

证券研究报告

2020年6月24日

行业报告 | 行业投资策略

医药生物

2020年中期策略：拥抱疫情后周期投资机会，重点关注医药新基建和医药大消费

作者：

分析师 郑薇 SAC执业证书编号：S1110517110003

分析师 潘海洋 SAC执业证书编号：S1110517080006



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

2020年上半年，受到新冠疫情的影响，国内多数产业早期处于停滞状态。相对来说，医药生物行业具有强韧性，抗风险能力较强，尽管部分公司一季度业绩表现为负增长，但是仍然能看到部分公司迅速反应，急国家所急，加紧生产疫情所需各类物资，同时供应全球，在一季度业绩上也表现出较大的增长。从股价的角度，上半年医药生物由于具备相对优势，涨幅较多，估值处于历史中高位置，但我们依然看好医药生物行业未来的发展，长期来看，估值会被行业增长所消化。站在当前时点，我们认为下半年的策略将围绕医疗新基建思路，重点关注疫情后周期受益方向，同时保持医疗消费的长线逻辑进行筛选标的。

疫情后周期医药新基建，重点关注医疗器械、疫苗及创新产业链

医疗器械进入黄金发展期：国内疫情出现反复，海外疫情未见明显拐点出现，疫情相关产品还将持续保持销售，由于海外复工仍然不及预期，国内产能还将保持供需紧张状态。同时此次疫情暴露出来的能力短板受到了国家的重视，国家层面推出公共卫生能力建设的目标，结合医疗新基建资金的支持，相关产品或将迎来采购潮。

疫苗行业景气度持续提升：政策强化开启监管新周期，从《管理条例》到《疫苗法》，我国疫苗的监管体系逐步建立并持续完善。国产大品种驱动，高价值非免疫规划疫苗迎来良好发展机遇，13价肺炎疫苗等国产品种陆续上市开启国产大品种新时代。新冠疫情背景下CDC的强化和技术积累等多因素共振，将推动行业进入发展黄金期，相关上市公司有望持续受益。

医改进入新周期，创新成为产业趋势：我国医改沿着“医疗”、“医保”、“医药”持续进行着“三医联动”的深入改革。2018年医保局成立后，医保改革成为了三医联动的牵动者，以医保局带量采购和使用为深化医改的突破口，深刻的影响了医药全产业链，推动医改进入新周期，在新周期下，创新成为了企业核心竞争力和投资主线，创新相关（创新药、创新医疗器械、创新外包服务商）领域迎来了良好的发展机遇，同时在新冠疫情背景下，新药研发的重要性尤其得到凸显。

医药大消费，潜力大，景气高，相对优势明显

随着我国人均收入的不断增长，居民的医疗保健意识逐步增强，医疗消费支出预计将持续增长，同时消费者对于更高层次的医疗保健需求也将逐渐增长，有望推动医药消费升级的发生。而在医保持续控费，实施战略购买的情况下，消费的成长性更高，相对优势明显。居民消费粘性持续提升将带来包括医疗服务（眼科、体检、口腔、辅助生殖等）、连锁药店、刚性治疗用药（生长激素、血制品、疫苗等）、品牌OTC等的持续高景气度，未来行业发展潜力大。

重点关注（排名不分先后）：艾德生物、爱尔眼科、安图生物、长春高新、大参林、恒瑞医药、健帆生物、锦欣生殖、九州通、乐普医疗、迈克生物、迈瑞医疗、美年健康、片仔癀、泰格医药、万孚生物、药明康德、益丰药房、沃森生物、智飞生物、康泰生物等

风险提示：疫情发展具有不确定性、政策推进速度低于预期、研发创新进展低于预期、一致性评价进展低于预期、消费需求推进与潜力挖掘进展低于预期、医保压力导致药品和器械降价、药品和器械短期量升不达预期、黑天鹅导致板块下跌等风险，企业经营质量管理风险。

目录

1. 医疗新基建，重点关注疫情后周期受益方向	.....	4 页
1.1. 医疗器械进入黄金发展期		
1.2. 疫苗行业景气度持续提升		
1.3. 政策环境+产业趋势，创新之势不可阻挡		
2. 医药大消费，潜力大，景气高，相对优势明显	.....	28页
2.1. 连锁药店未来十年加速走向集中化		
2.2. 医疗服务是最璀璨的明珠，最长情的赛道		
2.3. 血制品景气度提升，头部企业优势凸显		
2.4. 品牌OTC韧劲足		
3. 2020上半年医药生物行业复盘	.....	52页
4. 重点推荐公司介绍	.....	56页
5. 风险提示	.....	72页

医疗新基建，重点关注疫情后周期受益方向

- 据新华网报道，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平3月2日在北京考察新冠肺炎防控科研攻关工作，习总书记指出，生命安全和生物安全领域的重大科技成果也是国之重器，疫病防控和公共卫生应急体系是国家战略体系的重要组成部分。其中重点提及三个要加强方向：i. **要加快补齐我国高端医疗装备短板**，加快关键核心技术攻关，突破技术装备瓶颈；ii. **要加快推进已有的多种技术路线疫苗研发**，同时密切跟踪国外研发进展，加强合作，争取早日推动疫苗的临床试验和上市使用；iii. **要加快药物研发进程**，坚持中西医结合、中西药并用，加快推广应用已经研发和筛选的有效药物。
- 根据新华社消息，5月22日提请十三届全国人大三次会议审议的政府工作报告提出，今年，**我国将发行1万亿元抗疫特别国债**。抗疫特别国债主要用于地方公共卫生等基础设施建设和抗疫相关支出，并预留部分资金用于地方解决基层特殊困难。同时根据我们整理各地的医疗新规划建设情况，投入力度较大，有望推动相关产业加速发展。
- 我们认为在财政大力支持下，将重点关注三个受益方向，包括医疗器械、疫苗、创新药及其产业链。

表：各地医疗相关建设情况

省份	内容
黑龙江省	针对疫情防控特殊时期，紧急制定出台《关于支持重点项目建设具体措施的通知》，把公共卫生防控能力、物资储备体系、公共环境卫生等补短板项目纳入“百大项目”加以推进。
云南省	将建设一批传染病医院和疾控机构，总投资超65亿
江苏	苏州将在“十四五”期间，规划建设一批医院。其中，三级医院增长50%，三甲医院新增10家。
河南	开封杞县人民医院传染病区建设项目、驻马店市泌阳县传染病医院建设项目等15所医院项目先后获批、签约，总投资超过53亿元。
安徽	发改委表示，将谋划推进一批应急医疗救治设施、传染病防治、疾控体系和基层公共卫生体系建设项目。
广东深圳	今年计划再新增三甲医院2家以上、新增床位8000张，并争取在特定区域和特定医疗机构使用已在中国香港注册上市的药物和医疗仪器。

目录

1. 医疗新基建，重点关注疫情后周期受益方向	.....	4 页
1.1. 医疗器械进入黄金发展期		
1.2. 疫苗行业景气度持续提升		
1.3. 政策环境+产业趋势，创新之势不可阻挡		
2. 医药大消费，潜力大，景气高，相对优势明显	.....	28页
2.1. 连锁药店未来十年加速走向集中化		
2.2. 医疗服务是最璀璨的明珠，最长情的赛道		
2.3. 血制品景气度提升，头部企业优势凸显		
2.4. 品牌OTC韧劲足		
3. 2020上半年医药生物行业复盘	.....	52页
4. 重点推荐公司介绍	.....	56页
5. 风险提示	.....	72页

新冠疫情仍未结束，未来或将成为常态化

- 2020年开年以来，新冠疫情成为牵动全国乃至全球人民的重要事件之一。国内疫情新增确诊病例在1-2月间快速提升，全球疫情在3月份以后呈现提升态势。
- **国内疫情反复，病毒传染性较高。**国内疫情自3月份以来已经得到很好的控制，新增确诊病例维持在较低水平，但是仍然会出现反复情况，北京地区在过去8天新增183例，并且与新发地市场均有关联，表明病毒仍然具备较强的传染性，防疫防控将持续，未来可能成为常态化。
- **海外疫情新增确诊突破新高，拐点未见。**海外疫情自3月份以来，新增确诊数呈现上升趋势，6月份以来单日新增确诊数进一步突破新高，达到18.1万人，疫情仍然较为严重。
- 我们认为新冠疫情仍未结束，未来或将成为常态化，更多抵抗新冠病毒的产品将陆续研发转产，例如药品、疫苗、检测等，成为对抗新冠病毒的重要手段。

单位：人



单位：人



新冠检测试剂盒需求大，相关公司业绩贡献持续

- 随着后续检测量可能进一步加大，国内拿证企业有望进一步贡献业绩增量，部分公司2020Q1已经表现出明显业绩增长，建议关注华大基因、迈克生物、安图生物、万孚生物、润达医疗、东方生物等公司。
- 同时海外疫情持续，具有出口资质的企业还将持续受益。根据中国医药保健品进出口商会6月12日数据统计，具有上百家公司获得欧盟CE认证，部分企业获得美国FDA和澳大利亚TGA认证。
- 此外我们认为新冠试剂盒除了短期为相关公司带来业绩增量贡献外，**同时也是一次品牌输出的机会**，通过新冠产品迅速切入渠道，未来有望在具备渠道协同性的基础上导入其他产品，提高公司的市场市占率。
- 同时由于院内检测通量有限，面对大量的检测需求，引入第三方实验室将是具有性价比的选择，建议关注金域医学、迪安诊断、凯普生物等公司。

表：国内已获批公司Q1业绩表现

方法学	公司	2020Q1营收增速	2020Q1利润增速	2020Q1扣非后利润增速
核酸	东方生物	39%	263%	302%
核酸	复星医药子公司-上海复星长征	-13%	-19%	-18%
核酸	硕世生物	276%	671%	699%
核酸	迈克生物	-28%	-36%	-34%
核酸	华大基因	36%	43%	29%
核酸	达安基因	133%	559%	654%
核酸	润达医疗战略合作方-北京纳捷	-15%	-53%	-59%
核酸	明德生物	-39%	-88%	-83%
化学发光	迈克生物	-28%	-36%	-34%
化学发光	热景生物	4%	128%	122%
化学发光	安图生物	0%	-23%	-29%
胶体金	丽珠集团	-4%	2%	23%
胶体金	万孚生物	22%	35%	39%

表：取得国外标准认证或注册的医疗物资生产企业清单

公司	获批地区	2020Q1营收增速	2020Q1利润增速	2020Q1扣非后利润增速
安图生物	美国FDA	0%	-23%	-29%
迈克生物	美国FDA	-28%	-36%	-34%
复星医药	美国FDA	-13%	-19%	-18%
华大基因	美国FDA	36%	43%	29%
东方生物	美国FDA	39%	263%	302%
丽珠集团	澳大利亚TGA	-4%	2%	23%

公共卫生建设叠加医疗新基建，有望迎来器械采购潮

- **医疗新基建带来资金投入。**《公共卫生防控救治能力建设方案》中，建设覆盖面广，所需要配置的仪器设备较多，对于财政支出需求较大，尽管今年受疫情影响，国内经济发展有限，但是国家层面仍然加大医疗方面的规化投入，该方案中也有提及重点提及建设所需资金来源，将由中央预算内投资、地方财政资金、地方政府专项债券等资金筹措安排。

表：《公共卫生防控救治能力建设方案》重点内容及点评

建设目标	建设内容	点评
一、疾病预防控制体系现代化建设		
各省至少有一个达到生物安全三级（P3）水平的实验室，每个地级市至少有一个达到生物安全二级（P2）水平的实验室	1.县级疾控中心重点提升疫情发现和现场处置能力，加强基础设施建设，完善设备配置；2.地市级疾控中心重点提升实验室检验检测能力，加强实验室仪器设备升级和生物安全防护能力建设；3.推进中国疾控中心菌毒种库和相关实验室升级改造，支持省级疾控中心菌毒种库、生物安全三级（P3）实验室等建设，加强和完善国家突发急性传染病防控队伍装备配置	全面提升实验室检测能力的建设，分子诊断实验室相关物资有望迎来快速建设期，同时生物安全相关的设备也将受益
二、全面提升县级医院救治能力		
重点改善1所县级医院（含县中医院）基础设施条件	1.改善县级医院发热门诊、急诊部、住院部、医技科室等业务用房条件，更新换代医疗装备；2.提高县级医院传染病检测和诊治能力，重点加强感染性疾病科和相对独立的传染病病区建设，完善检验检测仪器设备配置；3.扩增重症监护病区（ICU，含相关专科重症病房）床位，一般按照编制床位的2-5%设置重症监护病床	县级医院能力建设进一步升级，人财物有望得到补充，强化分级诊疗方案，国产品在县级医院占比优于进口品牌，实验室、ICU等相关国产设备有望受益
三、健全完善城市传染病救治网络		
构建分级分层分流的传染病救治网络，直辖市、省会城市、地级市要建有传染病医院或相对独立的综合性医院传染病区	1.扩大传染病集中收治容量，加强基础设施建设和设备升级；2.加强重症监护病区（ICU）建设，配置床旁监护系统、呼吸机、体外膜肺氧合（ECMO）等相关设备；3.提高传染病检验检测能力，配备聚合酶链式反应仪（PCR）等检测设备，建立达到生物安全二级（P2）水平的实验室；4.加强中医药科室建设，按标准规范设置中医药科室，提升中西医结合防治传染病能	除了ICU、分子诊断实验室，中医药的重视度同样提升，将持续强化中医药在诊疗中的地位
四、改造升级重大疫情救治基地		
每省份建设1-3所重大疫情救治基地，承担危重症患者集中救治和应急物资集中储备任务	1.加强重症监护病区（ICU）建设。原则上按照医院编制床位的10-15%（或不少于200张）设置重症监护病床；2.建设可转换病区；3.改善呼吸、感染等专科设施条件。按医院床位的2-3%设置门诊观察床；4.提升公共卫生检验检测、科研和紧急医学救援能力。建设达到生物安全二级或三级水平的实验室、聚合酶链式反应（PCR）实验室、传染病解剖室等；5.加强应急救治物资储备；6.支持有条件的中医机构建设达到生物安全二级或三级水平的实验室	省级层面加强诊疗设备能力建设，诊疗能力将进一步提升，高端设备得到重视，未来医疗机构和企业有望加强合作，共同推进自主研发
五、推进公共设施平战两用改造		

公共卫生建设叠加医疗新基建，有望迎来器械采购潮

- **国家重视公共卫生建设，政策上给予倾向。**5月21日，国家发改委、国家卫健委、国家中医药局联合发布《公共卫生防控救治能力建设方案》，针对此次疫情当中暴露出来的能力短板和体制机制问题，设定具体建设目标，细化建设内容，提升我国应对公共安全事件的能力。此方案从五个方面提出建设目标，以及相对于建设内容，我们认为将持续强化ICU、分子诊断实验室、县级医院等能力提升及设备配置，相关产品将迎来一波采购潮。建议关注医疗器械各领域标的（排名不分先后）：迈瑞医疗、鱼跃医疗、万孚生物、健帆生物、迈克生物、安图生物、乐普医疗、海尔生物。

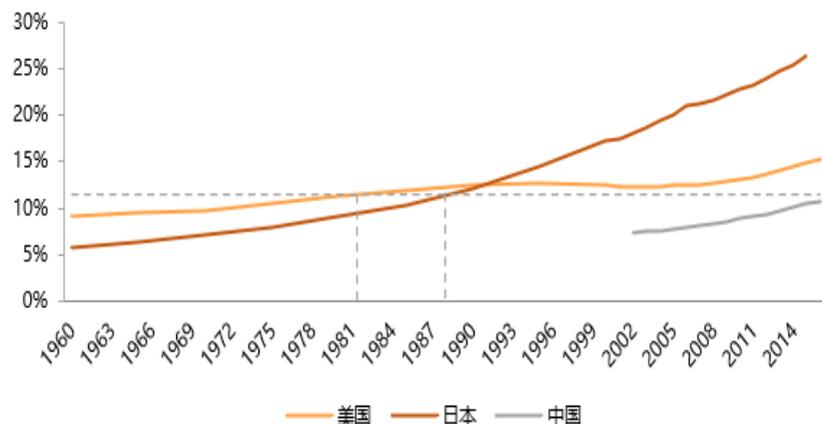
表：重大疫情救治基地应急救治物资参考储备清单及相关公司

设备名称	设备数量 (台/套)	相关公司
无创呼吸机	50	鱼跃医疗
有创呼吸机	40	迈瑞医疗
转运呼吸机	10	迈瑞医疗
监护仪	200	迈瑞医疗
连续性血液透析机（CRRT）	5	健帆生物（血液净化耗材）
注射泵	200	迈瑞医疗
除颤仪	10	迈瑞医疗
制氧机	50	鱼跃医疗
便携式彩超	5	迈瑞医疗、开立医疗、祥生医疗
CT（含车载CT、方舱CT）	1	万东医疗
移动DR	1	迈瑞医疗
生物安全柜	1	海尔生物
荧光定量PCR仪	1	华大基因、达安基因、乐普医疗等试剂盒提供商
床旁血气分析仪	5	万孚生物
多重呼吸道病原体快速核酸检测系统	1	万孚生物（未获批）
生化分析仪	1	迈瑞医疗、安图生物、迈克生物等

医疗器械黄金周期到来，行业景气度提升

- **医疗器械行业景气度高，未来十年将保持10%以上的增速增长。**人口老龄化阶段处于美国20世纪80年代。2017年中国65岁以上人群占比约为11%，处于美国1980-1985年阶段，老龄化的加剧，将刺激对于健康产品的需求，而在这个阶段，美国也出现了医疗支出捉襟见肘的状况，而商业保险、MHO等也是在此阶段快速发展。我们认为目前我国从需求阶段处于美国90年代的阶段，2017年国内医疗器械行业增速约为20%，参考海外的数据，未来十年保持10%以上的行业增速具有合理性。
- **国产替代进口持续进行，新冠疫情或降价政策将加速进程。**国产品牌经多年的发展，部分领域的产品性能已经能够与进口品牌所抗衡，在不断的学术推广、销售培训、终端应用的过程中，客户对于国产品牌的认知将逐步提升，结合中国的工程师红利以及产业链集群优势，国产替代进口持续进行。通过事件催化，例如新冠疫情或降价政策，我们认为将会加速替代的进程，头部公司优势进一步凸显。
- **创新医疗器械更新迭代，中国达到全球领先水平。**中国品牌逐步从模仿到创新，部分领域已现端倪，例如乐普医疗的可降解支架、心脉医疗的Castor分支支架、启明医疗的介入瓣膜等，已经达到全球领先水平，未来还将有更多的创新产品产出，目前中国已踏入创新医疗器械时代。

表：1960-2014年美、日、中老龄化



表：1991-1999年世界医疗器械市场年平均增长率

代表国家	1991-1995CAGR	1995-1999CAGR	1991-1999CAGR
美国	14.30%	7.40%	10.80%
欧盟	11.50%	9.30%	10.40%
日本	15.20%	2.60%	8.70%
世界其他地方	16.60%	8.60%	12.50%
平均增长率	14.10%	7.30%	10.60%

医疗器械“守正”策略，建议关注细分龙头

- 除了新冠疫情短期带来的正向利好，下半年器械板块机遇与风险并存
- 从机遇的角度，医疗器械迎来发展黄金期。随着近年来多家医疗器械公司IPO上市，包括主板和科创板，一方面器械企业获得资金进一步发展，另一方面从投资的角度也有更多可选的标的，因此无论从产业端还是投资端，医疗器械正踏入繁荣的好时代。
- 从风险的角度，高值耗材降价风险持续存在。各省高值耗材降价持续推进，5月9日，国家医疗保障局局长胡静林赴天津调研，肯定了去年安徽、江苏高值医用耗材集中带量采购破冰后又一重大进展，重点提及希望联盟地区以本次采购为起点，将更多质优价廉产品纳入采购范围，为全国普遍开展高值医用耗材集中带量采购探索经验。5月28日，国家医疗保障局副局长陈金甫主持召开高值医用耗材集中采购改革座谈会，听取部分企业和协会代表意见建议。下半年预计将有更多省份的集采政策发布，降价压力持续存在。
- 建议关注领域（排名不分先后）
 - 多产线系统化优势，发展空间大，平台化效应明显：迈瑞医疗、乐普医疗
 - 体外诊断行业景气度高，进口替代为主要逻辑：化学发光（安图生物、迈克生物、新产业等）、分子诊断（艾德生物、华大基因、贝瑞基因等）、POCT（万孚生物、东方生物等）、ICL（金域医学、迪安诊断等）
 - 心血管领域：市场空间大，创新性产品丰富：微创医疗、心脉医疗、先健科技、启明医疗、沛嘉医疗、佰仁医疗等
 - 骨科耗材：创伤领域行业集中度提升，脊柱关节进口替代：大博医疗、凯利泰、三友医疗、威高股份、微创医疗、春立医疗、爱康医疗等
 - 内窥镜领域：行业增长速度快，进口替代空间大：开立医疗、南微医学等
 - 血液灌流：行业稳健增长，核心竞争力强：健帆生物
 - 低值耗材：市场需求稳定增长，疫情带来业绩弹性：奥美医疗
 - 公共安全建设相关：海尔生物（行业格局稳定，新市场新机会）、润达医疗（集约化服务领先企业，受益PCR实验室建设）

