期公司浆站数量达到60个，展望未来，公司未来每年将新增2-3个浆站，预期到2021年公司采浆量将超过2000吨的血制品；展望未来，随着成都蓉生对上海、武汉、兰州血制以及贵州中泰的经营管理输出，以及血浆内部调拨等因素将带来吨血浆利润持续提升、贡献业绩弹性。

静丙、白蛋白等产品行业领先者，显著受益于新冠疫情

公司2019年静丙（2.5g/瓶）批签发量为296.9万瓶，同比增长10.7%，占总市场批签发量的24.6%，批签发量均领先于国内其他厂商；白蛋白（10g/瓶）批签发量为433.1万瓶，同比增长22.6%，占国产总批签发量的20.4%；同时公司特免批签发量也处于行业领先水平，尤其是乙免和破免（2019年批签发量分别占总批签发量的34.7%和22.5%）。

新建产能+血浆内部调拨+在研产品上市，吨浆利润继续上升

自2018年重组整合完成，公司拥有12个生产批文，覆盖白蛋白、免疫球蛋白及凝血因子三大品类。从历史批签发数据来看，天坛生物体系内5家血制品公司主要产品为白蛋白、静丙及特免，很少有凝血因子类产品批签发。预期未来随着新产能永安血制、云南血制基地逐渐投产及血浆内部的调拨、层析静丙及凝血因子类在研产品逐渐获批上市，未来单吨收入和利润将获得进一步提升。

► 2020年新冠疫情导致白蛋白和静丙供不应求。

静丙在我国新冠疫情期间发挥了重要的预防和治疗作用，临床应用大幅度增加，血制品企业基本上在2020Q1完成了静丙去库存。疫情期间采浆量受到影响，终端需求进一步提升，预计2020年全国采浆量下降8%左右，静丙将出现供不应求。我国白蛋白有60%来自进口，基本上均源自美国血浆。美国累计确诊病例超过3.5万人，每日新增确诊病例已升至8345人。美国多个州已经出台政策限制生活必需以外的出行。随着美国疫情蔓延，采浆量将受到影响。预计2020年我国白蛋白供需缺口将达到7%左右。

2019年9月公司梁平浆站正式开始采浆，其他浆站持续挖潜，预计2020年公司采浆量和产品产量将保持稳定增长。2020年白蛋白和静丙均将进入供不应求阶段，很可能迎来价格提升和销售费用下降，带动公司盈利能力提升。

投资建议

考虑到疫情对采浆量的影响，预计2020-2022年归母净利润分别为7.59/8.70/11.68亿元，分别增长24%/14%/34%，对应PE分别为52/45/34倍，维持“买入”评级。

风险提示

新冠导致采浆量低于预期；产品价格波动风险；永安血制基地投产不确定性；研发不确定性。

重点个股推荐——卫光生物

血制品恢复供需平衡，新冠疫情扩大需求和减少采浆供应，血制品将迎来供不应求，提价预期强烈。

新浆站审批趋严导致全国采浆量增速从2017年以来持续下滑，2019年全国采浆9100吨，增速仅6%。而终端需求仍保持10%左右增长，供应增长低于需求增长，使得2017年大幅增长的血制品库存已经逐步消化，白蛋白库存恢复至正常水平，静丙库存明显下降。血制品行业恢复供需平衡状态，血制品恢复正常生产，2019年白蛋白和静丙的批签发和销售增速均有明显回升。

新冠疫情对血制品需求端拉动明显：静丙对新冠病毒的预防和治疗效果显著，企业库存已完全消化，市场需求仍在持续增长；98%的新冠病毒感染者血清白蛋白含量下降，对白蛋白的需求也有所增长。供应端采浆受影响；新冠疫情导致2020年采浆量受到影响。血制品将迎来供不应求，短期已显现出销售费用减少和账期缩短增厚利润，长期看很可能推动血制品价格上涨。

血制品销售增速超过批签发增速，去库存进展顺利，因子类产品提高吨浆利润。

公司产品销售良好，核心产品白蛋白和静丙销售增速均超过收入增速，去库存进展顺利。2019年白蛋白和静丙批签发增速分别为20%和10%，销售增速预计均在30%左右。从反映景气度的指标来看，公司销售费率下降，存货和应收账款周转天数缩短，应收款连续2个季度出现环比显著下降，存货连续2个季度出现同比下降，表明血制品终端销售良好，财务指标改善。

纤原已获批上市从2020年开始贡献业绩，凝血因子8和凝血酶原复合物已进入临床，获批后将显著增厚公司业绩。预计纤原、凝血因子8、凝血酶原复合物的吨浆收入分别为72万元、16万元、8万元，考虑到占比70%的血浆原料成本已经被其他产品分担，预计净利率不低于50%，合计增厚吨浆收入96万元和吨浆利润48万元，按照400吨血浆测算，有望增厚净利润1.9亿元。

新浆站即将开始采浆，因子类产品增厚业绩。

海南万宁浆站已完成建设，正在申报采浆许可证，将成为公司采浆量增长的新来源。纤原将从2020年开始贡献业绩，凝血因子8和凝血酶原复合物已进入临床，陆续获批将进一步提升公司的盈利能力。

投资建议

维持盈利预测不变，预计2020-2022年归母净利润分别为2.35亿元/2.82/3.40亿元，分别增长37%/20%/21%，对应PE分别为36X/30X/25X。维持“买入”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情导致采浆量低于预期；产品价格波动风险。

目录

- 1. 医药行业回顾与展望
- 2. 细分板块回顾与展望
- 3. 重点个股推荐
- 4. 风险提示

4. 风险提示

- **行业复苏不及预期：**虽然我国疫情已受控制，但在当前海外疫情仍处于肆虐的情况下，为了避免中国再次暴发疫情的可能，各地监管仍旧严格，行业复苏可能不及预期。
- **疫苗、药品研发不及预期：**当前医药行业已转向以创新为主的大趋势，并且随着疫情影响，新冠疫苗的研发备受瞩目，若是疫苗、药品研发进度不及预期，可能对市场带来冲击。
- **带量采购、医保控费等政策继续出台：**受疫情影响，对于高值耗材带量采购、第二轮带量采购等政策延缓，并且国家出台相关医疗公司专项债、医院基础设施建设预期等利好政策，不过，未来集采等政策仍会继续出台。

分析师简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

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6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。