目录

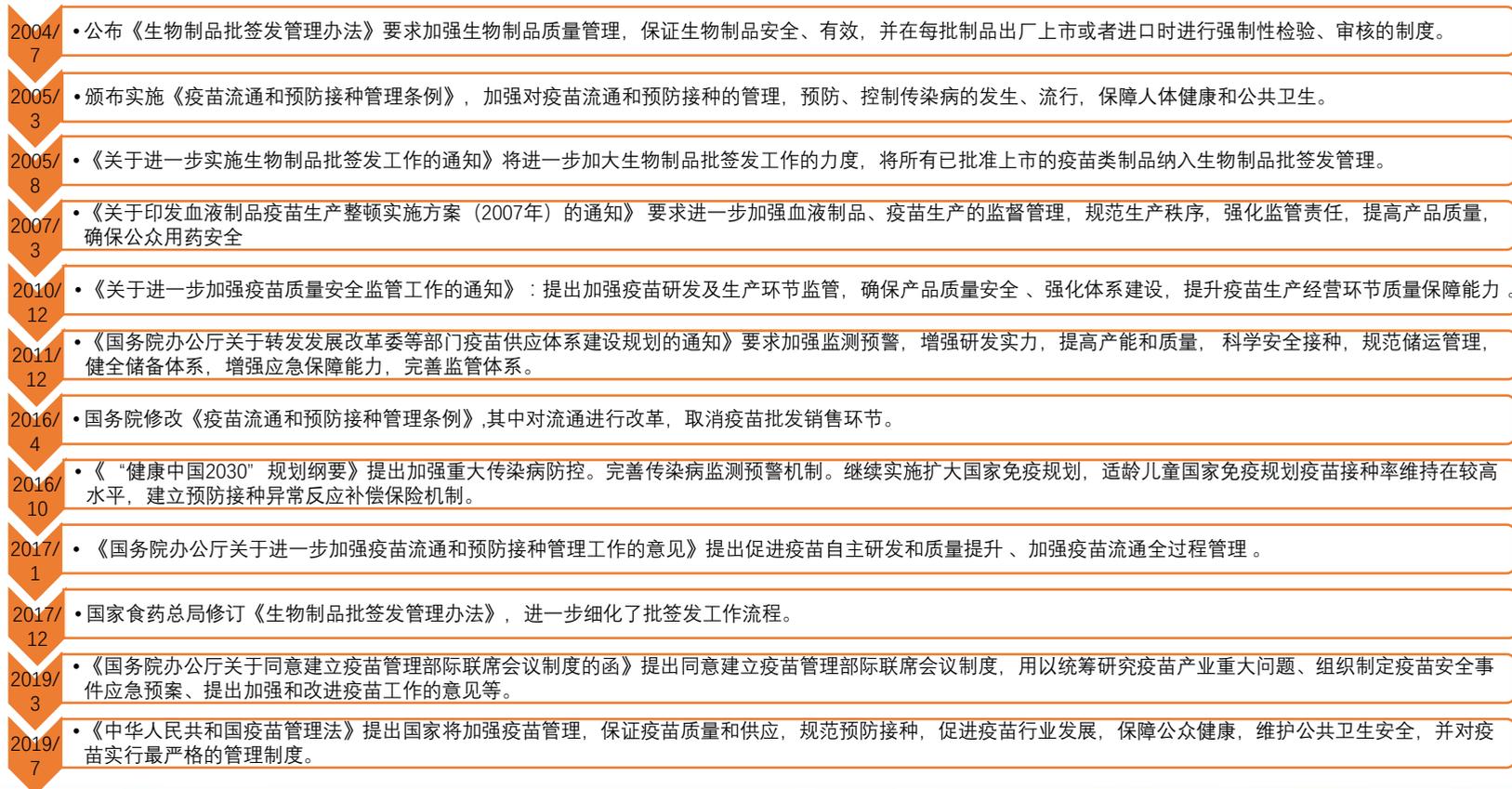
1. 医疗新基建，重点关注疫情后周期受益方向	.....	4 页
1.1. 医疗器械进入黄金发展期		
1.2. 疫苗行业景气度持续提升		
1.3. 政策环境+产业趋势，创新之势不可阻挡		
2. 医药大消费，潜力大，景气高，相对优势明显	.....	28页
2.1. 连锁药店未来十年加速走向集中化		
2.2. 医疗服务是最璀璨的明珠，最长情的赛道		
2.3. 血制品景气度提升，头部企业优势凸显		
2.4. 品牌OTC韧劲足		
3. 2020上半年医药生物行业复盘	.....	52页
4. 重点推荐公司介绍	.....	56页
5. 风险提示	.....	72页

《疫苗法》开启监管大时代，优胜劣汰，剩者为王

► 从《管理条例》到《疫苗法》，我国疫苗的监管体系逐步建立并持续完善

我国疫苗行业的监管经历了从《疫苗流通和预防接种管理条例》到《中华人民共和国疫苗管理法》的历史进程，行业的监管持续完善，疫苗法的落地从立法高度体现强监管的决心，其力度前所未有的。随着疫苗立法的逐步落地，未来疫苗强监管将是常态，行业的质量标准将进一步提升，有助于行业规范健康发展，降低疫苗公共安全事件的发生几率。《疫苗法》的落地开启了行业监管新周期，对行业将产生深远影响。

图：我国疫苗政策监管持续完善

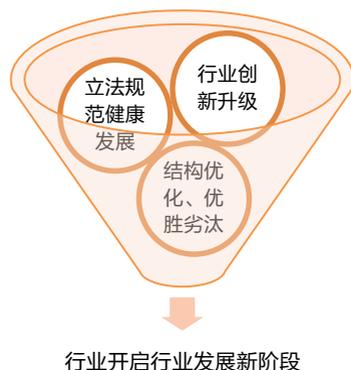


《疫苗法》开启监管大时代，优胜劣汰，剩者为王

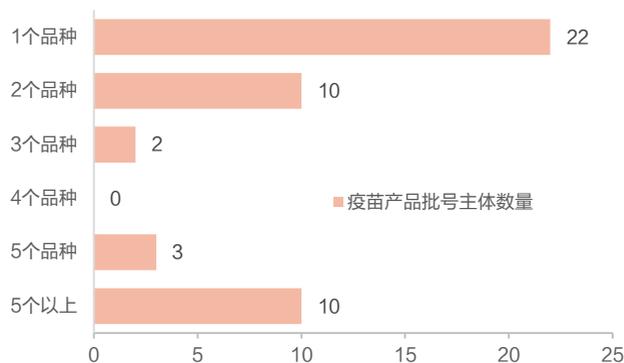
《疫苗法》推动行业三大变化开启中国疫苗产业发展新阶段

- 立法高度规范和支持疫苗行业发展：《疫苗法》从立法的高度，对疫苗从研发、生产、流通和使用全链条、全周期实施强监管，坚决堵塞监管漏洞，严厉打击违法违规，确保疫苗生产和供应安全，有利于行业规范健康的发展；国家制定疫苗产业发展规划和产业政策，支持疫苗行业的持续发展。国家政策的监管和支持有望为疫苗行业的健康持续发展保驾护航。
- 疫苗创新产业升级有望加速：国家支持和鼓励创新疫苗基础研究和应用研究，根据疾病流行情况、人群免疫状况等因素，安排必要资金，支持多联多价等新型疫苗的研制。国家鼓励疫苗上市许可持有人加大研制和创新资金投入，优化生产工艺，提升质量控制水平，推动疫苗技术进步。对疾病预防、控制急需的疫苗和创新疫苗，国务院药品监督管理部门应当予以优先审评审批。《疫苗法》支持行业积极进行创新，推动企业加快技术积累，我们认为疫苗行业的创新升级有望加速推进。
- 产业将加速结构优化和优胜劣汰：《疫苗法》提出国家制定疫苗产业发展规划和产业政策，不断提升疫苗生产工艺和质量水平，支持疫苗产业发展和结构优化，鼓励疫苗生产规模化、集约化。目前我国疫苗产业结构不够优化，集约化程度不高，大部分企业以生产单个品种为代表，未来行业优胜劣汰的空间较大，《疫苗法》出台加速供给端的产业整合，推动产业持续升级。整体看，利于国内优质规范龙头企业国企及骨干型民企以及创新型疫苗企业的发展，未来其稀缺性将进一步凸显。

图：《疫苗法》推动行业三大变化开启发展新阶段



图：我国疫苗企业大多只有一个品种，结构待优化

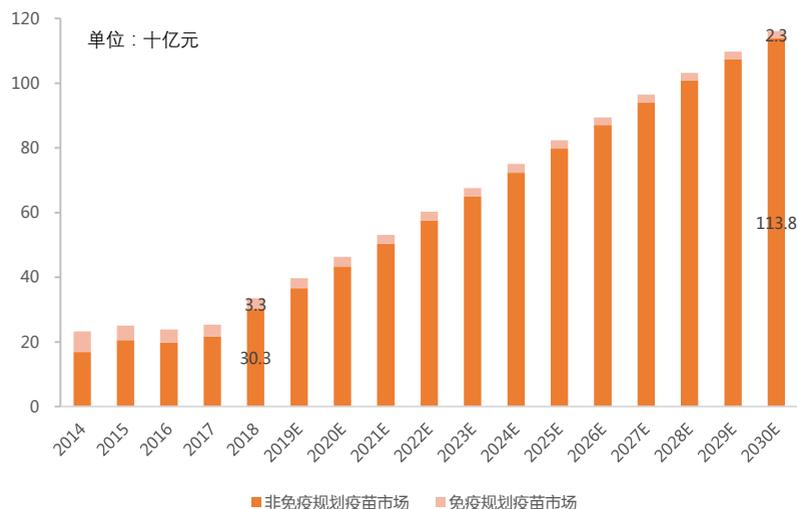


国产疫苗大品种陆续上市，带来行业繁荣新气象

高价值非免疫规划疫苗迎来良好发展机遇，新品种陆续上市开启国产大品种新时代：

- 从我们未来疫苗发展结构看，二类疫苗将是推动整体市场扩容的主要品类，随着高附加值的国产大品种陆续上市，将推动市场进一步加速增长。从我国目前疫苗的消费品种结构和全球十大疫苗品种相比有很大的差异，海外主流的疫苗大品种如13价肺炎疫苗、HPV疫苗、带状疱疹疫苗等在我国量还相对较小，另外其他品种如百白破-乙肝-灭活机会联合疫苗等在国内还未有品种上市，未来我国疫苗市场高价值大品种疫苗有很大的发展空间。而随着国内企业的持续研发积累，国产大疫苗品种如13价肺炎疫苗、HPV疫苗等逐步上市，开启国产疫苗大品种新时代。

图：我国疫苗行业市场规模有望持续扩容



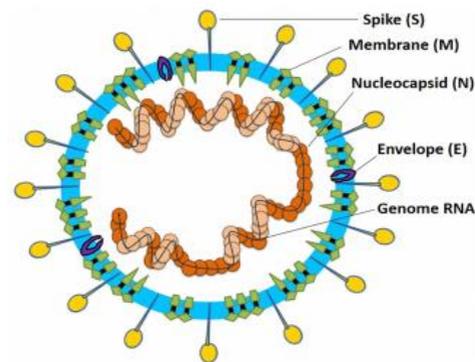
图：从我国和全球疫苗消费品种看还有很大的大品种增长空间

2019	国内十大	批签发 (万剂)	全球十大	销售额 (亿美元)
1	吸附无细胞百白破联合疫苗	7442.78	Prevnar 13/Prevenar 13 (13价肺炎结合疫苗)	58.47
2	乙肝疫苗	6237.71	Gardasil (四价HPV疫苗)/Gardasil 9 (九价HPV疫苗)	37.37
3	人血白蛋白	5426.88	Shingrix (带状疱疹疫苗)	24.00
4	冻干人用狂犬病疫苗	4807.28	ProQuad/MMR II/Varivax (麻疹风水痘疫苗)	22.75
5	脊髓灰质炎疫苗	4522.77	Polio/Pertussis/Hib Vaccines (包括百白破/脊髓灰质炎/Hib/乙肝疫苗)	21.82
6	A群C群脑膜炎球菌多糖疫苗	4392.23	Influenza Vaccines (包括三价和四价)	21.20
7	乙型肝炎减毒活疫苗	4256.63	Hepatitis (肝炎疫苗)	11.59
8	麻腮风联合减毒活疫苗	2442.93	Infanrix (百白破), Pediarix (百白破乙肝脊灰疫苗)	9.72
9	水痘减毒活疫苗	2102.49	Pneumovax 23 (23价肺炎多糖疫苗)	9.26
10	肠道病毒71型灭活疫苗	1885.05	Bexsero (B型脑膜炎疫苗)	9.00

新冠肺炎疫苗研发如火如荼，行业迎来技术升级良机

- 目前国内新冠疫苗研发5条技术路线正在同步开展，包括灭活疫苗、重组基因工程疫苗、腺病毒载体疫苗、核酸疫苗（mRNA疫苗和DNA疫苗），以及减毒的流感病毒疫苗作为载体制成的疫苗。
- 新冠疫苗的研发针对关键的S糖蛋白展开：冠状病毒（coronavirus, CoV）是一种单链正义 RNA 病毒，基因总长约为28~32 kb，CoV 主要有 4 种结构蛋白，分别是棘突（Spike, S）糖蛋白、小衣壳（E）糖蛋白、膜（M）糖蛋白和核衣壳（N）核蛋白，少数冠状病毒还具有血凝素酯酶（HE）糖蛋白。S 糖蛋白主要负责 CoV 早期的宿主细胞黏附、红细胞凝集和膜融合等，是 CoV 的主要抗原位点；新冠病毒的 S 糖蛋白是一个三聚体结构，每一个单体上都有细胞受体的结合位点。当病毒与宿主细胞结合之后，此三聚体会发生变构，使病毒质膜与宿主细胞膜发生融合，便于病毒侵入宿主细胞，从而进行扩增繁殖。

图：冠状病毒分结构中，S糖蛋白是关键抗原



图：不同疫苗技术路径各有特点

类型	原理	优点	缺点
灭活疫苗	将病原体灭活，使其传染因子被破坏但仍保留免疫原性	安全性好；运输稳定，甚至不需要冷藏	免疫反应持续时间较短，需多次免疫
减毒疫苗	病原体经过处理后，发生变异，毒性减弱或丧失，但仍保留免疫原性	产量高；免疫力持久	保存和运输条件要求高；安全性略差，存在毒性逆转风险
重组基因工程疫苗/亚单位疫苗	提取病原体免疫活性片段，刺激机体产生抗体	安全性好；稳定性好	免疫原性较低，通常需要佐剂配合使用
病毒载体疫苗	将抗原基因以无害的微生物作为载体进入体内诱导免疫应答	可有效诱导机体产生高效价的中和抗体，可诱导细胞免疫	机体易对宿主病毒产生免疫反应
核酸疫苗	将含有编码的蛋白基因序列的质粒载体导入体内，诱导免疫应答	制备简单；成本低；免疫力持久	可能诱导免疫反应；细胞内传递效果差；DNA疫苗存在染色体整合致癌风险，mRNA稳定性差

新冠肺炎疫苗研发如火如荼，行业迎来技术升级良机

- **灭活疫苗等显示出良好的安全性和免疫原性：**康希诺生物新冠肺炎疫苗Ⅰ期临床试验显示，腺病毒载体疫苗Ad5-nCoV接种后28天可耐受，并具有免疫原性；中生集团下属武汉所新冠灭活疫苗Ⅰ/Ⅱ期临床研究揭盲，疫苗接种后安全性好无一例严重不良反应，不同程序、不同剂量接种后疫苗组接种者均产生高滴度抗体，18-59岁组中剂量按照0,14天和0,21天程序接种两剂后中和抗体阳转率达97.6%，按照0、28天程序接种两剂中和抗体阳转率达100%。科兴中维新冠灭活疫苗Ⅰ/Ⅱ期临床研究揭盲-初步结果显示该疫苗具有良好的安全性和免疫原性。良好的安全性和免疫原性为后续Ⅲ期临床奠定了基础。
- **企业迎来技术升级良机：**传统企业的技术路径大多是灭活、减毒和重组技术，应用相对成熟，近年来兴起的病毒载体、核酸疫苗等新技术平台为疫苗创造了新的发展方向，不同的技术路径各有特点，在新冠疫情下，疫苗研发备受市场关注，挑战与机遇并存，针对新冠肺炎的疫苗研发，传统路径和新疫苗路径均在同步展开，企业迎来了良好的新技术布局时点，当前时点是行业新技术储备的机会，有利于奠定长期发展。上市公司除了康希诺生物外，沃森生物、康泰生物、智飞生物等纷纷通过技术合作等方式投入新冠疫苗研发之中。而通过新冠肺炎疫苗的投入，也有利于相关上市公司进一步增强技术实力，加快新疫苗技术平台搭建，对公司长期的发展起到推动作用。
- **疫苗行业进入黄金期：**我们认为政策强化开启监管新周期、国产大品种驱动，新冠疫情背景下CDC的强化和技术积累等多因素共振，将推动行业进入发展黄金期，相关上市公司有望持续受益，推荐行业公司沃森生物、智飞生物、康泰生物等，建议关注华兰生物、康希诺生物、长春高新等。

表：国内企业新冠疫苗研发进展

研发企业或机构	疫苗类型	临床前研究	临床试验			新药申请
			I期	II期	III期	
牛津大学/阿斯利康	非复制型腺病毒载体疫苗					
康希诺生物/军科院	非复制型腺病毒载体疫苗					
Moderna/NIAID	mRNA疫苗					
中国生物/武汉所	灭活疫苗					
中国生物/北京所	灭活疫苗					
科兴生物	灭活疫苗					
Novavax	重组蛋白亚单位疫苗					
BioNTech/复星医药/辉瑞	mRNA疫苗					
昆明所	灭活疫苗					
Inovio/艾棣维欣/康泰生物	DNA疫苗					
Gamaleya Research Institute	非复制型腺病毒载体疫苗					
帝国理工学院	saRNA疫苗					
Curevac	mRNA疫苗					
沃森生物/苏州艾博	mRNA疫苗					
智飞生物/中国科学院微生物研究所	重组蛋白亚单位疫苗					
康希诺生物/Precision NanoSystems	mRNA疫苗					
华兰生物	灭活疫苗					

注：临床前研发企业/机构未完全列出

2020M1-5 13价肺炎疫苗批签发表现强劲，九价HPV疫苗大幅增长

2020M1-5重点非免疫规划疫苗（13价肺炎为代表的14个品种）总体批签发在4994万剂，同比增长28.45%，表现强劲，从具体品种来看：

- **肺炎疫苗：**全球疫苗之王13价肺炎结合疫苗2020M1-5批签发约190万支，同比大幅增长56%；23价肺炎多糖疫苗批签发约307万支，同比+67%。在新冠疫情的背景下，居民对疫苗的认知进一步提升，尤其是对肺部健康保健的意识大为提升，预计肺炎相关的疫苗接种渗透率将显著提高。
- **多联苗：**智飞生物AC-Hib三联苗由于再注册未通过，2020M1-5无批签发记录，同比减少约201万支；康泰生物DTaP-Hib四联苗批签发约254万支，大幅增长625%；赛诺菲巴斯德DTaP-IPV-Hib五联苗批签发约278万支，同比+80%。
- **HPV疫苗：**二价HPV疫苗2020M1-5批签发约9万支，均为4月首获批签发的万泰生物贡献，GSK1-5月无批签发记录；期间四价HPV疫苗批签发约274万支，同比+11%；九价HPV疫苗批签发约216万支，大幅增长381%，同比表现强劲。
- **重组带状疱疹疫苗：**GSK的重组带状疱疹疫苗Shingrix于2019年5月国内获批，2020年4月17日首获批签发，约11万支。

表：2019年及2020M1-5重点疫苗品种批签发量

万件	规格	2019年	2020年				
			1月	2月	3月	4月	5月
13价肺炎球菌多糖结合疫苗	0.5mL	475.45		47.50	85.48	22.20	35.12
23价肺炎球菌多糖疫苗	0.5mL	946.96		54.25	94.83	73.02	84.78
ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗	0.5mL	337.86	43.34	64.39	47.73	34.63	82.35
双价人乳头瘤病毒吸附疫苗	0.5mL	200.75					
双价人乳头瘤病毒疫苗（大肠杆菌）	0.5mL					9.36	
四价人乳头瘤病毒疫苗（酿酒酵母）	0.5mL	531.55	67.13	45.44		114.67	46.46
九价人乳头瘤病毒疫苗（酿酒酵母）	0.5mL	332.42	41.43			174.55	
AC群脑膜炎球菌（结合）b型流感嗜血杆菌（结合）联合疫苗	0.5mL	428.06					
无细胞百白破b型流感嗜血杆菌联合疫苗	0.5mL	425.59	61.27		93.73		98.71
吸附无细胞百白破灭活脊髓灰质炎和b型流感嗜血杆菌（结合）联合疫苗	0.5mL	459.54	30.35	29.28	45.12	91.95	81.58
口服轮状病毒活疫苗	3mL	551.00	58.84	106.66	83.43	33.16	44.97
口服五价重配轮状病毒减毒活疫苗（Vero细胞）	2mL	461.50	33.48	83.48		24.92	49.91
重组带状疱疹疫苗（CHO细胞）	0.5mL					11.39	
人用狂犬病疫苗		5592.24	201.28	337.94	557.31	800.41	765.82

目录

1. 医疗新基建，重点关注疫情后周期受益方向	.....	4 页
1.1. 医疗器械进入黄金发展期		
1.2. 疫苗行业景气度持续提升		
1.3. 政策环境+产业趋势，创新之势不可阻挡		
2. 医药大消费，潜力大，景气高，相对优势明显	.....	28页
2.1. 连锁药店未来十年加速走向集中化		
2.2. 医疗服务是最璀璨的明珠，最长情的赛道		
2.3. 血制品景气度提升，头部企业优势凸显		
2.4. 品牌OTC韧劲足		
3. 2020上半年医药生物行业复盘	.....	52页
4. 重点推荐公司介绍	.....	56页
5. 风险提示	.....	72页

政策环境+产业趋势，创新之势不可阻挡

- 2017年10月8日中共中央办公厅、国务院办公厅印发《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》，《意见》具有深远的影响。顶层设计鼓励创新研发，创新是不可逆转的长期趋势
- 以带量采购为代表的医改加快了仿制药降价节奏，仿制药盈利能力下降在所难免，倒逼企业走创新研发之路。
- 今年以来，新版药品注册管理辦法的发布对审评时限再做要求，继续支持鼓励创新研发。注射剂一致性评价正式意见的出台标志着仿制药注射剂集采时日不远，进一步倒逼企业走创新研发之路。

图：药政改革加速推进鼓励创新研发释放新药供给

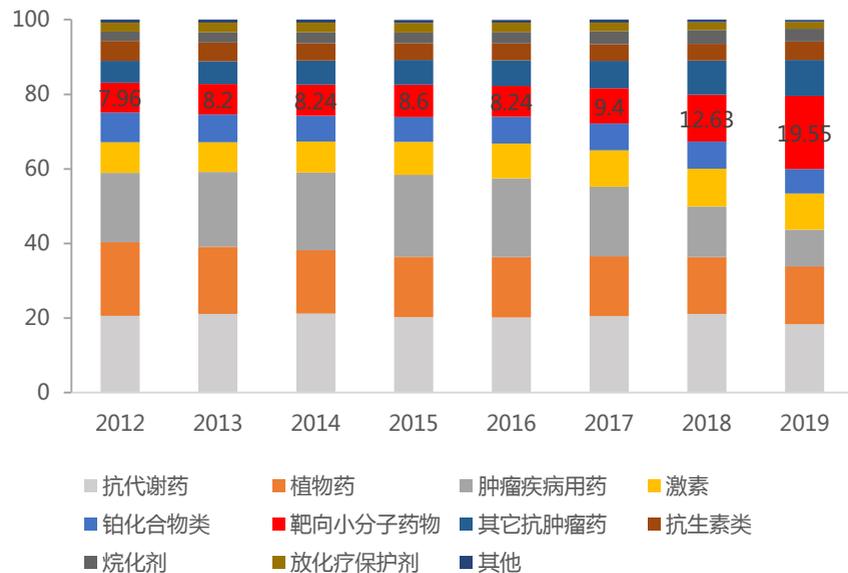
时间	发布机构	相关政策条例
2015年7月	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告
2015年7月	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于征求加快解决药品注册申请积压问题的若干政策意见的公告
2015年8月	国务院	国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见
2015年11月	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于征求化学仿制药生物等效性试验备案管理规定（征求意见稿）意见的公告
2015年11月	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于发布药物临床试验数据现场核查要点的公告
2015年11月	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于药品注册审评审批若干政策的公告
2015年11月	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于征求《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见（征求意见稿）》意见的公告
2015年11月	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于征求《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见（征求意见稿）》意见的公告
2015年12月	CFDA	国家食品药品监督管理总局关于化学药物生物等效性试验实行备案管理的公告
2016年3月	国务院办公厅	国务院办公厅关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见
2016年3月	CFDA	总局关于发布化学药品注册分类改革工作方案的公告
2016年5月	CFDA	总局关于发布人体生物等效性试验豁免指导原则的通告
2016年5月	CFDA	总局关于发布仿制药质量和疗效一致性评价参比制剂备案与推荐程序的公告
2016年7月	CFDA	总局关于发布临床试验数据管理工作技术指南的通告
2017年4月	CFDA	总局关于发布仿制药质量和疗效一致性评价品种分类指导原则的通告
2017年5月	CFDA	关于鼓励药品医疗器械创新加快新药医疗器械上市审评审批的相关政策（征求意见稿）
2017年8月	CFDA	总局关于发布已上市化学药品生产工艺变更研究技术指导原则的通告
2017年10月	中共中央办公厅、国务院办公厅	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
2017年10月	CFDA	国家食品药品监督管理总局 国家卫生和计划生育委员会关于药物临床试验机构开展人体生物等效性试验的公告
2018年4月	国务院办公厅	国务院办公厅关于改革完善仿制药供应保障及使用政策的意见
2018年4月	国务院关税税则委员会	关于降低药品进口关税的公告
2018年5月	国家药监局	关于加强药品审评审批信息保密管理的实施细则
2018年6月	国家药监局	简化程序，加快境外创新药国内上市
2018年7月	国家药监局	关于调整药物临床试验审评审批程序的公告
2018年9月	财政部、税务总局、科技部	《关于提高研究开发费用税前加计扣除比例的通知》
2019年1月	国务院	《国家组织药品集中采购和使用试点方案》
2019年8月	国务院	《中华人民共和国药品管理法(2019修订)》
2020年3月	国家药监局	《药品注册管理办法》
2020年4月	国家医保局	《基本医疗保险用药管理暂行办法（征求意见稿）》
2020年5月	国家药监局	《国家药监局关于开展化学药品注射剂仿制药质量和疗效一致性评价工作的公告》

我国创新药占比仍较低，产业与政策共振催生创新长期趋势

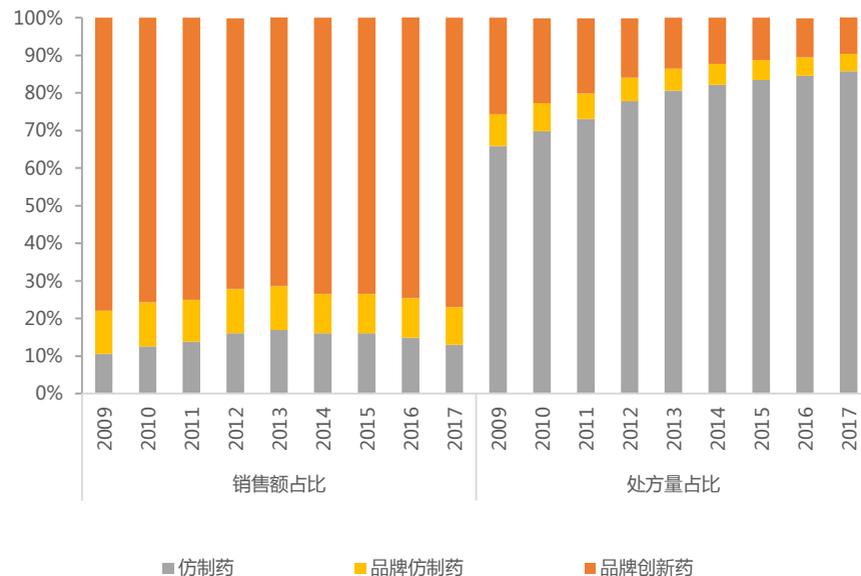
- 从美国成熟市场来看，2011年以后创新药的处方量虽然只占全部医药市场的不到20%，但是销售额占比却接近80%，“二八现象”非常明显。在中国，至2019年底创新药最为集中的肿瘤药，其小分子靶向药的占比仍然不足20%。
- 对标国际，我国用药结构的调整仍在路上，医保作为最大支付方未来将继续严格监控并限制辅助用药的使用，同时通过医保目录的动态调整将辅助用药等调出目录，并继续纳入疗效确切、高临床价值的创新药。此外，居民收入提升和商业保险亦有望成为重要加持。



图：中国肿瘤靶向药占比仍较低（单位：%）



图：美国成熟医药市场创新药明显占据价值的核心



创新药公司业绩受疫情阶段性影响，二季度起有望逐步恢复较快增长

- 一季度受疫情影响，医院门诊量明显下滑，对处方药终端销售造成明显影响。以龙头恒瑞为例，公司2020Q1实现营收55.27亿元，同比增长11.28%，归母净利润为13.15亿元，同比增长10.30%，扣非后归母净利润为12.76亿元，同比增长10.52%。一季度受疫情影响业绩增速出现阶段性下滑，随着二季度门诊量逐步恢复，我们预计业绩有望恢复较快增长。

图：创新药指数相关个股2020Q1业绩明显受到疫情影响

代码	公司	年初以来相对上证指数涨跌幅%	2018年营收同比%	2019年营收同比%	2020Q1营收同比%	2018年归母净利润同比%	2019年归母净利润同比%	2020Q1归母净利润同比%
603127.SH	昭衍新药	123.1	35.7	56.4	107.9	41.7	64.6	59.0
300558.SZ	贝达药业	85.5	19.3	26.9	72.6	-35.3	38.4	152.4
688166.SH	博瑞医药	77.6	28.6	23.5	45.2	59.6	51.7	111.1
688321.SH	微芯生物	10.0	33.7	17.7	28.8	29.5	-37.7	251.1
300759.SZ	康龙化成	73.4	26.8	29.2	25.7	46.9	64.3	87.2
688202.SH	美迪西	106.6	30.4	38.3	20.4	46.0	9.5	30.2
002019.SZ	亿帆医药	44.8	5.9	12.0	16.6	-43.5	22.5	119.8
603259.SH	药明康德	38.6	23.8	33.9	15.1	84.2	-18.0	-21.6
300122.SZ	智飞生物	95.8	289.4	102.5	14.9	235.8	63.0	2.8
600276.SH	恒瑞医药	30.5	25.9	33.7	11.3	26.4	31.1	10.3
300347.SZ	泰格医药	45.9	36.4	21.8	6.8	56.9	78.2	75.2
300723.SZ	一品红	10.2	3.6	14.5	0.9	32.9	-31.0	-12.0
688177.SH	百奥泰-U	-4.6	0.0	0.0	0.0	-134.9	-84.9	80.3
002821.SZ	凯莱英	79.3	28.9	34.1	-0.2	25.5	29.3	17.3
002007.SZ	华兰生物	81.7	35.8	15.0	-2.6	38.8	12.6	-4.7
000513.SZ	丽珠集团	45.9	3.9	5.9	-3.9	-75.6	20.4	1.7
300181.SZ	佐力药业	20.9	-8.0	24.8	-5.0	-54.0	23.3	0.9
300009.SZ	安科生物	45.8	33.3	17.2	-9.2	-5.2	-52.7	22.7
600267.SH	海正药业	47.6	-3.6	8.7	-10.7	-3,730.1	118.9	-325.0
000963.SZ	华东医药	0.0	10.2	15.6	-11.4	27.4	24.1	26.5
002773.SZ	康弘药业	23.0	4.7	11.7	-11.8	7.9	3.3	-16.3
600739.SH	辽宁成大	28.7	37.7	-7.9	-12.2	-46.7	56.0	-76.9
600196.SH	复星医药	29.2	34.4	14.7	-12.6	-13.3	22.7	-19.0
300238.SZ	冠昊生物	-7.7	-0.5	-4.5	-13.0	0.5	-1,117.2	17.4
600079.SH	人福医药	91.0	20.6	17.0	-13.1	-214.0	135.7	-20.9
002422.SZ	科伦药业	-5.0	43.0	7.9	-17.5	62.0	-22.7	-93.5
000790.SZ	华神科技	12.2	7.2	17.7	-17.6	-81.8	97.7	-47.9
002294.SZ	信立泰	34.2	12.0	-3.9	-27.1	0.4	-51.0	-53.3
002262.SZ	恩华药业	40.8	13.7	7.5	-29.7	33.0	26.4	9.6
300142.SZ	沃森生物	70.2	31.5	27.5	-36.3	294.8	-86.4	-146.8
300404.SZ	博济医药	36.0	31.6	30.2	-42.7	130.2	-10.9	-523.5
300601.SZ	康泰生物	74.4	73.7	-3.6	-48.1	102.9	31.9	-97.6
002437.SZ	普衡药业	9.0	80.2	-7.8	-53.9	-59.3	-2,214.3	670.4
002038.SZ	双鹭药业	-3.8	74.5	-6.4	-58.2	7.1	-14.8	-69.3
300683.SZ	海特生物	85.9	-21.2	5.0	-58.6	-33.9	-33.0	-85.8

- 今年3月2日，中共中央总书记、国家主席、中央军委主席习近平在北京考察新冠肺炎防控科研攻关时强调要加快药物研发进程。我们认为，后疫情时代下，创新药领域有望显著受益。国家鼓励创新，加强投入，尤其是基础科研领域，有可能减轻优质企业的研发成本压力，加强高端人才引进，推动国家整体技术水平快速提升。

国产新药迎来获批小高峰，为未来业绩持续保驾护航

- 随着过去几年新药审评审批的提速，国内创新药企业的研发成果开始显现，2019年多个重磅创新药或高端仿制药获批上市，2020年预计将迎来更多创新或高端仿制品种，国产新药上市小高峰有望持续。

图：2019年获批的创新药或高端仿制药



图：2020年有望获批的创新药及高端仿制药



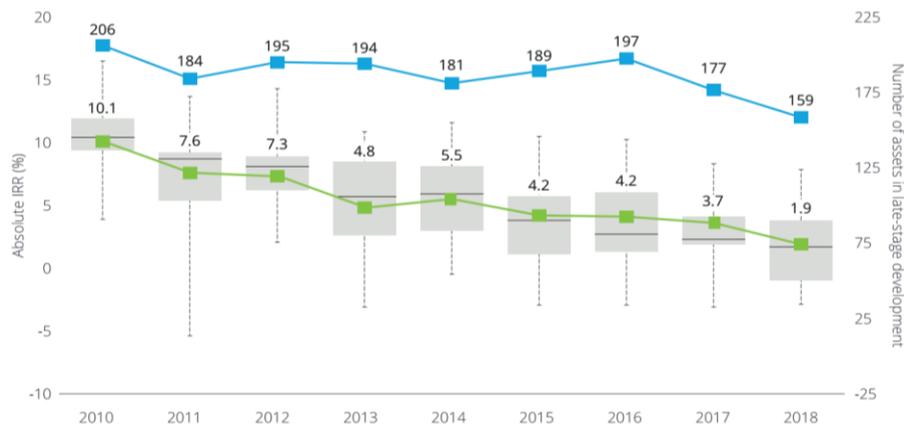
CRO行业快速发展，渗透率持续提升

- CRO行业经过多年发展，与药企合作的边界越发模糊，已经从以前单一的接受委托、一次性的执行，变为深度参与、紧密协作，主动性及作用进一步凸显。
- 在全球新药研发回报率持续下降，成本持续上升、时间持续拉长的背景下，急需借助专业化的CRO来降本增效。
- 全球CRO市场保持快速发展，市场规模由2014年的约400亿美元增加到了2018年的579亿美元，CAGR为9.6%，弗若斯特沙利文预测2023年将达到952亿美元，CAGR达10.5%。全球CRO市场渗透率由2014年的28%增至2018年的33%，预期后续将按较快的增长率进一步增至2023年的44%，显示出CRO行业的高景气度。

图：合作关系由单纯的委托执行转为战略伙伴关系

	1970	1980	1990	2000
药企和CRO合作关系	一次性/交易性业务委托	一次性/交易性业务委托	倾向于首选提供商	战略合作伙伴关系
行业状况	CRO萌芽，个别组织、个人有信为药企提供分析服务	<ul style="list-style-type: none"> 美国国家癌症研究所和大药企等寻求降低研发成本、应对FDA、EMA新药申报日益详尽要求的办法，CRO成为了委托分包的对象 CRO公司纷纷成立，但业务覆盖面少，仅负责部分数据管理、临床现场监测和生物统计分析 CRO公司作为委托方资源、产能不足的补充 	<ul style="list-style-type: none"> CRO规模提升，开始产业化：客户的需求扩大，CRO开始扩大服务项目，全面介入后期临床试验 药企与CRO合作逐渐加深，逐步建立长期合作关系，药企倾向于选择首选外包服务提供商 	<ul style="list-style-type: none"> 随着药企与CRO合作进一步加深，合作模式向战略合作关系转变，双方的合作边界越发模糊，部分采取风险共担的合作方式 CRO通过并购实现纵向一体化并购以扩大业务覆盖以满足客户需求到端业务；药物研发数据化使得CRO开始寻求信息化发展
代表性事件	1974年，Dennis Gillings教授为Hoechst分析一种新型糖尿病药物的试验数据。	<ul style="list-style-type: none"> Quintiles (1982) ; Parexel (1983) ; ICON (1990) 等成立 	<ul style="list-style-type: none"> Labcorp (1991) ; Quintiles (1994) ; Parexel (1995) ; ICON (1998) 相继上市 	<ul style="list-style-type: none"> CRO间并购：Covance + LabCorp (2015) 等；信息化并购：Quintiles + IMS = IQVIA (2016) 等 战略合作：Quintiles + Merck Serono Partnership (2013) 等

图：大市值生物制药公司的研发回报率在2018年达到9年以来最低水平



Source: Deloitte LLP, 2018 注：蓝线为后期研发管线数量，绿线为绝对回报率

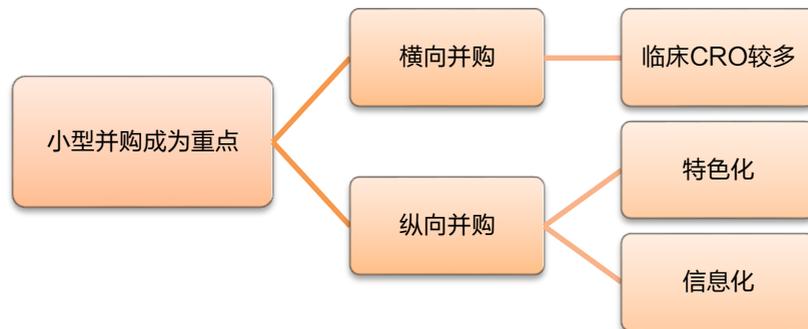
图：全球CRO市场规模增速快于研发投入的增速



行业整合是大趋势，差异化、信息化是未来发展方向

- 药物临床试验复杂性的增加，使得药企的需求不断变化且日益增多，CRO公司开始通过并购获得特色业务和扩大业务范围。在当前时点，并购交易的重点可能会放在规模较小、更加专业化的收购目标上：具有专业能力的小型CRO可以填补大型CRO的业务缺口，相比大型收购也更容易整合，操作挑战性更小。
- 目前CRO的并购主要会有两种形式：①横向并购：对于临床CRO来说，建立全球的多中心实验室需要增加地域间的覆盖范围，增加规模，向全球化发展，因此会首先采用横向并购的方式；②纵向一体化：纵向并购可以获得新的治疗专业能力，延伸覆盖的产业链，扩大自己的业务覆盖范围，主要特点为特色化和信息化。

图：小型并购成为重点，特色化和信息化并购增多



图：全球前十大CRO公司业务覆盖范围

	临床前					临床					生产	
	药点靶向认证	药物发现	化学实验	生物实验	药物安全评价	I期	II期	III期	中心实验室	临床药物生产	IV期	安全监测/商业化生产
LabCorp												
IQVIA												
Syneos Health												
Parexel												
PRA Health Sciences												
PPD												
Charles River												
ICON												
Wuxi APP Tech												
Medpace												

我国CRO发展迅猛，在产业、资本、政策共振下迎来黄金发展期

➤ **我国CRO行业起步较晚，但发展迅速：**根据弗若斯特沙利文，我国CRO行业的市场规模由2014年的21亿美元迅速上升至2018年59亿美元，CAGR达到29.5%。

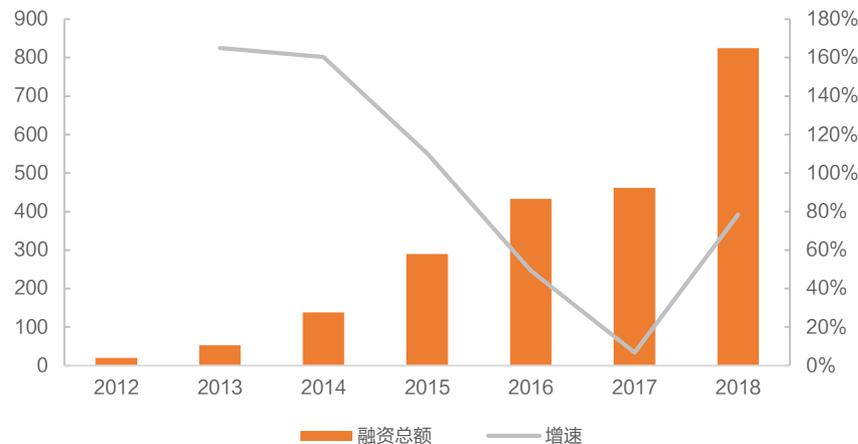
➤ **我国CRO发展迅猛，在产业、资本、政策共振下迎来黄金发展期：**

- ① 国内高素质人才的不断涌现为我国CRO行业发展提供源源不断的人才储备，推动CRO技术发展。与国外相比，国内CRO具有更高的成本优势和相当的质量体系，国外药企更倾向于和国内CRO合作；
- ② 近年来国家层面政策支持外包行业发展，积极推动参与全球创新药研发服务，不断提升创新能力，完善医药外包服务链，拓展国际服务外包领域和产品。药政支持对CRO行业从兴起到蓬勃发展起到积极的促进作用，创新的兴起令外包型企业有更多的机会涉足到企业研发的全流程环节。
- ③ 港交所生物医药企业绿色通道和科创板等多融资平台带来的资本推动，有力地促进CRO行业的发展，成为拉动CRO发展的另一架马车。

图：国内主要CRO人均营业成本明显低于全球前三大CRO



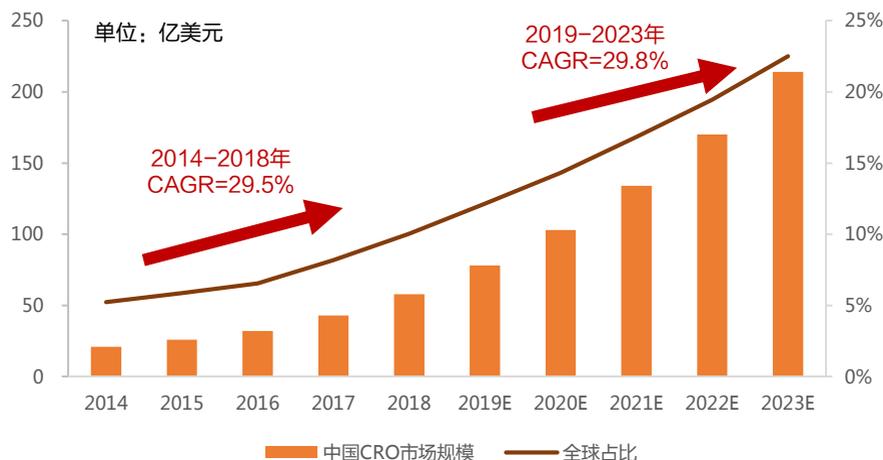
图：医疗领域融资额变化情况（亿元）



新冠疫情对外包行业既是挑战，也是机遇

- 在上述因素的促进下，国内CRO行业继续蓬勃发展：**根据弗若斯特沙利文，预计至2023年，国内CRO市场规模达到214亿美元，2019-2023年均增长高达率达29.8%，在当前时点，国内CRO行业受到产业、资本、政策共同推动，迎来黄金发展期。
- 目前医药CRO的业务范围已经从原来提供部分服务，扩展到新药研究的各个领域和阶段，**包括：化学结构分析、化合物活性筛选、药理学、药代学（吸收、分布、代谢、排泄）、毒理学、药物配方、药物基因组学、药物安全性评价和 I-IV 期临床试验、试验设计、研究者和试验单位的选择、监查、稽查、数据管理与分析、药品申报等，涵盖了新药研发的整个过程，这使得CRO企业拥有了更大的发展空间和动力。随着药明康德、泰格医药、凯莱英、康龙化成等CRO企业不断探索扩展业务范围，国内CRO行业逐渐向纵向一体化、特色化和信息化方向发展。
- 新冠疫情是挑战，也是机遇：**新冠疫情对全球经济将产生非常负面的影响，在一定程度上可能会促使药企阶段性削减开支，总需求受到一定影响，外包企业面临较大挑战，但与以往危机不同，此次是公共卫生事件造成的冲击，会加大全球对于医药医疗的重视程度，加强研发力度。同时，中国外包全球的崛起，不弱于外企的质量体系及领先的成本优势有望在全球外包市场中切割更多蛋糕，同时疫情并未改变国内创新大潮流，在一定程度上甚至会加大创新的力度，未来我国外包行业有望延续快速增长趋势。
- 建议关注行业领先公司：药明康德、凯莱英、泰格医药、康龙化成、昭衍新药、美迪西等**

图：我国CRO市场具有很大发展空间



图：CRO与CMO/CDMO全产业链覆盖疾病靶点选择到上市后监测



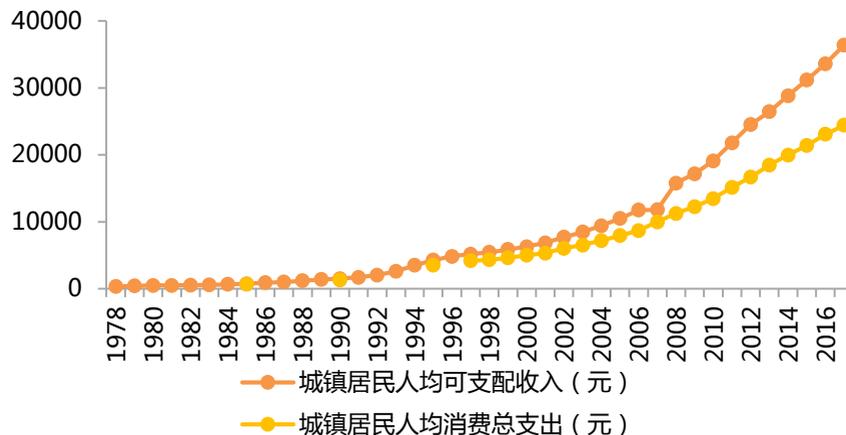
目录

1. 医疗新基建，重点关注疫情后周期受益方向	.....	4 页
1.1. 医疗器械进入黄金发展期		
1.2. 疫苗行业景气度持续提升		
1.3. 政策环境+产业趋势，创新之势不可阻挡		
2. 医药大消费，潜力大，景气高，相对优势明显	.....	28页
2.1. 连锁药店未来十年加速走向集中化		
2.2. 医疗服务是最璀璨的明珠，最长情的赛道		
2.3. 血制品景气度提升，头部企业优势凸显		
2.4. 品牌OTC韧劲足		
3. 2020上半年医药生物行业复盘	.....	52页
4. 重点推荐公司介绍	.....	56页
5. 风险提示	.....	72页

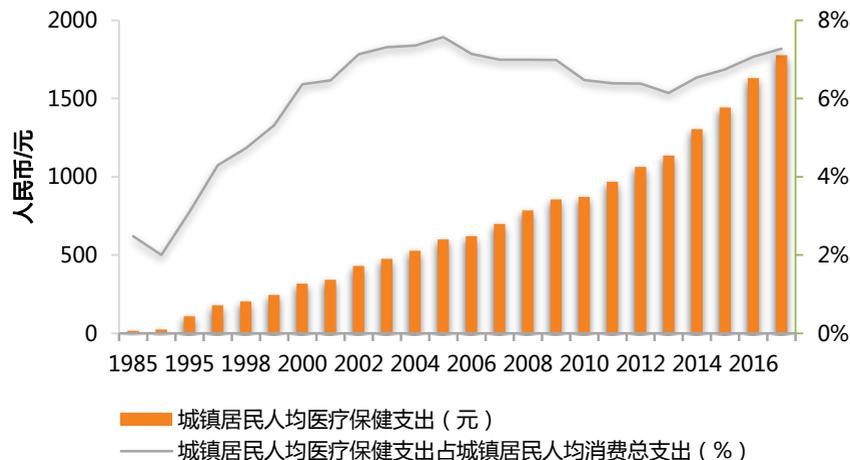
医药大消费市场容量继续稳步增长，是长牛赛道

- ✓ **我们认为**，随着我国人均收入的不断增长，居民的医疗保健意识逐步增强，医疗消费支出预计将持续增长；同时消费者对于更高层次的医疗保健需求也将逐渐增长，有望推动医药消费升级的发生。同时在医保持续控费，实施战略购买的情况下，消费的成长性更高，相对优势明显。
- ✓ **驱动因素一：我国居民可支配收入及消费支出稳步增长，个税扣除进一步提升居民整体收入及消费水平。**我国城镇居民人均可支配收入从1985年的739元增长至2015年的3.12万元，年复合增长率达到13.3%；同期城镇居民的人均消费支出从673元增长至2.14万元年复合增长率达到12.2%。2018年12月22日国务院印发的《个人所得税专项附加扣除暂行办法》自2019年1月1日起施行，子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或者住房租金、赡养老人等6项专项附加扣除，利好居民收入和消费水平提升。
- ✓ **驱动因素二：城镇居民人均医疗保健支出较消费支出增速更快。**我国城镇居民人均保健支出从1985年的16.7元增长至2015年达1443.4元，年复合增长率达到了16%，从2013年开始处于稳步上行的阶段。
- ✓ **驱动因素三：政策引导消费者自我诊疗。**《“健康中国”2030规划》是首次在国家层面提出的健康领域中长期战略规划,引导消费者从被动治疗变为主动的自我诊疗

图：我国城镇居民的人均可支配收入及消费支出均实现了稳定而快速的增长



图：我国城镇居民的人均医疗保健支出稳步提升



消费升级重点推荐板块

	受益板块	受益逻辑	受益标的
医药大消费	连锁药店	大型连锁的规模扩张到一定程度，规模化优势凸出；医保政策的趋严，“4+7”带量采购政策的推行等，更加利好连锁药店的发展。	一心堂、大参林、益丰药房、老百姓
	医疗服务	高层次需求来自产品的高端差异化服务定位：体检、口腔、眼科、辅助生物等	美年健康、爱尔眼科、通策医疗、锦欣生殖等
	刚性用药/器械	消费者消费意识、保健意识崛起，倾向于消费临床价值更高的药品	生长激素：长春高新、安科生物 脱敏药物治疗：我武生物 疫苗：康泰生物等 血制品：天坛生物等 消费器械：欧普康视、鱼跃医疗等
	品牌OTC	1.具备资源品（原料稀缺）属性的品种，符合消费升级； 2.市场教育空间大，或从处方切入OTC； 3.具备品牌溢价能力的品种，重塑销售利益链，给渠道合理利益，良币逐劣币	片仔癀、云南白药、同仁堂、广誉远、东阿阿胶等

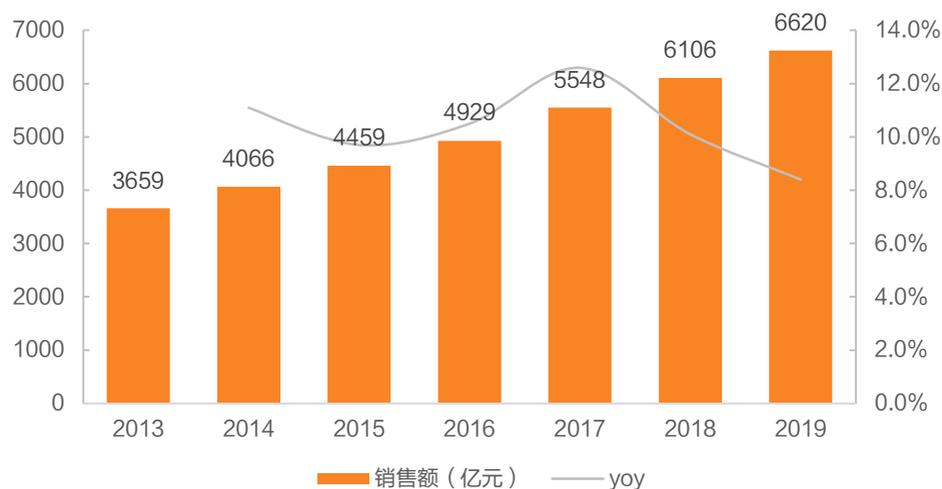
目录

1. 医疗新基建，重点关注疫情后周期受益方向	.....	4 页
1.1. 医疗器械进入黄金发展期		
1.2. 疫苗行业景气度持续提升		
1.3. 政策环境+产业趋势，创新之势不可阻挡		
2. 医药大消费，潜力大，景气高，相对优势明显	.....	28页
2.1. 连锁药店未来十年加速走向集中化		
2.2. 医疗服务是最璀璨的明珠，最长情的赛道		
2.3. 血制品景气度提升，头部企业优势凸显		
2.4. 品牌OTC韧劲足		
3. 2020上半年医药生物行业复盘	.....	52页
4. 重点推荐公司介绍	.....	56页
5. 风险提示	.....	72页

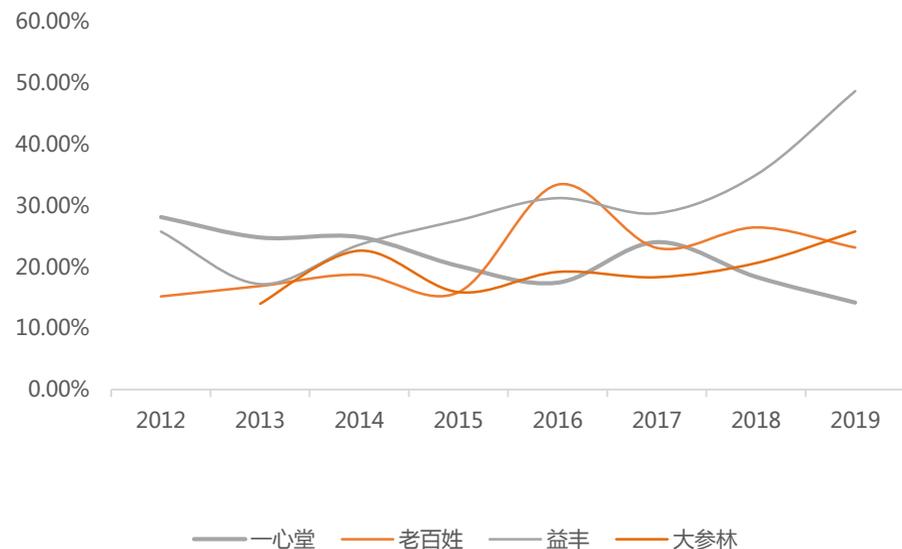
零售药店行业稳定增长，龙头企业明高于行业增长

- **行业持续稳健增长：**零售药店是我国药品销售终端的重要渠道，长期以来行业保持了稳步快速的增长。从销售规模增长的速度来看，2019年行业规模达到6620亿元，同比增长8.4%（包含药品和非药品）。
- **头部企业超越行业增长：**目前上市的四家连锁药店，凭借资本优势，管理能力等持续进行扩张，四家连锁药店保持了远高于行业的增长，2012-2019年，四家连锁药店一心堂、老百姓、益丰药房、大参林的营收规模年均复合增长率CAGR分别达到了20.49%、22.35%、31.15%、19.23%；四家连锁药店平均超过20%的符合增长，远高于行业的增长。

图：我国零售药店销售规模（亿元）及增长（右轴 %）



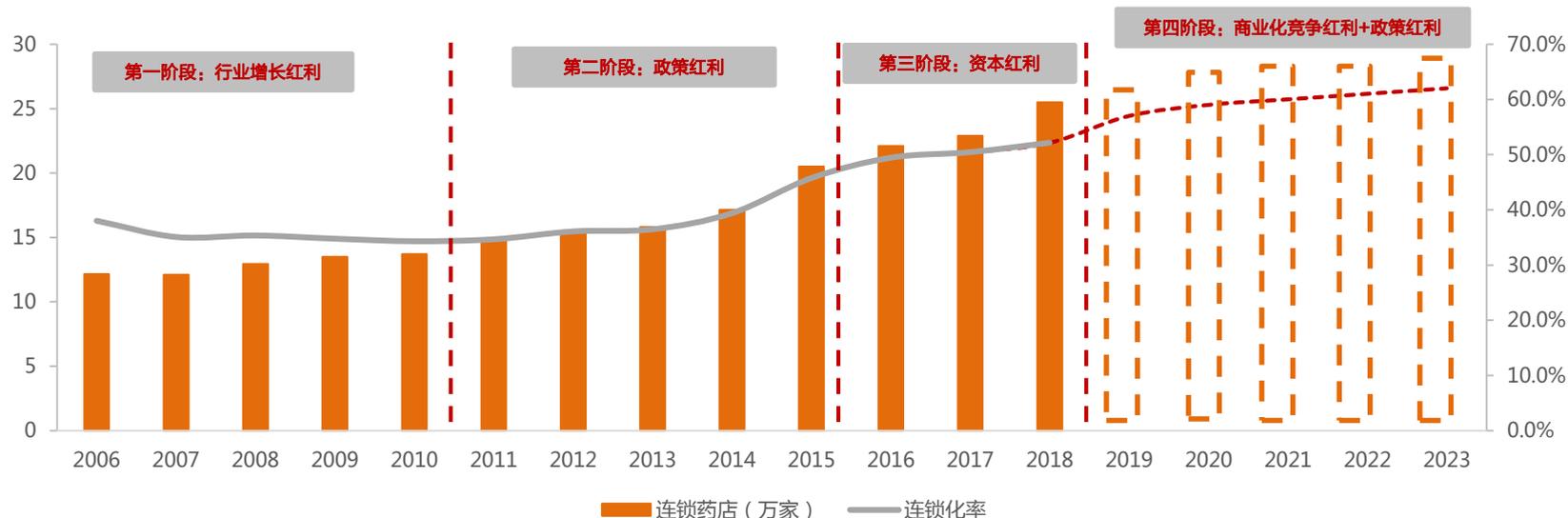
图：四家上市连锁药店的历年收入增速情况



商业化竞争红利+政策红利，连锁药店进入发展第四阶段

- 我们认为在连锁药店长期发展的过程中，经历了至少三个阶段：
 - 第一阶段（~2010年）：行业增长红利阶段，期间单体药店、连锁药店均呈现增长趋势；
 - 第二阶段（2011~2015年）：行业监管趋严、准入门槛不断提升，连锁药店迎来快速发展；
 - 第三阶段（2016~至今）：社会资本介入，一些公司上市带来更加丰厚的融资渠道，龙头效应愈加明显。
- 行业发展历经三阶段之后，我们认为行业的第四个发展阶段即将来临：
- 第四个阶段：商业化竞争红利+政策红利：
 - 大型连锁的规模扩张到一定程度，规模化优势凸出；
 - 医保政策的趋严，“4+7”带量采购政策的推行等，更加利好连锁药店的发展。

图：我国连锁药店的发展步入第四阶段



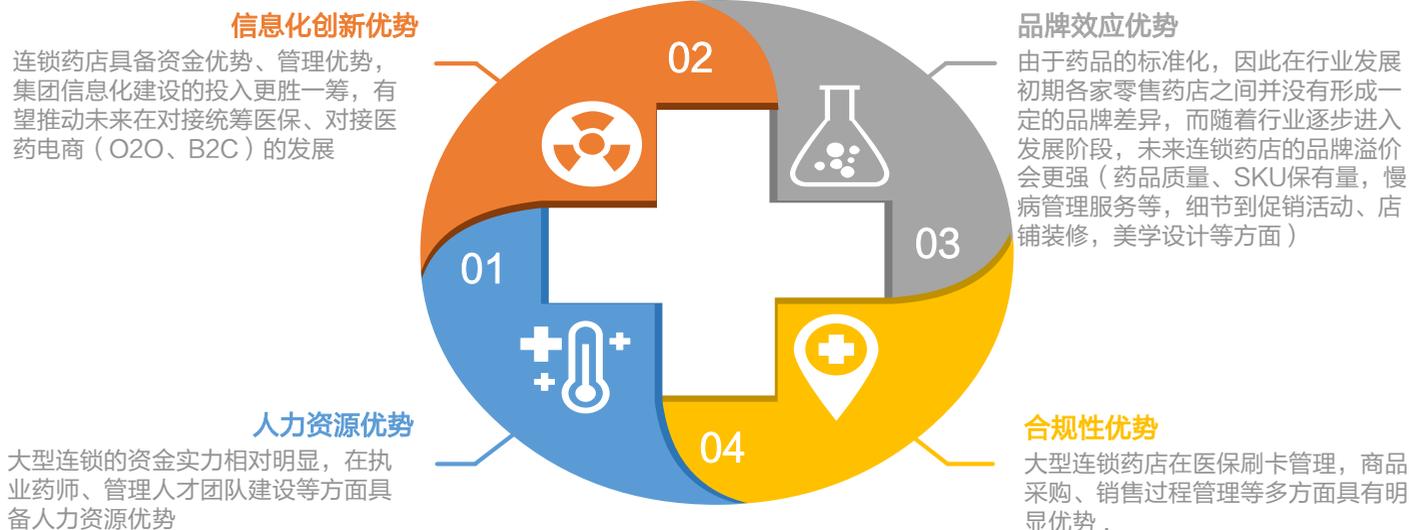
强监管+高要求，大型连锁药店竞争优势凸显

监管趋严：我国个人医保因为属地性等问题，在使用上并未做到全国统一，同时由于终端药店分布相对分散，在使用的监管上也存在一定的漏洞。

- 近年来，我国医保管控趋严，在零售药店的管理上也逐步做出了更高要求（硬件、软件、药师配备等），在此背景下，单体与中小连锁药店的经营压力增大。为大连锁药店的增长带来了机遇。
- 同时疫情背景下，许多中小的连锁因为供应链能力、平台对接能力（互联网+）、防疫要求等问题，在极端环境下，生存空间更难，为零售药店行业创造了更多低成本的并购机会。

商业模式利好大连锁的增长：

- 规模化优势：零售药店对患者的议价能力强，随着规模的提升，连锁药店对上游供应商的议价能力也将进一步提升，降低采购成本。
- 从扩张角度来看，连锁药店通过原有门店产生的现金流反哺新开门店，或者利用融资优势并购门店，完成利润增厚，持续做大、做强的过程。
- 随着规模的提升，大连锁在运输、仓储等固定成本的分摊能力提升，降低配送费用率，提升配送效率。



从“野蛮”到“成熟”的发展，未来十年行业集中度有望加速提升

- 对行业集中度提升预测：2019年我国四家上市连锁药店（一心堂、大参林、益丰药房、老百姓）的市场占有率大约为10%，我们预测未来十年，四家连锁药店市场份额存在3倍的提升空间。
- 关键假设基础：
 - ①四家上市大连锁药药店具有融资优势，进一步扩张的能力，龙头药店保持收入端20%的均衡增长；②零售药店行业规模保持7%的均衡增长。

我们判断在行业趋势下，四家连锁药店的发展5年即有望从10%的市场份额提升至18%，十年存在3倍的市场份额提升空间，建议积极关注四大药店长期的成长机会，重点关注：益丰药房、大参林、一心堂、老百姓。

图：四家连锁药店市场份额提升速度示意表

年份	四家连锁药店规模	零售行业规模	市场份额
2019	x	y	10.0%
2020	1.2x	1.07y	11.2%
2021	1.2*1.2x	1.07*1.07y	
2022	1.2 ³ x	1.07 ³ y	
2023	1.2 ⁴ x	1.07 ⁴ y	
2024	1.2 ⁵ x	1.07 ⁵ y	17.7%
2025			
2026	⋮	⋮	
2027	⋮	⋮	
2028			
2029	1.2 ¹⁰ X	1.07 ¹⁰ y	31%

药店：大参林、益丰药房、老百姓、一心堂

- **益丰药房**：聚焦式战略布局，在多个省份展示其优秀的整合能力与异地扩张能力；管理层优秀，精细化的管理能力是公司长期发展的护城河。2019年门店数达到4127家，规模102.76亿元（+48.66）、归母净利润5.43亿元（+30.58%）
- **大参林**：广东省连锁药店龙头，公司有望持续受益广东医改政策推进，带动广东地区市场份额的提升；公司次新店比例高，资金储备充足，未来具备长期增长动力。2019年门店数4153家，规模111.4亿元（+25.76%），归母净利润7.03亿元（+32.17%）
- **老百姓**：布局全国17个省份，全国网络布局较为完善的连锁药店龙头。新的管理团队，有望为公司带来积极变化。2019年门店数4579家，规模116.6亿元（+23.15%）、归母净利润5.09亿元(+16.94%)
- **一心堂**：云南省连锁药店龙头，在云南省拥有稳固的市场地位。2020年股权激励方案落地，整体向着积极方向转变；2019年公司门店数6266家，规模104.8亿元（+14.2%）、利润6.04亿元（+15.9%）。



目录

1. 医疗新基建，重点关注疫情后周期受益方向	.....	4 页
1.1. 医疗器械进入黄金发展期		
1.2. 疫苗行业景气度持续提升		
1.3. 政策环境+产业趋势，创新之势不可阻挡		
2. 医药大消费，潜力大，景气高，相对优势明显	.....	28页
2.1. 连锁药店未来十年加速走向集中化		
2.2. 医疗服务是最璀璨的明珠，最长情的赛道		
2.3. 血制品景气度提升，头部企业优势凸显		
2.4. 品牌OTC韧劲足		
3. 2020上半年医药生物行业复盘	.....	52页
4. 重点推荐公司介绍	.....	56页
5. 风险提示	.....	72页

医疗服务：上半年疫情影响客流，下半年有望逐步恢复

➤ 医疗服务行业发展正当时，正在步入快速发展的通道：

(1) 医疗服务行业政策免疫性强，而且在国家鼓励社会办医的，提升并丰富医疗服务资源的背景下，是政策的受益者；
(2) 消费升级与健康意识的提升，带来医疗服务需求的不断释放：我国城镇居民人均保健支出从1985年的16.7元增长至2015年达1443.4元，年复合增长率达到16%，从2013年开始处于稳步上行的阶段。

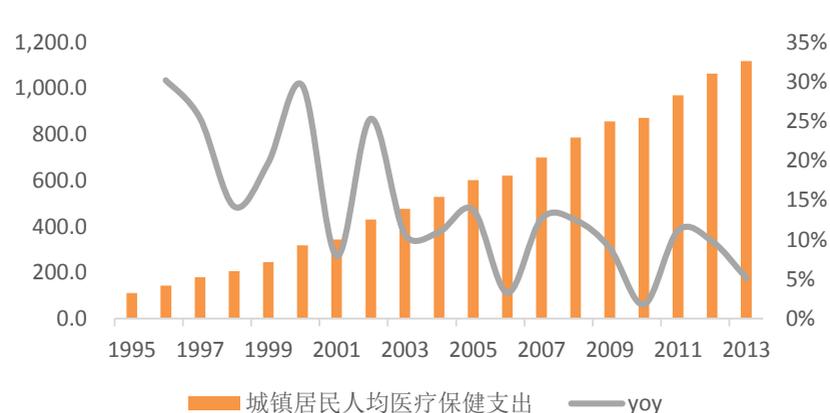
➤ 在此背景下医疗服务行业的需求依旧较高，具有长期稳定成长的基础，能支持一定的估值溢价，投资回报率依旧较为可观。

➤ 受疫情影响，部分医疗服务公司上半年客流量有所下滑，但随着疫情的防控逐步推进，相关医疗服务的客流量逐步回升，预计下半年有望迎来快速恢复。

图：农村居民人均医疗保健支出（元）及增速

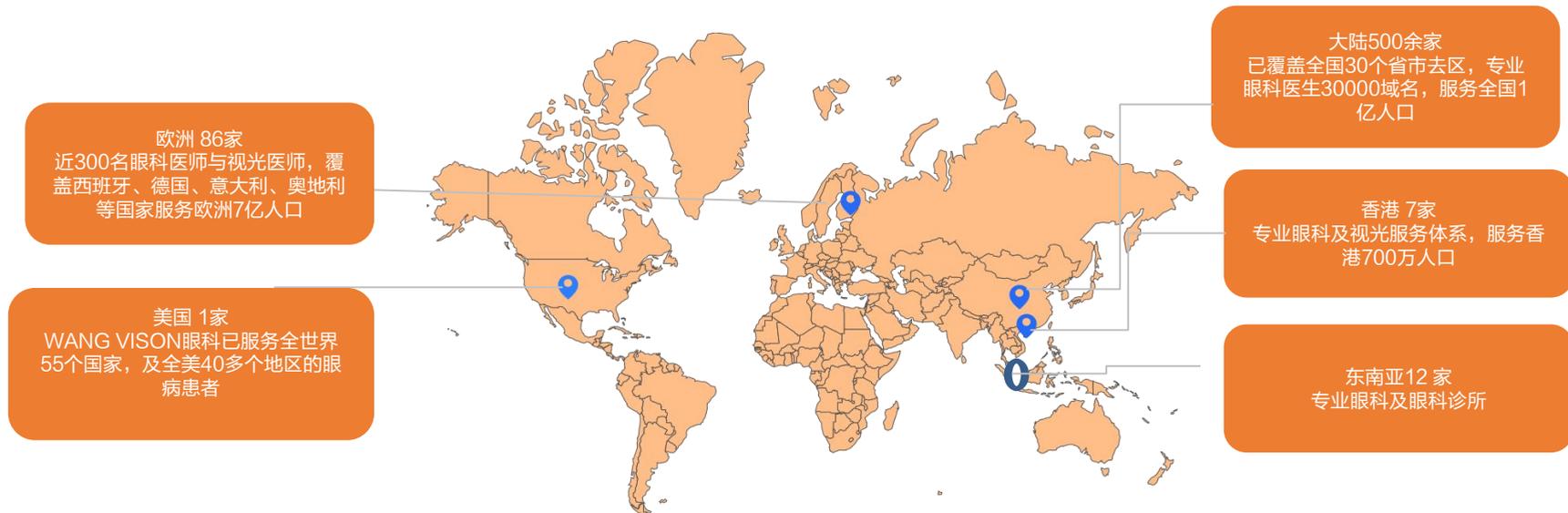


图：城镇居民人均医疗保健支出（元）及增速



眼科医疗持续高景气度

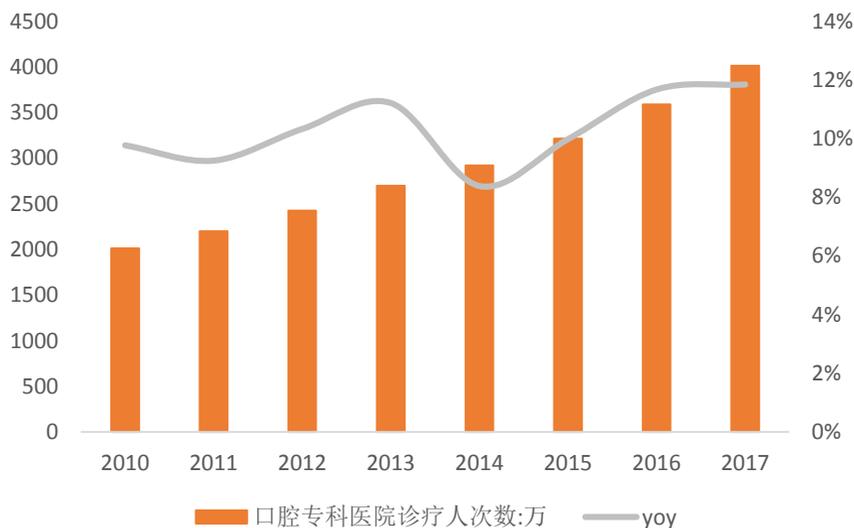
- “治疗+消费”双角度来看，眼科服务孕育大市场：从治疗角度来看，眼科领域包括了白内障、青光眼、干眼症、角膜病等，而随着用眼习惯的变化以及人口老龄化的到来，相关眼科疾病的发病率正在逐步提升，对眼科医疗服务的需求将进一步释放；从“消费”角度看，屈光、视光（角膜塑形镜、配镜、视力矫正等）等服务的渗透率也在逐步提升。2018年眼科医院诊疗人次达到2932万（+11.3%），入院人次210万（+19.8%）。
- 爱尔眼科是我国眼科医疗服务龙头，覆盖亚洲、欧洲和北美洲。眼科医院及中心数量达600余家，其中中国内地500余家、中国香港7家、美国1家、欧洲80余家，东南亚12家。2019年上市公司体系内门诊量达到6,628,233人次，同比增长15.56%；手术量608,378例，同比增长7.76%。随着眼科医疗服务网络的不断扩面以及不断深度拓展，爱尔眼科将持续受益眼科服务需求的提升，通过教学研一体化、全球化的布局，持续强化品牌力以及竞争优势。



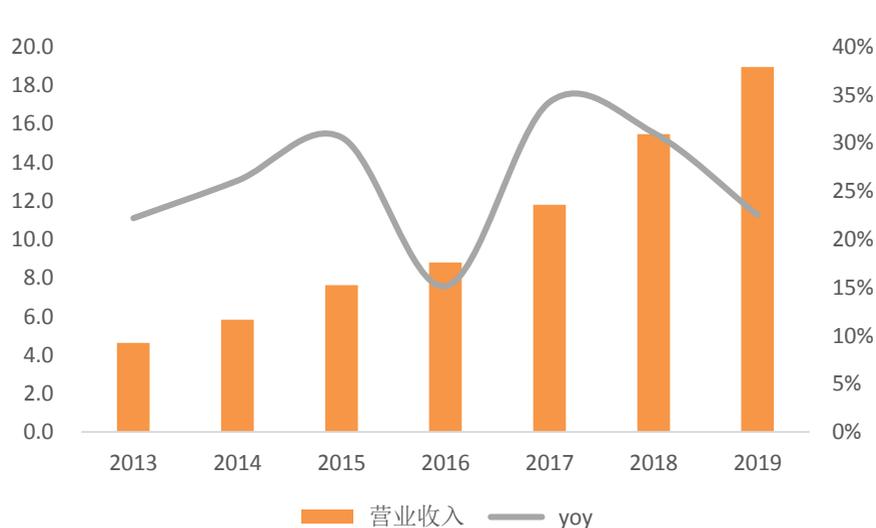
口腔医疗服务发展空间大，需求逐步释放

- **口腔医疗健康关注度提升，就诊人次攀升：**随着饮食习惯的变化以及对美的追求，口腔医疗健康管理得到越来越多的重视，同时受益于消费水平的上升以及健康意识的提升，口腔医疗服务行业迎来了快速发展，2018年我国口腔医疗服务行业规模达到960亿，口腔专科医院就诊人次达到4012万人次，同比增长11.8%。
- **通策医疗是我国A股唯一上市口腔医疗服务机构，近年来保持了稳步快速的发展。**长远来看，公司正畸计划、种植倍增计划、蒲公英计划的推进，有利于其在口腔业务的拓展、医生产能的利用以及浙江省内外口腔医疗机构布局的在扩大与提升，从而持续享受行业的增长以及其市场分额的提升。

口腔专科医院诊疗人次数（万人）及增速



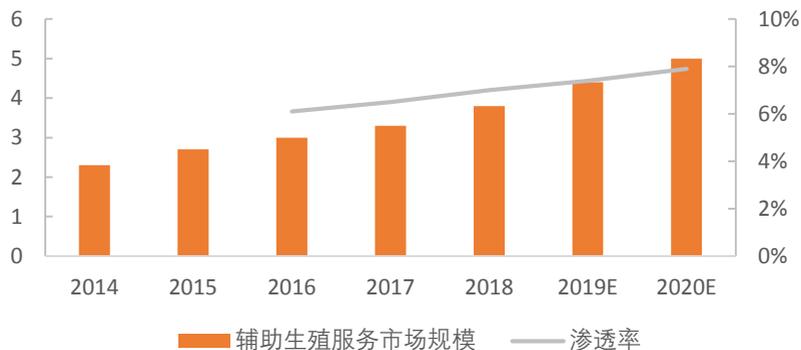
2013-2019年 通策医疗收入规模（亿元）及增速



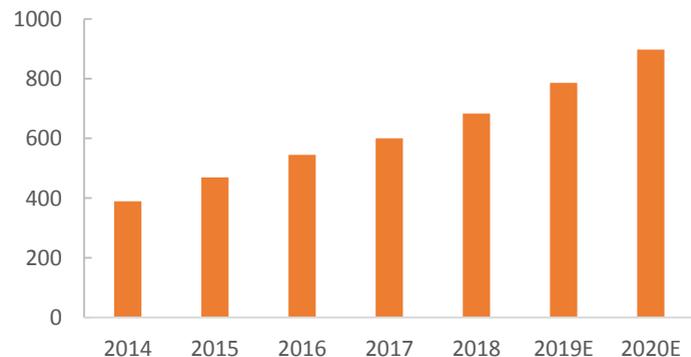
辅助生殖，市场潜力大

- **并未充分的认知&并未充分释放的需求**：我国不孕不育率的发病率大约为15%，这意味着全国大约有4000万对夫妇可能存在一定生育问题，而2018年我国辅助生殖的渗透率仅为7%，行业规模为252亿，取卵周期数68.4万，进一步说明通过辅助生殖技术生育健康宝宝还未获得充分认知，渗透率有望进一步提升；同时随着生活压力的增加，环境的变化，以及育龄年龄的后移，辅助生殖的需求还将进一步释放。
- **严格的牌照与合规限制，带来供给端的“堰塞湖”**：我国对于试管婴儿牌照有较为严格的审批限制与法规管理，因此截止到2019年年底，我国经批准开展人类辅助生殖技术和设置人类精子库的医疗机构为517家，IVF牌照401家。牌照限制促成了行业良好的竞争格局。由于辅助生殖对医生技术、实验室水平以及医疗机构口碑等方面均存在壁垒，因此在行业需求与供给并不匹配的情况下，患者更多拥挤在有口碑的三级医院，从而延长了治疗时间、降低了就诊体验等，也使得我国近500家的生殖中心出现了不平衡发展。
- **以辅助生殖为基础，拓展更广阔的市场**：辅助生殖虽同时具备医疗属性与消费属性，但在一定程度上是“刚性需求”，因此在服务价格设置上，拥有一定的价格弹性；另一方面辅助生殖赛道在业务上具有较好的协同性，包括妇产、保胎、产后康复、检测等业务，以辅助生殖为基础能衍生出较大的行业市场。

图：2004-2020E年辅助生殖市场规模（十亿美元）及渗透率



图：2004-2020E年我国进行的IVF取卵周期数（千例）



锦欣生殖：IVF领域的“新星”

- 国内布局海内外的IVF生殖机构。

已布局：成都、深圳、美国加州



- **成都-西囡妇科医院（锦江生殖中心）**：2019年约17000个IVF周期，四川省IVF治疗周期数市场份额58%，成功率55.2% > 平均49%。
- **深圳-中山泌尿外科医院**：2019年6300个IVF周期，深圳市IVF治疗周期数市场份额30%，成功率54.1% > 平均50%。
- **美国-HRC**：成立30余年，9家园区，14名医生，3所顶级胚胎实验室。2019年超过4500个IVF周期，美国西部IVF治疗周期数市场份额第一，成功率62% > 平均53%。



即将开业：老挝新医学中心

- **老挝新医学中心**-收购老挝瑞亚国际医学中心IVF牌照后新建医院，占地5000平，产能设计3000个IVF。

目录

1. 医疗新基建，重点关注疫情后周期受益方向	.....	4 页
1.1. 医疗器械进入黄金发展期		
1.2. 疫苗行业景气度持续提升		
1.3. 政策环境+产业趋势，创新之势不可阻挡		
2. 医药大消费，潜力大，景气高，相对优势明显	.....	28页
2.1. 连锁药店未来十年加速走向集中化		
2.2. 医疗服务是最璀璨的明珠，最长情的赛道		
2.3. 血制品景气度提升，头部企业优势凸显		
2.4. 品牌OTC韧劲足		
3. 2020上半年医药生物行业复盘	.....	52页
4. 重点推荐公司介绍	.....	56页
5. 风险提示	.....	72页

血制品：强者衡强，资源多的头部企业有望进一步提升市占率

◆行业高壁垒，供应端增速受限，需求端可以通过营销推广开发

血制品行业具有较高壁垒，企业数量不再增加，浆站和浆源增速受限，需求端有进一步开发潜力，根据应收账款周转率、批签发数据等的变化，我们判断行业的库存消化已接近完成。对于血制品企业，应持续进行渠道建设、加强产品营销和学术推广，拉动终端纯销需求的增长。

◆上海新兴事件后，预期未来行业在强监管下有序发展

血制品安全关乎民生，2019年初上海兴新事件之后，引起社会各界对于血制品安全的关注，参考疫苗行业中《疫苗管理法》的出台，对于同样为生物制品的血制品，预计行业严管会进一步趋严，管理持续规范化，品种和浆源少而管理不足的企业可能会被淘汰，资源向产品丰富、浆站多、重研发的头部企业集中，行业将在严监管下保持有序发展。

◆2019年，库存达到合理化水平，行业有望持续稳健增长

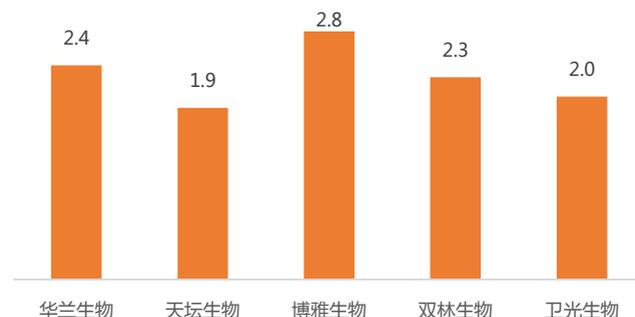
根据应收账款周转率、上市公司应收账款和应收票据周转天数等的变化，我们判断血制品行业的库存消化已接近完成，行业供需达到合理化水平，不同于2015-2017年企业坐销产品，在两票制市场化环境下，企业未来要持续进行渠道建设、营销和学术推广，不断进行市场开拓，进而拉动终端纯销需求的增长。



企业业绩整体稳健增长，产品结构决定吨浆收入

- **各血制品企业收入和净利润稳健上升：**血制品行业延续了良好的景气度，重点公司中：天坛生物2019年收入同比增加12%，归母净利润增长20%；华兰生物2019年收入增长15%，归母净利润增长13%；博雅生物收入同比增长19%，归母净利润下降9%；。
- **吨浆营收是企业将浆源优势转换为收入的重要指标：**由于博雅生物产品中高利润的纤原占比很高，且市占率靠前，使得博雅吨浆营收和净利润最高，华兰生物、天坛生物白蛋白和静丙市占比较高，纤原市占率不及博雅，综合吨浆营收和吨浆净利润排在博雅之后。

图：2019年主要血制品企业吨浆收入（百万元）



表：血制品企业业绩表现稳健

证券简称	营业收入 (亿元)							归母净利润 (亿元)						
	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2019A 增速	2020Q1	2020Q1 增速	2019Q1	2019H1	2019Q3	2019A	2019A 增速	2020Q1	2020Q1 增速
华兰生物	6.96	14.03	26.38	37.00	15%	6.78	-3%	2.60	5.07	9.64	12.83	13%	2.47	-5%
天坛生物	7.06	15.60	25.19	32.82	12%	7.58	7%	1.31	2.94	4.67	6.11	20%	1.32	0%
博雅生物	6.51	13.76	21.02	29.09	19%	6.51	0%	0.89	2.13	3.18	4.26	-9%	0.96	8%
上海莱士	5.85	12.97	19.16	25.85	43%	7.32	25%	2.19	4.13	6.06	6.08	140%	3.11	42%
双林生物	1.77	4.02	6.41	9.16	6%	2.10	19%	0.24	0.78	1.27	1.60	101%	0.25	3%
卫光生物	1.69	3.61	5.34	8.21	19%	1.89	12%	0.27	0.71	1.09	1.71	9%	0.32	17%

2020M1-5血制品批签发整体同比表现强劲，5月进口白蛋白批签发加速

2020M1-5血制品批签发整体同比表现强劲，从具体品种来看：

- **白蛋白**：2020M1-5批签发近2709万件，同比大幅提升57%，其中进口白蛋白批签发约1817万件，同比约+104%，占比67.1%，国产白蛋白批签发约892万件，同比约+6.2%，占比32.9%；
- **免疫球蛋白**：大品种：2020M1-5静丙批签发约617万件，同比约+52%，狂免批签发426.5万件，同比+8%，破免批签发274万件，同比约+25%；其他品种：2020M1-5乙免批签发约36万件，同比小幅增加5%。
- **因子类**：2020M1-5因子Ⅷ批签发约85万件，同比+42%，PCC批签发约50万件，同比+19%，纤原批签发49万件，同比+19%。

表：2017-2020M1-5血制品批签发量

批签发量均统一为标准规格 单位：万件	2017		2018		2019		2020M1-5	
	批签发	同比	批签发	同比	批签发	同比	批签发	同比
冻干静注人免疫球蛋白（pH4）	16.5	13%	18.3	11%	25.5	39%	20.1	286%
冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白（pH4）	1.2	5%	1.5	29%	2.5	67%		-100%
静注人免疫球蛋白（pH4）	1041.6	-4%	1068.3	3%	1147.1	7%	617.1	52%
静注乙型肝炎人免疫球蛋白（pH4）	3.2	45%	3.9	21%	2.5	-37%	2.1	98%
狂犬病人免疫球蛋白	554.3	69%	828.6	49%	1237.5	49%	426.5	8%
破伤风人免疫球蛋白	450.6	16%	338.3	-25%	606.1	79%	274.4	25%
人免疫球蛋白	98.0	-37%	64.0	-35%	126.3	97%	77.5	219%
人凝血酶原复合物	106.8	38%	101.8	-5%	98.4	-3%	60.8	146%
人凝血因子Ⅷ	129.2	19%	174.0	35%	170.9	-2%	84.9	42%
人纤维蛋白原	94.1	-3%	88.9	-6%	87.1	-2%	49.2	19%
人血白蛋白	4071.0	3%	4816.8	18%	5213.0	8%	2708.8	57%
乙型肝炎人免疫球蛋白	139.7	-2%	157.2	13%	103.8	-34%	35.9	5%

头部企业1-5月批签发量表现优秀，强者愈强趋势明显

◆头部企业2020年1-5月主要品种批签发同比稳健提升

天坛生物：白蛋白、静丙、狂免同比提升12%、53%和113%，破免下降23%。

华兰生物：大品种批签发稳步提升，白蛋白、静丙、破免批签发同比增长5%、19%、137%，PCC同比大幅提升209%，狂免同比下滑41%。

博雅生物：白蛋白、静丙、狂免同比分别大幅提升42%、45%、46%，纤原批签发下滑58%。

双林生物：静丙、破免同比大幅提升172%、92%，白蛋白保持平稳，同比+2%，狂免同比下滑71%。

表：血制品头部企业批签发量稳健增长

天坛生物 (万件)	2017	2018	2019	2020M1-5
冻干静注人免疫球蛋白 (pH4)			0.41	
冻干静注乙型肝炎人免疫球蛋白 (pH4)	1.18	1.52	2.54	
静注人免疫球蛋白 (pH4)	231.80	279.20	280.35	137.94
狂犬病人免疫球蛋白		64.67	111.89	54.64
破伤风人免疫球蛋白	67.32	49.85	138.87	43.17
人免疫球蛋白			43.27	2.24
人凝血酶原复合物	0.03			
人凝血因子Ⅷ				0.37
人纤维蛋白原	0.17			
人血白蛋白	325.23	355.41	426.24	208.81
乙型肝炎人免疫球蛋白	17.58	15.95	27.35	

双林生物 (万件)	2017	2018	2019	2020M1-5
静注人免疫球蛋白 (pH4)	33.81	34.04	49.71	36.23
狂犬病人免疫球蛋白	135.37	44.49	143.41	26.32
破伤风人免疫球蛋白	80.31	42.43	42.32	19.32
人免疫球蛋白		3.01		
人血白蛋白	85.31	84.71	109.29	37.91
乙型肝炎人免疫球蛋白		8.42		

华兰生物 (万件)	2017	2018	2019	2020M1-5
静注人免疫球蛋白 (pH4)	153.45	110.49	139.48	62.06
狂犬病人免疫球蛋白	47.73	150.58	125.86	21.23
破伤风人免疫球蛋白	125.61	86.93	140.45	55.77
人免疫球蛋白	10.86	23.85	16.51	3.11
人凝血酶原复合物	65.33	45.39	43.00	24.47
人凝血因子Ⅷ	51.21	64.30	62.86	24.10
人纤维蛋白原	7.05	7.29	0.24	
人血白蛋白	235.35	252.94	232.89	101.05
乙型肝炎人免疫球蛋白	39.97	28.23	12.79	10.96

博雅生物 (万件)	2017	2018	2019	2020M1-5
冻干静注人免疫球蛋白 (pH4)			1.06	
静注人免疫球蛋白 (pH4)	36.54	67.90	54.26	33.78
狂犬病人免疫球蛋白	9.36	45.34	65.57	37.09
人免疫球蛋白			8.38	
人纤维蛋白原	26.13	50.70	27.33	6.61
人血白蛋白	52.19	86.25	84.45	42.69
乙型肝炎人免疫球蛋白				3.67

新冠疫情提升全民血制品认知度，药品GMP血液制品附录（征求意见稿）发布，优秀企业价值进一步凸显

- **新冠疫情提升民众对血制品的认识，体现出血制品的重要地位：**在寻求新冠有效的治疗方法时，恢复期血浆以及静丙、白蛋白等治疗性血制品得到广泛宣传，对于医生和民众认识血制品起到较强的教育作用，有利于提高血制品的影响力；同时，在新冠这类重大公众卫生事件发生时，血制品及恢复性血浆起到了一定治疗作用，体现出血液制品的重要地位，对于后期企业进行新产品研发也产生了一定的动力。
- **药品生产质量管理规范血液制品附录（征求意见稿）发布：**2020年4月15日，国家药监局食品药品审核查验中心发布公开征求《药品生产质量管理规范血液制品附录（征求意见稿）》意见的公告，对《药品生产质量管理规范血液制品附录》进行了修订，形成征求意见稿，向社会公开征求意见。此次《征求意见稿》发布，其中对血制品企业生产、质量要求更为严格，对于治理优秀的血制品企业形成利好，优秀企业的价值进一步凸显。
- **长期看好浆量有望持续增长、注重学术推广的企业：**短期看，受到疫情影响血制品企业业绩增长有限，但从长期来看，血制品高壁垒，行业具有战略意义，供给端弹性有限，企业通过持续进行渠道建设、营销和学术推广，有望拉动终端纯销需求的增长。建议关注浆量有望持续提升、产品齐全、学术推广强、渠道能力优秀的血制品企业，重点关注天坛生物、华兰生物、博雅生物，建议关注卫光生物、双林生物。

目录

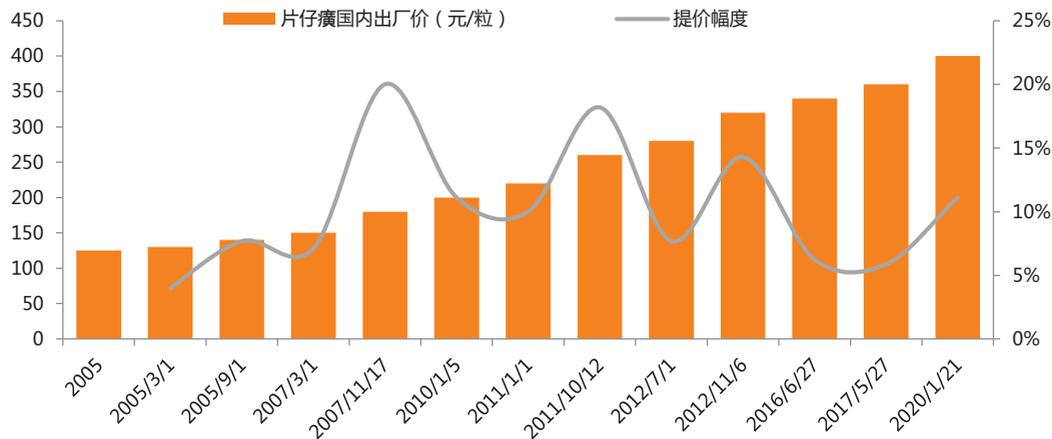
1. 医疗新基建，重点关注疫情后周期受益方向	.....	4 页
1.1. 医疗器械进入黄金发展期		
1.2. 疫苗行业景气度持续提升		
1.3. 政策环境+产业趋势，创新之势不可阻挡		
2. 医药大消费，潜力大，景气高，相对优势明显	.....	28页
2.1. 连锁药店未来十年加速走向集中化		
2.2. 医疗服务是最璀璨的明珠，最长情的赛道		
2.3. 血制品景气度提升，头部企业优势凸显		
2.4. 品牌OTC韧劲足		
3. 2020上半年医药生物行业复盘	.....	52页
4. 重点推荐公司介绍	.....	56页
5. 风险提示	.....	72页

品牌OTC的强定价力相对优势凸显

➤ OTC稀缺性（原料或处方稀缺）品种能持续提价

- 稀缺性品种大多亦品牌力强，但其提价动力更足，主因在于原料稀缺带来的持续成本压力与处方稀缺赋予的强定价权
- 对于原料稀缺性品种而言，如果说一般的品牌OTC是高层次消费的基础版的话，那么原料稀缺性品种就好比高层次消费里的奢侈品或者个性化消费，其定位人群有限，价格往往较高，是名副其实的高端消费。如片仔癀、阿胶、精品安宫牛黄丸等
- 对于处方稀缺性而言，其需求刚性，难以替代，消费者价格不敏感，提价对销量影响不大。如片仔癀、云南白药、龟龄集等。

图：片仔癀历年提价情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

➤ 建议重点关注稀缺属性标的片仔癀、云南白药、同仁堂、广誉远、东阿阿胶等

• 片仔癀

- 国家一级中药保护品种，处方、公司双绝密；原料资源稀缺，主要原料天然麝香、蛇胆的供应需获得行政许可，持续存在成本压力
- 公司2016年6月提高片仔癀出厂价和终端价，2017年5月和7月又分别提升内销价格和外销价格，2020年1月片仔癀从530元/粒上调到590元/粒，供应价格相应上调约40元/粒；海外市场供应价格相应上调约5.80美元/粒。

• 云南白药

- 云南白药是国家一级中药保护品种，其处方国家绝密级，是代表性的处方稀缺性品种

• 同仁堂

- 百年老店，安宫牛黄丸等品种知名度高，市场占有率优势明显，品牌中药定价能力强。

• 广誉远

- 品牌宣传持续加强，龟龄集、定坤丹、安宫牛黄等国药品牌知名度不断深入；采取积极的价格策略

• 东阿阿胶

- 阿胶领域品牌力强，渠道调整和管理层积极变化，今年有望销售迎来拐点。

品牌OTC：渠道端的积极变化

- 主要表现为产品销售由渠道拉动模式向终端驱动模式转变，提振业绩并减少业绩波动性，主要表现为三类：
- 拓展终端渠道、加大终端宣传、提价并让利渠道终端

向终端驱动销售模式转变

具体措施

代表案例

拓展终端渠道

- 增加销售人员数量
- 建立新的销售渠道拓展基层
- 建立体验馆

- 羚锐制药2016年大力建设诊所团队，产品已覆盖全国各地
- 我们预计片仔癀已在全国设立近200家体验馆，借助终端渠道推广产品

加大终端宣传

- 通过地推等进行品牌建设
- 试行体验式营销

- 东阿阿胶由传统渠道拉动开始注重终端地推销售，提高产品周转率
- 羚锐制药在药店做品牌建设活动，通过药店地推等保持OTC品类稳健增长

提价并让利终端

- 产品提价后，让利终端
- 终端盈利提升后，有动力推广产品，反哺产品的销售

- 片仔癀通过提价，终端的利润空间更大，带动终端推广产品的积极性
- 康恩贝实行“大品牌大品种工程”，通过渠道让利终端，使得原有单店的销售规模快速增长

- 定价力+渠道：品牌OTC未来延续稳健增长能力强；新冠疫情下，终端药店人流受限，对品牌OTC纯销造成不利影响，随着疫情的控制，终端的逐步恢复，我们预计品牌OTC企业的纯销有望持续恢复，基于终端销售策略的头部OTC企业韧劲更强；同时，我们认为头部OTC企业基于稀缺和品牌力所赋予的强定价能力，有助于价格上的相对优势，对长期的快速稳健增长提供强有力的价格支撑。建议重点品牌OTC企业：片仔癀、云南白药、同仁堂、广誉远、东阿阿胶等

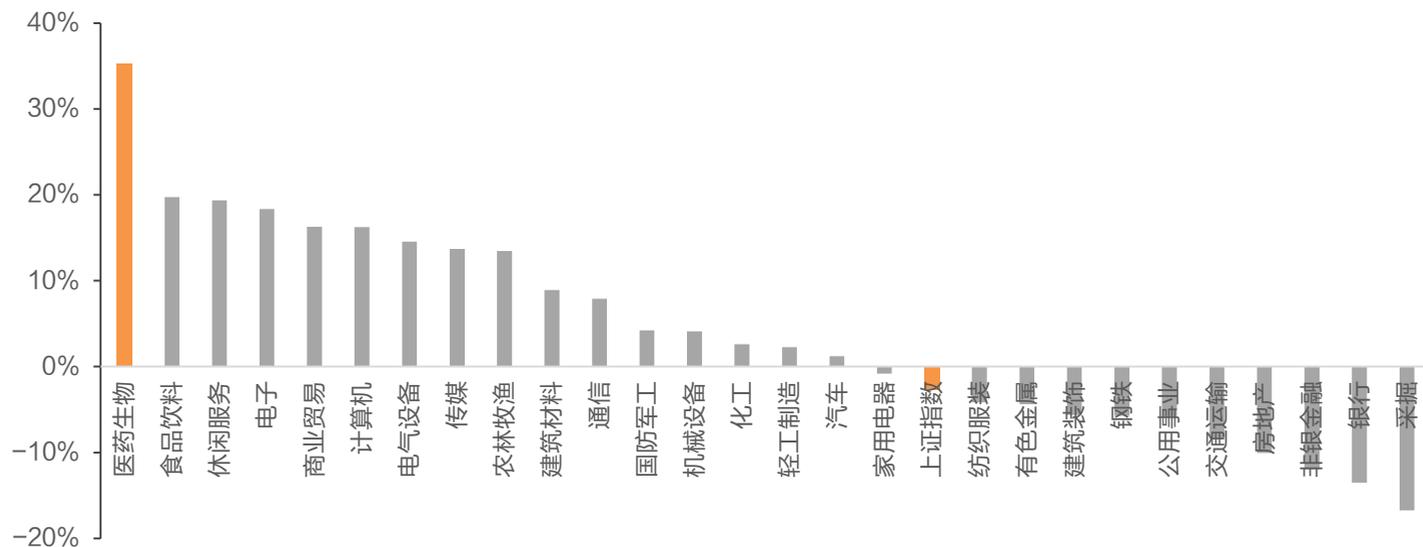
目录

1. 医疗新基建，重点关注疫情后周期受益方向	.....	4 页
1.1. 医疗器械进入黄金发展期		
1.2. 疫苗行业景气度持续提升		
1.3. 政策环境+产业趋势，创新之势不可阻挡		
2. 医药大消费，潜力大，景气高，相对优势明显	.....	28页
2.1. 连锁药店未来十年加速走向集中化		
2.2. 医疗服务是最璀璨的明珠，最长情的赛道		
2.3. 血制品景气度提升，头部企业优势凸显		
2.4. 品牌OTC韧劲足		
3. 2020上半年医药生物行业复盘	.....	52页
4. 重点推荐公司介绍	.....	56页
5. 风险提示	.....	72页

年初以来各行业板块整体上涨，医药生物涨幅第一

- ✓ 截止到2020年6月19日，申万28个行业两极分化，受新冠疫情影响，上证指数下跌2.7%。2020年，新冠疫情对于各行各业而言都面临着巨大挑战，市场不确定增加，医药板块相对优势明显，性价比突出，取得了良好的收益。
- ✓ 医药生物指数2020年上半年涨幅为35.33%，涨幅排在申万28个子行业中1位，相对大盘涨跌幅为38.04%

图：2020年初至今医药板块在申万28个子行业中排名第1

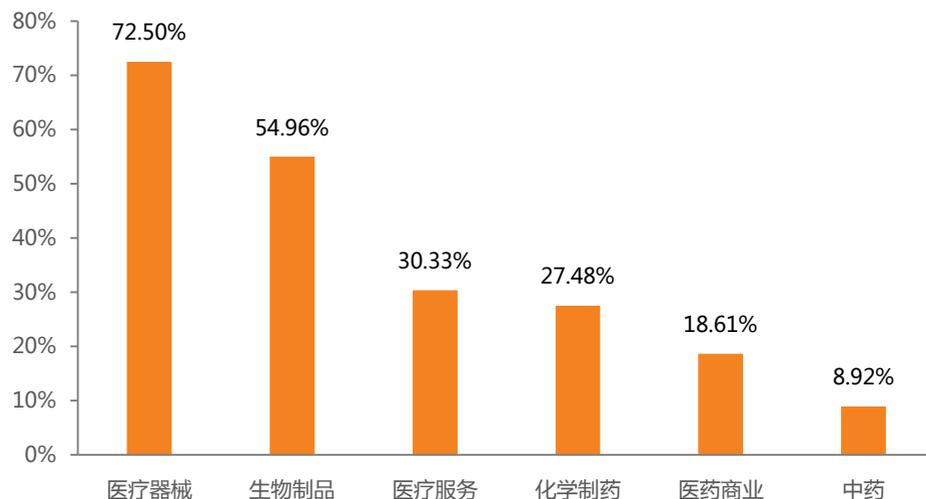


2020年医药生物板块整体表现较强

✓从医药细分板块来看，2020年年初至今医疗器械、生物制品板块在医药细分板块中涨幅排名靠前，分别实现72.50%、54.96%的涨幅。

✓从标的收益的角度看，上半年医疗器械多数标的表现出较大涨幅，其万泰生物、英科医疗、硕世生物等标的表现优秀。

图：2020年初至今医药子版块中医疗器械、生物制品涨幅较大



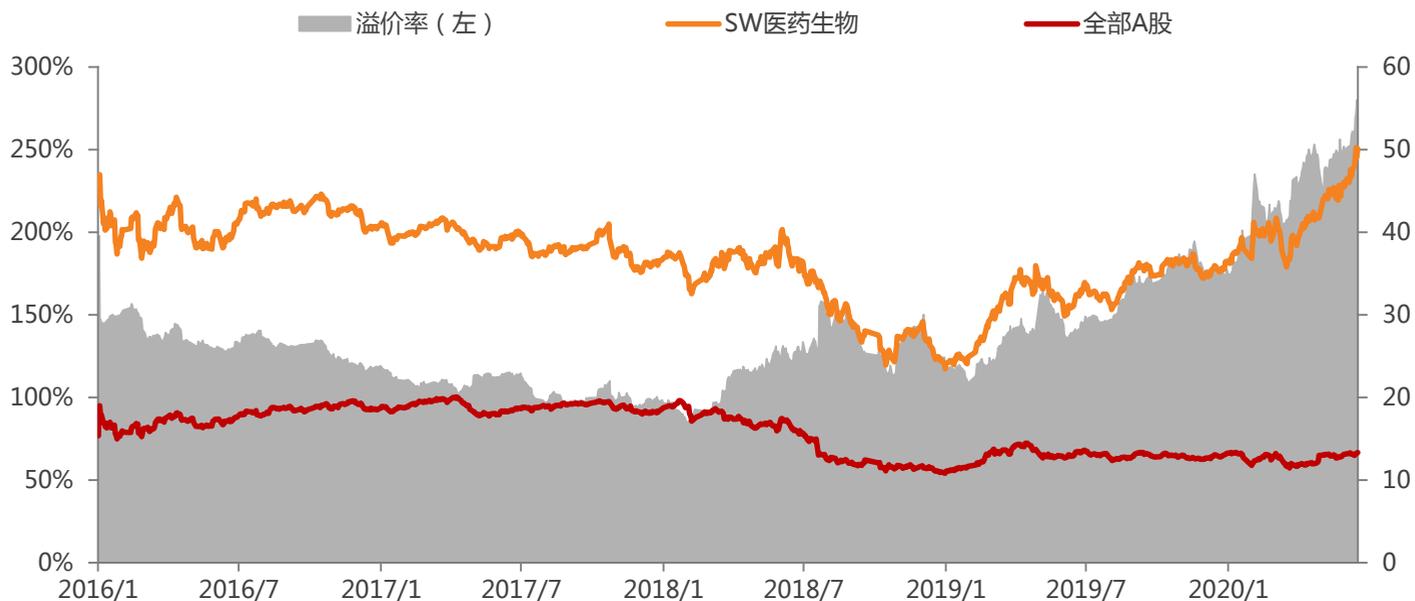
表：2019年年初至今医药板块涨幅前30标的

证券代码	证券简称	年初至今涨跌幅 %	所属板块
1	万泰生物	1,167	医疗器械
2	英科医疗	576	医疗器械
3	硕世生物	273	医疗器械
4	未名医药	267	生物制品
5	新产业	256	医疗器械
6	贵州三力	234	中药
7	奥翔药业	219	化学制药
8	振德医疗	196	医疗器械
9	西藏药业	184	中药
10	司太立	170	化学制药
11	以岭药业	157	中药
12	达安基因	154	医疗器械
13	三鑫医疗	153	医疗器械
14	赛升药业	151	生物制品
15	理邦仪器	148	医疗器械
16	蓝帆医疗	141	医疗器械
17	佰仁医疗	135	医疗器械
18	昭衍新药	120	医疗服务
19	宝莱特	118	医疗器械
20	双林生物	116	生物制品
21	九安医疗	115	医疗器械
22	山河药辅	114	化学制药
23	美诺华	114	化学制药
24	三诺生物	114	医疗器械
25	华海药业	114	化学制药
26	天宇股份	111	化学制药
27	博腾股份	111	化学制药
28	迈克生物	110	医疗器械
29	同和药业	108	化学制药
30	凯利泰	106	医疗器械

医药板块估值处于历史中高水平，未来有望通过持续业绩增长消化估值

- ✓ 拉长时间维度，从2006年至今，剔除2015年大牛市的影响，A股医药生物指数（申万）呈现波动上行的态势，从估值水平上来看，目前估值为50.13倍，处在中高水平。基于医药行业的成长性，未来有望通过业绩增长陆续消化估值。
- ✓ 截止至2020年6月19日，全部A股估值为13.37倍，医药生物估值为50.13倍，对全部A股溢价率为275%。各子行业分板块具体表现为：化学制药13.37倍，中药33.39倍，生物制品66.24倍，医药商业18.07倍，医疗器械66.63倍，医疗服务149.05倍。

图：2006年至今医药生物PE(TTM)下跌提升配置性价比



目录

1. 医疗新基建，重点关注疫情后周期受益方向	.....	4 页
1.1. 医疗器械进入黄金发展期		
1.2. 疫苗行业景气度持续提升		
1.3. 政策环境+产业趋势，创新之势不可阻挡		
2. 医药大消费，潜力大，景气高，相对优势明显	.....	28页
2.1. 连锁药店未来十年加速走向集中化		
2.2. 医疗服务是最璀璨的明珠，最长情的赛道		
2.3. 血制品景气度提升，头部企业优势凸显		
2.4. 品牌OTC韧劲足		
3. 2020上半年医药生物行业复盘	.....	52页
4. 重点推荐公司介绍	.....	56页
5. 风险提示	.....	72页

迈瑞医疗：行业、龙头、公司的三重溢价，内在价值凸显

✓ 迈瑞作为国产器械龙头，多条产品线市占率位列国内TOP3

迈瑞三条基石产品线分别是生命信息与支持，医学影像、体外诊断，其中多个细分品种市占率已经成为国内TOP3，国产TOP1，产品的品牌影响力被医疗圈广泛认可。2018年迈瑞医疗的监护线监护仪、麻醉机、除颤机、超声线的产品、体外诊断线的生化、血球等产品的市占率都位居国内前列。

✓ 核心优势：

1、充足的研发投入：迈瑞长年来一直将销售收入10%投入研发，自主创新的路途上从未停止。高瞻远瞩的格局和视野，踏实进取的执行和坚持，使得迈瑞发展成为国内医疗器械龙头。

2、国内外技术收购及引进：在过去发展历史中，进行多次收并购，包括产品、渠道的收购，包括监护、彩超、体外诊断各个领域的行业整合。多次尝试使得迈瑞在海内外收购不断积累选择标的、整合人员、管理输出、商业化转化的能力和经验，为未来持续的推进外延战略打下扎实的基础。

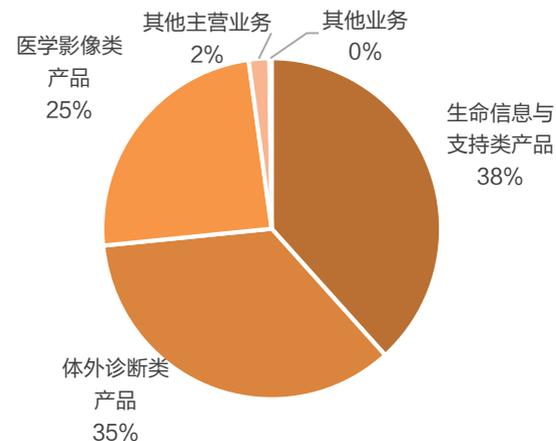
3、全球化布局：迈瑞医疗立足全球视角，2019年收入中42%来源大陆以外地区，全球化品牌已经深入人心。

风险提示：基层扩容不达预期，分级诊疗难以推动基层市场的发展；医院和医保局对于成本和支付的控制，导致产品价格下降的风险；拓展新产品线不达预期等。

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2019年公司收入拆分



乐普医疗：心血管器械龙头，引领行业走入新时代

✓ 乐普平台化效应明显，处于巨头发展的早期阶段

乐普平台化效应明显，以大病种为核心，目前重心围绕心血管疾病，构建器械、药品、服务等全产业链条，公司迎来新产品迭代周期，心血管药品是未来短期内业绩主要增长点。未来公司将围绕肿瘤、糖尿病深耕布局。

✓ 核心优势：

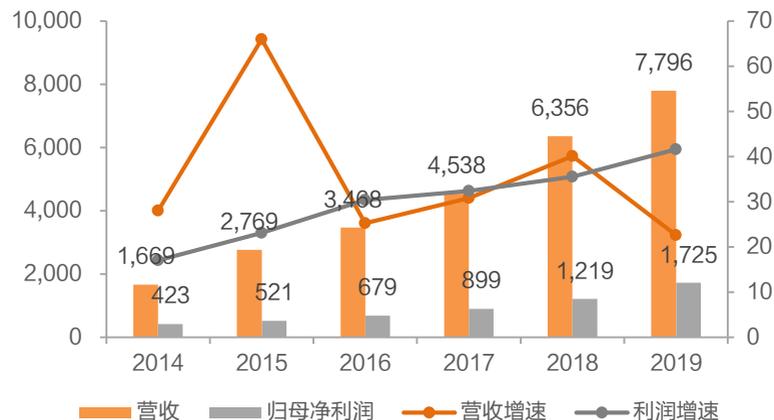
1、创新器械产品迭代：19年获批的可降解支架为公司带来业绩增量，将在未来时间内持续推动业绩增长，同时在布局当中的重要产品将形成产品接力，包括药物球囊、左心耳封堵器等。

2、药品长期稳健增长：乐普两大重磅药品（氯吡格雷和阿托伐他汀）中选国家集采，将快速提高市占率，获得短期的业绩增长，长期来看，乐普具备原料药、药店终端、系列化仿制药等优势，有望持续获得药品稳定的现金流贡献，享受行业稳健增长红利。

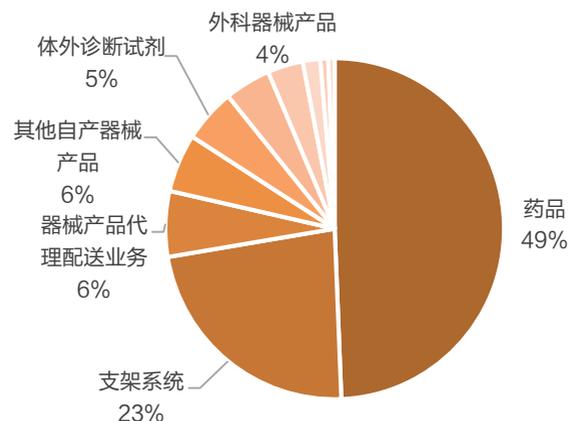
3、平台化优势：十年来，乐普通过内生和外延，由单一器械业务发展成为心血管健康全产业链平台，未来将延续大病种战略继续拓展业务，聚焦于糖尿病、肿瘤治疗、智能医疗等领域，平台化价值构建公司核心竞争力。

风险提示：可降解支架推广不及预期、高值耗材降价风险、研发风险等

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2019年公司收入拆分



安图生物：高端医疗器械，铸造优秀民族品牌

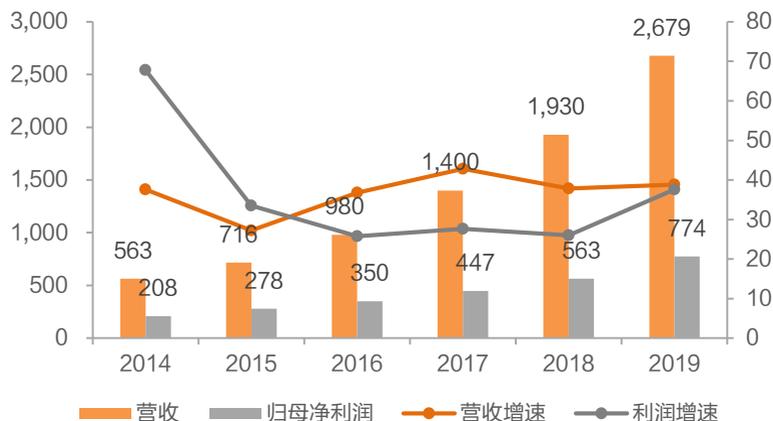
✓ 安图生物

1、老牌国产化学发光厂家，纯正的化学发光标的：在市场发展早期公司是微孔板领域的龙头之一，随后竞争加剧，公司加快研发磁微粒相关仪器和试剂，目前磁微粒已经成为公司的主要收入来源之一，充分享受技术带来的红利。

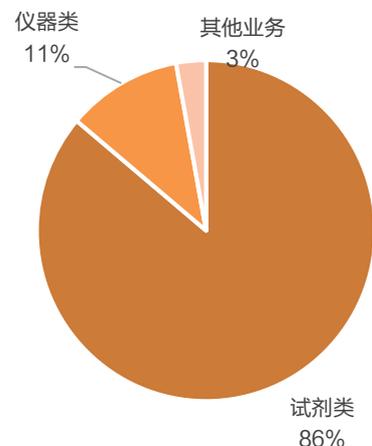
2、产品迅速丰富，切入高等级医院：流水线、微生物质谱等产品推出，完善产品线，流水线帮助发光仪器的卡位，提升发光仪器的单台产出，质谱补全微生物产品线。标准检测流程细菌培养、药敏、鉴定，质谱仪补全鉴定领域空白

风险提示：行业竞争加剧的风险；并购整合不达预期的风险；产品质量导致的潜在风险；技术创新与技术泄密的风险等。

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2019年公司收入拆分



迈克生物：价值股的戴维斯双击，业绩估值有望迎来双重拐点

✓ 迈克生物：

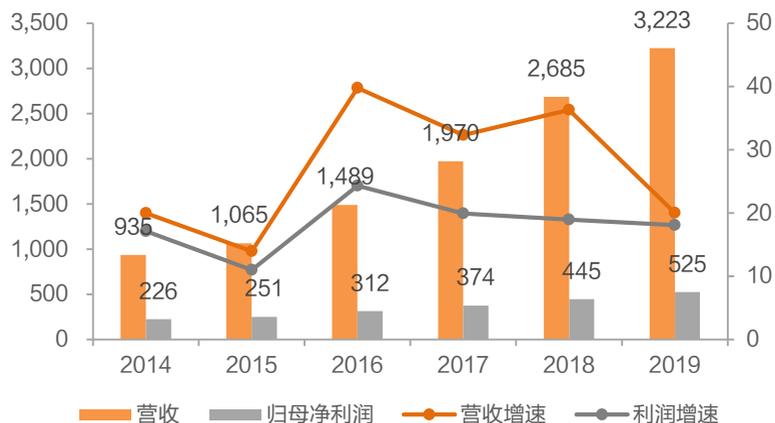
1、产品线齐全：公司已成为行业产品品种最丰富的企业之一，拥有生化、发光、血球、血凝、POCT、PCR、测序、血型等产品，积极布局全产业链。

2、高研发投入蓄力新产品上市：主要系围绕直接化学发光平台做配套试剂项目的研发及中低速仪器开发。

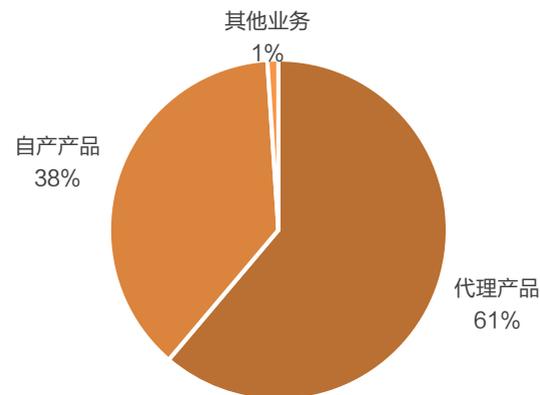
3、300速化学发光仪配套试剂盒获批，丰富产品布局：平台原理是直接化学发光（吖啶酯），可以为客户提供高端免疫产品，将会拉动化学发光产品业务更快速增长，进一步扩大核心产品的竞争优势。

风险提示：行业竞争加剧的风险；并购整合不达预期的风险；产品质量导致的潜在风险；技术创新与技术泄密的风险等。

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2019年公司收入拆分



艾德生物：伴随诊断的领导者，引领药物使用走向精准医学

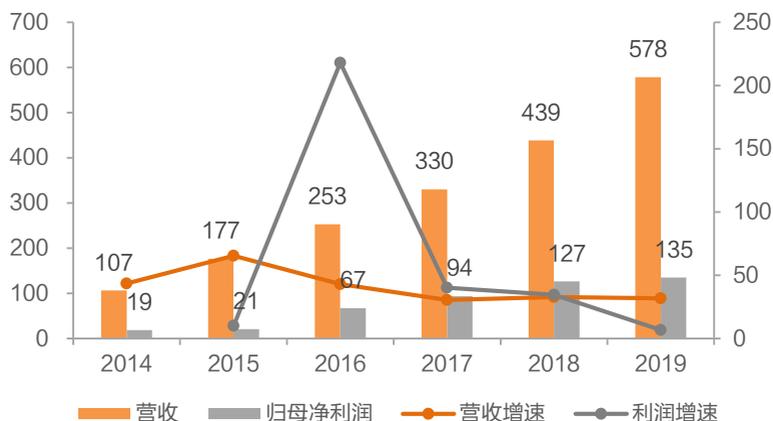
✓ 核心优势：

1、研发+渠道双协同：伴随诊断行业景气度高，未来随着靶向药的使用，行业持续发展驱动力强。艾德生物是国内伴随诊断行业龙头企业，核心竞争力强，技术领先竞争对手，PCR领域基本实现进口替代，200多人的直销团队，牢牢卡位核心肿瘤医院，研发+渠道双协同，充分享受行业红利。

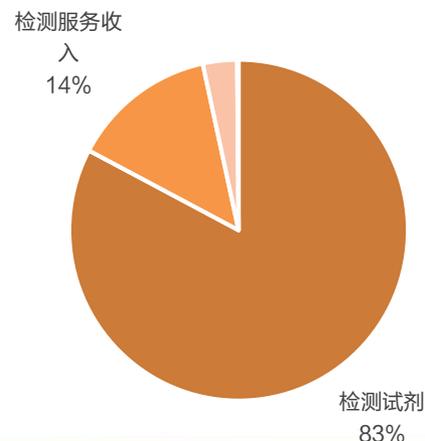
2、发展思路清晰：公司肺癌、结直肠癌产品保持渗透率和产品升级，还将继续保持稳健增长，新产品角度，重磅产品BRCA试剂盒和RET试剂盒（9个基因检测试剂盒，对应loxo药物）将形成产品梯队，中短期为公司业绩带来增量。中长期发展角度来看，艾德和海内外知名药厂保持紧密合作，通过临床合作，能够作为其伴随诊断试剂盒同步上市，先发优势明显，最大程度享受行业发展红利，同时艾德开始走向全球化，不再局限于国内市场，将会有更大的市场空间。

风险提示：收费目录降价风险、BRCA推广不及预期、loxo临床推进不及预期等

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2019年公司收入拆分



健帆生物：核心产品正处于发展黄金期，肝病领域有望迎头赶上

✓ 健帆业绩增长动力：

1、血液透析治疗患者每年15%的增速增长；2、进行血液灌流的渗透率提升；3、其他领域（比如肝病等）产品收入提升。

✓ 核心优势：

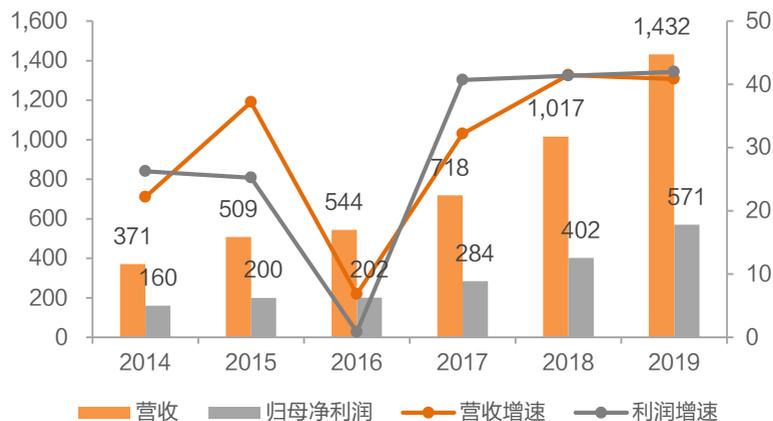
1、需求端，从医保基金、临床医生、患者的角度，采取血液灌流都能实现三方受益，需求端能够得到满足

2、供给端，独家专利技术，和国产比质量，和进口比性价比

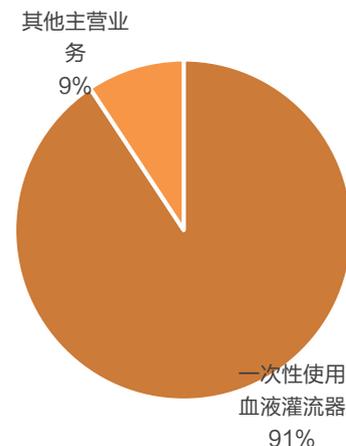
3、渠道优势，海内外都与院士级别学术泰斗合作，作为早期导入型产品，学术推广必不可少

风险提示：产品质量控制风险；产品结构单一风险；毛利率下降风险；技术泄密风险、竞争加剧、政策变动风险等

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2019年公司收入拆分



万孚生物：行业景气度高，POCT领先企业强者恒强

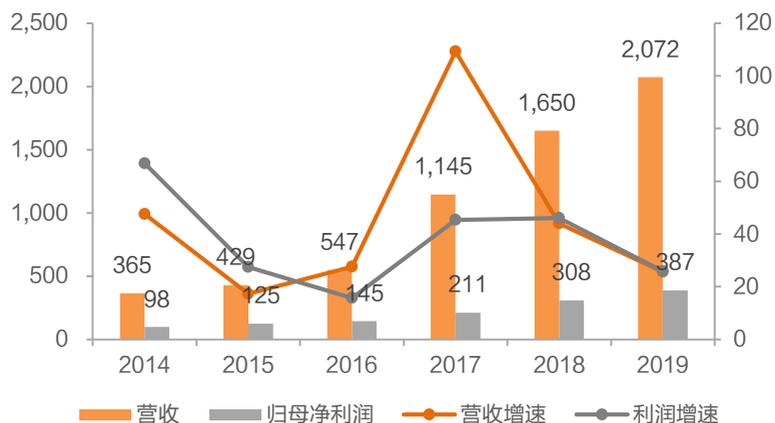
✓ 核心优势：

1、专注于POCT领域：万孚自成立以来专注于POCT领域，目前已经具备了较为丰富的产品线，未来公司将聚焦在糖尿病、心脑血管病、呼吸道病三类慢性疾病的诊断、控制到反馈的全过程个人慢性病健康管理产业。

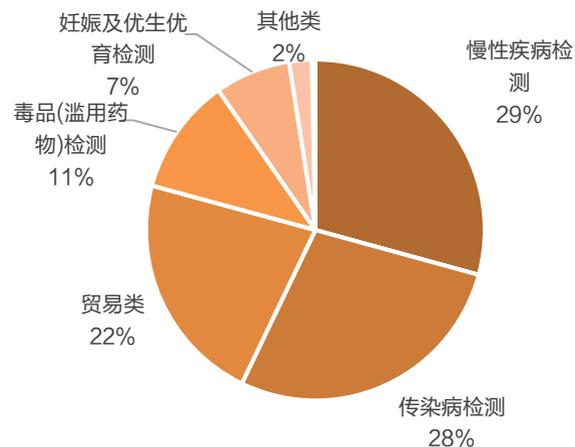
2、海内外市场齐发力：在国外市场中公司主要业务在美洲，主要是由于美国子公司利用现有渠道，加强与现有客户的粘性，帮助客户共同开发下游市场，提升和增进市场服务能力。在国内市场，公司以华南地区为中心，2019年占比为15%，而西南和西北地区在崛起。

风险提示：新产品销售不及预期、研发不及预期、销售收入不及预期、汇率变动风险、政策变化风险等。

图：公司营收、归母净利润及增速（百万）



图：2019年公司收入拆分



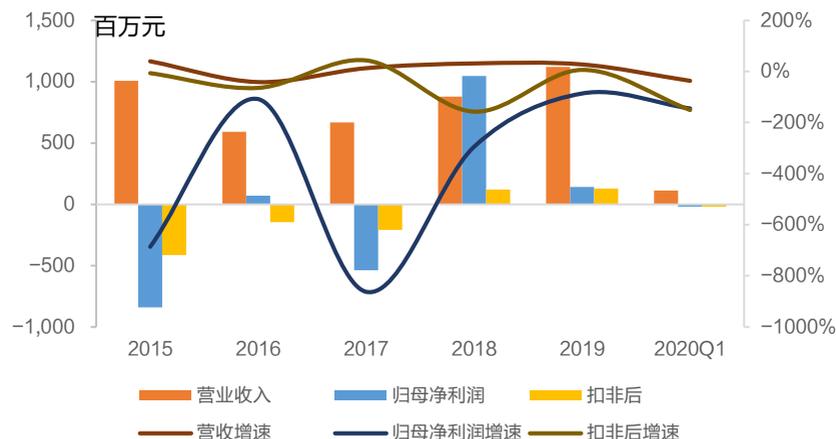
沃森生物：聚焦疫苗主业，13价肺炎疫苗有望贡献可观业绩弹性

- ✓ **13价肺炎疫苗有望奠定未来3-5年业绩高增长。**公司2019年实现营业收入11.21亿元，同比增加27.55%，2016-2019年CAGR为23.8%；归母净利润1.45亿元，同比下降86.14%，主因是2018年公司转让嘉和生物46.45%股权产生投资收益11.76亿元，而报告期内无此投资收益，2019年归母扣非后净利润1.28亿元，同比增长6.07%。公司13价肺炎疫苗2019年年底获批，成为国产首家，截止目前已经获得近100万支批签发，全年有望给公司贡献大利润弹性，且奠定公司未来3-5年业绩高增长。
- ✓ **公司研发加速，管线有望持续扩充：**公司此前实施多元化战略，拓展血制品、流通等领域，2017年后公司聚焦疫苗主业，剥离非核心业务，公司将充分享受行业高景气度。公司与苏州艾博合作mRNA新冠疫苗及mRNA带状疱疹疫苗，是公司研发加速的重要信号，未来研发管线有望持续扩充。除了重磅的13价肺炎疫苗外，公司还布局有HPV系列疫苗，2价HPV疫苗报产已受理，同时公司的流脑系列等疫苗亦具备大消费潜力。

表：公司在研产品进展

沃森生物研发管线	临床前研究	临床批件申请	获得临床批件	I期临床	II期临床	III期临床	生产批件申请	获得生产批件
13价肺炎球菌多糖结合疫苗								
重组人乳头瘤病毒双价疫苗（酵母）								
ACYW135群脑膜炎球菌多糖结合疫苗								
重组人乳头瘤病毒九价病毒样颗粒疫苗（毕赤酵母）								
4价流感病毒裂解疫苗								
重组肠道病毒71型病毒样颗粒疫苗（毕赤酵母）								
mRNA新冠疫苗								
mRNA带状疱疹疫苗								

图：公司营收、业绩持续高增长



康泰生物：管线丰富，成长力强

- ✓ **公司业绩体现出强成长性：**公司2019年公司营收19.43亿元，同比-3.6%，2015-2019年CAGR为43.9%。归母净利润5.75亿元，同比增长31.9%，2015-2019年CAGR达到73.9%，显示出强劲的成长性。
- ✓ **产品群持续上梯队，为后续延续强劲增长奠定基础：**公司目前拥有四联苗为核心的5个产品，在研项目25项，是国内研发管线最为丰富的企业之一，重磅产品13价肺炎疫苗纳入优先审评，冻干狂犬（人二倍体）已获得三期临床总结报告，即将报产。2020-2021年公司将迎来大品种获批期，长远看联苗等产品亦值得期待，为持续增长奠定了基础。

图：公司产品进展



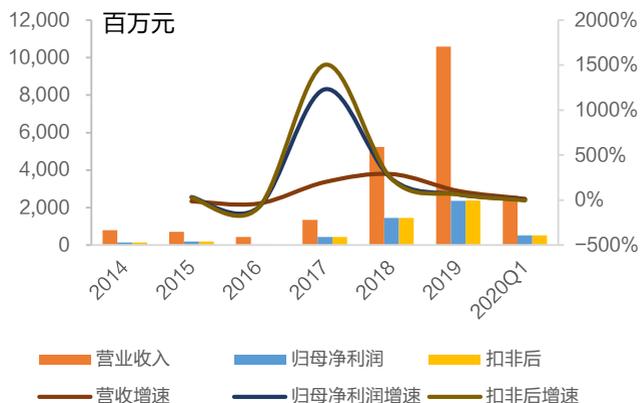
图：公司营收、业绩持续高增长



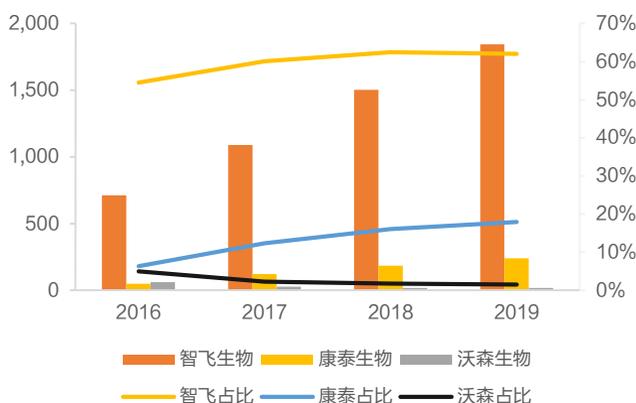
智飞生物：营销能力强，尽享HPV市场高景气度

- ✓ **代理产品推动公司业绩高增长：**公司2019年全年实现营业收入105.87亿元，同比增加102.50%，2015-2019年CAGR为96.32%；归母净利润23.66亿元，同比增长63.0%，2015-2019年CAGR为86.07%。除了自有产品稳健表现外，代理产品尤其是HPV疫苗的持续高增长，带动了公司业绩不断创新高。
- ✓ **强渠道能力，持续强化市场营销：**公司的商业化推广和渠道能力业内顶尖，截至2019年末，公司共有销售人员1843名，较去年同期增长37.92%，公司自有销售队伍人数显著超过康泰生物和沃森生物，公司销售网络覆盖全国31个省、自治区、直辖市，包括300多个地市，2600多个区县，30000余个基层卫生服务点（乡镇接种点、社区门诊），覆盖面广且深入基层，多年的积累铸就了公司营销、渠道优势。
- ✓ **厚积薄发，逐步迎来自有品种收获期：**经过多年积累，公司管线浮出水面，公司重磅产品在研项目超过20项，重组结核融合蛋白（EC）已获批，重磅产品微卡疫苗已报产，有望年中获批，市场潜力可达百亿级别。其他产品包括流感疫苗、15价肺炎疫苗等处在临床的不同阶段，公司和中国科学院微生物研究所合作研发新冠疫苗（基因重组亚单位疫苗），在临床前研究阶段。公司管线的持续扩充有望改变公司自研不足的认识，有利于提升公司估值。

图：公司营收、归母净利润持续增长



图：智飞销售人员大幅领先上市公司竞争对手



表：智飞注射用母牛分枝杆菌（预防）市场潜力可达70-350亿元

		来源
全球LTBI人数占比	25%	WHO估算
中国人口数	约14亿	国家统计局
中国LTBI人数	3.5亿	
疫苗渗透率	1%-5%	
免疫针数	6针	根据微卡（预防）Ⅲ期临床试验
单人花费	约2000元	根据二类苗市场价预估
市场潜力	约70-350亿元	

恒瑞医药——创新药龙头步入业绩释放期，研发管线支持长期增长

- ✓ **政策鼓励创新发展：**中国过去几年药政改革从供给端到支付端带来的利好将兑现到创新药企业的业绩，其中龙头企业恒瑞将率先从事件驱动走向业绩兑现。近两年公司多款重磅创新药迎来集中获批上市，以PD-1为代表的创新药尚处于放量的初期阶段，部分创新品种销售存在超预期可能。
- ✓ **短期来看，**公司创新药业绩迎来高增长长期；长期来看，公司研发管线储备众多潜力品种，靶点布局全面，研发进度国内领先，长期业绩有望持续稳定增长，建议投资者长期持续关注。
- ✓ **风险提示：**创新药研发具有不确定性；药品审评进度慢于预期；同类产品竞争风险；仿制药带量采购风险；

图：恒瑞2016-2020Q1业绩、同比增速（右轴）



图：恒瑞研发管线

业务板块	药品名称	靶点	适应症	临床前	IND	I期	II期	III期	NDA	上市
肿瘤管线	吡咯替尼	EGFR/HER2	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	卡瑞利珠单抗	PD-1	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	法米替尼	VEGFR/c-Kit/PDGFR	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-3680	AR	前列腺癌	→	→	→	→	→	→	→
	贝伐珠单抗	抗-VEGF	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-3162	PARP	癌症	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-6390	CDK4/6	乳腺癌	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1316	PD-L1	癌症	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1701	PD-L1/TGF-β	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1603	CD-47	癌症	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-9146	IDO	肿瘤免疫	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1459	BTK	淋巴瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-7390	MEK	实体瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-A1201	Herceptin ADC	乳腺癌	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-A1403	c-Met ADC	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1501	IL-15	癌症	→	→	→	→	→	→	→
	HS-12041	c-Met	实体瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1702	TIM-3	癌症	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-9549	SERD抑制剂	乳腺癌	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-2554	EZH2	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	HAO-472	AML1-ETO	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1309	Her2	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1601	LAG-3	癌症	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-2150	TLR7	实体瘤	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1704	CD40	癌症	→	→	→	→	→	→	→
糖尿病管线	瑞格列汀	DPP-4	II型糖尿病	→	→	→	→	→	→	→
	恒格列净	SGLT-2	II型糖尿病	→	→	→	→	→	→	→
	味格列泛	GPR40激动剂	II型糖尿病	→	→	→	→	→	→	→
	INS068	基础胰岛素	糖尿病	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1209	PCSK-9	高胆固醇血症	→	→	→	→	→	→	→
其他	SHR-0302	JAK1	风湿关节炎	→	→	→	→	→	→	→
	瑞马唑仑	GABAa	手术镇静	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1314	IL-17	银屑病	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-4640	URAT1	痛风	→	→	→	→	→	→	→
	海曲泊帕	TPOR	血小板减少症	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-0532	ROMK	高血压	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-0410	KOR	疼痛	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-8554	MOR	疼痛	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-7280	GnRH	子宫内膜异位症	→	→	→	→	→	→	→
	SHR-1222	SOST	骨质疏松症	→	→	→	→	→	→	→
DDO-3055	PHD2	慢性肾性贫血	→	→	→	→	→	→	→	

备注：→ 中国大陆 → 美国 → 澳大利亚

贝达药业——埃克替尼差异化优势有望巩固，研发管线稳步推进

- ✓ 我们判断2019年有望成为公司业绩的拐点年，2020年起公司有望开始步入收获期。公司核心产品埃克替尼仍有望持续增长并存在持续超预期可能，后续管线品种预计今年开始兑现。
- ✓ 恩沙替尼有望今年获批贡献新的业绩增量；此外，MIL60、埃克替尼术后辅助治疗、CM-082、X-396全球多中心一线、BPI-D-0316有望陆续申报注册，带来多个催化剂，建议投资者重点关注。
- ✓ 风险提示：新药研发的不确定性风险；同类产品的市场竞争风险；行业政策及药品招标风险

图：贝达2016-2020Q1业绩、同比增速（右轴）



图：贝达研发管线

业务板块	产品名	机制	适应症	临床前	IND	临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	NDA
抗肿瘤管线	埃克替尼	一代 EGFR-TKI	EGFR 敏感突变非小细胞肺癌术后辅助治疗						
	盐酸恩莎替尼	ALK 抑制剂	ALK 阳性 NSCLC 患者的二线治疗						
			ALK 阳性 NSCLC 患者的一线治疗 (全球多中心)						
			ROS1 阳性 NSCLC 患者的治疗						
	CM082	VEGF 抑制剂	晚期肾癌						
			联合 JS001 用于黏膜黑色素瘤						
	MIL60	生物类似物	晚期或复发性非鳞状细胞非小细胞肺癌						
	BPI-D0316	三代 EGFR-TKI	EGFR T790M 突变非小细胞肺癌						
	BPI-17509	FGFR1/2/3 抑制剂	胆管癌、膀胱癌和肺鳞癌等 FGFR 实体瘤						
	BPI-23314	BET 抑制剂	恶性血液系统肿瘤						
BPI-16350	CDK4/6 抑制剂	乳腺癌							
MRX2843	MerTK/FLT3	MerTK 和 FLT3 通路异常的血液肿瘤和实体瘤							
BPI-43487	FGFR4 抑制剂	FGF19 扩增的肝细胞癌胆管癌							
BPI-27336	ERK1/2	RAS/RAF/MEK 激活变异的结直肠癌、胰腺癌、肺癌、肝癌、胃癌、黑色素瘤等实体瘤							
BPI-28592	二代 TRK 抑制剂	NTRK 融合实体瘤							
糖尿病管线	BPI-3016	化药1类	糖尿病						
进口药注册	帕妥木单抗	EGFR 单抗	RAS 野生型转移性结直肠癌 (mCRC)						

中国生物制药——重磅品种报产研发持续收获，集采影响消化后望迎向上趋势

- ✓ 公司管线产品储备丰富，销售渠道优势明显，虽然部分品种短期可能受到带量采购影响，但是公司长期发展十分值得期待。公司正处于仿制药与创新药齐发力的阶段，考虑重磅产品PD-1单抗等报产和获批预期，公司在消化集采带来的影响后有望迎来向上趋势。
- ✓ 风险提示：新药研发风险；行业政策风险；新品销售不达预期风险

图：中国生物制药营收、归母净利润及增速（亿元）



图：公司多款重磅产品有望上市

2020年计划上市的新产品

序号	通用名	领域	子公司
1	注射用福沙瓦坦双苄甲胺（欧盟上市）	肿瘤	正大天晴
2	塞来昔布胶囊	骨科消炎止痛	正大清江
3	依达拉奉氯化钠注射液	心脑血管	正大丰海
4	人血白蛋白	血液制品	南京正大天晴
5	氟维司群注射液（美国ANDA）	肿瘤	正大天晴
6	氟维司群注射液（德国上市）	肿瘤	正大天晴
7	吸入用布地奈德混悬液	呼吸	正大天晴
8	磷酸西格列汀片	内分泌	正大天晴
9	亚齐司特颗粒	呼吸	正大丰海
10	盐酸莫西沙星氯化钠注射液	抗感染	南京正大天晴
11	达比加群酯胶囊	心脑血管	正大天晴
12	维格列汀片	内分泌	北京康德
13	依达拉奉氯化钠注射液（新增适应症：渐冻症）	心脑血管	正大丰海
14	注射用点阵拉托钠	消化	正大天晴
15	泊马度胺胶囊	肿瘤	正大天晴
16	沙格列汀片	内分泌	正大天晴
17	恩曲替尼注射液	抗感染	正大天晴
18	安罗替尼胶囊（第四适应症：甲状腺癌样癌）	肿瘤	正大天晴
19	顺苯磺阿曲库铵注射液	手术麻醉	北京康德
20	依托考昔片	骨科	北京康德
21	阿哌沙班片	心脑血管	南京正大天晴
22	利伐沙班片	心脑血管	南京正大天晴
23	磺胺氢氯吡格雷片	心脑血管	南京正大天晴
24	碘帕醇注射液	造影剂	南京正大天晴
25	盐酸伊达比星冻干粉	肿瘤	南京正大天晴
26	伊托珠注射液	肠外营养	正大丰海
27	螺内酯片（药品补充申请批件）	水肿疾病	正大丰海
28	TY01 普乾	特医	正大丰海
29	TY02 精能	特医	正大丰海
30	TY04 海维舒	特医	正大丰海

2021年计划上市的新产品

序号	通用名	领域	子公司
1	PD-1单抗	肿瘤	正大天晴
2	利妥昔单抗	肿瘤	正大天晴
3	阿达木单抗注射液	自身免疫	正大天晴
4	注射用重组人凝血因子VII	血液病	正大天晴
5	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	肿瘤	正大天晴
6	甲磺酸仑伐替尼胶囊	肿瘤	正大天晴
7	沙美特罗氟替卡松吸入剂	呼吸	正大天晴
8	氟维司群注射液	肿瘤	正大天晴
9	注射用多黏菌素B甲磺酸钠	抗感染	正大天晴
10	艾司莫沙星注射液	消化	正大天晴
11	沙库巴曲缬沙坦片	心脑血管	正大天晴
12	硝西替诺福片	肝病	正大天晴
13	磺胺沙唑注射液	造影剂	正大天晴
14	苹果酸舒尼替尼胶囊	肿瘤	正大天晴
15	恩格列净片	内分泌	正大天晴
16	卡格列净片	内分泌	正大天晴
17	马来酸阿达替尼片	肿瘤	正大天晴
18	注射用醋酸地加瑞克	肿瘤	正大天晴
19	右兰索拉唑注射液	消化	正大天晴
20	安罗替尼胶囊（第五适应症：分化型甲状腺癌）	肿瘤	正大天晴
21	柚立骨化醇注射液	骨科	北京康德
22	利马前列素片	血管狭窄	北京康德
23	索布布片	抗感染	南京正大天晴
24	磷酸西格列汀片	内分泌	南京正大天晴
25	枸橼酸托法替布片	类风湿关节炎	南京正大天晴
26	奥美沙坦酯氨氯地平片	心脑血管	南京正大天晴
27	托伐替坦片	心脑血管	南京正大天晴
28	马昔替坦片	心脑血管	南京正大天晴
29	替克莫糖注射液	手术麻醉	南京正大天晴
30	依达拉奉注射液	心脑血管	正大丰海
31	聚普瑞特颗粒	消化	正大丰海
32	TY021 回能欣	特医	正大丰海
33	枸橼酸托法替布片	类风湿关节炎	正大清江
34	骨化三醇软膏	骨科	上海通用

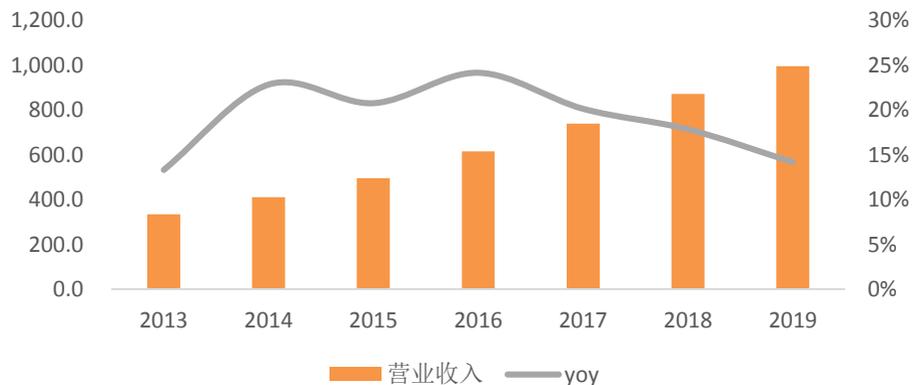
2022年计划上市的新产品

序号	通用名	领域	子公司
1	PD-L1单抗	肿瘤	正大天晴
2	曲妥珠单抗	肿瘤	正大天晴
3	贝伐珠单抗	肿瘤	正大天晴
4	艾酚福希片	肝病	正大天晴
5	依维莫司片	肿瘤	正大天晴
6	西索罗昔替匹啉咀嚼片	肿瘤	正大天晴
7	氘代硫酸依西汀片	精神	正大天晴
8	阿瑞匹坦胶囊	肿瘤	正大天晴
9	酒石酸阿福特罗雾化吸入用溶液	呼吸	正大天晴
10	TQ-21525片（化学创新药）	多适应症肿瘤	正大天晴
11	TQ-21101胶囊（化学创新药）	血液肿瘤	正大天晴
12	利斯的明贴剂	阿兹海默症	北京康德
13	洛索洛芬钠凝胶贴膏	骨科	北京康德
14	罗替关汀贴剂	帕金森	北京康德
15	西格列汀二甲双胍缓释片	内分泌	南京正大天晴
16	培唑帕尼片	抗肿瘤	南京正大天晴
17	甲磺酸仑伐替尼胶囊	抗肿瘤	南京正大天晴
18	氨氯地平阿托伐他汀钙片	心脑血管	南京正大天晴
19	富马酸阿替普单抗片	抗肿瘤	南京正大天晴
20	阿瑞匹坦胶囊	肿瘤	南京正大天晴
21	普比前列酮胶囊	消化	南京正大天晴
22	罗沙司他胶囊	泌尿	南京正大天晴
23	骨化三醇口服液	骨科	正大青岛
24	艾地骨化醇胶囊	骨科	正大青岛
25	琥珀酸唑罗西坦片	偏头痛	正大青岛
26	奥美纳唑咀嚼片	消化	正大青岛
27	盐酸托莫西汀胶囊（药品补充申请批件）	注意缺陷	正大丰海
28	盐酸托莫西汀口服液	注意缺陷	正大丰海
29	福多司坦口服液	呼吸	正大丰海
30	盐酸替罗非班氯化钠注射液	心脑血管	正大丰海
31	盐酸右美托咪定氯化钠注射液	手术麻醉	正大丰海
32	TY13 雅安	特医	正大丰海
33	洛索洛芬钠凝胶	镇痛	正大清江
34	阿替罗特片	肝病病	正大清江
35	艾托莫德片	类风湿关节炎	正大清江

九州通：2020年从新启航，迎来业绩大年

- ✓ **总代理业务快速发展，带动盈利能力提升。**公司具有全国仓储物流配送网点，优秀的物流能力、供应链能力铸造在OTC渠道的终端业务能力；同时受益院内品种向院外市场的转移，公司OTC渠道总代理业务（代表品种：东阳光奥司他韦、华海厄贝沙坦片）迎来快速发展发展。
- ✓ **以布局全国的仓储物流网络为基础，创新促发展：**公司在全国仓储物流布局已经完成，未来相应的资本开支将逐步减少，并开始依托全国仓储物流的布局为基础，开始协同企业业务的快速发展。同时FBBC等创新业务的快速发展，未来都有望推动公司的长期稳步发展。
- ✓ **受益政策方向，院外市场与第三终端快速增长：**在医药分家的大背景下，我国药品销售结构正在发生变化，院外市场以及第三终端的药品销售比重正在逐步提升，尤其是基层医疗机构药品销售比重从2010年的6.5%提升至2019年的10%，提升了3.5个pp，我们判断，随着医改进入到一个新阶段，院外市场以及第三终端药品销售的比重有望进一步提升。公司作为全国民营医药商业龙头，长期以来耕耘与院外市场以及基层药品器械的配送，未来有望持续受益这两部分市场的增长。

图：2013-2019年公司营业收入（亿元）及增速



2013-2019年公司归母净利润（亿元）及增速



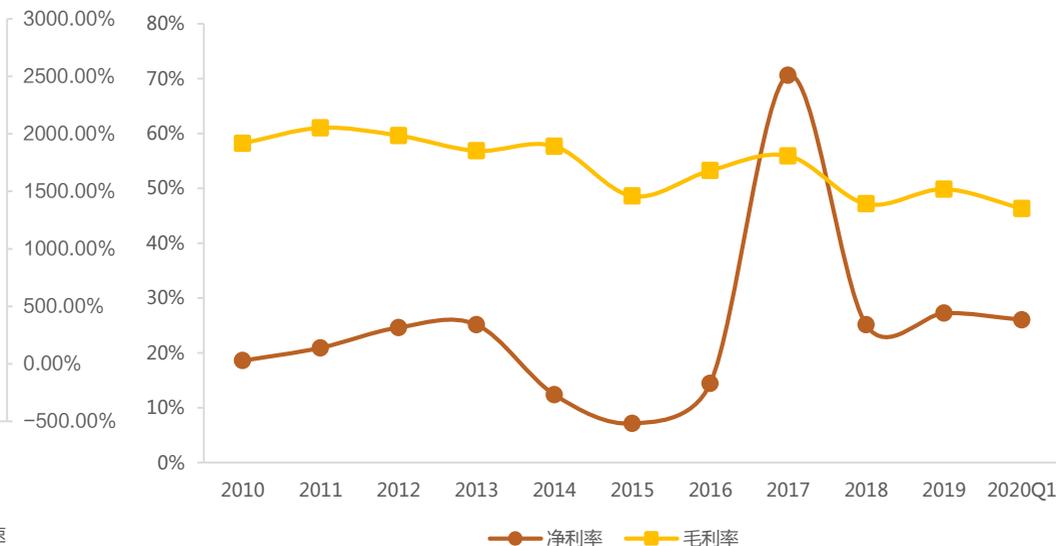
天坛生物：拥有国内最强浆站资源，重组之后经营效率提升明显

- **重组改制后2019年毛利率提升明显，一季度受疫情影响毛利率下滑**：2017年公司实施了两次重大资产重组项目，成为血液制品专业公司。重组之后，公司毛利率和净利率分别由2018年的47.2%、25.1%提升至49.9%、27.2%，成本控制能力加强。一季度受疫情影响，毛利率和净利率下滑，我们预计主要因为疫情影响无法采浆，采浆相关固定支出成本无法减少，进而毛利下降，目前疫情逐渐消减，公司成本资源优化有望继续。
- **背靠国药渠道，终端数量居国内领先地位**：公司实际控制人国药集团是由国务院国资委直接管理的中国规模最大、产业链最全、综合实力最强的医药健康产业集团。依托国药集团和中国生物强大股东资源的独特优势，公司实现快速发展。2019年，公司三级医院及其他医疗机构、药店覆盖数量大幅增加，总数达15114家，同比+28.3%；药店覆盖5017家，同比+36.11%；进入标杆医院31家、重点开发医院52家，已基本覆盖除港澳台地区外的各省市地区主要的重点终端。

图：公司营收和归母净利润及增速



图：公司毛利率和净利率在2019年提升明显



华兰生物：国内血制品&疫苗生产龙头企业，疫情影响一季度业绩略微下滑

- **2019年业绩稳健增长，一季度疫情影响略微下滑：**公司2019年营收37.0亿元，同比+15.02%，归母净利润12.83亿元，同比+12.63%，扣非后归母净利润11.47亿元，同比+14.47%。2019年公司血制品板块稳健增长，收入26.44亿元，同比+9.77%。2020年一季度受疫情影响，业绩略微下滑，同比-4.71%，采浆量下降供给端趋紧，血制品企业话语权有望增加。
- **公司产品齐全，批签发占比靠前：**截至2019年底，公司共有单采血浆站25家，其中广西4家、贵州1家、重庆15家（含6家单采血浆站分站）、河南5家，浆站数量在行业前列。公司产品结构合理、产品种类齐全、血浆综合利用率也居于行业前列，血液制品的产品结构不断优化，多个产品的市场占有率处于行业前列。

图：公司营收和归母净利润稳健增长



表：华兰生物批签发占比

品种	2017	2018	2019	2020M1-5
静注人免疫球蛋白 (pH4)	15%	10%	12%	10%
狂犬病人免疫球蛋白	9%	18%	10%	5%
破伤风人免疫球蛋白	28%	26%	23%	20%
人免疫球蛋白	11%	37%	13%	4%
人凝血酶原复合物	61%	45%	44%	40%
人凝血因子Ⅷ	40%	37%	37%	28%
人纤维蛋白原	7%	8%	0%	0%
人血白蛋白	6%	5%	4%	4%
乙型肝炎人免疫球蛋白	29%	18%	12%	31%

风险提示

- (1) 政策推进速度低于预期；
- (2) 研发创新进展低于预期；
- (3) 一致性评价进展低于预期；
- (4) 消费需求推进与潜力挖掘进展低于预期；
- (5) 医保压力导致药品和器械降价；
- (6) 药品和器械短期量升不达预期；
- (7) 黑天鹅导致板块下跌等风险；
- (8) 企业经营质量管理风险；
- (9) 疫情进展具有不确定性；

天风医药团队成员简介

郑 薇：中国科学技术大学&中科院广州生物医药与健康研究院，生物化学与分子生物学硕士，毕业后在国内最大医疗器械公司—深圳迈瑞生物医疗电子股份有限公司工作5年（研发+战略）。2015年10月加入华泰证券，现就职于天风证券，熟悉医疗器械板块，涉及体外诊断、血糖、影像、血透、体检等行业。2017年作为团队核心成员入围新财富。SAC执业证书编号：S1110517110003。

潘海洋：南开大学金融学硕士，天津大学生物工程学士。曾就职于华泰证券研究所，任医药生物行业研究员。覆盖化药，中药，部分生物药领域，深入研究招标趋势，蛋白产业链。SAC执业证书编号：S1110517080006。

李 扬：香港中文大学生物信息学硕士，华南理工大学生物工程学士，2017年11月加入天风证券，曾就职于华大基因，先后在研发部和产品部分别负责生物信息流程开发和遗传咨询工作，目前主要研究医疗器械板块，在基因检测领域研究较为深入。

李 沙：东北师范大学硕士/哈尔滨工业大学生物工程学士，2018年1月加入天风证券，曾就职于彧辉基金，主要从事大健康、消费、环保等领域投研工作，目前主要负责医药商业板块研究，对药品流通与零售行业较为熟悉。

赵 楠：中国药科大学药学硕士，沈阳药科大学制药工程学士，南京大学管理学学士，通过CFA一级，2019年3月加入天风证券，曾就职于恒瑞医药，主要从事肿瘤创新药研发，导师为恒瑞全球研发负责人，目前主要研究创新药领域，身处医药行业多年对产业理解较为深入。

赵雅韵：西安交通大学分析化学硕士/制药工程学士，硕士期间主要研究磁性纳米分子印迹聚合物在分析分离、药物靶向方面的应用。2019年7月加入天风证券，目前主要研究血制品领域。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下